

## 瑞贝卡 (600439)

## 美国假发需求量价齐升，营销渠道建设加速

买入 (维持)

2015年10月28日

## 市场数据

报告日期	2015-10-28
收盘价(元)	6.07
总股本(百万股)	943.32
流通股本(百万股)	943.32
总市值(百万元)	5725.96
流通市值(百万元)	5725.96
净资产(百万元)	2336.53
总资产(百万元)	4644.01
每股净资产	2.48

## 主要财务指标

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1932	2038	2299	2583
同比增长(%)	-9.3%	5.5%	12.8%	12.4%
净利润(百万元)	156	163	175	196
同比增长(%)	-9.4%	4.2%	7.5%	12.0%
毛利率(%)	25.7%	26.9%	27.2%	27.5%
净利润率(%)	8.1%	8.0%	7.6%	7.6%
净资产收益率(%)	6.9%	6.9%	7.0%	7.4%
每股收益(元)	0.17	0.17	0.19	0.21
每股经营现金流(元)	-0.05	0.28	0.20	0.26

## 相关报告

《瑞贝卡 2015 中报点评：北美发制品需求强势回归，渠道创新加速市场开拓》2015-08-27  
《跨境电商四举措出台，利好公司跨境渠道开拓》2015-06-12  
《“顶上”时尚，为美丽代言》2015-06-05

分析师：

雒雅梅

luoym@xyzq.com.cn

S0190510120006

王婉婷

wangwt@xyzq.com.cn

S0190514070009

## 投资要点

- **瑞贝卡公布 2015 年三季度报**：前三季度公司实现营业收入 14.99 亿元，同比增长 4.5%，实现归属于上市公司股东净利润 1.3 亿元，同比增长 0.7%，实现每股收益 0.14 元。其中，公司第三季度单季实现营业收入 4.56 亿元，同比增长 0.2%，归属于上市公司股东的净利润 4677 万元，同比增长 0.9%。
- **前三季度我国出口美国假发量价同比大幅提升**：美国作为全球最大的假发进口国，约占全球假发进口的 60%，我国是全球假发出口第一大国，占全球假发出口 80% 左右。2015 年前三季度我国发制品出口额总计约为 30 亿美元，同比增长 11%，同比增速逐季呈现下降态势（Q1/H1/Q3 yoy 79%/33%/11%），我们认为增长波动性较大主要受到非洲及欧洲出口金额增速下滑的影响，而美国假发消费需求为今年增长的中流砥柱，行业层面来看表现为量价齐升，我国出口美国假发数量 Q1/H1/Q3 yoy 分别为 29%/19%/12%，出口美国金额 Q1/H1/Q3 yoy 分别为 64%/45%/31%，相较 2013-2014 年均大幅提升。由此看到，今年美国发制品需求回升不仅体现在消费量反弹，更表现为高端产品市场的结构性回暖。
- **维持“买入”评级**：我们预测公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.17、0.19、0.21，对应 PE 为 35X、33X、29X。假发行业国外市场需求回暖，国内消费理念正在培育，2015 年瑞贝卡重启范冰冰代言，百度搜索指数飙升；公司跨境电商、美发沙龙渠道开拓在即。预计公司营收回升，低成本锁定，盈利反弹，维持“买入”评级。
- **风险提示**：1、原材料价格上涨；2、市场拓展效果不达预期



## 报告正文

## 点评

- **北美发制品需求 Q3 延续高增长:** 公司前三季收入同比增长 4.5%，其中收入占比较大的北美市场（占比近 50%）强势复苏，延续上半年高增长态势；非洲市场（占比 30%）受地缘政治、本国货币贬值等因素影响销售额同比下降；国内市场（占比 15%）在经济持续探底，居民消费受抑制的大环境下增势放缓；欧洲市场（占比 7%）经济依然低迷，高端消费乏力，销售收入同比下降。

**前三季度我国出口美国假发量价同比大幅提升:** 美国作为全球最大的假发进口国，约占全球假发进口的 60%，我国是全球假发出口第一大国，占全球假发出口 80% 左右。2015 年前三季度我国发制品出口额总计约为 30 亿美元，同比增长 11%，同比增速逐季呈现下降态势（Q1/H1/Q3 yoy 79%/33%/11%），我们认为增长波动性较大主要受到非洲及欧洲出口金额增速下滑的影响（受汇率因素影响较大），而美国假发消费需求为今年增长的中流砥柱，行业层面来看表现为量价齐升，我国出口美国假发数量 Q1/H1/Q3 yoy 分别为 29%/19%/12%，出口美国金额 Q1/H1/Q3 yoy 分别为 64%/45%/31%，相较 2013-2014 年均大幅提升。由此看到，今年美国发制品需求回升不仅体现在消费量反弹，更表现为高端产品市场的结构性回暖。

公司北美市场收入强势回升符合我们此前判断，北美发制品整体消费需求自去年重回上升轨道，公司积极调整营销策略及产品结构，订单量逐步回升；非洲、国内虽暂时受新兴市场经济周期影响增长疲弱，但考虑到市场容量规模，我们认为仍然是未来几年的重要增长区域。

**1) 公司美国订单增速回升:** 美国市场经济向好，失业率下降，工资收入提升，油价大幅下挫，人民币对美元贬值，均利好商品消费。公司去年 11 月份以来美国经销商订单开始增加。目前美国市场供不应求，造成供需差距的原因一是市场转好，二是国内竞争对手减少，前两年较差的市场环境导致很多小厂退出。

**2) 美国经销渠道去库存化基本完成:** 过去 3 年，美国一直在去库存化，市场低迷引发零售商、批发商的市场竞争，行业进行洗牌。目前代理、零售渠道大众产品的去库存阶段已经完成，高档产品如高顺发等去库存还在进行中，订单逐月增加。

**3) 美国高端产品市场结构性回暖:** 美国市场是相对成熟的市场，近两年公司美国市场收入下降很大程度受到消费结构的影响。2008-2012 年人发需求为高端消费驱动，2013-2014 大众消费重新回归，高档消费下降。但公司包括美国经销商、渠道商囤积了较多高端产品库存，库存去化进度低于中低档产品。目前美国市场又在发生新变化，美国经济强势复苏后对高端产品需求正在恢复。公司高顺发、A+、A++ 等高端产品价格比普通工艺发条贵一倍以上，毛利率高 3-4 个百分点，高档产品的回暖无论从收入还是盈利角度都将对公司

美国市场的增长起到很大推动作用。

- **毛利率同比大幅上升源自国外原材料采购、美国高端消费回升及低价原材料效应：**前三季度公司毛利率升至 27.4%，同比大幅上升 5pct；单季度来看，三季度毛利 29.1%，同比上升 4.9 pct，环比上升 2.7pct。今年由于国内外原材料价差较大，公司加大了国外原材料采购占比，因而受国内原材料即征即退政策的影响较小，工艺发条等人发原材料占比较高的产品毛利率同比升幅明显（而同时营业外收入同比下降）。除此以外，我们分析公司毛利率逐季上升还主要来自于美国高端消费回升及低价原材料效应两方面因素。**基于我们此前判断，美国销售额增速强势回归且高端产品市场结构性回暖。同时由于原材料人发价格降幅显著，化纤价格低位盘整。**

人发原材料价格于 2013 年见顶后 2014 年出现较大降幅，瑞贝卡锁定低价原材料成本，我们预计未来两年将显现较强的盈利弹性。同时随着抚顺化纤发丝项目投产、化纤丝自给率逐步提高，预计公司对原材料价格波动的敏感性将降低。

人发发条成本结构以原材料为主，人发原材料占比达 90%。从供需角度分析，人发原材料价格主要受到美国人发制品需求及印度人发原料供给两方面影响，2007 年之前美国发制品消费需求持续稳定增长，带动原材料出口上升及价格上涨，但由于中国假发 OEM/ODM 出口不掌控品牌、渠道，产成品与原材料价差实际是收窄的。2008-2012 美国发制品消费由高端需求驱动，利润空间有所扩大。2013-2014 年发制品需求回升，又适逢印度人发原材料供给量达到峰值，对发制品制造企业来说，盈利的增厚将十分显著。

- **广告营销宣传力度加大致营业费用增幅较高：**由于近年公司大力进行营销宣传海内外创新渠道开拓，营业费用率维持高位，前三季公司营业费用率 7.6%，同比上升 1 pct，三季度单季营业费用率高达 9.5%，同环比大幅上升，主要由于当期广告推广投入增幅较高，三季度单季财务费用同比大幅下降 85%，为美元兑人民币升值汇兑收益增加所致。
- **今年公司着力进行了海内外渠道延伸改造，加快了“线上线下”协调发展进程，布局了“双品牌，双渠道”的“品牌区隔”战略，积极开拓沙龙渠道并进行了跨境电商渠道的探索，我们认为公司渠道整合对销售收入的提升作用将于后期逐渐体现。**
  - a) **“双品牌，双渠道”：**目前公司已积累了较强的品牌优势，Rebecca 品牌的重复购买率超过 30-40%。2015 年公司重启范冰冰代言，并加大对公司高端假发品质的广告宣传力度，此举将进一步提升公司品牌认知度，提振假发消费的市场购买力。

公司正着力打造“门店+电商”双渠道，门店优势在于类定制的服务优势，Rebecca 和 Sleek 门店均提供试戴、形象建议等服务，会根据消费者的形象气质、脸型提供发型建议，提高了假发使用者的体验度。电商优势在于店面成本低，消费者覆盖面广。考虑到国内电商的白热化发展，以及 80、90 后年轻

一代主力消费群体的消费习惯，公司将加大对电商渠道的投入。公司前期门店的外延式扩张迅速，近几年公司的战略重点从门店扩张向门店优化转移。

今年公司对 Sleek 品牌重新定位，将均价由此前的 1000-2000 元下调至 500-800 元，品牌区隔更加显著，扩大了目标消费群体的覆盖范围，渠道来看未来 Rebecca 将主打门店，Sleek 品牌更偏重电商渠道。整体来看国内门店数量略有下降，但单店盈利能力提升明显。

- b) **除目前正在运营的门店、电商渠道外，瑞贝卡正在积极探索美发沙龙渠道，该渠道的成功开拓将对公司乃至我国假发行业的发展起到很大推动作用。**

**沙龙渠道最贴近消费者，是假发销售待开发的蓝海渠道。**据商务部统计，美发行业全年营业额高达 1183 亿元，为我国假发制造业市场规模的 60 倍。2013 年我国共有专业美发单位 14 万个，专业美发从业人员 48 万人，单个企业平均营业额近 100 万元。美发店纵深于大街小巷，最贴近消费者，也最能把握当季的流行趋势。公司尝试通过沙龙渠道让消费者了解发制品，提高瑞贝卡假发的品牌认知度，进而对沙龙渠道进行铺设。

- c) **跨境电商扬帆起航：**6 月 10 日国务院常务会议提出四大举措（包括优化通关流程、落实退免税政策、倡导外贸品牌企业自建跨境电商平台等）。跨境电商平台最受海外消费者欢迎的商品中，假发销售量仅次于服装和手机，位列第三，平均每天全球销售量约 4 万套。美国消费者中国海淘商品表中假发排名第一，其中 90% 为非裔人群购买。瑞贝卡自建跨境电商平台已开始正式运营，我们十分看好瑞贝卡跨境电商渠道的开拓，公司采取自建平台的模式一方面在渠道建设、运营、流量及大数据管理、消费者反馈等各环节的把控力更强，另一方面将更加凸显公司全球性假发的品牌形象及国际地位。

- **维持“买入”评级：**我们预测公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.17、0.19、0.21，对应 PE 为 35X、33X、29X。假发行业国外市场需求回暖，国内消费理念正在培育，2015 年瑞贝卡重启范冰冰代言，百度搜索指数飙升；公司跨境电商、美发沙龙渠道开拓在即。预计公司营收回升，低成本锁定，盈利反弹，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1、原材料价格上涨；2、市场拓展效果不达预期

表 2、瑞贝卡分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

主要数据	14-3Q	14-4Q	15-1Q	15-2Q	15-3Q	QOQ	2014-09	2015-09	YOY
营业收入	455	497	498	545	456.2	0.2%	1435	1499	4.5%
营业成本	345	322	364	401	323.6	-6.3%	1113	1088	-2.2%
毛利	110	175	135	144	132.7	20.7%	322	411	27.5%
销售费用	30	46	39	32	43.5	45.5%	95	115	20.3%
管理费用	30	57	34	37	33.8	12.1%	101	105	3.7%
财务费用	32	58	30	39	4.8	-84.9%	79	74	-6.4%
资产减值	0	2	0	-0	0.0	-	0	-0	-378.7%
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-
投资收益	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-
营业利润	13	8	30	33	48.6	283.9%	29	111	279.8%
利润总额	51	36	44	50	52.2	1.4%	144	146	1.4%
净利润	46	26	40	44	46.8	0.9%	130	131	0.7%
EPS	0.049	0.028	0.043	0.046	0.0	0.9%	0.138	0.139	0.7%
销售费用率	6.6%	9.2%	7.7%	6.0%	9.5%	3.0%	6.6%	7.6%	1.0%
管理费用率	6.6%	11.5%	6.8%	6.8%	7.4%	0.8%	7.0%	7.0%	-0.1%
财务费用率	7.0%	11.6%	6.1%	7.2%	1.1%	-5.9%	5.5%	5.0%	-0.6%
所得税率	10.3%	28.1%	8.8%	11.9%	10.2%	-0.1%	9.9%	10.4%	0.5%
毛利率	24.1%	35.2%	27.0%	26.4%	29.1%	4.9%	22.5%	27.4%	5.0%
净利润率	10.2%	5.3%	8.1%	8.0%	10.3%	0.1%	9.1%	8.7%	-0.3%

资料来源: 天软投资系统

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	3376	3586	3745	3965
货币资金	285	480	425	445
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	289	283	321	364
其他应收款	59	53	62	71
存货	2517	2532	2678	2809
<b>非流动资产</b>	902	874	832	794
可供出售金融资产	96	96	96	96
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	475	487	485	475
在建工程	58	34	22	16
油气资产	0	0	0	0
无形资产	161	152	141	130
<b>资产总计</b>	4278	4460	4577	4759
<b>流动负债</b>	1660	1689	1610	1622
短期借款	740	1036	909	858
应付票据	0	0	0	0
应付账款	215	164	196	225
其他	705	488	505	538
<b>非流动负债</b>	351	400	467	501
长期借款	350	400	467	500
其他	1	0	1	1
<b>负债合计</b>	2011	2089	2077	2122
股本	943	943	943	943
资本公积	437	437	437	437
未分配利润	927	830	936	1060
少数股东权益	5	4	4	3
<b>股东权益合计</b>	2266	2371	2500	2636
<b>负债及权益合计</b>	4278	4460	4577	4759

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	156	163	175	196
折旧和摊销	31	50	53	55
资产减值准备	2	0	1	1
无形资产摊销	19	18	19	19
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	95	135	153
投资损失	0	-3	-3	-2
少数股东损益	-1	-0	-1	-1
营运资金的变动	-255	18	189	152
<b>经营活动产生现金流量</b>	-45	262	189	248
<b>投资活动产生现金流量</b>	-43	-27	-25	-26
<b>融资活动产生现金流量</b>	-157	-41	-218	-202
现金净变动	-257	195	-55	20
现金的期初余额	541	285	480	425
现金的期末余额	284	480	425	445

利润表

单位:百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	1932	2038	2299	2583
营业成本	1435	1490	1674	1873
营业税金及附加	22	23	26	29
销售费用	141	147	161	181
管理费用	158	139	154	173
财务费用	137	95	135	153
资产减值损失	2	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	3	3	2
<b>营业利润</b>	37	147	151	176
营业外收入	144	40	50	50
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	180	186	200	225
所得税	24	24	26	29
净利润	156	162	175	196
少数股东损益	-1	-0	-1	-1
<b>归属母公司净利润</b>	156	163	175	196
<b>BPS(元)</b>	0.17	0.17	0.19	0.21

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	-9.3%	5.5%	12.8%	12.4%
营业利润增长率	331.3%	296.6%	2.7%	16.2%
净利润增长率	-9.4%	4.2%	7.5%	12.0%
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	25.7%	26.9%	27.2%	27.5%
净利率	8.1%	8.0%	7.6%	7.6%
ROE	6.9%	6.9%	7.0%	7.4%
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	47.0%	46.8%	45.4%	44.6%
流动比率	2.03	2.12	2.33	2.44
速动比率	0.52	0.62	0.66	0.71
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	45.7%	46.7%	50.9%	55.3%
应收帐款周转率	688.3%	697.1%	744.5%	737.4%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.17	0.17	0.19	0.21
每股经营现金	-0.05	0.28	0.20	0.26
每股净资产	2.40	2.51	2.65	2.79
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	36.6	35.1	32.7	29.2
PB	2.5	2.4	2.3	2.2

**投资评级说明**

**行业评级** 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;
- 增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
- 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

**机构销售经理联系方式**

<b>机构销售负责人</b>			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
<b>上海地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
<b>北京地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街2号泰康国际大厦6层609(100033) 传真: 010-66290200					
<b>深圳地区销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
<b>海外销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	龚学敏	021-38565409	gongxuemin@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
<b>私募及企业客户负责人</b>			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
<b>私募销售经理</b>					
<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>	<b>姓名</b>	<b>办公电话</b>	<b>邮箱</b>
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					

**港股机构销售服务团队**

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室      传真: (852)3509-5900

### 【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

### 【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、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。

本公司的资产管理部门、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。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。