

长虹美菱（000521.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



吴宇同
家电、服饰 & 医美
化妆品研究员

2025年11月12日

基本信息

所属行业	消费品
当前股价	7.04
总市值	72.51亿
PE-TTM	11.03
PB-MRQ	1.17

估值结果

价值	94.86亿
DDM估值 上行空间	31%
状态	偏低估
价值	99.74亿
动态估值 上行空间	38%
状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

长虹美菱的主营业务为空调、冰箱&洗衣机、小家电及厨卫电器。

公司的成长空间星级较低，主要是由于公司的主要收入来源于白色家电。白色家电属于成熟市场，需求主要来自于更新需求，成长的天花板较低。公司的盈利趋势星级较低，主要是由于公司的盈利能力在行业中较为落后，产品主打性价比，差异化程度较低，以及未来下游需求的可预测性较弱。公司的产业格局星级处于中等水平，主要是由于白色家电行业具有一定的进入壁垒。公司的护城河处于中等水平，主要具备一定的品牌和渠道护城河。

我们假设公司未来的业绩增量来自于代工业务的稳步增长，海外业务的逐步拓展，以及经营提效带来的盈利改善，当前估值处于偏低估状态。

我们区别于市场的观点

公司当前被市场低估，主要是由于：1）市场担心国家补贴结束之后，公司白色家电业务承压。2）小米当前已经布局自己的空调产线，市场对于公司未来的接单情况有一定的担忧。

我们认为，在内需消费谨慎背景下，叠加电商红利、冰箱结构升级及外销新兴市场白电低渗透率的机遇，公司空调业务有望凭借电商渠道与高性价比快速提升市场份额，冰箱通过结构升级优化均价与质价比有望释放利润弹性，外销则依托早期布局与新兴市场深耕进一步扩大份额，因此我们认为对于公司未来的发展不必过度悲观。

风险提示

公司空调品类内销代工大客户主要是小米集团，但后者存在自有产能逐步扩大，可能对于公司收入产生较大不利影响；公司改革进程可能受制于集团整体改革步伐，可能存在改革进程有所放缓的风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 营销强度	5
3.2 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	5
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	6
5.1 成长空间	6
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	5
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

长虹美菱前身为成立于1983年的合肥第二轻工机械厂，后转产家用冰箱，并于1992年股份制改革后更名为合肥美菱股份有限公司，次年上市。2005年合肥美菱与四川长虹进行战略重组，黑白电联合的战略合作就此开始，后者成为其控股股东。2009年，公司收购长虹空调和中山长虹，正式进入空调领域。2015年，公司收购长虹日电股权，进一步构建小家电与厨卫等业务线条。2016年，子公司中科美菱登陆新三板，公司正式布局生物医疗领域。2018年，公司更名为长虹美菱。

2. 业务介绍

对于长虹美菱公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

空调：

空调是公司的主要收入来源。长虹美菱作为小米主要的空调代工企业，后者为公司空调业务提供稳定的收入支持。我们对于该业务的市场定义为国内市场和海外市场。

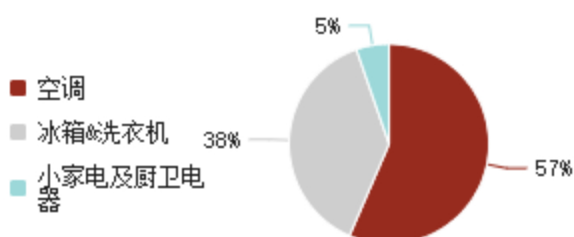
冰箱&洗衣机：

冰箱&洗衣机为公司的第二大收入来源。冰箱整体出货量呈现稳健增长态势，近年来外销增速持续高于内销。洗衣机产业，长虹美菱切入相对较晚，国内产品打造蓝氧如手洗洗衣机、蓝氧烘护机爆款，海外出海共享客户资源实现规模突破。我们对于该业务的市场定义为国内市场和海外市场。

小家电及厨卫电器：

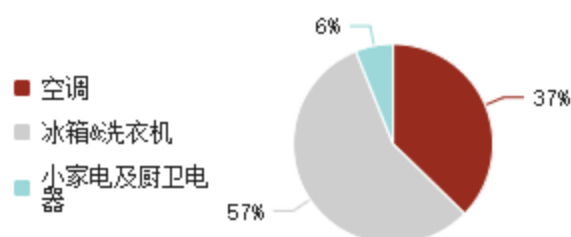
2015年，公司收购长虹日电股权，拓展了小家电、厨电等多品种的业务。2024年公司小家电及厨卫收入占比为5.22%。我们对于该业务的市场定义为国内市场和海外市场。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司的主要业务是空调、冰箱、洗衣机、小家电及厨卫电器的生产和销售。长虹美菱是小米主要的空调代工企业，小米是其最重要的客户，客户集中度高。在运营维度，借助母公司平台化转型契机构建智能化交易平台，以全流程信息化管理为支撑，持续优化销售费用结构，使销售费用率维持行业内较低水平。

3.1 营销强度

低

较低

中等

较高

高

长虹美菱借助集团改革措施，在提效方面取得了显著成效。在运营层面，通过母公司平台化转型，建立了智能化交易平台，实现全流程的信息化管理，降低了销售费用，销售费用率在行业内处于较低水平。

3.2 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

空调代工业务深度绑定小米单一大客户，第一大客户收入占比高，导致公司客户集中度较高。

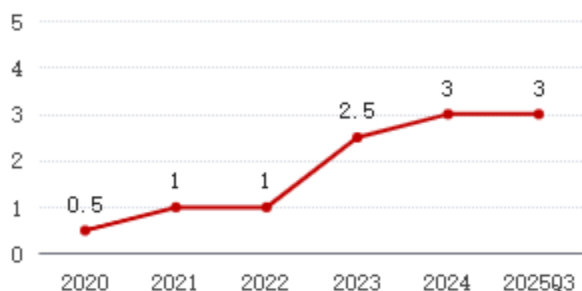
4. 历史经营绩效

从历史经营绩效来看，公司的业务控制能力和股东回报能力较好；历史盈利能力和成长能力处于中等水平。从长虹美菱的角度看，公司不仅积极配合集团完成整体调改、充分利用了集团内部资源，也针对自身困境和产业特点，通过质改数转、组织优化和激励相容三大抓手进行了差异化战略布局与实施，盈利能力和各项周转指标稳中向好改善，未来盈利能力仍有提升空间，老牌国企有望焕发荣光。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力处于中等水平，盈利能力有所提升。近年来公司毛利率缓慢回升，但2024年多重因素下阶段性承压。费用率近年来不断下降，处于较低水平，拉动归母净利率逐步提升。虽然公司自身经营在提效，但是对比同行盈利能力仍然处于较低水平，盈利星级一般。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



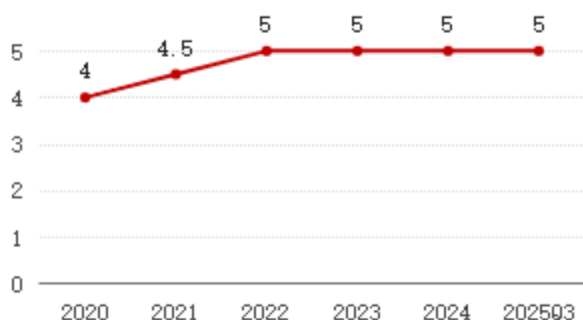
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力较好。从历史上看，2020年至2024年成长星级逐步提升，主要是由于海外业务发展较快。2024年成长能力星级下滑主要是由于受到非经常性因素影响，公允价值变动、资产减值损失及去年同期先进制造业增值税加计抵减合计负贡献2.36亿元。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制能力较好，并且较为稳定。公司2024年经营性现金流净额/净利润的比例为547.9%，说明公司净利润转化为经营性现金流的比例高，盈利质量非常高。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司注重股东回报，股东回报星级较高。2024年公司的分红比例为48.6%，分红意愿较高。

5. 四维评级

公司的成长空间和护城河均处于较低水平，盈利趋势处于中等水平。为公司贡献最大收入来源的空调、冰箱&洗衣机业务属于成熟业务。空调业务收入的主要来源是给小米空调代工；冰箱&洗衣机业务公司的竞争优势并不明显，处于行业中后部水平。

5.1 成长空间

★★☆☆☆

公司的成长空间星级较低。空调、冰箱&洗衣机均属于成熟市场，行业需求主要由更新需求拉动。未来随着家电以旧换新补贴的结束，短期内行业增速可能下降。

空调(1.5星):

空调业务的主要收入来源于给小米空调代工，自有品牌的占比较低。未来的增速取决于小米空调的增速。值得注意的是，空调行业是寡头竞争的行业，小米空调近年来凭借低价优势抢占了一定的市场，但我们认为该趋势是否有持续性具备较高的不确定性；以及小米当前自己布局家电产线，可能对于公司的接单产生不利影响。

冰箱&洗衣机(1.5星):

冰箱&洗衣机行业属于成熟行业，行业增速主要来自于更新需求，增速较低。并且公司在该行业并没有明显的竞争优势，故冰箱&洗衣机业务的成长星级较低。

小家电及厨卫电器(2星):

该项业务占公司收入的比例较低。厨卫电器属于成熟行业，和房地产行业的相关性较高，收入的可预测性较低；小家电行业更偏可选消费，公司在该赛道的品牌优势不明显，故成长空间较低。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司的盈利趋势星级处于较低水平。主要是由于公司的盈利能力在行业中较为落后，产品主打性价比，差异化程度较低，以及未来下游需求的可预测性较弱。

空调(2.5星):

空调业务主要是给小米空调代工，小米当前自建了空调产线，所以公司的小米空调业务的需求可预测性较弱，拖累空调业务的盈利趋势星级。

冰箱&洗衣机(2星):

公司的产品主打性价比，差异化程度较低，并且洗衣机&冰箱属于成熟行业，主要靠更新需求拉动，家电以旧换新政策结束以后未来的行业增速可预测性较低，因此拖累冰洗业务的盈利趋势星级。

小家电及厨卫电器(2星):

小家电及厨卫电器收入体量较小，产品主打性价比，差异化程度较低，并且该行业更偏可选消费，未来3-5年的需求可预测性较低，拖累小家电及厨卫电器业务的盈利趋势星级。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司的产业格局一般，主要是由于白色家电行业为寡头垄断的行业，公司在白色家电行业的市占率较低，并且未来市占率能否提升具有较强的不确定性。白色家电的品牌和渠道壁垒较高，公司的品牌与渠道优势不明显，综上公司的产业格局星级处于中等水平。

空调(2星):

公司空调业务以小米空调代工为核心营收来源。目前，小米已完成自有空调产线的建设并实现投产，其自产产能的逐步释放，或将对公司现有空调代工订单规模与业务毛利率产生直接不利影响。

冰箱&洗衣机(3.5星):

公司冰箱与洗衣机业务核心面向终端消费者（C 端）市场，客户覆盖广泛且结构高度分散，不存在单一客户依赖风险；同时，该行业在核心技术研发、规模化生产制造、供应链整合效率及品牌渠道建设等方面存在较高进入壁垒，新玩家入局难度较大，行业竞争格局相对稳定。

小家电及厨卫电器(3星):

公司小家电及厨卫电器业务核心面向终端消费者（C 端）市场，客户群体覆盖全年龄段、多消费场景，广泛分布于各类家庭及个体用户，客户结构高度分散，不存在单一客户依赖风险。

5.4 护城河

★★★★☆

公司的护城河处于中等水平。长虹美菱与控股股东四川长虹在供应链、研发等方面深度协同。长虹美菱向四川长虹采购原材料，四川长虹旗下的长虹华意为其提供压缩机，形成“上游压缩机 + 下游整机”的产业链闭环。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
空调	(1.5星) 该业务的护城河处于一般水平，其经壹评级调整的ROIC为4.9%。公司的该业务主要为代工，毛利率较低，导致净利率较低，拖累公司的护城河星级。	(3星) 该业务的护城河持续性一般，主要是具备规模效应护城河。长虹美菱与控股股东四川长虹在供应链、研发等方面深度协同。长虹美菱向四川长虹采购原材料，四川长虹旗下的长虹华意为其提供压缩机，形成“上游压缩机 + 下游整机”的产业链闭环。
冰箱&洗衣机	(3星) 该业务的护城河处于中等水平，其经壹评级调整的ROIC为11.9%。该业务市占率较低，为行业内的中部公司。	(3星) 该业务的护城河持续性一般，该业务主要具备一定的品牌和渠道护城河。公司属于冰箱&洗衣机的中部品牌，与龙头相比竞争优势较弱。
小家电及厨卫电器	(0.5星) 该业务的护城河处于较低水平，其经壹评级调整的ROIC为-0.2%。该业务的市占率低，并且品牌力和渠道力均不强，拖累该业务的护城河星级。	(2星) 该业务的护城河持续性较低，该业务基本不具备品牌和渠道护城河，市占率水平很低并且产品矩阵较小。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们假设公司未来的业绩增量来自于代工业务的稳步增长，海外业务的逐步拓展，以及经营提效带来的盈利改善，当前估值处于偏低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括空调，冰箱&洗衣机，小家电及厨卫电器。我们分预测进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

业务1：空调

收入假设：

空调是公司当前的主要收入来源。行业高景气度背景下，预计公司海外代工业务增速将快于空调整体业务；内销端，代工大客户小米集团的市场份额增长较快，且存在一定缺货情况，公司自有品牌同时保持稳步发展。我们预计2025-2030年空调的复合增速为5.7%。

盈利能力假设：未来长虹美菱海外毛利率提升空间较大，公司塑造自主品牌出海有望提升外销毛利率。预计空调业务的毛利率2030年有望提升至9.3%。

业务2：冰箱&洗衣机

收入假设：

冰洗产品主打“薄、窄、嵌”，定价注重质价比，海外代工业务稳定。我们预计2025-2030年冰洗的复合增速为3.9%。

盈利能力假设：公司近年不断寻求改革突破，公司积极配合集团整体调改并搭配企业提质增效，盈利能力实现稳步提升。我们预计2030年冰洗的毛利率有望提升至16.5%。

业务3：小家电及厨卫电器

收入假设：

公司的小家电及厨卫电器的收入规模较小，小家电行业未来仍然有较大的发展空间。我们预计2025-2030年小家电及厨卫电器的复合增速为7.8%。

盈利能力假设：公司近年不断寻求改革突破，公司积极配合集团整体调改并搭配企业提质增效，盈利能力实现稳步提升。我们预计2030年小家电及厨卫电器的毛利率有望提升至12.1%。

表2：公司整体业绩预测

长虹美菱	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	198.1	238.3	282.1	322.4	344.0	364.5	383.1	402.9
归母净利润(亿)	1.8	6.3	5.8	6.5	7.9	9.3	10.8	12.4
归母净利润增速(%)	38470.1	256.5	-7.6	12.6	21.2	18.2	15.8	14.6
经营性净利润(亿)	0.3	4.9	5.0	6.7	8.1	9.6	11.1	12.7
经营性净利润增速(%)	115.5	1459.6	1.4	33.4	21.5	18.4	15.9	14.7
经营性归母净利润(亿)	0.3	4.7	4.8	6.4	7.8	9.2	10.7	12.3
经营性归母净利润增速(%)	123.0	1593.7	2.1	33.4	21.5	18.4	15.9	14.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

空调	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	97.8	115.7	154.1	181.6	194.4	206.5	219.4	233.2
收入增速(%)	42.4	18.2	33.2	17.9	7.0	6.2	6.2	6.3
经营性净利润(亿)	-0.1	0.6	1.8	2.5	3.5	4.5	5.7	7.0
经营性净利率(%)	-0.1	0.5	1.2	1.4	1.8	2.2	2.6	3.0
经营性净利润增速(%)	94.2	645.0	189.5	37.0	40.1	30.8	25.8	22.4
冰箱&洗衣机	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	84.2	104.2	113.0	124.3	131.4	138.0	142.2	146.4
收入增速(%)	-4.7	23.7	8.5	10.0	5.8	5.0	3.0	3.0
经营性净利润(亿)	1.6	4.9	3.1	4.1	4.5	4.9	5.2	5.5
经营性净利率(%)	1.9	4.7	2.7	3.3	3.4	3.5	3.6	3.8
经营性净利润增速(%)	342.0	213.1	-37.2	31.3	10.0	8.7	6.7	6.2
小家电及厨卫电器	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	16.1	18.5	15.0	16.5	18.1	20.0	21.6	23.3
收入增速(%)	20.7	15.2	-18.9	10.0	10.0	10.0	8.0	8.0
经营性净利润(亿)	-1.1	-0.6	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
经营性净利率(%)	-7.1	-3.4	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
经营性净利润增速(%)	-177.8	45.4	113.8	35.5	22.5	20.9	17.6	16.6

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
空调	3.0%	中低	一般	较强	8.3%	11.88	6.5
冰箱&洗衣机	3.0%	中低	较好	较强	8.3%	13.2	5.4
小家电及厨卫电器	3.0%	中低	较好	一般	8.3%	11.88	0.2
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
空调(亿)	-11.9	55.9	44.0	-	-	-	44.0
冰箱&洗衣机(亿)	3.1	51.6	54.6	-	-	-	54.6
小家电及厨卫电器 (亿)	-0.8	1.9	1.1	-	-	-	1.1
公司整体测算(亿)	-9.7	109.4	99.7	-	-	-	99.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
空调(亿)	14.2	30.2	44.4	-	-	-	44.4
冰箱&洗衣机(亿)	23.3	27.0	50.2	-	-	-	50.2
小家电及厨卫电器 (亿)	-0.5	0.7	0.2	-	-	-	0.2
公司整体测算(亿)	37.0	57.8	94.9	-	-	-	94.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★☆☆☆

公司的估值确定性较低，主要是由于公司的各项业务均不是龙头，各业务未来的市占率的可预测性较低；以及当前公司仍然处于调整期，盈利能力能修复到何种程度的确定性较低。综上所述公司整体的盈利可预测性较低。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。