

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

“3.8” 大促行情助本周美妆板块领涨，建议持续关注

投资建议

本周美妆板块涨势喜人，预计系 2 月行业趋势回暖+“3.8” 大促预期催化。综合考虑当前最新估值，建议关注 1) 瓊尔博士/颐莲产品结构望逐步优化、化妆品板块成长性优的**鲁商发展**；2) 盈利水平望持续优化的**华熙生物**；3) 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**；4) 大单品护航+“3.8” 节大促望带来催化的**珀莱雅**。

本周专题：关注美妆“3.8” 大促行情

■ 珀莱雅：主品牌势能持续释放，子品牌多点开花

- ✓ 产品：1) 双抗精华：力争 23 年销量达 500 万支，以价格 230 元/支计算，销售额超 10 亿元，预计 3.0 版本“618” 大促前上市、大促拉动下望进一步放量；2) 红宝石系列：红宝石精华稳定增长（增速低于双抗精华）、3.0 版本重新调配 A 醇浓度（降低刺激性同时保留功效、预计“618” 后推出），红宝石面霜表现亮眼、销量预估超过红宝石精华；3) 源力系列：亦可搭配红宝石/双抗系列使用、产生连带，产品矩阵逐步完善（面霜、精华、面膜），期待“3.8” 放量、23-24 年成长性优；4) 防晒：推出云朵防晒新品，首款纯物理防晒，肤感轻盈、敏感肌可用，目前 KOL 反馈较好，预计“3.8” 开始起量、“618” 或达销售高潮。
- ✓ 品牌：1) 珀莱雅：23 年在天猫平台保四争三；2) 彩棠：23 年收入目标翻倍增长，要求盈利、不要求利润释放；3) 悦芙媞：定位油皮/痘肌护肤，产品策略依旧是升级老品、规划新的大单品，防晒产品预计 24 年推出，控油精华更难、还需攻克技术；4) OR：调整品牌定位。
- ✓ 超头合作：集团层面与李佳琦加大合作，除主品牌外，彩棠/悦芙媞/OR 都将与其打通合作关系。

■ 鲁商发展：化妆品板块成长性优

- ✓ 医美赛道的规划及布局：正在研发重组胶原蛋白产品，23 年成立单独医美事业部。
- ✓ 业绩展望：正常情况下要求利润增速高于收入增速（考核中利润指标占据 70%），但也会关注收入增长，例如化妆品板块收入增速更快、利润增速慢一点也是可以接受的。
- ✓ 颐莲大众定位不变，主打两大单品（喷雾和面霜）、聚焦四大渠道（天猫/直播/京东/分销）；瓊尔博士发力“微生态+抗初老” 高端线，积极拓展线下渠道。

■ 倍加洁：业绩疫后修复趋势明显，牵手“薇美姿” 望实现“1+1>2”

行情回顾

近一周（2023.02.13~2023.02.17）上证综指、深证成指、沪深 300 分别跌 1.12%、跌 2.18%、跌 1.75%，化妆品板块涨 4.67%，跑赢沪深 300 6.41PCT、处中上游。个股方面，珀莱雅、嘉亨家化、科思股份涨幅居前。

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（02.17）价格较上周五上涨 4.43%/下跌 3.89%/上涨 0.43%；欧洲天然气 TTF 现货价 2 月 14 日每兆瓦时 53.06 欧元，1 月来在每兆瓦时 50-60 欧元区间波动。

行业动态：韩束首家科学抗衰品牌体验中心上海虹桥机场开业；花西子首个海外快闪店亮相日本。

公司公告：珀莱雅董事兼总经理方玉友合计减持公司股份 829.75 万股，占公司总股本的 2.927%，本次减持计划提前终止。本次减持后，方玉友持有公司股份 4258.95 万股，占公司目前总股本的 15%。

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：关注美妆“3.8”大促行情.....	3
2、行情回顾及重点公司估值表.....	4
3、原材料价格跟踪.....	5
4、行业动态.....	6
5、风险提示.....	8

图表目录

图表 1： 本周化妆品板块涨跌幅.....	4
图表 2： 本周化妆品板块涨跌幅走势.....	4
图表 3： 本周各板块涨跌幅（%）.....	4
图表 4： 本周化妆品个股涨跌幅.....	5
图表 5： 重点上市公司估值表.....	5
图表 6： 棕榈油均价（元/吨）.....	6
图表 7： 原油价格（美元/桶）.....	6
图表 8： PP 指数.....	6
图表 9： LDPE 出厂价（元/吨）.....	6
图表 10： 欧洲天然气 TTF 现货价.....	6
图表 11： 化妆品上市公司重点公告.....	8

1、本周专题：关注美妆“3.8”大促行情

本周美妆板块涨势喜人，其中珀莱雅(+13.16%)、嘉亨家化(+12.37%)、科思股份(+9.01%)、贝泰妮(+5.95%)、鲁商发展(+5.55%)、水羊股份(+4.09%)，预计系2月行业趋势回暖+“3.8”大促预期催化。

珀莱雅/鲁商发展/倍加洁近况更新如下：

■ 珀莱雅：主品牌势能持续释放，子品牌多点开花

产品：1) 双抗精华：力争23年销量达500万支，以价格230元/支计算，销售额超10亿元，预计3.0版本“618”大促前上市、大促拉动下有望进一步放量；2) 红宝石系列：红宝石精华稳定增长（增速低于双抗精华）、3.0版本重新调配A醇浓度（降低刺激性同时保留功效、预计“618”后推出），红宝石面霜表现亮眼、销量预估超过红宝石精华；3) 源力系列：亦可搭配红宝石/双抗系列使用、产生连带，产品矩阵逐步完善（面霜、精华、面膜），期待“3.8”放量、23-24年成长性优；4) 美白精华：2H23做出调整和改善，预计24年显效；5) 防晒：推出云朵防晒新品，首款纯物理防晒，肤感轻盈、敏感肌可用，紧抓生产流程、优化生产工艺，目前KOL反馈较好，预计“3.8”开始起量、“618”或达销售高潮；6) 精华油：试水高端小众赛道，23年逐步完善产品矩阵；7) 保龄球精华：品质优异、受限于生产工艺不稳定，正在调整工艺中。

渠道：1) 线上渠道：珀莱雅在天猫平台销售保持稳定增长，抖音平台2-3年维持快速增长、预计3-5年后体量可比肩天猫；2) 线下渠道：疫情影响基本消除下23年预计销售有所回暖，打法仍偏稳健、不追求快速起量，商超渠道只保留银泰百货、重庆百货等优质柜台打样，CS店铺数量与疫情前持平、采用指定代理商发货模式。

品牌：1) 主品牌珀莱雅：23年在天猫平台保四争三、势能持续释放中；2) 彩棠：23年目标翻倍增长，升级老一代产品、上新气垫/粉底（加强底妆优势），不要求利润释放、但肯定不会亏损；3) 悦芙媞：定位油皮/痘肌护肤，产品策略依旧是升级老品、规划新的大单品，防晒产品预计24年推出，控油精华更难、还需攻克技术；4) OR：调整品牌定位。

超头合作：集团层面与李佳琦加大合作，除主品牌外，彩棠/悦芙媞/OR都将与其打通合作关系。

■ 鲁商发展：化妆品板块成长性优

医美赛道的规划及布局：正在研发重组胶原蛋白产品，23年成立单独医美事业部。

业绩展望：正常情况下要求利润增速高于收入增速（考核中利润指标占据70%），但也会关注收入增长，例如化妆品板块收入增速更快、利润增速慢一点也是可以接受的。

颐莲：大众定位不变，主打两大单品（喷雾和面霜）、聚焦四大渠道（天猫/直播/京东/分销），其中面霜（对标珂润面霜、价格带100-200元）、争取23年占比达10%、未来2-3年保持30%-40%的较快增长，喷雾23年销售额目标6亿元（22年为5亿元）。

■ 爱尔博士：发力“微生态+抗初老”高端线，积极拓展线下渠道

1) 产品策略：聚集益生菌、反重力两大系列。低客单产品（低于200元）益生菌面膜、洁颜蜜、益生菌水乳在细分类目排名靠前，23年重点发力多渠道的进一步破圈渗透、提升市占率；借力褐藻专利、产品布局逐步从“微生态+保湿”延展至“微生态+抗初老”高端线（价格带200-450元），产品端选择避开竞争激烈的精华品类、主推微晶水。预计核心功效新品6-8月推出。

2) 渠道策略：坚守天猫主阵地，理想状态下线上：线下=1:1，积极开拓线下市场、目前进驻7000+门店（CS/KA/新零售等）、预计23年开拓300+单品牌店，预计今年天猫：线下：直播：私域及其他=50%：10%：30%：10%。

3) 营销：费用管控放开，22年销售费用率提升1%-2%。

■ 倍加洁：业绩疫后修复趋势明显，牵手薇美姿望实现“1+1>2”

关于收购薇美姿少数股权：此次拟收购薇美姿16.4967%股权后、将合计持有薇美姿股权比例达32.165%，收购完成后预计不具备控制权、也不与创始人团队形成共同控制，不涉及财务报表合并。

牙刷：疫情对牙刷业务的影响主要是客户下订单偏向小批量/多品种影响生产效率，22年前三季度牙刷同增23%，订单一般提前1-2个月排产。国内/国外TOP5客户营收占比70%+。

1) 国内：国内牙刷总体量（按出厂价计算）15亿元，公司出厂体量在2亿元左右。2)

出口：外销牙刷出口同增 30%+，主要系行业向上、开发空白市场及大客户。

牙线签：进入宝洁供应链，宝洁为公司牙线签产品第一大客户。目前在手订单 5 亿只（按一支 3 分钱计算、在手订单约 1500 万元），相对于 2+月产量（月产量约 2 亿只）。21 年牙线签营收 7000 万元。

自有品牌：1) 2019 年前自有品牌（“倍加洁”）占比 10%+，目前占比 6%-7%。2) 客户对公司发展自有品牌的看法：目前市场份额占比小、不会对客户产生冲击，并且前期也与客户沟通过。3) 杭州新搭建团队打造自有品牌、但会控制费用，不会大幅影响公司利润水平。4) 内部测算自有品牌做到 2 个亿左右能够实现盈亏平衡。

业绩展望：1) 毛利率：22 年前三季度已有好转、全年预期更好一些，未来还有一定提升空间。前几年波动原因主要是疫情下客户订单结构变化影响生产效率、原材料价格上涨；2) 利润端：净利率 10%左右、净利润 1.1 亿元左右；3) 营收端：23 年整体营收增长 20%-30%，增长来源湿巾同比 5%-10%+口腔护理中牙膏/牙线签等细分单品预期增长较好+牙刷稳健增长。

2、行情回顾及重点公司估值表

近一周(2023.02.13~2023.02.17)上证综指、深证成指、沪深 300 分别跌 1.12%、跌 2.18%、跌 1.75%，化妆品板块涨 4.67%，跑赢沪深 300 6.41PCT。

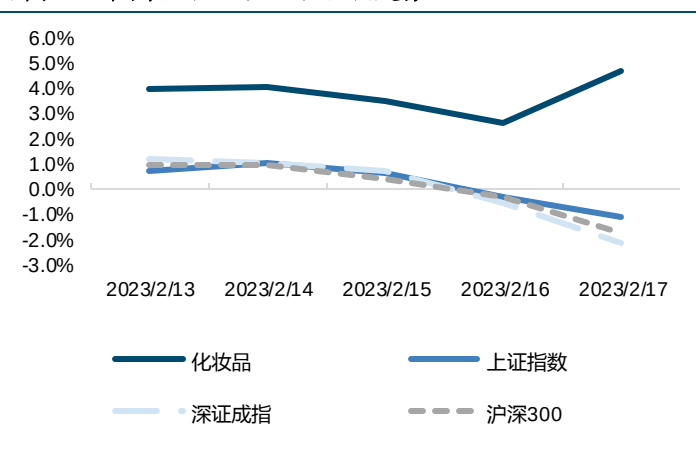
板块对比来看，化妆品处中上游。个股方面，珀莱雅、嘉亨家化、科思股份涨幅居前，宝尊电商、蓝月亮集团、若羽臣等跌幅居前。

图表1：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	-1.12
深证成份指数成份	-2.18
沪深 300	-1.75
化妆品板块	4.67

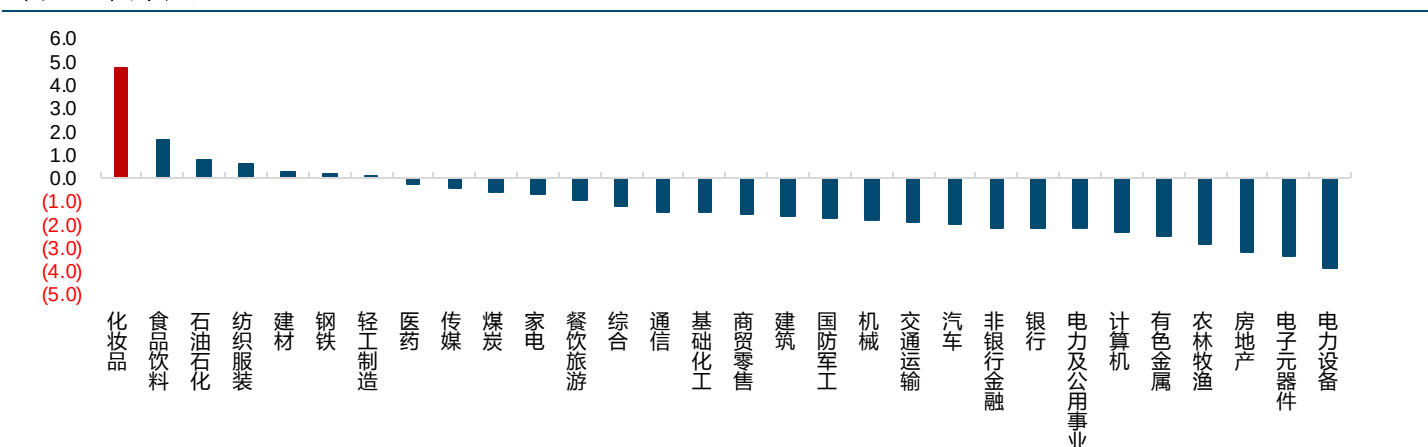
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：本周化妆品板块涨跌幅走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：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4: 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)
珀莱雅	191.09	13.16	8.50	1157	542
嘉亨家化	29.70	12.37	7.71	859	30
丽人丽妆	14.63	9.92	5.25	5648	59
科思股份	60.47	9.01	4.35	1467	102
贝泰妮	144.25	5.95	1.28	2997	611
鲁商发展	11.99	5.55	1.88	12760	122
水羊股份	14.50	4.09	0.57	5979	56
青松股份	7.65	3.32	3.34	5005	40
上海家化	32.51	2.93	3.73	4719	221
丸美股份	39.60	2.41	4.26	1407	159
拉芳家化	15.27	2.26	4.40	2446	34
逸仙电商	1.30	-1.52	-6.18	536	7
壹网壹创	31.64	-2.38	-7.04	3570	75
宝尊电商	6.70	-2.90	-7.56	423	4
蓝月亮集团	4.88	-3.56	-8.22	558	286
若羽臣	18.54	-3.69	-8.35	1694	23
朝云集团	1.96	-5.31	-9.98	419	26

来源: Wind, 国金证券研究所

图表5: 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	191.09	541.78	2.87	2.78	3.50	4.35	69	55	44	29%
300957.SZ	贝泰妮	144.25	611.04	2.04	2.75	3.71	4.73	52	39	31	32%
600315.SH	上海家化	32.51	220.70	0.96	0.83	1.03	1.20	39	31	27	8%
300740.SZ	水羊股份	14.50	56.40	0.57	0.35	0.59	0.80	41	24	18	12%
600223.SH	鲁商发展	11.99	121.89	0.36	0.04	0.25	0.42	321	47	28	6%
603983.SH	丸美股份	39.60	158.97	0.62	0.49	0.88	1.26	80	45	31	27%
代运营商											
605136.SH	丽人丽妆	14.63	58.59	1.02	0.32	0.59	0.71	46	25	20	-11%
原料商											
300856.SZ	科思股份	60.47	102.39	1.18	2.37	2.98	3.59	26	20	17	45%
生产商											
300955.SZ	嘉亨家化	29.70	29.94	0.96	0.93	1.51	2.01	32	20	15	28%
300132.SZ	青松股份	7.65	39.52	-1.76	-1.41	0.26	0.39	-5	30	19	-

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 股价更新至 20230217; 嘉亨家化为 Wind 一致预测)

3、原材料价格跟踪

棕榈油: 本周五 (02.17) 价格较上周五上涨 4.43%, 较高点 (6 月 8 日) 下降 50.1%。

原油价格: 本周五价格较上周五下跌 3.89%。

PP 指数: 本周五较上周五上涨 0.43%。

欧洲天然气 TTF 现货价: 2 月 14 日每兆瓦时 53.06 欧元, 1 月来在每兆瓦时 50-60 欧元区

间波动。

图表6: 棕榈油平均价 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 原油价格 (美元/桶)



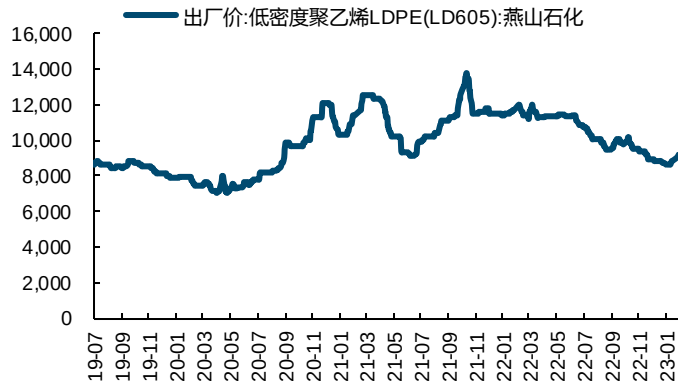
来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: PP 指数



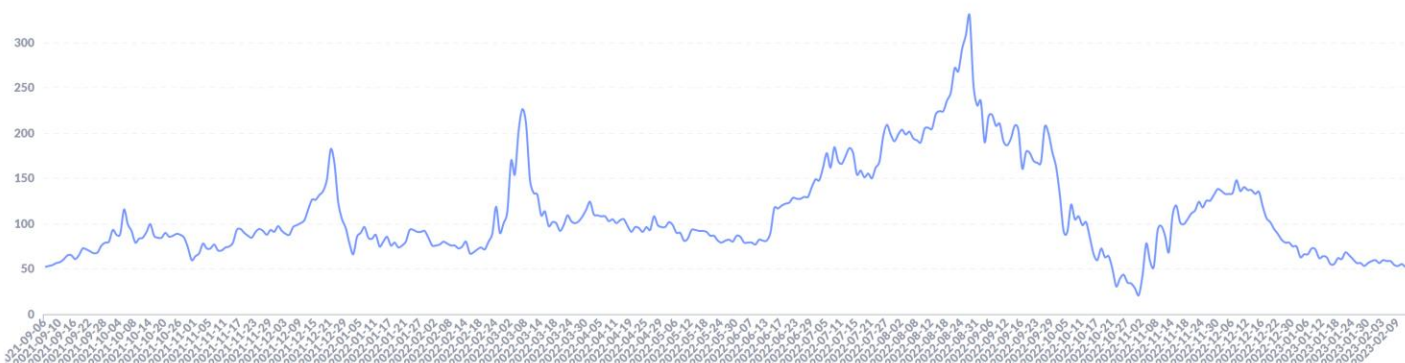
来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: LDPE 出厂价 (元/吨)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 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

4、行业动态

4.1 行业动态

- 韩束首家科学抗衰品牌体验中心开业

根据化妆品观察 2 月 15 日报道: 2 月 14 日, 韩束首家“科学抗衰品牌体验中心”, 在上海虹桥国际机场 T2 出发层开业, 这也是韩束品牌转型升级之后首次以全新形象和消费者在线下见面。

■ 花西子首个海外快闪店亮相日本

根据化妆品观察 2 月 16 日报道: 2023 年 2 月 15 日, 中国彩妆品牌花西子的线下快闪店 (Pop-Up Store) 活动, 在久负盛名的日本美妆线下集合店——@cosme 东京旗舰店中开展, 这是花西子自创立以来的第一个海外线下快闪店。

■ 华熙与乐敦将成立新合资公司

根据中国化妆品 2 月 14 日报道: 在第十六届中日节能环保综合论坛上, 华熙生物旗下子公司“华熙生物科技(海南)有限公司”与日本乐敦制药株式会社、BioMimetics Sympathies (简称“BMS”) 等共同投资成立的合资公司“华熙厚源生物科技(海南)有限公司”, 作为中日绿色低碳合作重点签约项目。

■ Revolution 彩妆上架美国沃尔玛

根据中国化妆品 2 月 14 日报道: 英国平价美妆品牌 Revolution Beauty 在美国沃尔玛上架, 该品牌目前已在 2,500 多个沃尔玛门店有售, 产品价格在 5 美元及以下。

■ 联合利华出售 Suave

根据中国化妆品 2 月 15 日报道: 联合利华宣布将其在北美的美容和个人护理品牌 Suave 出售给 Yellow Wood Partners LLC, 该交易预计 2023 年第二季度完成,

根据协议, 该品牌将继续由联合利华在美国和加拿大运营。Suave 的产品涵盖护发、护肤、皮肤清洁和除臭剂产品, 该品牌被认为是 20 世纪 30 年代首批将沙龙级护发带给公众的品牌之一。

■ 英国护肤品牌 Faace 获 16.5 万英镑众筹投资

根据中国化妆品 2 月 15 日报道: 英国护肤品牌 Faace 近日宣布获得 16.5 万英镑的众筹投资, 该轮众筹在网站 Seedrs 上发起。品牌创始人 Jasmine Wicks-Stephens 称, 众筹资金将用于推出三款新产品和一项跨品牌合作计划, 以及提升品牌在社交媒体中的影响力, 从而扩大知名度。

■ Armani 高定香氛展在上海开幕

根据中国化妆品 2 月 15 日报道: Armani (阿玛尼) 于上海展览中心举办阿玛尼高定私藏香氛展全球首展, 主题为“L' expo 时空浮游”。该展览将从 2 月 10 日持续至 2 月 26 日。该展览展出了 Armani/Privé 高定私藏香氛的五个系列。

■ Aveda 艾梵达进入中国旅游零售市场

根据中国化妆品 2 月 16 日报道: 高端护发护肤品牌 Aveda 艾梵达正式进入中国旅游零售市场。消费者可在三亚国际免税城和海口新海港国际免税城线下体验和购买 Aveda 艾梵达的产品, 亦可通过 cdf 海南免税官方商城和 cdf 会员购海南商城进行线上购买。

■ 毕生之研母公司出新护理品牌

根据中国化妆品 2 月 17 日报道: 毕生之研母公司上海科黛生物科技有限公司推出身体护理新品牌——eios 每一寸肌肤, eios 意为“every inch of skin”, 提供精细化护理。其同步开设了线下门店, 位于上海市长乐路。

■ 首批持证线上香氛师在天猫上岗

根据化妆品报 2 月 17 日报道: 2 月 13 日, 首批持证的线上香氛师开始在天猫上岗, 在 YSL、华伦天奴、PRADA 三个品牌的天猫官方旗舰店内提供服务, 服务范围覆盖香氛使用技巧、礼赠建议和香水科普等咨询。

4.2 公司公告

图表 11：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
锦盛新材	2 月 13 日	股东减持	持有公司股份 640.67 万股（占本公司总股本比例 4.2711%）的股东上海科丰拟通过集中竞价、大宗交易等一种或多种方式预计减持本公司股份合计不超过 640.67 万股，即不超过公司总股本的 4.2711%。
珀莱雅	2 月 14 日	减持计划	方玉友先生通过集中竞价交易方式累计减持公司股份 408.05 万股，占公司总股本 1.4392%；通过大宗交易方式累计减持公司股份 421.7 万股，占公司总股本的 1.4874%，合计减持公司股份 829.75 万股，占公司目前总股本的 2.9266%，目前方玉友先生持有公司股份 4.23 千万股，占公司目前总股本的 15.0217%。
青松股份	2 月 15 日	股东减持	吉安广佳于 2023 年 2 月 9 日至 2023 年 2 月 14 日期间通过深交所大宗交易方式减持公司无限售流通股股份 1 千万股，占公司总股本的 1.9358%，减持比例超过 1%。
洁雅股份	2 月 15 日	现金管理	公司使用部分闲置募集资金 5 千万元进行了现金管理，购买国元证券元鼎尊享定制 364 期固定收益凭证，预期年化收益率 3%。
翔港科技	2 月 16 日	担保额度	公司预计未来 12 个月为控股子公司久塑科技提供担保额度总计不超过 2 亿元人民币，该担保最高限额占公司最近一期经审计净资产的 34.10%。截至目前公司为久塑科技提供的担保余额为 1.05 亿元，占公司最近一期经审计净资产的 17.90%。
金发拉比	2 月 16 日	高管离职	孙豫先生因个人原因申请辞去公司副总经理职务，目前孙豫先生共持有公司股票 167.94 万股。
洁雅股份	2 月 16 日	工商变更	公司完成了工商变更登记，增加公司经营范围及修订公司章程。
朗姿股份	2 月 17 日	子公司业绩预告	公司子公司株式会社阿卡邦 2022 年度营业收入 9.12 亿元，同比增长 7.52%，营业利润 7602.87 万元，同比增长 129.12%。
健之佳	2 月 17 日	对外投资	公司向麦尔海投资人民币 3334.5 万元，其中等值 100 万美元部分用于向麦尔海缴纳认缴的新增注册资本，超过实缴注册资本的差额部分作为资本溢价计入麦尔海的资本公积金，由新老股东按增资后股权比例共享，公司履行出资义务后持有麦尔海 25%股权。
贝泰妮	2 月 17 日	减持计划	臻丽咨询在本次减持计划期间累计减持 65.6 万股，占公司总股本的 0.15%。本次减持计划的时间已过半，减持计划尚未实施完毕，目前持股 3400.02 万股，占总股本 8.03%。
拉芳家化	2 月 18 日	质押股份延期购回	吴滨华女士将其质押给广发证券的股份办理了延期购回，本次延期股数 745 万股，延期至 2024.2.8，占其所持股份 36.26%，占总股本 3.31%。

来源：公司公告，国金证券研究所

5、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