

Q1 延续高增长，文创巨头成长动力十足

晨光文具(603899)

事件概述(详见正文分析)

晨光文具发布 2021 年一季度报: 2021Q1 实现营收 38.12 亿元, 同比+82.96%, 实现归母净利润 3.28 亿元, 同比+42.50%, 扣非后归母净利润 2.95 亿元, 同比+69.49%。对标 2019Q1, 营收、归母净利润、扣非后归母净利润则分别+61.83%、+26.89%、+26.76%。其中归母净利润增速低于收入增速, 主要为科力普占比提升、同期政府补助减少以及新增股权激励费用等影响。整体看业绩延续高增长, 符合预期。

分析判断:

► 按渠道分拆: 传统业务 Q1 延续复苏, 科力普增长强劲。

分渠道看: 1) **传统核心业务**: 我们估算 2021Q1 传统业务收入 20 亿元左右, 同比增长 50%左右; 若剔除安硕, 我们预计 Q1 传统业务收入同比增长 50%以上。业绩高增长, 主要得益于文具行业需求的进一步恢复、去年同期基数较低以及晨光自身在渠道、产品等多方面的优化和升级。若对标 2019Q1, 预计 2021Q1 传统业务收入增长 20%-30%, 业务仍保持良好增长。晨光加快了渠道优化和产品升级, 积极推广晨光联盟 APP 以及深耕大众产品、精品文创、办公产品、儿美等四条赛道, 并加大终端支持与市场营销推广, 实现核心产品上柜, 增长远超过行业平均水平, 也表明公司核心竞争与市场份额的进一步提升。

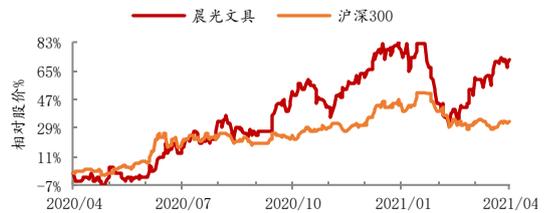
2) **晨光科力普**: 晨光科力普 2021Q1 实现营收 14.66 亿元, 同比增长 161.06%; 毛利率为 10.50%, 同比-3.74pct。业务规模持续高增长, 主要得益于对政府、央企、金融以及其他企业等终端客户的持续开拓以及 MRO 线上商城的上线。毛利率方面, 随着国内疫情的缓解, 预计 21Q1 科力普疫情物资配送同比减少, 以及产品结构变化和落地服务商占比提升, 带来毛利率的下降, 从中长期看, 随着科力普业务规模的逐步扩大, 规模效应的发挥, 盈利能力也将逐渐提升, 经营质量不断提升。

3) **零售大店**: 2021Q1 晨光生活馆(含九木杂物社)实现营收 2.43 亿元, 同比增长 153.58%。其中, 九木杂物社方面, 2021Q1 实现收入 2.21 亿元, 同比增长 174.29%。新零售业务收入持续高增长, 主要得益于客流逐步恢复以及公司加速新开门店。中长期来看, 九木杂物社零售模式已经跑通, 加盟开店不断推进, 未来潜力较大。

4) **晨光科技**: 2021Q1 晨光科技实现收入 1.08 亿元, 同比增长 15.39%。公司持续加快发展线上分销渠道, 精准匹配流量爆款产品开发, 多款线上专供产品开发落地, 不断创造线上增量品类, 与外部直播合作和品牌自播体系搭建相结合, 提高品类推广效率和品牌知名度, 并且公司

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:	92.01
股票代码:	603899
52 周最高价/最低价:	100.77/49.37
总市值(亿)	853.33
自由流通市值(亿)	846.49
自由流通股数(百万)	920.00



分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

分析师: 杨维维

邮箱: yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

分析师: 戚志圣

邮箱: qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

相关研究

- 【华西轻工】晨光文具(603899.SH)点评报告: 20 年超预期靓丽收官, 文创巨头征途再续
2021.03.30
- 【华西轻工】晨光文具(603899.SH)点评报告: Q3 业绩靓丽, 彰显文创巨头本色
2020.10.27
- 【华西轻工】晨光文具(603899.SH)点评报告: Q2 营收净利均回升转正, 文创巨头砥砺前行
2020.08.22

加强分销体系管控力，积极推进市场份额及重点店铺提升，加强会员运营，业务规模逐渐扩大。目前来看，晨光科技目前仍处于品牌及渠道投入期且收入规模仍较低，盈利能力尚未体现，预计随着业务规模的扩大，盈利能力将逐渐提升。

► **按产品分拆：主营业务均同比大幅增长，传统业务毛利率略有提升。**

分产品看：2021Q1 公司书写工具、学生文具、办公文具、其他产品、办公直销销售额分别为 6.69、7.70、7.87、1.16、14.66 亿元，同比分别为+57.31%、+43.69%、+57.13%、+157.26%、+161.06%；毛利率分别为 39.11%、32.31%、28.17%、44.73%、10.50%，同比分别+0.49pct、+0.73pct、+0.78pct、+1.07pct、-3.74pct。传统业务毛利率略有提升，主要是受益产品结构升级以及线上晨光科技销售的增加。

► **盈利能力：Q1 期间费用管控良好，盈利水平同比有所下降。**

期间费用率方面，2021Q1 公司期间费用率同比-3.51pct 至 14.89%，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比-1.97pct/-0.68pct/-0.90pct/+0.05pct 至 8.76%/4.89%/1.24%/0.01%，费用率下降主要由于收入规模的提升。

盈利能力方面，2021Q1 公司毛利率、归母净利率分别-3.29pct、-1.69pct 至 24.63%、8.66%，盈利能力有所下滑，主要为低毛利率的办公直销业务占比提升。

► **Q1 延续高增长，中长期一体两翼持续发力。**

随着学校开学&企业复工将提振终端需求，行业需求向好，且公司加速各业务布局，一季度业绩延续此前高增长发展态势，业绩增长符合市场预期。中长期来看，公司一体两翼持续发力，文具龙头不断向文创巨头迈进，其中，传统业务从“增量”到“提质”，渠道优化提升效率，精品文创优化结构，盈利能力逐步提升；科力普客户数量不断增加，规模效应发挥，净利率将明显改善，逐步进入利润收获期；新零售渠道模式成熟，加盟开店提速，盈利预计将明显改善；海外市场加速探索，因地制宜推广业务模式，目前已初见成效。

投资建议

我们认为晨光传统业务产品渠道升级所带来量价提升空间，新业务正在迈入收获期，公司逐渐由文具龙头向文创巨头持续转型升级，看好其发展前景。维持此前盈利预测，预计 2021-2023 年营收分别为 163.79、199.09、237.81 亿元，归母净利润分别为 15.31、19.00、22.79 亿元，对应 PE 分别为 56 倍、45 倍、37 倍，维持“买入”评级。

风险提示

传统文具需求大幅下滑风险；新业务不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,141	13,138	16,379	19,909	23,781
YoY (%)	30.5%	17.9%	24.7%	21.6%	19.5%
归母净利润(百万元)	1,060	1,255	1,531	1,900	2,279
YoY (%)	31.4%	18.4%	22.0%	24.1%	19.9%
毛利率 (%)	26.1%	25.4%	25.9%	25.9%	25.9%
每股收益 (元)	1.14	1.35	1.65	2.05	2.46
ROE	25.2%	24.2%	22.7%	22.0%	20.8%
市盈率	80.50	67.97	55.73	44.90	37.45

资料来源: Wind, 华西证券研究所

事件：晨光文具发布 2021 年一季度报

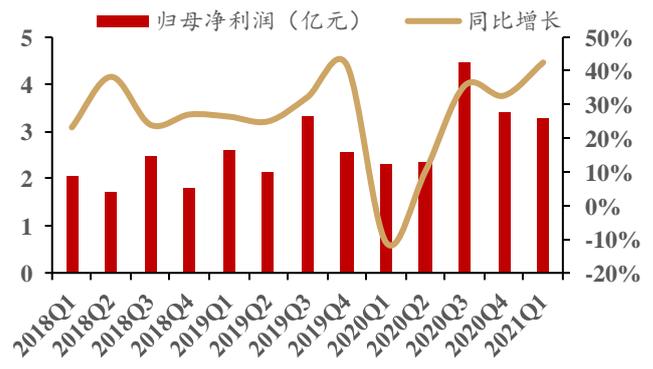
- 晨光文具发布 2021 年一季度报：2021Q1 实现营收 38.12 亿元，同比+82.96%，实现归母净利润 3.28 亿元，同比+42.50%，扣非后归母净利润 2.95 亿元，同比+69.49%。对标 2019Q1，营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别+61.83%、+26.89%、+26.76%。其中归母净利润增速低于收入增速，主要为科力普占比提升、同期政府补助减少以及新增股权激励费用等影响。**整体看业绩延续高增长，符合预期。**

图 1 2021Q1 晨光收入同比增长 82.96%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 2021Q1 晨光归母净利润同比增长 42.50%



资料来源：公司公告，华西证券研究所

详细点评：

1、按渠道分拆：传统业务 Q1 延续复苏，科力普增长强劲。

- 传统核心业务：我们估算 2021Q1 传统业务收入 20 亿元左右，同比增长 50% 左右；若剔除安硕，我们预计 Q1 传统业务收入同比增长 50% 以上。业绩高速增长，主要得益于文具行业需求的进一步恢复、去年同期基数较低以及晨光自身在渠道、产品等多方面的优化和升级。若对标 2019Q1，预计 2021Q1 传统业务收入增长 20-30%，业务仍保持良好增长。晨光加快了渠道优化和产品升级，积极推广晨光联盟 APP 以及深耕大众产品、精品文创、办公产品、儿美等四条赛道，并加大终端支持与市场营销推广，实现核心产品上柜，增长远超过行业平均水平，也表明公司核心竞争与市场份额的进一步提升。我们认为，随着公司产品结构升级（精品文创占比提升等），文创战略持续推进，净利率水平仍有较大提升空间。
- 科力普办公直销：晨光科力普 2021Q1 实现营收 14.66 亿元，同比增长 161.06%；毛利率为 10.50%，同比-3.74pct。业务规模持续高增长，主要得益于对政府、央企、金融以及其他企业等终端客户的持续开拓以及 MRO 线上商城的上线。同时，随着公司华东新仓的投入使用以及东北中心仓新增，且启动密集存储系统等多项智能处理系统，公司仓配物流能力持续加强。盈利方面，随着国内疫情的缓解，预计 21Q1 科力普疫情物资配送同比减少，以及产品结构变化和落地服务商占比提升，带来毛利率的下降，从中长期看，随

着科力普业务规模的逐步扩大，规模效应的发挥，盈利能力也将逐渐提升，经营质量不断提升。

图 3 科力普业绩情况

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020Q1	2020H1	2020Q1-3	2020A	2021Q1
收入(百万元)	515.8	1255.2	2586.0	3658.1	561.5	1599.7	2862.5	5000.3	1465.8
收入同比增速		143.3%	106.0%	41.5%		6.6%	15.2%	36.7%	161.1%
净利润(百万元)	4.7	21.0	32.1	75.8		40.1		143.8	
净利润同比增速		348.3%	52.7%	135.9%		39.6%		89.7%	
毛利率			13.7%	13.1%	14.2%	12.9%	12.7%		10.5%
净利率	0.9%	1.7%	1.2%	2.1%		2.5%			

资料来源：公司公告，华西证券研究所

- **零售大店业务：**2021Q1 晨光生活馆（含九木杂物社）实现营收 2.43 亿元，同比增长 153.58%。其中，九木杂物社方面，2021Q1 实现收入 2.21 亿元，同比增长 174.29%。新零售业务收入持续高增长，主要得益于客流逐步恢复以及公司加速新开门店。截至 2021 年 3 月底，九木共拥有门店 374 家，其中直营 249 家（Q1 净增 12 家），加盟 125 家（Q1 净增 1 家）。晨光生活馆方面，持续优化店铺运营管理，以单店质量提升作为主要工作方向，店面数继续降低，Q1 净减少 12 家店铺至 68 家。当下，公司持续加大九木杂物社门店的扩张，上线九木杂物社天猫旗舰店，并且优化商品结构，提升精品文创市场占有率以及不断探索新品类机会，有望持续推动新零售业务的快速发展。

图 4 零售模式已经跑通，加盟开店不断推进

	2016A	2017A	2018A	2019A	2019H1	2020H1	2020Q1-3	2020A	2021Q1
生活馆	175	177	255	380	300	404	440	441	442
晨光生活馆	173	152	140	119	129	109	106	80	68
九木杂物社	2	25	115	261	171	295	334	361	374
九木直营			87	158	114	180	211	237	249
九木加盟			28	103	57	115	123	124	125

资料来源：公司公告，华西证券研究所

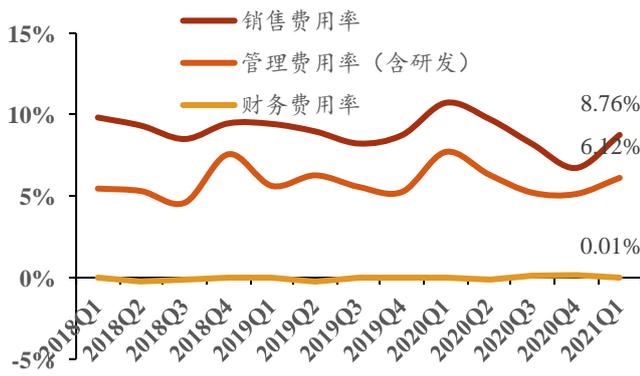
- **晨光科技：**2021Q1 晨光科技实现收入 1.08 亿元，同比增长 15.39%。公司持续加快发展线上分销渠道，精准匹配流量爆款产品开发，多款线上专供产品开发落地，不断创造线上增量品类，与外部直播合作和品牌自播体系搭建相结合，提高品类推广效率和品牌知名度，并且公司加强分销体系管控力，积极推进市场份额及重点店铺提升，加强会员运营，业务规模逐渐扩大。目前来看，晨光科技目前仍处于品牌及渠道投入期且收入规模仍较低，盈利能力尚未体现，预计随着业务规模的扩大，盈利能力将逐渐提升。

2、盈利端：Q1 期间费用管控良好，盈利水平同比有所下降。

- **费用方面，**2021Q1 公司期间费用率同比-3.51pct 至 14.89%，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比-1.97pct/-0.68pct/-0.90pct/+0.05pct 至 8.76%/4.89%/1.24%/0.01%，费用率下降主要由于收入规模的提升。

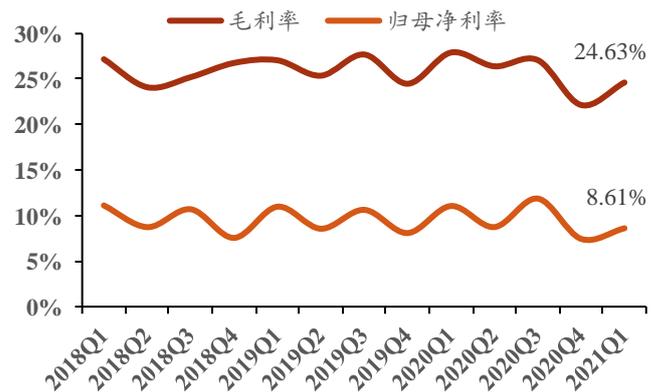
- 盈利能力方面，2021Q1 公司毛利率、归母净利率分别-3.29pct、-1.69pct 至 24.63%、8.66%，盈利能力有所下滑，主要为低毛利率的办公直销业务占比提升。分产品看，书写工具、学生文具、办公文具、其他产品和办公直销毛利率分别+0.49pct、+0.73pct、+0.78pct、-1.07pct、-3.74pct 至 39.11%、32.31%、28.17%、44.73%、10.50%。传统业务毛利率略有提升，主要是受益产品结构升级以及线上晨光科技销售的增加；办公直销业务毛利率有所下降，预计主要为随着国内疫情的缓解，21Q1 科力普疫情物资配送同比减少，相应的政府补助亦将降低，且现场会议较多，低毛利率的会议用品用量增加，从而带来毛利率的下滑。

图 5 2021Q1 期间费用率同比下降 3.51pct



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 2021Q1 归母净利率同比下降 1.69pct



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3、其他重要财务指标：经营性现金流大幅提升，ROE 略有下降。

ROE：2021 年公司 ROE（加权）为 6.09%，同比提升 0.75pct。

资产负债表方面，截至 2021 年 3 月底，货币资金 25.90 亿元，较 20 年底增长 1.09%。交易性金融资产 9.13 亿元，较 20 年底下降 36.10%，主要为公司部分银行理财产品到期赎回。应收票据及应收账款 17.74 亿元，较 20 年底增长 13.65%，预计主要为销售规模的增长尤其是晨光科力普（账期较长）的快速增长，带来的应收款增加；应付票据及应付账款 20.65 亿元，较 20 年底下降 20.64%，主要为应付账款规模的下降。

现金流量表方面，2021Q1 经营活动产生的现金流量净额为 1.64 亿元，同比由负转正。

政府补助方面，公司 2021Q1 计入当期损益的政府补助为 0.34 亿元（上年同期 0.71 亿元），同比下降 51.95%。

4、前期股权激励落地实施，彰显公司发展信心。

- 2020 年上半年公司顺利实施《2020 年限制性股票激励计划》，于 2020 年 5 月底完成首次授予，股权激励落地实施，深度绑定公司管理团队与业务骨干利益与公司整体发展，高业绩考核彰显发展信心。按激励要求：以 2019 年为基数，2020-2022 年收入增速分别为 15%、45%、75%，对应同比增速为 15%、26%、21%；归母净利润增速分别为 10%、34%、66%，对应同比增速为 10%、21%、

24%；业绩增速已经考虑了摊薄费用，我们认为业绩增速要求在目前环境下已经不低，也是给未来成长坚定信心。

5、一季度延续高增长，中长期一体两翼持续发力。

- **短期看：**去年二季度以来，随着疫情平稳，学校开学日期确定、企业复工复产、商场客流恢复，下游消费需求逐渐恢复。同时，公司在疫情期间，加大新模式推广：晨光科技加快发展线上分销渠道，加大线上配送，提高晨光产品线上销售；持续推动数据为业务赋能，晨光联盟 APP 实现功能迭代及页面优化，提升终端用户的使用体验，增加终端的粘性；积极探索海外市场，在泰国、越南、马来西亚等国家设有经销体系和采购网络，因地制宜推广晨光产品和业务模式。需求向好以及公司应时而变，2020Q2 以来业绩环比改善，2021Q1 也继续延续此前高增长发展态势，业绩增长符合市场预期。
- **中长期看：**核心护城河稳固，一体两翼持续发力，文具龙头迈向文创巨头
 - 1) **传统文具：**从“增量”到“提质”，品牌力提升带动未来稳健增长。目前公司通过渠道优化提升门店经营效率，精品文创渗透传统驱动优化产品结构。预计未来收入增速在 10-15%，净利润增速高于收入（受益精品提升）。
 - 2) **科力普：**受益办公集采，进入利润收获期，关注经营质量。通过优先发力大中型客户，实现收入规模高速扩张。预计科力普收入增速趋稳，净利率迎来提升。
 - 3) **九木新零售：**模式逐步成熟，扩张加速。九木推进落实公司品牌升级战略，其定位年轻时尚人群，产品（独有性）叠加体验（心理满足等）是优势。九木优先布局直营，目前模式已成熟，通过加盟方式加快扩张。
 - 4) **海外市场：**因地制宜，加速海外市场探索。产品远销海外，加速国际化布局，20 年通过向非洲派驻高级别项目团队，因地制宜推广公司产品和业务模式，目前已初步形成适合当地国情的渠道模式和产品开发，海外市场探索初见成效。

6、投资建议

我们认为晨光传统业务产品渠道升级所带来量价提升空间，新业务正在迈入收获期，公司逐渐由文具龙头向文创巨头持续转型升级，看好其发展前景。维持此前盈利预测，预计 2021-2023 年营收分别为 163.79、199.09、237.81 亿元，归母净利润分别为 15.31、19.00、22.79 亿元，对应 PE 分别为 56 倍、45 倍、37 倍，维持“买入”评级。

7、风险提示

传统文具需求大幅下滑风险；新业务拓展不及预期风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	13,138	16,379	19,909	23,781	净利润	1,238	1,510	1,875	2,248
YoY (%)	17.9%	24.7%	21.6%	19.5%	折旧和摊销	257	108	118	128
营业成本	9,807	12,137	14,749	17,619	营运资金变动	-233	-876	-829	-651
营业税金及附加	51	64	76	92	经营活动现金流	1,272	711	1,132	1,690
销售费用	1,103	1,400	1,692	2,010	资本开支	-324	-150	-150	-180
管理费用	603	770	916	1,082	投资	-765	-200	-100	-100
财务费用	9	9	18	30	投资活动现金流	-1,065	-337	-236	-263
资产减值损失	-40	0	0	0	股权募资	176	0	0	0
投资收益	4	13	14	17	债务募资	180	0	0	0
营业利润	1,409	1,820	2,267	2,724	筹资活动现金流	-200	-13	-13	-13
营业外收支	108	30	30	30	现金净流量	0	362	883	1,414
利润总额	1,517	1,850	2,297	2,754					
所得税	279	340	422	506	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,238	1,510	1,875	2,248	成长能力				
归属于母公司净利润	1,255	1,531	1,900	2,279	营业收入增长率	17.9%	24.7%	21.6%	19.5%
YoY (%)	18.4%	22.0%	24.1%	19.9%	净利润增长率	18.4%	22.0%	24.1%	19.9%
每股收益	1.35	1.65	2.05	2.46	盈利能力				
					毛利率	25.4%	25.9%	25.9%	25.9%
					净利率	9.4%	9.2%	9.4%	9.5%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	12.9%	13.8%	14.6%	14.7%
货币资金	2,562	2,924	3,807	5,221	净资产收益率 ROE	24.2%	22.7%	22.0%	20.8%
预付款项	132	137	175	210	偿债能力				
存货	1,323	1,829	2,186	2,587	流动比率	1.74	2.12	2.57	2.97
其他流动资产	3,225	3,638	4,187	4,776	速动比率	1.39	1.63	1.98	2.32
流动资产合计	7,241	8,528	10,355	12,794	现金比率	0.62	0.73	0.94	1.21
长期股权投资	35	35	35	35	资产负债率	44.0%	37.2%	31.8%	28.4%
固定资产	1,848	1,859	1,864	1,868	经营效率				
无形资产	321	361	381	401	总资产周转率	1.35	1.48	1.53	1.53
非流动资产合计	2,469	2,550	2,626	2,729	每股指标 (元)				
资产合计	9,710	11,078	12,981	15,523	每股收益	1.35	1.65	2.05	2.46
短期借款	180	180	180	180	每股净资产	5.60	7.26	9.32	11.80
应付账款及票据	2,602	2,328	2,020	1,931	每股经营现金流	1.37	0.77	1.22	1.82
其他流动负债	1,383	1,507	1,829	2,192	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,165	4,014	4,029	4,303	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	67.97	55.73	44.90	37.45
其他长期负债	104	104	104	104	PB	15.81	12.67	9.87	7.79
非流动负债合计	104	104	104	104					
负债合计	4,269	4,118	4,133	4,406					
股本	927	927	927	927					
少数股东权益	247	227	201	170					
股东权益合计	5,441	6,960	8,848	11,117					
负债和股东权益合计	9,710	11,078	12,981	15,523					

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，4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。