商业贸易

优于大市（维持）

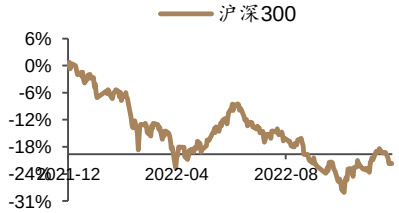
证券分析师

郑澄怀
资格编号：S0120521050001
邮箱：dengch@tebon.com.cn

研究助理

易丁依
邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

1.《——12/12-12/16 美容护理周报-美丽田园通过港交所聆讯，建议关注机构端复苏弹性》，2022.12.18
2.《——12/5-12/9 美容护理周报-复盘美国后疫情美护行业，重视国内彩妆需求端复苏》，2022.12.10
3.《——11/28-12/2 美容护理周报-医美再迎地方性引导政策，把握行业底部布局机会》，2022.12.5
4.《贝泰妮（300957.SZ）：单品牌到平台化，匠心者方行致远》，2022.11.30
5.《——11/14-11/18 美容护理周报-鲁商聚焦大健康潜力可期，继续低位看多医美板块》，2022.11.22

以油养肤乘风而起，国货引领细分赛道成长

——12/19-12/23 美容护理周报

投资要点：

- 医美周观点：医美板块自 8 月以来回调充分，途中经历各地疫情影响线下动销、税收合规化引起的政策层面担忧，目前景气度及政策层面影响因素均已基本消化。我们认为当下市场更多关注的是疫后行业景气度恢复情况、龙头来年的战略规划和行业潜在的新品情况，监管政策的不断推出会引导市场理性看待监管对行业健康发展的重要意义。

- 化妆品周观点：功能性护肤红利延续催生细分需求，本周我们聚焦以油养肤，在规模热度持续提升的赛道崛起背后关注国货品牌的身影。精华油作为以油养肤面部护理的核心品类，国货品牌彰显引领性，Top10 中占据 8 席市占率超 50%，新锐品牌 LAN 以精华油为切入点 4 年跃居品类榜首，夸迪、珀莱雅也相继推出悬油次抛/双仓面膜、启时滋养精华油布局以油养肤。思考国货尤其新锐品牌破局之道，作为追随者从成熟品类与国内外大牌抗衡，虽可减少试错成本但难以跑出品牌声量，但凭借贴近市场洞察需求的优势，进一步挖掘前沿消费需求，或可从小众/细分赛道入手打造爆品，配合市场教育扩大需求、扩充品类，引领护肤潮流实现正向循环。未来随功能性护肤红利延续，从敏感肌到早 C 晚 A，再到以油养肤、洗护升级等，更多细分需求或将由国货品牌引导。

- 行业新闻：①陕西牵头的 16 省联盟正畸材料集采结果出炉，最终 32 家企业的 572 个产品拟中选，拟中选产品平均降幅 43.23%，最高降幅 88%。②广州市市监局发布关于规范医疗美容商业营销行为的提醒告知书，指出不得发布未经审查的医疗美容广告。③为引导相关网络直播营销主体依法合规经营，维护消费者合法权益，四川省制定出台了《四川省医疗美容网络直播领域行政合规指导清单》，帮助直播营销主体强化合规意识。

- 重点公司更新：**①医思健康：**公司发布半年度业绩报告，22.4-22.9 实现营业收入 18.9 亿港元，同比增长 31.1%，实现归母净利润 0.8 亿港元，同比下降 50.0%。**②上美股份：**12.22 日上美股份在香港交易所敲钟上市，股票代码 2145.HK，全球发售 3695.8 万股。**③水羊股份：**公司向不特定对象发行可转换公司债券的申请获得深圳证券交易所创业板上市委员会审核通过。**④壹网壹创：**实控人林振宇先生计划以集中竞价、大宗交易方式减持本公司股份，拟减持数量不超过 4,272,723 股（占公司总股本剔除回购股份数的比 1.8%）。

- 投资建议：疫情下医美龙头凸显经营韧性，再生类新品推广均符合预期，验证行业需求的类刚需属性和成长性，医美龙头公司估值有望未来随着行业景气度恢复向上；目前进入化妆品销售淡季，我们建议在下一轮旺季大促之前重点关注各家新品推广、渠道布局的规划以把握最强 α！继续重点推荐美护 3 大主线：**（1）医美上游厂商：刚需轻医美+强消费韧性：**推荐爱美客，重点关注华东医药、江苏吴中；**（2）医美下游机构：供给出清+复苏领先：**继续推荐朗姿股份、重点关注医思健康；**（3）功能性护肤品：需求稳健+国货崛起：**重点推荐珀莱雅、华熙生物、贝泰妮、鲁商发展，重点关注丸美股份、上海家化、水羊股份。

- 风险提示：宏观经济波动风险；市场竞争加剧风险；疫情反复风险。

行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS 2021	EPS 2022E	EPS 2023E	PE 2021	PE 2022E	PE 2023E	投资评级 上期	投资评级 本期
300896.SZ	爱美客	4.43	6.71	9.63	121.1	81.33	56.69	买入	维持
603605.SH	珀莱雅	2.87	2.66	3.45	72.58	59.72	46.04	买入	维持
688363.SH	华熙生物	1.63	2.05	2.79	70.24	63.41	46.51	买入	维持
300957.SZ	贝泰妮	2.04	2.76	3.72	94.39	51.45	38.19	买入	维持
600223.SH	鲁商发展	0.36	0.24	0.46	36.81	44.72	22.69	买入	维持

资料来源：wind、德邦研究所；注：采用 12 月 23 日收盘价对应的 PE

内容目录

1. 功效性护肤细分蓝海，以油养肤乘风而起 4
1.1. 以油养肤：真功效还是伪命题？ 4
1.2. 用户画像：以年轻女性为主，适用于偏干/敏感/熟龄肌 4
1.3. 市场分析：新兴市场潜力可观，top10 市占率 50%+ 5
1.4. 品类分析：国货引领精华油赛道增长 5
1.5. 市场成长性：红利延续，渗透提升/类目细分/弱化季节性 6
2. 行业&公司资讯 9
2.1. 行业资讯 9
2.2. 重点公司公告 9
3. 投资建议 11
4. 风险提示 11

图表目录

图 1：透皮吸收途径 4
图 2：肌肤屏障（皮脂膜+角质层） 4
图 3：以油养肤市场 GMV 整体呈增长态势（22.1-22.6） 5
图 4：Top10 品牌市占率超 50%（22.1-22.6） 5
图 5：精华油销售情况/市占率整体呈上升态势 5
图 6：精华油在各肤质人群中渗透率均低于其他精华子类目 7
图 7：各种油成分所对应的消费者喜爱度和商品数量 8

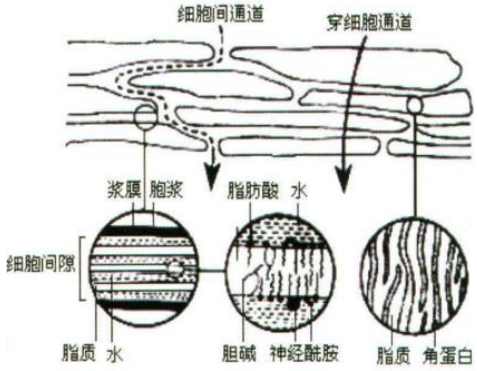
表 1：精华油 Top10 品牌销售情况及市占率（22.1-22.11） 6
表 2：重点关注公司盈利预测（2022/12/23） 11

1. 功效性护肤细分蓝海，以油养肤乘风而起

1.1. 以油养肤：真功效还是伪命题？

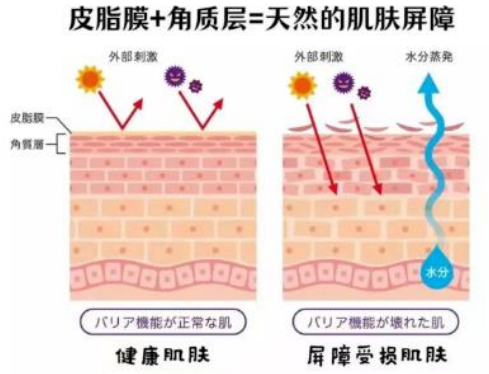
皮肤亲油亲脂理论可行，教育充分易于接受。化妆品研发需同时兼顾皮肤机理研究、成分开发与配方研究，使用时须经透皮吸收以到达不同皮肤层次发挥功效性作用。通常透皮途径有三种，其中主要屏障为角质层，在角质层中可通过细胞间间隙或细胞膜进行扩散，通过细胞间间隙扩散的阻力主要来自于脂质，因整体结构较疏松阻力较胶质层细胞小，故在透皮过程中发挥重要作用，根据相似相溶理论，脂溶性、非极性物质更易通过该途径跨越细胞屏障实现扩散[1]。一般而言，不同剂型的透皮吸收程度不同，吸收顺序依次为：油/水型＞水/油型＞油型＞动物油＞羊毛脂＞植物油＞烃类基质[2]，因此主打以油养肤概念的产品通过较好的透皮吸收性发挥功效，强化皮脂膜屏障理论可行。加之肤质区分及水油平衡等概念教育充分，降低“以油养肤”概念的宣传教育成本，易被消费者接受。

图 1：透皮吸收途径



资料来源：林婕等《化妆品功效成分的透皮吸收途径与技术》、德邦研究所

图 2：肌肤屏障（皮脂膜+角质层）



资料来源：解数咨询、德邦研究所

1.2. 用户画像：以年轻女性为主，适用于偏干/敏感/熟龄肌

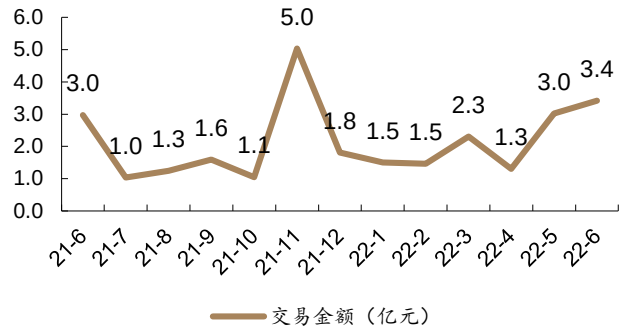
适用肤质人群：偏干/敏感/熟龄肌。皮肤肤质通常可划分为油性、混合性、干性、敏感性等几类，其中以油养肤更适用于干性、混合偏干及敏感肌等屏障受损的肌肤，此外由于油脂分泌随年龄增加而减少，因此此类产品同样适用于熟龄肌。与之相对，皮肤存在炎症如脂溢性皮炎或油脂分泌旺盛的肌肤适用度较弱。**用户画像：核心人群为年轻女性。**根据解数咨询数据，以油养肤行业核心人群以 18-24 岁女性为主，90 后占比超 50%，年轻女性对新概念接受程度更强。

[1] 林婕,何聪芬,董银卯.化妆品功效成分的透皮吸收机理[J].日用化学工业,2009,39(04):275-278
[2] 高宏,高荣哲,刘爱原.美容药剂学［M］.北京:人民军医出版社,2001:44.

1.3. 市场分析：新兴市场潜力可观，top10 市占率 50%+

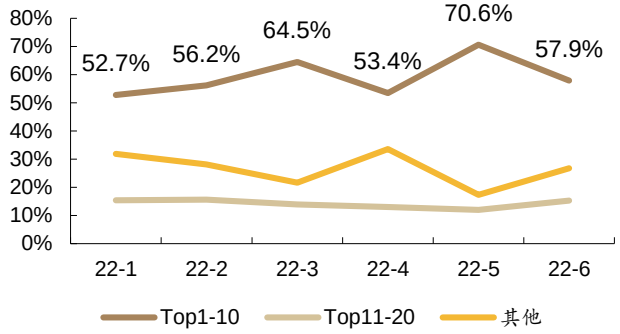
以油养肤市场规模持续扩大，品牌市占率较为集中。据解数咨询数据，从市场规模看，2021 年国内以油养肤市场销售额 22.6 亿元，同比增长 81.6%，22 年受多点散发疫情影响，上半年实现销售额 13.0 亿元，同比下降 12.6%，随疫情管控得当，6 月销售额恢复至 3.4 亿元，同比增长 15.2%，以油养肤行业整体呈现高速增长态势；从竞争格局看，Top10 品牌市占率超 50%，其中大促月份头部集中度进一步提升。

图 3：以油养肤市场 GMV 整体呈增长态势（21.6-22.6）



资料来源：解数咨询、德邦研究所

图 4：Top10 品牌市占率超 50%（22.1-22.6）

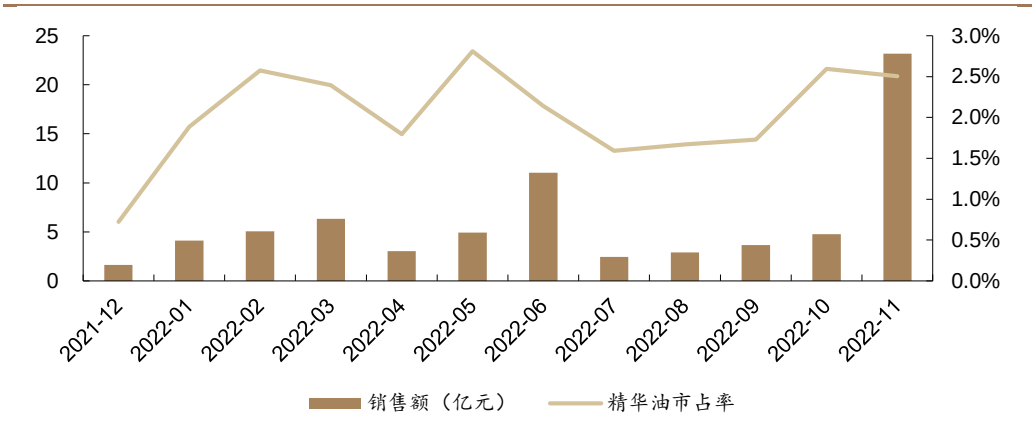


资料来源：解数咨询、德邦研究所

1.4. 品类分析：国货引领精华油赛道增长

精华油销售额及占比持续提升。根据魔镜数据，精华可进一步细分为安瓶/原液、粉状精华、液态精华及精华油四类，其中精华油为以油养肤的核心品类代表。“以油养肤”热度再度兴起于去年年底，近一年来 GMV 整体呈现上升态势，22 年 11 月经双十一大促催化，淘宝+天猫精华油销售额达 23.2 亿元，占精华类目比例提升至 2.5%（21.12 月仅为 0.7%），渗透率持续提升。

图 5：精华油销售情况/市占率整体呈上升态势



资料来源：魔镜数据、德邦研究所
注：数据统计为淘宝+天猫渠道

精华油赛道国货品牌彰显引领性，Top10 中占据 8 席。消费升级与教育引领护肤需求进阶，成分党崛起对成分的关注演变为对功效的追求，而功效的承接主体，恰恰以进阶品类为主。其中，精华作为护肤品网络关注度之首支撑品类曝光、较高的消费单价支撑利润空间（7 成左右消费单价 400 元+）、可观的消费频次支撑营收体量（3 个月以下消费频次占比近六成），是大单品塑造的优质选择，同样也是品牌塑造的重点品类。据魔镜数据，近一年来精华油宝贝数量激增，22 年 11 月淘宝+天猫渠道精华油宝贝数已增加至 3476 件，并有多个国货品牌借精华油赛道走向台前。创立于 2018 年的 LAN，以油养肤理念为核心，以精华油、卸妆油为切入点快速切入护肤市场，并以精准的定位 4 年跃居精华油品类榜首，市占率 13.9%，雏菊的天空、PMPM 等品牌也凭借精华油等产品扩大品牌声量，夸迪、珀莱雅也相继推出悬油次抛/双仓面膜、启时滋养精华油布局以油养肤赛道。据魔镜数据统计，22 年截止 11 月，精华油品类 TOP10 品牌国货品牌占据 8 席，市占率合计 53.3%，低中高品牌均有分布，共同推动精华油热度提升。

表 1：精华油 Top10 品牌销售情况及市占率（22.1-22.11）

品牌名	销售额（百万元）	销量（万件）	均价（元）	市场份额	代表产品
LAN/兰	99.2	52.7	188.1	13.87%	LAN 兰时光精华油
DAISY SKY/雏菊的天空	81.0	20.9	387.3	11.33%	翡冷翠修护精华油
Forest Cabin/林清轩	78.4	11.0	712.7	10.97%	山茶花精华油
Hazzie/花济	31.3	3.3	943.7	4.38%	玫瑰焕颜精华
TAUTROPFEN/天露芬	30.7	7.4	417.8	4.30%	天露芬面部精华油
PMPM	26.2	8.9	295.7	3.67%	千叶玫瑰精华油
逐本	23.6	10.0	235.4	3.30%	不染十花植物修护精华油
至本	21.7	24.4	89.0	3.04%	至本舒颜修护精华油
QuadHA/夸迪	19.9	3.7	538.6	2.78%	5D 玻尿酸舒缓舒润悬油精华液
Sisley/希思黎	18.1	1.2	1542.2	2.53%	黑玫瑰珍宠滋养精华油

资料来源：魔镜数据、德邦研究所
注：红色为国货品牌，数据统计为淘宝+天猫渠道

对于国货品牌尤其新锐品牌来说，以追随者的身份在成熟品类与国内外大牌抗衡，虽可减少试错成本但难以跑出品牌声量，但凭借贴近市场洞察需求的优势，优质国货可进一步挖掘细分需求引领护肤潮流，如早 C 晚 A 将抗衰方法具象化助力珀莱雅二次破圈成长，以油养肤概念下在子赛道同样成功孕育 LAN、逐本等多个国货品牌，专注小众/细分赛道打造爆品，配合市场教育挖掘需求、扩充品类，或为新锐品牌破局之道。未来随功能性护肤红利延续，国货公司有望把握前沿消费需求正向循环，更多细分需求或将由国货品牌引导。

1.5. 市场成长性：红利延续，渗透提升/类目细分/弱化季节性

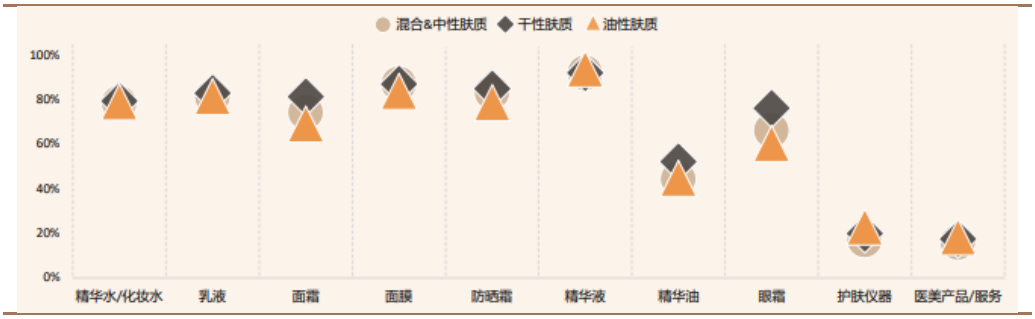
功能性护肤趋势犹在，发展过程中赛道细分，催生以油养肤市场，兼具成长性与发展潜力。成分党崛起、护肤进阶、疫情催化消费者对产品功效性及安全性的追求，给予功能性护肤品牌发展机会，近年来功能性护肤赛道持续以整体护肤市场近 3 倍增速扩容。当下，功能性护肤趋势犹在并将长期存在，但已表现出从模糊笼统到细分化的转变，聚焦热点也从敏感肌、美白等到催生出早 C 晚 A、以油养肤、抗炎等细分需求。“以油养肤”热度再度兴起于 21 下半年，凭借油性质

地与秋冬强保湿修复追求较厚重肤感诉求的契合度，并借大促时机打造声势热度延续至今，整体仍处于发展前半程空间广阔。

渗透提升/弱化季节性/品类扩展或为以油养肤市场发展方向。

1、以精华油为例，渗透率仍具备较大提升空间。精华作为功效承载的主要护肤环节，使用渗透率持续提升，然而精华子类目的发展阶段却不尽相同。根据 PMPM 调研数据显示（调研对象为精华类用户），传统精华液用户渗透率最高为 92.6%，精华水/化妆水渗透率 79.0%，而精华油渗透率仅为 46.1%，与其他类目相比渗透率仍较低，尽管考虑到精华油与精华液相比适用肤质人群略窄，但基于其更高的关注度与成长性，未来仍有较大提升空间。

图 6：精华油在各肤质人群中渗透率均低于其他精华子类目



资料来源：PMPM、用户说、德邦研究所

2、弱化季节性或为提高以油养肤产品使用及消费频率有效路径。以油养肤概念热度多集中于秋冬，其油感质地不易被接受应用于夏季等闷热环境，因而现阶段销售分布具备一定的季节性，限制了消费及使用频率。未来通过改善产品肤感、质地，在扩展使用季节的同时也可实现适用肤质人群的扩大，共同促使以油养肤市场扩容。

3、从面部到身体，类目扩充赛道细分。根据言安堂调查数据，目前精华油被多数人认同为符合“以油养肤”理念的产品，但该理念实际应用空间远不止于此。就面部护理而言，另有卸妆油、眼部精油；除面部产品外还可应用于身体护理，如沐浴油、身体精油，甚至进一步细分为颈部精油、头皮精油等。整体来看，以油养肤理念可应用范围足够广泛，价格带覆盖度较大，潜力品类较多，发展空间可观。

丰富植物资源+合成生物布局，看好国货品牌在“以油养肤”市场表现。对于以油养肤类产品，其油性成分添加通常为消费重要关注点及产品主要宣传点，如代表成分角鲨烷、霍霍巴籽油等。目前被添加至化妆品中使用的油性成分可主要分为动物油脂（如隆力奇蛇油）、植物油脂（如林清轩山茶花精华油）、矿物油类（如凡士林）等几类。从这方面看，国货在成分上的机会主要体现在两方面，一是动物类油脂通常存在来源有限、成本较高、稳定性较弱等问题因而应用范围有限，而其中角鲨烷之所以添加较广，主要归功于 Amyris 公司利用合成生物技术通过发酵以巴西甘蔗为基底生产角鲨烷，使其来源天然可持续且大幅降低制备成本，目前国内如华熙生物、巨子生物、珀莱雅等均在进行合成生物布局及研发，未来或可借此技术将稀有或高成本优质成分大众化，赋能护肤品开发；二是在“纯净美妆”概念下，消费者对成分的天然性更受追捧，油性成分中玫瑰精油、山茶精油、

白池花籽油等植物油脂契合使用需求，国内具备丰富且独特的植物资源，或可借此挖掘潜力成分，如薇诺娜已将其云南专利成分马齿苋等应用于旗下精华液，通过成分差异化打造产品。

图 7：各种油成分所对应的消费者喜爱度和商品数量



资料来源：美丽修行、言安堂研究院、德邦研究所

2. 行业&公司资讯

2.1. 行业资讯

12.19：陕西牵头的 16 省联盟正畸材料集采结果出炉，49 家企业的 739 个产品进入现场竞（议）价环节，最终 32 家企业的 572 个产品拟中选，拟中选产品平均降幅 43.23%，最高降幅 88%。（瞪羚社）

12.19：洁雅股份发布公告，拟与江苏创健医疗共同投资设立安徽洁创医疗器械有限公司（暂定）。其中公司认缴出资比例为 52%；创健医疗认缴出资比例为 48%，合资公司注册资本拟为人民币 500 万元。（公司公告、wind）

12.20：广州市市监局发布关于规范医疗美容商业营销行为的提醒告知书，指出不得发布未经审查的医疗美容广告。（证券时报）

12.21：为引导相关网络直播营销主体依法合规经营，维护消费者合法权益，四川省制定出台了《四川省医疗美容网络直播领域行政合规指导清单》，帮助直播营销主体强化合规意识。（中国新闻网）

12.22：阿玛尼美妆在将深圳 One Avenue 卓越中心开设全球旗舰店，旨在为消费者提供高科技、高触觉的美妆体验，消费者可以根据不同的实验了解适合自己的护肤、美妆及香水产品。（界面新闻）

12.22：日本日化巨头狮王推出新的 DTC 香氛品牌 By me，用户可以根据自己的喜好定制织物柔顺剂和衣物喷雾的香味，同时网站提供“by me AI 诊断”，通过独特的算法为人们推荐香味。（界面新闻）

2.2. 重点公司公告

壹网壹创（12/19）：实控人林振宇先生计划以集中竞价、大宗交易方式减持本公司股份，拟减持数量不超过 4,272,723 股（占公司总股本剔除回购股份数的比 1.8000%）。林振宇先生原持有壹网壹创股份 24,446,382 股（占公司总股本剔除回购股份数的比例为 10.2942%）。

珀莱雅（12/20）：因自身资金需求，方玉友先生拟通过集中竞价或大宗交易减持其所持有的公司股份不超过 9,849,586 股，占目前公司总股本的 3.4740%，占方玉友先生本次减持股份计划实施前所持有本公司股份数的 19.3558%。截至 2022 年 12 月 18 日，本次减持计划时间已过半，方玉友先生通过集中竞价及大宗交易方式合计减持公司股份 4,864,510 股，占目前公司总股本的 1.7158%。方玉友先生尚持有公司股份 46,022,470 股，占目前公司总股本的 16.2326%。

医思健康（12/20）：发布半年度业绩报告，22.4-22.9 公司实现营业收入 18.9 亿港元，同比增长 31.1%，实现归母净利润 0.8 亿港元，同比下降 50.0%。

上美股份（12/22）：上海上美化妆品股份有限公司在香港交易所敲钟上市，股票代码 2145.HK，全球发售 3695.8 万股，最终发售价 25.2 港元/股。

江苏吴中（12/23）：江苏吴中及控股子公司自 2022 年 11 月 17 日至 12 月 23 日累计收到政府补助人民币 6,405,183 元。

水羊股份（12/23）：公司向不特定对象发行可转换公司债券的申请获得深圳证券交易所创业板上市委员会审核通过。

3. 投资建议

（1）疫情下医美龙头凸显经营韧性，再生类新品推广均符合预期，验证行业需求的类刚需属性和成长性，医美板块自 8 月以来回调充分，途中经历各地疫情影响线下动销、税收合规化引起的政策层面担忧，目前景气度及政策层面影响均已基本消化，医美龙头公司估值有望未来随着行业景气度恢复向上。

（2）化妆品双十一国货龙头国产替代延续，靓丽数据继续兑现化妆品行业强α逻辑，目前进入化妆品销售淡季，我们建议在下一轮旺季大促之前重点关注各家新品推广、渠道布局的规划以把握最强α！

继续重点推荐美护 3 大主线：

（1）医美上游厂商：刚需轻医美+强消费韧性：推荐爱美客，重点关注华东医药、江苏吴中；

（2）医美下游机构：供给出清+复苏领先：继续推荐朗姿股份、重点关注医思健康；

（3）功能性护肤品：需求稳健+国货崛起：重点推荐珀莱雅、华熙生物、贝泰妮、鲁商发展，重点关注丸美股份、上海家化、水羊股份

表 2：重点关注公司盈利预测（2022/12/23）

证券代码	证券简称	归母净利润（亿元）				PE			
		2021	2022E	2023E	2024E	PE(TTM)	2022E	2023E	2024E
300896.SZ	爱美客	9.58	14.52	20.83	27.80	95.15	81.33	56.69	42.48
000963.SZ	华东医药	23.02	26.25	31.83	39.22	32.54	29.60	24.41	19.81
600200.SH	江苏吴中	0.23	-0.34	0.11	1.15	-	-	465.00	44.48
002612.SZ	朗姿股份	1.87	0.38	2.15	2.79	249.38	306.92	54.25	41.80
603605.SH	珀莱雅	5.76	7.54	9.78	12.90	63.68	59.72	46.04	34.91
688363.SH	华熙生物	7.82	9.85	13.43	18.61	69.06	63.41	46.51	33.56
300957.SZ	贝泰妮	8.63	11.69	15.75	20.49	58.68	51.45	38.19	29.35
600223.SH	鲁商发展	3.62	2.38	4.69	5.67	849.98	44.72	22.69	18.77
2367.HK	巨子生物	8.28	9.98	13.01	17.22	31.89	25.03	19.20	14.51

资料来源：wind、德邦研究所

注：最新数据为 2022 年 12 月 23 日收盘价对应的总市值及 PE(TTM)，采用港币兑人民币汇率 0.90 测算，华东医药及巨子生物均采用 wind 一致预期净利润对应 PE，其余公司来自德邦研究所预测

4. 风险提示

（1）宏观经济波动风险；若全球宏观经济大幅下行，则消费信心受挫，可能带来消费力较低，整体消费市场较为低迷。

（2）市场竞争加剧风险；行业盈利能力较强，多数企业涌入市场可能带来竞争加剧风险；

（3）疫情反复风险；疫情反复若无有效控制，或将影响经济恢复及消费恢复。

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020 年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021 年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**类 别**	**评 级**	**说 明**
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。