

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

贝泰妮 (300957)

投资评级 **买入**

上次评级 **买入**

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护分析师

执业编号: S1500522110001

联系电话: 13276656366

邮箱: zhousixin@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

贝泰妮 (300957.SZ): 股权激励超预期+后续数据兑现有望提振信心

2023年03月30日

事件: 公司发布 2022 年年报, 实现营业收入 50.14 亿元/yoy+24.65%, 实现归母净利润 10.51 亿元/yoy+21.82%, 归母净利率达 20.95%/yoy-0.53pct。

➢ **皮肤级护肤市场龙头地位继续巩固, 多元化渠道助推品牌增长。**根据欧睿数据, 2022 年薇诺娜品牌在护肤类产品市占率提升 2 名至第 8 名; 在国内皮肤学级护肤品赛道继续稳居榜首, 市占率达 23.2%。公司 2022 年实现营业收入 50.14 亿元/yoy+24.65%, **按渠道拆分来看: (1) 线上渠道:** 实现营收 40.28 亿元/yoy+22.06%/占比 80.59%。全网会员注册数 2330 万人, 较 21 年同期增长 54%, 全网复购率达 37%, 依然维持高位。其中, **①线上自建平台:** 营收 5.02 亿元/yoy+11.45%, 其中薇诺娜专柜服务平台实现收入 4.62 亿元/yoy+21.58%, 在 23 年回归线下医院端获客逻辑之下, 线下获客有望首先带动专柜平台增长; **②线上第三方平台:** 营收 35.26 亿元/yoy+23.73%, 其中: 阿里系平台营收 20.60 亿元/yoy+13.34%, 其增速受双十一舆情&线下获客受限影响, 23 年线下获客后复购或有望于天猫平台 Q2/最晚 618 体现; 抖音/京东渠道分别同比+86.23%/+36.25%, 渠道多元化趋势下, 非淘系渠道的重要性日益凸显, 在抖快负责人调整后, 兴趣电商渠道改善逻辑或优先于天猫端体现, 建议优先观察。**(2) 线下渠道:** 实现营收 9.70 亿元/yoy+37.04%/占比 19.41%。**①线下自营渠道:** 营收 0.12 亿元/yoy+628.18%; **②线下分销渠道:** 营收 9.58 亿元/yoy+35.68%。

➢ 公司 2022 年归母净利率达 25.25%/yoy-1.37pct, 毛利率/销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.80/-0.94/+0.74/+2.27/-0.04pct。**研发费率明显提升, 公司对研发一以贯之的坚持得以体现。**公司通过有针对性地开展多维度深层次研发项目, 强化已有业务竞争力, 积极布局潜力业务发展。结果导向来看, 公司 22 年申报化妆品新原料 3 个, 23 年预计申报新原料不少于 10 个, 在功效&原料时代之下助推品牌增长, 优秀研发能力助力公司继续探索功能性食品及医美板块 (3 款 III 类械临床接近完成) 新机会、新品牌贝芙汀 (Beforteen) 也体现了公司在大数据&AI 方向的前瞻布局。公司提出创新业务孵化管理办法, 意在通过授予子品牌核心团队部分股权的形式激励创新业务孵化, 在研发优势基础上继续促进多品牌/多板块业务发展。**较强资金管理能力和净利率下降趋势。**①财务费用率同比下降主要源于公司取得商业银行活期存款利息。②22 年取得投资净收益 0.8 亿元/yoy+328%, 考虑到投资收益主要为现金管理委托理财收益、风险相对可控, 该收益或具备可持续性。

➢ **股权激励提振士气, 给予市场更多信心。**公司股权激励考核目标为: 23-25 年收入同比增速为 28%/26%/24%、23-25 年归母净利润同比增速为 28%/26%/24%, 收入&归母净利润 3 年 CAGR 约 26%。我们认为本次股权激励无论从发布的时间节点还是收入目标设定都较超市场预期, 或给予投资人更多信心。虽然少部分投资者担忧股权激励成本影响业绩表现, 但实际相较业绩市场更为关注收入能否触底反弹, 考虑到本次股权激励有除高管外 295 名核心员工参与, 可较大程度激励员工士气, 不必过度忧虑股权激励成本影响, 我们认为若后续线下获客效果逐步于线上反应, 将增强市场对于完成股权激励目标可达性的信心。

➢ **盈利预测与投资评级:** 公司作为皮肤学级护肤品 β 赛道的龙头公司, 通过持续强化研发优势, 稳步提升渗透率获得增长, 看好公司回归至线下获客主逻辑后的稳定增长。股权激励目标彰显公司发展信心, 短期线下改善趋势虽难以观测, 但抖音表现向好已体现新任负责人能力, 我们预计策略调整效果或 Q2 于天猫端体现。我们预测公司 2023-2025 年不考虑激励费用摊销的归母净利润分别为 13.6/17.5/22.1 亿元 (考虑费用为 12.2/16.3/21.6 亿元), 同比分别增长 29.6%/28.7%/26.3%, 对应 PE 分别为 38/29/23X, 维持“买入”评级。

➢ **风险因素:** 线下医院渠道获客不及预期、新产品/新品牌市场反馈不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,022	5,014	6,484	8,310	10,395
增长率 YoY %	52.6%	24.6%	29.3%	28.2%	25.1%
归属母公司净利润(百万元)	863	1,051	1,362	1,752	2,214
增长率 YoY %	58.8%	21.8%	29.6%	28.7%	26.3%
毛利率%	76.0%	75.2%	76.0%	76.4%	76.6%
净资产收益率ROE%	18.1%	18.9%	19.7%	21.0%	21.8%
EPS(摊薄)(元)	2.04	2.48	3.22	4.14	5.23
市盈率 P/E(倍)	59.20	48.60	37.51	29.16	23.08
市净率 P/B(倍)	10.74	9.20	7.39	6.11	5.03

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 03 月 29 日收盘价

图目录

图 1: 公司 2022 年实现营业收入 50.14 亿元/yoy+24.65%	3
图 2: 22Q4 实现营业收入 21.18 亿元/yoy+10.93%	3
图 3: 线上自营营收占比基本持平	4
图 4: 线上线下自营整体占比 63.41%/yoy+0.18pct	4
图 5: 线上各平台销售额稳步提升	4
图 6: 线下自营渠道随着门店扩张高速增长	4
图 7: 线上平台中第三方线上渠道占比不断提升	4
图 8: 阿里系营收 20.60 亿元/yoy+13.34%	4
图 9: 非淘系渠道占比逐渐提升	5
图 10: 2022 年自建平台注册用户量达 443 万人	5
图 11: 薇诺娜品牌双十一受舆情影响增速表现不及 618	5
图 12: 2022 年实现归母净利润 10.51 亿元/yoy+21.82%	6
图 13: 22Q4 实现归母净利润 5.34 亿元/yoy+5.17%	6
图 14: 公司毛利率小幅下滑	6
图 15: 短期来看费用率略有提升	6
图 16: 22Q4 期间费用率下降优化净利率表现	7
图 17: 22Q4 销售费率明显下降	7
图 18: 公司股权激励目标未来 3 年收入/归母净利 CAGR 为 26%	7
图 19: 一图读懂贝泰妮净利润变化	8

表目录

表 1: 薇诺娜天猫渠道大单品销售情况: 核心大单品占比保持提升趋势	5
------------------------------------	---

事件：公司发布 2022 年年报，实现营业收入 50.14 亿元/yoy+24.65%，实现归母净利润 10.51 亿元/yoy+21.82%，归母净利率达 20.95%/yoy-0.53pct。

公司 2022 年实现营业收入 50.14 亿元/yoy+24.65%，皮肤级护肤市场龙头地位继续巩固。根据欧睿数据，2022 年薇诺娜品牌在护肤类产品市占率提升 2 名至第 8 名；在国内皮肤学级护肤品赛道继续稳居榜首，市占率达 23.2%，优势继续扩大。**按渠道拆分来看：**

线上渠道实现营收 40.28 亿元/yoy+22.06%/占比 80.59%。全网会员注册数 2330 万人，全网复购率达 37%，依然维持高位。

分自营和分销来看：

✓ **线上自营：**实现营收 31.57 亿元/yoy+24.66%，占主营业务比重 63.17%；

✓ **线上分销：**实现营收 8.71 亿元/yoy+13.46%，占主营业务比重 17.42%。

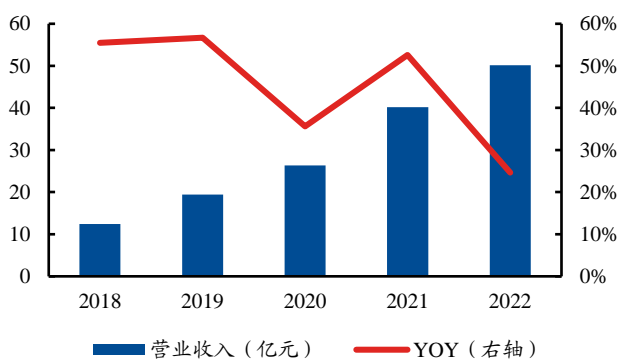
分自建和第三方渠道平台来看：

✓ **线上自建平台：**营收 5.02 亿元/yoy+11.45%，其中薇诺娜专柜服务平台实现收入 4.62 亿元/yoy+21.58%/占主营业务比重 9.25%，在 23 年回归线下医院端获客逻辑之下，线下获客有望首先带动专柜平台增长；

✓ **线上第三方平台：**营收 35.26 亿元/yoy+23.73%，其中：阿里系平台营收 20.60 亿元/yoy+13.34%，其增速受双十一舆情&线下获客受限影响，23 年线下获客后复购或有望于天猫平台 Q2/最晚 618 体现；抖音/京东渠道分别实现销售额 4.29/3.56 亿元，分别同比增长 86.23%/36.25%，渠道多元化趋势下，非淘系渠道的重要性日益凸显，随着抖快负责人调整、主品牌薇诺娜发展策略聚焦内容电商（小红书）、兴趣电商（抖音），兴趣电商渠道改善逻辑或时间上优先于天猫端体现，建议优先观察。

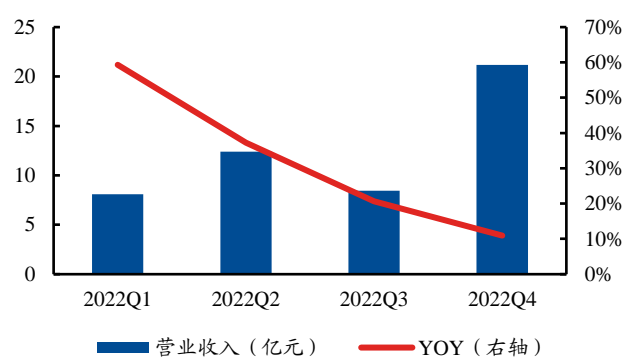
线下渠道实现营收 9.70 亿元/yoy+37.04%/占比 19.41%/占比+1.75pct。①线下自营渠道营收 0.12 亿元/yoy+628.18%，主要源于公司 2022 年线下直营店净开店 73 家，截止年末线下直营店合计 77 家；②线下分销渠道营收 9.58 亿元/yoy+35.68%。

图1：公司 2022 年实现营业收入 50.14 亿元/yoy+24.65%

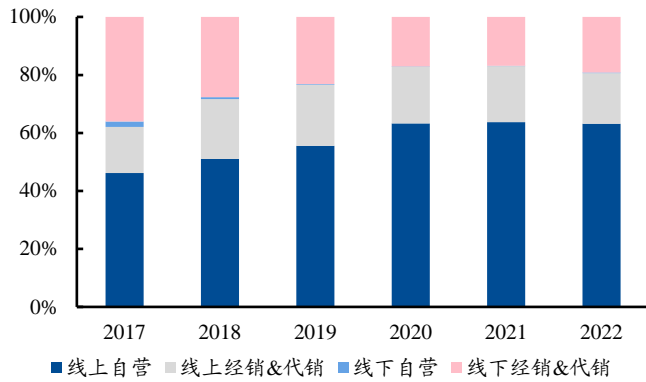


资料来源：wind，信达证券研发中心

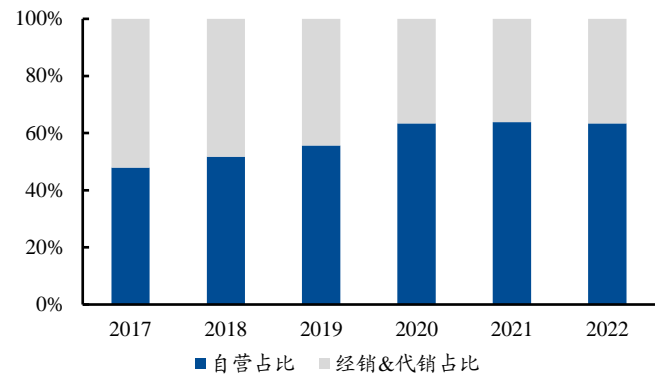
图2：22Q4 实现营业收入 21.18 亿元/yoy+10.93%



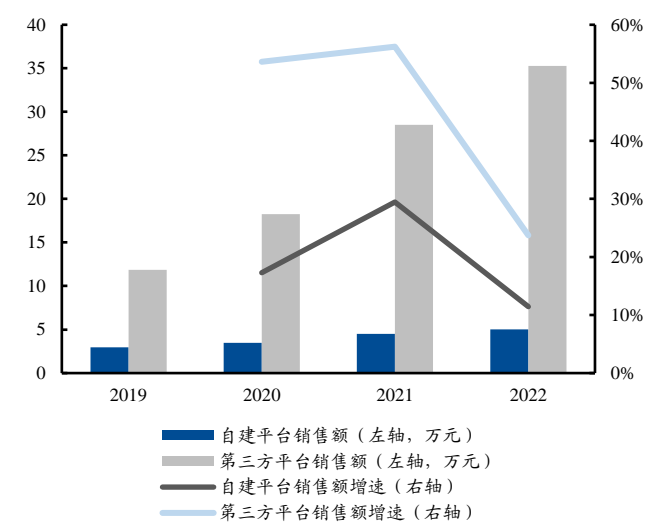
资料来源：wind，信达证券研发中心

图3：线上自营营收占比基本持平


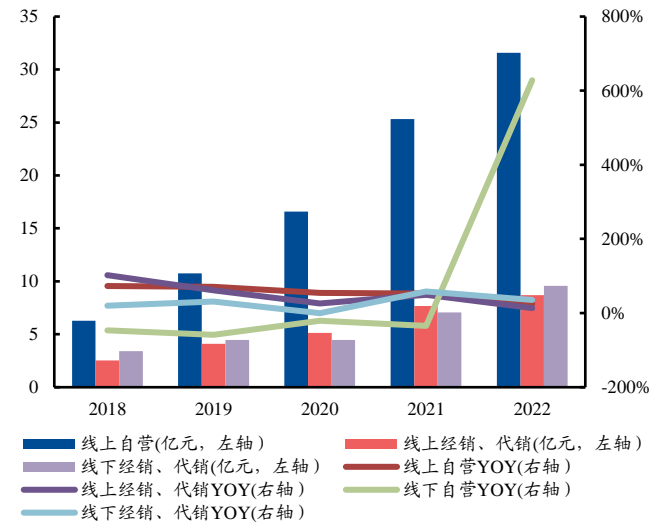
资料来源：wind，信达证券研发中心

图4：线上线下自营整体占比 63.41%/yoy+0.18pct


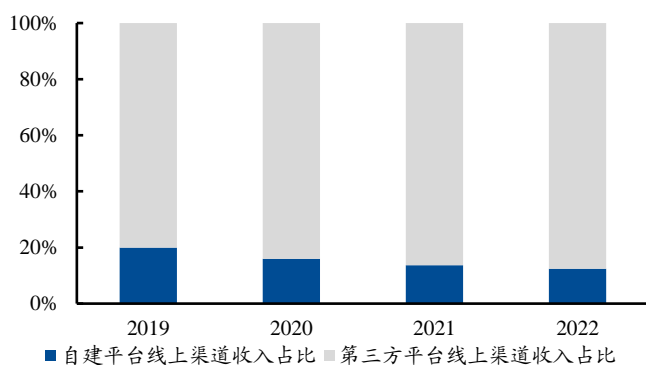
资料来源：wind，信达证券研发中心

图5：线上各平台销售额稳步提升


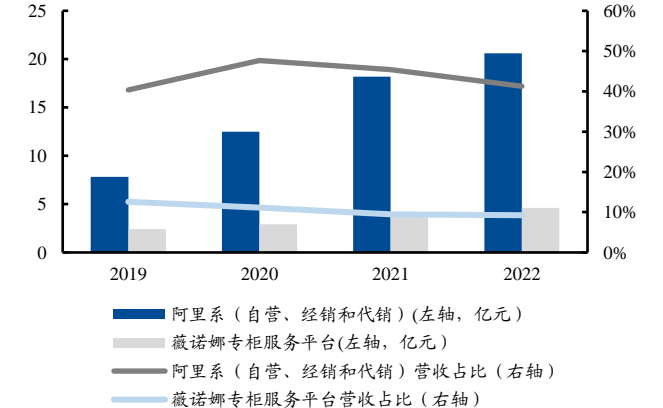
资料来源：wind，信达证券研发中心

图6：线下自营渠道随着门店扩张高速增长


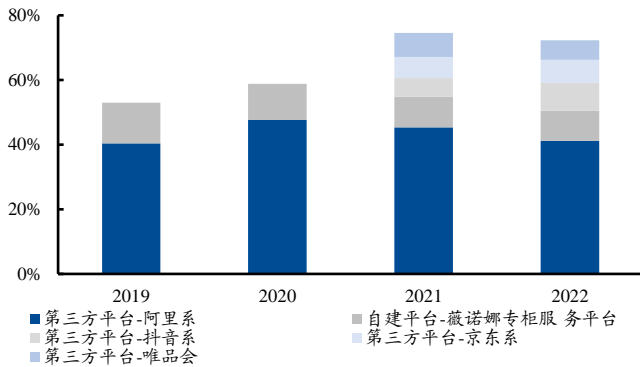
资料来源：wind，信达证券研发中心

图7：线上平台中第三方线上渠道占比不断提升


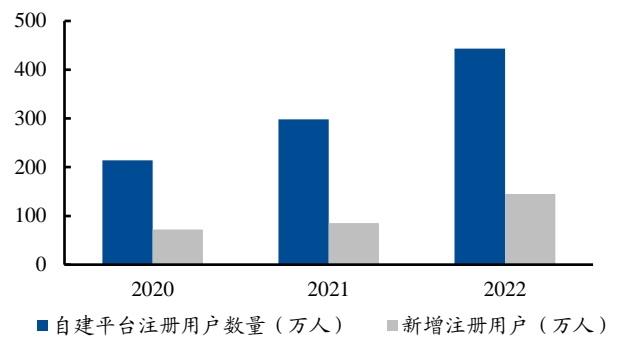
资料来源：wind，信达证券研发中心

图8：阿里系营收 20.60 亿元/yoy+13.34%


资料来源：wind，信达证券研发中心

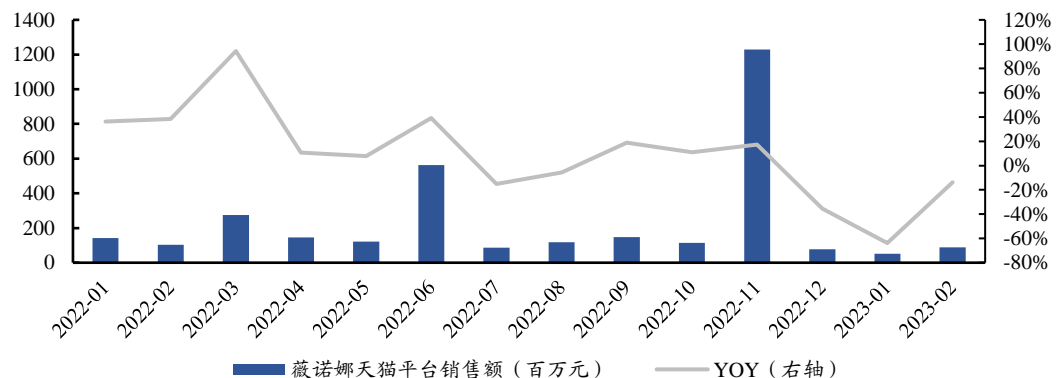
图9：非淘系渠道占比逐渐提升


资料来源：wind，信达证券研发中心

图10：2022年自建平台注册用户量达443万人


资料来源：wind，信达证券研发中心

双十一舆情影响导致 Q4 增速全年来看略弱，未来升级聚焦核心单品有望继续提升品牌竞争力。单季度看，Q4 实现营业收入 21.18 亿元/yoy+10.93%，双十一舆情导致 Q4 收入增速偏弱，但即便存在不利因素影响，薇诺娜品牌依旧连续 5 年蝉联天猫双十一美容护肤 TOP10，2022 年双十一位列天猫美妆类目第 6 名；2022 年核心单品“舒缓保湿特护霜”天猫销售占比持续提升，新品“舒缓保湿特护精华液”上市之初即取得较好成绩，23 年公司将继续聚焦资源发力重要单品，其中经典产品“特护霜”将继续升级，强化核心产品竞争力。

图11：薇诺娜品牌双十一受舆情影响增速表现不及 618


资料来源：魔镜数据，信达证券研发中心

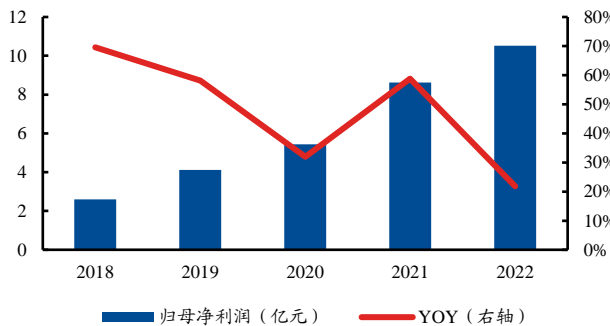
表1：薇诺娜天猫渠道大单品销售情况：核心大单品占比保持提升趋势

单位：百万元 品牌产品	2022年 Q1		2022年 Q2		2022年 Q3		2022年 Q4		2022年	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
薇诺娜总销售额	521.33		830.20		352.48		1420.17		3124.18	
舒缓保湿特护霜	68.15	13.07%	114.71	13.82%	53.69	15.23%	311.04	21.90%	547.59	17.53%
清透防晒乳	108.35	20.78%	143.86	17.33%	34.71	9.85%	131.01	9.22%	417.93	13.38%
冻干面膜	32.01	6.14%	99.55	11.99%	8.73	2.48%	204.07	14.37%	344.36	11.02%
光透皙白淡斑精华液	26.93	5.17%	26.25	3.16%	29.25	8.30%	28.09	1.98%	110.52	3.54%
舒缓保湿修护精华液	20.64	3.96%	77.19	9.30%	5.90	1.67%	19.12	1.35%	122.84	3.93%
舒缓保湿特护精华液							127.67	8.99%	127.67	4.09%

资料来源：魔镜数据、信达证券研发中心

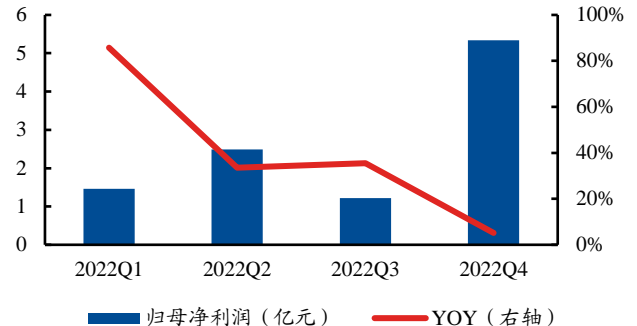
公司 2022 年实现归母净利润 10.51 亿元/yoy+21.82%，归母净利率达 20.95%/yoy-0.53pct；
 22Q4 实现归母净利润 5.34 亿元/yoy+5.17%，归母净利率达 25.25%/yoy-1.37pct。

图12：2022 年实现归母净利润 10.51 亿元/yoy+21.82%



资料来源：wind，信达证券研发中心

图13：22Q4 实现归母净利润 5.34 亿元/yoy+5.17%



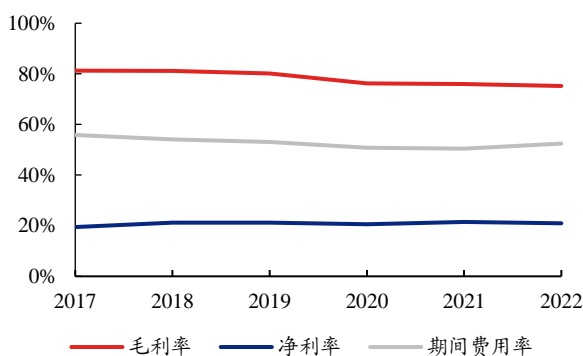
资料来源：wind，信达证券研发中心

2022 年期间费用率同比+2.03pct，其中 22Q4 期间费用率同比+1.67pct。

- ✓ 毛利率同比-0.80pct，主要源于 Q4 因大促折扣影响导致毛利率有所下降，Q4 毛利率同比-1.96pct。
- ✓ 销售费用率同比-0.94pct，Q4 销售费用率同比-3.28pct，费率优化明显。随着公司深化产品力、品牌力建设，皮肤学级龙头地位巩固并继续维持较高复购率，销售费用率明显优化。
- ✓ 管理费用率+0.74pct，Q4 管理费用率+1.30pct。
- ✓ 研发费用率+2.27pct，Q4 研发费用率+3.71pct，研发费率明显提升，公司对研发一以贯之的坚持得以体现。公司通过有针对性地开展多维度深层次研发项目，包括功效性化妆品研发、特色植物研发、功能性食品研发、医疗器械研发、包装开发研究，强化已有业务竞争力，积极布局潜力业务发展。结果导向来看，公司 22 年申报化妆品新原料 3 个，23 年预计申报新原料不少于 10 个，在功效&原料时代之下助推品牌增长，优秀研发能力助力公司继续探索功能性食品及医美板块（3 款 III 类械临床接近完成）新机会、新品牌贝芙汀（Beforteen）也体现了公司在大数据&AI 方向的前瞻布局。公司提出创新业务孵化管理办法，意在通过授予子品牌核心团队部分股权的形式激励创新业务孵化，在研发优势基础上继续促进多品牌/多板块业务发展。

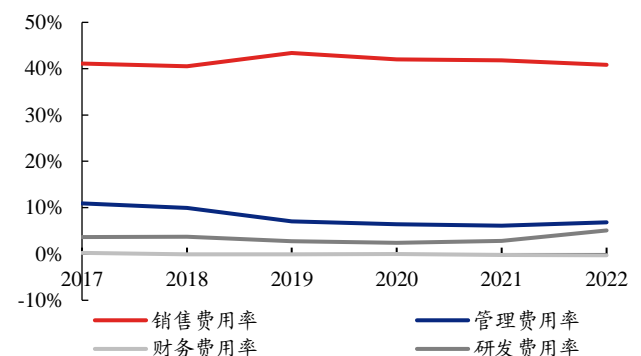
较强资金管理能力和净利率下降趋势。①财务费用率-0.04pct，Q4 财务费用率-0.06pct，主要源于公司取得商业银行活期存款利息。②取得投资净收益 0.8 亿元，同比+328%，考虑到投资收益主要为现金管理委托理财收益、风险相对可控，该收益或具备可持续性。

图14：公司毛利率小幅下滑

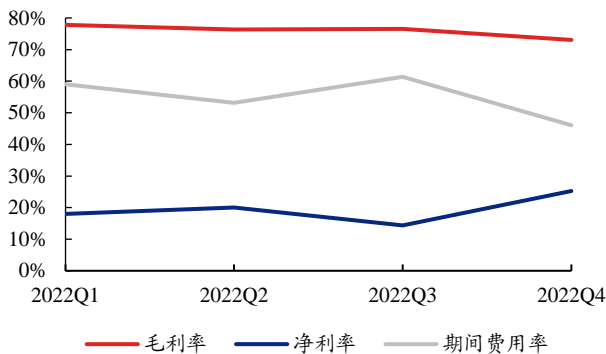


资料来源：wind，信达证券研发中心

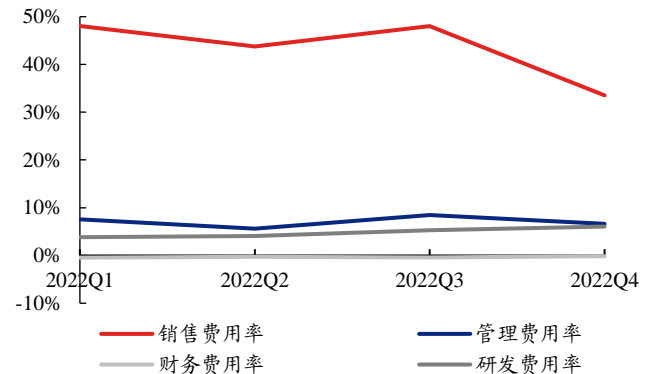
图15：短期来看费用率略有提升



资料来源：wind，信达证券研发中心

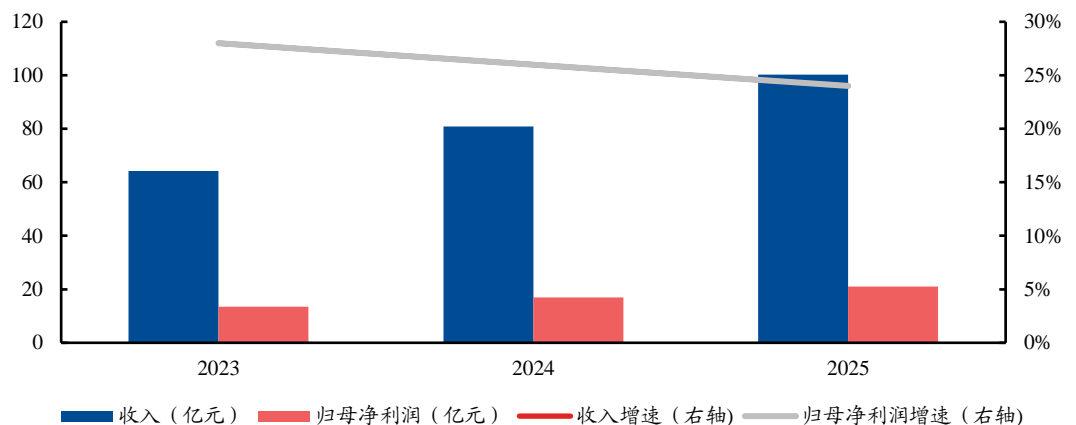
图16：22Q4 期间费用率下降优化净利率表现


资料来源：wind，信达证券研发中心

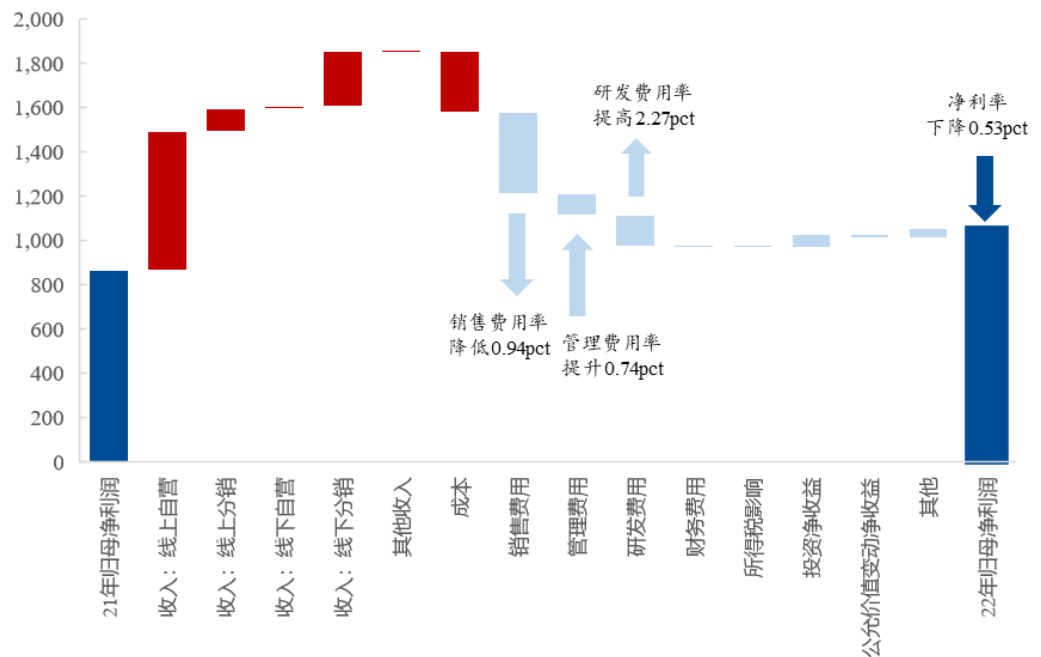
图17：22Q4 销售费率明显下降


资料来源：wind，信达证券研发中心

股权激励提振士气，给予市场更多信心。公司股权激励 2023/2024/2025 年业绩考核目标为：以 2022 年营业收入为基数，2023/2024/2025 年营业收入增长率不低于 28%/61.28%/100%、以 2022 年归母净利润为基数，2023/2024/2025 年归母净利润增长率不低于 28%/61.28%/100%（对应 2023-2025 年收入同比增速为 28%/26%/24%、2023-2025 年归母净利润同比增速为 28%/26%/24%，收入&归母净利润 3 年 CAGR 约 26%）。我们认为本次股权激励无论从发布的时间节点还是收入目标设定都较超市场预期，或给予投资人更多信心。虽然少部分投资者担忧股权激励成本影响业绩表现，但实际相较业绩市场更为关注收入能否触底反弹，考虑到本次股权激励有除高管外 295 名核心员工参与，可较大程度激励员工士气，不必过度忧虑股权激励成本影响，我们认为若后续线下获客效果逐步于线上反应，将增强市场对于完成股权激励目标可达性的信心。

图18：公司股权激励目标未来 3 年收入/归母净利润 CAGR 为 26%


资料来源：wind，信达证券研发中心

图19：一图读懂贝泰妮净利润变化（单位：百万元）


资料来源：wind，信达证券研发中心

盈利预测：持续看好公司作为皮肤学级护肤品β赛道的龙头公司，通过持续强化研发优势，稳步提升渗透率获得增长，看好公司回归至线下获客主逻辑后的稳定增长。股权激励目标彰显公司发展信心，短期线下改善趋势虽难以观测，但抖音表现向好已体现新任负责人能力，我们预计策略调整效果或Q2于天猫端体现。我们预测公司2023-2025年不考虑激励费用摊销的归母净利润分别为13.6/17.5/22.1亿元（考虑费用为12.2/16.3/21.6亿元），同比分别增长29.6%/28.6%/26.4%，对应PE分别为42/33/26x，维持“买入”评级。

风险提示：线下医院渠道获客不及预期、线上渠道竞争激烈、新产品/新品牌市场反馈不及预期。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	5,225	5,715	7,496	9,202	11,493	
货币资金	2,035	2,514	3,864	4,911	5,780	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	247	270	558	365	790	
预付账款	46	42	67	82	97	
存货	463	671	708	859	1,018	
其他	2,433	2,218	2,299	2,985	3,808	
非流动资产	587	1,004	1,023	992	942	
长期股权投资	0	83	83	83	83	
固定资产(合计)	113	206	239	255	257	
无形资产	65	78	87	96	105	
其他	410	637	615	558	496	
资产总计	5,812	6,719	8,519	10,195	12,434	
流动负债	900	992	1,440	1,683	2,138	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	65	62	102	116	155	
应付账款	296	311	466	460	622	
其他	538	619	871	1,107	1,361	
非流动负债	134	125	115	105	95	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	134	125	115	105	95	
负债合计	1,034	1,117	1,555	1,788	2,233	
少数股东权益	23	50	50	51	51	
归属母公司股东权益	4,755	5,552	6,914	8,356	10,150	
负债和股东权益	5,812	6,719	8,519	10,195	12,434	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,022	5,014	6,484	8,310	10,395	
同比(%)	52.6%	24.6%	29.3%	28.2%	25.1%	
归属母公司净利润	863	1,051	1,362	1,752	2,214	
同比(%)	58.8%	21.8%	29.6%	28.7%	26.3%	
毛利率(%)	76.0%	75.2%	76.0%	76.4%	76.6%	
ROE%	18.1%	18.9%	19.7%	21.0%	21.8%	
EPS(摊薄)(元)	2.04	2.48	3.22	4.14	5.23	
P/E	59.20	48.60	37.51	29.16	23.08	
P/B	10.74	9.20	7.39	6.11	5.03	
EV/EBITDA	75.83	49.03	29.40	22.40	17.46	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,022	5,014	6,484	8,310	10,395	
营业成本	965	1,243	1,553	1,961	2,435	
营业税金及附加	52	56	71	91	114	
销售费用	1,681	2,048	2,678	3,449	4,314	
管理费用	245	343	421	532	644	
研发费用	113	255	300	382	478	
财务费用	-10	-14	-24	-25	-31	
减值损失合计	-12	-19	-2	-10	-6	
投资净收益	19	81	90	100	110	
其他	33	67	30	35	35	
营业利润	1,016	1,212	1,602	2,044	2,579	
营业外收支	2	2	-1	5	4	
利润总额	1,018	1,214	1,601	2,049	2,583	
所得税	154	163	238	297	369	
净利润	864	1,050	1,363	1,752	2,214	
少数股东损益	1	-1	1	0	0	
归属母公司净利润	863	1,051	1,362	1,752	2,214	
EBITDA	1,049	1,240	1,610	2,066	2,600	
EPS(当年)(元)	2.12	2.48	3.22	4.14	5.23	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	1,153	769	1,860	2,021	2,093	
净利润	864	1,050	1,363	1,752	2,214	
折旧摊销	73	118	115	136	156	
财务费用	4	5	5	4	3	
投资损失	-18	-19	-81	-90	-100	
营运资金变动	229	-318	459	223	-172	
其它	0	-5	8	5	3	
投资活动现金流	-2,558	-18	-496	-650	-791	
资本支出	-270	-353	-116	-80	-81	
长期投资	-2,307	254	-445	-650	-800	
其他	19	81	65	80	90	
筹资活动现金流	2,664	-320	-15	-324	-433	
吸收投资	2,925	0	0	0	0	
借款	0	0	0	0	0	
支付利息或股息	-191	-255	-5	-314	-423	
现金流净增加额	1,258	431	1,349	1,047	869	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达证券研究所。主要覆盖化妆品、医美板块。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com



华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。