

2023年07月11日

敷尔佳 (301371.SZ)

投资要点

- ◆ 本周五（7月14日）有一家创业板上市公司“敷尔佳”询价。
- ◆ 敷尔佳（301371）：公司以透明质酸钠为核心原料，在专业皮肤护理市场的医用敷料和功效性护肤品领域都完成了较为完善的布局。公司2020-2022年分别实现营业收入15.85亿元/16.50亿元/17.69亿元，YOY依次为18.07%/4.08%/7.25%，三年营业收入的年复合增速9.64%；实现归母净利润6.48亿元/8.06亿元/8.47亿元，YOY依次为-2.00%/24.38%/5.15%，三年归母净利润的年复合增速8.63%。最新报告期，2023Q1公司实现营业收入3.73亿元，同比上升5.38%；实现归母净利润1.59亿元，同比下降1.42%。根据初步预测，预计公司2023年1-6月实现归母净利润32,500万元至36,500万元，较上年同期变动-9.1%至2.1%。

- ① **投资亮点：**1、公司为透明质酸钠医用敷贴龙头，功效品类布局较为完善，品牌心智成熟。公司的医用透明质酸钠修复贴是国内第一批获准上市的II类医用敷贴，在2017-2021年医用敷料市场处于爆发期之时，公司通过白膜和黑膜两款大单品较早地积累了良好的市场口碑和品牌心智，毛利率在2021年换股收购生产商北星药业完成研产销一体化整合后迈上了80%的台阶，位于同业可比公司第一梯队。公司一方面在医用敷料领域深耕，积极研发III类器械医用胶原蛋白敷料；另一方面扩充功能性护肤品矩阵，目前已打造了成分丰富、品类全面的46款SKU，成分涉及透明质酸钠、重组III型人源化胶原蛋白、虾青素、积雪草、烟酰胺等；此外，乳酸菌、益生菌、奇亚籽等不同成分和超分子相关材料也处于积极探索中。至此公司已形成医用敷料与功能性护肤品并重、透明质酸钠与胶原蛋白双轮驱动的生态矩阵，以及领先的市场地位。2021年公司在贴片类专业皮肤护理领域份额第一（15.9%）；其中医疗器械类敷贴领域也位列第一（17.5%），功能性护肤品贴膜领域份额第二（13.5%）。2、渠道端的先发优势和精细化管理进一步贡献突出的盈利水平。公司创始人曾任黑龙江省干部疗养院药剂师、哈药五厂技术主任，后于1996年成立华信药业从事粉针注射剂的处方药批发，药械零售经验丰富。公司是国内较早利用经销模式将医用敷料产品从公立医院销售推广到院外医疗机构、美容机构、连锁药店等终端的企业，先发优势明显。公司一方面通过分级模式实现了经销商的精细化管理，另一方面通过联盟模式推出渠道特色产品以捕捉CS和KA渠道线下私域流量，实现了终端渠道下沉；同时紧抓高性价比的社交营销红利，建立了线上B2C渠道的全覆盖。在高水平的产品毛利率基础上，公司凭借渠道端的先发优势和精细化管理等实现了大幅低于同业的销售和管理费用率。
- ② **同行业上市公司对比：**综合考虑业务与产品类型等方面，选取贝泰妮、创尔生物、华熙生物、珀莱雅、巨子生物为敷尔佳的可比上市公司；从上述可比公司来看，2022年平均收入规模为40.75亿元，销售毛利率为76.81%；剔除新三板、港股的可比PE-TTM（算术平均）为43.65X；相较而言，公司营收规模低于行业可比公司平均，毛利率高于行业可比公司平均。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风

新股覆盖研究

交易数据

| | |
|-----------|--------|
| 总市值（百万元） | |
| 流通市值（百万元） | |
| 总股本（百万股） | 360.00 |
| 流通股本（百万股） | |
| 12个月价格区间 | / |

分析师 李蕙
 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinse.cn

相关报告

| |
|--|
| 盛邦安全-新股专题覆盖报告（盛邦安全） |
| -2023年第147期-总第344期 2023.7.9 |
| 威迈斯-新股专题覆盖报告（威迈斯）-2023年第146期-总第343期 2023.7.9 |
| 舜禹股份-新股专题覆盖报告（舜禹股份）-2023年第145期-总第342期 2023.7.9 |
| 福事特-新股专题覆盖报告（福事特）-2023年第144期-总第341期 2023.7.9 |
| 智信精密-新股专题覆盖报告（智信精密）-2023年第143期-总第340期 2023.7.7 |



险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近3年收入和利润情况

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022A |
|-----------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 1,585.0 | 1,649.7 | 1,769.2 |
| 同比增长(%) | 18.07 | 4.08 | 7.25 |
| 营业利润(百万元) | 913.8 | 1,071.7 | 1,131.6 |
| 同比增长(%) | 2.71 | 17.28 | 5.59 |
| 净利润(百万元) | 647.8 | 805.8 | 847.3 |
| 同比增长(%) | -2.00 | 24.38 | 5.15 |
| 每股收益(元) | | 2.55 | 2.35 |

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

| | |
|-----------------------|----|
| 一、敷尔佳 | 4 |
| (一) 基本财务状况 | 4 |
| (二) 行业情况 | 5 |
| (三) 公司亮点 | 8 |
| (四) 募投项目投入 | 9 |
| (五) 同行业上市公司指标对比 | 10 |
| (六) 风险提示 | 10 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司收入规模及增速变化 | 4 |
| 图 2: 公司归母净利润及增速变化 | 4 |
| 图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化 | 5 |
| 图 4: 公司 ROE 变化 | 5 |
| 图 5: 中国皮肤护理产品行业市场规模 (按零售额计算), 2017-2026E | 6 |
| 图 6: 中国皮肤护理产品行业市场规模 (按基础护肤品和专业皮肤护理产品拆分), 2017-2026E | 6 |
| 图 7: 中国专业皮肤护理产品行业市场规模 (按医疗器械类敷料产品和功能性护肤品拆分), 2017-2026E | 7 |
| 图 8: 中国贴片类专业皮肤护理产品市场规模, 2017-2026E | 7 |
| 图 9: 中国贴片类专业皮肤护理产品市场规模 (按敷料贴类和贴、膜类拆分), 2017-2026E | 8 |
| 表 1: 公司 IPO 募投项目概况 | 9 |
| 表 2: 同行业上市公司指标对比 | 10 |

一、敷尔佳

公司产品覆盖医疗器械类敷料产品和功能性护肤品在内的四十余种专业皮肤护理产品，主要包括敷料和贴、膜类产品，并推出了水、精华及乳液、喷雾、冻干粉等多形态产品。基于对透明质酸钠及胶原蛋白的研究，公司形成了以适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复的 II 类医疗器械类产品为主，多种形式的功能性护肤品为辅的立体化产品体系；医疗器械类 SKU5 款，化妆品类 SKU46 款。

渠道方面，公司已形成覆盖医疗机构、美容机构、连锁零售药店、化妆品专营店及大型商超和线上 B2C 平台等多元化终端销售矩阵。

(一) 基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 15.85 亿元/16.50 亿元/17.69 亿元，YOY 依次为 18.07%/4.08%/7.25%，三年营业收入的年复合增速 9.64%；实现归母净利润 6.48 亿元/8.06 亿元/8.47 亿元，YOY 依次为-2.00%/24.38%/5.15%，三年归母净利润的年复合增速 8.63%。最新报告期，2023Q1 公司实现营业收入 3.73 亿元，同比上升 5.38%；实现归母净利润 1.59 亿元，同比下降 1.42%。

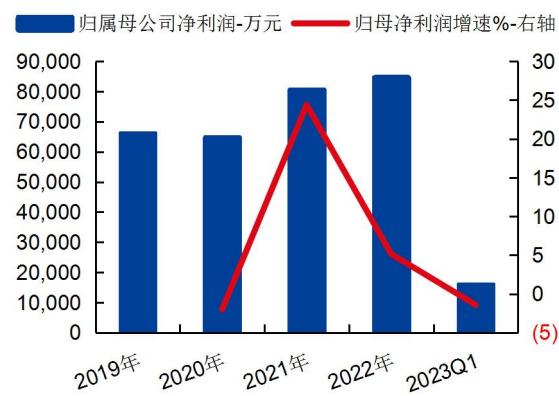
2022 年，公司主营业务收入按产品类型可分为两大板块，分别为医疗器械类（8.66 亿元，48.95%）、化妆品类（9.03 亿元，51.05%）。按照渠道结构也可分为两大板块，分别为线上渠道（7.19 亿元，40.62%）、线下渠道（10.51 亿元，59.38%）。

具体来看，线上渠道中的直销、代销、经销分别贡献总营收的 33.36%、4.39%、2.87%，线下主要依赖经销模式。线上渠道方面，直销主要通过天猫、小红书、京东、抖音、微信等线上直营店铺推广；经销主要涉及线上经销商通过淘宝、唯品会等平台开设的自营店铺销售；线上代销主要通过与京东自营旗舰店、阿里健康大药房等大型 B2C 平台签订商品购销协议展开销售。线下渠道方面，公司主要面向 KA、CS、大型百货商场专柜、美容机构、医疗机构和连锁零售药店等终端渠道，进行甲、乙、丙三类经销商分级管理销售。

图 1：公司收入规模及增速变化



图 2：公司归母净利润及增速变化



资料来源：wind，华金证券研究所

资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化

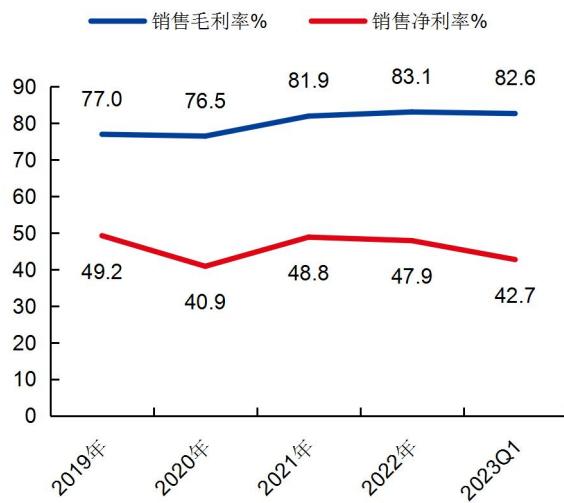
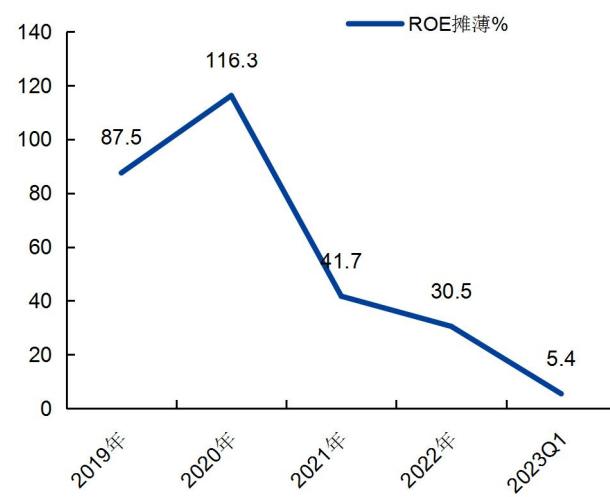


图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

护肤品指用于脸部或者身体，护理皮肤，可以保持皮肤的机理和光泽，起到补水、保湿、清洁、延缓皮肤衰老、防止或者修复皮肤受损等作用。

根据其用途和功效的不同，护肤品可以分为两大类：基础护肤品和专业护肤品。基础护肤品主要用于脸部或身体，旨在保持皮肤的正常机能和自然光泽；专业护肤品则更加注重对特定皮肤问题的解决，例如皮肤屏障受损、持续发痘、脱皮、过敏等。根据注册类别和监管分类的不同，专业护肤品可进一步分为医疗器械类敷料产品和化妆品类功能性护肤品。医疗器械类敷料产品是一种直接用于创口的创面敷料，可以加速伤口的愈合和修复。而化妆品类功能性护肤品则适用于健康完整的皮肤表面，提供额外的保湿、修复和改善肌肤质地的效果。

专业护肤品通常分为贴片类和非贴片类两大类。贴片类产品使用片状膜布等材料将精华液/成分液敷在皮肤上，具有清洁、保湿、祛斑、美白、抗皱、修护、舒缓、祛痘等功能。非贴片类产品包括精华、次抛原液、水、喷雾、乳液等，将精华液/成分液直接涂抹在皮肤上。贴片类和非贴片类在医疗器械类敷料中称为“敷料贴类”及非敷料贴类；在功能性护肤品中称为“贴、膜类”及其他类别。

随着居民生活水平的提高和对自身健康及肌肤护理的重视程度不断提升，中国居民愈发愿意在个人护理上投入更多支出。这一趋势推动了护肤品行业的迅速发展。现如今，市面上有各种各样的护肤品可供选择，并能满足不同消费者需求的多样性。根据弗若斯特沙利文的数据显示，在2017年至2021年期间，中国护肤品行业市场规模从1,805亿元增长至3,171亿元，年复合增长率达到了15.1%。预计在2021年至2026年期间，该行业将保持10.3%的年复合增长率，预计到2026年时市场规模将达到5,185亿元。这表明中国护肤品行业仍将保持快速增长势头。

图 5：中国皮肤护理产品行业市场规模（按零售额计算），2017-2026E



资料来源：弗若斯特沙利文分析，华金证券研究所

皮肤护理产品可以分成两大类别：基础护肤品和专业皮肤护理产品。根据弗若斯特沙利文的数据分析显示，在2017年，基础护肤品市场规模达到了1,697亿元，而专业皮肤护理产品的市场规模则为108亿元。随后，在过去的几年中，这两个市场都呈现出了持续增长的趋势。到2021年，基础护肤品市场规模增长至2,793亿元，年均复合增长率为13.3%。而专业皮肤护理产品市场规模也有了显著增长，达到了378亿元，年均复合增长率高达36.7%。根据预测，到2026年，基础护肤品市场规模将进一步扩大至4,308亿元，而专业皮肤护理产品市场规模则将达到877亿元。

图 6：中国皮肤护理产品行业市场规模（按基础护肤品和专业皮肤护理产品拆分），2017-2026E



资料来源：弗若斯特沙利文分析，华金证券研究所

专业皮肤护理产品可以细分为功能性护肤品和医疗器械类敷料产品两大类别。根据弗若斯特沙利文的数据显示，2017年至2021年，功能性护肤品和医疗器械类敷料产品的市场规模由102.5亿元和5.7亿元增长至309.6亿元和68.2亿元，年均复合增长率为31.8%和86.3%。预计到2026年，功能性护肤品和医疗器械类敷料产品的市场规模将达到623.0亿元和253.8亿元。

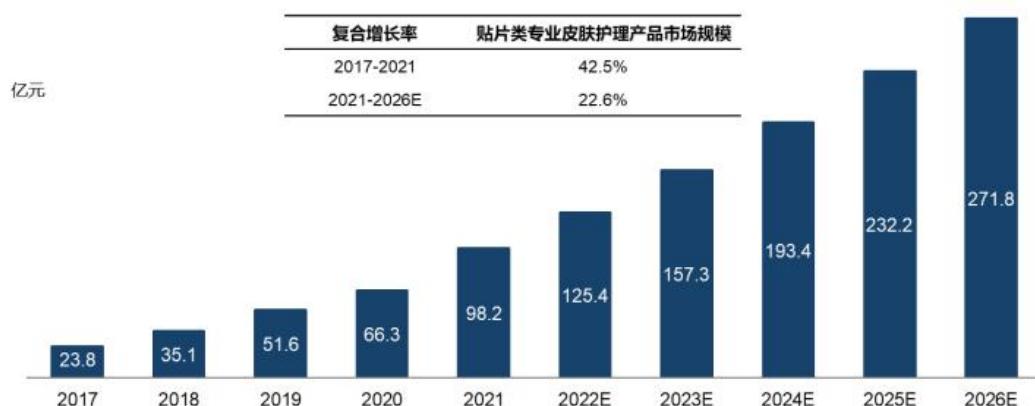
图 7：中国专业皮肤护理产品行业市场规模（按医疗器械类敷料产品和功能性护肤品拆分），2017-2026E



资料来源：弗若斯特沙利文分析，华金证券研究所

根据弗若斯特沙利文，贴片类专业皮肤护理产品市场呈现出快速增长的趋势，并且其增速超过了整体皮肤护理产品市场。从 2017 年到 2021 年的五年间，中国贴片类专业皮肤护理产品市场规模从 23.8 亿元增长到了 98.2 亿元，年均复合增长率达到了 42.5%。未来中国贴片类专业皮肤护理产品行业的规范程度将进一步提升，居民保养意识也会不断加强，这将推动消费群体的不断扩大。因此，国内贴片类专业皮肤护理产品行业有望保持稳步增长。据预计，在 2026 年市场规模将增长至 271.8 亿元，年均复合增长率为 22.6%。

图 8：中国贴片类专业皮肤护理产品市场规模，2017-2026E



资料来源：弗若斯特沙利文分析，华金证券研究所

按照不同的监管体系，贴片类专业皮肤护理产品可以分为敷料贴类和贴、膜类（功能性护肤品）两种。在中国市场上，敷料贴类产品起步较晚，根据弗若斯特沙利文提供的数据，2017 年的市场规模只有 4.8 亿元。然而，在随后的几年中，敷料贴类产品取得了快速增长，市场规模在 2021 年达到 52.1 亿元，2017 年至 2018 年的年均增长率高达 81.9%。另一方面，贴、膜类（功能性护肤品）从 2017 年的 19.0 亿元增长至 2021 年的 46.2 亿元，年均复合增长率为 24.8%。根据预测，到 2026 年，敷料贴类和贴、膜类（功能性护肤品）市场规模将分别达到 172.6 亿元和 99.2 亿元。

图9：中国贴片类专业护肤产品市场规模（按敷料贴类和贴、膜类拆分），2017-2026E



资料来源：弗若斯特沙利文分析，华金证券研究所

随着中国居民的消费能力和需求不断提升，他们对护肤产品的使用需求以及使用场景也变得越来越多样化。这促使皮肤护理生产行业必须更加精准地定位品牌产品。因为中国消费者对于护肤产品要求的舒适度、功效性和个性化程度也在不断提高，所以皮肤护理产品生产商需要更加专注于研发出具有更多功效、高品质并且符合消费者喜好的产品。

根据国家统计局公布的数据显示，从2017年到2021年，中国人均可支配收入由2017年的25,974元增长到2021年的35,128元，复合年增长率为7.8%。预计2021年至2026年，中国人均可支配收入还将以7.6%的复合年增长率继续增加到50,712元。居民可支配收入的持续增长反映出居民生活水平的提高，而人均可支配收入的提高进一步促进了消费升级。这意味着人们在购买皮肤护理产品时拥有更强的支付能力。目前，皮肤护理产品市场的消费主力集中在17至35岁之间的群体，尤其是女性消费者。然而近年来，品牌教育开始逐渐涉及男性护肤领域，使得男性对护肤的意识不断提高。中国男性消费者的护肤习惯正在从简单应付转变为主动追求精致品牌。这一趋势推动了中国皮肤护理产品市场的扩大。

随着皮肤护理产品制造工业的革新，以及消费者对产品赋予更高品质的要求，专业护肤产品逐渐成为市场新趋势。专业护肤产品凭借其广泛适用性、高安全性和强效功效等优势备受消费者青睐。然而，专业护肤护理品牌在推广、生产、技术开发和销售渠道建设等方面需要较高的资本支持。整个专业护肤产品产业链可以分为上游、中游和下游三个部分。上游主要是原料和产品的研发与生产；中游主要是品牌商根据市场需求开发新产品，并融合新模式来销售；下游则是产品通过线上/线下分销渠道最终销售给消费者。

市场格局方面，目前敷尔佳、巨子生物、安德普泰、创尔生物、贝泰妮占据了中国贴片类医疗器械类敷料产品的主要市场份额；贝泰妮、敷尔佳、华熙生物、巨子生物、创尔生物占据了中国贴类功能性护肤品的主要市场份额。

（三）公司亮点

1、公司为透明质酸钠医用敷贴龙头，功效品类布局较为完善，品牌心智成熟。公司的医用透明质酸钠修复贴是国内第一批获准上市的II类医用敷贴，在2017-2021年医用敷料市场处于

爆发期之时，公司通过白膜和黑膜两款大单品较早地积累了良好的市场口碑和品牌心智，毛利率在2021年换股收购生产商北星药业完成研产销一体化整合后迈上了80%的台阶，位于同业可比公司第一梯队。公司一方面在医用敷料领域深耕，积极研发III类器械医用胶原蛋白敷料；另一方面扩充功能性护肤品矩阵，目前已打造了成分丰富、品类全面的46款SKU，成分涉及透明质酸钠、重组III型人源化胶原蛋白、虾青素、积雪草、烟酰胺等；此外，乳酸菌、益生菌、奇亚籽等不同成分和超分子相关材料也处于积极探索中。至此公司已形成医用敷料与功能性护肤品并重、透明质酸钠与胶原蛋白双轮驱动的生态矩阵，以及领先的市场地位。2021年公司在贴片类专业皮肤护理领域份额第一（15.9%）；其中医疗器械类敷贴领域也位列第一（17.5%），功能性护肤品贴膜领域份额第二（13.5%）。

2、渠道端的先发优势和精细化管理进一步贡献突出的盈利水平。公司创始人曾任黑龙江省干部疗养院药剂师、哈药五厂技术主任，后于1996年成立华信药业从事粉针注射剂的处方药批发，药械零售经验丰富。公司是国内较早利用经销模式将医用敷料产品从公立医院销售推广到院外医疗机构、美容机构、连锁药店等终端的企业，先发优势明显。公司一方面通过分级模式实现了经销商的精细化管理，另一方面通过联盟模式推出渠道特色产品以捕捉CS和KA渠道线下私域流量，实现了终端渠道下沉；同时紧抓高性价比的社交营销红利，建立了线上B2C渠道的全覆盖。在高水平的产品毛利率基础上，公司凭借渠道端的先发优势和精细化管理等实现了大幅低于同业的销售和管理费用率。

（四）募投项目投入

公司本轮IPO募投资金拟投入3个项目以及补充流动资金。

- 1、生产基地建设项目：**本项目拟对现有专业皮肤护理产品生产制造工艺和产品性能进行升级优化，在充分汲取前期积累生产技术和生产经验的基础上，主动对现有产品系列进行性能升级和品类更新，满足各类下游客户群体对产品的高标准差异化需求；拟配置国际标准配置水平的自动化生产线生产专业皮肤护理产品系列产品，生产车间配备智能生产控制系统，可大幅提升产能，提升产能利用率，增强公司高端专业皮肤护理产品生产能力。
- 2、研发及质量检测中心建设项目：**本项目将组建优秀研发团队，购置先进的研发设备和检测设备，对功能性护肤品和医用胶原蛋白敷料进行研发；本项目建成后，将为公司的研发工作提供必备的研发环境、硬件设备和人才资源，提高研发人员的工作效率、提升研发水平的先进性，加强对产品的质量检测，使新产品和新技术更具竞争力。
- 3、品牌营销推广项目：**本项目将充分利用电商红利，与天猫、京东、唯品会等各大电商平台建立深度合作，实现产品的广告投放与流量的及时导入，并在这些B2C平台设立网络店铺进行线上营销推广与销售；并通过采用KOL推广、明星代言等方式增强公司品牌影响力；还将增加与头部网红的合作频次，并孵化本土网红辅之，进行直播卖货，从而进一步调动消费者的购买积极性，并形成购买群体效益。

表1：公司IPO募投项目概况

| 序号 | 项目名称 | 项目投资总额 (万元) | 拟使用募集资金金 额(万元) | 项目建设期 |
|----|------|----------------|-------------------|-------|
|----|------|----------------|-------------------|-------|

| 序号 | 项目名称 | 项目投资总额 (万元) | 拟使用募集资金 额(万元) | 项目建设期 |
|----|---------------|-------------------|-------------------|-------|
| 1 | 生产基地建设项目 | 65,550.89 | 65,450.00 | - |
| 2 | 研发及质量检测中心建设项目 | 5,698.53 | 5,691.00 | - |
| 3 | 品牌营销推广项目 | 88,552.61 | 88,520.00 | - |
| 4 | 补充流动资金 | 30,000.00 | 30,000.00 | |
| | 总计 | 189,802.03 | 189,661.00 | |

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

(五) 同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 17.69 亿元，同比增长 7.25%；实现归属于母公司净利润 8.47 亿元，同比增长 5.15%。根据初步预测，预计公司 2023 年 1-6 月实现营业收入 81,000 万元至 88,000 万元，较上年同期变动-0.9%至 7.7%；预计实现归属于母公司所有者的净利润 32,500 万元至 36,500 万元，较上年同期变动-9.1%至 2.1%；扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润为 31,500 万元至 35,500 万元，较上年同期变动-10.5%至 0.9%。

公司在专业皮肤护理市场份额领先；综合考虑业务与产品类型等方面，选取贝泰妮、创尔生物、华熙生物、珀莱雅、巨子生物为敷尔佳的可比上市公司；从上述可比公司来看，2022 年平均收入规模为 40.75 亿元，销售毛利率为 76.81%；剔除新三板、港股的可比 PE-TTM（算术平均）为 43.65X；相较而言，公司营收规模低于行业可比公司平均，毛利率高于行业可比公司平均。

表 2：同行业上市公司指标对比

| 代码 | 简称 | 总市值 (亿元) | PE-TTM | 2022 年收入 (亿元) | 2022 年 收入增速 | 2022 年归 母净利润 (亿元) | 2022 年净 利润增长 率 | 2022 年 销售毛利 率 | 2022 年 ROE 摊薄 |
|-----------|------|-------------|--------|------------------|----------------|-------------------------|----------------------|---------------------|------------------|
| 300957.SZ | 贝泰妮 | 383.91 | 36.10 | 50.14 | 24.65% | 10.51 | 21.82% | 75.21% | 18.93% |
| 831187.NQ | 创尔生物 | 5.96 | 17.25 | 2.44 | 1.40% | 0.35 | 0.19% | 77.78% | 10.74% |
| 688363.SH | 华熙生物 | 443.05 | 45.60 | 63.59 | 28.53% | 9.71 | 24.11% | 76.99% | 14.64% |
| 603605.SH | 珀莱雅 | 427.06 | 49.26 | 63.85 | 37.82% | 8.17 | 41.88% | 69.70% | 23.19% |
| 2367.HK | 巨子生物 | 348.25 | 44.70 | 23.75 | 52.70% | 10.02 | 21.00% | 84.39% | 35.36% |
| 301371.SZ | 敷尔佳 | / | / | 17.69 | 7.25% | 8.47 | 5.15% | 83.07% | 30.48% |

资料来源：Wind（数据截至日期：2023 年 7 月 11 日），华金证券研究所

(六) 风险提示

线上直销渠道占比集中、销售费用增加、产品价格下降、获客成本增加、线上直销渠道产品单价下降、存货减值损失、新产品研发或销售不及预期、技术迭代不及预期、终端需求增长不及预期、政策监管变化等风险。

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn