



Research and
Development Center

美护行业专题系列之三：

从 e.l.f. Beauty 海外成功经验看国货化妆品品牌的发展机遇

商业贸易

2024年3月6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 看好

上次评级 看好

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：S1500522110003

联系电话：18701877193

邮箱：wangyue1@cindasc.com

林凌 美护行业研究助理

联系电话：15859025717

邮箱：linling@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

美护行业专题系列之三：从 e.l.f. Beauty 海外成功经验看国货化妆品品牌的发展机遇

2024年3月6日

本期内容提要：

- **2019 年以来，e.l.f.Beauty 业绩高速增长、股价涨幅亮眼。**e.l.f. Beauty 成立于 2004 年，是一家兼具平价和质量的美国化妆品公司。公司近五年（自 2019 年 3 月 4 日至 2024 年 3 月 1 日）股价累计上涨 2634.59%，今年以来涨幅高达 50.62%（截至 2024 年 3 月 1 日）。业绩方面，公司营收自 2019 年的 2.83 亿美元增长至 2022 年的 5.79 亿美元，CAGR 为 27%；净利润自 2019 年的 0.18 亿美元增长至 2022 年的 0.62 亿美元，CAGR 为 51%。
- **复盘 e.l.f. Beauty 成功经验，我们认为主要有以下几点：**（1）e.l.f. Beauty 产品价格亲民且质量过硬，受到 Z 世代消费者的广泛喜爱。（2）e.l.f. 先行拥抱社交媒体，通过 Tik Tok 的“eyeslipsface 舞蹈挑战赛”获得广泛关注，在 Instagram、YouTube、BeReal 运营品牌账号，和目标消费者（Z 世代）建立更多联系等方式提升品牌知名度。（3）和 Z 世代牛仔裤品牌等跨界合作，以实现品牌破圈。
- **e.l.f. 于 2023 年 3 月 31 日退出中国市场，主要原因在于：**（1）近年来国内彩妆新锐品牌层出不穷，进而导致外资彩妆市场份额被挤压。（2）新锐国货品牌通常以“高颜值”的包装或是别具一格的调性来吸引年轻消费者，而外资平价彩妆无论在调性还是在性价比方面均缺乏竞争力。（3）国内新锐彩妆品牌大多采取“短平快”的打法，包括 IP 跨界联名、快速推新、与知名主播深度绑定、进行大量 KOL 投放等，而外资彩妆品牌难以适应本土不断变化的新消费模式。
- **参考 e.l.f. Beauty 海外成功经验，我们认为：**（1）在消费观念变迁的背景下，性价比消费渐成趋势，价格亲民且质量过硬的国货化妆品有望受到消费者追捧。（2）在有新渠道或新商业模式出现的阶段，由于新渠道把握流量增量（或分流已有渠道流量），若有品牌率先布局则有望实现弯道超车，国货新锐品牌把握新渠道、新模式的变化下的机会则有望弯道超车。（3）当前国内美妆产品出口的竞争力持续增强，头部化妆品出海逻辑的可行性有望进一步得以强化，出海有望贡献新增量。
- **投资建议：**当前性价比消费渐成趋势，消费者在选购化妆品时更加注重功效，我们认为新原料、新成分依旧是打造差异化美妆产品、书写营销故事，进而取得优异增速的核心竞争力之一；随着细分赛道走向成熟，建立品牌心智的综合运营能力的重要性也在凸显。建议：（1）关注品牌表现以验证管理层调整/品牌力持续兑现效果：**巨子生物、珀莱雅、贝泰妮**。（2）关注布局平价化妆品的标的：**福瑞达、上美股份**。（3）关注当前已进行出海布局的：**珀莱雅、贝泰妮**。
- **风险因素：**客流&消费力恢复节奏不及预期，研发不及预期，新品表现不及预期，GMV 因统计口径原因可能造成与实际情况存在偏差等。

目录

1、e.l.f. Beauty 业绩高增，股价涨幅亮眼，原因为何？	4
2、e.l.f. Beauty 海外成功经验对国货品牌发展的启示	9
3、投资建议与风险提示	12

表目录

表 1：部分国货及国际美妆品牌价格对比	10
---------------------	----

图目录

图 1：近五年 e.l.f. Beauty 累计收益率为 2634.59%（2019 年 3 月 4 日至 2024 年 3 月 1 日）	4
图 2：2019-2023 前三季度 e.l.f. Beauty 营业收入	4
图 3：2019-2023 前三季度 e.l.f. Beauty 净利润	4
图 4：2019-2023 前三季度公司收入结构（分地区）	5
图 5：2019-2023 前三季度国际市场（地区）增速提升（单位：亿美元）	5
图 6：e.l.f. Beauty 官网热销产品价格	5
图 7：e.l.f. 在 Tik Tok 发起挑战	6
图 8：e.l.f. 在 BeReal、Instagram、YouTube 等平台打造品牌账号	7
图 9：e.l.f. 倾向于合作微型网红	7
图 10：e.l.f. 与网红博主 Jeffrey Star 联动	7
图 11：e.l.f. 与 American Eagle 联名产品	8
图 12：e.l.f. 与 Chipotle Mexican Grill 合作推出产品	8
图 13：花知晓产品包装主打精致梦幻	9
图 14：完美日记、珂拉琪价格带多为 50-100 元	9
图 15：丸美股份线上、线下渠道收入情况	11

1、e. l. f. Beauty 业绩高增，股价涨幅亮眼，原因为何？

e. l. f. Beauty 股价涨幅亮眼。e. l. f. Beauty 成立于 2004 年，是一家兼具平价和质量的美妆公司，拥有彩妆品牌 e. l. f.、清洁美容品牌 W3LL PEOPLE 和生活方式品牌 Keys Soulcare。公司于 2016 年 9 月在纽约证券交易所上市，近五年（自 2019 年 3 月 4 日至 2024 年 3 月 1 日）股价累计上涨 2634.59%，今年以来涨幅高达 50.62%（截至 2024 年 3 月 1 日）。

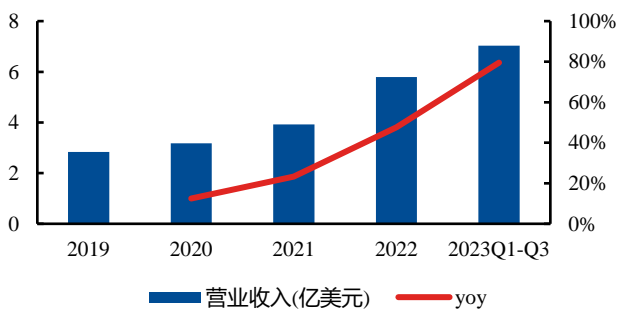
图1：近五年 e. l. f. Beauty 累计收益率为 2634.59%（2019 年 3 月 4 日至 2024 年 3 月 1 日）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

2019–2023 前三季度 e. l. f. Beauty 业绩高速增长，国际市场（地区）贡献新的业绩增长点。公司营收自 2019 年的 2.83 亿美元增长至 2022 年的 5.79 亿美元，CAGR 为 27%；公司净利润自 2019 年的 0.18 亿美元增长至 2022 年的 0.62 亿美元，CAGR 为 51%。从收入结构来看，国际市场（地区）收入占比呈现上升趋势，且增速持续快速提升，成为公司业绩的新增长点。（注：公司的财年起始日期为当年 4 月 1 日，结束日期为次年 3 月 31 日；2023 年三季度报起始日期为当年 9 月 1 日，结束日期为当年 12 月 31 日）

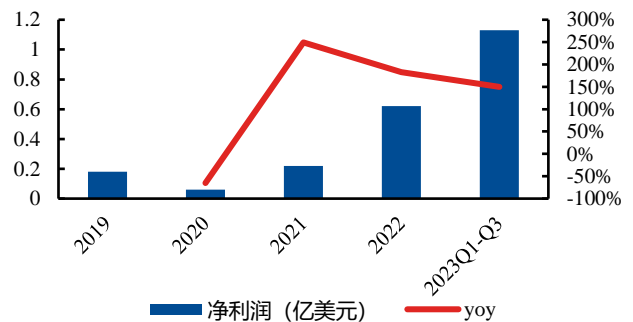
图2：2019–2023 前三季度 e. l. f. Beauty 营业收入



资料来源：wind，信达证券研发中心

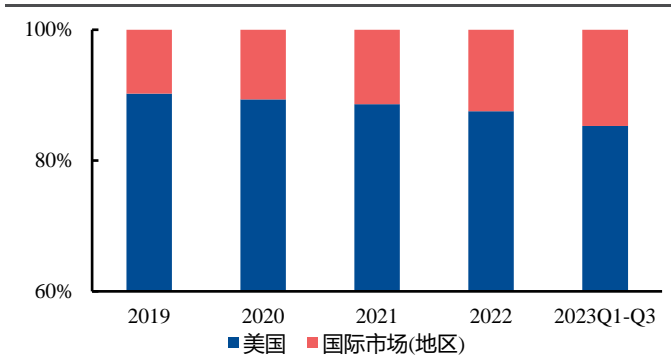
注：公司的财年起始日期为当年 4 月 1 日，结束日期为次年 3 月 31 日；2023 年三季度报起始日期为当年 9 月 1 日，结束日期为当年 12 月 31 日

图3：2019–2023 前三季度 e. l. f. Beauty 净利润



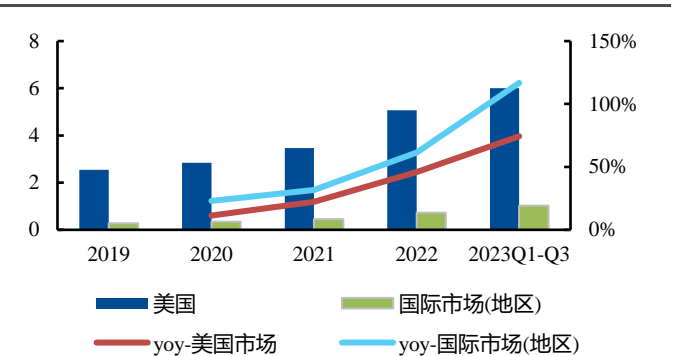
资料来源：wind，信达证券研发中心

注：公司的财年起始日期为当年 4 月 1 日，结束日期为次年 3 月 31 日；2023 年三季度报起始日期为当年 9 月 1 日，结束日期为当年 12 月 31 日

图4：2019-2023 前三季度公司收入结构（分地区）


资料来源：wind，信达证券研发中心

注：公司的财年起始日期为本年4月1日，结束日期为次年3月31日；2023年三季度起始日期为本年9月1日，结束日期为本年12月31日

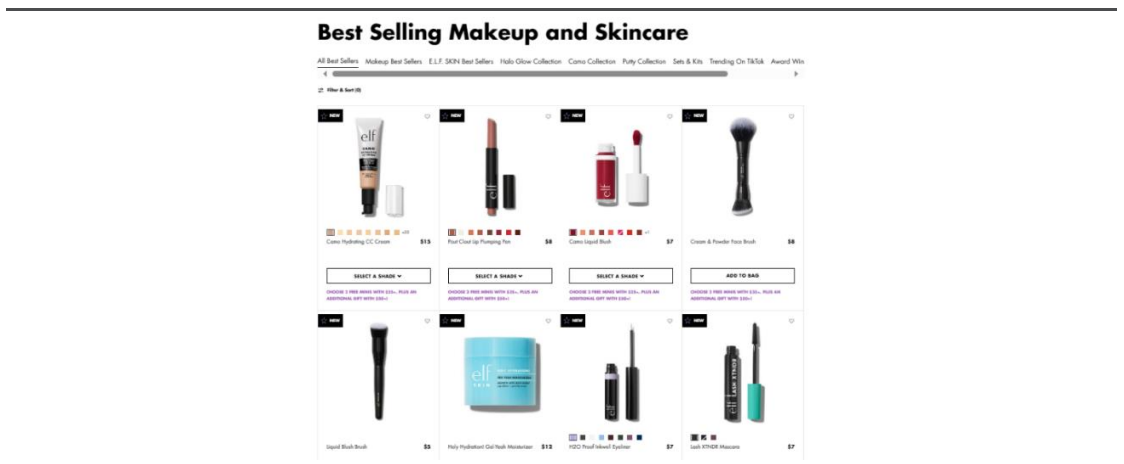
图5：2019-2023 前三季度国际市场(地区)增速提升(单位：亿美元)


资料来源：wind，信达证券研发中心

注：公司的财年起始日期为本年4月1日，结束日期为次年3月31日；2023年三季度起始日期为本年9月1日，结束日期为本年12月31日

1.1、2019 年以来，e. l. f. Beauty 业绩为何能有如此亮眼的表现？

(1) **e. l. f. Beauty 产品价格亲民且质量过硬。**e. l. f. Beauty 定位平价，并严格把控质量，曾推出多个高端彩妆品牌大单品的平替，如 MAC 生姜高光平替、Fenty beauty 修容膏平替、NARS 腮红平替等。根据 e. l. f. Beauty 官网，品牌热销产品售价大多在 5 美元到 20 美元之间，大幅低于同类商品的市场价格。近年来越来越多的 Z 世代消费者已经不愿意为过高的品牌溢价买单，更加追求产品的实用性、是否适合自己、自己的朋友/关注的博主是不是在使用同款。由于 e. l. f. 价格亲民、品控过硬，且主打纯净、零残忍（即不允许含有任何来自动物的成分、不允许做残忍的动物实验），因此受到 Z 世代消费者的广泛喜爱。

图6：e. l. f. Beauty 官网热销产品价格


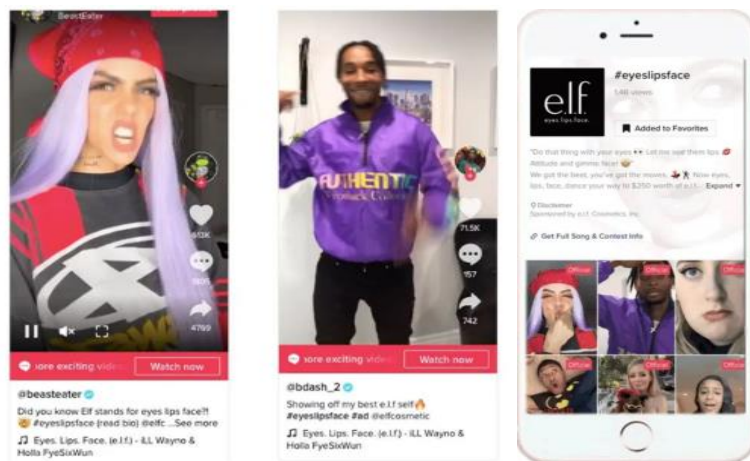
资料来源：e.l.f. Beauty 官网，信达证券研发中心

(2) 先行拥抱社交媒体，以提升品牌知名度和市场份额。2018 年以来线上美妆赛道日渐拥

挤，e.l.f. Beauty 业绩也停滞不前，2018 年 e.l.f. 净销售额同比下降 1%。在低谷时期，公司看到了社交平台的力量，于是关闭所有线下的 e.l.f. 独立门店，集中精力于零售商和品牌的线上 DTC 体验。

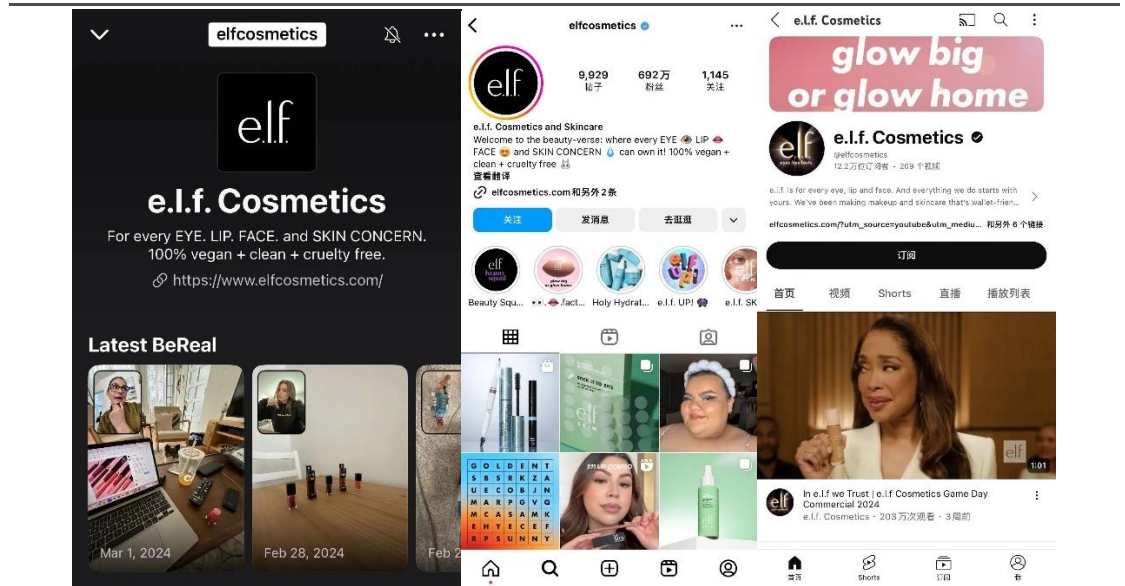
- 通过 Tik Tok “eyeslipsface 舞蹈挑战赛” 实现获得广泛关注。2019 年 Tik Tok 全球下载量已经突破 15 亿次，市场占有率超过了脸书、推特等社交媒体 APP。在 Tik Tok 风靡全球时，e.l.f. 与 Movers+shakers 合作改编 2018 年的热门单曲 “Ice Me Out”，制作出一首改编新曲 “Eyes, Lips, Face”，并以此为 BGM 在 Tik Tok 上发起 “eyeslipsface 舞蹈挑战赛”，设置了 250 美元的化妆品为奖品鼓励用户参与挑战。“eyeslipsface 舞蹈挑战赛” 的视频浏览量超过 70 亿，用户创作视频多达 500 万，吸引了 Lizzo、Ellen 和 Reese Witherspoon 等名人自愿参与，是截至当时 Tik Tok 品牌活动中最多用户生成的视频、最快达到 10 亿次观看的活动。该活动也使得 e.l.f. 在 Tik Tok 的知名度提升，让 e.l.f. 成为年轻人中广泛传播的品牌。

图7：e.l.f. 在 Tik Tok 发起挑战



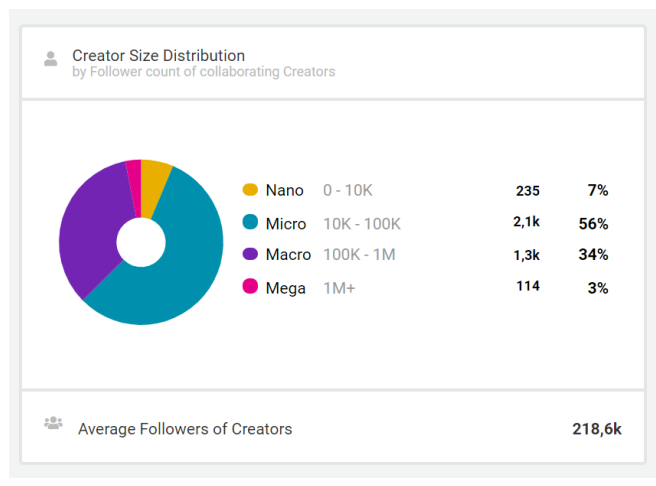
资料来源：Tik Tok，信达证券研发中心

- 在 Instagram、YouTube、BeReal 运营品牌账号，和目标消费者（Z 世代）建立更多联系。在 Tik Tok 平台的营销活动获得成功，为了和目标消费者（Z 世代）建立更多联系，e.l.f. 加大社交平台覆盖力度，开始在 Instagram、YouTube、BeReal 等平台运营品牌账号。以 BeReal 平台为例，BeReal 是一款照片分享应用程序，深受欧美年轻一代的喜爱，用户规模于 2022 年迎来快速增长。e.l.f. 于 2022 年在 BeReal 打造品牌账号，由于 BeReal 平台禁止滤镜，因此 e.l.f. 产品更能呈现出“效果不错”的观感。凭借在 Tik Tok、BeReal 等平台上的先发地位，e.l.f. 快速抓住平台流量密码，收获了新一代年轻消费者的广泛关注。

图8: e.l.f. 在 BeReal、Instagram、YouTube 等平台打造品牌账号


资料来源: BeReal, Instagram, YouTube, 信达证券研发中心

- **合作网红扩大品牌知名度。**e.l.f. 定位平价，因此在网红量级的选择上，品牌方更加关注微型网红（相比于影响力更大的网红，微型网红的粉丝参与度更高）。此外，由于较高性价比，部分顶流博主也为 e.l.f. 做过营销，如以奢华生活吸引眼球的 Jeffrey Star 曾多次测评过 e.l.f. 彩妆，成功将“富人也用平替”的理念在 Tik Tok 传播给“预算不多”的 Z 世代消费群体。

图9: e.l.f. 倾向于合作微型网红


资料来源: 跨境头条, 信达证券研发中心

图10: e.l.f. 与网红博主 Jeffrey Star 联动


资料来源: Youtube: Jeffrey Star 账号, 信达证券研发中心

(3) 跨界合作，以实现品牌破圈。为了更好地聚焦核心消费者（新一代的年轻女性用户），e.l.f. 跳出美妆品牌的传统定位，积极寻求跨界合作的机会，如：与 Z 世代牛仔裤品牌 American Eagle 合作，推出限量版 e.l.f. x American Eagle 系列产品，包括 12 色 Denim

Daze 眼影盘、使用后会从深水洗牛仔蓝色调转变为玫瑰粉色色调的 Perfect pHIT 润唇膏、牛仔蓝色的粘土面膜等；与 Chipotle Mexican Grill 合作推出限量版菜单和彩妆系列；携手 Tik Tok 和游戏媒体平台 Enthusiast Gaming 合作，共同推出了 Tik Tok Gamers Got Talent (Tik Tok 游戏达人大赛)，获胜者将获得 2.5 万美元以及 e. l. f. 的美容产品。

图11: e. l. f. 与 American Eagle 联名产品



资料来源: Morketing Global, 信达证券研发中心

图12: e. l. f. 与 Chipotle Mexican Grill 合作推出产品



资料来源: 聚美丽, 信达证券研发中心

1.2、e. l. f. 于 2023 年 3 月 31 日退出中国市场，原因为何？

e. l. f. 于 2018 年 4 月入驻天猫，进入中国内地市场；于 2023 年 3 月 31 日退出中国市场。性价比高、会讲故事、玩转社交媒体平台是 e. l. f. 畅销海外的秘诀，但在中国市场，e. l. f. 的业绩却不尽如人意，除了受 2020 年以来新冠疫情的影响以外，我们认为还有以下原因：

- **国内彩妆新锐品牌层出不穷，进而导致外资彩妆市场份额被挤压。**2018 年前后，完美日记、花西子、植观等新锐国货化妆品抓住了社交媒体的红利，通过资本、营销、社媒传播迅速破圈；2020 年前后，方里 Funny Elves、INTO YOU、jocoyee 酵色、Colorkey 珂拉琪等品牌借抖音电商流量、直播带货迅速壮大，创下超亿元的 GMV。近年来，受益于供应链能力的成熟，国货美妆品牌不仅能较好地洞察消费者需求，还能根据消费者偏好快速迭代新品。因此在激烈的市场竞争中，国货美妆品牌已逐渐实现弯道超车，从而导致外资彩妆市场份额受到挤压。
- **外资平价彩妆无论在调性还是在性价比方面均缺乏竞争力。**新锐国货品牌通常以“高颜值”的包装或是别具一格的调性来吸引年轻消费者，比如：花知晓产品定位“少女心”，坚持高颜值包装，围绕漫画、二次元和洛丽塔等主题风格，打造了泰迪熊、独角兽、草莓洛可可等多个系列产品；而外资彩妆品牌在包装上通常以简约为主。此外，国货彩妆或更适合中国人肤质，且价格便宜更具性价比，如完美日记、珂拉琪等国货彩妆价格带多为 50-120 元，亦可以作为“大牌平替”。

图13：花知晓产品包装主打精致梦幻


资料来源：“花知晓”小红书官方账号，信达证券研发中心

图14：完美日记、珂拉琪价格带多为 50-100 元


资料来源：完美日记、珂拉琪天猫官方旗舰店，信达证券研发中心

- 外资彩妆品牌难以适应本土不断变化的新消费模式。海外平价网红品牌在中国“水土不服”并不是个例，例如：2023 年露华浓在天猫渠道的官方店铺关闭。在过去几年，国内崛起了一批借助互联网渠道发展起来的新锐彩妆品牌，它们的共同点是大多采取“短平快”的打法，包括 IP 跨界联名、快速推新、与知名主播深度绑定、进行大量 KOL 投放等，同时站在国潮崛起风口，迎合年轻消费群体需求。而外资品牌对中国市场不如国货品牌深入，平价外资彩妆品牌在产品、营销、服务及资金等方面的投入较国货品牌亦有差距，难以在国内激烈的市场竞争环境下脱颖而出。

2、e. l. f. Beauty 海外成功经验对国货品牌发展的启示

2023 年国货化妆品线上市场份额首次超过海外品牌。按照青眼情报发布的数据，2023 年中国化妆品销售规模 7972 亿元，线上规模 4045.9 亿元，其中国货的市场份额达到 50.4%，首次超过海外品牌。2023 年销量 TOP20 美妆品牌，外资占 13 席，国货占 7 席，其中：

- 排名前 5 的国货品牌依次是珀莱雅、薇诺娜、韩束、欧诗漫和自然堂，2023 年 GMV 分别为 75.41 亿元、49.63 亿元、42.28 亿元、38.25 亿元和 34.54 亿元，同比增速分别为 +44.49%、+20.74%、+120.91%、+30.71% 和 -2.57%；
- 排名前 5 的外资品牌是欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛、玉兰油和 SK-II，2023 年 GMV 分别为 108.78 亿元、84.64 亿元、78.90 亿元、61.62 亿元和 60.73 亿元，同比增速为 -0.78%、+6.60%、-9.15%、+33.22% 和 -5.80%。

参考 e. l. f. Beauty 海外成功经验，我们认为：

(1) 性价比消费渐成趋势，价格亲民且质量过硬的国货化妆品有望受到消费者追捧。在 Z 世代消费需求提升、消费观念变迁的背景下，国内消费行业也迎来了深刻的变革，年轻一代消费者的行为模式已从推崇大牌转向理性消费与追求性价比，对于化妆品的选择也从“跟风者”逐步变成“成分党”。当前国货集团持续通过优化成分及功效(比如：在“合成生物学”领域，巨子生物聚焦重组胶原蛋白的研究、华熙生物实现超纯麦角硫因的高强度生产；在“植物提取物”领域，贝泰妮持续开展关于云南植物成分的研究)、降低成本和价格，有效提升了其在消费者心中的口碑。我们认为国货化妆品较好地契合了消费者对于功效及性价比的追求，后续市占率有望实现进一步提升。

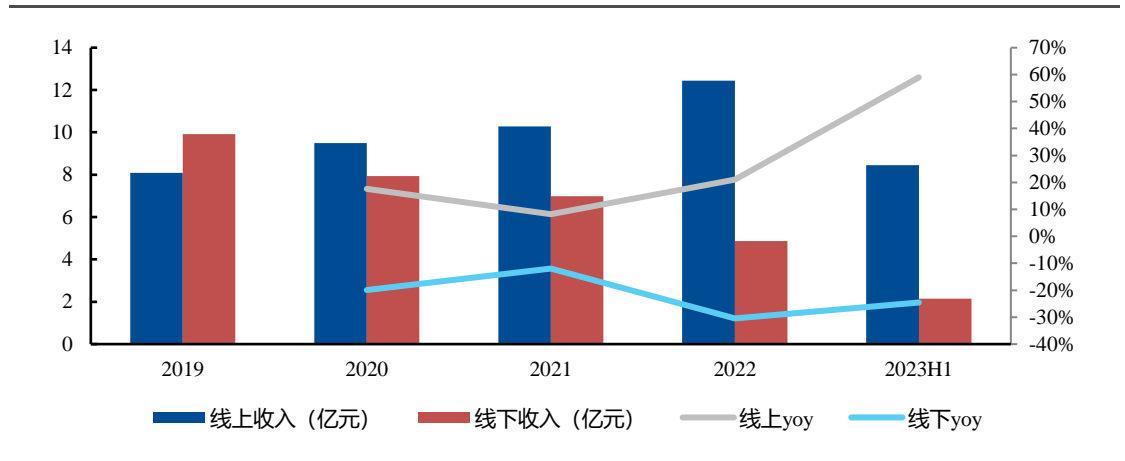
表 1：部分国货及国际美妆品牌价格对比

类型	品牌	产品	价格	单位价格
喷雾	颐莲	玻尿酸补水喷雾2.0	79/400ml	0.20元/ml
	理肤泉	补水滋润舒缓喷雾	196/300ml	0.65元/ml
面霜	珀莱雅	红宝石面霜3.0	289/100ml	2.89元/ml
	科颜氏	高保湿面霜	345/99ml	3.48元/ml
粉底	恋火	蹭不掉粉底液 2.0	138/30ml	4.60元/ml
	NARS	超方瓶 流光美肌粉底液	490/30ml	16.33元/ml
散粉	完美日记	剔透柔雾控油散粉迷你版	49/1.8g	27.22元/g
	兰蔻	持妆丝绒散粉	510/15g	34.00元/g

资料来源：各品牌天猫旗舰店，信达证券研发中心，数据截止时间2024年3月1日

(2) 把握新渠道、新模式的变化下的机会。我们认为在有新渠道或新商业模式出现的阶段，由于新渠道把握流量增量(或分流已有渠道流量)，若有品牌率先布局则有望实现弯道超车：

- **抖音作为美妆品牌的新渠道，2023 年贡献了美妆市场的主要增量。**根据灰豚数据，2023 年抖音美妆 GMV 实现了 53% 的增长，增速远超社零美护增速。以丸美股份为例，2022 年公司开始推进线上转型，并加码抖音渠道的自播以及恋火品牌的营销推广，2023 年上半年公司线上渠道营收 8.45 亿元，收入占比接近 80%，以抖音为主的线上直营渠道同比增长近 120%。

图15：丸美股份线上、线下渠道收入情况


资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

- **抖音“种草”短剧带来的美妆品牌“破圈”机会。**在当前消费者对于更精简、时长更短的内容承载形式逐步青睐的趋势之下，“N分钟看完”一部数十小时剧集的视频已经屡见不鲜。自2023年2月，韩束开始与抖音达人姜十七合作系列短剧，并在剧情中植入韩束“红蛮腰”产品广告并由演员叙述产品的核心优势，向粉丝传递韩束的品牌理念。韩束短剧播放量破亿帮助品牌实现年轻客群“种草”，提升品牌知名度的同时亦带动韩束品牌在抖音渠道的GMV实现优异增长。

(3) 国货化妆品出海有望贡献增量。在国内美妆市场竞争加剧与行业增速放缓的背景下，出海成为了国货品牌寻找增量的热门途径。2023年我国化妆品出口体量已逐成规模，已超过国内市场化妆品规模的6%，且达到接近40%增长。我们认为在国货美妆产品力不断提升，具备较高性价比，叠加品牌熟悉社媒营销策略，亦在国内积累了丰富电商运营经验，美妆产品出口的竞争力持续增强，头部化妆品出海逻辑的可行性有望进一步得以强化。借鉴 e.l.f. 成功经验，我们认为国货品牌出海可以通过：①借力 tiktok 创作热门内容，以扩大声量、实现破圈；②抓住核心用户，深入研究核心用户的消费习惯、消费价值观等多个维度，以占领用户的心智；③关注女性议题，与年轻用户共同成长。

3、投资建议与风险提示

投资建议：当前性价比消费渐成趋势，消费者在选购化妆品时更加注重功效，我们认为新原料、新成分依旧是打造差异化美妆产品、书写营销故事，进而取得优异增速的核心竞争力之一；随着细分赛道走向成熟，建立品牌心智的综合运营能力的重要性也在凸显。建议：（1）关注品牌表现以验证管理层调整/品牌力持续兑现效果：**巨子生物、珀莱雅、贝泰妮**。（2）关注布局平价化妆品的标的：**福瑞达、上美股份**。（3）关注当前已进行出海布局的：**珀莱雅、贝泰妮**。

风险因素：客流&消费力恢复节奏不及预期，研发不及预期，新品表现不及预期，GMV 因统计口径原因可能造成与实际情况存在偏差等。

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。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达证券研究所。主要覆盖化妆品、医美板块。

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