

化学制药行业




点评

行业公司研究——化学制药行业

证券研究报告

拟收购 7 家标的，积极布局化妆品+大健康

——仁和药业事件点评报告

 分析师：马莉 S1230520070002
 联系人：汤秀洁、詹陆雨、王长龙
 联系方式：mali@stocke.com.cn

行业评级

化学制药

看好

报告导读

仁和药业拟收购三浦天然化妆品等 7 家公司各 80% 股权，积极布局化妆品和大健康产业。

投资要点
□ 行业：颜值经济见证功能性护肤崛起，国货美妆积极布局

受益于新媒催化加速美妆意识崛起、90 后和 00 后消费群形成等多重因素影响，美妆行业特别是功能性护肤行业迎来高速增长期。Euromonitor 统计显示，截至 2019 年，中国功能性护肤市场（Dermocosmetics Beauty and Personal Care 品类）规模达 136 亿元，2010-2019 复合增长 19%，2015-2019 年复合增长 23%，分别高于中国护肤品市场增长率 9pcts、12pcts。

□ 事件：拟收购 7 家公司各 80% 股权，布局化妆品、大健康等产业

2021 年 5 月 21 日，仁和药业拟收购深圳市三浦天然化妆品等 7 家标的各 80% 股权，其中 2 家布局化妆品领域，5 家布局大健康领域。仁和药业与以下 7 家标的公司：深圳市三浦天然化妆品有限公司、江西聚和电子商务有限公司、江西聚优美电子商务有限公司、江西美之妙电子商务有限公司、江西合和实业有限公司、江西仁和大健康科技有限公司、江西金衡康生物科技有限公司共同签署了《股权收购意向协议书》，仁和药业拟收购以上七家标的公司各 80% 股份。深圳市三浦天然化妆品和江西聚和电子商务主要布局化妆品、护肤护发用品板块，其余 5 家布局医疗器械、保健器材等大健康产品领域。其中，深圳市三浦天然化妆品于 2012 年 3 月通过成功的资本运作成为仁和集团发展有限公司（仁和药业是仁和集团旗下核心企业）的全资子公司。

□ 三浦天然在美妆生产布局多年，生产仁和匠心、法兰仁和等品牌

三浦天然化妆品公司布局化妆品 OEM，负责生产仁和匠心、法兰仁和等品牌。1) 仁和匠心：主打祛痘、美白、淡斑等功能性护肤，SKU 包括熊果苷美白淡斑霜、清痘修护精华油、烟酰胺提亮焕颜精华霜等，品类较完善。2) 法兰仁和：主打植物萃取护肤，SKU 包括冰淇淋睡眠面膜、烟酰胺净透精华液、去角质慕斯清洁啫喱。3) 此外三浦天然化妆品还打造了丹蒂丝、雪兰贝诗、若肌物语、碧亲等美妆品牌。淘数据显示，2020 年 4 月至今，药都仁和旗舰店（主营仁和匠心、药都仁和等品牌）GMV 约 8 亿元，法兰仁和旗舰店（主营法兰仁和品牌）GMV 约 3300 万元。

研发先行，与集团品牌知名度形成协同效应。1) 研发团队迎合植物草本护肤风口：三浦创始人和核心技术人员来自中国科学院武汉植物研究所，拥有来自中国科学院的先进理念、技术，建立了高学历、高职称和丰富实践经验的技术研发团队，形成了大量的成熟配方。2) 与集团层面相辅相成：从公司来看，仁和品牌在国内知名度较高，消费者信任基础好。此外公司线上线下渠道相互融合，积极布局小红书、抖音等新媒体互联网营销，形成品牌和渠道的协同效应。

□ 仁和药业：收入利润稳步增长，盈利能力可圈可点

2015-2020 年收入复合增长 10% 至 41.1 亿元，归母净利润复合增长 8% 至 5.7 亿元，2020 年销售毛利率 40%、净利率 16%。得益于 OTC 明星品牌议价能力强+自有产品占比高等优势，业绩稳步增长，盈利能力可圈可点。

□ 风险提示

医药行业政策调整风险、市场竞争加剧风险、产品降价风险、药品安全风险等。

覆盖分析师

消费分析师：马莉
 执业证书编号：S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

联系人：汤秀洁、詹陆雨、王长龙

正文目录

1. 事件：收购 7 家标的，布局化妆品、大健康等产业	3
2. 概览：OTC 市场优质标杆	3
2.1. 塑造明星品牌矩阵，业绩增长相对稳健	3
2.2. 收入利润稳步增长，盈利能力可圈可点	4
3. 优势：OTC+大健康双轮驱动，加速大健康布局	6
3.1. 六大品类四大品牌，矩阵日益丰富	6
3.2. 产品消费属性较强，营销布局先行	8
4. 趋势：颜值经济见证“精细护肤”崛起	10
5. 风险提示	11

图表目录

图 1: 拥有优卡丹+仁和可立克+妇炎洁+闪亮四大品牌	4
图 2: 2015-2020 年公司收入复合增长 10%至 41.4 亿元	4
图 3: 2015-2020 年公司归母净利润复合增长 8%至 5.7 亿元	4
图 4: 毛利率和净利率高于行业可比公司平均水平	5
图 5: 2020 年药品毛利率 40.9%，健康产品毛利率 27.9%	5
图 6: 2020 年公司销售费用率 14.1%，管理费用率 6.4%	5
图 7: 销售费用率和管理费用率等处于行业平均水平	6
图 8: 药品业务毛利率高达 40%	6
图 9: 药品收入占比稳定在 85%以上	6
图 10: 妇科+感冒+眼部护理+心脑血管+抗菌消炎+补益六大品类，领域丰富	7
图 11: 妇炎洁系列产品矩阵	7
图 12: 优卡丹、可立克系列产品矩阵	8
图 13: 闪亮系列产品矩阵	8
图 14: 仁和药业产品广告营销	9
图 15: 2011-2020 仁和药业销售人员数量逐步突破 4000 人	10
图 16: 2011 年-2020 年销售人员占比提升至 62%	10
图 17: 从护肤演变逻辑看，精细化护肤+彩妆趋势明显	10
图 18: 化妆品社零增速持续超过整体社会消费品零售增速	11
图 19: 19 年限额以上零售额同比增速中，化妆品位列第二	11
图 20: 10-19 年，中国护肤市场复合增长 10%至 2444 亿元	11
图 21: 10-19 年，中国功能性护肤市场复合增长 19%至 136 亿元	11

1. 事件：收购 7 家标的，布局化妆品、大健康等产业

标的 1：深圳三浦天然化妆品，以研发、生产化妆品、护肤护发用品、医疗器械、洗涤用品等为主并不断向大健康相关产品行业延伸及发展的生产型企业。根据仁和集团官网信息，深圳市三浦天然化妆品于 2012 年 3 月通过成功的资本运作成为仁和集团发展有限公司（仁和药业是仁和集团旗下核心企业）的全资子公司，在化妆品 OEM 领域取得了一定的成就。1) 产能实力较强：厂房占地面积七千多平方米，拥有 30 万级无尘净化生产车间，采用业内领先的生产、检验设备，日生产能力 30 吨以上。2) 具备一定品牌优势：打造了丹蒂丝、雪兰贝诗、若肌物语、碧亲等集全全面性、创造性于一体的多种天然美护产品品牌，在行业内具备了一定的知名度和影响力。自加盟仁和集团后开发儿童系列产品，推出儿童产品品牌安亲安贝。

标的 2：江西聚和电子商务，以经营化妆品、护肤护发用品为主，并不断向大健康相关产品行业延伸及发展的企业。

标的 3：江西聚优美电子商务，以经营医疗器械、保健器材为主，并不断向大健康相关产品行业延伸及发展的企业。

标的 4：江西美之妙电子商务，以经营医疗器械、保健器材为主，并不断向大健康相关产品行业延伸及发展的企业。

标的 5：江西合和实业，以经营医疗器械、保健器材为主，并不断向大健康相关产品行业延伸及发展的企业。

标的 6：江西仁和大健康科技，以大健康相关产品研究与开发的企业。

标的 7：江西金衡康生物科技，以研发、生产食品、保健食品、中药饮片为主，并不断向大健康相关产品行业延伸及发展的企业。

2. 概览：OTC 市场优质标杆

2.1. 塑造明星品牌矩阵，业绩增长相对稳健

产品+品牌+营销，成就 OTC 市场标杆。公司集药品研发、生产、营销于一体，主营业务覆盖生产、销售中西药、原料药及健康相关产品。1) 丰富产品群奠定公司发展之基：公司以 OTC 类、大健康类产品生产、销售为主，拥有复方氨酚烷胺胶囊（可立克）、苯磺酸氨氯地平片、大活络胶囊等过千个产品批文，以及大（小）容量注射剂、原料药、硬（软）胶囊剂等 49 条获 GMP 认证的药品生产线；2) 优质品牌打造扩大公司知名度：公司重视品牌建设与延伸，塑造经验丰富，拥有“仁和可立克”、“妇炎洁”、“优卡丹”等多个国内知名品牌；3) 强大销售、渠道拓展能力下销售网络布局广泛：凭借先进的营销模式，持续开拓的渠道理念，公司线下销售网络已触及全国 30 个省、市、自治区，线上积极打造仁和互联网品牌，布局互联网营销。共同驱使公司成长为 OTC 市场标杆企业。

图 1： 拥有优卡丹+仁和可立克+妇炎洁+闪亮四大品牌



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

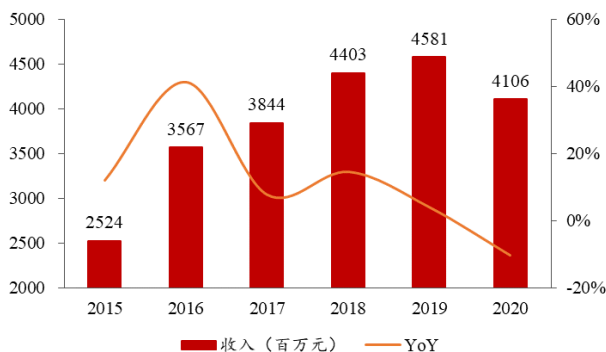
2.2. 收入利润稳步增长，盈利能力可圈可点

2015-2020 年公司收入和归母净利润分别复合增长 10%、8%。医药产业是《中国制造 2025》的重点发展领域，随着人口老龄化与卫生健康支出的提高，需求端增长旺盛，市场规模逐渐扩大，2020 年初新冠疫情肆虐，进一步刺激医药行业发展。

1) 收入：公司营业收入增长较快，从 2015 年的 25.2 亿元提升至 2020 年的 41.1 亿元，近 6 年 CAGR 10%。其中，2015-2019 年收入 CAGR 16%，2020 年收入下降是主要系疫情影响所致，下半年影响逐渐消退恢复正常经营。

2) 归母净利润：2015-2020 年归母净利润从 3.9 亿元提升至 5.7 亿元，近 6 年 CAGR 8%，归母净利润稳步提升的同时增速略有波动，2020 年归母净利润背离营收下滑趋势实现正增长，主要系疫情期间因停工停产，原材料、人工费用缩减程度高于收入所致。

图 2： 2015-2020 年公司收入复合增长 10%至 41.4 亿元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3： 2015-2020 年公司归母净利润复合增长 8%至 5.7 亿元



资料来源：Wind，浙商证券研究所

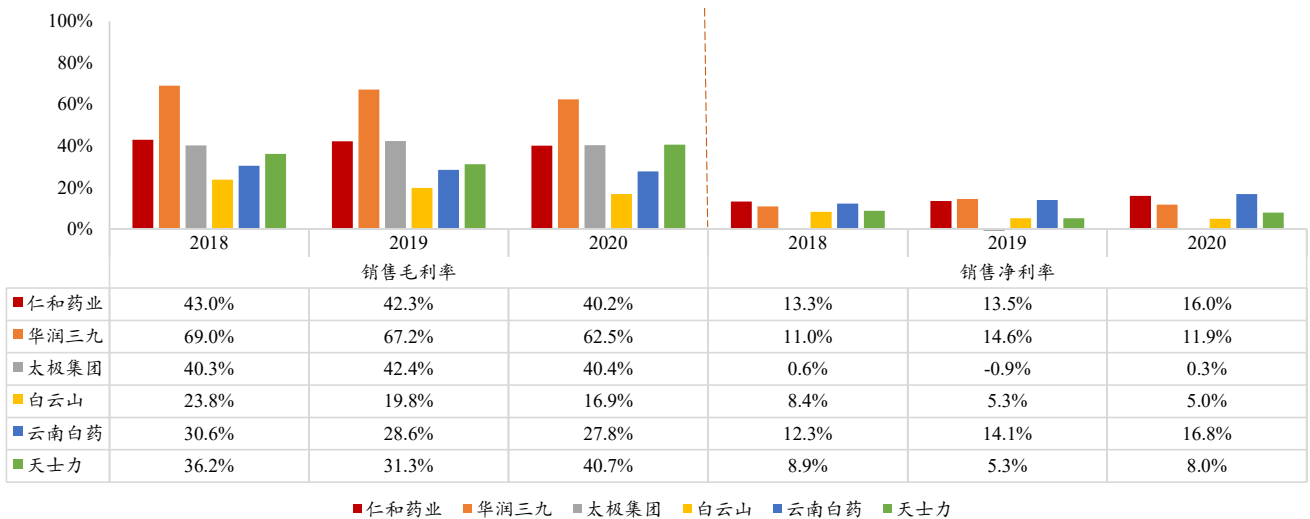
销售毛利率、销售净利率高于行业可比公司平均水平。2018-2020年，公司销售毛利率分别为43.0%、42.3%、40.2%，销售净利率从13%提升至16%，均高于行业可比公司平均水平。主要得益于：

1) **公司各类别产品毛利均具备较高毛利：**从产品种类看，具备40%以上较高毛利的药品贡献公司85%以上营收；健康相关产品营收占比约11%，毛利率有所下降仍达30%水平；以咨询费为主的其他业务，占比虽小但具备85%高盈利属性。

2) **自有产品比重逐渐提升：**从生产公司看，可分为自有产品、OEM贴牌产品两种，其中作为公司发展根本的自有产品毛利高于贴牌产品，目前两类产品收入基本各占一半，随自有产品比重加大，公司毛利率可能进一步提升。

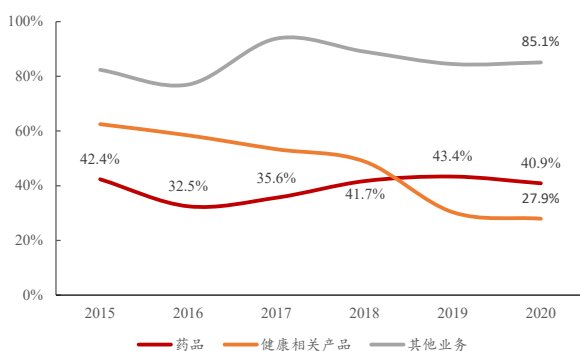
3) **OTC明星品牌溢价能力较高：**品牌是OTC渠道中影响消费者选择的重要因素之一，公司塑造的“仁和可利克”、“妇炎洁”、“优卡丹”、“闪亮”等多个优质品牌，在吸引消费者自主购买的同时，也可实现品牌价值变现，凸显定价优势以贡献毛利。

图 4： 毛利率和净利率高于行业可比公司平均水平



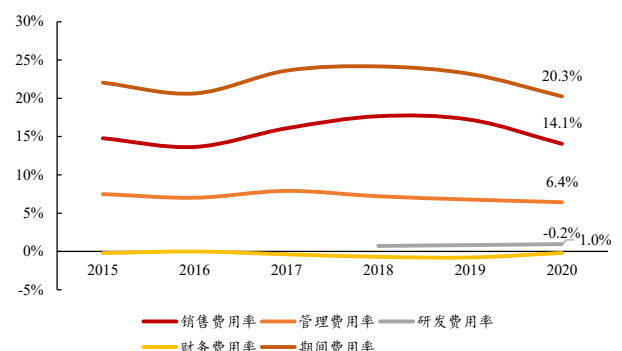
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5： 2020 年药品毛利率 40.9%，健康产品毛利率 27.9%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6： 2020 年公司销售费用率 14.1%，管理费用率 6.4%

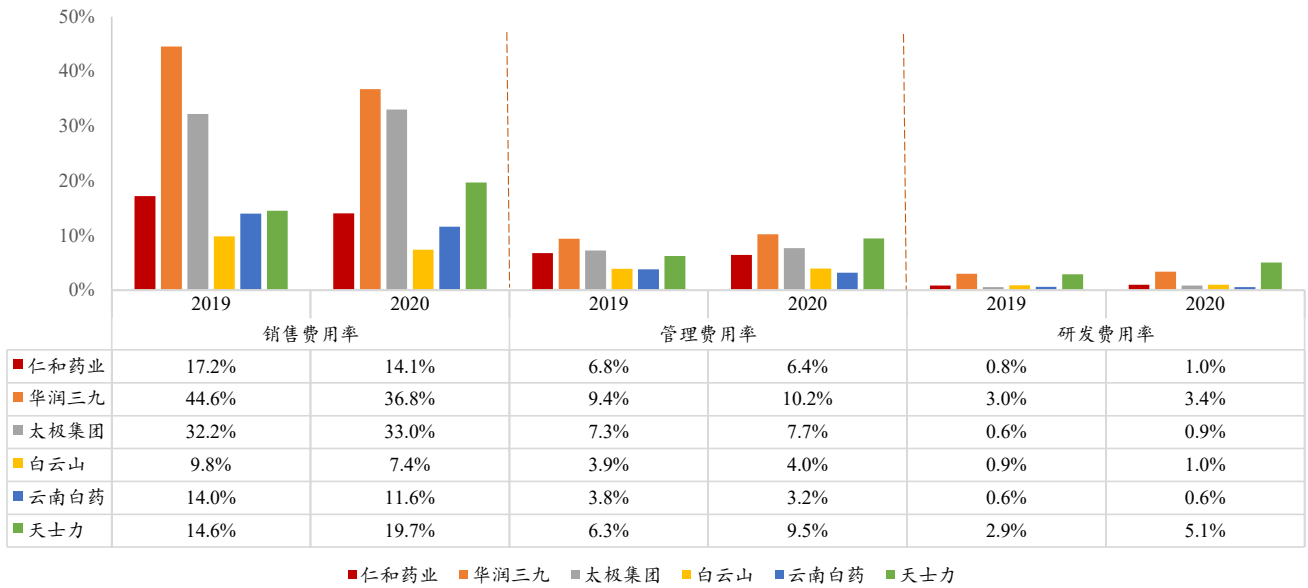


资料来源：Wind，浙商证券研究所

期间费用趋于稳定，营销、研发投入力度加大。2015-2019年整体期间费用率趋于稳定，2020年受疫情影响未正常复工有所下降。销售费用方面，公司以销售OTC产品为主，线下受零售终端销售成本提升影响，及明星单品、品牌造势宣传所需；线

上迎合公司打造仁和互联网品牌，推进互联网营销需求，共同驱使销售费用投入逐年加大，以保持公司在 OTC 市场中优势地位，其中 2020 年下滑主要系受疫情影响广告宣传、服务推广费减少所致；研发费用方面，公司研发费用率虽不足 1%但研发投入逐年加大；财务费用方面，公司资金充沛，财务费用率为负主要为利息收入金额较大所致。

图 7：销售费用率和管理费用率等处于行业平均水平



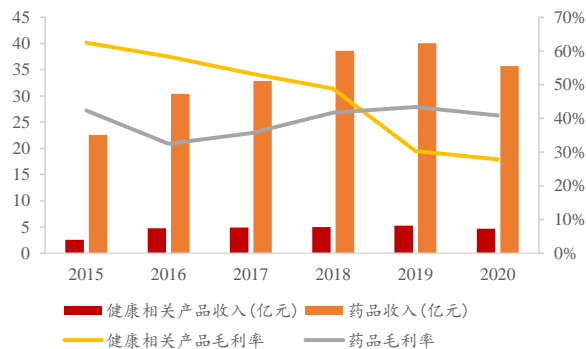
资料来源：wind，浙商证券研究所

3. 优势：OTC+大健康双轮驱动，加速大健康布局

3.1. 六大品类四大品牌，矩阵日益丰富

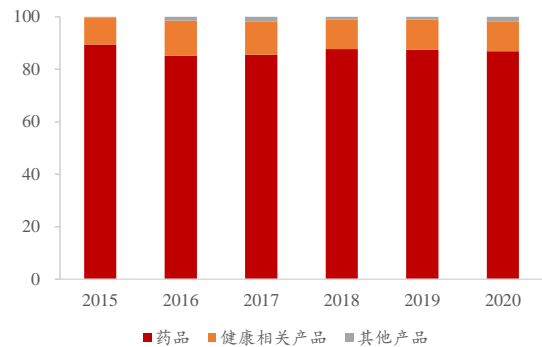
OTC 板块和大健康板块双轮驱动推动公司发展。公司主营业务是药品和健康相关产品，2020 年药品营收为 35.7 亿元，占比 87%，毛利率为 41%；健康相关产品营收为 4.7 亿元，占比 11%，毛利率为 28%，呈下降趋势。公司“五五”规划指出在继续保持 OTC 行业稳步增长的基础上，加大加快大健康相关产业的发展。

图 8：药品业务毛利率高达 40%



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 9：药品收入占比稳定在 85%以上



资料来源：wind，浙商证券研究所

公司产品分为六大品类，涵盖领域丰富。按品类分：主要包括妇科类，主品牌是妇炎洁；感冒止咳类，主品牌是可立克和优卡丹，分别定位成人和儿童；眼部护理类，主品牌是闪亮；还包括心脑血管类、抗菌消炎类和补益类。围绕妇炎洁、可立克、优卡丹和闪亮四大核心品牌形成集群。

图 10：妇科+感冒+眼部护理+心脑血管+抗菌消炎+补益六大品类，领域丰富

品类	主品牌	核心产品
妇科类	妇炎洁	妇炎洁洗洗套装、植物本草抑菌洗液、消糜阴道泡腾片等
感冒止咳类	可立克、优卡丹	感冒灵颗粒、医用退热贴、小儿氨咖黄敏颗粒等
眼部护理类	闪亮	复方门冬维甘滴眼液、明目护眼贴、茶敏维滴眼液等
心脑血管类	药都、仁和	大活络胶囊、苯磺酸氨氯地平片
抗菌消炎类	仁和、优卡丹	阿莫西林胶囊、头孢氨苄颗粒、硫酸庆大霉素颗粒
补益类	仁和	肾宝胶囊、益气养血口服液、六味地黄胶囊等

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

妇炎洁品牌诞生于 1998 年，是中国女性私密护理领导品牌。妇炎洁不仅为女性提供私处不适的解决之道，更倡导着“酸碱平衡”和“菌群平衡”。随着市场发展，妇炎洁现由单纯洗液产品，延伸为涵盖内裤洗液、卫生巾、私密养护等多系列，及洗液、凝胶、泡沫、栓剂等多剂型产品线，真正成为“女性私密健康护理中心”。

图 11：妇炎洁系列产品矩阵



资料来源：集团官网，浙商证券研究所

优卡丹和可立克分为定位儿童和成人感冒 OTC 用药。优卡丹创立于 2002 年，专注儿童感冒及关联用药。从诞生至今，已帮助亿万儿童远离感冒的困扰，广告语“家有儿女，常备优卡丹”广为流传。仁和可立克品牌诞生于 2003 年，是中国成人感冒药主流品牌，致力于高效、快速解决成人感冒问题。针对复方氨酚烷胺这一配方在感冒初期 24 小时内服用即可快速抑制感冒病毒、缓解感冒症状的特点，推出“一粒起效，快”的品牌诉求。

图 12：优卡丹、可立克系列产品矩阵

优卡丹



可立克



资料来源：集团官网、浙商证券研究所

闪亮品牌诞生于2003年，为中国滴眼液市场的知名品牌。其中明星产品是“红闪亮”（萘敏维滴眼液）和“蓝闪亮”（盐酸甲唑啉滴眼液），红闪亮用于缓解眼睛疲劳、结膜充血以及眼睛发痒等症状，蓝闪亮用于抗眼疲劳、减轻结膜充血症状。滴眼液有效成分主要是盐酸萘甲唑啉、马来酸氯苯那敏、门冬氨酸等。

图 13：闪亮系列产品矩阵



资料来源：集团官网、浙商证券研究所

3.2. 产品消费属性较强，营销布局先行

公司主营产品消费属性较重，可实现营销优势资源共享。公司丰富的产品群以药品为主、大健康类为辅，其中 OTC、保健品两类产品特性不尽相同但均赋予消费者高自主选择权。公司通过明星品牌、产品营销吸引消费者；通过商业系统进行渠道铺设管理、构建销售网络，践行“直供终端品牌化，销售渠道多元化”发展大方向，实现优势资源积累。

抢占营销先机，广告+冠名引导消费者选择。凭借敏感的营销嗅觉，公司意识到品牌营造与宣传是 OTC 类市场的制胜关键，并精准把握主流营销渠道，适时投入实现销量转化。2005 年左右，以央视为代表的电视渠道为广告投放主阵地，公司抓住中插广告契机

进行大量投放，在知心爱人旋律下，妇炎洁凭借“洗洗更健康”广告语成为广为人知；同年，闪亮联合湖南卫视举办“仁和闪亮新主播”，之后先后签约周杰伦、刘谦，冠名“快乐男声”，引领品牌综艺冠名新潮。在营销成本越来越高的趋势下，公司抢先加大营销投入，通过对流量聚集渠道、载体的准确定位和预判，迅速打开品牌知名度、占据市场。

图 14：仁和药业产品广告营销



资料来源：公开资料整理、浙商证券研究所

组建专业化、规模化、集团化商业系统。1) 销售队伍规模壮大：公司销售人员规模由2011年1174人增至2020年4052人，CAGR 14.8%，占总员工比重由40.5%升至62.0%，并通过岗前培训提高销售人员专业能力与素养，助力产品销售；2) 收购、设立商业子公司链接零售终端：公司下设控制多个以医药商业为主业的子、孙公司负责产品销售、批发、零售，链接公司与终端，目前公司线下销售网络已触及全国30个省、市、自治区，随着政策改革深入，公司有望进一步拓展渠道，扩大商业系统规模。

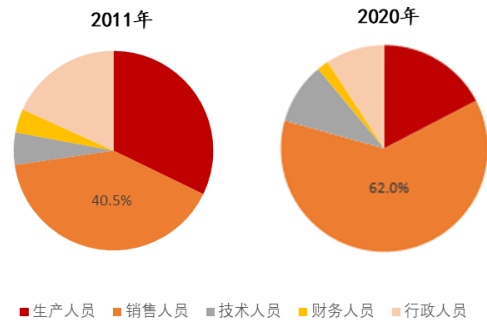
销售分工明确，销售渠道多元。1) 商业公司各司其职，集中资源打造黄金品牌单品：公司下设以仁和中方等医药营销公司，分工明确，正方医药主要承担处方药销售推广，仁和康健专注于“非药品”销售；仁和药都着力打造复方虫草口服液、正胃胶囊两大品牌产品，而中进药业则创新打造出继仁和、优卡丹、闪亮、妇炎洁后的第五大品牌“仁和参鹿补片”。2) 销售渠道多元化：线下通过公司销售队伍与商业公司销售人员持续扩大终端规模，并不断深化连锁和医疗渠道的拓展；线上积极推进互联网营销模式，并于2019设立仁和-世康子公司，主营电商、新零售等业务，拓展线上平台，助力企业“全渠道全品类”产品销售布局。

图 15：2011-2020 仁和药业销售人员数量逐步突破 4000 人



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 16：2011 年-2020 年销售人员占比提升至 62%



资料来源：wind，浙商证券研究所

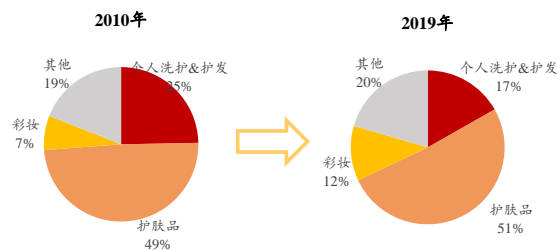
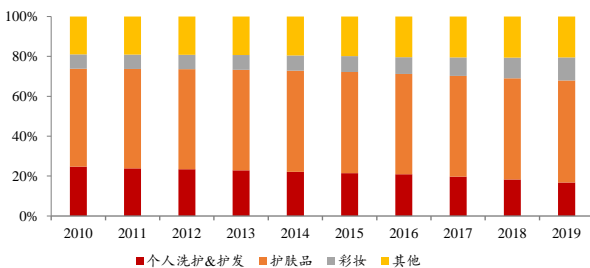
4. 趋势：颜值经济见证“精细护肤”崛起

护肤需求精细化趋势明显，消费者从基础护肤→寻找更适合的功能性护肤品。1) 初级阶段：护肤品市场占比稳定 50%左右，意味着我国消费者已基本养成护肤习惯，以水乳霜为代表的基础护肤篇使用普及。2) 进阶阶段：逐渐增加更适合自己的肤质精细护肤产品（如功能性护肤品、精华、眼霜等）和彩妆产品（如隔离、粉底、口红、眼影等）。精细护肤和彩妆产品高增长将继续带动化妆品行业景气度持续提升。

图 17：从护肤演变逻辑看，精细化护肤+彩妆趋势明显



2010-2019年化妆品市场构成

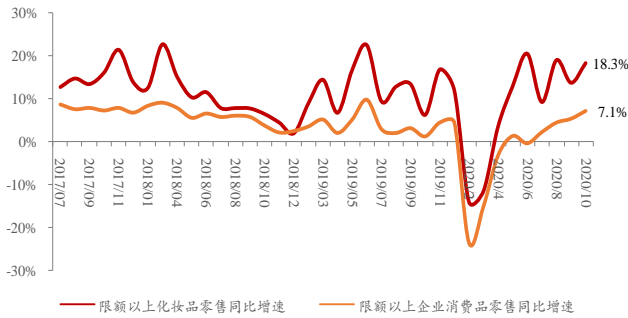


资料来源：国家统计局，Euromonitor，浙商证券研究所

化妆品行业景气度持续，社零增速领跑。受益于新媒催化加速美妆意识崛起、90 后和 00 后消费群形成扩大化妆品消费基础等多重因素影响，2017 年起化妆品行业红利期来

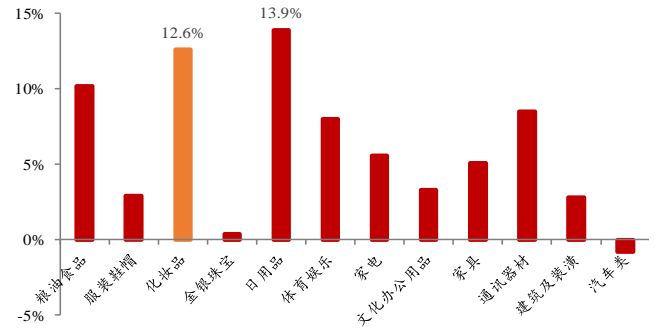
临。国家统计局数据显示，2019年限额以上化妆品零售额同比增长12.6%至2992亿元，高于同期社会消费品增速4.6个百分点。

图 18：化妆品社零增速持续超过整体社会消费品零售增速



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

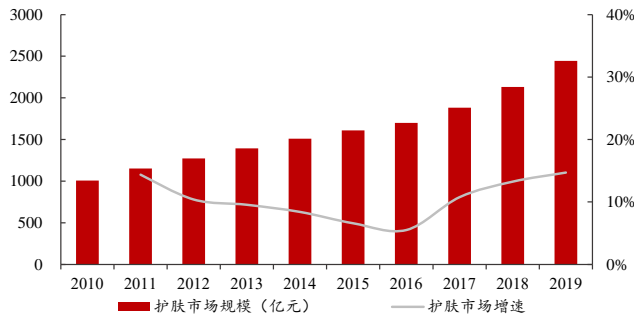
图 19：19年限额以上零售额同比增速中，化妆品位列第二



资料来源：艾媒数据中心，浙商证券研究所

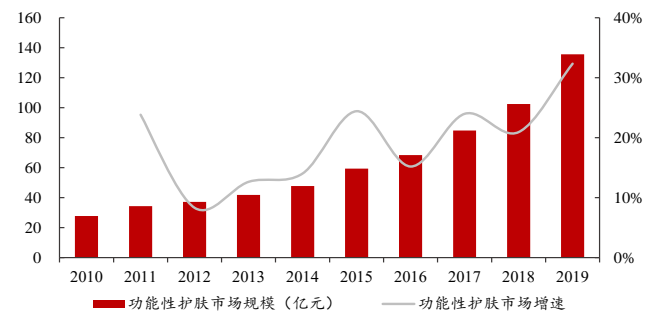
功能性护肤市场增速更是高于护肤市场增速。Euromonitor 统计显示，截至2019年，中国功能性护肤市场（Dermocosmetics Beauty and Personal Care 品类）规模达136亿元，2010-2019复合增长19%，2015-2019年复合增长23%，分别高于中国护肤品市场增长率9pcts、12pcts。

图 20：10-19年，中国护肤市场复合增长10%至2444亿元



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图 21：10-19年，中国功能性护肤市场复合增长19%至136亿元



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

5. 风险提示

(1) 行业政策调整风险

医药产业是一个受监管程度较高的行业。药品招投标政策的不断变迁对各个制剂药品生产者的市场销售产生深远影响，目前我国医疗制度的改革正处在探索阶段，相关的政策法规体系有一个逐步制订和不断完善的过程，由此将对医药行业的生产和销售产生较大影响，公司将面临行业政策风险。

(2) 市场竞争加剧风险

目前国内医药零售市场行业集中度相对较低，众多企业加快布局非处方药和医药大健康领域，产业资本深度融合，医药互联网加速发展，行业竞争激烈。随着进入医药行业的企业数量不断增加，企业规模不断扩大，行业集中度将进一步提高，公司面临市场竞争加剧风险。

（3）产品降价风险

国家对药品价格实行政府管制。药品价格改革、医疗保险制度改革的深入以及其他政策、法规的调整或出台，同时《国家基本药物目录》的正式实施，地方增补目录的修订、地方启动基药招标等，随着医药产品市场竞争的进一步加剧、以招投标方式采购药品的方式得到推广，受医保支付压力的影响，招标采购降价成为普遍趋势。

（4）药品安全风险

公司生产的化学原料药产品和中成药品种较多，生产工艺较复杂，影响产品质量的因素较多，如在原材料采购、生产、存储和运输等过程中可能出现各种偶发因素，引发公司产品质量问题，同时，药品安全事故的发生将对公司的品牌和经营产生不利影响。

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>