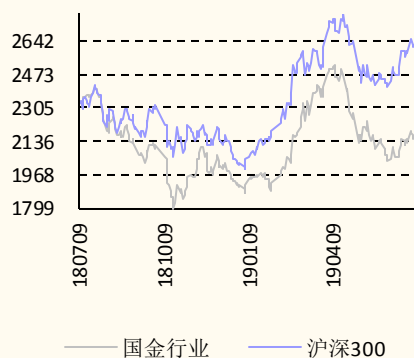


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金纺织品和服装指数	2153.79
沪深300指数	3893.20
上证指数	3011.06
深证成指	9443.22
中小板综指	8995.32



相关报告

- 1.《优衣库的辉煌与 GAP 的黯淡，中国快时尚市场并非变难做，而是分...》，2019.6.25
- 2.《纺服双周报数据谈第 8 期：618 美妆消费表现强势，国货化妆品迎...》，2019.6.23
- 3.《纺服双周报数据谈第 7 期：运动鞋服 2019 M5 阿里数据解读...》，2019.6.9
- 4.《纺服双周报数据谈 2019 第 6 期：化妆品 19 年 4 月阿里数据解读...》，2019.5.5
- 5.《纺服双周报数据谈第 5 期：2019M3 社零增速环比提升，消费回...》，2019.4.21

吴劲草 分析师 SAC 执业编号：S1130518070002
wujc@gjzq.com.cn

姬雨楠 联系人
jiyunan@gjzq.com.cn

前瞻拆解：丸美股份即将登陆 A 股，化妆品上市公司再添一员猛将

重点事件

- **丸美股份即将登陆 A 股**：2019 年 6 月，以“眼霜”著称的国产化妆品公司丸美股份的上市申请获得证监会核准，本次公开发行价格拟定为 20.54 元/股，发行股份数量不超过 4,100 万股，占发行后总股本比例不低于 10%。预计募集资金总额为 8.4 亿元，扣除发行费用后募集资金净额为 7.9 亿元，主要用于公司彩妆产品生产线建设、营销网络建设、智慧零售终端建设等。

点评

- **丸美是以差异化“眼部护理”产品著称的国内知名化妆品企业**：公司 2002 年成立于广州，旗下拥有“丸美”、“春纪”和“恋火”三个品牌。主导品牌“丸美”为我国眼霜领域的知名品牌，明星产品“弹弹弹，弹走鱼尾纹”的弹力蛋白眼精华开启了众多中国女性“眼部护理”的启蒙时代。公司产品以差异化的定位，主要满足二三线城市 25~45 岁消费者需求。公司渠道以经销为主、直营和代销为辅，目前覆盖百货专柜、CS、电商、美容院及商超等。2011-2018 年，公司营收由 6.13 亿元增长至 15.76 亿元，年均复合增速 14%；扣非归母净利润由 1.69 亿元增长至 3.58 亿元，年均复合增速 11%。
- **分品牌来看，公司主品牌“丸美”收入占比超过 89%**：2016-2018 年，主品牌“丸美”实现收入 10.38/11.74/14.05 亿元，增速为 0.8%/13.1%/19.7%，营收占比分别为 85.9%/86.9%/89.3%，近年来主品牌的高端化不断推进，增长呈现加速态势。“春纪”是定位“食材养肤”大众护肤品牌，2016-2018 年实现收入 1.70/1.76/1.43 亿元，增速为 5.7%/3.3%/-19.0%，营收占比分别为 14.3%/14.8%/12.0%。“恋火”品牌是以年轻化定位的彩妆品牌，2017-2018 年，恋火分别实现收入 0.02/0.27 亿元，营收占比分别为 0.1%/2.2%，现处于国内品牌力培育初期，有望享受彩妆细分赛道的高速增长红利。
- **从线上线下布局来看，电商（直营+经销）营收占比达到 41.8%，线下以 CS 渠道为主，CS 渠道营收占比为 39.8%**：2016-2018 年，电商渠道实现营业收入 3.50/5.02/6.58 亿元，增速为 35.6%/43.3%/31.0%，营收占比为 29.0%/37.1%/41.8%。公司与天猫美妆等平台保持密切沟通，线上直营店铺代运营公司为涅生电商，核心团队为公司服务超过 5 年；线上经销商包括美妮美雅等，具有丰富行业经验。未来公司电商渠道仍将是增长的主要驱动引擎。公司线下渠道以日化 CS 渠道为主，百货专柜、美容院和商超为辅。截至 2018 年，公司共有经销商终端网点 16555 家，日化 CS 店为主要形式。
- **创始人夫妻为公司实际控制人，LVMH 旗下私募基金为第二大股东**：公司上市前，创始人孙怀庆、王晓蒲夫妻为实际控制人，合计持股 90%；LVMH 旗下专注亚洲消费品的基金 L Capital 持股 10%，为第二大股东。L Capital 承诺在公司上市后 12 个月内不会转让或由公司回购其持有股份，但有意在锁定期届满后 24 个月内减持该解除锁定部分 60%-100% 的公司股份。

投资建议

- **化妆品是景气度较高的消费子行业，电商和复杂的下沉渠道是商业核心变量，也是本土品牌逆袭的利器**。目前我国化妆品仍处于国货崛起的早期阶段，大浪淘沙，未来具备“研发+品牌+渠道+营销”综合竞争力的本土品牌集团有望胜出。建议关注珀莱雅、上海家化、丸美股份（即将上市）。
- **风险提示**：市场竞争加剧、能否有效管控经销商、募投项目效果不达预期

重点事件

- **丸美股份即将登陆 A 股：**2019 年 6 月，以“眼霜”著称的国产化妆品公司丸美股份的上市申请获得证监会核准，本次公开发行价格拟定为 20.54 元/股，发行股份数量不超过 4,100 万股，占发行后总股本比例不低于 10%。预计募集资金总额为 8.4 亿元，扣除发行费用后募集资金净额为 7.9 亿元，主要用于公司彩妆产品生产线建设、营销网络建设、智慧零售终端建设等。

点评

- **丸美是以差异化“眼部护理”产品著称的国内知名化妆品企业：**公司 2002 年成立于广州，目前旗下拥有“丸美”、“春纪”和“恋火”三个品牌。主导品牌“丸美”已成为我国眼霜领域的知名品牌，明星产品“弹弹弹，弹走鱼尾纹”的弹力蛋白眼精华开启了众多中国女性“眼部护理”的启蒙时代。公司产品以差异化的定位，满足二三线城市不同年龄、消费偏好、消费层次的消费者需求。公司渠道以经销为主、直营和代销为辅，目前已建立覆盖百货专柜、CS、电商、美容院及商超等多种渠道的销售网络。

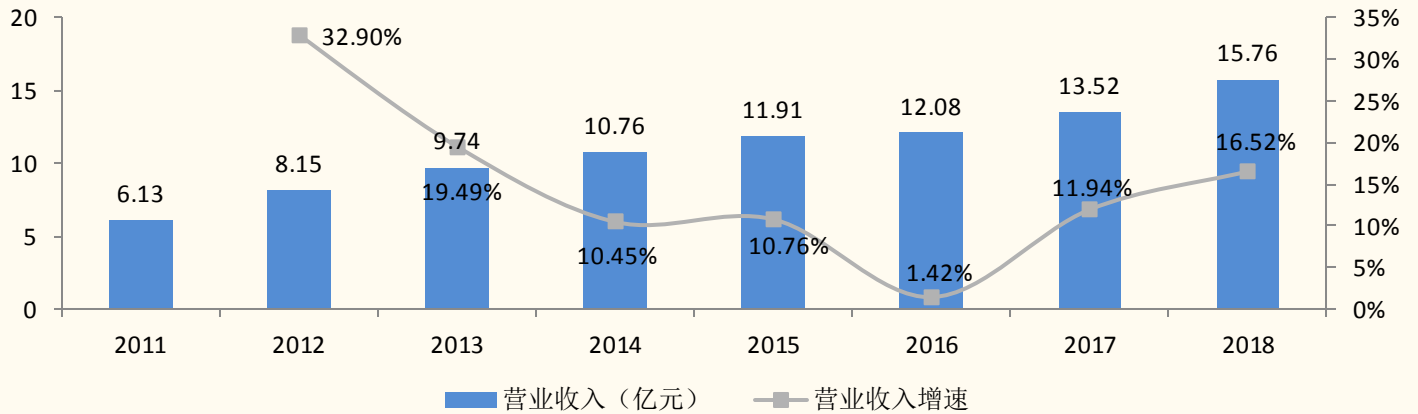
图表 1：公司发展历程



来源：公司官网，国金证券研究所

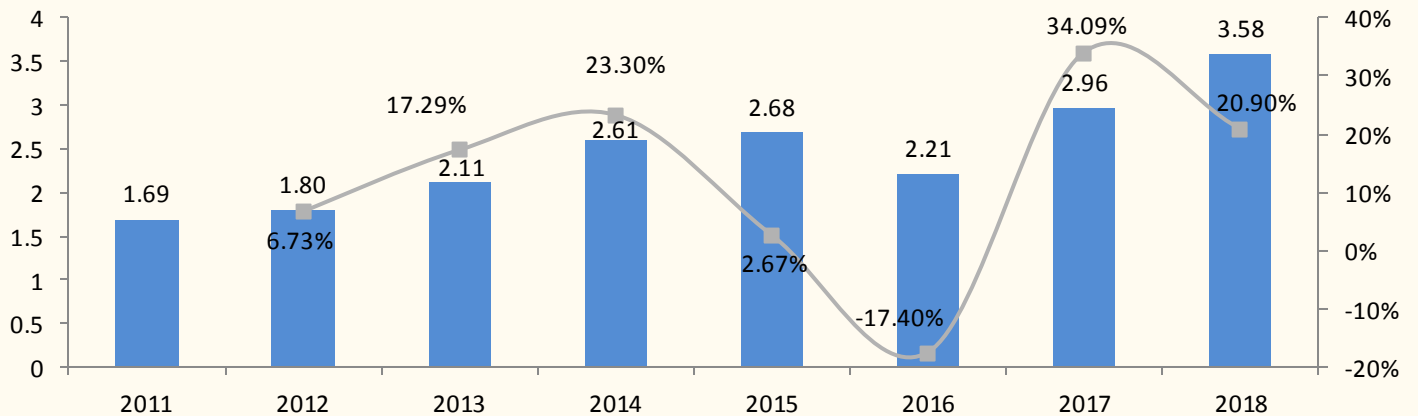
- **2011-2018 公司年均营收复合增速 14%，年均扣非归母净利润复合增速 11%：**2011-2018 年，公司营收由 6.13 亿元增长至 15.76 亿元，年均复合增速为 14%；公司扣非归母净利润由 1.69 亿元增长至 3.58 亿元，年均复合增速为 11%。最近三年（2016-2018），公司分别实现营收 12.08/13.52/15.76 亿元，分别同比+1.42%/+11.94%/+16.52%；实现归母净利润 2.32/3.12/4.15 亿元，分别同比-17.50%/+34.34%/+33.14%；实现扣非归母净利润 2.21/2.96/3.58 亿元，分别同比-17.4%/+34.09%/+20.90%。

图表 2: 2011-2018 营收 (亿元) 及增速



来源: Wind, 国金证券研究所







图表 3: 2011-2018 扣非归母净利润 (亿元) 及增速



来源: Wind, 国金证券研究所

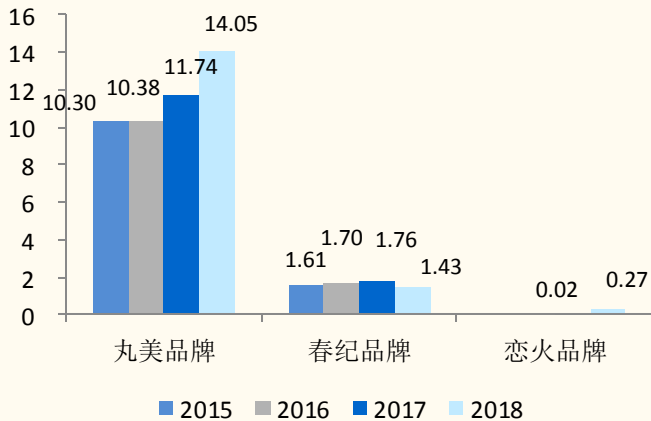
- **分品牌来看:** 公司主品牌“丸美”收入占比超过 89%，以“眼部护肤”为重要品类，渠道覆盖线下日化专营店 (CS)、百货专柜、美容院以及线上电商平台。2007 年公司推出以“天然食材养肤”为理念的大众化护肤品牌“春纪”，为青春女性打造天然护肤方案，覆盖渠道包括 CS、商超和电商。2017 年，公司投资进入彩妆市场，新增以年轻化定位、“自信时尚”为内涵的“恋火”品牌，主攻 CS 和电商渠道。

图表 4：公司品牌矩阵

品牌	品牌介绍	品牌品类	销售渠道	价格区间 (单品)	产品图片
丸美 	<p>①品牌定位：以眼部护理为突破口，致力于打造满足女性肌肤综合需求的护肤方案，核心年龄层为 25~45 岁。</p> <p>②产品系列：弹力蛋白凝时紧致系列、白色之恋纯白系列、巧克力青春丝滑系列、雪绒花纯净保湿系列等多个系列。</p>	眼部护肤类 肌肤清洁类 护肤-膏霜乳液 护肤-面膜	<p>①线下：日化 CS 店、百货、美容院</p> <p>②线上：电商</p>	40-500	
春纪 	<p>①品牌定位：以“天然食材养肤”为理念的大众化护肤品牌，核心年龄层为 18~35 岁。</p> <p>②产品系列：杨梅水漾保湿系列、弹力娇嫩系列、黑白摩登美白系列等系列。</p>	眼部护肤类 肌肤清洁类 护肤-膏霜乳液 护肤-面膜	<p>①线下：日化 CS 店、商超</p> <p>②线上：电商</p>	10-300	
恋火 	<p>品牌定位：以“自信时尚”为品牌内涵的彩妆品牌，核心年龄层为 18~40 岁。</p>	彩妆类 (底妆、眼妆、唇妆等)	<p>①线下：日化 CS 店</p> <p>②线上：电商</p>	20-250	

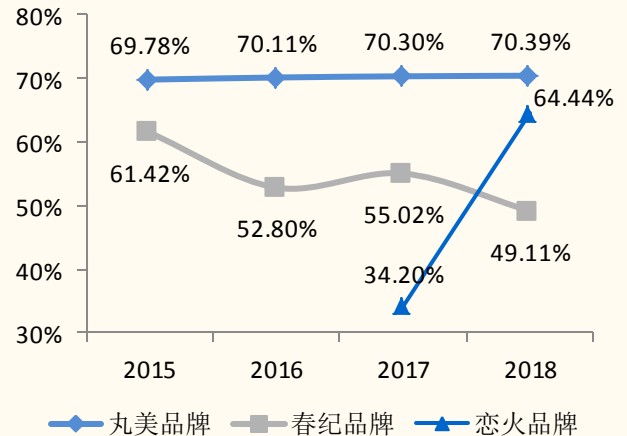
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：2015-2018 公司分品牌营收 (亿元)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2015-2018 公司分品牌业务毛利率



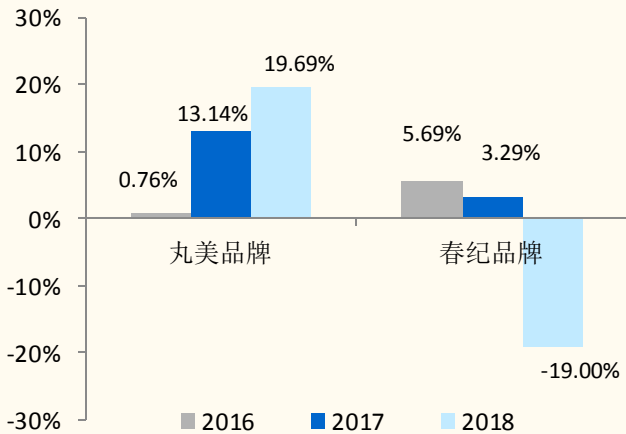
来源：公司公告，国金证券研究所

- ① “丸美”品牌：公司主打品牌，于 2000 年推出，原为中日合资品牌，2010 年成为内资品牌。2016-2018 年，丸美品牌分别实现收入 10.38/11.74/14.05 亿元，增速为 0.8%/13.1%/19.7%，营收占比分别为 85.9%/86.9%/89.3%。近年来，公司全力推进主品牌的高端化建设与发展，在激烈的国产美妆竞争环境下，“丸美”整体增长呈加速态势。
- ② “春纪”品牌：是公司主推的“食材养肤”大众护肤品牌，2016-2018 年，春纪品牌分别实现收入 1.70/1.76/1.43 亿元，增速为

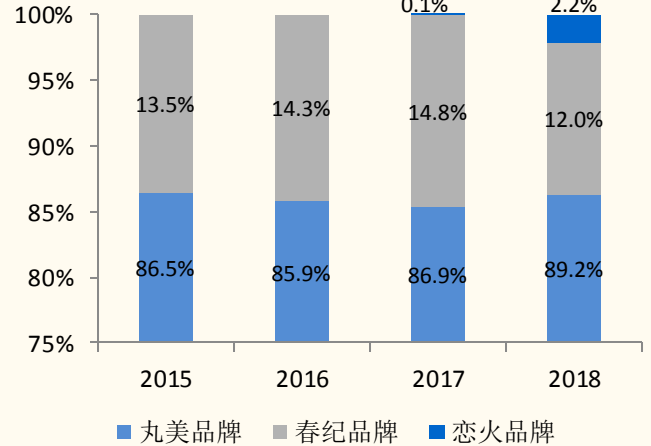
5.7%/3.3%/-19.0%，营收占比分别为 14.3%/14.8%/12.0%。春纪与丸美采用差异化定位，聚焦“天然食材养肤”，覆盖年轻消费群体。

- ③ “恋火”品牌：公司以年轻化定位的彩妆品牌。该品牌原为韩国品牌，2007 年进军中国，由广州市韩彩化妆品公司负责运营，2017Q4 被公司收购，现处于国内品牌力培育初期，有望享受彩妆细分赛道的高速增长红利，发展空间广阔。2017-2018 年，恋火分别实现收入 0.02/0.27 亿元，营收占比分别为 0.1%/2.2%。值得注意的是，“恋火”2018 年毛利率大幅提高，一方面由于公司对恋火经销商定价由 3.5 折提高到 4 折，另一方面则是由于恋火产品从外购成品逐步转为外购半成品进行委外生产，从而降低了产品的单位成本。

图表 7：2016-2018 公司各品牌营收增速



图表 8：2015-2018 公司各业务营收占比

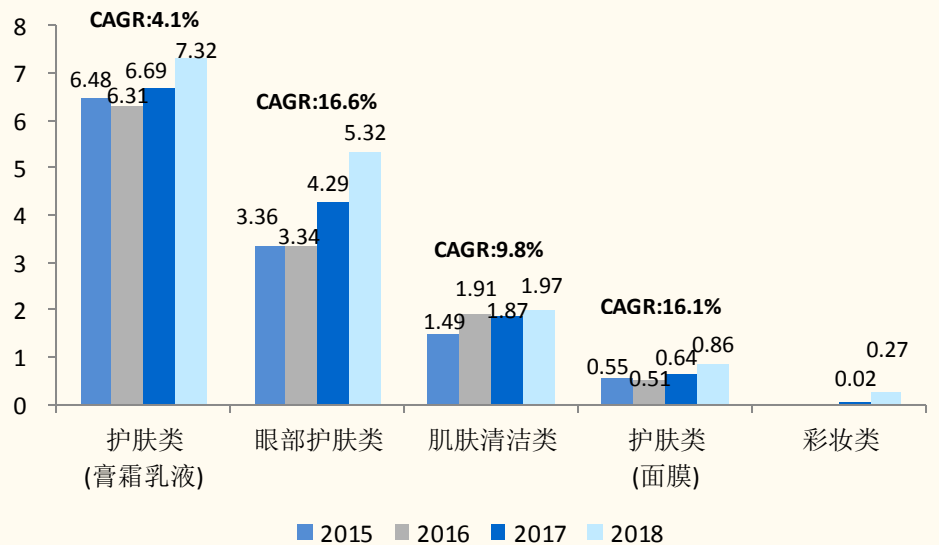


产品来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

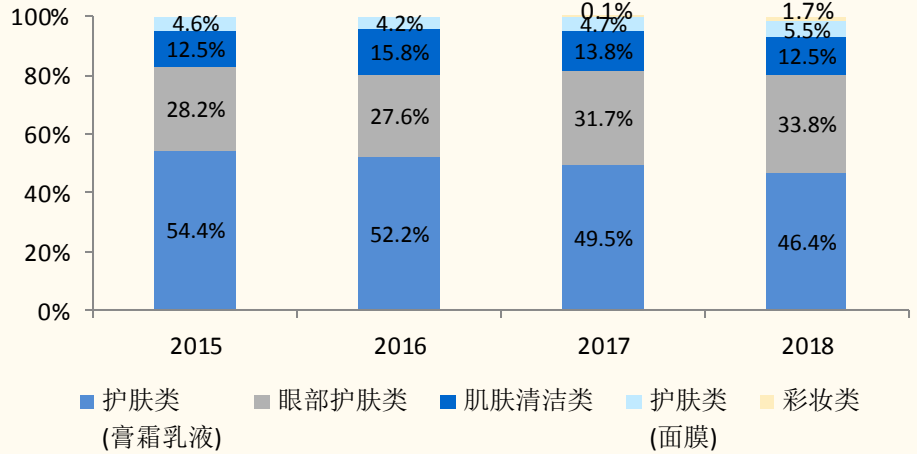
- 从产品品类发展来看，公司眼部护肤增速强劲，面部护肤稳健发展，彩妆蓄势待发。公司采用“以点带面”的单品类突破战略，由眼部护肤切入，现已形成全品类发展态势。其中，眼部护肤增速强劲，2015-2018 年分别实现收入 3.36/3.34/4.29/5.32 亿元，复合增速为 16.6%，营收占比不断提升，近 4 年占比分别为 28.2%/27.6%/31.7%/33.8%。2015-2018 年，护肤类（膏霜乳液）、肌肤清洁类、护肤类（面膜）品类的复合增速分别为 4.1%、9.8%和 16.1%，发展较为稳健。

图表 9：公司分品类业务营收（亿元）及复合增速



来源：公司公告，国金证券研究所

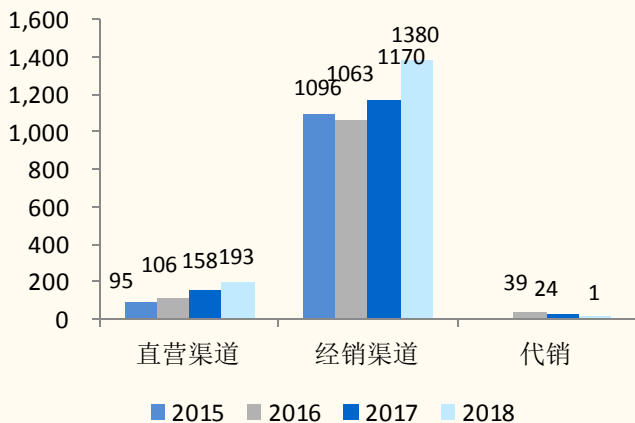
图表 10: 2015-2018 公司各品类营收占比



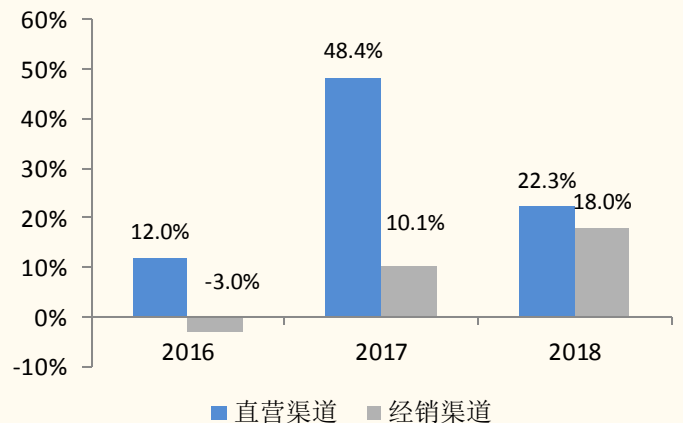
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 从销售模式来看, 公司以经销为主、直营和代销为辅。公司的经销渠道主要包括线下日化店 (CS) 渠道、线下百货专柜、线下美容院、线下商超 (春纪品牌) 以及线上电商渠道; 直营渠道主要包括线上电商渠道和线下百货专柜渠道; 代销渠道主要包括 2016-2017 年与屈臣氏、大润发的代销合作, 由于销售未达预期, 2018 年起代销模式已终止。
- 经销渠道: 是公司长期发力建设的重要渠道, 在二、三线城市已实现规模化布局。2016-2018 年, 公司经销渠道分别实现营业收入 10.63/11.70/13.80 亿元, 增速分别为 -3.0%/10.1%/18.0%, 营收占比分别为 88.0%/86.5%/87.7%。
- 直营渠道: 主要包括公司直营百货专柜以及以“丸美天猫旗舰店”为代表的直营网络渠道。2016-2018 年, 公司直营渠道分别实现营业收入 1.06/1.58/1.93 亿元, 增速分别为 12%/48.4%/22.3%, 营收占比分别为 8.8%/11.7%/12.3%。

图表 11: 2016-2018 直营、经销、代销收入 (百万元)



图表 12: 2016-2018 直营、经销增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

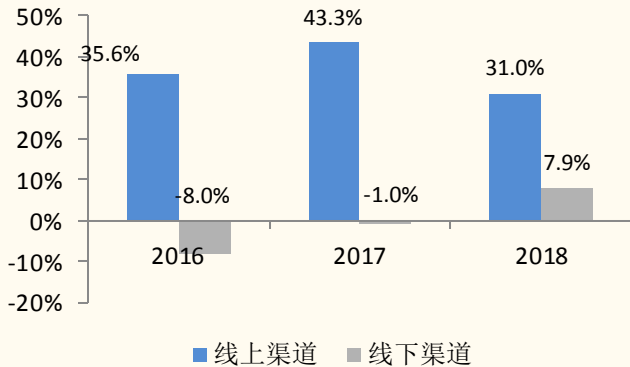
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 从线上线下游局来看, 公司积极开拓电商渠道, 线上占比达到 41.8%。
- 线上渠道: 电商潜力巨大, 是未来增长的重要引擎。公司于 2011 年首次开设旗舰店, 现已覆盖天猫、京东、唯品会等电商平台。2016-2018 年, 公司电商渠道分别实现营业收入 3.50/5.02/6.58 亿元, 增速分别为 35.6%/43.3%/31.0%, 营收占比分别为 29.0%/37.1%/41.8%。公司

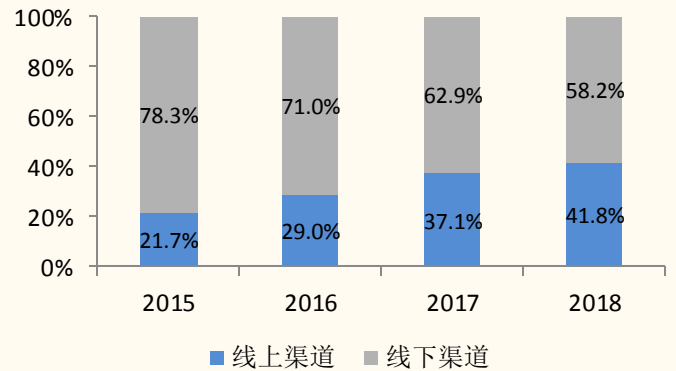
与天猫美妆等平台保持密切沟通，积极调整运营思路，努力争取更多平台资源。公司线上直营店铺代运营公司为广州涅生电商，核心团队为公司服务超过五年，熟悉公司的品牌和运作。公司电商经销商包括美妮美雅、欧玉美等，自国内电商发展之初即开始经营电商业务，具有丰富的行业经验。未来公司电商渠道仍将是增长的主要驱动引擎。

- **线下渠道：以日化 CS 渠道为主，百货专柜、美容院和商超为辅。** 2016-2018 年，公司线下渠道分别实现营业收入 8.58/8.50/9.17 亿元，增速分别为-8.0%/-1.0%/7.9%，营收占比分别为 71.0%/62.9%/58.2%，截止 2018 年，公司共有经销商终端网点 16555 家，日化 CS 店为主要形式。

图表 13：2016-2018 公司线上、线下渠道增速比较



图表 14：2015-2018 公司线上、线下渠道占比

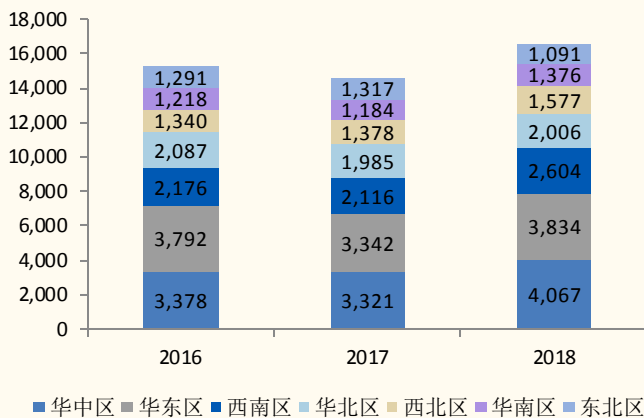


来源：国金证券研究所

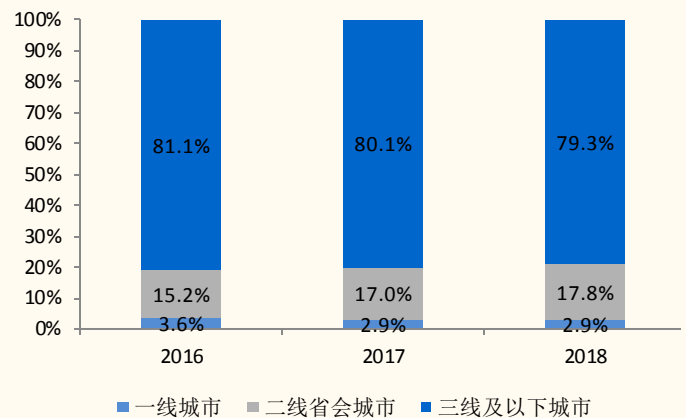
来源：国金证券研究所

- **目前公司已经形成以三线及以下城市为重点布局的经销商终端网点：**截至 2018 年 12 月 31 日，公司经销商终端网点的数量已超过 16,000 个。其中一线城市终端网点数量占比 2.89%，二线城市（省会城市）终端网点数量占比 17.80%，三线及以下城市终端网点数量占比 79.31%。华中、华东是经销商终端网点分布的主要地区，华南、东北区域是未来潜力增长区域。

图表 15：2016-2018 公司各区域网点分布（家）



图表 16：2016-2018 公司各线城市网点分布占比



来源：公司公告，国金证券研究所

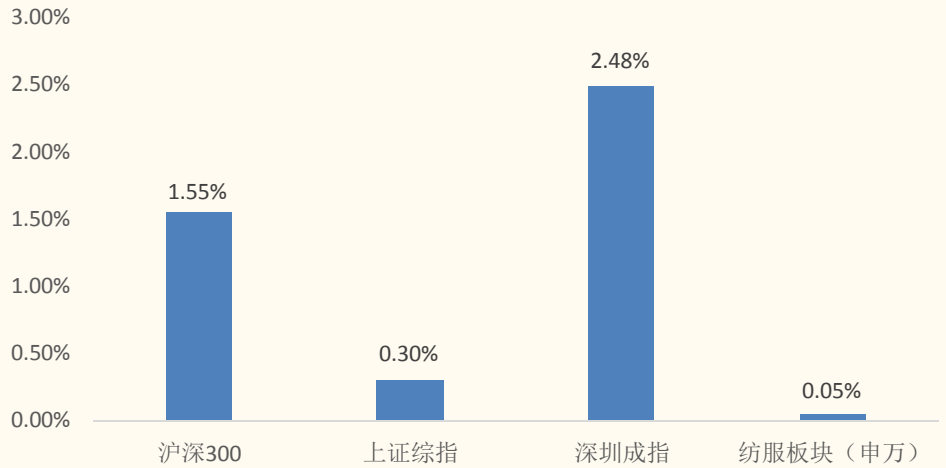
来源：公司公告，国金证券研究所

- **公司股权结构稳定，创始人夫妻为公司实际控制人：**公司上市前，创始人孙怀庆、王晓蒲夫妻为实际控制人，合计持股 90%，创始人夫妻处于绝对控股地位，股权结构稳定且较为集中。
- **第二大股东 L Capital 亚洲基金**是全球第一大奢侈品集团 LVMH 和 Arnault 投资集团发起的私募股权投资基金 L Capital 下的专注于亚洲消费品行业的基金，由创始人夫妇（孙怀庆&王晓蒲）于 2013 年 5 月转让所得。L Capital 承诺在丸美上市后 12 个月内不会转让或由公司回购其持有股份，

行情回顾

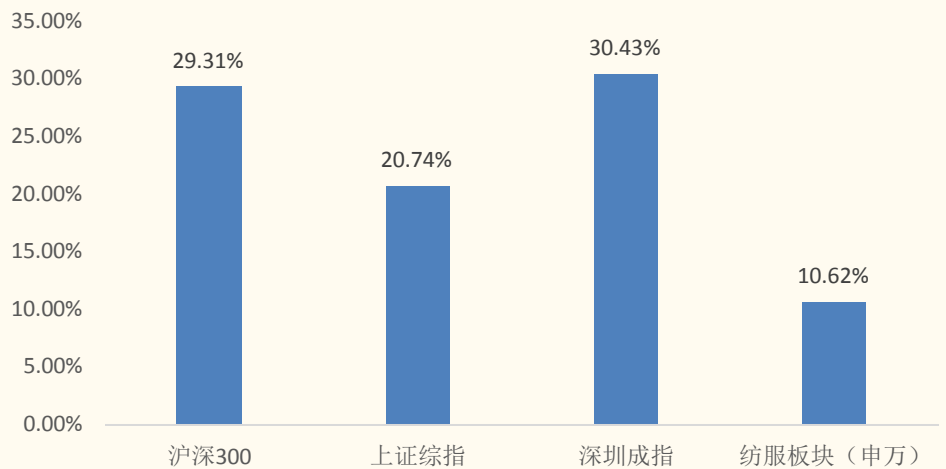
- 2019年6月24日至2019年7月7日，沪深300指数涨跌幅+1.55%，上证综指+0.30%，深圳成指+2.48%，纺服板块指数（申万）+0.05%。
- 年初至今，沪深300指数涨跌幅+29.31%，上证综指+20.74%，深圳成指+30.43%，纺服板块指数（申万）+10.62%。

图表 19：近两周各指数涨跌幅



来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：年初至今各指数涨跌幅



来源：Wind，国金证券研究所

行业重点公告

- **【丸美股份】(603983) 6月30日丸美股份发布首次公开发行A股股票第二次投资风险特别公告**

公司原定于2019年6月25日进行的申购将推迟至2019年7月16日,拟定的发行价格为20.54元/股,对应的2018年摊薄后市盈率为22.99倍,高于中证指数有限公司发布的“化学原料及化学制品制造业(C26)”最近一个月平均静态市盈率16.97倍(截至2019年6月20日)。本次发行市盈率高于行业平均市盈率,存在未来公司估值水平向行业平均市盈率回归,股价下跌给新股投资者带来损失的风险。
- **【海澜之家】(600398) 7月1日海澜之家股份有限公司发布可转债转股结果暨股份变动公告**

截至2019年6月30日,累计共有51.6万元“海澜转债”已转换成公司股票,因转股形成的股份数量为4.17万股,占可转债转股前公司已发行股份总额的0.0009%。尚未转股的可转债金额为29.99亿元,占可转债发行总量的99.98%。
- **【南极电商】(002127) 7月1日南极电商发布关于股份回购进展的公告**

截至2019年6月30日,公司通过集中竞价交易方式回购公司股份数量1696万股,占公司总股本的0.69%,购买的最高成交价为10.989元/股,购买的最低成交价为6.895元/股,支付总金额为1.52亿元(不含交易费用)。
- **【森马服饰】(002563) 7月2日浙江森马服饰股份有限公司发布持股5%以上股东协议转让股份完成过户登记暨减持计划实施完毕的公告**

公司股东邱艳芳女士协议转让给王耀海先生的1.35亿股无限售流通股已于2019年7月1日完成了过户登记手续。
- **【周大生】(002867) 7月2日周大生珠宝股份有限公司发布2018年年度权益分派实施公告**

本公司2018年年度权益分派方案为:以公司现有总股本4.87亿股为基数,向全体股东每10股派6.5元人民币现金,同时以资本公积金向全体股东每10股转增5股。
- **【比音勒芬】(002832) 7月2日比音勒芬服饰股份有限公司发布2018年年度权益分派实施公告**

公司2018年年度权益分派方案为:以现有总股本1.81亿股为基数,向全体股东每10股派5元人民币现金,以资本公积金向全体股东每10股转增7股。
- **【富安娜】(002327) 7月2日富安娜发布关于回购股份进展的公告**

截止2019年6月30日,公司通过集中竞价交易方式实施回购股份,回购数量1902万股,占公司总股本的2.18%,最高成交价为9.13元/股,最低成交价为7.24元/股,成交总金额为1.58亿元
- **【周大生】(002867) 7月3日周大生珠宝股份有限公司发布关于持股5%以上股东减持计划的预披露公告**

公司股东北极光投资拟通过大宗交易方式、集中竞价方式减持股份的数量不超过2924万股(若此期间公司有送股、资本公积金转增股本等股份变动事项,应对该数量进行相应调整),即不超过公司总股本的6%。北极光投资目前持有公司5368万股,占公司总股本的比例为11.02%。

行业重点新闻

■ H&M 集团夏季系列开局表现良好，转型初见成效

中国服装网 7 月 1 日讯，瑞典快时尚巨头 H&M 集团公布了 2019 财年上半年及第二季度完整财报，转型努力正在发挥作用，2019 上半财年销售额同比增长 11% 至 1084.89 亿瑞典克朗，第三季度开局表现良好。财报公布后，截至 6 月 27 日收盘，H&M 集团股价比前一交易日上涨 13.7% 至 165 瑞典克朗每股。

■ 拼多多-JVC 跨界合作，创新老牌家电与电商产生合作新模式

亿欧动力网 7 月 1 日讯，拼多多与 JVC 战略合作发布会在深圳举办，兆驰集团作为 JVC 中国唯一的品牌授权方，受日本 JVC 委托与拼多多签定战略合作协议。兆驰将向拼多多全面开放包括设计研发、产品结构等在内的生产信息，拼多多则将在需求端收集并转化海量数据，经专业团队处理后反馈给兆驰，双方将联手探索实践出一条以需定制、按需定产的道路。

■ 蘑菇街从估值 30 亿美金到市值 3 亿

联商网 7 月 2 日讯，蘑菇街发布上市以来首份全年财报，2019 财年总营收同比增长 10.39%，净亏损同比收窄约 42.96%，仍未实现盈利，财报发布后股价接连下跌，截至 2019 年 7 月 2 日，蘑菇街股价报收 2.89 美元/股，总市值为 3.09 亿美元。这跟 2018 年底蘑菇街上市时的 14 美元发行价与 15 亿美元市值相去甚远。

■ 资生堂推广个性化定制护肤品牌 Optune，称暂时不会进中国

联商网 7 月 2 日讯，日本资生堂通过官网宣布将全面推广 Optune。Optune 是基于物联网技术的个性化护肤系统，它可以根据不同个体日复一日的皮肤状态和生活环境的改变，提供 8 万种不同的皮肤护理方案。该应用在 iPhone 应用商店可下载，其工作原理是借助原始算法分析用户的皮肤状态数据、环境数据（温湿度等）以及睡眠数据，针对用户当前的状态提供备选护肤方案。

■ 31 亿收购娇韵诗香水品牌，欧莱雅奢侈化妆品将超过大众

亿欧动力网 7 月 3 日讯，7 月 2 日欧莱雅集团对外宣布，正与娇韵诗集团进行独家谈判，拟收购娇韵诗旗下的香水业务，包括 Mugler 和 Azzaro 两大香水品牌。此次收购需要等待监管部门的批准，预期将在 2019 年年内完成。

■ Swisse 母公司再出手，收购一英国高端护肤品牌

品观网 7 月 5 日讯，英国高端护肤品牌 Aurelia Probiotic Skincare 已被 H&H（健合）集团收购。Aurelia 创立于 2013 年，是最早创新益生菌护肤品的公司之一，产品包括身体护理、儿童护肤和抗衰老护肤品等，销售渠道包括电商平台 Net-a-Porter、奢侈品美容零售商 SpaceNK 和美国奢侈品连锁百货公司 Barney's New York 等。H&H（健合）集团旗下还拥有口服美容品牌 Swisse，后者于 2015 年被收购，近年来加速布局中国市场。

■ 香奈儿今日登陆天猫，推全系列香水和美容产品

品观网 7 月 5 日讯，7 月 5 日，香奈儿登陆天猫正式开启预售，推出全系列香水和美容产品，包括香奈儿五号香水、柔光粉底液和丝绒唇膏等。预售结束后，香奈儿香水和美容品天猫官方旗舰店将于 8 月 2 日正式上线，并入驻天猫奢侈品平台 Luxury Pavilion，这家旗舰店也是香奈儿香水与美容品中国第二家官方线上商店。香奈儿方面称：天猫是香奈儿唯一官方认可的第三方电商渠道。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH