

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

珀莱雅 (603605)

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

珀莱雅 (603605.SH): 22 年报及 23 年一季报点评: 品牌向上势能有望继续释放

2023 年 04 月 22 日

事件: 公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报: 2022 年实现营业收入 63.85 亿元/yoy+37.82%, 归母净利润 8.17 亿元/yoy+41.88%, 毛利率/净利率分别为 69.70%/13.02%, 分别+3.24/+1.00pct; 22Q4 总营收 24.23 亿元/yoy+49.51%, 归母净利润 3.22 亿元/yoy+52.05%, 毛利率/净利率分别为 70.14%/13.50%, 分别+0.22/+0.55pct; 23Q1 实现营业收入 16.22 亿元/yoy+29.27%, 归母净利润 2.08 亿元/yoy+31.32%, 在行业表现偏弱的情况下依然实现有力增长, 毛利率/净利率分别为 70.03%/13.70%, 分别+2.46/+0.20pct。

➤ **核心亮点: 从价格驱动转向量价齐升。**从量价的角度看, 公司护肤&洁肤类目、彩妆类目 21Q3-22Q3 的主要增长驱动力来自提价, 进入 22Q4-23Q1 后, 护肤洁肤、彩妆类目除均价依然保持高增长外, 销量的增长也开始逐步体现, 进入量价齐升阶段, 未来在大单品占比提升推升均价的同时, 我们预期核心单品在升级且价格带趋于稳定的情况下, 其销量提升空间充足, 并有望成为品牌销售额提升的又一增长引擎。

➤ **分品牌看: 明星单品推动主品牌持续高增, 新品牌接力完善品牌矩阵。**

(1) **珀莱雅:** 实现收入 52.64 亿元/yoy+37.46%, 年度销售额增速环比持续提升, 大单品的势能继续释放, 大单品放量有力推动品牌增长; 2022 年珀莱雅品牌在天猫平台中, 精华/面膜/眼霜/面霜品类分别排名第 1/4/4/9, 通过大单品的产品力加持, 在核心品类中均取得亮眼表现; 2022 年珀莱雅在天猫旗舰店/抖音/京东渠道的美妆品类分别排名 4/3/10, 国货品牌均排名第一。我们认为 23 年核心大单品的占比依然有提升空间进而带动品牌均价、毛利率增长, 随着品牌核心价格带基本清晰, 未来销售量增长或成为品牌核心增长点。

(2) **彩棠:** 实现收入 5.72 亿元/yoy+132.04%, 深化“专业化妆师彩妆品牌”的品牌形象, 在底妆以及轮廓类目均推出了相应大单品, 修容(高光类目 NO.1)、高光(高光类目 NO.2)、遮瑕盘(遮瑕类目 NO.1)均在天猫相应类目中取得优异名次。彩棠 23Q1 在天猫&抖音渠道已实现 258% 的高速增长, 在争青产品线持续推出叠加超头直播宣传, 我们认为彩棠于 23 全年依然有望保持高双位数增长。

(3) **Off&Relax:** 实现收入 1.26 亿元/yoy+509.93%, 以头皮健康概念打开洗护品类市场。

(4) **悦芙媿:** 实现收入 1.87 亿元/yoy+188.27%, 公司积极进行品牌重塑, 拓展品牌大单品线, 提升消费者对悦芙媿品牌“油皮护肤专家”的认知, 我们预期 23 年有望实现高双位数增长。

➤ **分渠道看: 线上占比进一步提升, 线下渠道着力打造品牌形象。**

(1) **线上:** 实现收入 57.88 亿元/yoy+47.50%/占比 90.98%, 其中自营/分销分别实现收入 44.78/13.10 亿元, 同比分别增长 59.79%/16.79%。在大单品助力下, 我们认为公司基于 22 年线上高基数仍然有望于今年实现 30% 增长。

(2) **线下:** 实现收入 5.74 亿元/yoy-17.62%/占比 9.02%, 其中日化/其他渠道分别实现收入 4.43/1.31 亿元, 同比分别下滑 11.96%/32.32%, 部分来自于外部疫情压力, 且公司主动收缩低效线下柜台。公司重视代表品牌形象的线下, 但因去年柜台收缩以及新店入驻尚需时间, 今年线下目标力争保平, 关注线下渠道品牌形象打造以及中高端价位段产品布局。

➤ **看好大单品&多品牌策略带动盈利能力继续优化。**2022 年公司毛利率 69.70%/yoy+3.24pct, 主要源于高毛利的线上直营渠道&高毛利的大单品销售占比提升; 期间费用率 50.12%/yoy+0.53pct, 净利率 13.02%/yoy+1.00pct。23Q1 毛利率/期间费用率/净利率分别为 70.03%/51.44%/13.70%, 同比分别+2.46/+2.01/+0.20pct。23 年来看, 由于珀莱雅大单品占比提升、彩棠销售占比提升, 我们预计毛利率有望持续上行, 同时多品牌推广之下宣传推广费用增加带动销售费用率增加, 公司更为重视基础研发、应用研发、临床研发, 研发费用率上行, 我们预计净利率有望维持高位。

➤ **管理层发布减持计划。**侯军呈、方玉友、王莉、金衍华四位领导分别计划减

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

持不超过 1.5%/1.5%/0.0199%/0.0199%的股份，方总此前的减持计划提前终止，本次减持的主要目的也为建设家乡铁定溜溜项目，具体减持金额会根据项目建设需求调整，不排除有和先前减持一样提前终止的可能。

➤ **盈利预测与投资评级：**2023 年公司继续践行大单品策略，推新&产品迭代强化品牌竞争力，通过搭建专业团队、优化组织结构最大化经营效率，深化多品牌、多品类布局，品牌雄厚势能积累帮助公司在行业短期表现偏弱的情况下依然实现高增长，看好后续 3.0 精华放量+小品牌高速发展对于收入的驱动作用。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.45/13.26/16.43 亿元，同比分别增长 27.8%/26.9%/23.9%，EPS 分别为 3.68/4.68/5.80 元，对应 PE 分别为 45/36/29X，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：**化妆品消费情绪偏弱、新产品/新品牌表现不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,633	6,385	8,111	10,171	12,489
增长率 YoY %	23.5%	37.8%	27.0%	25.4%	22.8%
归属母公司净利润(百万元)	576	817	1,045	1,326	1,643
增长率 YoY%	21.0%	41.9%	27.8%	26.9%	23.9%
毛利率%	66.5%	69.7%	69.9%	70.1%	70.1%
净资产收益率ROE%	20.0%	23.2%	22.9%	22.5%	21.8%
EPS(摊薄)(元)	2.03	2.88	3.68	4.68	5.80
市盈率 P/E(倍)	81.76	57.63	45.09	35.53	28.67
市净率 P/B(倍)	16.37	13.36	10.31	7.99	6.25

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 04 月 20 日收盘价

图目录

图 1: 公司 2022 年实现营业收入 63.85 亿元/yoy+37.82%.....	4
图 2: 23Q1 实现营业收入 16.22 亿元/yoy+29.27%.....	4
图 3: 2022 年实现归母净利润 8.17 亿元/yoy+41.88%.....	5
图 4: 23Q1 实现归母净利润 2.08 亿元/yoy+31.32%.....	5
图 5: 公司毛利率稳定提升.....	5
图 6: 短期来看费用率略有提升.....	5
图 7: 22Q4 期间费用率提升影响净利率表现.....	6
图 8: 销售费用率基本稳定略有提升.....	6

事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度报：

- 2022 年实现营业收入 63.85 亿元/yoy+37.82%，归母净利润 8.17 亿元/yoy+41.88%，毛利率/净利率分别为 69.70%/13.02%，分别+3.24/+1.00pct；
- 22Q4 总营收 24.23 亿元/yoy+49.51%，归母净利润 3.22 亿元/yoy+52.05%，毛利率/净利率分别为 70.14%/13.50%，分别+0.22/+0.55pct；
- 23Q1 实现营业收入 16.22 亿元/yoy+29.27%，归母净利润 2.08 亿元/yoy+31.32%，在行业表现偏弱的情况下依然实现有力增长，毛利率/净利率分别为 70.03%/13.70%，分别+2.46/+0.20pct。

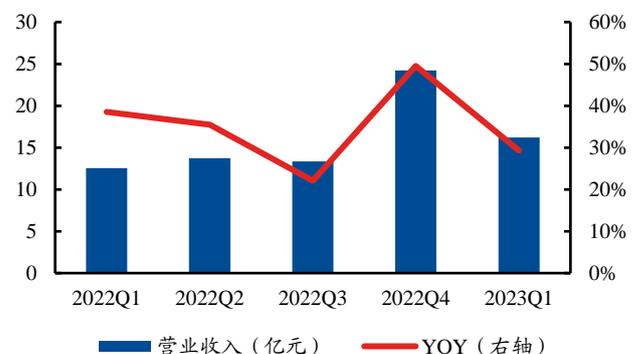
从价格驱动转向量价齐升。从量价的角度看，公司护肤&洁肤类目、彩妆类目 21Q3-22Q3 的主要增长驱动力来自提价，进入 22Q4-23Q1 后，护肤洁肤、彩妆类目除均价依然保持高增长外，销量的增长也开始逐步体现，进入量价齐升阶段，未来在大单品占比提升推升均价的同时，我们预期核心单品在升级且价格带趋于稳定的情况下，其销量提升空间充足，并有望成为品牌销售额提升的又一增长引擎。

分品牌看：明星单品推动主品牌持续高增，新品牌接力完善品牌矩阵。

- ✓ **珀莱雅：**实现收入 52.64 亿元/yoy+37.46%，年度销售额增速环比持续提升，大单品的势能继续释放有力推动品牌增长；2022 年珀莱雅品牌在天猫平台中，精华/面膜/眼霜/面霜品类分别排名第 1/4/4/9，通过大单品的产品力加持，在核心品类中均取得亮眼表现；2022 年珀莱雅在天猫旗舰店/抖音/京东渠道的美妆品类分别排名 4/3/10，国货品牌均排名第一。我们认为 23 年核心大单品的占比依然有提升空间进而带动品牌均价、毛利率增长，随着品牌核心价格带基本清晰，未来销售量增长或成为品牌核心增长点。
- ✓ **彩棠：**实现收入 5.72 亿元/yoy+132.04%，深化“专业化妆师彩妆品牌”的品牌形象，在底妆以及轮廓类目均推出了相应大单品，修容（高光类目 NO.1）、高光（高光类目 NO.2）、遮瑕盘（遮瑕类目 NO.1）均在天猫相应类目中取得优异名次。彩棠 23Q1 在天猫&抖音渠道已实现 258% 的高速增长，在争青产品线持续推出叠加超头直播宣传，我们认为 23 全年依然有望保持高双位数增长。
- ✓ **Off&Relax：**实现收入 1.26 亿元/yoy+509.93%，以头皮健康概念打开洗护品类市场。
- ✓ **悦芙媞：**实现收入 1.87 亿元/yoy+188.27%，公司积极进行品牌重塑，拓展品牌大单品线，提升消费者对悦芙媞品牌“油皮护肤专家”的认知，我们预期 23 年有望实现高双位数增长。

图1：公司 2022 年实现营业收入 63.85 亿元/yoy+37.82%

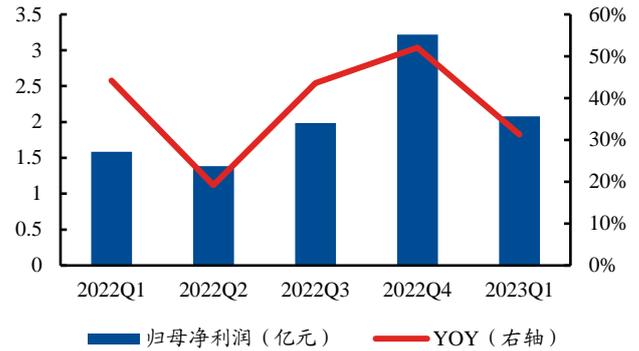

资料来源：wind，信达证券研发中心

图2：23Q1 实现营业收入 16.22 亿元/yoy+29.27%


资料来源：wind，信达证券研发中心

图3：2022 年实现归母净利润 8.17 亿元/yoy+41.88%


资料来源：wind，信达证券研发中心

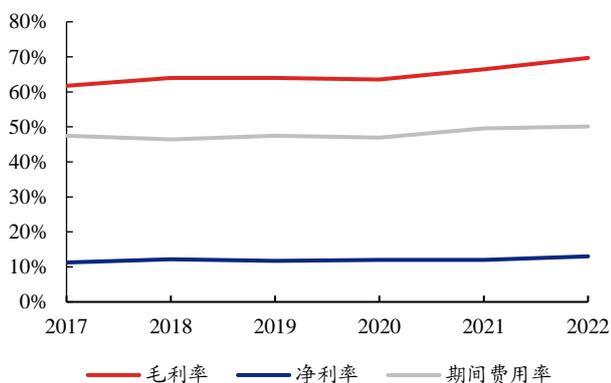
图4：23Q1 实现归母净利润 2.08 亿元/yoy+31.32%


资料来源：wind，信达证券研发中心

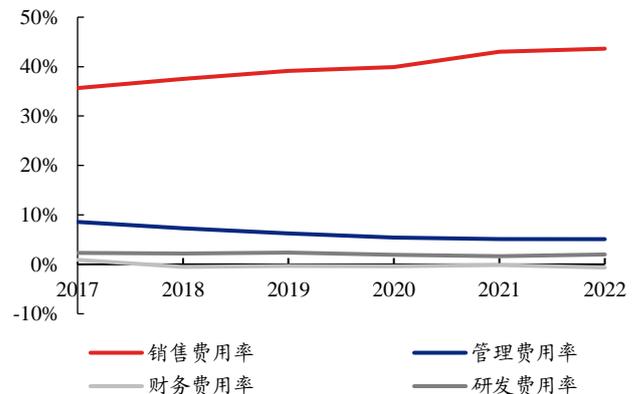
分渠道来看：线上占比进一步提升，线下渠道着力打造品牌形象。

- ✓ **线上：**实现收入 57.88 亿元/yoy+47.50%/占比 90.98%，其中自营/分销分别实现收入 44.78/13.10 亿元，同比分别增长 59.79%/16.79%。在大单品助益下，公司基于 22 年线上高基数仍然有望于今年实现 30% 增长。
- ✓ **线下：**实现收入 5.74 亿元/yoy-17.62%/占比 9.02%，其中日化/其他渠道分别实现收入 4.43/1.31 亿元，同比分别下滑 11.96%/32.32%，部分来自于外部疫情压力，且公司主动收缩低效线下柜台。公司重视代表品牌形象的线下，但因去年柜台收缩以及新店入驻尚需时间，今年线下目标力争保平，关注线下渠道品牌形象打造以及中高端价位段产品布局。

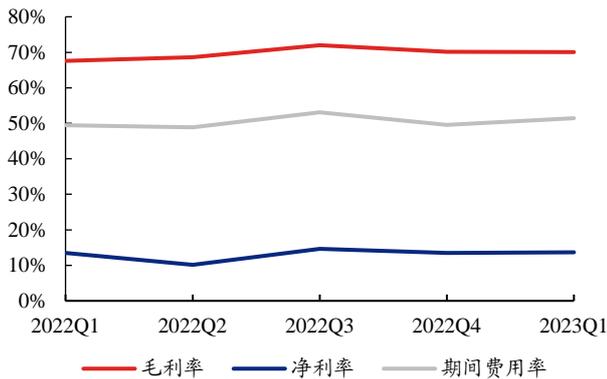
看好大单品&多品牌策略带动盈利能力继续优化。2022 年公司毛利率 69.70%/yoy+3.24pct，主要源于高毛利的线上直营渠道&高毛利的大单品销售占比提升；期间费用率 50.12%/yoy+0.53pct，净利率 13.02%/yoy+1.00pct。23Q1 毛利率/期间费用率/净利率分别为 70.03%/51.44%/13.70%，同比分别+2.46/+2.01/+0.20pct。

图5：公司毛利率稳定提升


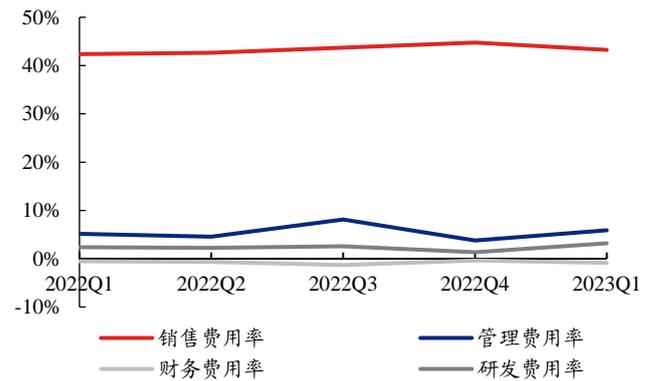
资料来源：wind，信达证券研发中心

图6：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7：22Q4 期间费用率提升影响净利率表现


资料来源：wind，信达证券研发中心

图8：销售费用率基本稳定略有提升


资料来源：wind，信达证券研发中心

22 年整体费用率略有上升，其中：

- (1) 研发费用率 2.00%/同比+0.35pct，系公司研发人工费和委外研发费增长；
- (2) 销售费用率 43.63%/同比+0.64pct，其中形象宣传推广费率 37.90%/yoy+1.78pct，系新品牌孵化（如彩棠、OR）和品牌重塑（如悦芙媞）增加形象宣传推广费投入；
- (3) 管理费用率 5.13%/同比+0.01pct，主要系 2022 年限制性股票股权激励费用摊销和职工薪酬及劳务费增加；
- (4) 财务费用率-0.64%/同比-0.48pct，主要系利息收入增多。23 年来看，由于珀莱雅大单品占比提升、彩棠占比提升，我们预计毛利率有望持续上行，同时多品牌推广之下宣传推广费用率增加带动销售费用率增加，公司更为重视基础研发、应用研发、临床研发，研发费用率上行，我们预计净利率有望维持高位。

管理层发布减持计划。侯军呈、方玉友、王莉、金衍华分别计划减持不超过

1.5%/1.5%/0.0199%/0.0199%的股份，方总此前的减持计划提前终止，本次减持的主要目的也为建设家乡铁定溜溜项目，具体减持金额会根据项目建设需求调整，不排除有和先前减持一样提前终止的可能。

盈利预测： 2023 年公司继续践行大单品策略，推新&产品迭代强化品牌竞争力，通过搭建专业团队、优化组织结构最大化经营效率，深化多品牌、多品类布局，品牌雄厚势能积累帮助公司在行业短期表现偏弱的环境下依然实现高增长，看好后续 3.0 精华放量+小品牌高速发展对于收入的驱动作用。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 10.45/13.26/16.43 亿元，同比分别增长 27.8%/26.9%/23.9%，EPS 分别为 3.68/4.68/5.80 元，对应 PE 分别为 45/36/29X，维持“买入”评级。

风险提示： 化妆品消费情绪偏弱、新产品/新品牌表现不及预期。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	3,159	4,147	5,219	6,895	8,972	
货币资金	2,391	3,161	4,264	5,532	7,459	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	139	102	148	151	225	
预付账款	58	91	110	137	168	
存货	448	669	588	902	971	
其他	123	123	108	174	150	
非流动资产	1,474	1,631	1,666	1,617	1,568	
长期股权投资	170	139	139	139	139	
固定资产(合计)	559	570	554	532	505	
无形资产	397	420	420	420	420	
其他	348	502	553	526	504	
资产总计	4,633	5,778	6,885	8,512	10,540	
流动负债	1,025	1,428	1,470	1,751	2,111	
短期借款	200	200	200	200	200	
应付票据	79	70	93	110	139	
应付账款	404	475	611	741	916	
其他	342	683	566	700	855	
非流动负债	721	813	813	813	813	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	721	813	813	813	813	
负债合计	1,746	2,241	2,283	2,564	2,924	
少数股东权益	10	13	33	53	78	
归属母公司股东权益	2,877	3,524	4,569	5,895	7,538	
负债和股东权益	4,633	5,778	6,885	8,512	10,540	

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	4,633	6,385	8,111	10,171	12,489	
同比(%)	23.5%	37.8%	27.0%	25.4%	22.8%	
归属母公司净利润	576	817	1,045	1,326	1,643	
同比(%)	21.0%	41.9%	27.8%	26.9%	23.9%	
毛利率(%)	66.5%	69.7%	69.9%	70.1%	70.1%	
ROE%	20.0%	23.2%	22.9%	22.5%	21.8%	
EPS(摊薄)(元)	2.03	2.88	3.68	4.68	5.80	
P/E	81.76	57.63	45.09	35.53	28.67	
P/B	16.37	13.36	10.31	7.99	6.25	
EV/EBITDA	51.64	38.32	29.94	23.91	18.89	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	4,633	6,385	8,111	10,171	12,489	
营业成本	1,554	1,935	2,444	3,042	3,730	
营业税金及附加	41	56	71	90	110	
销售费用	1,992	2,786	3,609	4,548	5,590	
管理费用	237	327	422	529	662	
研发费用	77	128	203	264	331	
财务费用	-7	-41	-32	-51	-73	
减值损失合计	-54	-165	-100	-100	-100	
投资净收益	-7	-6	-12	-15	-19	
其他	-8	34	12	-10	-8	
营业利润	671	1,058	1,294	1,625	2,013	
营业外收支	-4	-3	-3	-3	-3	
利润总额	668	1,054	1,291	1,622	2,010	
所得税	111	223	226	276	342	
净利润	557	831	1,065	1,346	1,668	
少数股东损益	-19	14	20	20	25	
归属母公司净利润	576	817	1,045	1,326	1,643	
EBITDA	782	1,181	1,462	1,778	2,148	
EPS(当年)(元)	2.87	2.90	3.68	4.68	5.80	

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	830	1,111	1,224	1,309	1,973	
净利润	557	831	1,065	1,346	1,668	
折旧摊销	96	89	47	49	50	
财务费用	10	13	24	24	24	
投资损失		7	6	12	15	
营运资金变动	75	19	-47	-247	89	
其它	84	153	123	123	123	
投资活动现金流	-342	-298	-97	-18	-22	
资本支出	-194	-167	-3	-3	-3	
长期投资	-70	-131	-90	0	0	
其他	-78	0	-4	-15	-19	
筹资活动现金流	490	-65	-24	-24	-24	
吸收投资	1	166	0	0	0	
借款	947	300	0	0	0	
支付利息或股息	-154	-183	-24	-24	-24	
现金流净增加额	976	747	1,103	1,268	1,927	

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。

李文静，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。

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	hanqiyue@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	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@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	suntong@cindasc.com



华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@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	张佳琳	13923488778	zhangjialin@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。