

轻工制造

报告日期：2023年02月23日

黎明将至，底部推荐出口产业链

——出口专题报告

投资要点

□ 库存从何而来？

21年需求高涨叠加海运周期拉长，海外客户主动加大下单；22年需求放缓同时海运优化，早期订单集中到港驱动库存上行。21年随着持续补贴与疫后经济修复，海外需求高涨，海外无论可选必选品需求快速放量，同时海运资源紧张拉长订单交付周期，对应客户集中下单&提前下单。22年海外通货膨胀加剧并进入加息周期，需求增长放缓，叠加海运22Q2后加速优化，21年集中下单时期订单加速到港驱动库存迅速上行。

□ 当前库存什么水平？

22年进入去库阶段后，出口开始承压，截至12月库存仍在高位。我们以我国对美出口为核心指标看，其与美国零售商库存增速具有明显正关联性，对应经济承压，海外进入去库周期时库存增速下降，我国出口同步承压，随着去库完成，增速回落至往常水平，将迎来一轮强补库周期推动的出口持续高景气。

□ 去库进入尾声，23Q1板块基本面或将筑底

从全品类库存考虑，本轮去库结束与订单边际改善有望在Q2显现：1)考虑海外库存基数22Q1-Q2加速提升，23Q1-Q2预计库存增速将进入加速下行阶段。

2)复盘看，除08年金融危机外，2000-2001年、2004-2005年等三轮强去库周期均持续约1年时间。考虑本轮去库周期从22Q2-Q3开始，我们预计本轮长周期&全品类维度的去库有望在23Q2-Q3迎来转变。

从核心零售商表现看，去库较为顺利，预计23Q2或恢复常态化下单，出口企业业绩将边际企稳。美国零售商库存22年普遍经历了累库阶段，其中Amazon、Target、BestBuy去库较为顺畅，值得注意的是Walmart、COSTCO截至Q4库存已经迅速接近合理水平。参考恢复较为顺畅的企业库存往往在2个季度内下降至合理水平，我们认为美国核心零售商有望于23Q2库存恢复常态，并开始稳定下单，驱动出口企业业绩边际企稳。

□ 细分品类&分地区修复节奏？

分区域：欧洲区域消费压力较为明显，美国区域占比较高的企业或率先修复。欧洲消费能力承压较为明显，随着俄乌战争爆发整体消费能力出现明显下行，对比看，美国区域消费能力实际仍较为稳定，对应库存修复后，海外客户下单水平或有望修复至21年水平以上，我们对23年出口企业业绩成长保持乐观。

分品类：历史成长性突出&承压较久的细分品类将率先修复，对应标的也将率先迎来低基数下的业绩释放。1)库存：家居建材品类库存增速已降低至历史50%分位数，为所有品类中历史分位数消化最低的品类。2)历史成长性&压力期：家居用品、自行车、人造草等历史成长性较好，22Q1压力较为明显。

□ 投资建议：低基数&底部标的将率先迎来业绩与估值修复

23年库存修复后海外客户恢复常态化下单，出口企业基于22年低基数，有望重回稳定成长从而带来估值与业绩修复。复盘看历轮加息周期后需求增速均将进入1-1.5年的下行周期，23年预期持续加息下海外需求客观而言难进入景气上行阶段，但市场已充分预期，部分承压较久的标的估值亦处于历史底部，我们预计在低基数下率先实现业绩修复的企业将率先迎来估值修复。基于以上逻辑，本轮推荐盈趣科技、久祺股份，关注匠心家居。宠物食品出口边际修复有望带动国内自主品牌估值修复，持续推荐中宠股份、佩蒂股份。

□ 风险提示

海外去库不及预期，汇率波动风险，海外经济超预期衰退。

行业评级：看好(维持)

分析师：史凡可

执业证书号：S1230520080008
shifanke@stocke.com.cn

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

相关报告

1 《家居零售客流复苏，期待315表现；关注本周消费情况更新——轻工行业周报》

2023.02.20

2 《英美烟草22A新型烟草高增，雾化&HNB双管齐下——电子烟行业点评》 2023.02.16

3 《IQOS 22Q4增长提速，持续看好核心供应商盈趣科技——电子烟行业点评》 2023.02.15

正文目录

1 去库进入尾声，出口链黎明将至	4
1.1 库存从何而来?	4
1.2 当前库存什么水平?	4
1.3 去库进入尾声，23Q1 板块基本面或将筑底.....	5
1.4 细分品类&分地区修复节奏?	6
2 投资建议：低基数&底部标的将率先迎来业绩与估值修复.....	7
3 风险提示	8

图表目录

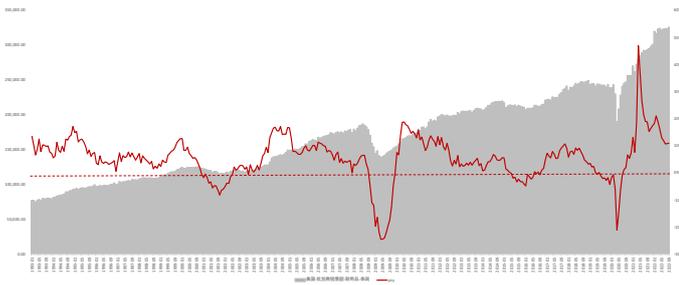
图 1: 美国耐用品销售增速 21 年快速上行.....	4
图 2: 美国非耐用品销售增速 21 年快速上行.....	4
图 3: 海运费走势 (美元/标准柜)	4
图 4: 美国耐用品库存与增速.....	5
图 5: 美国非耐用品库存与增速.....	5
图 6: 对美出口额增速与美国零售商库存增速.....	5
图 7: 欧盟零售销售指数与增速.....	6
图 8: 美国个人消费支出耐用品与非耐用品.....	6
表 1: 美国重点零售企业库存与历史分位数.....	6
表 2: 美国细分品类月度库存增速与 12 月增速历史分位数.....	7
表 3: 我国出口细分品类规模与增速.....	7
表 4: 市场预期年内或难以降息.....	8
表 5: 出口标的季度收入增速.....	8

1 去库进入尾声，出口链黎明将至

1.1 库存从何而来？

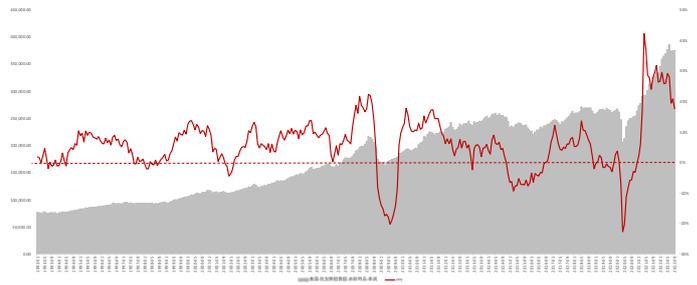
21 年需求高涨叠加海运周期拉长，海外客户主动加大下单。21 年随着持续补贴与疫后经济修复，海外需求高涨，海外无论可选必选品需求快速放量，同时海运资源紧张拉长订单交付周期（从一个季度延长至半年甚至更久），对应客户集中下单&提前下单以加大库存储备满足 C 端需求。

图1：美国耐用品销售增速 21 年快速上行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：美国非耐用品销售增速 21 年快速上行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

22 年需求放缓同时海运优化，早期订单集中到港驱动库存上行。22 年海外通货膨胀加剧叠加进入加息周期，需求增长放缓（绝对值环比仍平稳），叠加海运 22Q2 后加速优化，21 年集中下单订单开始集中到港驱动库存迅速上行。

图3：海运费走势（美元/标准柜）



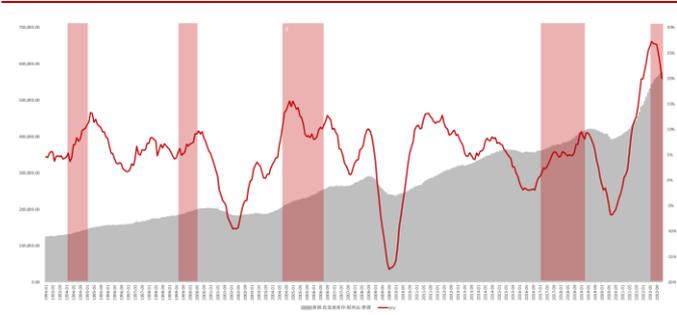
资料来源：Freightos，浙商证券研究所

1.2 当前库存什么水平？

22 年进入去库阶段后，出口开始承压，截至 12 月库存仍在高位。我们以我国对美出口为核心指标看，其与美国零售商库存增速具有明显正关联性，对应经济承压，海外进入

去库周期时库存增速下降，我国出口同步承压，随着去库完成，增速回落至往常水平将迎来一轮强补库周期推动的出口持续高景气。

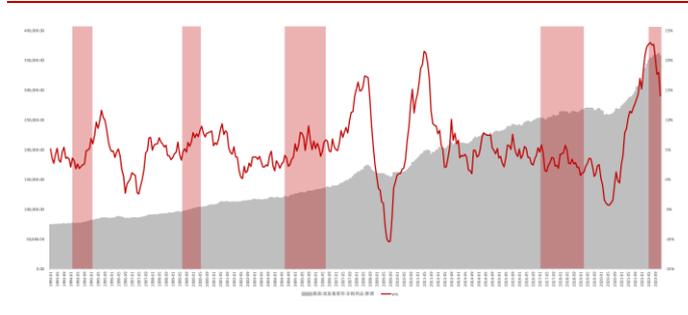
图4：美国耐用品库存与增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：红色区域为加息周期

图5：美国非耐用品库存与增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：红色区域为加息周期

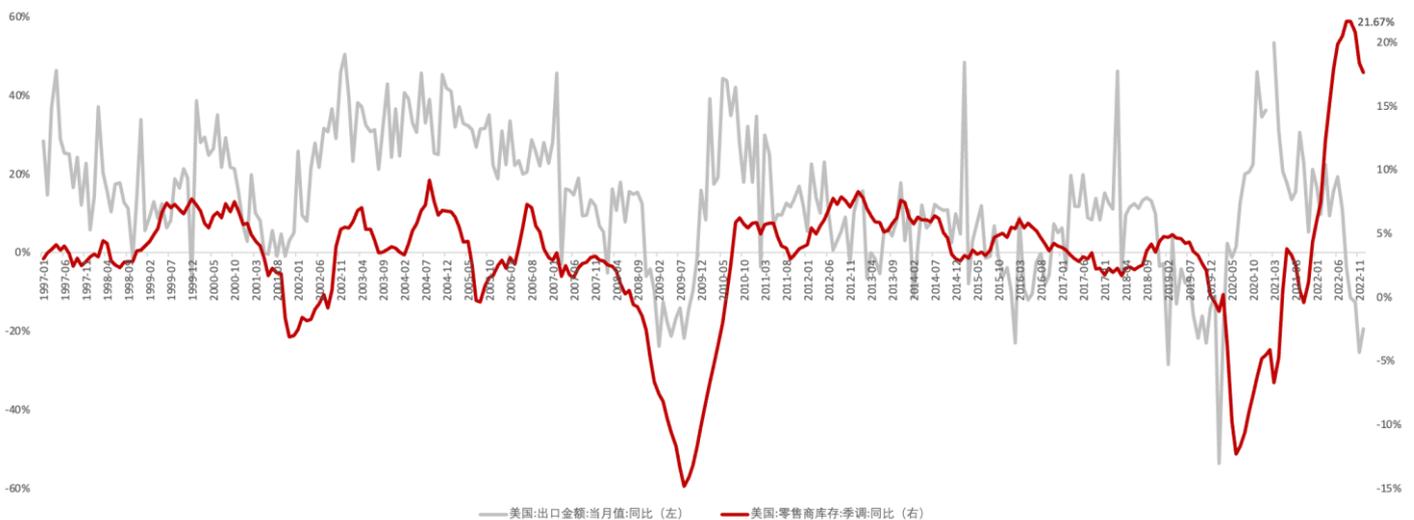
1.3 去库进入尾声，23Q1 板块基本面或将筑底

从全品类库存考虑，本轮去库结束与订单边际改善有望在 Q2 显现，对应当前即为板块最底部：

1) 考虑海外库存基数 22Q1-Q2 加速提升 (1-6 月库存增速分别为 6%/7%/12%/15%/18%/20%)，对应 23Q1-Q2 预计库存增速将进入加速下行阶段，看好海外客户下单需求在 Q2 迎来边际修复。

2) 复盘看，除 08 年金融危机带来的去库周期持续了近 2 年后，2000-2001 年、2004-2005 年等三轮强去库周期均持续约 1 年时间。考虑本轮去库周期从 22Q2-Q3 开始，我们预计本轮长周期&全品类维度的去库有望在 23Q2-Q3 迎来转变。

图6：对美出口额增速与美国零售商库存增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从核心零售商表现看，去库较为顺利，预计 23Q2 或恢复常态化下单，出口企业业绩将边际企稳。美国零售商库存 22 年普遍经历了累库阶段，其中 Amazon、Target、BestBuy 去库较为顺畅，Home Deopt、Walmart 库存/销售仍处于历史较高位置，值得注意的是 Walmart、COSTCO 截至 Q4 库存已经迅速接近合理水平。参考恢复较为顺畅的企业库存往往在 2 个季度内下降至合理水平，我们认为美国核心零售商有望于 23Q2 库存恢复常态，并开始稳定下单，驱动出口企业业绩边际企稳。

表1：美国重点零售企业库存与历史分位数

		22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
Amazon	库存/销售比	0.30	0.16	0.10	0.07
	历史分位	67%	84%	26%	13%
Target	库存/销售比	0.60	0.30	0.22	
	历史分位	100%	100%	66%	
Walmart	库存/销售比	0.43	0.20	0.14	0.09
	历史分位	100%	100%	96%	71%
Home Depot	库存/销售比	0.65	0.32	0.21	0.16
	历史分位	71%	100%	100%	100%
BestBuy	库存/销售比	0.59	0.29	0.23	
	历史分位	100%	73%	0%	
Costco	库存/销售比	0.16	0.11	0.08	0.34
	历史分位	78%	100%	100%	11%
Lowe's	库存/销售比	0.86	0.38	0.27	
	历史分位	100%	100%	100%	
Kroger	库存/销售比	0.16	0.09	0.08	
	历史分位	23%	16%	24%	
Albertsons	库存/销售比	0.20	0.12	0.09	
	历史分位	18%	21%	0%	
Dollar General	库存/销售比	0.70	0.38	0.26	
	历史分位	100%	100%	100%	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.4 细分品类&分地区修复节奏？

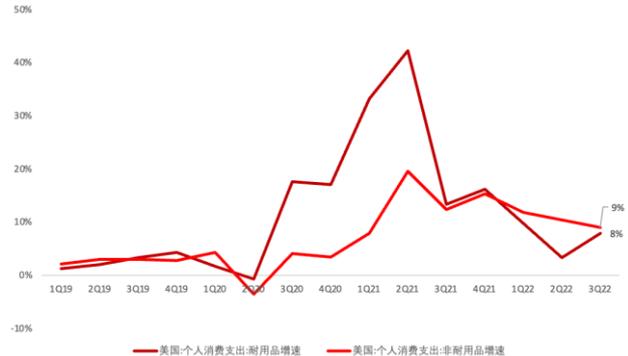
欧洲区域消费压力较为明显，美国区域占比较高的企业或率先修复。从核心出口区域欧洲及美国看，欧洲消费能力承压较为明显，随着俄乌战争爆发整体消费能力出现明显下行，12 月欧洲零售销售指数 114.2，同比下降 3%，环比下降 3%。对比看，本轮美国区域消费能力实际仍较为稳定，截至 22Q3 美国个人消费的耐用品与非耐用品高基数下仍保持了稳健成长，对应库存修复后，海外客户下单水平或有望修复至 21 年水平以上，我们对 23 年出口企业业绩成长保持乐观。

图7： 欧盟零售销售指数与增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8： 美国个人消费支出耐用品与非耐用品



资料来源：Wind，浙商证券研究所

分品类看，历史成长性突出&承压较久的细分品类将率先修复，对应标的也将率先迎来低基数下的业绩释放。1) 库存：家居建材品类库存增速已降低至历史 50%分位数，在所有品类中历史分位数消化处于较低水平。2) 历史成长性&压力期：家居用品、自行车、人造草等历史成长性较好，22Q1 压力较为明显。

表2：美国细分品类月度库存增速与 12 月增速历史分位数

	库存同比	2022.9	2022.10	2022.11	2022.12	12月历史分位
耐用品:家具及家居摆设		42.41%	34.69%	27.57%	20.92%	57%
耐用品:木材及其他建材		19.48%	16.46%	16.47%	10.90%	50%
耐用品:专业及商业设备和用品		18.62%	16.32%	16.13%	10.16%	70%
耐用品:电气和电子产品		32.61%	33.28%	29.57%	26.36%	82%
耐用品:五金、水暖及加热设备和用品		34.07%	31.29%	27.92%	25.03%	74%
耐用品:机械设备和用品		23.12%	25.83%	27.20%	28.89%	100%
非耐用品:纸及纸制品		16.04%	15.33%	13.48%	8.57%	67%
非耐用品:服装及服装面料		66.99%	59.42%	57.12%	46.77%	73%
非耐用品:化学品及有关产品		25.10%	20.23%	17.70%	15.25%	73%
非耐用品:石油及石油产品		17.31%	10.76%	18.60%	9.73%	45%
非耐用品:药品及杂品		12.82%	7.80%	14.71%	10.60%	52%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表3：我国出口细分品类规模与增速

单位:亿元	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2022M1	2022M2	2022M3	2022M4	2022M5	22M6	22M7	22M8	22M9	22M10	22M11	22M12
床垫	出口金额 90.02	110.76	93.48	92.15	100.85	105.33	9.56	5.23	7.70	9.69	8.85	8.31	8.10	8.22	9.81	10.20	10.04	9.61
	YOY 23.05%	-15.61%	-1.42%	9.44%	4.44%	4.93%	-22.85%	2.99%	12.25%	9.90%	-0.68%	-3.13%	-4.44%	19.77%	18.71%	9.14%	1.42%	
休闲沙发	出口金额 551.39	584.02	533.06	522.24	632.20	536.40	55.31	30.22	44.49	46.60	49.82	47.41	46.74	41.06	42.28	44.28	44.60	43.59
	YOY 5.92%	-8.73%	-2.03%	21.06%	-15.15%	1.72%	-16.01%	-1.87%	-12.92%	-4.24%	-10.75%	-8.92%	-24.79%	-20.62%	-24.14%	-27.06%	-26.31%	
功能沙发	出口金额 266.33	317.58	402.54	514.06	606.64	581.83	62.73	35.01	47.48	51.51	50.13	46.19	42.13	41.95	45.29	51.59	52.90	54.93
	YOY 19.24%	26.75%	27.71%	18.01%	-4.09%	12.02%	-8.20%	2.13%	-7.64%	-6.88%	-11.38%	-14.92%	-12.53%	1.54%	3.56%	-4.06%	-4.09%	
办公椅	出口金额 334.18	371.10	402.68	487.20	613.24	530.60	60.01	32.67	48.01	50.43	45.10	41.77	38.43	35.64	38.64	43.89	46.66	49.35
	YOY 11.05%	8.51%	20.99%	25.87%	-13.48%	7.03%	-8.36%	-5.28%	-9.89%	-15.47%	-17.04%	-15.98%	-27.02%	-18.33%	-17.55%	-19.08%	-15.48%	
升降桌椅	出口金额 140.60	166.34	192.81	274.43	331.57	216.82	10.80	16.53	18.86	20.62	20.85	20.13	19.56	20.73	23.29	22.75	22.70	
	YOY 18.30%	15.91%	42.33%	20.82%	-34.61%	-35.42%	-29.83%	-36.24%	-30.24%	-28.96%	-25.49%	-34.78%	-26.66%	-24.14%	-21.52%	-17.40%		
PVC地板	出口金额 227.75	306.94	334.96	381.86	430.52	421.54	40.71	26.65	37.03	36.01	39.49	42.24	40.77	33.37	32.46	29.93	30.41	32.47
	YOY 34.77%	9.13%	14.00%	12.74%	-2.09%	19.68%	5.01%	25.77%	3.94%	22.44%	5.73%	16.43%	-19.16%	-13.78%	-28.37%	-16.69%	-23.78%	
电动摩托车及脚踏车	出口金额			242.58	341.65	355.54	30.33	21.22	25.97	25.57	29.92	34.55	39.03	36.98	34.53	29.24	28.13	20.06
	YOY			40.84%	4.07%	34.00%	0.70%	11.20%	-8.40%	4.00%	3.90%	27.10%	18.20%	8.76%	-10.79%	-8.06%	-26.80%	
自行车	出口金额 211.54	214.42	196.34	252.47	330.17	247.83	27.17	17.57	22.65	19.16	20.50	23.83	23.01	21.35	20.61	17.88	17.27	16.82
	YOY 3.21%	1.37%	-8.43%	28.59%	30.78%	-24.94%	3.44%	-5.51%	-6.20%	-34.69%	-33.02%	-16.13%	-23.92%	-24.58%	-28.87%	-30.21%	-43.15%	-42.52%
宠物食品	出口金额 125.16	141.65	134.71	141.85	168.58	201.67	18.78	11.76	17.36	16.72	19.51	18.53	17.09	17.29	15.19	16.27	16.37	16.81
	YOY 13.18%	-4.90%	5.30%	18.84%	19.63%	42.23%	22.56%	22.61%	21.63%	54.17%	30.15%	20.91%	31.21%	4.27%	17.76%	-4.33%	-7.57%	
宠物尿垫	出口金额 20.29	24.84	28.29	29.83	33.46	38.43	3.26	2.16	3.08	2.91	3.52	3.30	3.65	3.46	3.31	3.37	3.31	3.11
	YOY 22.38%	13.93%	5.42%	12.17%	14.85%	18.39%	-8.36%	13.43%	23.57%	29.75%	36.58%	30.48%	13.76%	7.56%	12.43%	0.82%	4.94%	
遮阳篷	出口金额 56.62	64.10	69.03	70.48	96.47	98.65	13.22	8.50	11.44	12.21	9.60	7.84	6.38	5.25	4.67	5.39	6.52	7.64
	YOY 13.21%	7.69%	2.10%	36.87%	2.26%	59.13%	11.60%	19.51%	35.49%	0.37%	-4.76%	-10.69%	-12.50%	-25.14%	-28.00%	-23.22%	-13.34%	
保温杯	出口金额 134.05	150.81	187.57	180.24	231.13	283.67	25.61	13.79	18.54	23.06	26.43	27.09	26.67	22.37	24.48	27.36	24.83	23.43
	YOY 12.50%	24.38%	-3.91%	28.23%	22.73%	32.06%	0.33%	39.52%	30.71%	44.46%	35.50%	41.79%	6.84%	7.77%	26.02%	11.68%	4.79%	
塑料制品	出口金额 548.94	605.12	705.60	789.48	980.10	1,163.69	100.09	53.82	82.47	96.87	103.91	104.18	99.67	93.49	105.26	108.17	108.27	107.50
	YOY 10.23%	16.60%	11.89%	24.14%	18.73%	21.25%	-3.39%	19.27%	25.31%	28.44%	25.37%	26.29%	10.92%	18.73%	25.75%	12.66%	10.36%	
人造草坪	出口金额 72.20	82.38	79.68	78.39	85.23	67.36		4.49	6.22	5.69	6.41	6.51	6.59	6.16	6.45	6.08	6.05	6.72
	YOY 14.10%	-3.27%	-1.62%	8.72%	-20.96%	-20.89%	-12.14%	-18.80%	-16.02%	-15.91%	-3.44%	-8.86%	4.46%	-7.69%	-20.68%	-12.06%		
充气床垫	出口金额 11.05	11.72	12.94	12.65	16.93	18.38	1.65	1.63	1.78	2.43	2.02	1.76	1.43	1.28	1.23	1.06	0.92	1.19
	YOY 6.10%	10.44%	-2.27%	33.83%	8.58%	20.25%	41.88%	8.69%	56.46%	34.52%	8.20%	17.41%	1.64%	8.58%	-11.72%	-46.50%	-23.43%	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 投资建议：低基数&底部标的将率先迎来业绩与估值修复

23 年库存修复后海外客户恢复常态化下单，出口企业基于 22 年低基数，有望重回稳定成长从而带来估值与业绩修复。复盘看历轮加息周期后需求增速均将进入 1-1.5 年的下行周期，23 年预期持续加息下海外需求客观而言难进入景气上行阶段，但市场已充分预期，部分承压较久的标的估值亦处于历史底部，我们预计在低基数下率先实现业绩修复的企业将率先迎来估值修复。

表4：市场预期年内或难以降息

MEETING PROBABILITIES							
MEETING DATE	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/3/22	0.0%	0.0%	79.0%	21.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	1.2%	78.1%	20.7%	0.0%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.4%	27.1%	58.7%	13.7%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.3%	19.8%	50.1%	26.0%	3.7%
2023/9/20	0.0%	0.0%	1.5%	21.7%	48.7%	24.7%	3.5%
2023/11/1	0.0%	0.3%	5.6%	27.2%	43.8%	20.4%	2.8%
2023/12/13	0.2%	3.0%	16.7%	35.7%	31.7%	11.3%	1.4%

资料来源：FedWatch，浙商证券研究所

基于以上逻辑，本轮推荐**盈趣科技**、**久祺股份**，关注**匠心家居**，宠物食品出口边际修复进行中，有望带动国内自主品牌估值修复，叠加乖宝 Q2 有望上市，当前持续推荐**中宠股份**、**佩蒂股份**。

表5：出口标的季度收入增速

公司	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3
盈趣科技	18.6%	-25.8%	-20.6%	-50.9%	-44.7%
永艺股份	-4.5%	8.3%	-5.5%	-10.1%	-7.1%
浙江正特					-14.8%
天元宠物					25.7%
匠心家居	21.9%	-1.9%	1.1%	-39.0%	-35.6%
久祺股份	75.6%	24.8%	3.3%	-29.4%	-49.7%
佩蒂股份	-47.8%	-3.3%	7.0%	28.7%	149.5%
玉马遮阳	48.0%	14.9%	9.6%	9.3%	3.4%
海象新材	39.5%	60.3%	11.5%	19.1%	0.3%
梦百合	4.7%	1.2%	13.5%	-3.5%	-10.2%
依依股份	10.2%	15.4%	13.9%	43.7%	10.3%
麒盛科技	47.9%	14.6%	14.1%	2.2%	-20.2%
哈尔斯	25.4%	49.8%	15.7%	24.9%	2.5%
乐歌股份	20.0%	6.9%	15.8%	6.4%	8.6%
共创草坪	8.2%	9.0%	27.8%	0.3%	9.1%
恒林股份	8.7%	19.1%	35.7%	12.8%	7.4%
家联科技	10.1%	15.0%	35.8%	111.8%	79.2%
源飞宠物	0.0%	0.0%	40.4%	-13.6%	-33.7%
中宠股份	19.5%	41.9%	41.6%	14.2%	13.0%
浙江自然	53.2%	38.3%	46.6%	13.2%	-1.2%
松霖科技	46.7%	49.0%	49.3%	37.0%	-2.7%
天振股份			51.9%		-10.3%
嘉益股份	115.7%	49.8%	131.2%	97.1%	116.2%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3 风险提示

1) **海外去库不及预期**：若海外零售商去库进度不及预期，对应上游出口链企业业绩修复将滞后，股价或因此承压。

2) **汇率波动风险**：22 年出口企业受益于汇率贬值，23 年汇率若大幅上行或影响企业盈利能力。

3) **海外经济超预期衰退**：若海外经济超预期衰退，需求端大幅承压，出口企业业绩修复或不达预期。

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>