

业绩符合预期，与海外优质原料商合作推动 品牌产品再升级

珀莱雅(603605)

事件概述

公司发布 2020 年年报与 2021 年一季报，2020 年公司实现营收 37.52 亿元，同比增长 20.13%；归母净利润 4.76 亿元，同比增长 21.22%；扣非后净利为 4.70 亿元，同比增长 21.69%。2020 年 Q4 公司实现营收 14.61 亿元，同比增长 40.05%；实现归母净利润 1.91 亿元，同比增长 25.12%；扣非后净利润分别为 1.82 亿元，同比增长 22.57%。2021 年 Q1 公司实现营收 9.05 亿元，同比上升 48.88%，与 2019Q1 相比上升 41.1%；归母净利润 1.10 亿元，同比上升 41.38%，与 2019Q1 相比增长 20.6%；扣非后净利润 1.08 亿元，同比增长 29.05%，与 2019 年 Q1 相比增长 18.25%。

分析判断：

► 收入端：美容彩妆类产品快速增长，占比持续提升

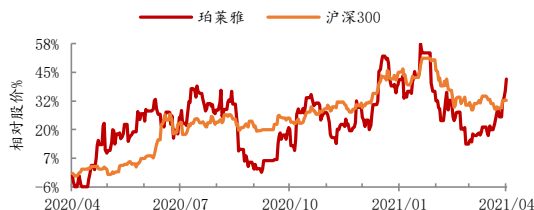
公司 2020 年全年主营业务收入 37.48 亿元，同比增长 20.26%。其中护肤类产品（含洁肤）实现营收 32.42 亿，同比增长 11.38%；美容彩妆类产品实现营收 4.65 亿，同比增长 181.91%。美容彩妆类产品的占比持续提升，由 2019 年的 5.29% 上升至 2020 年的 12.41%。分渠道来看，公司线上渠道实现营收 26.24 亿元，同比增长 58.59%，占比 70.01%。线下渠道实现营收 11.24 亿元，同比下滑 23.12%。分品牌来看，珀莱雅品牌依然是公司营收的主要来源，实现营收 29.86 亿元，同比增长 12.43%，占比 84.32%。2021 年一季度，公司营业收入持续增长，主要是由于线上渠道销售额同比大幅增长所致。

► 利润端：受益单品价格上涨，全年净利率有所提升

2020 年全年公司毛利率为 63.55%，同比下滑了 0.41pct，净利率为 12.04%，同比提升了 0.31pct。毛利率的下滑主要是由于收入准则的调整，本期运费 1.18 亿元在主营业务成本列示，2020 年不含运费的可比口径销售毛利率为 66.70%，同比提升了 2.74pct。公司 2021 年 1 季度毛利率同比增长了 4.50pct 至 64.41%；净利率同比下滑了 0.82pct 至 11.8%。费用方面，2020 年全年，公司期间费用率为 46.9%，同比下滑了 0.59pct。其中销售费用率增长了 0.74pct 至 39.9%。主要是由于公司形象宣传和品牌推广投入同比增加 3.87 亿元，同比增长 46.17%。2021 年第一季度公司期间费用率为 49.62%，同比上升了 7.33pct。其中销售费用率为 41.72%，同比上升了

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	193.4
股票代码：	603605
52 周最高价/最低价：	217.46/127.11
总市值(亿)	388.96
自由流通市值(亿)	388.08
自由流通股数(百万)	200.66



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080002
联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519100001
联系电话：

分析师：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520080001
联系电话：

相关研究

1. 【华西轻工】珀莱雅(603605) 2020 年三季报点评报告：Q3 业绩表现强劲，可转债预案助力未来发展

2020.10.28

2. 【华西轻工】珀莱雅(603605) 2020 年半年报点评报告：二季度业绩显著回暖，调整业绩考核目标调动员工积极性

2020.08.25

4.5pct。销售费用率的提升主要是由于本期公司的形象宣传推广费同比增加 140.07%。

► 其他重要财务指标

2020 年，公司应收账款周转率次数由 2019 年的 21.74 次下降至 15.53 次；存货周转率次数由 2019 年的 4.12 次下降至 3.50 次。公司经营活动产生的现金流量净额同比净流量增加 9559 万元，主要系公司销售回款同比增加 7.28 亿元。2021 年一季度，公司短期借款环比下降了 33.17%，主要系公司本季度偿还了到期的银行短期借款本金 9900 万及利息。公司经营活动产生的现金流量净额同比净流量增加 1.90 亿元，主要系销售回款同比增加 4.19 亿元。

► 与优质原料商合作推动品牌产品再升级

为推动公司旗下各品牌产品科技再升级，公司于 2021 年 1 季度与国际领先的特种材料公司亚什兰（中国）投资有限公司以及化妆品行业原料世界第一巨头巴斯夫（中国）签署了战略合作协议。公司将按计划与两家优质原料商开展多项深度合作。部分领先的技术，将通过珀莱雅公司的产品，在国内实现独占或率先运用。这意味着珀莱雅未来的护肤产品，将更加具备独创特色。

投资建议

公司不断优化渠道结构和经销模式，线上渠道的销售比例超过 70%。同时公司通过邀请当红流量明星代言旗下产品打造公司品牌。面对市场变化，公司加大研发投入，不断推出新品适应市场。公司经过多年的发展，形成了自己的研发、设计、产品开发、渠道物流运营机制。与上游优质原料商合作有望继续加强公司产品的成分功效。考虑到公司将精细运作渠道，线下渠道尚需时间拓展，我们略微下调公司的盈利预测，2021 和 2022 年公司的营业收入由 49.66/62.35 亿元下调至 46.84/57.95 亿元，归母净利润由 6.1/7.57 亿元下调至 6.07/7.54 亿元。我们预计公司 2023 年将实现营收 70.67 亿元，归母净利润 9.28 亿元，2021-2023 年对应 EPS 分别为 3.02/3.75/4.62 元，继续给予“买入”评级。

风险提示

1) 宏观经济景气度不及预期。2) 行业竞争加剧。3) 新产品推广不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,124	3,752	4,684	5,795	7,067
YoY (%)	32.3%	20.1%	24.8%	23.7%	21.9%
归母净利润(百万元)	393	476	607	754	928
YoY (%)	36.7%	21.2%	27.6%	24.3%	23.0%
毛利率 (%)	64.0%	63.6%	63.5%	63.4%	63.2%
每股收益 (元)	1.95	2.37	3.02	3.75	4.62
ROE	19.3%	19.9%	20.8%	21.2%	21.2%
市盈率	99.05	81.71	64.06	51.55	41.90

资料来源：wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 事件概述	4
2. 收入端：美容彩妆类产品快速增长，占比持续提升	4
3. 利润端：受益单品价格上涨，全年净利率有所提升	5
4. 其他重要财务指标	6
5. 与优质原料商合作推动品牌产品再升级	6
6. 投资建议	7
7. 风险提示	7

图表目录

图 1 公司营业收入	5
图 2 公司单季度营业收入	5
图 3 公司归母净利润	6
图 4 公司单季度归母净利润	6
图 5 公司毛利率/净利率	6
图 6 公司各项费用率	6

1. 事件概述

公司发布 2020 年年报，2020 年公司实现营收 37.52 亿元，同比增长 20.13%；归母净利润 4.76 亿元，同比增长 21.22%；扣非后净利为 4.70 亿元，同比增长 21.69%。分季度看，2020 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 6.08/7.76/9.07/14.61 亿元，同比增长 -5.25%/13.16%/20.53%/40.05%；分别实现归母净利润 0.78/1.01/1.06/1.91 亿元，同比增长 -14.72%/22.85%/59.43%/25.12%；扣非后净利润分别为 0.83/0.99/1.06/1.82 亿元，同比增长 -8.37%/24.43%/57.19%/22.57%。

公司发布 2021 年一季报，2021 年一季度公司实现营收 9.05 亿元，同比上升 48.88%，与 2019Q1 相比上升 41.1%；归母净利润 1.10 亿元，同比上升 41.38%，与 2019Q1 相比增长 20.6%；扣非后净利润 1.08 亿元，同比增长 29.05%，与 2019 年 Q1 相比增长 18.25%。

2. 收入端：美容彩妆类产品快速增长，占比持续提升

公司 2020 年全年主营业务收入 37.48 亿元，同比增长 20.26%。其它业务实现收入 446.22 万元。

分品类来看，报告期内公司护肤类产品（含洁肤）实现营收 32.42 亿，同比增长 11.38%；美容彩妆类产品实现营收 4.65 亿，同比增长 181.91%；其他类产品实现营收 0.41 亿，同比增长 0.47%。美容彩妆类产品的占比持续提升，由 2019 年的 5.29% 上升至 2020 年的 12.41%。

2020 年 Q4，公司护肤类（含洁肤）产品共生产约 4855 万支，销售约 4427 万支，实现营收 12.56 亿元，平均售价为 28.38 元，同比增长 24.53%；公司美容彩妆类产品共生产约 758 万支，销售约 617 万支，实现营收 1.95 亿元，平均售价为 31.66 元，同比增长 27.35%。公司其他类产品共生产约 10.4 万支，销售约 20.1 万支，实现营收 957.7 万元，平均售价为 47.73 元，同比增长 24.46%。护肤类（含洁肤）与美容彩妆产品平均售价同比上升的原因主要系 2020 年第四季度的新品销售单价较高所致。

分渠道来看，公司线上渠道实现营收 26.24 亿元，同比增长 58.59%，占比 70.01%（2019 年占比 53.09%）。其中直营营收 15.91 亿元，同比增长 79.63%，占比 60.63%；分销营收 10.33 亿元，同比增长 34.46%，占比 39.37%。公司线下渠道实现营收 11.24 亿元，同比下滑 23.12%，占比 29.99%。其中日化渠道营收 8.45 亿元，同比下滑 19.28%，占比 75.22%；其他线下渠道营收 2.79 亿元，同比下滑 32.81%，占比 24.78%。

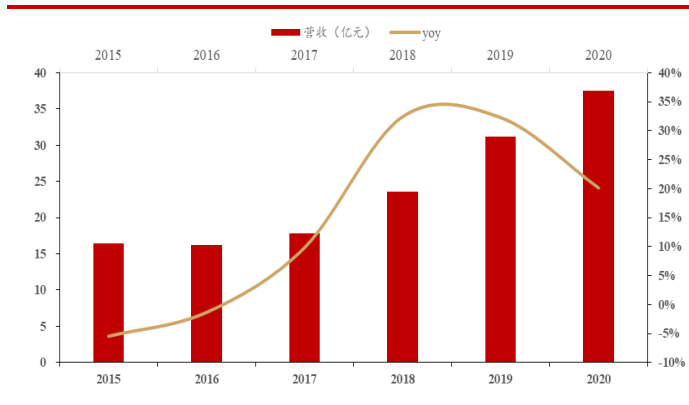
分品牌来看，珀莱雅品牌依然是公司营收的主要来源，实现营收 29.86 亿元，同比增长 12.43%，占比 84.32%，占比比例下滑了 5.01pct。其他品牌实现营收 5.55 亿元，同比增长 75.08%，占比 15.68%。跨境代理品牌实现营收 2.07 亿元，同比增长 44.09%。

2021 年一季度，公司营业收入持续增长，主要是由于线上渠道销售额同比大幅增长。根据淘宝数据显示，珀莱雅天猫官方旗舰店 Q1 的销售额约为 3.02 亿元，同比增长 68%。彩棠旗舰店 Q1 的销售额约为 5580 万元，同比增长 1569%。

2021 年 Q1，公司护肤类（含洁肤）产品共生产约 2302 万支，销售约 2889 万支，实现营收 7.49 亿元，平均售价为 25.93 元，同比增长 21.91%；公司美容彩妆类产品共生产约 312 万支，销售约 356 万支，实现营收 1.48 亿元，平均售价为 41.55 元，

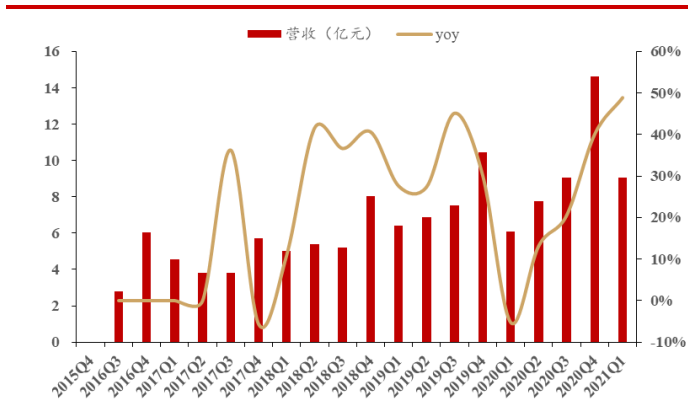
同比增长 43.28%。护肤类(含洁肤)与美容彩妆产品平均售价同比上升的原因主要系新产品的销售单价较高所致。

图 1 公司营业收入



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 公司单季度营业收入



资料来源: Wind, 华西证券研究所

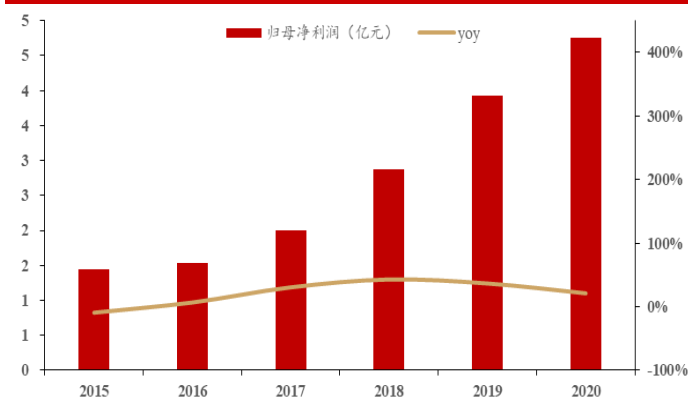
3. 利润端：受益单品价格上涨，全年净利率有所提升

盈利能力方面，2020 年全年公司毛利率为 63.55%，同比下滑了 0.41pct，净利率为 12.04%，同比提升了 0.31pct。毛利率的下滑主要是由于收入准则的调整，本期运费 1.18 亿元在主营业务成本列示，2020 年不含运费的可比口径销售毛利率为 66.70%，同比提升了 2.74pct。

公司 2020 年四季度毛利率同比增长了 2.25pct 至 64.41%，环比增长了 1.95pct；净利率同比下滑了 0.75pct 至 12.01%，环比增长了 0.72pct。公司 2021 年 1 季度毛利率同比增长了 4.50pct 至 64.41%，环比下滑了 2.03pct。净利率同比下滑了 0.82pct 至 11.8%，环比下滑了 0.22pct。

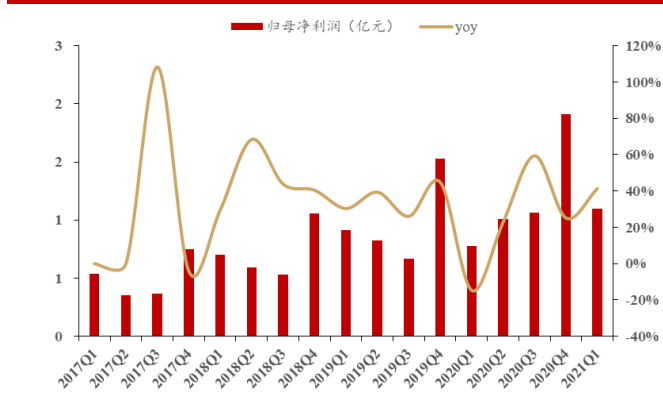
费用方面，2020 年全年，公司期间费用率为 46.9%，同比下滑了 0.59pct。其中销售费用率增长了 0.74pct 至 39.9%。主要是由于公司形象宣传和品牌推广投入同比增加 3.87 亿元，同比增长 46.17%。公司管理费用率为 5.44%，同比下降 0.81pct，绝对额与 2019 年基本持平。公司财务费用率为 -0.36%，同比下滑了 0.06pct，主要系利息收入有所增加。公司研发费用率为 1.92%，同比下滑了 0.46pct，研发费用与上年度金额基本持平。母公司 2020 年度研发费用率为 3.96%。2021 年第一季度公司期间费用率为 49.62%，同比上升了 7.33pct。其中销售费用率为 41.72%，同比上升了 4.5pct。销售费用率的提升主要是由于本期公司的形象宣传推广费同比增加 140.07%。管理费用率为 5.78%，同比下降 1.62pct。财务费用率为 0.18%，同比提升了 0.32pct，主要系利息支出同比增加所致。

图3 公司归母净利润



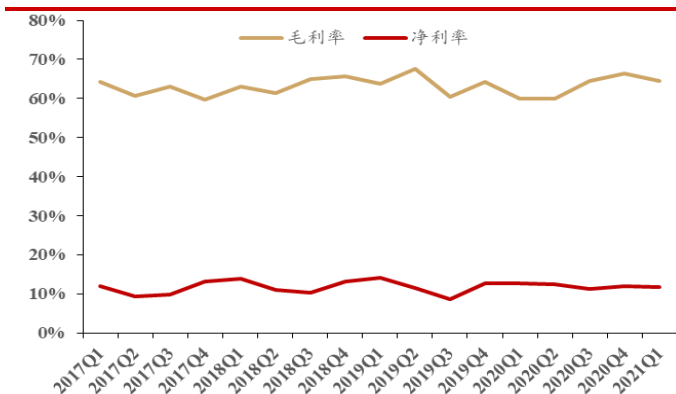
资料来源: wind, 华西证券研究所

图4 公司单季度归母净利润



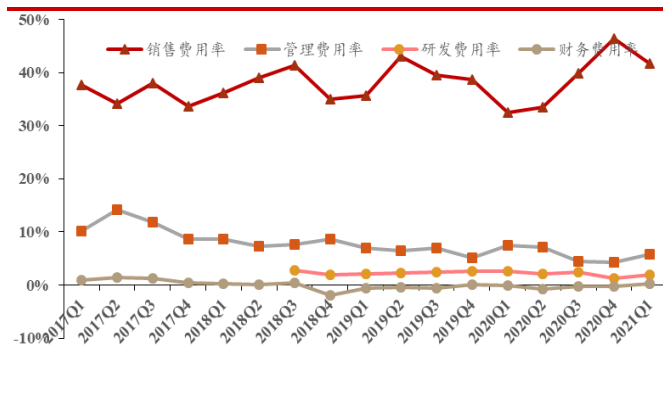
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图5 公司毛利率/净利率



资料来源: wind, 华西证券研究所

图6 公司各项费用率



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 其他重要财务指标

2020年,公司应收账款周转率次数为15.53次,而2019年为21.74次,主要是由于1)公司线上平台业务(如京东和唯品会)应收账款的增长比率超过营业收入增长比率,影响了周转率;2)公司为稳定线下销售,给予经销商较大力度的信用支持,应收账款余额增加;3)公司新增品牌业务的影响。公司存货周转率次数由2019年的4.12次下降至3.50次,主要系四季度直播业务备货过多所致。公司经营活动产生的现金流量净额同比净流量增加9559万元,主要系公司销售回款同比增加7.28亿元。公司投资活动产生的现金流量净额同比净流量增加6913万元,主要系公司理财产品净赎回增加及新增合并范围子公司即收购“上海海狮龙”货币资金增加所致。

2021年一季度,公司短期借款环比下降了33.17%,主要系公司本季度偿还了到期的银行短期借款本金9900万及利息。公司经营活动产生的现金流量净额同比净流量增加1.90亿元,主要系销售回款同比增加4.19亿元。

5. 与优质原料商合作推动品牌产品再升级

为推动公司旗下各品牌产品科技再升级，2021年1月公司与亚什兰（中国）投资有限公司正式签署了全新的战略合作协议。亚什兰（Ashland）总部位于美国，成立于1924年，为一家国际领先的特种材料公司。该公司服务100多个国家的客户，在全球16个国家拥有43家工厂以及24个实验室。在个人护理这一块，亚什兰主要是提供创新原料，业务涉及到了个人护理、头发护理、皮肤护理、口腔护理以及家用护理，多年来一直为众多国际一线品牌专供各种明星单品中的核心成分。公司与亚什兰此次战略合作协议的签署，也将按计划开展多项深度合作。包括亚什兰将会按照公司的独特需求，度身定做独家专供珀莱雅的成分设计。例如100%天然、符合中国法规的、可以帮助抗氧化、抗初老肌的全新专供成分。并且在亚什兰新原料上市前，双方进行深度沟通与研究，以更好地获取市场先机，应对中国消费者日益增长的对化妆品功效和安全的需求。公司还将与亚什兰在功效评价方面进行深度合作。共同研发创新的功效评估方法，并用于验证产品功效。2021年3月，公司与化妆品行业原料世界第一巨头巴斯夫（中国）签署了战略合作协议，将按计划开展多项深度合作。巴斯夫个人护理学品拥有丰富的产品组合，包括紫外过滤剂、研制活性物、调理剂、聚合物、乳化剂、表面活性剂等，可以满足消费者从保湿、美白到防晒的所有护肤需求。而巴斯夫全球领先的部分首创技术，将通过珀莱雅公司的产品，在国内实现独占或率先运用。这意味着珀莱雅未来的护肤产品，将更加具备独创特色。

6. 投资建议

公司不断优化渠道结构和经销模式，线上渠道的销售比例超过70%。同时公司通过邀请当红流量明星代言旗下产品打造公司品牌。面对市场变化，公司加大研发投入，不断推出新品适应市场。公司经过多年的发展，形成了自己的研发、设计、产品开发、渠道物流运营机制。与上游优质原料商合作有望继续加强公司产品的成分功效。考虑到公司将精细运作渠道，线下渠道尚需时间拓展，我们略微下调公司的盈利预测，2021和2022年公司的营业收入由49.66/62.35亿元下调至46.84/57.95亿元，归母净利润由6.1/7.57亿元下调至6.07/7.54亿元。我们预计公司2023年将实现营收70.67亿元，归母净利润9.28亿元，2021-2023年对应EPS分别为3.02/3.75/4.62元，继续给予“买入”评级。

7. 风险提示

- 1) 宏观经济景气度不及预期。
- 2) 行业竞争加剧。
- 3) 新产品推广不及预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,752	4,684	5,795	7,067	净利润	452	573	713	877
YoY (%)	20.1%	24.8%	23.7%	21.9%	折旧和摊销	88	52	52	52
营业成本	1,368	1,709	2,121	2,600	营运资金变动	-266	50	-27	6
营业税金及附加	33	41	51	62	经营活动现金流	332	701	769	963
销售费用	1,497	1,850	2,283	2,770	资本开支	-184	-10	-12	-12
管理费用	204	282	340	413	投资	131	0	0	0
财务费用	-14	10	4	-2	投资活动现金流	15	-8	-10	-10
资产减值损失	-28	0	0	0	股权募资	2	0	0	0
投资收益	2	2	2	2	债务募资	299	0	0	0
营业利润	555	707	886	1,087	筹资活动现金流	-43	-111	-125	-145
营业外收支	-7	-4	-8	-7	现金净流量	303	582	633	809
利润总额	548	703	878	1,080	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	96	130	165	203	成长能力 (%)				
净利润	452	573	713	877	营业收入增长率	20.1%	24.8%	23.7%	21.9%
归属于母公司净利润	476	607	754	928	净利润增长率	21.2%	27.6%	24.3%	23.0%
YoY (%)	21.2%	27.6%	24.3%	23.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	2.37	3.02	3.75	4.62	毛利率	63.6%	63.5%	63.4%	63.2%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	12.0%	12.2%	12.3%	12.4%
货币资金	1,417	1,999	2,632	3,441	总资产收益率 ROA	13.1%	14.1%	14.6%	14.9%
预付款项	83	96	122	148	净资产收益率 ROE	19.9%	20.8%	21.2%	21.2%
存货	469	549	697	848	偿债能力 (%)				
其他流动资产	374	425	530	632	流动比率	2.07	2.32	2.53	2.72
流动资产合计	2,342	3,069	3,981	5,069	速动比率	1.59	1.83	2.01	2.19
长期股权投资	58	58	58	58	现金比率	1.25	1.51	1.67	1.85
固定资产	566	529	491	453	资产负债率	31.8%	31.3%	30.9%	30.3%
无形资产	315	305	295	284	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,294	1,249	1,201	1,154	总资产周转率	1.03	1.08	1.12	1.14
资产合计	3,637	4,318	5,182	6,223	每股指标 (元)				
短期借款	299	299	299	299	每股收益	2.37	3.02	3.75	4.62
应付账款及票据	580	680	863	1,051	每股净资产	11.89	14.48	17.73	21.75
其他流动负债	250	345	413	511	每股经营现金流	1.65	3.48	3.82	4.79
流动负债合计	1,129	1,324	1,576	1,861	每股股利	0.00	0.43	0.50	0.60
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	26	26	26	26	PE	81.71	64.06	51.55	41.90
非流动负债合计	26	26	26	26	PB	14.97	13.36	10.91	8.89
负债合计	1,155	1,350	1,601	1,887					
股本	201	201	201	201					
少数股东权益	90	56	15	-37					
股东权益合计	2,482	2,968	3,581	4,337					
负债和股东权益合计	3,637	4,318	5,182	6,223					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。