

24 年增长靓丽，舆情短期存扰动，长期趋势不变

核心观点

公司 2024 年实现营收 32.54 亿元/+51.8%，归母净利润 2.88 亿元/+20.7%。单季度看，24Q4 公司实现营收 9.29 亿元/+39.1%，归母净利润 0.49 亿元/-12.0%。在产品端，2024 年卫生巾营收 30.47 亿元/+59.9%，毛利率为 55.6%/+1.2pct，新品益生菌 Pro 系列快速放量、Q4 收入占比已提升至 10%+，产品高端化、直营电商渠道快速增长等因素带动毛利率提升。在渠道端，2024 年公司线上营收 15.24 亿元/+103.8%，线下营收 16.16 亿元/+26.7%，其中川渝、云贵陕、外围省份分别+11.5%、+18.9%、+82.1%。公司借助直播电商加大营销和品牌投入，线上、外围省份快速成长。近期 315 舆情事件短期影响公司电商销售，公司通过工厂直播等方式重建消费者信任，目前线上线下业务逐步恢复，长期看消费者对健康和安全的诉求提升有望带动行业竞争格局向具备供应链、制造优势的头部企业集中。

事件

百亚股份发布 2024 年报。公司 2024 年实现营收 32.54 亿元/+51.8%，归母净利润 2.88 亿元/+20.7%，扣非归母净利润 2.54 亿元/+17.8%，经营活动现金流净额 3.25 亿元/-1.9%，基本 EPS 为 0.67 元/+19.6%，ROE（加权）为 20.83%/+2.66pct。公司拟派发现金红利每股 5.5 元（含税），合计分红 2.36 亿元，分红比例 82.1%。

单季度看，24Q4 公司实现营收 9.29 亿元/+39.1%，归母净利润 0.49 亿元/-12.0%，扣非归母净利润 0.28 亿元/-36.8%。

简评

Q4 益生菌 Pro 占比升至 10%+，产品结构持续优化。分产品看，1) **卫生巾**：2024 年营收 30.47 亿元/+59.9%，毛利率为 55.6%/+1.2pct，单季度看，24Q4 营收 8.87 亿元/+49.7%。公司聚焦卫生巾产品升级，持续优化产品结构，围绕大健康系列于 24 年 5 月推出升级新品益生菌 Pro，拓展新锐白领、城市中产人群。24Q4 大健康系列产品（包括益生菌/益生菌 Pro、敏感肌、有机纯棉系列）估计约占卫生巾收入的 46%以上，其中新品益生菌 Pro 占比已达 10%+。我们预计 2025 年在产品端公司将进一步围绕益生菌推出升级新品，并焕新有机纯棉等品类。2) **纸尿裤**：2024 年营收 0.93 亿元/-20.46%，毛利率 15.68%/-1.34pct。3) **ODM**：2024 年营收 1.14 亿元/-6.11%。

百亚股份 (003006.SZ)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期：2025 年 03 月 25 日

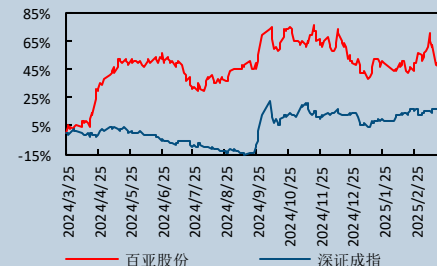
当前股价：23.98 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	4.31/4.58	0.33/-0.23	47.48/36.91
12 月最高/最低价 (元)			27.69/16.27
总股本 (万股)			42,932.34
流通 A 股 (万股)			42,857.75
总市值 (亿元)			102.95
流通市值 (亿元)			102.77
近 3 月日均成交量 (万)			407.10
主要股东			
重庆复元商贸有限公司			41.30%

股价表现



相关研究报告

【中信建投轻工纺织及服务】百亚股份 (003006):Q3 线上、外围高增，新品益生菌 Pro 快速放量

24.10.21

线下外围省份增长逐季提速，舆情事件扰动短期电商增速。自主品牌分渠道看，1) **线上**：2024 年公司电商渠道营收 15.24 亿元/+103.8%，单季度看，24Q4 电商营收 4.86 亿元/+54.2%，主要系受到年末舆情事件影响增速有所放缓，截至春节前后已经逐步恢复正常。近期的“3.15”事件，短期对公司线上渠道尤其是抖音平台影响较大，目前公司已在抖音等平台进行透明工厂直播来重建消费者信任。2) **线下**：2024 年公司线下渠道实现营收 16.16 亿元/+26.7%，其中川渝、云贵陕、外围省份分别实现营收 7.55 亿元/+11.5%、4.27 亿元/+18.9%、4.34 亿元/+82.1%。单季度看，24Q4 线下营收 4.19 亿元/+34%，其中核心五省、外围省份分别+16.9%、+104.5%，公司加快外围省份市场拓展节奏，重点锁定广东、湖南、湖北、河北、江苏等省份作为重点区域，24 年开拓成效显著，营收同比增速逐季提升。

销售费用加大投入，24Q4 受舆情影响，投产比下降、净利率承压。1) **利润率**：24 年毛利率为 53.19%/+2.87pct，净利率为 8.84%/-2.29pct，所得税率为 15.16%/+0.48pct。单季度看，24Q4 公司毛利率为 48.96%/-4.25pct，环比-6.85pct；净利率为 5.29%/-3.07pct，环比-2.13pct；所得税率为 16.01%/+1.46pct，环比+3.87pct。电商占比及高端系列占比快速增加带动毛利率提升，部分被销售费用率提升抵消，Q4 受到舆情影响电商投产比下降导致净利率环比下滑。2) **费用端**：2024 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 37.67%/+6.47pct、3.59%/+0.23pct、2.22%/-0.31pct、-0.06%/+0.14pct。2024 年公司销售费用投入 12.26 亿元/+83.2%，毛销差为 15.5%/-3.6pct，公司持续强化品牌建设，根据公司发展规划和市场竞争环境加大了市场推广和品牌宣传力度，持续提升品牌影响力。根据尼尔森数据，2024 年自由点品牌卫生巾产品的市场份额在本土卫生巾品牌中排名第二，在重庆、四川和云南市场销售份额排名第一，在贵州和陕西市场份额排名第二。

舆情短期存扰动，长期趋势不变。近日央视“3·15”晚会曝光济宁某公司将大量残次品卫生巾、纸尿裤翻新后再次推向市场，其中涉及到自由点在内的多个知名品牌，引发公众对卫生巾安全的高度关注。目前短期舆情影响已逐步趋于平息，线上线下业务正逐步恢复常态，展望未来，卫生巾行业作为必选消费品的基本点未变，随着消费者对于卫生巾产品健康、安全的关注度提高，有望带动行业竞争格局向具备供应链、制造优势的头部企业集中。公司持续精进“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的营销策略，聚焦优势资源，发挥自身优势，持续打造品牌力和产品力。

盈利预测：预计百亚股份 2025-2027 年实现营收 43.2、54.4、63.6 亿元，同增 32.8%、25.8%、16.9%；归母净利润分别为 3.64、4.53、5.45 亿元，同增 26.6%、24.3%、20.3%；对应 PE 分别为 28.3x、22.7x、18.9x，维持“买入”评级。

风险提示：1) **盈利能力下滑风险**：公司在当前发展阶段更注重规模及市占率提升，加大品牌宣传及渠道费用投放，虽电商渠道及外围省份收入增速较高，但对利润贡献较少，公司面临盈利能力持续下滑的风险。2) **电商渠道增长放缓风险**：公司 2020 年以来注重电商渠道结构调整，布局天猫、京东、抖音等全渠道，实现收入快速增长，未来随着投放 ROI 边际效率下降、传统电商渠道流量下行、新兴渠道流量红利期结束、其他电商新品牌入局竞争加剧，电商渠道或面临增速放缓风险。3) **外围省份开拓不及预期风险**：公司卫生巾自主品牌从西南地区向全国开拓，目前核心川渝、云贵陕地区实现较高市场份额，但外围省份作为新开拓区域，面临地区品牌和国际品牌的竞争压力。4) **原材料价格波动风险**：公司原材料主要为无纺布、高分子材料、绒毛浆等，原材料价格波动对于公司盈利产生不利影响。5) **品牌及舆论风险**：近年来消费者对卫生巾安全、质量等关注度日益增强，舆论事件频发，若公司产品或品牌受到负面舆情波及，或将对收入和业绩产生不利影响。

图表 1：百亚股份收入和毛利拆分预测

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入（百万元）	1,463.1	1,612.1	2,144.1	3,254.2	4,322.3	5,437.8	6,358.5
yoy	17.0%	10.2%	33.0%	51.8%	32.8%	25.8%	16.9%
毛利率	44.7%	45.1%	50.3%	53.2%	53.9%	54.8%	55.7%
归母净利润	227.92	187.29	238.25	287.67	364.27	452.74	544.84
yoy	24.9%	-17.8%	27.2%	20.7%	26.6%	24.3%	20.3%
其中：自主品牌收入	1,332.8	1,481.5	2,023.0	3,140.5	4,208.6	5,324.1	6,244.8
yoy	21.0%	11.2%	36.5%	55.2%	34.0%	26.5%	17.3%
毛利率	46.9%	47.8%	52.3%	54.4%	54.9%	55.5%	56.3%
一、自主品牌按产品细分							
1、卫生巾收入	1184.47	1358.42	1905.47	3047.01			
yoy	25.0%	14.7%	40.3%	59.9%			
毛利率	50.65%	50.5%	54.4%	55.6%			
2、纸尿裤收入	148.35	123.09	117.53	93.48			
yoy	-3.9%	-17.0%	-4.5%	-20.5%			
毛利率	16.79%	17.62%	17.02%	15.68%			
二、自主品牌按渠道细分							
1、线上渠道营业收入	209.9	371.2	748.1	1,524.6	2,286.9	3,087.4	3,704.8
yoy	36.8%	76.9%	101.5%	103.8%	50.0%	35.0%	20.0%
毛利率	34.5%	43.9%	52.5%	52.7%	53.7%	54.7%	55.7%
2、线下渠道营业收入	1,122.9	1,110.3	1,274.9	1,615.9	1,921.7	2,236.7	2,540.0
yoy	18.4%	-1.1%	14.8%	26.7%	18.9%	16.4%	13.6%
毛利率	49.2%	49.1%	52.1%	56.1%	56.3%	56.7%	57.3%
净利率	19.6%	16.1%	17.8%	16.2%	17.0%	16.3%	16.2%
线下渠道分地区							
2.1、川渝地区营业收入	614.4	578.9	677.8	755.5	793.2	832.9	874.5
yoy	15.7%	-5.8%	17.1%	11.5%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	50.7%	49.4%	55.2%	60.2%	61.2%	62.2%	63.2%
2.2、云贵陕地区营业收入	335.6	334.9	358.9	426.8	478.1	525.9	567.9
yoy	24.9%	-0.2%	7.2%	18.9%	12.0%	10.0%	8.0%
毛利率	52.1%	51.5%	52.4%	56.7%	57.7%	58.7%	59.7%
2.3、外围地区营业收入	172.9	196.4	238.1	433.6	650.4	878.0	1,097.5
yoy	16.4%	13.6%	21.2%	82.1%	50.0%	35.0%	25.0%
毛利率	38.2%	43.8%	42.8%	48.3%	49.3%	50.3%	51.3%
其中：ODM产品收入	130.2	130.6	121.1	113.7	113.7	113.7	113.7
yoy	-12.7%	0.3%	-7.3%	-6.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	22.4%	15.0%	17.9%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
销售费用率		24.5%	31.2%	37.7%	37.8%	38.8%	39.6%
管理费用率		3.8%	3.4%	3.6%	3.4%	3.3%	3.2%
研发费用率		2.7%	2.5%	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%
所得税率		12.0%	14.7%	15.2%	13.9%	13.9%	13.9%

资料来源：公司公告，中信建投

图表 2：自由点品牌电商销售额及增速

百亚股份-自由点品牌电商GMV表现	GMV单月增速				单月GMV (百万元)				GMV累计增速				累计GMV (百万元)			
	天猫	抖音	京东	天猫+京东+抖音	天猫	抖音	京东	天猫+京东+抖音	天猫	抖音	京东	天猫+京东+抖音	天猫	抖音	京东	天猫+京东+抖音
2025-02	-29.0%	66.0%	8.2%	-6.5%	39	9	60	108	-12.7%	61.3%	29.4%	14.2%	58	15	115	189
2025-01	59.3%	54.6%	64.4%	62.3%	20	6	55	81	59.3%	54.6%	64.4%	62.3%	20	6	55	81
2024-12	55.4%	174.5%	11.8%	36.0%	27	10	39	77	97.6%	155.5%	116.5%	110.3%	622	104	754	1,481
2024-11	67.9%	73.9%	43.9%	56.6%	70	13	68	150	100.0%	153.5%	128.4%	116.8%	595	94	715	1,404
2024-10	130.5%	325.8%	47.9%	98.9%	181	13	92	286	105.2%	173.6%	143.3%	127.3%	526	81	647	1,254
2024-09	96.9%	253.7%	141.3%	129.2%	48	9	92	149	94.0%	156.0%	172.4%	137.2%	345	68	555	968
2024-08	56.8%	316.9%	60.7%	67.6%	34	9	71	115	93.6%	145.5%	179.6%	138.8%	297	59	463	818
2024-07	112.5%	252.8%	85.6%	102.8%	25	8	50	83	99.7%	128.3%	223.0%	156.5%	262	50	392	704
2024-06	94.6%	109.8%	196.8%	137.4%	47	11	59	118	98.4%	113.5%	262.2%	165.9%	237	41	342	620
2024-05	49.3%	329.9%	325.3%	143.3%	53	8	70	131	99.4%	114.9%	279.8%	173.6%	190	31	282	503
2024-04	87.6%	99.1%	253.5%	165.1%	24	6	47	77	129.2%	83.0%	266.9%	186.2%	137	23	213	372
2024-03	119.0%	118.3%	317.6%	204.1%	46	7	76	130	140.6%	78.2%	270.9%	192.2%	113	17	166	295
2024-02	214.4%	115.0%	265.9%	229.3%	55	6	56	116	158.0%	55.9%	238.5%	183.5%	67	10	89	166
2024-01	44.1%	12.6%	201.1%	114.5%	12	4	34	50	44.1%	12.6%	201.1%	114.5%	12	4	34	50
2023-12	34.9%	45.9%	179.4%	101.0%	17	4	35	56	51.0%	66.1%	196.5%	100.8%	315	41	348	704
2023-11	52.5%	75.6%	143.1%	89.0%	41	7	47	96	52.0%	68.4%	198.5%	100.8%	298	37	313	648
2023-10	141.2%	-29.3%	237.3%	159.9%	79	3	62	144	52.0%	66.7%	211.1%	103.0%	256	30	266	552
2023-09	26.8%	72.7%	203.9%	95.9%	24	3	38	65	30.6%	97.7%	203.8%	88.4%	178	27	204	408
2023-08	47.3%	49.7%	322.3%	154.6%	22	2	44	68	31.2%	100.8%	203.8%	87.0%	153	24	166	343
2023-07	19.5%	92.9%	148.4%	87.2%	12	2	27	41	28.8%	107.9%	175.7%	75.4%	131	22	121	274
2023-06	-9.6%	69.9%	132.3%	28.3%	24	5	20	50	29.9%	109.9%	184.6%	73.5%	119	19	94	233
2023-05	174.7%	61.2%	127.7%	152.6%	35	2	16	54	46.2%	129.5%	202.9%	91.7%	95	14	74	184
2023-04	4.8%	182.7%	216.1%	66.3%	13	3	13	29	14.4%	144.9%	234.3%	74.4%	60	12	58	130
2023-03	-11.1%	68.4%	432.6%	47.0%	21	3	18	43	17.3%	135.5%	240.1%	76.8%	47	10	45	101
2023-02	100.4%	174.7%	187.5%	136.0%	17	3	15	35	57.8%	202.4%	171.9%	107.5%	26	6	26	58

资料来源：久谦咨询，中信建投注：数据口径包含淘宝、京东、抖音平台收入总和

图表 3：中国卫生巾行业及电商格局

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
女性护理用品市场规模 (亿元)	871.1	879.2	941.3	967.9	990.7	1021.1
yoy		0.9%	7.1%	2.8%	2.4%	3.1%
女性护理用品电商市场规模 (亿元)	155.1	187.3	245.7	261.3	287.3	301.2
yoy		20.8%	31.2%	6.4%	9.9%	4.8%
电商渠道份额	17.8%	21.3%	26.1%	27.0%	29.0%	29.5%
市占率前十品牌份额 (%)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
苏菲	10.5	11.6	12.4	12	10.5	9.8
七度空间	11.1	10.7	10.2	9.1	9	8.9
护舒宝	5.2	5.7	5.7	5.6	5.2	4.9
高洁丝	3	3.4	3.6	3.7	3.9	4
ABC	3.1	3.3	3.2	3.3	3.1	2.8
自由点	1	1.2	1.3	1.5	1.7	2.1
乐而雅	2.1	2.3	2.3	2.3	2.1	2
洁婷	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3
洁伶	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
薇尔	-	-	0.2	0.3	0.5	0.7

资料来源：欧睿国际，中信建投

图表 4：友商恒安国际卫生巾业务收入及增速

恒安国际卫生巾产品	2019	2020	2021	2022	2023	
收入 (亿元人民币)	64.9	66.5	61.2	61.6	61.8	
yoy		-1.6%	2.6%	-8.1%	0.6%	0.4%
OP margin	47.9%	48.3%	44.4%	40.7%	37.5%	
毛利率	70.3%	71.4%	70.5%	66.8%	63.8%	

资料来源：公司公告，中信建投

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,214	1,328	1,939	2,520	3,083
现金	356	395	702	1,058	1,440
应收票据及应收账款合计	215	248	440	554	647
其他应收款	13	16	31	39	46
预付账款	28	30	51	65	76
存货	173	283	365	451	517
其他流动资产	429	356	350	354	358
非流动资产	671	823	608	390	168
长期投资	19	21	21	21	22
固定资产	493	639	447	251	51
无形资产	65	63	53	42	32
其他非流动资产	93	100	88	75	64
资产总计	1,884	2,151	2,547	2,910	3,252
流动负债	479	638	921	1,142	1,313
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	231	309	420	518	594
其他流动负债	248	329	502	623	719
非流动负债	19	63	61	60	59
长期借款	1	4	3	2	1
其他非流动负债	18	59	59	59	59
负债合计	498	701	983	1,202	1,372
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	429	429	429	429	429
资本公积	266	270	270	270	270
留存收益	691	750	865	1,008	1,180
归属母公司股东权益	1,387	1,450	1,565	1,708	1,880
负债和股东权益	1,884	2,151	2,547	2,910	3,252

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	320	343	553	661	750
净利润	239	288	364	453	545
折旧摊销	56	66	215	219	222
财务费用	-4	-2	-2	-3	-4
投资损失	-9	-5	-7	-7	-7
营运资金变动	17	-36	-21	-5	-10
其他经营现金流	22	32	4	4	4
投资活动现金流	-136	-45	3	3	3
资本支出	74	111	0	0	0
长期投资	-52	106	0	0	0
其他投资现金流	-158	-262	3	3	3
筹资活动现金流	-145	-237	-249	-308	-369
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	1	4	-1	-1	-1
其他筹资现金流	-145	-241	-247	-307	-368
现金净增加额	39	60	307	356	383

资料来源：公司公告，中信建投

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,144	3,254	4,322	5,438	6,359
营业成本	1,065	1,523	1,991	2,459	2,819
营业税金及附加	19	26	38	47	55
销售费用	669	1,226	1,633	2,110	2,515
管理费用	72	117	147	179	203
研发费用	54	72	91	109	121
财务费用	-4	-2	-2	-3	-4
资产减值损失	-10	-3	-16	-20	-23
信用减值损失	-14	-3	-15	-18	-21
其他收益	22	27	19	19	19
公允价值变动收益	5	11	0	0	0
投资净收益	9	5	7	7	7
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	281	329	422	525	632
营业外收入	0	13	5	5	5
营业外支出	2	3	3	3	3
利润总额	280	339	423	526	633
所得税	41	51	59	73	88
净利润	239	288	364	453	545
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	238	288	364	453	545
EBITDA	332	404	637	742	850
EPS (元)	0.55	0.67	0.85	1.05	1.27

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	33.0	51.8	32.8	25.8	16.9
营业利润(%)	29.7	17.2	28.2	24.4	20.4
归属于母公司净利润(%)	27.2	20.7	26.6	24.3	20.3
获利能力					
毛利率(%)	50.3	53.2	53.9	54.8	55.7
净利率(%)	11.1	8.8	8.4	8.3	8.6
ROE(%)	17.2	19.8	23.3	26.5	29.0
偿债能力					
资产负债率(%)	26.4	32.6	38.6	41.3	42.2
流动比率	2.5	2.1	2.1	2.2	2.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.5	1.7	1.9	2.0
应收账款周转率	11.0	13.1	10.7	10.7	10.7
应付账款周转率	4.6	4.9	4.7	4.7	4.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.6	0.7	0.8	1.1	1.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.7	0.8	1.3	1.5	1.7
每股净资产(最新摊薄)	3.2	3.4	3.6	4.0	4.4
估值比率					
P/E	43.2	35.8	28.3	22.7	18.9
P/B	7.4	7.1	6.6	6.0	5.5

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

张舒怡

中信建投证券轻工纺服及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，专注于造纸包装、纺织制造、出口链、黄金珠宝、个护文娱等消费服务产业研究，3年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话: (8610) 56135088
 联系人: 李祉瑶
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话: (8621) 6882-1600
 联系人: 翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话: (86755) 8252-1369
 联系人: 曹莹
 邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话: (852) 3465-5600
 联系人: 刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk