

地素时尚(603587)

报告日期: 2021年08月25日

# Q2 增长稳健同时保持高运营质量, 期待电商新品牌面世

## ——地素时尚点评报告

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

### 报告导读

Q2 直营/经销/电商收入增长 25%/16%/21%, 9 月将推线上生活方式新品牌

### 投资要点

- ❑ **事件:** 公司公布中报, 收入 13.5 亿 (+37%), 归母净利 3.9 亿 (+31%), 单 Q2 收入 6.96 亿 (+20%), 归母净利 1.95 亿 (+11%)
- ❑ **分品牌看: DAZZLE 及 d'zzit 均衡发展, 男装增长喜人**  
 主品牌 DAZZLE: 门店净增 8 家至 635 家, Q2 收入 3.9 亿 (+13%);  
 年轻品牌 d'zzit: 门店净减 4 家至 460 家, 主要为直营渠道持续调整, 但 Q2 收入 2.4 亿 (+32%), 增速表现佳, 整个 H1 来看收入增长 39%, 与主品牌 DAZZLE 增速 (+36%) 接近;  
 轻奢品牌 DIAMOND DAZZLE: 门店净减 3 家至 50 家, Q2 收入 4625 万 (+13%), 稳健增长;  
 男装 RAZZLE: 门店数量净增 2 家至 12 家, 21 年货品调整到位增长喜人, 上半年收入 1627 万 (+273%)。
- ❑ **分渠道看: 电商增速环比回升, 直营提效继续, 经销稳健增长**  
 1) 直营: Q2 收入增长 25%, 剔除总额法影响同比口径增速估算在中双位数, 在渠道较年初净减 19 家至 352 家的背景下仍保持稳健增长, 单店运营质量持续提升; 2) 经销: Q2 收入增长 16%, 渠道较年初净增 22 家至 805 家, 以 DAZZLE 品牌为主; 3) 电商: Q2 收入增长 21%, 增速环比回升, 抖音渠道贡献新增量, 9 月将推出线上新生活方式品牌 the other day 成为新增长点。
- ❑ **盈利水准稳定, 现金流健康依旧。** Q2 归母净利 1.95 亿 (+11%), 慢于收入增速主要由于: 1) 收入端受总额法影响增速高于同口径水准; 2) 新租赁准则致租赁负债利息产生, 财务费用增加, 剔除财务费用影响营业利润增长 20%+, 盈利能力依旧稳健; Q2 现金流 2.44 亿元 (+52%), 业务保持高度健康。
- ❑ **4 月首推股权激励计划, 与核心员工共享成长红利。** 公司推出 2021 年股权激励计划, 拟以 10 元/股价格授予包括财务总监张俊先生及 101 名核心技术/业务人员合计 510 万股股票, 占公司总股本比例 1.06%, 业绩考核目标需满足以下收入或利润增长条件: 2021/22/23 收入相对 20 年增长不低于 15%/35%/62% (即同比增长 15%/18%/20%), 或归母净利 (剔除激励费用) 相对 20 年增长不小于 10%/22%/40% (即同比增长 10%/12%/15%), 高复合收入增速目标展现公司长足发展信心, 同时相对温和的净利润增长目标的订立主要包含对公司内部组织调整、人员职级梳理优化, 以及 9 月新推生活方式品牌的投入的考量。
- ❑ **盈利预测及估值:** 虽 7、8 月零售环境因河南汛情、疫情反复面临挑战, 但公司的渠道提效、数字化转型及精细化会员管理将持续推进, 9 月即将推出的生活方式品牌也将为电商发展带来全新增长点, 预计 21/22/23 年归母净利 7.5/8.7/10.1 亿元, 增长 20%/16%/16%, 对应 PE14/12/11X, 作为增长稳健、报表质量突出的高端女装龙头继续推荐, “买入”评级。
- ❑ **风险提示:** 终端销售不及预期, 新品牌拓展不及预期

### 评级

### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥22.25

### 单季度业绩

### 元/股

2Q/2021	0.41
1Q/2021	0.41
4Q/2020	0.32
3Q/2020	0.37



### 公司简介

地素时尚是一家多品牌运作的服饰时尚集团, 旗下主要品牌 DAZZLE、d'zzit、DIAMOND DAZZLE、RAZZLE。

### 相关报告

- 1、《地素时尚: 业绩强势转正凸显品牌力, 低估值高分红属性显著》2020-08-26
- 2、《地素时尚: 增长可持续, 估值修复空间充分》2020-09-06
- 3、《地素时尚: Q3 全渠道高质量增长, 展现扎实基本面》2020-10-29
- 4、《地素时尚: 疫情下韧性显著, 首推股权激励计划展现发展信心》2021-4-27

报告撰写人: 马莉

联系人: 林骥川、詹陆雨

**财务摘要**

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	2564.2	3062.0	3545.3	4090.5
(+/-)	7.8%	19.4%	15.8%	15.4%
净利润	629.9	754.1	873.5	1012.3
(+/-)	0.9%	19.7%	15.8%	15.9%
每股收益 (元)	1.31	1.57	1.82	2.10
P/E	17.0	14.2	12.3	10.6

**表：地素时尚各品牌单季度运行情况拆分 (单位：百万元)**

	2019Q1	2019Q2	2020Q1	2020Q2	2021Q1	2021Q2	2020H1	2021H1
<b>总收入</b>	<b>583.52</b>	<b>527.28</b>	<b>407.62</b>	<b>578.36</b>	<b>656.58</b>	<b>695.99</b>	<b>985.98</b>	<b>1352.57</b>
YOY	13.53%	15.41%	-30.14%	9.69%	61.08%	20.34%	-11.24%	37.18%
毛利率	73.84%	78.47%	74.76%	76.74%	78.35%	76.41%	75.92%	77.35%
<b>门店总数</b>	<b>1048</b>	<b>1050</b>	<b>1106</b>	<b>1108</b>	<b>1145</b>	<b>1157</b>	<b>1108</b>	<b>1157</b>
直营门店	365	362	375	377	360	371	377	371
经销门店	683	688	731	731	785	783	731	783
<b>DAZZLE 收入</b>	<b>335.23</b>	<b>307.07</b>	<b>227.56</b>	<b>343.19</b>	<b>390.21</b>	<b>387.99</b>	<b>570.74</b>	<b>778.21</b>
YOY	12.83%	15.65%	-32.12%	11.76%	71.48%	13.06%	-11.14%	36.35%
毛利率	74.65%	78.81%	75.87%	77.85%	79.52%	78.20%	77.06%	78.86%
<b>门店总数</b>	<b>600</b>	<b>596</b>	<b>606</b>	<b>609</b>	<b>622</b>	<b>635</b>	<b>609</b>	<b>635</b>
直营门店	189	185	187	191	180	173	191	173
经销门店	411	411	419	418	442	462	418	462
<b>d'zzit 收入</b>	<b>193.93</b>	<b>177.45</b>	<b>139.68</b>	<b>190.85</b>	<b>208.54</b>	<b>252.43</b>	<b>330.53</b>	<b>460.98</b>
YOY	15.09%	21.95%	-27.97%	7.56%	49.31%	32.26%	-11.00%	39.47%
毛利率	72.08%	75.66%	72.72%	74.69%	75.69%	73.46%	73.86%	74.47%
<b>门店总数</b>	<b>384</b>	<b>393</b>	<b>438</b>	<b>436</b>	<b>462</b>	<b>460</b>	<b>436</b>	<b>460</b>
直营门店	136	140	146	144	139	136	144	136
经销门店	248	253	292	292	323	324	292	324
<b>DIAMOND DAZZLE 收入</b>	<b>48.60</b>	<b>39.71</b>	<b>37.91</b>	<b>41.04</b>	<b>48.90</b>	<b>46.25</b>	<b>78.95</b>	<b>95.15</b>
YOY	14.77%	0.28%	-22.01%	3.36%	29.01%	12.68%	-10.60%	20.52%
毛利率	76.23%	83.21%	76.50%	77.79%	80.82%	78.12%	77.17%	79.51%
<b>门店总数</b>	<b>53</b>	<b>54</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>51</b>	<b>50</b>	<b>53</b>	<b>50</b>
直营门店	29	30	33	32	31	31	32	31
经销门店	24	24	20	21	20	19	21	19

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

注：对收入准则调整影响 2020 年收入 1.77 亿元，带来 20Q4 总收入表现增速高增 38%，剔除后 20Q4 总收入增长 12%  
对 2021Q1 收入影响 3000-4000 万，带来 21Q1 相对 19Q1 总收入增长 12.5%，剔除后 21Q1 总收入相对 19Q1 增长 7%左右

**表：地素时尚各渠道单季度运行情况拆分 (单位：百万元)**

	2019Q1	2019Q2	2020Q1	2020Q2	2021Q1	2021Q2	2020H1	2021H1
<b>线下收入</b>	<b>511.42</b>	<b>450.42</b>	<b>318.40</b>	<b>486.77</b>	<b>562.79</b>	<b>584.83</b>	<b>805.17</b>	<b>1147.62</b>
YOY	12.21%	13.37%	-37.74%	8.07%	76.76%	20.14%	-16.29%	42.53%

毛利率	73.94%	77.83%	74.79%	76.36%	78.46%	76.16%	75.74%	77.29%
门店总数	<b>1048</b>	<b>1050</b>	<b>1106</b>	<b>1108</b>	<b>1145</b>	<b>1157</b>	<b>1108</b>	<b>1157</b>
<b>直营收入</b>	<b>255.05</b>	<b>261.24</b>	<b>181.43</b>	<b>224.88</b>	<b>329.24</b>	<b>281.39</b>	<b>406.31</b>	<b>610.64</b>
YOY	17.03%	15.32%	-28.87%	-13.92%	81.47%	25.13%	-21.30%	50.29%
毛利率	77.69%	81.68%	78.04%	81.02%	83.07%	81.25%	79.69%	82.23%
门店总数	<b>365</b>	<b>362</b>	<b>375</b>	<b>377</b>	<b>360</b>	<b>352</b>	<b>377</b>	<b>352</b>
<b>经销收入</b>	<b>256.37</b>	<b>189.19</b>	<b>136.97</b>	<b>261.89</b>	<b>233.55</b>	<b>303.44</b>	<b>398.86</b>	<b>536.98</b>
YOY	7.79%	10.79%	-46.57%	38.43%	70.51%	15.86%	-10.48%	34.63%
毛利率	70.22%	72.48%	70.47%	72.37%	71.96%	71.45%	71.72%	71.67%
门店总数	<b>683</b>	<b>688</b>	<b>731</b>	<b>731</b>	<b>785</b>	<b>805</b>	<b>731</b>	<b>805</b>
<b>线上收入</b>	<b>70.93</b>	<b>76.03</b>	<b>88.45</b>	<b>90.96</b>	<b>92.97</b>	<b>110.01</b>	<b>179.41</b>	<b>202.99</b>
YOY	24.99%	29.09%	24.69%	19.64%	5.12%	20.94%	22.08%	13.14%
毛利率	<b>73.75%</b>	<b>83.14%</b>	<b>74.99%</b>	<b>79.15%</b>	<b>78.23%</b>	<b>78.25%</b>	<b>77.10%</b>	<b>78.24%</b>

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

注：对收入准则调整影响 2020 年收入 1.77 亿元，带来 20Q4 直营表现增速高增 72%，剔除后 20Q4 直营增长 9%左右；  
对 2021Q1 收入影响 3000-4000 万，带来 21Q1 相对 19Q1 直营收入高增 29%，剔除后 21Q1 直营收入相对 19Q1 增长 15%左右

表：地素时尚财务摘要（单位：百万元）

	2019Q1	2019Q2	2020Q1	2020Q2	2021Q1	2021Q2	2020H1	2021H1
<b>利润表摘要</b>								
<b>营业收入</b>	<b>583.52</b>	<b>527.28</b>	<b>407.62</b>	<b>578.36</b>	<b>656.58</b>	<b>695.99</b>	<b>985.98</b>	<b>1,352.57</b>
YOY	13.53%	15.41%	-30.14%	9.69%	61.08%	20.34%	-11.24%	37.18%
营业成本	152.67	113.52	102.87	134.52	142.14	164.24	237.39	306.38
<b>毛利</b>	<b>430.85</b>	<b>413.76</b>	<b>304.75</b>	<b>443.84</b>	<b>514.45</b>	<b>531.75</b>	<b>748.59</b>	<b>1,046.19</b>
YOY	13.90%	16.73%	-29.27%	7.27%	68.81%	19.81%	-11.37%	39.75%
毛利率	73.84%	78.47%	74.76%	76.74%	78.35%	76.40%	75.92%	77.35%
<b>期间费用</b>	<b>204.18</b>	<b>211.21</b>	<b>170.10</b>	<b>203.72</b>	<b>275.69</b>	<b>259.92</b>	<b>373.82</b>	<b>535.61</b>
YOY	18.16%	7.74%	-16.69%	-3.55%	62.08%	27.59%	-10.01%	43.28%
<b>期间费用率</b>	<b>35.0%</b>	<b>40.1%</b>	<b>41.7%</b>	<b>35.2%</b>	<b>42.0%</b>	<b>37.3%</b>	<b>37.9%</b>	<b>39.6%</b>
销售费用	170.47	183.19	150.74	185.71	238.27	221.02	336.46	459.29
销售费用率	29.21%	34.74%	36.98%	32.11%	36.29%	31.76%	34.12%	33.96%
管理费用	27.87	32.29	25.65	33.38	30.26	34.02	59.03	64.28
管理费用率	4.78%	6.12%	6.29%	5.77%	4.61%	4.89%	5.99%	4.75%
研发费用	16.72	17.43	13.16	14.04	14.38	14.55	27.20	28.94
研发费用率	2.86%	3.31%	3.23%	2.43%	2.19%	2.09%	2.76%	2.14%
财务费用	-10.87	-21.70	-19.45	-29.42	-7.22	-9.68	-48.87	-16.90
财务费用率	-1.9%	-4.1%	-4.8%	-5.1%	-1.1%	-1.4%	-5.0%	-1.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>6.70</b>	<b>13.45</b>	<b>7.49</b>	<b>12.53</b>	<b>19.06</b>	<b>9.34</b>	<b>20.02</b>	<b>28.40</b>
其他收益	0.34	0.34	0.34	0.34	0.39	0.40	0.69	0.79
投资净收益		10.26	3.34	2.94	4.32	2.51	6.37	6.83
<b>营业利润</b>	<b>214.32</b>	<b>193.04</b>	<b>126.15</b>	<b>228.16</b>	<b>224.22</b>	<b>259.44</b>	<b>354.30</b>	<b>483.65</b>
YOY	11.66%	-7.78%	-41.14%	18.19%	77.74%	13.71%	-13.02%	36.51%
营业利润率	36.7%	36.6%	30.9%	39.4%	34.1%	37.3%	35.9%	35.8%
加：营业外收入	46.45	0.00	44.76	5.80	38.06	0.97	50.56	39.03

减: 营业外支出	0.00	0.00	2.00	1.00	1.01	0.11	3.00	1.12
<b>利润总额</b>	<b>260.77</b>	<b>193.20</b>	<b>168.91</b>	<b>232.96</b>	<b>261.27</b>	<b>260.29</b>	<b>401.86</b>	<b>521.56</b>
YOY	31.76%	-23.18%	-35.23%	20.58%	54.68%	11.74%	-11.48%	29.79%
减: 所得税	65.65	49.10	46.84	57.10	65.79	65.70	103.94	131.49
所得税率	25.17%	25.41%	27.73%	24.51%	25.18%	25.24%	25.86%	25.21%
<b>净利润</b>	<b>195.13</b>	<b>144.10</b>	<b>122.07</b>	<b>175.86</b>	<b>195.47</b>	<b>194.59</b>	<b>297.93</b>	<b>390.07</b>
YOY	32.58%	-23.51%	-37.44%	22.04%	60.13%	10.65%	-12.18%	30.93%
净利率	33.44%	27.33%	29.95%	30.41%	29.77%	27.96%	30.22%	28.84%
<b>归母净利</b>	<b>195.13</b>	<b>144.10</b>	<b>122.07</b>	<b>175.86</b>	<b>195.47</b>	<b>194.59</b>	<b>297.92</b>	<b>390.07</b>
YOY	32.58%	-23.51%	-37.44%	22.04%	60.13%	10.65%	-12.18%	30.93%
<b>资产负债表摘要</b>								
<b>应收账款</b>	<b>53.30</b>	<b>61.87</b>	<b>48.00</b>	<b>50.89</b>	<b>51.56</b>	<b>59.35</b>	<b>50.89</b>	<b>59.35</b>
YOY	13.59%	5.94%	-9.95%	-17.74%	7.41%	16.61%	-17.74%	16.61%
<b>存货</b>	<b>256.71</b>	<b>279.84</b>	<b>292.59</b>	<b>317.11</b>	<b>318.22</b>	<b>305.08</b>	<b>317.11</b>	<b>305.08</b>
YOY	-0.74%	3.76%	13.98%	13.32%	8.76%	-3.79%	13.32%	-3.79%
<b>现金流量表摘要</b>								
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>184.74</b>	<b>135.02</b>	<b>144.92</b>	<b>160.24</b>	<b>180.73</b>	<b>243.52</b>	<b>305.15</b>	<b>424.25</b>
YOY	29.47%	245.17%	-21.56%	18.68%	24.71%	51.98%	-4.57%	39.03%
/净利润	94.68%	93.70%	118.72%	91.12%	92.46%	125.14%	102.43%	108.76%
投资活动产生的现金流量净额	-805.75	465.25	-164.53	-197.75	252.87	-699.94	-362.28	-447.07
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	-401.00	97.72	-208.67	166.37	17.29	-110.94	183.66
现金及现金等价物净增加额	-621.26	199.63	77.24	-246.43	599.84	-439.35	-169.19	160.49

数据来源: WIND, 浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>3375</b>	<b>3722</b>	<b>4095</b>	<b>4659</b>	<b>营业收入</b>	<b>2564</b>	<b>3062</b>	<b>3545</b>	<b>4091</b>
现金	1827	2071	2438	2824	营业成本	600	713	831	963
交易性金融资产	1027	1000	1000	1000	营业税金及附加	26	38	44	51
应收账款	66	87	90	115	营业费用	992	1102	1259	1432
其它应收款	80	70	70	70	管理费用	142	168	195	225
预付账款	44	86	65	110	研发费用	66	98	113	131
存货	310	404	427	536	财务费用	(71)	(44)	(56)	(65)
其他	23	5	5	5	资产减值损失	39	48	57	66
<b>非流动资产</b>	<b>723</b>	<b>835</b>	<b>884</b>	<b>922</b>	公允价值变动损益	(5)	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	21	25	25	25
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	10	0	0	(0)
固定资产	577	651	695	737	<b>营业利润</b>	<b>797</b>	<b>963</b>	<b>1126</b>	<b>1312</b>
无形资产	33	35	35	34	营业外收支	59	60	60	60
在建工程	9	50	50	50	<b>利润总额</b>	<b>851</b>	<b>1018</b>	<b>1181</b>	<b>1367</b>
其他	104	98	104	102	所得税	221	263	308	355
<b>资产总计</b>	<b>4099</b>	<b>4557</b>	<b>4979</b>	<b>5582</b>	<b>净利润</b>	<b>630</b>	<b>754</b>	<b>874</b>	<b>1012</b>
<b>流动负债</b>	<b>636</b>	<b>719</b>	<b>757</b>	<b>849</b>	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>630</b>	<b>754</b>	<b>874</b>	<b>1012</b>
应付款项	104	181	188	240	EBITDA	754	1023	1198	1399
预收账款	143	197	197	212	EPS (最新摊薄)	1.31	1.57	1.82	2.10
其他	389	341	372	397	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>22</b>	<b>19</b>	<b>19</b>	<b>19</b>		<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	22	19	19	19	营业收入	7.8%	19.4%	15.8%	15.4%
<b>负债合计</b>	<b>658</b>	<b>739</b>	<b>776</b>	<b>868</b>	营业利润	-0.6%	20.8%	17.0%	16.5%
少数股东权益	2	2	2	2	归属母公司净利润	0.9%	19.7%	15.8%	15.9%
归属母公司股东权益	3439	3818	4203	4713	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>4099</b>	<b>4557</b>	<b>4979</b>	<b>5582</b>	毛利率	76.6%	76.7%	76.6%	76.5%
					净利率	24.6%	24.6%	24.6%	24.7%
					ROE	18.7%	20.8%	21.8%	22.7%
					ROIC	17.9%	20.9%	22.2%	23.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	16.1%	16.2%	15.6%	15.6%
					净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	5.3	5.2	5.4	5.5
					速动比率	4.8	4.6	4.8	4.9
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	563.2	508.8	484.2	464.7
					应收帐款周转率	40.2	40.0	40.0	40.0
					应付帐款周转率	4.5	5.0	4.5	4.5
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.31	1.57	1.82	2.10
					每股经营现金	1.51	1.59	1.94	2.01
					每股净资产	7.15	7.93	8.74	9.80
					<b>估值比率</b>				
					P/E	17.0	14.2	12.3	10.6
					P/B	3.1	2.8	2.5	2.3
					EV/EBITDA	14.2	10.5	8.9	7.7

资料来源：浙商证券研究所



## 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“本公司”）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>