

商业贸易

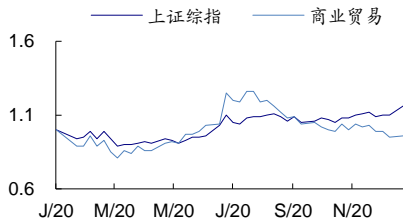
商贸零售 2021 年 1 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 01 月 14 日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

可选消费有望加速复苏，紧握优质赛道龙头

● 投资建议：维持“超配”评级，紧握优质赛道龙头

进入 2021 年，消费行业整体复苏趋势明朗，其中 Q1 可选消费板块有望在去年疫情影响的低基数下实现快速修复，而龙头企业在前期积累的规模优势下通过渠道转型和产品升级，在疫情期间进一步打磨了自身的经营韧性，有望领先行业复苏进程，并具备更高的发展确定性。具体来看：1) 美妆板块方面，行业依旧维持极高景气度。其中产品升级表现优异并持续深耕全渠道布局的国货品牌有望实现基本面加速成长，且预计将直接受益于监管强化趋势下带来的竞争环境相对优化，重点推荐珀莱雅、上海家化、御家汇等；2) 医美板块方面，中长期看，随着消费者教育逐步深化、人均收入水平提升及供给端支撑强化，医美消费渗透率提升趋势较为确定，重点推荐关注爱美客、华熙生物等；3) 可选消费方面，有望在 Q1 呈现加速复苏之势，这一过程中龙头公司在前期供应链和渠道深耕基础上，通过积极数字化转型迎来发展新机遇，并受益行业出清后集中度提升趋势，重点推荐关注黄金珠宝龙头周大生、老凤祥，以及百货龙头王府井、天虹股份等。

● 化妆品行业监管加码，关注国货品牌发展机遇

首先，《化妆品监督管理条例》自 2021 年 1 月 1 日起正式施行，注册备案、功效宣传等配套文件也已陆续公开征求意见，具体内容反映出化妆品行业的整体监管趋严以产品安全性和营销宣传的公平公正为主要方向；同时政府部门也加大了对于美妆走私等非法渠道的关注和处罚。对此，我们认为，营销宣传乱象和以水货流通一定程度上过去几年挤压传统国货品牌的主要搅局因素，而随着监管强化，国货龙头一定程度上将是这一监管风暴下的直接受益方，本身不少品牌也是本轮监管规则制定的参与方和推动方，监管的强化也将为他们提供更加友好的发展环境。

● 行业数据及行情综述：社零稳增长，化妆品/黄金珠宝增速创新高

2020 年 11 月社零总额同比+5.0%，增速环比 10 月+0.7pct，实现稳步提升，其中化妆品 11 月增速高达 32.3%，增速环比+14pct，增速创下近 10 年新高；黄金珠宝 11 月增速 24.8%，增速环比+8.1pct，增速同样创下近年来的新高。板块行情方面，2020 年 12 月 SW 商业贸易指数下跌 7.79%，跑输大盘 12.85pct，整体表现较弱。

● 风险提示：

疫情形势恶化影响行业基本面；企业展店扩张不及预期。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
603605	珀莱雅	买入	203.17	40860.93	2.42	3.27	83.82	62.11
600315	上海家化	买入	36.90	25017.07	0.58	0.77	63.10	48.11
300740	御家汇	增持	21.10	8673.38	0.33	0.52	64.69	40.63
300896	爱美客	买入	761.00	91472.20	3.42	5.11	222.46	148.97

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告：

- 《生鲜零售系列二之社区团购专题：下沉市场效率革命开启，低价竞争后重视供应链价值》——2020-12-21
- 《商贸零售 2020 年 12 月投资策略：紧握优质赛道龙头，把握可选复苏机遇》——2020-12-17
- 《国信零售-美妆&医美板块 2021 年年度策略-布局赛道到优选个股》——2020-11-27
- 《商贸零售 2020 年 11 月投资策略：消费复苏动力强劲，关注高景气优质赛道》——2020-11-17
- 《电商产业系列跟踪二：“双 11”促销季落幕：美妆个护引领消费，品牌价值有望凸显》——2020-11-13

证券分析师：张峻豪

电话：021-60933168
E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980517070001

证券分析师：曾光

电话：0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980511040003

联系人：柳旭

电话：13246725957
E-MAIL: liuxu1@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

内容目录

投资建议：维持“超配”评级，紧握优质赛道龙头	3
化妆品行业监管加码，关注国货品牌发展机遇	3
《化妆品监督管理条例》落地实施，部分地市开出罚单	3
简评：监管加码有望促进竞争环境优化，关注国货品牌发展机遇	5
近期行业数据跟踪	6
社零数据：增速稳步提升，化妆品/黄金珠宝增速新高	6
消费者信心指数：实现环比持续向好	7
市场行情：整体表现逊于大盘	8
板块行情	8
板块估值	9
个股行情	9
国信证券投资评级	11
分析师承诺	11
风险提示	11
证券投资咨询业务的说明	11

图表目录

图 1: 《化妆品监督管理条例》的制定及实施历程	3
图 2: 《化妆品监督管理》条例关于化妆品注册人、备案人的规定	4
图 3: 《化妆品监督管理条例》关于电子商务平台经营者的相关规定	5
图 4: 社会消费品零售总额同比变化情况 (%)	6
图 5: 限额以上单位商品零售：必选品类当月同比情况 (%)	7
图 6: 限额以上单位商品零售：必选品类当月同比情况 (%)	7
图 7: 限额以上单位商品零售：可选品类当月同比情况 (%)	7
图 8: 限额以上单位商品零售：耐用品类当月同比情况 (%)	7
图 9: 实物商品网上零售额累计同比及占社零比重 (%)	7
图 10: 实物商品网上零售额分品类同比情况 (%)	7
图 11: 近年来月度消费者信心/满意/预期指数情况	8
图 12: 2020 年 12 月板块指数走势变化 (%)	8
图 13: 2020 年 12 月板块指数走势变化 (%)	8
图 14: 2020 年 12 月中万一级行业指数区间涨跌幅对比 (%)	9
图 15: SW 商业贸易指数近 10 年市盈率 (TTM)	9
表 1: 《化妆品监督管理条例》关于化妆品及原料的相关规定	4
表 2: 《化妆品监督管理条例》相关配套细则的征求意见稿	5
表 3: 商贸零售板块 2020 年 12 月个股涨跌幅排行榜 (截至 12 月 31 日)	9

投资建议：维持“超配”评级，紧握优质赛道龙头

进入 2021 年,消费行业整体复苏趋势明朗,其中 Q1 可选消费板块有望在去年疫情影响的低基数下实现快速修复,而龙头企业在前期积累的规模优势下通过渠道转型和产品升级,在疫情期间进一步打磨了自身的经营韧性,有望领先行业复苏进程,并具备更高的发展确定性。具体来看:

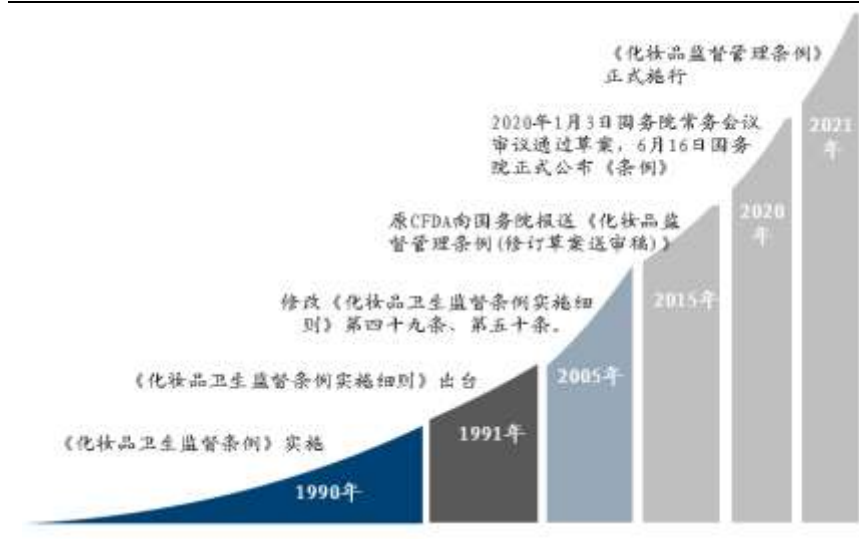
- 1) 美妆板块方面,行业依旧维持极高景气度。其中产品升级表现优异并持续深耕全渠道布局的国货品牌有望实现基本面加速成长,且预计将直接受益于监管强化趋势下带来的竞争环境相对优化,重点推荐珀莱雅、上海家化、御家汇等;
- 2) 医美板块方面,中长期看,随着消费者教育逐步深化、人均收入水平提升及供给端支撑强化,医美消费渗透率提升趋势较为确定,重点推荐关注爱美客、华熙生物等;
- 3) 可选消费方面,有望在 Q1 呈现加速复苏之势,这一过程中龙头公司在前期供应链和渠道深耕基础上,通过积极数字化转型迎来发展新机遇,并受益行业出清后集中度提升趋势,重点推荐关注黄金珠宝龙头周大生、老凤祥,以及百货龙头王府井、天虹股份等。

化妆品行业监管加码,关注国货品牌发展机遇

《化妆品监督管理条例》落地实施,部分地市开出罚单

国务院第 77 次常务会议通过的《化妆品监督管理条例》自 2021 年 1 月 1 日起正式施行,这也是对《化妆品卫生监管条例》实施三十年以来的首次全面修订,反映了化妆品产业健康发展和监管实践的需要。

图 1:《化妆品监督管理条例》的制定及实施历程



资料来源:国务院、药监局、国信证券经济研究所整理

从文件内容看,《化妆品监督管理条例》主要涉及原料产品管理、生产经营管理、监督管理和法律责任四大部分。具体而言,条例核心包括:

- 按照风险程度对化妆品、化妆品原料实行分类管理: 1) 化妆品方面,分为特殊化妆品和普通化妆品,前者实行注册管理,主要指用于烫染发、祛斑美白、防晒、防脱发的化妆品、宣称新功效的化妆品以及具有特殊化妆品功效的香皂;普通化妆品则实行备案管理; 2) 化妆品原料方面,分为新原料和已使用的原料,并根据风险程度实行分类管理,具有防腐、防晒、

着色、染发、祛斑美白功能的化妆品新原料实行注册管理，其他新原料实行备案管理。

表 1: 《化妆品监督管理条例》关于化妆品及原料的相关规定

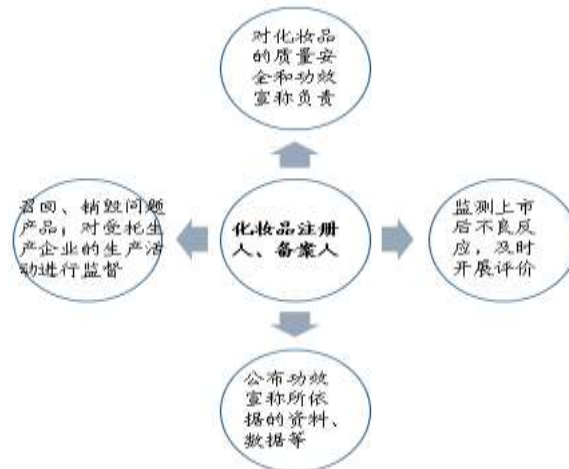
产品	分类	国产/进口	注册/备案时间节点	责任部门	管理方式	备注
化妆品	特殊化妆品	-	生产/进口前	国务院药监部门	注册	
	普通化妆品	国产 进口	上市销售前 进口前	国务院药监部门 所在地药监部门	备案 备案	通过国务院药监部门在线政务服务平台提交备案资料后即完成备案。
化妆品原料	具备防腐、防晒、着色、染发、祛斑美白功能的化妆品新原料	-	使用前	国务院药监部门	注册	
	其他新原料	-	使用前	国务院药监部门	备案	通过国务院药监部门在线政务服务平台提交备案资料后即完成备案。
	已有原料	-	-	-	-	-

资料来源:《化妆品监督管理条例》、国信证券经济研究所整理

- 首次提出注册人、备案人概念，并明确委托生产企业法律地位：此规定重点解决化妆品生产经营中的责任模糊界定问题，首次规定了**化妆品注册人、备案人对化妆品的质量安全和功效宣称负责**，同时应当在国务院药监部门规定的专门网站公布功效宣称所依据的文献资料、研究数据或者产品功效评价资料的摘要，接受社会监督及对受托生产企业的生产活动进行监督。

此外，值得注意的是，我国化妆品生产领域预计**90%以上的企业采用委托方式组织生产,75%以上的产品为委托生产的产品**。《化妆品监督管理条例》明确了受托生产企业对生产活动负责，并接受注册人、备案人的监督。

图 2: 《化妆品监督管理》条例关于化妆品注册人、备案人的规定

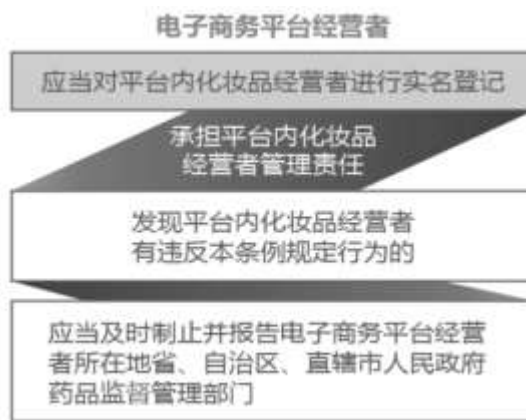


资料来源:《化妆品监督管理条例》、国信证券经济研究所整理

- 强化标签管理，规定化妆品的最小销售单元应当有标签：**一方面，标签应当包括注册证编号、化妆品生产许可证编号、全成分、净含量等；另一方面，标签上不得明示或者暗示具有医疗作用的内容等。此外，条例对进口化妆品提出“进口化妆品可以直接使用中文标签，也可以加贴中文标签”。
- 强化上市后不良反应监测和监管：**条例提出化妆品注册人、备案人应当监测其上市销售化妆品的不良反应，及时开展评价，国家建立化妆品安全风险监测和评价制度等。实际上，上市后监管是追踪产品使用情况和保障消费者使用安全的重要举措，也是落实“放管服”改革要求。
- 明确网络销售化妆品责任主体：**对网络销售责任主体的界定是顺应销售线上化趋势的监管要求，同时也正是旧监管条例主要缺失的内容之一。《化妆

品监督管理条例》规定了电商平台经营者应当对平台内化妆品经营者进行实名登记,承担平台内化妆品经营者管理责任,未按规定执行的将依照《中华人民共和国电子商务法》的规定给予处罚。

图 3: 《化妆品监督管理条例》关于电子商务平台经营者的相关规定



资料来源:国家药监局、国信证券经济研究所整理

此外,我们认为预计随着《化妆品监管条例》落地实施,相关配套法规文件或陆续出台,化妆品行业整体监管趋严的趋势较为确定。如 2020 年 11 月 5 日,国家药监局化妆品监管司就《化妆品注册备案资料规范(征求意见稿)》《化妆品新原料注册和备案资料规范(征求意见稿)》和《化妆品功效宣称评价规范(征求意见稿)》公开征求意见,提出产品配方应当提供全部原料的含量,敏感肌化妆品应当通过消费者使用测试或人体功效评价试验的方式进行功效宣称评价,并公布产品的功效宣称依据的摘要等。

表 2: 《化妆品监督管理条例》相关配套细则的征求意见稿

文件	发布时间	发文部门	意见反馈截止日期
《化妆品标签管理办法》(征求意见稿)	2020-09-21	国家药监局化妆品监管司	2020-10-20
《化妆品注册备案资料规范》(征求意见稿)	2020-11-05	国家药监局化妆品监管司	2020-11-30
《化妆品新原料注册和备案资料规范》(征求意见稿)	2020-11-05	国家药监局化妆品监管司	2020-11-30
《化妆品功效宣称评价规范》(征求意见稿)	2020-11-05	国家药监局化妆品监管司	2020-11-30
《牙膏备案资料规范》(征求意见稿)	2021-01-06	国家药监局化妆品监管司	2021-01-31

资料来源:国家药监局、国信证券经济研究所整理

从实际执行情况看,部分地市已依据《化妆品监督管理条例》对相关经营企业开出罚单。如温州市近日发现某日用品经营企业存在销售无中文标签进口化妆品的违法行为,并根据新《化妆品监督管理条例》的相关规定,对其处以罚没款合计 1.6 万余元;南通市通州区市场监管局近日某企业存在经营不符合标签要求的化妆品的违法行为,同时涉嫌自行配制化妆品,根据《化妆品监督管理条例》的相关规定,执法人员对此进行立案处理。

简评: 监管加码有望促进竞争环境优化, 关注国货品牌发展机遇

从上文的政策解读可以看出,化妆品行业的整体监管以产品安全性和营销宣传的合规性为主要方向。此外,值得注意的是,当前监管层面也强化了对于美妆灰色渠道的关注和处罚,如深圳海关在 2020 年查获多起化妆品走私案件,同时, 2021 年新年伊始,据行业媒体《青眼》消息,深圳华强北“明通化妆品市场”遭等多部门联合检查,涉及走私、偷漏税等问题。

对此,我们认为部分新锐品牌的营销宣传乱象和以水货形式进入市场的低价国

际大牌正是过去几年挤压传统国货品牌的主要因素，而随着监管强化，国货龙头一定程度上将是这一监管风暴下的直接受益方，监管的强化也将为他们提供更加友好的发展环境。

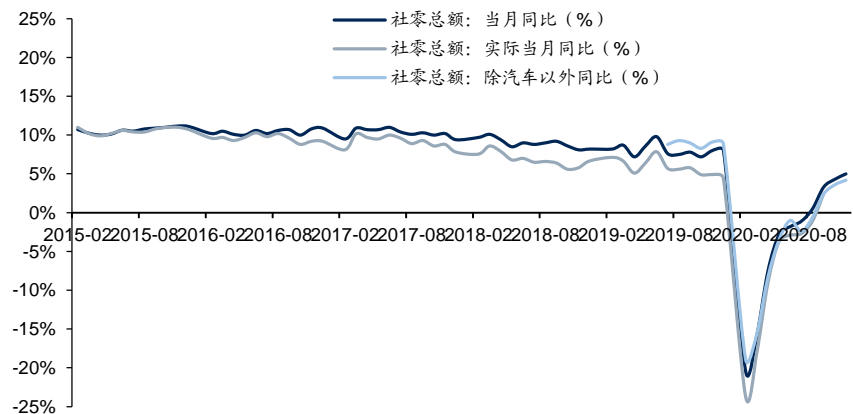
长期来看，正如我们在年度策略报告中所言，在 2020 年疫情的催化下，线上流量洼地被逐一填平，未来品牌很难通过“押宝”某一个平台实现爆发式的增长，更需要考验其精细化的布局 and 全渠道的运营能力。同时产品本身也将被提上更高的高度，如何打造出消费者所能认可的差异化产品，也将是品牌突围的关键。而这一过程中，行业预计也将进一步分化，继续重点推荐国货品牌珀莱雅、上海家化，建议关注丸美股份、御家汇、华熙生物等。

近期行业数据跟踪

社零数据：增速稳步提升，化妆品/黄金珠宝增速新高

2020 年 11 月社零总额同比+5.0%，实现稳步提升，增速环比 10 月+0.7pct，剔除汽车影响后同比+4.2%，增速环比 10 月+0.6pct。

图 4：社会消费品零售总额同比变化情况（%）

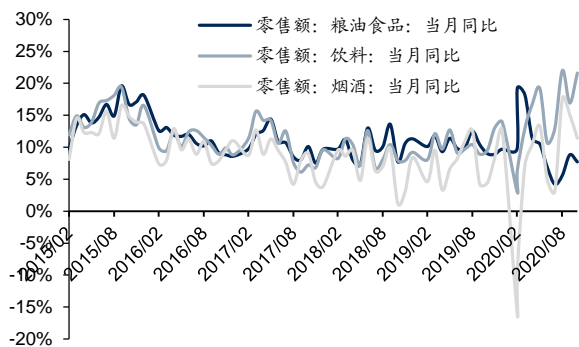


资料来源:Wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

分品类来看，必选品类依旧稳健，其中其中粮油食品/饮料/烟酒/日用品类/文化办公用品/中西药品分别同比+7.7%/+21.6%/+11.4%/+8.1%/+11.2%/+12.8%，增速环比分别-1.1pct/+4.7pct/-3.7pct/-3.6pct/-0.5pct/+2.0pct。

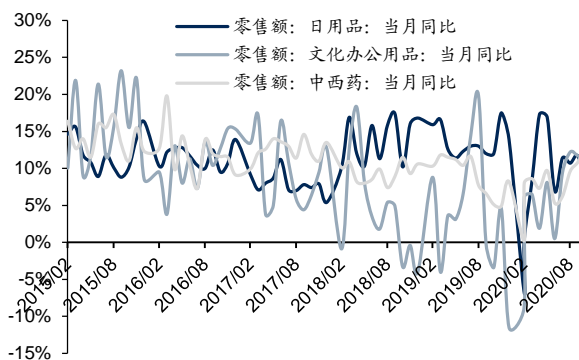
可选品类化妆品 11 月增速高达 32.3%，增速环比+14pct，增速创下近 10 年新高；黄金珠宝 11 月增速 24.8%，增速环比+8.1pct，增速同样创下近年来的新高；服装 11 月增速 4.6%，增速环比-7.6pct。耐用品消费方面，家电类/家具类 11 月分别同比+5.1%/-2.2%，增速环比分别+2.4pct/-3.5pct。

图 5: 限额以上单位商品零售: 必选品类当月同比情况 (%)



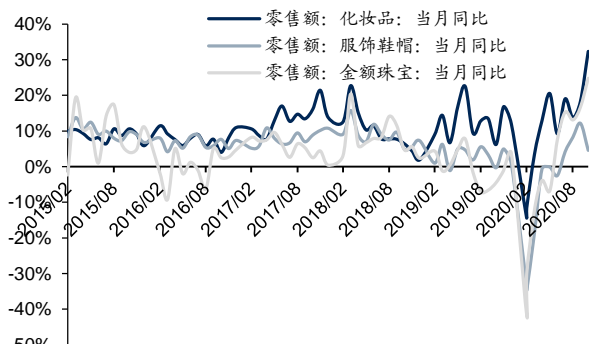
资料来源: Wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 6: 限额以上单位商品零售: 必选品类当月同比情况 (%)



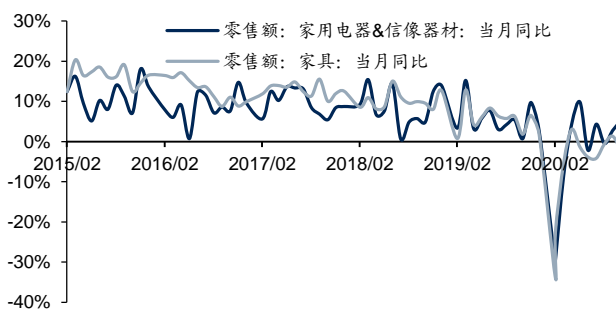
资料来源: Wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 7: 限额以上单位商品零售: 可选品类当月同比情况 (%)



资料来源: Wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

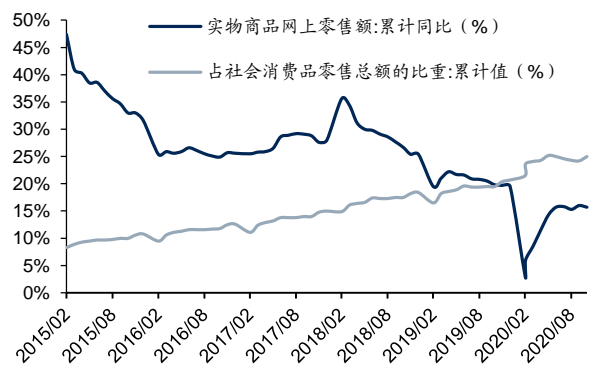
图 8: 限额以上单位商品零售: 耐用品类当月同比情况 (%)



资料来源: Wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

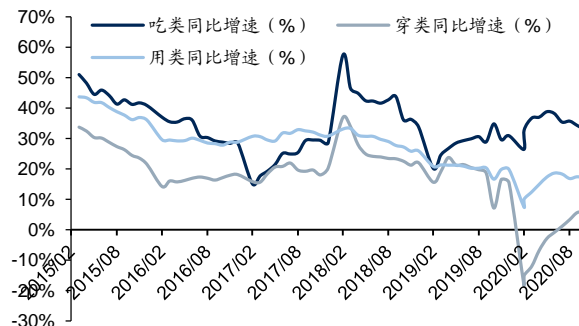
电商方面, 1-11 月实物商品网上零售额同比+15.7%, 增速环比略降 0.3pct, 渗透率 25%, 渗透率环比+0.8pct, 其中吃、穿和用类商品分别同比+32.9%、+5.9%和+17.1%, 增速环比分别-1.4pct、+0.3pct 和-0.3pct。

图 9: 实物商品网上零售额累计同比及占社零比重 (%)



资料来源: Wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 10: 实物商品网上零售额分品类同比情况 (%)

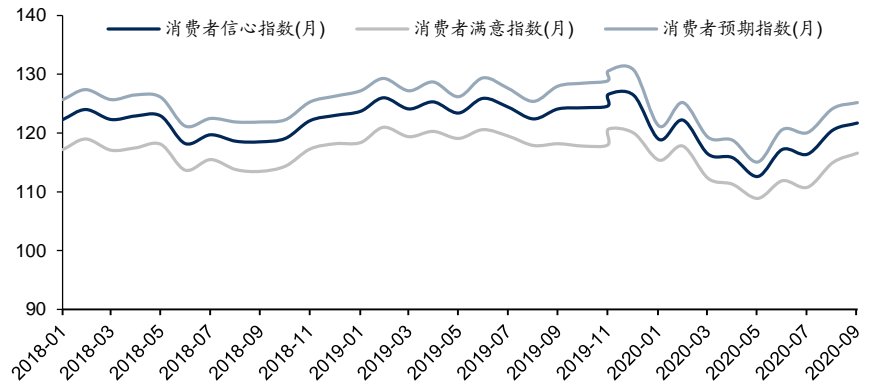


资料来源: Wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

消费者信心指数: 实现环比持续向好

2020 年 10 月消费者信心指数 120.50, 8 月/9 月消费者信心指数分别为 116.40/120.50, 实现连续环比向好态势。此外, 2020 年 10 月消费者满意指数/消费者预期指数分别为 116.60/125.20, 环比 9 月分别提升 1.6/1.0。

图 11: 近年来月度消费者信心/满意/预期指数情况



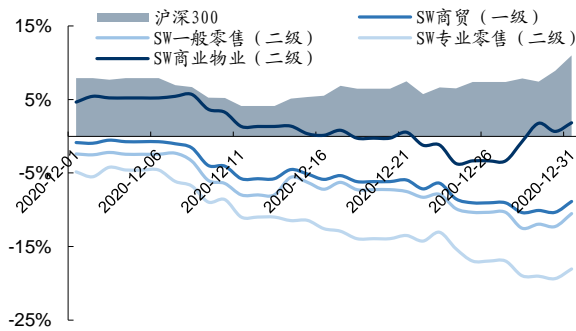
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

市场行情: 整体表现逊于大盘

板块行情

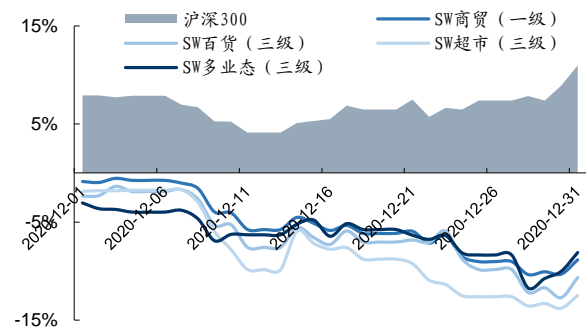
2020年12月, SW 商业贸易指数下跌 7.79%, 沪深 300 指数上涨 5.06%, 板块跑输大盘 12.85pct。分子行业看, 一般零售/专业零售分别下跌 7.98%/14.00%, 商业物业下跌 2.34%。三级子版块方面, 超市板块依旧承压, 12 月整体下跌 10.16%, 反映市场对于后疫情时期同店持续下跌的担忧, 以及社区团购等新业态造成分流的预期。百货/多业态板块 12 月分别下跌 8.25%/5.07%。

图 12: 2020 年 12 月板块指数走势变化 (%)



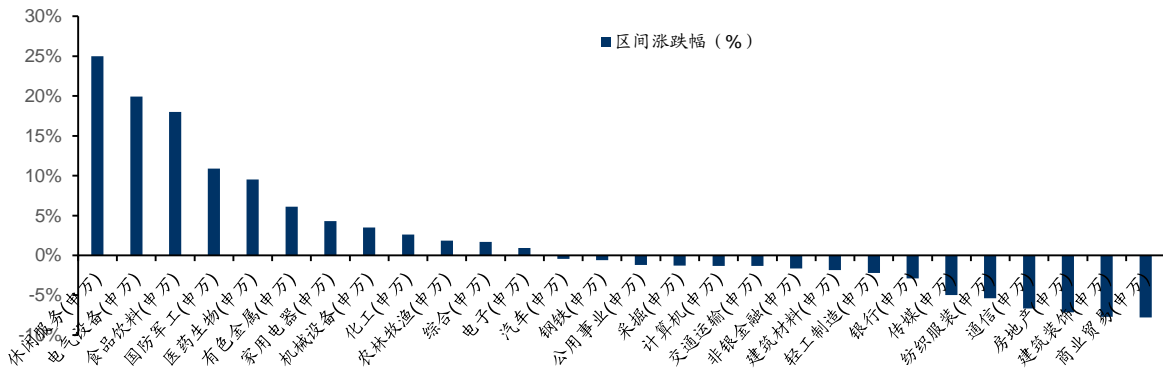
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 2020 年 12 月板块指数走势变化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 2020 年 12 月申万一级行业指数区间涨跌幅对比 (%)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

板块估值

估值方面,截至 2020 年 12 月 31 日,商贸零售行业 PE (TTM) 27.27 倍,位于 2010 年以来 50.87% 的历史分位,较上月底 29.48 倍 PE (TTM) 有所下降。

图 15: SW 商业贸易指数近 10 年市盈率 (TTM)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

个股行情

2020 年 12 月,涨幅排名前五的个股依次为远大控股、爱美客、珀莱雅、御家汇和海印股份,涨幅分别 37.59%/29.04%/15.31%/15.29%和 15.08%;跌幅前五的个股依次为莱绅通灵、全新好、爱婴室、供销大集和博士眼镜,跌幅分别为 27.37%/26.55%/22.45%/22.22%和 21.64%。

表 3: 商贸零售板块 2020 年 12 月个股涨跌幅排行榜 (截至 12 月 31 日)

涨幅前十					跌幅前十				
证券代码	证券简称	11 月收盘价	12 月收盘价	涨跌幅%	证券代码	证券简称	11 月收盘价	12 月收盘价	涨跌幅%
000626.SZ	远大控股	10.27	14.13	37.59%	603900.SH	莱绅通灵	9.72	7.06	-27.37%
300896.SZ	爱美客	507.61	655.02	29.04%	000007.SZ	全新好	9.49	6.97	-26.55%
603605.SH	珀莱雅	154.36	178.00	15.31%	603214.SH	爱婴室	29.58	22.94	-22.45%
300740.SZ	御家汇	15.70	18.10	15.29%	000564.SZ	供销大集	3.33	2.59	-22.22%
000861.SZ	海印股份	2.52	2.90	15.08%	300622.SZ	博士眼镜	17.88	14.01	-21.64%
600753.SH	东方银星	16.39	18.54	13.12%	600247.SH	*ST 成城	1.48	1.16	-21.62%
600827.SH	百联股份	13.12	14.60	11.28%	600145.SH	*ST 新亿	1.58	1.26	-20.25%
600306.SH	*ST 商城	4.79	5.18	8.14%	002251.SZ	步步高	10.49	8.45	-19.45%
002091.SZ	江苏国泰	6.70	7.23	7.91%	300132.SZ	青松股份	23.16	18.79	-18.87%
600870.SH	ST 厦华	2.71	2.87	5.90%	002127.SZ	南极电商	16.59	13.68	-17.54%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司名称	投资评级	收盘价 01-13	总市值(百万元) 01-13	EPS				PE			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
603605	珀莱雅	买入	203.17	40860.93	1.95	2.42	3.27	4.11	104.13	83.82	62.11	49.40
300896	爱美客	买入	761.00	91472.20	3.39	3.42	5.11	6.77	224.18	222.46	148.97	112.35
600315	上海家化	买入	36.90	25017.07	0.83	0.58	0.77	1.11	44.46	63.10	48.11	33.18
002867	周大生	买入	26.00	19001.21	1.36	1.44	1.67	1.89	19.17	18.08	15.59	13.78
688363	华熙生物	增持	165.84	79603.20	1.22	1.40	2.01	2.75	135.93	118.25	82.48	60.28
603983	丸美股份	增持	50.83	20382.83	1.28	1.38	1.71	2.01	39.59	36.81	29.81	25.23
300740	御家汇	增持	21.10	8673.38	0.07	0.33	0.52	0.72	318.66	64.69	40.63	29.27
600859	王府井	增持	31.83	24708.05	1.24	0.55	1.27	1.50	25.70	57.49	25.09	21.28
600612	老凤祥	买入	46.90	18732.10	2.69	2.86	3.35	3.82	17.42	16.41	13.99	12.27
002419	天虹股份	买入	6.76	8114.03	0.72	0.32	0.65	0.80	9.44	21.36	10.33	8.45

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032