

以小见大、以油养肤，塑造高端护肤 品牌心智

——林清轩（H02170.HK）招股说明书解读

2025年7月22日



作者：姜浩 S0930522010001
孙未未 S0930517080001



证券研究报告

林清轩：稀缺的国产高端护肤品品牌

公司是中国高端国货护肤品牌的领导者，聚焦抗皱紧致类护肤品市场，旗舰品牌“林清轩”定位于提供基于天然、山茶花成分的高端护肤改善方案。公司2012年展开山茶花护肤品研究、2014年推出基于“以油养肤”理念的山茶花面部精华油，按全渠道总零售额计，公司的山茶花精华油自2014年以来连续11年于所有面部精华油产品中居于全国榜首。根据灼识咨询，按2024年零售额计，林清轩在中国所有高端国货护肤品牌中排名第一，并且为中国前15大高端护肤品牌中唯一的国货品牌；同时在中国高端抗皱紧致类护肤品市场，林清轩在所有国货品牌中名列第一，并且为前十大品牌中的唯一国货品牌。

护肤品行业：细分赛道面部精华油、抗皱紧致类产品增速较高

按零售额计，2024年中国化妆品行业市场规模为6886亿元，其中占比最大的子行业为护肤品、市场规模为4619亿元，2019~2024年年复合增速为6.8%、预计2024~2029年年复合增速为8.6%。在“以油养肤”理念的流行趋势推动下，面部精华油品类2024年市场规模（零售额）为53亿元，2019~2024年、2024~2029年（预测）年复合增速分别为42.8%/21.3%，明显高于护肤品行业，品类渗透率有望进一步提升。按功效划分，抗皱紧致类护肤品需求较高、增速更快，2019~2024年抗皱紧致类护肤品市场规模的年复合增速为15.0%、预计2024~2029年年复合增速为18.9%。

公司亮点：“以油养肤”塑造心智，线上线下渠道共振

1) 公司自成长中的小赛道面部精华油品类切入，把握“以油养肤”护肤理念的机遇，精华油为公司第一大品类（24年收入占比37%），2022~2024年收入占比和毛利率均持续提升，2023~2024年收入分别同比增长30.4%/57.6%。2) 公司线上线下渠道分布均衡，线上渠道增长较高、2023~2024年收入分别同比增长26.3%/81.1%拉动总体增长；线下门店塑造高端护肤属性，非直营门店增长迅速。

风险提示：消费需求疲软；门店客流下降或者线下开店不及预期；线上渠道流量成本上升；行业竞争加剧；新品推出或者销售不及预期。

林清轩：稀缺的国产高端护肤品品牌

护肤品行业：细分赛道面部精华油、抗皱紧致类产品增速较高

公司亮点：“以油养肤”塑造心智，线上线下渠道共振

毛利率高位且持续上升，费用率下降促归母净利率修复

募集资金用途

风险提示

林清轩：稀缺的国产高端护肤品品牌

公司是中国高端国货护肤品牌的领导者，聚焦抗皱紧致类护肤品市场，旗舰品牌“林清轩”定位于提供基于天然、山茶花成分的高端护肤改善方案。公司2012年展开山茶花护肤品研究、2014年推出基于“以油养肤”理念的山茶花面部精华油，按全渠道总零售额计，公司的山茶花精华油自2014年以来连续11年于所有面部精华油产品中居于全国榜首。根据灼识咨询，按2024年零售额计，林清轩在中国所有高端国货护肤品牌中排名第一，并且为中国前15大高端护肤品牌中唯一的国货品牌；同时在中国高端抗皱紧致类护肤品市场，林清轩在所有国货品牌中名列第一，并且为前十大品牌中的唯一国货品牌。

图1：公司代表大单品山茶花抗皱修护精华油及实时价格



券后 ¥534 优惠价 ¥829
官方立减100元 美妆惊喜券满500减50
- 1 + (限购20件)有货
净含量 (6) 大图
15ml 【赠同款15ml】 ¥284
30ml 【全新5.0精华油】 ¥534
50ml 【90%+选择】 ¥694
15.0ml 【搭配2.0黑金霜15g】 ¥284
30.0ml 【搭配2.0黑金霜30g】 ¥971
50.0ml 【搭配2.0黑金霜50g】 ¥1424

资料来源：公司招股说明书，林清轩天猫旗舰店，价格选取日期为2025年7月18日

请务必参阅正文之后的重要声明

图2：公司代表大单品山茶花抗皱修护精华油已迭代至5.0版本



13年精研创新 只为更好
林清轩NO.1抗皱精华油™

2024年 全新5.0 山茶花精华油
清轩萃5.0
促进细胞活力
+114°
细胞级抗皱

2022年 4.0 山茶花精华油
清轩萃4.0
源自细胞自噬原理
肌底级修护

2017年 2.0 山茶花精华油
自研原料清轩萃2.0
修护屏障

2020年 3.0 山茶花精华油
清轩萃3.0
专利技术制备原料
修护屏障、抗氧抗糖

2014年 1.0 山茶花精华油
自研成分山茶籽油
以油养肤

2012年 研究山茶花油
以油养肤先行者

全新5.0 重磅升级

功效-更强大
细胞级抗皱精华油
充盈苹果肌 收紧下颌线

成分-更精研
全新突破性发酵山茶籽油
清轩萃5.0

科技-更尖端
分子重组生物发酵技术
分子刀生物酶切技术

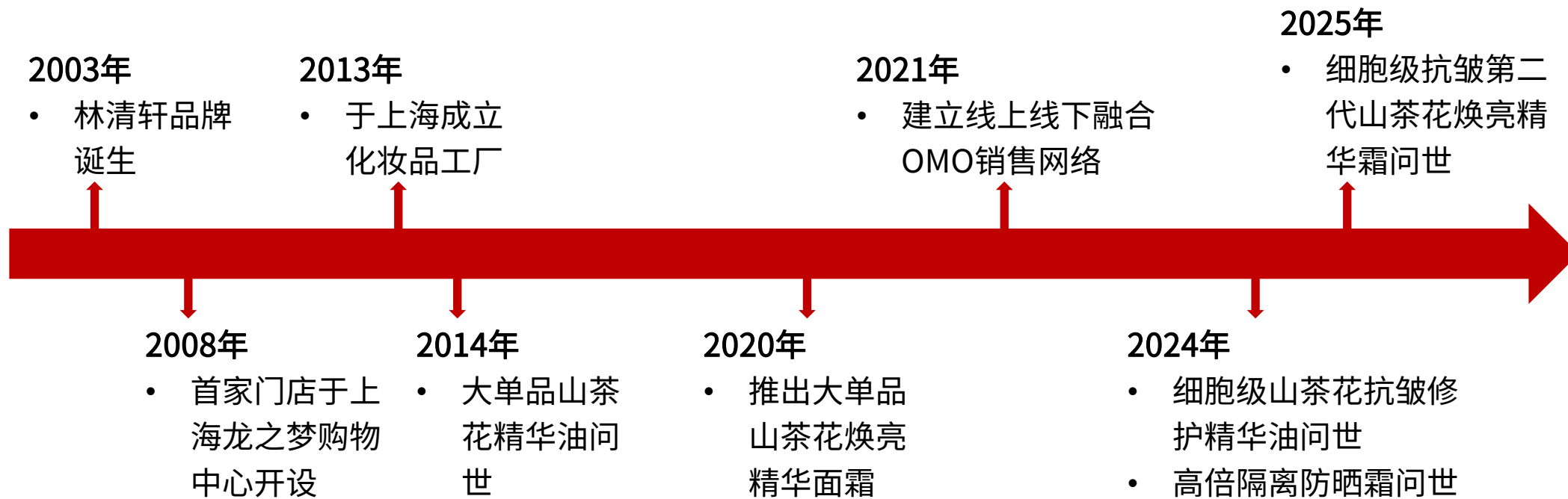
体验感-更轻盈
新包装，曲线花型瓶体
质地更轻薄好吸收

资料来源：林清轩天猫旗舰店

林清轩：稀缺的国产高端护肤品品牌

从发展历程来看，公司2003年成立“林清轩”品牌，2008年于上海开设了首家线下门店，2013年于上海成立化妆品工厂，2014年推出核心大单品山茶花精华油，至2022年期累计销量突破2000万瓶；于2020年、2024年、2025年陆续推出/升级了新产品，包括山茶花焕亮精华霜、细胞级山茶花抗皱修护精华油、高倍隔离防晒霜、细胞级抗皱第二代山茶花焕亮精华霜等。

图3：公司大事记



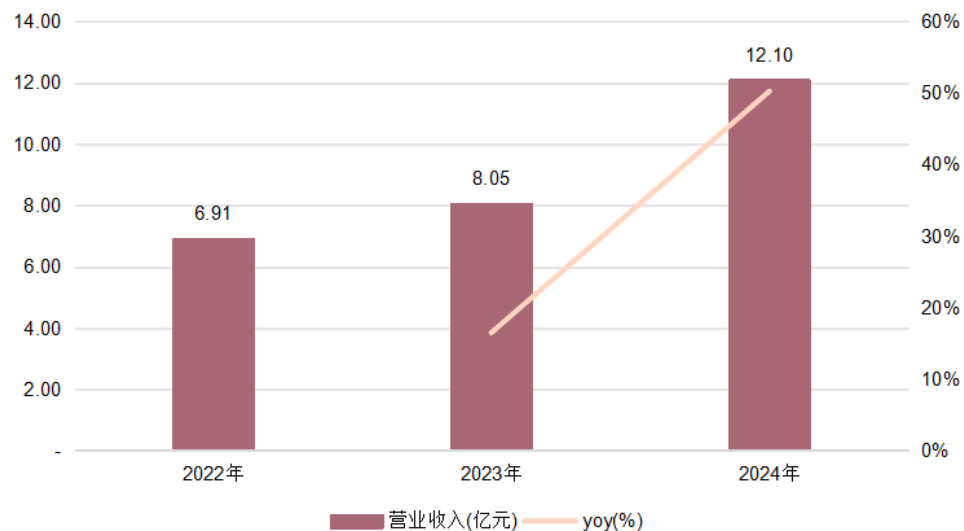
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

林清轩：稀缺的国产高端护肤品品牌

公司2023~2024年收入增速提升，归母净利润亦于2023年扭亏，2024年进一步高增长。

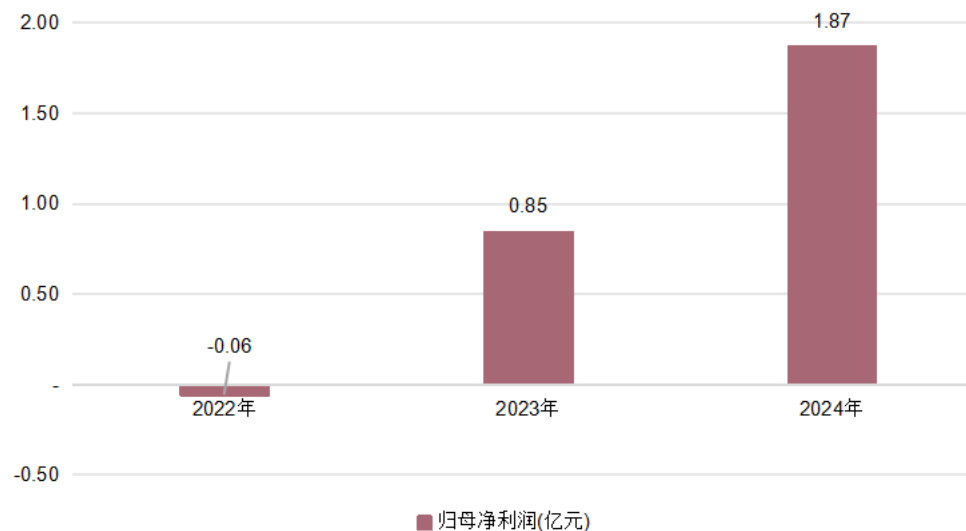
2024年公司实现营业收入12.10亿元、同比增长50.3%、较2023年的同比增长16.5%提速；归母净利润方面，2023年公司实现扭亏，2024年实现归母净利润1.87亿元、同比增长121.1%。

图4：公司2024年收入加速增长



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图5：公司23年归母净利润转正、24年进一步增长



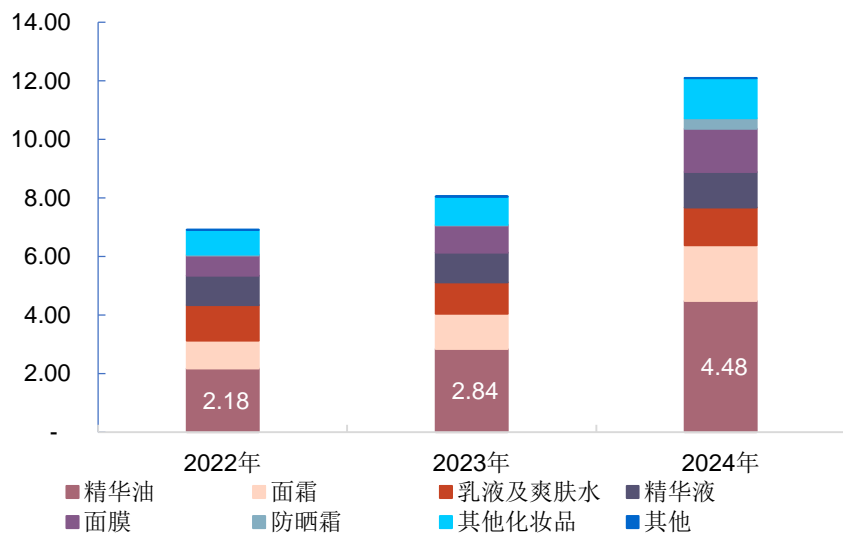
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

林清轩：稀缺的国产高端护肤品品牌

精华油为第一大品类，23~24年实现高增长。公司收入分品类来看，第一大品类为精华油、2022~2024年收入占比分别为31.5%/35.3%/37.0%，显示品类心智进一步强化，2023~2024年精华油品类收入增速分别为30.4%/57.6%。

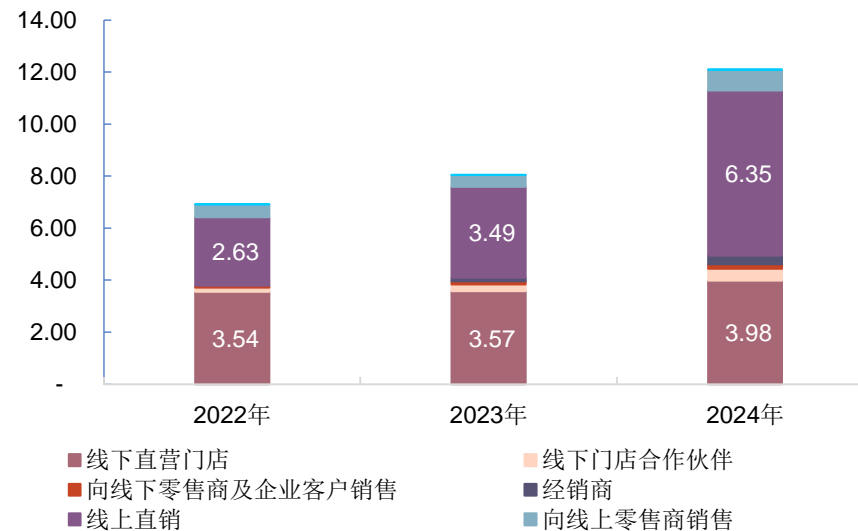
线上渠道增长较高、占比提升。公司收入分渠道来看，2024年收入中线上直销、线下直营门店收入占比最大，分别为52.5%/32.9%。从增速方面，2023~2024年线上直销渠道收入分别增长32.6%/81.9%，加上向线上零售商销售的收入公司线上渠道收入占比自2022年的45.2%提升至2024年的59.1%。

图6：2022~2024年公司分品类营业收入规模（亿元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图7：2022~2024年公司分渠道营业收入规模（亿元）

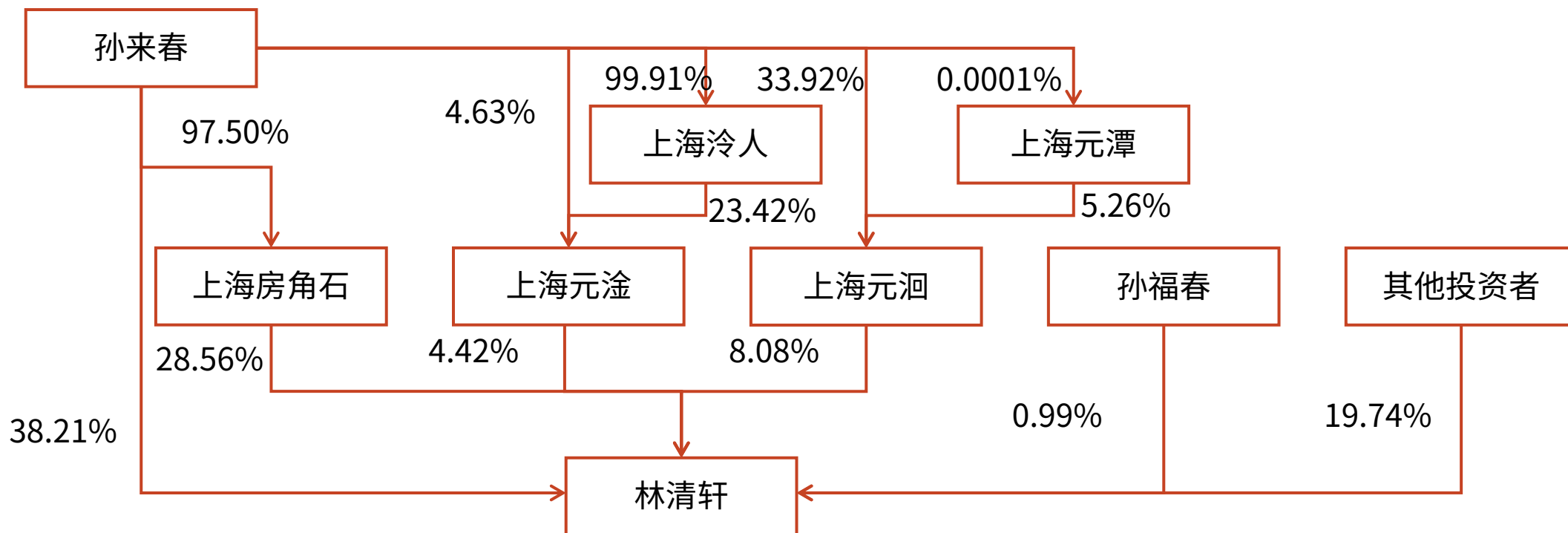


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

林清轩：稀缺的国产高端护肤品品牌

截至IPO前（2025年5月），公司控股股东为孙来春先生及其控制的多家企业，合计控制公司79.27%股份。其中，孙来春先生直接持有公司38.21%股份，另外通过上海房角石、上海元淦、上海元洄等多家企业间接持有公司股份。

图8：股权结构图（IPO前）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所整理

- 林清轩：稀缺的国产高端护肤品品牌
- 护肤品行业：细分赛道面部精华油、抗皱紧致类产品增速较高**
- 公司亮点：“以油养肤”塑造心智，线上线下渠道共振
- 毛利率高位且持续上升，费用率下降促归母净利率修复
- 募集资金用途
- 风险提示

护肤品行业：细分赛道面部精华油、抗皱紧致类产品增速较高

中国化妆品行业中护肤品占比最大、保持高个位数增长。灼识咨询数据显示，按零售额计，2024年中国化妆品行业市场规模为6886亿元，其中占比最大的子行业为护肤品、市场规模为4619亿元，2019~2024年年复合增速为6.8%、预计2024~2029年年复合增速为8.6%。

分品类，在“以油养肤”理念的流行趋势推动下，面部精华油品类基数小但增速较高、渗透率提升。面部精华油品类2024年市场规模（零售额）为53亿元，2019~2024年、2024~2029年（预测）年复合增速分别为42.8%/21.3%，明显高于护肤品行业，品类渗透率有望进一步提升。

图9：2019~2029年中国化妆品行业按品类分市场规模（零售额，十亿元）

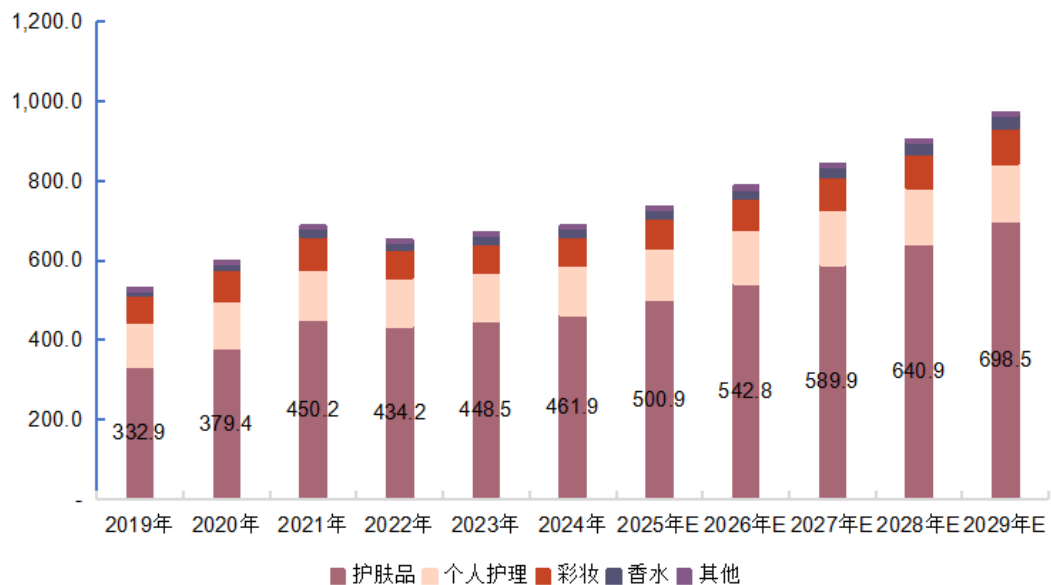
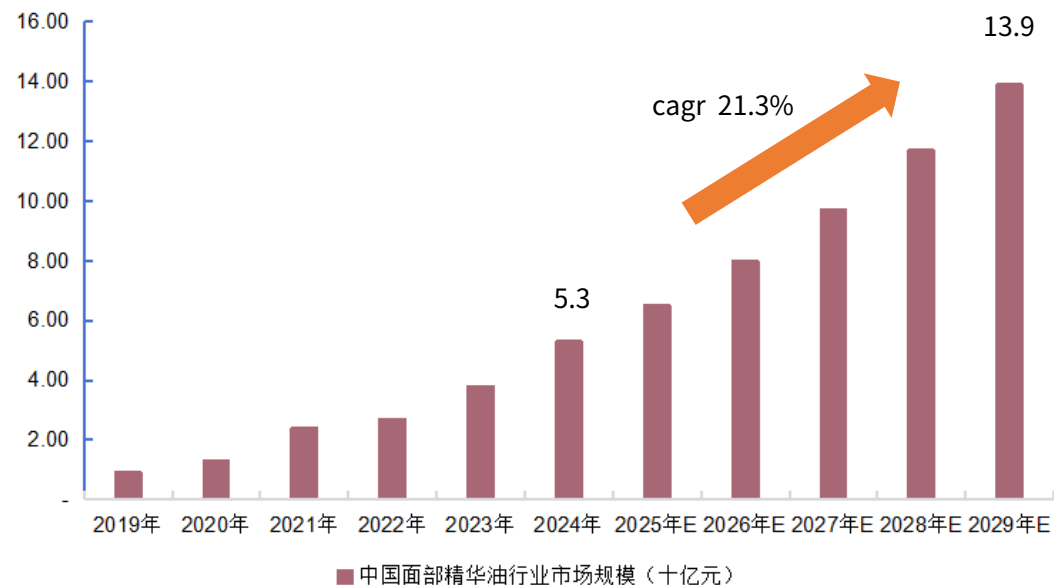


图10：2019~2029年中国面部精华油行业市场规模（零售额，十亿元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

护肤品行业：细分赛道面部精华油、抗皱紧致类产品增速较高

分渠道，线上增速继续领先于线下渠道。灼识咨询数据显示，2024年中国护肤品行业市场规模中，线上渠道、线下渠道分别为2555亿元/2064亿元，2019~2024年、2024~2029年（预测）中国护肤品行业线上渠道市场规模年复合增速分别为12.5%/11.7%，线下渠道市场规模年复合增速分别为1.6%/4.2%，线上渠道增长继续领跑，为行业和品牌发展的重要渠道。

分定位，高端护肤增速高于大众护肤。2019~2024年、2024~2029年（预测）中国护肤品行业高端定位护肤品市场规模年复合增速分别为8.9%/13.8%，大众定位护肤品市场规模年复合增速分别为6.1%/6.7%，高端护肤定位市场规模增速更高。

图11：2019~2029年中国护肤品行业按线上线下载划市场规模（零售额，十亿元）

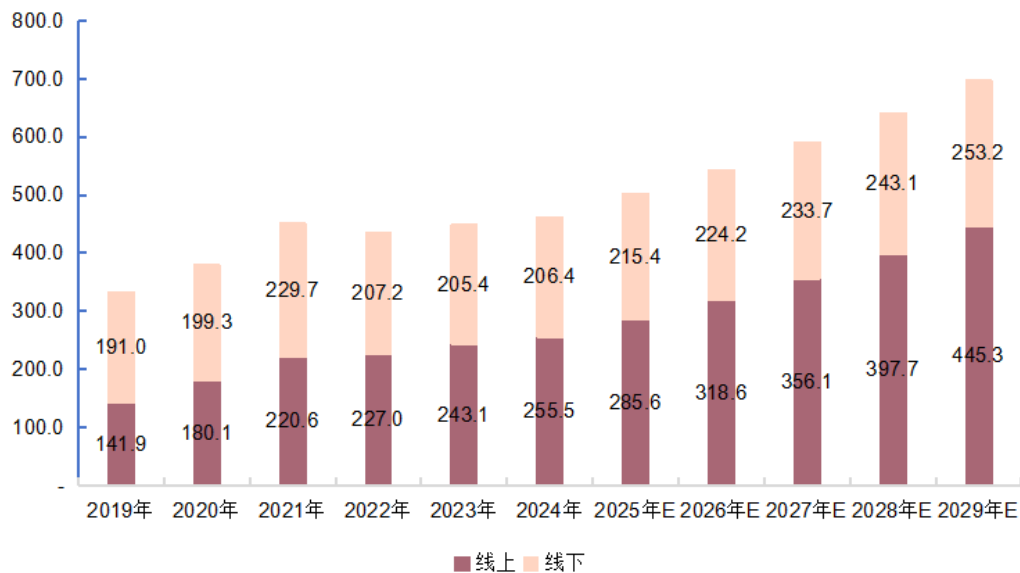
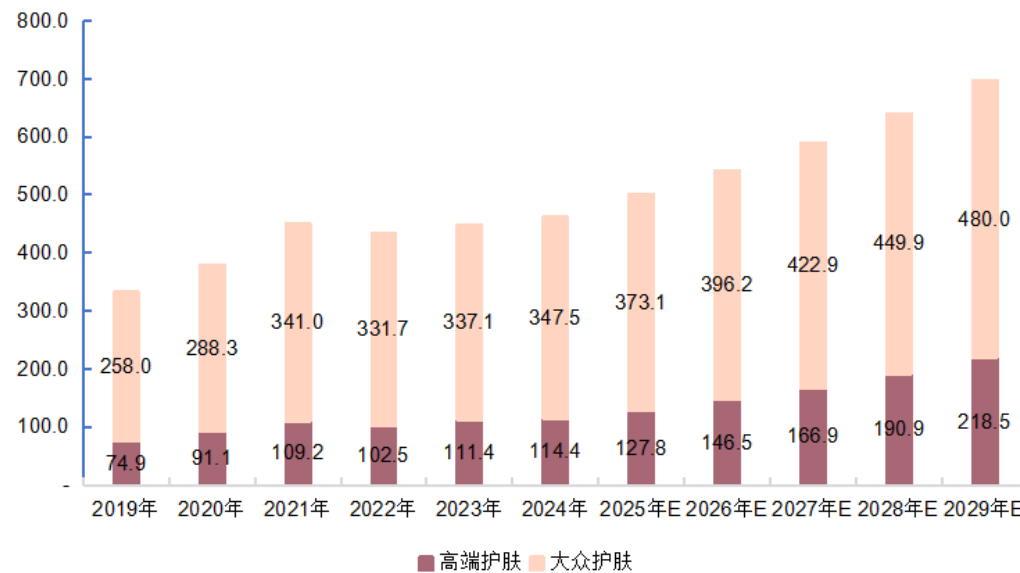


图12：2019~2029年中国护肤品行业按品牌定位分市场规模（零售额，十亿元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

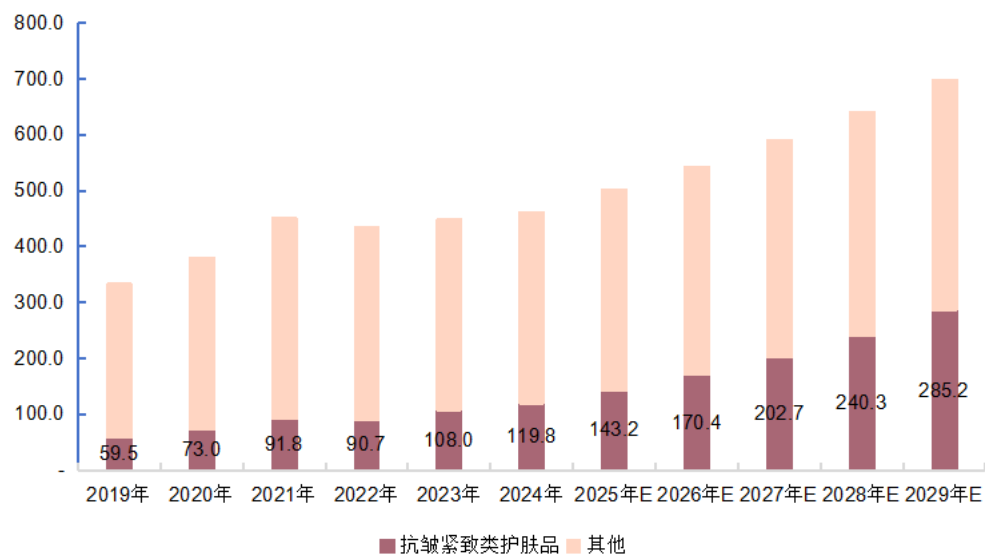
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

护肤品行业：细分赛道面部精华油、抗皱紧致类产品增速较高

按功效划分，抗皱紧致类护肤品需求较高、增速更快。根据灼识咨询数据显示，按零售额计，2024年抗皱紧致类护肤品的市场规模为1198亿元、占护肤品行业比例为25.9%，2019~2024年抗皱紧致类护肤品市场规模的年复合增速为15.0%、预计2024~2029年年复合增速为18.9%，高于护肤品总体的6.8%/8.6%。

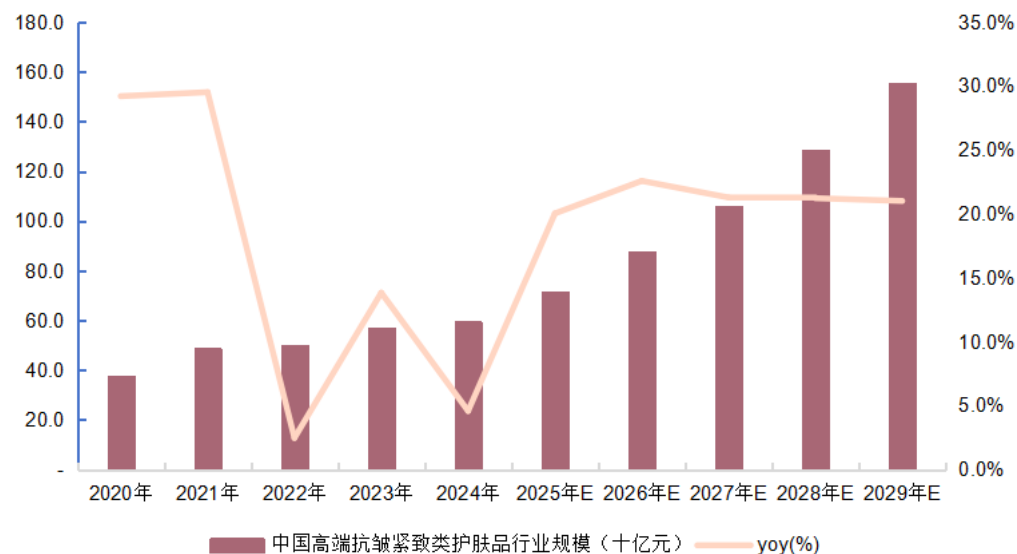
其中，高端定位的抗皱紧致类护肤品增速较高，2024年市场规模为594亿元，2019~2024年、2024~2029年（预测）年复合增速分别为15.3%/21.2%，未来5年市场规模保持了20%以上的较高增长。

图13：2019~2029年中国护肤品行业按产品功效分市场规模（零售额，十亿元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所
请务必参阅正文之后的重要声明

图14：2020~2029年中国高端抗皱紧致类护肤品行业市场规模及同比增速



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

竞争格局：高端护肤品中国产品牌稀缺，面部精华油品类突围

中国高端护肤品行业中国际品牌占优势，国产品牌仅一席。根据灼识咨询，按零售额计，2024年中国前十五大高端护肤品牌合计市场份额为66.1%，主要为外资品牌，国产品牌仅林清轩一席、排名第13名、市场份额为1.4%。

在定位抗皱紧致的护肤品中，2024年中国前10大高端护肤品牌合计市场份额为58.0%，其中前9名均为外资品牌，国产品牌林清轩排名第10名、市场份额为2.2%。

图15：2024年中国前15大高端护肤品牌按零售额计市场份额

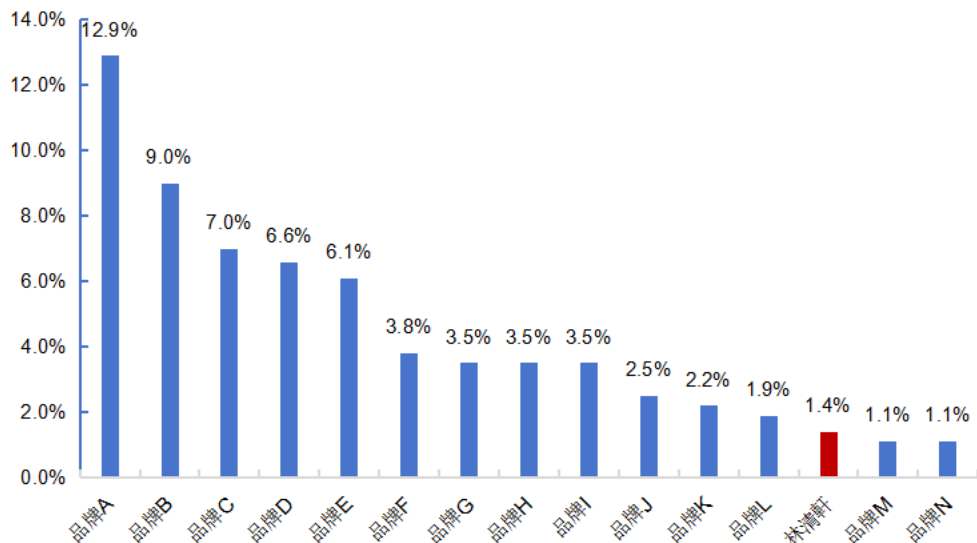
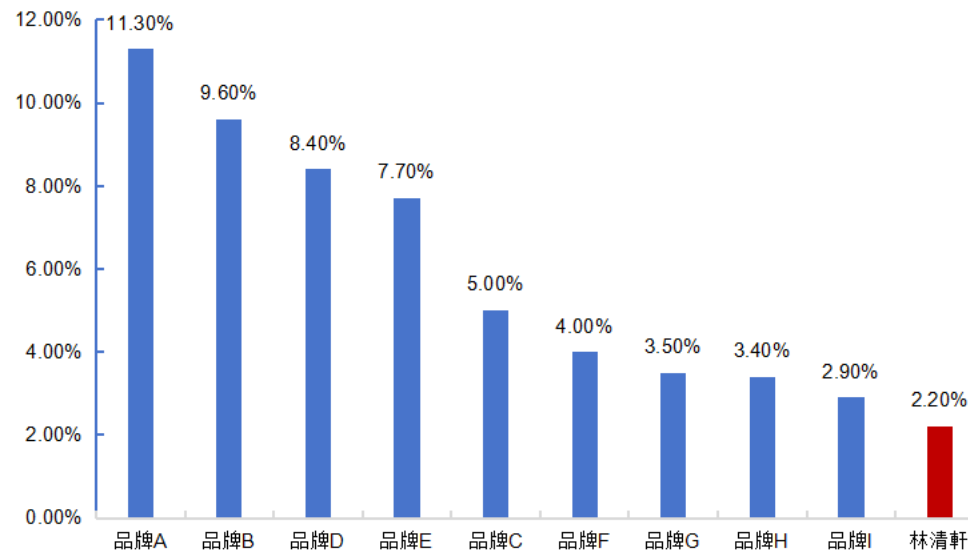


图16：2024年中国前10大高端护肤品牌按抗皱紧致类护肤品零售额计市场份额



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

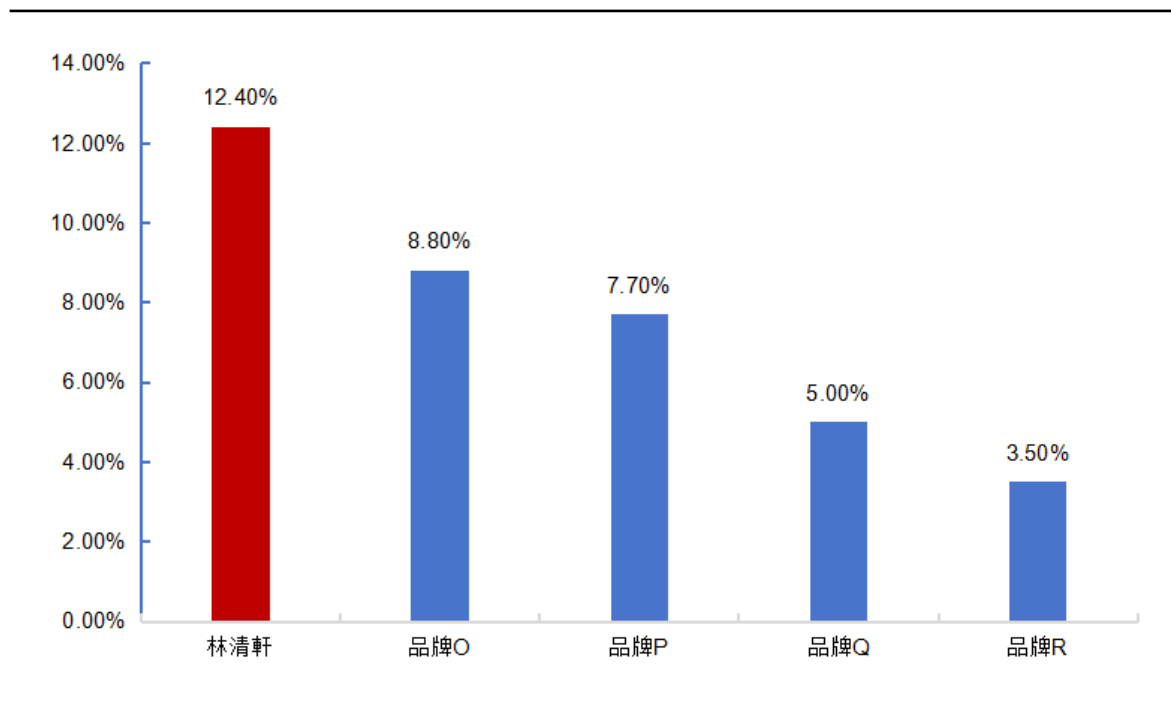
请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

竞争格局：高端护肤品中国产品牌稀缺，面部精华油品类突围

面部精华油细分赛道存在机遇，国产品牌凭此实现突围。在中国面部精华油市场，2024年林清轩品牌市场份额位列第一，占据12.4%的市场份额，其他第2~第5名品牌亦为国产，前五名品牌合计市场份额为37.4%。

图17：2024年按面部精华油零售额计中国前5大品牌市场份额



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

林清轩：稀缺的国产高端护肤品品牌

护肤品行业：细分赛道面部精华油、抗皱紧致类产品增速较高

公司亮点：“以油养肤”塑造心智，线上线下渠道共振

毛利率高位且持续上升，费用率下降促归母净利率修复

募集资金用途

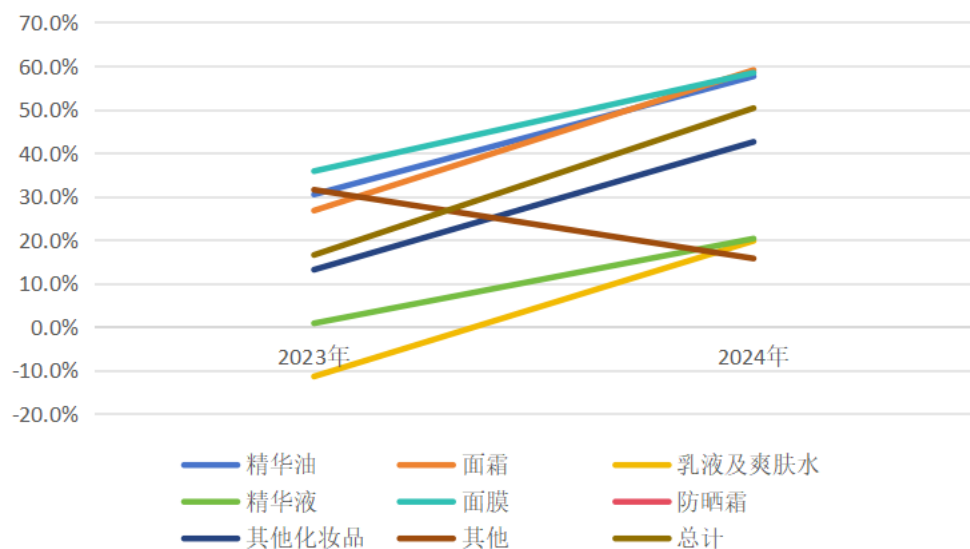
风险提示

把握“以油养肤”机遇，以小见大塑造品牌心智

精华油为公司第一大品类，2022~2024年收入占比和毛利率均持续提升。

2022~2024年公司第一大品类精华油收入分别为2.18/2.84/4.48亿元，占收入比例分别为31.5%/35.3%/37.0%，其中2023~2024年收入分别同比增长30.4%/57.6%。公司2014年首次推出、至今迭代至第五代的山茶花抗皱精华油主要通过促进皮肤年轻化和修护改善衰老，截至2024年末累计销售超过3000万瓶，按全渠道总零售额计自2014年以来连续11年于所有面部精华油产品中稳居全国榜首（2024年天猫双十一期间亦蝉联面部精华油类目第一名、GMV同比增长96%），亦为中国面部精华油品类中连续8年零售额超过人民币1亿元的唯一一款产品。

图18：2023~2024年公司分品类销售收入同比增速（%）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所
请务必参阅正文之后的重要声明

图19：2024年天猫双十一活动中山茶花精华油蝉联面部精华油类目第一



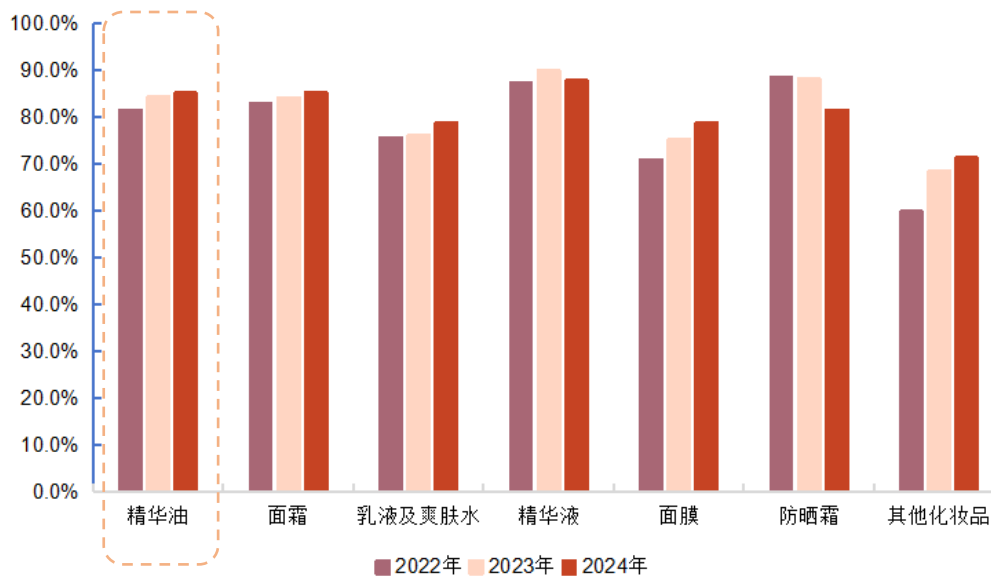
资料来源：林清轩集团官方微信号

把握“以油养肤”机遇，以小见大塑造品牌心智

精华油为公司第一大品类，2022~2024年收入占比和毛利率均持续提升。

从毛利率角度，精华油产品2022~2024年毛利率分别为81.7%/84.6%/85.3%，高于公司总体，其收入占比的提升亦贡献公司总体毛利率提升。

图20：2022~2024年公司分品类毛利率（%）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

拓展线上渠道，拉动总体增长

公司线上线下渠道分布均衡，线上渠道增长较高、拉动总体增长。公司2022年收入中线下、线上渠道占比分别为54.7%/45.2%，线上渠道近年来增长更快，2023~2024年收入分别同比增长26.3%/81.1%，高于公司总体的16.5%/50.3%，收入占比提升至2024年的59.1%（其中线上直销/向线上零售商销售模式的收入占比分别为52.5%/6.6%）、已占据主导地位。

毛利率方面，线上渠道中的两种业务模式线上直销、向线上零售商销售的毛利率2022~2024年均持续提升，其中体量更大的线上直销渠道2022~2023年毛利率低于公司总体，但2024年已经提升至82.8%，略超过公司总体毛利率82.5%。

图21：2023~2024年公司分渠道销售收入同比增速（%）

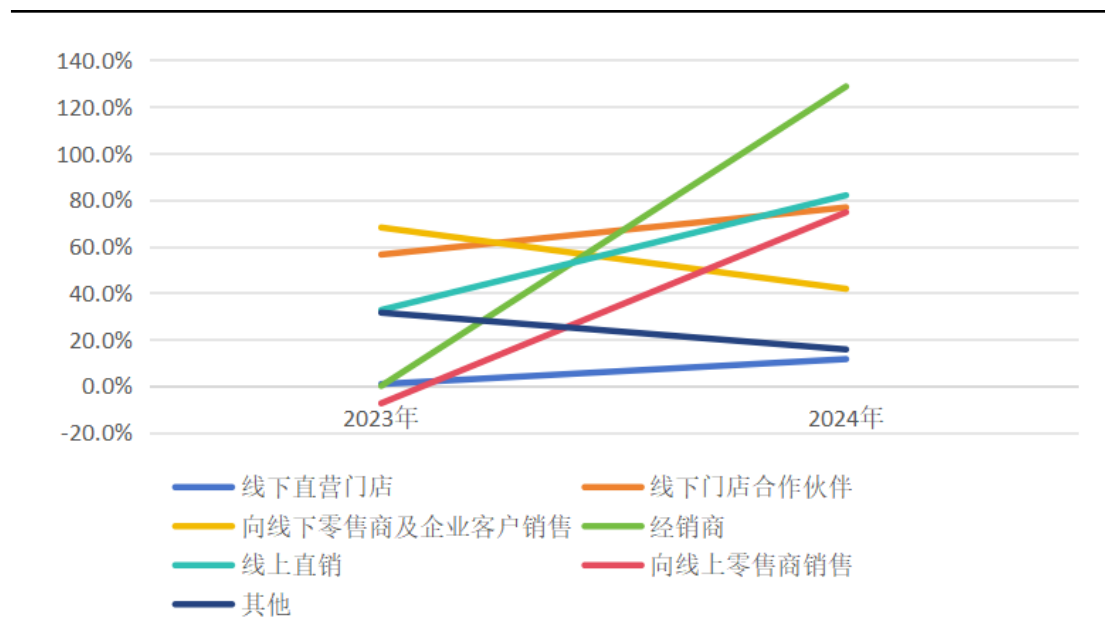
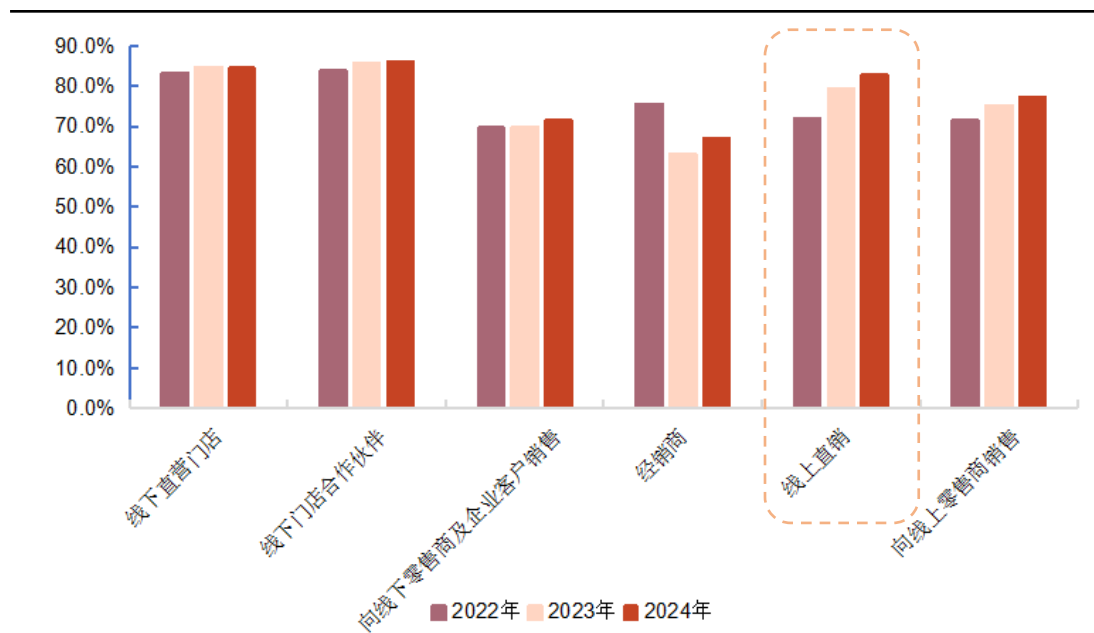


图22：2022~2024年公司分渠道毛利率（%）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

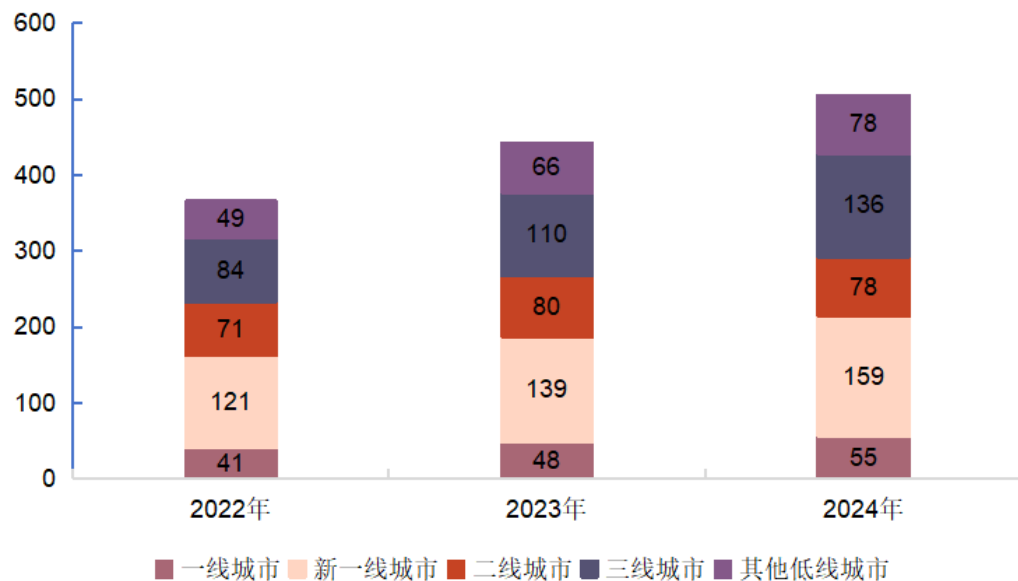
请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

线下门店塑造高端护肤属性，非直营门店增长迅速

公司线下门店稳步增加、塑造高端护肤属性。截至2024年末公司全国门店数为506家、其中超过95%的门店位于购物商场。根据灼识咨询，按门店总数计，公司于中国的国货和国际高端护肤品牌中排名第一。分城市级别来看，公司布局较为全面，2024年末公司于一线、新一线、二线、三线、其他低线城市的门店数占比分别为11%/31%/15%/27%/15%。

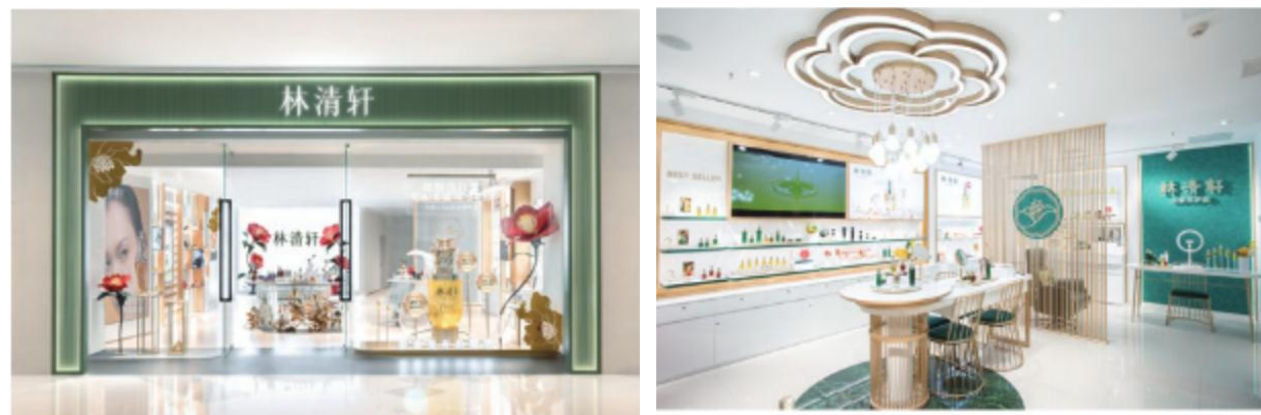
图23：2022~2024年公司分城市级别门店数量（家）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

请务必参阅正文之后的重要声明

图24：公司线下门店情况

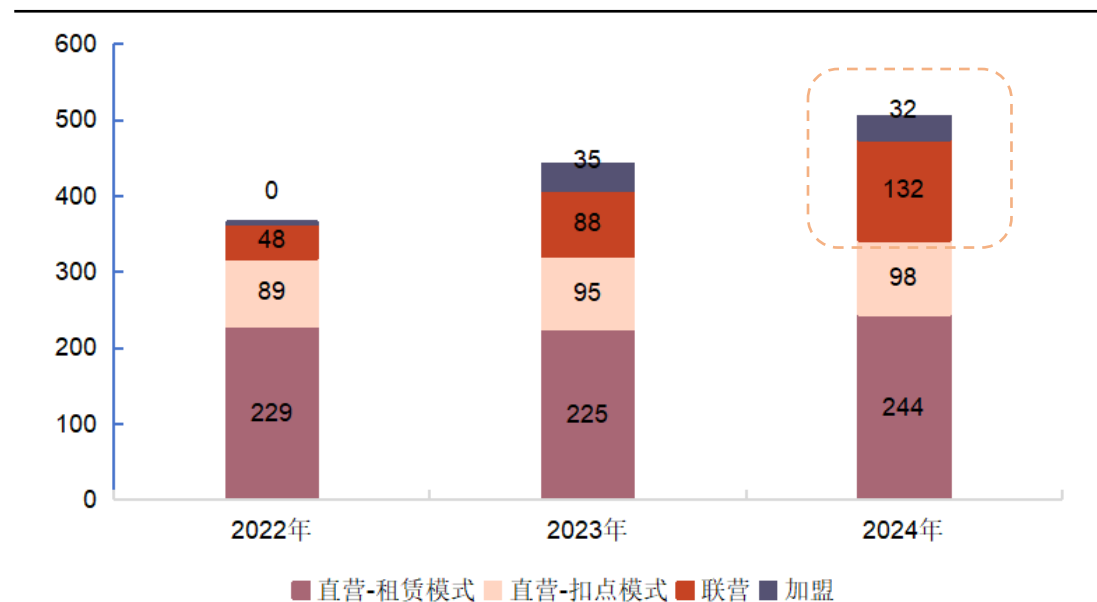


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

线下门店塑造高端护肤属性，非直营门店增长迅速

分渠道类型来看，2023年以来公司积极拓展非直营模式（即门店合作伙伴通过联营或加盟模式经营）。联营+加盟渠道的门店数自2022年末的48家快速增加至2024年末的164家，门店合作伙伴所贡献的收入2023~2024年同比增长56.4%/76.7%，收入占比自2022年的2.4%提升至2024年的3.8%。

图25：2022~2024年公司分类型门店数量（家）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

- 林清轩：稀缺的国产高端护肤品品牌
- 护肤品行业：细分赛道面部精华油、抗皱紧致类产品增速较高
- 公司亮点：“以油养肤”塑造心智，线上线下渠道共振
- 毛利率高位且持续上升，费用率下降促归母净利率修复**
- 募集资金用途
- 风险提示

毛利率高位并持续上升，费用率下降促归母净利率修复

2022~2024年公司毛利率分别为78.0%/81.2%/82.5%，保持较高水平并有所上升。

2022~2024年公司期间费用率分别为85.2%/70.7%/66.1%，下行主要来自于销售和管理费用率下降，销售费用率自2022年的73.7%逐步下降至2024年的56.9%，管理费用率自2022年的8.2%下降至2024年的6.4%，共促归母净利率自2022年的-0.9%逐步修复和提升至2024年的15.4%。

公司ROA和ROE2022~2024年呈逐年上升态势，2024年分别为20.6%/51.2%。

图26：2022~2024年公司毛利率、各项费用率和归母净利率（%）

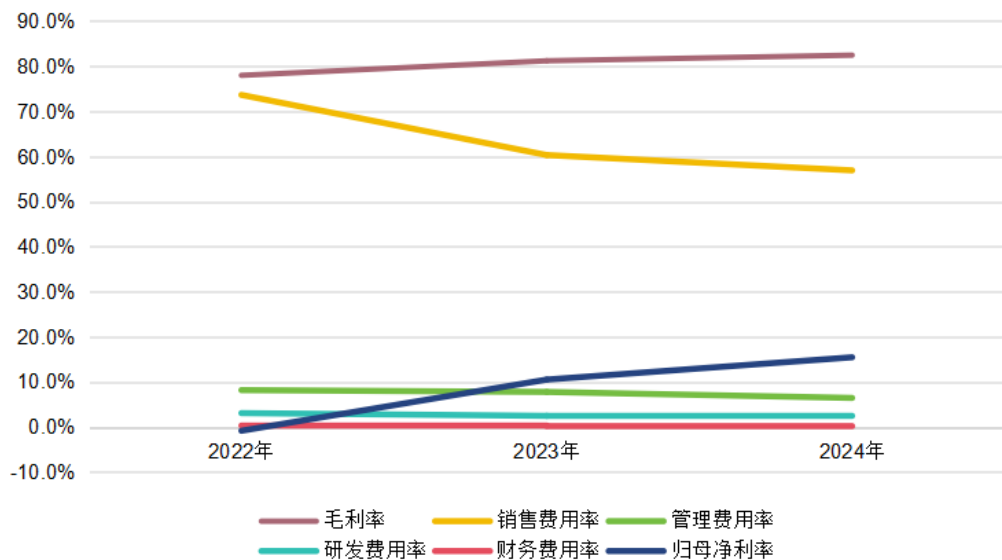


图27：2022~2024年公司ROA和ROE（%）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

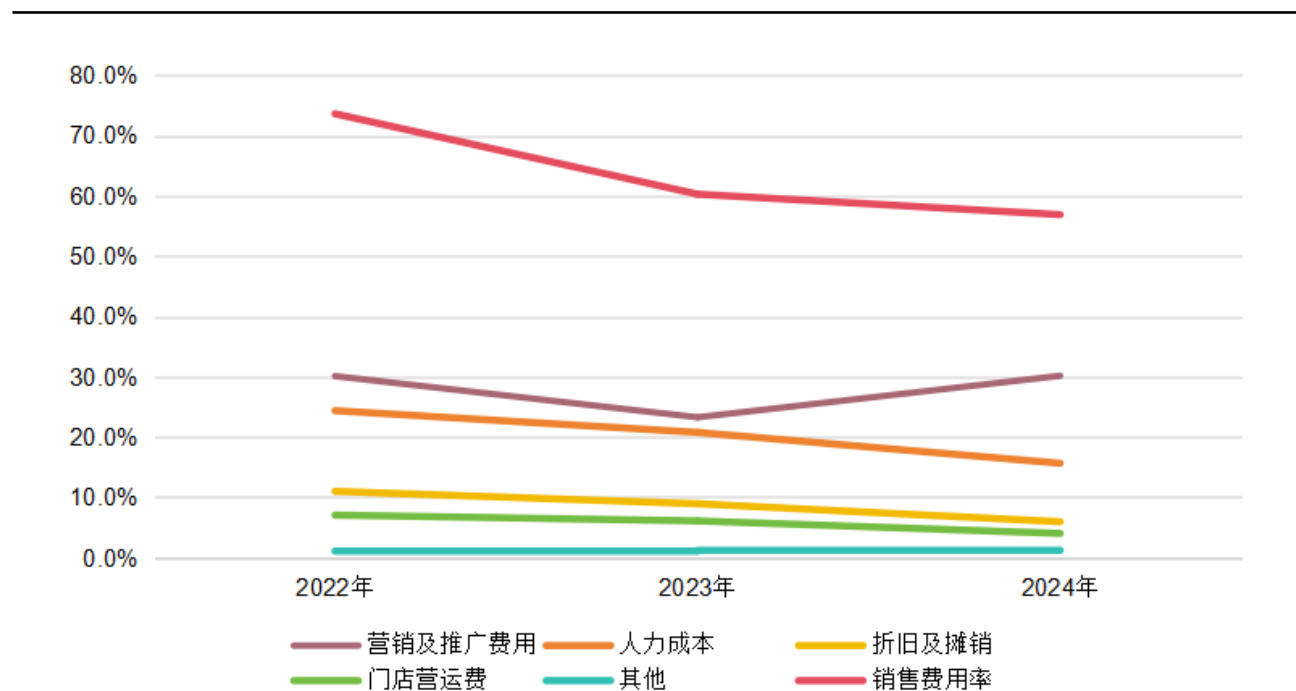
请务必参阅正文之后的重要声明

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

销售费用率降低，但营销推广费用积极投入

对公司销售费用率进行拆分来看，公司销售费用率自22年的73.7%持续下降至24年的56.9%，但其中细分科目有所分化，占比最大的营销及推广费用于2024年投放积极，2022~2024年占收入比例先降后升，分别为30.1%/23.3%/30.2%，其他类型费用（人力成本、折旧及摊销、门店营运费）占营业收入比例在2022~2024年中持续走低，显示公司控费积极，而在业务相关的投入上保持积极态度。

图28：2022~2024年公司销售费用率中细分科目费用占营业收入的比例（%）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

资产负债率有所走高，经营现金流好转

公司资产负债率在2022~2024年期间有所走高，自2022年的29.9%提升至2024年的43.0%。

2022~2024年公司经营净现金流随着归母净利润好转的趋势而同步向好，2023~2024年分别同比增长215.3%/48.9%，2024年为净流入3.07亿元。

图29：2022~2024年公司资产负债率（%）

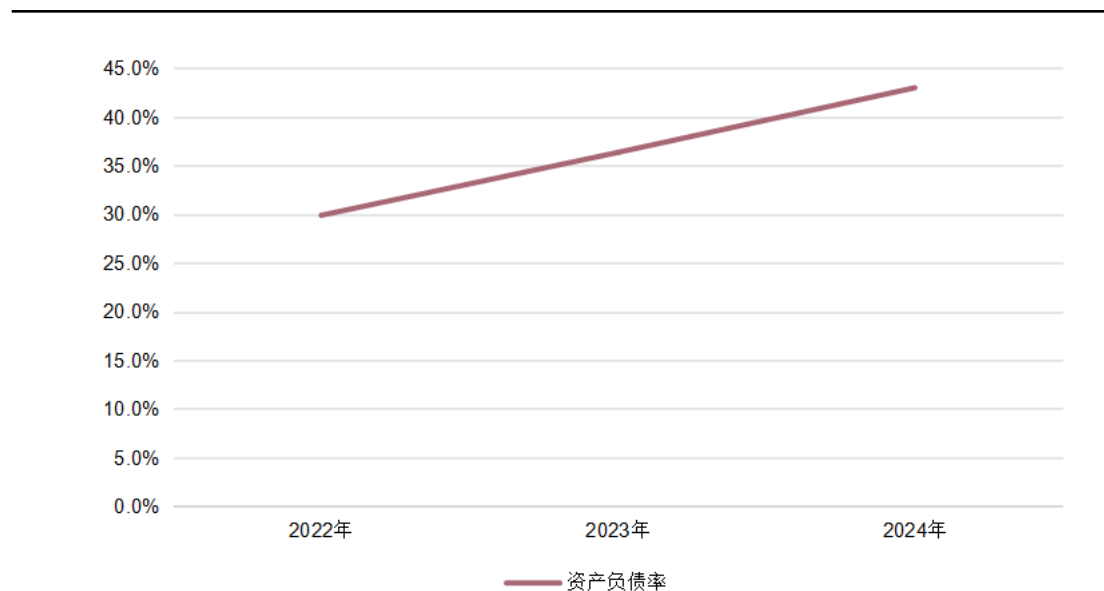
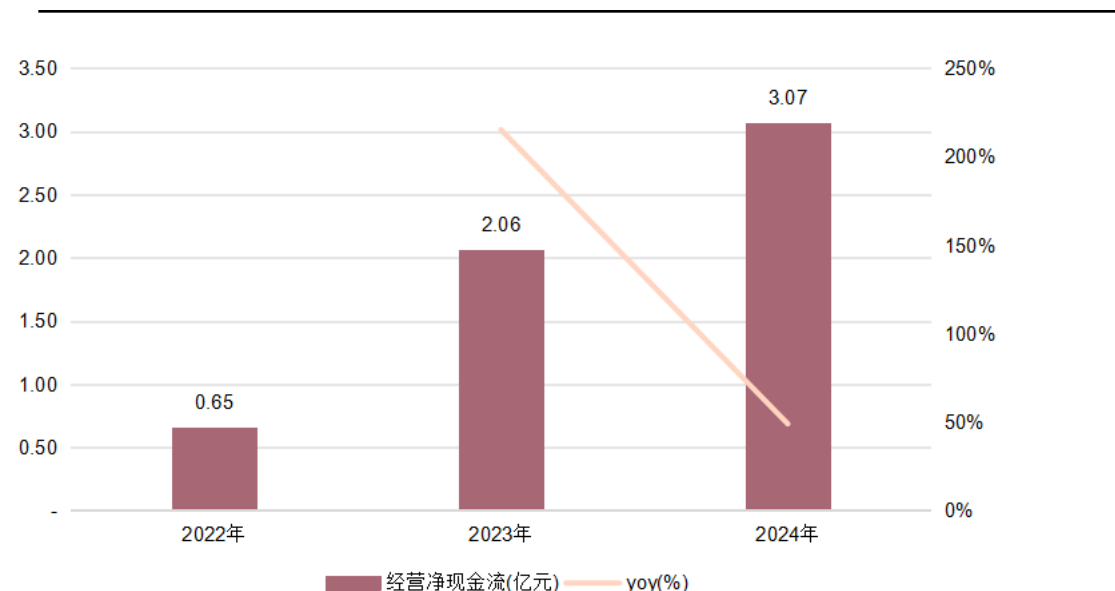


图30：2022~2024年公司经营净现金流及同比增速



林清轩：稀缺的国产高端护肤品品牌

护肤品行业：细分赛道面部精华油、抗皱紧致类产品增速较高

公司亮点：“以油养肤”塑造心智，线上线下渠道共振

毛利率高位且持续上升，费用率下降促归母净利率修复

募集资金用途

风险提示

图31：公司本次融资募集资金用途



林清轩：稀缺的国产高端护肤品品牌

护肤品行业：细分赛道面部精华油、抗皱紧致类产品增速较高

公司亮点：“以油养肤”塑造心智，线上线下渠道共振

毛利率高位且持续上升，费用率下降促归母净利率修复

募集资金用途

风险提示

- ❑ 消费需求疲软，导致线上、线下渠道销售不及预期。
- ❑ 门店客流下降，或者线下开店不及预期，导致线下渠道的销售不及预期。
- ❑ 线上渠道流量成本上升、获客成本增加，影响线上渠道的销售和盈利能力。
- ❑ 行业竞争加剧，主打某一成分或者功效的领域的新进入者增加（公司以山茶花提取物为独特主要成分），可能导致价格战或者公司产品力、品牌力下降。
- ❑ 新品推出或销售不及预期。公司目前精华油产品为第一大品类、2024年收入占比37%，正在推出其他的新品，若新产品销售不及预期，可能导致公司业绩不及预期或者品牌力受损。

衷心 感谢

光大证券研究所



纺织服装化妆品
研究团队

分析师：姜浩

📄 执业证书编号：S0930522010001

☎ 电话：021-52523680

✉ 邮件：jianghao@ebscn.com

分析师：孙未未

📄 执业证书编号：S0930517080001

☎ 电话：021-52523672

✉ 邮件：sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

📄 执业证书编号：S0930523070004

☎ 电话：021-52523842

✉ 邮件：zhujieyu@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A股市场基准为沪深300指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普500指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于1996年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界500强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。