



## 深耕化妆品代工，成长空间广阔

### ——芭薇股份首次覆盖报告

2024年07月30日

- 芭薇股份是我国化妆品代工领域知名企业：**公司成立以来聚焦于化妆品代工行业，产品种类涵盖护肤、面膜、洗护、彩妆等类别；客户已超千家，遍及国内外知名化妆品品牌。公司在研发创新、智能制造、客户服务、市场竞争力等方面形成了自己的核心优势，已成长为国内化妆品代工领域的知名企业。
- 公司收入稳步增长，结构持续优化：**公司近年逐步调整结构，收入中护肤、面膜、洗护等高毛利率的业务占比持续提升。公司持续向护肤产品倾斜，该类产品的近几年保持较快增长，已近整体营收九成。公司营收、毛利率、利润水平稳步提升，2023年公司实现营收4.68亿元，归母净利润0.41亿元，综合毛利率33.19%。
- 毛利持续改善，经营保持稳健：**公司产品结构调整，毛利率持续提升，2021-2023年销售毛利率分别为29.33%/30.47%/33.19%，2024Q1公司毛利率为31.72%，继续稳定在较高水平。公司2021-2023年经营活动产生的现金流量净额分别为429.60万元、9475.10万元、9156.43万元，始终和公司的利润水平较为匹配，公司的经营持续保持稳健水平。
- 护肤品已占化妆品市场半壁江山，但仍有较大成长空间：**我国护肤品行业整体呈增长态势，2023年市场规模为2804.0亿元，同比增长9.3%，行业规模已占到整个化妆品市场的55%。但我国消费者在护肤品领域人均支出占其可支配收入的比重仍处于较低的水平，远低于西方发达国家和文化相近的日本、韩国等亚洲邻国，随着国内护肤品适用人群、消费频次及消费金额的提升，市场增长潜力仍然巨大。
- 化妆品代工行业规模持续扩大，未来集中度有望逐步提高：**随着我国消费者消费能力的提升，化妆品行业迎来高速增长期。化妆品代工有助于品牌企业聚焦优势利润最大化，也迎来了快速发展，过往几年复合增速超过15%。目前我国化妆品代工市场呈现大而分散的特点，平均产值较低，预计未来在多个因素的影响下，国内化妆品代工行业集中度有望逐步提高。
- 投资建议：**公司在研发、制造、客户服务等领域具备核心竞争力，未来有望在化妆品代工行业中扩大市场份额，营收有望实现较快增长；公司利用自身优势，把握行业趋势，营收结构向护肤等高毛利领域集中，预计未来业绩将更加出色。预计公司2024-2026年营收分别为5.51亿元、6.41亿元、7.30亿元，同比分别增长17.57%、16.35%、13.84%，归母净利润分别为0.44亿元、0.51亿元、0.58亿元，同比分别为6.78%、17.08%、12.72%，EPS分别为0.51元/股、0.60元/股、0.68元/股，对应当前股价的PE分别为18.96倍、16.19倍、14.36倍。我们认为公司中长期成长空间仍然广阔，当前PE较低，首次覆盖给予“推荐”的投资评级。
- 风险提示：**宏观经济环境的风险、受下游行业影响较大的风险、市场竞争加剧的风险。

#### 芭薇股份 (837023.BJ)

**推荐 首次评级**

#### 分析师

傅楚雄

☎: 010-8092-7623

✉: fuchuxiong@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515010001

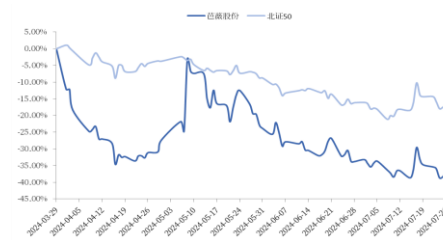
#### 市场数据

2024-07-29

股票代码	837023.BJ
A股收盘价(元)	9.71
上证指数	2886.74
总股本(万股)	8580.00
实际流通A股(万股)	3266.64
流通A股市值(亿元)	3.17

#### 相对北证50表现图

2024-07-29



资料来源: 中国银河证券研究院

#### 相关研究

- 【银河北交所】2024年展望: 政策助力北交所加快发展, 市场有望震荡向上
- 【银河北交所】2024 中期策略\_新质生产力赋能北证, 关注央企投资价值

## 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	468.66	550.99	641.05	729.80
收入增长率%	2.02	17.57	16.35	13.84
归母净利润(百万元)	41.16	43.95	51.45	58.00
利润增速%	8.20	6.78	17.08	12.72
毛利率%	33.19	33.50	33.87	34.14
摊薄 EPS(元)	0.48	0.51	0.60	0.68
PE	20.24	18.96	16.19	14.36
PB	2.55	2.14	1.99	1.84
PS	1.59	1.49	1.28	1.13

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 目录

### Catalog

一、 公司是国内美妆代工知名企业.....	4
(一) 公司专注美妆代工，客户遍及国内外知名品牌.....	4
(二) 公司实控人具备较丰富的研发及市场拓展经验.....	4
(三) 公司收入稳步增长，护肤产品已成主要来源.....	5
二、 公司收入持续增长，结构逐渐优化.....	6
(一) 24Q1 公司营收、利润继续保持较快增长.....	6
(二) 公司营收向高毛利业务倾斜，盈利能力逐步提升.....	6
三、 我国化妆品市场稳定增长，护肤品已占半壁江山.....	7
(一) 我国化妆品市场持续保持稳定增长.....	7
(二) 护肤品已占我国化妆品市场半壁江山，但行业长期发展空间仍广阔.....	8
(三) 化妆品代工行业规模持续扩大，未来集中度有望逐步提高.....	8
四、 盈利预测和投资评级.....	10
五、 风险提示.....	11

# 一、公司是国内美妆代工知名企业

## (一) 公司专注美妆代工，客户遍及国内外知名品牌

芭薇股份自创立起一直专注于从事化妆品的研发、生产、检测及销售，产品涉及领域包含护肤类、面膜类、洗护类、彩妆类等，与行业内众多知名化妆品牌企业达成了合作关系。通过多年的行业积累和市场开拓，公司在研发创新、智能制造、客户服务、市场竞争力等方面形成了自己的核心优势，已成长为国内化妆品制造领域的知名企业。

图1：公司的合作对象包含国内外美妆品牌

		因为靠谱 所以信任 <b>芭薇服务</b> 国际国内知名品牌					
		因为靠谱 所以信任 <b>芭薇服务</b> 国际国内知名品牌					

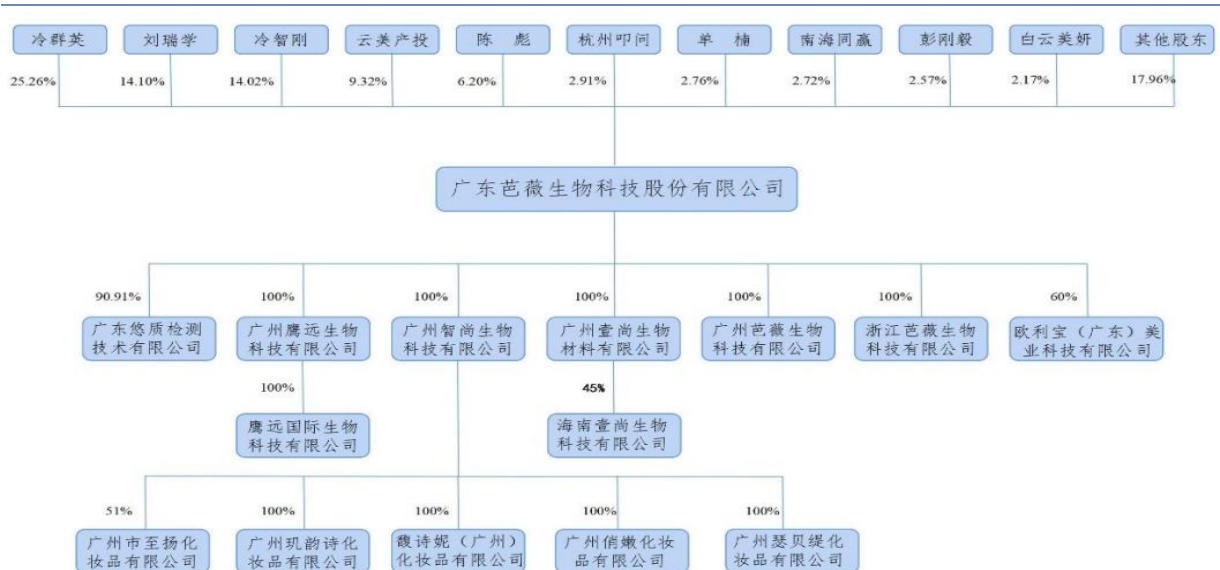
资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

目前公司主营业务为化妆品的研发、生产、销售及检测，产品种类丰富，涵盖护肤、面膜、洗护、彩妆等类别。公司产品销售覆盖国内外市场，累计为 1000 多个化妆品品牌提供产品及服务，与联合利华（包含：多芬、力士、凡士林等品牌）、仁和匠心、HBN、SKINTIFIC、丸美、凌博士、纽西之谜、谷雨、红之等国内外知名化妆品品牌商建立了较为稳定的业务合作关系。

## (二) 公司实控人具备较丰富的研发及市场拓展经验

公司是一家民营企业，实际控制人为董事长兼总经理冷群英、董事刘瑞学夫妇，合计持有公司 39.36% 的股份，并通过一致行动协议合计控制公司 60.11% 的股份。两人长期在化妆品制造研发、销售领域工作，其丰富的经验将给公司经营和决策带来帮助。

图2：公司实控人是冷群英和刘瑞学



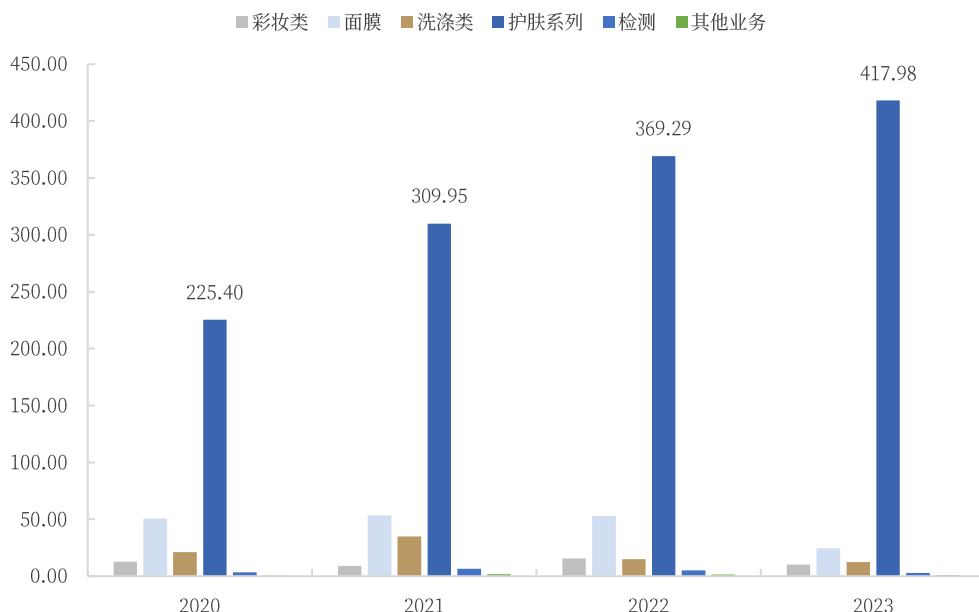
资料来源：公司招股书，中国银河证券研究院

### (三) 公司收入稳步增长，护肤产品已成主要来源

公司生产的产品主要包括护肤类、面膜类、洗护类、彩妆类四大类别，此外，公司通过子公司悠质检测开展化妆品检测业务。整体来看，近几年公司收入稳步增长；护肤类产品增长迅速，目前已经成为公司收入主要来源。

公司 2023 年实现主营业务收入 4.68 亿元，结构持续向高毛利产品倾斜。其中，主要产品大类护肤品产品销量占总收入 89.19%，金额上年同期增长 13.19%，毛利率持续提升；面膜类产品和洗护类产品销售收入较上年有一定下降，毛利率基本稳定；毛利率较低的彩妆类产品销售收入较上年同期下降 35.32%。

图3：2020-2023 年公司主要产品和服务营业收入（单位：百万元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

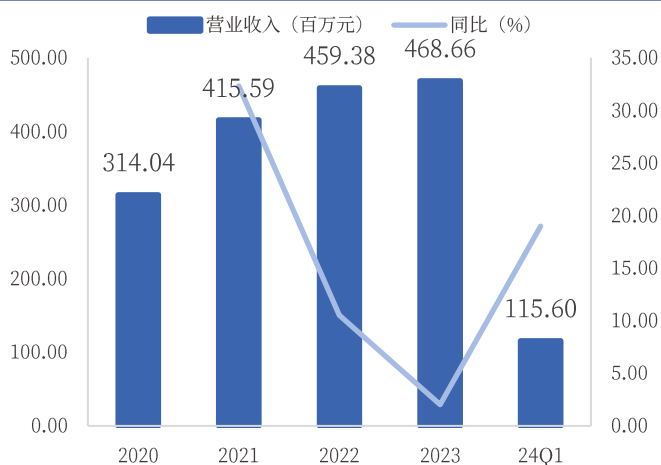
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

## 二、公司收入持续增长，结构逐渐优化

### (一) 24Q1 公司营收、利润继续保持较快增长

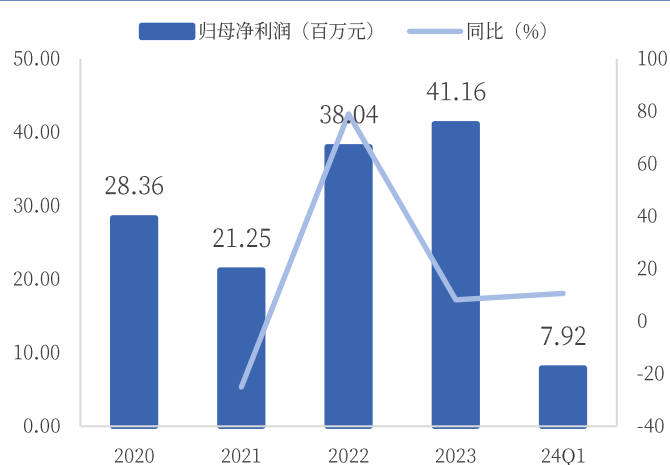
公司加强与客户合作，在行业增长放缓之时仍然取得较快增长。公司 2021-2023 年分别实现营业收入 4.16 亿元/4.59 亿元/4.69 亿元，同比增长依次为 32.34%/10.54%/2.02%，2020 年起营业收入的复合增速 14.28%。公司 2021-2023 年实现归母净利润 0.21 亿元/0.38 亿元/0.41 亿元，同比增长依次为 -25.06%/79.00%/8.20%，三年归母净利润的年复合增速 13.22%。2024 年一季度公司实现营业收入 1.16 亿元，同比增长 19.00%；实现归母净利润 0.08 亿元，同比增长 10.58%，在行业增速放缓的同时，公司业绩仍然保持了较快的增长。

图4：公司收入规模及增速变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图5：公司归母净利润及增速变化

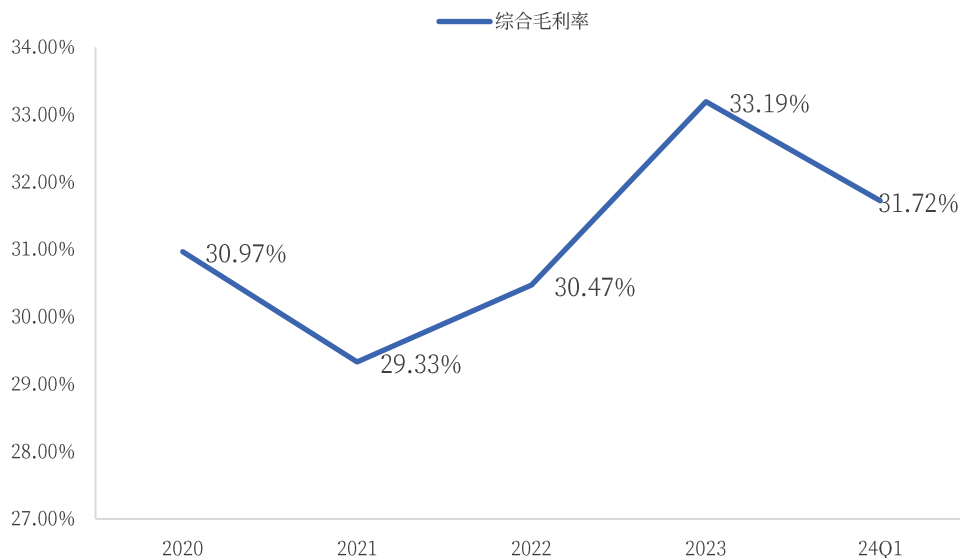


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

### (二) 公司营收向高毛利业务倾斜，盈利能力逐步提升

公司近年来收入逐渐向高毛利的护肤、面膜板块倾斜，综合毛利率呈现稳中有升态势。公司在 2020-2023 年的销售毛利率分别为 30.97%、29.33%、30.47%和 33.19%。2024 年第一季度，公司毛利率为 31.72%。

图6: 公司综合毛利率稳步提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

公司 2020-2023 年经营活动产生的现金流量净额分别为 5322.88 万元、429.60 万元、9475.10 万元、9156.43 万元, 和公司利润水平较为匹配, 公司经营始终保持较为稳健的水平。

### 三、我国化妆品市场稳定增长, 护肤品已占半壁江山

#### (一) 我国化妆品市场持续保持稳定增长

据数据显示, 自 2015 年来, 我国化妆品市场持续保持 5% 以上的增长。截止到 2023 年, 我国化妆品行业市场规模为 5169.0 亿元, 同比增长 6.4%, 预计到 2025 年有望增至 5791.0 亿元。在国民可支配收入不断提升以及审美意识、悦己意识增强等因素驱动下, 预计我国化妆品消费持续攀升, 未来中国化妆品行业市场将会迎来更多的创新和突破。

图7: 我国化妆品市场近 10 年持续保持稳定增长



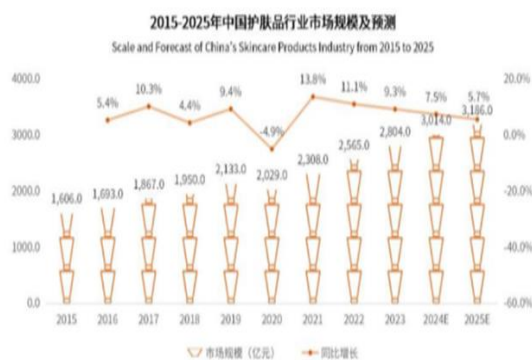
资料来源: 艾媒咨询, 公司公告, 中国银河证券研究院

## （二）护肤品已占我国化妆品市场半壁江山，但行业长期发展空间仍广阔

据艾媒咨询数据显示，中国护肤品行业整体呈增长态势，2023年市场规模为2804.0亿元，同比增长9.3%。近十年来随着护肤品品牌对消费市场持续投入和普及，消费者的肌肤护理意识日益增强，护肤品消费理念得到更新，促进了护肤品行业的健康发展。目前，护肤品行业规模已占到整个化妆品市场的55%。

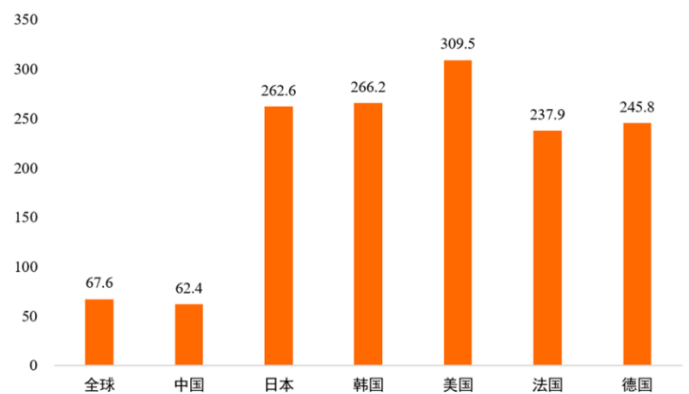
我国消费者在护肤品领域人均支出占其可支配收入的比重仍处于较低的水平。与发达国家相比，我国人均护肤品消费不仅远低于美国、德国等护肤品市场较为成熟的欧美发达国家，也远低于日本、韩国等亚洲邻国。据Euromonitor数据，2021年我国美妆及个护人均消费支出为62.4美元，日、韩消费者同为亚洲肤质，人均美妆及个护类消费支出分别是262.6美元和266.2美元，是我国人均的4倍以上。总体看来，护肤品行业还有较大提升空间，随着国内化妆品适用人群、消费频次、消费金额的提升，市场增长潜力巨大。

图8：我国护肤品市场持续较快增长



资料来源：艾媒咨询，公司公告，中国银河证券研究院

图9：我国人均护肤支出低于日韩，有较大提升空间（单位：美元）



资料来源：Euromonitor，公司公告，中国银河证券研究院

## （三）化妆品代工行业规模持续扩大，未来集中度有望逐步提高

随着我国消费者消费能力的提升，化妆品行业迎来高速增长期，与此同时，近年来社交媒体对化妆品赛道的助力、年轻消费者对国货品牌认可度的提升均使得我国化妆品品牌赛道参与者不断增加，化妆品市场不断涌现出新兴化妆品牌。新兴化妆品牌商若选择自建工厂生产将不得不承担庞大的资金投入，但若选择代工厂生产，品牌方可以将有限的精力集中在其具有比较优势的环节，包括品牌建设、渠道营销等方面，助力品牌方实现利润最大化，由此带来化妆品代工行业市场规模的扩大。

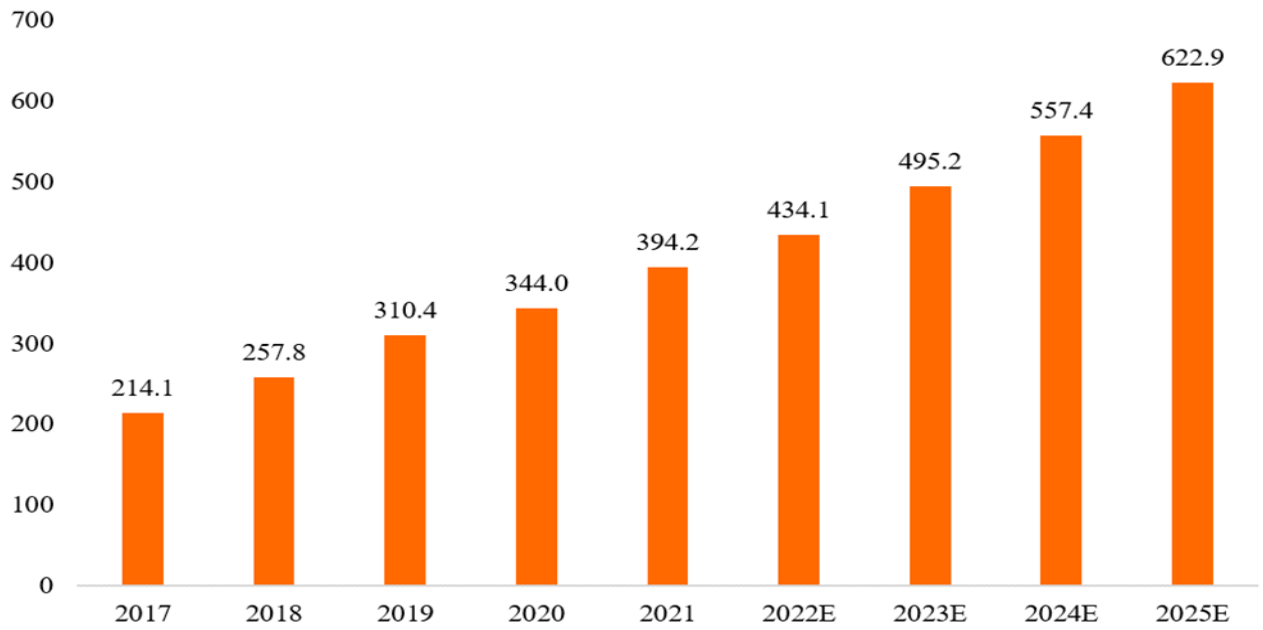
根据灼识咨询统计数据，2017-2021年我国化妆品代工行业规模由214.1亿元增长至394.2亿元，年均复合增长率为16.49%。未来，随着新兴化妆品牌产品放量，品牌商需要依托化妆品代工厂生产线进行大规模快速生产，以满足消费者的需求，这将拉动我国化妆品代工行业市场规模的扩大。灼识咨询预计，2022-2025年我国化妆品代工行业规模有望从434.1亿元增长至622.9亿元，实现12.79%的年均复合增长率，行业发展空间广阔。

目前我国化妆品代工市场呈现大而分散的特点。根据药监局数据，2022年化妆品代工生产企业已达5512家，平均产值处于较低水平。随着化妆品代工市场竞争日趋激烈，部分生产配置条件较低、管理流程不够规范、研发落后的中小企业将被迫出局或走向规范化。在外部经济不稳定、原材料价格波动的环境下，以低价竞争为核心的中小代工企业抗风险能力逐渐变弱。目前，国内化妆品代工企业研发投入及研发专利增速明显，部分化妆品代工企业研发投入已高于化妆品品牌商。新零售时代下，新锐品牌商自建工厂及研发体系的投入较大，且本身品牌认知度不高，急需规模大、口碑好、技术储备雄厚的代工企业为其品牌产品背书。在多个因素的影响下，国内化妆品代工行业



集中度有望进一步提高。

图10: 我国化妆品代工市场近年持续保持快速增长 (单位: 亿元)



资料来源: 灼识咨询, 公司招股书, 中国银河证券研究院

## 四、盈利预测和投资评级

公司主营业务可分为护肤类、面膜类、洗护类、彩妆类四大产品和化妆品检测业务。目前，护肤类产品已成为公司的主要营收来源，2023 年营收占比为 89.20%。我国化妆品代工市场持续保持较快增长，公司积极把握行业趋势，产品持续向高毛利产品线转移。随着募投项目的落地，公司有望进一步提升市场占有率，实现公司整体营收、利润规模的持续较快增长。

1) 护肤产品：公司收入的主要来源，毛利率持续提升。我们预计我国护肤产品将持续保证稳步增长，公司募投项目将使公司在规模持续较快增长的化妆品代工行业中市占率持续提升，我们预测 2024-2026 年该类产品的营业收入分别为 5.02、5.92、6.81 亿元，增长率分别为 20%、18%、15%。

2) 面膜产品：预计该产品毛利率将保持稳定，尽管市场仍在扩张，但该细分领域面临的一定的竞争，预计该产品未来几年营收保持稳定增长，预测 2024-2026 年的营收分别为 0.26、0.27、0.28 亿元，增长率分别为 5%、5%、5%。

3) 洗护产品：预计在该类产品面临着激烈的市场竞争，未来几年营收小幅萎缩。预测 2024-2026 年的营收分别为 0.12、0.11、0.11 亿元，增长率分别为-5%、-5%、-5%。

4) 检测业务：预计这三产品及业务收入水平基本保持稳定。

5) 彩妆产品：彩妆类产品近几年毛利率水平大幅下降，我们预计公该类型产品占比将逐步下降。我们预测 2024-2026 年检测业务的营业收入分别为 0.09、0.08、0.07 亿元。

表1: 分业务预测 (百万元)

产品名称	项目	2023	2024E	2025E	2026E
护肤系列	营业收入	417.98	501.58	591.87	680.64
	YOY	13.19%	20.00%	18.00%	15.00%
面膜产品	营业收入	24.44	25.67	26.95	28.30
	YOY	-53.89%	5.00%	5.00%	5.00%
洗护产品	营业收入	12.49	11.86	11.27	10.71
	YOY	-16.66%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
彩妆产品	营业收入	10.08	9.07	8.17	7.35
	YOY	-35.32%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
检测服务	营业收入	2.80	2.80	2.80	2.80
	YOY	-44.70%	0.00%	0.00%	0.00%
营业收入合计		468.66	550.99	641.05	729.80
YOY		2.02 %	17.57%	16.35%	13.84%
归母净利润合计		41.16	43.95	51.45	58.00
YOY		8.20%	6.78%	17.08%	12.72 %
EPS (元)		0.48	0.51	0.60	0.68
PE (倍)		20.24	18.96	16.19	14.36

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

预计公司 2024-2026 年营收分别为 5.51 亿元、6.41 亿元、7.30 亿元，同比分别增长 17.57%、16.35%、13.84%，归母净利润分别为 0.44 亿元、0.51 亿元、0.58 亿元，同比分别为 6.78%、17.08%、12.72%，EPS 分别为 0.51 元/股、0.60 元/股、0.68 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 18.96 倍、16.19 倍、14.36 倍。我们认为公司中长期成长空间仍然广阔，当前 PE 较低，首次覆盖给予“推荐”的投资评级。

## 五、风险提示

---

宏观经济环境的风险、受下游行业影响较大的风险、市场竞争加剧的风险。

## 图表目录

图 1: 公司的合作对象包含国内外美妆品牌 .....	4
图 2: 公司实控人是冷群英和刘瑞学 .....	5
图 3: 2020-2023 年公司主要产品和服务营业收入 (单位: 亿元) .....	5
图 4: 公司收入规模及增速变化 .....	6
图 5: 公司归母净利润及增速变化 .....	6
图 6: 公司综合毛利率稳步提升 .....	7
图 7: 我国化妆品市场近 10 年持续保持稳定增长 .....	7
图 8: 我国护肤品市场持续较快增长 .....	8
图 9: 我国人均护肤支出远低于欧美和日韩, 提升空间巨大 .....	8
图 10: 我国化妆品代工市场近年持续保持快速增长 (单位: 亿元) .....	9
表 1: 分业务预测 (百万元) .....	10

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	209.87	253.37	282.95	317.51
现金	30.00	52.49	60.21	72.32
应收账款	58.89	72.17	85.05	97.51
其它应收款	4.63	5.51	6.41	7.30
预付账款	1.99	2.38	2.76	3.12
存货	51.51	48.98	47.68	47.42
其他	62.84	71.84	80.84	89.84
非流动资产	453.31	546.06	673.89	839.49
长期投资	3.69	4.69	5.69	6.69
固定资产	307.80	430.43	560.44	722.05
无形资产	35.12	35.02	35.22	35.72
其他	106.71	75.92	72.54	75.03
资产总计	663.18	799.43	956.84	1157.01
流动负债	200.45	254.99	331.98	417.86
短期借款	10.01	30.01	70.01	120.01
应付账款	88.24	106.87	127.18	146.86
其他	102.20	118.11	134.80	151.00
非流动负债	132.54	152.03	202.03	282.03
长期借款	105.24	125.24	175.24	255.24
其他	27.31	26.79	26.79	26.79
负债合计	332.99	407.02	534.01	699.89
少数股东权益	2.98	3.34	3.75	4.22
归属母公司股东权益	327.21	389.08	419.08	452.90
负债和股东权益	663.18	799.43	956.84	1157.01

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	91.56	104.28	125.53	148.42
净利润	41.49	44.30	51.87	58.47
折旧摊销	24.95	35.04	44.61	57.65
财务费用	3.97	7.20	10.21	15.33
投资损失	-1.18	-1.10	-1.28	-1.46
营运资金变动	15.87	10.87	10.89	9.74
其它	6.47	7.96	9.24	8.69
投资活动现金流	-97.41	-131.54	-176.16	-226.80
资本支出	-45.31	-122.43	-168.79	-219.56
长期投资	-4.20	-8.00	-8.00	-8.00
其他	-47.90	-1.11	0.63	0.76
筹资活动现金流	-42.46	49.75	58.34	90.49
短期借款	0.00	20.00	40.00	50.00
长期借款	-3.51	20.00	50.00	80.00
其他	-38.94	9.75	-31.66	-39.51
现金净增加额	-48.20	22.49	7.71	12.11

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	468.66	550.99	641.05	729.80
营业成本	313.10	366.40	423.92	480.62
营业税金及附加	5.33	6.34	7.69	9.12
营业费用	38.85	45.73	53.53	61.30
管理费用	36.42	42.98	50.00	56.92
财务费用	3.83	7.16	10.13	15.24
资产减值损失	-6.62	-7.00	-6.55	-5.78
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.18	1.10	1.28	1.46
营业利润	44.48	47.64	55.77	62.87
营业外收入	0.30	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.29	0.00	0.00	0.00
利润总额	44.50	47.64	55.77	62.87
所得税	3.01	3.33	3.90	4.40
净利润	41.49	44.30	51.87	58.47
少数股东损益	0.33	0.35	0.41	0.47
归属母公司净利润	41.16	43.95	51.45	58.00
EBITDA	68.16	89.84	110.51	135.76
EPS(元)	0.48	0.51	0.60	0.68

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入增速	2.02%	17.57%	16.35%	13.84%
营业利润增速	12.86%	7.09%	17.08%	12.72%
归属母公司净利润增	8.20%	6.78%	17.08%	12.72%
毛利率	33.19%	33.50%	33.87%	34.14%
净利率	8.78%	7.98%	8.03%	7.95%
ROE	12.58%	11.30%	12.28%	12.81%
ROIC	9.30%	8.78%	8.75%	8.40%
资产负债率	50.21%	50.91%	55.81%	60.49%
净负债比率	35.84%	34.46%	51.44%	73.37%
流动比率	1.05	0.99	0.85	0.76
速动比率	0.74	0.74	0.65	0.59
总资产周转率	0.73	0.75	0.73	0.69
应收账款周转率	8.43	8.41	8.16	8.00
应付账款周转率	3.69	3.76	3.62	3.51
每股收益	0.48	0.51	0.60	0.68
每股经营现金	1.07	1.22	1.46	1.73
每股净资产	3.81	4.53	4.88	5.28
P/E	20.24	18.96	16.19	14.36
P/B	2.55	2.14	1.99	1.84
EV/EBITDA	13.54	10.78	9.51	8.61
P/S	1.59	1.49	1.28	1.13

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

傅楚雄 北交所分析师。金融学硕士，浙江大学工学学士。2014年加入银河证券研究院，2014年-2016年新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师团队成员。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn