

## 兔宝宝 (002043.SZ)

公司报告 | 首次评级报告

杜佳玲  
建材研究员

2026年3月10日

## 基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	15.76
总市值	130.77亿
PE-TTM	17.86
PB-MRQ	4.07

## 估值结果

价值	166.09亿
DDM估值	上行空间 27%
状态	偏低估
价值	159.07亿
动态估值	上行空间 22%
状态	合理估值

## 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

兔宝宝是国内高端环保家具板材产销规模最大的企业之一，公司经营以装饰材料业务为主，定制家居业务为辅，致力于成为国内领先的装饰材料综合服务运营商。

综合来看，兔宝宝成长空间相对有限，主因装饰材料行业步入成熟期且受地产拖累，但存量房翻新及渠道下沉或持续提供增量支撑；作为板材领域龙头，公司依托ENF级环保标准与“板材+辅材”产品矩阵，品牌溢价能力突出，高毛利品类占比提升叠加供应链优化，推动盈利趋势稳健向好；行业集中度加速提升，中小企业出清背景下龙头份额持续扩张，产业格局持续优化；公司护城河坚实，以强品牌力、深度渠道网络及“基材+定制”产业链协同构建多维壁垒，客户粘性与供应链整合优势显著，竞争者难以短期复制。

基于未来业绩稳健增长，业务市占率提升，盈利修复后稳定的假设，当前公司估值处于合理偏低估状态。

## 风险提示

若未来地产需求持续疲软且政策效果不及预期，将对公司装饰材料与定制家居业务增长形成压制；木材、胶黏剂等核心原材料价格若剧烈波动，叠加环保成本上升，成本传导机制若受阻将挤压盈利空间；定制家居业务在竞争中面临头部品牌挤压与获客成本攀升压力，新业务模式亦需应对交付能力与盈利验证挑战，上述风险若显现，将对公司业绩构成一定影响。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 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	6
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	7
5.1 成长空间	7
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	8
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 .....	6
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

兔宝宝创立于1992年，2005年在深交所上市，是国内高端环保家具板材产销规模最大的企业之一，公司经营以装饰材料业务为主，定制家居业务为辅，致力于成为国内领先的装饰材料综合服务运营商。

## 2. 业务介绍

对于兔宝宝公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

装饰材料：

装饰材料业务是公司的核心主业，产品体系包括家具板材、基础板材等主材产品和石膏板、科技木皮、装饰纸、封边条、五金和胶黏剂等配套辅材，该业务主要通过经销商模式实现销售，销售渠道主要有门店零售以及家装公司、家具厂和工装渠道，我们对该业务的竞争市场界定为中国境内。

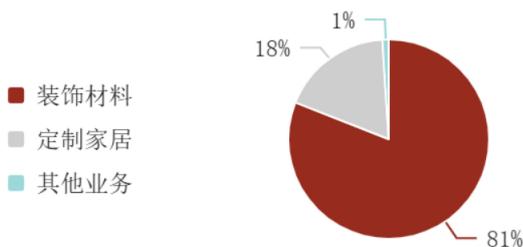
定制家居：

定制家居业务是公司在其装饰材料主业基础上拓展的终端业务，该业务主要提供包括定制衣柜、橱柜、地板、木门、墙板等在内的全屋定制化产品，其销售分为面向消费者的经销商零售业务和面向工程端的大宗业务两种模式，当前零售业务保持增长，工程业务有所受限，我们对该业务的竞争市场界定为中国境内。

其他业务：

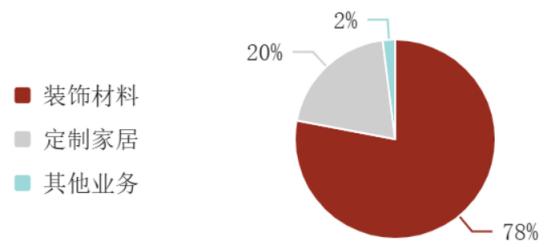
公司的其他业务是兔宝宝除两大核心业务外的补充性业务，占营收体量较小，对公司整体经营影响不大，我们对该业务的竞争市场界定为中国境内。

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

兔宝宝构建了“轻资产运营+强品牌溢价+深渠道壁垒”的商业模式，其依托OEM代工与品牌授权降低资产投入，通过6000+经销商渠道覆盖市场、分流营销成本，客户类型多元分散，聚焦品牌与渠道建设，兼顾环保产品优势与高效运营，构建了可持续的家居建材经营体系。

### 3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

兔宝宝的资产强度较低，核心原因是其采用轻资产运营模式。2024年公司固定资产和在建工程占总资产比例约12%，单位收入所需要的固定资产约为0.08元，主要系公司生产以OEM代工为主，无需投入大量资金建设厂房、购置设备，整体运营侧重品牌与渠道建设，大幅降低对固定资产的依赖。

### 3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

兔宝宝的营销强度较低，2024年公司销售费用率为3.4%，销售费用占营业总成本的占比约为3.9%。公司拥有较为成熟完善的经销商渠道，全国6000余家专卖店及众多合作家具厂商承担了部分终端推广成本，同时公司品牌知名度较高，凭借环保产品优势形成良好口碑，实现市场渗透。

### 3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

兔宝宝客户集中度低，2024年公司前五大客户销售额占比为11.57%，核心原因是其渠道多元且客户类型分散。公司依托专卖店、合作家具厂及家装公司构建广泛渠道，客户涵盖零售终端、中小家具厂、装企等，无过度依赖少数大客户的情况。同时，公司深耕乡镇等下沉渠道，拓展多元客户群体，叠加业务覆盖多场景，进一步分散客户资源，有效降低了客户集中度。

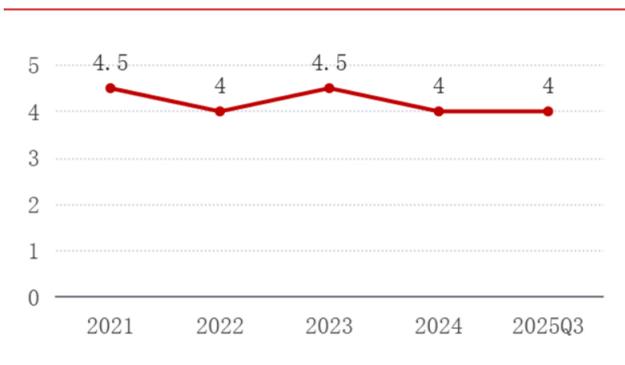
## 4. 历史经营绩效

过去五年，兔宝宝的成长和盈利能力在地产下行周期中展现出韧性，虽受工程业务减值拖累导致净利润波动，但通过小B渠道崛起和乡镇下沉实现了核心板材业务的逆势突围；受益于轻资产模式和品牌授权业务，公司业务控制力持续较好；而基于其优异现金流和低资本开支需求，公司得以维持高分红，股东回报能力强。

### 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



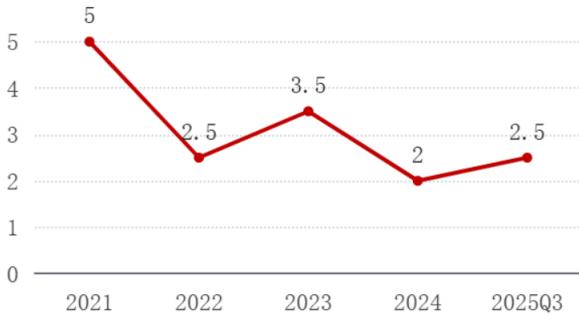
数据来源：公司财报，壹评级

近五年，公司盈利能力星级始终维持高位，核心得益于其强大的品牌溢价能力，使其在终端拥有高于竞品的定价权，保障了渠道利润空间；同时，公司坚持轻资产运营模式，大幅减少固定成本投入与资本占用，提升了资产周转效率；此外，高毛利的品牌授权业务占比提升以及严格的内部费用管控也进一步平滑了原材料波动风险，支撑稳定且较高的盈利水平。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



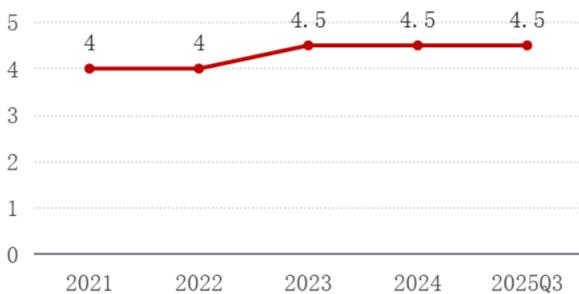
数据来源：公司财报，壹评级

近几年，公司成长能力星级波动下滑，核心是公司在地产下行周期中主动风险出清与业务结构调整的结果。营收端，主要系下游家居消费需求偏弱，增速放缓。同时，定制家居领域同质化严重、价格战激烈，叠加此前并购裕丰汉唐等业务未达预期，计提大额资产减值拖累利润，行业整体复苏乏力，导致公司营收与利润增速呈现波动疲软态势，成长动能阶段性承压。

## 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



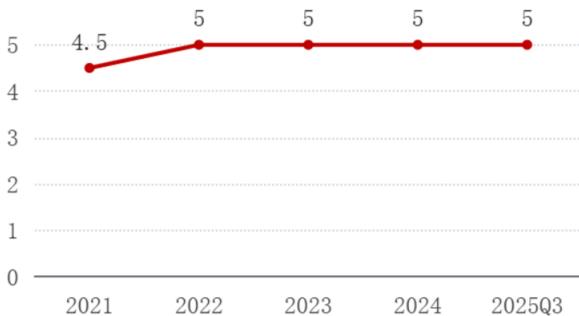
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力始终维持较高水平，源于其在产业链中较强的话语权与优异的营运资本管理。公司业务主要以经销为主，回款质量良好，营运资本效率较高，经营性现金流常年高于净利润；同时，凭借行业规模与品牌优势，公司能够合理管控上下游占款，有效缓解并购业务带来的应收账款压力，降低经营风险，稳固自身业务控制力。

## 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

公司股东回报能力始终维持较高水平，核心是公司重视股东回报，制定明确稳健的分红规划，2024年全年现金分红达4.9亿元，分红比例超80%。成熟的轻资产运营模式保障盈利持续稳定，充沛的经营现金流为高位分红提供坚实支撑。同时，公司无需大量外部融资，可将充裕利润用于回馈股东，进而持续维持高位分红率，凸显股东回报优势。

## 5. 四维评级

作为装饰板材行业龙头，兔宝宝成长空间中等，盈利趋势和产业格局相对较好，护城河较为深厚，持续性较好，整体来看公司基本面较为优秀。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

兔宝宝成长能力中等，装饰材料及定制家居行业市场规模大但集中度低，公司市场份额尚有提升空间。

#### 装饰材料(2.5星):

装饰材料的核心人造板行业已进入成熟期，未来需求以存量翻新为主，整体市场规模增速放缓，公司作为头部品牌，增速有望略超行业，持续提升份额，但行业增速限制业务的成长预期，整体成长动能中等。

#### 定制家居(2.5星):

该业务的成长性受到内外双重制约。从外部看，行业进入存量红海博弈阶段，且公司市占率低，面临头部企业价格战挤压，边际增长空间受限；而内部来看，公司业务正处于战略调整阶段，拖累业绩的大宗工程业务正有序收缩，零售定制业务的转型成效仍待验证。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

兔宝宝盈利趋势相对较好，随着人造板价格竞争缓和，公司盈利能力有望维持较好水平。

#### 装饰材料(3.5星):

装饰材料的盈利趋势较好，公司板材依托品牌溢价，轻资产运营使其盈利能力始终位于较优水平，此外公司强化成本管控并推行高毛利辅材配套销售，有望优化产品结构和毛利率；行业内中小企业的退出加速，中长期看，头部企业之间的价格竞争有望缓和。

#### 定制家居(3.5星):

该业务将受益于公司战略调整及渠道优化。此前严重拖累业绩的大宗工程业务相应坏账与减值风险已近尾声，盈利质量有望显著优化，零售定制市场虽竞争激烈，但公司聚焦华东区域并借助板材品牌口碑瞄准中高端定位，盈利基础有望逐步夯实。

### 5.3 产业格局

★★★★☆

兔宝宝的产业格局相对较好，长期来看，行业集中度有望持续提升。

#### 装饰材料(4星):

装饰材料核心的人造板行业极度分散，公司作为龙头市占率仅在个位数，品牌和渠道壁垒较高，潜在整合空间巨大，未来市占率将稳步提升；公司对上游代工厂和下游分散客户均有较强议价能力，相比之下，竞争对手规模较小且渠道优势难以匹及，格局优势较好。

定制家居(3星):

定制家居行业由欧派、索菲亚等龙头主导，业内竞争仍较为激烈，公司作为后来者品牌和渠道等优势弱于头部企业，规模效应弱，虽依托板材主业或有一定成本与供应链优势，但在终端服务能力等方面仍面临头部与区域小厂的双重挤压。

5.4 护城河



兔宝宝护城河相对深厚且持续性较强，优势主要体现在品牌、渠道和资源。

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
装饰材料	(5星)公司装饰材料业务护城河宽度星级较高。经壹评级调整后，2024年该业务ROIC为36%，公司市占率约为8%，业务控制力为4.5星。依托优异的品牌力和多元渠道网络，公司装饰板材业务展现出极强的盈利质量和稳定性。	(4.5星)该业务具备品牌及渠道护城河。1) 公司零售端品牌势能突出，作为国内环保板材的先行者与标准制定者，率先实现全系产品ENF级覆盖，其高端环保形象在C端消费者中建立了深厚的信任壁垒，品牌溢价能力显著优于同业；2) 公司在渠道布局上具备先发优势与深度运营能力，一方面加速下沉抢占乡镇市场，另一方面凭借稳定供应链与品牌背书，深度绑定中小家具厂及家装公司等小B端客户，构建了兼具广度与粘性的渠道网络。竞争者虽在单一维度可能模仿，但难以在短期内同步构建同等量级的品牌信誉与立体化渠道生态，护城河被颠覆的风险较低。
定制家居	(3星)公司定制家居业务护城河宽度星级中等。经壹评级调整后，2024年该业务ROIC为26%，公司市占率不足1%，业务控制力为4.5星。凭借主业材料优势实现基材环保差异化，盈利较好得益于轻资产运营和成本管控，但受限于行业竞争激烈与获客难度，护城河宽度一般。	(4星)该业务具备资源护城河。公司依托装饰材料主业的基材优势，实现了从板材到成品的品质一致性与成本可控性，在环保性能与供应链效率上具备独特的垂直整合优势，形成了区别于纯贴牌竞争对手的内在竞争力。竞争者建立以上优势的难度较大，护城河被颠覆的风险较低。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级的动态估值和DDM估值模型，基于公司未来市占率提升，盈利能力相对稳定的假设，当前兔宝宝的估值处于合理偏低估状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：装饰材料、定制家居及其他业务，我们分业务进行盈利预测并估值，主要聚焦装饰材料和定制家居业务，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

### 装饰材料:

收入假设: 我们参考行业规模以及公司市占率变化测算装饰材料的营业收入规模, 预计后续装饰板材需求逐步企稳, 随公司家具厂、装企等小B渠道持续放量以及渠道下沉加快, 市占率将稳步提升(假设远期提升至15%+), 预计未来五年该业务的CAGR落在5%~10%之间。

盈利能力假设: 装饰材料以零售为主导, 长期以来毛利率较为稳定, 随着高毛利辅料产品占比持续提升, 以及品牌授权等高附加值业务结构强化, 假设整体毛利率温和上行后维持17%-18%的稳定水平。

### 定制家居:

收入假设: 我们参考行业规模以及公司市占率变化测算定制家居的营业收入规模, 工程端裕丰汉唐业务持续收缩, 复苏高度依赖地产政策落地效果与竣工端回暖, 而本部零售定制业务将逐步成为增长主力, 通过专卖店结构优化、下沉市场拓展及整装渠道赋能实现稳健放量, 公司市占率稳步提升, 预计未来五年该业务的CAGR落在5%~10%之间。

盈利能力假设: 受地产下行和行业内价格竞争影响, 我们预计2025年-2026年定制家居业务毛利率仍有所下降, 后续随行业内竞争态势缓和, 以及产品结构优化, 定制家居业务的毛利率有望温和回升至24%左右的中枢水平。

### 资产减值:

假设公司对裕丰汉唐业务的应收账款和高誉减值进行计提, 计提金额随后续减值压力逐步缓解而下降。

表2: 公司整体业绩预测

兔宝宝	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	89.2	90.6	91.9	90.3	97.2	107.7	118.2	128.6
归母净利润(亿)	4.5	6.9	5.8	7.5	7.2	8.2	9.1	10.1
归母净利润增速(%)	-37.4	54.8	-15.1	28.1	-3.2	13.5	11.1	10.4
经营性净利润(亿)	4.4	6.5	5.3	5.2	6.7	7.8	8.7	9.7
经营性净利润增速(%)	-27.7	47.9	-18.5	-2.2	29.9	14.9	12.2	11.3
经营性归母净利润(亿)	4.2	6.3	5.2	5.0	6.5	7.5	8.4	9.4
经营性归母净利润增速(%)	-27.8	48.8	-17.4	-3.5	29.9	14.9	12.2	11.3

数据来源: 壹评级

表3：公司分业务业绩预测

装饰材料	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	66.4	68.6	74.0	73.5	78.6	87.2	96.0	104.6
收入增速(%)	0.9	3.2	8.0	-0.8	7.0	11.0	10.0	9.0
经营性净利润(亿)	2.9	4.4	4.0	4.1	5.4	6.2	6.8	7.5
经营性净利率(%)	4.3	6.5	5.5	5.5	6.9	7.1	7.1	7.2
经营性净利润增速(%)	-12.9	54.1	-8.8	0.6	33.4	13.5	11.1	9.9
定制家居	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	21.8	21.2	17.2	16.2	17.9	19.7	21.5	23.2
收入增速(%)	-19.9	-2.8	-18.7	-6.0	11.0	10.0	9.0	8.0
经营性净利润(亿)	1.4	1.9	1.1	1.0	1.2	1.5	1.7	2.0
经营性净利率(%)	6.5	9.2	6.7	6.3	6.8	7.5	8.1	8.8
经营性净利润增速(%)	-44.4	38.0	-41.0	-11.2	18.8	22.3	17.4	17.4
其他业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	1.0	0.9	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
收入增速(%)	-22.6	-8.8	-28.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
经营性净利率(%)	11.4	14.3	17.4	15.5	15.5	15.5	15.5	15.5
经营性净利润增速(%)	-54.1	14.5	-13.1	-8.9	2.0	1.9	2.0	2.0

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)
装饰材料	4.7%	中等-	较好	强	8.0%	16.5	10.5
定制家居	4.4%	中等-	较好	较强	8.3%	14.4	2.9
其他业务	2.0%	中低	一般	一般	8.0%	11.14	0.1
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
装饰材料(亿)	34.3	87.0	121.3	11.2	4.0	0.0	128.6
定制家居(亿)	7.3	20.2	27.5	2.6	0.9	-	29.2
其他业务(亿)	0.4	0.9	1.3	0.1	0.0	-	1.3
公司整体测算(亿)	42.0	108.1	150.1	13.9	4.9	0.0	159.1

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
装饰材料(亿)	55.0	71.2	126.2	11.2	4.1	0.0	133.3
定制家居(亿)	12.4	17.2	29.6	2.6	1.0	-	31.2
其他业务(亿)	0.9	0.7	1.6	0.1	0.1	-	1.6
公司整体测算(亿)	68.3	89.0	157.4	13.9	5.2	0.0	166.1

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

兔宝宝估值确定性中等偏高。公司作为板材行业龙头，品牌与渠道壁垒深厚，历史业绩波动相对较小。尽管受地产周期影响公司业绩仍存在不确定性，且若行业价格战与原材料成本扰动再次发生，可能对公司盈利表现构成一定压力，但其在零售与小B端的多元化布局或能有效平滑周期波动，因此整体确定性相对较好。

## 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。