

## 商贸零售

优于大市（维持）

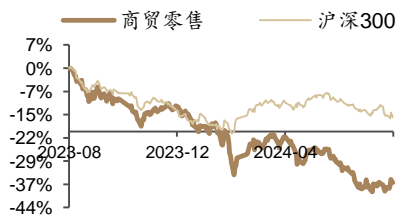
证券分析师

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



资料来源：聚源数据，德邦研究所

相关研究

- 《——美妆&零售板块周报 0729-招股书拆解-颖通控股：中国最大的香水品牌管理公司》，2024.7.29
- 《——美妆&零售板块周报 0722-Q3 海外零售步入旺季，亚马逊会员日销售同增11%》，2024.7.22
- 《华致酒行(300755.SZ)：首次发布特别分红，重视股东回报》，2024.7.12
- 《青木科技(301110.SZ) 24H1 业绩预告点评：业绩延续高增长，AI 赋能和品牌管理带来广阔空间》，2024.7.11
- 《结构性分化，布局中报寻找α——美妆&零售板块 Q2 总结及 Q3 策略》，2024.7.4

# 从韩国龙头丽珠兰，看三文鱼水光市场空间

## ——商贸社服板块周报 0811

投资要点：

- **周专题：近期江苏吴中投资丽徠科技，布局 PDRN “婴儿针”，我们分析海外龙头丽珠兰市场表现，映射国内市场。**
- **水光针市场规模：全球增长整体提速，我国消费意愿及消费潜力居首：(1) 全球市场：根据 POLARIS Market Research 数据，截至 2023 年，全球水光针市场规模已经达到 11.1 亿美元，随着医美人群扩容与合规品种的增加，POLARIS Market Research 预计全球市场在 2032 年扩容至 23.8 亿元，预期 2023-2032 年 CAGR 为 8.8%；(2) 中国市场：水光针市场需求庞大，据德勤中国与艾尔建美学 2024 年一季度需求者调研，2023 年，水光在中高收入医美需求者/医美潜力人群的注射类医美治疗项目中均排名第一，消费占比分别达 43%/16%。2024 年，31% 的消费者计划维持或增加水光针项目，位列注射类项目第一。**
- **水光针成分辨析：PDRN 具备抗炎、抗敏感等独特功效：当前，水光针已经迭代三代，且市场已经出现胶原蛋白添加、配合肉毒素治疗等差异化疗法。综合对比其他水光针产品，我们认为 PDRN 具备以下优势：(1) 成分端：PDRN 是从三文鱼 DNA 中直接提取的核酸物质，与人体 DNA 碱基序列高度类似，具有较低的免疫原性，不易引起过敏反应；(2) 功效端：在抗炎、抗敏感等方面表现突出。**
- **龙头品牌丽珠兰全面布局 PDRN/PN，利润空间丰厚：PN 与 PDRN 均为从三文鱼中提取，其中 PN 为 PDRN 的二次精制，分子量更大，且具有三维立体支撑结构，更有利于营养吸收和分子移动，但二者在功效和提取方式上差异不大，当前，丽珠兰具备 skinbooster3+3、丽珠兰白瓷、丽珠兰三文鱼三种 PDRN 产品和四种 PN 产品，韩国 velyb 整形医院终端价大多在 3000-4000 元之间。**
- **PRP 出口内销双增，反映水光针广袤市场：据 PRP 公司 2023 年报，医疗器械业务（以填充为主，PN 用面部注射为主要产品之一）实现营收 1361.4 亿韩元，较 2019 年同期增长 372.1%；其中内销/出口分别实现 949.7 亿/411.7 亿韩元，较 2019 年同期增长 365.4%/388.3%。我们认为，在疫情后 PRP 营收高增或来自于水光针产品贡献，产品迅速爬坡且市场空间较大。**
- **国内市场映射：江苏吴中投资丽徠科技，布局 PDRN 水光针。根据江苏吴中 2024 年 7 月 29 日公众号显示，公司对丽徠科技投资，获得其 PDRN 产品的独家权益，当前，PDRN 溶液已经进入临床试验阶段，在国内进度相对领先，有望成为国内首批上市的 PDRN 三类械产品。**
- **本周重点公司公告：(1) 商贸零售：1) 周生生：24H1 净利润 5.0-5.5 亿港元，同比下降 33%-40%，主要由于金价新高和经济环境挑战带来的消费疲弱，导致珠宝钟表零售收入下降且贵金属借贷按市值重估出现未变现亏损导致；2) 康耐特光学：24H1 营收 9.76 亿/+17.5%，归母净利润 2.09 亿/+31.6%，主要由于渠道优化和产品升级、产品组合优化；(2) 社会服务：1) 锦江酒店：发布 24 年激励计划，共授予股权 800 万股，24-26 年扣非归母净利润收益率分别≥5.8%/7%/8%、扣非归母净利润增速≥30%/65%/100%（以 2023 年为基数），两者均不低于对标企业 75% 分位数或同行业平均水平，主业利润率≥11%/12.5%/14%，每年新增开业酒店≥1200 家或 24-26 年累计新开店≥3600 家；2) 长白山：24H1 营业收入 2.54 亿元/+51.73%；归母净利润 0.21 亿元/+71.70%，景区接待游客数量同增 64.3%；3) 行动教育：24H1 实现营业收入 3.9 亿元，同增 35.2%，扣非归母净利润 1.4 亿元，同增 38.8%，系大客户战略成功、品牌影响力提高、人才梯队建设取得成效所致；**

4) 米奥会展: 24H1 实现营业收入 2.6 亿元, 同比-26.4%, 扣非归母净利润 0.37 亿元, 同比-50.2%, 主要系部分展会时间改为下半年举办所致。

- **本周重点行业新闻:** 1) 抖音推出“多单立减”机制, 即用户下单后, 商家可以在后台配置限时优惠券, 引导用户在限定时间内、同地址再次下单购买同店商品, 以提升复购率; 2) 京东百亿补贴进行重大调整, 追加专项补贴用于扶持美妆品类; 3) 资生堂集团上半年销售额微降 0.5%, 经营亏损 27 亿日元; 4) 胖东来调改永辉超市第二家门店营业, 永辉超市已启动全国范围内调改; 5) 文化和旅游部有关负责人表示, 鼓励各地实施景区门票优惠、满减优惠, 以推动文旅行业发展, 发挥促增长惠民生的作用。
- **投资建议:** 我们在 2024 年 7 月 4 日外发的行业季度报告《结构性分化, 布局中报寻找  $\alpha$ ——美妆&零售板块 Q2 总结及 Q3 策略》中提到, 二季度社零低预期+地产恢复弱+茅台批价下跌, 消费板块风偏下降, 消费板块跑输大盘, 但仍存在结构性行情, 化妆品超额收益明显、龙头公司 618 延续高增长, 出海板块持续回升, 自下而上选股龙头超额收益突出。我们预估 Q3 宏观消费仍旧偏弱, 且三季度多个板块均为淡季, 预估板块  $\beta$  超额收益较弱, 且 7-8 月逐步迎来中报兑现期, 把握绩优公司的个股性机会。**(1) 短期视角:** 1) **时代天使:** 儿童型产品及下沉市场渠道覆盖深耕中国市场, 海外通过产品性价比+医生服务+及时交付有望抢占市场份额, 预估高成长潜力。2) **润本股份:** 中报超预期, 逐步迎来婴童护理旺季, 新品陆续上新+抖音高增催化。3) **江苏吴中:** 童颜针放量增长, 布局胶原蛋白、玻尿酸等多款产品。**(2) 长期视角:** 1) **巨子生物:** 明星单品增量明显, 化妆品平台型逻辑逐步兑现, 储备多款胶原注射产品, 我们预计 24 年净利润对应 21.25X PE。2) **名创优品:** 预估国内同店逐步恢复, 海外展店顺利推进, 24 年 wind 一致预期对应的估值 13.45X PE, 建议重点关注。3) **乖宝宠物:** 宠物食品龙头企业, 产品研发、渠道运营、多品牌打造领先, 激励计划提振信心。4) **赛维时代:** 半年报归母同增 52%-65%、板块景气度高, Q3 开始进入海外零售旺季。
- **风险提示:** 终端需求疲软; 行业竞争加剧; 客流回暖低于预期; 经销商管理风险

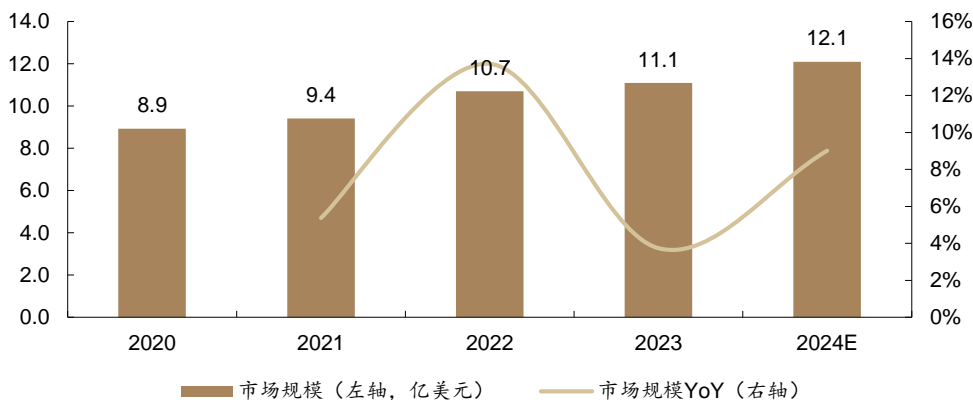
#### 行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资上期	评级本期
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E		
2367.HK	巨子生物	1.41	1.84	2.36	27.73	21.25	16.57	买入	维持
603605.SH	珀莱雅	3.01	3.81	4.75	29.16	23.04	18.48	买入	维持
603193.SH	润本股份	0.56	0.72	0.9	30.82	23.97	19.18	增持	维持
300896.SZ	爱美客	8.59	8.03	10.33	27.84	21.30	16.56	买入	维持
832982.BJ	锦波生物	4.41	5.46	7.63	39.35	31.78	22.74	买入	维持
600200.SH	江苏吴中	-0.1	0.18	0.32	-	47.83	26.91	增持	维持
6699.HK	时代天使	0.32	0.43	1.04	174.53	129.88	53.70	买入	维持
6181.HK	老铺黄金	2.52	4.72	5.89	29.65	15.83	12.69	买入	维持
600612.SH	老凤祥	4.23	4.92	5.61	11.98	10.31	9.05	买入	维持

资料来源: wind、各公司公告、德邦研究所; 注: 老凤祥采用 wind 一致预期, 其余来自于德邦研究所预测; 爱美客 23 年送股调整; 采用 0.9169 港币兑人民币汇率, 采用 2024 年 8 月 9 日收盘价

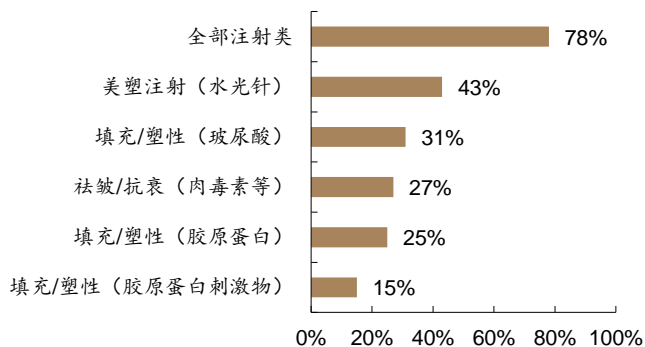
## 1. 专题：江苏吴中投资丽徕科技，布局 PDRN “婴儿针”

图 1：全球水光针市场规模及同比



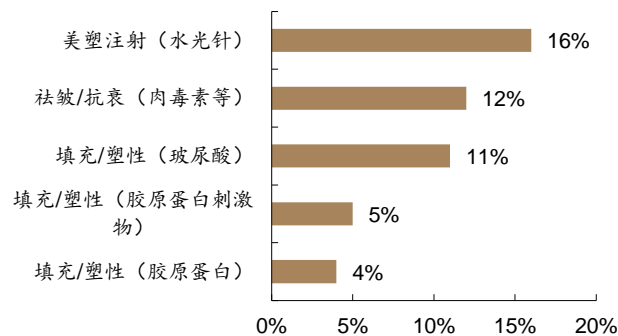
资料来源：POLARIS Market Research, KBVresearch, Econmarketresearch, Fact.MR, 德邦研究所

图 2：2023 年中高收入医美需求者主要消费的医美项目占比



资料来源：德勤中国，艾尔建美学，德邦研究所

图 3：23 年潜力消费者治疗项目占比



资料来源：德勤中国，艾尔建美学，德邦研究所

表 1：水光针成分特点及功效一览

	第一代水光针	第二代水光针		第三代水光针	其他添加/搭配成分		长效水光
	玻尿酸（透明质酸）	动能素	聚能素	PDRN（多氧核糖核苷酸）	胶原蛋白	肉毒素添加	
成分特点	小分子量玻尿酸（透明质酸），易于被皮肤吸收	透明质酸、多种矿物质、氨基酸、维生素、核酸、辅酶、抗氧化物以及微量元素等	常见成分有九肽、烟酰胺、谷胱甘肽因素	PDRN 是从三文鱼 DNA 中提取的一种核糖物质，与人体 DNA 碱基序列高度相似，因此具有较低的免疫原性，不易引起过敏反应	一种天然的蛋白质，是皮肤弹性纤维的重要组成部分	神经毒素，能够阻断神经与肌肉之间的信号传递	具有更高的交联成分
功效	提供补水保湿作用	刺激胶原蛋白再生，恢复皮肤厚度	针对性进行营养补给，具有美白、去黄、去黑、淡斑、去黑眼圈、强氧化和抗炎等效果	改善皮肤炎症、敏感状态、细纹等问题，并有助于皮肤屏障的修复。	补充胶原蛋白，恢复皮肤的弹性和紧致度；改善皱纹	在水光针中，肉毒素通常用于改善细纹和皱纹	具备填充效果

资料来源：医美部落，医美归医公众号，RaRE beauty 公众号，淮安科耐美医疗科技公众号，新疆人民医院整形外科公众号等，德邦研究所

**表 2：水光针成分特点及功效一览**

产品	功效	核心成分	终端价（韩国，人民币）
蓝盒	全效祛痘美肤小蓝盒攻克痘痘、痘印；促进新肌再生；自然修复损伤，提升紧致肌肤。	PN	3300
黑盒	全能逆龄抗衰小黑盒，促进胶原蛋白生成，恢复肌肤弹性；减少皱纹，改善肌肤松弛；紧致肌肤，提升面部轮廓；使肌肤嫩滑有光泽。	PN	2980-6000
红盒	加强版，配方升级。再生(PN)+水光(HA)二合一小红盒针对老化肌肤及受损肌肤；水光与再生成分双效合一，有效改善肌肤内环境，还原肌肤水润健康状态。	PN	3300
白盒	专注眼周肌肤修复小白盒改善眼周肌肤问题，有效祛除黑眼圈、眼袋；淡化眼部皱纹、色斑。	PN	3500
skinbooster3+3	丽珠兰皮肤能动素，c-pdrn 成分，修复再生，修复剂肌肤屏障，饱满肌肤，可以单独使用也可以添加到水光使用	A 剂（C-PDRN、HA）+B 剂（4 种氨基酸：甘氨酸、L-赖氨酸、L-亮氨酸+L-脯氨酸）	3610
丽珠兰白瓷	添加了美白淡斑功效的全能型水光，修复再生，美白淡斑，恢复婴儿水光肌。干湿分离，最大限度保持产品活性和功效，由 1 剂和 2 剂组成。	A 剂（C-PDRN、HA、B5）+B 剂（谷胱甘肽、维生素 C、氨甲环酸）	3790
丽珠兰三文鱼	祛除红血丝、收缩毛孔、调节油水平衡，重组皮肤弹性、祛痘印化淡黑色素沉着，主打修复再生破损组织、肤色不均，角质受损	PDRN	3230

资料来源：丽珠兰官方微博，医美部落，荔枝美等，德邦研究所；注：终端价为韩国 velyb 整形医院价格，终端价仅为示意性



## 2. 投资观点：布局 8 月中报业绩

**出海板块——政策加码，高景气度延续：跨境电商方面：**Q3 开始进入海外零售旺季，部分公司已经披露中报预告，财务表现持续验证跨境电商板块景气度，看好跨境电商行业长期发展空间，行业逐渐进入合规化、品牌化的高质量发展阶段，建议关注赛维时代/致欧科技/安克创新等龙头标的。**新零售方面：**名创优品 24Q1 业绩高增长，其中海外市场收入 yoy+52.6%，海外门店数量+19.7%、同店销售+21%，侧面验证海外扩张高景气度，泡泡玛特预告中报收入同比增速不低于 55%，净利润增长不低于 90%，建议关注名创优品/泡泡玛特海外门店扩张情况、小商品城出口情况。

**医美——关注 24H2 同比改善及新品获批：**Q2 高基数下同增略有压力，且高端可选消费受宏观环境影响，再生、胶原多新品推出，市场加剧竞争。天气炎热+出行影响，Q3 虽为淡季、但在同期低基数下增速有望环比改善，24Q4 医美旺季下的边际改善效应或更为明显，且 24H2-25 年龙头公司储备多款新品，龙头公司回调至估值低位，建议长期配置爱美客/锦波生物，短期关注江苏吴中及时代天使中报业绩。

**黄金珠宝——金价重新进入上升通道，迎来动销及开店旺季：**Q2 金价快速上涨，影响加盟商拿货意愿及终端消费，5 月金银珠宝社零消费同比下降 11%，但 6 月下滑 3.7%、金价趋稳后环比略有改善。Q3/Q4 为珠宝加盟补货与终端消费旺季，预计下半年金价企稳后黄金消费量有望走向回暖，品牌拓店或于下半年集中推进，经过 Q2 股价回调后，公司已处于低估值阶段，高分红板块在长期具备配置性价比，关注老凤祥/菜百股份/老铺黄金。

**化妆品——618 大促或有虹吸，关注达播合作及上新节奏：**618 大促前置，天猫止跌回升，抖音竞争加剧，在弱需求的情况下格局分化进一步显现，品牌分化明显，珀莱雅多平台表现出高双位数增长，抖音同比翻倍；彩棠天猫 GMV 同增 80%+；可复美、可丽金、韩束、恋火全平台高增。Q3 化妆品行业进入淡季，我们预估 618 大促的虹吸效应显著，建议关注抖音超品日和新品推介的结构性价行情，长期仍然看好国货龙头抢占市场份额，推荐巨子生物/珀莱雅/上美股份/润本股份，关注华熙生物/贝泰妮拐点性机会。

**传统零售板块——新模式探索，提质增效：**在外部承压环境下，部分传统零售企业积极求变，开展新模式探索和精细化运营。(1) 重庆百货：积极探索超市新业态“社区折扣店”，目前已经开出 2 家门店，计划年内试点 20 余家。(2) 家家悦：加快培育新型业态，23 年新开悦记零食店 56 家，好惠星折扣店 7 家。(3) 永辉超市、步步高：积极学习胖东来模式，门店调改持续推进。建议关注：1) 传统主业稳健，新模式探索提上日程的区域零售龙头重庆百货、家家悦；2) 持续跟踪永辉超市、步步高调改情况。

**宠物板块——618 大促验证国货替代逻辑持续：**星图数据显示，618 大促期间天猫+京东宠物食品类目 GMV 为 55 亿、同增 10%、领先其他类目，乖宝宠物在 618 期间两品牌总计全网销售超 4.7 亿/+40%，麦富迪继续全平台领跑，弗列加特全网销售额超 1 亿/+230%；佩蒂股份业绩预告上半年归母净利润 0.9-1.0 亿，同增 311%-358%；依依股份预告上半年归母净利润 0.91-0.98 亿，同增 102%-118%。看好板块持续高增长，且国货产品凭借性价比实现替代，重点推荐乖宝宠物，3 年股权激励计划及超额业绩分成实现核心人员强绑定，关注中宠股份/佩蒂股份等。

**表 3：核心公司盈利预测及估值**

板块	标的	营收					归母净利润					24 年 PE
		2023A	2024E	2025E	2026E	CAGR	2023A	2024E	2025E	2026E	CAGR	
医美	爱美客	28.69	39.55	52.99	67.30	32.9%	18.58	24.28	31.23	38.54	27.5%	21.30
	锦波生物	7.80	11.78	16.26	20.67	38.4%	3.00	4.83	6.75	8.72	42.7%	31.78
	江苏吴中	22.40	27.54	32.76	39.71	21.0%	-0.72	1.25	2.24	3.66	-	49.06
	昊海生科	26.54	32.41	38.24	43.33	17.7%	4.16	4.98	6.27	7.55	22.0%	28.28
	时代天使	14.76	17.29	20.64	24.62	18.6%	0.53	0.72	1.76	2.78	73.2%	120.80
化妆品	珀莱雅	89.05	110.61	134.63	159.21	21.4%	11.94	15.10	18.83	22.74	24.0%	23.06
	巨子生物	35.26	48.83	62.76	77.67	30.1%	14.52	18.94	24.22	30.10	27.5%	21.22
	上美股份	42.13	71.84	91.09	108.32	37.0%	4.61	9.00	9.81	12.40	39.1%	14.45
	贝泰妮	55.22	70.19	79.90	89.23	17.3%	7.57	11.09	13.68	16.11	28.6%	17.56
	华熙生物	60.76	65.60	77.93	88.04	13.2%	5.93	8.65	11.24	13.23	30.7%	34.93
	润本股份	10.33	13.43	16.65	19.82	24.3%	2.26	2.90	3.64	4.38	24.7%	24.08
	丸美股份*	22.26	29.07	36.44	43.60	25.1%	2.59	3.80	4.80	5.85	31.2%	24.83
	水羊股份	44.93	45.75	50.46	54.80	6.8%	2.94	2.90	3.81	4.54	15.6%	15.67
	福瑞达	45.79	41.84	49.60	56.69	7.4%	3.03	3.73	5.08	6.21	27.0%	18.10
	老凤祥*	714.36	804.76	901.96	997.71	11.8%	22.14	14.92	16.98	18.93	-5.1%	17.78
黄金珠宝	菜百股份*	165.52	202.95	233.15	264.15	16.9%	7.07	8.23	9.34	10.43	13.8%	10.67
	中国黄金*	563.64	663.60	755.28	834.32	14.0%	9.73	12.01	14.09	16.18	18.5%	12.27
	潮宏基*	59.00	70.12	82.62	95.44	17.4%	3.33	4.20	5.00	5.81	20.3%	9.32
	周大生	162.90	196.25	228.99	259.52	16.8%	13.16	15.32	17.23	19.30	13.6%	8.10
零售板块	周大福*	950.17	1090.00	1028.96	1107.08	5.2%	53.84	64.99	73.00	80.39	14.3%	9.34
	名创优品*	114.73	155.78	194.24	230.62	26.2%	17.69	26.18	32.54	39.66	30.9%	13.45
	泡泡玛特*	63.45	87.82	109.49	131.75	27.6%	10.82	16.83	21.73	26.66	35.1%	29.04
	赛维时代*	65.18	85.12	103.23	119.45	22.4%	3.32	4.56	5.90	7.50	31.2%	19.07
	致欧科技	60.74	75.95	94.64	117.99	24.8%	4.13	4.98	6.11	7.38	21.4%	15.20
	东方甄选*	45.11	61.80	53.17	62.00	11.2%	9.71	5.58	3.52	3.66	-27.8%	19.59
	安克创新*	175.07	209.47	243.72	284.21	17.5%	16.15	19.13	22.69	26.47	17.9%	15.07
	华凯易佰*	65.18	85.12	103.23	119.45	22.4%	3.32	4.49	5.54	6.51	25.1%	9.87
	小商品城*	113.00	141.66	162.91	194.96	19.9%	26.76	28.77	32.63	40.42	14.7%	14.35
	重庆百货*	189.85	196.25	204.62	211.88	3.7%	13.15	13.98	15.26	16.60	8.1%	6.02
宠物	乖宝宠物	43.27	53.13	64.48	77.44	21.4%	4.29	5.59	7.00	8.75	26.8%	30.83
	中宠股份*	37.47	43.86	50.93	58.04	15.7%	2.33	2.87	3.51	4.25	22.2%	19.32

资料来源：wind、各公司公告、德邦研究所；注：标记“\*”来自于wind一致预测，其余来自德邦研究所预测，单位为：亿人民币，采用2024年8月9日收盘价

### 3. 风险提示

**终端需求疲软：**消费复苏不及预期将降低人均支出，需求疲软或导致行业量价下行。

**行业竞争加剧：**行业过度竞争损伤企业盈利能力与生产经营积极性，收入利润增速或受下行影响。

**客流回暖低于预期：**线下消费场景客流不及预期直接导致医美、酒店、餐饮、出行链及珠宝零售消费客群缩减，对企业收入增长产生不利影响。

**经销商管理风险：**珠宝企业加盟体系庞大，渠道管控不及预期或导致盈利能力下行。

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。