

化妆品与日化行业研究

买入（维持评级）

行业周报

证券研究报告

化妆品组

分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001） 联系人：蔡昕妤

luoxiaoting@gjzq.com.cn

caixy@gjzq.com.cn

欧莱雅 22 年增长靓丽，香水/彩妆复苏趋势明显；关注“3.8”催化

投资建议

综合考虑当前最新估值，1) 关注恋火表现亮眼+货盘结构健康向上+电商经营提质增效的**丸美股份**。2) 关注大单品护航+“3.8”节大促望带来催化的**珀莱雅**和**贝泰妮**。

本周专题：欧莱雅 22 年业绩梳理

欧莱雅 22 年销售额/净利润 382.6/57.13 亿欧元、同增 18.5%/24.1%；4Q22 销售额 103.2 亿欧元、同增 13.48%。

22 年所有地区销售额均实现双位数增长，疫情扰动下中国区销售韧性凸显。分地区看，22 年欧洲/北美/北亚/SAPMENA-SSA/拉丁美洲销售额分别同比+12.3%/24.6%/+14.8%/+28.1%/+34.1%。疫情扰动下中国区销售表现韧性，22 年中国区线上双位数增长，旗下品牌“双 11”表现出色，在天猫美妆类目排名位列前茅。

活性健康化妆品延续亮眼表现，香水/彩妆复苏趋势明显。分部门看，高端化妆品/大众化妆品/活性健康化妆品/专业美发 4Q22 销售额占比 40.25%/35.65%/12.28%/11.81%，分别同比+10.7%/+11.8%/+28%/+15%。彩妆/香水品类表现亮眼、录得大众化妆品/高端化妆品部门的最快增长。

本周活动：丸美股份调研要点

主品牌：1) 线上渠道：天猫把结构打得更扎实、全年争取 50%增长；抖音作为首要增长引擎，学习市场上优秀策略打法，并随流量/投放/人群的变化而变化，提升自播比例（今年 1 月自播/达播=5:5）、全年争取翻倍；客单价 200-300 元、目标客群 24-35 岁。2) 线下渠道：23 年线下至少持平、力争增长（打开网点+主题销售活动），24 年高速发展；目标客群 35-50 岁、客单价 500-600 元，力争 23 年底线上/线上产品 100%分开。3) 产品：聚焦眼部护理+精华品类，主推小红笔+双胶原（小金针等）系列，预计 23 年 4 月上新重组双胶原蛋白眼霜。

超头合作：提高超投占比、但不依赖超头，今年 2 月底可以看见合作的变化。

恋火：坚持底妆之路，22 年预计实现收入 3 亿元。1) 产品：23 年主要发力看不见系列的产品优化+蹭不掉系列产品更新（粉底液升级、气垫上新+定妆产品补充），同时计划推出 IP 限量版。2) 渠道：补充和拓展线下，23 年 1 月已经进驻调色师中国所有门店、KKV 百家门店等，预计 Q2 进驻三福百货。

业绩展望：1) 毛利率：稳住在 67%-68%水平；2) 净利率：期望在 12%-15%区间。

行情回顾

近一周（2023.02.06~2023.02.10）上证综指、深证成指、沪深 300 分别跌 0.08%、跌 0.64%、跌 0.85%，化妆品板块涨 0.33%，跑赢沪深 300 1.18PCT。板块对比来看，化妆品处中上游。个股方面，壹网壹创、珀莱雅、鲁商发展涨幅居前，宝尊电商、逸仙电商、青松股份等跌幅居前。

原材料价格、行业及公司动态跟踪

原材料价格：棕榈油/原油/PP 指数本周五（02.10）价格较上周五上涨 1.95%/上涨 6.18%/下跌 1.61%；欧洲天然气 TTF 现货价 2 月 7 日每兆瓦时 59.25 欧元，1 月来在每兆瓦时 60 欧元左右波动。

行业动态：SK-II 天猫官方旗舰店公告，2 月 15 日起（情人节后）将上调店内部分商品的官方零售价；2 月 6 日丸美全新 5V 多肽系列上新；化妆品原料备案新增水解 α-葡聚糖多糖、β-烟酰胺单核苷酸两款新原料。

公司公告：嘉亨家化股东福建汇鑫、福建汇水、福建汇火计划通过大宗交易、集中竞价交易方式减持公司股份不超过 201.6 万股，即不超过公司总股本的 2%。

风险提示

营销/渠道/新品发展不及预期

内容目录

1、本周专题：欧莱雅 22 年业绩梳理	3
2、本周活动：丸美股份调研要点	4
3、行情回顾及重点公司估值表	4
4、原材料价格跟踪	6
5、行业动态	7
5.1 行业动态	7
5.2 公司公告	8
6、风险提示	9

图表目录

图表 1：欧莱雅销售额分地区增速	3
图表 2：欧莱雅销售额分部门增速	3
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：重点上市公司估值表	6
图表 8：棕榈油平均价（元/吨）	6
图表 9：原油价格（美元/桶）	6
图表 10：PP 指数	7
图表 11：LDPE 出厂价（元/吨）	7
图表 12：欧洲天然气 TTF 现货价	7
图表 13：化妆品上市公司重点公告	8

1、本周专题：欧莱雅 22 年业绩梳理

■ 欧莱雅：业绩逆势增长，疫情扰动下中国区销售韧性凸显、彩妆/香水复苏趋势明显

欧莱雅 22 年销售额/净利润 382.6/57.13 亿欧元、同增 18.5%/24.1%；4Q22 销售额 103.2 亿欧元、同增 13.48%。

22 年所有地区销售额均实现双位数增长，疫情扰动下中国区销售韧性凸显。分地区看，4Q22 欧洲/北美/北亚/SAPMENA-SSA/拉丁美洲销售额分别同比 +8.4%/+23.5%/+8.7%/+16.6%/+23.1%，22 年欧洲/北美/北亚/SAPMENA-SSA/拉丁美洲销售额分别同比 +12.3%/24.6%/+14.8%/+28.1%/+34.1%。疫情扰动下中国区销售表现韧性。22 年中国区线上双位数增长，旗下品牌“双 11”表现出色，在天猫美妆类目排名位列前茅。

活性健康化妆品延续亮眼表现，香水/彩妆复苏趋势明显。分部门看，高端化妆品/大众化妆品/活性健康化妆品/专业美发 4Q22 销售额占比 40.25%/35.65%/12.28%/11.81%，分别同比 +10.7%/+11.8%/+28%/+15%。

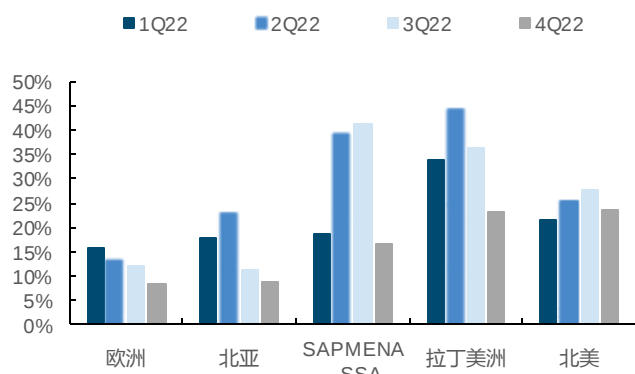
高端化妆品：4Q22/22 年销售额 41.54/146.38 亿欧元、同比 +10.7%/+18.6%。1) 香水品类增速最快，主要系圣罗兰的 Libre、兰蔻的 La Vie Est Belle、阿玛尼的 Acqua di Gio 等经典系列以及普拉达 Paradoxe 新品推动。2) 护肤品类，受益超高端品牌 HR 出色表现+兰蔻创新推出新品 R énergie H.C.F 三重精华液+成功收购日本品牌 Takami，高档化妆品部的护肤品增速是市场的 3 倍。

大众化妆品：4Q22/22 年销售额 36.79/140.21 亿欧元、同比 +11.8%/+14.6%。分品类看，彩妆表现亮眼、录得大众化妆品部门的最快增长，卡尼尔贡献护肤品类主要增长。分地区看，北美/欧洲增长强劲，拉丁美洲和 SAPMENA-SSA 增长提速。

活性健康化妆品：4Q22/22 年销售额 12.68/51.24 亿欧元、同比 +28%/+30.6%。分地区看，所有地区均实现双位数增长，其中北美、SAPMENA-SSA 以及中国大陆地区表现亮眼。分品牌看，理肤泉/CeraVe/薇姿保持强劲增长势头，修丽可实现双位数增长，新收购品牌 Skinbetter Science 于 Q4 纳入。

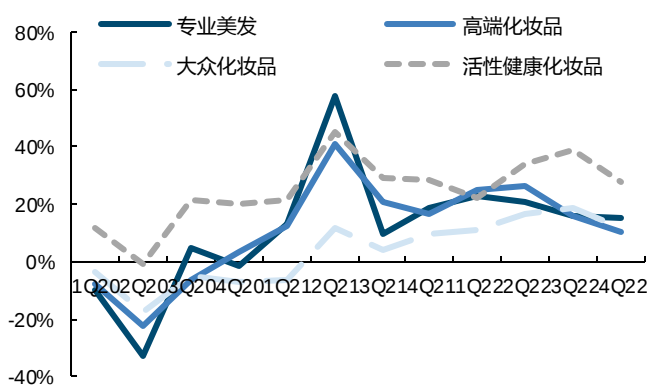
专业美发：4Q22/22 年销售额 12.17/44.77 亿欧元、同比 +15%/+18.3%，增长主要系卡诗+欧莱雅专业沙龙 Série Expert 系列拉动，其中卡诗销售额破 10 亿欧元。

图表1：欧莱雅销售额分地区增速



来源：欧莱雅公司公告，国金证券研究所

图表2：欧莱雅销售额分部门增速



来源：欧莱雅公司公告，国金证券研究所

2、本周活动：丸美股份调研要点

主品牌：1) 线上渠道：天猫把结构打得更扎实、全年争取 50%增长；抖音作为首要增长引擎，学习市场上优秀策略打法，并随流量/投放/人群的变化而变化，提升自播比例（今年 1 月自播/达播=5: 5）、全年争取翻倍；客单价 200-300 元、目标客群 24-35 岁。2) 线下渠道：23 年线下至少持平、力争增长（打开网点+主题销售活动），24 年高速发展；目标客群 35-50 岁、客单价 500-600 元，力争 23 年底线上/线下产品 100%分开。3) 产品：聚焦眼部护理+精华品类，主推小红笔+双胶原（小金针等）系列，预计 23 年 4 月上新重组双胶原蛋白眼霜。

超头合作：提高超投占比、但不依赖超头，今年 2 月底可以看见合作的变化。

恋火：坚持底妆之路，22 年预计实现收入 3 亿元。1) 产品：23 年主要发力看不见系列的产品优化+蹭不掉系列产品更新（粉底液升级、气垫上新+定妆产品补充），同时计划推出 IP 限量版。2) 渠道：补充和拓展线下，23 年 1 月已经进驻调色师中国所有门店、KKV 百家门店等，预计 Q2 进驻三福百货。

新电商负责人的权限：公司 20 亿生意中电商部门长可支配 10 亿生意，专门配有电商服务团队 60+人，其中市场部/人力资源/DP 服务/价控/计划管理/财务 50/3/2/2/3/2 人，且兼有总裁助理头衔，职级高于其他部门长、便于协调。

业绩展望：1) 毛利率：稳住在 67%-68%水平；2) 净利率：期望在 12%-15%区间。

股权激励计划：上一轮激励计划受疫情影响没有达成，希望 23 年年底颁布新一轮激励计划。公司非常关注激励优秀的人、减肥增肌（不是缩减人员）。

3、行情回顾及重点公司估值表

近一周(2023.02.06~2023.02.10)上证综指、深证成指、沪深 300 分别跌 0.08%、跌 0.64%、跌 0.85%，化妆品板块涨 0.33%，跑赢沪深 300 1.18PCT。

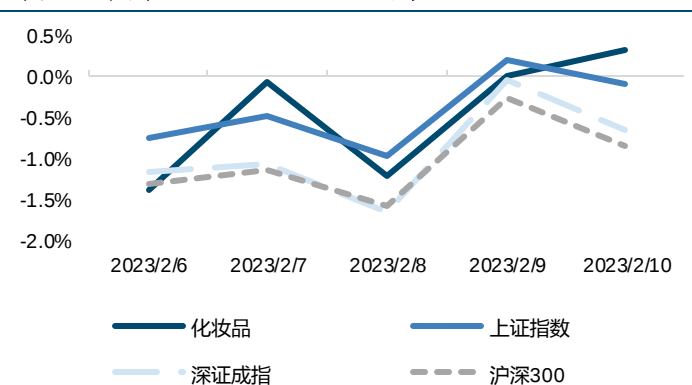
板块对比来看，化妆品处中上游。个股方面，壹网壹创、珀莱雅、鲁商发展涨幅居前，宝尊电商、逸仙电商、青松股份等跌幅居前。

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	-0.08
深证成份指数成份	-0.64
沪深 300	-0.85
化妆品板块	0.33

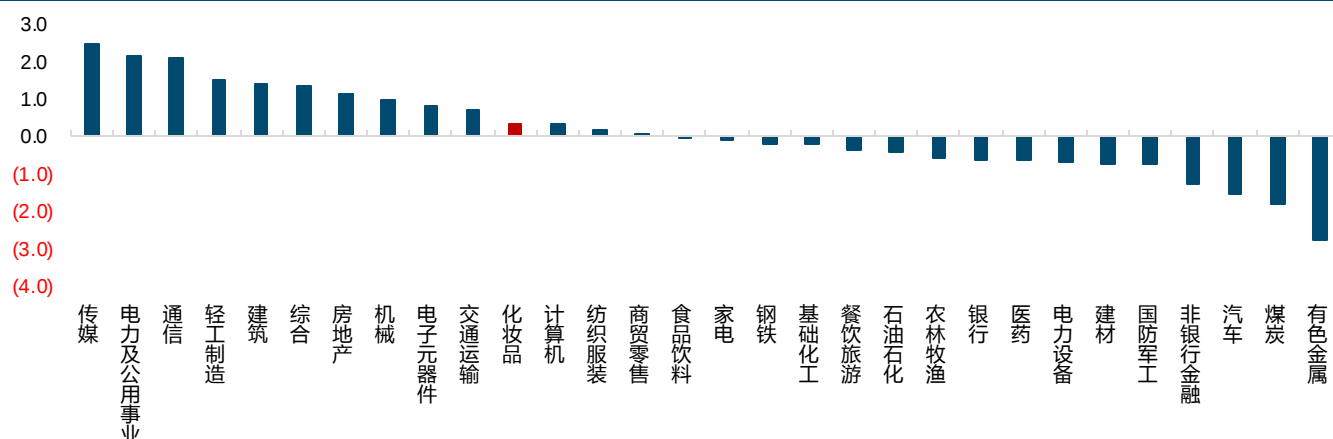
来源：Wind，国金证券研究所

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

图表5: 本周各板块涨跌幅 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所 (注: 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6: 本周化妆品个股涨跌幅

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)
壹网壹创	32.41	8.72	8.39	5578	77
珀莱雅	168.86	4.22	3.89	849	479
朝云集团	2.07	3.50	3.17	339	28
鲁商发展	11.36	3.18	2.85	6134	115
水羊股份	13.93	2.88	2.55	3542	54
丸美股份	39.44	2.31	1.98	1971	158
拉芳家化	15.23	2.15	1.82	2059	34
上海家化	32.21	2.03	1.70	3148	219
科思股份	55.47	1.22	0.89	788	94
贝泰妮	136.15	0.09	-0.24	1593	577
丽人丽妆	13.31	-1.55	-1.88	4011	53
嘉亨家化	26.43	-1.56	-1.89	273	27
若羽臣	19.25	-2.48	-2.81	2782	23
蓝月亮集团	5.06	-4.17	-4.50	504	297
青松股份	7.55	-4.31	-4.64	3538	39
逸仙电商	1.32	-11.41	-11.74	782	7
宝尊电商	6.90	-11.88	-12.21	375	4

来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 重点上市公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	总市值	EPS（元）				PE			EPS
		（元）	（亿元）	2021	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	CAGR
品牌商											
603605.SH	珀莱雅	168.86	478.75	2.87	2.75	3.45	4.22	61	49	40	14%
300957.SZ	贝泰妮	136.15	576.73	2.04	2.75	3.71	4.73	50	37	29	32%
600315.SH	上海家化	32.21	218.67	0.96	0.83	1.03	1.20	39	31	27	8%
300740.SZ	水羊股份	13.93	54.18	0.57	0.35	0.59	0.80	39	23	17	12%
600223.SH	鲁商发展	11.36	115.48	0.36	0.04	0.25	0.42	305	45	27	6%
603983.SH	丸美股份	39.44	158.33	0.62	0.49	0.88	1.26	80	45	31	27%
代运营商											
605136.SH	丽人丽妆	13.31	53.30	1.02	0.32	0.59	0.71	42	23	19	-11%
原料商											
300856.SZ	科思股份	55.47	93.92	1.18	2.37	2.98	3.59	23	19	15	45%
生产商											
300955.SZ	嘉亨家化	26.43	26.64	0.96	0.94	1.51	1.97	28	17	13	27%
300132.SZ	青松股份	7.55	39.00	-1.76	-1.41	0.26	0.39	-5	29	19	-

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 股价更新至 20230210; 嘉亨家化为 Wind 一致预测)

4、原材料价格跟踪

棕榈油: 本周五 (02.10) 价格较上周五上涨 1.95%, 较高点 (6 月 8 日) 下降 52.2%。

原油价格: 本周五价格较上周五上涨 6.18%。

PP 指数: 本周五较上周五下跌 1.61%。

欧洲天然气 TTF 现货价: 2 月 7 日每兆瓦时 59.25 欧元, 1 月来在每兆瓦时 60 欧元左右波动。

图表8: 棕榈油平均价 (元/吨)



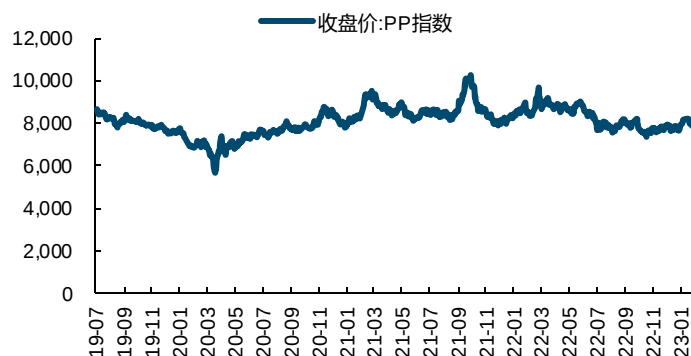
来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 原油价格 (美元/桶)



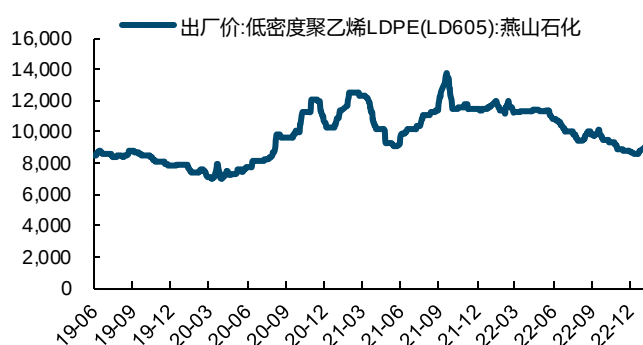
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: PP 指数



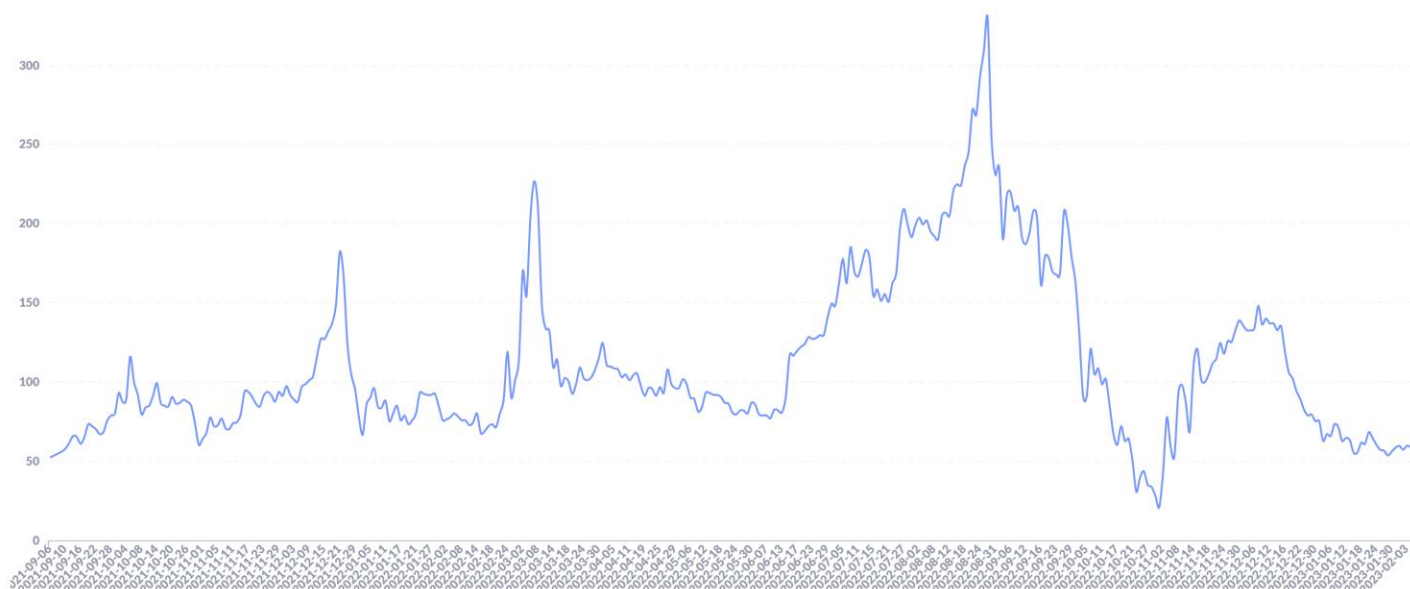
来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: LDPE 出厂价 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 欧洲天然气 TTF 现货价



来源: 彭博, 国金数字 Lab, 国金证券研究所

5、行业公司动态

5.1 行业动态

■ SK-II 开启新一轮涨价

根据化妆品报 2 月 7 日报道: SK-II 天猫官方旗舰店公告, 2 月 15 日起 (情人节后), 将调整店内部分商品的官方零售价。

■ 丸美全新 5V 多肽系列上新

根据丸美微信公众号: 2.06 丸美全新 5V 多肽系列上新, 早在 2017 年就推出多肽蛋白提拉系列, 此次上新进一步升级抗衰产品矩阵。

成分、浓度、功效、包装全面优化, 轮廓/纹路抗衰双管齐下。1) 成分方面, 携手多肽制药专家-联邦制药独家定制 5V 纤扬肽 (双抗肽、紧致肽、抗皱肽、充盈肽、提拉肽); 2) 浓度: 远高于业内 5% 的浓度、浓度直接拉升至 30%; 3) 功效: 紧致、淡纹、提拉。4) 包装: 通透的玻璃质地提升质感。

■ 联合利华投资头皮护理品牌 Straand

根据化妆品报 2 月 10 日报道: 澳大利亚头皮护理品牌 Straand 获得联合利华风险投资公

司 200 万美元的种子投资。Straand 品牌成立仅 8 个月，以益生元成分为基础，聚焦改善头皮微生物组，创始团队成员有大量中国贸易经验。

■ 药监局新增 004、005 号化妆品原料

据化妆品报 2 月 10 日报道：国家药监局官网信息显示，化妆品原料备案信息栏中新增水解 α -葡聚糖多糖、 β -烟酰胺单核苷酸两款新原料，备案人分别为美国国际香料集团公司（IFF）和音芙医药科技（上海）有限公司。

■ 《纯净美容行业白皮书》发布

根据化妆品观察 2 月 8 日报道：2023 年 2 月，天猫美妆、TMIC 天猫新品创新中心及知名调研机构凯度联合纯净美容品牌一叶子，重磅发布了国内首份《纯净美容行业白皮书》。

该白皮书以海量的数据分析了国内外纯净美容市场发展差异、国内纯净美容市场的核心消费者特征，以及未来国内纯净美容三大消费趋势。

■ 狮王布局上海研发基地

根据中国化妆品 2 月 7 日报道：狮王（LION）宣布将在中国上海市新建研发基地，5 月将成立 100% 出资的子公司，以牙膏等口腔护理产品为中心，开发符合中国当地需求的商品。新公司的资金约为 3.3 亿日元，狮王的中国业务主要由制造和销售牙刷的子公司青岛狮王负责。

■ 悦诗风吟进入屈臣氏

根据中国化妆品 2 月 9 日报道：悦诗风吟携旗下“绿茶籽系列”“红茶多肽系列”两大明星系列及明星单品“悦诗风吟 A 白瓶”等产品，进驻屈臣氏门店及小程序。此次悦诗风吟进驻屈臣氏，双方将可持续发展作为共同目标之一。

■ 快时尚品牌 Zara 入局儿童美容赛道

根据 i 美妆头条 2 月 10 日报道：快时尚品牌 Zara 推出由英国化妆师 Diane Kendal 设计的儿童美容产品系列。该胶囊系列被称为“迷你艺术家”，旨在让孩子们通过色调、纹理和图案的探索，来推动创造性的自我表达和想象力。

该系列产品的配方和材质主打友好、温和、易于使用，包括水性指甲油、彩妆笔、粉盘、闪光罐、奶油色盘和刷子等单品。目前产品还在预售中，尚未正式进入中国市场，售价在 43-217 元之间。

5.2 公司公告

图表 13：化妆品上市公司重点公告

上市公司	公告时间	关键字	公告内容
洁雅股份	2 月 6 日	现金管理	公司使用部分闲置募集资金 1 亿元进行现金管理，购买了申万宏源龙鼎定制 352 期收益凭证，2024-1-15 日到期，预期年化收益率 3.05%-3.30%。
金发拉比	2 月 7 日	异常波动	公司股票交易价格连续 3 个交易日（2023 年 2 月 2 日、2023 年 2 月 3 日、2023 年 2 月 6 日）收盘价格涨跌幅偏离值累计超过-20%，
水羊股份	2 月 7 日	套期保值	公司开展外汇套期保值业务产生的公允价值变动损益合计浮动盈利 3271 万元，占公司 2021 年度经审计归属于上市公司股东净利润的 13.84%。
洁雅股份	2 月 7 日	现金管理	公司使用部分闲置募集资金 1.3 亿元进行现金管理，其中 8 千万元来自多功能湿巾扩展项目，购买了人民币结构性存款；5 千万元来自超募资金，购买了银河金利收益凭证 006 期。
医思健康	2 月 7 日	收购及出售	买方（即公司间接全资附属公司 Union Medical Technology）购买目标公司 Excellent Connect Limited 100% 股份，最高总现金代价 1.25 亿港元，买方已发行股本应由联合集团及 Mighty Able 分别持有 75% 及 25%。公司对 Union Medical Technology 的间接持股比例将由 100% 下降至 75%。联合集团将代价股份转让予 Mighty Able 构成出售于 Union Medical Technology 的股权。
朗姿股份	2 月 8 日	权益变动	信息披露义务人翁洁女士通过协议转让的方式取得其配偶申东日先生所持上市公司 2.21 千万股股份（占公司总股本的 5.00%），变动后持股情况变为申东日持股 1.89 亿股，占比 42.82%，翁洁持股 2.21 千万股股份，占比 5%。

丽人丽妆	2月9日	股东减持	丽仁通过集中竞价交易的方式减持所持公司股份 671.82 万股，占总股本 1.68%。当前持股数 2434.95 万股，占比 6.08%。
嘉亨家化	2月9日	股东减持	福建汇鑫、福建汇水、福建汇火计划通过大宗交易、集中竞价交易方式减持公司股份不超过 201.6 万股，即减持比例不超过公司总股本的 2%。
拉芳家化	2月10日	注销限制性股票	公司向中登公司申请办理对 25 名激励对象持有的已获授但尚未解除限售的 268,420 股限制性股票的回购过户手续。
拉芳家化	2月10日	质押股份延期购回	吴滨华持有公司股份 2055 千万股，占比 9.11%，所持股份累计质押数量 745 万股，占持股数量 36.26%。吴滨华及一致行动人合计持股 1.38 亿股，占比 61.2%，累计质押 2897 万股，占其合计持股 20.99%，占公司股本 12.84%。
华熙生物	2月10日	做市交易	经兴业证券股份有限公司备案申请，自 2023 年 02 月 13 日起，兴业证券股份有限公司对科创板股票华熙生物（股票代码：688363）开展做市交易业务。
洁雅股份	2月10日	现金管理	公司使用部分闲置募集资金 1 亿元进行了现金管理，购买了农行人民币大额存单，预期年化收益率 1.8%，资金来源于超募资金。
丽人丽妆	2月11日	工商变更	近日，公司完成了减资相关手续，备案了修订后的《公司章程》，并于 2023 年 2 月 10 日收到了上海市市场监督管理局换发的《营业执照》。
朗姿股份	2月11日	担保	公司及控股子公司对外担保总余额为 60,000 万元，占公司 2021 年年度经审计净资产的 20.30%；其中，实际被担保方北京莱茵服装有限公司资产负债率超过 70%。

来源：公司公告，国金证券研究所

6、风险提示

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。

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：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	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