

核心平台高增长，新锐品牌表现强劲

——零售行业“双十一”点评报告

推荐|维持

报告要点:

● 2020年双十一天猫、京东平台GMV增速创三年来新高

2020年11月1日-11日，天猫平台累计成交额4982亿元，同比增长26%，增速为过去三年来最高；京东平台累计下单金额2715亿元+，同比增长32.83% (+4.9pct)；苏宁平台线上订单量增长75%；抖音宠粉节期间（10月25日-11月11日）支付口径成交额突破187亿。

● 品类上，家电、服装行业表现亮眼，新锐品牌增长强势

双十一当日，全网成交额前三行业分别为家用电器、手机数码和服装，疫情压制的服装需求在双十一得到释放。天猫双十一期间，多个新锐品牌崭露头角，小家电品牌添可、护肤品牌薇诺娜、内衣品牌Ubras、蕉内、果壳以及服装潮牌Beaster分别进入类目前十，美妆类目方面，彩妆新锐完美日记、花西子夺得天猫美妆第一、第二。

● 淘宝直播头部主播薇娅、李佳琦继续领跑全网带货榜单

10月21日-11月11日，辛选团队总销售额突破88亿，根据胖球数据，淘宝直播头部主播薇娅、李佳琦累计带货均超过70亿，快手主播辛有志GMV超36亿。从平台分布上看，全网带货前20主播中，7位来自淘宝直播、11位快手、2位抖音，合计成交额分别达到184.5亿+、88.7亿+和7.1亿+。

● 重点上市公司双十一表现

化妆品上市公司中，双十一期间珀莱雅天猫旗舰店销售额3亿+，同比增长超50%。上海家化电商主力平台成交额同比增长25%，其中玉泽同比增长131%，片仔癀同比增长171%；丸美全网GMV超2.7亿，同比增长41%；御家汇旗下御泥坊GMV超2.5亿，同比增长超100%；华熙生物旗下润百颜电商全平台破2亿；贝泰妮（拟上市）旗下薇诺娜天猫旗舰店销售额7亿+，同比增长105%，拿下天猫国货美妆旗舰店第一的成绩。代运营公司及消费内容平台方面，壹网壹创（不含浙江上佰）双十一期间GMV首破50亿，旗下上佰GMV首破20亿；丽人丽妆各品牌天猫官方/海外旗舰店GMV30亿+；若羽臣所有品牌全网累计GMV超23亿；宝尊电商全网成交额165亿+；值得买GMV同比增长52.22%、订单量同比增长48.03%。

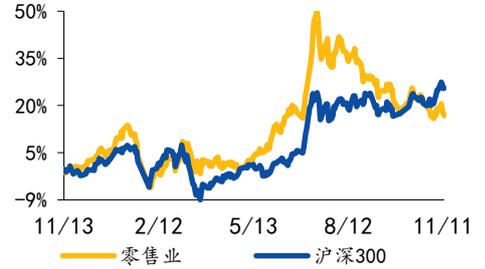
● 投资建议

线上平台继续保持高景气度，天猫双十一增速创过去三年纪录，直播电商快速发展，基础设施及购物场景持续优化拉动线上渗透率提升。同时新锐品牌借线上渠道之风快速崛起，在各类目中崭露头角，传统品牌持续优化渠道结构。建议关注：珀莱雅、上海家化、贝泰妮（拟上市）、值得买、丽人丽妆。

● 风险提示

行业景气度下滑、品牌竞争加剧，渠道拓展不及预期。

过去一年市场行情



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 李典
执业证书编号 S0020516080001
电话 021-51097188-1866
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

联系人 徐熠雯
电话 021-51097188-1866
邮箱 xuyiwen@gyzq.com.cn

目 录

1、主要电商平台双十一数据.....	3
2、重点行业及主播带货数据.....	4
3、重点上市公司及品牌双十一销售情况	7

图表目录

图 1：2012-2020 年天猫平台双十一成交额及增速	3
图 2：2012-2020 年京东平台双十一成交额及增速	3
图 3：2020 年 11 月 11 日电商全网成交额及增速	3
图 4：2020 年 11 月 11 日各平台成交额占比情况	3
表 1：2020 年全网双十一当日成交额 TOP10 行业	4
表 2：2020 年天猫双十一（11.1-11.11）细分行业 TOP10 品牌及排名变化....	4
表 3：2020 年天猫双十一（11.1-11.11）细分行业 TOP10 品牌及排名变化....	5
表 2：2020 年天猫双十一（11.1-11.11）细分行业 TOP10 品牌及排名变化....	5
表 4：2020 年天猫双十一彩妆行业销售额 TOP30 店铺.....	6
表 5：2020 年天猫双十一护肤行业销售额 TOP30 店铺.....	6
表 6：2020 年双十一预售起至活动结束后各平台主播带货情况（2020 年 10 月 21 日-11 月 11 日）	7
表 7：有关上市公司及旗下品牌（若有）双十一销售情况.....	8

1、主要电商平台双十一数据

2020年11月1日-11日，天猫平台成交额4982亿元，同比增长1032亿，增速26%，增速为过去三年来最高；京东平台累计下单金额超2715亿元，同比增长32.83%（+4.9pct）；苏宁平台线上订单量增长75%；抖音宠粉节期间（10.25-11.11）支付口径成交额突破187亿；快手和拼多多没有披露官方数据。

双11当日全网销售额3329亿，较去年有所下降，主要由于核心电商平台天猫拉长活动周期，在11.11日大促的基础上，增加11.1-11.3三天售卖期，分流成交额。此举一方面促进销售，一方面可减缓对社会基础设施压力。分平台看，天猫、京东、拼多多、苏宁易购占全网销售额比例分别为59.1%（-6.4pct）、26.5%（+9.3pct）、5.5%（-0.6pct）和3.3%（-1.6pct），天猫平台拉长售卖期后，在双十一当日占比有所下降，京东占比显著上升，拼多多基本与去年持平。

图 1：2012-2020 年天猫平台双十一成交额及增速

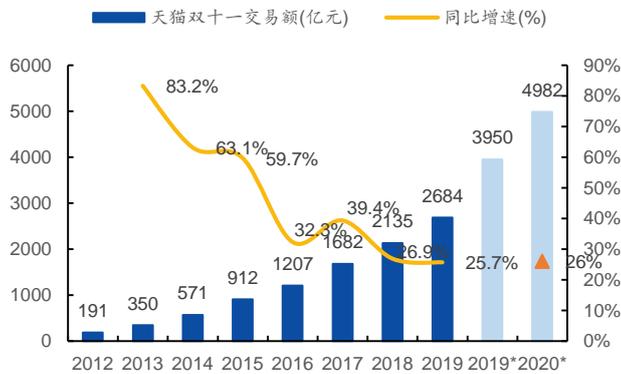
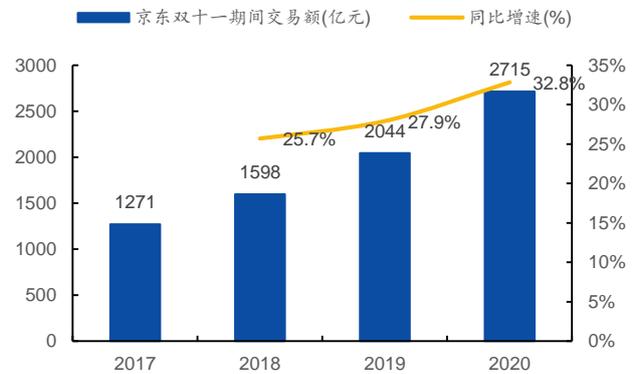


图 2：2012-2020 年京东平台双十一成交额及增速



资料来源：天猫，亿邦动力网，国元证券研究中心

资料来源：京东，国元证券研究中心

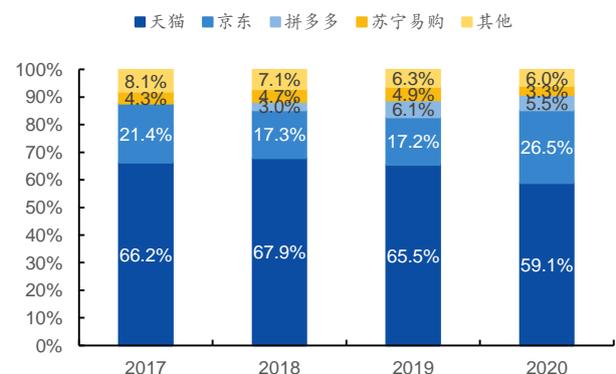
注：2019*和2020*统计区间为11.1-11.11，其余均为11.11当日

注：京东历年披露口径均为11.1-11.11期间累计下单金额

图 3：2020 年 11 月 11 日电商全网成交额及增速



图 4：2020 年 11 月 11 日各平台成交额占比情况



资料来源：星图数据，国元证券研究中心

资料来源：星图数据，国元证券研究中心

2、重点行业及主播带货数据

2020 年全网双 11 当日，家用电器、手机数码和服装行业成交额前三。与去年同期相比，家用电器超越手机数码，销售额排名第一，服装超过个护美妆，进入前三。疫情压制的服装需求在双十一得到释放，个护美妆则受到提前售卖以及直播带货预售影响。

表 1：2020 年全网双十一当日成交额 TOP10 行业

排名	行业	排名	行业
1	家用电器	↑1	6 家居建材
2	手机数码	↓1	7 电脑办公
3	男女服装	↑1	8 食品饮料
4	个护美妆	↓1	9 母婴玩具
5	鞋靴箱包	—	10 运动户外

资料来源：星图数据，国元证券研究中心

分行业看，今年双十一期间，天猫平台生活电器行业国产品牌表现亮眼，新锐品牌崭露头角：销售额前十品牌中，国产品牌占 7 席，美的超过戴森和科沃斯排名第一，国产小家电九阳、苏泊尔、云鲸、米家新晋榜内，科沃斯旗下新锐品牌添可排名第七，其洗地机产品夺得类目第一。大家电前十品牌较为稳定，海尔、美的、格力稳居前三。

表 2：2020 年天猫双十一（11.1-11.11）细分行业 TOP10 品牌及排名变化

排名	大家电	生活电器
1	海尔 ↑1	美的 ↑2
2	美的 ↓1	戴森 ↓1
3	格力 —	科沃斯 ↓1
4	西门子 ↑1	九阳 新晋
5	小米 ↓1	苏泊尔 新晋
6	海信 ↑1	飞利浦 ↓1
7	小天鹅 ↓1	添可 新晋
8	TCL ↑2	松下 新晋
9	创维 —	云鲸 新晋
10	容声 新晋	米家 新晋

资料来源：亿邦，国元证券研究中心

注：标黄为国产品牌

服装方面，优衣库夺得男女装类目第一，内衣类目第二，品牌实力强劲；波司登在男、女装类目分别位列第五、第二；国货新锐品牌 Ubras、蕉内、果壳、Beaster 业绩亮眼，增长强劲。细分来看，Ubras、优衣库和蕉内内衣品类销售额前三，新锐国货 Ubras 与蕉内均为首次上榜，凭借新媒体营销+红人代言带货，战绩亮眼。优衣库和 GXG 稳居男装品牌前二，马克华菲跃升至第三，海澜之家排名同样大幅上升，凭借渗入年轻市场+红人代言+头部主播直播带货获得较好增长，国货新锐潮牌 Beaster 排名第九；女装优衣库和波司登仍为前二，伊芙丽升至第三，太平鸟主品牌与旗下乐町排名均有上升。

食品行业，双十一期间茅台销售额第一，三只松鼠次之，蒙牛、伊利紧跟其后。另有白酒五粮液排名第六，新零售品牌百草味、良品铺子位列第五、第十。

表 3：2020 年天猫双十一（11.1-11.11）细分行业 TOP10 品牌及排名变化

排名	内衣	男装	女装	食品
1	Ubras 新晋	优衣库 —	优衣库 —	茅台
2	优衣库 ↓1	GXG —	波司登 —	三只松鼠
3	蕉内 新晋	马克华菲 ↑4	伊芙丽 ↑3	蒙牛
4	曼妮芬 ↓1	太平鸟 ↓1	太平鸟 ↑3	伊利
5	芬腾 ↑2	波司登 —	Vero Moda ↓2	百草味
6	猫人 ↑5	海澜之家 ↑4	ONLY ↓3	五粮液
7	恒源祥 ↑1	杰克琼斯 ↓3	Mo&Co. 新晋	星巴克
8	果壳 新晋	森马 ↓2	乐町 ↑1	肯德基
9	爱慕 ↓3	Beaster 新晋	Zara 新晋	大益
10	南极人 ↓8	SELECTED ↓2	Teenie Weenie 新晋	良品铺子

资料来源：亿邦，国元证券研究中心

注：标黄为国产品牌；食品行业因行业统计口径不同，无同比数据

个护行业，国际大牌雅诗兰黛、欧莱雅、兰蔻销售额前三，**国货品牌薇诺娜**冲进前十，另有国际品牌雪花秀、海蓝之谜新上榜，后（whoo）借力头部主播薇娅、李佳琦直播带货，排名大幅提升。**彩妆行业**，国货新锐完美日记连续两年保持第一，同为国货新锐的花西子跃升第二，国际品牌 MAC 第三。

表 4：2020 年天猫双十一（11.1-11.11）细分行业 TOP10 品牌及排名变化

排名	个护	彩妆
1	雅诗兰黛 ↑3	完美日记 —
2	欧莱雅 ↓1	花西子 ↑5
3	兰蔻 ↓1	MAC ↑3
4	后 ↑4	3CE 新晋
5	玉兰油 ↓2	兰蔻 ↓1
6	SKII ↓1	雅诗兰黛 ↓3
7	雪花秀 新晋	YSL ↑3
8	资生堂 新晋	阿玛尼 ↓3
9	薇诺娜 —	纪梵希 ↓1
10	海蓝之谜 新晋	DIOR 新晋

资料来源：亿邦，国元证券研究中心

注：标黄为国产品牌

彩妆及护肤方面，除完美日记和花西子之外，新锐国货品牌 colorkey、小奥汀成长迅速，冲入前 15，橘朵、珀莱雅（彩妆产品）分别排名 22、30。**护肤类目**，薇诺娜斩获国货第一，在护肤总榜中位列第 9，双十一期间天猫旗舰店总体成交额超 7 亿，同比+105%，国产品牌 2-10 名依次为自然堂、HFP、珀莱雅、百雀羚、玉泽、御泥坊、WIS、润百颜、韩束。

表 5：2020 年天猫双十一彩妆行业销售额 TOP30 店铺

排名	店铺名称	排名	店铺名称	排名	店铺名称
1	perfectdiary 旗舰店	11	美宝莲旗舰店	21	sofina 苏菲娜官方旗舰店
2	花西子旗舰店	12	colorkey 旗舰店	22	judydoll 橘朵旗舰店
3	MAC 魅可官方旗舰店	13	小奥汀旗舰店	23	NARS 官方旗舰店
4	3CE 官方旗舰店	14	肌肤之钥官方旗舰店	24	BOBBI BROWN 芭比波朗官方旗舰店
5	Lancome 兰蔻官方旗舰店	15	MAKE UP FOR EVER 官方旗舰店	25	geoskincare 纽西之谜旗舰店
6	Estee Lauder 雅诗兰黛官方旗舰店	16	TOM FORD 汤姆福特美妆官方旗舰店	26	稚优泉化妆品旗舰店
7	YSL 圣罗兰美妆官方旗舰店	17	redearth 红地球官方旗舰店	27	卡姿兰官方旗舰店
8	阿玛尼美妆官方旗舰店	18	CHANEL 香奈儿官方旗舰店	28	祖玛珑官方旗舰店
9	GIVENCHY 纪梵希官方旗舰店	19	shu uemura 植村秀官方旗舰店	29	Guerlain 娇兰官方旗舰店
10	DIOR 迪奥官方旗舰店 香水与美容品	20	AEKYUNG 海外旗舰店	30	珀莱雅官方旗舰店

资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

注：标黄为国产品牌

表 6：2020 年天猫双十一护肤行业销售额 TOP30 店铺

排名	店铺名称	排名	店铺名称	排名	店铺名称
1	Estee Lauder 雅诗兰黛官方旗舰店	11	科颜氏官方旗舰店	21	SISLEY 希思黎官方旗舰店
2	欧莱雅官方旗舰店	12	修丽可官方旗舰店	22	HomeFacialPro 旗舰店
3	Lancome 兰蔻官方旗舰店	13	HR 赫莲娜官方旗舰店	23	ELIXIR 怡丽丝尔官方旗舰店
4	后官方旗舰店	14	伊丽莎白雅顿官方旗舰店	24	珀莱雅官方旗舰店
5	olay 官方旗舰店	15	Guerlain 娇兰官方旗舰店	25	百雀羚旗舰店
6	SK-II 官方旗舰店	16	freeplus 芙丽芳丝官方旗舰店	26	Clinique 倩碧官方旗舰店
7	Sulwhasoo 雪花秀官方旗舰店	17	自然堂旗舰店	27	欧舒丹官方旗舰店
8	SHISEIDO 资生堂官方旗舰店	18	法国娇韵诗官方旗舰店	28	ipsa 茵芙莎旗舰店
9	薇诺娜官方旗舰店	19	黛珂官方旗舰店	29	理肤泉官方旗舰店
10	LA MER 海蓝之谜官方旗舰店	20	肌肤之钥官方旗舰店	30	玉泽官方旗舰店

资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

注：标黄为国产品牌

主播带货方面，辛选团队总销售额突破 88 亿，根据胖球数据，10 月 21 日-11 月 11 日期间，淘宝直播头部主播薇娅、李佳琦累计带货 GMV 分别达到 87.6 亿+、70.6 亿+，排名前二，快手主播辛有志累计 GMV36.5 亿+，排名第三。榜上前二十主播中，7 位来自淘宝直播，其中店播主播伊芙丽官方搭配师上榜，位列第 19；11 位主播来自快手，其中，辛选团队蛋蛋、时大漂亮、猫妹妹 GMV 分别达到 11.6 亿+、9.3 亿+、4.0 亿+，排名第 5、6、11，遥望网络瑜大公子 GMV6.5 亿+，排名第 7；2 位主播来自抖音，罗永浩以 4.7 亿+GMV 位列第 9。

表 7：2020 年双十一预售起至活动结束后各平台主播带货情况（2020 年 10 月 21 日-11 月 11 日）

排名	平台	主播	成交额	排名	平台	主播	成交额
1	淘宝直播	薇娅	87.6 亿+	11	快手	猫妹妹	4.0 亿+
2	淘宝直播	李佳琦	70.6 亿+	12	快手	半姐	3.6 亿+
3	快手	辛有志	36.5 亿+	13	淘宝直播	烈儿宝贝	3.5 亿+
4	淘宝直播	雪梨	15.1 亿+	14	淘宝直播	陈洁 kiki	3.0 亿+
5	快手	蛋蛋	11.6 亿+	15	快手	陈先生	2.5 亿+
6	快手	时大漂亮	9.3 亿+	16	抖音	衣哥	2.4 亿+
7	快手	瑜大公子	6.5 亿+	17	淘宝直播	张大奕	2.4 亿+
8	快手	赵梦澈	5.6 亿+	18	快手	丹丹	2.3 亿+
9	抖音	罗永浩	4.7 亿+	19	淘宝直播	伊芙丽官方搭配师	2.3 亿+
10	快手	二驴的	4.6 亿+	20	快手	华少	2.2 亿+

资料来源：胖球数据，国元证券研究中心

3、重点上市公司及品牌双十一销售情况

品牌上市公司中，双十一期间珀莱雅天猫旗舰店销售额 3 亿+，同比增长 50%+；上海家化电商主力平台成交额同口径同比增长 25%，其中玉泽销售额同比增长 131%，片仔癀销售额同比增长 171%，六神销售额同比增长 35%；丸美双十一期间全网 GMV2.7 亿+，同比增长 41%；御家汇旗下御泥坊双十一期间 GMV 超 2.5 亿，同比增长超 100%；华熙生物旗下润百颜全平台破 2 亿；贝泰妮（拟上市）旗下薇诺娜双十一期间天猫旗舰店销售额 7 亿+，同比增长 105%；逸仙电商（拟上市）旗下完美日记双十一期间全网累计销售额 7 亿+。稳健医疗旗下品牌全棉时代，全渠道累计成交额 6.6 亿+；泡泡玛特旗舰店双十一期间累计销售额 1.42 亿+。

代运营行业，双十一期间宝尊电商全网 GMV165 亿+；壹网壹创（不含浙江上佰）GMV 首破 50 亿，浙江上佰 GMV 首破 20 亿；丽人丽妆双十一活动期间天猫平台各品牌官方/海外旗舰店成交额 30 亿+；若羽臣双十一活动期间所有合作品牌全网累计 GMV 超 23 亿。

内容平台及 MCN 方面，值得买 11 月 1 日至 11 日 GMV 同比增长 52.22%，订单量同比增长 48.03%。遥望科技双十一期间累计 GMV13.22 亿，头部主播瑜大公子 GMV 超 6 亿。

表 8：有关上市公司及旗下品牌（若有）双十一销售情况

上市公司	品牌	双十一销售情况
珀莱雅		天猫旗舰店销售额 3 亿+, 同比增长 50%+
		10 月 21 日-11 月 11 日, 电商主力平台成交额同口径同比增长 25%, 在天猫国货美妆增长近 30%, 在天猫母婴增长 40%+
	玉泽	销售额同比增长 131%; 积雪草修护面膜共售出近 900 万片, 修护保湿霜共售出 50 万罐
上海家化	高夫	男士护肤国货 NO.1; 蓝色高端线同比增长 30%+
	双妹	招募新客, 原有客群+80%; 夜上海套装同比增长 178%
	启初	宝宝护肤品类 NO.2; 销售额同比增长 41%; 婴儿倍润面霜共售出近 100 万罐
	六神	销售额同比增长 35%; 沐浴露/洗发水同比增长 114%
	片仔癀	销售额同比增长 171%; 牙火清牙膏同比增长 270%
丸美股份	丸美	双十一活动期间全网 GMV2.7 亿+, 同比增长 41%, 天猫、京东、唯品会三大平台国货眼部护理 NO.1, 丸美小红笔眼霜累计销售 75000 支
御家汇	御泥坊	11 月 1 日-11 日中午 11:55, 旗下淘系所有店铺累计交易额超 5 亿, 淘系同比增长 100%+ 双十一活动期间 GMV2.5 亿+, 同比增长 100%+
华熙生物	润百颜	全平台双 11 破 2 亿; 天猫平台, 截至 11 月 11 日 0:18 累计销售 1 亿+, 次抛销售累计 1250 万支, 稳居天猫精华类 目国货第一; 京东平台, 双十一销售额同比增长 218%; 淘 C 渠道 GMV 突破 1 亿, 同比增长 62%
贝泰妮 (拟上市)	薇诺娜	双十一活动期间天猫旗舰店销售额 7 亿+, 同比增长 105%; 位居天猫美妆国货 NO.1, 在天猫美妆类目排名 TOP9; 保 湿修护精华同比 2019 双十一增长 156%, 防晒乳同比增长 409%, 冻干面膜累计售出 136.9 万+片
逸仙电商 (拟上市)	完美日记	双十一期间全网累计销售额 7 亿+
鲁商发展	颐莲 瑗尔博士	双 11 破 10252 万, 同比 2019 年双 11 增长 288%; 玻尿酸喷雾累计售出 60 万+瓶, 玻尿酸水乳累计售出 8 万+套 双十一活动期间累计销售额 6286 万, 同比增长 1791%
宝尊电商		双十一期间全网 GMV165 亿+
壹网壹创		双十一期间公司 GMV 首破 50 亿 (不含浙江上佰); 浙江上佰 GMV 首破 20 亿; 17 个品牌破亿; 宝洁个护家清五连 冠; 泡泡玛特大玩具行业历史上第一个过亿品牌;
丽人丽妆		双十一活动期间天猫平台各品牌官方/海外旗舰店成交额 30 亿+
若羽臣		双十一活动期间所有合作品牌全网累计 GMV 超 23 亿
值得买		11 月 11 日 0-1 点销售额同比增长 200%, 11 月 1 日-11 日 GMV 同比增长 52.22%, 订单量同比增长 48.03%
遥望科技		截至 11 日 24 点累计销售额 13.22 亿, 参与带货主播 25 个, 头部主播瑜大公子 GMV 超 6 亿, 11 月 5 日单场 GMV3.68 亿刷新个人纪录
起步股份		双十一期间 GMV1.85 亿 (去年同期 2451 万), 其中辛选企业店 1.72 亿, 起步旗舰店 1300 万
稳健医疗	全棉时代	截至 11 日 24 点线上线下全渠道累计成交额 6.6 亿+, 天猫平台 11 月 1 日过零点不到 10 分钟破亿
泡泡玛特 (拟上市)		截至 11 日 24 点天猫旗舰店累计销售额 1.42 亿

资料来源：公司官网及官方公众号，国元证券研究中心

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户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。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188