



商贸零售

优于大市（维持）

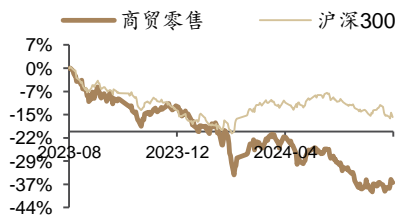
证券分析师

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



资料来源：聚源数据，德邦研究所

相关研究

- 《——美妆&零售板块周报 0729-招股书拆解-颖通控股：中国最大的香水品牌管理公司》，2024.7.29
- 《——美妆&零售板块周报 0722-Q3 海外零售步入旺季，亚马逊会员日销售同增 11%》，2024.7.22
- 《华致酒行 (300755.SZ)：首次发布特别分红，重视股东回报》，2024.7.12
- 《青木科技 (301110.SZ) 24H1 业绩预告点评：业绩延续高增长，AI 赋能和品牌管理带来广阔空间》，2024.7.11
- 《结构性分化，布局中报寻找 α——美妆&零售板块 Q2 总结及 Q3 策略》，2024.7.4

欧莱雅财报解读，看美妆四大趋势

——美妆&零售板块周报 0803

投资要点：

- 欧莱雅集团近期发布 Q2 业绩，24H1 营收 221.2 亿欧元/+7.5%，净利润为 36.59 亿欧元/+8.8%，同时结合近期总结的抖音 7 月美妆数据，我们得出四大趋势：
- 趋势一：功效护肤仍维持双位数增长、全部门领先。欧莱雅集团数据显示，24H1 皮肤科学美容事业部销售额为 37.93 亿欧元/+16.4%，领先于大众化妆品+8.9%/专业美发产品+5.7%/高档化妆品+2.3%，在发达市场、新兴市场以及北亚市场都取得两位数的速度增长，在中国市场通过铂研胶原针及适乐肤新品取得较高增长。
- 趋势二：高档化妆品中香水品类相对活跃。虽高档化妆品受到中国内地及旅游市场影响，24H1 营收额增速低于其他部门，但香水品类较为活跃。圣罗兰等品牌多采取授权许可模式，计划 25 年推出 Miu Miu 香水，同时收购的品牌 Aesop 将继续扩张。
- 趋势三：中国市场消费低迷、景气度弱于全球。欧莱雅 24H1 财报显示，欧洲营收 72.83 亿欧元/+11.1%，北美 57.99 亿欧元/+7.8%，北亚为 54.75 亿欧元/-1.7%，SAPMENA-SSA 为 18.84 亿欧元/+15.2%，拉丁美洲为 16.80 亿欧元/+14.2%。中国大陆市场消费较为低迷，同时由于中国市场的平淡表现，欧莱雅集团 CEO 将今年美容市场预期从 5% 下调至 4.5%-5%。我们认为中国市场内需偏弱，但呈现结构性变化，化妆品类社零数据 1-6 月为 2168 亿、同比增速为 1%、落后于社零总额的 3.7%，但龙头公司表现亮眼，珀莱雅、可复美、韩束等品牌在电商渠道高增长。
- 趋势四：抖音 7 月淡季不淡，品牌分化明显。抖音平台放弃低价竞争，转为 GMV 增长，7 月淡季不淡，龙头延续高增长趋势，国货龙头整体表现优于海外品牌。我们认为单 7 月数据波动较大，考虑 23 年 8 月的高基数，龙头公司 8 月占 23Q3 比例达 40%-50%，我们引入达成率指标测算（计算公式：24 年 7 月 GMV / (23 年 7+8 月 GMV)），润本股份、巨子生物达成率均超过 50%，上美股份、珀莱雅达成率为 40%-50%、核心品牌 7 月高增长。
- 本周回顾：重点公司公告：1) 老铺黄金：24H1 净利润 5.5-6.0 亿，同增 180%-205%，新增门店 6 家、扩容门店 1 家；2) 水羊股份：24H1 营收 22.9 亿/+0.1%，归母净利润 1.06 亿/-25.7%，高营销费用影响；3) 丸美股份：董事长及实控人孙怀庆拟减持不超过 3% 股权；4) 江苏吴中：投资丽徠科技，布局再生水光 PDRN “婴儿针”，产品已进入临床，有望成为首个获批上市的三类械产品；5) 上海家化：副总经理叶伟敏辞职；6) 科笛：CU-30101（局部外用利多卡因丁卡因乳膏剂）药品上市许可申请获得国家药品监督管理局受理。行业新闻方面：1) 亚马逊 2024Q2 总营收 1479.8 亿美元/+10.1%，净利润 134.9 亿美元/+99.8%，美国经济衰退影响，同时 Temu、SHEIN 等出海四小龙竞争。
- 投资建议：我们在 2024 年 7 月 4 日外发的行业季度报告《结构性分化，布局中报寻找 α——美妆&零售板块 Q2 总结及 Q3 策略》中提到，二季度社零低预期+地产恢复弱+茅台批价下跌，消费板块风偏下降，消费板块跑输大盘，但仍存在结构性行情，化妆品超额收益明显、龙头公司 618 延续高增长，出海板块持续回升，自下而上选股龙头超额收益突出。我们预估 Q3 宏观消费仍旧偏弱，且三季度多个板块均为淡季，预估板块 β 超额收益较弱，且 7-8 月逐步迎来中报兑现期，把握绩优公司的个股性机会。（1）短期视角：1) 时代天使：儿童型产品及下沉市场渠道覆盖深耕中国市场，海外通过产品性价比+医生服务+及时交付有望抢占市场份额，预估高成长潜力。2) 润本股份：中报超预期，逐步迎来婴童护理旺季，新品陆续上新+抖音高增催化。3) 江苏吴中：童颜针放量增长，布局胶原蛋白、玻尿酸等多款产品。（2）长期视角：1) 巨子生物：明星单品增量明显，化妆品平台型逻辑逐步兑现，储备多款胶原注射产品，我们预计 24 年净利润对应 19.2X PE。2) 名创优品：

预估国内同店逐步恢复,海外展店顺利推进,24年wind一致预期对应的估值13.4X PE,建议重点关注。**3) 乖宝宠物:**宠物食品龙头企业,产品研发、渠道运营、多品牌打造领先,激励计划提振信心。**4) 赛维时代:**半年报归母同增52%-65%、板块景气度高,Q3开始进入海外零售旺季。

- **风险提示:** 终端需求疲软;行业竞争加剧;客流回暖低于预期;经销商管理风险

行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资上期	评级本期
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
2367.HK	巨子生物	1.41	1.84	2.36	25.07	19.21	14.98	买入	维持
603605.SH	珀莱雅	3.01	3.81	4.75	28.79	22.75	18.25	买入	维持
603193.SH	润本股份	0.56	0.72	0.9	32.41	25.21	20.17	增持	维持
300896.SZ	爱美客	8.59	8.03	10.33	27.94	21.38	16.62	买入	维持
832982.BJ	锦波生物	4.41	5.46	7.63	38.19	30.84	22.07	买入	维持
600200.SH	江苏吴中	-0.1	0.18	0.32	-	50.94	28.66	增持	维持
6699.HK	时代天使	0.32	0.43	1.04	164.06	122.09	50.48	买入	维持
6181.HK	老铺黄金	2.52	4.72	5.89	29.73	15.87	12.72	买入	维持
600612.SH	老凤祥	4.23	4.92	5.61	11.84	10.19	8.94	买入	维持

资料来源:wind、各公司公告、德邦研究所;注:老凤祥采用wind一致预期,其余来自于德邦研究所预测;爱美客23年送股调整;采用0.9169港币兑人民币汇率,采用2024年8月2日收盘价

1. 投资观点：布局 8 月中报业绩

出海板块——政策加码，高景气度延续：跨境电商方面：Q3 开始进入海外零售旺季，部分公司已经披露中报预告，财务表现持续验证跨境电商板块景气度，看好跨境电商行业长期发展空间，行业逐渐进入合规化、品牌化的高质量发展阶段，建议关注赛维时代/致欧科技/安克创新等龙头标的。**新零售方面：**名创优品 24Q1 业绩高增长，其中海外市场收入 yoy+52.6%，海外门店数量+19.7%、同店销售+21%，侧面验证海外扩张高景气度，泡泡玛特预告中报收入同比增速不低于 55%，净利润增长不低于 90%，建议关注名创优品/泡泡玛特海外门店扩张情况、小商品城出口情况。

医美——关注 24H2 同比改善及新品获批：Q2 高基数下同增略有压力，且高端可选消费受宏观环境影响，再生、胶原多新品推出，市场加剧竞争。天气炎热+出行影响，Q3 虽为淡季、但在同期低基数下增速有望环比改善，24Q4 医美旺季下的边际改善效应或更为明显，且 24H2-25 年龙头公司储备多款新品，龙头公司回调至估值低位，建议长期配置爱美客/锦波生物，短期关注江苏吴中及时代天使中报业绩。

黄金珠宝——金价重新进入上升通道，迎来动销及开店旺季：Q2 金价快速上涨，影响加盟商拿货意愿及终端消费，5 月金银珠宝社零消费同比下降 11%，但 6 月下滑 3.7%、金价趋稳后环比略有改善。Q3/Q4 为珠宝加盟补货与终端消费旺季，预计下半年金价企稳后黄金消费量有望走向回暖，品牌拓店或于下半年集中推进，经过 Q2 股价回调后，公司已处于低估值阶段，高分红板块在长期具备配置性价比，关注老凤祥/菜百股份/老铺黄金。

化妆品——618 大促或有虹吸，关注达播合作及上新节奏：618 大促前置，天猫止跌回升，抖音竞争加剧，在弱需求的情况下格局分化进一步显现，品牌分化明显，珀莱雅多平台表现出高双位数增长，抖音同比翻倍；彩棠天猫 GMV 同增 80%+；可复美、可丽金、韩束、恋火全平台高增。Q3 化妆品行业进入淡季，我们预估 618 大促的虹吸效应显著，建议关注抖音超品日和新品推介的结构性价行情，长期仍然看好国货龙头抢占市场份额，推荐巨子生物/珀莱雅/上美股份/润本股份，关注华熙生物/贝泰妮拐点性机会。

传统零售板块——新模式探索，提质增效：在外部承压环境下，部分传统零售企业积极求变，开展新模式探索和精细化运营。(1) 重庆百货：积极探索超市新业态“社区折扣店”，目前已经开出 2 家门店，计划年内试点 20 余家。(2) 家家悦：加快培育新型业态，23 年新开悦记零食店 56 家，好惠星折扣店 7 家。(3) 永辉超市、步步高：积极学习胖东来模式，门店调改持续推进。建议关注：1) 传统主业稳健，新模式探索提上日程的区域零售龙头重庆百货、家家悦；2) 持续跟踪永辉超市、步步高调改情况。

宠物板块——618 大促验证国货替代逻辑持续：星图数据显示，618 大促期间天猫+京东宠物食品类目 GMV 为 55 亿、同增 10%、领先其他类目，乖宝宠物在 618 期间两品牌总计全网销售超 4.7 亿/+40%，麦富迪继续全平台领跑，弗列加特全网销售额超 1 亿/+230%；佩蒂股份业绩预告上半年归母净利润 0.9-1.0 亿，同增 311%-358%；依依股份预告上半年归母净利润 0.91-0.98 亿，同增 102%-118%。看好板块持续高增长，且国货产品凭借性价比实现替代，重点推荐乖宝宠物，3 年股权激励计划及超额业绩分成实现核心人员强绑定，关注中宠股份/佩蒂股份等。

表 1：核心公司盈利预测及估值

板块	标的	营收					归母净利润					24 年 PE
		2023A	2024E	2025E	2026E	CAGR	2023A	2024E	2025E	2026E	CAGR	
医美	爱美客	28.69	39.55	52.99	67.30	32.9%	18.58	24.28	31.23	38.54	27.5%	21.38
	锦波生物	7.80	11.78	16.26	20.67	38.4%	3.00	4.83	6.75	8.72	42.7%	30.84
	江苏吴中	22.40	27.54	32.76	39.71	21.0%	-0.72	1.25	2.24	3.66	-	52.25
	昊海生科	26.54	32.41	38.24	43.33	17.7%	4.16	4.98	6.27	7.55	22.0%	28.43
	时代天使	14.76	17.29	20.64	24.62	18.6%	0.53	0.72	1.76	2.78	73.2%	113.16
化妆品	珀莱雅	89.05	110.61	134.63	159.21	21.4%	11.94	15.10	18.83	22.74	24.0%	22.77
	巨子生物	35.26	48.83	62.76	77.67	30.1%	14.52	18.94	24.22	30.10	27.5%	19.12
	上美股份	42.13	71.84	91.09	108.32	37.0%	4.61	9.00	9.81	12.40	39.1%	14.00
	贝泰妮	55.22	70.19	79.90	89.23	17.3%	7.57	11.09	13.68	16.11	28.6%	18.02
	华熙生物	60.76	65.60	77.93	88.04	13.2%	5.93	8.65	11.24	13.23	30.7%	34.44
	润本股份	10.33	13.43	16.65	19.82	24.3%	2.26	2.90	3.64	4.38	24.7%	25.32
	丸美股份*	22.26	29.07	36.44	43.60	25.1%	2.59	3.80	4.80	5.85	31.2%	23.54
	水羊股份	44.93	51.22	58.89	66.55	14.0%	2.94	3.80	4.68	5.48	23.0%	12.28
	福瑞达	45.79	41.84	49.60	56.69	7.4%	3.03	3.73	5.08	6.21	27.0%	17.42
	老凤祥*	714.36	804.76	901.96	997.71	11.8%	22.14	14.92	16.98	18.93	-5.1%	17.57
黄金珠宝	菜百股份*	165.52	202.95	233.15	264.15	16.9%	7.07	8.23	9.34	10.43	13.8%	10.51
	中国黄金*	563.64	663.60	755.28	834.32	14.0%	9.73	12.01	14.09	16.18	18.5%	12.32
	潮宏基*	59.00	70.12	82.62	95.44	17.4%	3.33	4.20	5.00	5.81	20.3%	9.19
	周大生	162.90	196.25	228.99	259.52	16.8%	13.16	15.32	17.23	19.30	13.6%	8.31
零售板块	周大福*	950.17	1090.00	1025.42	1103.28	5.1%	53.84	64.99	73.04	80.49	14.3%	9.40
	名创优品*	114.73	173.24	211.48	252.35	30.0%	17.69	26.18	32.54	39.66	30.9%	13.42
	泡泡玛特*	63.45	87.82	109.49	131.75	27.6%	10.82	16.83	21.73	26.66	35.1%	28.51
	赛维时代*	65.18	85.12	103.23	119.45	22.4%	3.32	4.56	5.90	7.50	31.2%	19.55
	致欧科技	60.74	75.95	94.64	117.99	24.8%	4.13	4.98	6.11	7.38	21.4%	15.22
	东方甄选*	45.11	61.80	73.78	64.49	12.6%	9.71	6.90	5.62	6.18	-14.0%	16.22
	安克创新*	175.07	209.47	243.72	284.21	17.5%	16.15	19.13	22.69	26.47	17.9%	14.43
	华凯易佰*	65.18	85.12	103.23	119.45	22.4%	3.32	4.49	5.54	6.51	25.1%	9.80
	小商品城*	113.00	141.66	162.91	194.96	19.9%	26.76	28.77	32.63	40.42	14.7%	14.60
	重庆百货*	189.85	196.25	204.62	211.88	3.7%	13.15	14.02	15.29	16.63	8.2%	5.96
宠物	乖宝宠物	43.27	53.13	64.48	77.44	21.4%	4.29	5.59	7.00	8.75	26.8%	31.14
	中宠股份*	37.47	43.86	50.93	58.04	15.7%	2.33	2.87	3.51	4.25	22.2%	19.12

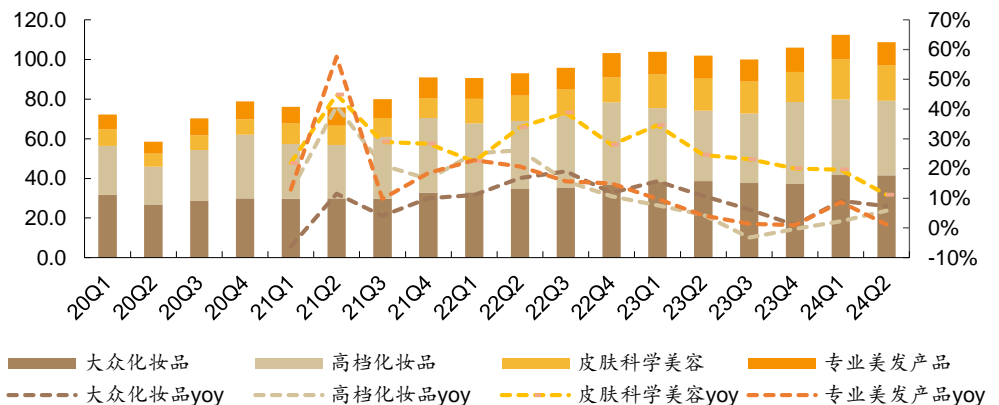
资料来源：wind、各公司公告、德邦研究所；注：标记“*”来自于wind一致预测，其余来自德邦研究所预测，单位为：亿人民币，采用2024年8月2日收盘价

2. 解读欧莱雅财报及抖音数据，看美妆四大趋势

趋势一：功效护肤仍维持双位数增长、全部门领先。欧莱雅集团数据显示，24H1 皮肤科学美容事业部销售额为 37.93 亿欧元/+16.4%，大众化妆品事业部为 83.22 亿欧元/+8.9%、专业美发产品事业部为 24.27 亿欧元/+5.7%、高档化妆品事业部为 75.79 亿欧元/+2.3%。皮肤科学美容事业部在发达市场、新兴市场以及北亚市场都取得两位数的速度增长。其中在中国大陆地区保持高速增长：1) 3 月修丽可推出铂研胶原针，为首个三类医疗器械产品，布局医美领域；2) 适乐肤 6 月联手屈臣氏开发 Derma Center，发布了一款专门面向中国市场的积雪草洁面产品。理肤泉仍然是该部门的头号增长贡献者；薇姿凭借护发系列保持了两位数的增长速度；Skinbetter Science 成为美国发展最快的医用护肤品牌之一。

趋势二：高档化妆品中香水品类相对活跃。虽高档化妆品受到中国内地及旅游市场影响，24H1 营收额增速低于其他部门，但香水品类相对活跃。圣罗兰、华伦天奴、Prada 以及 Azzaro 等品牌的香水线多采取授权许可模式，今年 2 月宣布与 Miu Miu 签署全球独家授权许可证协议，首批 Miu Miu 香水产品预计将于 2025 年问世；同时，去年收购的澳洲品牌 Aesop 伊索将继续扩张计划。我们认为香水赛道具有高端化、品牌化特点，海外品牌占据主导地位，中国市场仍大有可为，欧莱雅投资闻献、雅诗兰黛投资 Melt Season，资本相继布局，消费者对品质化追求预估赛道将延续高景气度。

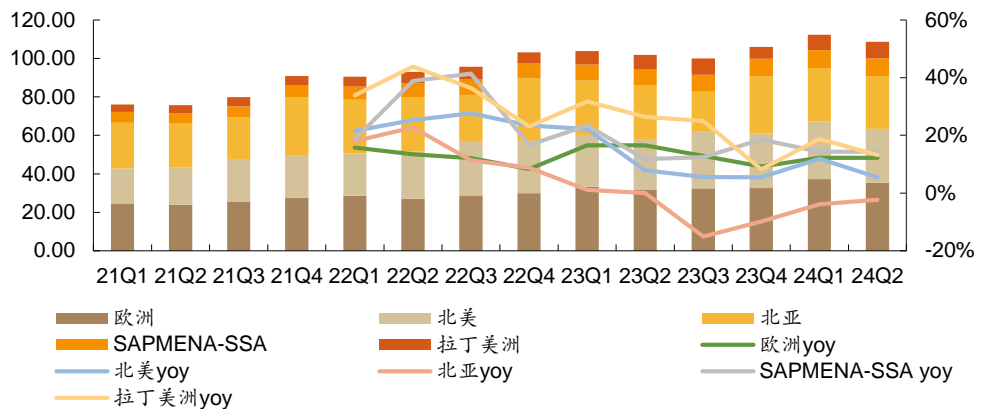
图 1：欧莱雅集团-分事业部-季度数据（亿欧元，%）



资料来源：彭博、欧莱雅公司公告、德邦研究所

趋势三：中国市场消费低迷、景气度弱于全球。欧莱雅 24H1 财报显示，欧洲营收 72.83 亿欧元/+11.1%，北美 57.99 亿欧元/+7.8%，北亚为 54.75 亿欧元/-1.7%，SAPMENA-SSA 为 18.84 亿欧元/+15.2%，拉丁美洲为 16.80 亿欧元/+14.2%。中国大陆市场消费较为低迷，同时由于中国市场的平淡表现，欧莱雅集团 CEO 将今年美容市场预期从 5% 下调至 4.5%-5%。我们认为中国市场内需偏弱，但呈现结构性变化，化妆品类社零数据 1-6 月为 2168 亿、同比增速为 1%、落后于社零总额的 3.7%，但龙头公司表现亮眼，珀莱雅、可复美、韩束等品牌在电商渠道高增长。

图 2：欧莱雅集团-分地区-季度数据（亿欧元，%）



资料来源：彭博、欧莱雅公司公告、德邦研究所

趋势四：抖音 7 月淡季不淡，品牌分化明显。

抖音行业趋势：1) 平台放弃低价竞争，转为 GMV 增长；2) 虹吸效应和节奏错期，7 月同比增速相比 618 略降；3) 达成率角度：龙头>非龙头，国货头部>外资品牌。

我们认为需结合 7-8 月数据来看：1) 大促后存在虹吸，单月同比波动较大；2) 23 年 8 月抖音超品日、情人节活动等热度较高，单 8 月 GMV 为 7 月的 2-3 倍、珀莱雅/可复美/韩束 8 月占 23Q3 比例达 40%-50%，今年或存在投放节奏错期影响，因而以达成率更具参考性。（达成率计算公式：24 年 7 月 GMV / (23 年 7+8 月 GMV)）

- 润本股份：抖音 7 月同增 37%、达成率 88%
- 巨子生物：可复美焦点面霜单 sku 位列前 top5，7 月双品牌同增 75%、达成率 50%
- 上美股份：韩束 23 年 8 月突破式放量，24 年 7 月 GMV 为 2.99 亿 /+113%，达成率 49%
- 珀莱雅：高基数下延续高增长，集团+44%，珀莱雅+42%/彩棠+88%/悦芙媞-13%，达成率 44%
- 其他品牌达成率：敷尔佳 75%、贝泰妮 51%、丸美股份 50%、福瑞达 39%、水羊股份 39%；华熙生物 19%、上海家化 18%，转型拐点尚不明显

表 2：抖音渠道化妆品 7 月 GMV 及同比增速（百万元，%）

公司	品牌	GMV(百万)				同比				24 年 7 月/23 年 7-8 月
		2024Q1	24-04	24 年 5-6 月	24-07	2024Q1	24-04	24 年 5-6 月	24-07	
国内上市公司										
珀莱雅	珀莱雅	802	153	732	110	87%	18%	89%	42%	41%
	彩棠	193	34	104	52	57%	8%	9%	88%	60%
	悦芙媞	69	13	40	16	78%	-9%	-40%	-13%	34%
	汇总	1064	200	875	177	80%	14%	59%	44%	44%
巨子生物	可复美	319	87	397	61	120%	95%	92%	74%	49%
	可丽金	36	14	51	5	235%	275%	311%	79%	63%

	汇总	355	101	448	67	128%	109%	104%	75%	50%
上美股份	韩束	2051	394	1149	299	540%	165%	120%	113%	49%
贝泰妮	薇诺娜	213	66	195	77	51%	45%	0%	-22%	51%
华熙生物	润百颜	62	12	106	12	-16%	-32%	3%	-40%	30%
	夸迪	81	6	20	6	-9%	-72%	-72%	-79%	9%
	米蓓尔	46	12	44	7	65%	17%	-24%	-46%	17%
	肌活	27	7	19	6	-70%	-69%	-71%	-63%	32%
	汇总	216	37	190	31	-24%	-48%	-37%	-60%	19%
福瑞达	颐莲	77	20	53	27	9%	-26%	-22%	-28%	34%
	瑗尔博士	174	51	106	45	47%	27%	-8%	-10%	43%
	汇总	251	71	159	71	33%	6%	-13%	-18%	39%
丸美股份	丸美	254	82	172	49	34%	61%	3%	-4%	42%
	恋火	190	48	135	56	68%	33%	24%	25%	59%
	汇总	444	130	307	105	47%	49%	11%	10%	50%
上海家化	佰草集	11	4	29	2	31%	-20%	342%	94%	42%
	玉泽	31	10	26	6	43%	-48%	-52%	-72%	15%
	汇总	43	15	55	8	40%	-42%	-9%	-64%	18%
水羊股份	御泥坊	20	6	11	3	-43%	-43%	-15%	-43%	23%
	伊菲丹	148	20	133	22	68%	82%	64%	60%	61%
	大水滴	36	9	16	5	-16%	-27%	-19%	-66%	15%
	小迷糊	13	5	15	6	203%	436%	271%	43%	46%
	汇总	216	40	175	35	28%	16%	48%	-3%	39%
敷尔佳	敷尔佳	117	38	147	78	102%	98%	66%	104%	75%
润本股份	润本	61	65	140	34	26%	95%	47%	37%	88%
国际知名品牌										
欧莱雅	欧莱雅	785	265	736	109	53%	-20%	35%	14%	32%
	兰蔻	475	124	521	94	23%	85%	26%	-2%	37%
	赫莲娜	390	95	679	59	47%	92%	21%	7%	27%
	修丽可	208	18	176	58	478%	41%	138%	422%	84%
	汇总	2856	703	2807	502	64%	23%	30%	13%	34%
雅诗兰黛	雅诗兰黛	665	135	474	111	86%	76%	-2%	102%	60%
	海蓝之谜	468	97	431	81	79%	28%	-10%	46%	33%
	汇总	1383	309	1159	278	76%	49%	2%	82%	51%
宝洁	OLAY	274	92	316	66	5%	15%	21%	-19%	39%
	SK-II	55	54	291	67	-84%	-6%	-22%	48%	29%
	汇总	329	146	607	133	-46%	6%	-5%	5%	33%
资生堂	资生堂	191	24	137	23	177%	-7%	-7%	-14%	43%
娇韵诗	娇韵诗	173	33	242	20	57%	4%	34%	20%	35%

资料来源:飞瓜数据、德邦研究所;

注:人工统计或存在一定误差,采用区间中值测算

3. 风险提示

终端需求疲软：消费复苏不及预期将降低人均支出，需求疲软或导致行业量价下行。

行业竞争加剧：行业过度竞争损伤企业盈利能力与生产经营积极性，收入利润增速或受下行影响。

客流回暖低于预期：线下消费场景客流不及预期直接导致医美、酒店、餐饮、出行链及珠宝零售消费客群缩减，对企业收入增长产生不利影响。

经销商管理风险：珠宝企业加盟体系庞大，渠道管控不及预期或导致盈利能力下行。

信息披露

分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。