

商贸零售

报告日期：2022年11月27日

寻找明确的结构，静待明确的方向

——大消费行业周报

报告导读

1) 疫情数据及政策跟踪、波司登和周大福业绩和股价解读，看疫情对于消费板块影响；2) 抖音电商峰会看直播电商行业新趋势；3) 22Q3 瑞幸剖析，疫情下现制饮品龙头逆势扩张；4) 看美国“黑五”数据，高频跟踪海外需求。

投资要点

- **疫情加剧下防止“一放了之”，复苏预期经历反复**
 - ✓ 近期疫情形势严峻，疫情对场景消费影响加剧，周五周大福、波司登发布报表后股价调整。其中，周大福 FY23H1 收入+5.3%、业绩-6.9%，内地同店-7.8%，10月以来内地零售-4%，内地自营同店-21.3%；波司登 FY23H1 羽绒服+10.2%、营业利润+41.4%，OEM 收入+32.7%、营业利润 54.4%，显著超预期，股价反而大幅下跌源于投资人对 10 月后零售环境的悲观预期。
 - ✓ 消费整体基本面不明朗的背景下，我们倾向于寻找 22Q4 及 23Q1 业绩仍有望保持稳健增长的细分和标的（当然更多的是个股性的机会）。
- **直播电商：疫情扰动影响物流，货架电商潜力巨大**

受快递物流点停运影响（双十一京东停运占 17%），东方甄选日均直播带货低于上月，但货架电商、APP 及小程序有望成为重要增量点。
- **现制饮品：龙头高盈利下仍在逆势扩张，瑞幸 22Q3 全面改善**

现制茶饮果汁、现制咖啡赛道呈现明显龙头集中态势。疫情当下龙头品牌持续保持较高盈利能力，看好头部品牌在品牌优势的带动下持续跑马圈地，并在加速门店下沉的同时，借助规模优势优化店效。本周，瑞幸公布业绩，2022Q3 业绩继续全面改善，Q3 新开门店 651 家，不改扩店决心。
- **医美化妆品：疫情下印证高景气**

珀莱雅、华熙生物、贝泰妮等功能护肤品及医美中的爱美客、华东医药依然实现难得的逆势增长，印证高景气。当前优先推荐贝泰妮，估值反应悲观预期。
- **优质制造：“黑五”消费依然承压，拐点或在 23Q2 后**

受美国感恩节消费不及预期影响，优质制造反转时点仍需等待。1) 海外需求端压力仍在，23 年中或有望进入降息周期拐点，或是重要时点；2) 海外 23Q1 预计仍去库存，Q2 后跟踪清库存进度。我们认为，海外需求和库存双双向好或在 23Q2 后，保持谨慎乐观。
- **风险提示**

1) 疫情反复；2) 经济下行超预期；3) 地产政策继续收紧

行业评级：看好(维持)

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002

mali@stocke.com.cn

研究助理：盛超

shengchao@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《爆款频出致瑞幸 Q3 盈利高增至 5.2 亿元，和解进度继续推进——行业点评报告》
2022.11.23
- 2 《消费承压，降本为先，把握龙头复苏及趋势赛道机会——浙商大消费 Q3 电商专题》
2022.11.22
- 3 《从美国消费看中国优质制造复苏——大消费行业专题报告》
2022.11.21

正文目录

1 近期疫情反复，政策调整防止“一放了之”	4
1.1 11月疫情反复，形势相对严峻.....	4
1.2 面对当前形势，政策防止“一放了之”.....	5
1.3 疫情影响当前消费基本面和情绪面.....	5
1.3.1 疫情下消费者信心下行.....	5
1.3.2 疫情下消费场景受损.....	6
1.4 疫情预计螺旋式改善，自下而上精选 α	6
2 直播电商：疫情扰动影响物流，货架电商潜力巨大	7
3 现制茶饮：行业逆势增长，瑞幸 22Q3 全面改善	8
4 医美、化妆品	9
5 优质制造：“黑五”消费依然承压，拐点或在 23Q2 后	10
6 风险提示	11

图表目录

图 1: 11 月起本土新冠肺炎确诊、无症状感染者反复	4
图 2: 11 月起疫情反复加剧	5
图 3: 累计新增居民户人民币存款 (亿元)	6
图 4: 累计新增居民户人民币存款 (亿元)	6
图 5: 外资持股及占比	7
图 6: 东方甄选合计 GMV30 日移动平均 (万元)	7
图 7: 抖音货架场景消费高速增长	8
图 8: 全国现制咖啡行业规模及门店数	8
图 9: 全国现制茶饮果汁行业规模及门店数	8
图 10: 全国现制咖啡行业门店分布	9
图 11: 全国现制茶饮果汁行业门店分布	9
图 12: 医美、化妆品整体表现	10
图 13: 美国节假日消费增速	10
图 14: 美国零售商库存及增速 (百万美元)	11
图 15: CME 利率期货对于美联储加息概率图	11
表 1: 近期疫情防控政策总结	5

本周上证综指+0.14%，深圳成指-2.47%，创业板指-3.36%，疫情反复下风险偏好收缩，因此创业板整体表现落后。分行业，表现居前的是房地产（+5.09%）、建筑（+5.03%）、煤炭（+4.46%）、银行（+4.05%）；表现落后的是社会服务（-5.94%）、计算机（-5.47%）、传媒（-5.26%）、医药生物（-4.88%）。

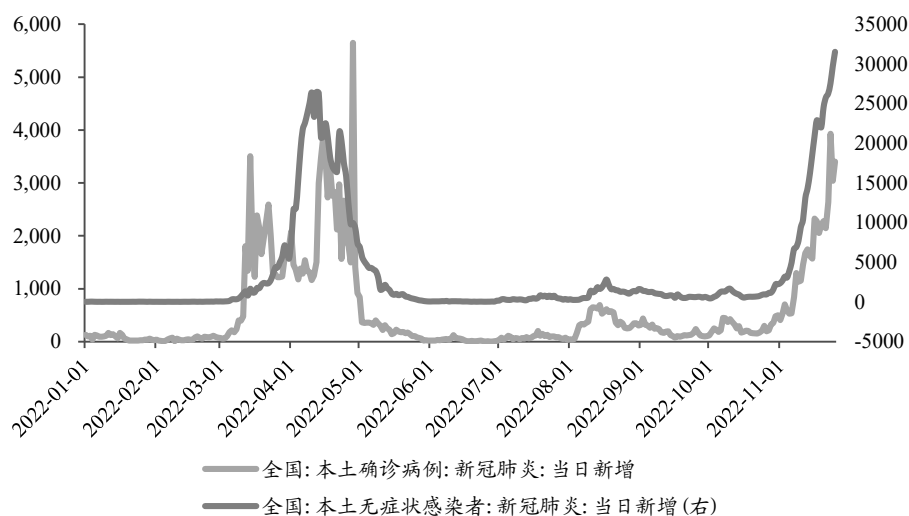
1) 本周降准、地产放松等刺激下，中字头银行、建筑以及地产涨幅靠前；2) 本周疫情反复，社会服务板块情绪受挫且疫情下缺乏基本面支撑，因此跌幅大，并且疫情下市场风险收缩，计算机、传媒等跌幅也较明显。

1 近期疫情反复，政策调整防止“一放了之”

1.1 11月疫情反复，形势相对严峻

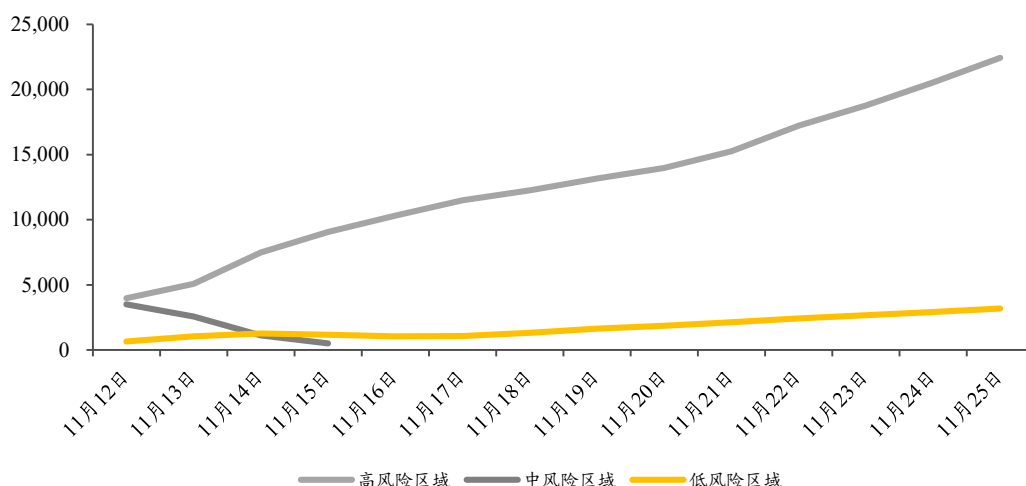
近期，我国新增感染者数量持续增加，11月25日0—24时，31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团报告新增本土确诊病例3405例，含707例由无症状感染者转为确诊病例，新增本土无症状感染者31504例，环比继续上升，也与今年4月份峰值相近。其中广东、北京、重庆、四川、山西、河南、河北、黑龙江等区域形势相对严峻。总体从全国层面来看，本土疫情呈现传播范围广、传播链条多、疫情波及面扩大、持续时间较长的严峻复杂态势，部分地区的疫情扩散速度加快，防控难度不断加大。

图1：11月起本土新冠肺炎确诊、无症状感染者反复



资料来源：wind，浙商证券研究所

图2: 11月起疫情反复加剧



资料来源: wind, 浙商证券研究所

1.2 面对当前形势，政策防止“一放了之”

面对严峻形势，国内坚定不移贯彻“动态清零”总方针，坚持第九版防控方案、落实二十条优化措施，坚持问题导向和系统观念，做到不动摇、不走样，尽快遏制住疫情扩散蔓延势头。11月17日，卫健委表示：既要持续整治“层层加码”防止“一封了之”；又要反对不负责任的态度，防止“一放了之”，保障好二十条措施不折不扣落地落实，保障好人民群众生命安全和身体健康。

表1: 近期疫情防控政策总结

公告日期	公告主体	内容
11月17日	卫健委	既要持续整治“层层加码”防止“一封了之”；又要反对不负责任的态度，防止“一放了之”
11月20日	石家庄	关于在全市部分区域开展全员核酸检测的通告
11月21日	广州	即日起至11月25日，严格限制人员流动；实行临时交通管控，地铁、公交全时段暂停服务，其他车辆（包括电动车、自行车）原则上不流动。
11月21日	北京	对所有进返京人员进行落地三天三检。
11月21日	卫健委	明确了跨区域流动人员的核酸检测：搭乘飞机火车等交通工具需凭48小时核酸阴性证明，入住宾馆酒店和进入旅游景区需查72小时核酸阴性证明。
11月22日	上海	来沪返沪人员抵沪不满5天，不得进入餐饮服务、购物中心等公共场所
11月22日	成都	离蓉须持48小时核酸阴性证明，倡导市民非必要不离蓉
11月22日	北京	进入公众场所查验48小时内核酸阴性证明

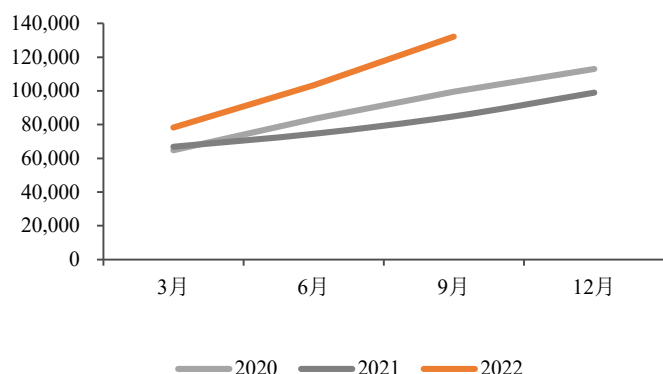
资料来源: 央视新闻, 浙商证券研究所

1.3 疫情影响当前消费基本面和情绪面

1.3.1 疫情下消费者信心下行

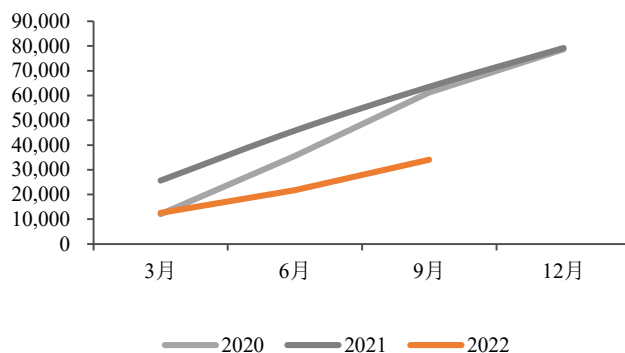
疫情下消费者信心较低，居民贷款缓增、存款快增。疫情反复下，居民消费信心受到影响，我们看到1-9月居民新增存款累计13.21万亿，居民新增贷款累计3.41万亿，并且3、6、9月与去年同期差距不断拉大，说明疫情下居民消费意愿下行，同时预防性储蓄不断增加。

图3: 累计新增居民户人民币存款 (亿元)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图4: 累计新增居民户人民币存款 (亿元)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

1.3.2 疫情下消费场景受损

周大福业绩低预期, 10月以来疫情下同店下滑明显。本周, 周大福公布中期业绩, FY2023H1 收入 465 亿港元, 同比增长 5.32%, 股东应占溢利 33 亿港元, 同比减少 6.85%。同店方面, 内地市场同比-7.8%, 其中疫后反弹下 7-9 月同店销售恢复正增长。但是, 根据公司公布 2022 年 10 月 1 日至 11 月 18 日未经审核之主要经营数据, 区间内中国内地零售值同比下降 4%, 内地自营同店同比下滑 21.3%, 即 10 月以来, 受到新一波疫情的影响, 大陆同店销售下滑明显。

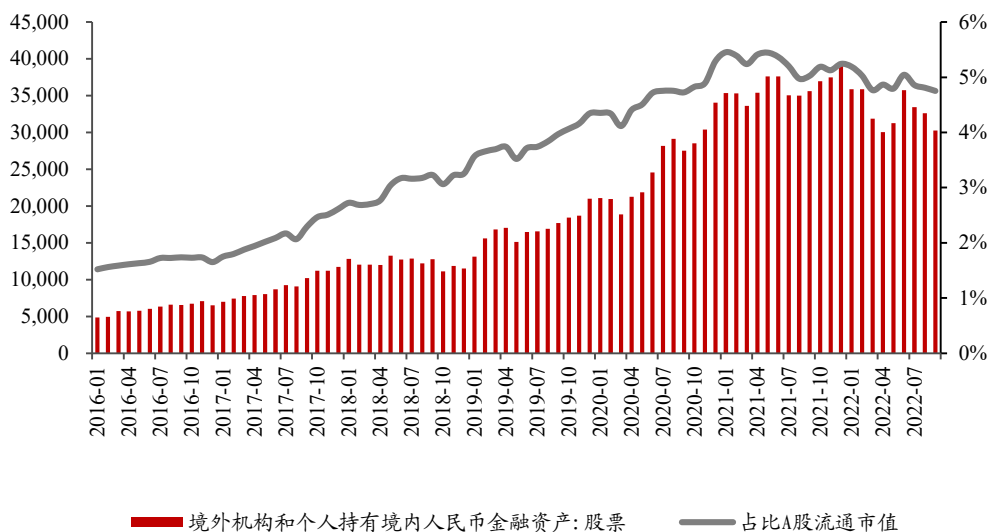
4-9 月业绩在疫情扰动下仍然坚挺, 波司登品牌盈利能力逆势显著提升。本周, 波司登公布中期业绩, FY2023H1 收入 62 亿, 同比增长 14.1%, 归母净利 7.3 亿, 同比增长 15.0%, 疫情压力下增长韧性凸显。其中, 1) 羽绒服业务疫情压力下盈利能力逆势上行, 收入 38.6 亿 (+10.2%), 毛利率 63.6% (+2.2pp), 与上财年渠道售罄率高, 本年度清货任务轻, 新货销售占比高, 零售折扣率表现佳有关; 营业利润 7.95 亿 (+41.4%), 营业利润率 20.6% (+4.6pp), 来自门店运营效率提升及有节制的广告营销投入; 2) OEM 订单增速超预期, 收入 19.0 亿 (+32.7%), 来自大客户订单集中及人民币贬值, 毛利率 20.4% (+1.3pp), 营业利润 3.16 亿 (+54.4%), 营业利润率 16.7% (+2.3pp)。

周大福、波司登业绩后股价调整明显, 周大福更多是内地疫情等因素存在不确定性, 市场谨慎向下调整预期有关; 但是对于展现了自身 α 的波司登, 我们认为更多是源于投资人对 10 月后零售环境的悲观预期。

1.4 疫情预计螺旋式改善, 自下而上精选 α

综上, 虽然科学防控下趋势向好是确定的, 但由于过程存在不确定性, 我们认为整体趋势会是螺旋式上升的过程, 因此基于: 1) 消费整体基本面中短不明朗的背景; 2) 2021 年 6 月份以来持续下行的外资持股占比。投资方向上我们倾向于寻找 22Q4 及 23Q1 业绩仍有望保持稳健增长的细分和标的 (当然更多的是个股性的机会), 主要包括: 餐食必选消费中的盐津铺子、劲仔食品、天马股份等。

图5: 外资持股及占比

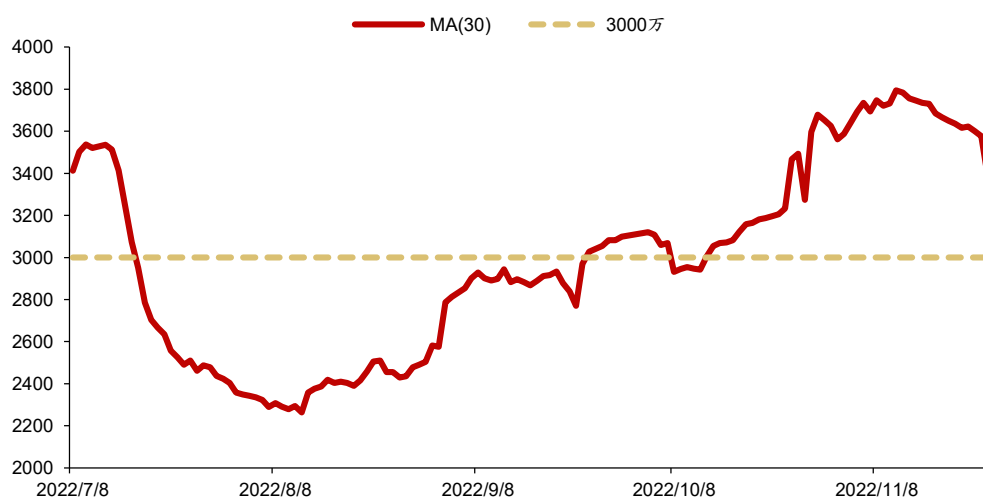


资料来源: wind, 浙商证券研究所

2 直播电商: 疫情扰动影响物流, 货架电商潜力巨大

疫情扰动影响物流, 东方甄选日均 GMV 短暂承压。 秋季疫情反复下, 我国疫情防控面临较大挑战, 高风险地区有所增加, 对物流端造成较大扰动, 9月到双十一期间, 京东上预计超 17% 的用户地址受到了疫情管控的影响。截止到 11 月 25 日, 东方甄选整体日均 GMV 预计达 3030 万, 环比-17%, 我们认为主要源自物流端 (生鲜受影响更大)、主播端 (董宇辉老师播出时间较少) 以及内容端 (疫情扰动下 11 月尚未举办专场直播) 综合影响, GMV 短期承压。

图6: 东方甄选合计 GMV30 日移动平均 (万元)



资料来源: 灰豚数据、浙商证券研究所 注: 截止 2022 年 11 月 25 日

抖音打造全域兴趣电商, 货架电商渐成主战场。 根据抖音电商数据, 22 年 4 月货架场景的 GMV 占比大约为 20%。随着平台发力+消费者习惯逐渐形成, 双十一期间货架电商带动日均销量同比+156%, 11 月 GMV 占比已经上升到 27%, 抖音电商预计货架场景会贡献一半以上的 GMV, 有效弥补内容场景消费, 增长空间广阔。

图7: 抖音货架场景消费高速增长



资料来源: 抖音电商, 浙商证券研究所

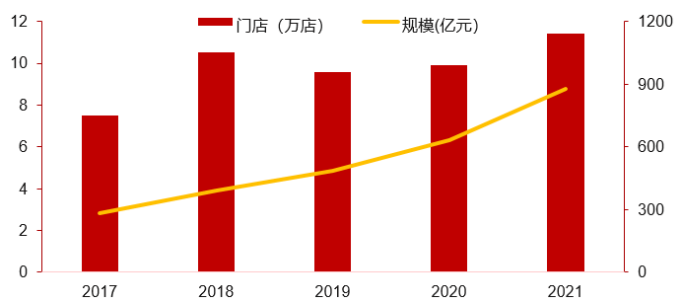
东方甄选发力抖音货架场景消费+微信等私域消费, 有望贡献增量。东方甄选自营品主打健康、美味和高性价比, 凭借优质内容吸引消费者首次购买, 优质产品驱动复购(回头客增长至 672 万), 消费者逐渐形成消费习惯, 自发搜索下单。除此之外, 东方甄选发展私域流量, 在微信端通过团购等方式不断进行裂变。我们认为, 东方甄选凭借“甄选好物”不断占领心智, 吸引消费者在抖音货架商城和微信商城购买, 从“货找人”到“人找货”, 待转化与增长潜力巨大。

3 现制茶饮: 行业逆势增长, 瑞幸 22Q3 全面改善

我国现制茶饮果汁、现制咖啡赛道分别坐拥千亿、八百亿市场, 疫情下仍逆势增长。

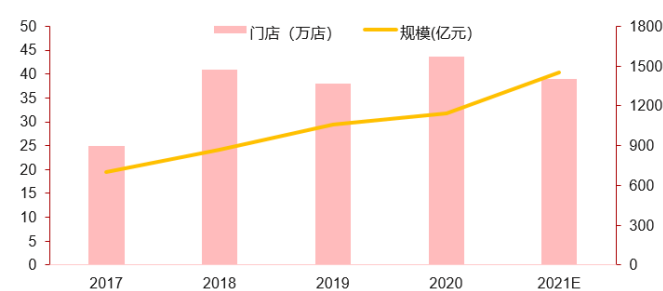
- 1) 现制茶饮: 2020 年现制茶饮行业规模 1200 亿元, 疫情之下仍保持双位数以上增速。2020 年现制茶饮行业增速约 13%, 横向来看, 疫情之下仍保持 2 倍 GDP 以上增速, 彰显行业韧性; 纵向来看, 较 2016-2019 年 20-30% 左右水平存不小差距, 增速有所下移;
- 2) 现制咖啡: 2021 年我国现制咖啡行业规模超 800 亿元, 拥有门店数约 11.4 万家。

图8: 全国现制咖啡行业规模及门店数



资料来源: 沙利文、蜜雪冰城招股书、浙商证券研究所

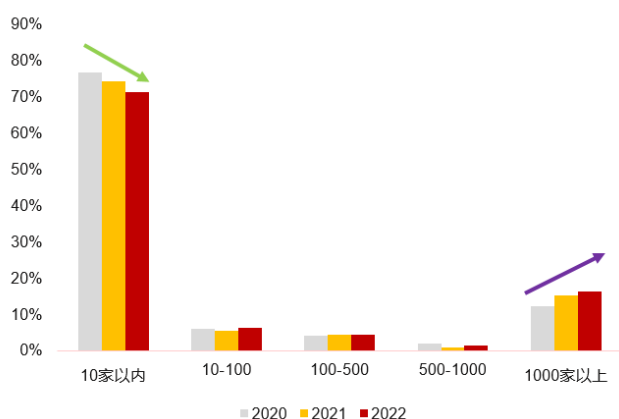
图9: 全国现制茶饮果汁行业规模及门店数



资料来源: 沙利文、蜜雪冰城招股书、浙商证券研究所

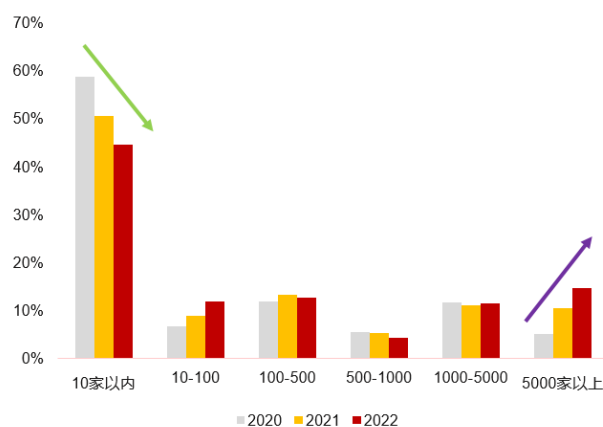
过往 3 年受益疫情, 茶饮赛道已呈现极为明显的龙头集中态势。根据美团和大众点评, 2022 年我国 5 千家以上品牌茶饮果汁店占比近 15%, 是 2020 年的近 3 倍。公司维度下, 蜜雪冰城、瑞幸咖啡分别坐拥 23000+, 7800+ 门店, 是现阶段现制茶饮果汁、现制咖啡赛道当之无愧的王者。蜜雪冰城 2021 年毛利率约 32%, 净利率约 18%; 2022Q3 瑞幸咖啡直营门店层面经营利润率约 29%, 公司层面扣非稳态净利率约 10%, 疫情当下龙头品牌持续保持较高的盈利能力。未来我们继续看好头部品牌在品牌优势的带动下持续跑马圈地, 并在加速门店下沉的同时, 借助规模优势优化店效, 不断实现正循环。

图10: 全国现制咖啡行业门店分布



资料来源: 美团、大众点评、浙商证券研究所

图11: 全国现制茶饮果汁行业门店分布



资料来源: 美团、大众点评、浙商证券研究所

本周, 瑞幸咖啡公布业绩, 前三季度营收 95.98 亿元 (同比+73%), 经营利润 8.42 亿元, 净利润 4.34 亿元, 同比均扭亏为盈。业绩大幅好转源于公司品牌力积淀, 即悄然提价不改单量攀升, 年初以来量价齐升。

1) 毛利率环比提升, 费用结构稳中向好。Q3 单季毛利率 63.01% (环比+1.27pcts); Q3 单季租金费用率 19.78% (环比-0.30pcts), 一般管理费用率 9.85% (环比-0.51pcts), 销售费用率 4.09% (环比+0.18pcts)。扣除非经常项影响, 稳态经营利润率约 15%, 稳态净利率约 10%。

2) Q3 单季公司新开门店 651 家, 疫情反复不改扩店决心。Q3 单季公司新开自营门店 405 家, 新开加盟店 246 家, 截至 22 Q3, 门店总数为 7846 家。虽然疫情反复, 在 7-8 月公司平均每日有 100 家左右门店关店, 然而公司决心依旧, 不改开店节奏。Q3 直营店单店收入 579 万元 (环比+11%), 平均每加盟店创收 383 万元 (环比+2%)。

4 医美、化妆品

化妆品: 1) 贝泰妮、珀莱雅和华熙生物的线上占比均在 8 成左右, 受线下疫情扰动有限; 2) 双十一落幕, 国货龙头强者恒强, 珀莱雅和薇诺娜均进入天猫美妆护肤 TOP10, 强化板块信心。3) 大单品战略+多品牌孵化中, 有望打开新增长曲线。

医美: 1) 短期来看: 高粘性 + 面向中高端消费人群, 龙头公司业绩韧性强, 疫后恢复速度快 + 恢复确定性强; 2) 中长期看: 医美行业低渗透率 + 高复购率 + 高成长性逻辑不变, 坚定看好赛道发展空间。

基于个股基本面以及估值, 当前优先推荐贝泰妮。贝泰妮近期调整幅度较大, 短期看是因为双 11 第三方跟踪数据带来的市场业绩担忧, 本质上是大家对敏感肌渗透率提升空间的担心+子品牌成功概率和成长周期的分歧。因此市场下调 2022 年净利润并线性下调 2023 年增速预期, 按照悲观预期, 当前 PE 已经低于 40X。而未来潜在可能的催化包括: 1) 薇诺娜: 线下渠道回暖并引流至线下, 客群扩展; 第四大单品特护精华起量; 2) 子品牌: Aoxmed 孵化超预期等。

图12: 医美、化妆品整体表现

代码	公司	本周涨跌幅(%)	近半年涨跌幅(%)	近一年涨跌幅(%)	市值	22年预期归母净利润	23年预期归母净利润	2022年预期PE
300896.SZ	爱美客**	-9.81	-8.42	-23.09	961.0	14.3	20.7	67.4
688363.SH	华熙生物**	-6.23	-19.86	-36.53	516.4	10.3	13.5	50.3
000963.SZ	华东医药	-8.22	11.11	15.06	704.6	26.4	31.7	26.7
002612.SZ	朗姿股份	-13.01	-18.54	-46.28	90.8	0.9	2.1	105.7
2273.HK	固生堂	-10.91	30.81	28.10	78.2	1.9	2.7	40.6
603605.SH	珀莱雅	0.35	22.91	21.01	478.4	7.5	9.4	64.1
300957.SZ	贝泰妮	-5.17	-25.68	-37.41	544.3	11.9	15.9	45.7
600315.SH	上海家化	-5.93	-10.29	-31.85	192.7	5.7	7.9	33.7
600223.SH	鲁商发展	-1.23	23.71	-28.62	105.7	3.3	5.1	32.5
300856.SZ	科思股份	1.78	58.31	58.36	90.8	3.3	4.0	27.7

资料来源: wind、浙商证券研究所 注: 截止 2022 年 11 月 25 日

5 优质制造: “黑五”消费依然承压, 拐点或在 23Q2 后

高通胀影响消费者购买力和信心, 美国消费短期依然承压。本周美国开展“黑色星期五”购物节, 根据 Adobe Analytics 数据, 美国感恩节线上消费是 52.9 亿美元 (+2.9%), “黑色星期五”当日线上消费是 92 亿美元, 预计感恩节-下周一的 5 天线上销售额 348 亿美元 (+3%)。根据标普全球市场情报, 预计 2022 年美国节假日购物季零售商整体销售额同比增长 4.5%, 剔除通胀因素后, 实际销售额可能下降 1.2%。美国消费短期依然承压, 出口企业订单拐点仍待进一步观察。

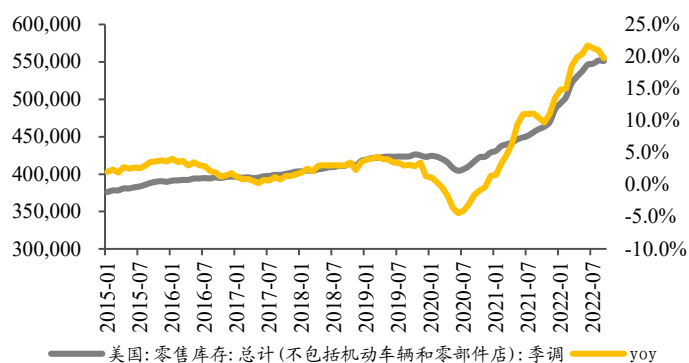
图13: 美国节假日消费增速



资料来源: 标普全球市场情报, 浙商证券研究所

拐点或在 23Q2 后, 保持谨慎乐观。往后看, 需求端看, 高通胀下海外需求压力仍在, 但是随着 CPI 拐点初现, 预期正在边际向好, 根据 CME 利率期货对于美联储加息概率图, 目前预期 23Q2 加息见顶, 预期 23 年中或有望进入降息周期; 库存端看, 库存虽然继续同比、环比增加, 但是不管是北美零售商整体, 还是龙头零售公司, 均呈现出库存增长环比趋弱的态势, 23Q1 预计仍去库存, Q2 后景气度恢复程度需要跟踪海外品牌清库存进度。我们认为, 海外需求和库存双双向好或在 23Q2 后, 保持谨慎乐观。

图14: 美国零售商库存及增速 (百万美元)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图15: CME 利率期货对于美联储加息概率图

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	75.8%	24.2%	0.0%	0.0%		
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	40.5%	48.3%	11.3%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.4%	42.9%	36.9%	7.8%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	33.6%	38.7%	16.7%	2.4%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	32.9%	38.6%	17.3%	2.8%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	12.3%	33.8%	35.2%	14.9%	2.3%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.4%	4.3%	18.1%	34.2%	29.7%	11.5%	1.7%
2023/11/1	0.0%	0.2%	2.2%	10.9%	25.8%	32.1%	21.1%	6.9%	0.9%
2023/12/13	0.1%	1.5%	7.8%	20.5%	29.8%	25.0%	11.9%	3.0%	0.3%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

6 风险提示

- (1) 疫情反复。
- (2) 经济下行超预期。
- (3) 地产政策持续收紧。

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>