

强于大市

化妆品及医美行业点评

线上渠道小幅回暖，静待Q4旺季表现

前期618大促造成的需求透支逐步改善，叠加全国大部分地区气候转入秋季，换季敏感和干燥等皮肤问题带动下下游需求的恢复，9月头部品牌GMV环比改善明显。看好双十一活动及需求端恢复后化妆品消费复苏。

- **9月国产头部品牌线上销售情况回暖。**由于6月份上海解封，叠加618活动大促，短期部分透支了化妆品消费需求，7、8月品牌回购率下降，使得线上渠道GMV增速承压。9月份化妆品线上销售环比改善，前期618大促造成的需求透支逐步得到改善。此外，叠加全国大部分地区气候转入秋季，换季敏感和干燥等皮肤问题带动了下游需求的恢复，9月头部品牌GMV环比改善明显，国产头部品牌珀莱雅、贝泰妮等GMV同比增速转正。Q3为化妆品销售淡季，销售额波动不改行业长期增长趋势，看好双十一线上渠道的表现，以及进入秋冬季后化妆品需求端恢复带来的零售额提升。
- **淘系平台：9月化妆品行业环比有所改善。**淘系平台9月共举办四次大促活动，助力大部分化妆品企业GMV环比有所回暖，部分国产头部品牌实现GMV同比转正。**珀莱雅**主品牌9月GMV回暖，同比增长9.25%；美妆品牌彩棠保持持续放量的趋势，副品牌优资莱在低基数效应下9月GMV同增948.4%，实现爆发性增长；**贝泰妮**舒缓敏感肌肤的功效使品牌在换季期间表现良好，主品牌薇诺娜9月GMV同增22.56%，薇诺娜BABY顺延强劲增长态势，9月GMV同增81.66%；**华熙生物**9月旗下四大品牌表现略有分化，其中夸迪/米蓓尔受益于淘宝直播超头回归，9月GMV同比分别上涨118.86%/20.77%，也拉动品牌Q3的GMV同比基本持平；**鲁商发展**8月公司旗下品牌GMV皆呈现下滑趋势；**上海家化**旗下各品牌呈现差异，主品牌佰草集9月GMV同比下降32.58%，六神受益于9月南方多地持续高温天气，9月GMV同增34.92%，高端品牌双妹继续在品牌全面升级的背景下，同增6.4%；**水羊股份**旗下子品牌大水滴继续维持高增长态势，GMV同增891.58%，主品牌御泥坊GMV下滑。
- **抖音平台：护肤品方面，国产头部品牌多维保持快速增长态势。**目前抖音平台已逐渐成长为化妆品线上销售的重要渠道，各公司积极在抖音平台加大布局，抖音目前仍处于放量阶段。重点国产品牌9月同比增速保持在双位数以上，其中米蓓尔、润百颜、珀莱雅、薇诺娜分别实现GMV同比增长213.69%、178.84%、98.15%、23.78%。
- **当前形势下，头部品牌商经营韧性突出，有望在疫情风险及监管强化下高效增长。**化妆品市场方面，推荐具备产品差异化的皮肤学级护肤品赛道龙头**贝泰妮**（旗下品牌薇诺娜）；主打大单品策略，不断进行大单品系列拓展的**珀莱雅**；全产业链布局，多品牌矩阵的**华熙生物**。建议关注**鲁商发展**；业务主要涉及防晒剂和合成香料，产能持续拓展的**科思股份**；涉及化妆品、家庭护理产品一体化综合服务的**嘉亨家化**。
- **主要风险：**新品拓展不及预期；行业竞争加剧；政策风险；产品安全风险。

相关研究报告

- 《化妆品及医美行业：行业增长持续，龙头优势凸现》20220508
- 《化妆品及医美行业：国牌化妆品龙头呈现强劲增长趋势》20220313
- 《化妆品及医美行业：2021年化妆品销售增速持续领跑》20220123
- 《化妆品及医美行业：国牌龙头实力强劲，市场地位稳固》20211205
- 《化妆品医美行业年度策略：把握消费趋势，看好高景气赛道》20211202
- 《化妆品及医美行业：双十一收官，国产龙头品牌战果累累》20211116
- 《化妆品及医美行业：双十一国货发力，美妆龙头彰显优势》20211107

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

美容护理

证券分析师：郝帅
(8610)66229231
shuai.hao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521030002

证券分析师：丁凡
(8610)66229231
fan.ding@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521090001

目录

| | |
|---------------------------------|---|
| 一、化妆品行业线上趋势回暖，看好 Q4 头部企业表现..... | 4 |
| 1.1 9 月化妆品销售情况 | 4 |
| 1.2 投资建议 | 6 |
| 二、风险提示 | 7 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1.9 月淘系平台各化妆品企业 GMV 情况对比 (亿元) | 4 |
| 图表 2.9 月淘系平台珀莱雅分品牌 GMV 情况对比 (亿元) | 4 |
| 图表 3.9 月淘系平台贝泰妮分品牌 GMV 情况对比 (亿元) | 5 |
| 图表 4.9 月淘系平台华熙生物分品牌 GMV 情况对比 (亿元) | 5 |
| 图表 5.9 月淘系平台鲁商发展分品牌 GMV 情况对比 (亿元) | 5 |
| 图表 6.9 月淘系平台上海家化分品牌 GMV 情况对比 (亿元) | 5 |
| 图表 7.9 月淘系平台水羊股份分品牌 GMV 情况对比 (亿元) | 6 |
| 图表 8.9 月重点关注国产品牌抖音平台 GMV 情况 (亿元) | 6 |

一、化妆品行业线上趋势回暖，看好 Q4 头部企业表现

1.1 9月化妆品销售情况

淘系平台

9月国产头部品牌线上销售情况回暖。由于6月份疫情解封，叠加618活动大促，短期部分透支了化妆品消费需求，7、8月品牌回购率下降，使得线上渠道GMV增速承压。9月份化妆品线上销售环比改善，前期618大促进成的需求透支逐步得到改善。此外，叠加全国大部分地区气候转入秋季，换季敏感和干燥等皮肤问题带动了下游需求的恢复，9月头部品牌GMV环比改善明显，国产头部品牌珀莱雅、贝泰妮等GMV同比增速转正。**Q3为化妆品销售淡季，销售额波动不改行业长期增长趋势，看好双十一线上渠道的表现，以及进入秋冬季后化妆品需求端恢复带来的零售额提升。**

图表 1.9 月淘系平台各化妆品企业 GMV 情况对比 (亿元)

| 品牌 | 2022年9月 整体销售额 | 9月 同比增长 (%) | 2022年8月 整体销售额 | 8月 同比增长 (%) | Q3 累计 整体销售额 | Q3 累计 同比增长 (%) |
|------|------------------|----------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|
| 欧莱雅 | 10.83 | -2.62 | 10.81 | -16.62 | 30.53 | -7.09 |
| 宝洁 | 13.14 | -2.60 | 12.15 | -16.88 | 34.41 | -8.55 |
| 雅诗兰黛 | 9.94 | -1.86 | 9.24 | -20.88 | 26.60 | -11.54 |
| 资生堂 | 7.51 | -10.38 | 7.26 | -16.98 | 20.50 | -16.12 |
| 百雀羚 | 1.13 | -12.89 | 0.98 | -20.00 | 2.91 | -14.90 |
| 伽蓝集团 | 1.36 | 8.09 | 1.32 | -10.11 | 3.65 | -14.22 |
| 珀莱雅 | 3.17 | 17.37 | 2.48 | 0.38 | 7.53 | 1.27 |
| 上海家化 | 0.81 | -29.47 | 0.87 | -18.15 | 2.47 | -23.85 |
| 贝泰妮 | 1.73 | 23.39 | 1.41 | 1.84 | 4.21 | 7.24 |
| 华熙生物 | 2.16 | 3.07 | 1.36 | -31.20 | 4.54 | -18.56 |
| 水羊股份 | 0.47 | -47.43 | 0.42 | -56.95 | 1.23 | -55.89 |
| 鲁商发展 | 1.09 | -25.53 | 0.96 | -13.65 | 2.81 | -18.85 |

资料来源：通联数据，中银证券

注：第三方数据仅供参考

珀莱雅分品牌销售情况：主品牌珀莱雅9月GMV回暖，同比增长9.25%；美妆品牌彩棠保持持续放量的趋势，同比增长29.21%至0.34亿元，副品牌悦芙媞和优资莱延续增长态势，9月GMV同比增速257.22%/948.40%。

图表 2.9 月淘系平台珀莱雅分品牌 GMV 情况对比 (亿元)

| 品牌 | 2022年9月 整体销售额 | 9月 同比增长 (%) | 2022年8月 整体销售额 | 8月 同比增长 (%) | Q3 累计 整体销售额 | Q3 累计 同比增长 (%) |
|-----|------------------|----------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|
| 珀莱雅 | 2.56 | 9.25 | 1.95 | -5.56 | 5.91 | -3.46 |
| 彩棠 | 0.34 | 29.21 | 0.38 | 26.87 | 1.00 | 2.86 |
| 悦芙媞 | 0.12 | 257.22 | 0.09 | 181.28 | 0.29 | 207.77 |
| 优资莱 | 0.13 | 948.40 | 0.03 | 13.69 | 0.22 | 149.53 |

资料来源：通联数据，中银证券

注：第三方数据仅供参考

贝泰妮分品牌销售情况：分品牌看，旗下主品牌薇诺娜9月GMV为1.69亿元，同比上涨22.56%，环比大幅改善，Q3的GMV总额同比略有上涨；薇诺娜BABY保持快速放量趋势，在低基数下实现高速增长，9月GMV同比增长81.66%。

图表 3.9 月淘系平台贝泰妮分品牌 GMV 情况对比 (亿元)

| 品牌 | 2022 年 9 月 | 9 月 | 2022 年 8 月 | 8 月 | Q3 累计 | Q3 累计 |
|----------|------------|----------|------------|----------|-------|----------|
| | 整体销售额 | 同比增长 (%) | 整体销售额 | 同比增长 (%) | 整体销售额 | 同比增长 (%) |
| 薇诺娜 | 1.69 | 22.56 | 1.38 | 1.23 | 4.12 | 6.36 |
| 薇诺娜 BABY | 0.03 | 81.66 | 0.03 | 48.94 | 0.08 | 75.59 |

资料来源: 通联数据, 中银证券

注: 第三方数据仅供参考

华熙生物分品牌销售情况: 9 月公司旗下四大品牌 GMV 表现略有分化, 其中夸迪/米蓓尔受益于淘宝直播超头回归, 9 月 GMV 同比分别上涨 118.86%/20.77%, 也拉动品牌 Q3 的 GMV 同比基本持平。Q3 淘系平台 GMV 波动不改公司长期增长预期, 静待 Q4 公司业绩修复。

图表 4.9 月淘系平台华熙生物分品牌 GMV 情况对比 (亿元)

| 品牌 | 2022 年 9 月 | 9 月 | 2022 年 8 月 | 8 月 | Q3 累计 | Q3 累计 |
|-----|------------|----------|------------|----------|-------|----------|
| | 整体销售额 | 同比增长 (%) | 整体销售额 | 同比增长 (%) | 整体销售额 | 同比增长 (%) |
| 肌活 | 0.26 | -16.71 | 0.23 | -5.64 | 0.69 | -3.66 |
| 夸迪 | 0.93 | 118.86 | 0.23 | -40.99 | 1.27 | 3.63 |
| 米蓓尔 | 0.37 | 20.77 | 0.28 | -18.57 | 0.90 | -4.39 |
| 润百颜 | 0.54 | -45.57 | 0.54 | -41.25 | 1.49 | -39.99 |

资料来源: 通联数据, 中银证券

注: 第三方数据仅供参考

鲁商发展分品牌销售情况: 9 月公司旗下品牌瑗尔博士及颐莲均呈现下降趋势, 其中瑗尔博士 GMV 同比下降 15.37%至 0.74 亿元, 颐莲同比下降 43.32%至 0.29 亿元。

图表 5.9 月淘系平台鲁商发展分品牌 GMV 情况对比 (亿元)

| 品牌 | 2022 年 9 月 | 9 月 | 2022 年 8 月 | 8 月 | Q3 累计 | Q3 累计 |
|------|------------|----------|------------|----------|-------|----------|
| | 整体销售额 | 同比增长 (%) | 整体销售额 | 同比增长 (%) | 整体销售额 | 同比增长 (%) |
| 颐莲 | 0.29 | -43.32 | 0.30 | -13.8 | 0.83 | -31.57 |
| 瑗尔博士 | 0.74 | -15.37 | 0.59 | -12.69 | 1.75 | -12.77 |

资料来源: 通联数据, 中银证券

注: 第三方数据仅供参考

上海家化分品牌销售情况: 公司主品牌佰草集 9 月 GMV 呈现下降趋势, 同比下降 32.58%至 0.16 亿元; 高端品牌双妹继续在品牌全面升级的背景下, 同比增加 6.4%, 基本持平; 受益于 9 月南方多地仍处于高温天气, 六神 9 月 GMV 同比增长 34.92%。

图表 6.9 月淘系平台上海家化分品牌 GMV 情况对比 (亿元)

| 品牌 | 2022 年 9 月 | 9 月 | 2022 年 8 月 | 8 月 | Q3 累计 | Q3 累计 |
|-----|------------|----------|------------|----------|-------|----------|
| | 整体销售额 | 同比增长 (%) | 整体销售额 | 同比增长 (%) | 整体销售额 | 同比增长 (%) |
| 佰草集 | 0.16 | -32.58 | 0.15 | 7.56 | 0.42 | -17.20 |
| 高夫 | 0.07 | -47.37 | 0.07 | -26.33 | 0.19 | -36.08 |
| 六神 | 0.20 | 34.92 | 0.31 | 58.92 | 0.89 | 33.96 |
| 玉泽 | 0.26 | -46.02 | 0.23 | -48.30 | 0.66 | -48.09 |
| 双妹 | 0.01 | 6.40 | 0.02 | 96.20 | 0.04 | 43.52 |
| 家安 | 0.03 | -5.40 | 0.03 | -7.44 | 0.08 | -20.83 |
| 启初 | 0.02 | -73.69 | 0.02 | -83.00 | 0.05 | -81.89 |
| 美加净 | 0.07 | 50.15 | 0.04 | 4.05 | 0.13 | 24.70 |

资料来源: 通联数据, 中银证券

注: 第三方数据仅供参考

水羊股份分品牌销售情况：公司主品牌御泥坊仍处于产品调整阶段，线上销售面临一定压力，9月GMV同比有所下滑。大水滴精准修复熬夜问题的理念为消费者认可，在低基数效应下，9月实现891.58%的高速增长。另外公司线上平台布局相比其他化妆品企业更为分散，存在更显著的平台分流。

图表 7.9 月淘系平台水羊股份分品牌 GMV 情况对比 (亿元)

| 品牌 | 2022年9月 整体销售额 | 9月 同比增长 (%) | 2022年8月 整体销售额 | 8月 同比增长 (%) | Q3 累计 整体销售额 | Q3 累计 同比增长 (%) |
|-----|------------------|----------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|
| 御泥坊 | 0.23 | -52.77 | 0.24 | -65.36 | 0.66 | -62.34 |
| 小迷糊 | 0.07 | -64.00 | 0.08 | -69.33 | 0.21 | -72.51 |
| 大水滴 | 0.17 | 891.58 | 0.10 | 595.95 | 0.35 | 775.76 |

资料来源：通联数据，中银证券

注：第三方数据仅供参考

抖音平台

护肤品方面，国产头部品牌多维持快速增长态势。目前抖音平台已逐渐成长为化妆品线上销售的重要渠道，各公司积极在抖音平台加大布局，抖音目前仍处于放量阶段。重点国产品牌9月同比增速保持在双位数以上，其中米蓓尔、润百颜、珀莱雅、薇诺娜分别实现GMV同比增长213.69%、178.84%、98.15%、23.78%。

图表 8.9 月重点关注国产品牌抖音平台 GMV 情况 (亿元)

| 品牌 | 2022年9月 整体销售额 | 9月 同比增长 (%) | 2022年8月 整体销售额 | 8月 同比增长 (%) | Q3 累计 整体销售额 | Q3 累计 同比增长 (%) |
|-----|------------------|----------------|------------------|----------------|----------------|-------------------|
| 夸迪 | 0.24 | 69.09 | 0.42 | -1.45 | 0.77 | 25.70 |
| 米蓓尔 | 0.37 | 213.69 | 0.54 | 314.58 | 1.02 | 211.12 |
| 润百颜 | 0.46 | 178.84 | 0.54 | 110.3 | 1.26 | 128.18 |
| 珀莱雅 | 1.30 | 98.15 | 0.88 | 9.29 | 3.02 | 22.60 |
| 肌活 | 0.35 | 25.29 | 0.41 | 132.2 | 1.06 | 58.17 |
| 薇诺娜 | 0.59 | 23.78 | 0.27 | -42.52 | 1.34 | 25.57 |
| 丸美 | 0.30 | 164.74 | 0.24 | 41.62 | 0.70 | 112.72 |
| 颐莲 | 0.14 | 32.30 | 0.16 | 134.42 | 0.46 | 22.61 |
| 御泥坊 | 0.27 | 52.17 | 0.23 | 0.47 | 0.70 | -0.77 |

资料来源：通联数据，中银证券

注：第三方数据仅供参考

1.2 投资建议

整体来看，头部品牌商具备更强对抗外部不确定性风险能力，且随着化妆品行业景气度持续上行，马太效应愈加凸显，头部品牌商在其产品力和品牌力加持下，有望持续拓展份额，高效向上增长。

核心推荐：具备产品差异化的皮肤学级护肤品赛道龙头贝泰妮（旗下品牌薇诺娜）；主打大单品策略，不断进行大单品系列拓展的珀莱雅；全产业链、多品牌布局的华熙生物。

建议关注：多赛道布局，差异化品牌矩阵的鲁商发展。

此外，2020年7月以来，化妆品监管政策持续推出，政策监管覆盖从化妆品上游至下游销售层面。随着政策监管趋严，提高了行业的进入门槛、加速了不合规企业的退出，中小上游企业承压较大，上游龙头企业空间有望拓展。

建议关注：业务主要涉及防晒剂和合成香料，产能持续拓展的科思股份；涉及化妆品、家庭护理产品的研发、配制、灌装和塑料包装容器的设计、制造的一体化综合服务的嘉亨家化。

二、风险提示

新品拓展不及预期:各企业的增长均通过不断推出新品的方式拓展自身业务版图,若新品研发受阻,新品推出速度放缓,将对各公司的业务增长有一定影响。

行业竞争加剧:当所处行业竞争加剧下,若出现较激烈价格战或其他恶性竞争,对行业的良性稳步发展有一定影响。

政策风险:政策高压下,不合规产品(尤其是医美市场)曝光影响消费者信心,存在终端需求减弱可能,进一步对行业终端产品销售有影响。

产品安全风险:医美行业对安全性要求较高,产品质量一旦出现问题会对品牌的影响较大,直接影响消费者的选择和下游机构的订货,进一步影响公司发展。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371