

2018年05月30日

2018年中期投资策略研讨会

中档消费崛起，二线白马腾飞

零售行业2018年中期策略

行业评级：增持

证券研究报告

姓名：訾猛（分析师）

邮箱：zimeng@gtjas.com

电话：021-38676442

证书编号：S0880513120002

姓名：陈彦辛（分析师）

邮箱：Chenyanxin@gtjas.com

电话：021-38676430

证书编号：S0880517070001

姓名：彭瑛（分析师）

邮箱：pengying@gtjas.com

电话：021-38674933

证书编号：S0880517120002

姓名：李梓语（研究助理）

邮箱：liziyu@gtjas.com

电话：021-38032691

证书编号：S0880117090058



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

目录 / CONTENTS

01 2018中档消费崛起

02 国货品牌加速腾飞

03 百货行业再迎春天

04 巨头回归催化电商、新零售



时代划分	第一消费社会 1912-1941	第二消费社会 1945-1974	第三消费社会 1975-2004	第四消费社会 2005-2034
社会背景	<ul style="list-style-type: none"> 日俄战争胜利开始至中日战争； 东京、大阪等大城市为中心的中等阶级诞生； 	<ul style="list-style-type: none"> 战败、复兴、经济高速增长期至石油危机； 大量生产、大量消费；全国一亿中产阶级化 	<ul style="list-style-type: none"> 石油危机到低增长、泡沫经济、金融破产、小泉改革； 贫富差距拉大； 	<ul style="list-style-type: none"> 雷曼危机、两次大地震，经济长期不景气不稳定等导致收入减少； 人口减少导致消费缩小；
人口	人口增加	人口增加	人口微增	人口减少
出生率	5%	5%—2%	2%—1.3%~1.4%	1.3-1.4%
老年化比率	5%	5%—6%	6%—20%	20%—30%
国民价值观	National 消费属于私有主义，整体来讲重视国家	Family 消费属于私有主义，重视家庭、社会	Individual 私有主义、重视个人	Social 趋于共享、重视社会
消费取向	西洋化 大城市倾向	大量消费 大的就是好的 美式倾向	个性化多样化差别化 品牌倾向 欧式倾向	无品牌倾向 朴素化、休闲化倾向 日本化、本土化倾向
消费主题	文化时尚	每家一辆私家车 私人住宅 3C大家电商品	量变到质变 每家数辆私家车 个人化小家电商品	联系是核心 几人一辆 汽车、住宅共享
消费承担者	中等阶级家庭 时尚男女	小家庭 家庭主妇	单身者 啃老族	所有年龄层、单一化的个人

- 我国工业化革命和城镇化推进带来的家庭式消费时代日益过去，而代表多元化和个性化的个人消费时代逐渐来临。消费个体化和消费升级将成为中国消费行业穿越牛熊两大重要趋势。
- 我国消费市场广阔，一二线、三四线城市从人均收入到消费习惯有较大差异。本轮消费复苏在消费升级和个体化长期驱动因素下，从2017年一二线高端消费复苏，再到2018年三四线中档消费崛起，范围更广、力度更强。

资料来源：《第四消费时代》，国泰君安证券研究

2018年中档消费全面崛起

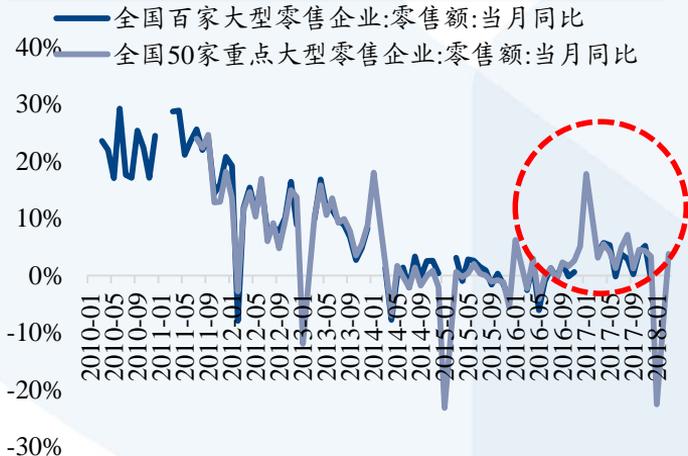
- **社零及限额增速中枢下移。**社零与限额数据自2017年初触底后保持平稳，由于其中同时包含线上和线下的增长，线上增速回落致社零增速中枢下移，但品类结构上中档消费接力崛起。
- **50家、百家同比增速2016年Q3开始回升。**对线下零售更具代表性的50家、百家同比增速16年9月转正后持续改善，2018年继续维持反弹趋势。

图：社零、限额数据整体中枢下移



资料来源：Wind、国泰君安证券研究

图：中高端消费回暖，50家百家持续改善



资料来源：Wind、国泰君安证券研究

2017-02 2017-03 2017-04 2017-05 2017-06 2017-07 2017-08 2017-09 2017-10 2017-11 2017-12 2018-02 2018-03 2018-04

限额以上分品类	2017-02	2017-03	2017-04	2017-05	2017-06	2017-07	2017-08	2017-09	2017-10	2017-11	2017-12	2018-02	2018-03	2018-04
粮油、食品、饮料、烟酒类	9.6%	12.5%	12.1%	13.8%	10.6%	10.3%	7.6%	7.8%	9.6%	6.8%	8.5%	9.5%	10.7%	8.6%
服装鞋帽针纺织品类	6.1%	6.4%	10.0%	8.0%	7.3%	6.4%	8.9%	6.2%	8.0%	9.5%	9.7%	7.7%	14.8%	9.2%
化妆品类	10.6%	8.7%	7.7%	12.9%	17.0%	12.7%	14.7%	13.4%	16.1%	21.4%	13.8%	12.5%	22.7%	15.1%
金银珠宝类	8.2%	7.2%	7.5%	9.6%	6.3%	2.6%	6.4%	5.3%	2.5%	4.4%	0.4%	3.0%	20.4%	5.9%
日用品类	9.2%	7.1%	8.0%	8.7%	11.2%	7.1%	7.0%	7.8%	7.4%	7.9%	5.4%	10.1%	16.9%	12.0%
家用电器和音像器材类	5.6%	12.4%	10.2%	13.6%	13.3%	13.1%	8.4%	6.8%	5.4%	8.4%	8.7%	9.2%	15.4%	6.7%
中西药品类	9.9%	12.1%	12.6%	14.0%	13.6%	13.0%	11.4%	14.6%	11.9%	11.0%	13.5%	10.1%	10.9%	8.2%
文化办公用品类	13.4%	17.2%	3.8%	5.0%	16.4%	10.8%	5.8%	4.4%	6.4%	9.5%	12.7%	-0.9%	12.6%	18.3%
家具类	11.8%	13.8%	13.9%	13.5%	14.8%	12.4%	11.3%	15.5%	10.0%	11.9%	12.5%	8.5%	10.9%	8.1%
通讯器材类	10.7%	11.6%	6.1%	1.9%	18.5%	7.9%	12.2%	3.8%	2.1%	33.9%	13.4%	10.7%	1.6%	10.8%
50家化妆品类		9.20%				7月创最高月度增速 1-9月累计同比+10.6%						-1.60%		
百家化妆品类		7.8%(Q1)												
50家金银珠宝类			2.30%				1-9月累计同比+3.6%						-6.40%	
50家、百家服装类				5月百家服装类8.4%			8月50家服装类6.8%					2017年百家服装类4.3%		

资料来源：Wind、国泰君安证券研究

2018年中档消费全面崛起

- 三四线城市消费升级趋势明显。从社零总额占比来看，三四线及以下城市占社零总额比重高达49%，2017年社零增速和2018年春节黄金周数据都显著快于一线城市。
- 从2017年一二线消费回流，到2018年三四线消费大幅提升，本轮消费复苏呈现出范围更广、跨度更大、更具韧性的特征，因此体现出更高的稳定性和更强的持续性。

图：三线商场客流指数同比增长率明显更高



资料来源：中华商业信息网、国泰君安证券研究

图：三四线消费增速显著高于一二线



资料来源：商务部、国泰君安证券研究

目录 / CONTENTS

01 2018中档消费崛起

02 国货品牌加速腾飞

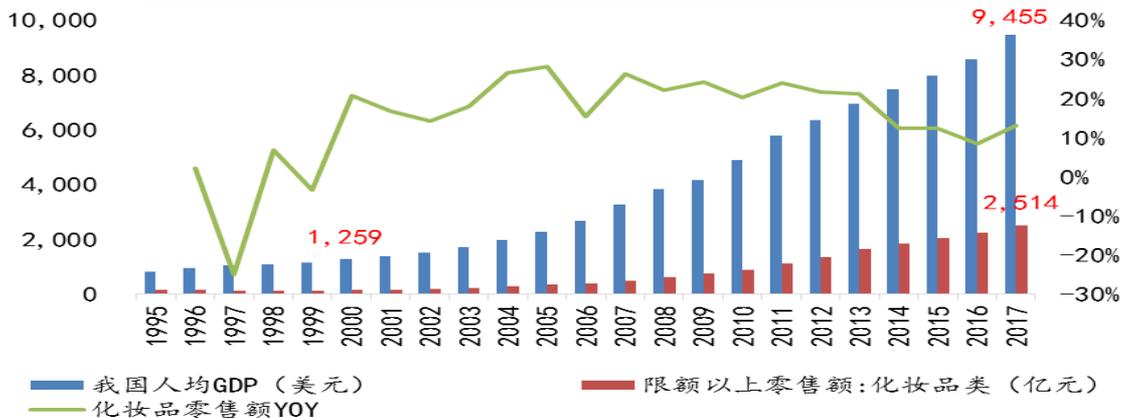
03 百货行业再迎春天

04 巨头回归催化电商、新零售



- **化妆品限额以上零售额近10年复合增速18%**。2000年国内人均GDP首次突破1200美元后，化妆品行业开始进入快速成长期，2017年规模达2514亿元。
- 2017年中国人均GDP为9455美元，**刚好接近日本1980年的发展水平**，参考日本经验，随着我国经济持续增长和居民消费水平提升，**化妆品消费有望迎来黄金时代**。

图：国内化妆品行业从2000年开始进入成长期，有望迎来黄金时代



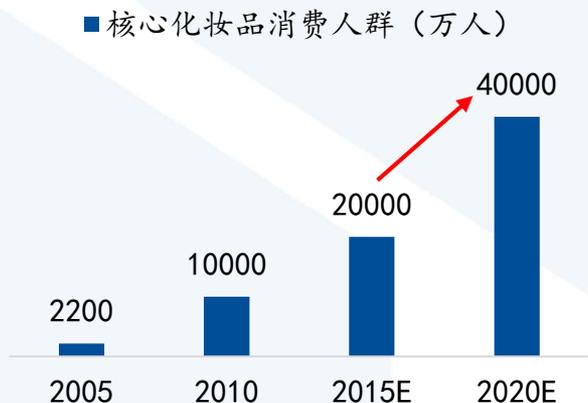
资料来源：国家统计局、国泰君安证券研究

国货品牌加速腾飞——化妆品

国内化妆品行业长期市场空间有望突破1万亿

- 驱动力1：消费人群增长：资生堂核心“化妆品人口”概念，按照以下标准定义：1) 居住在城镇；2) 年龄大于 20 岁的女性；3) 年收入不低于 30,000 元人民币。预计2020年我国核心化妆品人口将达4亿人，对应复合增速15%。
- 驱动力2：人均消费额增长：假设未来我国人均可支配收入提示至6万元/年，化妆品消费占收入比重提升至1.3%，对应780元，以14亿人口测算对应1万亿市场空间。

图：我国核心化妆品消费人群有望较快增长



数据来源：珀莱雅招股说明书、Euromonitor、资生堂、国泰君安证券研究

图：国内化妆品消费仍有提升空间

中国人均可支配收入（元）	YOY	人均化妆品消费占比
2016	23821	8% 1.1%
美国人均可支配收入（美元）	YOY	人均化妆品消费占比
2016	43,323	1% 1.6%

假设未来我国人均可支配收入提升至6万元/年，化妆品消费占收入比重提升至1.3%，对应780元，以14亿人口测算对应1万亿市场空间。

国产品牌发展一波三折，经历了繁荣-衰落-复苏三个阶段。

Jahwa
上海家化

百雀羚
PECHOIN

- 1898年，中国第一家现代化化妆品企业——广生行成立，这也是上海家化的前身
- 1931年，百雀羚成立
- 1952年，上海家化成立



佰草集
HERBORIST

- 1985年，大宝成立
- 1992年，小护士成立
- 1995年，丁家宜成立
- 1998年，佰草集成立

L'ORÉAL
PARIS
巴黎欧莱雅



SHISEIDO
GINZA TOKYO

- 到1996年，雅诗兰黛、欧莱雅、宝洁、联合利华、资生堂等国际品牌进入中国
- 2002年，爱茉莉太平洋进入中国
- 2004年，欧莱雅收购小护士、羽西
- 2008年，强生收购大宝
- 2011年，Coty收购丁家宜
- 2014年，欧莱雅收购美即面膜



- 我国网购化妆品交易额从2009年的125亿元提升到2016年的1618亿元，复合增速44%，远高于行业整体增速，网购渠道份额达20.6%
- 本土化妆品牌的市场份额也由2010年的39%上升到了2014年的46%
- 2016年网购面膜中近8成是本土品牌，化妆品网购的繁荣催生了如御家汇（2012）、一叶子（2014）等以电商渠道为主的国内化妆品品牌。

19世纪末-20世纪末
国内品牌建立期

20世纪末-21世纪前10年
国际巨头进军中国市场，
兼并收购导致国内品牌衰落

2010年以来
国产品牌通过品牌升级和电
商发展焕然一新

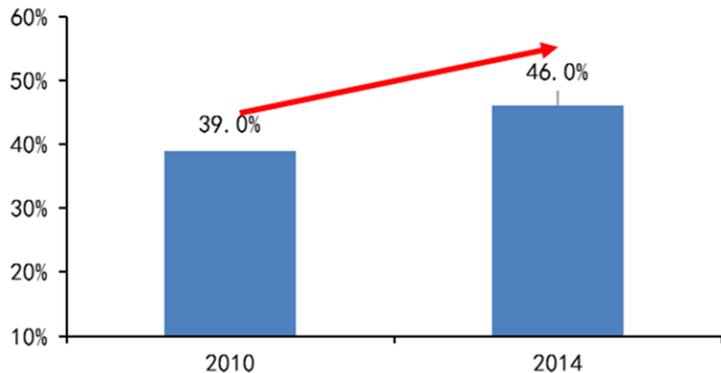
资料来源：国泰君安证券研究

- **化妆品国产品牌市场占有率稳步提升。**上海家化、伽蓝集团、百雀羚、韩束、云南白药等本土化妆品企业出现在国内化妆品前20名名单中，上述品牌合计市占率由2011年的4.4%上升至2015年的9.2%。国产品牌整体市占率由2010年的39%提升到2014年的46%

2016年国内化妆品市场前20企业名单

跨国企业	国内企业
1、宝洁(广州)有限公司	7、上海上美化妆品有限公司
2、欧莱雅(中国)有限公司	8、上海百雀羚日用化学有限公司
3、资生堂(中国)有限公司	9、伽蓝集团
4、联合利华(中国)有限公司	11、上海家化联合股份有限公司
5、杭州玫琳凯化妆品公司	18、云南白药集团
6、爱茉莉太平洋化妆品(上海)有限公司	23、珀莱雅化妆品股份有限公司
10、雅诗兰黛(上海)商贸有限公司	
12、安利(中国)有限公司	
13、高露洁(广州)有限公司	
14、好来化工(中山)有限公司	
15、无限极(中国)有限公司	
16、完美(中国)有限公司	
17、广州环亚化妆品科技有限公司	
19、LG 家庭保健有限公司	
20、妮维雅(上海)有限公司	

本土品牌整体市占率稳步提升

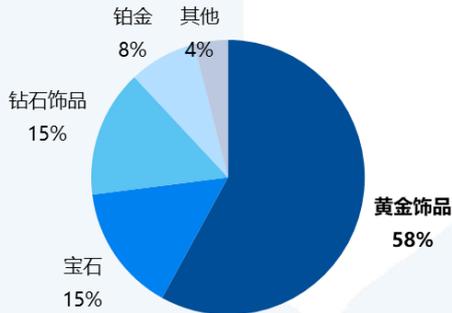


资料来源：Euromonitor、国泰君安证券研究

黄金坐拥半壁江山，多元化局面正逐步形成

- 我国珠宝消费以黄金饰品为主，根据IBIS World数据，我国黄金饰品消费占珠宝行业比例高达58%。
- 非黄金品类如雨后春笋般涌现。近年来受消费者心理变化和金价波动驱动，年轻化、个性化、时尚化的非黄金珠宝产品越来越受大众欢迎，钻石、宝石、珍珠等镶嵌类产品销售快速增长。

图：我国黄金饰品消费占比高达58%



资料来源：IBIS World、国泰君安证券研究

表：珠宝行业逐渐迎来多元化发展趋势，钻石、宝石等非黄金品类消费快速崛起



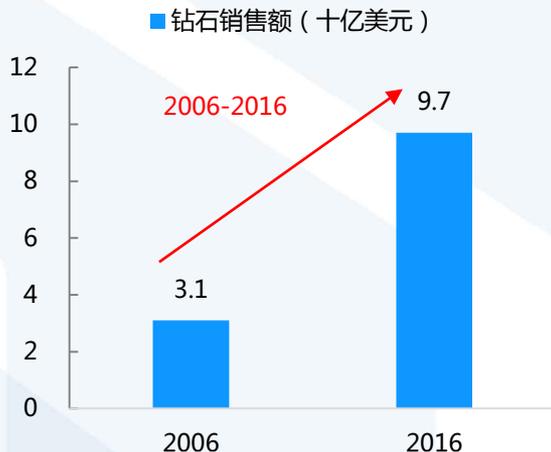
产品类型	黄金	钻石	珍珠	彩色宝石	翡翠、玉石	智能化首饰	其他贵金属
销售额 (亿元)	3100	450	150	200	400	200	400
同比变化	首饰用金-18.91% 金条用金+28.19% 金币用金+36.80%	+26%	上升	上升	有所回升，但 高低端产品出 现分化	增长明显	--

资料来源：中国珠宝玉石首饰行业协会、国泰君安证券研究

钻石镶嵌珠宝市场拓展空间较大

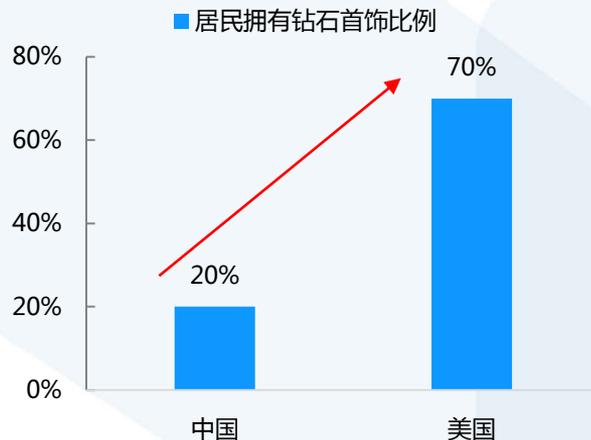
- 根据De Beers数据，2016年我国钻石珠宝2006-2016年CAGR达到12%，增速位于全球首位
- 与70%的美国人拥有钻石首饰相比，目前只有20%的中国城市居民拥有钻石首饰，未来中国的钻石销售市场拓展空间较大。

图：06-16年钻石销售额CAGR达12%

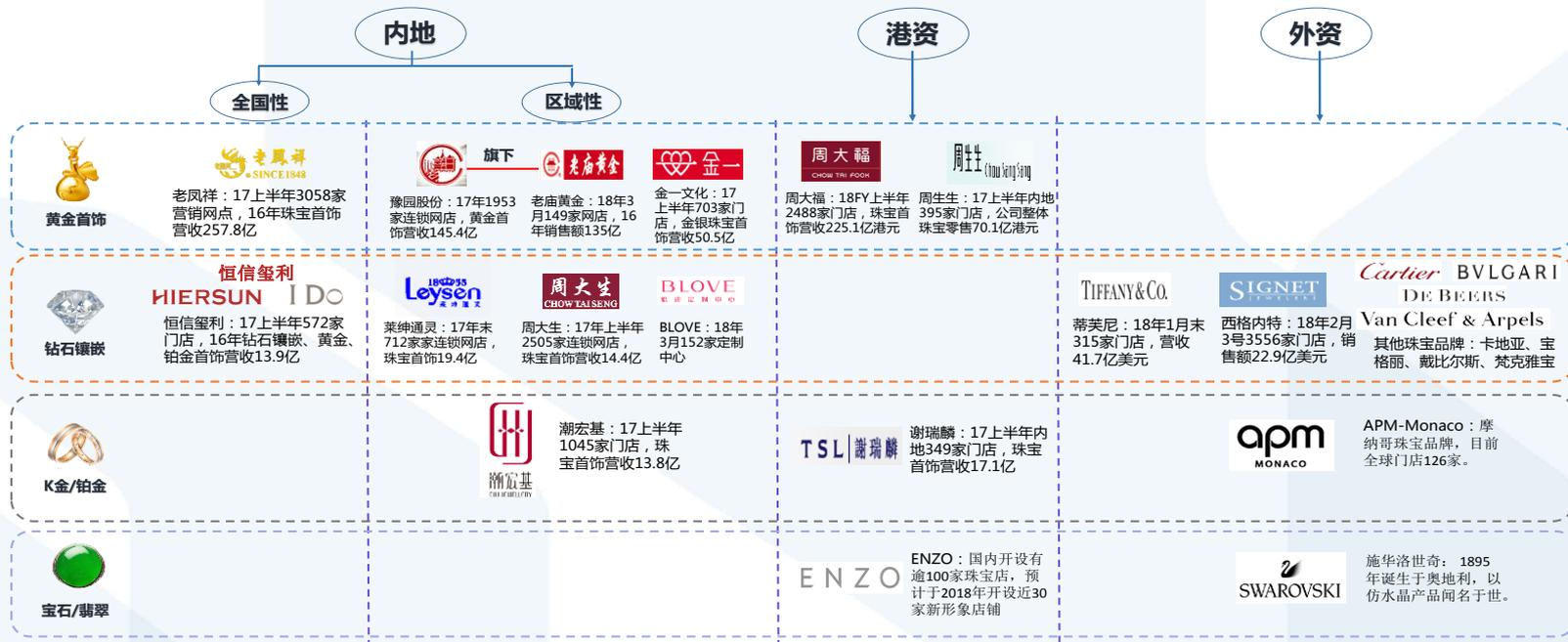


资料来源：De Beers、国泰君安证券研究

图：我国钻石消费对标美国提升空间较大

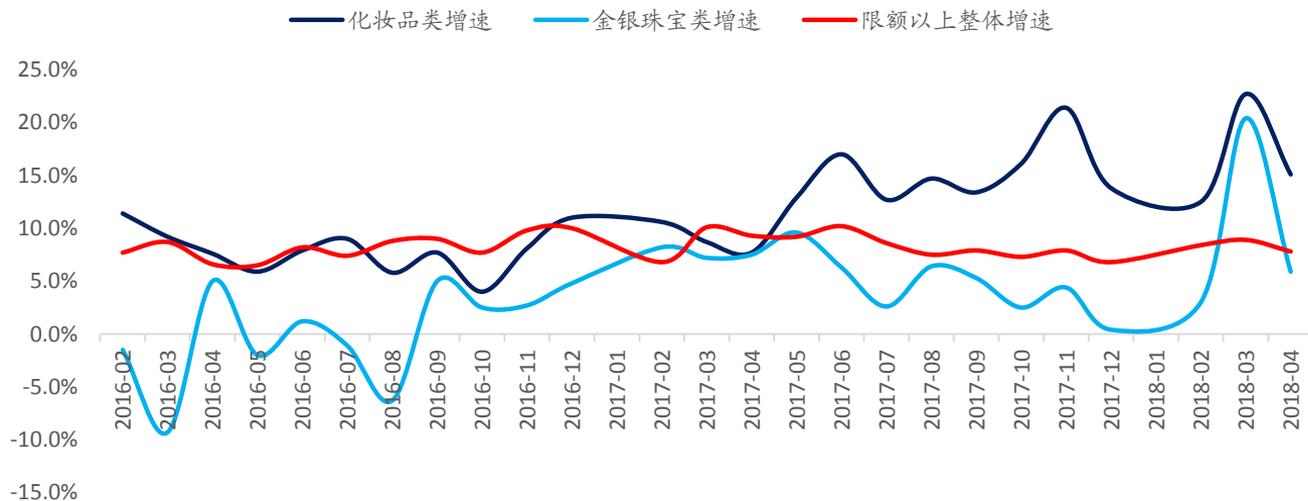


竞争格局：中资、港资、外资三分天下，产品定位差异化



资料来源：国泰君安证券研究

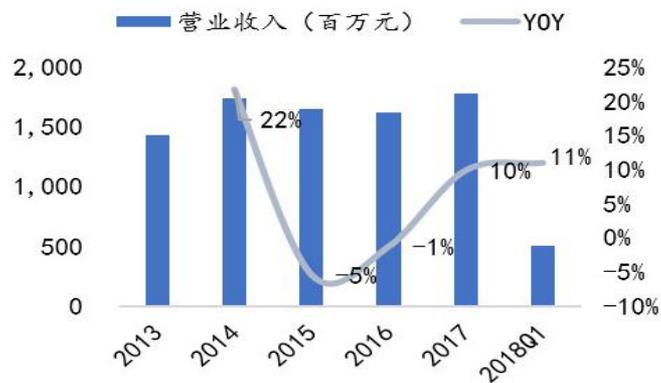
2018年化妆品、珠宝品类限额以上行业增速再加快



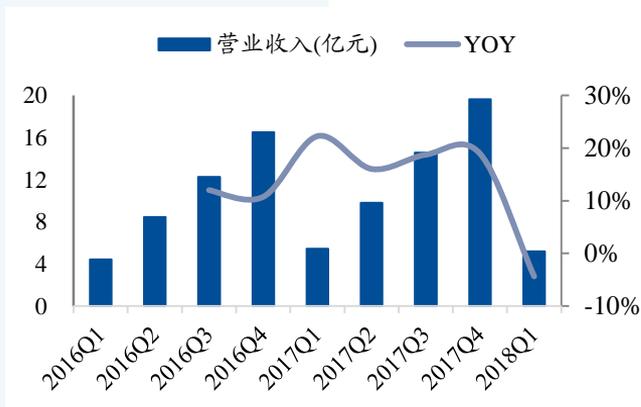
资料来源：Wind、国泰君安证券研究

化妆品、珠宝等国货品牌顺应中档消费复苏趋势，进一步强化在三四线城市、线上渠道布局，有望在行业高增速时期加快崛起步伐。建议增持：珀莱雅、上海家化、拉芳家化、莱绅通灵、飞亚达、老凤祥等，受益标的：周大生。

图：珀莱雅收入增速明显回升



图：莱绅通灵2018Q1收入增速暂缓



珀莱雅：2018年一季报超预期，电商和单品牌店同步发力，营销和研发助力品牌升级，内增外延双轮驱动。预计18-20年公司EPS为1.30/1.62/2.00元，目标价45.5元。

莱绅通灵：公司Q1由于自营关店、节日重叠、自身品牌升级换挡等因素，出现一定波折，但品牌升级和加盟扩展两大战略和2018目标没有变化，在后续加盟展店加速、影视等营销投放加强带动下，收入、利润有望恢复高增速。公司当前股价对应2018年PE仅21倍PE，已充分反映Q1悲观预期，目标价36.4元，增持。

目录 / CONTENTS

01 2018中档消费崛起

02 国货品牌加速腾飞

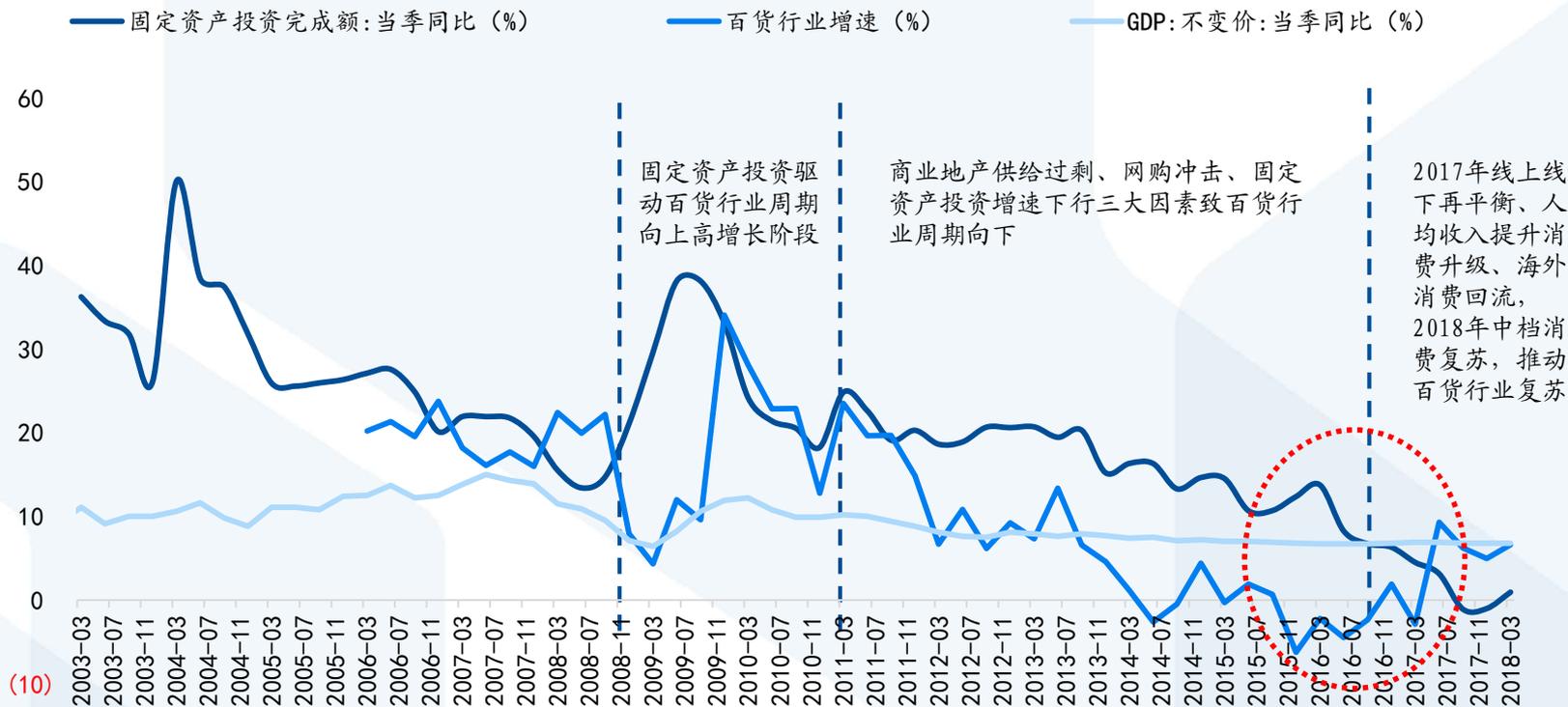
03 百货行业再迎春天

04 巨头回归催化电商、新零售



中档消费崛起，百货行业再迎春天

百货行业经历2009-2011年高增长、2012-2016年下行、2017年开始复苏3时期



资料来源：Wind、国泰君安证券研究

人均收入提升驱动消费升级

- 从国际经验来看，人均GDP8000-10000美元时期是消费升级起点。2016年我国人均GDP8500美元，长周期消费升级趋势正在形成。

消费者回归品质追求，线下消费体验提升

- 伴随着消费升级的推进，消费者的价格敏感性在降低，而对于品质的追求在提升。线下百货可以更好的满足消费者对于品质的追求，让消费者体会更多购物乐趣

线下百货复苏

2018年中档消费崛起

- 中档消费崛起对百货是重大利好，中档消费企业给予百货更高扣点，在带来收入弹性的同时也有更强利润弹性

海外消费回流

- 2017年已成中国海外消费回流拐点，益普索的年度调查显示：中国游客把购物作为主要旅游动机的比例从2016年的逾三分之二下滑到2017年的三分之一

中档消费崛起，百货盈利弹性显著加强。2018年中档消费崛起，国产品牌更高的扣点率使得定位中端的百货企业盈利弹性显著提升。

建议增持：王府井、天虹股份、重庆百货、百联股份等；受益标的：大东方、首商股份等

- 王府井：资产整合做大做强，国改经营活力释放

01

基本面稳健增长

王府井为全国性百货龙头，是少数具有全国扩张意愿和能力的企业。2018年凭借中西部地区、三四线广泛布局，显著受益中档消费崛起。**中西部主力门店增效和次新门店成熟是公司业绩增长两大动力**。预计公司2018年收入增速8%，净利润增速37%（经营性增速21%），2018-2020年净利润复合增速18%。

王府井财务预测（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	26,085	28,199	30,485	32,755
(+/-)%	11%	8%	8%	7%
净利润（归母）	910	1,242	1,311	1,499
(+/-)%	19%	37%	6%	14%
扣除一次性利息影响净利润	910	1,098	1,311	1,499
(+/-)%	19%	21%	19%	14%
每股净收益（元）	1.17	1.60	1.69	1.93

数据：国泰君安证券研究

02

国改持续推进

公司为北京国企，通过自建扩张、资产整合等形式做大做强成为全国一流商业集团是公司长期愿景。2017-2018年先后通过收购大股东资产、股权划转，完成了王府井集团资产整体上市，并划转至首旅集团旗下。未来主要看点是首旅集团旗下王府井、首商股份等商业上市公司整合预期和由此带来的激励机制变革。

03

估值分析和投资建议

公司目前对应2018年PE14倍（PS0.61倍，PB1.6倍），百货行业2018年PE平均19.6倍，公司历史PE动态估值区间为11-50倍，平均估值为24倍。目标价26.8元，增持评级。

- 天虹股份：门店扩张加速，新零售合作再进一步

01

基本面：门店加速扩张

天虹股份百货、超市业态全国布局完善，已进驻8省22市，各业态门店共计291家，三四线中档定位突出。公司2017年以来，同店收入增速转正，地产结算增厚业绩，2018年预计全年有望新开10家百货或购物中心，为近年来最高水平。**新门店加速拓展，地产结算将显著提升公司收入和利润增速。预计公司2018年收入增速9%，净利润增速22%，2018-2020年净利润复合增速21%。**

财务摘要 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	18,536	20,284	22,261	24,470
(+/-)%	7%	9%	10%	10%
经营利润 (EBIT)	815	1,106	1,373	1,669
(+/-)%	29%	36%	24%	22%
净利润 (归母)	718	876	1,072	1,290
(+/-)%	37%	22%	22%	20%
每股净收益 (元)	0.60	0.73	0.89	1.07
每股收益 (元)	0.00	0.20	0.20	0.20

02

新零售合作与国企改革推进

公司为中航系国企，2017年底推出员工持股计划，激励机制进一步优化，高管与核心员工参与，拟增持不超过1.18亿元，已增持0.77亿元，均价16.62元。2018年公司携手腾讯成立“智能零售实验室”，双方将共同研发支持零售业务数字化、智能化发展的系统产品模组，探索零售业务前沿的技术应用，未来双方合作有望进一步深入。

03

估值分析和投资建议

公司目前对应2018年PE20倍，未来2018-2020年利润复合增速21%，与腾讯新零售合作有望提振估值，目标价17.45元，增持评级。

- 重庆百货：混改破冰盈利改善，马上金融加速爆发

01

基本面：经营效率提升显著

重庆百货主要业务分部四川、重庆等地区，业态百货为主，超市、家电等业务为辅。2017年以前受超市等业态关店收缩带来资产减值损失，盈利能力处于历史底部。2018年中档消费崛起，叠加公司混改大幅推进，经营效率正从历史底部逐渐反转。百货、超市业态盈利加强，关店减少带来资产减值大幅下降将推动公司主业盈利能力大幅提升。预计公司2018年收入增速4%，净利润增速32%，2018-2020年净利润复合增速28%。

财务摘要（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	32,915	34,267	35,660	36,768
(+/-)%	-3%	4%	4%	3%
经营利润（EBIT）	872	1,005	1,176	1,283
(+/-)%	11%	15%	17%	9%
净利润（归母）	605	800	1,111	1,312
(+/-)%	45%	32%	39%	18%
每股净收益（元）	1.49	1.97	2.73	3.23
每股股利（元）	0.60	0.60	0.60	0.60

02

混改破冰+马上消费金融盈利大增

2018年公司大股东重庆商社再次启动混改，重庆商社将由原国有独资企业变为国资持股45%，一名战略投资者持股45%，另一名战略投资者持股10%的股权结构，重百也有望变为非国企序列，机制理顺有望助力公司提升经营效率、加速新零售资源整合。公司参股马上金融规模和盈利能力全面加速提升，2017年贡献投资收益1.78亿元，马上金融拟第三轮增资20亿元，重百拟出资6.34亿元认购5.66亿股，增资后持股31.06%，马上消费金融盈利提升和单独上市预期都将显著利好公司。

03

估值分析和投资建议

公司目前对应2018年PE17.6倍，未来2018-2020年利润复合增速28%，混改推进与盈利加速改善提振估值，目标价38元，增持评级。

目录 / CONTENTS

01 2018中档消费崛起

02 国货品牌加速腾飞

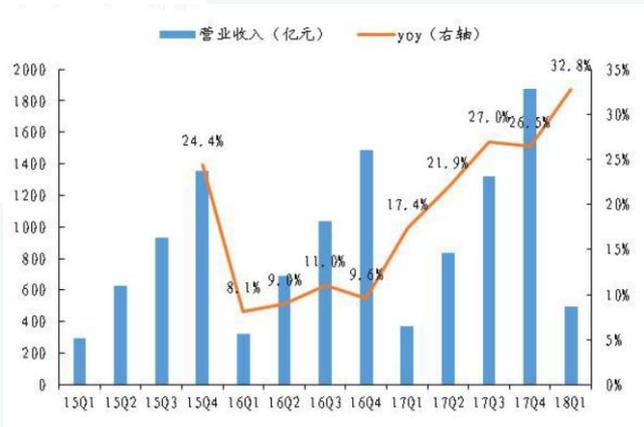
03 百货行业再迎春天

04 巨头回归催化电商、新零售



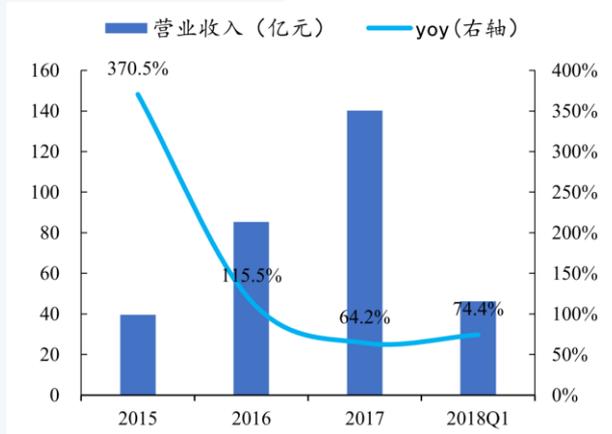
04 阿里京东巨头拟回归显著催化电商、新零售

图：苏宁易购全渠道发力，收入增速再上台阶



资料来源：Wind、国泰君安证券研究

图：跨境通2018Q1收入增速加快



资料来源：Wind、国泰君安证券研究

苏宁易购：2018年Q1全渠道GMV增速46.33%，第三方平台规模大增181%，线下全品类拓展再回10%+高增长时代，新员工持股计划强化激励机制。预计公司2018-2020年收入2521（+35%）、3270（+30%）、4072（+25%）亿元，净利润17、31、45亿元，目标价17.78元。

跨境通：2018年一季度净利润增长65%，高增长持续，中美贸易战对其toC业务影响微弱，预计2018年业绩60%+增长，对应18年仅23XPE，目标价29.4元。

投资建议



国货品牌加速腾飞

个人消费时代来临，化妆品、珠宝等国货品牌顺势崛起。建议增持：**珀莱雅、上海家化、拉芳家化、莱绅通灵、飞亚达、老凤祥**等。



中档消费崛起，百货再迎春天

中档消费崛起，国产品牌更高的扣点率使得定位中端的百货企业盈利弹性显著提升。建议增持：**王府井、天虹股份、重庆百货、百联股份**等。



电商受益巨头回归催化

电商收入持续高增长可期，阿里、京东巨头拟回归，短期提振估值。建议增持：**苏宁易购、跨境通**等。



新零售加速超市行业整合

新零售加速超市行业整合，CPI上行带动行业增速、盈利提升。建议增持：**永辉超市、家家悦**等。

重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	目标价	每股收益(元)			市盈率(X)		投资 评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	
603605.SH	珀莱雅	45.5	1.3	1.3	1.62	28	35	增持
600315.SH	上海家化	45	0.58	0.82	1.12	76	54	增持
603630.SH	拉芳家化	36	0.79	1.19	1.44	35	23	增持
603900.SH	莱绅通灵	36.4	0.92	1.2	1.6	27	21	增持
600612.SH	老凤祥	56.72	2.17	2.5	2.91	17	15	增持
000026.SZ	飞亚达	15.05	0.32	0.43	0.56	32	24	增持
600859.SH	王府井	26.8	1.17	1.34	1.58	20	17	增持
002419.SZ	天虹股份	17.45	0.6	0.73	0.89	25	21	增持
600729.SH	重庆百货	38	1.49	1.97	2.73	25	19	增持
600827.SH	百联股份	21.81	0.47	0.53	0.65	25	22	增持
002640.SZ	跨境通	29.4	0.35	0.8	1.1	53	23	增持
002024.SZ	苏宁易购	17.78	0.45	0.2	0.36	33	75	增持
601933.SH	永辉超市	11.7	0.19	0.21	0.3	50	45	增持
603708.SH	家家悦	24.9	0.66	0.86	1.11	37	28	增持

资料来源：wind，国泰君安证券研究（截止2018年5月29日）

风险提示

- 1、经济增速下滑，抑制可选消费；
- 2、国内消费品行业竞争加剧；
- 3、混改及新零售推进不及预期。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安零售团队

Thank you for listening



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES