



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

中免折扣力度逐步收窄，王府井线上商城上线—— 免税折扣专题系列之四

商业贸易

2023年3月4日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

商业贸易

投资评级

上次评级

社零&美护首席分析师 刘嘉仁

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

社服&零售分析师 涂佳妮

执业编号: S1500522110004

联系电话: 15001800559

邮箱: tujianji@cindasc.com

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

中免折扣力度逐步收窄，王府井线上商城上线

2023年3月4日

本期内容提要:

- 本文主要跟踪海南免税线上预订平台和线上有税平台折扣情况，有助于了解海南各免税运营商折扣力度变化及竞争格局演变情况：**1) 海南免税预订平台**仅适用于离岛但不离境的旅客、海南本岛两类消费者，且作为线上预订平台，需要消费者前往自提点自提或邮寄至海南省外地址。我们选取cdf海南免税官方商城、海旅免税城、全球精品免税城、CNSC离岛免税购、深免×DFS、王府井海南免税线上商城六大海南免税商旗下免税线上预订平台，其中，**王府井海南免税线上商城于2月1日上线**；而截至3月2日，王府井线上补购平台暂未推出。**2) 线上有税平台**门槛较低，适用于大部分消费者，20年以来中免率先创新推出，并逐步扩大影响力和知名度，我们主要选取中免日上APP、cdf会员购海南、CNSC会员购、GDF会员购、海旅免税会员购、深免会员购共6个关注度较高的线上有税平台。
- **通用满减券：春节后海南暂无新一轮离岛免税消费券落地，中服、深免力度环比1月收窄，海控力度环比加大。**中免、海旅满减券折扣约93-95折，种类及折扣力度较1月末发生变化；海控取消精品类满减券，但全品类满减券力度略加大1%-3%；中服当前暂无平台满减券，力度较12月的约90-92折、1月的92-95折环比持续减小；深免精品类无门槛券额度略有下调。
- **香化品类普适性折扣力度：中免最低折扣力度及门槛相对较高，中服、海旅最低折扣力度较大。**
 - 1) 中免**春节后线上折扣已进一步收窄至5件8折/部分满减最低折合8折并维持，其中近期雅诗兰黛折扣亦由3件65折收窄至3件75折（截至3月2日，雅诗兰黛折扣已变更为2件8折），期待后续利润率表现。
 - 2) 海旅**2月线上普适性折扣环比基本持平，为1件75折，其中海蓝之谜、雅诗兰黛亦维持有约30%的SKU低于7折；此外，截至2月25日，海旅香化品类线下普适性折扣为1件8折、3件75折，折扣力度小于线上。
 - 3) 海控**2月主要品牌线上折扣为1件85折，2件7-73折，而线下折扣为1件85折、3件78折，其中雅诗兰黛、海蓝之谜线上折扣为1件75折、3件78折，海控自2022年年初收窄折扣力度以来，整体折扣保持平稳，但近期折扣力度环比1月中旬略有加大。
 - 4) 中服**2月普适性折扣力度亦明显加大至1件75折，环比2023年1月中旬的1件8折、2件7折，折扣力度基本持平。
 - 5) 深免**2月普适性折扣为1件85折、2件8折、3件75折，整体来看，深免折扣2022年3月开始收窄、2022年9月以来进一步收窄，但2023年2月以来折扣力度有所加大。
- **线上有税：**我们主要跟踪了4个爆款SKU在cdf会员购海南的价格变化情况以及六大平台的价格对比，23年2月中免日上仍然保持价格优势，多数SKU价格均低于其他平台，而cdf会员购海南价格水平较疫情期间明显提升，折扣力度环比1月基本持平，海蓝之谜眼霜、资生堂眼部精华价格均相对最高；海旅、海控各有个别SKU折扣力度较小，整体价格处于中高水平；中服及深免SKU丰富度较其他平台仍存在一定差距。
- **风险因素：**系统性风险；政策风险；行业竞争加剧风险；疫情相关风险。

目 录

写在前面	4
一、海南免税：中免、海旅线上折扣力度维持相对较小	4
1.1 门店通用折扣情况：通用满减券力度有所收窄，春节以来暂无新一轮消费券落地	5
1.2 五大免税商香化品牌普适性折扣演变：中免、海旅线上折扣力度维持相对较小	5
1.3 热门品牌折扣情况对比：中免折扣力度及门槛相对较高，中服、海旅最低折扣力度较大	6
1.4 cdf海南免税爆款单品最低价变化：各产品价格环比基本持平	7
1.5 各免税商爆款单品最低价对比：中免折扣力度较小，深免当前较具价格优势	8
二、线上有税：cdf会员购海南折扣力度维持较小，中免日上价格优势保持	9
2.1 cdf会员购海南爆款单品最低价变化：当前价格水平较去年疫情期间明显抬升	9
2.2 各大免税商爆款单品最低价对比：补购折扣力度维持较小，中免日上价格优势保持	10
风险因素	11

图 目 录

图 1、各免税商旗下海南免税及线上有税平台列举	4
图 2、各免税商通用满减券情况（统计时间为 2023 年 2 月 28 日，下同）	5
图 3、各免税商香化类普适性折扣变化趋势（2021 年 4 月-2023 年 2 月）	6
图 4、各免税商香化品类热门品牌线上折扣情况（2023 年 2 月）	7
图 5、cdf 海南免税爆款单品最低价变化情况（2021 年 1 月-2023 年 2 月）	8
图 6、各免税商海南免税平台爆款单品最低价情况（单位元，2023 年 2 月）	9
图 7、cdf 会员购海南爆款单品最低价变化情况（2021 年 1 月-2023 年 2 月）	10
图 8、各大免税商线上有税渠道爆款单品最低价情况（单位元，2023 年 2 月）	11

写在前面

本文主要跟踪海南免税线上预订平台和免税商旗下主要线上有税平台折扣情况，我们对上述平台主要品牌、热门SKU的折扣情况进行跟踪并定期更新发送报告，有助于了解海南各免税运营商折扣力度变化及竞争格局演变情况：

1) 海南免税预订平台仅适用于离岛但不离境的旅客、海南本岛两类消费者，且作为线上预订平台，需要消费者前往自提点自提或邮寄至海南省外地址。由于海南离岛免税线上线下折扣较为接近，跟踪线上平台折扣对于海南离岛免税整体折扣情况具有重要参考意义。我们选取 cdf 海南免税官方商城、CNSC 离岛免税购、全球精品免税城、深免×DFS、海旅免税城、王府井海南免税线上商城六大海南免税商旗下免税线上预订平台。

2) 线上有税平台门槛较低，适用于大部分消费者，20 年以来中免率先创新推出，并逐步扩大影响力和知名度，此类平台原价与免税原价接近，免税商为消费者承担了部分税费，我们主要选取中免日上 APP、cdf 会员购海南、CNSC 会员购、GDF 会员购、海旅免税会员购、深免会员购共 6 个关注度较高的线上有税平台。

截至 2023 年 3 月 3 日，王府井海南免税线上商城共入驻 96 个品牌（上线初为 47 个），其中，香化类 55 个，包括雅诗兰黛、海蓝之谜、娇韵诗、资生堂、范思哲、GUCCI 等；酒水类 17 个，包括马爹利、帝佛卡等；此外还入驻有包括 Apple、Bose、Go Pro、松下、倍轻松等在内的数码及家电品牌，以及个别食品、太阳镜、首饰、家居个护品牌等。此次王府井海南免税线上商城的上线，提供了线上预订、并通过离岛自提/返岛自提/包裹到家进行免税消费的渠道，有利于王府井覆盖海南万宁以外的离岛客流，实现销售增量。

图 1、各免税商旗下海南免税及线上有税平台列举

免税商	旗下平台	
	海南免税	线上有税
中免	cdf 海南免税 (APP/小程序/官网)	中免日上 (APP)
海旅	海旅免税 HTDF (小程序)	cdf 会员购海南商城 (小程序)
海控	GDF PLAZA 全球精品免税城 (小程序)	GDF 会员购 海控全球精品 (小程序)
中服	CNSC 国药中服免税 A SINOPHARM COMPANY (小程序)	CNSC 离岛免税购 国药中服会员购 (小程序)
深免	深圳免税 TIMES' DFS (小程序)	深免 × DFS 离岛免税 跨境购 (小程序)
王府井	王府井海南免税 W.F.J DUTY FREE (小程序)	深免集团会员购 (小程序)

资料来源：cdf 海南免税官方商城、海旅免税城、CNSC 离岛免税购、GDF 免税城、深免 × DFS|离岛免税、王府井海南免税线上商城、中免日上、cdf 会员购海南商城、海旅免税会员购、海控会员购、CNSC 会员购、深免集团会员购，信达证券研发中心

一、海南免税：中免、海旅线上折扣力度维持相对较小

1.1 门店通用折扣情况：通用满减券力度有所收窄，春节以来暂无新一轮消费券落地

春节后海南暂无新一轮离岛免税消费券落地，中服、深免满减券力度环比1月收窄，海控力度环比加大。从各线上平台的通用满减券情况来看，中免、海旅满减券折扣约93-95折，满减券种类及折扣力度较1月未发生变化；海控取消精品类满减券，但全品类满减券力度略加大1%-3%；中服当前暂无平台满减券，力度较12月的约90-92折、1月的92-95折环比持续减小；深免精品类无门槛券额度略有下调，此外在2023年3月4日-3月12日期间购指定香化、精品及酒水商品实付满3800元即返380元优惠券。此外，春节后海南暂无新一轮离岛免税消费券落地。

图2、各免税商通用满减券情况（统计时间为2023年2月28日，下同）

平台	满减券	品类及限制
中免	50元无门槛 满1500减80；满2500减150； 满4000减260	购买日用百货、美容仪器、手表配饰、 皮具箱包、服装鞋帽类免税品可用 香化类 不与其它优惠券叠加； 可与积分活动共享，用券金额不参与积分，部分多倍积分商品不参与用券
	满2000减100；满3000减200；满4000减300 满1600减88；满3200减188；满12000减1000	仅线上商城使用；可与同期折扣同享 全品类
海旅	16元无门槛 50元优惠券；满1500减75	香化类 精品酒水类 实付满7.5折及以上时可使用； 可与其他折扣叠加使用
中服	-	香化类
	满1000减30；满3000减100 满800减40；满1500减90 50元无门槛 50元无门槛 满4000减300	酒水类 服装箱包类 珠宝腕表类 精品类 与积分活动同享，用券金额不参与积分，部分多倍积分商品不参与用券； 闪购、7.5折以下以及部分产品不参与用券
此外，2023年3月4日-3月12日期间，购指定香化、精品及酒水商品实付满3800元即返380元优惠券		

资料来源：cdf海南免税官方商城、海旅免税城、CNSC离岛免税购、GDF免税城、深免xDFS|离岛免税，信达证券研发中心；注：上图蓝色字表示相较于1月中旬的折扣力度减小的满减券，红色字表示相较于1月中旬的折扣力度加大的满减券

1.2 五大免税商香化品牌普适性折扣演变：中免、海旅线上折扣力度维持相对较小

2月中免、海旅线上折扣力度维持较小：我们主要跟踪雅诗兰黛、兰蔻、资生堂、娇韵诗、海蓝之谜、SK-II、赫莲娜七大品牌。2023年2月，中免、海旅折扣力度环比基本持平，海控、深免折扣力度略有加大。

分免税商来看：

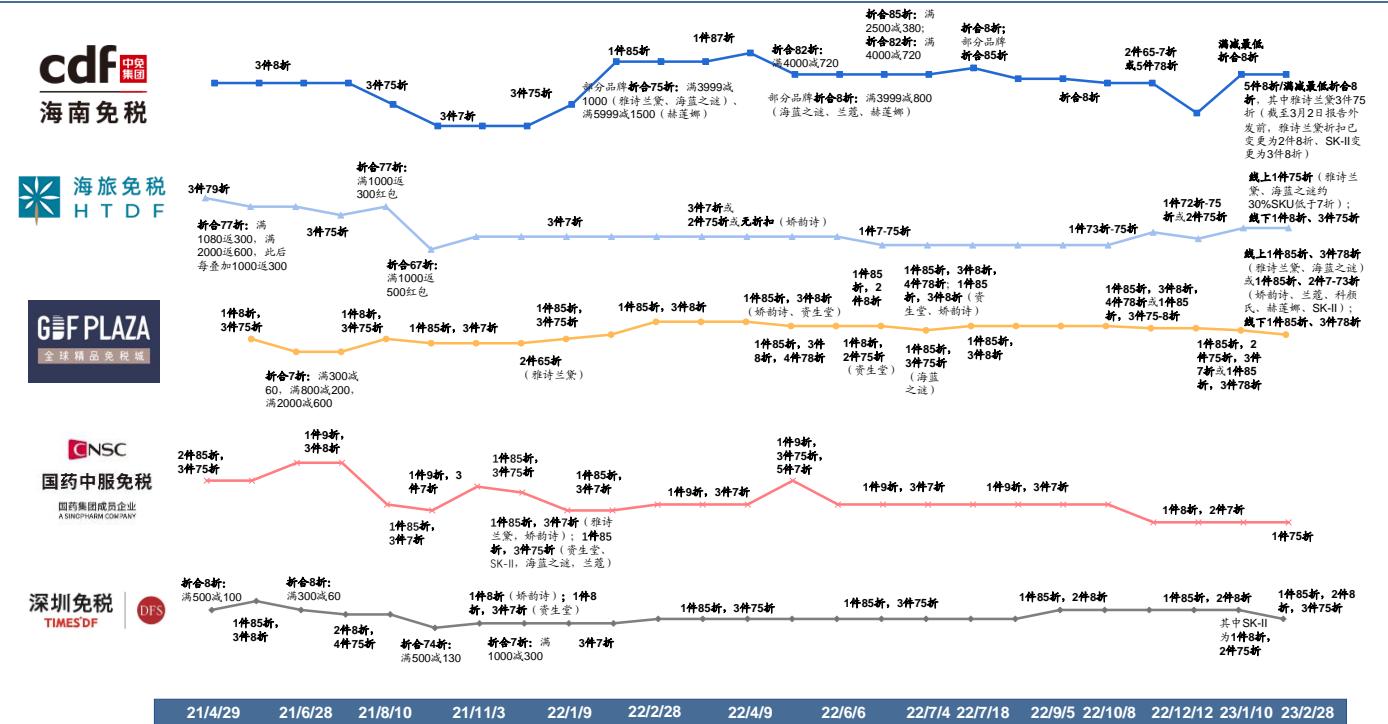
- 中免春节后线上折扣已进一步收窄至5件8折/部分满减最低折合8折并维持，其中近期雅诗兰黛折扣亦由3件65折收窄至3件75折（截至3月2日，雅诗兰黛折扣已变更为2件8折），期待后续利润率表现。
- 海旅2月线上普适性折扣环比基本保持不变，为1件75折，其中海蓝之谜、雅诗兰黛亦维持有约30%的SKU低于7折；此外，截至2月25日，海旅香化品类线下普适性折扣为1件8折、3件75折，折扣力度小于线上。
- 海控2月主要品牌线上折扣为1件85折，2件7-73折，而线下折扣为1件85折、3件78折，其中雅诗兰黛、海蓝之谜线上折扣为1件75折、3件78折，海控自2022年年初收窄折扣力度以来，整体折扣保持平稳，但近期折扣力度环比1月中旬略有加大。
- 中服2月普适性折扣力度亦明显加大至1件75折，环比2023年1月中旬的1件8折、2件7折，折扣力度



基本持平。

➤ **深免** 2月普适性折扣为1件85折、2件8折、3件75折，整体来看，深免折扣2022年3月开始收窄、2022年9月以来进一步收窄，但2023年2月以来折扣力度有所加大。

图3. 各免税商香化类普适性折扣变化趋势（2021年4月-2023年2月）



资料来源：cdf 海南免税官方商城、海旅免税城、CNSC 离岛免税购、GDF 免税城、深免 x DFSI/离岛免税，信达证券研发中心

1.3 热门品牌折扣情况对比：中免折扣力度及门槛相对较高，中服、海旅最低折扣力度较大 五大免税商、七大热门香化品牌普适性折扣对比情况：

1) 从折扣力度对比来看，就最低折扣而言，中服、海旅最低折扣力度较大，基本为1件75折；中免大部分最低折扣折合均在8折，折扣门槛较高，如基本需满5件或满1500-4999元才可享受8折折扣；海旅单件折扣力度虽然较大、且折扣门槛相对较低，但部分热门单品折扣力度较低，如赫莲娜活颜修护舒缓晚霜（黑绷带）等折扣仅为1件9折；深免折扣以1件85折、2件8折、3件75折为主，环比1月，深免加大最低折扣力度，即购买3件可享受75折；中服折扣力度环比基本持平。此外，我们注意到，部分热门单品如黑绷带在中免、海旅、海控平台均在9折水平，不享受普适性折扣。

2) 从品牌间折扣差异来看，2月中免雅诗兰黛为3件75折（截至3月2日，雅诗兰黛折扣已变更为2件8折），折扣力度及门槛略低于其他品牌，但我们预计品牌方有所补贴；海旅雅诗兰黛约33%的SKU介于1件4-7折、约64%的SKU为1件75折，海蓝之谜约33%的SKU介于1件6-7折、约67%的SKU为1件75折，其余品牌均为1件75折（线上）；海控股单件折扣均为85折，在双件/多件折扣上略有差异，SK-II折扣力度亦高于其他品牌，双件折扣低于其他品牌约2-3pct；王府井不同品牌折扣力度略存在差异；中服、深免不同品牌折扣力度无



甚差异。

图 4、各免税商香化品类热门品牌线上折扣情况（2023 年 2 月）

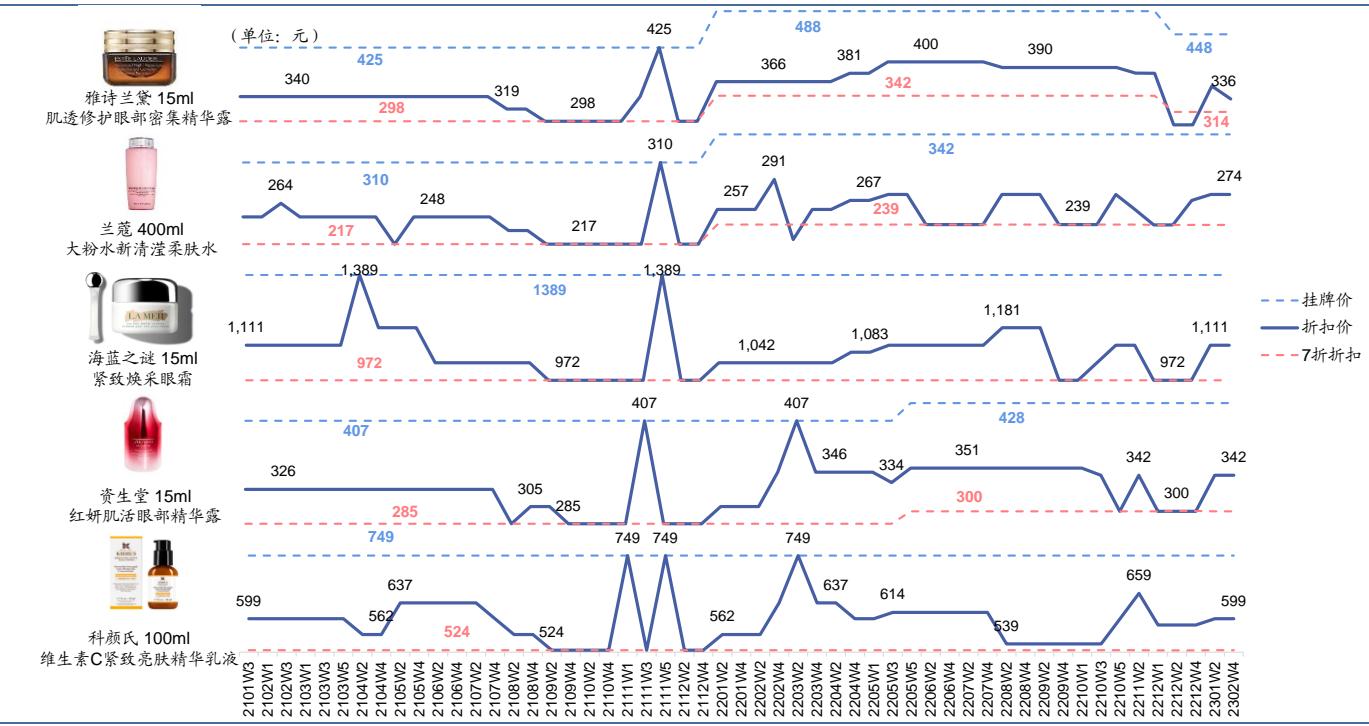
品牌	雅诗兰黛	兰蔻	赫莲娜	海蓝之谜	SK-II	资生堂	娇韵诗
中免	3件7.5折	5件8折	折合8折 (满4999元减1000)	折合8折 (满3999元减800)	5件8折	5件8折	5件8折
海旅	1件4-7折 (约33%) 1件75折 (约64%)	1件75折	1件75折	1件6-7折 (约33%) 1件75折 (约67%)	1件75折	1件75折	1件75折
海控	1件85折 3件78折	1件85折 2件73折	1件85折 2件73折	1件85折 3件78折	1件85折 2件7折	1件85折 3件78折	1件85折 2件72折
深免	1件85折 2件8折 3件75折	1件85折 2件8折 3件75折	1件85折 2件8折 3件75折	1件85折 2件8折 3件75折	1件85折 2件8折 3件75折	1件85折 2件8折 3件75折	1件85折 2件8折 3件75折
中服	1件75折	1件75折	-	1件75折	1件75折	1件75折	1件75折
王府井	1件85折	-	-	1件8-85折	-	1件6.8-8折	1件8-8.5折

资料来源：cdf 海南免税官方商城、海旅免税城、CNSC 离岛免税购、GDF 免税城、深免 x DFS|离岛免税、王府井海南免税线上商城，信达证券研发中心；注：此表中均指当前线上平台情况

1.4 cdf 海南免税爆款单品最低价变化：各产品价格环比基本持平

我们主要跟踪了 cdf 海南免税旗下 5 个爆款单品，包括雅诗兰黛肌透修护眼部密集精华露 (15ml)、兰蔻大粉水新清滢柔肤水 (400ml)、海蓝之谜紧致焕采眼霜 (15ml)、资生堂红妍肌活眼部精华露 (15ml)、科颜氏维生素 C 紧致亮肤精华乳液 (100ml)。

1) 环比来看，各爆款 SKU 折扣力度环比 2023 年 1 月基本不变，为折合 8 折；2) 同比 2022 年 2 月来看，兰蔻大粉水新清滢柔肤水、资生堂红妍肌活眼部精华露 (15ml)、科颜氏维生素 C 紧致亮肤精华乳液折扣力度均有所加大，从约 85 折降低到 8 折；海蓝之谜紧致焕采眼霜折扣由 75 折变为 8 折；雅诗兰黛肌透修护眼部密集精华露折扣力度同比保持不变。

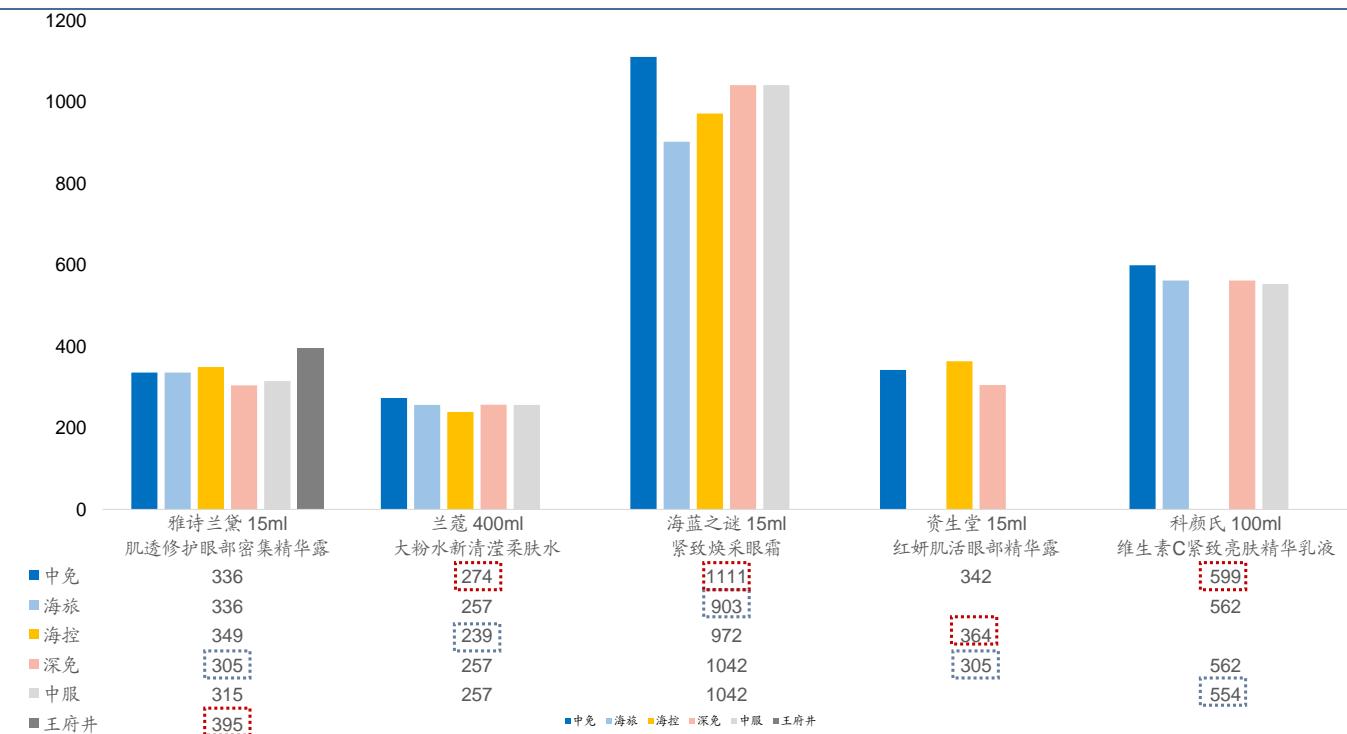
图 5、cdf 海南免税爆款单品最低价变化情况（2021 年 1 月 -2023 年 2 月）


资料来源：cdf 海南免税官方商城，信达证券研发中心；注：我们计算折扣价仅考虑 SKU 单品折扣或店铺力度最大的普遍性折扣，不考虑平台满减券情况，亦不考虑其他多件装的情况。

1.5 各免税商爆款单品最低价对比：中免折扣力度较小，深免当前较具价格优势

若剔除临期商品促销价，对比 2023 年 1 月不同免税渠道的爆款 SKU 价格来看，中免价格相对最高，深免价格水平相对较低，中免兰蔻大粉水新清滢柔肤水、海蓝之谜紧致焕采眼霜、科颜氏维生素 C 紧致亮肤精华乳液均为六大平台中最高；海控资生堂红妍肌活眼部精华露价格最高，但兰蔻大粉水新清滢柔肤水价格较为优惠；海旅海蓝之谜紧致焕采眼霜折扣力度较大，为 1 件 65 折，因而价格显著较低；深免雅诗兰黛肌透修护眼部密集精华露、资生堂红妍肌活眼部精华露价格较为优惠；中服科颜氏维生素 C 紧致亮肤精华乳液价格为最低，其他均在中间水平；王府井当前品牌及 SKU 数量仍然较少，且其所上架的雅诗兰黛肌透修护眼部密集精华露价格在六平台中为最高。

图 6、各免税商海南免税平台爆款单品最低价情况（单位元，2023 年 2 月）



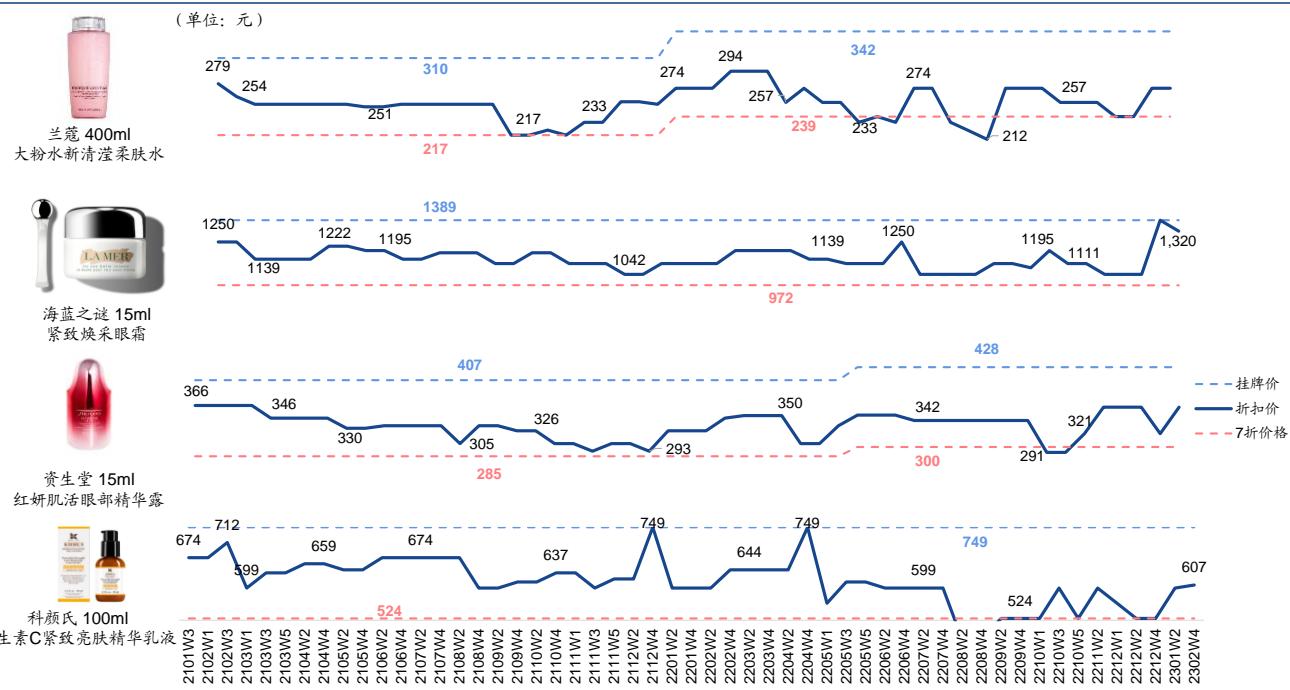
资料来源：cdf 海南免税官方商城、海旅免税城、CNSC 离岛免税购、GDF 免税城、深免 x DFS|离岛免税、王府井海南免税线上商城，信达证券研发中心；注：以红框表示其中的最高价，以蓝框表示其中的最低价（均已剔除特卖价及临期特价）

二、线上有税：cdf 会员购海南折扣力度维持较小，中免日上价格优势保持

2.1 cdf 会员购海南爆款单品最低价变化：当前价格水平较去年疫情期间明显抬升

我们主要跟踪了 cdf 海南免税旗下 4 个爆款单品，包括兰蔻大粉水新清滢柔肤水（400ml）、海蓝之谜紧致焕采眼霜（15ml）、资生堂红妍肌活眼部精华露（15ml）、科颜氏维生素 C 紧致亮肤精华乳液（100ml）。

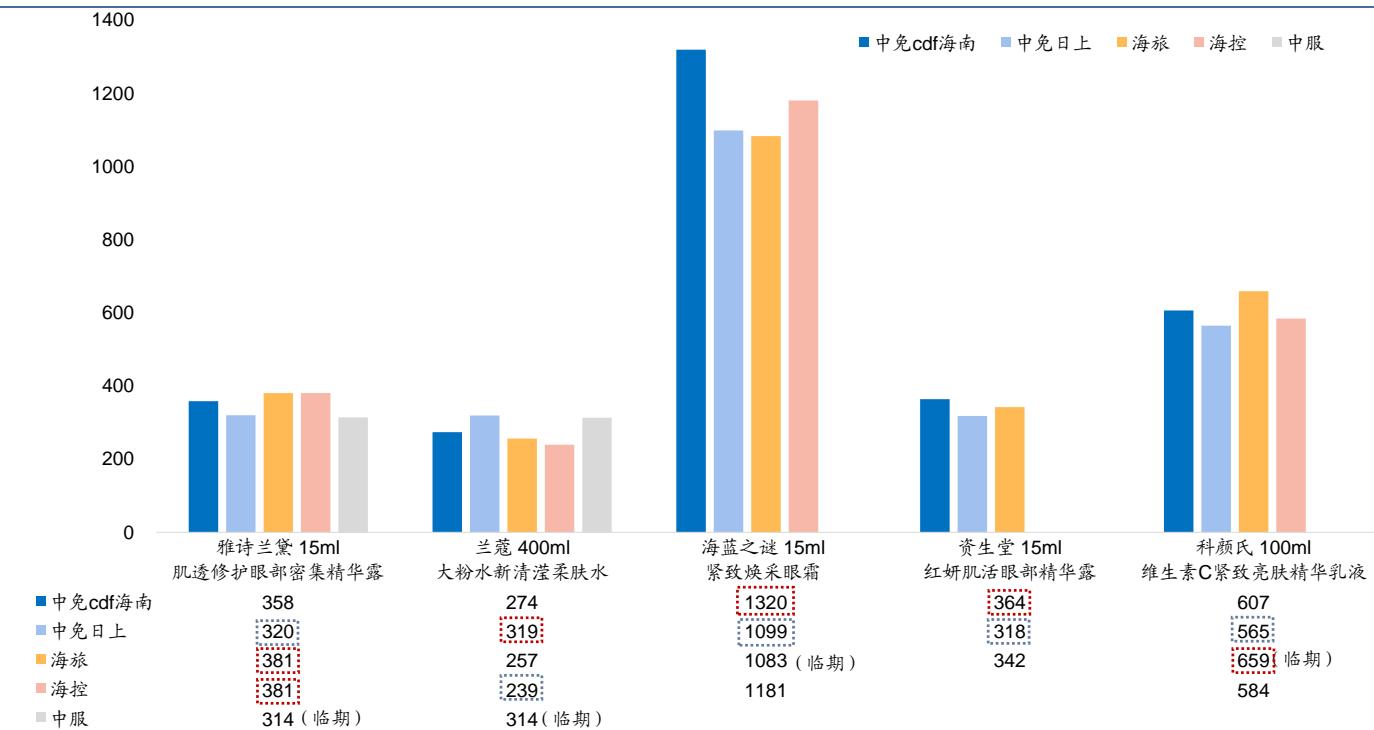
当前 cdf 会员购海南平台价格水平处于历史相对高位，较去年疫情期间出现明显提升：兰蔻大粉水价格在海南疫情期间曾触底，在 2022 年 10 月恢复至 8 折后折扣力度逐步加大，但 2023 年 1 月折扣力度又收窄至 8 折，2023 年 2 月环比持平；海蓝之谜紧致焕采眼霜在 2022 年 12 月到达最低折扣 75 折，随后恢复原价，2023 年 2 月折扣为 95 折；资生堂红妍肌活眼部精华露从 2022 年 10 月底以来折扣逐步收窄至 85 折，1 月折扣力度有所加大，至 75 折水平，但 2 月折扣再次收窄至 85 折；科颜氏维生素 C 紧致亮肤精华乳液2023 年 2 月价格环比 2023 年 1 月基本持平，折扣力度为 81 折。

图 7、cdf 会员购海南爆款单品最低价变化情况 (2021 年 1 月 -2023 年 2 月)


2.2 各大免税商爆款单品最低价对比: 补购折扣力度维持较小, 中免日上价格优势保持

若剔除临期商品促销价, 中免 cdf 会员购海南折扣力度较小, 环比 1 月基本持平, 其中海蓝之谜紧致焕采眼霜价格、资生堂红妍肌活眼部精华露价格均处于高位, 海蓝之谜紧致焕采眼霜折扣力度环比明显收窄, 雅诗兰黛肌透修护眼部密集精华露价格亦相对较高; 中免日上价格优势较为明显, 除兰蔻大粉水新清滢柔肤水外的各 SKU 价格均低于其他平台; 海旅、海控亦各有个别 SKU 折扣力度较小, 整体价格保持在中高水平; 中服及深免会员购 SKU 丰富度较其他平台仍存在一定差距, 在 5 个所追踪的 SKU 中, 中服所上架的 2 个均处于临期特价阶段。

图 8、各大免税商线上有税渠道爆款单品最低价情况 (单位元, 2023 年 2 月)



资料来源: cdf 会员购海南商城、中免日上、GDF 会员购、海旅免税会员购、CNSC 国药中服会员购, 信达证券研发中心; 注: 以红框表示其中的最高价, 以蓝框表示其中的最低价 (均已剔除特卖价及临期特价)

风险因素

系统性风险: 目前全球主要经济体经济增长下滑, 未来经济前景的不明朗或将影响消费者消费习惯及购买力, 从而对行业内各公司的业绩造成影响。

政策风险: 免税行业受政府政策影响较大, 政策变动或将对行业产生重大影响。未来全岛封关后, 离岛免税牌照是否仍然存在、以及是否仍具备稀缺性, 仍存在一定的不确定性。

行业竞争加剧风险: 近年来中国免税行业的进入门槛有所降低, 随着新免税商的逐步进入, 中国免税行业竞争逐步加剧。若竞争态势进一步加剧, 可能发生价格战, 从而损害行业内公司的盈利能力及成长的稳定性、持续性。

疫情相关风险: 新冠疫情相关的旅游限制导致出行人数大幅减少, 使得 2020 年以来全球及中国旅游零售销售额较 2019 年出现大幅下滑。若疫情持续反复, 或将导致海南当地线下消费场景缺失、海南客流难以恢复, 从而使行业内各公司销售收入及客流量不及预期。

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，美容护理分析师。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
华北区销售	张斓夕	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	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



信达证券
CINDA SECURITIES

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

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。	看涨： 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。