

强于大市

化妆品及医美行业周报

5 月化妆品零售同比增长 11.7%，期待复苏延续

随着疫情结束后消费者信心的不断恢复，2023 年 5 月消费市场持续复苏，社会消费品零售总额同比上升 12.7% 至 37803 亿元。5 月化妆品零售总额为 320 亿元，同比上升 11.7%。随着下半年促消费的政策刺激下，线下零售终端客流有望恢复，化妆品龙头有望进一步复苏。

支撑评级的要点

- **2023 年 5 月化妆品零售额同比上升 11.7%，期待进一步增长。**疫情放开后，随着消费者信心的恢复，2023 年的消费市场 5 月消费市场复苏，社会消费品零售总额同比上升 12.7% 至 37803 亿元。5 月化妆品零售总额为 320 亿元，同比上升 11.7%。4~5 月是化妆品行业春夏旺季，主要化妆品公司积极参与，取得较好增长。
- **政策进一步促进消费，化妆品龙头有望进一步复苏。**6 月 15 日，商务部提出进一步激发市场活力，恢复和扩大消费；6 月 16 日，国务院常务会议提出关于扩大有效需求；6 月 16 日，国家发改委新闻发布会提出抓紧制定出台恢复和扩大消费的政策。下半年在这些促消费的政策刺激下，线下零售终端客流有望恢复，化妆品龙头有望进一步复苏。
- **2023 行业旺季中，龙头公司加强布局收入有望取得亮眼增长。**短期看，行业春夏旺季中，重点公司加强新品大单品投入和多渠道营销布局，现阶段具备较强的收入复苏弹性。中长期看，头部品牌商具备较强的龙头竞争优势，在经济复苏、周期消费者信心逐渐恢复背景下有望获得较好增长。**核心推荐：**主打大单品策略不断拓展新品牌的**珀莱雅**；具备产品差异化的皮肤学级护肤品牌赛道龙头**贝泰妮**；全产业链布局，品牌矩阵成熟的**华熙生物**；多品牌全价格段布局的**上海家化**；自有品牌+代理品牌双轮驱动的**水羊股份**。**建议关注：**多赛道布局，差异化品牌矩阵的透明质酸龙头**鲁商发展**；深耕重组胶原蛋白和功效性护肤品、旗下可复美等品牌优势显著的**巨子生物**。
- **重点板块复查：**本周(6.09-6.16)创业板(5.93%)，深证成指(4.75%)，沪深 300(3.30%)，上证综指(1.29%)。美护板块周度涨幅 4.68%。
- **行业新闻：**宝洁回应 SK-II 产地涉嫌核污染的问题；华熙生物承办中国透明质酸产业大会 展现中国护肤品牌“了不起”的科技硬实力；化妆品用重组胶原蛋白原料《团体标准发布实施》。
- **品牌动态：****珀莱雅：**主打珀莱雅主品牌、彩棠美妆品牌的品牌矩阵。新品方面，主品牌珀莱雅新品均为精华品类，系在原有单品上迭代升级。彩棠推出新品为底妆产品。悦芙缇新品以控油去油为主，均为精华品类。**贝泰妮：**主品牌薇诺娜专注于敏感肌肤的功效性护肤，5 月新品以保湿修护为主，涉及面膜和唇膏品类。**华熙生物：**深耕功效性护肤品类，在 5 月新品方面，推出的新品以抗老、保湿、修护为主，涉及精华、眼霜、面霜、面膜品类。**水羊股份：**旗下品牌御泥坊推出的 5 月新品主打抗老、养肤，以精华为主；小迷糊推出控油新品。
- **重点公司公告：**珀莱雅发布关于公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级结果的公告，关于持股 5% 以上股东部分股份被司法冻结的公告；华熙生物发表 2022 年年度权益分派实施公告；水羊股份发布关于公司开展外汇套期保值业务的公告。

评级面临的主要风险

- 新品拓展不及预期；行业竞争加剧；政策风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

美容护理

证券分析师：郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

证券分析师：丁凡

(8610)66229231

fan.ding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521090001

联系人：杨雨钦

(8610)66229231

yuqin.yang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300121080061

目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 一、5月化妆品零售继续增长，政策鼓励消费复苏..... | 4 |
| 二、行业近况：大盘上行，美护板块上涨..... | 6 |
| 2.1 行业新闻 | 6 |
| 2.2 品牌动态 | 7 |
| 2.3 重点公司公告 | 11 |
| 三、风险提示 | 12 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1. 5 月化妆品零售复苏（亿元） | 4 |
| 图表 2. 近期消费刺激政策较多，利好下半年消费恢复增长..... | 5 |
| 图表 3. 本周指数行情（%） | 6 |
| 图表 4. 化妆品医美公司涨幅前四公司（%） | 6 |
| 图表 5 化妆品医美公司涨跌幅后 4 位公司（%） | 6 |
| 图表 6. 珀莱雅三大大单品 | 7 |
| 图表 7. 彩棠三大明星单品 | 7 |
| 图表 8. 珀莱雅和彩棠 5 月新品 | 7 |
| 图表 9. 薇诺娜主要大单品 | 8 |
| 图表 10. 薇诺娜 5 月新品 | 8 |
| 图表 11. 润百颜两大大单品屏障次抛和水润次抛 | 8 |
| 图表 12. 夸迪、米蓓尔和 BM 肌活品牌大单品 | 9 |
| 图表 13. 润百颜、夸迪、米蓓尔和 BM 肌活 5 月新品 | 9 |
| 图表 14. 公司自有品牌资产丰富（单品价格区间单位：元） | 9 |
| 图表 15. 美加净、典萃 5 月新品 | 10 |
| 图表 16. 主品牌和代运营品牌双轮驱动 | 10 |
| 图表 17. 御泥坊、小迷糊 5 月新品 | 10 |

一、5月化妆品零售继续增长，政策鼓励消费复苏

2023年5月化妆品零售额同比上升11.7%，期待进一步增长。疫情放开后，随着消费者信心的恢复，2023年的消费品市场5月消费品市场复苏，社会消费品零售总额同比上升12.7%至37803亿元。5月化妆品零售总额为330亿元，同比上升11.7%。4~5月是化妆品行业春夏旺季，主要化妆品公司积极参与，获得较好增长。

图表 1.5月化妆品零售复苏（亿元）

| 时间 | 社零当月总额 | 社零当月同比% | 化妆品当月零售额 | 化妆品当月零售同比% |
|-----------|--------|---------|----------|------------|
| 2020年1-2月 | 52130 | -20.5 | 387 | -14.1 |
| 2020年3月 | 26450 | -15.8 | 249 | -11.6 |
| 2020年4月 | 28178 | -7.5 | 224 | 3.5 |
| 2020年5月 | 31973 | -2.8 | 270 | 12.9 |
| 2020年6月 | 33526 | -1.8 | 326 | 20.5 |
| 2020年7月 | 32203 | -1.1 | 230 | 9.2 |
| 2020年8月 | 33571 | 0.5 | 284 | 19 |
| 2020年9月 | 35295 | 3.3 | 296 | 13.7 |
| 2020年10月 | 38576 | 4.3 | 281 | 18.3 |
| 2020年11月 | 39514 | 5 | 511 | 32.3 |
| 2020年12月 | 40566 | 4.6 | 324 | 9 |
| 2021年1-2月 | 69737 | 33.8 | 558 | 40.7 |
| 2021年3月 | 35484 | 34.2 | 368 | 42.5 |
| 2021年4月 | 33153 | 17.7 | 272 | 17.8 |
| 2021年5月 | 35945 | 12.4 | 319 | 14.6 |
| 2021年6月 | 37586 | 12.1 | 379 | 13.5 |
| 2021年7月 | 34925 | 8.5 | 239 | 2.8 |
| 2021年8月 | 34395 | 2.5 | 294 | 0 |
| 2021年9月 | 36833 | 4.4 | 317 | 3.9 |
| 2021年10月 | 40454 | 4.9 | 310 | 7.2 |
| 2021年11月 | 41043 | 3.9 | 571 | 8.2 |
| 2021年12月 | 41269 | 1.7 | 341 | 2.5 |
| 2022年1-2月 | 74426 | 6.7 | 618 | 7 |
| 2022年3月 | 34233 | -3.5 | 345 | -6.3 |
| 2022年4月 | 29483 | -11.1 | 219 | -22.3 |
| 2022年5月 | 33547 | -6.7 | 304 | -11 |
| 2022年6月 | 38742 | 3.1 | 432 | 8.1 |
| 2022年7月 | 35870 | 2.7 | 253 | 0.7 |
| 2022年8月 | 36258 | 5.4 | 288 | -6.4 |
| 2022年9月 | 37745 | 2.5 | 317 | -3.1 |
| 2022年10月 | 40271 | -0.5 | 309 | -3.7 |
| 2022年11月 | 38615 | -5.9 | 562 | -4.6 |
| 2022年12月 | 40542 | -1.8 | 290 | -19.3 |
| 2023年1-2月 | 77067 | 3.5 | 656 | 3.8 |
| 2023年3月 | 37855 | 10.6 | 393 | 9.6 |
| 2023年4月 | 34910 | 18.4 | 276 | 24.3 |
| 2023年5月 | 37803 | 12.7 | 330 | 11.7 |

资料来源：国家统计局，中银证券

政策进一步促进消费，化妆品龙头有望进一步复苏。6月15日，商务部提出进一步激发市场活力，恢复和扩大消费；6月16日，国务院常务会议提出关于扩大有效需求；6月16日，国家发改委新闻发布会提出抓紧制定出台恢复和扩大消费的政策。下半年在这些促消费的政策刺激下，线下零售终端客流有望恢复，化妆品龙头有望进一步复苏。

图表 2. 近期消费刺激政策较多，利好下半年消费恢复增长

| 时间 | 事件 | 具体情况 |
|-------|---|---|
| 6月8日 | 商务部发布《关于组织开展汽车促消费活动的通知》 | 为深入贯彻落实党中央、国务院有关决策部署，进一步稳定和扩大汽车消费，根据“2023 消费提振年”活动安排，商务部将组织开展汽车促消费活动。 |
| 6月9日 | 商务部、国家发改委、工业和信息化部、国家市场监督管理总局等四部门优先位置，进一步做好 2023 年促进绿色智能家电消费相关工作的通知》 | 商务部、国家发改委、工业和信息化部、国家市场监督管理总局等四部门优先位置，进一步做好 2023 年促进绿色智能家电消费相关工作的通知》 |
| 6月15日 | 商务部例行发布会 | 为进一步激发市场活力，恢复和扩大消费，商务部将重点做好继续完善消费政策、持续办好消费活动、不断创新消费场景等工作。 |
| 6月16日 | 国务院常务会议 | 会议围绕加大宏观政策调控力度、着力扩大有效需求、做强做优实体经济、防范化解重点领域风险等四个方面，研究提出了一批政策措施。 |
| 6月16日 | 国家发改委新闻发布会 | 国家发展改革委将全面落实党中央、国务院决策部署，抓紧制定出台恢复和扩大消费的政策，持续改善消费环境，释放服务消费潜力。 |

资料来源：国家发展改革委，商务部，中银证券

短期看，目前处于行业春夏旺季，重点公司加强新品大单品投入和多渠道营销布局，现阶段具备较强的收入复苏弹性。中长期看，头部品牌商具备较强的龙头竞争优势，在经济复苏、周期消费者信心逐渐恢复背景下有望获得较好增长。

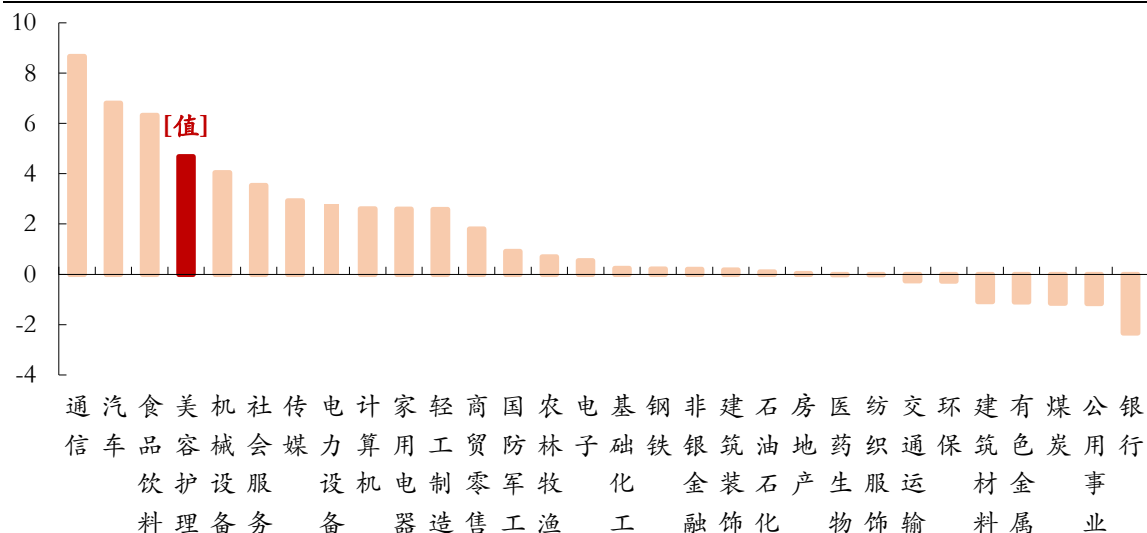
核心推荐：主打大单品策略，不断进行大单品系列横向纵向拓展、同时不断拓展新品牌的**珀莱雅**；具备产品差异化的皮肤学级护肤品赛道龙头、产品优势显著的**贝泰妮**；全产业链布局，多品牌矩阵成熟完善的**华熙生物**；多品牌全价格段布局的**上海家化**；自有品牌+代理品牌双轮驱动的**水羊股份**。

建议关注：多赛道布局，差异化品牌矩阵的透明质酸龙头**鲁商发展**；深耕重组胶原蛋白和功效性护肤品、旗下可复美等品牌优势显著的**巨子生物**。

二、行业近况：大盘上行，美护板块上涨

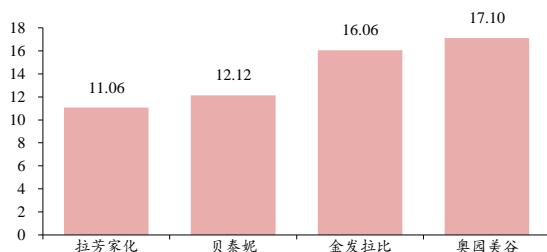
本周(6.09-6.16)创业板(5.93%)，深证成指(4.75%)，沪深 300(3.30%)，上证综指(1.29%)。美护板块周度涨幅 4.68%。化妆品及医美个股方面，板块整体上涨，其中奥园美谷上涨 17.10%，金发拉比上涨 16.06%、贝泰妮上涨 12.12%、拉芳家化上涨 11.06%。

图表 3. 本周指数行情 (%)



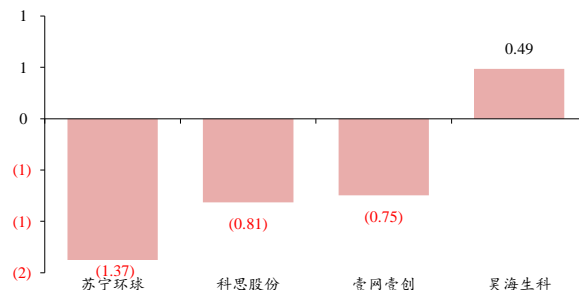
资料来源: Wind, 中银证券

图表 4. 化妆品医美公司涨幅前四公司 (%)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5 化妆品医美公司涨跌幅后 4 位公司 (%)



资料来源: Wind, 中银证券

2.1 行业新闻

宝洁回应 SK-II 产地涉嫌核污染的问题

6 月 14 日，针对 SK-II 产地涉嫌核污染一事，宝洁公司回应称，所有 SK-II 产品生产严格按照内部质量标准和外部标准，并符合市场监管要求。为了保障 SK-II 产品的安全性，进口到中国的 SK-II 产品都主动地进行了辐射相关的针对性检测。同时，在中国推出的所有 SK-II 产品均在中国政府指定下的相关实验室进行严格的产品安全测试，以确保产品符合中国相关法规，并根据中国法规进行备案和注册。（北京商报）

华熙生物承办中国透明质酸产业大会 展现中国护肤品牌“了不起”的科技硬实力

6 月 2-4 日，在山东济南盛大举办的“中国(济南)透明质酸产业大会”圆满结束。全球透明质酸(玻尿酸)产业龙头企业华熙生物依托科技创新，积极探索布局更多生物活性物质的研发和产业转化，凭借“功能原料与配方体系双引擎驱动”的科研与产品创新体系，充分发挥科技创新势能和产业龙头带动效应，助力济南全力打造中国透明质酸之都和北方美谷“中国美妆第三极”崛起，与社会各界一起为山东乃至中国“美丽经济”发展贡献更多力量。（美妆头条）

《化妆品用重组胶原蛋白原料》团体标准发布实施

近期，第二届中国抗衰老化妆品产业发展论坛暨国粹国妆品牌与文化交流会在北京召开。在论坛中，《化妆品用重组胶原蛋白原料》T/ZGKSL004-2023 团体标准正式发布，是中国化妆品行业首个重组胶原蛋白原料团体标准。中国化妆品用重组胶原蛋白原料领域的标准空白的情况，随着该团体标准的发布和实施，将迈入规范与发展的新台阶，造福人类美学事业，迎来行业健康发展的新蓝天。

2.2 品牌动态

珀莱雅：珀莱雅目前主打珀莱雅主品牌、彩棠美妆品牌的品牌矩阵。其中，珀莱雅品牌打造大单品策略，目前已形成三大单品矩阵，包括双抗精华、红宝石精华和源力精华，并形成“早 A 晚 C”、“A+B+C”营销矩阵，带动大单品持续放量。彩棠品牌依托化妆师个人 IP 快速成长，目前拥有修容盘、遮瑕盘和妆前乳三款大单品。在新品方面，5 月主品牌珀莱雅新品均为精华品类，系在原有单品上迭代升级。彩棠推出新品为底妆产品。悦芙缇新品以控油去油为主，均为精华品类。

图表 6. 珀莱雅三大大单品



资料来源：京东，中银证券

图表 7. 彩棠三大明星单品



资料来源：京东，中银证券

图表 8. 珀莱雅和彩棠 5 月新品



资料来源：淘宝，中银证券

贝泰妮：贝泰妮主品牌薇诺娜专注于敏感肌肤的功效性护肤，产品主打舒缓保湿，旗下大单品包括舒敏保湿特护霜、柔润保湿霜等。新品方面，薇诺娜5月新品以保湿修护为主，涉及面膜和唇膏品类。子品牌薇诺娜BABY和AOXMED快速放量，不断完善公司品牌矩阵。

图表 9. 薇诺娜主要大单品



资料来源：淘宝，中银证券

图表 10. 薇诺娜5月新品



资料来源：淘宝，中银证券

华熙生物：华熙生物深耕功效性护肤品类，主打大单品策略，旗下拥有四大品牌：润百颜、夸迪、米蓓尔、肌活，在各品牌中形成了差异化的大单品矩阵。润百颜拥有屏障次抛和水润次抛两大产品，并围绕屏障修护进一步拓展产品矩阵。夸迪主打以5D透明质酸为主要成分的多种个人护理产品，主要单品包括战痘次抛精华、悬油次抛等。米蓓尔聚焦敏感肌肤的护理，主打小蓝帽精华、蓝绷带涂抹面膜等。肌活的糙米发酵液迅速破圈，带动品牌形象和客户粘性快速提升。在5月新品方面，推出的新品以抗老、保湿、修护为主，涉及精华、眼霜、面霜、面膜品类。

图表 11. 润百颜两大大单品屏障次抛和水润次抛



资料来源：淘宝，中银证券

图表 12. 夸迪、米蓓尔和 BM 肌活品牌大单品



资料来源：淘宝，中银证券

图表 13. 润百颜、夸迪、米蓓尔和 BM 肌活 5 月新品



资料来源：淘宝，中银证券

上海家化：公司主打多品牌策略，旗下拥有佰草集、玉泽、美加净、六神等品牌，覆盖护肤、母婴、个护三大领域。在 5 月新品方面，美加净推出敏感肌洁面；典萃推出修护精华，聚焦敏感肌赛道。

图表 14. 公司自有品牌资产丰富（单品价格区间单位：元）

| 分类 | 品牌 | 品牌介绍 | 价格区间 |
|------|-----|--|----------|
| 护肤 | 佰草集 | 专注于中国特色草本护肤理念，加持现代科技革新，激活肌底强大自护力，线上线下全渠道协同销售 | 120-480 |
| | 玉泽 | 专注皮肤屏障自修护，致力于从根源上解决皮肤屏障受损引起的多种肌肤问题，线上线下全渠道协同销售 | 85-338 |
| | 高夫 | 专注男士科技护肤，为男性消费者提供更高端的护肤体验，线上线下全渠道协同销售 | 38-300 |
| | 美加净 | 专注天然植物和美养食材，发展原液蒸馏工艺，线上线下全渠道销售 | 35-185 |
| | 典萃 | 专注本草研究，将高肌能成分与珍贵植萃有效融合，精准配比成分和浓度，致力于打造高科技、高功效、高温和、高价值成分、高信赖的科研级护肤品，线上线下全渠道销售 | 120-450 |
| | 双妹 | 以东情西韵为特色的中国高端时尚美妆品牌，专注于香氛护肤、彩妆、香水等，线上线下全渠道销售 | 270-1280 |
| 母婴 | 启初 | 专注中国专业高端的孕婴童个人护理，线上线下全渠道销售 | 20-1500 |
| | 汤美星 | 专注婴幼儿育儿产品，线上线下全渠道销售 | 50-1200 |
| 个护家清 | 六神 | 专注个人护理产品，线上线下全渠道销售 | 20-100 |
| | 家安 | 专注于家居清洁护，线上线下全渠道销售 | 10-70 |

资料来源：公司官网，中银证券

图表 15. 美加净、典萃 5 月新品



资料来源：淘宝，中银证券

水羊股份：公司“自有品牌+代理品牌”双业务线并行。自有品牌方面，公司以御泥坊为核心，拥有大水滴、小迷糊、花瑶花、御 MEN 等品牌。公司目前自主品牌全面升级，在大量推出新品的同时，加大自主品牌“大单品”的打造。代运营品牌方面，截至 2020 年底，公司全面承接强生集团代理业务，并和城野医生、KIKO、LUMENE、ALBION、露得清、李施德林等 50 余家国际品牌展开合作。在 5 月新品方面，御泥坊新品主打抗老、养肤，以精华为主；小迷糊推出控油新品。

图表 16. 主品牌和代运营品牌双轮驱动

| 分类 | 品牌 | 品牌介绍 | 推出时间 |
|-------|--------|-------------------|--------|
| 自有品牌 | 御泥坊 | 研习盛唐古法，现代科技重现盛唐美学 | 2006 年 |
| | 花瑶花 | 极具民族特色的花草护肤 | 2011 年 |
| | 小迷糊 | IP 化新潮护肤品牌 | 2013 年 |
| | 大水滴 | 专注熬夜肌肤护理 20 年 | 2015 年 |
| | 御 MEN | 专业男士护理品牌 | 2016 年 |
| | HPH | 功效护肤类 | 2019 年 |
| | VAA | 传递精简美学的美妆 | 2019 年 |
| | 伊菲丹 | 全球首个针对敏感肌抗衰品牌 | 2019 年 |
| 代运营品牌 | 城野医生 | 日本第一药妆品牌 | 2017 年 |
| | 强生 | 世界 500 强集团 | 2017 年 |
| | KIKO | 意大利时尚彩妆品牌 | 2018 年 |
| | ZELENS | 英国实验室抗衰品牌 | 2018 年 |
| | LUMENE | 芬兰国民护肤品牌 | 2018 年 |
| | ALBION | 日本高端百货护肤品牌 | 2018 年 |
| | 露得清 | 美国销售额第一的护肤品牌 | 2019 年 |
| | 李施德林 | 美股专业口腔护理品牌 | 2019 年 |
| | 大宝 | 经典平价护肤品牌 | 2019 年 |

资料来源：公司官网，中银证券

图表 17. 御泥坊、小迷糊 5 月新品



资料来源：淘宝，中银证券

2.3 重点公司公告

珀莱雅：关于公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级结果的公告

珀莱雅化妆品股份有限公司委托联合资信评估股份有限公司对于 2021 年 12 月 8 日发行的可转换公司债券进行了跟踪信用评级。公司前次主体长期信用等级为“AA”，珀莱转债前次信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”。本次公司主体长期信用等级为“AA”，珀莱转债信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”。本次评级结果较前次没有变化。

珀莱雅：关于持股 5% 以上股东部分股份被司法冻结的公告

方玉友先生持有公司股份 59,625,258 股，占目前公司总股本的 15.0217%；本次司法冻结股数 17,041,269 股，占方玉友先生所持有公司股份数的 28.5806%，占目前公司总股本的 4.2933%。

华熙生物：2022 年年度权益分派实施公告

本次利润分配以方案实施前的公司总股本 481,678,242 股为基数，每股派发现金红利 0.61 元(含税)，共计派发现金红利 293,823,727.62 元。

水羊股份：关于公司开展外汇套期保值业务的公告

公司及子公司使用自有资金开展外汇套期保值业务，预计动用交易保证金和权利金上限不超过 1.2 亿元人民币或等值外币，任一交易日持有的最高合约价值不超过 20 亿元人民币或等值外币金额，授权期限自 2022 年年度股东大会审议通过之日起十二个月内可循环滚动使用，并授权董事长或其授权人士在额度范围内行使相关决策权、签署相关合同文件，具体事项由公司财务部负责组织实施。

三、风险提示

新品拓展不及预期: 各企业的增长均通过不断推出新品的方式拓展自身业务版图, 若新品研发受阻, 新品推出速度放缓, 将对各公司的业务增长有一定影响。

行业竞争加剧: 当所处行业竞争加剧下, 若出现较激烈价格战或其他恶性竞争, 对行业的良性稳步发展有一定影响。

政策风险: 政策高压下, 不合规产品 (尤其是医美市场) 曝光影响消费者信心, 存在终端需求减弱可能, 进一步对行业终端产品销售有影响。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371