

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

## 贝泰妮系列之四：修白瓶有望成长为明星单品进而提升完成股权激励的确定性

2023年07月23日

- **薇诺娜核心增长驱动力主要来自人群渗透率提升+明星单品推出放量，前者稳步推进，后者来看“修白瓶”有望成长为明星单品或较好提振市场信心。**我们在先前贝泰妮系列报告中提及，薇诺娜品牌增长的核心主要来自更多渠道曝光推动的人群渗透率提升，今年着重发力22年因内外部原因未进行较多渗透的线上抖音、线下医院渠道，有望较好推动渗透率提升，但市场需要更长周期的数据观测验证逻辑；然而明星单品培育成功短期有助于品牌迅速破圈增强渗透+提升客单价，数据相对易于观测，公司2021年上市以来，清透防晒乳&冻干面膜（2021年）、特护精华（2022年）陆续成长为明星单品，今年美白产品“修白瓶”已经开始进行集中推广投放，若能培育为明星单品，后续或可在销售额占比较高的双十一大促（若无意外事件影响20-21年Q4收入占全年比重为45%+）集中放量，有利于市场增强对于公司达成本年股权激励目标的信心。
- **“修白瓶”基于学术端+消费端营销，于抖音超品日活动中取得近千万级别销售。**薇诺娜2019年推出“光透皙白淡斑精华”，其核心美白淡斑机制“四位一体”相关论文在2019年初已于国际期刊发布，后续于2022年更新包装、推出精华次抛。2023年7月公司在第25届世界皮肤病学大会中对“修白瓶”进行着重宣传，公司对于该单品的重视程度可见一斑，同时在抖音超品日活动进行集中营销曝光，通过学术端+消费端双维度进行消费者教育与营销推广，“修白瓶”截止7月11日在抖音电商超品日达成近千万级别销售，当前位列抖音“品牌精华液爆款榜”榜单TOP1。
- **公司研发端优势突出，运营端逐步改善。**公司在研发以及学术上的优势较为突出，过去市场认为公司在品牌运营仍有提升空间。22年双十一舆情、公司管理层调整后，已能通过今年迪士尼联名、多次线下快闪活动以及本次抖音超品日合作侧面佐证品牌运营端的明显改善，有望进一步提升明星单品培育的成功率。
- **盈利预测与投资评级：**持续看好公司在皮肤学级护肤品β赛道通过稳步提升渗透率获得增长，并成长为兼具研发与运营能力的国货龙头。公司近期倾斜资源培育美白线产品，若能够成长为明星单品则有望于双十一贡献显著增量，依然看好公司达成全年股权激励目标，我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为12.44/16.56/21.75亿元，分别同比增长18.3%/33.1%/31.3%，对应PE分别为32/24/18X，维持“买入”评级。
- **风险因素：**线下渠道获客不及预期、线上渠道竞争激烈、新产品/新品牌市场反馈不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,022	5,014	6,492	8,331	10,448
增长率 YoY %	52.6%	24.6%	29.5%	28.3%	25.4%
归属母公司净利润(百万元)	863	1,051	1,244	1,656	2,175
增长率 YoY%	58.8%	21.8%	18.3%	33.1%	31.3%
毛利率%	76.0%	75.2%	76.0%	76.4%	76.6%
净资产收益率ROE%	18.1%	18.9%	19.3%	21.2%	22.8%
EPS(摊薄)(元)	2.04	2.48	2.94	3.91	5.13
市盈率 P/E(倍)	46.33	38.03	32.14	24.14	18.38
市净率 P/B(倍)	8.41	7.20	6.19	5.12	4.18

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年07月21日收盘价

## 美白产品具备成长为明星单品的较高潜力，有望增强完成股权激励目标确定性

事件：“修白瓶”在超品日活动中实现近千万级销售与过亿级话题量。根据网易新闻，截止7月11日薇诺娜“修白瓶”在抖音电商超品日达成近千万级别销售，截止7月22日位列抖音“品牌精华液爆款榜”榜单 TOP1，#薇诺娜修白瓶话题量超 1.8 亿。

图1：修白瓶达抖音电商品牌精华爆款排行榜 TOP1



资料来源：抖音，信达证券研发中心  
 注：截图时间为7月22日

图2：#薇诺娜修白瓶话题量超 1.8 亿



资料来源：抖音，信达证券研发中心  
 注：截图时间为7月22日

我们认为品牌核心驱动力为渠道布局带来的渗透率提升，新品带动品牌破圈或亦可助力人群渗透。薇诺娜作为中国皮肤学级赛道龙头品牌，我们认为公司的增长驱动力主要来自：(1) 人群渗透率的提升为核心 (2) 辅以每年明星单品的培育打造，但由于渗透率的观测需要更长周期，若短期明星单品培育有较好表现则有望提振市场信心。

(1) 通过线上下布局推动渗透率提升依旧是品牌规模增长的核心因素：线上渠道中，公司2022年末将抖音作为核心渠道进行布局，渗透率提升空间较大，今年策略调整后着重发力抖音渠道，有望带来显著增量；线下渠道中，2022年因疫情原因减少了与部分医院的合作，今年恢复合作后品牌有望继续发挥在医院渠道的核心竞争力以获取更多高粘性客群。

(2) 同时明星单品培育后放量也为品牌提供增长动力：在渗透率数据需要更长维度进行观测，短期较难对于增长情况进行量化的前提下，若明星单品培育成功后放量或品牌文化营销破圈则有望触达更多潜在存在皮肤敏感问题的消费者，推动品牌短期月度数据有更好表现，公司2021年上市以来，薇诺娜除特护霜外，清透防晒乳&冻干面膜（2021年）、特护精华（2022年）陆续成长为明星单品，今年或可期待美白产品“修白瓶”表现，如果能培育为明星单品，后续或可在销售额占比较高的双十一大促中集中放量，有利于市场增强公司达成股权激励的信心。

敏感肌人群对于新品尝试相对谨慎，盲目推新可能会损伤品牌力，因此公司推新周期相对更长。公司单品布局逻辑为：“推出一代、储备一代、研发一代”，因此若希望寻找本年有机会成功的明星单品，我们认为可关注品牌在哪些处于孵化阶段的单品中给予更多资源进行营销投放，则证明产品或已技改调整完毕可以进行更大范围推广。敏感肌人群的特征决定了品牌产品上市前需要经过较多的功效性与安全性验证，不能盲目倾注营销资源推广，否则若造成

消费者敏感加重可能会影响品牌信任度。薇诺娜在推出新品后最初通常会依靠自然流量购买积累消费者使用反馈，根据反馈进行配方优化，最后再集中资源进行爆品打造；从公司目前的明星单品来看，特护霜、防晒乳、冻干面膜均经过了至少 1-2 年以上的培育期才成长为明星单品。

“修白瓶”较早即完成功效论证，推出后几经更新调整再着力倾注资源打造，在敏感肌美白产品较为稀缺的情况下期待其成长为明星单品。薇诺娜 2019 年推出“光透皙白淡斑精华”，其核心美白淡斑机制“四位一体”相关论文在 2019 年初已于国际期刊发布，后续于 2022 年更新包装、推出精华次抛。2023 年 7 月公司在第 25 届世界皮肤病学大会中对“修白瓶”进行着重宣传，公司对于该单品的重视程度可见一斑，同时在抖音超品日活动进行集中营销曝光，通过学术端+消费端双维度进行消费者教育与营销推广，在敏感肌美白产品相对稀缺的情况下，可持续关注产品后续日销以及复购情况。

图3：美白精华经过了较长时间的市场验证再倾注资源进行曝光



资料来源：薇诺娜官方微博，信达证券研发中心

**学术端：**在国际学术会议着重宣传有关修白瓶核心成分&作用机制的研究成果，强调产品功效的可验证性。7月3-8日贝泰妮集团赴新加坡参加第25届世界皮肤病学大会（WCD），重点提及了薇诺娜“修白瓶”单品，知名皮肤学专家何黎教授、许爱娥教授着重讲解宣传了验证修白瓶核心成分的有效性、“四位一体”美白淡斑机制（通过添加马齿苋（舒缓）、青刺果油（修护）、三七总皂苷（调节微循环）、噬黑因（抗黑）成分，建立四位一体淡斑通路）等已在国际期刊发布的核心研究成果，获得了海内外专家教授认可，包括法国贝桑松大学皮肤研究中心主任 Philippe Humbert 教授和迈阿密大学研究教授 Berardesca Enzo 在内的多位皮肤学界权威专家在 WCD 上详细了解了该研究成果后，均给出了高度评价。



图4：薇诺娜于 WCD 重点宣传了有关修白瓶核心成分有效性与“四位一体”作用机制的相关论文研究



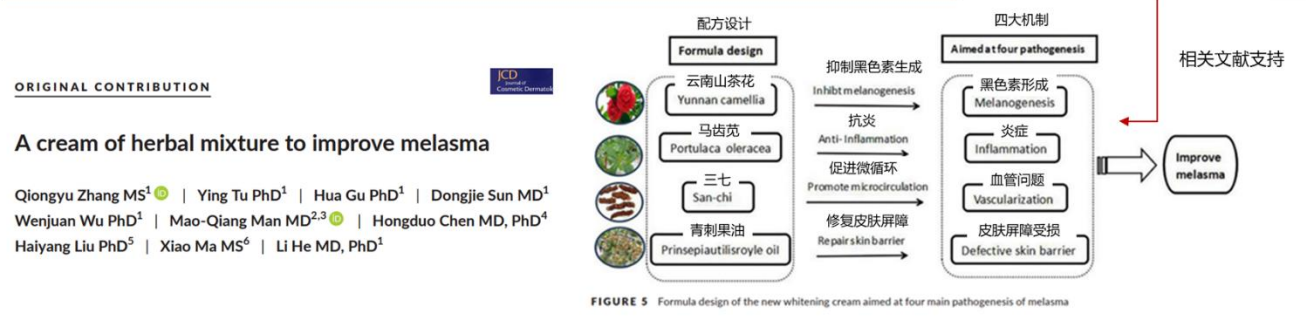
**黄褐斑的发生机制突破及精准干预**  
何黎教授

Guideline Article  
**Consensus on the Diagnosis and Treatment of Melasma in China (2021 Version)<sup>#</sup>**

Pigmentary Disorder Group, Combination of Traditional and Western Medicine Dermatology; Research Center for Vitiligo, Chinese Society of Dermatology; Working Group on Pigmentary Disorders, China Dermatologist Association; Tian-Wen Gao<sup>1</sup>, Hua Gu<sup>2</sup>, Li He<sup>2,3,4</sup>, Tie-Chi Lei<sup>5</sup>, Ming Li<sup>6</sup>, Tie-Nan Li<sup>7</sup>, Chun-Ying Li<sup>8</sup>, Tong Lin<sup>9</sup>, Kuan-Hou Mu<sup>1</sup>, Cai-Xia Tu<sup>1</sup>, Hai Wen<sup>9</sup>, Ji-Yuan Wu<sup>10</sup>, Ai-E Xu<sup>11,4</sup>, Jun-Ling Zhang<sup>12</sup>, Zhi-Zhong Zhen<sup>13</sup>

<sup>1</sup>Department of Dermatology, Xijing Hospital, The Fourth Military Medical University, Xi'an, Shanxi 710032, China; <sup>2</sup>Department of Dermatology, The First Affiliated Hospital of Kunming Medical University, Kunming, Yunnan 650032, China; <sup>3</sup>Renmin Hospital of Wuhan University, Wuhan, Hubei 430000, China; <sup>4</sup>Department of Dermatology, Zhongshan Hospital of Fudan University, Shanghai 200000, China; <sup>5</sup>Department of Dermatology, The 7th Municipal People's Hospital in Shanghai, Shanghai, Liaoning 110000, China; <sup>6</sup>Hospital for Skin Diseases (Institute of Dermatology), Chinese Academy of Medical Sciences and Peking Union Medical College, Nanjing, Jiangsu 210000, China; <sup>7</sup>Department of Dermatology, The First Affiliated Hospital of Xi'an Jiaotong University, Xi'an, Shanxi 710032, China; <sup>8</sup>Department of Dermatology, The Second Affiliated Hospital of Dalian Medical University, Shenyang, Dalian 116000, China; <sup>9</sup>Department of Dermatology, Changzhang Hospital of Navy Medical University, Shanghai 200000, China; <sup>10</sup>Department of Dermatology, The First Hospital of Wuhan City, Wuhan, Hubei 430000, China; <sup>11</sup>Department of Dermatology, The Third People's Hospital of Hangzhou, Hangzhou, Zhejiang 310000, China; <sup>12</sup>The Affiliated Hospital of Tianjin Academy of Traditional Chinese Medicine, Tianjin 300000, China; <sup>13</sup>Department of Dermatology, Huashan Hospital of Fudan University, Shanghai 200000, China.





资料来源：薇诺娜官方微博、《International Journal of Dermatology and Venerology》Consensus on the Diagnosis and Treatment of Melasma in China、《Journal of Cosmetic Dermatology》A cream of herbal mixture to improve melasma，信达证券研发中心

**消费端：修白瓶作为核心产品上线抖音超级品牌日，以自播+达人进行品宣。**修白瓶发布后上线抖音电商超级品牌日，以云南哈巴雪山溯源行动进行自播宣传，直播间来到云南、主播身着民族服饰进行直播，体现了薇诺娜品牌的在地特色；在达人合作方面，薇诺娜联合BAZAAR（时尚芭莎）拍摄4位抖音达人组成的“愈敏先锋团”宣传片，并邀请朱梓骁、多余和毛毛姐等抖音达人前往新加坡 WCD 深度参与抖音电商超级品牌日的联动，深度合作推广“修白瓶”。

图5：修白瓶上线抖音超级品牌日，联动云南哈巴雪山溯源行动进行自播



资料来源：薇诺娜官方微信公众号、未来迹，信达证券研发中心

图6：薇诺娜邀请抖音达人参与 WCD 会议



朱梓骁、多余和毛毛姐在WCD现场  
听取薇诺娜学术报告

资料来源：未来迹，信达证券研发中心

在持续发挥公司学术端优势外，以消费者更易感知理解的方式进行营销宣传。公司在学术研究、产品研发上的积累较为深厚，在宣传与消费者教育上较多聚焦于专业知识传达，以专家背书的形式提升消费者信任感，但也因存在一定理解门槛导致大范围破圈的难度较高，公司在今年的品牌宣传策略也一定程度上向消费者更易感知的维度倾斜，如：迪士尼联名、举办多次线下快闪活动以及本次“修白瓶”联动多位抖音主播。公司管理层在近期接受采访中提到：贝泰妮今年将大力加强对情感内容的构建与投入，加深与消费者的情感沟通，如：孵化内容栏目，以叙述故事的形式呈现专业内容，输出一种生活方式。经历 22 年双十一舆情以及管理层调整后，公司品牌运营营销能力逐步改善，有望为品牌渗透率提升提供更多助力。

**盈利预测与投资评级：**持续看好公司在皮肤学级护肤品β赛道通过稳步提升渗透率获得增长，并成长为兼具研发与运营能力的国货龙头。公司近期倾斜较多资源培育美白线产品，若能够成长为明星单品则有望于双十一贡献显著增量，依然看好公司达成全年股权激励目标，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 12.44/16.56/21.75 亿元，分别同比增长 18.3%/33.1%/31.3%，对应 PE 分别为 32/24/18X，维持“买入”评级。

**风险因素：**线下渠道获客不及预期、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	
<b>流动资产</b>	5,225	5,715	7,041	8,654	10,913	
货币资金	2,035	2,514	3,406	4,358	5,186	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	247	270	559	366	795	
预付账款	46	42	67	83	98	
存货	463	671	710	862	1,026	
其他	2,433	2,218	2,299	2,985	3,809	
<b>非流动资产</b>	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	
<b>资产总计</b>	5,812	6,719	8,065	9,646	11,855	
<b>流动负债</b>	900	992	1,442	1,687	2,151	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	65	62	103	116	156	
应付账款	296	311	467	462	626	
其他	538	619	873	1,110	1,368	
<b>非流动负债</b>	134	125	115	105	95	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	134	125	115	105	95	
<b>负债合计</b>	1,034	1,117	1,557	1,793	2,246	
少数股东权益	23	50	50	50	51	
归属母公司股	4,755	5,552	6,457	7,803	9,558	
<b>负债和股东权益</b>	5,812	6,719	8,065	9,646	11,855	

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	6,492	8,331	10,448	
同比(%)	52.6%	24.6%	29.5%	28.3%	25.4%	
归属母公司净利润	863	1,051	1,244	1,656	2,175	
同比(%)	58.8%	21.8%	18.3%	33.1%	31.3%	
毛利率(%)	76.0%	75.2%	76.0%	76.4%	76.6%	
ROE%	18.1%	18.9%	19.3%	21.2%	22.8%	
EPS(摊薄)(元)	2.04	2.48	2.94	3.91	5.13	
P/E	46.33	38.03	32.14	24.14	18.38	
P/B	8.41	7.20	6.19	5.12	4.18	
EV/EBITDA	75.83	49.03	24.93	18.28	13.65	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	4,022	5,014	6,492	8,331	10,448	
营业成本	965	1,243	1,556	1,967	2,448	
营业税金及附加	52	56	71	92	115	
销售费用	1,681	2,048	2,681	3,457	4,336	
管理费用	245	343	563	650	705	
研发费用	113	255	301	383	481	
财务费用	-10	-14	-20	-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	35	35	35	
<b>营业利润</b>	1,016	1,212	1,463	1,932	2,534	
营业外收支	2	2	-1	5	4	
<b>利润总额</b>	1,018	1,214	1,462	1,937	2,537	
所得税	154	163	218	281	362	
<b>净利润</b>	864	1,050	1,245	1,656	2,175	
少数股东损益	1	-1	1	0	0	
<b>归属母公司净利</b>	863	1,051	1,244	1,656	2,175	
EBITDA	1,049	1,240	1,471	1,953	2,554	
EPS(当年)(元)	2.12	2.48	2.94	3.91	5.13	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	1,153	769	1,737	1,926	2,052	
净利润	864	1,050	1,245	1,656	2,175	
折旧摊销	73	118	115	136	156	
财务费用	4	5	5	4	3	
投资损失	-3	-19	-19	-81	-90	
营运资金变动	229	-318	459	225	-174	
其它	0	-5	3	5	3	
<b>投资活动现金流</b>	-2,558	-18	-491	-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	70	80	90	
<b>筹资活动现金流</b>	2,664	-320	-354	-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	-344	-314	-423	
<b>现金流净增加额</b>	1,258	431	892	952	828	

## 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。

**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	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	赵岚琦	15690170171	<a href="mailto:zhaolanqi@cindasc.com">zhaolanqi@cindasc.com</a>
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	<a href="mailto:wangzheyu@cindasc.com">wangzheyu@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
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	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>



华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	sunlong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	<a href="mailto:wangshuang3@cindasc.com">wangshuang3@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	<a href="mailto:sulin@cindasc.com">sulin@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	<a href="mailto:wangheran@cindasc.com">wangheran@cindasc.com</a>
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	wangyupei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
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	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>
华南区销售	张佳琳	13923488778	<a href="mailto:zhangjialin@cindasc.com">zhangjialin@cindasc.com</a>
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	<a href="mailto:songwangfeiyi@cindasc.com">songwangfeiyi@cindasc.com</a>



## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。