

**朗姿股份 (002612)**

# 医美终端龙头，疫后复苏高景气

## ——朗姿股份更新报告

✍️：分析师：马莉 执业证书编号：S1230520070002  
 ☎️：联系人：王长龙、汤秀洁  
 ✉️：mali@stocke.com.cn

### 报告导读

系列报告三将根据近况更新，展现朗姿股份在医美行业领先优势。

### 投资要点

- **核心观点：**公司在医美领域持续跑马圈地，“体内+体外”双线推进全国扩张，加快医美机构连锁布局。我们始终认为，朗姿股份有望成为医美终端龙头企业。
- **近况更新一：坚定医美赛道，持续跑马圈地。**自去年监管政策趋严以来，医美终端机构收并购转型现象戛然而止。在此背景下，朗姿持续设立医美并购基金，加速终端机构市场整合，孵化优质医美标的。截至目前，朗姿股份已成立六支基金，累计规模 27.56 亿元。其中，成都市武侯国有资本投资运营集团通过武发产业基金，参与了成都朗姿武发医疗美容产业股权投资基金，地方实力凸显。通过公开数据显示，当前已有北京丽都、武汉韩辰、昆明韩辰、南京韩辰、武汉五洲、湖南雅美、郑州集美、郑州华领、杭州格莱美及南京华美等十余家机构纳入并购基金，公司体外储备了大量的优质医美资产。公司通过“体内+体外”双线推进全国扩张，加快医美机构连锁布局。
- **近况更新二：区域疫情扰动较弱，呈现优于行业增长趋势。**受疫情，行业呈现长尾出清趋势；而公司主要布局的城市上半年仅年初时期，深圳和西安存在一定的疫情扰动，医美业务整体呈现出优于行业平均的平稳增长，22Q1 医美业务收入同比增速 18%，根据成都等地的实际调研情况，疫后医美终端需求旺盛，客流情况饱满。截至 21 年公司共运营 28 家医美终端机构，米兰柏羽/晶肤医美/高一生下辖机构分别达到 4/22/2 家；公司各个事业部基本盘扎实，体内机构有序扩张。预计深圳米兰柏羽将于 Q3 正式营业；晶肤仍将保持每年 10 家左右的拓店节奏。
- **近况更新三：精细化运营，核心竞争优势凸显。**消费医疗重视机构管理及人员管理，朗姿通过对机构以及人员的精细化运营，有效赋能机构整合。机构管理方面，公司通过医管公司、品牌事业部、医院机构的三级架构管理模式，使得终端机构职能更加简单化、标准化、可复制化。同时，规模优势凸显公司的采购及营销协同效应。人员管理方面，公司坚持品质医美的经营理念，深度运营客户管理，老客户占比超出六成。同时，公司股权激励到位，深度绑定核心员工利益。精细化管理下四川米兰柏羽、四川晶肤、西安高一生 21 年净利率达 14%，18%，13%，均高于行业平均水平。
- **盈利预测及估值：**在不考虑新并购的情况下，我们预计朗姿股份 22-24 年收入规模达到 42/48/55 亿元，同比+14%/16%/14%，22H1 疫情对服装及医美终端机构冲击较大，叠加医美新医院孵化，预计 22-24 年归母净利润达到 2.0/2.7/3.3 亿元，同增 5.4%/37%/23%。公司目前市值 138 亿元，对应 22-24 年 PE 分别为 58、42、34 倍。我们认为朗姿体内体外医美资产优质，已具备成长为全国医美龙头的潜力，在 A 股具有稀缺性，考虑估值和成长性，维持“增持”评级。
- **风险提示：**1) 疫情影响零售环境，削弱客户群体消费能力；2) 女装及童装业务恢复不及预期；3) 新医美机构培育进度不及预期。

### 评级

**增持**

上次评级	增持
当前价格	¥ 31.05

### 单季度业绩

**元/股**

Q1/2022	-0.01
Q4/2021	0.07
Q3/2021	0.15
Q2/2021	0.13

### 公司简介

2001 年创立高端女装品牌朗姿，2014 年收购韩国阿卡邦切入绿色童装领域，2016 年进入医美赛道，目前拥有米兰柏羽、晶肤医美、高一生等连锁医美机构品牌，是成都、西安地区代表性区域龙头

### 相关报告

- 1、《朗姿股份深度：医美区域性连锁龙头格局初现，美业发展大有可为》2021-01-18
- 2、《朗姿股份：再推员工持股计划，业绩考核着眼长期发展》2021-01-21
- 3、《朗姿股份：再设并购基金，加码医美布局》2021-02-10

报告撰写人：马莉

联系人：王长龙、汤秀洁

**财务摘要**

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	3665.2	4177.8	4826.2	5492.4
(+/-)	27.4%	14.0%	15.5%	13.8%
净利润	187.5	197.5	271.3	332.5
(+/-)	32.0%	5.4%	37.3%	22.6%
每股收益 (元)	0.42	0.45	0.61	0.75
P/E	75	58	42	34

## 正文目录

<b>1. 朗姿股份：医美终端龙头，疫后复苏高景气</b> .....	<b>4</b>
1.1. 近况更新一：坚定医美赛道，持续跑马圈地.....	4
1.2. 近况更新二：区域疫情扰动较弱，呈现优于行业增长趋势.....	5
1.3. 近况更新三：精细化运营，核心竞争优势凸显.....	5
<b>2. 盈利预测及投资建议</b> .....	<b>7</b>
<b>3. 风险提示</b> .....	<b>7</b>

## 图表目录

<b>表 1：朗姿股份医美并购基金设立情况</b> .....	<b>4</b>
<b>表 2：医美业务按品牌拆分（单位：百万元）</b> .....	<b>5</b>
<b>表 3：米兰柏羽事业部旗下四川米兰柏羽医学美容医院运营情况（20 年 7 月持股 100%，此前持股 70%）</b> .....	<b>6</b>
<b>表 4：晶肤事业部旗下四川晶肤、西安晶肤运营情况</b> .....	<b>6</b>
<b>表 5：高一生事业部旗下西安高一生医疗美容医院运营情况（18 年 1 月并表，持股 100%）</b> .....	<b>6</b>
<b>表 6：盈利预测与估值</b> .....	<b>7</b>
表附录：三大报表预测值.....	8

## 1. 朗姿股份：医美终端龙头，疫后复苏高景气

公司在医美领域持续跑马圈地，“体内+体外”双线推进全国扩张，加快医美机构连锁布局。我们始终认为，朗姿股份有望成为医美终端龙头企业。系列报告三将根据近况更新，展现朗姿股份在医美行业领先优势。

### 1.1. 近况更新一：坚定医美赛道，持续跑马圈地

**坚定医美终端赛道，持续跑马圈地。**自去年医美行业监管政策趋严以来，医美终端机构收并购受到一定阻力，转型企业现象戛然而止。在此背景下，朗姿持续在体外设立医美并购基金，加速终端机构市场整合，孵化优质医美标的。截至目前，朗姿股份已经成立六支基金，累计规模 27.56 亿元。其中，成都市武侯国有资本投资运营集团通过武发产业基金，参与了成都朗姿武发医疗美容产业股权投资基金，地方实力凸显。通过公开数据显示，当前已有北京丽都、武汉韩辰、昆明韩辰、南京韩辰、武汉五洲、湖南雅美、郑州集美、郑州华领、杭州格莱美及南京华美等十余家机构纳入并购基金，公司体外储备了大量的优质医美资产。

**表 1：朗姿股份医美并购基金设立情况**

基金	成立时间	规模 (亿)	朗姿出资金额 (亿)	朗姿出资金额占比	基金控股情况
芜湖博辰五号股权投资合伙企业 (有限合伙)	2020 年 12 月	4.01	2	49.90%	北京丽都医疗美容医院有限公司——56% 昆明韩辰医疗美容医院有限公司——75% 南京韩辰美容医院有限公司——65% 深圳米兰柏羽医疗美容门诊部——18%
芜湖博辰八号股权投资合伙企业 (有限合伙)	2021 年 2 月	2.51	1.25	49.80%	武汉五洲整形外科医院有限公司——65% 武汉韩辰医疗美容医院有限公司——60% 郑州集美医疗美容医院有限公司——63% 郑州华领医疗美容医院有限公司——73% 湖南雅美医疗美容医院有限公司——63%
芜湖博辰九号股权投资合伙企业 (有限合伙)	2021 年 7 月	5.01	2.5	49.90%	南京华美美容医院有限公司——27.22%
成都武发股权投资基金管理 有限公司	2021 年 8 月	5.01	1	19.96%	杭州格莱美医疗美容医院有限公司——70% 南京华美美容医院有限公司——42.78%
芜湖博辰十号股权投资合伙企业 (有限合伙)	2021 年 9 月	6.01	3	49.92%	深圳米兰柏羽医疗美容门诊部——31%
芜湖博恒一号股权投资合伙企业 (有限合伙)	2021 年 11 月	5.01	2.5	49.90%	-
总计	-	27.56	12.25	44.40%	-

资料来源：公司公告、天眼查、爱企查、浙商证券研究所

**布局较早占据先发优势，机构矩阵初成规模。**相比于去年频出的“转型”企业，朗姿股份于 16 年即开始布局医美领域。朗姿的医美业务布局大致可以分为三个阶段：

**第一阶段：**公司于 16 年 6 月收购米兰柏羽及晶肤医美 6 家医美终端机构 (2.22 亿/2765 万元收购四川米兰柏羽/深圳门诊部 63.5%/70%的股权，3150/2765/1015/805 万元收购四川/西安/重庆/长沙晶肤 70%/70%/70%/70%的股权)，正式切入医美赛道。

**第二阶段：**公司于 18 年 1 月收购西安高一生 100%股权，并于 19 年 8 月收购西安美立方 60%的股权并入米兰柏羽事业部管理，于同年 12 月收购宝鸡高一生，打造出了米兰柏羽、高一生、晶肤的三大事业部。

**第三阶段：**公司于 20 年加速晶肤门店扩张，筹划了米兰柏羽高新店，并于 20 年底设

立了芜湖博辰五号股权投资基金，开启体外医美机构整合模式，加速扩张。

## 1.2. 近况更新二：区域疫情扰动较弱，呈现优于行业增长趋势

**区域市场疫情扰动较弱，机构呈现优于行业增长趋势。**从机构分布来看，上市公司体内机构主要分布在成都、西安、深圳等地。上半年仅年初时期，深圳和西安存在一定的疫情扰动，医美业务整体呈现出优于行业平均的平稳增长，Q1 医美业务收入同比增速 18%。且根据成都等地的实际调研情况，疫后医美终端需求旺盛，客流情况饱满，米兰柏羽总院于 6 月或再创单月销售峰值。

**基本盘扎实，体内机构有序扩张。**目前朗姿医疗旗下拥有米兰柏羽、晶肤医美、高一生三大事业部，分别定位高端/轻医美/专业技术。截至 21 年公司运营的 28 家医美终端机构中，5 家为医院、23 家为门诊部/诊所，米兰柏羽/晶肤医美/高一生 3 个事业部下辖机构分别达到 4/22/2 家。拓店计划方面，深圳综合医院米兰柏羽预计于 Q3 正式营业；晶肤仍将保持每年 8-10 家左右的拓店增速。

表 2：医美业务按品牌拆分（单位：百万元）

医美收入按品牌区分	2019	2020	2021
<b>米兰柏羽事业部收入</b>	<b>361</b>	<b>525</b>	<b>703</b>
YOY	33%	45%	34%
医美收入占比	57.3%	64.5%	62.8%
机构数量	3	4	4
<b>晶肤医美事业部收入</b>	<b>118</b>	<b>160</b>	<b>256</b>
YOY	28%	36%	60%
医美收入占比	18.7%	19.6%	22.9%
机构数量	8	13	22
<b>高一生事业部收入</b>	<b>150</b>	<b>128</b>	<b>161</b>
YOY	29%	-14%	25%
医美收入占比	24%	16%	14%
机构数量	2	2	2

数据来源：公司公告

注：21 年前五大机构收入口径为主营业务收入

## 1.3. 近况更新三：精细化运营，核心竞争优势凸显

**精细化运营为核心竞争力。**消费医疗重视机构管理及人员管理，人员管理又分为人才管理和客户管理；朗姿通过对机构以及人员的精细化运营，有效赋能机构整合，核心竞争优势凸显。

**精细化运营赋能终端机构连锁扩张。**朗姿搭建了医管公司、品牌事业部、医院机构的三级架构的管理模式。2017 年公司成立全资子公司朗姿医疗，统一对终端机构的财务、法务、人力、采购、信息化等方面进行管理，通过品牌事业部，统一对下属机构的营销进行统筹规划，使得**终端机构职能更加简单化、标准化、可复制化**。精细化运行也将公司的医美业务管理费用控制在 10% 以下，低于竞争对手平均水平。

**连锁化提升公司采购及营销效率。**当前，终端机构将耗材需求统一上报由集团统一采购；公司同样规范了终端渠道的耗材使用品类范围，强化公司对上游的议价能力，除

去注射类耗材等产品的统一集采，公司与九州通也达成战略合作协议，常规类耗材也将进入集采模式，采购端协同效应凸显。未来，公司也将持续通过连锁化模式抢占区域市场，营销效率也将大幅提升。

**信息化加强客户可持续发展，老客占比持续提升。**公司坚持品质医美的经营理念，通过信息化管理，对客户的治疗信息进行详细归档，对终端的经营情况进行每日监控。同时，公司加强对诊后客户进行持续的跟踪、回访等互动。基于此，老客户占比超出六成，优于同行，老客比例的持续提升也有助于终端机构获客成本的有效管控。

**股权激励到位，深度绑定核心员工利益。**公司对医管队伍的激励包含超**额利益分享**、**单体项目投资**、**股份公司股权激励**三个层次。对于事业部核心管理人员及医生通过参与二期员工持股计划、新设机构合伙人机制等方式进行激励，尤其在晶肤事业部，新设机构往往以朗姿控股+核心管理人员及医生参股形式进行初始股权安排，机构发展成熟后不排除朗姿收购少数股权以帮助其兑现收益的可能。

精细化管理下四川米兰柏羽、四川晶肤、西安高一生在 2021 年，分别实现 14%，18%，13%的净利润水平，均高于行业平均水平。

**表 3：米兰柏羽事业部旗下四川米兰柏羽医学美容医院运营情况（20 年 7 月持股 100%，此前持股 70%）**

	2015	2016Q4	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入（百万元）	152.74	51.27	174.03	248.61	311.2	393.2	464.7
YOY	-	-	-	43%	25%	26%	18%
净利润（百万元）	7.31	8.59	23.5	29.38	35.25	60.4	63.0
YOY	-	-	-	25%	20%	71%	4%
净利率	5%	17%	14%	12%	11%	15%	14%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

**表 4：晶肤事业部旗下四川晶肤、西安晶肤运营情况**

四川晶肤	2015	2016Q4	2017	2018	2019	2020	2021
营业收入（百万元）	28.87	13.87	37.1	44.00	55.35	66.5	92.0
YOY	-	-	-	19%	26%	20%	35%
净利润（百万元）	3.38	3.08	7.66	7.67	8.18	12.5	16.9
YOY	-	-	-	0%	7%	53%	35%
净利率	12%	22%	21%	17%	15%	19%	18%
西安晶肤	2015	2016	2017	2018	2019		
营业收入（百万元）		6.97	15.2	18.33	20.82		
YOY		-	118.10%	20.60%	13.60%		
净利润（百万元）		1.84	3.09	4.62	4.64		
YOY		-	67.90%	49.50%	0.40%		
净利率		26%	20%	25%	22%		

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

**表 5：高一生事业部旗下西安高一生医疗美容医院运营情况（18 年 1 月并表，持股 100%）**

	2016	2017Q1-Q3	2018	2019	2020	2021
营业收入（百万元）	32.27	76.21	118.93	154.32	119.9	145.3
YOY	-	-	-	30%	-22%	18%
净利润（百万元）	3.51	14.45	22.69	36.26	17.4	18.2
YOY	-	-	-	60%	-	4%
净利率	11%	19%	19%	23%	15%	13%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

## 2. 盈利预测及投资建议

在不考虑新并购的情况下，我们预计朗姿股份 22-24 年收入规模达到 42/48/55 亿元，同比 +14%/16%/14%，22H1 疫情对服装及医美终端机构冲击较大，叠加医美新医院孵化，预计 22-24 年公司归母净利润达 2.0/2.7/3.3 亿元，同增 5.4%/37%/23%。公司目前市值 138 亿元，对应 22-24 年 PE 分别为 58、42、34 倍。我们认为朗姿体内体外医美资产优质，已具备成长为全国医美龙头的潜力，在 A 股具有稀缺性，考虑估值和成长性，维持“增持”评级。

**表 6：盈利预测与估值**

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	3665.2	4177.8	4826.2	5492.4
(+/-)	27.4%	14.0%	15.5%	13.8%
净利润	187.5	197.5	271.3	332.5
(+/-)	32.0%	5.4%	37.3%	22.6%
每股收益 (元)	0.42	0.45	0.61	0.75
P/E	75	58	42	34

## 3. 风险提示

- 1) 疫情影响零售环境，削弱消费能力；
- 2) 女装、婴童业务拓展不及预期；
- 3) 新医美机构培育进度不及预期。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>2,153</b>	<b>2,111</b>	<b>2,549</b>	<b>2,955</b>
现金	478	375	614	974
交易性金融资产	169	196	182	189
应收账款	254	267	312	350
其它应收款	85	86	93	97
预付账款	41	48	55	57
存货	1,033	1,059	1,204	1,201
其他	94	80	89	87
<b>非流动资产</b>	<b>4,698</b>	<b>4,601</b>	<b>4,620</b>	<b>4,653</b>
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	915	800	800	800
固定资产	588	623	654	681
无形资产	372	353	334	314
在建工程	26	26	26	26
其他	2,798	2,799	2,806	2,832
<b>资产总计</b>	<b>6,851</b>	<b>6,712</b>	<b>7,170</b>	<b>7,608</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,056</b>	<b>1,764</b>	<b>2,023</b>	<b>2,216</b>
短期借款	659	390	395	481
应付款项	218	148	244	164
预收账款	0	0	0	0
其他	1,179	1,226	1,384	1,571
<b>非流动负债</b>	<b>1,176</b>	<b>1,160</b>	<b>1,161</b>	<b>1,162</b>
长期借款	75	60	60	60
其他	1,101	1,100	1,101	1,102
<b>负债合计</b>	<b>3,232</b>	<b>2,924</b>	<b>3,184</b>	<b>3,378</b>
少数股东权益	663	662	669	681
归属母公司股东权	2,956	3,126	3,316	3,549
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,851</b>	<b>6,712</b>	<b>7,170</b>	<b>7,608</b>
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>471</b>	<b>303</b>	<b>347</b>	<b>391</b>
净利润	226	197	278	345
折旧摊销	71	46	47	49
财务费用	59	81	72	73
投资损失	(57)	(44)	(46)	(50)
营运资金变动	117	(63)	(67)	(75)
其它	55	85	63	50
<b>投资活动现金流</b>	<b>(851)</b>	<b>(374)</b>	<b>(49)</b>	<b>50</b>
资本支出	164	80	80	80
长期投资	1	0	0	0
其他	687	294	(31)	(130)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>581</b>	<b>(31)</b>	<b>(59)</b>	<b>(81)</b>
短期借款	659	390	395	481
长期借款	75	60	60	60
其他	(153)	(481)	(514)	(622)
<b>现金净增加额</b>	<b>187</b>	<b>(102)</b>	<b>239</b>	<b>360</b>

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>3,665</b>	<b>4,178</b>	<b>4,826</b>	<b>5,492</b>
营业成本	1,576	1,778	2,059	2,345
营业税金及附加	19	22	25	29
营业费用	1,463	1,666	1,891	2,137
管理费用	284	313	347	384
研发费用	113	125	145	165
财务费用	62	81	72	73
资产减值损失	0	2	-2	2
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	56.51	43.58	46.50	50.42
其他经营收益	11.00	13.00	13.00	13.00
<b>营业利润</b>	<b>199</b>	<b>239</b>	<b>334</b>	<b>409</b>
营业外收支	(9)	(15)	(15)	(13)
<b>利润总额</b>	<b>190</b>	<b>224</b>	<b>320</b>	<b>396</b>
所得税	(36)	27	42	52
<b>净利润</b>	<b>226</b>	<b>197</b>	<b>278</b>	<b>345</b>
少数股东损益	38	(0)	7	12
<b>归属母公司净利润</b>	<b>187</b>	<b>198</b>	<b>271</b>	<b>332</b>
EBITDA	285	351	432	506
EPS (最新摊薄)	0.42	0.45	0.61	0.75
<b>主要财务比率</b>				
	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	27.4%	14.0%	15.5%	13.8%
营业利润	27.3%	20.1%	40.0%	22.4%
归属母公司净利润	32.0%	5.4%	37.3%	22.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	57.0%	57.4%	57.3%	57.3%
净利率	6.2%	4.7%	5.8%	6.3%
ROE	5.2%	5.3%	7.0%	8.1%
ROIC	5.7%	7.5%	8.9%	9.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	47.2%	43.6%	44.4%	44.4%
净负债比率	89.3%	77.2%	79.9%	79.9%
流动比率	1.0	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收帐款周转率	11.3	13.0	13.5	13.5
应付帐款周转率	9.0	9.7	10.5	11.5
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.42	0.45	0.61	0.75
每股经营现金	1.06	0.68	0.79	0.88
每股净资产	6.68	7.07	7.50	8.02
<b>估值比率</b>				
P/E	74.8	57.7	42.0	34.3
P/B	4.6	3.6	3.4	3.2
EV/EBITDA	57.3	32.6	26.0	21.6

## 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>