

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司跟踪报告**
**贝泰妮 (300957)**
**投资评级**      **买入**
**上次评级**      **买入**

刘嘉仁 社零&amp;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: zhouzixin@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

# 贝泰妮系列之二：薄雾欲散，光明可期

2023年02月15日

- **舆论影响&疫情导致线下获客有所减少或影响22年公司表现。**表观来看，舆论影响贝泰妮双十一后续销售节点的销售放量。双十一第一波货物发出后，由于小部分高保湿面霜出现气味引发消费者讨论，在社交媒体造成舆论，彼时公司重点寻找气味问题来源，影响了双十一后续销售放量。进一步探究，公司核心粘性客户多从线下医院渠道端获取，消费场景以医生推荐后首先线下购买、后续天猫或专柜平台复购为主，受疫情影响，公司22年减少学术活动与医院合作，通过线上获取粘性稍低的公域客户，线下专业渠道获得的粘性客户减少亦影响双十一客户增量，或影响公司业绩表现。
- **前述不利因素改善有望推动公司23年营收增速回归30%。**①**针对舆论问题**，公司元旦前后随机抽取薇粉消费者派送新年礼盒，派送客户多以22年双十一购买过高保湿面霜的消费者为主，重启核心用户好感度，最大化降低去年双十一气味面霜的后续影响，维护核心客群。②**针对产品气味问题**，公司新增出厂前气项检测&抽检力度，加大自产比率，尽可能降低再次出现产品问题的风险。③**针对22年医院渠道获客不足问题**，今年线下活动恢复，公司回归至线下专业渠道渗透的主逻辑，依靠线下端触达核心客群带动整体增长，考虑到：1)公司因疫情大幅减少了和医院合作以及学术活动，今年有望恢复至正常水平；2)过去几年公司日新增客户仅为皮肤科门诊量的小个位数占比，公司加深跟医院端学术合作，转化率有望继续提升；3)医美人群渗透率持续提升，因医美后护理不当、自身不当护肤造成的敏感肌人数基础或仍在扩大。
- **线下获客带动全渠道增长，抖音或为今年可观测的增量渠道。**①**专柜平台**：线下医院端首先带动专柜平台增长，看好专柜平台回归至近10%占比的重要渠道。②**天猫**：线下获得的客群若未导入私域，其复购则多在天猫端，该部分客群首先在线下购买，其次才于线上复购，考虑中间存在一定产品消耗的时间周期以及后续购买行为或在大促囤货时集中体现，我们认为天猫端改善或于Q2体现；③**抖音快手**：抖快负责人调整，抖快不似天猫以货架购买逻辑为主，当前平台存改善逻辑，或优先于天猫端看好数据改善。
- **盈利预测与投资评级**：持续看好公司作为皮肤学级护肤品β赛道的龙头公司，通过稳步提升渗透率获得增长。去年舆论影响、线下获客相对艰难、市场所担忧的调整均已落地，看好今年公司回归至主逻辑后的稳定增长。考虑到市场可能看到数据改善后才会认可公司策略调整的有效性，而线下改善数据难以抓取、天猫端数据改善或需等待一定产品消耗周期，可优先关注抖音端数据表现，后续或有天猫数据兑现。预计公司22-24年归母净利润分别为10.45/13.99/18.95亿元，对应PE分别为59/44/33x，维持“买入”评级。
- **风险因素**：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。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,636	4,022	5,018	6,599	8,657
增长率 YoY %	35.6%	52.6%	24.7%	31.5%	31.2%
归属母公司净利润(百万元)	544	863	1,045	1,399	1,895
增长率 YoY%	31.9%	58.8%	21.2%	33.8%	35.5%
毛利率%	76.3%	76.0%	76.2%	76.4%	76.7%
净资产收益率ROE%	45.3%	18.1%	18.8%	21.1%	23.4%
EPS(摊薄)(元)	1.28	2.04	2.47	3.30	4.47
市盈率 P/E(倍)	114.08	71.85	59.30	44.33	32.72
市净率 P/B(倍)	51.71	13.04	11.18	9.34	7.65

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2023年02月14日收盘价

## 写在前面

上一篇贝泰妮专题我们重点讲到市场对于贝泰妮的担忧为在于22年业绩或难以达成，并基于预估的22年业绩推行至对今年增速中枢下移的担忧，在该篇专题中我们从逻辑层面剖析了今年公司的增长动力，重点强调了公司的增长主要来自人群渗透率的增长，并分析今年如何加速提升渗透率，扭转颓势实现增速回升。

## 舆论影响&疫情导致线下获客有所减少或影响22年业绩表现

表现来看，舆论影响贝泰妮双十一后续销售节点销售放量或影响公司表现。双十一第一波货物发出后，由于小部分高保湿面霜出现气味引发消费者讨论，在社交媒体造成舆论，彼时公司重点寻找气味问题来源，影响了双十一后续销售放量。从21Q4销售额来看，Q4占到公司的销售比重达47%，双十一为公司重要的销售节点，而22年受疫情导致消费者收入增速降低影响，消费者多选择大促时期购买，22年双十一占比或本应更高，舆论压力或影响公司表现。

进一步探究，线下获客受疫情影响亦减少双十一增量客户。公司核心粘性客户多从线下医院渠道端获取，消费场景以医生推荐后首先线下购买、后续天猫或专柜平台复购为主，消费的核心产品以舒敏保湿特护霜为主，辅以舒敏系列其他单品，后续或向其他产品延伸。考虑到舒敏保湿特护霜所在的舒敏系列仅在双十一这一次大促活动中享有5折以下的折扣，公司核心消费者大概率集中于这一时间点囤货购买。受疫情影响，公司22年减少通过学术活动与医院合作，通过线上获取粘性稍低的公域客户，线下专业渠道获得的粘性客户减少亦减少了双十一增量客户，或影响公司业绩表现。

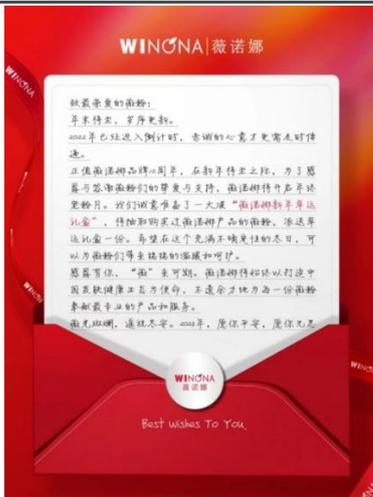
## 以上因素改善推动今年营收增速有望回归至30%

以上因素改善是今年增长的核心驱动力。

年初派发薇诺娜新年礼盒重获面霜客户好感度，最大化降低去年气味面霜后续影响。元旦前后贝泰妮随机抽取薇粉消费者派送新年礼盒，礼盒包含50g舒敏保湿特护霜、50ml舒缓保湿洁面泡沫、30ml舒敏保湿润肤水、15g清透防晒乳、10ml舒敏保湿修护精华液、23年日历以及董事长亲笔信。从小红书发帖统计来看，派送多以22年双十一购买过高保湿面霜的消费者为主，或为售后补偿，但以新年礼盒形式派发，并以品牌明星系列舒敏保湿系列和明星单品防晒乳为核心组成，特意附以董事长诚挚的问候，诚意满满，重启核心用户好感度。收到礼盒的消费者自发小红书发帖，表明惊喜之情与对品牌方感谢，重新圈粉部分因面霜事件而心存芥蒂的消费者，与此同时，收到礼盒薇粉的自发流量又为品牌提升曝光。公司通过新年礼盒最大化降低去年双十一气味面霜的后续影响，维护住核心客群。

图1：薇诺娜“幸运礼盒”宣传

图2：消费者对于“幸运礼盒”的反馈较为正面



**薇诺娜「幸运礼盒」惊喜上线**  
 双旦将至，薇诺娜为您诚意奉上惊喜彩蛋——  
 专属您的新年好礼「幸运礼盒」

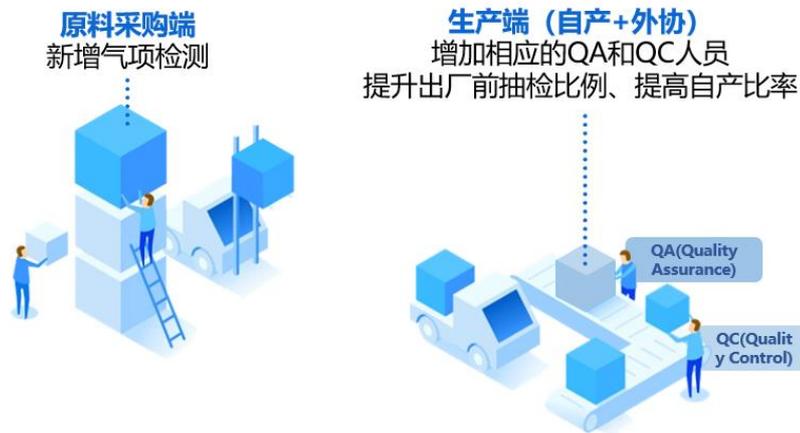
资料来源：小红书，信达证券研发中心



资料来源：小红书，信达证券研发中心

**公司新增出厂前气项检测&抽检力度，加大自产比率，同时加强舆论应对能力，减少后续舆论发生率。**在去年气味面霜事件后，公司在原料采购端新增气项检测，在委外工厂和自有工厂生产中增加相应的QA和QC人员，并在出厂前新增气项检测和加大抽检比例，同时自有工厂今年投产后有望加大自产比率，尽可能最小化产品问题率。此外，由于公司此前重心放于研发端，舆论应对能力尚有提升空间，本轮事件后公司加大对于舆论管理的重视，从重研发向研发+运营双轮驱动的集团公司进军。

**图 3：公司新增出厂前气项检测&抽检力度，加大自产比率**



资料来源：信达证券研发中心

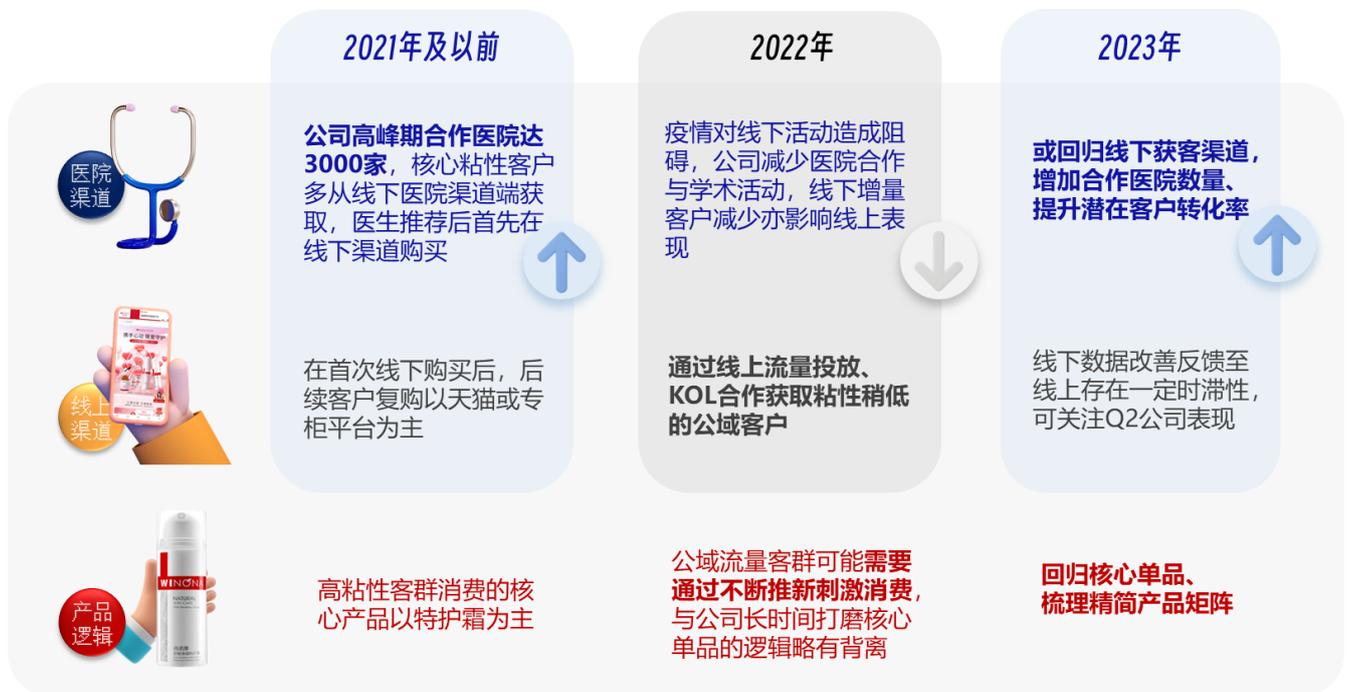
**疫情后重回线下专业渠道获客的核心主逻辑，线下粘性客户空间仍较为充足。**今年线下活动恢复，公司回归至线下专业渠道渗透的主逻辑，依靠线下端触达核心客群带动整体增长。市场或担忧，公司过去十年早已通过线下医院渠道抓取较为敏感的客群，线下获客空间不足，但我们认为以下数据&逻辑可以说明空间尚足：1) 公司因疫情大幅减少了和医院合作以及学术活动，今年有望恢复至正常水平；2) 过去几年公司日新增客户仅为皮肤科门诊量的小个位数占比，公司加深跟医院端学术合作，有望提升转化率，线下获客未触达天花板。3) 医美人群渗透率持续提升，因医美后护理不当、自身不当护肤造成的敏感肌人数

基础或仍在扩大，欧莱雅财报中提到：全球有 21 亿人群受到皮肤问题困扰，潜在受众基数较高，可见“渗透率提升为皮肤学级产品发展的核心动力之一”或已逐渐成为共识。

**从渠道来看：线下获客带动全渠道增长，抖音或为今年可观测的增量渠道。** 1) 线下医院端首先带动专柜平台增长，看好专柜平台回归至近 10% 占比的重要渠道。2) 线下获得的客群若未导入私域，其复购则多在天猫端，该部分客群首先在线下购买，其次才是线上复购，考虑中间存在一定产品消耗的时间周期以及后续购买行为或在大促囤货时集中体现，我们认为天猫端改善或于 Q2 体现；3) 抖快负责人调整，抖快不似天猫以货架购买逻辑为主，当前平台存改善逻辑，或优先于天猫端看好数据改善。

**从产品来看：今年或回归至舒敏等核心系列，关注大单品表现及后续升级表现。** 1) 在线下触达的核心客群渗透率持续提升的逻辑之下，舒敏系列仍为增长主轴，后续或有升级系列；2) 薇诺娜 pro 去年在有舆论情况下仍然表现较好，也验证公司的核心敏感肌客群对于价格敏感度较低，关注 pro 系列发展，不排除后续有望进入公域；3) 即便有新品推出也大概率是为未来做大单品培育，建议今年重点关注舒敏系列表现。

图 4：公司回归至线下核心渠道获客逻辑



资料来源：信达证券研发中心

## 如何测算公司未来三年增长？

**主品牌：**从前文分析可以看出，依靠核心渠道渗透带动全渠道增长仍为当前公司增长核心驱动力，我们从渠道角度进行假设和预测：

- 1、线下渠道恢复首先带动线下商业公司、直供客户渠道增长，给予商业公司 22-25 年 3%/20%/20%/10% 的增速，给予直供客户 40%/45%/40%/34% 的增速；
- 2、线下渠道带动专柜渠道增长，专柜平台有望于今年回归于接近双位数占比；
- 3、线下恢复&舆论事件发生概率降低有望带动电商端（不包括抖快部门）回归至 20%+ 增长；抖快部门在新领导上任的改善逻辑之下有望实现高双位数增长；

薇诺娜宝贝：给予薇诺娜宝贝 22-25 年增速分别为 116%/108%/92%/92%

Aoxmed：给予 Aoxmed 品牌 23-25 年营收规模分别为 1/2.5/4 亿元。

表 1、分品牌分渠道拆分

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>薇诺娜</b>	<b>795.49</b>	<b>1238.63</b>	<b>1931.50</b>	<b>2612.76</b>	<b>3956.14</b>	<b>4885.21</b>	<b>6260.37</b>	<b>7960.52</b>	<b>9918.20</b>
YOY		55.71%	55.94%	35.27%	51.42%	23.48%	28.15%	27.16%	24.59%
占总营收的比重	99.68%	99.85%	99.37%	99.10%	98.35%	97.36%	94.86%	91.96%	88.86%
<b>线上渠道合计</b>	<b>488.38</b>	<b>881.79</b>	<b>1483.68</b>	<b>2171.80</b>	<b>3259.79</b>	<b>4033.78</b>	<b>5117.06</b>	<b>6446.67</b>	<b>7999.62</b>
YOY		80.55%	68.26%	46.38%	50.10%	23.74%	26.86%	25.98%	24.09%
占薇诺娜营收的比重	61.39%	71.19%	76.82%	83.12%	82.40%	82.57%	81.74%	80.98%	80.66%
<b>线上自营</b>	<b>363.03</b>	<b>628.16</b>	<b>1074.84</b>	<b>1658.27</b>	<b>2492.46</b>	<b>3151.35</b>	<b>4040.49</b>	<b>5154.79</b>	<b>6475.20</b>
YOY		73.03%	71.11%	54.28%	50.30%	26.44%	28.21%	27.58%	25.62%
占薇诺娜营收的比重	45.64%	50.71%	55.65%	63.47%	63.00%	64.51%	64.54%	64.75%	65.29%
<b>大型 B2C 平台分销</b>	<b>103.01</b>	<b>197.84</b>	<b>351.58</b>	<b>437.71</b>	<b>654.04</b>	<b>752.15</b>	<b>917.62</b>	<b>1101.15</b>	<b>1299.35</b>
YOY		92.06%	77.71%	24.50%	49.42%	15.00%	22.00%	20.00%	18.00%
占薇诺娜营收的比重	12.95%	15.97%	18.20%	16.75%	16.53%	15.40%	14.66%	13.83%	13.10%
<b>线上经销商分销</b>	<b>22.34</b>	<b>55.79</b>	<b>57.27</b>	<b>75.82</b>	<b>113.29</b>	<b>130.29</b>	<b>158.95</b>	<b>190.74</b>	<b>225.07</b>
YOY		149.78%	2.64%	32.40%	49.42%	15.00%	22.00%	20.00%	18.00%
占薇诺娜营收的比重	2.81%	4.50%	2.96%	2.90%	2.86%	2.67%	2.54%	2.40%	2.27%
<b>线下渠道合计</b>	<b>298.13</b>	<b>347.94</b>	<b>450.76</b>	<b>448.78</b>	<b>696.36</b>	<b>851.43</b>	<b>1143.30</b>	<b>1513.85</b>	<b>1918.58</b>
YOY		16.71%	29.55%	-0.44%	55.17%	22.27%	34.28%	32.41%	26.74%
占薇诺娜营收的比重	37.48%	28.09%	23.34%	17.18%	17.60%	17.43%	18.26%	19.02%	19.34%
<b>商业公司</b>	<b>133.26</b>	<b>174.27</b>	<b>206.72</b>	<b>180.88</b>	<b>270.37</b>	<b>278.48</b>	<b>334.17</b>	<b>401.01</b>	<b>441.11</b>
YOY		30.78%	18.62%	-12.50%	49.47%	3.00%	20.00%	20.00%	10.00%
占薇诺娜营收的比重	16.75%	14.07%	10.70%	6.92%	6.83%	5.70%	5.34%	5.04%	4.45%
<b>直供客户</b>	<b>91.67</b>	<b>119.97</b>	<b>200.96</b>	<b>221.06</b>	<b>353.69</b>	<b>495.16</b>	<b>717.99</b>	<b>1005.18</b>	<b>1346.95</b>
YOY		30.86%	67.51%	10.00%	60.00%	40.00%	45.00%	40.00%	34.00%
占薇诺娜营收的比重	11.52%	9.69%	10.40%	8.46%	8.94%	10.14%	11.47%	12.63%	13.58%
<b>CS 渠道</b>					<b>39.04</b>	<b>48.80</b>	<b>65.88</b>	<b>85.64</b>	<b>111.34</b>
YOY						25.00%	35.00%	30.00%	30.00%
占薇诺娜营收的比重					0.99%	1.00%	1.05%	1.08%	1.12%
<b>薇诺娜宝贝</b>					<b>50</b>	<b>108.00</b>	<b>224.50</b>	<b>431.39</b>	<b>828.17</b>
YOY						116.00%	107.87%	92.16%	91.98%
占总营收的比重					1.24%	2.15%	3.40%	4.98%	7.42%
<b>AOXMED</b>						<b>20</b>	<b>100</b>	<b>250</b>	<b>400</b>
YOY							400%	150%	60%
占总营收的比重						0.40%	1.52%	2.89%	3.58%
<b>贝泰妮营收</b>	<b>798.04</b>	<b>1240.49</b>	<b>1943.75</b>	<b>2636.49</b>	<b>4022.40</b>	<b>5017.85</b>	<b>6599.50</b>	<b>8656.55</b>	<b>11161.01</b>
YOY		55.44%	56.69%	35.64%	52.57%	24.75%	31.52%	31.17%	28.93%
<b>归母净利润</b>	<b>153.63</b>	<b>260.53</b>	<b>411.95</b>	<b>543.50</b>	<b>862.92</b>	<b>1,045.50</b>	<b>1,398.68</b>	<b>1,894.88</b>	<b>2,497.47</b>
YOY		69.58%	58.12%	31.93%	58.77%	21.16%	33.78%	35.48%	31.80%

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

**投资建议：**持续看好公司作为皮肤学级护肤品β赛道的龙头公司，通过稳步提升渗透率获得增长。去年舆论影响、线下获客相对艰难、市场所担忧的调整均已落地，看好今年公司回归至主逻辑后的稳定增长。考虑到市场可能看到数据改善后才会认可公司策略调整的有效性，而线下改善数据难以抓取，前文已经提到天猫端数据改善或需产品消耗的周期，可优先关注抖音端数据表现，后续或有天猫数据兑现。持续推荐贝泰妮，预计 22-24 年归母净利润分别为 10.45/13.99/18.95 亿元，对应 PE 分别为 59/44/33x。

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	1,391	5,225	6,097	7,571	9,335	
货币资金	752	2,035	2,406	3,177	3,560	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	187	247	394	340	622	
预付账款	29	46	51	65	81	
存货	254	463	586	653	907	
其他	169	2,433	2,660	3,336	4,165	
<b>非流动资产</b>	211	587	633	629	608	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	69	113	138	154	161	
无形资产	55	65	74	83	92	
其他	87	410	420	392	355	
<b>资产总计</b>	1,602	5,812	6,730	8,200	9,943	
<b>流动负债</b>	391	900	1,034	1,425	1,702	
短期借款	0	0	0	0	0	
应付票据	18	65	61	112	112	
应付账款	117	296	301	434	463	
其他	256	538	673	879	1,128	
<b>非流动负债</b>	9	134	124	114	104	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	9	134	124	114	104	
<b>负债合计</b>	400	1,034	1,159	1,540	1,806	
少数股东权益	3	23	25	25	26	
归属母公司股	1,199	4,755	5,547	6,635	8,110	
<b>负债和股东权益</b>	1,602	5,812	6,730	8,200	9,943	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	2,636	4,022	5,018	6,599	8,657	
同比(%)	35.6%	52.6%	24.7%	31.5%	31.2%	
归属母公司净利润	544	863	1,045	1,399	1,895	
同比(%)	31.9%	58.8%	21.2%	33.8%	35.5%	
毛利率(%)	76.3%	76.0%	76.2%	76.4%	76.7%	
ROE%	45.3%	18.1%	18.8%	21.1%	23.4%	
EPS(摊薄)(元)	1.28	2.04	2.47	3.30	4.47	
P/E	114.08	71.85	59.30	44.33	32.72	
P/B	51.71	13.04	11.18	9.34	7.65	
EV/EBITDA	-1.12	75.83	47.82	35.52	26.07	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业总收入</b>	2,636	4,022	5,018	6,599	8,657	
营业成本	626	965	1,194	1,556	2,017	
营业税金及附加	46	52	75	107	136	
销售费用	1,107	1,681	2,128	2,772	3,588	
管理费用	169	245	291	383	495	
研发费用	63	113	191	254	320	
财务费用	-1	-10	-17	-20	-26	
减值损失合计	-9	-12	-12	-2	-7	
投资净收益	3	19	80	90	100	
其他	30	33	16	22	20	
<b>营业利润</b>	650	1,016	1,240	1,659	2,238	
营业外收支	-2	2	-1	-1	2	
<b>利润总额</b>	648	1,018	1,239	1,657	2,241	
所得税	104	154	192	257.9	345	
<b>净利润</b>	544	864	1,047	1,400	1,896	
少数股东损益	0	1	1	1	1	
<b>归属母公司净利</b>	544	863	1,045.5	1,398.68	1,895.0	
EBITDA	671	1,049	1,249	1,659	2,245	
EPS(当年)(元)	1.51	2.12	2.47	3.30	4.47	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	431	1,153	1,149	1,764	1,621	
净利润	544	864	1,047	1,400	1,896	
折旧摊销	25	73	90	108	126	
财务费用	1	4	8	7	6	
投资损失	-3	-19	-80	-90	-100	
营运资金变动	-148	224	67	336	-311	
其它	12	6	17	3	4	
<b>投资活动现金流</b>	-86	-2,558	-506	-666	-802	
资本支出	-89	-270	-116	-86	-82	
长期投资	0	-2,307	-445	-650	-800	
其他	3	19	55	70	80	
<b>筹资活动现金流</b>	-121	2,664	-272	-327	-436	
吸收投资	0	2,925	0	0	0	
借款	37	0	0	0	0	
支付利息或股息	-104	-191	-262	-317	-426	
<b>现金流净增加额</b>	224	1,258	371	771	383	

## 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	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
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	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
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	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华北区销售	张斓夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@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	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
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	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
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	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>



华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
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	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
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	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:caijing1@cindasc.com">caijing1@cindasc.com</a>
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@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。