




**医美 化妆品**

# 强者恒强，拥抱新锐

## ——医美&化妆品行业周报

 分析师：马莉 S1230520070002  
 联系人：王长龙、汤秀洁、詹陆雨、周明蕊  
 mali@stocke.com.cn

### 报告导读

特殊事件、政策及疫情影响下，看好化妆品与医美行业龙头，关注低估值高弹性小票。

### 投资要点

#### 重要事件解读：薇娅偷逃税款事件预期不会对化妆品行业造成太大冲击

今年天猫 TOP50 美妆品牌，几乎全部合作了薇娅或李佳琦，且其中大部分都是同时合作两大主播，但我们预计该事件对多数品牌影响有限。1) 对收入影响有限：总体判断大部分品牌来自于超头直播间的贡献占全渠道 GMV 为个位数至 20%，该比例仍控制在合理水平。不排除个别品牌占比极低或极高，如占比极高，需关注明年业绩持续增长风险。2) 对利润影响可能会更低：主要系超头主播的营销费用较高，通常情况下超头直播间的净利率水平偏低。

#### 投资建议

**化妆品：**本周发布《化妆品 2022 年投资策略：拥抱龙头，掘金新锐》，围绕三条投资主线，有的放矢。

**主线一：**基本面优秀，业绩增速确定性高+未来 2 年复合增速快的细分赛道龙头，建议关注贝泰妮、珀莱雅、华熙生物等。

**主线二：**新锐小票，低估值高弹性，增速爆发力强，在行业中属于“小荷才露尖尖角”，有望迎来戴维斯双击，建议关注鲁商发展。

**主线三：**上游优质制造，明年受益产能释放或产品进入涨价通道，业绩拐点关键验证期，或迎触底反弹行情，建议关注科思股份、嘉亨家化、青松股份。

**医美：**政策趋严，行业由上半年的百花齐放进入到细分赛道龙头强者恒强时代：医美水下市场转水上，限制资本炒作有效遏制行业的劣币驱逐良币，优胜劣汰。

**上游端：**产品竞争加剧，新品迭代及产品矩阵为胜负手。从今年乐提葆、双子针、天使针、少女针等众多新品来看，产品定位至关重要。一方面，细分赛道方向竞争相对较弱；另一方面，产品升级方向有效对冲价格战下的毛利率下行上游不再仅仅是大单品逻辑，而是根据产品生命周期，有效打造产品组合拳。

**下游端：**疫情冲击+严监管推动行业洗牌，区域龙头加速扩张。短期来看，与产业链上游对比，下游的壁垒、盈利能力均处于劣势，然而随着上游价格战加剧以及下游机构的集团化，将有一部分利润向产业链下游转移；长期来看，随着渗透率的提升，行业也将由供给寻找需求过度到需求寻找供给，获客成本有望压缩。一级市场冷却过后，区域龙头加速全国扩张，精细化集团有望突围。

#### 风险提示

终端零售不及预期；疫情反复；行业竞争加剧等

### 细分行业评级

医美	看好
化妆品	看好

### 相关报告

- 《双十一数据解读：强者愈强，掘金消费拐点》 2021.11.14
- 《贝泰妮：2021 年三季报点评，业绩高增彰显成长性，双十一超头直播预售热度高》 2021.10.27

报告撰写人：马莉

联系人：王长龙、汤秀洁、詹陆雨、周明蕊

## 正文目录

<b>1. 核心观点</b>	<b>3</b>
1.1. 化妆品：拥抱龙头，掘金新锐	3
1.2. 医美：从百花齐放到强者恒强	3
<b>2. 行情回顾:</b>	<b>3</b>
2.1. 医美板块与社零涨跌幅	3
2.2. 重点标的本周涨跌幅	4
<b>3. 重要公告和新闻</b>	<b>6</b>
3.1. 行业动态	6
3.2. 公司新闻	7
<b>4. 行业重点公司估值</b>	<b>8</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>8</b>

## 图表目录

图 1: A 股板块指数涨跌幅	3
图 2: 本周、月度 A 股板块指数涨跌幅	3
图 3: 限额以上化妆品和限额以上社零总额当月同比增速	4
图 4: 限额社零总额十一月分行业同比增速	4
图 5: 化妆品行业标的本周涨跌幅	4
图 6: 医美及其他行业标的本周涨跌幅	4
表 1: 限额以上社零及化妆品近一年增速	4
表 2: 个股涨跌幅对比表	5
表 3: 重点覆盖公司估值表	8

## 1. 核心观点

### 1.1. 化妆品：拥抱龙头，掘金新锐

本周发布《化妆品 2022 年投资策略：拥抱龙头，掘金新锐》，围绕三条投资主线，有的放矢。

主线一：基本面优秀，业绩增速确定性高+未来 2 年复合增速快的细分赛道龙头，建议关注贝泰妮、珀莱雅、华熙生物等。

主线二：新锐小票，低估值高弹性，增速爆发力强，在行业中属于“小荷才露尖尖角”，有望迎来戴维斯双击，建议关注鲁商发展。

主线三：上游优质制造，明年受益产能释放或产品进入涨价通道，业绩拐点关键验证期，或迎触底反弹行情，建议关注科思股份、嘉亨家化、青松股份。

### 1.2. 医美：从百花齐放到强者恒强

政策趋严，行业由上半年的百花齐放进入到细分赛道龙头强者恒强时代。医美水下游市场转水上，限制资本炒作有效遏制行业的劣币驱逐良币，优胜劣汰。

上游端：产品竞争加剧，新品迭代及产品矩阵为胜负手。从今年乐提葆、双子针、天使针、少女针等众多新品来看，产品定位至关重要。一方面，细分赛道方向竞争相对较弱；另一方面，产品升级方向有效对冲价格战下的毛利率下行上游不再仅仅是大单品逻辑，而是根据产品生命周期，有效打造产品组合拳。

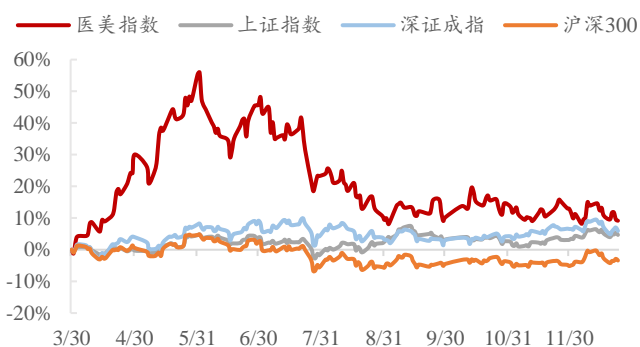
下游端：疫情冲击+严监管推动行业洗牌，区域龙头加速扩张。短期来看，与产业链上游对比，下游的壁垒、盈利能力均处于劣势，然而随着上游价格战加剧以及下游机构的集团化，将有一部分利润向产业链下游转移；长期来看，随着渗透率的提升，行业也将由供给寻找需求过度到需求寻找供给，获客成本有望压缩。一级市场冷却过后，区域龙头加速全国扩张，精细化集团有望突围。

## 2. 行情回顾：

### 2.1. 医美板块与社零涨跌幅

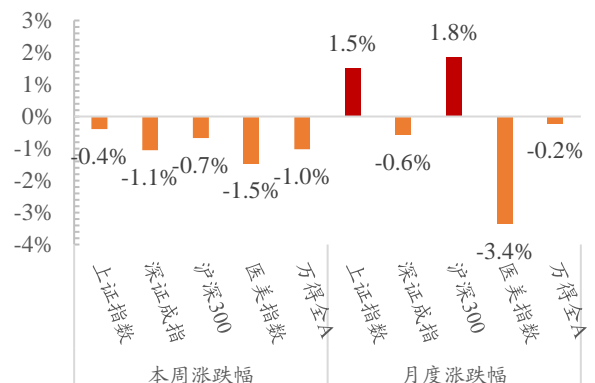
过去一周上证指数下跌 0.39%，深证成指下跌 1.06%，沪深 300 下跌 0.67%，医美指数下跌 1.47%。

图 1：A 股板块指数涨跌幅



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 2：本周、月度 A 股板块指数涨跌幅



资料来源：Wind、浙商证券研究所

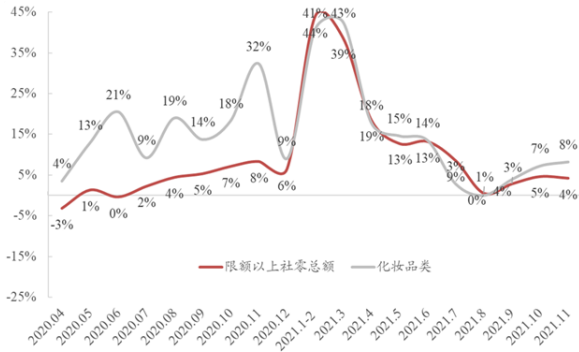
社零方面，据国家统计局披露：

21 年 11 月：社零同比增速 3.9%，其中限额以上单位消费品零售额同比增速 4.2%，

化妆品零售额同比增速 8.2%，在 15 个细分品类中位列第 9 名。

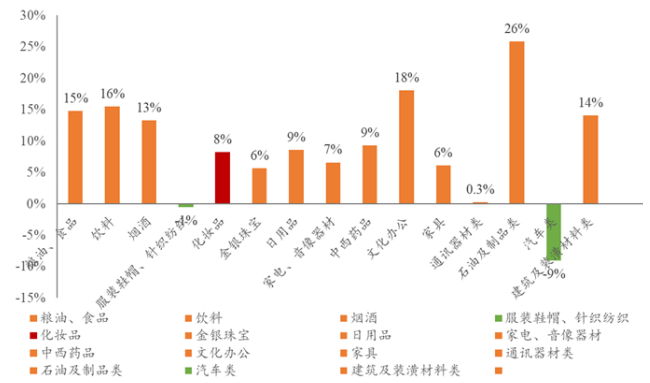
21 年 1-11 月：社零累计同比增速 13.7%，其中限额以上单位消费品零售额累计同比增速 14.9%，化妆品零售额累计同比增速 15.3%，化妆品累计增速快于整体增速，在 15 个细分品类中位列第 9 名。

图 3：限额以上化妆品和限额以上社零总额当月同比增速



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

图 4：限额社零总额十一月分行业同比增速



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

复盘历史，2020 年限额以上单位消费品零售总额同比减少 1.9%，其中化妆品同比增长 9.5%，引领疫后消费品恢复。2020 年相对高基数背景下，2021 年 1-11 月化妆品增速快于整体增速，下游高需求凸显。其中 8 月份化妆品社零增速放缓至 0%，下探后触底反弹，9 月环比提升，10 月持续升温，同比增速较上月加快 3.3 个百分点，11 月增速继续加快，较上月再提升 1 个百分点。从天猫数据跟踪来看，竞争程度日益激烈，龙头品牌业绩表现分化。

表 1：限额以上社零及化妆品近一年增速

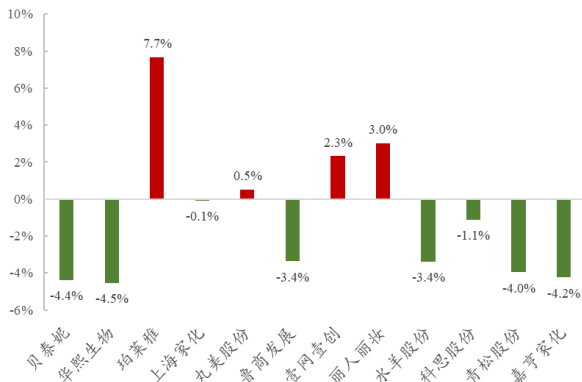
分类	指标	2020.10	2020.11	2020.12	2021.1-2	2021.3	2021.4	2021.5	2021.6	2021.7	2021.8	2021.9	2021.10	2021.11
当月同比	限额以上社零总额	7.10%	8.30%	6.40%	43.90%	38.60%	18.50%	12.70%	13.20%	8.50%	0.50%	2.80%	4.60%	4.20%
	化妆品类	18.30%	32.30%	9.00%	40.70%	42.50%	17.80%	14.60%	13.50%	2.80%	0.00%	3.90%	7.20%	8.20%
累计同比	限额以上社零总额	-4.20%	-2.80%	-1.90%	43.90%	42.00%	35.30%	29.90%	26.40%	23.60%	20.30%	17.90%	16.40%	14.90%
	化妆品类	5.90%	9.50%	9.50%	40.70%	41.40%	35.30%	30.30%	26.60%	23.40%	20.00%	17.90%	16.70%	15.30%

资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

## 2.2. 重点标的本周涨跌幅

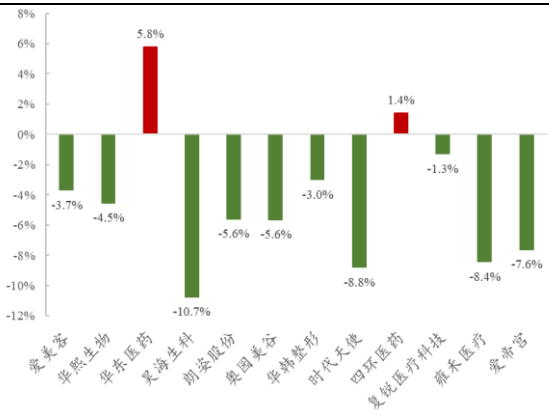
上周周万得全 A 跌幅 1.0%，所选化妆品行业涵盖公司 12 个，按照市值加权平均跌幅 1.44%；所选医美及其他行业涵盖公司 12 个，按照市值加权平均跌幅 3.03%。

图 5：化妆品行业标的本周涨跌幅



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图 6：医美及其他行业标的本周涨跌幅



资料来源：Wind、浙商证券研究所

从个股来看，化妆品行业涨幅居前的个股分别为珀莱雅(+7.7%)、丽人丽妆(+3.0%)，跌幅居前的个股分别为华熙生物(-4.5%)、贝泰妮(-4.4%)；医美及其他行业涨幅居前的个股为华东医药(+5.8%)，跌幅居前的个股分别为昊海生科(-10.7%)、时代天使(-8.8%)。

#### 领涨标的解读：珀莱雅+7.7%，华东医药+5.8%

**珀莱雅：**头部主播依赖度不高，产品力持续得到验证，业绩确定性凸显，薇娅事件后迎来一波上涨。

**华东医药：**1) 华东宁波事件影响基本 price in，当前位置有安全垫。2) 少女针业绩有望超预期，少女针销售团队人员目前超过 50 人，已覆盖签约合作医美机构超过 200 家，明年销售团队的人数计划将至少翻倍，达到 150-200 人。3) 医药板块内部情绪切换，细分板块行情明显分化，例如 CXO 跌幅大，但中药等涨幅较大。

**表 2：个股涨跌幅对比表**

行业	代码	名称	市值 (亿元)	本周涨跌幅	月初至今涨跌幅	年初至今涨跌幅
万得	881001.WI	万得全 A		-1.0%	-0.2%	8%
化妆品	300957	贝泰妮	847	-4.4%	-0.2%	23%
	688363	华熙生物	760	-4.5%	-1.8%	8%
	603605	珀莱雅	431	7.7%	7.8%	21%
	600315	上海家化	274	-0.1%	-3.7%	17%
	603983	丸美股份	129	0.5%	6.2%	-38%
	600223	鲁商发展	134	-3.4%	-4.6%	57%
	300792	壹网壹创	117	2.3%	1.7%	-33%
	605136	丽人丽妆	98	3.0%	2.0%	-14%
	300740	水羊股份	64	-3.4%	-3.8%	-13%
	300856	科思股份	62	-1.1%	3.3%	1%
	300132	青松股份	55	-4.0%	4.0%	-43%
	300955	嘉亨家化	32	-4.2%	-4.7%	-54%
	医美及其他	300896	爱美客	1188	-3.7%	-2.8%
688363		华熙生物	760	-4.5%	-1.8%	8%
000963		华东医药	658	5.8%	11.0%	42%
688366		昊海生科	178	-10.7%	-11.3%	31%
002612		朗姿股份	140	-5.6%	-12.7%	29%
000615		奥园美谷	84	-5.6%	-0.6%	41%
430335.NQ		华韩整形	25	-3.0%	-11.6%	-30%
6699.HK		时代天使	346	-8.8%	-28.8%	-37%
0460.HK		四环医药	109	1.4%	-5.9%	75%
1696.HK		复锐医疗科技	35	-1.3%	-24.4%	181%
2279.HK		雍禾医疗	68	-8.4%	-3.0%	-3%
0286.HK		爱帝宫	30	-7.6%	-10.5%	73%

资料来源：WIND，浙商证券研究所

### 3. 重要公告和新闻

#### 3.1. 行业动态

**医美：口腔医美服务规范或将出台，医美监管进一步细化。**

**事件回顾：**12月21日，中华口腔医学会、中国整形美容协会共同提出《口腔医疗美容服务规范》团体标准（征求意见稿）邀请各标委会专家审阅，并希望各标委会专家于2022年1月20日前将《征求意见反馈表》以电子邮件、信件的方式反馈。

**解读：**口腔医疗美容包括牙体缺损美容修复、口腔颌面部微整形等项目，近年来关注度和下游需求持续提高。在医美监管趋严、政策持续收紧的行业背景下，此次团体标准对从事口腔医疗美容的机构标准、人员资质、器材设备准入以及口腔医疗美容项目做了界定，提出了具体要求。有利于保证监管的科学性、实用性及可操作性。将进一步规范口腔医疗美容行业服务，打击口腔医疗美容的非法行医行为，维护口腔医疗美容就医者与从医者的合法权益。

**西安因疫情封城，终端医美机构受影响。**

**事件回顾：**12月26日下午，西安市召开新冠疫情防控工作新闻发布会。报告25日0时-24时全市新增本土确诊病例155例，12月9日以来全市累计报告本土确诊病例485例。

**解读：**西安21日以来进行三轮大规模核酸筛查，发现大量隐匿病例和社区感染者，后续筛查或将继续出现报告病例数较多的情况。22日西安宣布全市小区封闭式管理，24日中国工程院医药卫生学部主任张伯礼院士研判西安疫情未至拐点。后续疫情演化存在不确定性，封城政策将对西安线下医美终端机构经营造成一定影响，例如朗姿股份旗下西安高一生医疗美容医院等。

**化妆品：薇娅偷逃税被罚13.41亿元，超头主播或是双刃剑。**

**事件回顾：**12月20日，浙江省杭州市税务部门发布消息，薇娅偷逃税被追缴并处罚款13.41亿元。随后薇娅发文致歉，其相关淘宝主播账号已被冻结。

**解读：**

##### 1、哪些美妆品牌今年双十一合作了薇娅/李佳琦？

今年双十一天猫TOP50美妆品牌，几乎全部合作了薇娅或李佳琦，且其中大部分都是同时合作两大主播。主要系两大超头虹吸效应下成为美妆流量聚焦地，最终呈现的局面是：龙头品牌才有实力抢到双十一超头直播间的黄金坑位，而进驻超头直播间为品牌能跻身TOP50提供一定保障，既是相辅相成，也是无奈之举。

##### 2、化妆品头部品牌GMV中，多少来自超头主播（李佳琦/薇娅）？

各品牌差异较大：从个位数到占比近半都有。通常来说，双十一期间超头主播占比较高，日常销售中超头直播占比并不大，总体判断大部分品牌来自于超头直播间的贡献占全渠道GMV为个位数至20%，不排除个别品牌占比极低或极高，例如鲁商发展-瑛尔博士几乎不合作超头主播，而也有品牌在孵化阶段主要依赖超头主播增大曝光量。

##### 3、薇娅事件对相关品牌明年的业绩是否有影响？

1) 对收入影响有限：大部分品牌来自超头直播间的GMV比例仍控制在合理水平，且考虑到头部品牌大多为多渠道布局，所以对收入有限；2) 对利润影响可能会更低：主要系超头主播的营销费用较高，通常情况下超头直播间的净利率水平偏低。

3) 公司也会相应选择其他营销方式或渠道以弥补超头空缺。

#### 4、未来直播格局会不会发生变化？

我们预期从两强多弱→更均衡，中腰部中坚力量开始受到重视。1) 从品牌角度：重视渠道多元化、主播分散化布局，挖掘跟品牌形象更契合的中腰部主播；2) 从KOL企业来说：资源或将分散化，重视扶持中腰部主播、孵化新主播；3) 从消费者来说：直播消费者通常是价格敏感性客户，追求产品售价最低的主播。当头部主播两家独大时，品牌倾向于将天猫最低价给予超头直播间，随着格局被打破，折扣体系可能也会相应发生变化，消费者也会有更多选择。

#### 5、对化妆品品牌格局的影响？

1) 新品牌会更容易做出来吗？如果直播格局更加均衡，也意味着新品牌能充分借助中腰部主播的力量崭露头角，但该模式的摸索对新品牌创始人的行业认知水平、团队管理能力等提出更高要求。

2) 考虑到超头直播营销费用高昂，如果转向中腰部主播，后续化妆品品牌的盈利能力会更强吗？化妆品模式本质没有发生变化，仍为“高毛利、高费用率”赛道，判断行业合理盈利水平仍在 8%-20%之间。有些品牌能借助高性价比的中腰部主播，提升盈利能力；但如何筛选合适的中腰部主播、如何确定投放节奏和费用分配等，对品牌管理层提出更高要求，如果盲目投放，可能盈利反而更差。

3) 化妆品会不会迎来新的格局洗牌？随着流量变革的发生，化妆品格局洗牌一直在进行。对此我们建议把握产品研发供应链强+渠道多元化布局能力稳+组织架构高效激励制度完善的龙头企业，能在流量变革中立于不败之地。

### 3.2. 公司新闻

1) **江苏吴中：1.66 亿入局童颜针，继续加码医美赛道。**12月20日公司公告，全资子公司吴中美学拟 1.66 亿元取得达透医疗 51%的股权，并获得童颜针产品 AestheFill 在中国境内的一定期限内销售代理权。目前该产品处在临床数据汇总和预统计分析阶段，尚未向中国国家药监局提交上市注册申请。

2) **四环医药：抗凝药物获批生产，仿制药产品再拓版图。**12月21日公司公告，集团开发的抗凝药物“磺达肝癸钠注射液”(规格：0.5 毫升：2.5 毫克)获得中国国家药品监督管理局颁发的药品注册批件，获批准生产，视同通过仿制药质量和疗效一致性评价。磺达肝癸钠注射液可适用于进行下肢重大骨科手术如髌关节骨折、重大膝关节手术或者髌关节置换术等患者，具有预防静脉血栓栓塞发生等功效。

3) **壹网壹创：终止资产重组事项，择机再行推进。**12月22日公司公告，公司终止发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项。此前披露，公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买宁波好贝企业管理咨询合伙企业(有限合伙)所持有的浙江上佰电子商务有限公司 49%股权，同时拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股票募集配套资金。

4) **复锐医疗科技：高管回购股份，增持彰显经营信心。**12月21日公司公告，公司主席兼执行董事刘毅以每股 8.891 港元价格购买合计共 3 万股公司股份。此次增持后，刘毅合计持有 25 万股公司股份，占已发行股本约 0.054%。

## 4. 行业重点公司估值

**表 3：重点覆盖公司估值表**

公司	代码	市值 亿元	归母净利润（亿元）				PE			
			2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
<b>医美</b>										
爱美客	300896.SZ	1188	4.4	9.6	15.1	20.9	270.1	124.3	78.6	56.7
华熙生物	688363.SH	760	6.5	8.1	11.3	15.7	117.6	94.2	67.4	48.3
华东医药	000963.SZ	658	28.2	29.3	34.3	41.4	23.3	22.4	19.2	15.9
朗姿股份	002612.SZ	140	1.4	2.3	3.2	4.3	98.2	59.4	43.3	32.3
四环医药	0460.HK	109	4.7	8.1	13.2	20.2	23.0	13.5	8.2	5.4
奥园美谷	000615.SZ	84	(1.3)	2.3	2.9	3.7	-62.1	37.2	29.0	22.5
华韩整形	430335.NQ	25	1.1	1.2	1.6	2.1	23.0	20.0	15.2	12.2
复锐医疗科技	1696.HK	6	0.1	0.3	0.4	0.5	41.6	17.1	13.2	11.0
<b>化妆品</b>										
贝泰妮	300957.SZ	847	5.4	8.1	11.4	15.1	155.8	104.0	74.4	56.1
珀莱雅	603605.SH	431	4.8	6.0	7.6	9.1	90.5	71.3	57.0	47.5
上海家化	600315.SH	274	4.3	5.4	7.7	10.2	63.7	50.9	35.5	26.8
鲁商发展	600223.SH	134	6.4	7.5	8.6	12.1	20.9	17.9	15.6	11.1
丸美股份	603983.SH	129	4.6	2.3	2.6	3.1	27.8	56.6	49.2	42.3
水羊股份	300740.SZ	64	1.4	2.3	3.8	6.0	46.0	28.2	17.0	10.7
青松股份	300132.SZ	55	4.6	5.0	5.8	6.8	12.0	11.0	9.5	8.1
科思股份	300856.SZ	62	1.6	1.6	2.5	3.3	38.0	38.6	24.8	19.0
<b>其他</b>										
雍禾医疗	2279.HK	68	1.6	1.2	2.3	3.3	41.9	55.3	30.1	20.7
时代天使	6699.HK	346	2.3	3.5	4.6	5.9	152.2	99.4	74.7	58.3
爱帝宫	0286.HK	36	(3.8)	0.8	1.6	2.4	-9.6	45.2	22.1	15.2

数据来源：Wind，浙商证券研究所（注：爱帝宫单位为亿港元，复锐医疗科技单位为亿美元，其余为亿元。其中时代天使净利润采用调整后归母净利润）

## 5. 风险提示

1. 终端零售不及预期的风险。

2. 区域疫情反复的风险。若区域疫情持续反复，将影响当地医美机构营业情况；若疫情严重也将影响整体消费水平，对医美及化妆品行业产生不利影响。

3. 新品推广不及预期。多款医美新品今年落地，若新品推广不足预期，将影响公司整体业绩。

4. 行业竞争加剧的风险。若行业竞争加剧，各公司若难以保持核心竞争优势，将影响市场份额与盈利水平。



## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

### 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>