

## 润本股份 (603193.SH)

公司报告 | 首次评级报告

吴宇同  
家电、纺织 & 医美  
化妆品研究员

2026年4月10日

## 基本信息

所属行业	消费品
当前股价	25.03
总市值	101.27亿
PE-TTM	33.17
PB-MRQ	4.66

## 估值结果

价值	79.02亿
DDM估值 上行空间	-22%
状态	偏高估
价值	77.27亿
动态估值 上行空间	-24%
状态	偏高估

## 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

润本股份主营驱蚊、婴童护理核心品类及相关个护家清产品，是国内驱蚊细分龙头，婴童护理领域本土新锐龙头，两大核心品类核心品线市占率均位居行业前列。

公司的成长空间中等偏上，主要是由于市占率提升以及出海战略为公司打开增长空间。公司的盈利趋势星级较低，主要是由于驱蚊、婴童护理赛道竞争白热化，产品技术壁垒弱，竞争加剧可能对盈利能力产生负面影响。公司的产业格局中等偏上，主要是由于公司为驱蚊、婴童护理细分龙头，核心品线上市占率领先。公司具备一定的品牌和渠道护城河，主要是由于公司为驱蚊、婴童护理细分龙头，核心品线上市占率居行业前列，深耕行业多年沉淀“安全温和”的国货品牌心智，积累了高粘性用户。

基于公司的驱蚊业务将保持稳健增长，婴童护理业务拓展新品类有望开辟新的增长曲线的假设，根据壹评级的ddm估值和动态估值，当前公司处于偏高估的水平。

## 我们区别于市场的观点

市场普遍认为润本股份当前估值与基本面匹配、无显著预期差，但实则低估了盈利端的多重隐性承压，公司核心原料涨价压力未消，2026年农药登记新政又抬升合规成本，终端提价幅度远难对冲成本涨幅；销售费用率高企且难短期回落，双核心业务量价增势疲软，线下渠道拓展效率低、海外布局尚未落地，无实质增量引擎支撑，盈利增速或持续低于市场预期，估值中枢存在下移可能。

## 风险提示

日化行业属充分竞争行业，国内外企业众多且中小规模企业扎堆，市场集中度低、竞争激烈。若后续市场参与者增加，尤其线上竞争加剧，公司的生产经营可能面临不利影响。公司经营业绩对驱蚊系列热销单品存在依赖，若无法依据消费者需求研发创新、及时推出新品，对经营及盈利能力产生不利影响。

## 内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 营销强度	5
3.2 客户集中度	5
3.3 供应商集中度	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
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	8
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	10

## 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
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 .....	9
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 .....	10

## 1. 基本信息

润本股份2006年成立，2023年上交所主板上市，是研产销一体化的个护大健康国货龙头，主营婴童护理、驱蚊、精油三大核心品类，2024年婴童护理营收占比52.36%为第一大品类。公司拥有广州、义乌两大生产基地56条自动化产线，核心驱蚊产品电热蚊香液市占率33%、连续6年全网销冠。

## 2. 业务介绍

对于润本股份公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

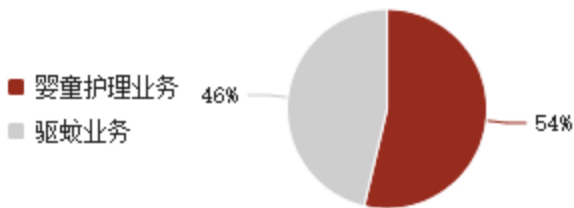
婴童护理业务：

婴童护理业务聚焦0-18岁群体打造分龄护理体系，拥有蛋黄油特护霜等爆款，2024年起持续推出儿童防晒、青少年控油祛痘系列等新品，以无香低敏为核心定位，依托仿生胎脂等专利技术构筑产品优势。渠道实现线上线下全覆盖，线上市占率4.2%，线下进驻胖东来、山姆等核心渠道，是公司业绩增长的核心引擎。我们将该业务定义为国内市场。

驱蚊业务：

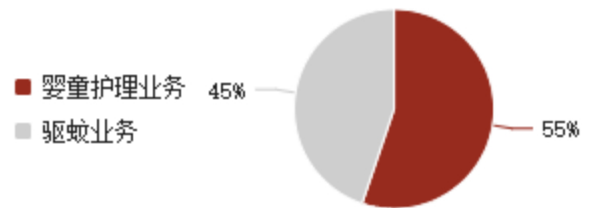
驱蚊业务为公司起家核心品类。产品覆盖居家与户外双场景，迭代童锁款、蓝牙定时电热蚊香液及羟哌酯驱蚊液等适配细分需求，核心电热蚊香液连续多年天猫销冠，线上市占率超19.9%。渠道以线上为核心，2025年进驻山姆等线下高端渠道，凭借技术迭代与场景拓展，成为公司业绩稳定的基本盘。我们将该业务定义为国内市场。

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

润本股份采用研产销一体化商业模式，自产率75.69%，依托两大生产基地实现自主生产为主、委托加工为辅。营销强度较高，近年加大品牌推广致销售费率提升，线上为核心营销阵地，营收占比超70%。客户与供应商集中度均较低，2025年前五大客户/供应商占比分别为27.8%、21.5%，无单一依赖，供应链和销售端稳定性强。渠道采用线上直经销+线下经销模式，非平台经销回款以先款后货为主。

### 3.1 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司的营销强度较高，2025年前三季度销售费用率为30%。婴童护理、驱蚊赛道竞争白热化，需加码营销强化“安全温和”的差异化品牌心智；同时公司持续拓展青少年护理等新品类、渗透山姆等高端渠道及东南亚海外市场，叠加线上获客成本上升，均推高营销投入

### 3.2 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司的客户集中度较低。线上同时布局天猫、抖音、京东等多平台，直经销结合且直销占比高，分散了平台类客户依赖；线下以非平台经销为主，合作胖东来、永辉、沃尔玛等超百家商超、便利店，经销商数量多且地域覆盖广。加之公司聚焦大众消费品类，采用多场景触达的客户策略，无单一大客户主导。

### 3.3 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

公司的供应商集中度较低，核心因产品矩阵多元，驱蚊、婴童护理、精油品类所需原料差异大，天然提取物、化工原料等多品类采购自然分散供应端；且公司对核心原料均合作多家供应商，采用比价模式规避单一依赖，同时其原料多为通用日化品类，市场供应充足、易拓展替代供应商；叠加公司全球甄选优质原料供应商的策略，进一步分散了供应商布局，供应链无明显依赖。

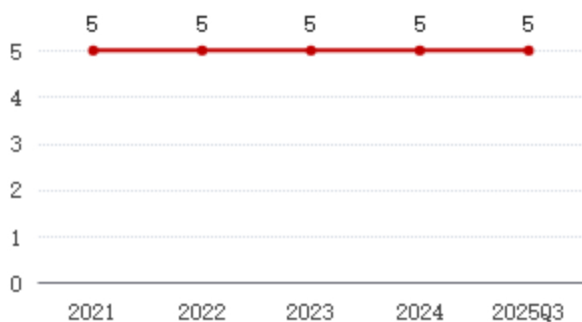
## 4. 历史经营绩效

公司的历史盈利能力、成长能力以及业务控制力均优秀。驱蚊+婴童护理双品类高增筑牢业绩基本盘，研产销一体化模式把控成本并持续推升毛利率。同时公司坚持产品创新、全渠道拓展，线上保持高市占率，线下快速渗透商超渠道，叠加运营效率提升、契合精细化育儿行业红利，驱动业绩稳步增长。

### 4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



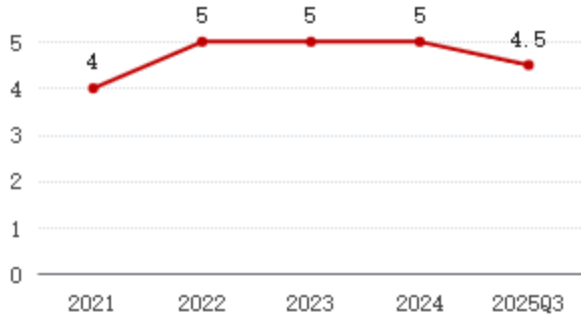
数据来源：公司财报，壹评级

公司的历史盈利能力优秀。高毛利率婴童护理产品占比提升，毛利率持续向上。公司坚持“大品牌，小品类”战略，高毛利率婴童护理产品营收占比稳步提升；同时，公司采用“研-产-销”一体化模式，规模扩张摊薄固定成本。整体来看，公司毛利率结构性改善，从2019年的54.1%提升至2024年的58.2%。近年来归母净利率维持在20%以上。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



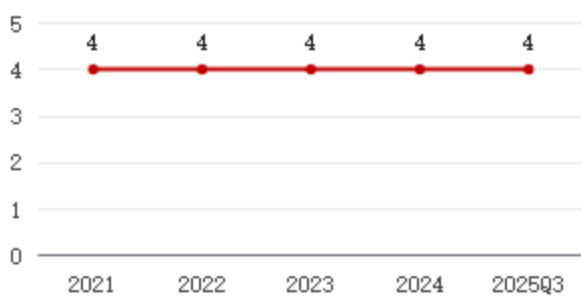
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史的成长能力优秀。公司全渠道、多品类持续发力，驱蚊产品基本盘表现稳健，第二曲线婴童护理产品加速放量。公司营收实现快速增长，从2019年的2.8亿元增长至2024年的13.2亿元，对应CAGR为36.5%。

## 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

公司历史的业务控制能力优秀。上游依托研产销一体化模式实现规模化采购，与全球优质供应商建立长期合作关系，且原料以通用品类为主、供应商分散，具备比价优势；下游作为驱蚊、婴童护理细分龙头，品牌心智鲜明，核心产品市占率高，全渠道布局且客户分散，叠加非平台经销先款后货的结算模式，掌握渠道主动权，产品刚需属性也进一步强化了终端议价能力。

## 5. 四维评级

公司的产业格局和护城河星级中等偏上，盈利趋势星级较低。公司是驱蚊、婴童护理细分龙头，核心品市占率较为领先。公司具备一定的品牌和渠道护城河，用户粘性较强。公司的盈利能力未来可能走弱，渠道拓展与线上获客推高销售费用且难短期回落，同时驱蚊、婴童护理赛道竞争白热化，所以公司的盈利能力未来可能走弱。

### 5.1 成长空间

★★★★☆☆

公司的成长能力星级中等偏上。婴童业务的成长能力较低，主要是由于新生儿数量下滑导致行业整体低速增长。驱蚊业务仍然有一定的增长空间，主要是由于市占率仍然有提升的空间以及出海能打开增量。

#### 婴童护理业务(2.5星):

该业务的成长空间有限，主要是由于新生儿数量长期下滑致行业整体低速增长，陷入存量博弈。同时赛道竞争白热化，外资、本土老牌及新锐品牌多重夹击，公司“天然温和”的差异化优势弱化，又缺乏突破性功效创新，叠加未来增速的确定性较低，综合判断该业务成长空间星级一般。。

#### 驱蚊业务(3.5星):

该业务具备一定的成长空间主要是由于核心品线上市占率领先但行业整体分散，市占率仍有提升空间；产品迭代快，覆盖居家户外全场景，还能受益于蚊媒疫情带来的刚需提升；渠道上持续渗透山姆等高端线下商超，线上保持高市占率，自有产能充足支撑放量；同时东南亚等海外市场刚启动布局，跨境电商有望打开全新增量空间。

## 5.2 盈利趋势



公司的盈利趋势星级较低，主要是由于渠道拓展与线上获客推高销售费用，费用率攀升进一步吞噬利润；叠加驱蚊、婴童护理赛道竞争白热化，产品技术壁垒弱，新品培育短期难形成有效业绩支撑，所以盈利能力可能变差。

#### 婴童护理业务(2星):

该业务的盈利能力可能走弱，主要是由于蛋黄油等原料涨价，终端提价受限致毛利率收窄；赛道竞争白热化，品牌差异化优势弱化引发销量下滑；线上获客、线下运营成本双升推高销售费用，进一步吞噬利润；叠加行业人口红利消退，存量博弈下新品短期难放量，营收增长乏力难以对冲成本费用压力。

#### 驱蚊业务(2星):

该业务的盈利能力可能走弱，主要是由于行业竞争激烈，遭国际高端、本土中端品牌双向挤压，中小品牌价格战更分流客源；线下渠道拓展推高运营成本，线上获客成本上升，上述因素均可能使未来的盈利能力承压。

## 5.3 产业格局



公司的产业格局中等偏上。公司为驱蚊、婴童护理细分龙头，核心产品线上市占率领先，研产销一体化与专利技术构筑一定壁垒，精油新品类有拓展潜力。但两大核心赛道整体分散，面临多品牌双向挤压，线下渠道渗透率仍较低，尚未形成绝对龙头优势。

#### 婴童护理业务(3星):

该业务的产业格局中等偏上，其为本土新锐龙头，线上市占率4.2%位居行业前列，分龄护理体系搭配仿生胎脂专利形成差异化壁垒，无香低敏定位精准契合市场安全需求，线上运营能力突出且线下逐步渗透高端商超。但行业整体分散，面临外资大牌、本土老牌及新锐品牌多重竞争，线下渠道渗透率仍较低，尚未形成绝对龙头优势。

**驱蚊业务(3.5星):**

该业务的产业格局中等偏上，其为赛道新锐龙头，电热蚊香液线上市占率超19.9%居前，微囊缓释等技术+婴童安全的差异化定位形成壁垒，研产销一体化具备成本优势且线上运营能力突出。但行业CR5达58.4%，面临国际高端、本土中端品牌双向挤压，线下渠道渗透率低，尚未形成绝对龙头的竞争优势。

**5.4 护城河**



公司具备一定的护城河，主要是具备一定的品牌和渠道护城河。公司为驱蚊、婴童护理细分龙头，核心品线上市占率居行业前列，手握多项专利且研产销一体化模式把控成本与品控；深耕行业多年沉淀“安全温和”的国货品牌心智，积累了高粘性用户；全渠道布局且线上运营能力突出。

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
婴童护理业务	(4星)该业务的护城河宽度中等偏上。其经壹评级调整的ROE为63.2%，经壹评级调整的ROIC为61%，具备较高的超额收益。该业务的盈利能力优秀，业务控制能力良好。	(3星)该业务的护城河可持续性中等偏上，主要具备一定的品牌和渠道护城河。润本婴童护理现凭借“安全温和”的品牌心智，以及线上市占率较高形成护城河。行业竞争加剧，各品牌均加码安全赛道稀释其差异化，新生儿下滑致存量博弈，线上获客、线下拓展成本双升，且核心差异点易被模仿，新品培育还面临先发品牌竞争，所以未来的护城河可能削弱。
驱蚊业务	(4星)该业务的护城河宽度中等偏上。其经壹评级调整的ROE为60.9%，经壹评级调整的ROIC为57.8%，具备较高的超额收益。该业务的市占率排名靠前，盈利能力优秀，业务控制能力良好。	(3星)该业务的护城河可持续性中等偏上，主要具备一定的品牌和渠道护城河。润本驱蚊业务依托细分龙头地位、高线上市占率形成婴童安全的品牌心智，线上运营能力突出且线下渗透高端商超，构筑品牌渠道护城河。但未来该护城河或减弱，因安全卖点易被模仿，行业遭高端与低价品牌双向挤压，线上获客、线下运营成本高企，技术壁垒低叠加合规成本增加，持续分流客源并削弱渠道优势，所以未来的护城河可能削弱。

数据来源：壹评级

**6. 公司估值**

基于公司的驱蚊业务将保持稳健增长，婴童护理业务拓展新品类有望开辟新的增长曲线的假设，根据壹评级的ddm估值和动态估值，当前公司处于合理估值的水平。

**6.1 核心假设及逻辑**

公司的主营业务为婴童护理产品和驱蚊产品，我们分业务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：婴童护理产品

收入假设：

公司蛋黄油面霜大单品销售反馈积极，防晒品类有望成为下一个爆品；青少年护肤产品陆续上市，有望成为新的增长抓手。我们预计2025-2029年的收入CAGR为15.6%。

盈利能力假设：

我们认为当前婴童护理行业的竞争较为激烈，品牌差异化优势被稀释，叠加线上获客、线下运营成本双升，所以该业务的盈利能力可能有所走弱。我们预计该业务的毛利率和净利率均将小幅下滑。

业务2：驱蚊产品

收入假设：

公司驱蚊产品基本盘稳固，线上渠道已形成成熟打法，有望延续高增势头。线下顺利进入山姆渠道，品牌势能有望进一步提升。我们预计2025-2029年的收入CAGR为13.4%。

盈利能力假设：

我们认为当前驱蚊行业的竞争较为激烈，行业遭高低端品牌双向挤压分流客源，线上获客、线下拓展推高费用，我们预计该业务的毛利率和净利率均将小幅下滑。

表2：公司整体业绩预测

润本股份	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	8.6	10.3	13.2	16.8	20.0	23.3	24.8	26.0
归母净利润(亿)	1.6	2.2	2.9	3.0	3.5	4.0	4.2	4.3
归母净利润增速(%)	31.6	39.0	30.6	5.2	16.6	13.8	4.0	2.7
经营性净利润(亿)	1.5	2.1	2.6	3.0	3.5	4.0	4.2	4.3
经营性净利润增速(%)	31.6	36.3	24.5	16.8	16.6	13.8	4.0	2.7
经营性归母净利润(亿)	1.5	2.1	2.6	3.0	3.5	4.0	4.2	4.3
经营性归母净利润增速(%)	31.6	36.3	24.5	16.8	16.6	13.8	4.0	2.7

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

婴童护理业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.9	5.2	6.9	9.0	10.8	12.9	13.6	14.2
收入增速(%)	79.7	33.6	32.4	30.0	20.0	20.0	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	1.0	1.1	1.4	1.6	1.9	2.2	2.3	2.4
经营性净利率(%)	25.0	21.4	20.3	18.2	17.8	17.4	17.0	16.7
经营性净利润增速(%)	74.4	14.3	26.0	16.3	17.5	17.5	2.7	2.7
驱蚊业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	4.7	5.1	6.3	7.9	9.3	10.4	11.2	11.8
收入增速(%)	27.6	9.8	22.7	25.0	18.0	12.0	8.0	5.0
经营性净利润(亿)	0.6	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8	1.9	1.9
经营性净利率(%)	12.0	19.0	19.0	17.9	17.5	17.1	16.8	16.4
经营性净利润增速(%)	-7.8	74.6	22.9	17.5	15.5	9.6	5.6	2.6

数据来源：壹评级

请务必阅读末页免责声明及评级说明

第9页

## 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)
婴童护理业务	5.0%	中等-	较好	较强	7.5%	16.36	2.3
驱蚊业务	5.0%	中等-	较好	较强	7.5%	16.36	1.9
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
婴童护理业务(亿)	6.9	28.4	35.3	6.9	-	-	42.2
驱蚊业务(亿)	6.0	23.1	29.1	6.0	-	-	35.1
公司整体测算(亿)	12.9	51.4	64.4	12.9	-	-	77.3

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
婴童护理业务(亿)	19.0	15.8	34.8	6.9	-	-	41.7
驱蚊业务(亿)	16.5	14.8	31.3	6.0	-	-	37.3
公司整体测算(亿)	35.5	30.6	66.1	12.9	-	-	79.0

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司未来的收入和盈利具备一定确定性，核心因驱蚊为强刚需品类，公司作为细分龙头市占率领先，婴童护理业务持续高增且新品带动提价，双核心业务筑牢基本盘。研产销一体化模式下自产率较高，成本把控能力强，毛利率长期稳定在58%左右，财务状况健康且资产负债率低。同时全渠道布局深化，线上各平台市占率居前，线下持续渗透山姆、胖东来等KA渠道，精油新品类及东南亚海外市场布局更打开增量，研发持续创新也支撑产品迭代与竞争力提升。

## 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% ≤ X < -30%	-33% ≤ X < -20%	-20% ≤ X < 25%	25% ≤ X < 50%	50% ≤ X < 100%	X ≥ 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作有悖原意的引用、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。