

百亚股份 (003006.SZ)

买入 (首次评级)

个护龙头加速成长，品牌势能释放

投资要点:

► 个护龙头 2023 年以来增长提速，业绩加速兑现

2023 年公司在中高端卫生巾产品升级、全渠道协同积累的势能加速释放，全年营收同比+33%，归母净利润同比+27.2%。1H24 公司成长继续提速，营收同比+61%，归母净利润同比+36.4%。近年来公司益生菌、敏感肌等中高端产品带来的结构优化显著拉动毛利率提升，同时销售费用率增加，2023 年以来净利率维持在 10%-11%左右。

► 电商及外省势能强劲，向全国性品牌进化

我国卫生巾零售线上化率已升至约 30%，从竞争格局变化看，疫情后百亚市场份额实现快速提升，但全渠道份额仍约 2%，持续成长空间仍存。公司实施“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的发展策略。

①线上积极进攻：2019 年-2023 年公司电商渠道营收 CAGR 达 61%，1H24 电商渠道营收同比+176%，当前电商占比约 43%，与经销体量相当。②线下精耕与扩张并重：据招股书，2019 年左右公司在川渝地区和云贵陕地区的市场占有率分别约 20%、10%。近年公司在“精耕”下，持续推进产品和渠道结构优化，自由点在核心五省的市场占有率仍在持续提升。2023 年公司加快外围省份市场拓展节奏，重点锁定广东、湖南、河北等省份作为重点区域，借助优势渠道电商积累的品牌声量，向全国性品牌进化。

► 产品优结构、扩客群，聚焦健康、实用提升附加值

卫生巾作为刚需产品，产品结构升级是行业发展的主要驱动，2018 年-2023 年我国卫生巾零售均价 CAGR 约 4%，重健康、重功能成为产品升级趋势。公司 2023-1H24 大健康系列产品收入占卫生巾比重分别达 26%、42%，带动单价、毛利率显著提升。公司产品升级聚焦健康性、实用性的痛点，扩大中高端客群覆盖。健康性方面，据自由点天猫旗舰店，重点推广的益生菌及敏感肌系列产品的零售片单价均在 1 元以上，部分产品接近 2 元。实用性方面，公司亦推出“日用裤”、“久坐 360”等针对差旅、久坐等场景量身定制的实用日用卫生巾，通过产品创新解决消费者痛点。

► 盈利预测与投资建议

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 3.2 亿元、4.0 亿元、5.0 亿元，增速分别为 36.0%、22.5%、26.2%，目前公司股价对应 24 年、25 年 PE 为 32X、26X，高于可比公司平均值。考虑到公司在预期 25-26 年保持 20-25%增长下估值相对合理，且公司个护品牌成长性显著高于可比公司，享有一定成长溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

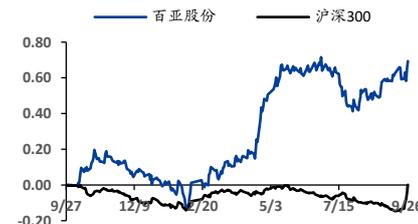
► 风险提示

市场竞争日益加剧的风险、原材料价格波动的风险、营销网络拓展的风险

基本数据

日期	2024-09-27
收盘价:	24.29 元
总股本/流通股本(百万股)	429.32/428.65
流通 A 股市值(百万元)	10,411.82
每股净资产(元)	3.12
资产负债率(%)	27.98
一年内最高/最低价(元)	25.78/11.80

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 李宏鹏(S0210524050017)
 lhp30568@hfzq.com.cn
 分析师: 李含稚(S0210524060005)
 lh30597@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,612	2,144	3,137	3,925	4,791
增长率	10%	33%	46%	25%	22%
净利润(百万元)	187	238	324	395	497
增长率	-18%	27%	36%	22%	26%
EPS(元/股)	0.44	0.55	0.75	0.92	1.16
市盈率(P/E)	55.7	43.8	32.2	26.4	21.0
市净率(P/B)	8.1	7.5	7.1	6.2	5.3

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



正文目录

1	个护品牌成长性突出，1H24 业绩靓丽.....	3
2	电商及外省势能强劲，向全国性品牌进化.....	3
3	产品向高价值迭代，优结构、扩客群.....	5
4	盈利预测与投资建议.....	6
4.1	盈利预测.....	6
4.2	投资建议.....	8
5	风险提示.....	9

图表目录

图表 1:	公司营业收入及同比增速.....	3
图表 2:	公司归母净利润及同比增速.....	3
图表 3:	公司毛利率、净利率.....	3
图表 4:	公司期间费用率.....	3
图表 5:	中国卫生巾零售渠道结构.....	4
图表 6:	中国卫生巾行业格局变化趋势.....	4
图表 7:	公司营收分渠道结构.....	5
图表 8:	公司线下渠道分地区结构.....	5
图表 9:	中国卫生巾零售规模及增速.....	5
图表 10:	中国卫生巾行业零售均价持续提升.....	5
图表 11:	公司分产品营收结构.....	6
图表 12:	公司产品销售量及均价同比增速.....	6
图表 13:	公司主要产品系列示意图.....	6
图表 14:	业绩拆分预测表.....	7
图表 15:	可比公司估值表.....	8
图表 16:	财务预测摘要.....	10



1 个护品牌成长性突出，1H24 业绩靓丽

2023 年以来公司增长提速，成长性加速兑现。2016-2023 年公司营收 CAGR 约 16%，归母净利润 CAGR 约 19%。2023 年公司在中高端产品升级、全渠道协同积累的势能加速释放，成长提速，全年实现营收 21.4 亿元同比+33%，归母净利润 2.4 亿元同比+27.2%。1H24 公司加速成长，产品结构继续向中高端优化，电商与外围省份放量高增、核心省份快速增长，公司营收同比+61%，归母净利润同比+36.4%。

产品结构优化拉动毛利率提升，费用投入支持快速增长。2020 年以来公司毛利率自 42.7%提升至 1H24 的 54.4%，益生菌、敏感肌等中高端产品带来的结构优化显著拉动毛利率增长。同时，为支持产品营销、渠道增长，公司销售费用率自 2020 年的 17.7%提升至 1H24 的 35.3%。公司归母净利率 2023 年以来维持在 10%-11%左右，毛利率增长大部分抵消了销售费用率的增长。

图表1：公司营业收入及同比增速



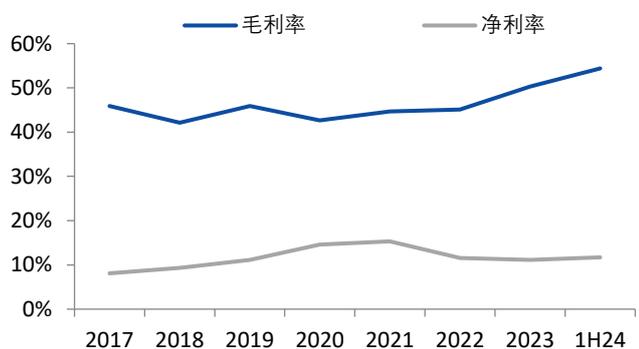
数据来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

图表2：公司归母净利润及同比增速



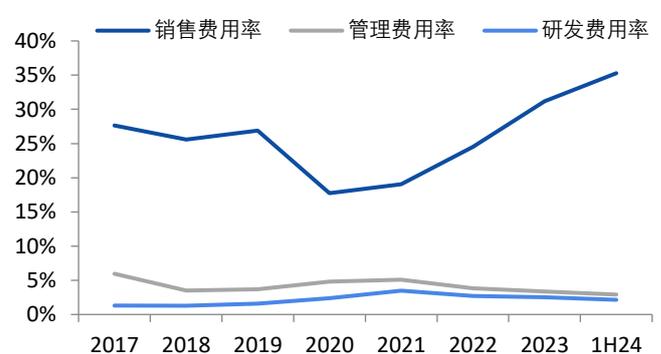
数据来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

图表3：公司毛利率、净利率



数据来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

图表4：公司期间费用率



数据来源：iFind，公司公告，华福证券研究所

2 电商及外省势能强劲，向全国性品牌进化

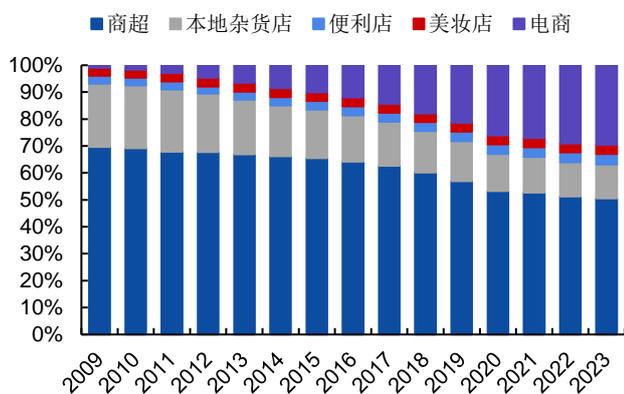
我国卫生巾零售线上化率提升，助推品牌弯道超车。据欧睿，2015 年至 2023 年我国卫生巾销售线上化率自 10%提升至 29.5%，商超、本地杂货渠道占比有所下降，



便利店、美妆店渠道占比稳中有增。截止 2023 年商超、本地杂货店、便利店、美妆店、电商渠道占比分别为 50.5%、12.6%、3.9%、3.4%、29.5%。

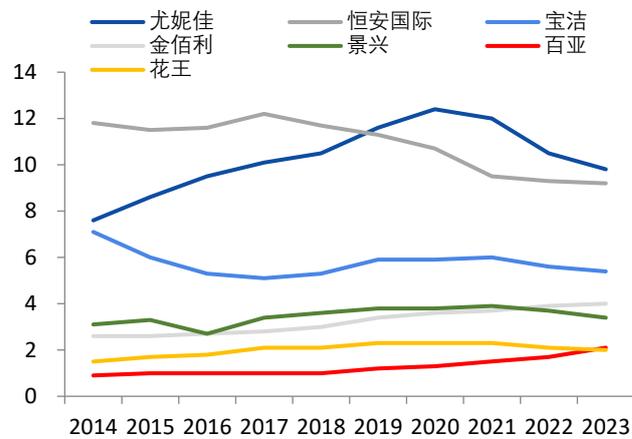
近年来，消费者的消费习惯、消费观念、购物方式和交流方式的转变带来了零售业态的变革，消费品零售线上线下融合趋势愈加明显。品牌依托线上渠道扩大品牌声量、销量，协同品牌升级与线下销售，渠道结构的变迁为卫生巾品牌提供了弯道超车的机遇。从卫生巾公司的竞争格局变化看，特别是在电商渠道快速扩容的疫情后，传统龙头如尤妮佳、恒安国际、宝洁全渠道市场份额有所下滑，而百亚凭借电商强劲的表现份额实现了快速提升。

图表5: 中国卫生巾零售渠道结构



数据来源: 欧睿, 华福证券研究所

图表6: 中国卫生巾行业格局变化趋势

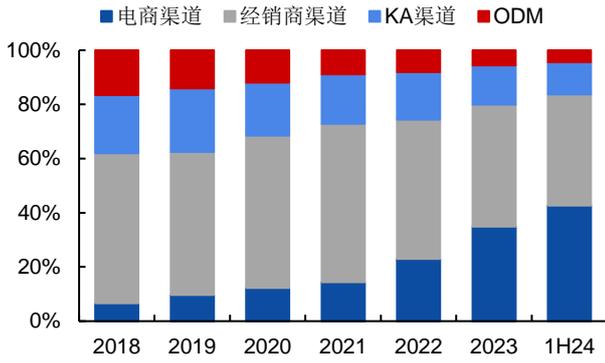


数据来源: 欧睿, 华福证券研究所

积极把握线上化红利，电商成长突出。为顺应市场变化，公司实施“川渝市场精耕、国内有序拓展、电商建设并举”的营销策略，在深化线下业务布局的同时，加大了线上和新兴渠道业务投入，并推动线上线下业务融合，电商渠道增长明显，公司自由点卫生巾销售额连续多月在抖音平台卫生巾品牌排名第一。2019年-2023年公司电商渠道营收 CAGR 达 61%，1H24 公司电商渠道营收同比+176%，截止 1H24 公司电商占比达约 43%，与经销商渠道的体量相当。

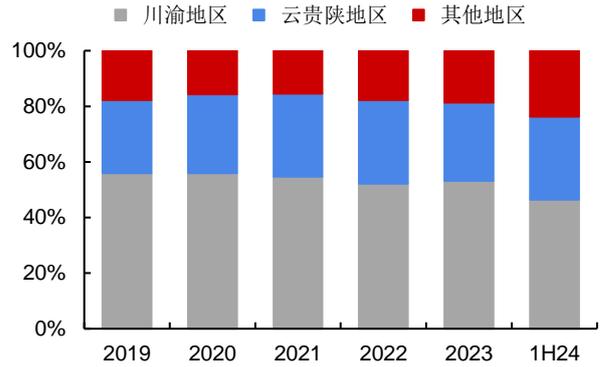
精耕核心五省市场，向全国性品牌进化。据公司招股书，2019 年左右公司在川渝地区和云贵陕地区的市场占有率分别为 20%和 10%左右，近年来公司在“精耕核心市场”战略下，持续推进产品和渠道结构优化，自由点在核心五省的市场占有率仍在持续提升。2023 年公司加快外围省份市场拓展节奏，重点锁定广东、湖南、河北等省份作为重点区域，在 2019-2023 年间其他地区营收 CAGR 约 11%，2023 年、1H24 其他地区营收同比增长提速至 21%、66%。

图表7: 公司营收分渠道结构



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表8: 公司线下渠道分地区结构



数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

3 产品向高价值迭代, 优结构、扩客群

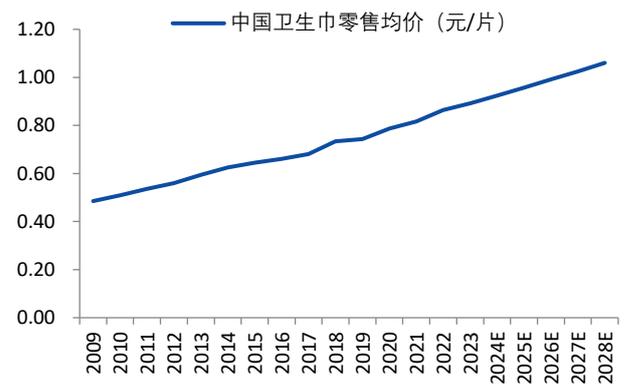
女性消费者需求迭代, 助推产品价值升级。卫生巾消费具有高频次、高粘性的特征, 目前, 我国卫生巾市场的渗透率较高, 产品结构升级是卫生巾行业发展的主要驱动力之一。作为刚需产品, 随着我国女性消费者对健康和舒适需求的提高, 消费者不仅注重产品的品质、功能和用户体验, 还更关注产品的安全性和健康性。据欧睿, 2018年-2023年我国卫生巾零售均价 CAGR 约 4%, 预计未来行业均价也将保持 3%以上的增长, 拉动我国卫生巾零售规模持续扩大。

图表9: 中国卫生巾零售规模及增速



数据来源: 欧睿, 华福证券研究所

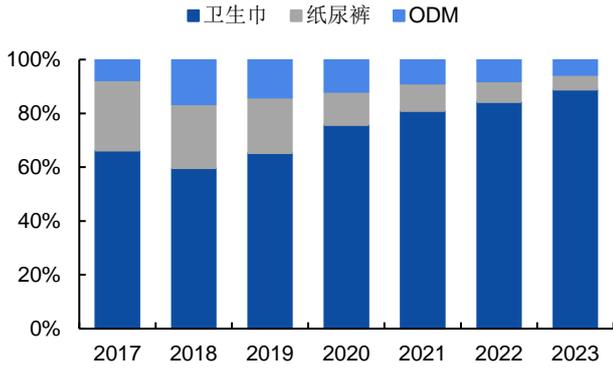
图表10: 中国卫生巾行业零售均价持续提升



数据来源: 欧睿, 华福证券研究所

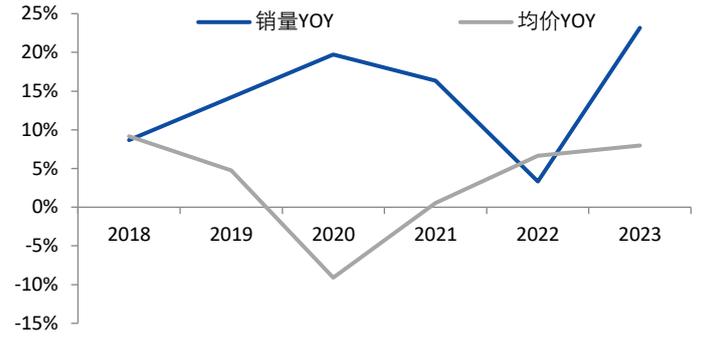
“大健康”中高端产品拉动单价、毛利率显著提升。目前公司产品结构绝大部分为卫生巾, 核心品牌为“自由点”。近年公司持续推进产品结构升级, 进一步扩充和优化产能, 增加中高端产品的销售占比, 反映在公司出厂片单价, 公司 2022-2023 年片单价分别同比+6.7%、+8%, 同步助推毛利率提升。2023-1H24 以有机纯棉、敏感肌、益生菌系列为代表的大健康系列产品收入增速更快, 2023 年及 1H24, 大健康系列产品收入占卫生巾比重分别达 26%、42%。

图表11: 公司分产品营收结构



数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

图表12: 公司产品销售量及均价同比增速



数据来源: iFind, 公司公告, 华福证券研究所

产品升级聚焦健康性、实用性的痛点，扩大中高端客群覆盖。在健康性方面，目前公司重点推广的益生菌产品主要包含“益生菌”、“益生菌 Pro+”系列，添加可改善女性私处环境的专利益生菌 LA88，可平衡私处微生态。“敏感肌”系列产品采用天然蚕丝添加表层。据自由点天猫旗舰店，益生菌及敏感肌系列产品的零售片单价均在 1 元以上，部分产品接近 2 元。公司经典的无感、无忧系列零售片单价则在 1 元及以下。在实用性方面，公司亦推出“日用裤”、“久坐 360”等针对差旅、久坐等场景量身定制的实用日用卫生巾，通过产品创新解决女性消费者的功能使用痛点。

图表13: 公司主要产品系列示意图

系列名称	示意图	系列名称	示意图	系列名称	示意图
益生菌系列		有机纯棉系列		无感7日系列	
益生菌PRO+系列		敏感肌系列		无感无忧系列	

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设:

(1) 营业收入:

①川渝、云贵陕核心五省: 公司在核心五省份额较为领先, 但公司在产品端持续



向中高端优化，拉动营收增长，参考中报增长情况预计 2024 年云贵陕增速高于川渝地区，2025-2026 年核心五省增速在 8-10%左右。

②**其他地区**：2023 年以来公司加大外省扩张节奏，1H24 外省增长靓丽，且公司在全渠道的份额仍有较大的成长空间，预计 2024-2026 年公司其他地区增速约 40%-50%。

③**电商**：公司加大对电商渠道和新兴渠道的投入，尤其是聚焦资源借助直播电商渠道加大营销和品牌投入力度，快速提升公司产品知名度，协同推动了线下渠道各区域市场的业务拓展。参考中报预计 2024 年电商增速达 100%，考虑到电商渠道结构占比已达较高水平，但除抖音外天猫、京东等平台仍有份额提升空间，2025-2026 年预计电商增速约 30%左右。

(2) **毛利率与期间费用率**：毛利率方面，公司近年来通过产品结构升级带动单价及毛利率快速提升，预计 2025-2026 年毛利率保持向上趋势。期间费用率方面，考虑到公司仍处快速成长期，预计销售费用率在现有水平上有所提升，其他期间费用率稳定。

综上，我们预计公司 2024-2026 年公司收入分别为 31.4 亿元、39.3 亿元、47.9 亿元，增速分别为 46.3%、25.1%、22.1%，归母净利润分别为 3.2 亿元、4.0 亿元、5.0 亿元，增速分别为 36.0%、22.5%、26.2%。

图表 14：业绩拆分预测表

百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,463	1,612	2,144	3,137	3,925	4,791
YOY	17.0%	10.2%	33.0%	46.3%	25.1%	22.1%
川渝	614	579	678	746	805	870
YOY	15.7%	-5.8%	17.1%	10.0%	8.0%	8.0%
云贵陕地区	336	335	359	416	458	504
YOY	24.9%	-0.2%	7.2%	16.0%	10.0%	10.0%
其他地区	173	196	238	357	536	750
YOY	16.4%	13.6%	21.2%	50.0%	50.0%	40.0%
电商	210	371	748	1,496	2,005	2,546
YOY	36.8%	76.9%	101.5%	100.0%	34.0%	27.0%
ODM	130	131	121	121	121	121
YOY	-12.7%	0.3%	-7.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	809	885	1,065	1,433	1,753	2,091
毛利率	44.7%	45.1%	50.3%	54.3%	55.4%	56.3%
销售费用	279	395	669	1,129	1,460	1,811
销售费用率%	19.1%	24.5%	31.2%	36.0%	37.2%	37.8%
管理费用	75	62	72	104	130	158
管理费用率%	5.1%	3.8%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%
研发费用	51	44	54	79	99	121
研发费用率%	3.5%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%



财务费用	-3	-4	-4	-7	-8	-12
财务费用率%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
归母净利润	228	187	238	324	395	497
YOY	24.9%	-17.8%	27.2%	36.0%	22.1%	25.6%
归母净利率	15.6%	11.6%	11.1%	10.3%	10.1%	10.4%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.2 投资建议

目前公司股价对应 24 年、25 年 PE 为 32X、26X，高于可比公司平均值，考虑到公司在预期 2025-2026 年保持 20-25%增长下估值相对合理，且公司个护品牌成长性显著高于可比公司，享有一定成长溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

图表15：可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	归母净利润 (亿元)				PE (倍)			
		2024-09-27	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
001328.SZ	登康口腔	25.3	1.41	1.61	1.90	2.24	30.83	27.11	22.94	19.48
603605.SH	珀莱雅	100.08	11.94	15.56	19.24	23.30	33.26	25.52	20.64	17.04
603983.SH	丸美股份	27.32	2.59	3.68	4.68	5.73	42.23	29.74	23.43	19.11
603193.SH	润本股份	21.31	2.26	3.11	3.88	4.80	38.15	27.70	22.23	17.96
300888.SZ	稳健医疗	28.72	5.80	8.50	9.97	11.32	29.11	19.87	16.94	14.92
平均值							36.12	25.99	21.24	17.70
003006.SZ	百亚股份	24.29	2.38	3.24	3.95	4.97	43.77	32.19	26.37	21.00

数据来源：iFind 一致预期，华福证券研究所（百亚股份为华福证券研究所预测）



5 风险提示

市场竞争日益加剧的风险：一次性卫生用品行业厂商及品牌数目众多，市场化竞争程度较高。近年来，伴随健康生活理念的提高，一次性卫生用品行业在保持平稳发展的同时，市场竞争亦愈发激烈。同时，随着移动互联网的普及和营销手段的多元化，各类型营销渠道不断涌现，丰富了本行业销售维度的同时亦加大了市场竞争程度。

原材料价格波动的风险：公司生产一次性卫生用品的主要原材料为无纺布、高分子、膜、胶、无尘纸和浆板等，合计占公司采购总额的比重在 60%左右，其中浆板价格主要受木材产地地理气候、生产能力和供需关系影响，其他主要原材料价格主要受石油价格和石油化工行业供需关系影响。

营销网络拓展的风险：公司在川渝及云贵陕核心地区一次性卫生用品市场具有较高的知名度和市场占有率，随着品牌影响力的提升和业务规模的扩大，公司通过经销商、KA 及新零售等线下渠道加大市场的开拓力度，同时依托快速发展的电商渠道向全国发力。如果公司不能发挥自己的品牌优势持续保持在核心地区的增长，或者在该区域以外的其他市场拓展未达到预期，可能将对公司经营业绩产生不利影响。



图表16: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	356	627	785	958	营业收入	2,144	3,137	3,925	4,791
应收票据及账款	188	273	347	430	营业成本	1,065	1,433	1,753	2,091
预付账款	28	24	33	45	税金及附加	19	29	36	44
存货	173	277	332	390	销售费用	669	1,129	1,460	1,811
合同资产	0	0	0	0	管理费用	72	104	130	158
其他流动资产	469	491	511	533	研发费用	54	79	99	121
流动资产合计	1,214	1,693	2,008	2,357	财务费用	-4	-7	-7	-7
长期股权投资	19	19	19	19	信用减值损失	-14	-15	-15	-15
固定资产	491	515	536	555	资产减值损失	-10	-10	-10	-10
在建工程	21	21	21	21	公允价值变动收益	5	5	5	5
无形资产	65	64	64	63	投资收益	9	10	9	9
商誉	0	0	0	0	其他收益	22	22	22	22
其他非流动资产	73	74	74	74	营业利润	281	381	465	584
非流动资产合计	671	694	714	732	营业外收入	0	0	0	0
资产合计	1,884	2,387	2,723	3,089	营业外支出	2	2	2	2
短期借款	0	261	281	247	利润总额	280	380	464	583
应付票据及账款	231	302	369	445	所得税	41	56	68	85
预收款项	0	0	0	0	净利润	239	324	396	497
合同负债	53	114	129	156	少数股东损益	0	0	0	1
其他应付款	133	133	133	133	归属母公司净利润	238	324	395	497
其他流动负债	62	82	99	117	EPS (按最新股本摊薄)	0.55	0.75	0.92	1.16
流动负债合计	479	893	1,011	1,098					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	19	19	19	19					
非流动负债合计	19	19	19	19					
负债合计	498	912	1,030	1,116					
归属母公司所有者权益	1,387	1,475	1,692	1,971					
少数股东权益	0	0	1	1					
所有者权益合计	1,387	1,475	1,693	1,972					
负债和股东权益	1,884	2,387	2,723	3,089					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	331	306	377	485
现金收益	290	375	450	554
存货影响	5	-104	-55	-58
经营性应收影响	6	-71	-73	-85
经营性应付影响	53	71	67	75
其他影响	-23	34	-12	0
投资活动现金流	-136	-67	-68	-67
资本支出	-58	-81	-81	-81
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-77	14	13	14
融资活动现金流	-145	32	-151	-245
借款增加	3	261	20	-34
股利及利息支付	-129	-184	-229	-284
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-20	-46	57	73

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	33.0%	46.3%	25.1%	22.1%
EBIT 增长率	31.9%	35.6%	22.6%	25.9%
归母公司净利润增长率	27.2%	36.0%	22.1%	25.6%
获利能力				
毛利率	50.3%	54.3%	55.4%	56.3%
净利率	11.1%	10.3%	10.1%	10.4%
ROE	17.2%	22.0%	23.4%	25.2%
ROIC	31.1%	30.3%	31.1%	33.6%
偿债能力				
资产负债率	26.4%	38.2%	37.8%	36.1%
流动比率	2.5	1.9	2.0	2.1
速动比率	2.2	1.6	1.7	1.8
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.3	1.4	1.6
应收账款周转天数	28	24	26	26
存货周转天数	59	57	63	62
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	0.75	0.92	1.16
每股经营现金流	0.77	0.71	0.88	1.13
每股净资产	3.23	3.43	3.94	4.59
估值比率				
P/E	44	32	26	21
P/B	8	7	6	5
EV/EBITDA	47	36	30	24

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn