

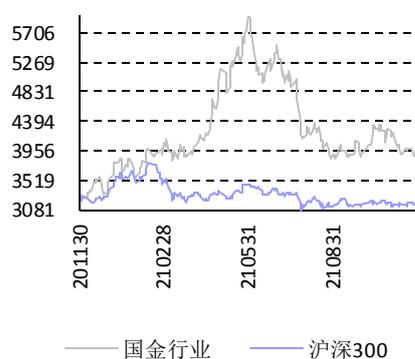
消费升级与娱乐研究中心

化妆品行业研究 买入（维持评级）

行业周报

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金化妆品指数	3836
沪深300指数	4851
上证指数	3563
深证成指	14810
中小板综指	14164



相关报告

- 1.《10月化妆品零售增7.2%、有所回暖-化妆品周报》，2021.11.21
- 2.《“双11”收官，Q4美妆板块怎么看？-化妆品周报1115》，2021.11.15
- 3.《高端/功效景气延续，国货借力产品突围-美妆“双11”跟踪》，2021.11.14
- 4.《行业高景气，国货崛起正当时-彩妆行业深度》，2021.11.10
- 5.《10月淘系、抖音美妆加剧分化-行业周报20211107》，2021.11.8

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

竞争加剧品牌价值凸显，关注功效护肤龙头

投资建议

- 近期贝泰妮股价调整较多，主要为双11行情销售靓丽预期落地、股价有所调整以及10月薇诺娜天猫店同增368%、11月同增109%、增速环比放缓，主要是双11大促前置（10月预售占比提升）、销售节奏变化。我们预计Q4公司业绩有望继续靓丽。当前薇诺娜抖音渠道用户画像以18~30岁为主，比抖音护肤大盘用户25~35更年轻。敏感肌群体用户偏年轻，相应的护肤赛道生命周期更长，公司未来增长确定性高，我们坚定看好贝泰妮长期发展，当前估值性价比凸显，给予推荐。
- 展望明年，原料价格高位、抖音等直播电商快速兴起、线上平台进一步分散、竞争加剧，建议关注收入端产品力强/线上多平台运营能力出色、净利率议价力强（能转嫁原料/流量成本）/抖音自播力强的公司，如贝泰妮/珀莱雅/毛戈平，以及处成长期、明年推高价格带新品、估值性价比高的鲁商发展。

行情回顾

- 本周上证综指、深证成指、沪深300分别涨0.10%、涨0.17%、跌0.61%。
- 化妆品板块跌0.55%，跑赢沪深300 0.06PCT，处行业中下游；个股方面，鲁商发展、拉芳家化涨幅居前，宝尊电商、珀莱雅跌幅居前。
- 钻石珠宝板块涨0.99%，跑赢沪深300 1.61PCT，处行业中上游；个股方面，曼卡龙、萃华珠宝涨幅居前，中兵红箭、国机精工跌幅居前。

行业动态

- **行业新闻：**伊斯佳将成上交所美妆第一股；雪梨、林珊珊偷逃税被罚近亿元；爱茉莉太平洋公布Q3财报，雪花秀在中国市场增50%；素士将成电动牙刷第一股；印度“线上丝芙兰”Nykaa创始人成最新女首富，公司估值130亿美元。
- **重点公告：**珀莱雅大股东方玉友减持859.7万股，占总股本的4.3%；拉芳家化拟授予26名激励对象5.5亿股的限制性股票将由无限售条件股份变更为有限售条件股份；丽人丽妆持股5%以上股东Asia-Pacific减持股份60万股，占总股本的0.15%；贝泰妮以4000万元成立全资子公司贝泰妮基金；逸仙电商Q3实现营收15.6亿元、+8.3%，毛利润9.1亿元、+9.6%；朗姿股份设立规模5.01亿元的医美股权投资基金；奥园美谷以5307.8万元购买奥若拉医疗美容商铺，以2638.7万元购买奥誉房地产的两间商铺，奥园美谷全资子公司金环新材料以3000万元与新动能基金签订可转债协议；鲁商发展全资子公司福瑞达生物挂牌；新氧Q3实现营收4.3亿人民币、+20%，毛利润3.4亿人民币、+12%。

风险提示

- 新品/营销/渠道发展不及预期；生产/代运营商大客户流失。

1、行情回顾

1.1 化妆品

本周上证综指、深证成指、沪深 300 分别涨 0.10%、涨 0.17%、跌 0.61%，化妆品板块¹跌 0.55%，跑赢沪深 300 0.06PCT。

板块对比来看，化妆品处行业中下游。

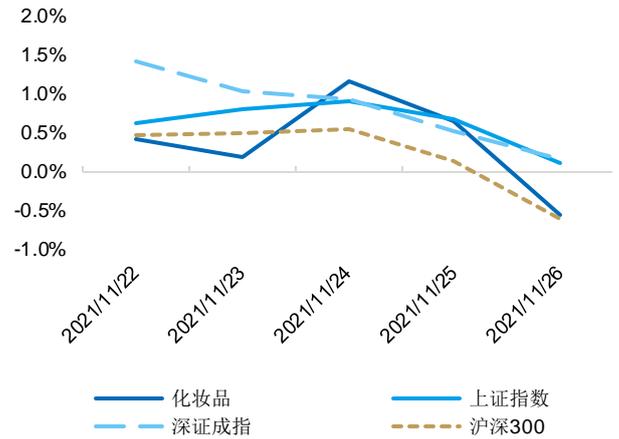
个股方面，鲁商发展、拉芳家化涨幅居前，宝尊电商、珀莱雅跌幅居前。

图表 1：本周化妆品板块涨跌幅

板块名称	累计涨跌幅 (%)
上证综合指数成份	0.10
深证成份指数成份	0.17
沪深 300	-0.61
化妆品板块	-0.55

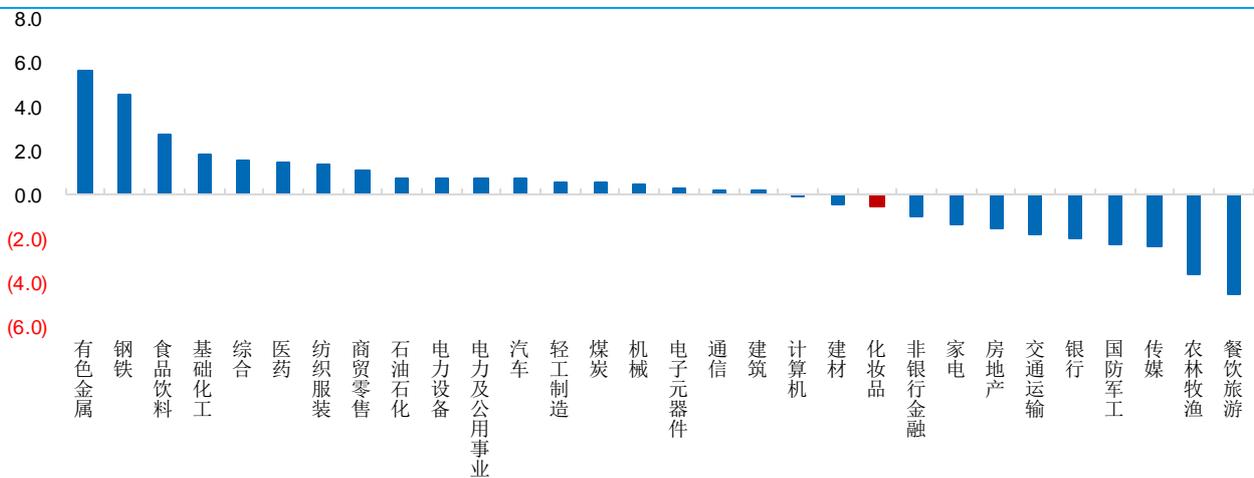
来源：wind，国金证券研究所

图表 2：本周化妆品板块涨跌幅走势



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：本周各板块涨跌幅 (%)



来源：wind，国金证券研究所

¹此处的化妆品板块为国金证券选取的主业涉及化妆品代运营、品牌、生产等相关的 A 股/港股/美股上市公司，包含有壹网壹创、上海家化、珀莱雅、丸美股份、水羊股份、拉芳家化、名臣健康、青岛金王等个股，不同于 Wind 直接披露的化妆品指数 (8841109.WI)。

图表 4：本周化妆品个股涨跌幅

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	累计涨跌幅 (%)	相对板块涨跌幅 (%)	累计成交量 (万股)	市值 (亿元)
600223.SH	鲁商发展	15.12	25.17	25.72	19622	153
603630.SH	拉芳家化	22.82	5.02	5.57	2470	52
603983.SH	丸美股份	30.54	0.79	1.34	705	123
003010.SZ	若羽臣	20.12	0.70	1.25	373	24
6993.HK	蓝月亮集团	7.18	0.00	0.55	4384	421
YSG.N	逸仙电商	3.00	0.00	0.55	1204	19
600315.SH	上海家化	41.91	-0.10	0.45	1021	285
300132.SZ	青松股份	10.35	-0.29	0.26	5808	53
300955.SZ	嘉亨家化	34.01	-1.02	-0.47	951	34
300740.SZ	水羊股份	16.47	-1.14	-0.59	3112	68
300792.SZ	壹网壹创	50.16	-1.61	-1.06	883	120
605136.SH	丽人丽妆	23.86	-1.89	-1.34	1357	96
300957.SZ	贝泰妮	202.68	-3.20	-2.65	451	859
6601.HK	朝云集团	3.13	-3.40	-2.85	2081	42
603605.SH	珀莱雅	191.08	-3.67	-3.12	321	384
BZUN.O	宝尊电商	15.15	-10.04	-9.49	603	12

来源：wind，国金证券研究所

1.2 钻石珠宝

本周钻石珠宝板块²涨 0.99%，跑赢沪深 300 1.61PCT。

板块对比来看，钻石珠宝处行业中上游。

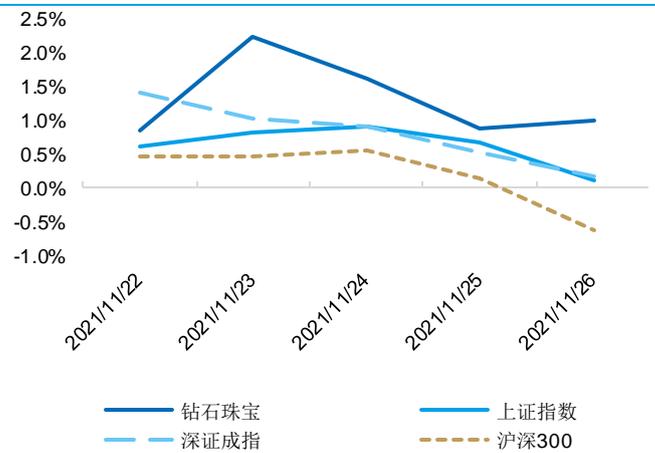
个股方面，曼卡龙、萃华珠宝涨幅居前，中兵红箭、国机精工跌幅居前。

图表 5：本周钻石珠宝板块涨跌幅

板块名称	累计涨跌幅 (%)
上证综合指数成份	0.10
深证成份指数成份	0.17
沪深 300	-0.61
钻石珠宝板块	0.99

来源：wind，国金证券研究所

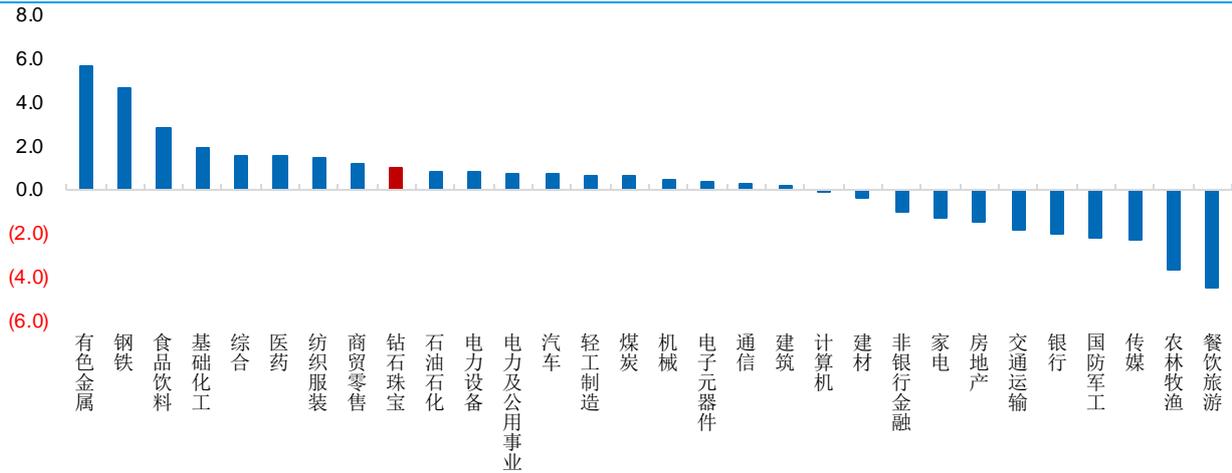
图表 6：本周钻石珠宝板块涨跌幅走势



来源：wind，国金证券研究所

² 此处的钻石珠宝板块为国金证券选取的主业珠宝首饰相关的 A 股上市公司，包含有爱迪尔、周大生、潮宏基、飞亚达、老凤祥、中国黄金、力量钻石、中兵红箭等个股。

图表 7: 本周各板块涨跌幅 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 8: 本周钻石珠宝个股涨跌幅

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	累计涨跌幅 (%)	相对板块涨跌幅 (%)	累计成交量 (万股)	市值 (亿元)
300945.SZ	曼卡龙	27.88	34.69	33.70	9060	57
002731.SZ	萃华珠宝	12.02	28.97	27.98	9010	31
000587.SZ	*ST金洲	1.64	10.81	9.82	20028	35
301071.SZ	力量钻石	337.40	9.97	8.98	632	204
002721.SZ	金一文化	3.62	8.71	7.72	8542	35
605599.SH	莱百股份	12.57	4.49	3.50	1941	98
002740.SZ	爱迪尔	4.13	1.47	0.48	1792	19
000026.SZ	飞亚达	11.83	1.20	0.21	2537	50
600916.SH	中国黄金	14.27	1.13	0.14	1842	240
002574.SZ	明牌珠宝	4.63	0.87	-0.12	2259	24
002345.SZ	潮宏基	5.04	0.60	-0.39	5417	46
688028.SH	沃尔德	55.32	0.56	-0.43	823	44
600172.SH	黄河旋风	11.26	0.18	-0.81	35991	162
600612.SH	老凤祥	46.10	-0.15	-1.14	364	241
603900.SH	莱绅通灵	6.94	-1.28	-2.27	535	24
002867.SZ	周大生	17.90	-2.18	-3.17	2868	196
600655.SH	豫园股份	9.58	-2.84	-3.83	3643	373
300179.SZ	四方达	12.23	-3.55	-4.54	17938	60
000519.SZ	中兵红箭	29.02	-4.10	-5.09	23678	404
002046.SZ	国机精工	16.25	-6.77	-7.76	10734	85

来源: wind, 国金证券研究所

2、行业动态

■ 伊斯佳将成“北交所美妆第一股”

根据化妆品观察 11 月 26 日报道: 11 月 25 日, 新三板创新层公司珠海伊斯佳科技股份有限公司 (以下简称“伊斯佳”) 发布关于董事会审议公开发行股票并在北交所上市议案的提示性公告, 这意味着伊斯佳率先发出了冲击北交所的信号。目前北交所已受理伊斯佳的上市申请并提出问询, 后续若顺利审批过会, 伊斯佳将坐实“北交所美妆第一股”称号。公告显示, 伊斯佳此次拟向不特定合格投资者公开发行规模不超过 495 万股, 发行底价为 18 元/股; 拟将

本次募集的资金用于“研发中心和生产线改造升级项目”、“数字运营中心及信息化系统建设项目”和“补充流动资金项目”。

北交所的设立，加快了伊斯佳的上市进程。北交所设立后，原先在创新层满一年的公司可以“绕过”精选层这一道关卡，直接在北交所申请转板上市，于是便有了伊斯佳直接在北交所冲击上市。

从经营业绩来看，伊斯佳 2018 年—2020 年营收分别为 1.52 亿元、1.87 亿元和 1.67 亿元；净利润 1590 万、3164 万、2142 万，满足北交所对“净利润”的要求。若按“市值”指标衡量，伊斯佳截止到 2021 年 11 月 25 日市值为 5.58 亿，同样满足标准一。伊斯佳将上半年业绩的飞增，主要归功于“与新锐电商品牌的合作”，其市场总监卢芬曾在公开场合表示，“得益于率先洞察消费者需求，伊斯佳得以赶上新锐品牌引领的洗护增长浪潮。”比如今年常驻天猫、抖音、小红书等平台单品品类销售 TOP 榜的 spes 海盐洁发膏，配方便是出自伊斯佳之手，前者曾经在李佳琦直播间一晚热卖 7 万瓶，成为当晚销量第一单品。

在新一波“上市潮”中，除上述创新层企业以外，在新三板基础层挂牌的 21 家美妆企业，已经优先拿到了上市“入场券”，其中不乏谢馥春、孔凤春等传统品牌和科玛股份、美爱斯等化妆品代工厂，这些企业未来有机会在进入创新层后，再向北交所“进发”。

得益于上市进程提速，资本的“利好”已先于股价上显现出来。品观 APP 发现，9 月份芭薇股份、兰亭科技、锦波生物、赛莱拉、西施兰 5 家公司的股价均大幅上涨，在股票交易市场受到“追捧”；此后虽在 10 月和 11 月份经历正常调整，但多数仍保持上扬势头。鉴于创业板的改革先例，美妆企业“上市需求”在北交所“闸口放开”的效应叠加下，化妆品行业或将迎来新一波“上市潮”。

■ 素士将成电动牙刷第一股

根据化妆品观察 11 月 23 日报道：11 月 22 日晚间，深圳素士科技股份有限公司（以下简称“素士”）申请创业板 IPO 获深交所受理，其招股书也随之公布。公开资料显示，素士科技成立于 2015 年，以自有品牌“素士”为主，此外还包括“AIRFLY”及“品敬”两个品牌，已经上线的产品包括电动牙刷、电吹风、鼻毛修剪器、冲牙器等。从 2018 年开始，素士营收已经迈过 10 亿大关，若保持去年的增速，今年营收则有望超过 18 亿。根据招股书，口腔护理营收占比最高，为 58.12%；须发护理次之，占比 27.58%。

值得一提的是，素士的“小米系”背景，对其发展影响颇深。2016 年 7 月，素士科技获得小米投资，成为小米生态链企业。招股书显示，目前小米集团仍持有素士近 20% 的股份。据公开资料显示，素士至今已完成了 6 轮融资，其中 2019 年 2 月获得由嘉御基金领投的 2 亿元，更是创下了个护家电领域的最大单笔融资额。2020 年 8 月，素士又完成了 1.75 亿元的 Pre-IPO 轮融资，从融资金额以及融资速度来看，素士都堪称行业“领头羊”。

素士当前取得的成绩主要是依靠打造高性价比的爆品和互联网营销手段。

一方面，为了避开飞利浦、欧乐 B 这些电动牙刷内的巨头，素士电动牙刷走的是平价路线，首款电动牙刷产品售价 200 多元，主打智能声波刷牙等功能，依靠性价比获得了不错的市场反馈。除了性价比，素士从设计和功能方面挖掘创新点，找到产品突围方向。比如，在普通电动牙刷强力清洁、护龈美白等基础功能上，加入了灭菌消毒的功效，成为行业里极具特色的清洁+消毒功能相结合的电动牙刷；以及首款能“按摩头皮”的复古电吹风，弧形美学调试设计和革新性的磁吸按摩风嘴，满足了消费者对颜值和功能的双重需求。

另一方面，素士大力借助互联网营销快速提升销售。招股书显示，天猫、抖音、有品（系电商直播的代理机构）为素士三大主要销售渠道，素士采取线上多类型广告投入以及网络红人、KOL 直播带货等新兴营销模式，扩大品牌影响和产品覆盖，使得通过线上直销的销售金额和占比不断提高。

2015 年开始，随着智能家居、智能医疗等硬件市场崛起，科技设备厂商、传统口腔品牌纷纷入场，拉动口腔护理市场的消费升级，其中电动牙刷市场呈

现“爆炸式”增长。未来，电动牙刷市场仍有极大的想象空间。

■ 雪梨、林珊珊偷逃税被罚，金额近亿元

根据化妆品观察 11 月 22 日报道：11 月 22 日，国家税务总局杭州市税务局公布，朱宸慧、林珊珊两名网络主播因偷逃税款，将被依法追缴税款、加收滞纳金并处罚款分别计 6555.31 万元和 2767.25 万元，合计近亿元。

朱宸慧，另一个广为人知的名字是雪梨，杭州宸帆电子商务公司（以下简称宸帆）的 CEO。据智研咨询数据中心前不久推出的《“双十一”前夕淘宝主播排行榜单 TOP10》，雪梨是淘宝上仅次于李佳琦、薇娅的 TOP3 主播。

林珊珊则为宸帆 CMO。官网显示，宸帆旗下拥有超过 350 位红人，全网粉丝覆盖超 4 亿，其中排在头部的就是雪梨和林珊珊。

雪梨在 2019 年至 2020 年期间，通过设立个人独资企业，虚构业务把从有关企业取得的个人工资薪金和劳务报酬所得 8445.61 万元，转换为个人独资企业的经营所得，偷逃个人所得税 3036.95 万元。同期，林珊珊通过设立个人独资企业，虚构业务把从有关企业取得的个人工资薪金和劳务报酬所得 4199.5 万元，转换为个人独资企业的经营所得，偷逃个人所得税 1311.94 万元。

事实上，与大多数工薪阶层不同，网络主播的收入较高，头部主播更令人咋舌。以刚刚结束的双 11 大战为例，相关数据显示，仅预售首日，李佳琦 GMV 高达 106.53 亿元、薇娅 GMV 为 82.52 亿元，雪梨虽然排在他们之后，但其 GMV 也高达 9.3 亿，位列头部主播之列。

有业内人士分析，对于头部网红主播，如果严格按个税缴纳很容易适用最高 45% 边际税率，譬如一场销售额超 100 亿元的直播，即便按最低 20% 的销售分成，头部主播的佣金也超 20 亿元，需缴纳 9 亿多元的个税，而企业所得税为 25%，多设立一些企业来进行“避税”，则会少缴不少。

税务总局首次公开曝光头部主播偷逃税案例，释放了严查网络主播偷逃税的决心，在今年底补缴减罚免罚下，网络主播或将掀起第一波补税潮。此事将主要造成三方面影响：一、主播对于佣金和坑位费的收取方式，可能会发生改变；二、一些不具备资质的主播会被淘汰，主播生态会出现寡头，中腰部主播会“投奔”大型 MCN 机构，去抵抗更多的从业风险；三、无论是主播还是 MCN 机构都会更正规化运作。

■ 印度“线上丝芙兰”Nykaa 创始人成最新女首富，公司估值 130 亿美元

根据化妆品财经在线 11 月 24 日报道：11 月 10 日，化妆品与潮流服装零售商尼卡公司（Nykaa）的母公司——FSN 电子商务投资公司登陆资本市场。上市后，FSN 估值达到 130 亿美元，而持有 52.6% 股权的创始人 Falguni Nayar 法尔古妮·纳亚尔，也凭借 68 亿美元财富，成为印度最富有的白手起家女性。

Nykaa 是一个美容和时尚电子商务平台，由纳亚尔在 2012 年创立。Nykaa 的名称源自梵语，意思是处在聚光灯下的人。在过去将近十年里，Nykaa 发展为售卖美妆、时尚、珠宝、男士、奢侈品和家居装饰等类别的综合性零售平台。Nykaa 的网站上有 4000 多个品牌，现已在印度的 40 个城市开设了 80 家门店，线上线下辐射消费人群超 1200 万。

目前，美容仍是其最大业务。在截至 3 月 31 日的财政年度，Nykaa 的 GMV 为 404.5 亿卢比（约合人民币 35 亿元），其中美妆产品占 338 亿卢比（约合人民币 29 亿元）。同时，Nykaa 的 GMV 比前一年增长了 50.7%。

在 Nykaa 上，印度消费者可以找到印度其他地方没有的全球优质美妆。除此之外，Nykaa 上还售卖雅诗兰黛、迪奥、娇兰、宝格丽和中东第一彩妆品牌 Huda Beauty 等品牌。同时，Nykaa 还是不少国际美容集团进军印度的第一站。例如，爱茉莉太平洋集团相继在 2018、2019 年通过 Nykaa 在印度推出兰芝和伊蒂之屋。

在截至今年 3 月的财年中，该公司实现收入 245 亿卢比（约合人民币 17.5 亿元），同比增长 38.1%。当前，公司 97% 的商品交易总额来自线上销售，二、三线城市贡献的销售总额占到 63%。

近年来，印度的美容和个人护理市场发展迅速。当拥有 14 亿人口的中国已成为全球第二大美妆市场。有外媒分析称，印度美容市场的年增长率在 2020 年达到了 12%，当前达到 160 亿美元，预计到 2025 年将达到 280 亿美元规模。

受环境气候（炎热、易出汗有味道）影响，个护产品中，香味持久的沐浴露、洗发水、香水等是印度消费者最喜爱的产品。而近年来，护发素产品需求增长最快。面部护理类别中，基础护肤产品（保湿水乳、霜）与唇膏的需求增长最快。随着印度化妆品行业的渐渐成熟，印度美妆市场正在向中高端市场转变，各大电商平台争相与国际大牌合作，但目前市场受众仍以中低收入群体为主，平台上以小众的护肤品品牌和低价美妆护肤产品为主。

■ 爱茉莉太平洋公布 Q3 财报，雪花秀在中国市场增 50%

根据化妆品财经在线 11 月 23 日报道：爱茉莉太平洋最新发布的三季度财报显示，公司在该季度营收 1.1 万亿韩元（约合人民币 59 亿元），同比增长 1.9%。聚焦到中国市场，爱茉莉太平洋的总营收下降了 10%，但是雪花秀产品结构的优化和新的高端产品线的推出，为其带来了 50% 左右的销售额增长。

“爱茉莉太平洋一直关注消费者消费习惯的变化，并高度重视中国市场。为了响应消费需求，公司及时调整品牌定位，布局了具有差异化且赋有竞争力的品牌阵营，并陆续推出多款新品。”爱茉莉太平洋中国区总裁高祥钦说道。

“这是我们注重消费者的结果。我们发现消费者在高端护肤消费及功效型产品上有较大的需求，所以基于公司多年来对人参的专研，以及消费者需求，公司推出了雪花秀新品。”

雪花秀全新升级的产品时光胶原霜（御时紧颜参养乳霜），蕴含了品牌王牌核心成分人参 Ginsenomics™ 传奇赋活精萃，有三重提升皮肤弹性的功效。同时，高端成分人参·肽也被应用于产品中，用来增强皮肤的防御能力，以及对抗刺激性老化。这一产品的推出获得不错的市场反响，财报显示，不仅是在中国地区，在泰国和印度尼西亚，受新品人参系列推动，雪花秀的销量也有所增长。作为以人参科技为主打的高端护肤品牌，雪花秀在“人参”这一成分和韩方这一概念上，对其他品牌形成隐性壁垒。

新品策略不止让雪花秀尝到甜头，财报还表明，其他品牌如兰芝，也通过推出“Neo Foundation”、“Neo Powder”等关键产品系列，增加了品牌竞争力，从而推动了整体业绩的增长。

新品得到市场欢迎的背后，体现出爱茉莉太平洋对市场精确的洞察和预测。针对年轻人初抗老的消费需求，兰芝品牌将之前定位的‘闪亮之美’，升级为符合年轻人需要的‘皮肤问题的解决专家’，同时产品也向着功效化、年轻化方面发展。而雪花秀则进一步深化定位，朝着奢华的高端品牌发展，以此类推，集团下面的品牌就此延伸成一个多样性、多样化的品类与差异化的产品，来符合消费者的需求。

3、风险分析

新品/营销/渠道发展不及预期；生产商/代运营商大客户流失。

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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402