

证券研究报告

公司研究

跟踪报告

华熙生物(688363.SH)

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

王越 社零&美护分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 18701877193

邮箱: wangyue1@cindasc.com

华熙生物跟踪报告：从模型拆解出发，分析华熙生物 2023 年投资机会

2022 年 12 月 23 日

- 我们认为不能仅从原料、功能性护肤品、医疗美容等单一角度分析华熙生物，而要将其作为一个整体进行分析。华熙生物的核心竞争力在于其拥有从原料生产到终端产品销售的全产业链运营经验，并且这套运营经验可以应用在透明质酸以外的其他领域。我们看好华熙生物在透明质酸行业的龙头领先地位，尤其看好其在功能性护肤品和医美领域的发展潜力；此外，公司通过加码合成生物学将战略重心重新拉回到原料端，有望打造第二成长曲线。
- 具体到 2023 年，我们认为华熙生物的看点如下：1) 化妆品业务从粗放式发展转为精细化运营，有望带动化妆品销售费率逐季下降&持平，从而拉动整体净利率回升。公司 2022 年化妆品销售费率已有明显下降，预计 2023 年依然有进一步下降的空间；2) 医美业务调整战略重心，把握水光市场监管趋严、合规产品市占率提升的机遇，2023 年有机会体现在业绩上；3) 重组胶原蛋白化妆品级原料有望在今年年底量产，2023 年贡献业绩的同时，也有望帮助化妆品业务打开新的增长点。
- 功能性护肤品业务：夸迪、肌活、米蓓尔增长势头迅猛，润百颜调整后有望反弹。润百颜 2021H2 至 2022H2 遭遇发展挫折，调整后有望重新进入增长轨道；夸迪拥抱超头快速放量，多元化渠道布局谋求持续增长；肌活深耕抖音渠道，王牌产品糙米系列快速放量；米蓓尔主打敏感肌修护，与李佳琦合作开始放量。
- 原料业务：整体保持稳定增长。华熙原料业务维持 10-20% 的稳定增长态势，是华熙的现金牛业务。2020 年及 2022H1 疫情多发导致下游客户生产受阻、原料需求减少，对原料业务增速产生短期不利影响，但疫后依然有望快速回到前述稳定增长区间中。
- 期间费率&利润率：功能性护肤品销售费率下行带动公司整体净利率回升。1) 毛利率：化妆品&医疗终端稳定，原料企稳回升；2) 销售费率：精细化运营下化妆品销售费率正逐步降低；3) 管理费率：受益于规模效应，预计稳中有降；4) 研发费率：公司重视基础研发，预计持平。
- 盈利预测与投资评级：我们看好华熙生物在透明质酸、重组胶原蛋白等领域的发展。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.13/2.87/3.66 元，2022 年 12 月 22 日收盘价对应 PE 分别为 61/46/36 倍，维持“买入”评级。
- 风险因素：合成生物新业务拓展速度不及预期、流量成本上升影响利润率、医美业务调整不及预期等

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

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,633	4,948	6,901	8,838	10,941
增长率 YoY %	39.6%	87.9%	39.5%	28.1%	23.8%
归属母公司净利润 (百万元)	646	782	1,025	1,380	1,759
增长率 YoY%	10.3%	21.1%	31.0%	34.6%	27.5%
毛利率%	81.4%	78.1%	77.9%	78.2%	78.4%
净资产收益率ROE%	12.9%	13.7%	15.4%	17.2%	18.0%
EPS(摊薄)(元)	1.34	1.63	2.13	2.87	3.66
市盈率 P/E(倍)	97.35	80.37	61.37	45.58	35.75
市净率 P/B(倍)	12.53	11.03	9.46	7.83	6.43

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年12月22日收盘价

1、2023年华熙生物投资观点

我们认为不能仅从原料、功能性护肤品、医疗美容等单一角度分析华熙生物，而要将其作为一个整体进行分析。华熙生物的核心竞争力在于其拥有从原料生产到终端产品销售的全产业链运营经验，并且这套运营经验可以应用在透明质酸以外的其他领域。我们看好华熙生物在透明质酸行业的龙头领先地位，尤其看好其在功能性护肤品和医美领域的发展潜力；此外，公司通过加码合成生物学将战略重心重新拉回到原料端，有望打造第二成长曲线。

具体到2023年，我们认为华熙生物的看点如下：1) 化妆品业务从粗放式发展转为精细化运营，有望带动化妆品销售费率逐季下降&持平，从而拉动整体净利率回升。公司2022年化妆品销售费率已有明显下降，预计2023年依然有进一步下降的空间；2) 医美业务调整战略重心，把握水光市场监管趋严、合规产品市占率提升的机遇，2023年有机会体现在业绩上；3) 重组胶原蛋白化妆品级原料有望在今年年底量产，2023年贡献业绩的同时，也有望帮助化妆品业务打开新的增长点。

2、详拆华熙生物盈利预测模型

2.1 功能性护肤品业务：夸迪、肌活、米蓓尔增长势头迅猛，润百颜调整后有望反弹

润百颜：2021H2至2022H2遭遇发展挫折，调整后有望重新进入增长轨道。1) 首创玻尿酸次抛产品，消费者心智较强，同时也是公司首个突破10亿元收入的品牌，2020/2021的增速分别为65.3%/117.4%；2) 21H2开始遇到一系列挫折干扰，反映出润百颜在高速发展下在品宣、运营等方面存在缺陷，例如21年底品牌代言人“带带大师兄”不当发言引起舆论事件；3) 公司将22年定位为润百颜调整年，着力解决内部问题，在调整期中，润百颜今年以来收入增速走低，22H1营收增速31%位于四个品牌末位，22H2预计增速降低至10%+；4) 客户基础扎实、知名度高，仍将继续挖掘润百颜发展潜力：公司计划加大抖快直播电商投入等；在投入收缩期，品牌的复购率等表现出一定韧性，因此预计2023H1开始润百颜收入增速有望触底回升、逐步恢复至中等增速水平；

夸迪：拥抱超头快速放量，多元化渠道布局谋求持续增长。1) 深度绑定李佳琦放量：主打5D玻尿酸护肤，王牌产品蓝次抛和绿次抛均在李佳琦直播间起量。2021年收入接近10亿；2) 22H1夸迪依然维持65%高增速，受22Q3李佳琦停播导致夸迪单季度增速有所放缓，李佳琦回归后夸迪在双11期间的GMV增速重回100%+；3) 多元化渠道布局减少超头依赖：除了李佳琦渠道以外，今年以来夸迪开始在私域、抖快等其他渠道发力；4) 预计22H2整体增速小幅放缓至45%。2022年收入有望与润百颜相当，未来有望继续维持20-35%的中高速增长。

肌活：深耕抖音渠道，王牌产品糙米系列快速放量。1) 肌活核心单品糙米水主打对SK-II神仙水的平替，并以这个概念在小红书、抖音、知乎等渠道推广；2) 21H2起肌活在抖音渠道快速放量，22H1增速超400%；3) 精准产品定位+渠道定位，助力肌活今年继续翻倍以上增长，有望成为公司第三个收入超10亿元的品牌；4) 未来肌活将继续围绕糙米原液推出更多系列产品，针对100-200元价格带大众人群持续推新，预计品牌将维持28%以上的高增速；

米蓓尔：主打敏感肌修护，与李佳琦合作开始放量。1) 米蓓尔今年起进入李佳琦直播间，618全渠道GMV增速接近200%，双11增速也在100%+；2) 相较其他三个品牌，目前米蓓尔仍处于发展初期，预计未来一段时间仍会维持超头推动的打法继续摸索，2024年营收有机会突破10亿元。



表 1：华熙生物功能性护肤品业务收入分年度拆分

单位：亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
功能性护肤品总收入	13.46	33.19	50.54	66.33	83.87	102.34
——YOY	112.2%	146.6%	52.3%	31.3%	26.4%	22.0%
其中：						
1、润百颜收入	5.65	12.29	14.94	17.61	20.57	23.22
——YOY	65.3%	117.4%	21.5%	17.8%	16.8%	12.9%
2、夸迪收入	3.91	9.79	14.94	19.72	25.01	30.73
——YOY	513.3%	150.2%	52.6%	32.0%	26.8%	22.8%
3、肌活收入	1.13	4.35	10.73	15.51	20.77	26.67
——YOY	45.7%	286.2%	146.7%	44.5%	33.9%	28.4%
4、米蓓尔收入	1.99	4.20	6.57	9.00	11.81	14.72
——YOY	136.3%	111.1%	56.3%	37.0%	31.2%	24.6%
5、其他品牌收入	0.78	2.56	3.36	4.50	5.70	7.00
——YOY	16.0%	228.9%	31.3%	34.0%	26.8%	22.8%

资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

表 2：华熙生物功能性护肤品业务收入分半年度拆分

单位：亿元	2022H1	2022H2E	2023H1E	2023H2E	2024H1E	2024H2E	2025H1E	2025H2E
功能性护肤品总收入	21.27	29.27	28.35	37.99	36.23	47.64	44.79	57.55
——YOY	77.2%	38.1%	33.3%	29.8%	27.8%	25.4%	23.6%	20.8%
其中：								
1、润百颜收入	6.45	8.49	7.42	10.19	8.75	11.82	9.98	13.24
——YOY	31.3%	15.0%	15.0%	20.0%	18.0%	16.0%	14.0%	12.0%
2、夸迪收入	6.04	8.90	8.15	11.57	10.43	14.58	12.93	17.79
——YOY	65.4%	45.0%	35.0%	30.0%	28.0%	26.0%	24.0%	22.0%
3、肌活收入	4.85	5.88	7.27	8.23	9.82	10.95	12.77	13.91
——YOY	444.9%	70.0%	50.0%	40.0%	35.0%	33.0%	30.0%	27.0%
4、米蓓尔收入	2.61	3.96	3.65	5.35	4.85	6.96	6.16	8.56
——YOY	67.1%	50.0%	40.0%	35.0%	33.0%	30.0%	27.0%	23.0%
5、其他品牌收入	1.33	2.03	1.86	2.64	2.38	3.32	2.95	4.06
——YOY	33.4%	30.0%	40.0%	30.0%	28.0%	26.0%	24.0%	22.0%

资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

2.2 原料业务：整体保持稳定增长

原料为公司现金牛业务，增长稳定。华熙原料业务维持 10-20%的稳定增长态势，是华熙的现金牛业务。2020 年及 2022H1 疫情多发导致下游客户生产受阻、原料需求减少，对原料业务增速产生短期不利影响，但疫后依然有望快速回到前述稳定增长区间中。其中：

- ✓ **HA 原料：**供需发力助化妆品级&食品级快速增长，医用级相对稳定。一方面，公司持续扩大化妆品及食品级 HA 原料产能；另一方面，以玻尿酸为核心原料的功能性护肤品和功能性食品需求旺盛。供需两方面一起发力，预计二者都将维持中高速增长，增速略快于原料业务整体增速；而滴眼液级 HA 需求相对平稳，预计维持高个位数增长；

- ✓ **其他原料:** 1) 2020-2021 年其他原料收入连续翻倍增长, 源自乙酰化玻尿酸原料受化妆品市场热捧, 珀莱雅等大客户采购量较大, 但高基数下今年增速将逐步放缓; 2) 随着公司持续加码合成生物学赛道, 利用合成生物技术拓展其他新原料, 例如重组胶原蛋白、依克多因、麦角硫因等有望为公司原料业务贡献新的业绩增长点。

表 3: 华熙生物原料业务收入分年度拆分

单位: 亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
原料业务总收入	7.03	9.05	10.50	12.34	14.16	15.95
——YOY	-7.5%	28.6%	16.0%	17.6%	14.7%	12.7%
其中:						
1、化妆品级 HA 收入	3.37	3.91	4.51	5.31	6.14	6.96
——YOY	-14.0%	16.0%	15.2%	17.9%	15.5%	13.5%
2、滴眼液级 HA 收入	1.36	1.45	1.53	1.66	1.77	1.85
——YOY	-9.2%	7.2%	5.2%	8.5%	6.5%	5.0%
3、食品级 HA 收入	0.79	1.08	1.30	1.58	1.85	2.14
——YOY	-13.5%	36.9%	21.0%	21.1%	17.4%	15.4%
4、注射级 HA 收入	0.82	1.07	1.18	1.34	1.49	1.64
——YOY	-8.0%	30.0%	10.6%	13.4%	11.4%	10.0%
5、其他原料收入	0.70	1.54	1.98	2.45	2.91	3.36
——YOY	151.2%	120.3%	28.5%	23.9%	18.9%	15.4%

资料来源: Wind, 信达证券研究开发中心

表 4: 华熙生物原料业务收入分半年度拆分

单位: 亿元	2022H1	2022H2E	2023H1E	2023H2E	2024H1E	2024H2E	2025H1E	2025H2E
原料业务总收入	4.61	5.89	5.46	6.88	6.29	7.86	7.12	8.84
——YOY	11.0%	20.3%	18.5%	16.8%	15.3%	14.3%	13.1%	12.4%
其中:								
1、化妆品级 HA 收入	2.06	2.44	2.46	2.86	2.85	3.29	3.25	3.71
——YOY	10.0%	20.0%	19.0%	17.0%	16.0%	15.0%	14.0%	13.0%
2、滴眼液级 HA 收入	0.70	0.83	0.77	0.89	0.82	0.95	0.86	0.99
——YOY	0.0%	10.0%	9.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	5.0%
3、食品级 HA 收入	0.49	0.81	0.61	0.97	0.71	1.14	0.83	1.31
——YOY	15.0%	25.0%	23.0%	20.0%	18.0%	17.0%	16.0%	15.0%
4、注射级 HA 收入	0.49	0.69	0.56	0.78	0.62	0.87	0.69	0.96
——YOY	5.0%	15.0%	14.0%	13.0%	12.0%	11.0%	10.0%	10.0%
5、其他原料收入	0.86	1.12	1.07	1.38	1.29	1.62	1.49	1.87
——YOY	26.6%	30.0%	25.0%	23.0%	20.0%	18.0%	16.0%	15.0%

资料来源: Wind, 信达证券研究开发中心

2.3 期间费率&利润率: 功能性护肤品销售费率下行带动公司整体净利率回升

毛利率: 化妆品&医疗终端稳定, 原料企稳回升。1) 化妆品毛利率和医疗终端毛利率分别维持在 79% 和 82% 左右, 与同行业竞争对手毛利率水平类似, 整体保持平稳; 2) 原料业务毛利率于 2021&2022 年持续下降, 源自进入门槛相对较低的化妆品级 HA 和食品级 HA 市场竞争加剧, 激烈的价格战导致量增的同时毛利率有所降低。不过 22H2 起价格战趋缓, 预计未来原料业务毛利率将稳定在 72% 左右的水平上。

销售费率：精细化运营下化妆品销售费率正逐步降低。1) 原料、医疗终端及公司整体品牌建设费率保持稳定，分别在 8%、29%、3%左右；2) 化妆品销售费率此前维持在近 60%的高位，明显高于同行 40-45%的销售费率水平。不过今年公司从粗放式发展转为精细化运营，对各品牌的考核指标从单纯 GMV 考核转变为 GMV+ 利润率考核，促使化妆品业务销售费率明显降低。相较贝泰妮、珀莱雅等其他化妆品公司，华熙的化妆品销售费率依然有进一步降低的可能性。

管理费率：受益于规模效应，稳中有降，预测在 5.5-6% 的区间内；**研发费率：**公司重视基础研发，预计维持在 6%。

表 5：华熙生物利润率及期间费率拆分

单位：亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
毛利率：	81.4%	78.1%	77.9%	78.1%	78.4%	78.6%
化妆品业务	81.9%	79.0%	79.0%	79.1%	79.2%	79.3%
原料业务	78.1%	72.2%	71.9%	71.8%	71.9%	72.1%
医疗终端业务	84.6%	82.1%	82.0%	82.3%	82.5%	82.8%
 销售费率：	41.8%	49.2%	47.8%	46.4%	46.2%	45.9%
化妆品业务	57.5%	60.4%	55.4%	52.4%	51.4%	50.4%
原料业务	10.5%	8.0%	7.9%	7.8%	7.7%	7.6%
医疗终端业务	30.0%	31.6%	28.3%	28.7%	28.7%	28.5%
公司整体品牌建设	3.0%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
 管理费率：	6.1%	6.1%	6.1%	5.9%	5.6%	5.5%
 研发费率：	5.4%	5.7%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
 净利率：	24.50%	15.67%	14.83%	15.65%	16.11%	16.53%

资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

盈利预测与投资评级：我们看好华熙生物在透明质酸、重组胶原蛋白等领域的发展。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.13/2.87/3.66 元，2022 年 12 月 22 日收盘价对应 PE 分别为 61/46/36 倍，维持“买入”评级。

风险因素：合成生物新业务拓展速度不及预期、流量成本上升影响利润率、医美业务调整不及预期等



资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元	
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,664	3,984	5,063	6,684	8,403		营业总收入	2,633	4,948	6,901	8,838	10,941
货币资金	1,390	1,807	2,408	3,565	4,495		营业成本	489	1,085	1,524	1,931	2,364
应收票据	5	5	10	8	15		营业税金及 附加	34	58	89	115	142
应收账款	372	397	349	348	341		销售费用	1,099	2,436	3,296	4,099	5,059
预付账款	45	88	131	162	201		管理费用	162	303	419	521	611
存货	477	709	929	1,092	1,379		研发费用	141	284	417	530	656
其他	1,375	979	1,236	1,510	1,973		财务费用	-1	0	-31	-9	-11
非流动资产	2,053	3,520	3,770	4,152	4,644		减值损失合 计	-16	-30	-55	-70	-86
长期股权投资	18	19	19	19	19		投资净收益	34	21	14	20	20
固定资产	627	1,609	1,860	2,241	2,734		其他	32	133	82	23	17
无形资产	427	467	467	467	467		营业利润	757	906	1,229	1,623	2,070
其他	982	1,424	1,424	1,424	1,424		营业外收支	2	-15	-6	-4	-4
资产总计	5,717	7,504	8,833	10,836	13,047		利润总额	759	890	1,223	1,619	2,066
流动负债	553	1,401	1,792	2,418	2,873		所得税	114	115	206	243	310
短期借款	24	0	0	0	0		净利润	645	776	1,017	1,377	1,756
应付票据	0	47	19	64	38		少数股东损 益	-1	-7	-8	-3	-3
应付账款	197	644	795	1,136	1,360		归属母公司	646	782	1,025	1,380	1,759
其他	332	710	978	1,218	1,476		EBITDA	794	1,038	1,527	2,020	2,577
非流动负债	146	401	401	401	401		EPS (当)	1.35	1.63	2.13	2.87	3.66
长期借款	0	144	144	144	144							
其他	146	257	257	257	257							
负债合计	699	1,801	2,192	2,819	3,274							
少数股东权 益	-2	3	-4	-7	-10							
归属母公司	5,020	5,699	6,645	8,025	9,784							
负债和股东 权益	5,717	7,504	8,833	10,836	13,047							
重要财务指 标						单位:百 万元	现金流量表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,633	4,948	6,901	8,838	10,941		经营活动现 金流	705	1,276	1,368	2,141	2,213
同比	39.6%	87.9%	39.5%	28.1%	23.8%		净利润	645	776	1,017	1,377	1,756
归属母公司 净利润	646	782	1,025	1,380	1,759		折旧摊销	75	161	249	318	407
同比	10.3%	21.1%	31.0%	34.6%	27.5%		财务费用	7	3	0	0	0
毛利率 (%)	81.4%	78.1%	77.9%	78.2%	78.4%		投资损失	-34	-21	-14	-20	-20
ROE%	12.9%	13.7%	15.4%	17.2%	18.0%		营运资金变 动	25	473	37	374	-43
EPS(摊 薄)(元)	1.34	1.63	2.13	2.87	3.66		其它	-12	-116	79	92	113
P/E	97.35	80.37	61.37	45.58	35.75		投资活动现 金流	-1,331	-990	-688	-984	-1,284
P/B	12.53	11.03	9.46	7.83	6.43		资本支出	-763	-784	-506	-704	-904
EV/EBITDA	86.80	70.35	39.79	29.51	22.77		长期投资	-11	-140	-200	-300	-400
							其他	-558	-66	17	20	20
							筹资活动现 金流	-160	-71	-236	0	0
							吸收投资	0	10	0	0	0
							借款	24	174	0	0	0
							支付利息或 股利	-178	-201	-236	0	0
							现金流净增 加额	-798	195	444	1,157	929

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。

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	李若琳	13122616887	liuolin@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	jiali@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

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

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。