

寒冬已去，把握春季消费复苏行情

——商贸零售行业 2023 年投资策略报告

强于大市 (维持)

2023 年 01 月 18 日

投资要点：

行业回顾：疫情防控政策放开，消费复苏正当时。2022 年，由于受到国际环境更加复杂严峻及国内疫情冲击超预期的影响，经济下行的压力偏大，居民消费疲弱，社零同比增速由 2022 年初的+6.70%降至 11 月的-5.90%。从二级市场来看，2022 年初至 2022 年 12 月 31 日，多个板块出现下跌，其中商贸零售累计下跌 7.08%，跑赢上证综指 8.05 个 pct。2022 年 11 月末以来，“防疫二十条”、“新十条”、“乙类乙管方案”、“防控方案第十版”等陆续出台，新冠肺炎疫情防控措施的进一步优化，此前被疫情防控抑制的线下场景重启，人口流动向正常化恢复，线下消费尤其是旅游、餐饮、免税、黄金珠宝、医美化妆品等可选消费迎来复苏。

细分行业推荐：看好化妆品、黄金珠宝、培育钻石赛道

化妆品：需求端短期受疫情影响增速出现波动，但中长期来看，美妆消费年轻化、“她经济”崛起以及人均化妆品消费额的提升将共同助力行业规模稳步扩大。供给端近年化妆品法律法规密集发布、监管趋严的形势，利好强研发、强渠道的合规龙头。另外，在互联网红利消退背景下，国货化妆品龙头企业积极寻求新机遇，通过产品力、营销的升级，实现异军突起。看好强研发、多渠道、产品力优秀的化妆品龙头企业。

黄金珠宝：需求端方面，线下作为黄金珠宝的主要消费场景，此前受到疫情及封控的限制较多，随着防控政策的持续优化，线下珠宝消费有望迎来强势反弹。中长期而言，黄金珠宝在多场景渗透率的提升将驱动市场规模逐步扩大。同时，受美联储加息可能引发经济衰退的预期、地缘政治摩擦等因素的影响，黄金价格震荡上行，2022 年初的 1181 美元/盎司提升到 12 月底的 1814 美元/盎司，涨幅超 50%，量价齐升推动行业长期向好。供给端行业龙头在疫情期间积极开拓品类并逆势开店抢占渠道，市占率稳步提升，龙头强者恒强。看好受益于防控政策优化、短期需求弹性足、长期市占率提升的黄金珠宝龙头企业。

培育钻石：受居民收入水平提升、媒体与品牌商对下游消费市场教育以及悦己消费观念的影响，中国培育钻石市场蓬勃发展。目前我国培育钻渗透率仍然较低，2022 年仅 9.0%，到 2025 年有望提升至 17%。培育钻产业链上游呈现集群化，已有大型毛坯钻生产商上市，看好产能扩张、技术迭代推动产品升级的上游培育钻石生产商；产业链下游零售市场布局相对欧美迟缓，目前仍处于起步阶段，近两年国内也陆续有小白光、豫园、曼卡龙、潮宏基等珠宝品牌试水培育钻市场，随着未来多方对中国消费者的宣传教育，蛋糕做大的同时，布局培育钻的品牌商有望受益，看好具备品牌、渠道、营销等优势的珠宝龙头企业。

风险因素：疫情反复、行业竞争加剧、产品渠道拓展不达预期风险。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

疫情致行业整体承压，龙头强者恒强
华熙生物合成科学馆开馆，发布胶原蛋白产品
美妆、医美龙头半年度业绩亮眼，关注颜值经济背景下的优质标的

分析师：

陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

分析师：

李莹
执业证书编号：S0270522030002
电话：15521202580

邮箱：liying1@wlzq.com.cn

正文目录

1 行业回顾：疫情防控政策放开，消费复苏正当时	4
1.1 行业：防控政策持续优化+政策定调扩大内需，看好 23 年消费复苏	4
1.2 行情：商贸零售行业跑赢大盘，科思股份、珀莱雅、周大福表现亮眼	6
2 细分行业推荐：看好化妆品、黄金珠宝、培育钻石	7
2.1 化妆品：短期内行业波动无虞，龙头强者恒强	7
2.1.1 需求侧：颜值时代下，仍然看好美妆行业中长期的发展	7
2.1.2 供给侧：政策趋严促行业规范化，渠道驱动向产品驱动转变	9
2.2 黄金珠宝：疫后恢复弹性大，国潮文化兴起拉动黄金消费	12
2.2.1 需求侧：疫后恢复弹性大，量价齐升推动行业长期向好	12
2.2.2 供给侧：龙头积极开拓品类、扩渠道，有望实现强者恒强	14
2.3 培育钻石：行业处于初步发展阶段，市场需求旺盛	16
2.3.1 需求侧：培育钻与天然钻性质一致，凭借价格优势吸引消费者	16
2.3.2 供给侧：产业链上游和下游利润率高，国内珠宝商正积极试水培育钻市场	19
3 投资建议	21
4 风险因素	21

图表 1：全国/城镇/农村居民人均可支配收入同比（%）	4
图表 2：社零总额同比增速及实际增速（%）	4
图表 3：社零餐饮收入、商品零售同比增速（%）	4
图表 4：疫情防控方案对比	5
图表 5：“十四五”扩大内需战略实施方案关于全面促进消费的措施	6
图表 6：申万一级子行业年初至今股价涨跌幅（%）	6
图表 7：化妆品、黄金珠宝、培育钻石行业重点个股区间涨跌幅（%）	7
图表 8：限额以上单位化妆品同比增速&社零同比增速	7
图表 9：中国化妆品市场规模及同比增速	7
图表 10：淘系平台美妆行业成交额及增速	8
图表 11：京东/苏宁/拼多多的美妆/护肤成交额及同比增速	8
图表 12：2022 年来部分化妆品龙头淘系平台销售额同比增速	8
图表 13：中国居民人均可支配收入及其增长率	9
图表 14：中国化妆品人均消费额及其增长率	9
图表 15：近十年来中国化妆品行业 Top20 品牌份额	9
图表 16：2015-2021 年主要化妆品公司研发费用率（%）	10
图表 17：龙头化妆品公司的大单品矩阵	11
图表 18：李佳琦直播带货薇诺娜、夸迪、珀莱雅	12
图表 19：薇诺娜发展私域流量	12
图表 20：金银珠宝类商品零售额增速与社零增速对比	13
图表 21：淘系平台近期黄金首饰成交额及增速	13
图表 22：淘系平台近期铂金首饰成交额及增速	13
图表 23：淘系平台近期钻石首饰成交额及增速	13
图表 24：淘系平台近期 K 金首饰成交额及增速	13
图表 25：中国黄金珠宝市场规模及同比增速	14
图表 26：各类黄金消费情况	14
图表 27：黄金/白银价格走势	14
图表 28：周大福中国内地各产品零售值占比	15
图表 29：周大福黄金、镶嵌类潮流产品	15

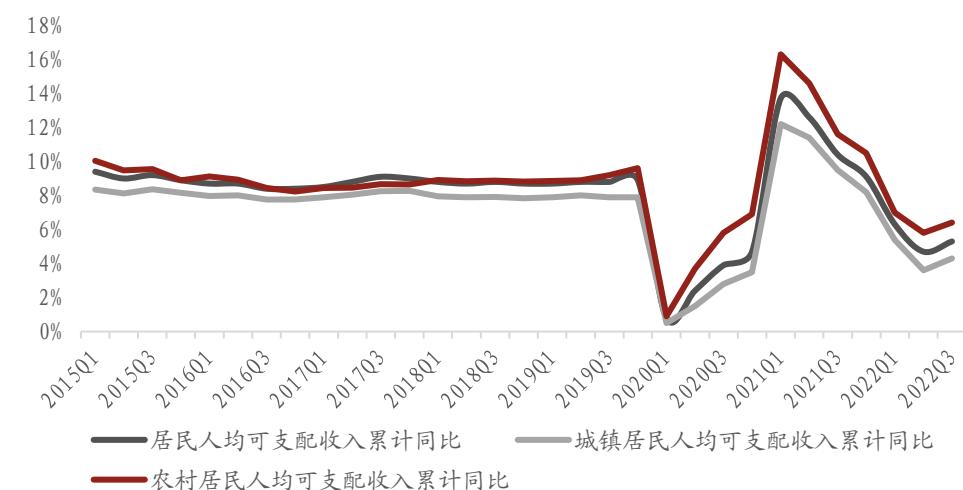
图表 30: 各品牌 IP 联名产品、古法金产品.....	15
图表 31: 行业龙头近期门店数量情况.....	16
图表 32: 行业龙头近期门店数量净增加情况.....	16
图表 33: 培育钻石、天然钻石对比.....	16
图表 34: 1 克拉 (G 色 VS 净度) 培育钻石价格占天然钻石的比例持续下降	17
图表 35: 不同克拉钻石零售价格.....	17
图表 36: 美国培育成品钻零售价和成本趋势.....	17
图表 37: 2020 年“悦己”成为中美消费者购买钻石的首要原因	18
图表 38: 培育钻石行业需求测算(亿美元)	18
图表 39: 培育钻石产业链呈现微笑曲线.....	19
图表 40: 印度培育钻石毛坯进口	20
图表 41: 印度培育钻石毛坯出口	20
图表 42: 2020 年中国培育钻石产量分布情况	20
图表 43: 2021 年中国培育钻石原石产值市场占比	20

1 行业回顾：疫情防控政策放开，消费复苏正当时

1.1 行业：防控政策持续优化+政策定调扩大内需，看好 23 年消费复苏

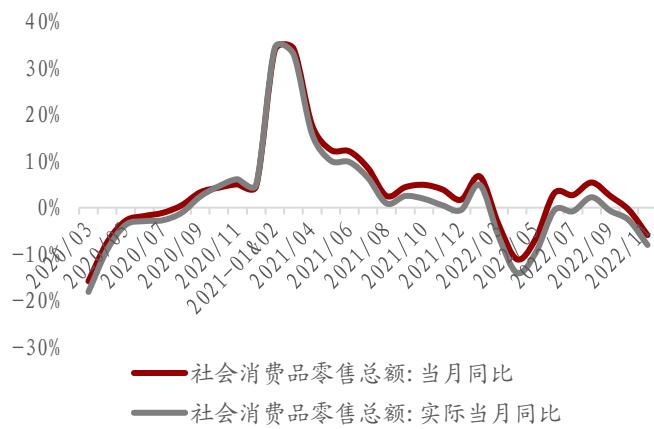
回顾2022年：新冠疫情持续三年时间，国民经济受影响，消费疲软。国内疫情在过去三年时间里呈现散点式爆发态势，波及全国多个地区，在2022年末防控政策优化之前，各省市均采取了较为严格的防控措施，线下实体经济尤其是旅游、餐饮、零售等行业遭受着长时间、实质性的打击，经济下行的压力偏大。从统计局数据来看，我国居民人均可支配收入同比增速相较于疫情前放缓，2022Q3，城镇居民人均可支配收入同比增速为+4.3%；农村居民人均可支配收入同比增速为+6.4%。而受国内疫情影响长时间的影响，2022年居民消费疲弱，社零同比增速也由年初的+6.70%降至11月的-5.90%。

图表 1：全国/城镇/农村居民人均可支配收入同比（%）



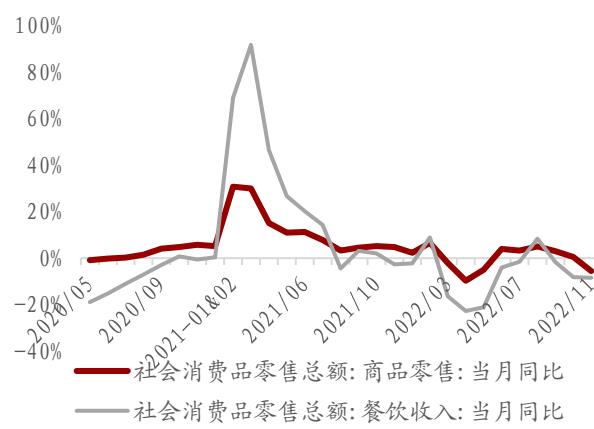
资料来源：国家统计局、万联证券研究所

图表 2：社零总额同比增速及实际增速（%）



资料来源：国家统计局、万联证券研究所

图表 3：社零餐饮收入、商品零售同比增速（%）



资料来源：国家统计局、万联证券研究所

展望未来：防疫政策进一步优化，看好2023年消费复苏大趋势。自2022年11月末以来，“防疫二十条”、“新十条”、“乙类乙管方案”、“防控方案第十版”陆续出台，新冠肺炎疫情防控措施的进一步优化，风险区域划分范围缩小至取消、隔离管控措施和入境政策进一步放松。政策进一步优化后，此前被疫情防控抑制的线下场景重启，人口流动向正常化恢复，线下消费尤其是旅游、餐饮、免税、黄金珠宝、医美化妆品等可选消费迎来复苏。

图表 4: 疫情防控方案对比

	新冠疫情防控方案 (第八版)	新冠疫情防控方案 (第九版)	防疫二十条措施	疫情防控新十条	关于对新型冠状 病毒感染实施 “乙类乙管”的 总体方案
时间	2021年5月14日	2022年6月28日	2022年11月11日	2022年12月7日	2023年1月8日
隔离管理 (密接、 次密接、 高风险行 业等)	1) 密切接触者：“14天集中隔离医学观察+7天居家健康监测”；2) 次密接人员：7天集中隔离医学观察。	1) 密切接触者：“7天集中隔离医学观察+3天居家健康监测” / “5+5”（大规模疫情）；2) 次密接采取7天居家隔离医学观察；3) 高风险岗位从业人员需7天集中或居家隔离医学观察。	1) 密切接触者：“5天集中隔离+3天居家隔离”；2) 高风险外溢人员：“7天居家隔离”；3) 高风险岗位从业人员：“5天居家健康监测”；4) 不再判定次密接。	具备条件的无症状感染者和轻型病例：5天居家隔离/5天集中隔离（自愿）。	不再实行隔离措施，不再判定密切接触者；
区域核酸 策略	按照涉疫地人员，14天内到过涉疫地/高风险区/中低风险地区的重点人群等圈层逐步扩大核酸检测范围。	根据风险大小，按照分级分类的原则，动态调整检测人群的范围、频次和先后顺序。	一般不按行政区域开展全员核酸检测。	可开展抗原检测，高风险岗位人员和高风险区人员进行核酸检测，其他人员愿检尽检。	社区居民愿检尽检，不再开展全员核酸筛查。脆弱人群及相关工作人员开展抗原或核酸检测。
入境政策	入境人员：“14天集中隔离医学观察措施+7天居家健康监测” / “7天集中隔离医学观察措施+14天居家健康监测”（符合条件者）。	对入境人员实施“7天集中隔离医学观察+3天居家健康监测”管理措施。	1) 对于入境重要商务人员、体育团组等，“点对点”转运至免隔离闭环管理区；2) 入境人员采取“5天集中隔离+3天居家隔离”。	-	不再对入境人员采取检疫传染病管理措施。
风险区域 划分	划分为低风险地区以及中高风险地区。	划定高、中、低风险区。	划分高、低风险区。	按楼栋、单元、楼层、住户科学精准划定高风险区。	不再划定高低风险区

资料来源：中国政府网、卫健委、万联证券研究所

中央经济会议提出“着力扩大内需”为首要任务，宏观定调23年消费优先位置。2022年12月15-16日，中央经济工作会议召开，会议提出，当前面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，我国主要经济指标全面下行，因此2023年经济工作的总基调依然是“稳字当头、稳中有进”。会议对2023年经济工作列出了五项具体任务，其中首要任务是“着力扩大内需”，强调要把恢复和扩大消费摆在优先位置。

政策持续加码，扩大内需战略实施方案出台，消费潜力有望进一步释放。2022年12月14日，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》，《纲要》提出，展望2035年，实施扩大内需战略的远景目标是：消费和投资规模再上新台阶，完整内需体系全面建立。2022年12月15日，国家发改委印发《“十四五”扩

大内需战略实施方案》，该方案从提到要“全面促进消费，加快消费提质升级”，对应的方案包括持续提升传统消费、积极发展服务消费、加快培育新型消费、大力倡导绿色低碳消费，未来在政策面的支持下，我国消费市场的潜力有望得到进一步释放。

图表 5：“十四五” 扩大内需战略实施方案关于全面促进消费的措施

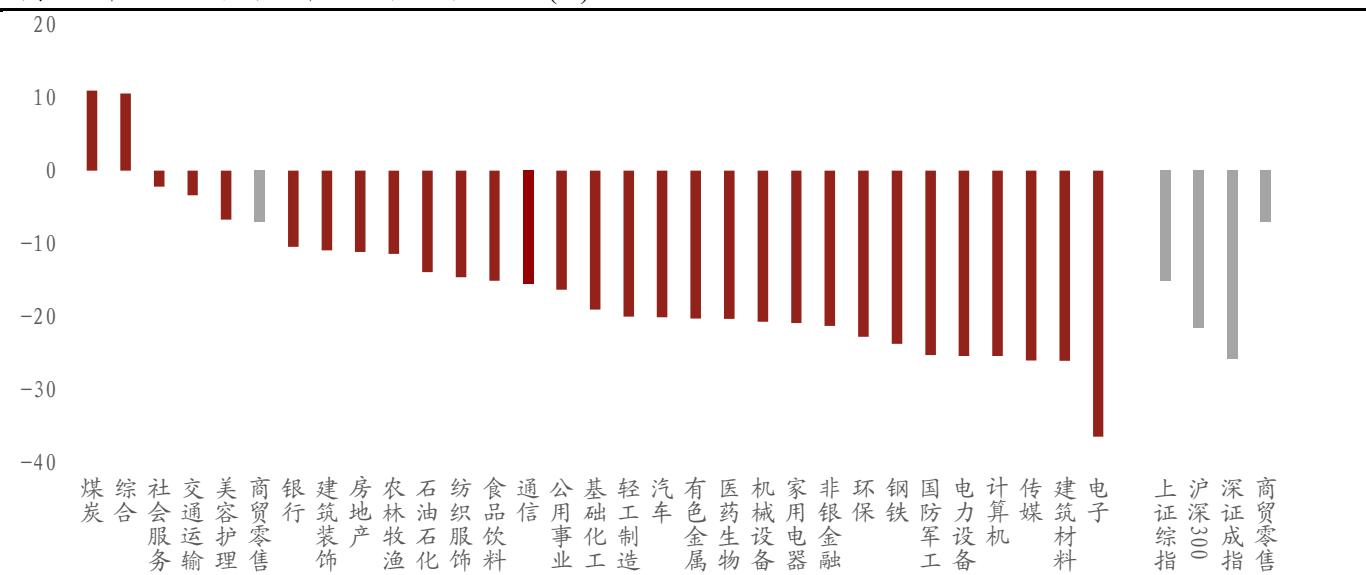
“十四五” 扩大内需战略实施方案节选	
全面促进消费，加快消费提质升级	持续提升传统消费
	1) 提高吃穿用消费品质；2) 释放出行消费潜力；3) 促进居住消费健康发展；4) 增强区域消费综合承载能力。
	积极发展服务消费
	1) 着力培育文化消费；2) 促进旅游消费提质扩容；3) 增加养老育幼服务消费；4) 提供多层次医疗健康服务；5) 提升教育服务质量；6) 促进群众体育消费；7) 推动家政服务提质扩容。
加快培育新型消费	1) 支持线上线下商品消费融合发展；2) 培育“互联网+社会服务”新模式；3) 促进共享经济和新个体经济发展。
	1) 积极发展绿色低碳消费市场；2) 倡导节约集约的绿色生活方式。

资料来源：中国政府网、万联证券研究所

1.2 行情：商贸零售行业跑赢大盘，科思股份、珀莱雅、周大福表现亮眼

2022年1月1日至12月31日，除煤炭板块(+10.95%)和综合板块(+10.57%)实现上涨外，其余板块均不同程度地下跌，其中，社会服务、交通运输、美容护理、商贸零售等板块跑赢上证综指，商贸零售行业累计下跌7.08%，跑赢上证综指8.05个pct。从各细分板块的重点个股来看，化妆品板块中，科思股份表现亮眼，涨幅为+24.46%，其次，珀莱雅/丸美股份分别上涨13.02%/6.67%；黄金珠宝板块中，周大福/六福集团/谢瑞麟录得涨幅，分别为17.33%/16.74%/7.21%；培育钻石板块中，四方达表现较好，上涨13.29%。

图表 6：申万一级子行业年初至今股价涨跌幅(%)



资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

注：(1) 时间区间为2022年1月1日至12月31日；

(2) 股价涨跌幅使用前复权计算。

图表 7: 化妆品、黄金珠宝、培育钻石行业重点个股区间涨跌幅(%)

板块及重点个股	区间涨跌幅	板块及重点个股	区间涨跌幅	板块及重点个股	区间涨跌幅
化妆品	-20.09	黄金珠宝	0.25	培育钻石	-19.55
科思股份	24.46	周大福	17.33	四方达	13.29
珀莱雅	13.02	六福集团	16.74	潮宏基	-0.12
丸美股份	6.67	谢瑞麟	7.21	中国黄金	-5.89
水羊股份	-4.83	潮宏基	-0.12	力量钻石	-16.56
华熙生物	-12.55	周生生	-0.25	豫园股份	-23.41
若羽臣	-14.67	老凤祥	-2.87	国机精工	-25.05
鲁商发展	-19.09	中国黄金	-5.89	中兵红箭	-26.25
上海家化	-20.50	菜绅通灵	-17.09	曼卡龙	-28.92
贝泰妮	-22.11	周大生	-18.25	沃尔德	-31.75
拉芳家化	-22.13	菜百股份	-21.96	黄河旋风	-52.36
逸仙电商	-32.09	豫园股份	-23.41		
片仔癀	-33.77	迪阿股份	-49.04		
青松股份	-38.26				
丽人丽妆	-41.84				
壹网壹创	-42.64				

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

注：(1) 时间区间为2022年1月1日至12月31日；

(2) 培育钻石、化妆品、黄金珠宝板块由我们团队划分；

(3) 板块涨跌幅计算公式为：(Σ 个股涨跌幅*个股流通市值) / (Σ 个股流通市值)。

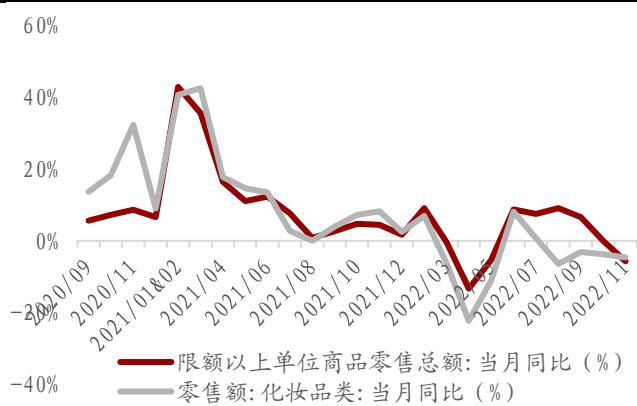
2 细分行业推荐：看好化妆品、黄金珠宝、培育钻石

2.1 化妆品：短期内行业波动无虞，龙头强者恒强

2.1.1 需求侧：颜值时代下，仍然看好美妆行业中长期的发展

近年来受疫情影响，化妆品行业增速有所波动，但龙头公司表现优秀。2020年以来，疫情影响线下消费场景和线上消费物流，化妆品零售同比一路放缓，直至2022年3月，受新一轮疫情及封控政策影响，化妆品零售额近两年来首次出现负增长，此后至11月，化妆品零售额同比表现均较为疲弱。在疫情影响下，短期内化妆品整体行业的电商数据表现不佳，叠加互联网流量红利见顶，近期除京东护肤类外，苏宁、拼多多的护肤和彩妆成交额均呈现同比负增长。从公司层面来看，化妆品龙头贝泰妮、珀莱雅逆势增长，在淘系平台的成绩喜人，贝泰妮/珀莱雅在淘系平台1-11月成交额分别同比+44%/+46%。

图表 8: 限额以上单位化妆品同比增速&社零同比增速 图表 9: 中国化妆品市场规模及同比增速

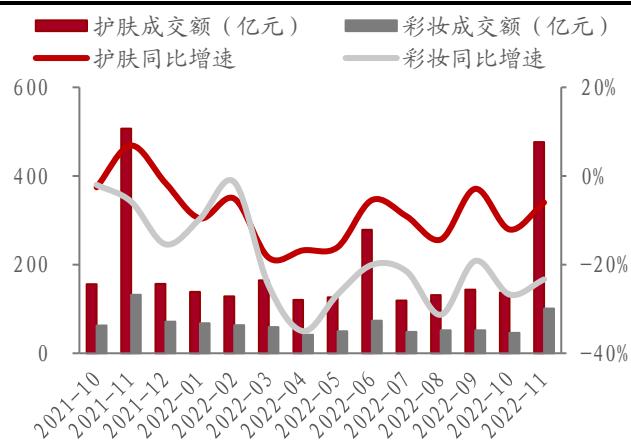


资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所



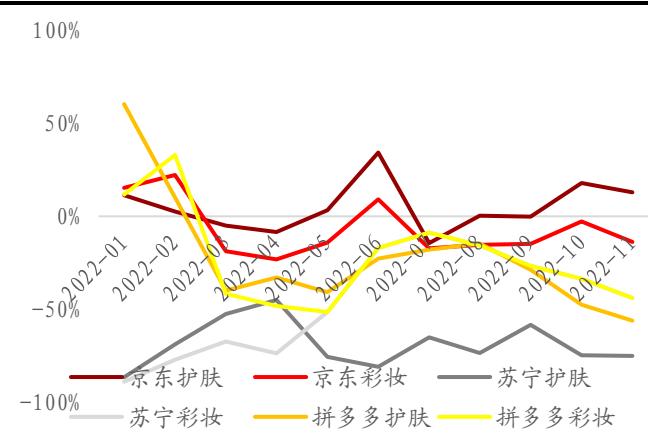
资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

图表 10: 淘系平台美妆行业成交额及增速



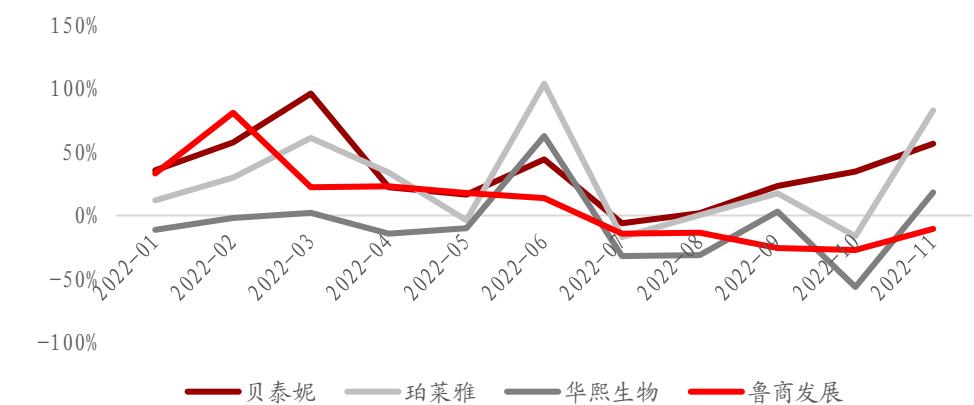
资料来源：萝卜投资、万联证券研究所

图表 11: 京东/苏宁/拼多多的美妆/护肤成交额及同比增速



资料来源：萝卜投资、万联证券研究所

图表 12: 2022 年来部分化妆品龙头淘系平台销售额同比增速

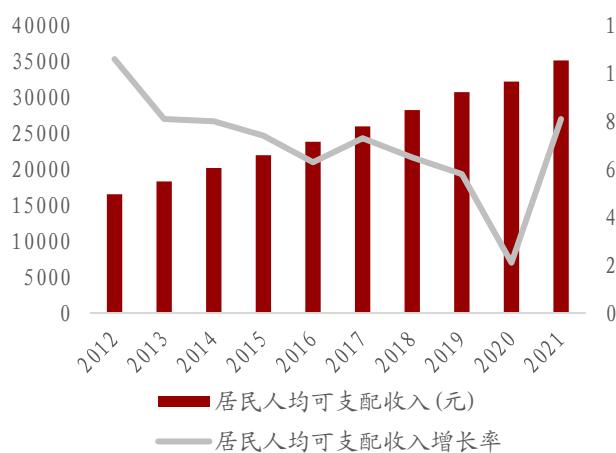


资料来源：萝卜投资、万联证券研究所

短期波动无虞，中长期仍看好美妆行业的发展。根据Euromonitor的数据显示，2021年中国化妆品市场规模达到5686亿元，同比增长9.0%。我们认为，尽管近期化妆品零售额增速出现放缓，但这主要由于疫情对实体经济产生了冲击，使得短时间内消费疲软。随着防控政策的进一步优化，以及2023年扩大内需战略的实施，国内消费有望重回正常区间。中长期来看，颜值时代下，人均化妆品消费额的提升驱动美妆市场向好的大逻辑仍然不变。

人均可支配收入提升，消费者化妆品购买力日渐增强，人均消费有望进一步提升。随着国家的发展，人民生活水平日渐提高，我国居民人均可支配收入逐年上涨，除2020年受疫情影响增速有所放缓外，人均可支配收入能够保持5%以上的增速。人均可支配收入的提升推动可选消费的进一步提升，近年来中国人均化妆品消费额增长迅猛，尤其是2018年和2019年，分别实现了12.35%和14.08%高增长，并且2017-2021年，化妆品人均消费增速均高于居民人均可支配收入增速。根据Euromonitor的数据，2021年，我国化妆品人均消费额达到62.5美元，而美国/英国/日本/韩国的化妆品人均消费额为260-310美元，若以这些发达国家的化妆品人均消费额作为天花板，则中国化妆品市场仍有5倍的发展空间。

图表 13: 中国居民人均可支配收入及其增长率



图表 14: 中国化妆品人均消费额及其增长率



资料来源：国家统计局、万联证券研究所

资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

2.1.2 供给侧：政策趋严促行业规范化，渠道驱动向产品驱动转变

政策：化妆品政策趋严，促使行业规范化，龙头受益。2021年1月1日，国务院发布的《化妆品监督管理条例》新规正式实施，随后，国家市场监管总局与国家药品监管局相继发布多条配套法规。《条例》的重点包括：对化妆品及原料进行分类管理、特殊化妆品及新原料注册管理/普通化妆品备案管理、化妆品功效宣称、代工企业对生产活动负责、建立生产质量管理体系、建立不良反应监测制度等方面。我们认为，对于头部化妆品企业而言，其自身具备条件，可完成注册备案以及功效宣称测评，相应成本较低，且原料与产品的合规性强、原有的生产流程和管理规范，受条例影响的程度低；而对于中小企业而言，条例的发布或将带来注册备案、功效宣称测评、建立规范化的管理和生产制度等方面的成本与时间压力，利好强研发、强管理的合规龙头企业。

竞争格局：外资主导，内资突起。中国化妆品行业此前的竞争格局是以外资主导，近年来中国化妆品企业通过加强研发，驱动产品升级，践行大单品策略、强化营销等方式奋起直追。根据Euromonitor的数据显示，中国护肤品市场TOP20品牌中，中国品牌包括百雀羚、自然堂、云南白药、阿道夫、薇诺娜、珀莱雅，2021年各品牌份额分别为2.0%/1.6%/1.1%/1.0%/1.0%/0.9%，其中大部分品牌的市占率相较于2012年有所增长。

图表 15: 近十年来中国化妆品行业 Top20 品牌份额

品牌名	所属公司	国家	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	趋势
欧莱雅	欧莱雅集团	法国	4.4	4.5	4.2	4.0	3.7	3.4	3.4	3.6	3.9	4.1	↓
兰蔻	欧莱雅集团	法国	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.6	1.9	2.4	2.9	3.1	↑
雅诗兰黛	雅诗兰黛集团	美国	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	1.4	1.7	2.1	2.6	2.8	↑
百雀羚	上海百雀羚	中国	0.4	0.9	1.3	1.8	2.0	2.3	2.3	2.3	2.2	2.0	↑
01ay	宝洁公司	美国	3.2	3.0	2.7	2.3	1.9	1.7	1.8	1.9	1.8	1.7	↓
自然堂	伽蓝集团	中国	-	-	1.2	1.3	1.5	1.8	1.8	1.8	1.7	1.6	↓
迪奥	LVMH	法国	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8	1.1	1.4	1.5	1.5	1.6	↑
海飞丝	宝洁公司	美国	2.7	2.7	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6	1.5	↓
SK-II	宝洁公司	美国	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.6	0.8	1.0	1.2	1.2	↑

海蓝之谜	雅诗兰黛集团	美国	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.7	1.0	1.2	↑
飘柔	宝洁公司	美国	2.1	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1	↓
云南白药	云南白药集团	中国	0.8	0.9	1.0	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	↑
黑人牙膏	高露洁棕榄公司	美国	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.3	1.1	1.1	1.0	↓
阿道夫	阿道夫公司	中国	-	-	-	0.1	0.1	0.3	0.7	1.0	1.2	1.0	↓
香奈儿	香奈儿集团	法国	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	↑
薇诺娜	贝泰妮生物科技集团	中国	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8	1.0	↑
舒肤佳	宝洁公司	美国	1.3	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0	↓
潘婷	宝洁公司	美国	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0	↓
资生堂	资生堂集团	日本	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	0.7	0.8	0.9	↑
珀莱雅	珀莱雅公司	中国	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	↑

资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

国货化妆品龙头如何实现异军突起?

(1) **研发:** 美妆企业注重科技研发, 科技赋能产品。目前, 化妆品行业竞争激烈, 产品同质化严重, 不少美妆企业依靠研发赋能产品, 打造产品差异化。从研发费用率来看, 国内外美妆企业的研发费用率大体维持在1.5%-3.2%左右, 其中欧莱雅从2015年至2021年维持在3.2%左右, 位居各集团之首; 国内美妆集团中, 2021年, 丸美股份、贝泰妮的研发费用率分别为2.83%、2.81%, 位列第一和第二。从研发团队与建设来看, 多家头部美妆集团注重研发队伍的建设, 例如贝泰妮创始人及多位高管团队出身滇虹药业, 在业内有一定的威望, 2021年公司研发人员占总员工数的比例达到9.92%; 丸美股份的研发人员数量占比高达8.10%, 创建眼部肌肤研究中心(丸美5C中心), 并且聘请日本研发高管, 将日本护肤技术和中国女性护肤需求对接, 助力品牌发展。

图表 16: 2015-2021年主要化妆品公司研发费用率(%)

集团	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
欧莱雅	3.14	3.29	3.37	3.39	3.3	3.45	3.19
资生堂	1.48	2.15	2.41	2.66	2.8	2.93	2.47
爱茉莉	1.39	1.5	1.55	1.6	1.57	1.85	1.98
雅诗兰黛	1.65	1.7	1.51	1.32	1.36	1.6	1.50
丸美股份	1.94	2.05	2.09	2.15	2.49	2.87	2.83
贝泰妮	-	-	3.62	3.71	2.78	2.61	2.81
上海家化	2.23	2.34	2.48	2.35	2.41	2.15	2.13
珀莱雅	2.13	2.92	2.29	2.17	2.39	1.92	1.65

资料来源: 同花顺iFind、公司年报、万联证券研究所

(2) **产品:** 从消费者角度出发, 切入高成长的功能性护肤品赛道。互联网红利见顶, 此前的渠道驱动出现疲软, 以淘系为代表的传统电商平台销售额出现下滑, 国内头部品牌商要想破局获取更多的流量, 则要从产品切入, 打造产品差异化, 因此近年来不断有化妆品企业顺应消费者需求, 入局功能性护肤品赛道, 通过功能性护肤品的核心成分打造产品的差异化。中国功能性护肤品赛道近年来发展迅猛, 据沙利文数据显示, 2017-2021年市场规模从133亿元增长至308亿元, CAGR达到23.4%。功能性护肤品主要分为以下三类: 1) 皮肤学级: 代表品牌有薇诺娜、理肤泉等; 2) 强功效性护肤品: 代表品牌有修丽可、The ordinary、珀莱雅等。早C晚A; 3) 医美级械字号产品: 巨子生物、敷尔佳等。

推行大单品战略, 提高销量和复购率。国内化妆品龙头公司贝泰妮、珀莱雅积极推

行大单品战略，通过产品的纵向迭代（产品不断升级）+横向拓展（核心成分向其他品类扩张）扩充大单品矩阵，从而提升产品的连带销售和复购率，有效地留存客群，并进一步强化品牌。另外，大单品多为眼霜、面霜、精华等高毛利品类，推行大单品战略有助于提升公司的利润水平。

图表 17: 龙头化妆品公司的大单品矩阵

小棕瓶系列	
	精华 第二代 660元/30ml
	眼霜 第5代 540元/15ml
	眼精华 660元/15ml
	安瓶 1060元/60粒
	面膜 720元/4片
	眼膜 300元/4片
	洁面乳 335元/100ml
	洁颜膏 430元/70ml

红宝石系列	
	精华 2.0 329元/30ml
	眼霜 359元/20g
	活肤水 239元/120g
	洁肤乳 239元/120ml
	面霜 339元/50g
	面膜 199元/5片

焕彩系列	
	精华 2.0 259元/30ml
	眼霜 2.0 279元/20ml
	活力水 179元/160ml
	乳液 199元/120ml
	面霜 199元/50g
	面膜 119元/5片
	妆前乳 179元/30ml
	精华液 189元/30ml

源力系列	
	精华 2.0 259元/30ml
	面霜 259元/50g
	洁肤面膜 239元/80ml
	面膜 109元/5片
	面膜 99元/5片

舒颜系列	
	特护霜 268元/50g
	精华 298元/30ml
	防晒霜 188元/50g
	洁面乳 158元/80g
	润肤水 188元/120ml
	保湿霜 198元/150ml
	洁肤面膜 117元/100g
	护肤面膜 168元/6片

极润保湿系列	
	洁面乳 77元/80g
	柔肤水 178元/120ml
	乳液 188元/50g
	洁肤面膜 128元/100g
	护肤面膜 168元/6片

光透皙系列	
	BB霜 128元/50g
	精华 398元/30ml
	洁面乳 198元/80g
	隔离 228元/120ml
	日霜 238元/50g
	晚霜 229元/50g
	护肤面膜 189元/6片

净透皙系列	
	精华 69元/12g
	洁面乳 158元/80g
	爽肤水 129元/120ml
	面霜 199元/50g
	痘贴 49元/18片
	洁肤面膜 159元/100g

资料来源：天猫旗舰店、万联证券研究所

(3) 营销&渠道：与头部主播合作，并加强自播，发展私域流量。面对传统电商流量红利消退、平台获客成本持续上升，国货龙头化妆品公司纷纷寻求新思路，例如直播带货、发展私域流量等。直播带货的优势即是能让消费者通过与主播线上互动的方式拉动销售，国货化妆品公司通过与头部主播合作+发展自播的方式开展直播业务，在抖音、小红书、淘宝等平台进行运营。而私域即是相对于公域而言的，私域的优势在于品牌方可减少对传统电商平台的依赖，降低平台费用，并能通过品牌方的销售更好地维系和客户间的关系，促进复购率的提升。薇诺娜是国货化妆品品牌发展私域流量的典型代表，品牌方充分利用线下销售网点派驻的专业BA，线下引导消费者在小程序注册下单，并在朋友圈、公众号等进行引流至私域，日渐积累私域

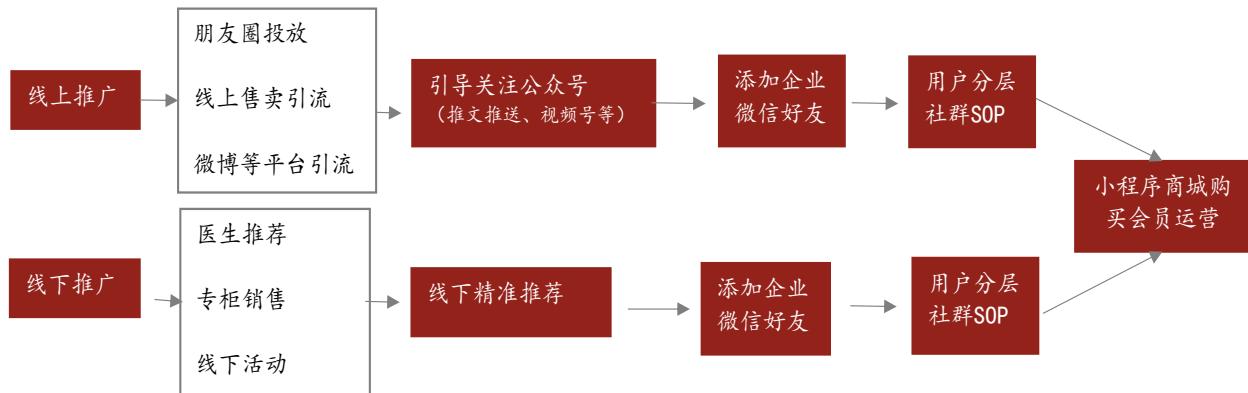
消费客群，同时也能通过专业的BA给到消费者更为专业的护肤知识，增加品牌粘性。

图表 18: 李佳琦直播带货薇诺娜、夸迪、珀莱雅



资料来源：蓝媒会、万联证券研究所

图表 19: 薇诺娜发展私域流量



资料来源：易观数科、万联证券研究所

2.2 黄金珠宝：疫后恢复弹性大，国潮文化兴起拉动黄金消费

2.2.1 需求侧：疫后恢复弹性大，量价齐升推动行业长期向好

➤ 短期：疫情下行业增速由负转正，国潮文化兴起拉动黄金消费

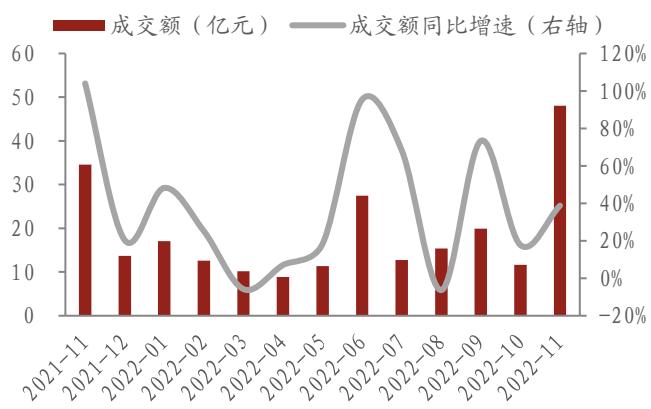
国内疫情散点爆发影响减弱，黄金珠宝行业2022年Q3增速负增长后有回升趋势，黄金品类线上消费回暖。根据统计局的数据，金银珠宝类商品月度零售额自2021年12月以来增速逐渐放缓至负增长，此后至2022年11月呈现波动态势。从线上数据来看，受国潮文化兴起影响，黄金首饰与K金首饰在淘系平台上的成交额表现优异，其中，铂金首饰自2022年2月至2022年6月保持强劲增长，2022年7-10月受疫情影响增速略有放缓，2022年11月成交额同比有所下降，表现不及去年同期。2022年7-11月分别为+14%/-8%/+10%/+14%/-5%；黄金首饰近月成交额增长强劲，2022年9-11月逐月分别为+73%/+18%/+39%。相对黄金而言，钻石在淘系平台的表现较差，多个月同比下滑。

图表 20: 金银珠宝类商品零售额增速与社零增速对比



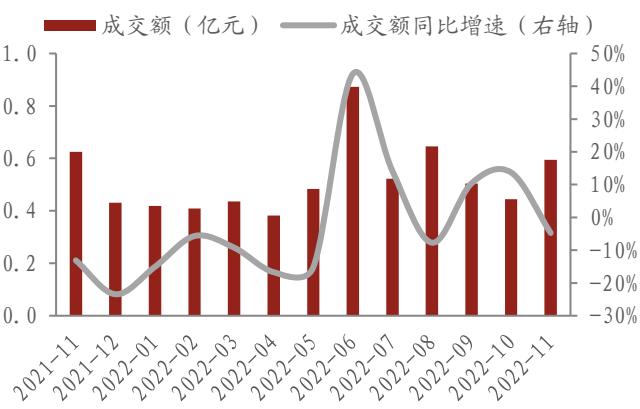
资料来源: 同花顺iFind、万联证券研究所

图表 21: 淘系平台近期黄金首饰成交额及增速



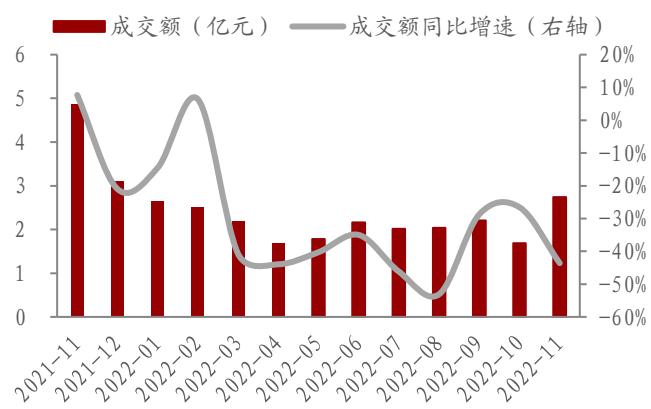
资料来源: 萝卜投研、万联证券研究所

图表 22: 淘系平台近期铂金首饰成交额及增速



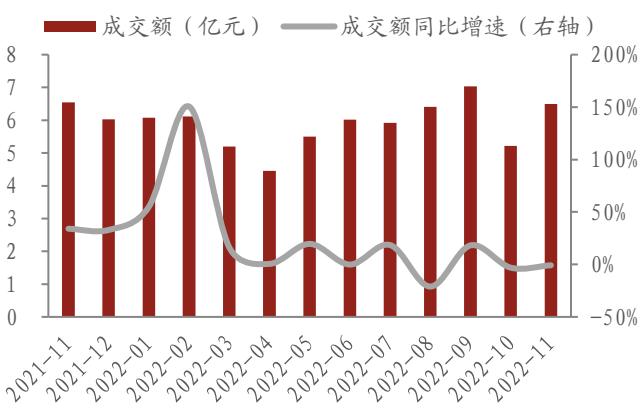
资料来源: 萝卜投研、万联证券研究所

图表 23: 淘系平台近期钻石首饰成交额及增速



资料来源: 萝卜投研、万联证券研究所

图表 24: 淘系平台近期K金首饰成交额及增速



资料来源: 萝卜投研、万联证券研究所

➤ 长期: 多场景渗透率提升, 行业规模逐步扩大

从量的角度看, 黄金珠宝具备婚嫁、投资、送礼、日常消费等属性, 黄金长期作为抗通胀的工具仍然受到投资者青睐, 而节假日送礼、“悦己”消费的占比不断提升, 促进黄金珠宝行业规模的扩大。据Euromonitor数据, 受疫情影响, 2020年中国黄金珠宝市场规模为6470亿元, 同比-9%。随着逐步控制疫情, 2021年市场规模恢复至

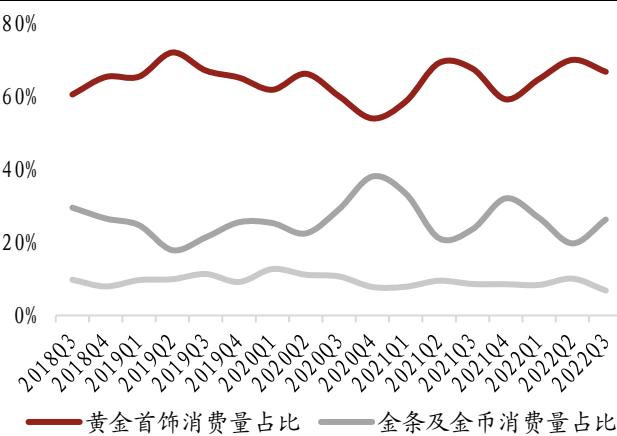
7642亿元，同比+18%。2010-2021年CAGR达9.01%。Euromonitor估计，2022-2026年中国黄金珠宝市场规模增速将恢复至4%-6%水平。从分类别消费量来看，黄金首饰消费占比近期有略微下降趋势，由2022Q2的70.13%降至2022Q3的66.86%，金条及金币消费占比由19.77%升至26.32%，工业及其他消费占比由10.10%降至6.82%。

图表 25: 中国黄金珠宝市场规模及同比增速



资料来源: Euromonitor, 万联证券研究所

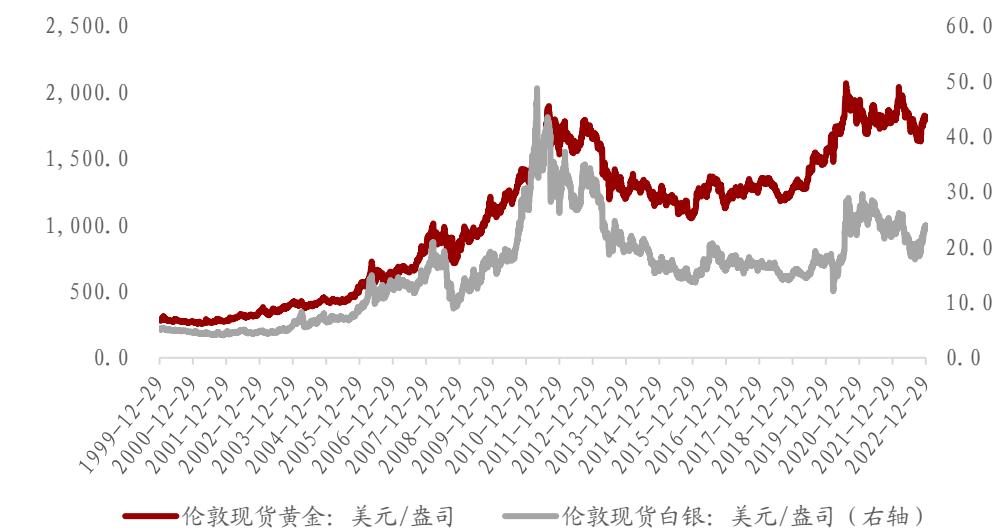
图表 26: 各类黄金消费情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

从价的角度来看，金价在2020年下半年经历了下跌后趋于平稳，而2022年上半年因地缘政治摩擦升级，刺激近期黄金价格震荡上行。2022年Q3金价持续下跌，2022年Q4有所回升。白银价格于2021年下半年趋于平稳，价格则徘徊在20美元/盎司左右。2022年上半年白银价格经历上升后转为下跌，下半年价格有一定的上涨。

图表 27: 黄金/白银价格走势

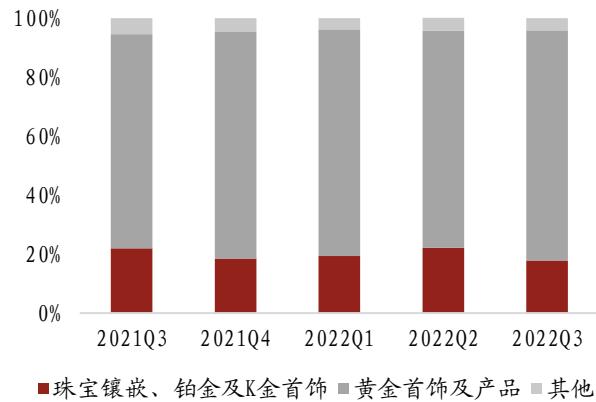


资料来源: 伦敦金银市场协会, 万联证券研究所

2.2.2 供给侧: 龙头积极开拓品类、扩渠道, 有望实现强者恒强

拓品类: 在国潮文化和“悦己”观念的影响之下，越来越多的消费者开始对传承了国风美学的中式黄金饰品着迷，同时渴望在传统与现代之间展现时髦态度。以周大福、老凤祥、周大生等为代表的黄金珠宝企业顺应这一潮流，纷纷对产品进行创新，加大对黄金类产品的研发，推出古法金、生肖金等品类，积极与各大IP联名，同时推出兼具时尚与传统的珠宝首饰，受到消费者追捧。

图表 28: 周大福中国内地各产品零售值占比



图表 29: 周大福黄金、镶嵌类潮流产品



资料来源：公司公告，万联证券研究所
 注：时间轴按实际时间对应。

资料来源：天猫旗舰店、万联证券研究所

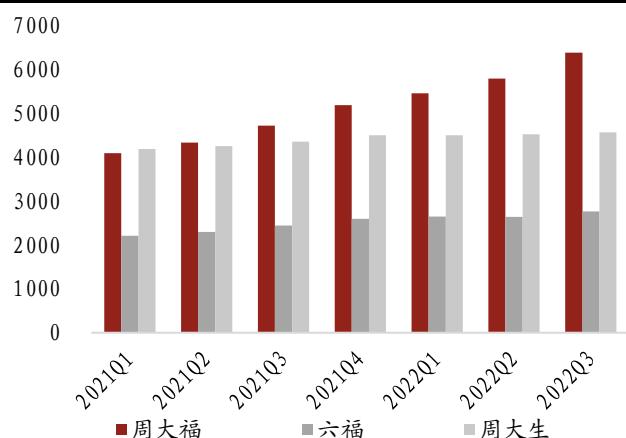
图表 30: 各品牌 IP 联名产品、古法金产品

品牌	产品系列	产品详情		
		吉庆祥鹿手镯	龙凤和美对戒	太平有象手镯
周大生	遇见国潮系列			
菜百	故宫“宫匠黄 金”系列			
中国黄金	花木兰系列			
周大福	故宫百宝阁 系列			

资料来源：天猫旗舰店、万联证券研究所

扩渠道：疫情促进黄金珠宝行业洗牌，2021-2022年，头部黄金珠宝企业逆势加速开店。2022年，头部黄金珠宝企业门店数量保持增长趋势。2022年Q1-Q3，周大福珠宝（内地）逐季分别净增加267/338/595家门店，六福（内地）Q1-Q3分别净增加50/-3/122家门店。周大生也继周大福/老凤祥等之后，于2021年下半年推出省代模式加速开店抢占市场，据公司公告，周大生品牌内地门店数量于2022年Q1-Q3逐季分别净增加2/21/48家门店。

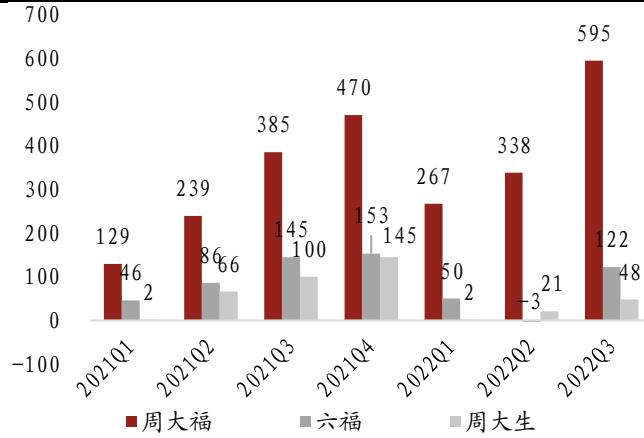
图表 31: 行业龙头近期门店数量情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：为增强可比性，统一取三家公司在大陆地区的主品牌门店数。

图表 32: 行业龙头近期门店数量净增加情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：为增强可比性，统一取三家公司在大陆地区的主品牌净增加的门店数。

2.3 培育钻石：行业处于初步发展阶段，市场需求旺盛

2.3.1 需求侧：培育钻与天然钻性质一致，凭借价格优势吸引消费者

性质一致：培育钻石是在模拟天然钻石生长的环境中培育而成，成分和结构与天然钻石相同，可与天然钻石相媲美。培育钻石，又称生长钻石，指在实验室或工厂里通过一定的技术与工艺流程制造出来的与天然钻石的外观、化学成分和晶体结构完全相同的晶体，与天然钻石区别在于二者形成的地方不同。天然钻石形成于地表下超过100公里深处，碳元素在地幔中的高温高压环境中结晶成钻石，而培育钻石则是通过在培养仓人工创造出天然钻石苛刻的形成条件，逐渐生长而成。

图表 33: 培育钻石、天然钻石对比

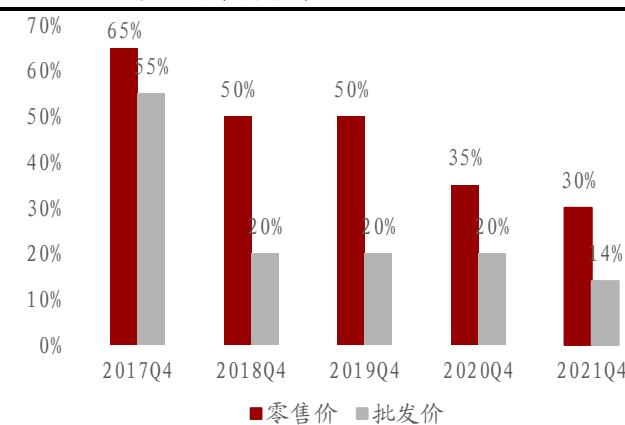
	培育钻石	天然钻石
化学成分	碳 C	碳 C
折射率	2.42	2.42
相对密度	3.52	3.52
色散	0.044	0.044
硬度值	90 GPA	90 GPA
透光度	DEEP UV TO FAR TR	DEEP UV TO FAR TR

图示



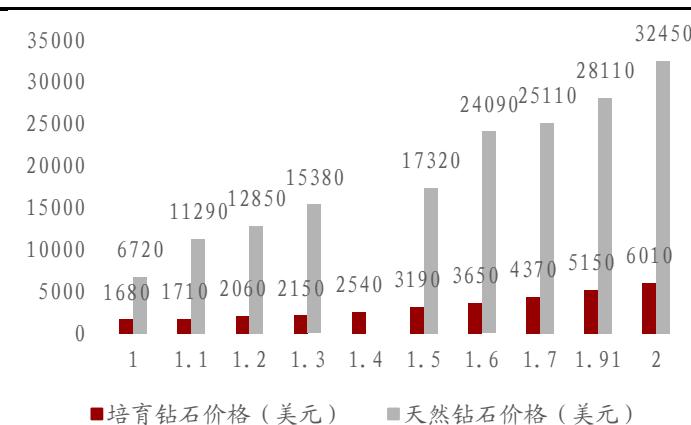
资料来源：CARAXY官网、万联证券研究所

价格优势：培育钻石价格远低于天然钻石，凭借价格优势吸引消费者。根据贝恩咨询数据，培育钻石/天然钻石裸钻平均零售价从2017年的65%下降至2021年的30%，培育钻石/天然钻石裸钻平均批发价从2017年的55%下降至2021年的14%。培育钻石的价格相比于天然钻石具有较大的价格优势，能够抢占天然钻石的现有市场份额，吸引支付能力较弱的价格敏感人群，并将培育钻石进一步推向具有增长潜力的时尚类别。根据Tenoris数据显示，2020-2022年，美国培育成品钻零售价和成本呈现下降趋势。以2020年1月的价格作为基数100，到2022年5月，培育钻零售价及成本在80-85之间。

图表 34: 1 克拉 (G 色 VS 净度) 培育钻石价格占天然
钻石的比例持续下降


资料来源: 贝恩咨询、万联证券研究所

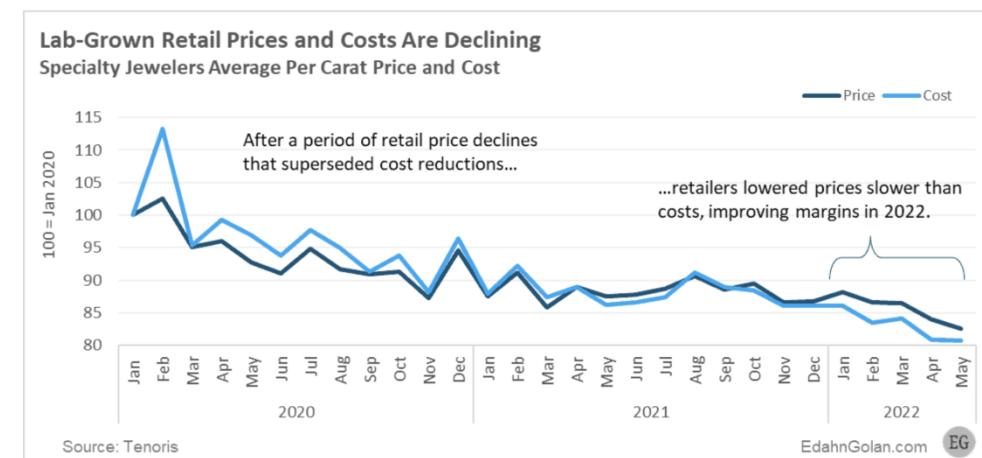
图表 35: 不同克拉钻石零售价格



资料来源: Diamond Screener、万联证券研究所

注: 选择2022Q3零售价格, 圆形切割, E颜色, VS1净度, E切割

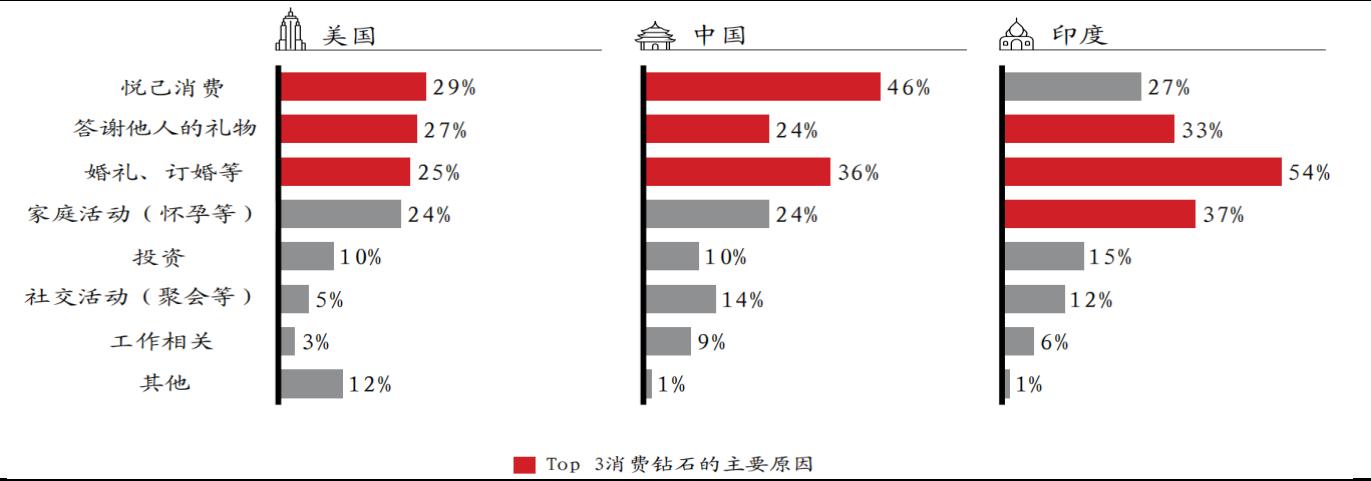
图表 36: 美国培育成品钻零售价和成本趋势



资料来源: Tenoris, EdahnGolan、万联证券研究所

悦己消费: 悅己消费带动行业发展, 培育钻石满足多元化场景需求。据贝恩咨询调查显示, “悦己消费”位居中美两国购买钻石的原因之首, 在中国这一比例更是高达 46%, 超过传统的婚恋意义需求, 中美市场的钻石婚庆需求占比分别为 36%、25%。随着居民生活水平提升以及疫情后人们改善生活品质意愿增强, 培育钻石由于其高性价比、时尚度以及可定制的优势契合悦己消费者的需求, 未来随着钻石悦己消费频次的提升以及培育钻石渗透率的提升, 培育钻终端消费市场有望进一步扩大。

图表 37: 2020 年“悦己”成为中美消费者购买钻石的首要原因



资料来源：贝恩咨询、万联证券研究所

需求测算：预计2022-2025年中国培育钻石零售市场销售额CAGR达27%，培育钻石渗透率将提升至17%。

- 1) 钻石终端销售额：根据贝恩咨询的数据，2016-2019年全球钻石首饰消费市场总体保持平稳发展，年均同比稳健上涨0-2.8%。2020年因受疫情影响大幅下降，但2021年显著回升，当年同比增长29%，销售额大幅增长并超过2019年，我们预计2022-2025年全球钻石销售年均市场增速为2%-3%，将回归原来的增长水平，美国年均市场增速为3%-4%，中国年均市场增速为2.5%-3%。
- 2) 培育钻石渗透率：根据正点财经和贝恩咨询数据显示，2020-2021年，全球培育钻石渗透率从5.9%增长至8%，假定未来每年增加2个pct，预计到2025年，全球培育钻渗透率将达到16%；2020-2021年，中国培育钻渗透率从4.0%增长至6.7%，假定每年增加2-3个pct，预计到2025年，中国培育钻渗透率将达到17.0%。
- 3) 培育钻石销售市场：培育钻石终端销售额=钻石终端销售额*培育钻石渗透率。据钻石观察数据显示，培育钻石零售毛利率在55%-65%之间，预估培育钻石裸钻：终端零售价格=1:3，则培育钻石裸钻市场销售额=培育钻石终端销售额/3。

综上，我们预计到2025年，全球培育钻石终端销售额为149亿美元，2022-2025年CAGR为19.88%；中国培育钻石首饰消费额为15亿美元，2022-2025年CAGR为26.91%。

图表 38: 培育钻石行业需求测算(亿美元)

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球						
钻石终端销售额(亿美元)	650	840	865	891	913	932
YOY		29.0%	3.0%	3.0%	2.5%	2.0%
培育钻石销售额渗透率	5.9%	8.0%	10.0%	12.0%	14.0%	16.0%
培育钻石终端销售额(亿美元)		67	87	107	128	149
YOY			28.8%	23.6%	19.6%	16.6%
培育钻石裸钻市场销售额(亿美元)		22	29	36	43	50
YOY			28.8%	23.6%	19.6%	16.6%
美国						
钻石终端销售额(亿美元)	338	466	485	500	515	530
YOY	-11.0%	38.0%	4.0%	3.0%	3.0%	3.0%

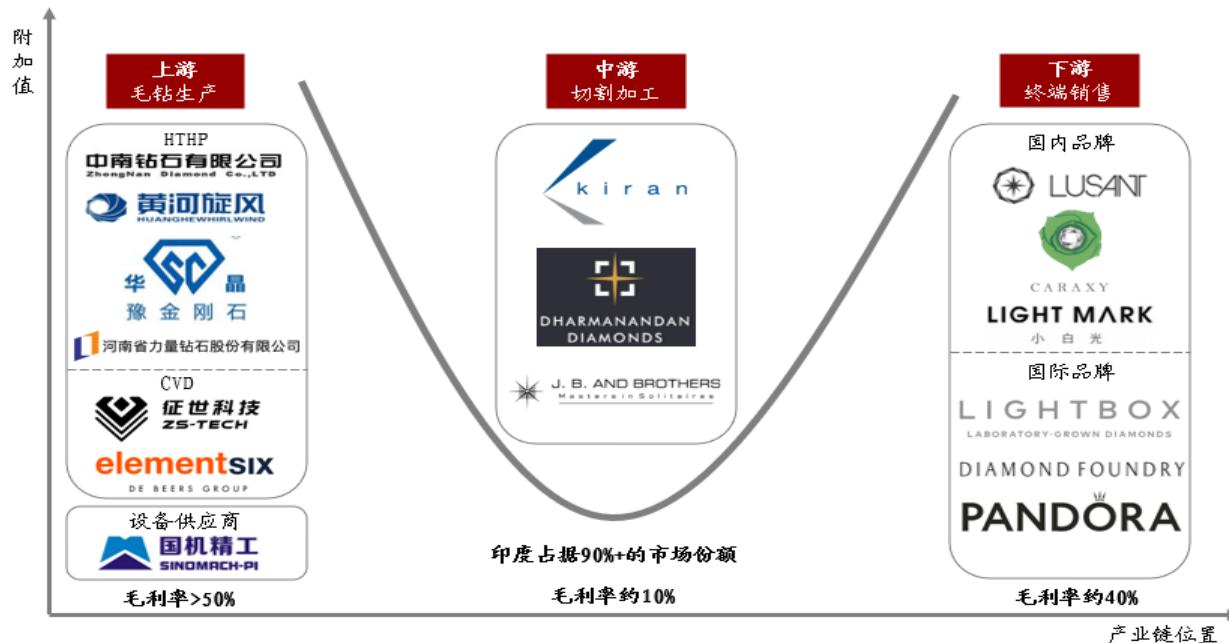
培育钻石销售额渗透率	9.6%	12.3%	15.0%	17.5%	19.5%	21.5%
培育钻石终端销售额 (亿美元)	57	73	87	100	114	
YOY		26.8%	20.2%	14.8%	13.6%	
培育钻石裸钻市场销售额 (亿美元)	19	24	29	33	38	
YOY		26.8%	20.2%	14.8%	13.6%	
中国						
钻石终端销售额 (亿美元)	65	77	80	82	84	86
YOY	-11.0%	19.0%	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%
培育钻石销售额渗透率	4.0%	6.7%	9.0%	11.5%	14.0%	17.0%
培育钻石终端销售额 (亿美元)	5	7	9	12	15	
YOY		38.4%	31.6%	24.8%	24.5%	
培育钻石裸钻市场销售额 (亿美元)	2	2	3	4	5	
YOY		38.4%	31.6%	24.8%	24.5%	

资料来源：贝恩咨询、正点财经、万联证券研究所

2.3.2 供给侧：产业链上游和下游利润率高，国内珠宝商正积极试水培育钻市场

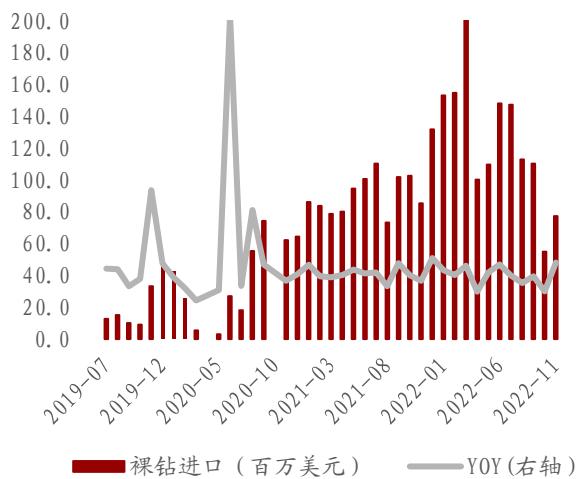
产业链：利润率呈现微笑曲线，中国、印度、美国分别主导培育钻石生产、加工、零售市场。1) 上游毛坯钻生产：中国是世界最大的培育钻石生产国，培育钻毛坯总产量占比为42%，印度、美国合计占比35%，其余地区产量占比约为23%。上游毛坯培育钻生产商的毛利率多为50%以上。2) 中游切割加工：印度占据全球培育钻石切磨加工超过90%的市场份额，劳动密集度高，利润率低，毛利率约为10%。由于印度几乎垄断了切割加工市场，因此可从印度培育钻进出口数据洞悉产业链景气度。3) 下游零售：美国是培育钻石的主要消费区，占据全球培育钻石零售市场的80%，中国占10%。下游培育钻零售商毛利率约40%。

图表 39: 培育钻石产业链呈现微笑曲线



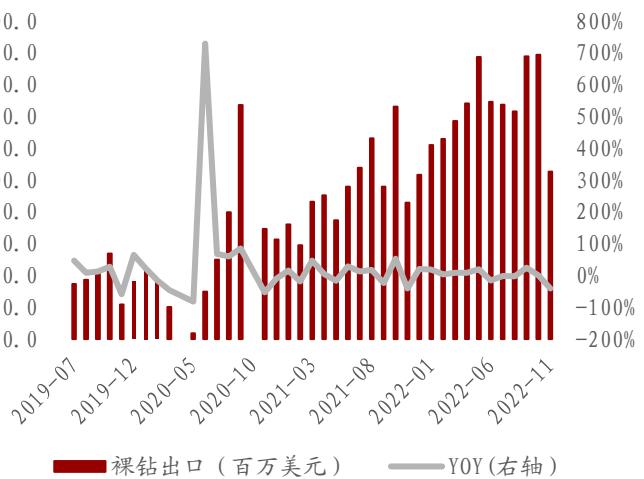
资料来源：培育钻石网、各公司官网、万联证券研究所

图表 40: 印度培育钻石毛坯进口



资料来源: GJEPC、万联证券研究所

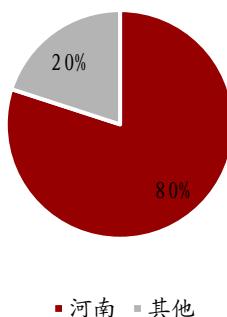
图表 41: 印度培育钻石毛坯出口



资料来源: GJEPC、万联证券研究所

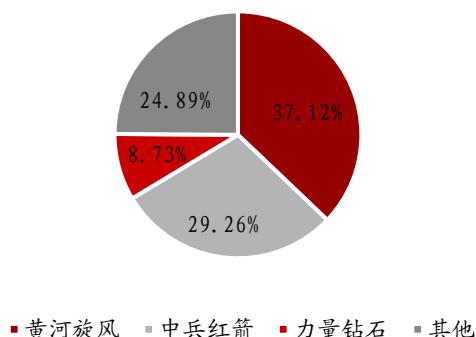
竞争格局: 我国培育钻石市场正处于快速发展阶段, 上游集中度较高, 下游珠宝商纷纷入局培育钻。作为钻石消费领域的新兴选择, 培育钻石合成技术实现突破时间尚短, 生产商产能布局、品牌商渠道建立等相关配套工作正在进行中。
 1) **上游:** 我国在河南省郑州市、许昌市、南阳市、商丘市等地形成了一个集人造金刚石产品研发、大规模生产和销售于一体的金刚石产业集群, 涌现出中南钻石、黄河旋风、力量钻石、惠丰钻石、联合精密等一批知名的金刚石生产企业, 河南省人造金刚石产业链完整、配套齐全, 具有明显的地域优势, 培育钻石产能约达全国的80%。2021年, 黄河旋风、中兵红箭、力量钻石三家上市公司的钻石原石产值合计占比已达75.11%。
 2) **下游:** 国际品牌布局培育钻石市场早于国内品牌, 目前国内零售市场仍处于初步发展阶段。目前国内珠宝商如小白光、豫园、中国黄金、潮宏基、曼卡龙等也在探索下游零售市场。未来有望通过终端布局和大力宣传对消费者进行教育。

图表 42: 2020 年中国培育钻石产量分布情况



资料来源: 智研咨询、万联证券研究所

图表 43: 2021 年中国培育钻石原石产值市场占比



资料来源: 中商产业研究院、万联证券研究所

3 投资建议

2022年，由于受到国际环境更加复杂严峻及国内疫情冲击超预期的影响，经济下行的压力偏大，居民消费疲弱，社零同比增速由2022年初的+6.70%降至11月的-5.90%。从二级市场来看，2022年初至2022年12月31日，多个板块出现下跌，其中商贸零售累计下跌7.08%，跑赢上证综指8.05个pct。2022年11月末以来，“防疫二十条”、“新十条”、“乙类乙管方案”、“防控方案第十版”等陆续出台，新冠肺炎疫情防控措施的进一步优化，此前被疫情防控抑制的线下场景重启，人口流动向正常化恢复，线下消费尤其是旅游、餐饮、免税、黄金珠宝、医美化妆品等可选消费迎来复苏。

细分行业推荐：看好化妆品、黄金珠宝、培育钻石

化妆品：需求端短期受疫情影响增速出现波动，但中长期来看，美妆消费年轻化、“她经济”崛起以及人均化妆品消费额的提升将共同助力行业规模稳步扩大。供给端近年化妆品法律法规密集发布、监管趋严的形势，利好强研发、强渠道的合规龙头。另外，在互联网红利消退背景下，国货化妆品龙头企业积极寻求新机遇，通过产品力、营销的升级，实现异军突起。看好强研发、多渠道、产品力优秀的化妆品龙头企业。

黄金珠宝：需求端方面，线下作为黄金珠宝的主要消费场景，此前受到疫情及封控的限制较多，随着防控政策的持续优化，线下珠宝消费有望迎来强势反弹。中长期而言，黄金珠宝在多场景渗透率的提升将驱动市场规模逐步扩大。同时，受美联储加息可能引发经济衰退的预期、地缘政治摩擦等因素的影响，黄金价格震荡上行，2022年初的1181美元/盎司提升到12月底的1814美元/盎司，涨幅超50%，量价齐升推动行业长期向好。供给端行业龙头在疫情期间积极开拓品类并逆势开店抢占渠道，市占率稳步提升，龙头强者恒强。看好受益于防控政策优化、短期需求弹性足、长期市占率提升的黄金珠宝龙头企业。

培育钻石：受居民收入水平提升、媒体与品牌商对下游消费市场教育以及悦己消费观念的影响，中国培育钻石市场蓬勃发展。目前我国培育钻渗透率仍然较低，2022年仅9.0%，到2025年有望提升至17%。培育钻产业链上游呈现集群化，已有大型毛坯钻生产商上市，看好产能扩张、技术迭代推动产品升级的上游培育钻石生产商；产业链下游零售市场布局相对欧美迟缓，目前仍处于起步阶段，近两年国内也陆续有小白光、豫园、曼卡龙、潮宏基等珠宝品牌试水培育钻市场，随着未来多方对中国消费者的宣传教育，蛋糕做大的同时，布局培育钻的品牌商有望受益，看好具备品牌、渠道、营销等优势的珠宝龙头企业。

4 风险因素

疫情反复风险、行业竞争加剧风险、产品渠道拓展不达预期风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场