

## 消费升级与娱乐研究中心

## 珀莱雅 (603605.SH) 买入 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 193.40 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	2.01
已上市流通 A 股(亿股)	2.01
总市值(亿元)	388.96
年内股价最高最低(元)	214.72/128.04
沪深 300 指数	5089
上证指数	3465



## 相关报告

1. 《三季度扣非净利同增 57%，环比增速显著提升-珀莱雅三季报》，2020.10.28
2. 《Q2 扣非净利+24.4%，业绩增长进入恢复轨道-珀莱雅 1H2...》，2020.8.26
3. 《Q1 扣非净利-8%，新品迭出 Q2 恢复值得期待-Q1 扣非净利-...》，2020.4.23

李婕 分析师 SAC 执业编号: S1130520110003  
lijie6@gjzq.com.cn

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001  
luoxiaoting@gjzq.com.cn

## 业绩靓丽增长，期待后续大单品销售表现

## 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,124	3,752	4,804	5,966	7,182
营业收入增长率	32.28%	20.13%	28.04%	24.17%	20.38%
归母净利润(百万元)	393	476	587	722	882
归母净利润增长率	36.73%	21.22%	23.36%	22.96%	22.16%
摊薄每股收益(元)	1.951	2.367	2.92	3.59	4.39
每股经营性现金流净额	1.13	1.25	4.09	4.38	5.34
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.35%	19.90%	21.30%	22.64%	23.72%
P/E	45.13	75.21	66.24	53.87	44.10
P/B	8.73	14.97	14.11	12.19	10.46

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- **营销助力 20Q4/21Q1 营收同比大增 40%/48%:** 4月22日公告 20 年营收 37.52 亿元 (+20.13%)，归母净利 4.76 亿元 (+21.22%)，扣非归母净利 4.70 亿元 (+21.69%)，每股派现 0.72 元，其中 20Q4 营收增 40%、主要为营销投放增多拉动增长，扣非净利增 23%。21Q1 营收/归母净利/扣非归母净利分别 +48.88%/+41.38%/+29.05%，较 19Q1 复合 +18.77%/+9.80%/+8.75%。

## 经营分析

- **分渠道看: 线上增长靓丽拉动总体增长、线下承压:** 20 年线上同增 59% (其中直营增 80%、分销增 34%)，线下同降 23% (其中 CS 减 19.28%、其他减 32.81%)；21Q1 线上/线下同增 100%/下滑。线上持续高增、线下压力仍存。
- **分品类看: 彩妆高速增长，占比提升:** 护肤 20 年增 11%、21Q1 增 39%；彩妆 20 年增 182%、21Q1 增 172%，持续高增、占比提升至 16%，其中彩妆营收 1.21 亿元、20 年同增 75%。
- **盈利能力稳定、营运指标 21Q1 改善:** 1) 20 年毛利率、费用率、净利率总体稳定；21Q1 高毛利大单品销售良好促毛利率升，营销投放节点提前+推新增多致销售费用率提升，净利率稳定。2) 营运指标看，20 年存货及应收账款周转放缓，21Q1 存货及应收账款有所减少。
- **“6\*N”战略助力未来成长:** 公司提出“6\*N”战略，致力于打造百亿营收规模的多品牌化妆品集团，多品牌矩阵雏形已搭建完毕；产品研发上，加强基础与临床研究、致力于自主独家配方/成分、构建产品力护城河；与 KOL/KOC 加强品牌/产品共创，20 年成功打造红宝石精华、双抗精华、双抗小夜灯眼霜、彩妆修容盘等大单品，21 年将上新更多大单品新品；重点布局线上渠道 (尤其是直营)、线下拓展商超、提升品牌形象。

## 投资建议

- **投资建议:** 看好公司营销+产品+组织升级、大单品矩阵推动多品牌矩阵快速发展。原盈利预测未充分考虑流程成本上升带来的费用压力，下调 21~22 年原盈利预测 7.81%、10.08%，新增 23 年盈利预测，预计 21~23 年 EPS 2.92/3.59/4.39 元，对应 21~23 年 PE 分别为 66/54/44 倍，维持“买入”。
- **风险提示:** 新品销售/新品牌孵化不及预期、营销投放效率不及预期等。

## 1、业绩概况

**疫情后业绩持续修复、20Q4 叠加大促带动全年营收同增 20%、净利同增 21%。**公司 4 月 22 日公告 20 年实现营收 37.52 亿元、同增 20.13%，归母净利 4.76 亿元、同增 21.22%，扣非归母净利 4.70 亿元、同增 21.69%，EPS 2.73 元、每股派现金红利 0.72 元。

2018 年公司实施股权激励，18、19 年公司超额完成股权激励对收入、净利的考核目标，虽然 20 年受疫情影响、业绩增速较 18、19 年有所放缓，但净利端仍完成公司 20 年业绩考核目标。

分季度看，20Q1~20Q4 收入增速分别为-5.25%、13.16%、20.53%、40.05%，净利增速分别为-14.72%、22.85%、59.43%、25.12%，扣非净利增速分别为-8.36%、24.43%、57.19%、22.57%。20Q1 公司受疫情影响、营收与净利有所下滑，之后各季度逐步恢复、业绩快速增长。

**21Q1 营销投放增多带动收入大增 48%、扣非净利增 29%。**21Q1 公司营收 9.05 亿元、同增 48.88%，归母净利 1.10 亿元、同增 41.38%，扣非归母净利 1.08 亿元、同增 29.05%，其中扣非净利增速低于收入主要为销售费用率提升幅度大于毛利率。剔除疫情影响，21Q1 公司营收、归母净利、扣非归母净利分别较 19Q1 复合增 18.77%、9.80%、8.75%。

## 2、财务分析

- **收入分拆：线上增长靓丽、20 年占比提升至 70%，彩妆持续高速发展、占比不断提升**

**分渠道看：**20 年全年线上同增 58.59%、占比提升至 70%，其中直营、分销占线上比重分别为 61%、39%，分别同增 80%、34%；线下下滑 23.12%，其中 CS 渠道下滑 19.28%、其他线下渠道下滑 32.81%。

20Q1~21Q1 线上分别同增 30%+/50%+/30%+/90%+/100%+，21Q1 线上受疫情影响相对较小、仍快速增长，“618”、“双 11”等电商大促表现亮眼、20Q2、20Q4 均高速增长，21Q1 在营销投放助力下继续高速增长、拉动总体收入增长。

20Q1~21Q1 线下同比下降 25%+/持平/下降 25%+/下降 30%+/下降，20Q1 线下受疫情影响较大，之后各季度恢复相对有限，21Q1 线下仍承压。

**分品牌看：**20 年主品牌、彩棠、其他自有品牌、跨境代理品牌营收分别为 29.86、1.21、4.34、2.07 亿元，营收占比分别为 84.32%、3.42%、12.26%、5.52%，增速分别为 12.43%、75.08%、19.11%、44.09%。

**分品类看：**20 年护肤、彩妆及其他营收规模分别为 32.42、4.65、0.41 亿元，占比分别为 86.50%、12.41%、1.09%，分别同增 11.38%、181.91%、0.47%。21Q1 护肤、彩妆及其他分别同比增 39.26%、171.78%、-67.12%，占比分别为 83.08%、16.40%、0.53%。未来彩妆有望继续保持快速增长，目标贡献营收 30%。

- **盈利能力：毛利率与销售费用率 20 年同比稳定、21Q1 均提升，20 年存货及应收账款增速超收入、21Q1 有所回落**

**毛利率：**20Q4 毛利率为 66.44%(+2.25PCT)、延续 20Q3 同比提升态势，消减 20Q1 疫情下毛利率下滑较多对全年毛利率的拖累，20 全年毛利率为 63.55% (-0.41PCT)、与上一年基本持平。

21Q1 毛利率 64.41% (+4.50PCT)，延续此前季度的提升态势，主要为高毛利率大单品销售表现较好。

**费用率：**疫情下公司前三季度主动缩减销售费用投放，将全年营销重点放在 20Q4 电商大促，20Q1~3、20Q4 销售费用率分别为 35.73% (-3.70PCT)、46.43% (+7.82PCT)，20 年全年销售费用率 39.90% (+0.74PCT)，提升幅度有所缩小。

21Q1 销售费用率 41.72%(+9.30PCT)、同比有较大幅度提升，一方面为去年疫情、主动缩减营销投放、基数较低，另一方面 21Q1 大单品相关的销售费用投入、高功效品牌投入、尝试与红人深度绑定的新营销打法等相关费用支出增多，同时营销节点较往年提前、推新产品增多，随着 Q2 销售变现（尤其是“618”电商大促）、收入增多，销售费用率将环比回落。

20 年管理费用率延续此前年度下降趋势、并且下降幅度延续此前年度缩小态势，20 年管理费用率 5.44% (-0.81PCT)。21Q1 管理费用率 5.78% (-1.62PCT)、继续缩减。

**净利率：**20 年、21Q1 净利率分别为 12.69% (+0.11PCT)、12.14% (-0.64PCT)，总体较为稳定。未来公司将通过推高毛利率的大单品、品牌升级带动产品单价提升等拉动毛利率提升，来对抗销售费用率提升的压力，预计净利率水平将维持在 11~12%。

#### ■ 营运能力：20 年存货及应收账款增速超收入、21Q1 有所回落

**存货：**20 年底存货 4.69 亿元、较期初增加 49.42%，存货周转天数为 103 天、较上一年增加 16 天，主要为 20Q4 直播业务备货过多所致。21Q1 存货较期初下降 11.42%。

**应收账款：**20 年底应收账款 2.85 亿元、较期初增加 43.58%，应收账款周转天数为 23 天、较上一年增加 6 天，主要为：1) 线上平台业务(如京东和唯品会)应收账款增多；2) 疫情下给予经销商较大力度的信用支持；3) 新增品牌业务。21Q1 应收账款较期初下降 27.55%。

**现金流：**20 年经营活动现金流量净额为 3.32 亿元、同增 40.51%，增速超过收入，主要为购买商品、支付给职工现金等现金流出增幅有限。21Q1 经营活动现金流量净额为 5503 万元、同降 141%。

### 3、经营分析

#### ■ “6\*N”战略助力公司打造百亿营收规模的多品牌化妆品集团

公司提出“6\*N”战略，其中“6”指新消费、新营销、新组织、新机制、新科技、新智造，“N”指打造 N 个品牌，新战略内涵指以上六项能力打造，赋能、孵化出满足不同消费者不同需求的不同品牌，多品牌发展将助力公司达成营收百亿规模的目标：1) 新消费：满足更多消费者需求，并做好消费者价值创新服务；2) 新营销：营销数字化、全渠道精细化运营及精准超前的消费者洞察能力；3) 新组织：组织扁平化、平台化、自驱协同的高效组织；4) 新机制：建立灵活、业务导向的多元化激励机制，形成创业型企业；5) 新科技：研发领域注重基础科学研究，打造难以复制的研发科技竞争力；6) 新智造：打造敏捷的柔性供应链，适应目前快节奏的生产销售节奏。

#### ■ 多品牌矩阵雏形初现，矩阵式组织管理赋能多品牌发展

公司目前从品牌定位、目标客群年龄、品类（个护、护肤及彩妆等）不同维度搭建多品牌矩阵、形成差异化布局。其中：

1) 大众精致护肤品牌：主品牌珀莱雅（主力价格带 100~300 元）定位年轻、大众、科技感护肤品牌，全渠道布局，由过去的三四五线城市品牌已升级为一二三线城市品牌；悦芙媞定位更年轻的学生、小镇女青年群体，主力价格 50~100 元，以线上渠道为主。

2) 彩妆领域：公司计划推出 3 个彩妆品牌，目前已有彩棠（新国风化妆师专业彩妆，主力价格 150~200 元）以及从主品牌独立出来的 INSBABA（朋克风小众彩妆，主力价格 50~150 元），目前均在线上销售。21 年将加快彩棠的发展，完成彩棠从孵化期到高速成长期的跨越，聚焦底妆类产品，21 年 4~8 月还将陆续推出笔类以及化妆刷等新品。

3) 高功效护肤品牌 CORRECTORS（科瑞肤），主价格区间 260-600 元，主要在线上销售，对标修丽可、性价比更高。

为了配合多品牌发展，公司已经形成矩阵式组织架构，中台研发、营销投放资源由所有品牌共享，赋能多品牌发展。

#### ■ 加强产品研发，与 KOL/KOC 加强品牌/产品共创，大单品策略稳步推进

20 年公司在过去注重应用研发基础上，增加基础研究及临床研究、希望能打造出公司专有配方/成分，形成品牌护城河/产品竞争壁垒；合作外部研发室共同开发高功效护肤品牌 CORRECTORS 配方。

为了让新品更加适应市场需求、获得消费者认可，公司积极合作内外部熟悉市场与消费者的 KOL/KOC，让其参与产品的开发、试用等。

20 年公司开始大单品策略，红宝石精华、双抗精华、双抗小夜灯眼霜、彩棠修容盘等。未来公司还将形成大单品矩阵式发展，并推出极致大单品，形成梯度布局、从而提升客单价及复购率、实现可持续发展。未来主品牌还会策划、打造并储备多款大单品新品，尝试主推 300 元以上单品，单价逐渐升级，21 年下半年计划双抗精华打造成为极致大单品，目标天猫旗舰店销售贡献 100 万瓶。

#### ■ 重点布局线上渠道、直营能力出色，线下拓展商超渠道、提升品牌形象

20 年公司线上占比进一步提升至 70%、其中线上直营占比线上 61%，直营能力出色，未来将保持线上渠道整体较快增长，直营渠道重点精细化运营，抖音小店等新兴渠道快速增长。

线下疫情影响仍在恢复中，未来预计保持 CS 渠道平稳健康发展，同时持续拓展商超渠道、提升品牌形象。

## 4、投资建议

20 年线上继续靓丽增长、同增 59%、占比提升至 70%、拉动总体业绩增长，线下持续调整、下滑 19%（20Q4 仍未见恢复态势）；21Q1 线上在营销助力下继续高增、同增 100%、拉动总体收入大增 48%，线下仍承压，大单品策略下毛利率提升对冲营销投放增多带来的费用率提升，扣非净利仍快速增 29%。

21 年线上在高基数影响下、预计全年线上增速在 30%+、线下 CS 渠道保持稳定、商超拓展贡献一定增量；毛利率在大单品策略下有望持续提升，在行业总体流量成本上升背景下、公司销售费用率有一定压力、通过营销精准化有望缓解部分压力；管理费用率未来预计稳健，净利率在毛利率提升对冲销售费用率压力背景下有望保持稳定。

我们看好公司营销+产品+组织升级、大单品矩阵推动多品牌矩阵快速发展。原盈利预测未充分考虑流程成本上升给费用端带来的压力，下调 21~22 年原盈利预测 7.81%、10.08%，新增 23 年盈利预测，预计 21~23 年 EPS 2.92/3.59/4.39 元，对应 21~23 年 PE 分别为 66/54/44 倍，维持“买入”。

## 5、风险提示

新品销售不及预期；新品牌孵化不及预期；营销投放效率不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	2,361	3,124	3,752	4,804	5,966	7,182	货币资金	1,464	1,247	1,417	2,493	3,092	3,716
增长率		32.3%	20.1%	28.0%	24.2%	20.4%	应收账款	101	216	339	343	427	513
主营业务成本	-849	-1,126	-1,368	-1,759	-2,119	-2,498	存货	233	314	469	482	581	684
%销售收入	36.0%	36.0%	36.4%	36.6%	35.5%	34.8%	其他流动资产	25	136	118	129	145	162
毛利	1,512	1,998	2,385	3,045	3,847	4,684	流动资产	1,823	1,913	2,342	3,447	4,245	5,076
%销售收入	64.0%	64.0%	63.6%	63.4%	64.5%	65.2%	%总资产	63.7%	64.2%	64.4%	72.1%	74.0%	75.6%
营业税金及附加	-26	-28	-33	-24	-30	-36	长期投资	7	86	151	151	151	151
%销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	632	582	613	780	937	1,083
销售费用	-886	-1,223	-1,497	-1,970	-2,476	-3,031	%总资产	22.1%	19.5%	16.9%	16.3%	16.3%	16.1%
%销售收入	37.5%	39.2%	39.9%	41.0%	41.5%	42.2%	无形资产	362	355	396	402	405	406
管理费用	-172	-195	-204	-264	-358	-417	非流动资产	1,037	1,066	1,294	1,333	1,493	1,640
%销售收入	7.3%	6.3%	5.4%	5.5%	6.0%	5.8%	%总资产	36.3%	35.8%	35.6%	27.9%	26.0%	24.4%
研发费用	-51	-75	-72	-96	-119	-144	<b>资产总计</b>	<b>2,860</b>	<b>2,979</b>	<b>3,637</b>	<b>4,780</b>	<b>5,738</b>	<b>6,716</b>
%销售收入	2.2%	2.4%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	短期借款	260	214	299	942	1,257	1,485
息税前利润 (EBIT)	377	477	578	691	864	1,057	应付款项	512	481	656	723	876	1,035
%销售收入	16.0%	15.3%	15.4%	14.4%	14.5%	14.7%	其他流动负债	263	179	174	238	294	356
财务费用	13	9	14	0	-14	-20	流动负债	1,035	874	1,129	1,904	2,427	2,876
%销售收入	-0.5%	-0.3%	-0.4%	0.0%	0.2%	0.3%	长期贷款	85	0	0	0	0	0
资产减值损失	-12	-36	52	0	0	0	其他长期负债	42	35	26	30	30	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	<b>负债</b>	<b>1,162</b>	<b>909</b>	<b>1,155</b>	<b>1,934</b>	<b>2,457</b>	<b>2,906</b>
投资收益	0	2	2	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,694</b>	<b>2,030</b>	<b>2,392</b>	<b>2,757</b>	<b>3,190</b>	<b>3,719</b>
%税前利润	0.0%	0.5%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	201	201	201	201	201	201
营业利润	388	462	555	691	849	1,038	未分配利润	634	908	1,266	1,618	2,051	2,580
营业利润率	16.4%	14.8%	14.8%	14.4%	14.2%	14.4%	少数股东权益	4	40	90	90	90	90
营业外收支	0	-5	-7	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,860</b>	<b>2,979</b>	<b>3,637</b>	<b>4,780</b>	<b>5,738</b>	<b>6,716</b>
税前利润	388	456	548	691	849	1,038	<b>比率分析</b>						
利润率	16.4%	14.6%	14.6%	14.4%	14.2%	14.4%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-101	-90	-96	-104	-127	-156	<b>每股指标</b>						
所得税率	26.2%	19.7%	17.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	1.43	1.95	2.37	2.92	3.59	4.39
净利润	287	366	452	587	722	882	每股净资产	8.41	10.08	11.89	13.71	15.86	18.49
少数股东损益	-1	-26	-24	0	0	0	每股经营现金净流	2.55	1.13	1.25	4.09	4.38	5.34
归属于母公司的净利润	287	393	476	587	722	882	每股股利	0.43	0.59	0.72	1.17	1.44	1.75
净利率	12.2%	12.6%	12.7%	12.2%	12.1%	12.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	16.95%	19.35%	19.90%	21.30%	22.64%	23.72%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	10.04%	13.18%	13.09%	12.28%	12.58%	13.13%
净利润	287	366	452	587	722	882	投入资本收益率	13.62%	16.74%	17.11%	15.50%	16.18%	16.98%
少数股东损益	-1	-26	-24	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	70	102	60	62	75	87	主营业务收入增长率	32.43%	32.28%	20.13%	28.04%	24.17%	20.38%
非经营收益	28	3	6	80	72	90	EBIT 增长率	52.52%	26.44%	21.19%	19.47%	25.00%	22.42%
营运资金变动	128	-245	-266	92	11	14	净利润增长率	43.03%	36.73%	21.22%	23.36%	22.96%	22.16%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>513</b>	<b>227</b>	<b>251</b>	<b>822</b>	<b>880</b>	<b>1,074</b>	总资产增长率	24.14%	4.17%	22.07%	31.44%	20.02%	17.05%
资本开支	-230	-164	-184	-148	-235	-235	<b>资产管理能力</b>						
投资	-222	104	131	0	0	0	应收账款周转天数	10.1	16.8	23.5	23.0	23.0	23.0
其他	0	5	67	0	0	0	存货周转天数	90.3	88.6	104.4	100.0	100.0	100.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-451</b>	<b>-55</b>	<b>15</b>	<b>-147</b>	<b>-235</b>	<b>-235</b>	应付账款周转天数	127.8	116.2	115.2	110.0	110.0	110.0
股权募资	29	21	2	13	0	0	固定资产周转天数	75.9	64.3	55.0	55.7	54.4	52.7
债权募资	27	-131	85	664	315	227	<b>偿债能力</b>						
其他	-76	-99	-130	-276	-361	-443	净负债/股东权益	-65.89%	-53.33%	-45.02%	-54.47%	-55.95%	-58.56%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-20</b>	<b>-209</b>	<b>-43</b>	<b>401</b>	<b>-46</b>	<b>-216</b>	EBIT 利息保障倍数	-29.8	-50.3	-42.5	2,192.6	59.8	53.9
<b>现金净流量</b>	<b>42</b>	<b>-36</b>	<b>222</b>	<b>1,076</b>	<b>600</b>	<b>623</b>	资产负债率	40.62%	30.52%	31.76%	40.45%	42.83%	43.28%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	15	29	44	120
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.02	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

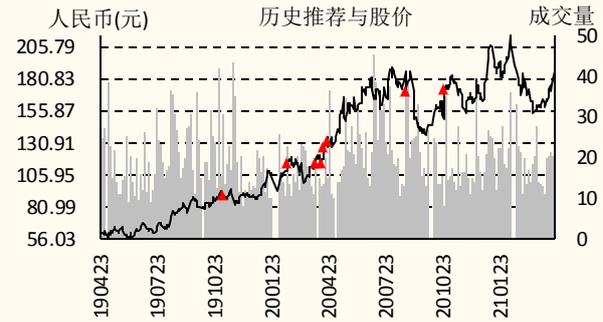
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-11-07	买入	89.51	N/A
2	2020-02-19	买入	113.73	N/A
3	2020-04-02	买入	115.30	N/A
4	2020-04-13	买入	118.05	N/A
5	2020-04-17	买入	121.40	N/A
6	2020-04-23	买入	136.63	N/A
7	2020-08-26	买入	186.68	242.00~242.00
8	2020-10-28	买入	156.50	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402