

国金证券研究所

分析师：廖馨瑶（执业 S1130522060005） 分析师：许孟婕（执业 S1130522080003） 联系人：叶思嘉

liaoxinyao@gjzq.com.cn

xumengjie@gjzq.com.cn

yesijia@gjzq.com.cn

联系人：俞敏浩

yuminhao@gjzq.com.cn

北京达峰后线下回暖，全国消费出行仍待修复

投资逻辑

一、疫情概览：北京峰值已过、居家指数保持高位，全国拐点出现。截至12月24日，北京“发烧”搜索指数下降至峰值35%以下水平。受疫情影响，11月中旬以来，北京商场、地铁客流指数显著下滑，12月中上旬“放开”后客流指数出现小幅反弹又迅速回落，仅为峰值时期10%左右。与之相对应的，北京居民居家指数目前保持高位。

二、快递及线上消费：运力压力显现，京东用户活跃同比表现优快递及卡车物流。快递及卡车物流：12月12日至18日，代表快递企业周度订单强度出现回落，环比回落8.92%，约为去年同期的92%。快递员流动性高，感染人数增加导致短期运力承压，预计电商退货率提升。线上消费：12月12日至19日，多数电商平台及生鲜电商平台周均用户活跃较上周小幅回落或与上周持平，同比表现出现分化，京东及京东到家周均DAU同比优于其余平台。

三、线上生活娱乐：在线健身再度火热，短视频同比增速有所提升。1) 在线健身周均DAU同比增速提升显著。12月前三周，Keep App周均DAU最高达到654万人，同比增速分别为44%，46%，42%。2) 居家增多短视频用户数有所提升，抖音快手呈现出同样趋势。

四、从线上APP活跃看消费行为：出行及线下消费仍待恢复，整体消费频次或受影响。1) 出行：活跃处于低位，未至恢复拐点。12月12日至19日，滴滴App及高德地图App周均DAU环比下滑趋势仍未修复，滴滴周均DAU环比持平，高德地图周均DAU环比下滑4%。2) 线下消费：商家需求旺盛，用户需求较12月前2周恢复。3) 消费频次：支付活跃度有所下滑，线上消费受影响相对较小。

五、出行：北京本地、异地均进入回升，过峰或带动部分旅游目的地客流修复。本地出行：北京地铁客流恢复度回落后再度进入回升通道，截至12月24日恢复至19年同期的23%、较此前18日低点提升9pct；交通拥堵指数也从12月18日开始触底反弹。异地出行：截至12月22日全国整体客运航班量为19年同期37%、较16日高点（61%）回落24pct；北京截至12月24日客运航班执飞量为19年同期的32%、随着感染峰值过去已较20日低点回升3pct；主要旅游目的地方面，如三亚凤凰机场截至12月24日客运航班执飞量为19年同期82%、较12/21低点回升9pct，可积极关注过峰城市周边游，及三亚为代表的以一线城市为主要客源地、春节为旺季、消费层次相对偏高的旅游目的地。

六、餐饮：北京凑凑、怂火锅等位数恢复显著，全国范围餐饮流水仍在震荡回落。北京为代表的“过峰”城市目前餐饮数据恢复势头向好，12月24日（周六）北京晚市高峰期等位数回升明显，其中怂火锅晚市19点左右等位数达到180+桌、为该店开业以来高点，凑凑火锅多店等位数也超过10月水平。截至12.18代表餐饮连锁品牌全国歇业率为12%（环比上周末+9pct），全国营业额较去年同期恢复度约31%、环比上周末（12.11）的53%回落22pct。

七、外卖：需求火热，运力和商家供给仍受影响。12月12~19日，外卖需求火热，美团、饿了么APP周均DAU环比增长7%、4%；运力、商家供给受影响，美团众包、蜂鸟众包APP周均DAU环比下滑2%、环比下滑3%，美团外卖、饿了么商家版APP周均DAU环比增长1%、下滑3%。

八、电影：疫情影响下，2022年圣诞周全国电影票房整体弱于过往年份，一线城市呈现出较大韧性，北京市圣诞电影票房表现优于大盘，发热达峰后线下活动开始回暖。

风险提示

疫情反复；线下客流恢复受阻、门店/渠道拓展不及预期；数据统计结果与实际情况偏差风险等。

内容目录

一、	本轮北京疫情峰值已过，居家指数保持高位，全国拐点已经出现	4
二、	快递及线上消费：运力压力显现，京东用户活跃同比表现优	4
三、	线上生活娱乐：在线健身再度火热，短视频同比增速有所提升	7
四、	从线上 APP 活跃看消费行为：出行及线下消费仍待恢复，整体消费频次或受影响	7
五、	出行：北京本地、异地均进入回升，过峰或带动部分旅游目的地客流修复	8
六、	餐饮：北京凑凑、怂火锅等品牌等位数恢复显著	10
七、	外卖：需求火热，运力和商家供给仍受影响	11
八、	电影：北京市发热达峰后线下活动开始回暖，恢复优于大盘	12
九、	风险提示	13

图表目录

图表 1:	北京单日新增感染人数 (截至 2022-12-13)	4
图表 2:	北京疫情症状搜索指数	4
图表 3:	北京客流指数演化图	4
图表 4:	全国疫情症状搜索指数	4
图表 5:	代表快递企业周度订单指数	5
图表 6:	代表快递企业周度订单指数_重点省市	5
图表 7:	卡车物流流出指数_北京	5
图表 8:	卡车物流流出指数_上海	5
图表 9:	卡车物流流出指数_广州	6
图表 10:	卡车物流流出指数_深圳	6
图表 11:	淘宝 APP 周均 DAU, 单位: 万人	6
图表 12:	拼多多 APP 周均 DAU, 单位: 万人	6
图表 13:	京东 APP 周均 DAU, 单位: 万人	6
图表 14:	京东到家入口周均 DAU, 单位: 万人	6
图表 15:	叮咚买菜 APP 周均 DAU	7
图表 16:	盒马 APP 周均 DAU	7
图表 17:	Keep APP 周均 DAU, 单位: 万人	7
图表 18:	Keep APP 月度 DAU, 单位: 万人	7
图表 19:	抖音 APP 周均 DAU, 单位: 万人	7
图表 20:	快手 APP 周均 DAU, 单位: 万人	7

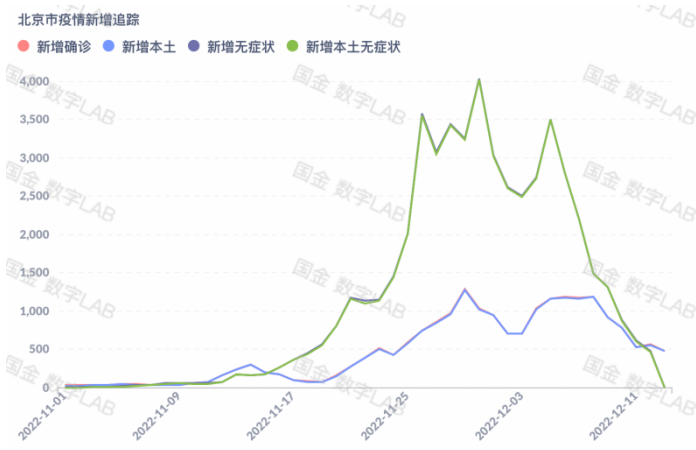
图表 21: 滴滴 APP 周均 DAU, 单位: 万人	8
图表 22: 高德地图 APP 周均 DAU, 单位: 万人	8
图表 23: 大众点评 APP 周均 DAU, 单位: 万人	8
图表 24: 美团开店宝 APP 周均 DAU, 单位: 万人	8
图表 25: 支付宝 APP 周均 DAU, 单位: 万人	8
图表 26: 微信支付模块周均 DAU, 单位: 万人	8
图表 27: 北京地铁客流恢复度回升 (%2019, 更新至 2022/12/24)	9
图表 28: 北京市交通拥堵指数回升 (更新至 2022/12/24)	9
图表 29: 全国整体客运航班量恢复度 (%2019, 更新至 2022/12/22)	9
图表 30: 北京客运航班执飞量恢复度回升 (%2019, 更新至 2022/12/24)	9
图表 31: 携程 APP 周均 DAU	10
图表 32: 三亚客运航班执飞量恢复度 (%2019, 更新至 2022/12/24)	10
图表 33: 政策放松后代表连锁餐饮品牌歇业率经历快速下降后波动 (更新至 2022/12/18)	10
图表 34: 北京市餐饮流水恢复跟踪 (更新至 2022/12/18)	10
图表 35: 怂火锅北京晚市高峰期等位数恢复显著 (更新至 2022/12/24)	11
图表 36: 湊湊火锅北京晚市高峰期等位数恢复显著 (更新至 2022/12/24)	11
图表 37: 美团 APP 周均 DAU, 单位: 万人	11
图表 38: 饿了么周均 DAU, 单位: 万人	11
图表 39: 代表城市外卖骑手指数 (更新至 12.24)	12
图表 40: 美团众包 APP 周均 DAU, 单位: 万人	12
图表 41: 蜂鸟众包模块周均 DAU, 单位: 万人	12
图表 42: 美团外卖商家版 APP 周均 DAU, 单位: 万人	12
图表 43: 饿了么商家版周均 DAU, 单位: 万人	12
图表 44: 全国圣诞周电影票房, 单位: 万元	13
图表 45: 北京市圣诞周电影票房, 单位: 万元	13
图表 46: 全国平安夜圣诞节电影票房, 单位: 万元	13
图表 47: 北京市平安夜圣诞节电影票房, 单位: 万元	13

一、本轮北京疫情峰值已过，居家指数保持高位，全国拐点已经出现

2022年11月中旬，北京“新冠”疫情迎来反弹，11月30日单日新增感染者（本土+无症状）超5000人次。2022年12月6日，北京正式宣布核酸检测查验实行新措施。

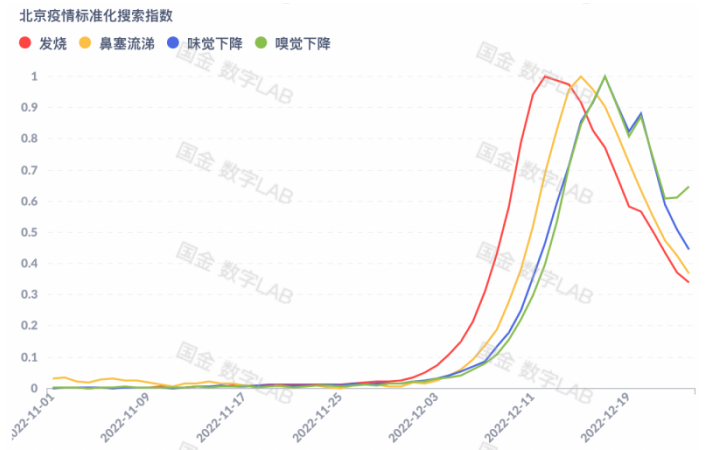
随着北京防疫政策放开，“发热”、“鼻塞流涕”、“味觉下降”等病征关键词搜索指数呈现大幅增长，分别于12月12日、12月15日和12月17日达峰后开始下降，与病征出现顺序吻合。截至12月24日，北京“发烧”搜索指数下降至峰值35%以下水平。

图表1：北京单日新增感染人数（截至2022-12-13）



来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所，国家卫健委

图表2：北京疫情症状搜索指数

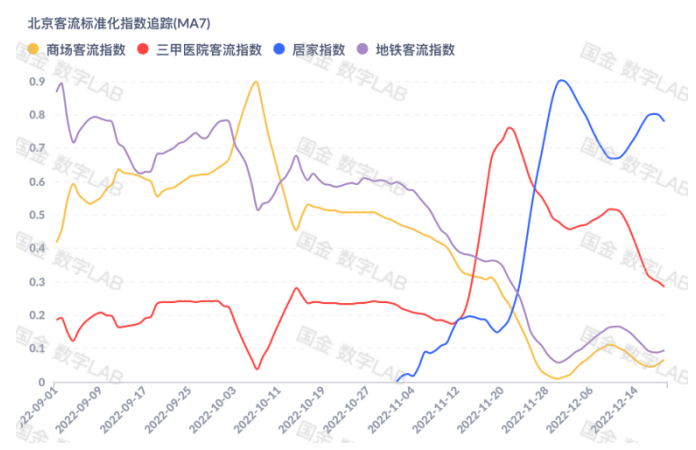


来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

受疫情影响，11月中旬以来，北京商场、地铁客流指数显著下滑，12月中上旬“放开”后客流指数出现小幅反弹又迅速回落，仅为峰值时期10%左右。与之相对应的，北京居民居家指数目前保持高位。值得注意的是，北京三甲医院客流指数在11月21日左右达峰后出现下降、或因医护人员大面积感染，导致医院接待能力下降所致。

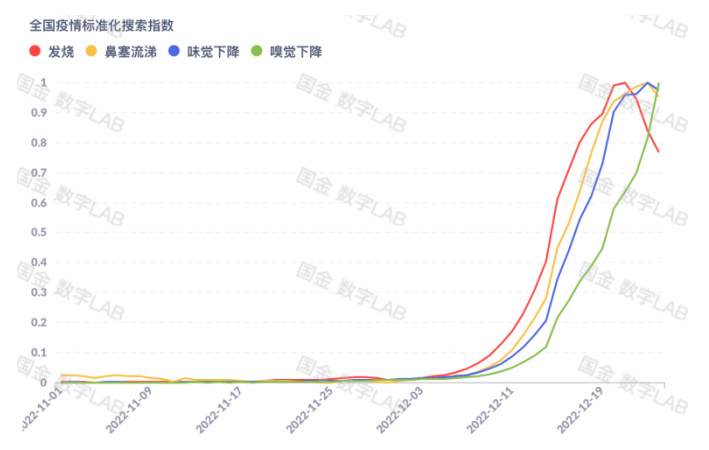
从全国来看，“发烧”指数于12月21日达到峰值，12月24日下降至77%水平，本轮疫情全国范围的拐点已经出现。

图表3：北京客流指数演化图



来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表4：全国疫情症状搜索指数

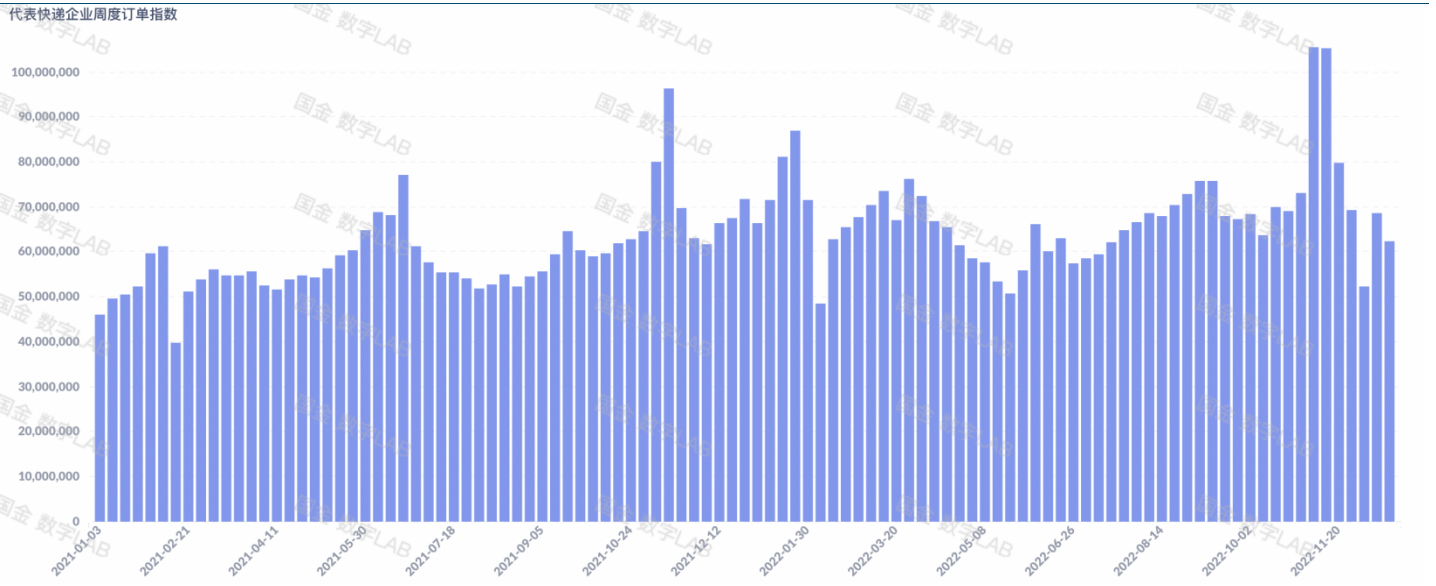


来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所；注：7日移动平均处理

二、快递及线上消费：运力压力显现，京东用户活跃同比表现优

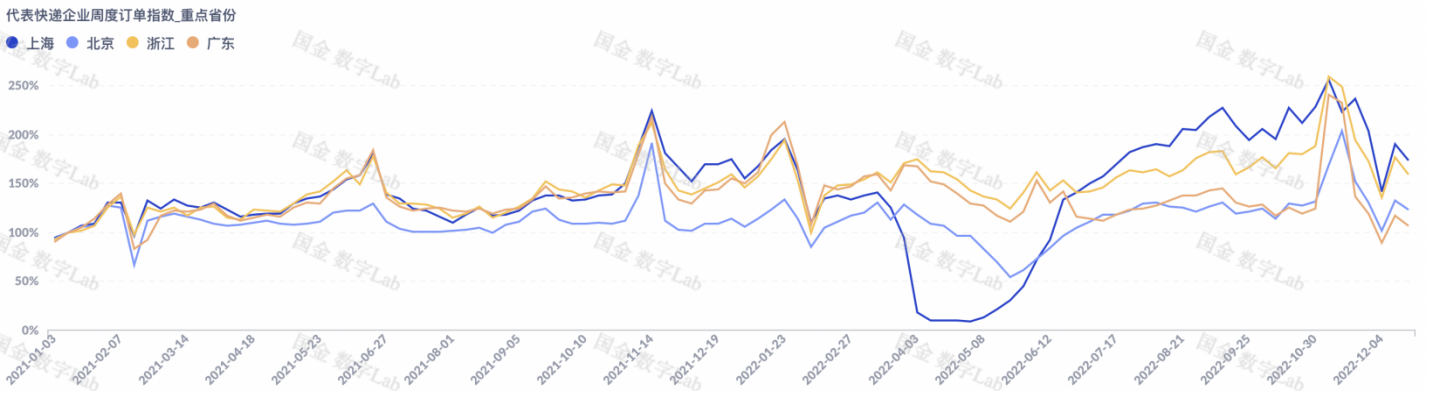
快递及卡车物流：12月12日至18日，代表快递企业周度订单强度出现回落，环比回落8.92%，约为去年同期的92%。快递员流动性高，感染人数增加导致短期运力承压，预计电商退货率提升。北京、上海、广东的代表快递企业订单指数环比回落-7.21%、-8.82%、-8.41%。北京、上海、广州、深圳的卡车物流指数环比回落6.30%、3.19%、9.14%、4.89%，为去年同期的53.37%、68.12%、72.22%、83.72%。

图表5: 代表快递企业周度订单指数



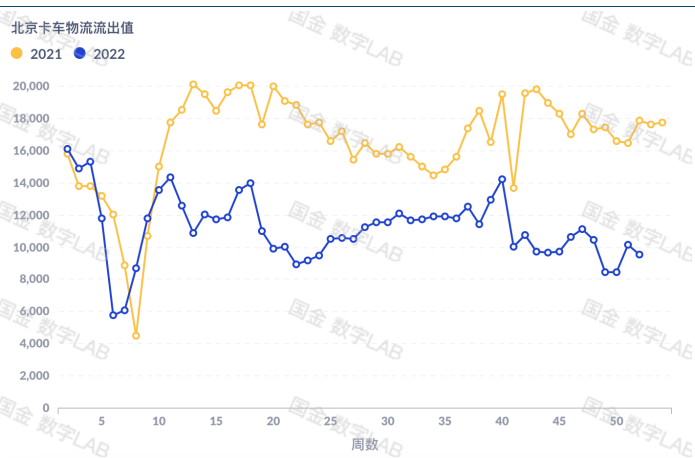
来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表6: 代表快递企业周度订单指数_重点省市



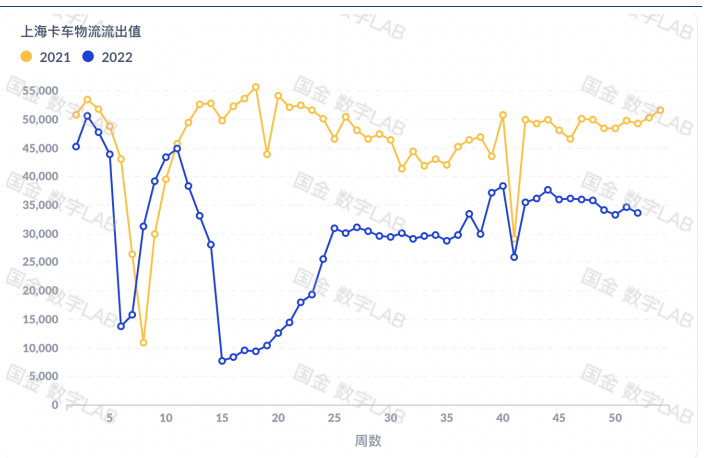
来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所; 注: 以 2021 年初为基数

图表7: 卡车物流流出指数_北京



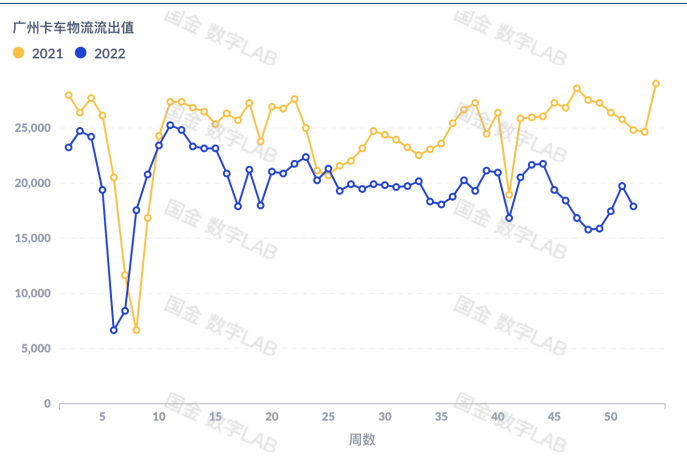
来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表8: 卡车物流流出指数_上海



来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表9: 卡车物流流出指数_广州



图表10: 卡车物流流出指数_深圳

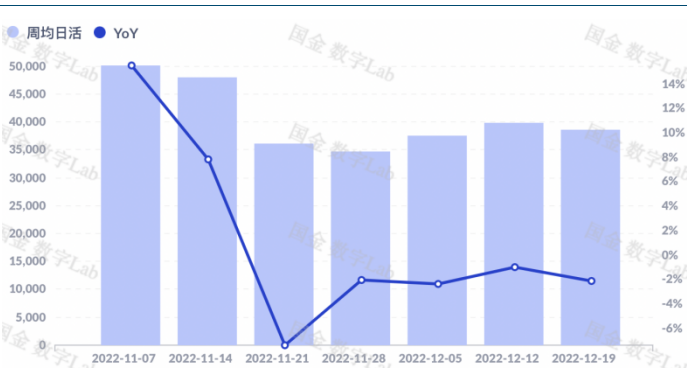


来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

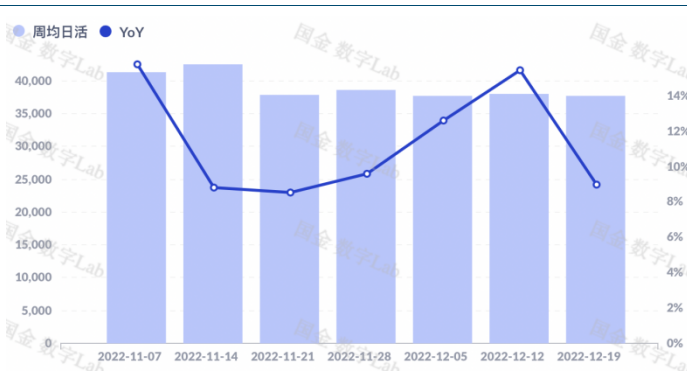
线上消费: 12月12日至19日, 多数电商平台及生鲜电商平台周均用户活跃较上周小幅回落或与上周持平, 同比表现出现分化。京东及京东到家周均 DAU 同比优于其余平台, 京东 App 周均 DAU 同比近 40%, 疫情放开后连续三周同比稳中有升, 其中京东到家入口活跃度保持 100% 以上增长。生鲜电商中, 叮咚买菜最近三周周均日活相比上月底提升 10% 左右, 盒马小幅回落 7% 左右, 但仍保持同比增速 75% 以上。

图表11: 淘宝 APP 周均 DAU, 单位: 万人



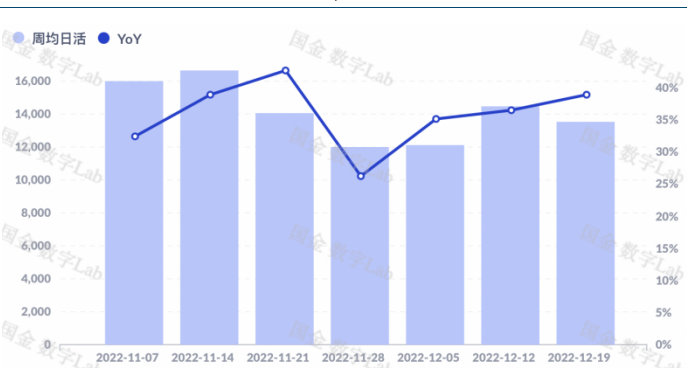
来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表12: 拼多多 APP 周均 DAU, 单位: 万人



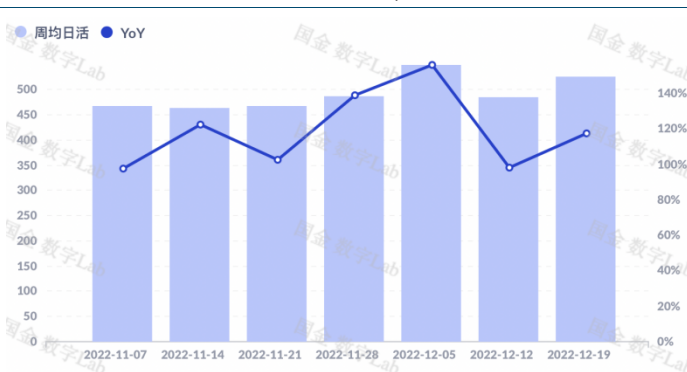
来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表13: 京东 APP 周均 DAU, 单位: 万人



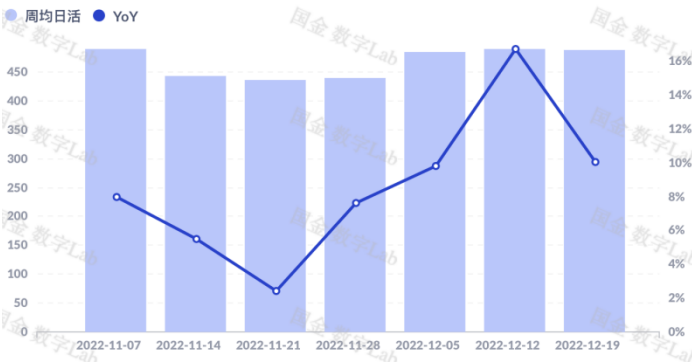
来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表14: 京东到家入口周均 DAU, 单位: 万人



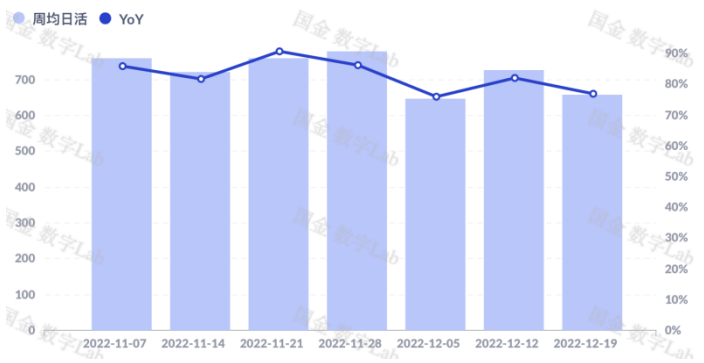
来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表15: 叮咚买菜 APP 周均 DAU



来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表16: 盒马 APP 周均 DAU

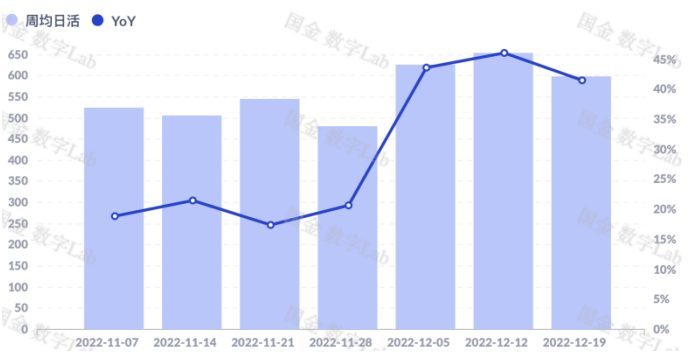


来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

三、线上生活娱乐: 在线健身再度火热, 短视频同比增速有所提升

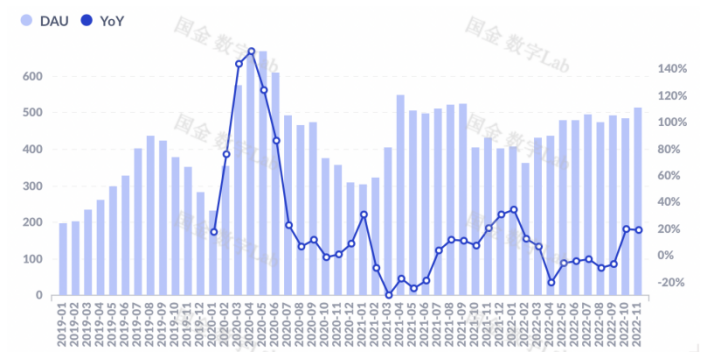
线上生活娱乐: 1) 在线健身周均 DAU 同比增速提升显著。12 月前三周, Keep App 周均 DAU 最高达到 654 万人, 创 2021 年以来新高 (未超过 2020 年疫情期间峰值), 同比增速分别为 44%, 46%, 42%, 11 月每周的 DAU 增速均在 20% 左右浮动, 居家运动需求受疫情拉动明显。2) 居家增多短视频用户数有所提升, 抖音快手呈现出同样趋势。12 月前三周, 抖音 App 周均 DAU 同比增长率分别为 12%, 16%, 17%, 快手 App 周均 DAU 同比增长率分别为 15%, 15%, 17%, 11 月最后一周, 抖音 App 周均 DAU 同比增长率为 13%, 快手 App 周均 DAU 同比增长率为 8%, 但从环比表现看, 短视频用户拓展已经步入成熟阶段, 抖音快手用户周度环比增速均在 1% 上下浮动, 疫情并为形成更大催化。

图表17: Keep APP 周均 DAU, 单位: 万人



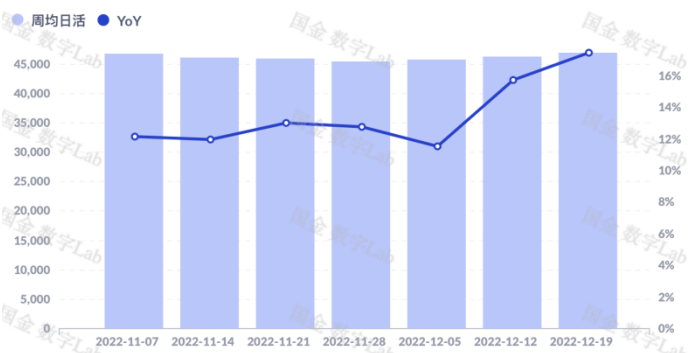
来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表18: Keep APP 月度 DAU, 单位: 万人



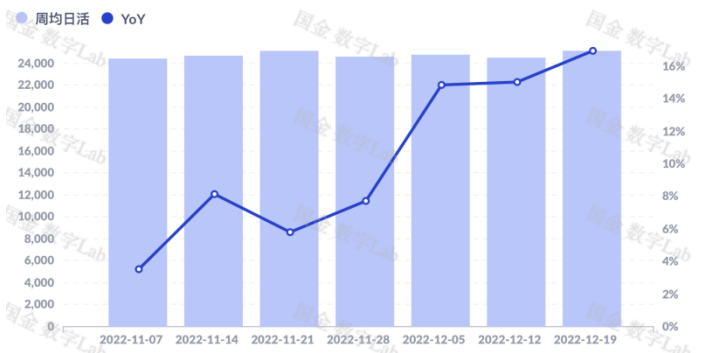
来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表19: 抖音 APP 周均 DAU, 单位: 万人



来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表20: 快手 APP 周均 DAU, 单位: 万人



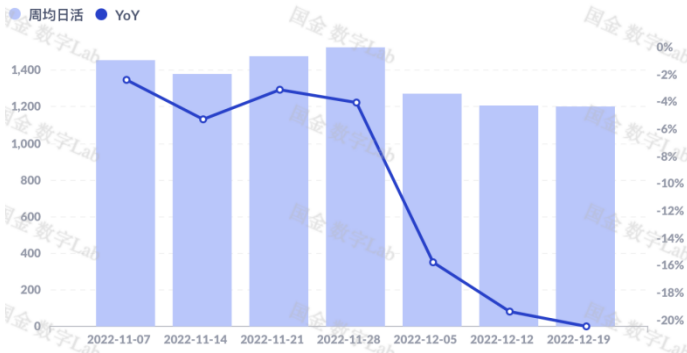
来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

四、从线上 APP 活跃看消费行为: 出行及线下消费仍待恢复, 整体消费频次或受影响

从线上 APP 活跃看消费行为: 1) 出行: 活跃处于低位, 未至恢复拐点。12 月 12 日至 19 日, 滴滴 App 及高德地图 App 周均 DAU 环比下滑趋势仍未修复, 滴滴周均 DAU 环比持平, 高德地图周均 DAU 环比下滑 4%。2) 线下消费: 商家需求旺盛, 用户需求较 12 月前 2 周恢复。12 月 12 日至 19 日, 美团开店宝 APP 周均 DAU 同比增长 10%, 环比下滑 1%, 商

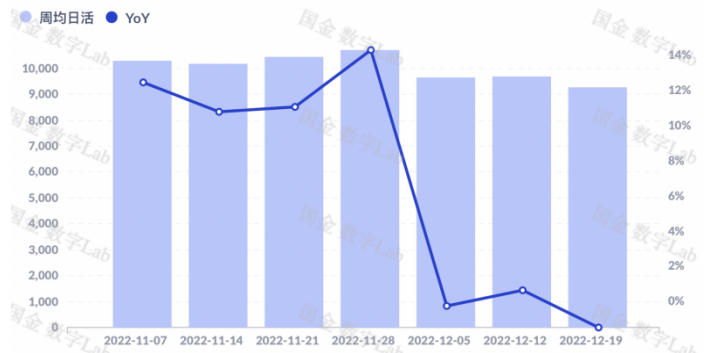
家端活跃度未受疫情过大影响，大众点评 APP 周均 DAU 同比增长 29%，环比增长 1%，大众点评 APP 在 12 月前两周受到较大影响，用户环比增速分别为-12%，-3%，第三周开始呈现出恢复迹象。3) 消费频次：支付活跃度有所下滑，线上消费受影响相对较小。12 月 12 日至 19 日，支付宝 APP 周均 DAU 同比增长 17%，环比下滑 2%，微信支付周均 DAU 同比持平，环比下滑 4%。

图表21：滴滴 APP 周均 DAU，单位：万人



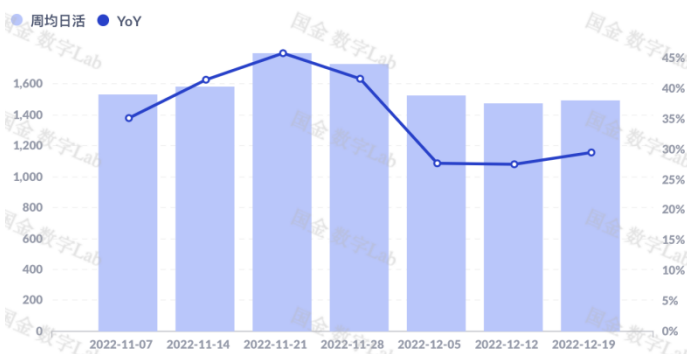
来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表22：高德地图 APP 周均 DAU，单位：万人



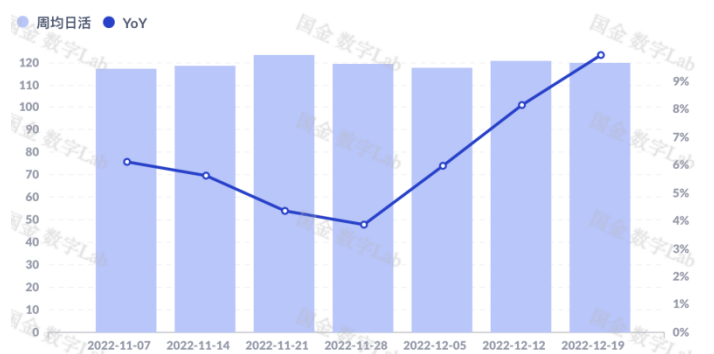
来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表23：大众点评 APP 周均 DAU，单位：万人



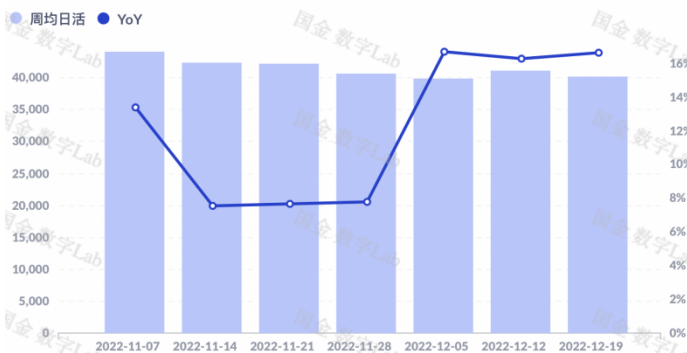
来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表24：美团开店宝 APP 周均 DAU，单位：万人



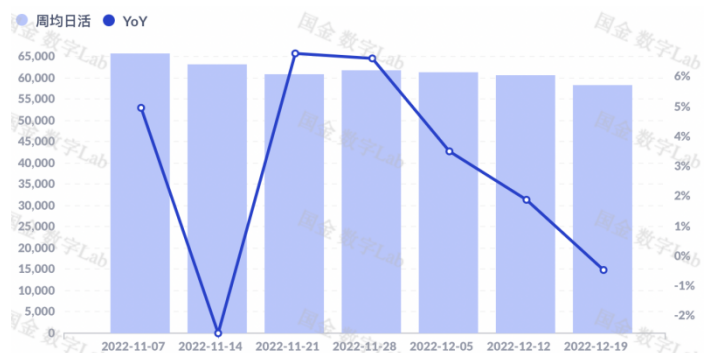
来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表25：支付宝 APP 周均 DAU，单位：万人



来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表26：微信支付模块周均 DAU，单位：万人

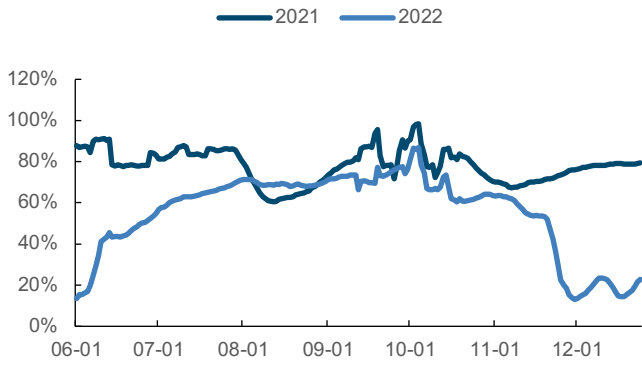


来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

五、 出行：北京本地、异地均进入回升，过峰或带动部分旅游目的地客流修复

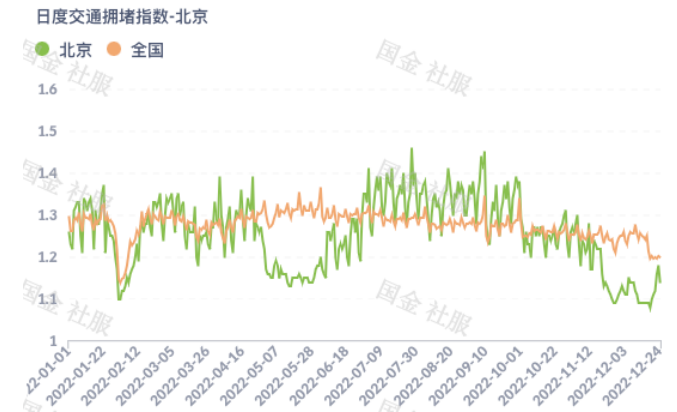
本地出行：从地铁客运量数据看，北京客流恢复度回落后已再度进入回升通道，截至 2022/12/24 恢复至 2019 年同期的 23%、较此前 12.18 低点提升 9pct；交通拥堵指数也从 12.18 开始触底反弹。

图表27: 北京地铁客流恢复度回升 (%2019, 更新至 2022/12/24)



来源: wind, 国金证券研究所; 注: 为平滑双休日影响, 7日移动平均处理。

图表28: 北京市交通拥堵指数回升 (更新至 2022/12/24)



来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

异地出行:从航空数据看,截至 2022/12/22,全国整体客运航班量为 2019 年同期 37%、较 12.16 高点(61%)回落 24pct。北京来看,截至 2022/12/24 客运航班执飞量为 2019 年同期的 32%、随着感染峰值过去已较 12.20 低点回升 3pct。

图表29: 全国整体客运航班量恢复度 (%2019, 更新至 2022/12/22)



来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表30: 北京客运航班执飞量恢复度回升 (%2019, 更新至 2022/12/24)

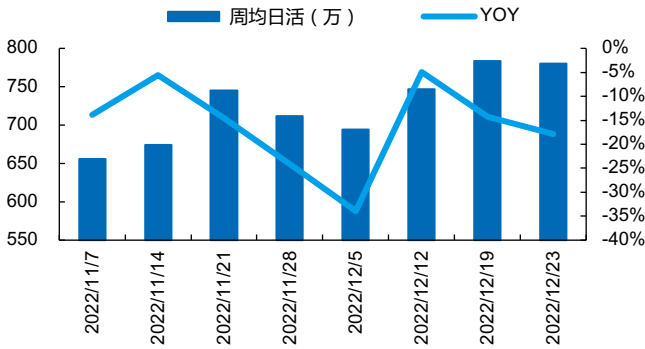


来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所; 注: 7日移动平均处理

从 OTA 平台活跃情况看,政策放开后一周(2022/12/6~12/12)携程周均日活同比-4.9%,降幅较前一周(2022/11/29~12/05)的-33.9%明显收窄,但此后又出现降幅扩大,最新周(2022/12/20~12/23)周均日活同比-17.9%,显示酒旅整体性修复仍需时间。

从部分热门异地旅游目的地的数据看,三亚凤凰机场在政策放开后客运航班执飞量迅速恢复后又有一定回落,12.21前后再度开始回升,截至 2022/12/24 为 2019 年同期的 82%、较 12/21 回落后的低点回升 9pct。我们认为类似三亚的以一线城市为主要客源地、春节为旺季、消费层次偏高的旅游目的地或将较快受益于一线城市过峰后需求释放。

图表31: 携程APP周均DAU



图表32: 三亚客运航班执飞量恢复度 (%2019, 更新至 2022/12/24)



来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所; 注: 7日移动平均处理

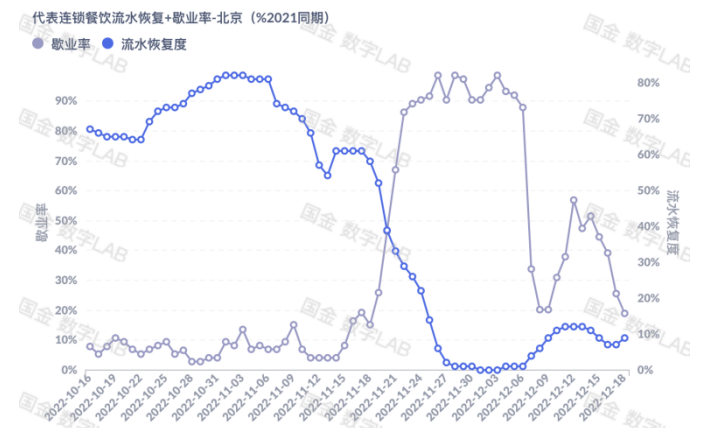
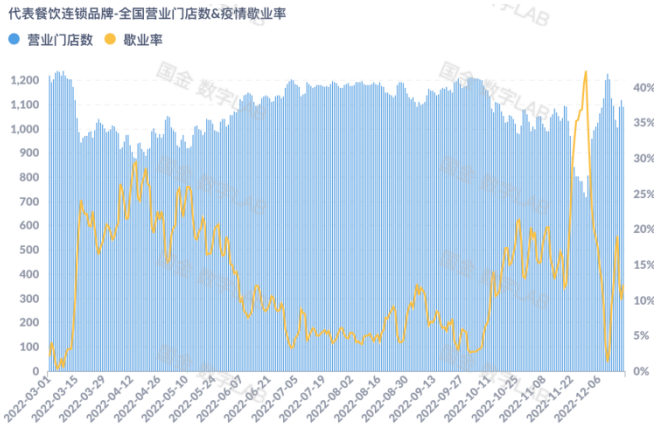
六、 餐饮: 北京凑凑、怂火锅等品牌等位数恢复显著

随着全国范围疫情防控放松, 全国歇业率高位回落后出现回升, 流水恢复度波动向下, 恢复度波动推测与多地感染病例激增情况下客流锐减相关。截至 12.18 代表餐饮连锁品牌全国歇业率为 12% (环比上周末+9pct), 全国营业额较去年同期恢复度约 31%、环比上周末 (12.11) 的 53% 回落 22pct。

北京 11 月下旬堂食暂停, 政策放开后餐饮消费得到一定恢复, 但之后因确诊病例激增而再次回落, 截至 12/18 代表餐饮连锁流水恢复至去年同期的 9%。最新周总、凑凑火锅等位数据恢复显著, 12.24(周六)北京晚市高峰期等位数回升明显, 其中怂火锅晚市 19 点左右等位数达到 180+ 桌、为该店 9.20 开业以来高点, 凑凑火锅多店等位数也超过 10 月水平, 其中蓝色港湾店、合生汇店 19 点左右等位数等达到 200+、90+ 桌。

图表33: 政策放松后代表连锁餐饮品牌歇业率经历快速下降后波动 (更新至 2022/12/18)

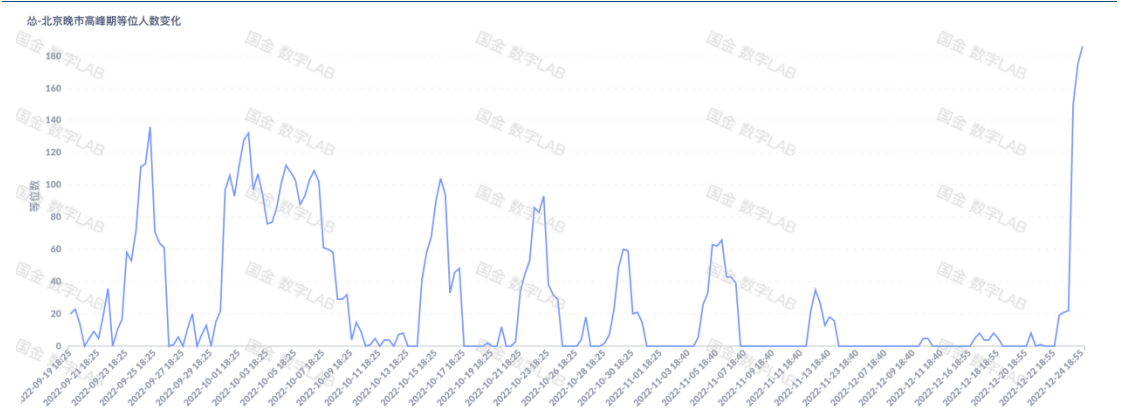
图表34: 北京市餐饮流水恢复跟踪 (更新至 2022/12/18)



来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

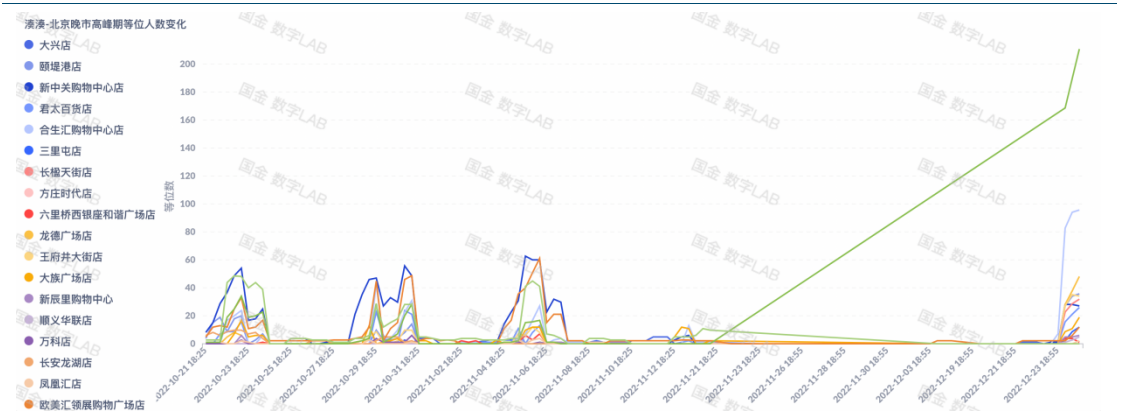
来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所; 注: 7日移动平均处理

图表35: 总火锅北京晚市高峰期等位数恢复显著 (更新至 2022/12/24)



来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表36: 湊湊火锅北京晚市高峰期等位数恢复显著 (更新至 2022/12/24)

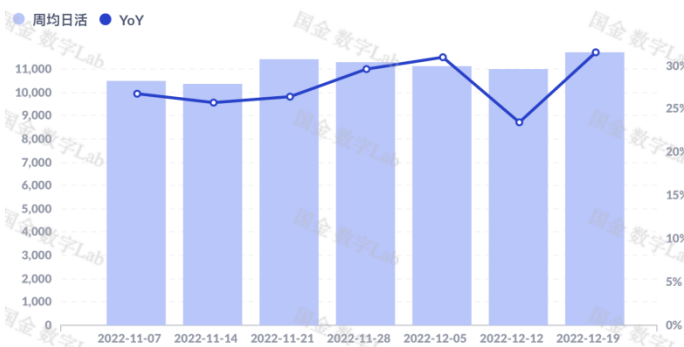


来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

七、 外卖: 需求火热, 运力和商家供给仍受影响

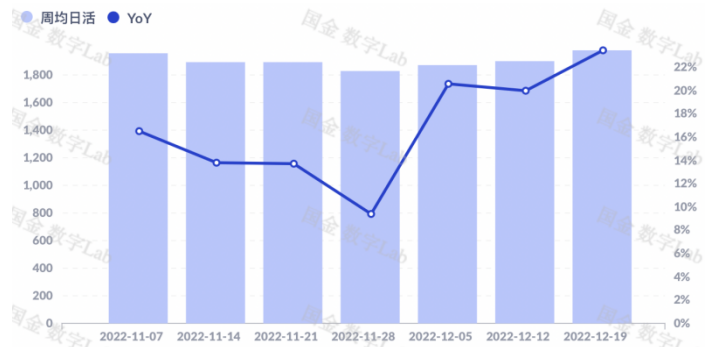
外卖: 12月12~12月19日, 1) 外卖需求火热: 美团 APP 周均 DAU 同比增长 32%, 环比增长 7%, 饿了么 APP 周均 DAU 同比增长 23%, 环比增长 4%。2) 运力仍受影响: 美团众包 APP 周均 DAU 同比增长 49%, 环比下滑 2%, 蜂鸟众包 APP 周均 DAU 同比下滑 2%, 环比下滑 3%。3) 外卖商家供给或也受到一定影响: 美团外卖商家版 APP 周均 DAU 同比增长 47%, 环比增长 1%, 相较 12 月前两周, 周度环比有所恢复, 饿了么商家版 APP 周均 DAU 同比增长 18%, 环比下滑 3%。

图表37: 美团 APP 周均 DAU, 单位: 万人



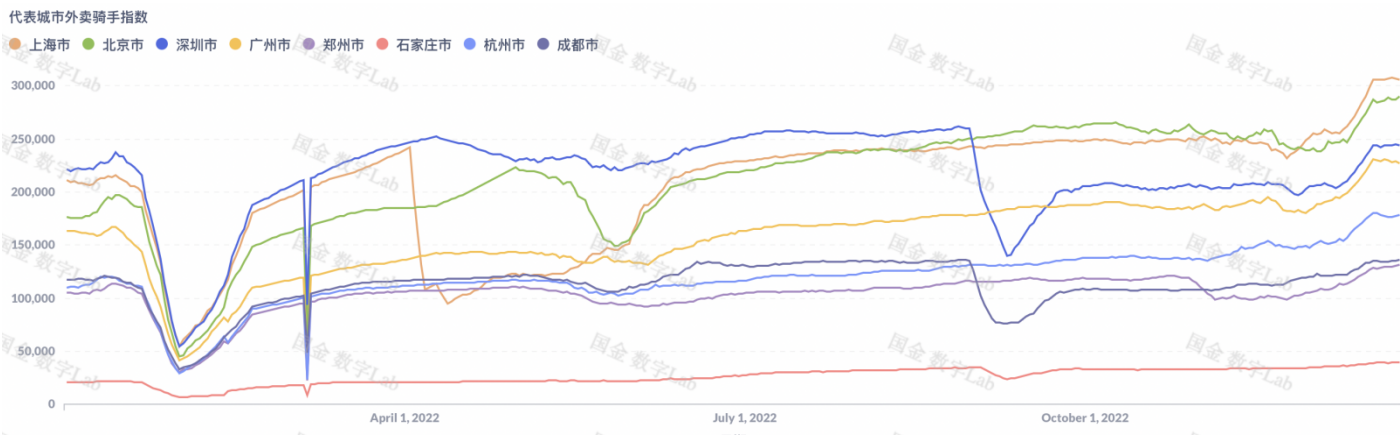
来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表38: 饿了么周均 DAU, 单位: 万人



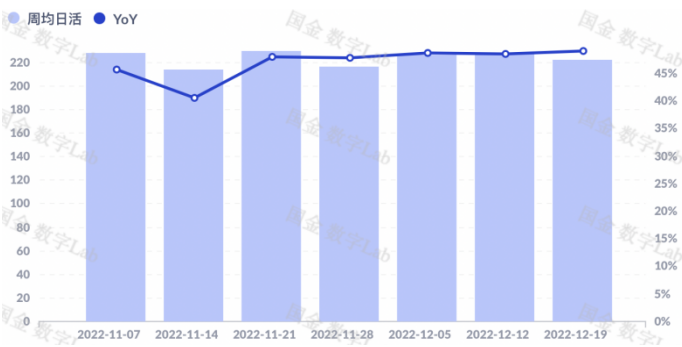
来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表39：代表城市外卖骑手指数（更新至 12.24）



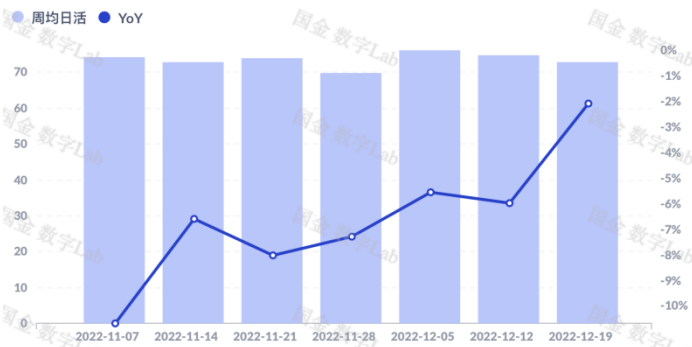
来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表40：美团众包 APP 周均 DAU，单位：万人



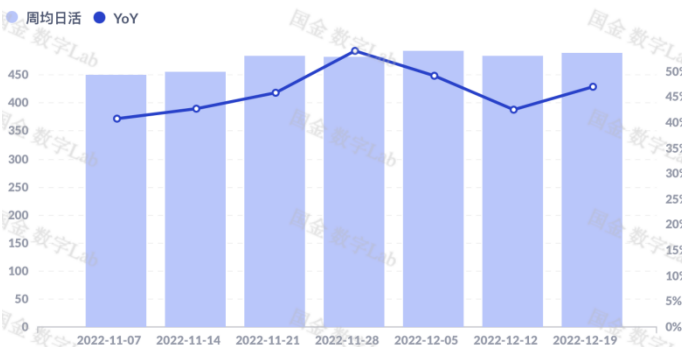
来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表41：蜂鸟众包模块周均 DAU，单位：万人



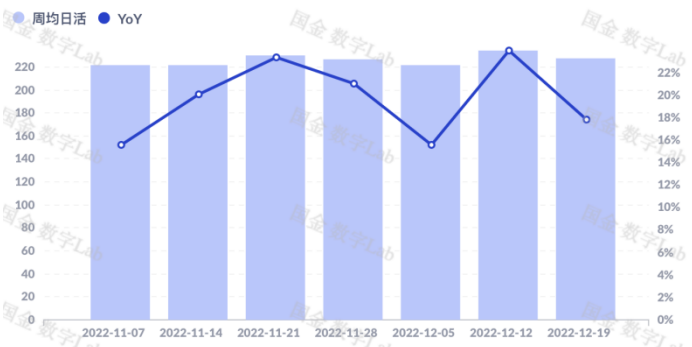
来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表42：美团外卖商家版 APP 周均 DAU，单位：万人



来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表43：饿了么商家版周均 DAU，单位：万人

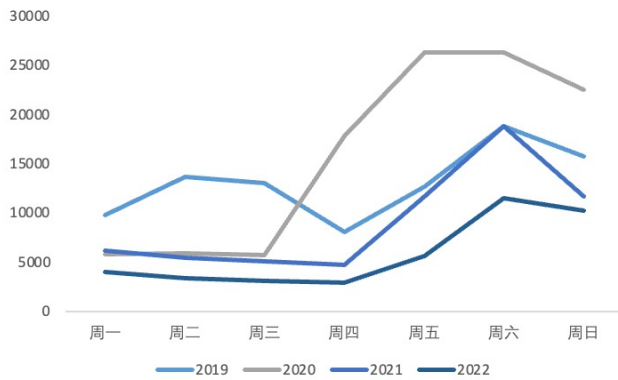


来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

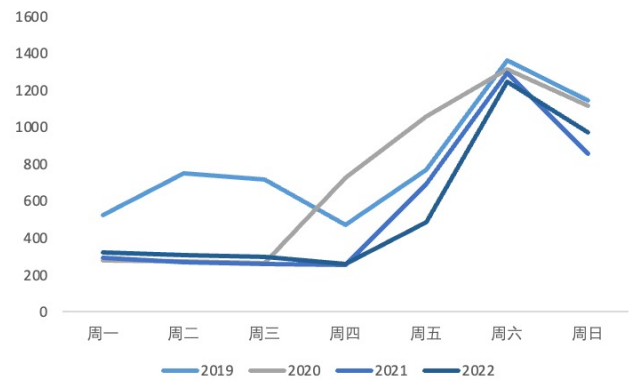
八、 电影：北京市发热达峰后线下活动开始回暖，恢复优于大盘

疫情影响下，2022 年圣诞周全国电影票房整体弱于过去年份，一线城市呈现出较大韧性，北京市圣诞电影票房表现优于大盘，发热达峰后线下活动开始回暖。2022 年平安夜、圣诞节全国票房总量分别为 2021 年的 98%，55%，北京票房总量分别为 2021 年的 180%，75%。

图表44: 全国圣诞周电影票房, 单位: 万元



图表45: 北京市圣诞周电影票房, 单位: 万元



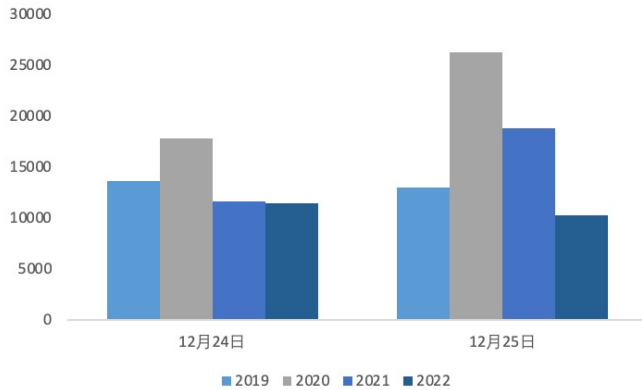
来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所

注: 周度范围为平安夜圣诞节所处周一至周日

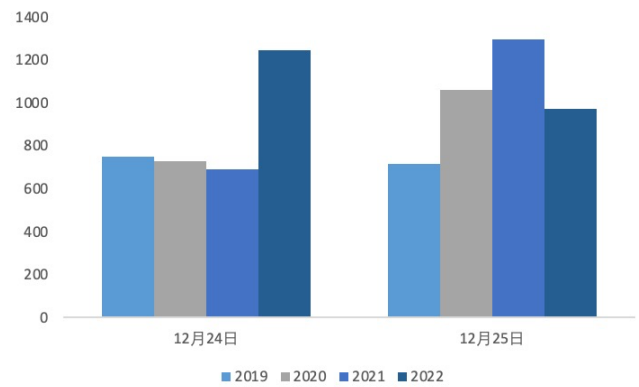
来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所

注: 周度范围为平安夜圣诞节所处周一至周日

图表46: 全国平安夜圣诞节电影票房, 单位: 万元



图表47: 北京市平安夜圣诞节电影票房, 单位: 万元



来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所

来源: 猫眼专业版, 国金证券研究所

九、风险提示

疫情修复持续时间或存在不确定性。线下客流恢复受阻、门店/渠道拓展不及预期, 则消费恢复仍将面临曲折。

宏观经济增长放缓的幅度和时间超预期的风险。若宏观经济增长持续放缓, 消费者消费预期改善难, 消费预计仍将面临较为疲软状态。

数据统计结果与实际情况偏差风险。报告结论基于我们的线上数据跟踪, 数据的样本情况以及统计方式与实际情况有可能有所偏差。

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。

上海	北京	深圳
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 紫竹国际大厦7楼	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 嘉里建设广场T3-2402