



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

国金证券研究所

分析师：赵中平（执业 S1130524050003） 分析师：罗晓婷（执业 S1130520120001）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

luoxiaoting@gjzq.com.cn

大促前置致美妆品牌 10 月线上增速亮眼，可复美、丸美等领跑

投资建议

- **美护**：双十一大促战线拉长、流量竞争激烈，品牌间预计分化继续加深，关注三条投资主线，1) 高景气细分赛道：推荐巨子生物（护肤大单品&品类矩阵持续完善、医美有序推进）；2) 业绩稳健兑现确定性强：珀莱雅（发力多品牌、多品类，董事会换届落地）；3) 运营端&组织端积极求变，期待业绩端逐步改善：关注贝泰妮、上海家化、水羊股份、福瑞达等。
- **黄金珠宝**：金价高位波动抑制终端动销，关注金价走势和经销商库存水位&进货信心。建议持续关注高端古法黄金领军者老铺黄金（品牌印记类产品打造差异化，拥有消费&保值双重属性、承接消费力具备相对韧性高端客群悦己/送礼/收藏需求），潮宏基、周大生、中国黄金等。

双周关注

■ 美妆线上跟踪：大促前置致美妆品牌 10 月电商增速普遍亮眼，部分国际品牌加大折扣力度表现强势

今年天猫&抖音大促销售同比提前，国货品牌中可复美、可丽金、毛戈平、冷酸灵、伊菲丹、丸美、韩束增速领跑，薇诺娜、敷尔佳增长稳健，珀莱雅高基数下实现较快增长，润百颜、颐莲、玉泽、佰草集、冷酸灵低基数下高增；部分国际品牌加大折扣力度（如买正送正等）表现强势，CPB、海蓝之谜、SKII 增速靓丽。从样本品牌 10 月天猫&抖音增速看，护肤品类中国际中高端品牌表现最优，其次是国外功效、大众本土，最后是大众国际；彩妆类目中高端品牌表现优于大众品牌，国际品牌发力抖音渠道、抢占大众本土彩妆品牌份额。

根据蝉妈妈+炼丹炉数据，具体公司看：

- ✓ **巨子生物**：10 月可复美&可丽金天猫旗舰店+抖音合计同比增 110%、占去年 10 月+11 月的比例为 142%，其中可复美猫旗/抖音/合计同比+44%/+342%/+101%，大单品胶原棒势能延续、焦点面霜贡献增量；可丽金猫旗/抖音/合计同比+113%/+624%/+203%，大膜王+胶卷系列+嘭嘭次抛拉动增长。
- ✓ **珀莱雅**：10 月珀莱雅&彩棠&悦芙媞猫旗+抖音合计同比增 35%，其中珀莱雅猫旗/抖音/合计同比+21%/+90%/+38%，大单品矩阵&达播矩阵发力、高基数下增速仍可观；悦芙媞处调整中，猫旗/抖音/合计同比+21%/ -10%/持平；彩棠猫旗/抖音/合计同比+68%/ -38%/+24%。
- ✓ **丸美股份**：10 月丸美&恋火猫旗+抖音合计同比增 71%，其中丸美猫旗/抖音/合计同比+77%/+118%/+99%，小红笔眼霜 3.0 升级促进销售，新品小金针面霜放量节奏良好；恋火猫旗/抖音/合计同比+88%/ -6%/+26%。

公司动态

- 锦波生物获批越南市场一项 D 类医疗器械注册证，出海攻下一城。

行情回顾

- 近两周（2024. 10. 28~11. 08）上证综指、深证成指、沪深 300 分别涨 4. 62%、涨 5. 10%、涨 3. 73%。其中，美容护理涨 6. 49%、处于中游，黄金珠宝跌 1. 04%、处下游（主要系板块主要标的 Q3 业绩承压）。

原材料价格跟踪

- 棕榈油/原油/PP 指数近两周（10. 28~11. 08）价格涨 8. 09%/涨 2. 54%/跌 0. 83%，COMEX 黄金期货本周五收盘价 2691. 7 美元/盎司、较 10. 28 跌 2. 29%。

风险提示

- **美容护理**：营销/渠道/新品发展不及预期，第三方数据误差；**黄金珠宝**：终端零售/加盟渠道拓展不及预期、金价大幅波动。



内容目录

1、双周关注：大促前置致美妆品牌 10 月线上增速亮眼，可复美、丸美等领跑.....	3
2、行情回顾.....	5
3、原材料价格跟踪.....	7
4、风险提示.....	8
4.1、美容护理.....	8
4.2、黄金珠宝.....	8

图表目录

图表 1：上市公司旗下品牌 10 月电商销售跟踪.....	3
图表 2：护肤品牌分定位 10 月电商销售跟踪.....	4
图表 3：彩妆品牌分定位 10 月电商销售跟踪.....	5
图表 4：本周美容护理板块涨跌幅（%）.....	5
图表 5：本周各板块涨跌幅（%）.....	6
图表 6：本周美容护理个股涨跌幅.....	6
图表 7：本周黄金珠宝个股涨跌幅.....	7
图表 8：棕榈油均价（元/吨）.....	7
图表 9：原油价格（美元/桶）.....	7
图表 10：PP 指数.....	8
图表 11：LDPE 出厂价（元/吨）.....	8
图表 12：COMEX 黄金期货收盘价.....	8



1、双周关注：大促前置致美妆品牌 10 月线上增速亮眼，可复美、丸美等领跑

今年天猫&抖音大促销售同比提前，国货品牌中可复美、可丽金、毛戈平、冷酸灵、伊菲丹、丸美、韩束增速领跑，薇诺娜、敷尔佳增长稳健，珀莱雅高基数下实现较快增长，润百颜、颐莲、玉泽、佰草集、冷酸灵低基数下高增；部分国际品牌加大折扣力度（如买正送正等）表现强势，CPB、海蓝之谜、SKII 增速靓丽。

图表1：上市公司旗下品牌 10 月电商销售跟踪

上市公司旗下品牌销售跟踪										
公司	品牌	抖音GMV (百万元)			天猫GMV (百万元)			天猫+抖音合计YOY		
		10月	yoy	达成	10月	yoy	达成	10月	yoy	达成
贝泰妮	薇诺娜	262	78%	102%	725	11%	58%	987	23%	65%
珀莱雅	珀莱雅	962	90%	118%	1953	21%	79%	2915	38%	89%
	彩棠	87	-38%	41%	325	68%	99%	411	24%	76%
	悦芙媞	31	-10%	62%	20	21%	62%	50	0%	62%
	合计	1079	59%	101%	2297	26%	81%	3377	35%	87%
丸美股份	丸美	187	118%	105%	135	77%	96%	322	99%	101%
	恋火	59	-6%	51%	61	88%	81%	120	26%	63%
	合计	246	65%	83%	196	80%	91%	442	71%	87%
华熙生物	润百颜	164	233%	164%	154	-3%	55%	318	53%	83%
	肌活	18	-20%	44%	27	-32%	39%	46	-28%	41%
	米蓓尔	23	-42%	38%	20	-63%	23%	44	-54%	29%
	夸迪	193	258%	198%	145	-34%	44%	338	23%	80%
	合计	399	140%	133%	347	-27%	45%	745	16%	70%
福瑞达	颐莲	126	258%	210%	124	72%	103%	250	133%	138%
	瓊尔博士	57	4%	60%	207	14%	71%	264	12%	69%
	合计	183	103%	117%	330	31%	81%	514	50%	91%
上海家化	玉泽	45	96%	95%	90	48%	82%	134	61%	86%
	佰草集	34	552%	262%	72	1%	63%	106	39%	83%
	合计	79	181%	131%	162	23%	72%	240	51%	84%
敷尔佳	敷尔佳	107	56%	97%	188	16%	74%	295	28%	81%
巨子生物	可复美	539	342%	200%	732	44%	111%	1271	101%	137%
	可丽金	73	624%	458%	101	113%	136%	174	203%	193%
	合计	612	363%	214%	833	49%	114%	1445	110%	142%
上美股份	韩束	897	78%	89%	218	100%	110%	1115	82%	93%
	一叶子	2	49%	76%	5	-13%	36%	7	-2%	42%
	合计	899	78%	89%	223	94%	105%	1121	81%	92%
水羊股份	伊菲丹	120	170%	119%	35	32%	73%	155	118%	104%
毛戈平	毛戈平	173	116%	126%	215	88%	107%	388	100%	115%
润本股份	润本	54	97%	79%	26	0%	42%	80	50%	61%
登康口腔	冷酸灵	51	355%	197%	17	15%	61%	68	161%	126%

来源：蝉妈妈，炼丹炉，国金证券研究所（注：达成比例计算方式为今年 10 月销售额/去年 10 月+11 月销售额，下同）

从样本品牌 10 月天猫&抖音增速看，护肤品类中国际中高端品牌表现最优，其次是国外功效、大众本土，最后是大众国际；彩妆类目中高端品牌表现优于大众品牌，国际品牌发力抖音渠道、抢占大众本土彩妆品牌份额。



图表2: 护肤品牌分定位 10月电商销售跟踪

重点护肤品牌跟踪											
分类	品牌	抖音GMV (百万元)			天猫GMV (百万元)			天猫+抖音合计YOY			
		10月	yoy	达成	10月	yoy	达成	10月	yoy	达成	
国产功效	玉泽	45	96%	95%	90	48%	82%	134	61%	86%	
	薇诺娜	262	78%	102%	725	11%	58%	987	23%	65%	
	可复美	539	342%	200%	732	44%	111%	1271	101%	137%	
	可丽金	73	624%	458%	101	113%	136%	174	203%	193%	
	国产功效	919	204%	302%	1647	29%	121%	2566	63%	154%	
国外功效	城野医生	7	32%	48%	47	78%	113%	54	71%	96%	
	理肤泉	69	30%	78%	419	38%	91%	488	37%	89%	
	修丽可	144	72%	101%	1082	72%	109%	1226	72%	108%	
	雅漾	36	152%	111%	153	173%	149%	188	169%	140%	
	美丽芳丝	10	-4%	46%	129	82%	84%	138	71%	79%	
	珂润	10	34%	71%	126	64%	88%	136	61%	87%	
	国外功效	275	58%	88%	1955	68%	103%	2230	67%	101%	
高端本土	佰草集	34	552%	262%	72	1%	63%	106	39%	83%	
	润百颜	164	233%	164%	154	-3%	55%	318	53%	83%	
	夸迪	193	258%	198%	145	-34%	44%	338	23%	80%	
	高端本土	391	261%	186%	371	-18%	51%	762	36%	82%	
高端国际	雪花秀	22	-53%	29%	76	-20%	42%	99	-31%	38%	
	希思黎	22	56%	55%	173	-3%	63%	195	2%	62%	
	后	6	-89%	2%	286	84%	105%	292	38%	46%	
	雅顿	84	81%	120%	333	47%	91%	417	53%	95%	
	资生堂	224	159%	143%	398	26%	74%	622	55%	90%	
	肌肤之钥	276	198%	148%	881	160%	134%	1157	168%	137%	
	兰蔻	222	95%	46%	1440	33%	79%	1662	39%	72%	
	雅诗兰黛	340	98%	53%	1328	33%	73%	1668	43%	68%	
	海蓝之谜	343	147%	73%	1167	110%	101%	1510	118%	93%	
	倩碧	12	23%	60%	119	3%	65%	131	4%	64%	
	SKII	316	151%	126%	594	223%	111%	910	194%	116%	
	中高端国际	1868	106%	68%	6797	60%	87%	8664	68%	82%	
	大众本土	颐莲	126	258%	210%	124	72%	103%	250	133%	138%
		瓊尔博士	57	4%	60%	207	14%	71%	264	12%	69%
相宜本草		19	43%	88%	75	-5%	57%	94	2%	61%	
御泥坊		12	155%	136%	6	-11%	39%	18	54%	72%	
珀莱雅		962	90%	118%	1953	21%	79%	2915	38%	89%	
丸美		187	118%	105%	135	77%	96%	322	99%	101%	
肌活		18	-20%	44%	27	-32%	39%	46	-28%	41%	
米蓓尔		23	-42%	38%	20	-63%	23%	44	-54%	29%	
百雀羚		52	230%	153%	150	50%	62%	202	75%	73%	
韩束		897	78%	89%	218	100%	110%	1115	82%	93%	
自然堂		295	132%	106%	336	10%	60%	631	46%	75%	
悦芙媿		31	-10%	62%	20	21%	62%	50	0%	62%	
一叶子		2	49%	76%	5	-13%	36%	7	-2%	42%	
大众本土		2681	86%	101%	3276	23%	75%	5957	45%	85%	
大众国际	兰芝	9	-42%	23%	56	20%	52%	65	4%	44%	
	凡士林	14	83%	79%	54	18%	53%	68	28%	57%	
	露得清	3	14%	69%	16	-49%	33%	19	-44%	36%	
	欧莱雅	661	54%	87%	1505	19%	65%	2166	28%	70%	
	Olay	294	99%	104%	745	16%	61%	1039	32%	69%	
	欧珀莱	26	1%	53%	106	19%	59%	132	15%	58%	
	大众国际	1008	60%	87%	2481	17%	62%	3489	27%	68%	

来源: 蝉妈妈, 炼丹炉, 国金证券研究所 (注: 所示品牌销售额指该品牌各品类销售额合计)



图表3: 彩妆品牌分定位 10月电商销售跟踪

重点彩妆品牌销售跟踪										
分类	品牌	抖音GMV (百万元)			天猫GMV (百万元)			天猫+抖音合计YOY		
		10月	yoy	达成	10月	yoy	达成	10月	yoy	达成
高端本土	毛戈平	173	116%	126%	215	88%	107%	388	100%	115%
	高端本土	173	116%	126%	215	88%	107%	388	100%	115%
高端国际	圣罗兰	183	151%	110%	493	36%	84%	676	55%	90%
	纪梵希	100	276%	138%	92	32%	69%	192	99%	93%
	阿玛尼	59	142%	81%	121	-8%	53%	181	15%	59%
	迪奥	56	-45%	29%	148	145%	91%	204	26%	57%
	高端国际	398	77%	79%	855	37%	77%	1253	47%	77%
大众本土	彩棠	87	-38%	41%	325	68%	99%	411	24%	76%
	完美日记	63	95%	91%	49	76%	85%	113	86%	88%
	恋火	59	-6%	51%	61	88%	81%	120	26%	63%
	稚优泉	32	33%	61%	14	5%	49%	46	23%	57%
	花西子	119	20%	53%	205	99%	81%	324	60%	68%
	橘朵	59	4%	52%	56	35%	60%	116	17%	55%
	珂拉琪	39	-39%	38%	47	-2%	52%	86	-23%	45%
	大众本土	459	-4%	51%	757	65%	82%	1216	29%	67%
大众国际	KIKO	21	23%	71%	17	18%	49%	39	21%	59%
	美宝莲	25	-2%	55%	76	24%	65%	101	16%	62%
	魅可	71	146%	120%	132	4%	62%	203	30%	75%
	3CE	90	31%	73%	164	38%	63%	254	35%	66%
	大众国际	207	48%	80%	389	21%	62%	597	29%	68%

来源: 蝉妈妈, 炼丹炉, 国金证券研究所 (注: 所示品牌销售额指该品牌各品类销售额合计)

2、行情回顾

近两周 (2024. 10. 28~11. 08) 上证综指、深证成指、沪深 300 分别涨 4. 62%、涨 5. 10%、涨 3. 73%。其中, 美容护理涨 6. 49%、处于中游, 黄金珠宝跌 1. 04%、处下游 (主要系板块主要标的 Q3 业绩承压)。

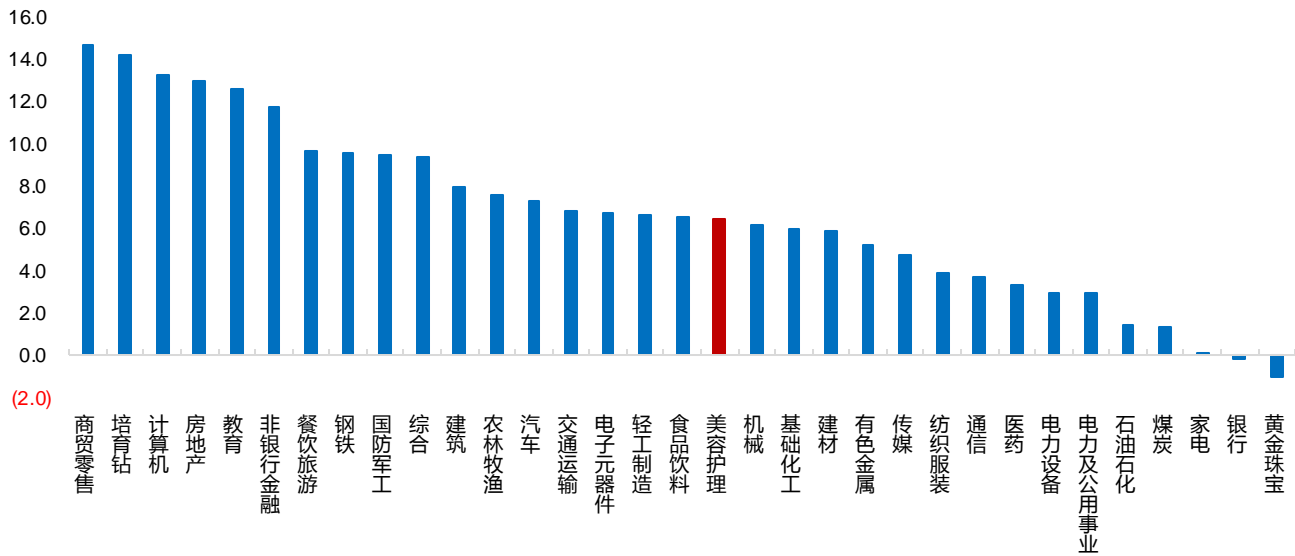
图表4: 本周美容护理板块涨跌幅 (%)

板块名称	累计涨跌幅 (%)	板块名称	累计涨跌幅 (%)
上证综合指数成份	4.62	美容护理	6.49
深证成份指数成份	5.10	黄金珠宝	-1.04
沪深 300	3.73	商贸零售	14.67

来源: Wind, 国金证券研究所



图表5: 本周各板块涨跌幅 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

近两周美容护理板块个股表现分化, 吉宏股份、若羽臣、蓝月亮集团涨幅靠前。

图表6: 本周美容护理个股涨跌幅

证券代码	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)
002803.SZ	吉宏股份	14.96	21.23	14.74	25852	58
003010.SZ	若羽臣	17.28	21.01	14.52	11061	29
6993.HK	蓝月亮集团	3.49	16.33	9.84	3400	205
YSG.N	逸仙电商	3.90	11.43	4.94	259	4
300896.SZ	爱美客	237.00	9.32	2.83	6617	717
605136.SH	丽人丽妆	7.91	9.10	2.61	13208	32
300132.SZ	青松股份	5.18	8.82	2.33	17688	27
603605.SH	珀莱雅	101.44	6.48	-0.01	6662	402
2367.HK	巨子生物	55.95	5.67	-0.82	2705	575
300957.SZ	贝泰妮	56.16	5.66	-0.85	7820	238
603630.SH	拉芳家化	13.13	5.46	-1.03	4759	30
688363.SH	华熙生物	63.97	5.40	-1.09	6690	308
603059.SH	倍加洁	23.28	5.34	-1.13	1413	23
300955.SZ	嘉亨家化	15.99	5.13	-1.36	1420	16
001218.SZ	丽臣实业	16.60	3.06	-1.43	1129	22
603238.SH	诺邦股份	11.14	2.60	-1.89	2375	20
603983.SH	丸美股份	31.31	2.16	-2.33	2854	126
600315.SH	上海家化	17.98	1.87	-2.62	9359	121
300792.SZ	壹网壹创	21.51	1.31	-3.18	6440	51
2145.HK	上美股份	36.50	1.25	-3.24	495	145
301009.SZ	可靠股份	9.39	1.73	-4.76	3714	26
600223.SH	福瑞达	7.23	0.73	-5.76	16336	73
002511.SZ	中顺洁柔	7.51	-0.13	-6.62	20504	98
300740.SZ	水羊股份	13.89	-0.14	-6.63	12660	54
300856.SZ	科思股份	27.73	-1.67	-8.16	9906	94
001206.SZ	依依股份	15.86	-2.52	-9.01	4843	29
6601.HK	朝云集团	2.02	-4.27	-10.75	1000	27
BZUN.O	宝尊电商	2.73	-13.61	-20.10	384	2

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 上美股份、巨子生物、蓝月亮集团、朝云集团收盘价及市值单位为港币, 宝尊电商、逸仙电商收盘价及市值单位为美元)

近两周老铺黄金涨幅继续领跑, 主要系差异化定位、产品出圈、营销自来水加持拉动业绩



强势爆发，终端流水同比增速延续靓丽。

图表7：本周黄金珠宝个股涨跌幅

证券代码	证券简称	收盘价	累计涨跌幅 (%)	相对板块涨跌幅 (%)	累计成交量 (万股)	市值 (亿)
6181.HK	老铺黄金	208.20	9.29	10.33	582	351
600655.SH	豫园股份	6.30	5.35	6.39	22016	245
301177.SZ	迪阿股份	23.97	3.01	4.05	1561	96
002731.SZ	萃华珠宝	8.75	2.94	3.98	6618	22
0116.HK	周生生	6.79	2.72	3.76	367	46
002721.SZ	金一文化	3.13	2.62	3.66	36082	84
605599.SH	菜百股份	11.09	2.50	3.54	5554	86
002867.SZ	周大生	12.06	2.38	3.42	17328	132
002574.SZ	明牌珠宝	5.00	2.25	3.29	9282	26
1929.HK	周大福	7.50	1.08	2.12	8407	749
002345.SZ	潮宏基	5.10	0.99	2.03	18197	45
300945.SZ	曼卡龙	10.42	0.87	1.91	11549	27
600916.SH	中国黄金	8.98	-1.10	-0.06	28648	151
600612.SH	老凤祥	51.01	-8.96	-7.92	4517	267

来源：Wind，国金证券研究所（其中周大福、周生生、老铺黄金收盘价及市值单位为港币）

3、原材料价格跟踪

棕榈油：近两周（10.28~11.08）价格涨 8.09%。

原油价格：近两周（10.28~11.08）价格涨 2.54%。

PP 指数：近两周（10.28~11.08）跌 0.83%

COMEX 黄金期货：本周五收盘价 2691.7 美元/盎司、较 10.28 跌 2.29%。

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: COMEX 黄金期货收盘价



来源: 同花顺, 国金证券研究所

4、风险提示

4.1、美容护理

新品销售不及预期: 行业竞争激烈, 品牌商推新迎合消费者需求变化&增强吸引力, 若新品销售不及预期, 将影响公司业绩表现。

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: 抖音直播等新兴渠道发展快速, 品牌商纷纷布局, 但抖音流量算法多变, 对品牌运营能力要求更高。同时, 网红主播等费用率高, 若 ROI 不够高或拖累业绩表现。

4.2、黄金珠宝

终端零售不及预期: 黄金珠宝饰品可选属性较强, 终端零售增长受宏观环境影响有所波动。

加盟渠道拓展不及预期: 当前黄金珠宝品牌商主要以加盟模式拓店, 行业竞争激烈、加盟渠道拓展不及预期影响品牌利润增长。

金价大幅波动: 金价波动影响消费者购买情绪, 同时黄金材料成本是黄金珠宝品牌商的主



要营业成本，金价大幅波动或将扰动终端动销及品牌商业绩表现。



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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究