

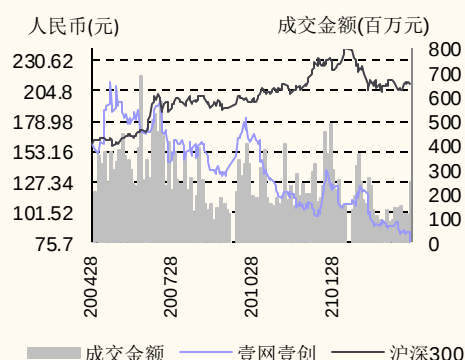
**壹网壹创 (300792.SZ) 买入 (维持评级)**

公司点评

市场价格 (人民币): 75.70 元

## 市场数据(人民币)

|               |              |
|---------------|--------------|
| 总股本(亿股)       | 1.44         |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 0.61         |
| 总市值(亿元)       | 109.24       |
| 年内股价最高最低(元)   | 212.71/75.70 |
| 沪深 300 指数     | 5091         |
| 创业板指          | 2986         |



## 相关报告

1.《代运营行业景气，业务模式切换下成长依旧-壹网壹创深度报告》，2021.2.26

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

**锐意进取拓展业务边界，打开长期成长空间**

## 公司基本情况(人民币)

| 项目             | 2019   | 2020    | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 1,451  | 1,299   | 1,774  | 2,457  | 3,275  |
| 营业收入增长率        | 43.25% | -10.49% | 36.57% | 38.54% | 33.28% |
| 归母净利润(百万元)     | 219    | 310     | 444    | 629    | 842    |
| 归母净利润增长率       | 34.71% | 41.54%  | 43.07% | 41.73% | 33.90% |
| 摊薄每股收益(元)      | 2.738  | 2.149   | 3.07   | 4.36   | 5.83   |
| 每股经营性现金流净额     | 1.78   | 3.04    | 1.32   | 2.93   | 3.82   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 17.14% | 20.50%  | 24.50% | 28.74% | 31.26% |
| P/E            | 65     | 51      | 25     | 17     | 13     |
| P/B            | 11.06  | 10.53   | 6.03   | 4.99   | 4.06   |

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 百雀羚模式切换影响下、上佰并表仍促 20 年净利增 40%，1Q21 净利仅增 12% 主要受到系统自动化+新业务费用投入增多拖累：4 月 27 日公告 1) 20 年 GMV/收入/净利分别+85%/-10%/+42%，剔除浙江上佰并表影响 GMV/收入/净利分别+30%/-17%/+22%。2) 1Q21 GMV/收入/净利分别+95%/+4%/+12%。3) 与百雀羚的合作模式由营销切换为管理，导致收入增速低于 GMV、净利增速高于收入。4) 浙江上佰 20.6 并表促 3Q20 净利增长提速，20.10 后百雀羚切换业务模式、自动化+新业务费用投入增多致 4Q20 及 1Q21 净利增速收窄。

## 经营分析

- 收入分析：百雀羚模式切换致营销收入降、管理模式增，积极拓展新品牌/品类/平台。1) 分品牌看，大客户依赖减少，积极拓展新品牌。4Q20 大客户百雀羚天猫由经销转管理，拖累 20 年营收降 21%/净利 5%；20 年新增家电/潮玩/食品等新品类、1Q21 新品类 GMV 同增 236%；20 年新增 10 个品牌、1Q21 新增 6 个+洽谈 10 个。2) 分业务看，模式切换致分化，20 年/1Q21 营销收入降 49%/降 31%，管理收入增 57%/增 51%。3) 分平台看，20 年天猫受模式切换拖累收入降 21.09%，唯品会增 2.08%，积极拓展京东平台、全年实现 GMV 5300 万元，通过收购浙江上佰进入抖音、洋葱平台。
- 模式切换提升盈利能力、拖累周转水平、现金流大幅改善。营销模式收入确认水平高/低毛利率/高费用率/低净利率，管理模式收入确认水平低/高毛利率/低费用率/高净利率，两项业务分化改变公司财务特性。
- 新业务稳步推进，1Q21 加速拓展抖音、自有品牌上市。1Q21 抖音已开设 200+直播间，新增 3 个品牌、全年目标 20~30 个品牌、GMV 10~15 亿元；3 月底代餐品牌“每鲜说”上市，全年目标 GMV 0.5~1.0 亿元、长期目标 GMV5~10 亿元。未来公司每年还将推出 1~2 个新品牌、打造自有品牌矩阵。

## 投资建议与风险提示

- 投资建议：公司为本土头部美妆代运营商，短期百雀羚业务模式切换带来影响，但公司锐意进取，布局视频电商、孵化具有前景的代餐自有品牌等，打开长期发展空间。预计 21~23 年 EPS 为 3.07/4.36/5.83 元，对应 21~23 年 PE 25/17/13 倍，前期股价调整较多、当前估值水平较低、维持“买入”评级。
- 风险提示：大客户终止合作风险、品牌客户拓展/新平台拓展不及预期等。

## 1、业绩概况

**百雀羚模式切换影响下、浙江上佰并表仍促 20 年净利同增 40%，1Q21 净利仅增 12%主要受到系统自动化+新业务费用投入增多拖累。**

公司 4 月 27 日公告 2020 年总 GMV 突破 200 亿元、同增 85.19%，营收 12.99 亿元、同降 10.49%，归母净利 3.10 亿元、同增 41.54%，扣非归母净利 2.84 亿元、同增 41.00%，EPS 2.15 元，拟每 10 股派发 5.5 元、转增 5 股。

其中，浙江上佰（20 年 6 月开始并表 51%）20 年营收 1.64 亿元、同降 8.15%，净利 7330.55 万元、同增 86.17%、超额完成承诺的净利 5500 万元；剔除浙江上佰并表贡献（全年营收/净利按月份平均），20 年公司 GMV 同增 30%、营收同降 17.09%、净利同增 22.02%。

1Q21 GMV43.4 亿、同增 95%，营收 2.23 亿元、同增 4.20%，归母净利 0.53 亿元、同增 12.29%，扣非归母净利 0.49 亿元、同增 9.10%，EPS 0.37。1Q21 GMV 如果加上上佰 2020 年的同期基数，取得接近 20%的增长。

公司从 20 年 10 月与百雀羚的合作模式由营销切换为管理模式，营销模式收入确认水平高/低毛利率/高费用率/低净利率，管理模式收入确认水平低/高毛利率/低费用率/高净利率，导致 20 年及 1Q21 收入增速低于 GMV、净利增速高于收入。

**分季度看**，1Q20~1Q21 收入增速分别为 -7.81%、+5.15%、+15.55%、-28.27%、4.2%；归母净利润增速分别为 46.09%、64.49%、107.93%、19.01%、12.29%。

1) 百雀羚的合作模式由营销切换为管理模式，导致 20Q4 收入增速出现下滑，1Q21 模式切换影响仍存情况下收入增长回正。

2) 3Q20 净利增长提速部分原因为浙江上佰开始完整季度并表以及上一年同期的低基数，剔除浙江上佰并表贡献，20Q3 净利同增 39.16%；

3) 4Q20 净利增速环比放缓，主要为上一年政府补助（1841 万元）带来的高基数、百雀羚天猫合作模式 20 年 10 月切换（减少净利 1053.42 万元）、系统自动化投入+自有品牌及内容电商等新业务拓展投入（1500 万），剔除政府补助高基数、新业务投入增多及上佰并表贡献，推算 20Q4 净利同增 36.80%，显示百雀羚模式切换后、公司内生增长仍保持 30%+的良性增长。

4) 1Q21 净利增速环比较低主要为系统自动化投入+自有品牌及内容电商等新业务拓展投入（1600 万）所致，剔除该部分影响、净利同增 46.10%。

## 2、财务分析

■ **收入分拆：百雀羚模式切换致营销收入降，叠加拓品牌/品类/平台促管理模式高增，新业务稳步推进**

**分业务看**，百雀羚模式切换致营销业务收入下滑、管理业务高增，拓品牌/拓品类/平台对管理业务形成增量。

2020 年营销业务收入同降 48.64%、占比 32.36% (-24.05PCT)，管理业务同增 57.34%、占比 40.14% (+17.31PCT)，分销同增 18.78%、占比 27.00% (+6.65PCT)。1Q21 营销同降 30.86%、管理同增 51.28%、分销同降 4.43%、其他同增 126.46%。公司从 20 年 10 月与百雀羚在天猫平台的合作模式由营销切换为管理模式，导致 20 年以及 1Q21 营销收入下滑、管理收入高增，管理业务增速较高还受益于拓品牌/拓品类/平台带来的增量贡献。

**分客户看**，大客户业绩依赖减少，20 年新增 10 个品牌。

公司近年对百雀羚大客户的依赖不断减少，从 2017 年的营收占比 72%下降至 1~3Q20 的 31%，净利贡献由 2017 年的 44%下降至 20Q1~3 的 5.6%。

公司第一大客户百雀羚业务分析（合作平台有天猫、唯品会等）：1）天猫渠道：2020年10月公司在天猫平台与百雀羚的合作模式由营销模式切换为管理模式（合同期间为一年，即2020年10月至2021年9月），经公司测算，模式切换致百雀羚天猫20年营收减少3.05亿元、拖累20年全年营收同比下降21.02%，净利减少1053.42万元、拖累20年全年净利下降4.81%，推算其他业务（包含20Q1~3百雀羚天猫营销模式、20年百雀羚唯品会分销业务）拉动20年全年营收同比增长10.53%、净利同比增长46.35%。2）唯品会渠道：2016年3月公司与百雀羚在唯品会上的合作模式由分销模式切换为管理模式，2020年12月30日合作终止。此后，百雀羚自身经营策略调整，将京东、天猫超市、唯品会业务收回自营。

客户拓展方面，2020年公司新增10个品牌，其中美妆品牌有菲洛嘉、染护发品牌植花季，以及食品品牌星巴克、潮玩品牌泡泡玛特等。2020年公司食品和潮玩的GMV达6亿元。1Q21公司新签约品牌6个，正在洽谈中的品牌约10个，其中大部分已接近签约。潮玩和食品等新品类GMV同比增长236%

分平台看，百雀羚模式切换影响拖累天猫营收下降，拓展京东、抖音等新平台。

20年天猫收入同降21.09%、占比30%（-20.09PCT）、增速下滑主要为百雀羚模式切换影响，唯品会收入同增2.08%、占比21%（+2.08PCT），20年开始拓展京东、全年GMV为5300万元、占公司总GMV比重为0.27%。此外，20年公司通过收购浙江上佰进入抖音、洋葱平台，20年6~12月抖音、洋葱贡献收入162.55万元。

#### ■ 盈利能力：模式切换带来盈利能力增强，加大系统自动化投入拉高管理费用率

**毛利率：**20年毛利率为47.83%（+4.79PCT）、1Q21毛利率为48.57%（+3.99PCT），主要为客户合作模式变更，管理模式营收占比提升、该模式下毛利率高，带动整体毛利率改善。

**费用率：**20年销售费用率11.20%（-9.70PCT），1Q21销售费用率6.80%（-8.71PCT），销售费用率整体呈下降趋势，主要因为营销业务占比下降，推广费、仓配费减少。

20年管理+研发费用率4.94%（+2.02PCT）、1Q21管理费用率10.30%（+5.53PCT），持续提升一方面为模式切换致收入下降使得费用率提升，另一方面为公司在自动化建设投入继续加强，OMS等运维操作系统、数据智能化操作系统、运营环节固化等系统化建设将进一步提升效能及品牌承载能力。

**净利率：**20年、1Q21净利率分别为26.60%（+11.50PCT）、26.45%（+4.33PCT），边际改善显著。主要因为管理模式下毛利率高、销售费用率低，品牌线上服务中管理模式营收占比提升带动公司盈利指标改善。

#### ■ 营运能力：20年存货及应收账款周转放缓，

**存货：**20年底存货8429.09万元、较期初减少27.43%，存货周转天数为53天、较上一年增加12天。1Q21存货较期初增加35.38%，主要系活动备货所致。

**应收账款：**20年底应收账款2.02亿元、较期初增加14.81%，应收账款周转天数为52天、较上一年增加19天。1Q21应收账款较期初下降5.94%。

**现金流：**20年经营活动现金流量净额为4.38亿元、同增197.96%，增速超过收入，主要为模式切换下购买商品、接受劳务所支付的现金流出减少。1Q21经营活动现金流量净额为-0.31亿元、同降203.17%，主要为代垫产生的其他应收款增加，支付的薪酬、税费增加所致。

### 3、投资建议

公司为本土头部美妆代运营商，在图文营销及线上引流、消费者洞察等方面具有优势、具备赋能品牌成长的能力。在行业层面，国内外头部美妆品牌基本进入天猫渠道，未来在天猫美妆领域拓客空间有限，同时在公司层面，传统大客户百雀羚合作模式切换、未来面临终止合作的潜在风险，为此公司积极布局多品类/平台/品牌、孵化自主品牌矩阵，降低对百雀羚大客户依赖（1~3Q20 净利贡献已经下滑至 5%）、打开成长空间：

- 1) 品类：公司目前进入美妆、潮玩、家电、食品等品类。
- 2) 平台：20 年拓展京东渠道，21 年加速抖音渠道布局、目前已经建立 200+直播间，新增签约品牌 3 个，预计 6 月开始盈利，全年目标签约 20~30 个品牌，GMV10~15 亿元。
- 3) 品牌：20 年公司新增 10 个品牌，不断拓展品牌客户。
- 4) 自有品牌矩阵：公司首个自有品牌“每鲜说”21 年 3 月底已经正式上市，首月实现 GMV400 万+，远超同类产品同期表现，全年目标 GMV 0.5~1.0 亿元、长期目标 GMV 为 5~10 亿元。未来公司每年还将继续推出 1~2 个品牌。

我们看好公司新业务布局、把握行业机遇打开长期发展空间，新增 23 年盈利预测，预计 21~23 年 EPS 为 3.07/4.36/5.83 元，对应 21~23 年 PE 分别为 25/17/13 倍，公司前期股价调整较多、当前估值水平较低、维持“买入”评级。

#### 4、风险提示

大客户终止合作风险；品牌客户拓展/新平台拓展不及预期。

## 附录：三张报表预测摘要

### 损益表 (人民币百万元)

|              | 2018  | 2019  | 2020   | 2021E | 2022E | 2023E  |
|--------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 主营业务收入       | 1,013 | 1,451 | 1,299  | 1,774 | 2,457 | 3,275  |
| 增长率          |       | 43.2% | -10.5% | 36.6% | 38.5% | 33.3%  |
| 主营业务成本       | -581  | -826  | -677   | -856  | -856  | -1,217 |
| %销售收入        | 57.4% | 57.0% | 52.2%  | 48.3% | 34.8% | 37.2%  |
| 毛利           | 431   | 624   | 621    | 918   | 1,601 | 2,058  |
| %销售收入        | 42.6% | 43.0% | 47.8%  | 51.7% | 65.2% | 62.8%  |
| 营业税金及附加      | -6    | -14   | -28    | -12   | -17   | -23    |
| %销售收入        | 0.6%  | 1.0%  | 2.1%   | 0.7%  | 0.7%  | 0.7%   |
| 销售费用         | -190  | -303  | -145   | -142  | -221  | -213   |
| %销售收入        | 18.8% | 20.9% | 11.2%  | 8.0%  | 9.0%  | 6.5%   |
| 管理费用         | -32   | -39   | -50    | -204  | -565  | -753   |
| %销售收入        | 3.2%  | 2.7%  | 3.9%   | 11.5% | 23.0% | 23.0%  |
| 研发费用         | 0     | -3    | -14    | -53   | -74   | -98    |
| %销售收入        | 0.0%  | 0.2%  | 1.1%   | 3.0%  | 3.0%  | 3.0%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 203   | 265   | 384    | 506   | 724   | 971    |
| %销售收入        | 20.0% | 18.2% | 29.5%  | 28.5% | 29.5% | 29.6%  |
| 财务费用         | 1     | 6     | 22     | 13    | 13    | 18     |
| %销售收入        | -0.1% | -0.4% | -1.7%  | -0.8% | -0.5% | -0.5%  |
| 资产减值损失       | -2    | -4    | -2     | 0     | 0     | 0      |
| 公允价值变动收益     | 0     | 2     | 9      | 2     | 2     | 2      |
| 投资收益         | 0     | 1     | 3      | 0     | 0     | 0      |
| %税前利润        | 0.0%  | 0.3%  | 0.8%   | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%   |
| 营业利润         | 202   | 272   | 432    | 522   | 740   | 990    |
| 营业利润率        | 20.0% | 18.7% | 33.3%  | 29.4% | 30.1% | 30.2%  |
| 营业外收支        | 15    | 18    | 11     | 0     | 0     | 0      |
| 税前利润         | 217   | 290   | 443    | 522   | 740   | 990    |
| 利润率          | 21.5% | 20.0% | 34.1%  | 29.4% | 30.1% | 30.2%  |
| 所得税          | -55   | -71   | -97    | -78   | -111  | -149   |
| 所得税率         | 25.2% | 24.4% | 22.0%  | 15.0% | 15.0% | 15.0%  |
| 净利润          | 163   | 219   | 345    | 444   | 629   | 842    |
| 少数股东损益       | 0     | 0     | 35     | 0     | 0     | 0      |
| 归属于母公司的净利润   | 163   | 219   | 310    | 444   | 629   | 842    |
| 净利率          | 16.1% | 15.1% | 23.9%  | 25.0% | 25.6% | 25.7%  |

### 现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润      | 163  | 219  | 345  | 444   | 629   | 842   |
| 少数股东损益   | 0    | 0    | 35   | 0     | 0     | 0     |
| 非现金支出    | 8    | 9    | 11   | 21    | 24    | 28    |
| 非经营收益    | 0    | -3   | -13  | -2    | -2    | -2    |
| 营运资金变动   | -66  | -82  | 95   | -188  | -40   | -71   |
| 经营活动现金净流 | 105  | 142  | 439  | 274   | 611   | 796   |
| 资本开支     | -18  | -87  | -91  | -55   | -56   | -56   |
| 投资       | -10  | 0    | -260 | 0     | 0     | 0     |
| 其他       | 0    | 1    | -224 | 0     | 0     | 0     |
| 投资活动现金净流 | -28  | -86  | -575 | -55   | -55   | -55   |
| 股权募资     | 0    | 717  | 14   | 31    | 0     | 0     |
| 债权募资     | 0    | 0    | 8    | -11   | 0     | 0     |
| 其他       | -57  | -58  | -82  | -178  | -252  | -337  |
| 筹资活动现金净流 | -57  | 660  | -60  | -157  | -252  | -337  |
| 现金净流量    | 20   | 716  | -196 | 62    | 304   | 404   |

来源：公司年报、国金证券研究所

### 资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2018  | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 107   | 829   | 632   | 694   | 997   | 1,402 |
| 应收账款     | 131   | 213   | 261   | 321   | 444   | 592   |
| 存货       | 75    | 116   | 84    | 127   | 127   | 180   |
| 其他流动资产   | 110   | 103   | 294   | 294   | 294   | 309   |
| 流动资产     | 422   | 1,261 | 1,271 | 1,435 | 1,862 | 2,483 |
| %总资产     | 83.8% | 88.7% | 63.1% | 65.0% | 69.8% | 74.8% |
| 长期投资     | 10    | 12    | 148   | 150   | 152   | 154   |
| 固定资产     | 12    | 109   | 219   | 258   | 292   | 321   |
| %总资产     | 2.4%  | 7.7%  | 10.9% | 11.7% | 10.9% | 9.7%  |
| 无形资产     | 17    | 12    | 370   | 367   | 364   | 362   |
| 非流动资产    | 81    | 161   | 743   | 774   | 807   | 837   |
| %总资产     | 16.2% | 11.3% | 36.9% | 35.0% | 30.2% | 25.2% |
| 资产总计     | 503   | 1,422 | 2,014 | 2,209 | 2,669 | 3,320 |
| 短期借款     | 0     | 0     | 8     | 0     | 0     | 0     |
| 应付款项     | 51    | 82    | 325   | 269   | 329   | 447   |
| 其他流动负债   | 52    | 61    | 88    | 58    | 82    | 109   |
| 流动负债     | 103   | 143   | 421   | 327   | 410   | 556   |
| 长期贷款     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债   | 0     | 0     | 9     | 0     | 0     | 0     |
| 负债       | 103   | 143   | 430   | 327   | 410   | 556   |
| 普通股股东权益  | 400   | 1,278 | 1,513 | 1,810 | 2,187 | 2,693 |
| 其中：股本    | 60    | 80    | 144   | 208   | 208   | 208   |
| 未分配利润    | 277   | 445   | 655   | 921   | 1,298 | 1,803 |
| 少数股东权益   | 0     | 0     | 72    | 72    | 72    | 72    |
| 负债股东权益合计 | 503   | 1,422 | 2,014 | 2,209 | 2,669 | 3,320 |

### 比率分析

|            | 2018    | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标       |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益       | 2.71    | 2.74    | 2.15    | 3.07    | 4.36    | 5.83    |
| 每股净资产      | 6.67    | 15.98   | 10.49   | 12.54   | 15.16   | 18.66   |
| 每股经营现金净流   | 1.75    | 1.78    | 3.04    | 1.32    | 2.93    | 3.82    |
| 每股股利       | -       | -       | 0.55    | 0.85    | 1.21    | 1.62    |
| 回报率        |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率     | 40.65%  | 17.14%  | 20.50%  | 24.50%  | 28.74%  | 31.26%  |
| 总资产收益率     | 32.31%  | 15.41%  | 15.39%  | 20.08%  | 23.55%  | 25.36%  |
| 投入资本收益率    | 37.94%  | 15.65%  | 18.72%  | 22.86%  | 27.24%  | 29.85%  |
| 增长率        |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率  | 43.78%  | 43.25%  | -10.49% | 36.57%  | 38.54%  | 33.28%  |
| EBIT增长率    | 14.92%  | 30.56%  | 44.93%  | 31.95%  | 43.02%  | 34.07%  |
| 净利润增长率     | 17.99%  | 34.71%  | 41.54%  | 43.07%  | 41.73%  | 33.90%  |
| 总资产增长率     | 42.50%  | 182.42% | 41.69%  | 9.66%   | 20.86%  | 24.37%  |
| 资产管理能力     |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数   | 30.6    | 34.0    | 53.2    | 53.0    | 53.0    | 53.0    |
| 存货周转天数     | 31.0    | 42.1    | 54.0    | 54.0    | 54.0    | 54.0    |
| 应付账款周转天数   | 10.8    | 22.4    | 45.8    | 45.0    | 45.0    | 45.0    |
| 固定资产周转天数   | 4.3     | 27.4    | 29.5    | 29.5    | 26.3    | 23.0    |
| 偿债能力       |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益   | -26.74% | -64.88% | -53.68% | -48.92% | -54.19% | -58.92% |
| EBIT利息保障倍数 | -246.6  | -44.3   | -17.6   | -37.6   | -53.8   | -55.5   |
| 资产负债率      | 20.53%  | 10.09%  | 21.33%  | 14.79%  | 15.36%  | 16.73%  |

**市场中相关报告评级比率分析**

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二个月内 | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0    | 1    | 5    | 11   | 45   |
| 增持 | 0    | 0    | 1    | 4    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 1.00 | 1.17 | 1.27 | 1.00 |

来源：聚源数据

**历史推荐和目标定价(人民币)**

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价     | 目标价           |
|----|------------|----|--------|---------------|
| 1  | 2019-10-16 | 买入 | 107.48 | 143.00~143.00 |
| 2  | 2019-10-28 | 买入 | 161.97 | N/A           |
| 3  | 2020-01-17 | 买入 | 197.51 | N/A           |
| 4  | 2020-04-27 | 买入 | 288.00 | N/A           |
| 5  | 2021-02-26 | 买入 | 119.00 | 131.00~135.00 |

来源：国金证券研究所

**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


**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，不作为或被视为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