

壹网壹创 (300792)

证券研究报告

2021年08月28日

拐点已至，全链路品牌服务核心优势凸显，多维驱动新消费品牌腾飞

公司发布 2021 年中报，2021H1 实现营收 4.86 亿元，同比下降 12.82%；归母净利润 1.27 亿元，同比增长 16.66%，扣除自动化建设、内容电商建设和每鲜说投入合计约 2200 万元后归母净利润 1.49 亿元，yoy+36.95%。分季度看，2021Q2 营业收入 2.64 亿元，同比下降 23.4%；归母净利润 0.73 亿元，同比增长 20.04%，扣除自动化建设、内容电商建设和每鲜说投入约 1000 万元后归母净利润 0.83 亿元，yoy+36.41%。上半年 GMV109.64 亿元，yoy+59.83%，通过不断的消费者价值创造保持 GMV 快速增长。

收入端，2021 年上半年品牌线上营销服务营收 1.2 亿元，占比 24.61%，同比下降 19.68pct，主要系与百雀羚合作模式转变所致，毛利率 41.57%，同比上升 1.34pct；品牌线上管理服务营收 2.64 亿元，同比增长 43.82%，占主营收入的 54.35%，同比上升 21.4pct，毛利率 62.25%，同比下降 3.74pct；线上分销营收 0.99 亿元，占主营收入的 20.39%，毛利率 24.14%，同比上升 5.97pct。

成本端，2021H1 公司毛利率达 49.11%，同比上升 5.31pct；分季度看，2021Q2 毛利率为 49.58%，同比上升 6.25pct。**费用端**，2021H1 期间费用率为 14.7%，同比下降 2.02pct；销售费用率为 7.4%，同比下降 6.86pct，主要系与百雀羚项目合作方式调整所致；研发费用率为 2.07%，同比上升 1.38pct。**利润端**，2021H1 公司归母净利润为 1.27 亿元，同比增长 16.66%，归母净利率 26.01%，同比上升 6.57pct；2021Q2 归母净利润 0.73 亿元，同比增长 20.04%，归母净利率 27.83%，同比上升 10.45pct。

全链路品牌服务核心优势积极拓展，增品牌+拓品类+扩渠道助力业绩增长。

1) 增品牌：新签约博世生活、泸州老窖、金霸王、高露洁、旗帜等 17 个知名品牌，与伊丽莎白雅顿、宝洁、OLAY、泡泡玛特、美的等品牌方保持深度合作，已签约品牌合计 30 个+，即将签约妮维雅、倍轻松、红牛等 21 个品牌，签约品牌数量持续稳定增长；**2) 拓品类**：横跨个护、美妆、潮玩、家电等多品类，潮玩类目 yoy+172.5%，母婴类目 yoy+1157.58%，从新锐到知名、从小众到大众，服务品牌多面开花；**3) 扩渠道**：涵盖 15 个主流服务平台；抖音合作蒙牛、高姿、FILA 等多个品牌，快速链接达人分发、增加趋势品类、和领先 MCN 机构战略合作，经过多轮迭代能力进一步聚焦；21H1 京东 GMV 增长 5460.67%，全域服务能力持续加强。

投资建议：以新品类新平台为核心的五新战略持续发力，成功开启电商全域营销服务的转型升级，上半年加大投入，大幅加快新品牌孵化、IT 系统建设与组织升级将为未来持续增长打下坚实基础。

盈利预测：预计 21—23 年净利润 4/5.2/6.8 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：消费复苏不及预期、行业竞争激烈、品牌拓展不及预期

| 财务数据和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,450.82 | 1,298.59 | 1,554.28 | 2,045.12 | 2,628.79 |
| 增长率(%) | 43.25 | (10.49) | 19.69 | 31.58 | 28.54 |
| EBITDA(百万元) | 274.37 | 420.71 | 516.41 | 666.86 | 901.04 |
| 净利润(百万元) | 219.05 | 310.06 | 404.24 | 524.37 | 682.67 |
| 增长率(%) | 34.71 | 41.54 | 30.37 | 29.72 | 30.19 |
| EPS(元/股) | 0.92 | 1.30 | 1.69 | 2.20 | 2.86 |
| 市盈率(P/E) | 50.06 | 35.37 | 27.13 | 20.91 | 16.06 |
| 市净率(P/B) | 8.58 | 7.25 | 5.64 | 4.72 | 3.86 |
| 市销率(P/S) | 7.56 | 8.44 | 7.06 | 5.36 | 4.17 |
| EV/EBITDA | 48.31 | 35.92 | 19.32 | 14.53 | 10.20 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 传媒/营销传播 |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格 | 45.94 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|--------------|
| A 股总股本(百万股) | 238.70 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 92.00 |
| A 股总市值(百万元) | 10,965.99 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 4,226.33 |
| 每股净资产(元) | 7.23 |
| 资产负债率(%) | 19.15 |
| 一年内最高/最低(元) | 185.00/41.35 |

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

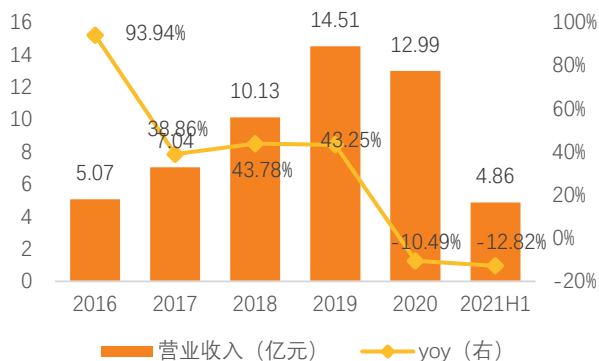
相关报告

- 《壹网壹创-公司点评:发行股份及支付现金购买上佰剩余股份，整合产业链巩固行业市场地位》2021-07-23
- 《壹网壹创-公司点评:八五折授予 CEO 等近百位股权激励对象，核心团队未来信心坚定》2021-07-16
- 《壹网壹创-年报点评报告:短期业绩扰动不改长期价值，全域服务商扬帆再启航》2021-04-29

1. 事件

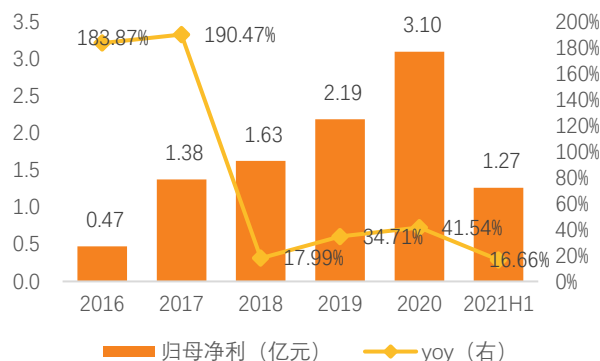
公司发布 2021 年中报，2021H1 实现营收 4.86 亿元，同比下降 12.82%；归母净利润 1.27 亿元，同比增长 16.66%，其中自动化建设、内容电商建设和每鲜说投入合计约 2200 万元，扣除相关费用后归母净利润 1.49 亿元，yoy+36.95%。分季度看，2021Q2 营业收入 2.64 亿元，同比下降 23.4%；归母净利润 0.73 亿元，同比增长 20.04%，其中自动化建设、内容电商建设和每鲜说投入合计约 1000 万元，扣除相关费用后归母净利润 0.83 亿元，yoy+36.41%。上半年 GMV109.64 亿元，yoy+59.83%，通过不断的消费者价值创造保持 GMV 快速增长。

图 1：2021H1 营收同比下降 12.82%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2021H1 归母净利润同比增长 16.66%



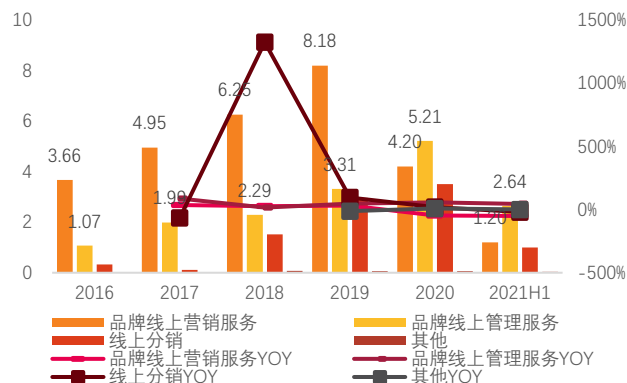
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 点评

2.1. 收入端

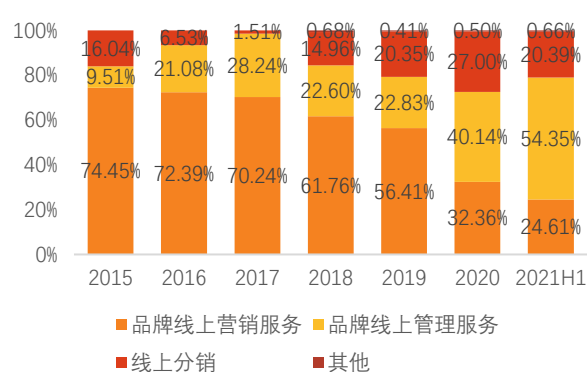
分品类看，2021 年上半年品牌线上营销服务营收 1.2 亿元，占比 24.61%，同比下降 19.68pct，主要系与百雀羚合作模式转变所致，毛利率 41.57%，同比上升 1.34pct；品牌线上管理服务营收 2.64 亿元，同比增长 43.82%，占主营收入的 54.35%，同比上升 21.4pct，毛利率 62.25%，同比下降 3.74pct；线上分销营收 0.99 亿元，占主营收入的 20.39%，毛利率 24.14%，同比上升 5.97pct。

图 3：2021H1 品牌线上管理服务收入 yoy+43.82% (单位：亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

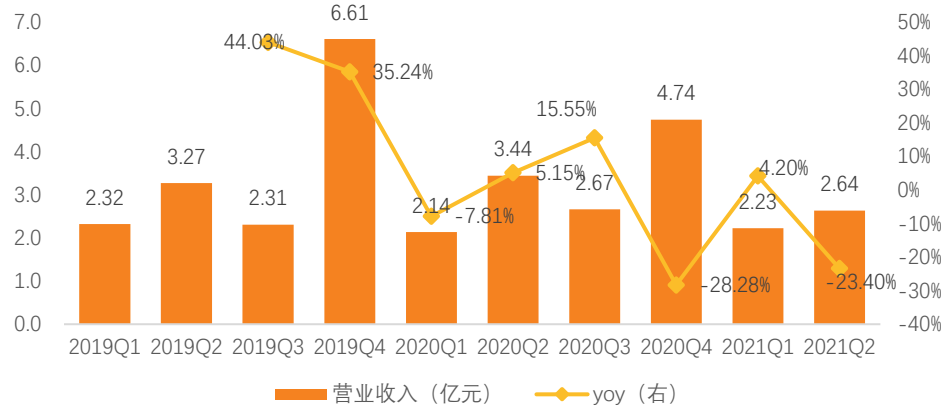
图 4：2021H1 品牌线上管理服务占比 54.35%，同比上升 21.4pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

分季度看，2020Q1 至 2021Q2 营业收入分别为 2.14/3.44/2.67/4.74/2.23/2.64 亿元，分别同比-7.81%/+5.15%/+15.55%/-28.28%/+4.2%/-23.4%。

图 5：2021Q2 营收同比减少 23.4%

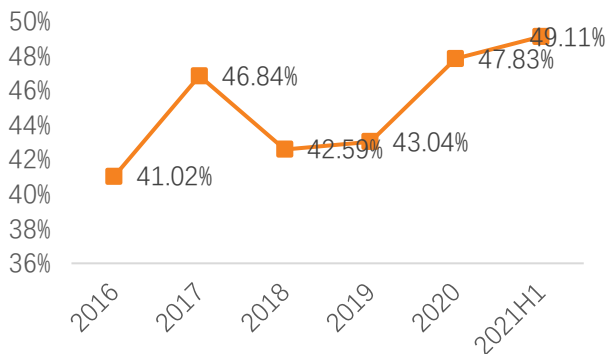


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 成本端

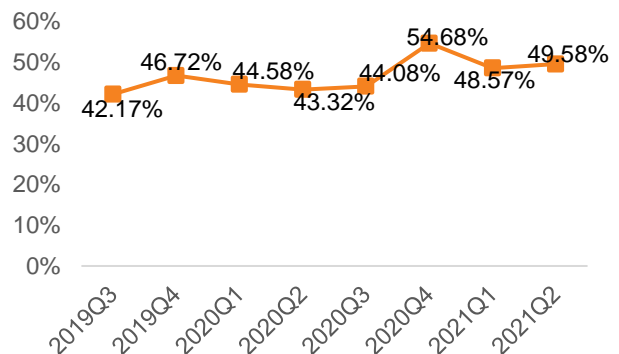
2021H1 公司毛利率达 49.11%，同比上升 5.31pct；分季度看，2021Q2 毛利率为 49.58%，同比上升 6.25pct。

图 6：2021H1 毛利率为 49.11%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2021Q2 毛利率为 49.58%

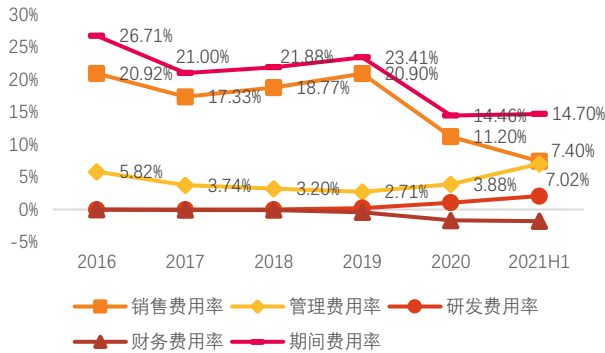


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 费用端

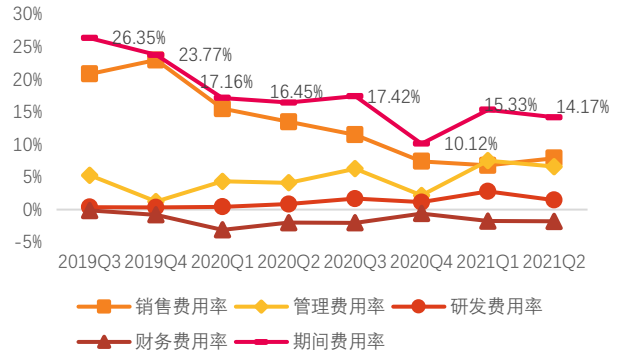
2021H1 期间费用率为 14.7%，同比下降 2.02pct；其中销售费用 0.36 亿元，同比下降 54.74%，销售费用率为 7.4%，同比下降 6.86pct，主要系与百雀羚项目合作方式调整所致；管理费用 0.34 亿元，同比增长 45.83%，主要系职工薪酬及房租物业增加所致，管理费用率为 7.02%，同比上升 2.82pct；研发费用为 0.1 亿元，同比增长 162.35%，研发费用率为 2.07%，同比上升 1.38pct；财务费用为 -0.09 亿元，财务费用率为 -1.8%。

图 8：2021H1 研发费用率 2.07%，同比上升 1.38pct



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2021Q2 期间费用率为 14.17%，同比下降 2.28pct



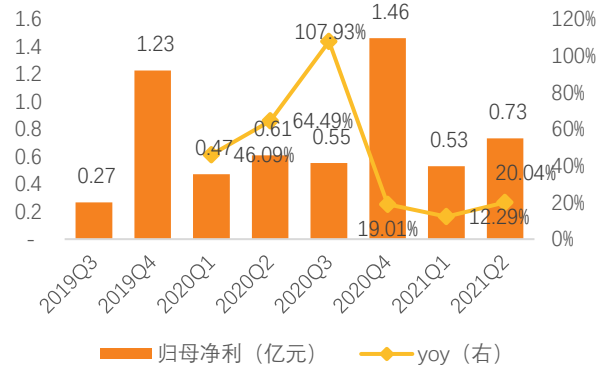
资料来源：Wind，天风证券研究所

分季度看，2020Q1 至 2021Q2 期间费用率分别为 17.16%/16.45%/17.42%/10.12%/15.33%/14.17%，2021Q2 同比下降 2.28pct。其中，2021Q2 销售费用率为 7.40%，同比下降 5.57pct；管理费用率为 7.02%，同比上升 2.49pct；研发费用率为 2.07%，同比上升 0.62pct；财务费用率为 -1.82%，同比上升 0.18pct。

2.4. 利润端

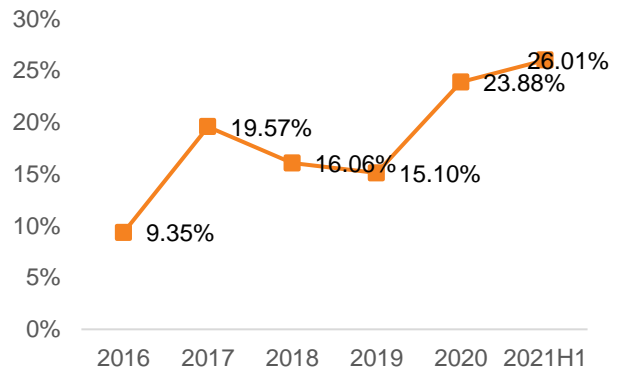
2021H1 公司归母净利润为 1.27 亿元，同比增长 16.66%，归母净利率 26.01%，同比上升 6.57pct；分季度看，2020Q1 至 2021Q2 归母净利润分别为 0.47/0.61/0.55/1.46/0.53/0.73 亿元，分别同比+46.09%/+64.49%/+107.93%/+19.01%/+12.29%/20.04%，归母净利率分别为 21.07%/17.37%/39.33%/59.95%/27.45%/27.83%，2021Q2 同比上升 10.45pct。

图 10：2021Q2 归母净利润同比增长 20.04%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2021H1 归母净利率为 26.01%，同比上升 6.57pct

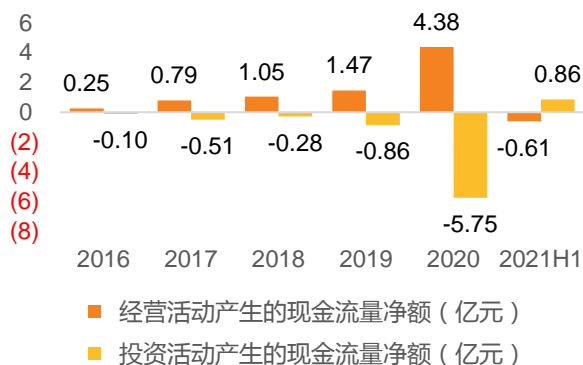


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.5. 现金流

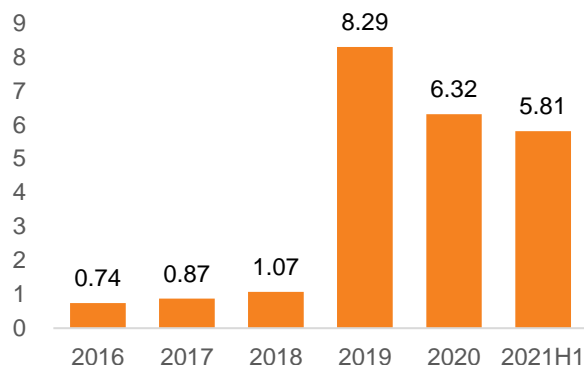
2021H1 公司经营活动产生的现金流量净额-0.61 亿元，同比减少 157.38%，主要系本期支付的代垫款项及贷款增加所致；公司投资活动产生的现金流金额 0.86 亿元，同比增长 153.79%，主要系上期支付浙江上佰收购款所致。2021H1 货币资金 5.81 亿元，同比减少 19.13%。

图 12：2021H1 经营活动产生的现金流净额-0.61 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2021H1 货币资金 5.81 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

全链路品牌服务核心优势积极拓展，增品牌+拓品类+扩渠道助力业绩增长。

- 1) 增品牌：**新零售背景下，新签约博世生活、泸州老窖、金霸王、高露洁、旗帜等 17 个知名品牌，与伊丽莎白雅顿、宝洁、OLAY、泡泡玛特、美的等品牌方保持深度合作，已签约品牌合计 30 个+，即将签约妮维雅、倍轻松、红牛等 21 个品牌，签约品牌数量持续稳定增长；
- 2) 拓品类：**横跨个护、美妆、潮玩、家电等多品类，潮玩类目 yoy+172.5%，母婴类目 yoy+1157.58%，从新锐到知名、从小众到大众，服务品牌多面开花；
- 3) 扩渠道：**涵盖 15 个主流服务平台；抖音合作蒙牛、高姿、FILA 等多个品牌，快速链接达人分发、增加趋势品类、和领先 MCN 机构战略合作，经过多轮迭代能力进一步聚焦；21H1 京东 GMV 增长 5460.67%，全域服务能力持续加强。

图 14：增品牌+拓品类+扩渠道助力业绩增长



资料来源：壹网壹创公众号，天风证券研究所

网创具有多维驱动力：

- 1) 电商全域服务商：**① 京东、拼多多等电商发力，抖音、快手、小红书等平台电商化进程持续推进，多元化平台的崛起将为跨平台运营服务提供更广阔空间，② 建立成熟的精细化运营体系，提升专业化、数据化、流程化能力，③ 加强中后台建设，自动化结合核心创新技术，提升运营效率约 30%，完善仓配网络化布局，降本增效，物流时效提升 15%+，④ 形成规模化聚合优势。

2) **新消费品加速器**：每鲜说上市 3 个月跻身 618 轻食代餐类目 TOP3，618 期间 GMV 破 1000w，真格资本等知名投资机构已完成战略投资。每鲜说是公司在新消费品加速器模式下首个成功案例，目前与泸州老窖开发低度潮饮酒，并与多个品牌洽谈中。

图 15：公司高度关注中后台建设和新消费品牌加速器



资料来源：壹网壹创公众号，天风证券研究所

3. 投资建议与盈利预测

投资建议：网创的核心是“消费者洞察”，流量分散背景下，消费习惯和购物场景等一系列的变化给网创这样的年轻、专业、处在零售一线的公司新的商业机会。短期投入是跑通产品共创模式、蓄力未来发展的阶段性因素，未来可持续性增长才最终决定企业价值。公司以新品类新平台为核心的五新战略持续发力，成功开启电商全域营销服务的转型升级，上半年加大投入，大幅加快新品牌孵化、IT 系统建设与组织升级将为未来持续增长打下坚实基础。

盈利预测：预计 21—23 年净利润 4/5.2/6.8 亿元，维持“买入”评级。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 829.20 | 631.50 | 832.55 | 1,202.75 | 1,736.66 |
| 应收票据及应收账款 | 176.29 | 202.39 | 132.26 | 226.85 | 234.75 |
| 预付账款 | 27.68 | 30.46 | 23.84 | 49.67 | 49.42 |
| 存货 | 116.15 | 84.29 | 96.32 | 161.61 | 146.90 |
| 其他 | 111.56 | 322.42 | 301.93 | 284.27 | 280.94 |
| 流动资产合计 | 1,260.88 | 1,271.07 | 1,386.90 | 1,925.16 | 2,448.67 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 127.64 | 127.64 | 127.64 | 127.64 |
| 固定资产 | 109.10 | 105.00 | 165.84 | 227.08 | 275.55 |
| 在建工程 | 0.00 | 114.47 | 104.68 | 110.81 | 96.48 |
| 无形资产 | 0.59 | 34.51 | 29.68 | 24.86 | 20.04 |
| 其他 | 50.98 | 361.49 | 367.52 | 361.56 | 356.63 |
| 非流动资产合计 | 160.66 | 743.10 | 795.36 | 851.94 | 876.34 |
| 资产总计 | 1,421.55 | 2,014.17 | 2,182.27 | 2,777.10 | 3,325.01 |
| 短期借款 | 0.00 | 8.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付票据及应付账款 | 80.12 | 89.75 | 22.52 | 153.57 | 93.49 |
| 其他 | 62.96 | 323.07 | 126.59 | 196.51 | 248.60 |
| 流动负债合计 | 143.08 | 420.87 | 149.11 | 350.09 | 342.09 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 0.42 | 8.76 | 3.06 | 4.08 | 5.30 |
| 非流动负债合计 | 0.42 | 8.76 | 3.06 | 4.08 | 5.30 |
| 负债合计 | 143.50 | 429.64 | 152.17 | 354.17 | 347.39 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 71.94 | 86.21 | 99.60 | 139.92 |
| 股本 | 80.00 | 144.25 | 238.70 | 238.70 | 238.70 |
| 资本公积 | 713.81 | 670.49 | 670.49 | 670.49 | 670.49 |
| 留存收益 | 1,198.13 | 1,384.73 | 1,705.18 | 2,084.63 | 2,599.00 |
| 其他 | (713.89) | (686.89) | (670.49) | (670.49) | (670.49) |
| 股东权益合计 | 1,278.05 | 1,584.53 | 2,030.10 | 2,422.93 | 2,977.62 |
| 负债和股东权益总计 | 1,421.55 | 2,014.17 | 2,182.27 | 2,777.10 | 3,325.01 |

| 现金流量表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|----------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 219.05 | 345.39 | 404.24 | 524.37 | 682.67 |
| 折旧摊销 | 8.60 | 12.80 | 13.76 | 17.46 | 20.67 |
| 财务费用 | 0.06 | 0.13 | (9.55) | (12.46) | (14.62) |
| 投资损失 | (1.00) | (3.44) | (1.48) | (7.00) | (10.00) |
| 营运资金变动 | (57.87) | 174.92 | (219.32) | (22.09) | 15.54 |
| 其它 | (21.94) | (91.29) | (14.82) | (48.62) | 47.32 |
| 经营活动现金流 | 146.90 | 438.50 | 172.84 | 451.65 | 741.59 |
| 资本支出 | 101.02 | 597.06 | 65.70 | 78.98 | 48.78 |
| 长期投资 | 0.00 | 127.64 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (187.06) | (1,299.48) | (66.05) | (27.98) | (102.78) |
| 投资活动现金流 | (86.04) | (574.78) | (0.35) | 51.00 | (54.00) |
| 债权融资 | 0.00 | 8.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 694.96 | 26.47 | 120.40 | 12.46 | 14.62 |
| 其他 | (35.25) | (92.55) | (91.84) | (144.92) | (168.30) |
| 筹资活动现金流 | 659.70 | (58.03) | 28.56 | (132.45) | (153.68) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 720.57 | (194.32) | 201.05 | 370.20 | 533.91 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 1,450.82 | 1,298.59 | 1,554.28 | 2,045.12 | 2,628.79 |
| 营业成本 | 826.45 | 677.44 | 777.92 | 1,019.70 | 1,305.46 |
| 营业税金及附加 | 14.04 | 27.90 | 19.28 | 29.70 | 42.42 |
| 营业费用 | 303.17 | 145.38 | 105.54 | 147.25 | 189.27 |
| 管理费用 | 39.34 | 50.44 | 104.92 | 105.32 | 151.94 |
| 研发费用 | 3.10 | 13.76 | 18.12 | 40.49 | 78.08 |
| 财务费用 | (5.98) | (21.85) | (9.55) | (12.46) | (14.62) |
| 资产减值损失 | 0.00 | (1.75) | (1.75) | (1.75) | (1.75) |
| 公允价值变动收益 | 1.67 | 9.30 | (29.09) | (62.00) | 7.00 |
| 投资净收益 | 1.00 | 3.44 | 1.48 | 7.00 | 10.00 |
| 其他 | (3.58) | (37.54) | 55.22 | 110.00 | (34.00) |
| 营业利润 | 271.62 | 432.07 | 512.20 | 661.86 | 894.99 |
| 营业外收入 | 18.41 | 12.71 | 15.20 | 15.00 | 15.00 |
| 营业外支出 | 0.22 | 2.04 | 0.97 | 0.45 | 0.56 |
| 利润总额 | 289.81 | 442.74 | 526.42 | 676.41 | 909.43 |
| 所得税 | 70.76 | 97.35 | 107.92 | 138.67 | 186.43 |
| 净利润 | 219.05 | 345.39 | 418.51 | 537.75 | 722.99 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 35.33 | 14.27 | 13.38 | 40.32 |
| 归属于母公司净利润 | 219.05 | 310.06 | 404.24 | 524.37 | 682.67 |
| 每股收益(元) | 0.92 | 1.30 | 1.69 | 2.20 | 2.86 |

| 主要财务比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 43.25% | -10.49% | 19.69% | 31.58% | 28.54% |
| 营业利润 | 34.16% | 59.08% | 18.54% | 29.22% | 35.22% |
| 归属于母公司净利润 | 34.71% | 41.54% | 30.37% | 29.72% | 30.19% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 43.04% | 47.83% | 49.95% | 50.14% | 50.34% |
| 净利率 | 15.10% | 23.88% | 26.01% | 25.64% | 25.97% |
| ROE | 17.14% | 20.50% | 20.80% | 22.57% | 24.06% |
| ROIC | 89.69% | 80.43% | 57.32% | 53.96% | 66.83% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 10.09% | 21.33% | 6.97% | 12.75% | 10.45% |
| 净负债率 | -64.88% | -39.35% | -41.01% | -49.64% | -58.32% |
| 流动比率 | 8.81 | 3.02 | 9.30 | 5.50 | 7.16 |
| 速动比率 | 8.00 | 2.82 | 8.66 | 5.04 | 6.73 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 10.72 | 6.86 | 9.29 | 11.39 | 11.39 |
| 存货周转率 | 15.21 | 12.96 | 17.21 | 15.86 | 17.04 |
| 总资产周转率 | 1.51 | 0.76 | 0.74 | 0.82 | 0.86 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.92 | 1.30 | 1.69 | 2.20 | 2.86 |
| 每股经营现金流 | 0.62 | 1.84 | 0.72 | 1.89 | 3.11 |
| 每股净资产 | 5.35 | 6.34 | 8.14 | 9.73 | 11.89 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 50.06 | 35.37 | 27.13 | 20.91 | 16.06 |
| 市净率 | 8.58 | 7.25 | 5.64 | 4.72 | 3.86 |
| EV/EBITDA | 48.31 | 35.92 | 19.32 | 14.53 | 10.20 |
| EV/EBIT | 49.00 | 36.69 | 19.85 | 14.92 | 10.44 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |