

朗姿股份 (002612)

跟踪点评

公司研究——高端女装 医美

证券研究报告

医美贡献利润半壁江山，21年进入发展快车道

——朗姿股份跟踪点评

✍️ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ : 联系人: 詹陆雨、王长龙
✉️ : mali@stocke.com.cn

报告导读

公司发布20年年报，实现营业收入28.76亿元，同比略降4.35%；归母净利润1.42亿元，同比增长141.65%。其中，医美业务实现收入/净利润/归母净利8.14/0.80/0.69亿元；拟每10股派发现金红利3元，分红比例93%。

投资要点

□ 医美业务收入/净利润占比28%/59%，21年发展继续提速，西南医美龙头格局已现。

作为成都、西安地区代表性医美终端连锁服务集团，朗姿2016年通过并购方式切入医美赛道，截至2020年末体内已经拥有19家医疗美容机构，参股并受托管理1家机构，其中，医院4家、门诊及诊所16家，2020年公司医美业务收入8.14亿元(+29.5%)，净利润8016万元(-11%)，净利率9.85%，利润下行主要与西安高一和晶肤事业部多家新机构处于投入期有关；归母净利6887万元(+31%)，增长快于净利润增长主要与公司在2020年6月完成了对包括四川米兰柏羽、四川晶肤等6家核心机构的少数股权收购有关。分事业部来看：

1) 米兰柏羽事业部：以高端综合医疗美容服务为主的米兰柏羽事业部2020年收入5.25亿元(+45%)，净利润超过10%，旗下包含3家医院1家门诊部。其中，旗舰医院四川米兰柏羽作为成都市内的龙头综合性医疗美容医院2020年收入3.93亿元(+26%)，净利润6042亿元(+71%)，净利率15%(+4pp)，作为5A级医院无论收入利润规模、成长速度及盈利能力提升都表现十分亮眼；另有西安美立方医院(2019年9月收购，2020年收入1.12亿元利润185万)、深圳米兰柏羽(门诊部，2020年收入2707万)以及成都高新米兰柏羽医院(四川米兰柏羽分院、2021年4月正式营业)。

2) 晶肤事业部：专注轻医美同城连锁的晶肤2020年收入体量达到1.60亿元(+35.7%)，净利润约为1100万元，净利率7%，其中，线雕明星医生董薇薇坐镇的四川晶肤总院2020年收入体量达到6650万元(+20%)，净利率达到19%(+4pp)，展现成熟机构盈利能力；晶肤20年为止下辖13家门诊部及诊所，主要通过在成都、西安等城市开展同城连锁方式深入社区医美服务，未来门诊部扩张速度将较前期加速，新机构成熟期预计3年左右，因此未来2年收入释放速度将快于利润，成熟机构净利率可达到15%以上。

3) 高一生事业部：2018年朗姿收购了在西安当地有超过20年经营历史的专业医疗美容医院高一生，截至2020年高一生旗下拥有1家医院及1家门诊部，收入/净利润达到1.28/0.14亿元，其中核心医院西安高医生2020年收入1.20亿元(-22%)，净利率15%(-8pp)，收入及净利率下降主要与年内公司对其进行扩建改造影响生意有关，预计21年将恢复正常增长。

除以上体内已有机构外，公司在2021年初启动设立了博辰五号和博辰八号两支医美产业基金，总规模6.52亿元，有望加速优质医美标的的孵化。**我们认为，公司医美业务的核心竞争力为精细化运营的管理输出。**医管公司、品牌事业部和医院机构的三级架构管理体系使得成本端、营销端协同优势明显，同时终端机构职能更加简单化、标准化、可复制化，并通过合伙人制度、员工持股计划、超额收益分享等方式激发核心管理员工及医生积极性，除在已建立市场地位的成都、西安地区继续保持健康的业务增长外，未来的跨区域扩张也值得期待。

□ 女装&童装业务21年有望有序恢复、投资业务完成L&P股权出售。

女装业务方面，2020年女装业务贡献收入13.3亿元(-12%)，归母净利2938万元(-

评级

增持

上次评级

增持

当前价格

¥45.01

单季度业绩

元/股

4Q/2020

0.21

3Q/2020

0.12

2Q/2020

0.00

1Q/2020

-0.01

公司简介

2001年创立高端女装品牌朗姿，2014年收购韩国阿卡邦切入绿色童装领域，2016年进入医美赛道，目前拥有米兰柏羽、晶肤医美、高一生等连锁医美机构品牌，是成都、西安地区代表性区域龙头

相关报告

1、《朗姿股份：医美收入高增，龙头雏形已现》2021-02-26

2、《朗姿股份深度：医美区域性连锁龙头格局初现，美业发展大有可为》2021-01-18

3、《朗姿股份：医美终端龙头，市场认知存偏差》2021-02-19

报告撰写人：马莉

联系人：詹陆雨、王长龙

79%)，其中朗姿主品牌收入 8.7 亿 (-20%)，业绩下滑主要与疫情影响有关，预计 21 年份将逐步向疫情前水准靠拢。

绿色婴童业务方面（即韩国阿卡邦童装业务），2020 年收入同比下滑 3%至 7.33 亿元，净亏损 190 万元，较 19 年减亏 2150 万元，减亏主要来自韩国业务积极开展线上销售应对疫情并积极进行产品调整和成本控制。

投资业务方面，20 年公司投资收益 9929 万元，其中 20 年 12 月公司完成了韩国化妆品公司 L&P 的股权出售，产生了 3942 万投资收益，该出售完成后公司未来投资收益主要来自若羽臣（A 股上市，电商代运营商，20 年净利润 8805 万元，朗姿持股 12.33%，权益法并表）及朗姿韩亚资管（资产管理公司，20 年净利润 1.54 亿元，朗姿持股 29.23%，权益法并表）。

□ **盈利预测及估值：**公司已经披露 21Q1 业绩预告，预计归母净利润规模 3000-4500 万元，其中服装扭亏、医美继续快速增长。我们预计朗姿股份 21/22/23 年收入规模达到 35.0/41.1/48.1 亿元，同比+22%/+18%/+17%，归母净利也将随服装利润恢复及医美快速发展达到 2.73/3.72/4.94 亿元，同增 92%/37%/33%，其中来自高端女装业务的利润预计在 1.02/1.39/1.91 亿元，医美业务的利润估算为 1.11/1.64/2.25 亿元，其余收益来自童装及投资收益。公司目前市值 199 亿元，对应 21/22/23 年 PE 为 73/54/40。我们认为其医美业务所在行业发展迅速，朗姿旗下医美资产优质，在 A 股具有稀缺性，考虑估值和成长性，维持“增持”评级。

□ **风险提示：**1) 疫情影响零售环境，削弱客户群体消费能力；2) 女装及童装业务恢复不及预期；3) 新医美机构培育进度不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	2876.4	3495.1	4112.7	4809.9
(+/-)	-4.4%	21.5%	17.7%	17.0%
净利润	142.0	272.7	372.2	494.6
(+/-)	141.6%	92.0%	36.5%	32.9%
每股收益 (元)	0.32	0.62	0.84	1.12
P/E	140.2	73.0	53.5	40.3

表：朗姿股份收入与利润构成（单位：百万元）

收入按产品区分	2016	2017	2018	2019	2020
总收入	1,367.74	2,353.27	2,661.55	3,007.26	2,876.44
YOY	20%	72%	13%	13%	-4%
净利润	183.84	192.98	204.34	40.73	135.80
YOY	147%	5%	6%	-80%	233%
净利率	13.4%	8.2%	7.7%	1.4%	4.7%
一、女装收入	977.12	1,109.97	1,379.62	1,512.06	1,329.45
YOY	-14%	14%	24%	10%	-12%
收入占比	71.4%	47.2%	51.8%	50.3%	46.2%
毛利率	57.6%	60.6%	57.7%	59.9%	53.7%
归母净利				138.58	29.39
朗姿（百万元）	589.77	727.39	964.11	1,087.29	870.77
YOY		23%	33%	13%	-20%
门店数量		225.00	248.00	296.00	317.00
莱茵收入（百万元）	206.97	230.93	286.92	287.73	303.72
YOY		12%	24%	0%	6%
门店数量		132	145	149	146
平均单店收入		1.75	1.98	1.93	2.08
YOY			13%	-2%	8%
卓可收入（百万元）	105.43	98.58	90.58	79.91	78.81
YOY		-6%	-8%	-12%	-1%
门店数量		35	31	27	24
子芭米收入（百万元）			未收购	31.23	50.26
YOY					61%
门店数量				45	42
吉高特收入（百万元）	15.75	15.20	14.55	14.85	18.61
YOY		-4%	-4%	2%	25%
门店数量		7	10	3	1
其他收入（百万元）	59.20	37.86	23.45	11.04	0.75
YOY		-36%	-38%	-53%	-93%
门店数量		55	71	74	78
二、医疗美容收入（16年9月开始并表）	85.52	255.46	479.23	628.49	813.76
YOY			88%	31%	29%
收入占比	6.3%	10.9%	18.0%	20.9%	28.3%
毛利率	56.3%	56.6%	59.9%	57.7%	54.3%
归母净利	9.20	19.21	27.52	52.40	68.87
YOY			43%	90%	31%
手术类收入（百万元）	26.16	90.20	202.98	216.77	279.98
YOY			125%	7%	29%
医美收入占比			42%	34%	34%
毛利率	55.2%	65.0%	76.3%	77.1%	68.0%
非手术类收入（百万元）	59.36	165.26	276.25	411.71	532.52
YOY			67%	49%	29%
医美收入占比			58%	66%	65%
毛利率	56.8%	52.1%	47.9%	47.6%	47.1%
三、绿色婴童收入	294.02	818.31	660.69	754.64	733.22
YOY	0%	178%	-19%	14%	-3%
收入占比	21.5%	34.8%	24.8%	25.1%	25.5%
毛利率	47.4%	46.0%	50.3%	52.2%	54.7%
归母净利				(23.40)	(1.90)

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

表：2020 年朗姿股份医美业务按品牌拆分（单位：百万元）

医美收入按品牌区分	2016	2017	2018	2019	2020
米兰柏羽事业部收入	59.41	191.84	271.82	361.03	524.55
YOY		-	42%	33%	45%
医美收入占比	69.5%	75.1%	56.7%	57.4%	64.5%
机构数量	2	2	2	3	4
其中：四川米兰收入（医院）	51.27	174.03	248.61	311.00	393.18
YOY		-	43%	25%	26%
净利润	8.59	23.50	29.38	35.25	60.42
净利率	17%	14%	12%	11%	15%
深圳米兰收入（门诊部）			未披露	23.08	27.07
YOY					17%
净利润				1.18	-0.83
净利率				5%	-3%
西安米兰收入（美立方，19 年 8 月收购）			未收购	34.73	112.33
YOY					227%
净利润				4.34	1.85
净利率				5%	2%
晶肤医美事业部收入	26.12	63.62	91.61	117.63	159.62
YOY		-	44%	28%	36%
医美收入占比	30.5%	24.9%	19.1%	18.7%	19.6%
机构数量	4	7	7	8	13
其中：四川晶肤收入	13.87	37.10	44.00	55.35	66.50
YOY		-	19%	26%	20%
净利润	3.08	7.66	7.67	8.18	12.49
净利率	22%	21%	17%	15%	19%
高一生事业部收入		未收购	115.80	149.83	128.32
YOY				29%	-14%
医美收入占比			24.2%	23.8%	15.8%
机构数量			1	2	2
其中：陕西高一生收入（18 年 1 月收购）			118.93	154.32	119.86
YOY				30%	-22%
净利润			22.69	36.26	17.42
净利率			19%	23%	15%

数据来源：公司公告、浙商证券研究所

注：米兰柏羽/晶肤医美 2016 年数据为 Q4 数据

表：朗姿股份财务三表摘要（单位：百万元）

利润表摘要	2016	2017	2018	2019	2020	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
营业收入	1,367.74	2,353.27	2,661.55	3,007.26	2,876.44	586.53	642.42	767.75	879.74
YOY	20%	72%	13%	13%	-4%	-18.7%	-5.0%	5.0%	0.2%
营业成本	616.04	1,003.74	1,119.24	1,255.81	1,318.84	271.54	276.72	373.28	397.30
毛利润	751.70	1349.53	1542.31	1751.45	1557.60	314.99	365.70	394.47	482.44
YOY	11%	80%	14%	14%	-11%	-27.7%	-4.7%	-10.9%	-1.4%
毛利率	55%	57%	58%	58%	54%	54%	57%	51%	55%
期间费用	694.46	1,189.62	1,518.99	1,617.72	1,497.03	337.12	377.69	363.84	418.35
YOY	11%	71%	28%	6%	-7%	-14.5%	-4.4%	-1.3%	-9.0%
期间费用率	50.8%	50.6%	57.1%	53.8%	52.0%	57.5%	58.8%	47.4%	47.6%
销售费用	476.43	772.37	956.51	1,128.98	1,122.17	232.27	304.50	272.85	312.54
销售费用率	34.8%	32.8%	35.9%	37.5%	39.0%	39.6%	47.4%	35.5%	35.5%
管理费用	209.29	342.71	299.50	279.57	236.49	69.91	47.41	61.08	58.08
管理费用率	15.3%	14.6%	11.3%	9.3%	8.2%	11.9%	7.4%	8.0%	6.6%
研发费用			82.68	103.43	93.14	23.28	13.31	19.37	37.18
研发费用率			3.1%	3.4%	3.2%	4.0%	2.1%	2.5%	4.2%
财务费用	8.74	74.54	180.30	105.74	45.23	11.66	12.47	10.54	10.55
财务费用率	0.6%	3.2%	6.8%	3.5%	1.6%	2.0%	1.9%	1.4%	1.2%
加：其他收益	0.00	25.57	15.98	11.64	16.74	4.69	1.60	8.61	1.85
投资净收益	83.57	123.49	301.11	159.98	99.29	15.34	19.39	21.88	42.68
营业利润	140.57	223.88	239.55	156.10	156.36	-24.35	15.58	59.55	105.59
YOY	94%	59%	7%	-35%	0%	-134.9%	-72.8%	-38.3%	-256.5%
营业利润率	10.3%	9.5%	9.0%	5.2%	5.4%	-4.2%	2.4%	7.8%	12.0%
利润总额	190.48	220.42	227.47	141.45	137.69	-25.36	11.63	58.58	92.84
YOY	147%	16%	3%	-38%	-3%	-136.6%	-79.3%	-34.5%	-226.5%
减：所得税	6.64	27.44	23.13	100.72	1.90	-3.40	-5.19	5.65	4.84
净利润	183.84	192.98	204.34	40.73	135.80	-21.96	16.83	52.93	87.99
YOY	147%	5%	6%	-80%	233%	-137.7%	-67.8%	-27.5%	-161.6%
净利率	13.4%	8.2%	7.7%	1.4%	4.7%	-3.7%	2.6%	6.9%	10.0%
减：少数股东损益	19.83	5.41	-6.11	-18.05	-6.24	-18.78	16.53	0.06	-4.05
归母净利润	164.02	187.57	210.45	58.78	142.04	-3.17	0.30	52.87	92.04
YOY	120%	14%	12%	-72%	142%	-106.0%	-99.2%	-22.2%	-
资产负债表摘要									
货币资金	291.28	206.49	258.05	93.85	291.01	166.28	308.23	134.51	291.01
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	264.95	222.02	392.81	239.81	320.70	222.02
应收账款	369.18	375.74	362.01	387.50	293.70	272.52	289.05	327.08	293.70
YOY	283%	2%	-4%	7%	-24%	-19.9%	-23.8%	-19.9%	-24.2%
存货	662.91	785.11	952.76	997.29	929.81	924.22	873.18	917.36	929.81
YOY	36%	18%	21%	5%	-7%	6.1%	0.1%	-12.8%	-6.8%
固定资产	483.44	398.73	395.04	419.36	406.42	412.05	404.59	405.70	406.42
资产总计	4,422.92	6,937.96	7,282.05	5,298.94	5,153.56	5,250.30	5,198.47	5,219.75	5,153.56
负债合计	1,183.11	3,169.04	2,997.73	1,613.14	1,556.81	1,585.31	1,563.86	1,728.39	1,556.81
所有者权益合计	3,239.81	3,768.92	4,284.32	3,685.80	3,596.75	3,664.99	3,634.61	3,491.36	3,596.75
现金流量表摘要									
经营现金流量净额	132.43	129.37	54.38	596.75	379.28	208.55	29.44	61.91	79.38
YOY	-12%	-2%	-58%	997%	-36%	30.6%	-159.8%	-88.1%	-321.0%
/净利润	72.0%	67.0%	26.6%	1465.1%	279.3%	-949.7%	174.9%	117.0%	90.2%
投资现金流量净额	-311.49	-2,356.84	140.07	786.55	106.46	-125.03	186.52	-227.29	272.25
筹资现金流量净额	217.64	2,130.71	-142.10	-1,546.32	-289.79	-11.67	-73.87	-7.31	-196.94
现金及等价物净增	29.70	-77.29	54.06	-164.20	197.15	72.43	141.95	-173.72	156.50

数据来源：Wind，浙商证券研究所

表：朗姿股份盈利预测拆分：

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
女装业务收入	1,512.06	1,329.45	1,569.93	1,731.39	1,909.25
YOY	9.60%	-12.08%	18.09%	10.28%	10.27%
贡献归母净利润	138.58	29.39	102.05	138.51	190.92
净利率	9%	2%	7%	8%	10%
绿色婴童业务收入	754.64	733.22	806.54	887.20	975.92
YOY	14.22%	-2.84%	10.00%	10.00%	10.00%
贡献归母净利润	(23.40)	(1.90)	6.92	12.46	15.77
服装合计归母净利润	115.18	27.49	108.97	150.97	206.69
医美业务收入	628.49	813.76	1,118.59	1,494.09	1,924.77
YOY	31.15%	29.48%	37.46%	33.57%	28.83%
贡献归母净利润	52.40	68.87	110.79	163.87	225.46
米兰柏羽事业部收入	361.03	524.55	739.20	965.56	1,204.44
YOY	32.82%	45.29%	40.92%	30.62%	24.74%
机构数量	3	4	4	4	4
净利润	36.43	54.71	67.08	108.38	151.35
净利率	10%	10%	9%	11%	13%
晶肤医美事业部收入	117.63	159.62	239.39	356.53	510.33
YOY	28.40%	35.70%	49.97%	48.93%	43.14%
机构数量	8	13	24	34	44
净利润	14.57	11.19	11.78	24.68	45.25
净利率	12%	7%	5%	7%	9%
高一生事业部收入	149.83	128.32	140.00	172.00	210.00
YOY	29.39%	-14.36%	9.10%	22.86%	22.09%
机构数量	2	2	2	2	2
净利润	36.00	14.26	25.07	34.00	41.50
净利率	24%	11%	18%	20%	20%
投资收益估算（税前）	159.98	99.29	52.93	57.37	62.47
YOY	-47%	-38%	-47%	8%	9%
公司总收入	3,007.26	2,876.44	3,495.06	4,112.68	4,809.93
YOY	12.99%	-4.35%	21.51%	17.67%	16.95%
毛利率	58.24%	54.15%	54.51%	54.22%	54.03%
归母净利润	58.8	142.0	272.7	372.2	494.6
YOY	-72.1%	141.6%	92.0%	36.5%	32.9%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所预测

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,943	2,429	2,784	2,675	营业收入	2,876	3,495	4,113	4,810
现金	291	646	876	728	营业成本	1,319	1,590	1,883	2,211
交易性金融资产	222	320	320	321	营业税金及附加	17	24	29	34
应收账款	294	318	364	387	营业费用	1,122	1,137	1,284	1,424
其它应收款	80	76	92	86	管理费用	236	315	350	409
预付账款	34	37	43	45	研发费用	93	122	144	168
存货	930	963	1,019	1,038	财务费用	45	61	60	59
其他	93	70	70	70	资产减值损失	0	5	8	3
非流动资产	3,210	3,001	3,073	3,154	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	99	53	57	62
长期投资	885	800	800	800	其他经营收益	17	20	20	20
固定资产	406	452	493	531	营业利润	156	312	433	579
无形资产	392	222	217	212	营业外收支	(19)	(12)	(12)	(12)
在建工程	173	130	130	130	利润总额	138	300	421	567
其他	1,354	1,397	1,433	1,481	所得税	2	42	59	82
资产总计	5,154	5,430	5,858	5,829	净利润	136	258	362	486
流动负债	1,028	1,126	1,302	1,429	少数股东损益	(6)	(15)	(10)	(9)
短期借款	135	150	150	150	归属母公司净利润	142	273	372	495
应付款项	170	183	205	216	EBITDA	236	405	522	668
预收账款	339	412	502	567	EPS (最新摊薄)	0.32	0.62	0.84	1.12
其他	383	381	445	496	主要财务比率				
非流动负债	529	525	526	528		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	529	525	526	528	营业收入	-4.4%	21.5%	17.7%	17.0%
负债合计	1,557	1,651	1,828	1,956	营业利润	0.2%	99.4%	39.0%	33.6%
少数股东权益	636	621	611	602	归属母公司净利润	141.6%	92.0%	36.5%	32.9%
归属母公司股东权益	2,961	3,158	3,419	3,270	获利能力				
负债和股东权益	5,154	5,430	5,858	5,829	毛利率	54.2%	54.5%	54.2%	54.0%
					净利率	4.7%	7.4%	8.8%	10.1%
					ROE	3.9%	7.4%	9.5%	12.5%
					ROIC	6.0%	9.8%	11.8%	0.0%
					偿债能力				
					资产负债率	30.2%	30.4%	31.2%	33.6%
					净负债比率	43.3%	43.7%	45.4%	50.5%
					流动比率	1.9	2.2	2.1	1.9
					速动比率	1.0	1.3	1.3	1.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
					应收帐款周转率	7.5	10.0	10.7	11.5
					应付帐款周转率	7.8	9.0	9.7	10.5
					每股指标(元)				
					每股收益	0.32	0.62	0.84	1.12
					每股经营现金	0.86	0.76	0.93	1.25
					每股净资产	6.69	7.14	7.73	7.39
					估值比率				
					P/E	140.2	73.0	53.5	40.3
					P/B	6.7	6.3	5.8	6.1
					EV/EBITDA	83.6	48.0	36.8	29.0

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	379	338	412	553
净利润	136	258	362	486
折旧摊销	47	29	31	32
财务费用	41	61	60	59
投资损失	(99)	(53)	(57)	(62)
营运资金变动	234	57	37	72
其它	21	(13)	(20)	(35)
投资活动现金流	106	149	(101)	(589)
资本支出	131	265	82	82
长期投资	4	0	0	0
其他	(241)	(414)	19	507
筹资活动现金流	(290)	(133)	(82)	(112)
短期借款	135	150	150	150
长期借款	0	0	0	0
其他	(425)	(283)	(232)	(262)
现金净增加额	197	355	230	(148)

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>