2026 年 11 月 14 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

裕元集团发布 Q3 业绩，双十一美妆国货领跑大众与功效赛道

核心观点

裕元集团本周公布 Q3 业绩情况，终端客户备货保守、订单波动加大，集团制造业务出货量同比下滑；尽管三季度前置拉单带动营收跌幅收窄、环比有所改善，但仍受到规模下滑带来的营运反杠杆压力影响，Q3 集团前三季度总营收 58.89 亿美元，同比下降 2.1%，利润 1.31 亿美元，同比下降 51.9%。展望 Q4，外部景气波动、供应链不稳、订单能见度偏低等风险依旧存在，公司将主动推进前置拉单、统筹订单排产，提前应对 27Q1 三大主产区长假集中叠加，可能引发的产能不均衡问题。

双十一即时零售千亿扩容，平台竞争转向 AI 赋能。据星图数据，2026 年双 11 期间（10 月 7 日至 11 月 11 日）全网销售额 17764 亿元，同比+4.8%，增速较 2025 年同期的 14.2%明显回落，大促脉冲效应持续减弱，消费由集中囤货向常态化、理性化按需购买过渡。即时零售销售额 891 亿元，同比+33%，规模接近千亿但增速较 2025 年 138.4%回落，仍为品牌核心增量渠道。个护美妆全网销售额同比+8.2%，其中美容护肤、洗护清洁、香水彩妆分别达 1029 亿元、468 亿元、347 亿元。

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。

行情回顾及公告新闻

行情回顾：上周（2026.11.09-2026.11.13）上证综指、深证成指、沪深 300 涨跌幅分别为-0.41%、-1.85%、-0.94%，纺织服装板块 0.24%。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 6。个股方面探路者、哈森股份涨幅居前，华利集团、朗姿股份跌幅居前。美容护理最近一周涨跌幅在 29 个一级行业板块中位列第 27。个股方面，蓝月亮集团、嘉亨家化涨幅居前，水羊股份、贝泰妮股份跌幅居前。

重点公司公告：1）裕元集团发布三季报。

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 4
1.1、裕元前三季订单波动加剧，制造业务盈利承压 4
1.2、双十一即时零售千亿扩容，平台竞争转向 AI 赋能 5
2、行业数据跟踪 5
3、投资建议 8
4、上周行情回顾 9
5、行业新闻动态 11
6、公司动态 11
风险提示 11

图表目录

图表 1： 双十一销售额品类排名 5
图表 2： 双十一即时零售销售表现 5
图表 3： 双十一美容护肤分平台榜单 5
图表 4： 双十一彩妆香水分平台榜单 5
图表 5： 9 月服装零售同比增速回升 6
图表 6： 9 月金银珠宝零售同比持续下滑 6
图表 7： 大宗原材料价格汇总 6
图表 8： 328 级棉现价走势图（元/吨） 6
图表 9： CotlookA 指数（美分/磅） 6
图表 10： 粘胶短纤价格走势图（元/吨） 6
图表 11： 涤纶短纤价格走势图（元/吨） 6
图表 12： 长绒棉价格走势图（元/吨） 7
图表 13： 内外棉价差价格走势图（元/吨） 7
图表 14： COMEX 黄金期货收盘价 7
图表 15： 黄金现货价 7
图表 16： 化妆品社零同比增速（%） 8
图表 17： 棕榈油现货价（元/吨） 8
图表 18： 原油价格（美元/桶） 8
图表 19： 上周纺织服装板块涨跌幅 9
图表 20： 上周纺织服装板块涨跌幅走势 9
图表 21： 上周各板块涨跌幅（%） 9
图表 22： 近一周纺织服装行业涨幅前五名 9

图表 23： 近一周纺织服装行业跌幅前五名 10
图表 24： 近一周美容护理行业涨幅前五名 10
图表 25： 近一周美容护理行业跌幅前五名 10
图表 26： 上周（2026/11/09-2026/11/13）重点公司公告 11

1、周观点

1.1、裕元前三季订单波动加剧，制造业务盈利承压

裕元集团本周公布 Q3 业绩情况，受复杂的全球宏观与地缘环境、关税及通胀不确定性影响，终端客户备货保守、订单波动加大，集团制造业务出货量同比下滑；尽管三季度前置拉单带动营收跌幅收窄、环比有所改善，但仍受到规模下滑带来的营运反杠杆压力影响，叠加前期产地长假叠加、各厂区产能负载不均推高单位成本，同时用工人数偏高、薪资上涨、无效成本压降不及预期，多重因素共同使得制造业务短期盈利能力承压。

1）总体营收业绩：

集团前三季度总营收 58.89 亿美元，同比下降 2.1%，制造业务营收 40.71 亿美元，同比下降 3.8%，Q3 降幅环比 H1 扩大，零售业务营收 18.18 亿美元。市场格局分化明显，美国作为制造业务第一大市场营收同比增长 3.75%，欧洲、中国大陆终端需求偏弱，营收分别同比下降 10.6%、10%。生产端印尼、越南、中国大陆出货占比分别为 53%、33%、8%，中国大陆受美线订单外移叠加内需疲软，出货同比下滑 13.4%，为三大产区跌幅最高。前三季度实现利润 1.31 亿美元，同比下降 51.9%。

1）制鞋活动：

裕元前三季度来自制鞋活动（包括运动/户外鞋、休闲鞋及运动凉鞋）之营业收入较去年同期减少 4.2%。其中运动/户外鞋类占鞋履制造营业收入的 83.5%；休闲鞋及运动凉鞋则占 16.5%。前三季度整体出货 1.785 亿双，同比下降 5.8%，但中高端订单占比提升带动产品单价上行，前三季平均售价则较去年同期增加 2.4%至 21.43 美元，三季度单季平均单价 21.79 美元，同比上涨 1.7%。本期鞋履出货量同比下滑，主要源于全球宏观环境、地缘及关税不确定性压制品牌客户备货意愿，订单波动加大，叠加厂区产能负载不均、生产排程受扰动，拉低整体出货规模。但出货量呈现逐季修复态势，四季度旺季出货有望实现小幅同比正增长，但月度波动较大，全年出货跌幅预计将低于前三季度水平；受低价订单增加以及去年同期高基数影响，四季度单价预计回落，全年均价维持基本稳定。

2）制造成本：

制造业务前三季度毛利率 14.9%，同比下滑 3.4 个百分点，整体毛利率回落 2 个百分点至 20.8%。营收收缩带来的规模负杠杆、人力成本上行、印尼新厂区爬坡损耗、短交期小批量订单增加、前期高价原料库存共同压制盈利水平。三季度制造毛利率环比修复至 16.1%，显著高于上半年 14.3%的水平。主要得益于营收跌幅收窄带来杠杆改善、人力配置优化降低加班成本、印尼中爪哇厂区亏损持续收窄。去年四季度毛利率基数高达 18.1%且包含一次性税务收益，今年四季度制造端同比依旧承压，实际表现取决于旺季出货兑现以及生产营运效率。

3）零售业务：

国内零售市场环境多变，实体店客流波动、消费偏弱。附属公司宝胜国际灵活运营，强化跨渠道能力、优化库存、严控折扣，并推进重组提升营运效率，有效缓解营收下滑带来的营运反杠杆，实现盈利同比增长。前三季度人民币口径营收同比下降 3.9%，盈利实现明显改善，整体毛利率提升至 34.0%，股东应占溢利同比增长 39.2%。公司持续优化门店结构，压降租金及人力开支，严格管控终端折扣，12 个月以上老旧库存占比维持低位。受双十一促销周期缩短、主力品牌 2027 年线上授权到期双重因素影响，线上销售出现大幅下滑，公司摒弃亏损低价订单，老旧库存不再线上抛售，转而通过线下门店、加盟商补货以及反季销售消化。公司取得 UA 下沉品牌 TDC 独家代理权，计划 2027 年加快拓店，贡献增量毛利。

4）国际化布局及展望：

当前全球宏观环境面临多重压力，美国贸易及关税政策变数较大，针对越南知识产权调查临近落地，关税分摊对全年产品单价形成低个位数冲击，公司推动上下游供应商共同分担相关成本。原材料与多国最低工资上涨压力，依靠成本加成报价向下传导，但普遍存在一个季度传导时滞。

展望四季度，外部景气波动、供应链不稳、订单能见度偏低等风险依旧存在。集团将主动推进前置拉单、统筹订单排产，提前应对 2027Q1 三大主产区长假集中叠加，可能引发的产能不均衡问题。中长期层面，面对地缘与贸易政策不确定性，集团持续落地产能多元化布局，重点布局印尼、印度，依托当地劳动力与基建条件分散制造基地；同时根据客户需求灵活调控产线投产爬坡节奏，以快速响应为导向匹配订单、排产与人力，稳定产能利用率，持续改善整体营运效率，提升供应链抗风险能力。

1.2、双十一即时零售千亿扩容，平台竞争转向 AI 赋能

据星图数据，2026 年双 11 期间（10 月 7 日至 11 月 11 日）全网销售额 17764 亿元，同比+4.8%，增速较 2025 年同期的 14.2%明显回落，大促脉冲效应持续减弱，消费由集中囤货向常态化、理性化按需购买过渡。即时零售销售额 891 亿元，同比+33%，规模接近千亿但增速较 2025 年 138.4%回落，仍为品牌核心增量渠道。个护美妆全网销售额同比+8.2%，其中美容护肤、洗护清洁、香水彩妆分别达 1029 亿元、468 亿元、347 亿元。

图表1：双十一销售额品类排名



来源：星图数据，国金证券研究所

图表2：双十一即时零售销售表现



来源：星图数据，国金证券研究所

美妆行业马太效应强化，高端赛道外资壁垒仍存，大众与功效赛道国货领跑。珀莱雅稳居天猫护肤 TOP1、京东美妆国货榜 TOP1、抖音国货护肤榜 TOP1，为除快手外唯一同时进入天猫、京东、抖音护肤 TOP5 的国货品牌；兰蔻居京东 TOP1，赫莲娜抖音首次登顶，圣罗兰继续霸榜天猫、京东、抖音香水彩妆 TOP1，毛戈平三榜有名，蒂洛薇跻身抖音彩妆 TOP3；韩妆在快手维持后、雪花秀前二。品类上为确定性功效付费成为主流，高浓度玻色因面霜持续热销，彩妆消费向刚需底妆收敛。

图表3：双十一美容护肤分平台榜单



来源：星图数据，国金证券研究所

图表4：双十一彩妆香水分平台榜单



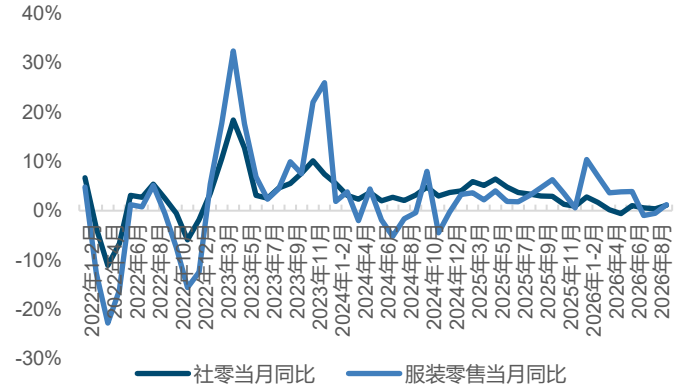
来源：星图数据，国金证券研究所

平台竞争由低价满减转向规则简化、现货直降、服务履约与 AI 赋能。天猫、京东、抖音大促周期分别压缩 1 天、4 天、6 天，天猫预售期由 16 天压缩至 5 天并取消核心品类预售；拼多多延长 16 天至 47 天，快手、小红书、微信小店扩容。天猫以 AI 和"超级旗舰"为核心，首发新品商家数同比+64%，带来 5 万款超级单品，参与品牌 100 万个、商品 7200 万款；京东以服务全景图、AI 助手及物流智能化提效；抖音通过跨端发券、现货日 48 小时发货、晚必赔及分层扶持提升履约确定性，首日成交破百万达人和商家数同比+30%、+74%。

2、行业数据跟踪

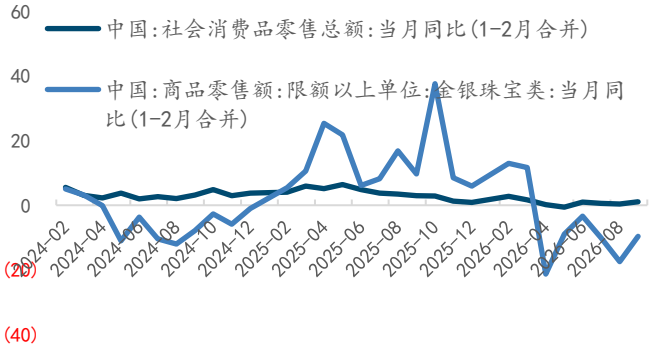
9 月服装零售同比增加 1.2%。我们认为最差的时候已经过去。鉴于服装板块的弹性和改善空间，建议对服装零售保持乐观，看好未来增长潜力。

图表5：9月服装零售同比增速回升



来源：iFinD，国金证券研究所

图表6：9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0.70%/1.00%/0.00%/0.58%/0.00%，内外棉价差1844元/吨，周涨幅为2.56%。COMEX黄金期货：本周五收盘价4243美元/盎司、近两周价格涨+9.22%。

图表7：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	17007元/吨	0.70%	2026/11/13
美棉CotlookA	90.8美分/磅	1.00%	2026/11/12
粘胶短纤	14750元/吨	0.00%	2026/11/13
涤纶短纤	8630元/吨	0.58%	2026/11/13
长绒棉	27190元/吨	0.00%	2026/11/13
内外棉价差	1844元/吨	2.56%	2026/11/13

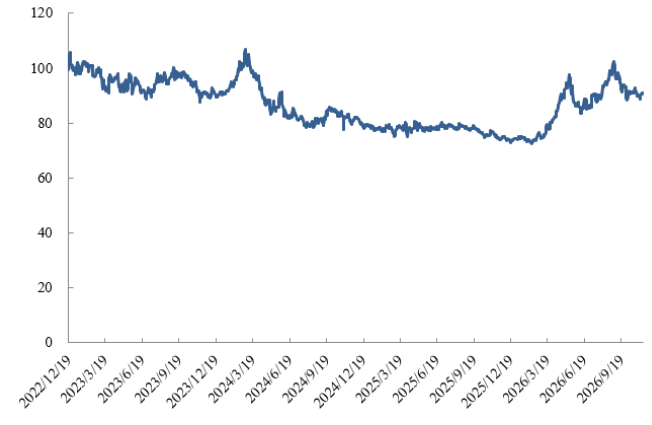
来源：iFinD，国金证券研究所

图表8：328级棉现价走势图（元/吨）



来源：iFinD，国金证券研究所

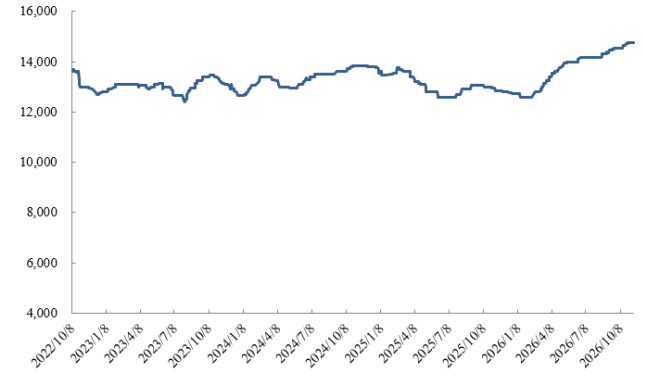
图表9：CotlookA指数（美分/磅）



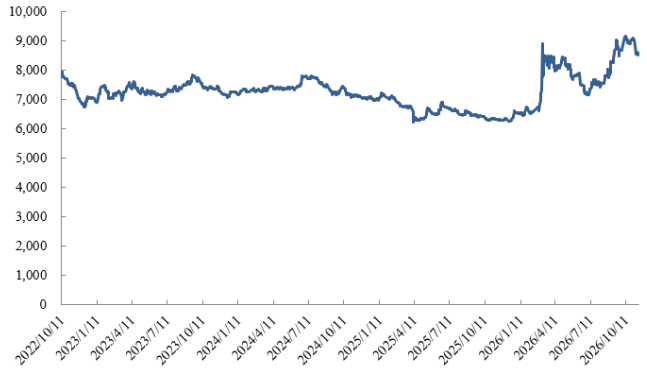
来源：iFinD，国金证券研究所

图表10：粘胶短纤价格走势图（元/吨）

图表11：涤纶短纤价格走势图（元/吨）



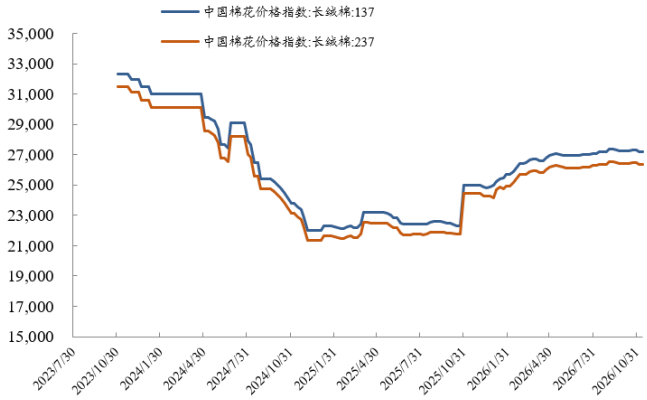
来源：iFinD，国金证券研究所



来源：iFinD，国金证券研究所

图表12：长绒棉价格走势图（元/吨）

图表13：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14：COMEX 黄金期货收盘价

图表15：黄金现货价



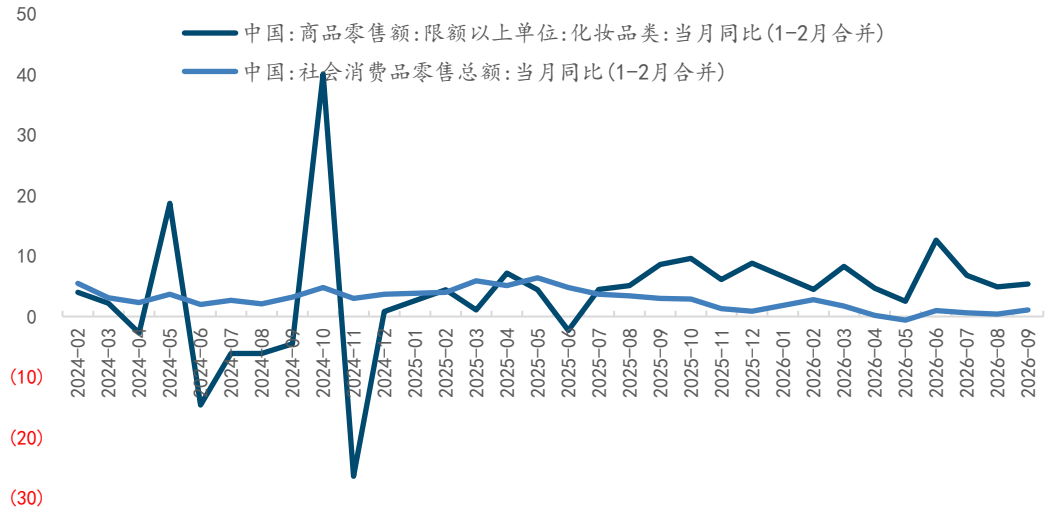
来源：iFinD，国金证券研究所



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。

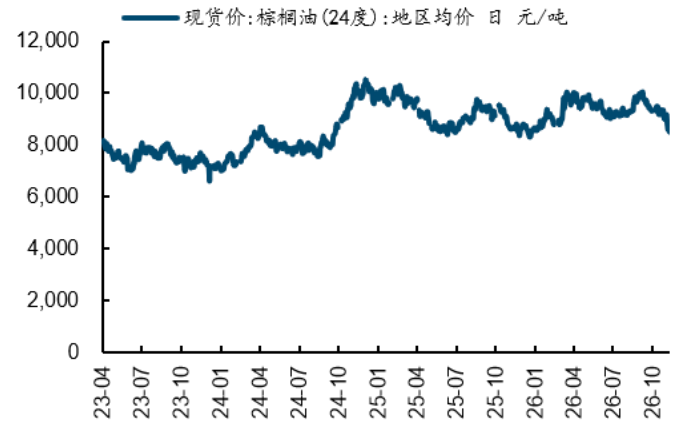
图表16：化妆品社零同比增速（%）



来源：Wind，国金证券研究所

本周原材料价格变化：棕榈油近一周（2026.11.09-2026.11.13）价格+3.52%；原油价格近一周价格-2.51%。

图表17：棕榈油现货价（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表18：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

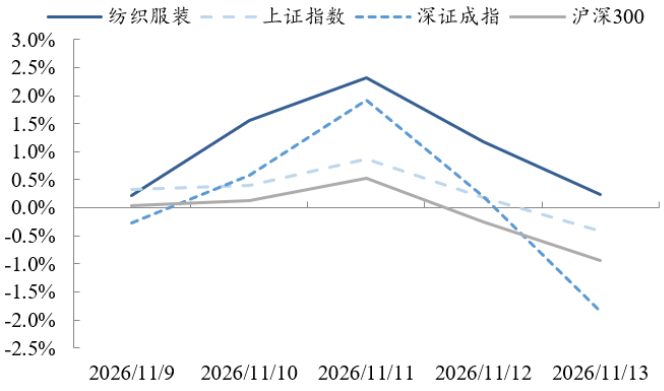
上周(2026.11.09-2026.11.13)上证综指、深证成指、沪深 300 涨跌幅分别为-0.41%、-1.85%、-0.94%，纺织服装板块 0.24%。板块对比来看，纺织服装最近一周涨跌幅在 29 个一级行业板块中位列第 6。个股方面，探路者、哈森股份涨幅居前，华利集团、朗姿股份跌幅居前。美容护理最近一周涨跌幅在 29 个一级行业板块中位列第 27。个股方面，蓝月亮集团、嘉亨家化涨幅居前，水羊股份、贝泰妮股份跌幅居前。

图表19：上周纺织服装板块涨跌幅

板块名称	一周涨跌幅（%）
上证指数	-0.41
深证成指	-1.85
沪深 300	-0.94
纺织服装	0.24
纺织制造	-0.57
服装家纺	0.55

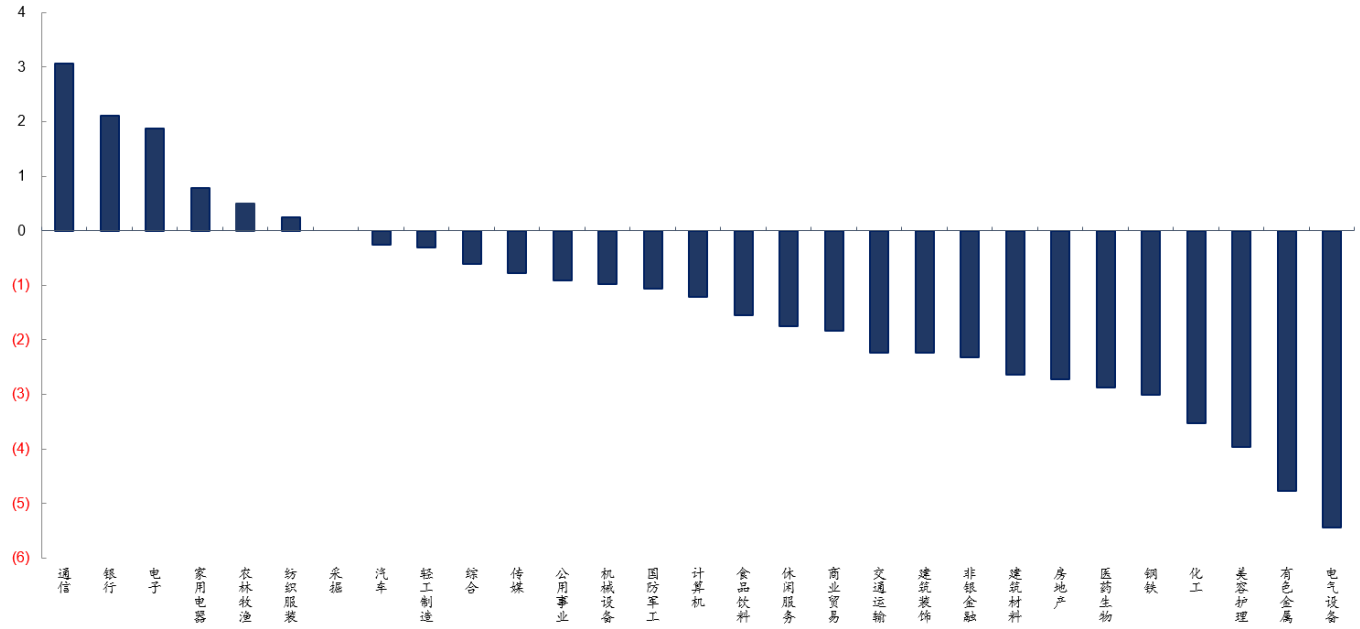
来源：Wind，国金证券研究所

图表20：上周纺织服装板块涨跌幅走势



来源：Wind，国金证券研究所

图表21：上周各板块涨跌幅（%）



来源：iFinD，国金证券研究所

图表22：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）
300005.SZ	探路者	10.78	18.46	26,293

603958.SH	哈森股份	17.48	12.63	4,071
002394.SZ	联发股份	9.96	10.91	2,600
600510.SH	黑牡丹	7.68	10.66	12,762
600400.SH	红豆股份	3.32	8.14	33,073

来源：iFinD，国金证券研究所（剔除 st 标的）

图表23：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）
002569.SZ	华利集团	36.91	-8.86	4,095
300577.SZ	朗姿股份	16.60	-7.31	3,620
002029.SZ	孚日股份	8.42	-6.44	7,899
301177.SZ	豫园股份	4.36	-6.03	6,901
002634.SZ	奥康国际	9.67	-6.03	4,674

来源：iFinD，国金证券研究所（剔除 st 标的）

图表24：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）
06993	蓝月亮集团	2.81	6.04	367
300955	嘉亨家化	24.36	4.06	652
06601	朝云集团	1.94	2.65	1,823
YSG	逸仙电商	1.95	2.09	15
1,318	毛戈平	54.00	0.65	1,208

来源：iFinD，国金证券研究所（剔除 st 标的）

图表25：近一周美容护理行业跌幅前五名

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）
300957	水羊股份	27.27	-7.21	3,641
600315	贝泰妮	16.31	-6.59	4,314
02145	上海家化	22.50	-6.56	350

002803	上美股份	15.64	-6.40	4,092
300896	吉宏股份	85.55	-5.29	993

来源：iFinD，国金证券研究所（剔除 st 标的）

5、行业新闻动态

·中国棉花网：新疆库尔勒：棉花加工质量向好全流程追溯落地

近期新疆库尔勒以晴好天气为主，白天气温回升、昼夜温差较大，适宜籽棉仓储与轧花加工。当地一家轧花企业已累计收购籽棉一万余吨，加工产出皮棉两千余吨。经企业自检，本年度新棉整体品质稳定、各项指标均衡，属于适配纺织生产的优质原料。

从品质指标来看，刚加工的一批皮棉颜色级以白棉 3 级为主，纤维长度集中 29mm，轧工质量主流为 P2 档，马克隆值多处于 B2 区间，主流规格达到双 29、双 30 高标准棉水平。纤维形态整齐、细度均匀，纺纱稳定性突出，有利于提升纱线品质与成品牢度，可满足中高档纺织品生产需求。

质量管控方面，这批棉花已落实全流程追溯管理。追溯链条覆盖田间采摘、籽棉收购入库、轧花加工、分批次分拣、打包入库各环节，各工序同步完成信息登记、数据归档留存。每一批皮棉分配专属批次编号，一一绑定产地信息、加工时段、检验结果、品级分类等资料，溯源档案完整可核验，支持随时开展质量核查与批次信息查询。

该企业依托全链条追溯体系，实现棉花来源可查、去向可追、质量可控，持续夯实加工品控能力，保障下游纺织企业原料质量安全，为后续纺纱织造供应稳定可靠的优质棉源。

6、公司动态

图表26：上周（2026/11/09-2026/11/13）重点公司公告

	公司名称	公告日期	公告类型	内容摘要
0551.HK	裕元集团	2026/11/12	发布 2026 年三季报	裕元集团(00551)发布截至 2026 年 9 月 30 日止九个月业绩，营业收入 58.89 亿美元，同比下降 2.1%。集团毛利下跌 10.7%至 12.246 亿美元，整体毛利率则下跌 2.0 个百分点至 20.8%。制造业务的毛利下跌 21.7%至 6.06 亿美元，而制造业务的毛利率较去年同期下跌 3.4 个百分点至 14.9%。制造业务单季毛利率提升至 16.1%，较上半年度的 14.3%明显回升。宝胜方面，受惠于优化库龄及严控折扣有成，本期间其毛利率上升 0.5 个百分点至 34.0%。

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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
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