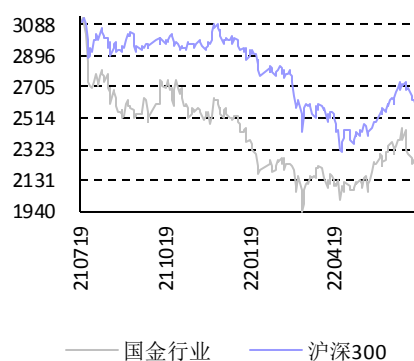


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金化妆品与日化指数	2269
沪深 300 指数	4249
上证指数	3228
深证成指	12411
中小板综指	12564



相关报告

- 1.《6月部分原料价格回落，哪些标的有望获益-化妆品周专题》，2022.7.12
- 2.《Q2线上护肤有所回暖，优质国货品牌势起-化妆品月报》，2022.7.8
- 3.《二季度业绩前瞻，关注业绩超预期/靓丽标的-化妆品周报》，2022.7.3
- 4.《“618”大促收官，优质国产品牌表现亮眼-5月化妆品专题》，2022.7.1
- 5.《“6.18”临近收官，关注二季度业绩靓丽标的-化妆品周报》，2022.6.21

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

蔡昕好 联系人
caixy@gjzq.com.cn

6月美妆零售显著回暖，棕榈油价格后市展望

投资建议

- 今年以来新规执行+直播电商格局变化，持续利好龙头份额提升，品牌商建议关注具备强产品/研发/营销运营实力的头部品牌商贝泰妮、珀莱雅、鲁商发展等；原料商继续推荐提价顺利&产能持续释放&Q2业绩望快速增速&成本压力望缓解的防晒剂龙头科思股份；生产商建议关注 Q3 疫后修复望出现业绩拐点的嘉亨家化。

行情回顾

- 近一周（2022.7.11~2022.7.15）上证综指、深证成指、沪深 300 分别跌 3.81%、跌 3.47%、跌 4.07%，化妆品板块跌 1.77%，跑赢沪深 300 2.3PCT。板块对比来看，化妆品处中上游。个股方面，珀莱雅、贝泰妮涨幅居前，逸仙电商、鲁商发展、宝尊电商等跌幅居前。

本周专题

- 6月棕榈油价格显著回落，本周我们组织了资深棕榈油专家交流会，对本轮棕榈油价格波动及未来价格走势进行分析，核心观点如下：

- ✓ 棕榈油本轮下跌主要原因：1）宏观因素：受大宗商品价格整体下行影响；美联储加息力度大，整体宏观经济预期悲观。2）导火索：印尼 5、6 月放宽棕榈油出口政策，加快推进出口进程。3）根本原因：供需基本面失衡，供给量增大，需求端受到抑制和替代，降价促进作用不明显。

- ✓ 棕榈油价格短期、中期、长期价格走势？1）短期：受印尼消化高库存、（4-5 月限制出口，库存到达 800 万吨以上，达到库存极限值，引发印尼国内种植业不满）积极加速推进出口国际影响，价格继续走低。2）中期（2-3 个月）：或有回弹，但波动不大。3）长期：棕榈油供给量宽松局面已然成型，供需基本面决定的长期价格仍将继续下降。价格长期对于生产具有配置作用，棕榈油等大宗商品生产种植调整具有滞后性与周期性，叠加国际宏观因素的不确定性增加，棕榈油价格或将进入新一轮的价格周期。

6月社零数据：化妆品零售额显著回暖

- ✓ 6月社零同增 3.10%、限额以上企业同增 8.8%，零售增速转正、呈现回暖、其中化妆品、黄金珠宝等可选品类消费回暖显著。
- ✓ 6月化妆品零售额同增 8.10%、疫后首次恢复正向增长。22H1 化妆品零售同降 2.5%、较 22Q1 同增 1.8%略有放缓、618 线上大促销售靓丽显著修复疫情影响、Q2 抖音+淘系护肤销售额同增 4.3%，较 Q1 的同增 3.9%略有提速。

行业动态

- 行业新闻：华熙生物今年第二个新原料“水解透明质酸钙”完成备案；韩国科玛收购韩国化妆品包材龙头衍宇包材株式会社 55% 的股份。
- 重点公告：洁雅股份发布 2022 年限制性股票激励计划（草案），拟向 56 名激励对象以 19.49 元/股授予限制性股票 178.4 万股、占总股本的 2.2%。泡泡玛特预告 1H22 收入同增不低于 30%、净利同降不高于 35%。

风险提示

- 营销/渠道/新品发展不及预期，生产/代运营商大客户流失，数据跟踪误差。

内容目录

1、化妆品周专题.....	3
1.1、棕榈油专家交流会核心观点.....	3
1.2、社零数据：6月化妆品零售额显著回暖.....	3
2、行情回顾.....	4
3、行业动态.....	5
3.1 行业动态	5
3.2 公司公告	7
4、风险分析.....	7

图表目录

图表 1：限额以上企业及化妆品零售额当月同比.....	4
图表 2：可选品类零售额累计同比.....	4
图表 3：本周化妆品板块涨跌幅.....	4
图表 4：本周化妆品板块涨跌幅走势.....	4
图表 5：本周各板块涨跌幅（%）.....	5
图表 6：本周化妆品个股涨跌幅.....	5
图表 7：化妆品上市公司重点公告.....	7

1、化妆品周专题

1.1、棕榈油专家交流会核心观点

6 月棕榈油价格显著回落，以棕榈油为主要原料的公司成本压力有望缓解、业绩修复，本周我们组织了资深棕榈油专家交流会，对本轮棕榈油价格波动及未来价格走势进行分析，核心观点如下：

■ 本轮棕榈油价格下降主要原因？

1) 印尼棕榈油库存压力明显，宏观形势复杂

自 6 月印尼宣布加快国内棕榈油出口进程以来，国内棕榈油高库存的情形仍然未得到缓解，一系列促进棕榈油出口效果不甚理想。全球经济衰退导致大宗商品价格走势可能会很长时间偏离基本面，一方面棕榈油隶属大宗商品，而全球大宗商品价格整体走势不佳，预期价格会继续下跌。另一方面，整体宏观经济运行下行压力大，自美联储 6 月宣布加息以来，市场交易降温，经济预期悲观，影响棕榈油出口。

2) 需求端刺激不足，缺乏积极性

印度、欧盟与中国作为世界三大棕榈油进口国，是印尼缓解库存压力的关键，目前印尼库存达到 800 万吨以上，达到库存极限值，相当于正常库存值的两倍。中国棕榈油进口量相较于往年进口 500-600 万吨相比，今年进口额减少一半，此次降价对于国内棕榈油进口企业的促进有限，原因在于 2020 年以来由于相关产品价格上涨，生产企业转向购买替代产品，棕榈油需求端受到抑制和替代。

3) 供需基本面形成缺口

棕榈油价格走势本质是由供需基本面决定，相较于 2020 年的供给紧俏的局面，今年供给量宽松，而需求端积极性不明显，因此供需基本面差额导致棕榈油价格走低。印尼出口棕榈油价格包含关税与出口税费，棕榈油贸易政策调整对于缓解出口压力将成有利措施，下调关税与出口税费是刺激消费端的主要措施。

■ 棕榈油价格短期、中期、长期价格走势？

短期：受印尼消化高库存（4-5 月限制出口，库存到达 800 万吨以上，达到库存极限值，引发印尼国内种植业不满）、积极加速推进出口国际影响，价格继续走低。

中期（2-3 个月）：价格或有回弹，但波动不大。受“拉尼娜”气候影响，美国大豆和加拿大油菜籽等油料作物将有所减产，导致棕榈油需求增加，价格回弹。同时，受国际原油价格和美联储等国际因素影响，或有价格波动趋势。

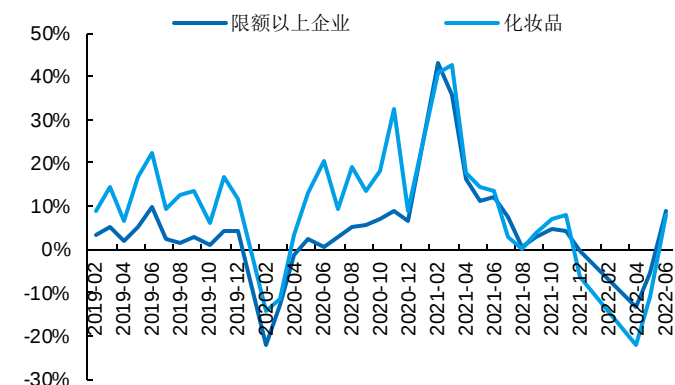
长期：棕榈油供给量宽松局面已然成型，供需基本面决定的长期价格仍将继续下降。价格长期对于生产具有配置作用，棕榈油等大宗商品生产种植调整具有滞后性与周期性，叠加国际宏观因素的不确定性增加，棕榈油价格或将进入新一轮的价格周期。

1.2、社零数据：6 月化妆品零售额显著回暖

根据国家统计局，6 月社零同增 3.10%、限额以上企业同增 8.8%，零售增速转正、呈现回暖、其中化妆品、黄金珠宝等可选品类消费回暖显著。

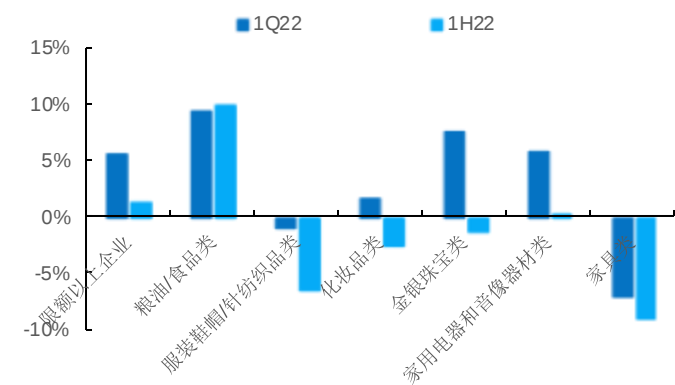
6 月化妆品零售额同增 8.10%、疫后首次恢复正向增长。22H1 化妆品零售同降 2.5%、较 22Q1 同增 1.8%略有放缓、618 线上大促销售靓丽显著修复疫情影响、Q2 抖音+淘系护肤销售额同增 4.3%，较 Q1 的同增 3.9%略有提速。

图表 1：限额以上企业及化妆品零售额当月同比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：可选品类零售额累计同比



来源：Wind，国金证券研究所

2、行情回顾

近一周（2022.7.11~2022.7.15）上证综指、深证成指、沪深 300 分别跌 3.81%、跌 3.47%、跌 4.07%，化妆品板块¹跌 1.77%，跑赢沪深 300 2.3PCT。

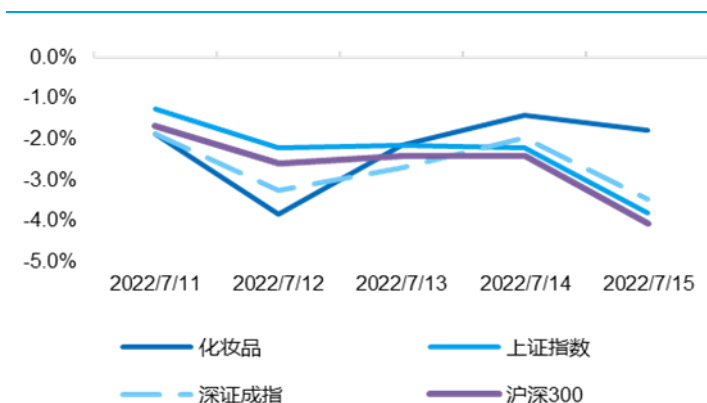
板块对比来看，化妆品处中上游。个股方面，珀莱雅、贝泰妮涨幅居前，逸仙电商、鲁商发展、宝尊电商等跌幅居前。

图表 3：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	-3.81
深证成份指数成份	-3.47
沪深 300	-4.07
化妆品板块	-1.77

来源：wind，国金证券研究所

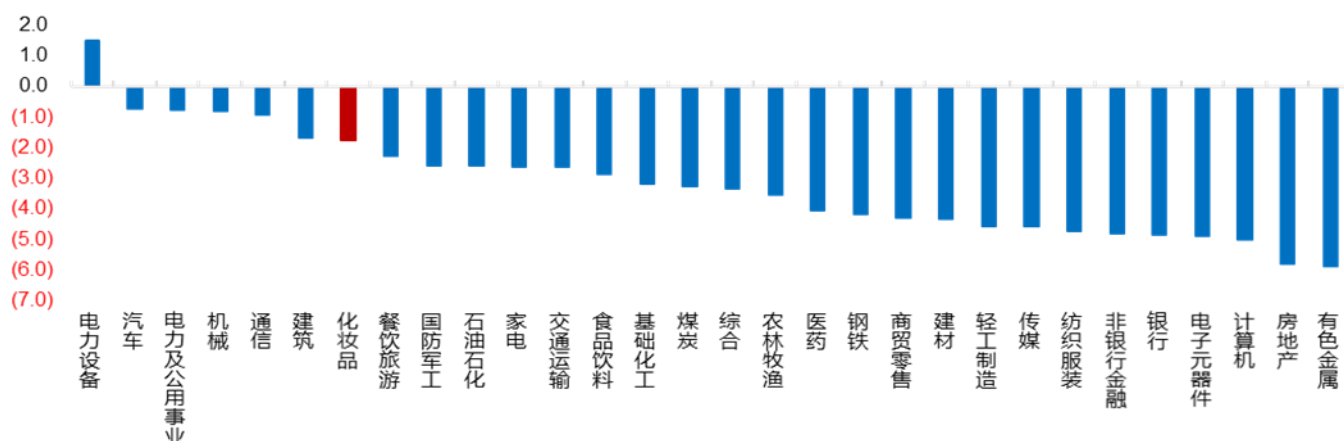
图表 4：本周化妆品板块涨跌幅走势



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 5：本周各板块涨跌幅 (%)



来源：wind、国金证券研究所

图表 6：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)
603605.SH	珀莱雅	160.97	3.19	4.96	774	453
300957.SZ	贝泰妮	206.38	0.49	2.26	669	874
300132.SZ	青松股份	6.53	-2.10	-0.33	4866	34
603983.SH	丸美股份	24.01	-3.84	-2.08	562	96
003010.SZ	若羽臣	15.09	-4.13	-2.36	392	18
603630.SH	拉芳家化	13.25	-4.54	-2.77	801	30
6601.HK	朝云集团	2.12	-4.93	-3.16	840	28
300740.SZ	水羊股份	12.26	-5.26	-3.49	2381	50
300792.SZ	壹网壹创	28.10	-5.36	-3.59	1091	67
600315.SH	上海家化	33.38	-5.81	-4.04	2178	227
605136.SH	丽人丽妆	13.78	-5.94	-4.17	1130	55
300955.SZ	嘉亨家化	22.55	-6.51	-4.74	343	23
6993.HK	蓝月亮集团	5.90	-7.38	-5.61	392	346
BZUN.O	宝尊电商	9.45	-10.09	-8.32	158	6
600223.SH	晋商发展	8.30	-10.27	-8.50	6320	84
YSG.N	逸仙电商	1.80	-10.89	-9.12	10159	11

来源：wind、国金证券研究所

3、行业动态

3.1 行业动态

■ DHC 因产品安全技术不合规被罚没 115 万

根据青眼 7 月 12 日报道：上海蝶翠诗商业有限公司（下称上海蝶翠诗）因进口销售的 2 款 DHC 产品不符合化妆品安全技术规范，而被罚没 115 万元。

根据上海市药监局发布的“沪市监浦处〔2022〕152021002636 号”行政处罚决定书显示，“蝶翠诗”“DHC”品牌化妆品的境内责任人上海蝶翠诗进口对外销售的蝶翠诗(DHC)男士保湿平衡爽肤水、蝶翠诗(DHC)男士保湿平衡霜中均含有“羟乙磷酸四钠”成分，且该成分为《化妆品安全技术规范》

(2015 版)限用的物质(限用于发用产品、香皂)。因此,这 2 款产品均为不符合化妆品安全技术规范的化妆品。

DHC 蝶翠诗天猫官方旗舰店和该品牌的京东旗舰店内均发现,上述两款涉案产品已经下架。

■ 核心技术加持,药企纷纷入局化妆品行业

根据聚美丽 7 月 12 日报道:据不完全统计,目前我国已有超 300 家药企向化妆品业务跨界布局。化妆品整个行业从渠道获客的竞争转向科学营销的新阶段,而携核心专利技术进场的药企们拥有完整又独特的技术体系,不管在产品还是在科学传播端都有“内容”可以打磨。

“地球主义”是龙津药业大健康战略布局下孵化的功效头皮护理品牌,应用具有生物活性的植物分子与多肽结合,推出了一系列头皮专研产品。

福瑞达医药集团于 2020 年底推出了专注名贵中草药护肤的品牌“最嫒”,新品牌专注东方特色植物和珍贵古方,致力于呈现“东方美”中可追溯、传承和创新的内容。

护肤品牌绽媵娅 Jumiya 由专注于再生医学医疗与医美领域的佰傲再生医学公司所推出。依托集团强大的再生科研技术与技术转化能力,绽媵娅将生物科学领域的科研成果进行转化并应用于护肤领域。

昆药集团推出新微生态护肤品牌“安敏优 ARMIYO”,品牌以青蒿油 AN+ 为主打原料,主要针对敏感肌微生态失衡、及其导致的微炎症而引发的肌肤问题。

■ 快手平台“宝妈+创始人”的 IP 受到青睐

根据化妆品观察 7 月 13 日报道:天猫销售总额前 10 的美妆护肤类品牌均为国际大牌,如欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻,抖音销售额前 10 的美妆护肤品牌则多为国货品牌,如珀莱雅、花西子、自然堂等。

但在快手,品牌自播 TOP 榜单却大不一样,大牌们难觅踪影,霸榜的大多是一些行业人士闻所未闻的“白牌”,如黛莱皙、朵拉朵尚、梦泉、韩熙贞和春之唤等。

这些品牌依托快手平台的红人和老铁文化,通过“女企业家”人设的 IP 打造,通借助美妆及相关产品的电商销售变现,在极短的时间内就获得了超常规发展。

虽然获得了人设 IP 转换带货的高效率红利,但“快品牌”们以人设 IP 为中心而非以品牌为中心的模式,又使其品牌的发展的长期性发展饱受质疑,乱象频出。

■ OPPO 引发中国美妆出口新模式

根据 CBO focus 7 月 12 日报道:隶属于 OPPO 集团的中国团队,扎根印尼市场孵化的美妆品牌 Y.O.U,在东南亚取得成功,其代表的品牌出海新模式也受到关注。

东南亚是一个多元化的市场,每个国家都有不同的语言、宗教以及政策。比如印尼自上年始,强制所有化妆品都必须获得“清真认证”证书,化妆品需要严格遵循当地的清真标准。这其实是给外部资本进军本土市场设置了一定的壁垒。在这种情况下,Y.O.U 团队对当地信息的了解和收集,制定深度的本土化市场策略。

近些年,不少中国美妆品牌开始发力出海,其中不乏新锐品牌。比如橘朵进驻东南亚电商 Shopee 平台,产品已经销往马来西亚、新加坡、越南、菲律宾、日本;花知晓于 2019 年入驻 300 多家 Cosme 等日本线下美妆集合店,随后进驻新加坡和马来西亚的零售渠道。

随着中国站上国际舞台,美妆供应链日益发展,伴随着海外互联网交互的升级,中国美妆品牌的“海外播种”正迎来新一轮的历史机遇。

■ 香氛品牌借中高端商场落地中国市场

根据 CBO focus 7月13日报道：在高端美妆的下半场，香氛品牌无疑正成为各大百货、购物中心追逐的热点。随着越来越多有调性的国货品牌出现在各大高端商业综合体，香氛市场无疑迎来新蓝海。

从品牌市场数据大盘上看，除了 Estee Lauder（香水线）、Elizabeth Arden（香水线）、Calvin Klein、Marc Jacobs 等为数不多的品牌下滑外，几乎所有的香氛品牌 2021 年业绩都维持高速增长。如 Bulgari 增长 31%，Lancome 增长 28.4%，Gucci 增长 52.8%，TomFord 增长 39.4%，Givenchy 增长 26.8%，Guerlain 增长 52.8%等。

而以 Maison Margiela、By Kilian、FREDERIC MALLE、CREED 为首的小众香水品牌增幅更是高达 100%以上，其中 Maison Margiela 甚至在 2021 年全年业绩增幅高达 800%以上。

中国香水市场拥有很大的成长空间，渗透率约为 5%，而欧洲和美国的这一比例分别为 42%和 50%。预计 2025 年中国香水市场规模有望从 2020 年的全球第 10 位爬升至全球第二大市场。

3.2 公司公告

图表 7：化妆品上市公司重点公告

公司	公告时间	公告内容
拉芳家化	22.7.12	因公司业绩未满足第二期解除限售条件，公司决定对首次授予 117 名激励对象持有的已获授但尚未解除限售的合计 106.25 万股限制性股票予以回购注销。
	22.7.15	公司收到控股股东、实际控制人吴桂谦先生的通知，将其所持有的部分质押股份办理了延期购回业务。控股股东吴桂谦先生持有股份数量为 6950 万股，占公司总股本比例为 30.83%，其所持有公司股份累计质押数量（含本次延期购回）为 2152 万股，占其持股数量比例为 30.96%。
青松股份	22.7.12	其全资子公司诺斯贝尔近日收到了国家知识产权局颁发的《实用新型专利证书》。
朗姿股份	22.7.15	1) 预计归属于上市公司股东的净利润盈利为 800 万元-1200 万元，比上年同期下降 87.14%-91.43%。2) 预计扣除非经常性损益后的净利润盈利 740 万元-1020 万元，比上年同期下降 88.38%-91.57%。
	22.7.16	2022 年 7 月 15 日以通讯及现场会议方式召开第四届董事会第三十一次会议并通过若干议案。
奥园美谷	22.7.12	2021 年股票期权激励计划 1220 万份股票期权注销完成，包括 1) 因激励对象离职，已获授但尚未行权的股票期权共计 660 万份；2) 因 2021 年业绩水平未达到业绩考核目标，所有在职的 7 名激励对象第一个行权期可行权的股票期权 560 万份。
翔港科技	22.7.15	预计 2022 年半年度实现归属于上市公司股东的净利润 100 万元至 150 万元，与上年同期相比，将实现扭亏为盈。
	22.7.15	预计 2022 年半年度实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 50 万元至 75 万元。
九美股份	22.7.15	公布本次利润分配以方案实施前的公司总股本 40144 万股为基数，每股派发现金红利 0.19 元（含税），共计派发现金红利 7627 万元（含税）。
名臣健康	22.7.15	1) 预计归属于上市公司股东的净利润盈利 2300 万元-3100 万元，比上年同期相比下降 68.66%-76.74%。2) 预计扣除非经常性损益后的净利润盈利：2000 万元-2800 万元，比上年同期相比下降 71.31%-79.50%。
丽人丽妆	22.7.15	1) 预计 2022 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润为 400 万元至 600 万元，减少比例为 98.05%至 97.08%；2) 预计归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 -1571.75 万元至 -1371.75 万元，减少比例为 109.75%至 108.51%。
鲁商发展	22.7.15	公司为下属公司（山东省鲁商置业有限公司）提供担保的进展：2022 年 6 月 1 日至 2022 年 6 月 30 日新增担保金额 10135 万元，截止本公告日担保余额为 38434.6 万元。
洁雅股份	22.7.16	1) 发布 2022 年限制性股票激励计划（草案），拟向 56 名激励对象以 19.49 元/股授予限制性股票 178.4 万股、占总股本的 2.2%。2) 于 2022 年 8 月 1 日召开 2022 年第三次临时股东大会。
上海家化	22.7.16	2020 年限制性股票激励计划首次授予部分第一个解除限售期解锁：本次解除限售股票数量 156.2 万股，解除限售股票上市流通时间为 2022 年 7 月 21 日。
泡泡玛特	22.7.16	发布 1H22 业绩预告，收入较去年同期增长不低于 30%，利润较去年同期将减少不高于 35%。

来源：wind，国金证券研究所

4、风险分析

营销发展不及预期：线上流量成本高企考验品牌营销投放效率，若品牌无法实现流量裂变、提升 ROI、过度依赖达人引流/带货，流量无法沉淀、复购情况差将影响品牌的成长与盈利。

渠道拓展不及预期：22 年抖音快速放量、线上平台多元化发展。抖音生态与淘系不同，品牌能否快速学习抖音法则、做好 GMV 及实现盈利，存在一定的不确定性。

生产/代运营商大客户流失：上游代工生产端和下游代运营商业绩受大客户合作/销售情况影响较大，大客户更换代工厂/转自主生产/线上自播直营等可能对生产/代运营商业绩造成波动。

数据跟踪误差：电商跟踪数据来源于爬虫数据，销售额计算未包含跨店满减等各种优惠以及销售退货，销售额或有所夸大，与实际收入并不等同。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

北京**深圳****上海**

电话：021-60753903

电话：010-66216979

电话：0755-83831378

传真：021-61038200

传真：010-66216793

传真：0755-83830558

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：201204

邮编：100053

邮编：518000

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

紫竹国际大厦 7 楼

嘉里建设广场 T3-2402