2026 年 11 月 07 日

耐用消费产业行业研究

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：杨欣（执业 S1130522080010）
yangxin1@gjzq.com.cn
分析师：杨雨钦（执业 S1130524110005）
yangyuqin@gjzq.com.cn
分析师：赵中平（执业 S1130524050003）
zhaozhongping@gjzq.com.cn

联系人：张宝晨
zhangbaochen@gjzq.com.cn

雅诗兰黛 Q1FY27 业绩强劲，中国美妆市场延续 K 型分化

核心观点

雅诗兰黛 FY2027Q1 释放明确复苏信号：全球高端美妆需求仍具韧性，中国大陆业务增长快于行业。公司实现净销售额 37.15 亿美元（同比+7%，有机+6%），在消费者投入增长 8%的同时，调整后经营利润率同比提升 4.8pct 至 12.1%，利润改善来自收入恢复、产品结构升级与经营提效，并非单纯削减营销。全球层面香水景气度最强、有机增长 20%，护肤增长 4%，高端品牌及强功效产品表现领先；中国大陆有机增长 9%，接近行业增速两倍，海蓝之谜、TOM FORD 等高端品牌与 The Ordinary 等功效质价比品牌两端占优，K 型分化延续。海南免税恢复双位数增长、北京及上海机场渠道调整完成，旅游零售修复有望继续支撑上半年业绩，公司同步上调全年收入及利润指引。

行业数据跟踪：

9 月服装零售同比增加 1.2%。我们认为最差的时候已经过去。鉴于服装板块的弹性和改善空间，建议对服装零售保持乐观，看好未来增长潜力。

细分行业景气指标：运动户外（稳健向上）、男装（底部企稳）、女装（底部企稳）、家纺（拐点向上）、中游代工（稳健向上）、纺织原材料（拐点向上）、美护（稳健向上）、医美（稳健向上）。

投资建议

1）弹性方向：李宁 26 年目标低单增长，新系列荣耀金标以及户外开店空间较大有望带动公司整体品牌力以及增长向上，同时李宁本人持续增持彰显信心；推荐主品牌流水业绩恢复，新品牌有望拓展第二成长曲线的——比音勒芬；推荐大单品战略带动品牌破圈，线上高增带动品牌成长的家纺板块；推荐顺应消费降级趋势商业转型拓展创新市区奥莱业态，未来开店空间较大且具备较强盈利能力，同时主业成人装筑底恢复，分红水平近年维持在高位的海澜之家。

2）确定性方向：基本面角度来看，纺织原材料板块景气度延续，业绩韧性突出，纺织原材料龙头产能向外转移已有多年历史，产业链成熟。推荐制造龙头——新澳股份等。

3）美护医美板块：①医美板块下游连锁景气回暖，上游平台有望受益，建议关注上游头部连锁化机构、需求扩容下具备强渠道能力的上游平台化标的；②积极布局细分赛道标的，优选洗护、婴童、香氛等需求已验证、格局较优的赛道。若羽臣自有品牌持续放量，收购奥伦纳素切入高端护肤；润本股份国民大众婴童心智夯实，Q3 旺季切换至护肤新品放量；③重视品牌资产建设，穿越流量周期的高端定位标的。推荐高端国货标的毛戈平等，品牌坚持高端定位与线下体验路径，品牌心智积累有望穿越本轮流量周期。

行情回顾及公告新闻

行情回顾：上周（2026.11.1-2026.11.6）上证综指、深证成指、沪深 300 涨跌幅分别为 1.39%、3.16%、1.73%，纺织服装板块 4.81%。板块对比来看，纺织服装最近一周涨跌幅在 29 个一级行业板块中位列第 16。个股方面浙文影业、遥望科技涨幅居前，萃华珠宝、台华新材跌幅居前。美容护理最近一周涨跌幅在 29 个一级行业板块中位列第 10。个股方面，壹网壹创、毛戈平涨幅居前，逸仙电商、水羊股份跌幅居前。

重点公司公告：1）珀莱雅关于股份回购进展公告 2）贝泰妮关于股份回购进展报告 3）李宁宣派及派付特别股息

风险提示：内需恢复不及预期、汇率波动风险、关税风险。

内容目录

1、周观点 3
1.1、雅诗兰黛 Q1FY27 业绩强劲，中国美妆市场复苏 3
2、行业数据跟踪 3
3、投资建议 6
4、上周行情回顾 6
5、行业新闻动态 8
6、公司动态 9
风险提示 10

图表目录

图表 1： 9 月服装零售同比增速回升 3
图表 2： 8 月金银珠宝零售同比持续下滑 3
图表 3： 大宗原材料价格汇总 4
图表 4： 328 级棉现价走势图（元/吨） 4
图表 5： CotlookA 指数（美分/磅） 4
图表 6： 粘胶短纤价格走势图（元/吨） 4
图表 7： 涤纶短纤价格走势图（元/吨） 4
图表 8： 长绒棉价格走势图（元/吨） 4
图表 9： 内外棉价差价格走势图（元/吨） 4
图表 10： COMEX 黄金期货收盘价 5
图表 11： 黄金现货价 5
图表 12： 化妆品社零同比增速（%） 5
图表 13： 棕榈油现货价（元/吨） 6
图表 14： 原油价格（美元/桶） 6
图表 15： 上周纺织服装板块涨跌幅 6
图表 16： 上周纺织服装板块涨跌幅走势 6
图表 17： 上周各板块涨跌幅（%） 7
图表 18： 近一周纺织服装行业涨幅前五名 7
图表 19： 近一周纺织服装行业跌幅前五名 7
图表 20： 近一周美容护理行业涨幅前五名 8
图表 21： 近一周美容护理行业跌幅前三名 8
图表 22： 上周（2026/11/1-2026/11/6）重点公司公告 9

1、周观点

1.1、雅诗兰黛 Q1FY27 业绩强劲，中国美妆市场延续 K 型分化

雅诗兰黛 FY2027Q1 业绩强劲，收入、利润率及 EPS 均明显改善并上调全年指引。截至 2026 年 9 月末的 FY2027Q1，公司实现净销售额 37.15 亿美元，同比增长 7%、有机增长 6%，四大区域全部增长；调整后毛利率同比提升 2.4pct 至 75.7%，调整后经营利润率提升 4.8pct 至 12.1%，调整后摊薄 EPS 由 0.32 美元增至 0.72 美元，同比增长 125%。基于 Q1 表现及旅游零售回暖，公司将 FY2027 有机收入增速指引由 3%—5%上调至 4%—5.5%，调整后经营利润率指引由 12.7%-13.5%上调至 12.9%—13.7%，调整后 EPS 指引上调至 3.20—3.45 美元。

全球市场高端品牌和强创新仍是主要增长来源：

1）分品类看，护肤收入 16.51 亿美元、有机增长 4%，主要由高端品牌海蓝之谜和入门高端品牌 The Ordinary 共同驱动，经营利润增长 40%。香水收入 8.61 亿美元、有机增长 20%，Le Labo、TOM FORD、Jo Malone 及 KILIAN 等高端香水品牌均实现双位数增长，带动香水经营利润同比增长 93%。彩妆有机增长 1%，在 MAC 和 TOM FORD 新品带动下连续第二个季度恢复增长；护发收入基本持平。

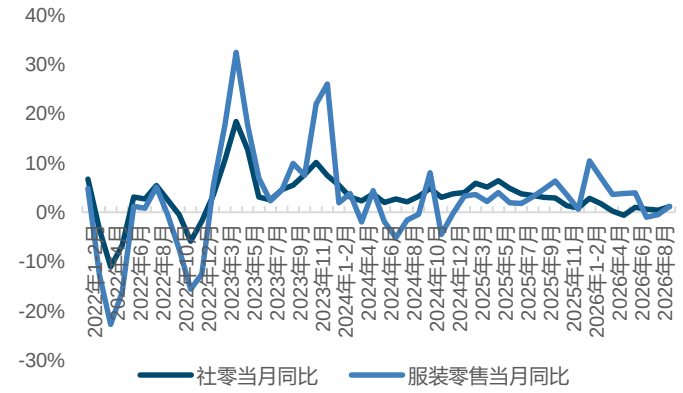
2）分区域看，亚太、美国、欧洲中东非市场有机收入分别增长 10%、4%、4%，重点新兴市场增长 15%；线上渠道保持高个位数增长，包含旅游零售在内的线下渠道增长中个位数。整体来看，全球高端美妆需求进一步向具备品牌辨识度、明确功效或新品催化的头部品牌集中，其中香水兼具年轻消费者渗透率提升、使用场景拓展和新品驱动，景气度突出。

中国市场延续 K 型分化，本土创新与旅游零售修复共同推动增长。FY2027Q1 中国大陆收入 6.14 亿美元，同比增长 15%、有机增长 9%，护肤和彩妆均实现高个位数增长，香水实现双位数增长；经营利润率由 2.3%提升至 5.2%，连续第七个季度取得高端美妆市场份额提升。管理层判断中国已是规模庞大的成熟美妆市场，行业中期仍可保持中个位数增长；公司本季度增速接近市场两倍，11 个品牌实现增长、其中 6 个实现双位数增长。从品牌表现看，一端是海蓝之谜、TOM FORD、Le Labo 等高端品牌保持较强韧性，另一端是强调成分、功效与质价比的 The Ordinary 快速增长，反映中国美妆消费并非简单降级，而是在高端体验和确定性功效两端集中，定位模糊的中间品牌压力更大。公司约 30%的全球创新已来自中国研发体系，功效表达和本土需求响应速度成为竞争关键。旅游零售亦进入修复通道：全球旅游零售终端销售已由下滑转为企稳至小幅增长，海南 Q1 实现双位数增长、主要由线上免税改善带动，北京和上海机场渠道调整基本完成，韩国市场亦受中国消费者恢复亚洲出境游带动。

2、行业数据跟踪

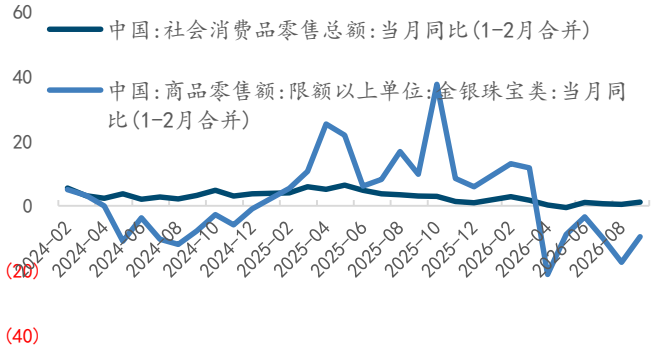
9 月服装零售同比增加 1.2%。我们认为最差的时候已经过去。鉴于服装板块的弹性和改善空间，建议对服装零售保持乐观，看好未来增长潜力。

图表1：9月服装零售同比增速回升



来源：iFinD，国金证券研究所

图表2：8月金银珠宝零售同比持续下滑



来源：iFinD，国金证券研究所

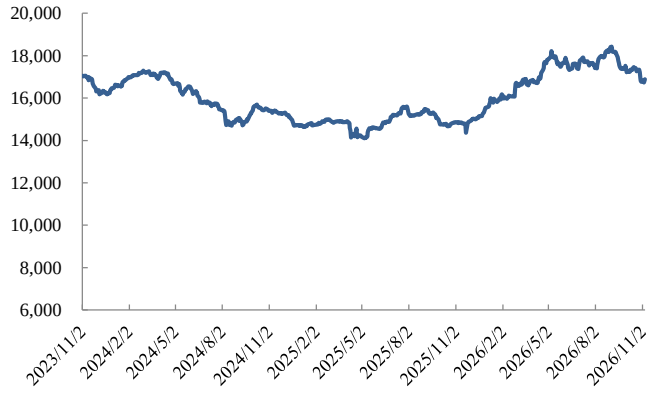
本周原材料价格整体稳定，328 级棉现货/美棉 CotlookA/粘胶短纤/涤纶短纤/长绒棉价格周涨跌幅分别 0.76%/0.06%/0.00%/-5.93%/-0.44%，内外棉价差 1759 元/吨，周涨幅为 8.11 %。COMEX 黄金期货：本周五收盘价 4243 美元/盘司、近两周价格涨+0.00%。

图表3：大宗原材料价格汇总

原材料名称	价格	周涨跌幅	价格日期
328 级棉现货	16889 元/吨	0.76%	2026/11/6
美棉 CotlookA	89.9 美分/磅	0.06%	2026/11/5
粘胶短纤	14750 元/吨	0.00%	2026/11/5
涤纶短纤	8560 元/吨	-5.93%	2026/11/5
长绒棉	27190 元/吨	-0.44%	2026/11/6
内外棉价差	1759 元/吨	8.11%	2026/11/6

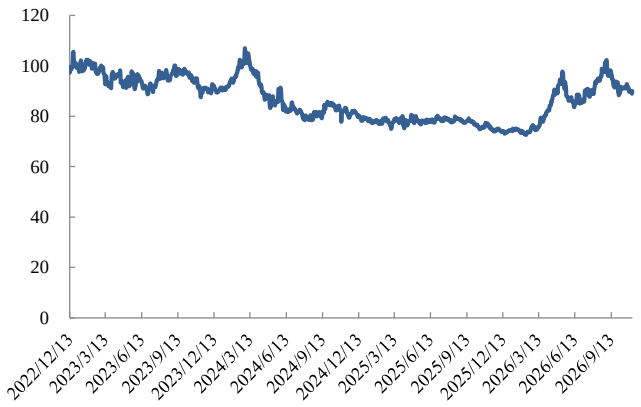
来源：iFinD，国金证券研究所

图表4：328 级棉现价走势图（元/吨）



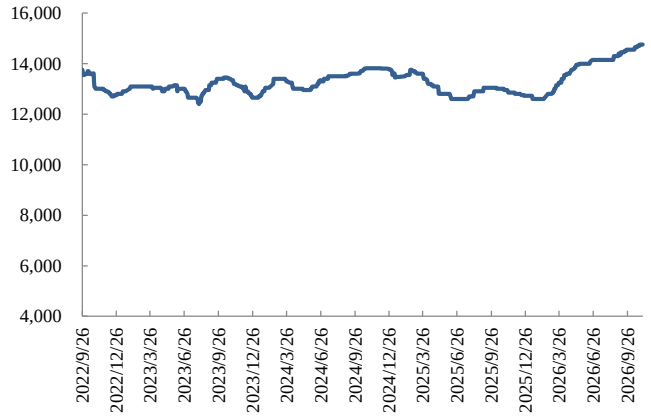
来源：iFinD，国金证券研究所

图表5：CotlookA 指数（美分/磅）



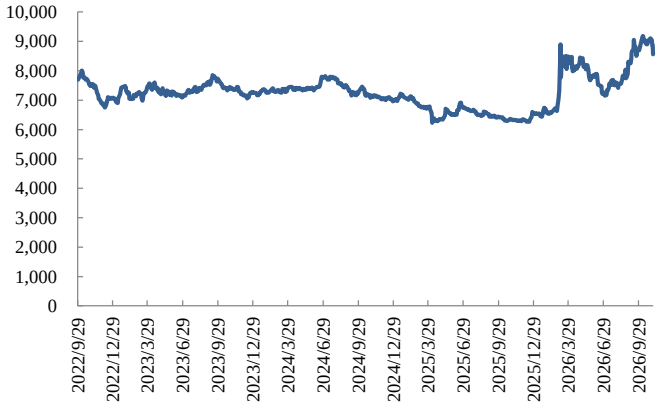
来源：iFinD，国金证券研究所

图表6：粘胶短纤价格走势图（元/吨）



来源：iFinD，国金证券研究所

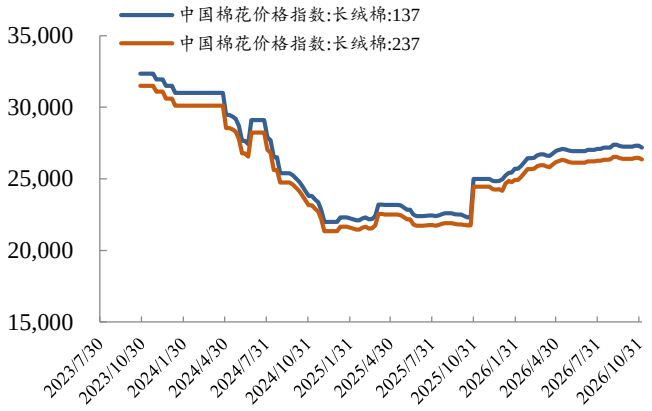
图表7：涤纶短纤价格走势图（元/吨）



来源：iFinD，国金证券研究所

图表8：长绒棉价格走势图（元/吨）

图表9：内外棉价差价格走势图（元/吨）

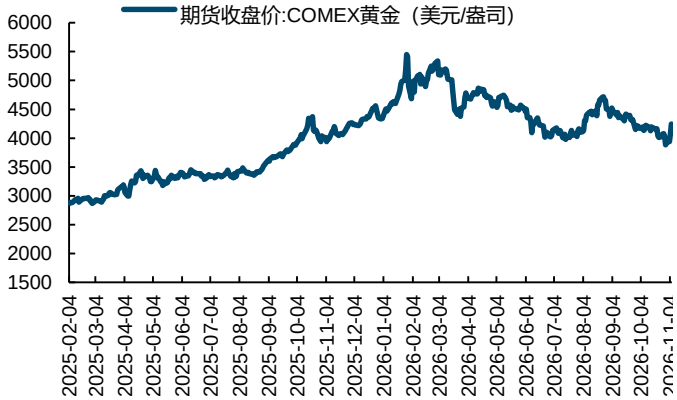


来源：iFinD，国金证券研究所



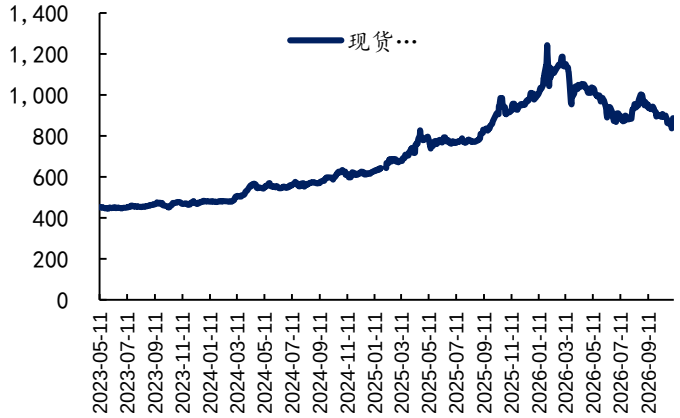
来源：iFinD，国金证券研究所

图表10：COMEX 黄金期货收盘价



来源：iFinD，国金证券研究所

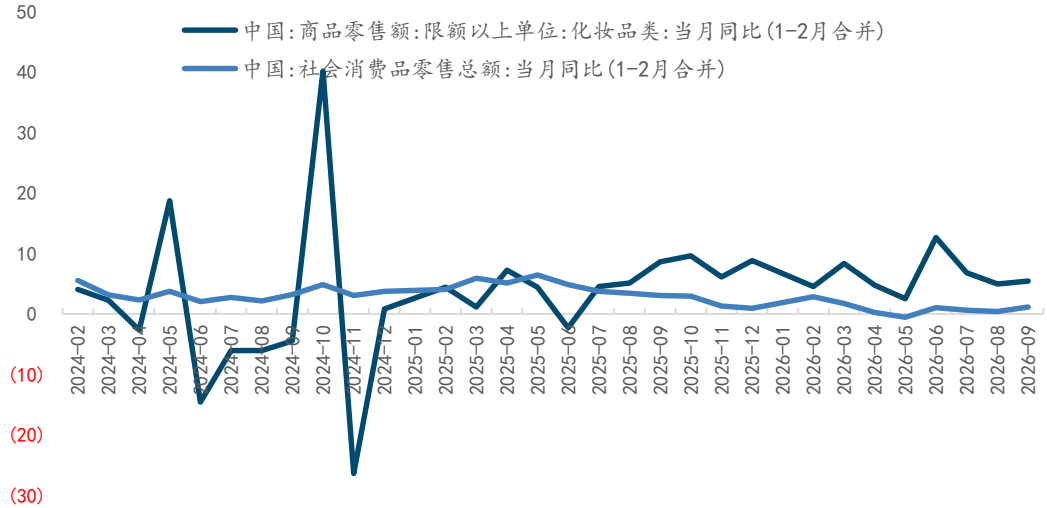
图表11：黄金现货价



来源：iFinD，国金证券研究所

9 月化妆品类零售同比增加 5.4%，再次大幅跑赢社零大盘。Q3 化妆品消费需求仍然强劲，Q4 大促有望进一步拉动。

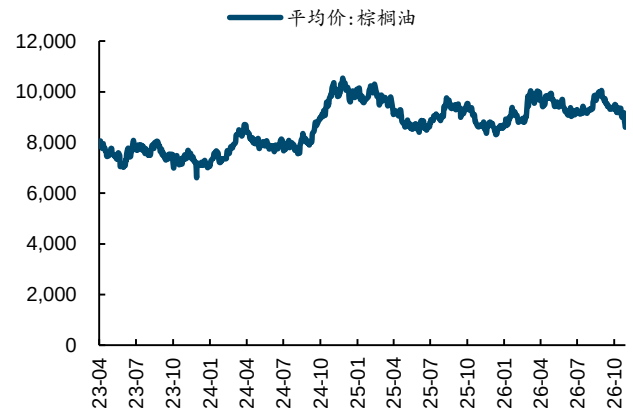
图表12：化妆品社零同比增速（%）



来源：Wind，国金证券研究所

本周原材料价格上升。棕榈油：近一周（2026.11.1-2026.11.6）价格-5.06%；原油价格：近一周价格-16.31%。

图表13：棕榈油现货价（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表14：原油价格（美元/桶）



来源：Wind，国金证券研究所

3、投资建议

1）弹性方向：李宁 26 年目标低单增长，新系列荣耀金标以及户外开店空间较大有望带动公司整体品牌力以及增长向上，同时李宁本人持续增持彰显信心；推荐主品牌流水业绩恢复，新品牌有望拓展第二成长曲线的——比音勒芬；推荐大单品战略带动品牌破圈，线上高增带动品牌成长的家纺板块；推荐顺应消费降级趋势商业转型拓展创新市区奥莱业态，未来开店空间较大且具备较强盈利能力，同时主业成人装筑底恢复，分红水平近年维持在高位的海澜之家。

2）确定性方向：基本面角度来看，纺织原材料板块景气度延续，业绩韧性突出，纺织原材料龙头产能在东南亚有充分布局，产业链成熟。推荐制造龙头——新澳股份，关注百隆东方、富春染织等。

3）美护医美板块：①医美板块下游连锁景气回暖，上游平台化逻辑有望兑现，建议关注上游头部连锁化机构、需求扩容下具备强渠道能力的上游平台化标的；②积极布局细分赛道标的，优选洗护、婴童、香氛等需求已验证、格局较优的赛道。若羽臣自有品牌持续放量，收购奥伦纳素切入高端护肤；润本股份国民大众婴童心智夯实，Q3 旺季切换至护肤新品放量；③重视品牌资产建设，穿越流量周期的高端定位标的。推荐高端国货标的毛戈平等，品牌坚持高端定位与线下体验路径，品牌心智积累有望穿越本轮流量周期。

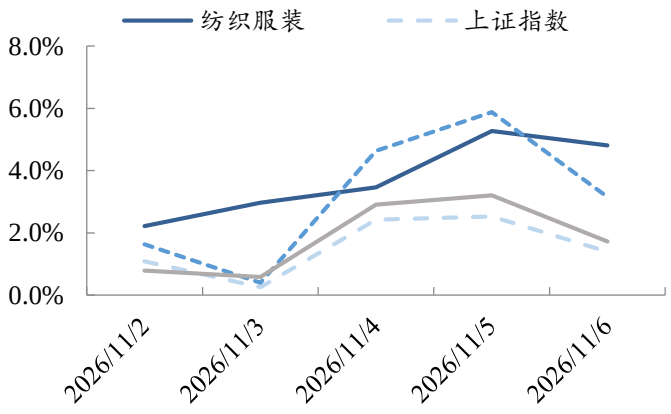
4、上周行情回顾

上周（2026.11.2-2026.11.6）上证综指、深证成指、沪深 300 涨跌幅分别为 1.39%、3.16%、1.73%，纺织服装板块 4.81%。板块对比来看，纺织服装最近一周涨跌幅在 29 个一级行业板块中位列第 16。个股方面浙文影业、遥望科技涨幅居前，萃华珠宝、台华新材跌幅居前。美容护理最近一周涨跌幅在 29 个一级行业板块中位列第 10。个股方面，壹网壹创、毛戈平涨幅居前，逸仙电商、水羊股份跌幅居前。

图表15：上周纺织服装板块涨跌幅

板块名称	一周涨跌幅（%）
上证指数	1.39
深证成指	3.16
沪深 300	1.73
纺织服装	4.81
纺织制造	5.66
服装家纺	3.80

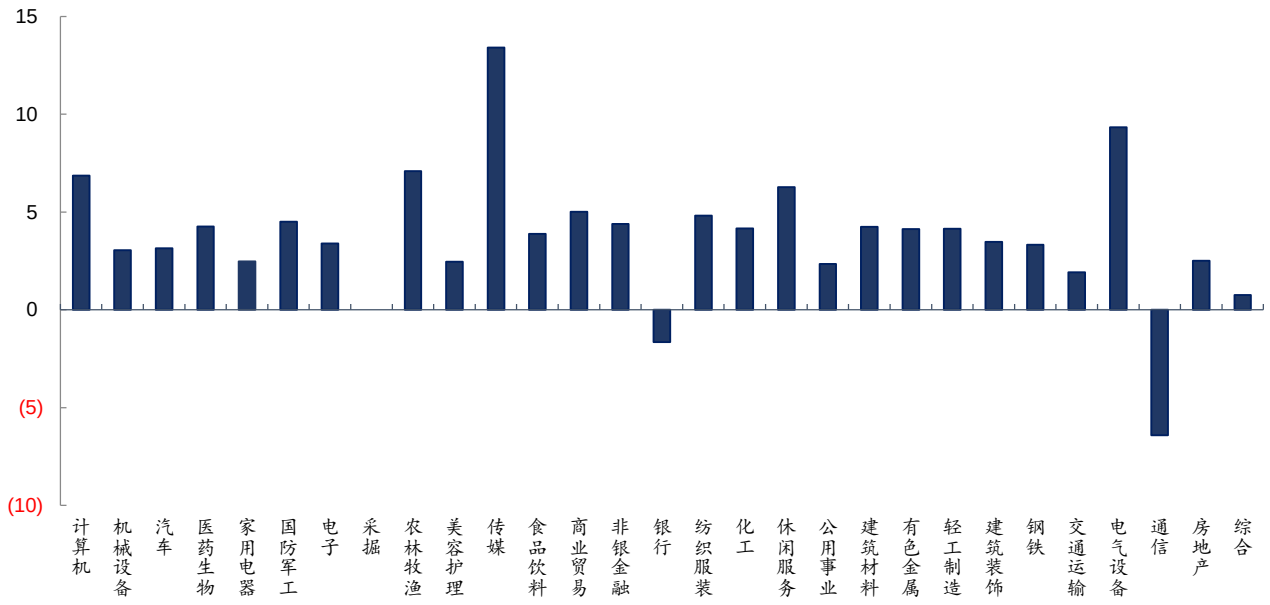
图表16：上周纺织服装板块涨跌幅走势



来源：Wind，国金证券研究所

来源： Wind，国金证券研究所

图表17：上周各板块涨跌幅（%）



来源：iFinD，国金证券研究所

图表18：近一周纺织服装行业涨幅前五名

证券代码	证券简称	周度收盘价（元）	上周涨跌幅（%）	上周成交量（万股）
601599.SH	浙文影业	5.08	61.27	46,841
002291.SZ	遥望科技	5.68	16.63	28,929
600156.SH	华升股份	7.07	16.28	7,652
603477.SH	巨星农牧	15.23	13.57	7,540
603587.SH	地素时尚	14.61	13.26	8,982

来源：iFinD，国金证券研究所（剔除 st 标的）

图表19：近一周纺织服装行业跌幅前五名

证券代码	证券简称	周度收盘价（元）	上周涨跌幅（%）	上周成交量（万股）
002394.SZ	萃华珠宝	0.22	-12.00	5,929
002656.SZ	台华新材	8.25	-11.19	7,803
002875.SZ	米格国际控股	0.84	-8.20	79
000587.SZ	*ST 尔雅	4.98	-4.96	1,104

600070.SH	奥康国际	10.29	-4.28	5,075

来源：iFinD，国金证券研究所（剔除 st 标的）

图表20：近一周美容护理行业涨幅前五名

证券代码	证券简称	周度收盘价（元）	上周涨跌幅（%）	上周成交量（万股）
300792	壹网壹创	23.55	12.52	4,817
1,318	毛戈平	53.65	9.18	1,770
06993	蓝月亮集团	2.65	9.05	292
001206	依依股份	16.15	7.67	1,644
02145	上美股份	24.08	6.27	599

来源：iFinD，国金证券研究所（剔除 st 标的）

图表21：近一周美容护理行业跌幅前三名

证券代码	证券简称	周度收盘价（元）	上周涨跌幅（%）	上周成交量（万股）
300740	逸仙电商	16.19	-10.35	17,150
06601	水羊股份	1.89	-6.45	2,679
603630	朝云集团	13.33	-1.91	2,991

来源：iFinD，国金证券研究所（剔除 st 标的）

5、行业新闻动态

人民网：从“性价比”到“品牌力” 国产消费品牌向上生长

近期，各类促消费活动陆续开展。线下商圈超市里，国产美妆、运动服饰、家电摆在显眼的货架位置；线上直播间，主播更多地介绍产品技术和实际使用感受。老百姓买东西的时候，除了关心价格，也越来越看重产品技术、做工品质以及后续售后服务。

这些市场里实实在在的变化，也说明不少国产品牌正在加速成长。不少消费者会货比三家，但也愿意为更好的设计、更过硬的技术和完善的服务多花钱。

国家统计局数据显示，1—9 月份，全国网上商品和服务零售额 151471 亿元，同比增长 4.4%。其中，网上商品零售额 95060 亿元，增长 3.8%；在网上商品零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 15.8%、3.4%、0.8%。网上服务零售额 56411 亿元，增长 5.3%。

市场发展背后，也有清晰的政策导向。“十五五”规划纲要提出，培育中高端消费新增长点，推动老字号、国货潮牌做精做强。《扩大消费“十五五”规划》明确，加强对中华老字号、国货品牌、时尚潮牌的培育保护，积极推动中华文化元素融入品牌建设。

品牌做得好不好，该用什么来衡量？北京大学国家发展研究院相关课题组推出的“中国线上消费品牌指数”（CBI），依托线上消费大数据开展研究，从知名度、忠诚度等多个维度对品牌进行评估，以此观察国内消费品质的变化，消费者主动搜索品牌，是衡量知名度的重要参考。

“消费者主动去搜一个品牌，说明记住的是这个品牌本身，而不只是某一件商品。”北京大学数字金融研究中心特约研究员、中山大学副教授纪洋表示，用户主动搜索行为可以长期统计，能够比较客观反映消费者对一个品牌的真实认知。

大促当中的新品表现，是观察国货发展的一个窗口。今年双 11，不少细分品类热销榜单里新品占比很高。过去很多品牌把大促当成清理库存的机会，现在更多企业选择在这个节点推出新品，接受市场的实际检验，产品迭代能力成为品牌站稳市场的重要条件。

品牌搜索热度提升，根本还是依靠产品本身。业内专家介绍，现在可以看到，部分国产中高端品类市场关注度持续走高。一些企业先投入完善生产制造环节，打磨产品工艺之后再推向市场，实现了销售规模稳步增长；也有不少企业立足国内家庭的实际使用痛点，针对性开发产品，得到消费者认可。这些品牌有一个共同点，先把产品基础做实，再慢慢积累品牌名气。

电商渠道在国货成长过程中发挥着不小作用。“销售额容易受到直播投放、短期营销的影响，用户主动去搜索品牌名称，更能看出品牌是不是在良性发展。”天猫品牌营销策略中心及新消费营销总监林键浩表示，主动搜索情况，是判断品牌实现高质量增长的重要参考。新用户获取往往成本较高，如果品牌在消费者心中建立起认知，后续用户复购的成本就会明显下降，消费者搜索框输入的品牌词，就是品牌在用户心里留下的印记。

另据介绍，天猫 88VIP 会员数量超过 6000 万，服饰领域的原创保护工具，能够把商家维权的周期、费用降低一半以上。对新起步的商家来说，这些是可以长期使用的经营能力，而不是大促期间转瞬即逝的流量。

纪洋结合指数研究介绍，对比搜索量和客单价数据能够发现，搜索热度高，并不代表一定就是低价产品。像美妆这类看重主观体验的品类，关注度高的品牌，客单价同样处在较高水平；居家日用等品类，则平价产品和高品质产品都有各自的市场。部分成熟行业的头部位置，依旧被海外品牌占据，国货更多优势体现在新兴品牌群体。“这是机会，也说明品牌影响力需要时间慢慢沉淀。”

业内专家表示，每一年双 11 的榜单都会发生变化，上榜品牌来来去去，但市场评判标准没有变：产品要经得起市场检验，品牌要真正走进消费者心里。能不能把产品、技术、文化内涵转化成消费者愿意主动了解、主动选择的品牌，是国产品牌接下来需要持续作答的课题。

中国棉花网专讯：长绒棉：报价小幅回落 市场需求遇冷

据中国棉花质量公证检验网数据，截至 2026 年 11 月 4 日，新疆地区累计监管类公证检验 2026/27 年度棉花 236.27 万吨，同比增长 18.78%。其中长绒棉公证检验量为 0.207 万吨（9157 包），较 11 月 3 日增加 930 包（约 210 吨）。

阿瓦提、库车、巴楚等地长绒棉轧花厂表示，受多重因素影响，2026/27 年度长绒棉加工、入库、公检进度相对较慢。从部分新疆轧花厂、贸易企业报价来看，目前鲜有 2026/27 年度长绒棉挂单报价，市场询价成交的主体仍是 2023/24-2025/26 年陈棉。长绒棉报价虽较 10 月底继续小幅下调，降幅多在 100-300 元/吨，但成交仍相对冷清，疆内外规模以上纺织厂以随用随买为主，买卖双方大多协商分批提货分批结算货款（一个合同分多次打款，出库）。

11 月 5-6 日，南疆阿克苏、巴州等地棉花监管库 2025/26 年度 336 级（断裂比强度 38-41CN/TEX，整齐度 84-88%）长绒棉一口价下调至 27300-27800 元/吨；2024/25 年度 337 级（断裂比强度 39-41CN/TEX）长绒棉一口 26000-26500 元/吨。

6、公司动态

图表22：上周（2026/11/1-2026/11/6）重点公司公告

	公司名称	公告日期	公告类型	内容摘要
02331.HK	李宁	2026/11/5	宣派特别股息公告	李宁公告宣派一次性特别股息，每股派发2.32元（折合 2.71港元），派发总额约 60 亿元；除净日为 11 月 18 日，股权登记日 11 月 23 日，预计 12 月 1 日完成派发，系公司在充裕现金储备下向股东返还富余现金。
603605.SH	珀莱雅	2026/11/3	股份回购进展公告	珀莱雅发布回购进展公告，本次回购资金区间 0.8-1.5 亿元，股份用于股权激励或员工持股。截至 2026 年 10 月 31 日，公司累计回购股份 225.13 万股，占总股本 0.57%，成交区间 48.94-73.00 元/股，累计支付金额约 1.40 亿元（不含手续费）。
300957.SZ	贝泰妮	2026/11/2	股份回购进展公告	贝泰妮发布回购进展公告，本次回购资金区间 1-2 亿元，可使用自筹资金，股份用于股权激励或员工持股。截至 2026 年 10 月 31 日，公司累计回购股份 461.43 万股，占总股本 1.0893%，成交区间 29.64-34.67 元/股，累计支付金额约 1.50 亿元（不含手续费）。

来源：iFinD，国金证券研究所

风险提示

内需恢复不及预期：当前我国零售仍有波动，居民消费信心尚未完全恢复，如果内需恢复不及预期，可能会进一步拖累板块表现。

汇率波动风险：川普上台后政策具有较大不确定性，短期内对美元指数等产生较大影响，可能波及人民币兑美元汇率，纺织制造端企业多为外贸出口型企业，人民币汇率的波动会影响行业内主要公司的整体收入、利润水平。

关税风险：若美国等其他国家加征更高关税，削弱我国产品在全球市场的竞争力，或影响相关出口企业的收入和利润。

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：021-80234211	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