拉芳家化（603630.SH）

品牌+高性价比抖音起量，Q1 毛利率提升

公司评级	买入
当前价格	19.30 元
合理价值	19.90 元
报告日期	2025-05-07

核心观点：

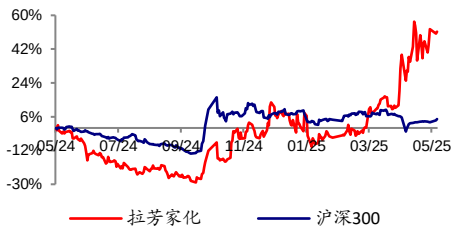
- **事件：**公司发布 2024 年报，2024 年收入 8.89 亿元/yoy+3.36%，归母净利 0.41 亿元/yoy-36.84%，扣非归母净利 0.40 亿元/yoy-42.83%。25Q1 收入 2.10 亿元，同比-6.27%；归母净利 0.13 亿元，同比-53.30%；扣非归母净利 0.12 亿元，同比-56.68%。
- **分品牌：**24 年拉芳品牌收入 6.42 亿元，同比+9.11%，雨洁品牌收入 1.45 亿元，同比+27.98%。拉芳、雨洁合计占营业收入比重为 88.57%。24 年其他（含美多丝、代理瑞铂希、护肤等）收入 0.85 亿元，同比-12.43%。
- **分渠道：**经销渠道 24 年收入 6.23 亿元/yoy+4.42%，占比 70.11%。电商渠道及其他 24 年收入 2.65 亿元/yoy+2.73%，占比 29.80%。
- 今年以来拉芳加大宣发力度，推出第 6 代智肽发芯修护技术，官宣全红婵为代表的国家跳水队为品牌代言人。据蝉妈妈数据，拉芳 25Q1 抖音销售额约 3000+万元，同比+1346%，其中新品拉芳发芯修护洗发膏销售占比超一半；4 月抖音同比+1129%，势能持续。
- 此外拉芳在医美领域也有涉足，拉芳家化及其实际控制人直接或者间接持有医美国际 57.6%股权，预计在医美领域拉芳还会有更多布局，包括胶原蛋白等等。
- **盈利预测和投资建议：**今年以来拉芳加大宣发力度，我们预计公司 25-27 年归母净利润 0.72/0.92/1.15 亿元，同比增长 74.8%/27.5%/24.8%。参考个护可比公司估值，公司近两年处于高成长期，且近期抖音数据呈几倍增长，潜在的业绩弹性较大，我们给予公司 25 年归母净利润 62 倍 PE，对应合理价值 19.90 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧；市场变化预测不及时；主要原材料价格波动。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	860	889	1024	1156	1311
增长率（%）	-3.1%	3.4%	15.3%	12.9%	13.4%
EBITDA（百万元）	95	62	85	108	135
归母净利润（百万元）	65	41	72	92	115
增长率（%）	10.6%	-36.8%	74.8%	27.5%	24.8%
EPS（元/股）	0.29	0.19	0.32	0.41	0.51
市盈率（P/E）	52.76	72.53	60.12	47.14	37.78
ROE（%）	3.3%	2.2%	3.7%	4.7%	5.8%
EV/EBITDA	23.14	31.56	37.42	29.44	23.45

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师： 嵇文欣
SAC 执证号：S0260520050001
SFC CE No. BUA982
021-38003653
jiwenxin@gf.com.cn

分析师： 方心诣
SAC 执证号：S0260524050001
fangxinyi@gf.com.cn

请注意，方心诣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

一、公司简介

拉芳、雨洁为公司主力品牌，定位大众洗护消费市场。拉芳家化旗下主要品牌包括拉芳、雨洁、美多丝、母婴品牌陶然、口腔护理品牌白小齐和圣峰，以及天热护肤品牌缤纯等自主品牌，以及瑞铂希等代理品牌。

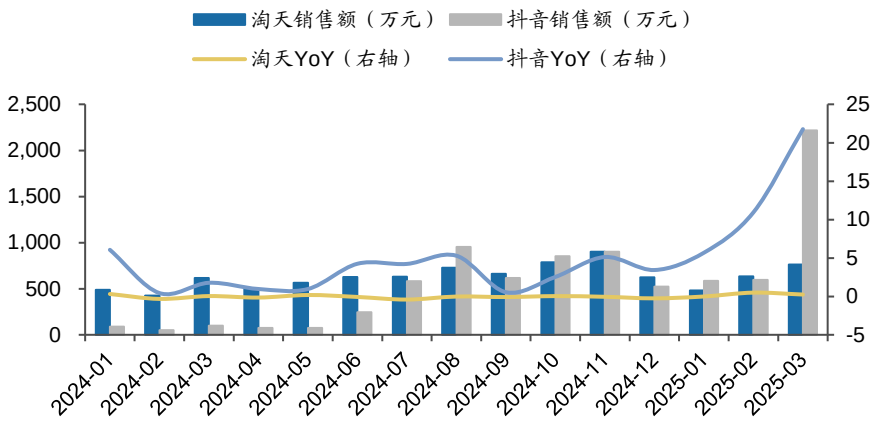
表 1：拉芳家化主要品牌

品牌类型		品牌名称	创立时间	品牌定位	产品系列
自主品牌		拉芳	1997	大众柔顺洗护品牌	柔顺修护系列 玻尿酸花漾柔顺系列 花香润肤系列 深海营养柔顺系列
		雨洁	2003	专业去屑洗护品牌	专效去屑 控油蓬松 强韧修护 控油蓬松系列
		美多丝	2013	高端精油护理品牌	水漾丝滑系列 黑钻奢养系列 生姜固发系列 密集修护系列
代理品牌		瑞铂希	2010	德国殿堂级高端抗衰品牌	瑞铂希-源系列 晶钻系列

数据来源：天猫，公司官网，广发证券发展研究中心

今年以来，公司在电商渠道表现较为亮眼，抖音起量。2025 年一季度抖音销售额同比上升 1346.42%。其中 3 月抖音销量显著增长，同比提升 2176.68%。拉芳推出第六代智肽发芯修护系列洗发水，并与国家跳水队合作，强化“中国拉芳，冠军之选”的概念，将体育领域营销成果转化，抖音销量提升。在其 2024 年销售的所有产品中，该系列仅抖音平台中占比超过 60%。

图 1：拉芳销售额及同比增速

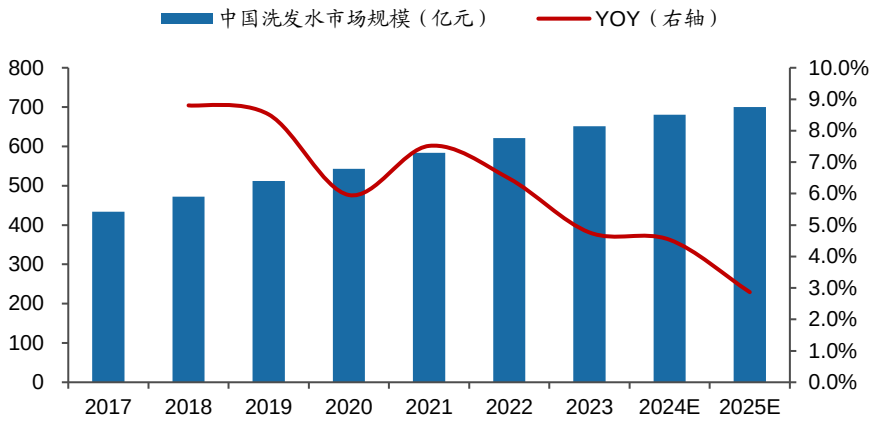


数据来源：蝉妈妈，广发证券发展研究中心

二、行业：头皮护理市场扩张，功效性洗护为趋势

头皮护理市场扩张，功效性洗护受追捧。伴随消费者收入增长，以及对日常头皮护理需求提升，中国洗发水市场规模呈现增长趋势，2021 年开始，洗发水市场增长趋于平缓。2023 年中国洗发水市场规模已经达到 651 亿元人民币，预计将维持增长态势，预估 2025 年市场规模超过 700 亿元。据蝉妈妈统计，抖音平台洗发护发产品前五大功效分别为控油、去屑、修护、护发、保湿，头皮洗护产品的功效成为主要考虑因素。

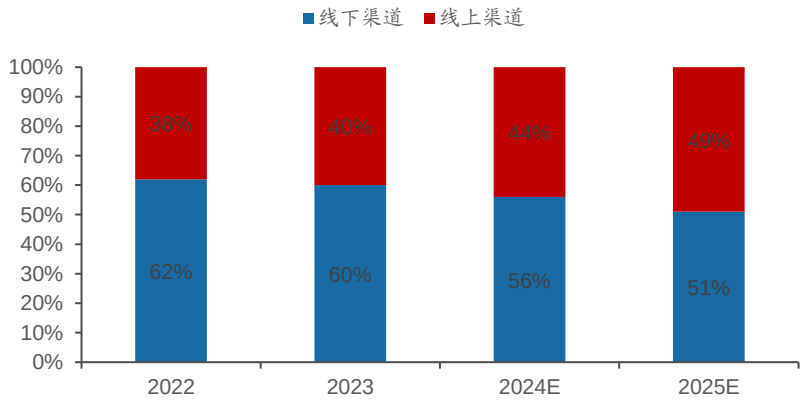
图 2：中国洗发水市场规模（亿元）



数据来源：中研普华，广发证券发展研究中心

日化行业消费渠道呈现"线下主导、线上加速渗透"的特征。（1）线下渠道仍占据核心地位，2023 年占比维持在 60%，依托成熟的终端网络和体验场景满足消费者即时需求；（2）线上渠道稳定增长，2023 年线上渠道销售占比达 40%，增速 5%，随着直播电商等模式成熟，或将进一步推动日化产品销售渠道的线上化，预计未来线上渠道增长加速，2024 年、2025 年线上渠道占比将达到 44%、49%，增速 10%+。

图 3：日化用品零售额渠道分布

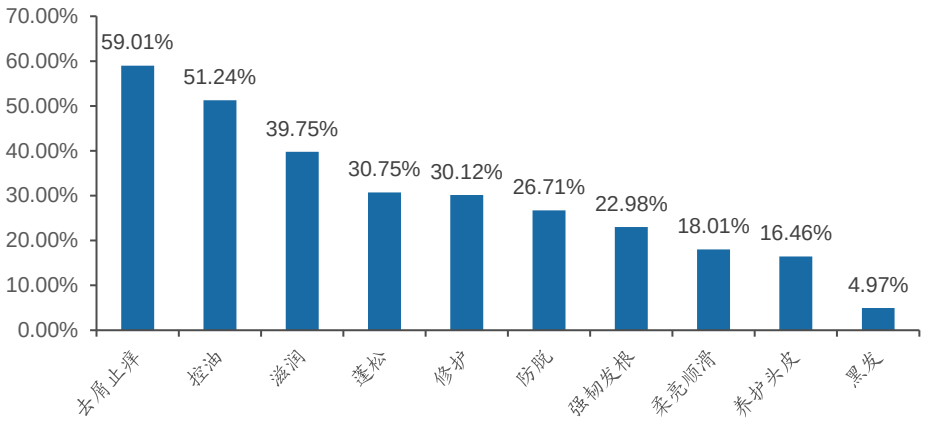


数据来源：巨量引擎，广发证券发展研究中心

头皮问题引起重视，功效性产品存在发展前景。现代社会背景下，人们面临着工作与生活的双重压力，头皮问题较多，对头皮护理的重视度提升，并提出功效性

要求。消费者对“去屑止痒”和“控油”功效的需求偏多，洗发护发产品可结合消费者对产品功效的偏好，细分赛道，开发和优化产品。

图 4：消费者对功效偏好



数据来源：青眼，广发证券发展研究中心

三、品牌+高性价比，研发&医美加持

品牌历史悠久，具备一定国民度。拉芳品牌作为中国国内洗护领域创造最早的本土品牌之一，自 1997 年创立以来，以大众市场为定位，构建覆盖洗护、身体护理到面部护理的全场景产品矩阵。和同时期的蜂花、奥妮（已停产）相比，拉芳更加注重自主研发，从而得以长期发展，在本土品牌中具有一定影响力。

注重研发创新，凸显产品优势。多年以来，拉芳家化坚持与众多行业领先合作，探寻新原料研发。2024 年公司自主研制控油蓬松新原料及组合物技术开发，并将其运用在拉芳洗护产品。根据中国人头发蛋白组学定制研发，突破性运用发芯修护独家专研技术，2025 年公司推出全新拉芳发芯修护系列，以第六代智肽发芯修护科技为基础，融合小果咖啡肽、17 种氨基酸营养小分子、弹性蛋白和羊毛角蛋白，显著提升发丝强韧度，荣获《洗护后使发丝抵御外界拉伸次数最多的洗发水》世界纪录证书。

表 2：天猫热销产品矩阵

产品		规格	核心成分	功效	最新价格（元）
柔顺洗发露		500g	缺端胶原+藻酸钠+丝氨酸	去屑止痒、高纯保湿、柔顺留香	30.9
深层修护发膜		350ml	浓纯氨基酸+纤维角蛋白+辅酶 Q10	强修护、补营养、赋活力	20.9

氨基酸修护洗发水		750g	月桂酰肌氨酸钠+丝氨酸	清爽蓬松、莹润亮泽、柔顺易梳	39.9
花香薰衣草沐浴露		2000g	马来酸改性蓖麻油+薰衣草提取物	滋润肌肤、愉悦身心	29.9
修护焗油护发素		1000ml	丝氨酸+活性修护焗油精华	修护损伤、抚顺毛躁、强韧发丝	19.9

数据来源：天猫，广发证券发展研究中心

高性价比，持续领跑大众消费市场。相较于潘婷、海飞丝等其他大众品牌的同类组合（定价集中在 80-100 元之间），拉芳主推产品组合定价 3 件 59.9 元，仅为同类竞品价格的 60%-70%，具备极高性价比。在百元以内单品赛道，拉芳以「国家队科技+超市价」的组合拳，扩大竞争优势。

表 3：各洗发水品牌对比

品牌	产品	产品详情	核心成分	功效	最新价格（元）
拉芳		发芯修护组合 500g*3	咖啡弹性蛋白肽	长期控油、蓬松盈发、修护发质、防断	59.9
潘婷		第三代大金瓶洗发水 750g*2(+同款 80g*2)	PRO-V B5（泛醇）	深度修护、温和清洁	89.9
海飞丝		去屑洗发水丝柔 700g+香氛 300g*2（+旅行装 80g*4+小样 5g*5）	吡罗克酮乙醇胺盐	根源去屑、柔顺发丝	99.9
清扬		第三代去屑洗发水 500g*2(+100g*5)	OCT 净屑元 +高纯度烟酰胺	根源净屑，净爽修护	79.9
滋源		无患子控油洗发水 400ml*3(+旅行装 60ml*2)	无患子+C8G	控油去屑、舒缓止痒、光泽顺滑	99

数据来源：抖音，广发证券发展研究中心

实施战略入股，布局医美领域。2022 年 7 月，拉芳家化控股公司海南创捷公司以 1.7 亿元认购医美国际新发行股本。截止 2024 年，公司控股股东吴桂谦先生及其一致行动人通过直接或间接的方式持有医美国际 57.6%的股权。医美国际主体为鹏爱医美国际控股集团，是深圳第一大私立医美服务提供商，旗下拥有 28 家医美机构，集团连锁医院覆盖 16 个城市。依托鹏爱医美国际在医美行业的雄厚实力和资深经验，拉芳家化开始布局医美市场。

四、盈利预测及投资建议

公司核心品牌包括拉芳、雨洁，我们核心假设如下：

（1）拉芳：公司护肤品牌主要为玉泽、佰草集、典萃、高夫、美加净、双妹，今年以来拉芳加大宣发力度，推出第6代智肽发芯修护技术，官宣全红婵为代表的国家跳水队为品牌代言人，25Q1抖音销售额同比+1346%，4月抖音同比+1129%，势能持续，预计25-27年拉芳收入同比增长20%/15%/15%。

（2）雨洁：持续以高速年轻化为目标，签约王源作代言人，提升品牌的知名度与美誉度，在年轻消费客群中树立鲜明形象，推动新用户群体渗透。同时精准把握主流媒体，多平台有序地展开网络种草行动，预计25-27年雨洁收入同比增长12%/10%/10%。

Q1抖音起量，其中一半是发芯修护新品，Q1毛利率同比提升2.32pct，24年公司电商渠道毛利率比经销毛利率高26pct，我们认为随着公司线上起量，毛利率预计会提升。预计25-27年公司毛利率为50.10%/51.0%/51.55%。

伴随公司抖音起量，在规模优势下，预计电商盈利能力略有好转，预计25-27年销售费率32%/32%/32%。管理费率随着收入体量预计略有节约，预计25-27年管理费率6.2%/6.2%/6%。

表4：主营业务拆分及预测

（人民币百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
拉芳	588	642	770	885	1018
YOY	7.43%	9.11%	20.00%	15.00%	15.00%
雨洁	114	145	163	179	197
YOY	-11.44%	27.98%	12.00%	10.00%	10.00%
其他	158	102	91	91	96
YOY	-25.23%	-35.71%	-10.00%	0.00%	5.00%
经销渠道毛利率	40.42%	39.94%	40.60%	39.90%	39.80%
电商渠道毛利率	68.33%	66.48%	66.40%	66.52%	65.00%
营业收入合计	860	889	1024	1156	1311
YoY	-3.08%	3.36%	15.26%	12.87%	8.39%
毛利合计	411	102	204	317	425
毛利率	47.83%	47.88%	50.10%	51.00%	51.55%
销售费用	214	283	328	370	420
销售费用率	24.89%	31.86%	32.00%	32.00%	32.00%
管理费用	58	57	64	72	79

管理费用率	6.79%	6.36%	6.20%	6.20%	6.00%
归母净利润	65	41	72	92	115
YOY	10.58%	-36.84%	74.76%	27.54%	24.76%

资料来源：wind，广发证券发展研究中心

今年以来拉芳加大宣发力度，推出第 6 代智肽发芯修护技术，官宣全红婵为代表的国家跳水队为品牌代言人。参考个护可比公司估值，拉芳、润本、若羽臣等个护公司在新人群、新渠道、新需求有望带动格局变化，积极拥抱变化的品牌有望以供给创造需求，拉芳家化近两年处于高成长期，且近期抖音数据几倍增长，潜在的业绩弹性较大，我们给予公司 25 年归母净利润 62 倍 PE，对应合理价值 19.90 元/股，给予“买入”评级。

表5：可比公司盈利预测与估值（截至2025年4月28日）

股票代码	公司名称	归母净利润 YoY			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
603193.SH	润本股份	392	495	616	37	29	23
003010.SZ	若羽臣	163	219	296	49	36	27

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（注：上市公司采用 Wind 一致预期）

五、风险提示

（一）市场竞争加剧

日化市场尤其是洗护市场品牌数目繁多且品牌概念层出不穷，同时公司还要面对国内新锐品牌和国际化妆品牌两方的竞争。

（二）市场变化预测不及时

公司能否灵活运用顺应市场变化发展的营销模试对日化企业而言至关重要。若公司无法及时顺应市场变化而调整营销模式，则会出现管理滞后、销售业绩不佳等现象。

（三）主要原材料价格波动

公司原材料采购价格受石油、棕榈油等基础原材料价格波动的影响，若未来原材料价格上涨幅度超出公司的消化能力，将导致公司经营成本增加，不利于公司盈利能力的增长。

资产负债表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**1,555**	**1,392**	**1,415**	**1,461**	**1,520**
货币资金	1,244	1,155	1,149	1,157	1,171
应收及预付	94	78	87	98	111
存货	166	110	114	126	141
其他流动资产	51	49	65	81	96
非流动资产	**625**	**754**	**755**	**756**	**756**
长期股权投资	221	202	202	202	202
固定资产	68	73	71	68	64
在建工程	31	189	189	189	189
无形资产	82	81	80	78	77
其他长期资产	223	210	214	220	225
资产总计	**2,180**	**2,146**	**2,170**	**2,217**	**2,276**
流动负债	**192**	**210**	**216**	**241**	**271**
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	84	103	99	110	124
其他流动负债	108	107	117	131	147
非流动负债	**3**	**2**	**2**	**2**	**2**
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	2	2	2	2
负债合计	**195**	**212**	**218**	**242**	**272**
股本	225	225	225	225	225
资本公积	805	801	801	801	801
留存收益	950	929	947	970	998
归属母公司股东权益	1,969	1,918	1,936	1,959	1,987
少数股东权益	17	16	16	16	16
负债和股东权益	**2,180**	**2,146**	**2,170**	**2,217**	**2,276**

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**860**	**889**	**1024**	**1156**	**1311**
营业成本	449	463	511	566	635
营业税金及附加	6	6	7	8	9
销售费用	214	283	328	370	420
管理费用	58	57	64	72	79
研发费用	35	42	47	50	52
财务费用	-18	-14	-12	-12	-12
资产减值损失	-24	-10	0	0	0
公允价值变动收益	-5	-8	0	0	0
投资净收益	-11	-5	-6	-7	-8
营业利润	**70**	**46**	**80**	**103**	**129**
营业外收支	1	1	2	2	2
利润总额	**71**	**47**	**82**	**105**	**131**
所得税	16	6	10	13	16
净利润	**54**	**41**	**72**	**92**	**115**
少数股东损益	-11	0	0	0	0
归属母公司净利润	**65**	**41**	**72**	**92**	**115**
EBITDA	95	62	85	108	135
EPS（元）	0.29	0.19	0.32	0.41	0.51

现金流量表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**147**	**161**	**81**	**109**	**134**
净利润	54	41	72	92	115
折旧摊销	15	16	15	15	16
营运资金变动	27	91	-12	-4	-4
其它	51	14	5	6	7
投资活动现金流	**-24**	**-157**	**-31**	**-32**	**-33**
资本支出	-41	-186	-10	-10	-10
投资变动	12	20	-5	-15	-15
其他	5	9	-16	-7	-8
筹资活动现金流	**-33**	**-89**	**-55**	**-70**	**-87**
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-33	-89	-55	-70	-87
现金净增加额	**90**	**-84**	**-5**	**8**	**14**
期初现金余额	**1,149**	**1,239**	**1,155**	**1,149**	**1,157**
期末现金余额	**1,239**	**1,155**	**1,149**	**1,157**	**1,171**

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-3.1%	3.4%	15.3%	12.9%	13.4%
营业利润	14.4%	-34.2%	74.9%	28.2%	25.2%
归母净利润	10.6%	-36.8%	74.8%	27.5%	24.8%
获利能力					
毛利率	47.8%	47.9%	50.1%	51.0%	51.6%
净利率	6.3%	4.6%	7.1%	8.0%	8.8%
ROE	3.3%	2.2%	3.7%	4.7%	5.8%
ROIC	3.1%	2.1%	3.2%	4.1%	5.2%
偿债能力					
资产负债率	9.0%	9.9%	10.0%	10.9%	12.0%
净负债比率	9.8%	11.0%	11.1%	12.3%	13.6%
流动比率	8.09	6.62	6.55	6.07	5.61
速动比率	7.09	5.95	5.86	5.37	4.91
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.41	0.47	0.53	0.58
应收账款周转率	10.15	12.47	14.57	14.68	14.72
存货周转率	2.43	3.36	4.57	4.73	4.76
每股指标（元）					
每股收益	0.29	0.19	0.32	0.41	0.51
每股经营现金流	0.65	0.72	0.36	0.49	0.60
每股净资产	8.74	8.52	8.60	8.70	8.82
估值比率					
P/E	52.76	72.53	60.12	47.14	37.78
P/B	1.75	1.62	2.24	2.22	2.19
EV/EBITDA	23.14	31.56	37.42	29.44	23.45

广发批零与社会服务行业研究小组

嵇　文　欣：首席分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020 年加入广发证券发展研究中心。
方　心　诣：联席首席分析师，北京大学硕士，曾任职于嘉实基金研究部、天风证券。2024 年加入广发证券发展研究中心。
孟　　鑫：资深分析师，重庆大学技术经济及管理硕士，曾任职于国盛证券、西南证券，2023 年加入广发证券发展研究中心。
包　　晗：资深分析师，英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
杨　起　帆：高级分析师，香港大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。
罗　　艺：研究员，武汉大学经济学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。