

增持（首次）

发力自有品牌，代运营龙头再启航

若羽臣（003010）深度报告

2025 年 3 月 3 日

投资要点：

分析师：邓升亮

SAC 执业证书编号：

S0340523050001

电话：0769-22119410

邮箱：

dengshengliang@dgzq.com.cn

主要数据 2025 年 2 月 28 日

收盘价(元)	30.29
总市值(亿元)	49.68
总股本(亿股)	1.64
流通股本(亿股)	1.21
ROE(TTM)	7.46%
12 月最高价(元)	31.95
12 月最低价(元)	9.13

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **公司介绍：电商代运营龙头，转型孵化自有品牌。**公司是电商代运营龙头之一，紧抓电子商务高速发展的机遇，从母婴品类切入代运营赛道，逐步拓展美妆、大健康、宠物食品等品类，逐步加深与全球知名品牌的合作，与拜耳、宝洁、强生、赛诺菲等超百个国际知名企业品牌都达成了深度合作关系，已成为国内领先的全球消费品牌数字化管理公司。近年来行业竞争加剧，公司积极转型开拓品牌管理与自有品牌业务，依托在运营市场十数年深耕积累的敏锐市场洞察力，与拜耳康王、强生艾惟诺等品牌合作的品牌管理业务自2023年来出现爆发式增长，2024年公司旗下自有中高端家清品牌绽家GMV放量增长，带动公司业绩大幅改善。2024年前三季度，公司实现营业总收入11.54亿元，同比增长39.25%，实现归母净利润0.58亿元，同比增长71.08%。
- **业务看点：（1）母婴、大健康品类龙头，竞争优势显著：**公司在母婴、大健康领域已构筑领先优势，逐步将头部公司的成功经验及模式复制到保健品、美妆个护、食品饮料等领域，并持续向宠物、医疗健康等多个高潜品类拓张。对比A股市场的可比公司来看，青木科技、丽人丽妆等竞争对手主要优势领域集中在时装和美妆个护品类，目前若羽臣与可比公司的运营品牌领域重合度较低。**（2）牵手强生、拜耳，品牌管理业务发力：**公司品牌管理业务发力，强生艾惟诺和拜耳康王品牌上线后GMV快速增长。2024年上半年，艾惟诺天猫旗舰店销售同比增长41%，抖音旗舰店销售同比增长高达7倍；康王天猫洗护旗舰店全店销售同比增长245%，稳居天猫头皮护理品牌榜TOP4。抖音官方旗舰店上半年销售同比增长854%。**（3）以香入局，自有品牌绽家放量增长：**公司依靠对市场需求和消费者行为的敏锐洞察力，精准把握消费趋势，推出“绽家”等自有品牌，2024年上半年，公司自有品牌业务实现营业收入17,623.43万元，同比增长67.11%，营收占比从2023年年底的19.27%提升至22.39%。
- **投资建议：**公司代运营业务基本盘稳固，品牌管理与自有品牌业务均成功打造爆款单品，品牌实现业务爆发式增长，三轮驱动下业绩有望得到提振。预计公司2024-2025年每股收益分别为0.76元和1.06元，对应估值分别为39.97倍和28.54倍，给予公司“增持”评级。
- **风险提示。**合作品牌变化、品牌孵化不及预期、市场竞争、存货跌价等风险。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

目 录

1. 公司介绍：电商代运营龙头，转型孵化自有品牌	3
2. 业务看点：品牌管理深化合作，自有品牌放量增长	7
2.1 竞争优势：全方位服务深化品牌合作，代运营龙头优势显著	7
2.2 品牌管理业务爆发式增长，自有品牌放量	9
3. 投资策略	14
4. 风险提示	16

插图目录

图 1：公司发展历史	3
图 2：公司股权结构（截至 2024 年 12 月 3 日）	3
图 3：公司营收及增速变化	4
图 4：公司归母净利润及增速变化	4
图 5：2014-2023 年中国电子商务交易规模和增长情况	4
图 6：公司 2022-2024H1 分业务收入结构	5
图 7：公司毛利率及净利率变化	6
图 8：公司资产负债率较低	6
图 9：公司 2023-2024H1 各平台线上销售占比	6
图 10：公司部分合作品牌	7
图 11：公司具备全方位服务能力	8
图 12：中国社零总额变化与网上零售额变化	9
图 13：公司品牌管理业务部分合作品牌	11
图 14：中国（含港澳）香水行业市场规模	11
图 15：中国内地家居香氛行业市场规模	12
图 16：公司自有高端家清品牌绽家与香氛品牌悦境安漫	13

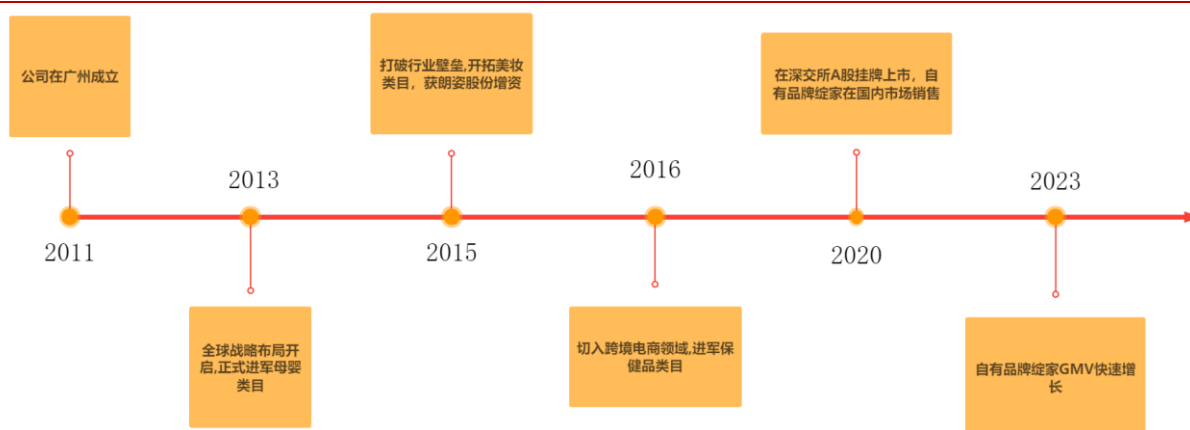
表格目录

表 1：部分可比公司业绩与所处市场对比	7
表 2：公司品牌管理业务商业模式	10
表 3：抖音 2025 年 1 月洗衣液销售额前五产品对比	14
表 4：公司盈利预测简表（2025/2/27）	15

1. 公司介绍：电商代运营龙头，转型孵化自有品牌

公司以代运营业务起家，逐步拓展品牌合作模式。公司是国内领先的全球消费品牌数字化管理公司，2011 年公司成立后紧抓电子商务高速发展的机遇，从母婴品类切入电商代运营赛道，经过多年深耕拓展美妆、大健康、宠物食品等品类，成为国内头部电商 TP 公司之一，通过品牌管理等模式逐步加深与全球知名品牌的合作，与拜耳、宝洁、强生、赛诺菲等超百个国际知名企业品牌都达成了深度合作关系。2020 年底公司自有品牌“绽家”上市，发力自有品牌，旗下产品一经推出后热度快速提升。

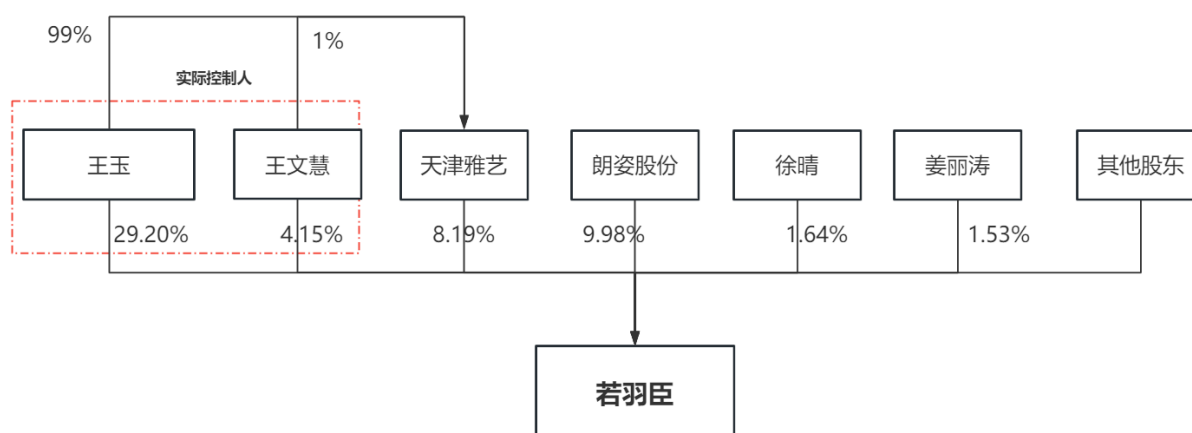
图 1：公司发展历史



资料来源：公司官网，Wind，东莞证券研究所

股权结构稳定。公司实控人为王玉、王文慧夫妇，分别持有公司 29.2% 股份和 4.15% 股份，并通过天津雅艺持有公司 8.19% 股份。实控人合计持有公司超 40%，股权结构稳定。

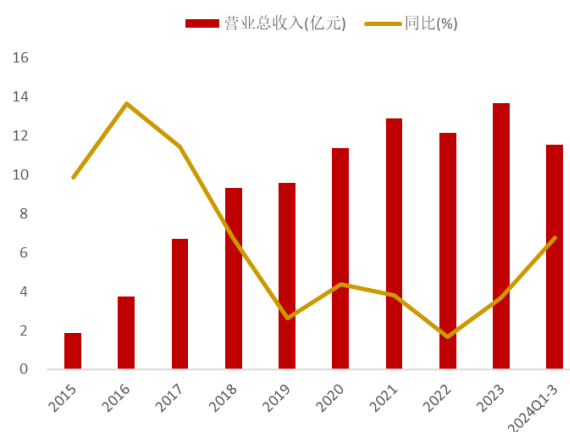
图 2：公司股权结构（截至 2024 年 12 月 3 日）



资料来源：《关于回购股份事项前十名股东及前十名无限售条件股东持股情况的公告》，Wind，东莞证券研究所

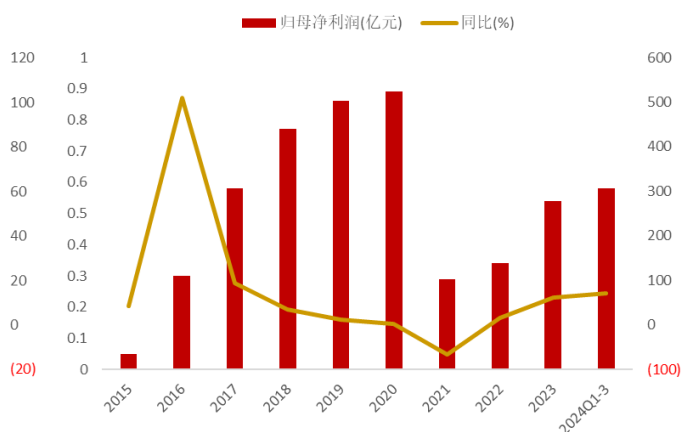
代运营业务稳定，自有品牌 GMV 放量打开第二增长曲线。公司营收与电商行业整体发展情况相符。2015-2019 年，公司受电商行业快速发展红利影响，营收保持高速增长。2015-2019 年公司营收复合增速达 50.49%。2020 年公司上市以来业务整体稳定，受疫情冲击较小，但受电商交易额增速放缓、行业竞争加剧影响，公司营收出现阶段性放缓，开启品牌管理转型与自有品牌孵化。2020 年末公司推出自有高端家清品牌“绽家”，爆款带动业绩增速回升，有望打开公司第二增长曲线。2024 年前三季度，公司实现营业总收入 11.54 亿元，同比增长 39.25%，实现归母净利润 0.58 亿元，同比增长 71.08%。

图 3：公司营收及增速变化



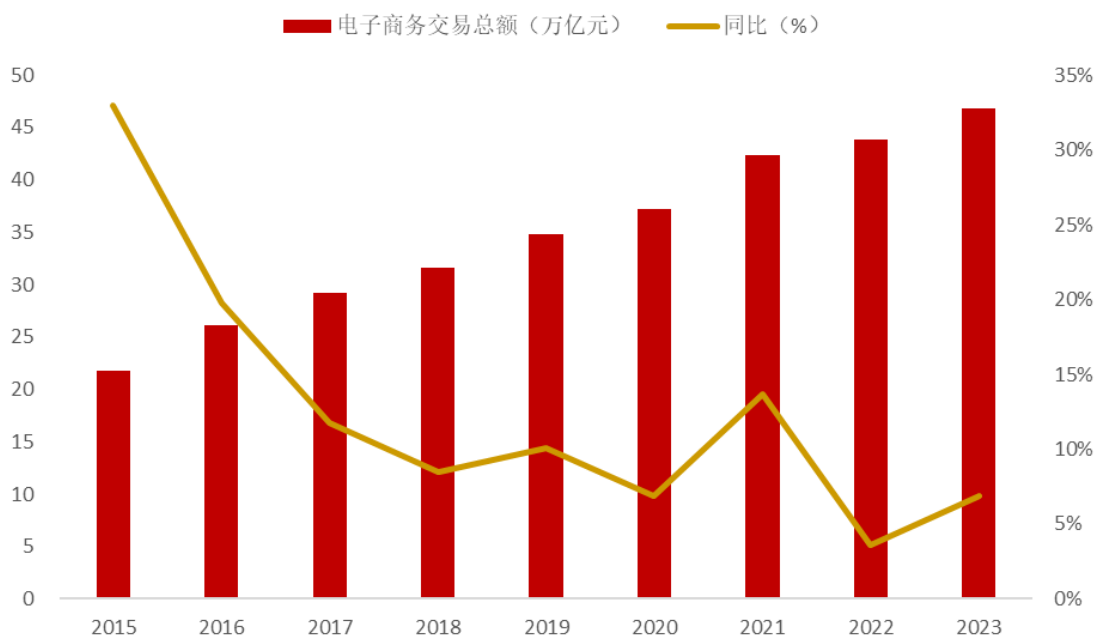
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：公司归母净利润及增速变化



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 5：2014-2023 年中国电子商务交易规模和增长情况

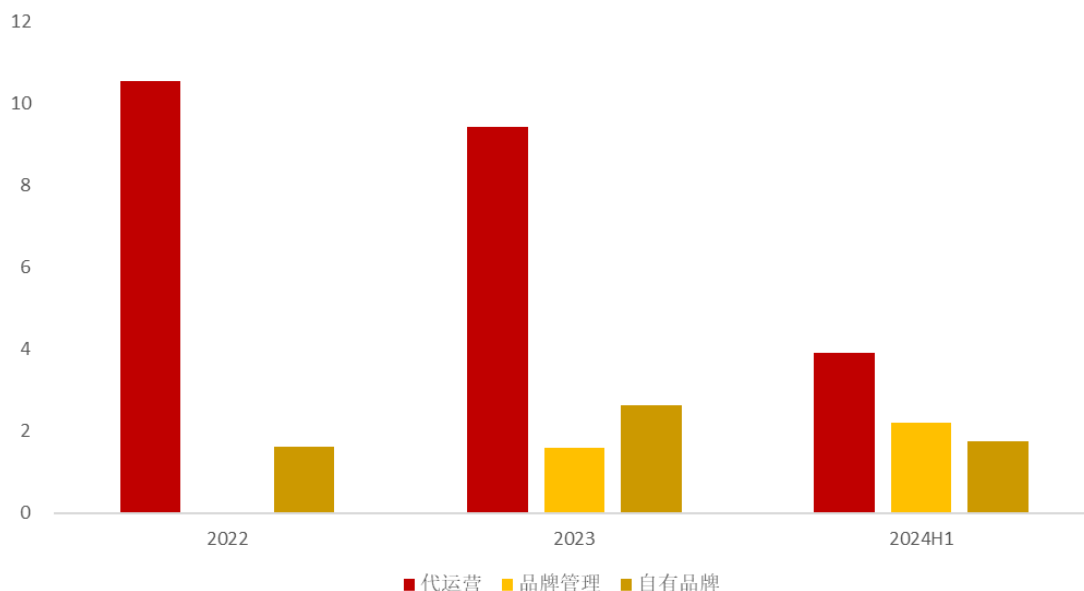


资料来源：若羽臣 2024 年半年度报告，东莞证券研究所

公司业务包括电商代运营、品牌管理和自有品牌业务。

- **代运营：**基于品牌方授权在天猫、京东等第三方电商平台运营品牌旗舰店，对于部分品牌，公司基于授权代理商的授权在特定电商平台运营专营店，公司可提供品牌定位、店铺运营、整合营销、数据挖掘、供应链管理等服务，亦可根据品牌方或其授权代理商需求提供前述服务的特定组合。2024 年上半年，公司代运营业务实现营业收入 39,119.11 万元。
- **品牌管理：**引进优质的消费品品牌及产品，全权负责品牌方在合作区域内的销售运营及营销推广，并拥有该区域的销售定价权和客户资源。根据不同合作模式分为总代、经营权买断以及合资品牌三种类型。过去十余年的发展过程中，公司已实现从品牌运营向品牌管理的跨越，沉淀了操盘品牌的全链路经验，能更好地将全场景、全渠道的营销优秀经验渗透到品牌前端，充分利用在资金、人才、运营、渠道等方面的优势，深度赋能品牌的全方位价值提升。公司品牌管理业务自 2023 年开始加速布局，2024 年上半年实现营业收入 21,977.65 万元，较去年同期增长 2,091.08%，成为公司业绩新的增长曲线。
- **自有品牌：**公司十余年品牌管理经验沉淀出了丰富的成功实操案例，在品牌孵化及全链路运营管理上已建立起一套完整且成熟的体系，且拥有强大的上游、中游和下游的资源整合能力。基于对消费市场的深刻理解，公司瞄准新中产人群的细分需求，推出“绽家”“悦境安漫”等自有品牌。2024 年上半年，公司自有品牌业务实现营业收入 17,623.43 万元，同比增长 67.11%，营收占比从去年年底的 19.27%提升至 22.39%。

图 6：公司 2022-2024H1 分业务收入结构（亿元）

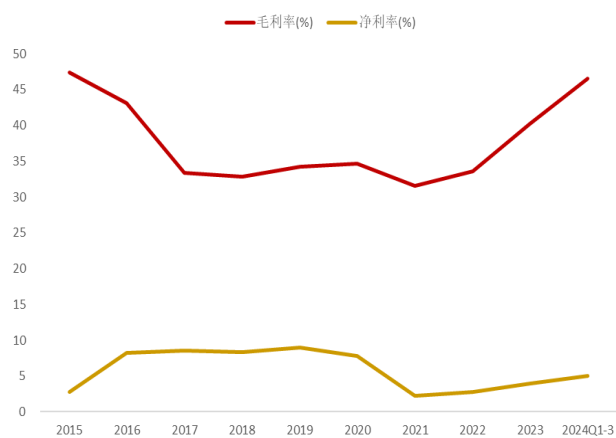


资料来源：Wind，东莞证券研究所

轻资产模式利润率较高，自有品牌带动利润提升。公司毛利率较为稳定，长期处于 30% 左右，2022 年起高毛利率的自有品牌 GMV 放量，带动公司利润率提升。公司所处的 TP

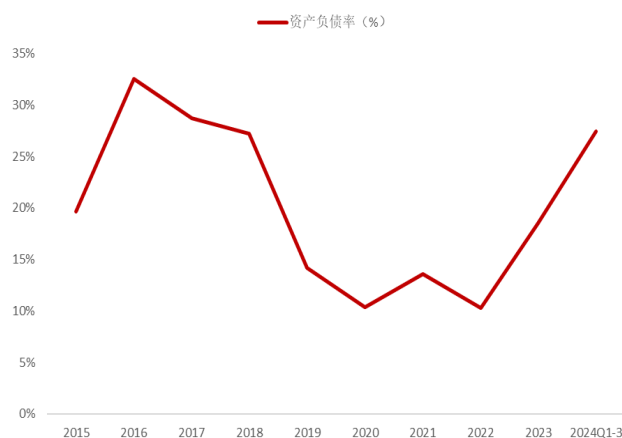
行业以轻资产为主，资产负债率较低，公司资产负债率长期处于 35%以下。

图 7：公司毛利率及净利率变化



资料来源：Wind，东莞证券研究所

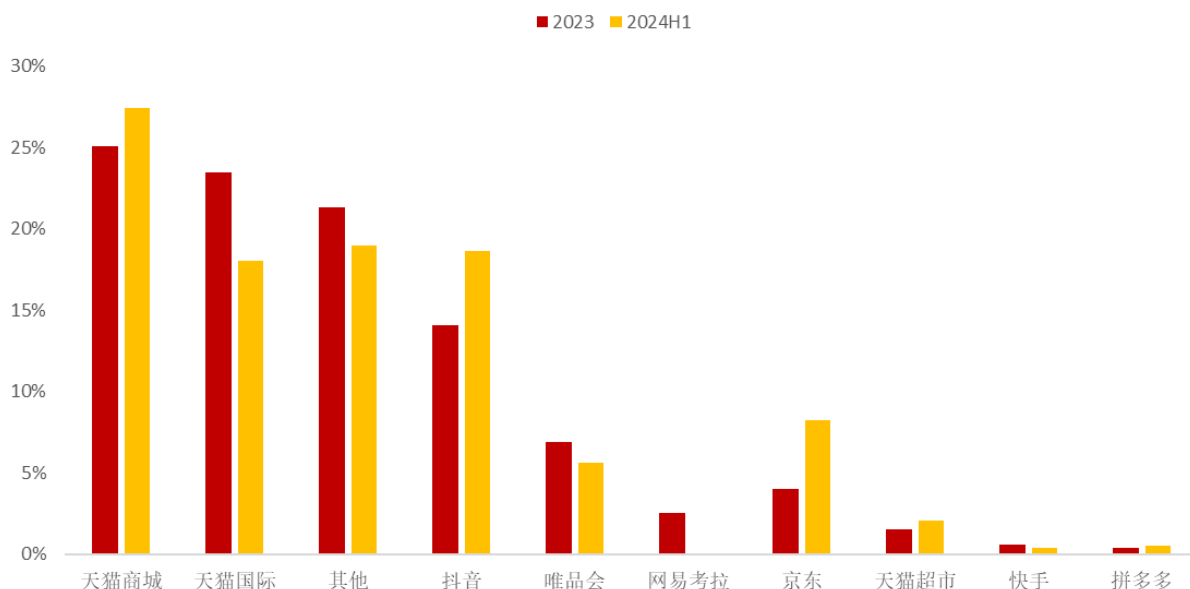
图 8：公司资产负债率较低



资料来源：Wind，东莞证券研究所

淘系基本盘稳固，逐步扩大京东、抖快等不同线上平台销售额。公司早期依靠淘宝平台起家，近年来在维护淘系平台基本盘的同时积极扩大销售渠道。2024 年上半年，公司在抖音平台的销售稳步增长，占比进一步提升至 18.66%，较 2023 年全年增长 4.57 个百分点，公司淘外渠道业务占比已达 52.43%，通过战略性布局 and 全渠道能力不断强化，公司代运营业务的抗风险能力持续提升。

图 9：公司 2023-2024H1 各平台线上销售占比



资料来源：Wind，公司 2023 年年报，2024 年半年报，东莞证券研究所

2. 业务看点：品牌管理深化合作，自有品牌放量增长

2.1 竞争优势：全方位服务深化品牌合作，代运营龙头优势显著

公司以母婴市场起家逐步扩张至食品饮料及大健康领域，与其他头部公司重合度低。公司早期以母婴品类切入代运营市场，近年来品牌运营成果显著，吸引了更多其他领域的品牌达成合作。目前公司在母婴、大健康领域已构筑领先优势，逐步将头部公司的成功经验及模式复制到保健品、美妆个护、食品饮料等领域，并持续向宠物、医疗健康等多个高潜品类拓张。对比 A 股市场的可比公司来看，青木科技、丽人丽妆等竞争对手主要优势领域分别为时装和美妆个护，目前若羽臣与可比公司的运营品牌领域重合度较低，公司在母婴、大健康等核心领域的竞争优势显著。

表 1：部分可比公司业绩与所处市场对比

	若羽臣	青木科技	壹网壹创	丽人丽妆
2024 年上半年 营业总收入 (亿元)	7.87	5.44	6.22	9.66
2024 年上半年 归母净利润 (亿元)	0.39	0.67	0.67	0.03
所在领域	母婴、美妆个 护、保健品	时尚服装、快消 品	美妆个护	美妆个护、食品
代表合作品牌	美赞臣、强 生、合生元、 苏菲、善存、 Swisse 等	H&M、ECCO、 Bershka、 Skechers、 Samsonite、 APM、 ACNEstudios	百雀羚、三生花、 伊丽莎白雅顿、欧 珀莱、OLAY、大宝 等。	雅漾、芙丽芳丝、施 华蔻、雪花秀、兰 芝、美宝莲

资料来源：公司官网，wind，青木科技招股说明书，东莞证券研究所

公司拥有丰富的品牌运营经验，成功复制孵化多个品牌。公司在电子商务领域拥有丰富的经验和消费者数据积累，能够帮助品牌方实现品牌知名度和经济效益的共同成长。2024 年 618 期间，钙尔奇官方旗舰店连续三年同期实现超三位数增长；善存官方旗舰店蝉联维生素类目 TOP1，旗下女士维生素成为千万级爆款产品。Doctor's Best 品牌在多个核心类目中实现了显著的同同比增长，其中维生素 K 类目同比增长高达 377.14%。倍舒痕海外旗舰店和倍舒痕旗舰店在祛疤产品领域取得了大幅同比增长，全程增长超过 45%；悦鲜活品牌店铺销售同比增长 40%，并在 618 全时间段内低温乳制品类目中排名 TOP1，单品销售也荣获类目 TOP1。

图 10：公司部分合作品牌

天猫国际自营	FANCL Health Science	Nestlé	sanofi	gsk	BAYER
VIATRIS	Johnson & Johnson	M	晖药集团	Besta 多特倍斯	seevio
Puritans Pride 普丽普莱	H&B	HERB 健康本舖	elevit	ONE A DAY	善存 Centrum
钙尔奇	Culturelle	Clinicians	红牛	念慈 花	THOMPSON'S
CENOVIS	Ostelin	Dermatix 舒敏	AZO	P&G	发之食谱
爱敬	Avene	高丽行本	苏菲	ABC	MEDIHEAL
A X Z I A	KONKA 康佳	GOLD BOND	OBAGI	ISDIN	Priorin
Canesten	Living proof	sesderma	AMOREPACIFIC	康王	hairmax
Spa	Attenir	BRANCHIC	蒙牛	特仑苏	真果粒
心相印	美津	悦鲜活	简醇	六个核桃	Heinz 亨氏
卫龙	卫龙	SNICKERS	K9 Natural 爱源新	solidgold 素力高	Zesty Paws
史丹利	Nutro	天猫国际 萌宝社	kabrita 佳贝艾特	Mama & Kids	尤妮佳 moony
尤妮佳	Lansinoh	Bepanthen	b.box	babycare	MINISO

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

十年积累，全方位服务能力构筑市场壁垒。电商代运营行业仍处于较快发展阶段，市场规模持续扩大，各细分领域逐渐涌现出一批经验丰富、实力强劲的代运营龙头。随着消费者需求的多样化和电商平台的多元化，代运营服务商正通过精细化运营和全链路服务，帮助品牌方实现数字化转型和业绩提升。然而，行业竞争加剧和服务质量参差不齐仍是主要挑战，技术实力、资源整合能力和品牌合作经验成为代运营企业维持领先地位的主要因素。经过十数年的积累，公司成功构筑了全方位服务的能力，能够为品牌提供涵盖全渠道精细化运营、数字营销、用户运营、IT 技术、客服管理及供应链管理在内的全方位数字化解决方案。

图 11：公司具备全方位服务能力

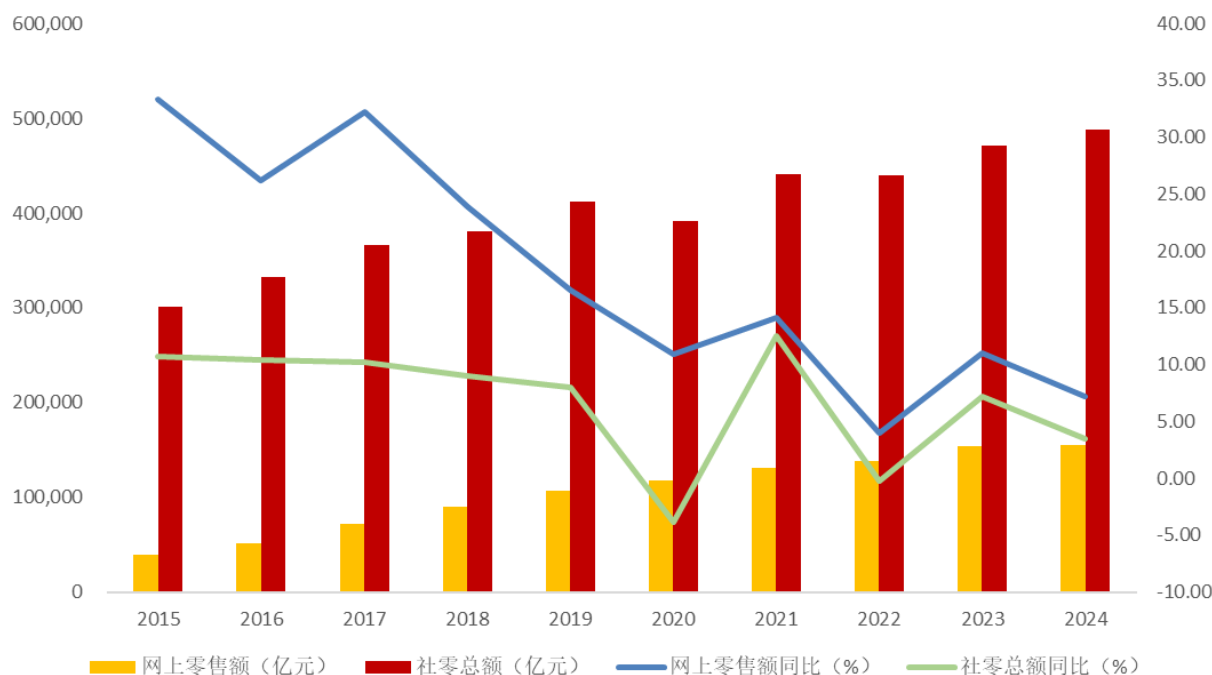


资料来源：若羽臣公众号，东莞证券研究所

2.2 品牌管理业务爆发式增长，自有品牌放量

电商行业销售额增速放缓，电商代运营行业进入转型阶段。随着电商行业的快速发展，TP 行业逐渐成为电商生态中的重要一环，是品牌数字化转型和线上渠道拓展中的关键角色。近年来外部经济环境动荡，社零消费增速略有放缓，但网上零售额仍保持较快增长，增速长期领先于社零增速。2024 年，社会消费品零售总额达 487895 亿元，同比增长 3.5%，全国网上零售额为 155225 亿元，同比增长 7.2%，网上商品和服务零售额占社会消费品零售总额比重达 31.82%。

图 12：中国社零总额变化与网上零售额变化



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司积极开展业务转型，发力品牌管理业务。近年来消费分层加剧推动品牌运营变革，消费者对产品品质、设计美学及情感价值的诉求表现得更加差异化，对消费者需求的响应速度与精准度成为品牌竞争关键。作为头部数字化品牌管理公司，若羽臣在过去十余年的发展过程中沉淀了操盘品牌的全链路经验，能更好地将全场景、全渠道的营销优秀经验渗透到品牌前端，通过总代、经营权买断及合资等方式与国际品牌合作，充分利用双方在资金、人才、运营、渠道等方面的优势，深度赋能品牌的全方位价值提升。

表 2：公司品牌管理业务商业模式

营销端	根据品牌方的整体战略以及区域市场特点，策划营销推广活动，提升品牌知名度和影响力，推动销售		
合作模式	总代	在特定区域和一段时间内享有品牌的专营权	公司在取得合作品牌方授权后，以货品买断的形式向品牌方进行采购。利润来源于销售收入、采购成本及各项费用的差额
	经营权买断	收购合作品牌在中国的经营权和商标使用权，拥有合作品牌在国内市场的研发、生产及销售权	以货品买断的形式向品牌方进行采购，利润来源于销售收入、采购成本及各项费用的差额
	合资公司	整合公司与合作品牌双方的技术、资金、管理、市场等资源，共同生产和销售产品	利润来源于销售收入、采购成本及各项费用的差额
销售端	从商品采购、库存管理、渠道分销到销售给消费者，深度打磨供应链管理体系		

资料来源：公司 2023 年年报，东莞证券研究所

牵手拜耳、强生等知名品牌，品牌管理业务爆发式增长。依托公司对品牌全局的精细化布局 and 全渠道、全链路的数字化能力，公司品牌管理业务迅猛增长。2023 年公司牵手强生、拜耳，合作运营强生艾惟诺和拜耳康王品牌。2024 年上半年，艾惟诺天猫旗舰店销售同比增长 41%，抖音旗舰店销售同比增长高达 7 倍；新品夏季冷萃霜上线 4 个月全渠道销售破 30 万件；夏季主推系列产品婴儿洗发沐浴露全渠道售出超 80 万件。618 期间，天猫、抖音、京东三大平台旗舰店分别同比增长 164%、317%、12%。康王 2024 年上半年全网销售同比增长 434%，已赶超 23 年全年销售。康王天猫洗护旗舰店全店销售同比增长 245%，稳居天猫头皮护理品牌榜 TOP4。抖音官方旗舰店上半年销售同比增长 854%，去屑洗发水稳居抖音清爽洗发水榜单 TOP5，防脱洗发水稳居养护洗发水好价榜 TOP1。核心产品头皮腺苷防脱精华液和腺苷防脱洗护套装在 2024 年 618 期间，分别位列天猫热卖榜 TOP4 和头发洗护套装榜 TOP4，成功打造洗护领域的明星产品。

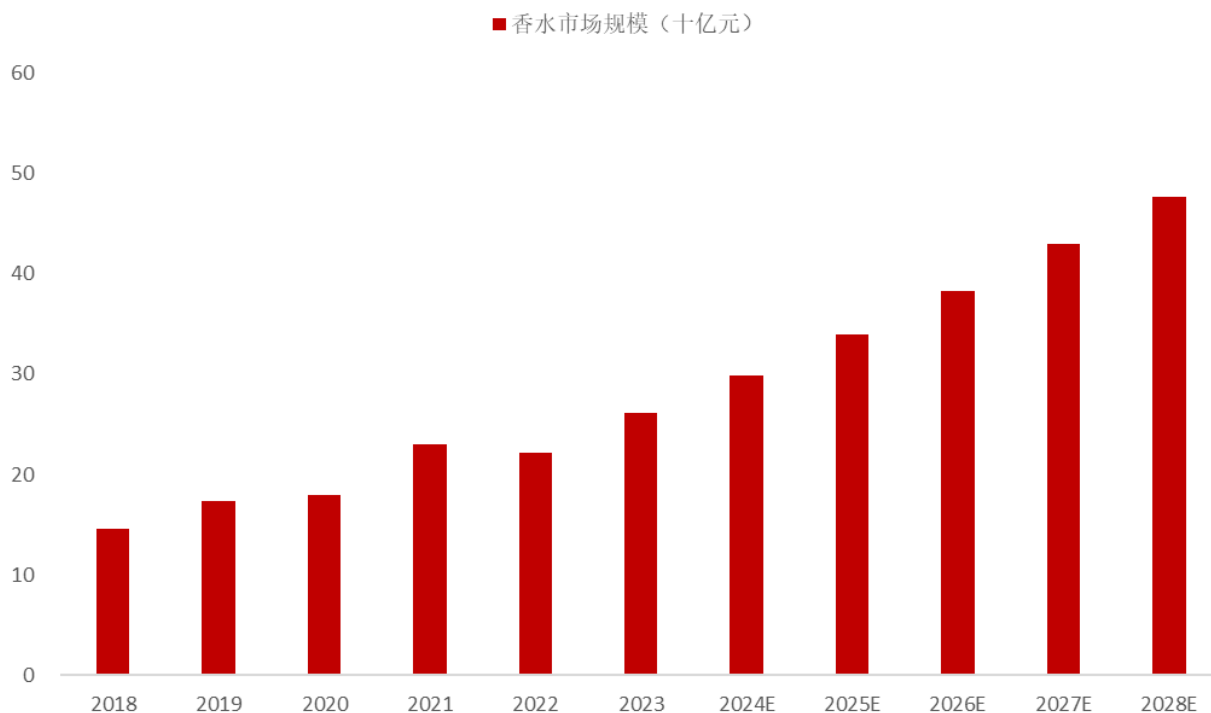
图 13：公司品牌管理业务部分合作品牌



资料来源：各品牌公司官网，东莞证券研究所

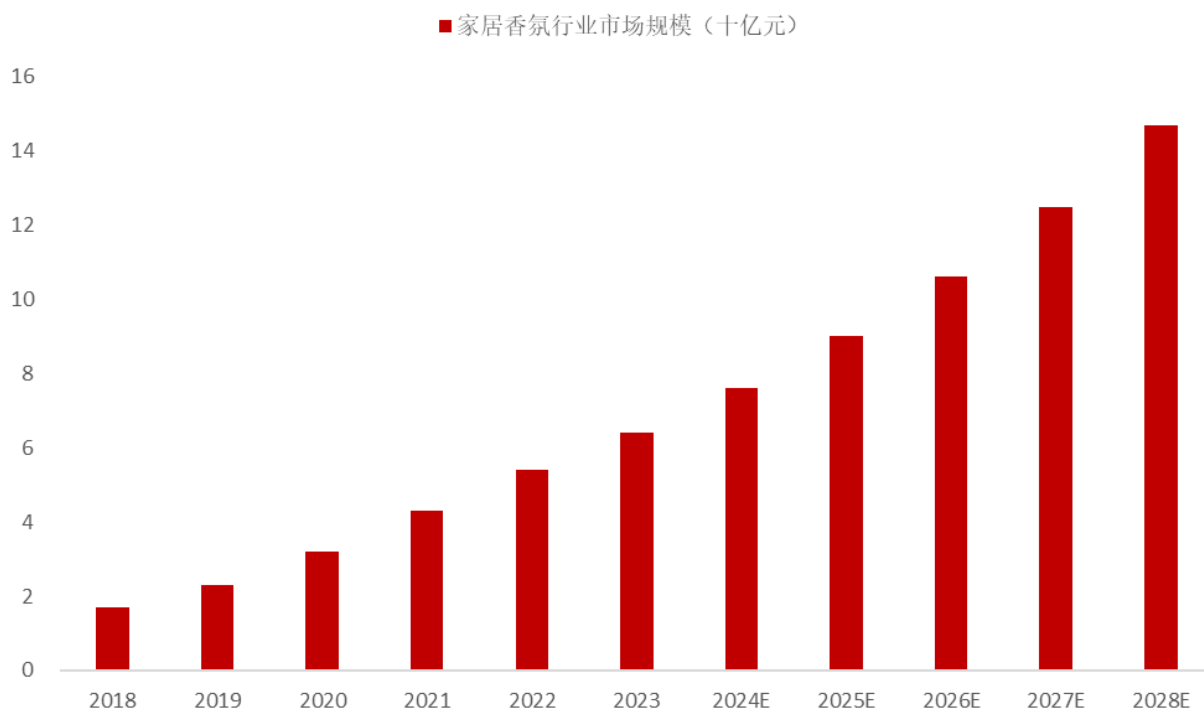
以香入局，瞄准嗅觉经济发展自有品牌。随着居民收入水平的提高与 Z 世代消费者的崛起，对于个性化与个人体验的需求持续增长，嗅觉经济以“悦己”的特殊体验逐渐成为消费者选购产品时的重要消费因素之一。根据弗若斯特沙利文预测，2018 年到 2023 年我国香水市场规模从 146 亿元发展到 261 亿元，复合年均增长率达 12.32%。颖通《2022 香水行业研究报告》香水，我国香水渗透率目前仅为 5%，远低于欧洲地区 42%的渗透率和美国的 50%，预计我国香水市场规模到 2028 年有望达到 477 亿元，保持目前增速。作为嗅觉经济的细分赛道之一，家居香氛市场起步较晚，但发展速度更快。2018 年到 2023 年，我国内地家居香氛市场规模复合年增长率达到 30.4%，并有望在 2023 年至 2028 年间保持 18.1%的复合增长率。公司凭借代运营及品牌管理业务积累的丰富经验，发掘了香氛市场中家清赛道的空缺，主动选择从洗衣液、家居香氛等赛道切入嗅觉市场，推出自有品牌“绽家”、“悦境安漫”。

图 14：中国（含港澳）香水行业市场规模



资料来源：颖通股份招股说明书，弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

图 15：中国内地家居香氛行业市场规模



资料来源：颖通股份招股说明书，弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

2020 年末，若羽臣孵化了自有新西兰植萃衣物专研品牌——LYCOCELLE 绽家，提出“专衣专护”理念，精心打造出如内衣洗液、香氛衣物喷雾、香氛洗衣凝珠等一系列深受消费者喜爱的高端家清明星产品。公司依靠对市场需求和消费者行为的敏锐洞察力，精准把握消费趋势，前瞻性引导产品研发方向，并依托于供应链网络及上游顶尖原料商的深

度合作，不断推出契合市场需求、引领细分市场创新的高品质产品。2024 年上半年，绽家的产品线持续丰富，从专衣专护线进一步拓宽至环境清洁线、专业消毒杀菌线、环境香氛线以及身体个护线。酵素香氛洗衣液、内衣洗衣液、蓝桉叶精油洗衣凝珠、蓝桉叶精油地板水等产品自上市以来表现亮眼，长期位居各细分类目好评榜、热销榜及热卖榜前列。

“悦境安漫”于 2022 年 8 月上线，以“自然艺术，全球寻香”为理念，致力于将自然与建筑的气韵融入每一款产品。品牌深挖用户情绪价值，通过香氛营造生活的仪式感。“悦境安漫”上线不到一年时间，已成为香氛赛道的新“黑马”。

图 16：公司自有高端家清品牌绽家与香氛品牌悦境安漫



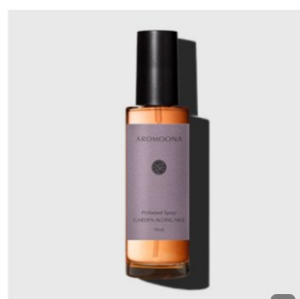
AROMOONA 悦境安漫



车载香薰



祛味香薰液



枕边舒缓喷雾

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

巧妙定位价格带实现错位竞争。从近期抖音洗衣液销售额排名来看，绽家大单品四季香氛洗衣液成功跻身 2025 年 1 月抖音销售额前五。绽家品牌定位中高端家清品牌，成功以高价格带实现与蓝月亮、立白等品牌的错位竞争，通过专注塑造高奢调香定位完成了客户心智的培养并掌控定价权，避免价格战。

表 3：抖音 2025 年 1 月洗衣液销售额前五产品对比

排名	品牌	品名	数量	标价	核心卖点
1	蓝月亮	至尊「浓缩+」生物科技洗衣液套装	到手约 4.2kg	199.9 元	去渍、去味、抑菌、留香
2	蓝月亮	家用多效强力去污洗衣液	6kg	89.9 元	强力去污
3	立白 小白白	小白白【羽绒服专用】洗衣液	0.5kg	39.9 元	羽绒服专用
4	立白	香氛大师洗衣液	1KG*8	219.9 元	持久留香、护衣护色、柔顺、花香
5	绽家	四季洗衣液 2 桶装	1.7L *2	199.8 元	高奢调香、持久留香、四种香型

资料来源：抖音各品牌网页，东莞证券研究所

3. 投资策略

首次覆盖，给予公司“增持”的投资评级。公司代运营业务基本盘稳固，品牌管理与自有品牌业务均成功打造爆款单品，品牌实现业务爆发式增长，三轮驱动下业绩有望得到提振。预计公司 2024-2025 年每股收益分别为 0.76 元和 1.06 元，对应估值分别为 39.97 倍和 28.54 倍，给予公司“增持”评级。

表 4：公司盈利预测简表（2025/2/28）

科目（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1366	2011	2651	3407
营业总成本	1305	1858	2437	3133
营业成本	816	1048	1345	1706
营业税金及附加	4	8	10	13
销售费用	380	644	875	1158
管理费用	93	117	154	187
财务费用	(13)	12	16	20
研发费用	24	30	37	48
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	(1)	(2)	(3)	(3)
营业利润	59	153	212	271
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	3	2	2	2
利润总额	57	151	210	269
减：所得税	2	27	36	43
净利润	54	124	174	226
减：少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)
归母公司所有者的净利润	54	124	174	226
摊薄每股收益(元)	0.33	0.76	1.06	1.38
PE（倍）	91.52	39.97	28.54	22.00

数据来源：iFind，东莞证券研究所

4. 风险提示

（1）**品牌合作变化或中止风险。**合作品牌可能不再续约或公司基于经济发展形势等预判主动调整合作品牌结构导致业绩变化等风险。

（2）**品牌孵化不及预期风险。**公司自有品牌及合资品牌孵化可能不及预期等情况。

（3）**市场竞争加剧风险。**电商销售额增速放缓，头部代运营公司可能主动扩大代理品牌领域导致竞争加剧风险。

（4）**存货跌价风险。**公司自有品牌及买断销售模式可能导致存货积累进而产生存货跌价风险等。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn