2026 年 11 月 21 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

亚玛芬上调 26 全年指引，BEMT 新型防晒剂在美上市

核心观点

亚玛芬 26Q3 营收业绩持续高增，上调 26 全年指引。亚玛芬体育 11 月 17 日公布 2026 年第三季度业绩。第三季度营收同比增长 24%至 21.69 亿美元，剔除汇率影响增长 23%，调整后营业利润率提升至 16.4%，调整后每股收益 0.42 美元，营收、利润率与 EPS 均超出此前指引。公司上调 2026 年全年指引：营收增速升至 25%至 26%，调整后营业利润率升至 14.5%至 14.7%，摊薄每股收益升至 1.32 至 1.35 美元。未来投入重点将集中在 Arc'teryx 的鞋类与女装、品牌营销及区域开店，以及 Salomon 的 Sportstyle 新产品线等。Amer 持续强劲表现有望增厚大股东安踏体育净利润。

理肤泉含 BEMT 防晒在美上市，新型防晒剂原料放量有望。理肤泉 10 月 20 日在美国推出含 BEMT 的 Anthelios UV Defense SPF50 防晒。BEMT 是美国 FDA 逾 25 年来首次批准的新防晒活性成分，帝斯曼及其获许可方享有 18 个月监管独占期，巴斯夫已获许可在美销售。帝斯曼援引 Mintel 数据显示，2019 年 6 月至 2025 年 9 月美国以外市场的防晒新品中约 47%含 BEMT，显示其成熟的配方应用基础。随着头部品牌新品陆续上市，原料采购需求有望扩大，国内科思股份具备与帝斯曼长期合作及 BEMT 量产供货基础，有望承接美国市场增量、提升高价值功能原料收入贡献。

行业数据跟踪：

10 月服装零售同比下降 2.0%。我们认为短期消费情绪仍偏弱。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（2026.11.16-2026.11.20）上证综指、深证成指、沪深 300 涨跌幅分别为-2.77%、-6.49%、-1.54%，纺织服装板块-9.05%。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。个股方面常山北明、华升股份涨幅居前，浙文影业、九牧王跌幅居前。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，丸美生物、上美股份涨幅居前，吉宏股份、壹网壹创跌幅居前。

重点公司公告：1）水羊发布股东回馈活动公告。

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 亚玛芬三季度营收增长 24%，再度上调全年指引 3
1.2、理肤泉含 BEMT 防晒在美上市，打开新型防晒剂原料成长空间 3
2、行业数据跟踪 4
3、投资建议 6
4、上周行情回顾 7
5、行业新闻动态 9
6、公司动态 9
风险提示 9

图表目录

图表 1： 10 月服装零售同比增速回升 4
图表 2： 10 月金银珠宝零售同比持续下滑 4
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） 5
图表 7： 涤纶短纤价格走势图（元/吨） 5
图表 8： 长绒棉价格走势图（元/吨） 5
图表 9： 内外棉价差价格走势图（元/吨） 5
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（%） 6
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 7
图表 16： 上周纺织服装板块涨跌幅走势 7
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 8
图表 20： 近一周美容护理行业涨幅前两名 8
图表 21： 近一周美容护理行业跌幅前五名 8
图表 22： 上周（2026/11/16-2026/11/20）重点公司公告 9

1、周观点

1.1 亚玛芬三季度营收增长 24%，再度上调全年指引

亚玛芬体育 11 月 17 日公布 2026 年第三季度业绩。第三季度营收同比增长 24%至 21.69 亿美元，剔除汇率影响增长 23%，调整后营业利润率提升至 16.4%，调整后每股收益 0.42 美元，营收、利润率与 EPS 均超出此前指引；三大板块、四大区域、两类渠道全部实现双位数增长。基于前三季度的强劲表现与第四季度良好开局，公司同步上调全年营收、毛利率与 EPS 指引，并给出 2027 年初步展望。

1）整体规模与盈利同步提速

亚玛芬 Q3 营收 21869.2 百万美元、同比增长 24%（固定汇率增长 23%），三大板块、四大区域及两类渠道均实现双位数增长；前三季度营收 5747.3 百万美元、同比增长 28.7%。盈利端改善更为突出，毛利率与营业利润率同步抬升，归母净利润大幅增长、调整后 EPS 高于原指引。高毛利 D2C 与高增长亚太、中国地区的权重提升，带动毛利率与经营效率同步改善。公司主动加大营销与门店投入，费用前置但效率未降；库存增速低于营收，现金流稳健，为全年增长打下基础。

2）技术服饰

板块营收 8.61 亿美元、增长 26%，固定汇率增长 24%，其中全渠道同店增长 16%，D2C 增长 32%、批发增长 14%，调整后营业利润率升至 21.1%，为三大板块中利润率最高且改善幅度最大的业务。门店扩张按既定节奏推进，三季度净增 9 家，年内累计净增 17 家，全年计划净增 30 至 35 家；大中华区门店稳步扩容，2027 年秋季将开设全球首座超大型旗舰店。产品端旗舰硬壳 SparrowSV 新品上市，与 BEAMS 合作的 25 周年联名系列开售即热销，女士款式已占本板块女装销售额一半，品类持续向女装、鞋类延伸，新客转化表现良好。

3）户外性能

板块营收 9.17 亿美元、增长 27%，增长主要由软商品带动，调整后营业利润率提升至 23.1%；D2C 增长 48%、同店增长 28%、批发增长 18%，鞋服软商品在专业和日常场景同步放量。门店方面，大中华区三季度净增 15 家，全年计划净增约 50 家，亚太其他地区、北美也持续布局新店，批发渠道陆续进入多家高端零售商。品牌营销持续加码，官宣重磅赛事合作，曝光量可观；美国分销网点仍有较大拓展空间，供应链较 12 个月前明显改善，仅少数热门配色短期售罄，属于限量运营而非供给瓶颈。

4）球类与球拍

板块营收 3.91 亿美元、增长 12%，增长由 Wilson Tennis 360 业务带动，调整后营业利润率下降至 6.1%，主要是公司主动加大业务投入，并非需求走弱。产品竞争力得到验证，主力球拍在美国市场排名靠前，软商品在中国及亚太地区增长强劲，Padel 产品需求上行。渠道端三季度新增 10 家门店，多数落地国内，全年计划在中国新增约 40 家 Tennis 360 门店，同时进驻多家大型体育零售渠道，网球场景货架份额持续提升。板块仍处于投入期，利润率修复取决于 Tennis 360 单店产出与软商品占比提升。

公司上调 2026 年全年指引：营收增速升至 25%至 26%，调整后营业利润率升至 14.5%至 14.7%，摊薄每股收益升至 1.32 至 1.35 美元，上调的原因是第三季度三项指标均超出原指引，且第四季度旺季开局强劲，技术服饰与户外性能的收入指引同步上调、球类与球拍维持不变。未来投入重点将集中在 Arc'teryx 的鞋类与女装、品牌营销及区域开店，以及 Salomon 的 Sportstyle 新产品线等。Amer 持续强劲表现有望增厚大股东安踏体育净利润。

1.2、理肤泉含 BEMT 防晒在美上市，打开新型防晒剂原料成长空间

头部品牌新品落地，BEMT 美国商业化加速。理肤泉在美国推出含 BEMT 的 Anthelios UV Defense SPF50 防晒，定价 39.99 美元。BEMT 即新型防晒剂 P-S（PARSOL Shield，帝斯曼商品名），是美国 FDA 逾 25 年来首次批准的新防晒活性成分，相关准入于 2026 年 8 月 9 日生效。根据 FDA 最终命令，帝斯曼及其获许可方享有 18 个月监管独占期；巴斯夫已获帝斯曼许可在美国销售，头部原料商与品牌共同推动新品商业化。

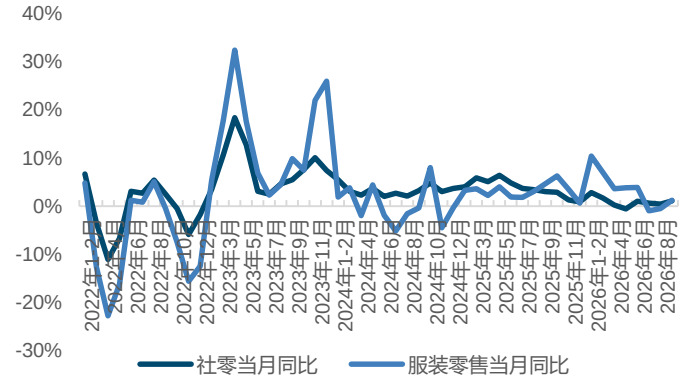
美国准入打开重要增量市场，具备量产与客户基础的原料企业受益。DSM 提交 FDA 的材料援引欧睿数据，2023 年美国占全球防晒终端市场约 26%；其援引的 Mintel 数据显示，此前六年防晒新品中约 47%含 BEMT，体现其成熟的配方应用基础。美国市场由准入走向头部品牌上市，有望带动 BEMT 从此前缺席的市场中获得新增采购。供给端，帝斯曼、巴斯夫

已布局相关产品；国内科思股份具备与帝斯曼长期合作及 P-S 量产供货基础，募投项目投产后的 P-S 规划总产能为 2,000 吨/年。

2、行业数据跟踪

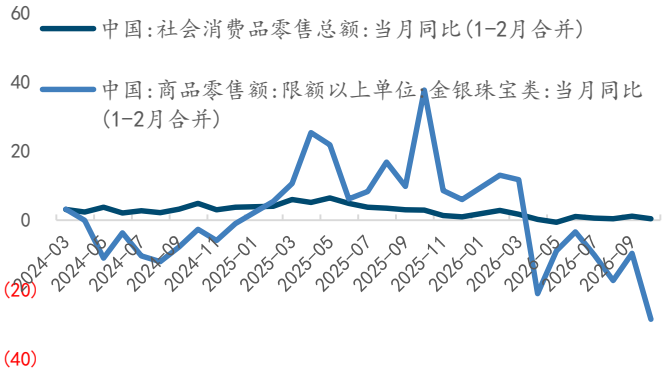
10 月服装零售同比下降 2.0%。我们认为短期消费情绪仍偏弱，金银珠宝板块金价波动压制需求，板块弹性有待等待消费信心回暖。

图表1：10 月服装零售同比增速回升



来源：iFinD，国金证券研究所

图表2：10 月金银珠宝零售同比持续下滑



来源：iFinD，国金证券研究所

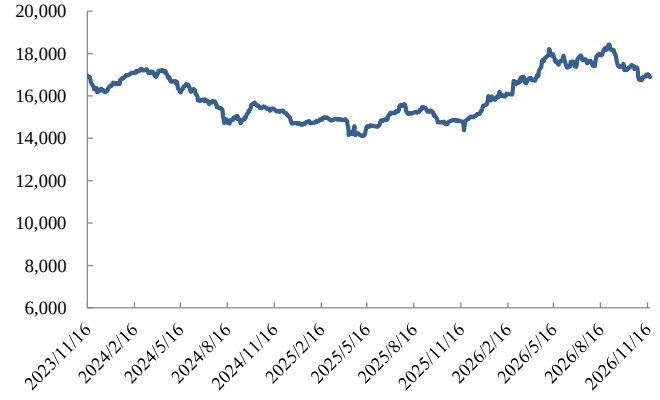
本周原材料价格整体稳定，328 级棉现货/美棉 CotlookA/粘胶短纤/涤纶短纤/长绒棉价格周涨跌幅分别-0.74%/-3.80%/0.00%/-2.33%/0.92%，内外棉价差 2241 元/吨，周涨幅为 16.96%。COMEX 黄金期货：本周五收盘价 4243 美元/盎司、近两周价格涨+4.01%。

图表3：大宗原材料价格汇总

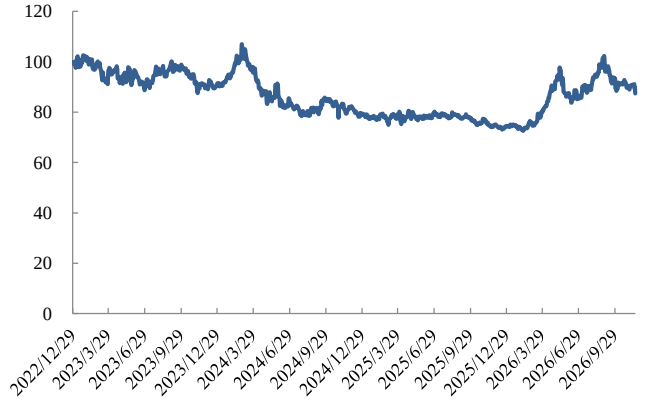
原材料名称	价格	周涨跌幅	价格日期
328 级棉现货	16881 元/吨	-0.74%	2026/11/20
美棉 CotlookA	87.35 美分/磅	-3.80%	2026/11/19
粘胶短纤	14750 元/吨	0.00%	2026/11/19
涤纶短纤	8380 元/吨	-2.33%	2026/11/19
长绒棉	27440 元/吨	0.92%	2026/11/20
内外棉价差	2241 元/吨	16.96%	2026/11/20

来源：iFinD，国金证券研究所

图表4：328 级棉现价走势图（元/吨）



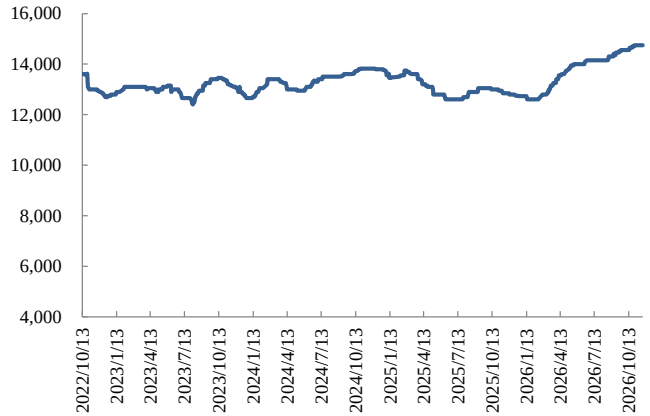
图表5：CotlookA 指数（美分/磅）



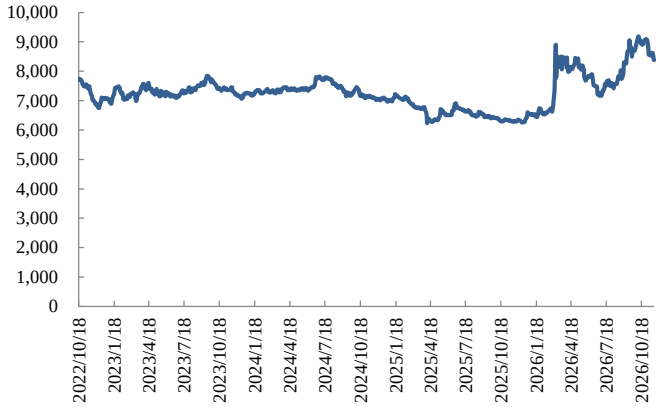
来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

图表6：粘胶短纤价格走势图（元/吨）



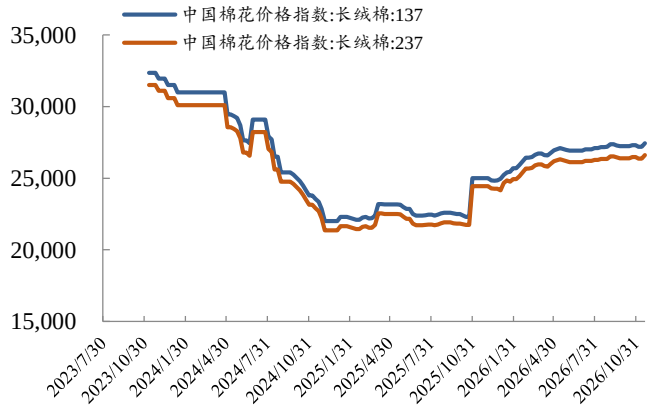
图表7：涤纶短纤价格走势图（元/吨）



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）



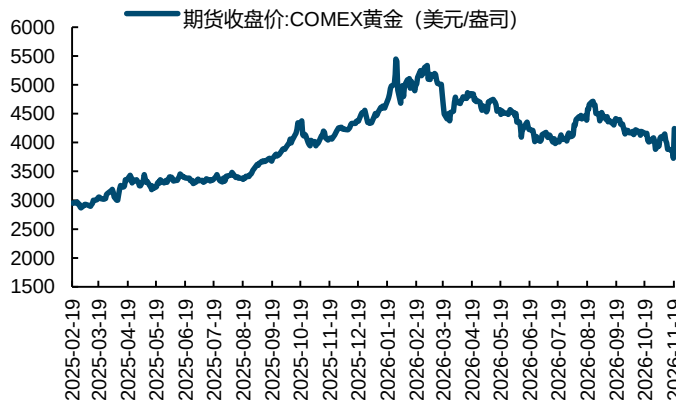
图表9：内外棉价差价格走势图（元/吨）



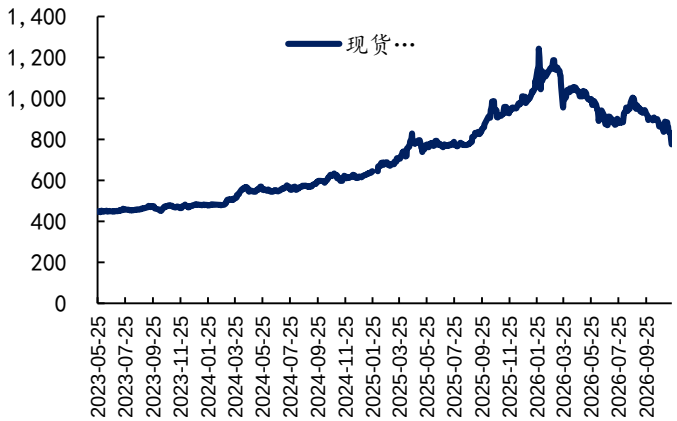
来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

图表10：COMEX 黄金期货收盘价



图表11：黄金现货价

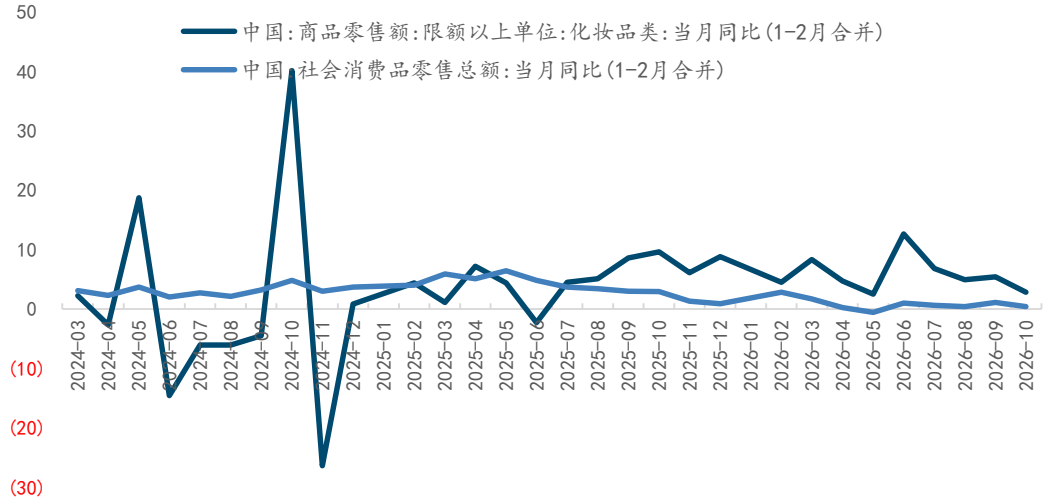


来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

10 月化妆品类零售同比增加 5.6%，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

本周原材料价格变化：棕榈油近一周（2026.11.16-2026.11.20）价格-5.85%；原油价格近一周价格-5.07%。

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

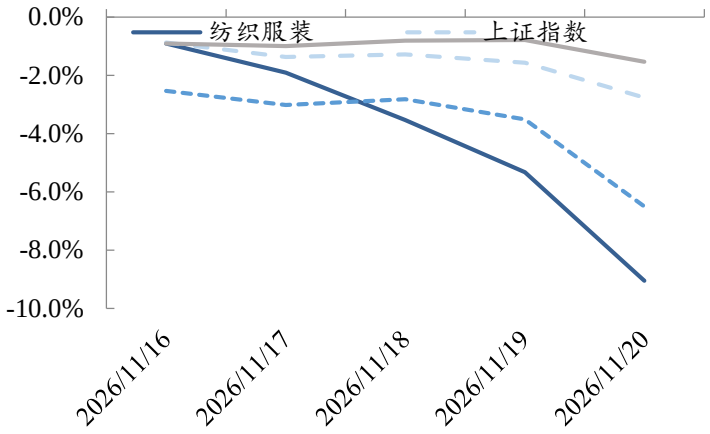
上周(2026.11.16-2026.11.20)上证综指、深证成指、沪深 300 涨跌幅分别为-2.77%、-6.49%、-1.54%，纺织服装板块-9.05%。板块对比来看，纺织服装最近一周涨跌幅在 29 个一级行业板块中位列第 16。个股方面常山北明、华升股份涨幅居前，浙文影业、九牧王跌幅居前。美容护理最近一周涨跌幅在 29 个一级行业板块中位列第 10。个股方面，丸美生物、上美股份涨幅居前，吉宏股份、壹网壹创跌幅居前。

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	-2.77
深证成指	-6.49
沪深 300	-1.54
纺织服装	-9.05
纺织制造	-8.72
服装家纺	-9.34

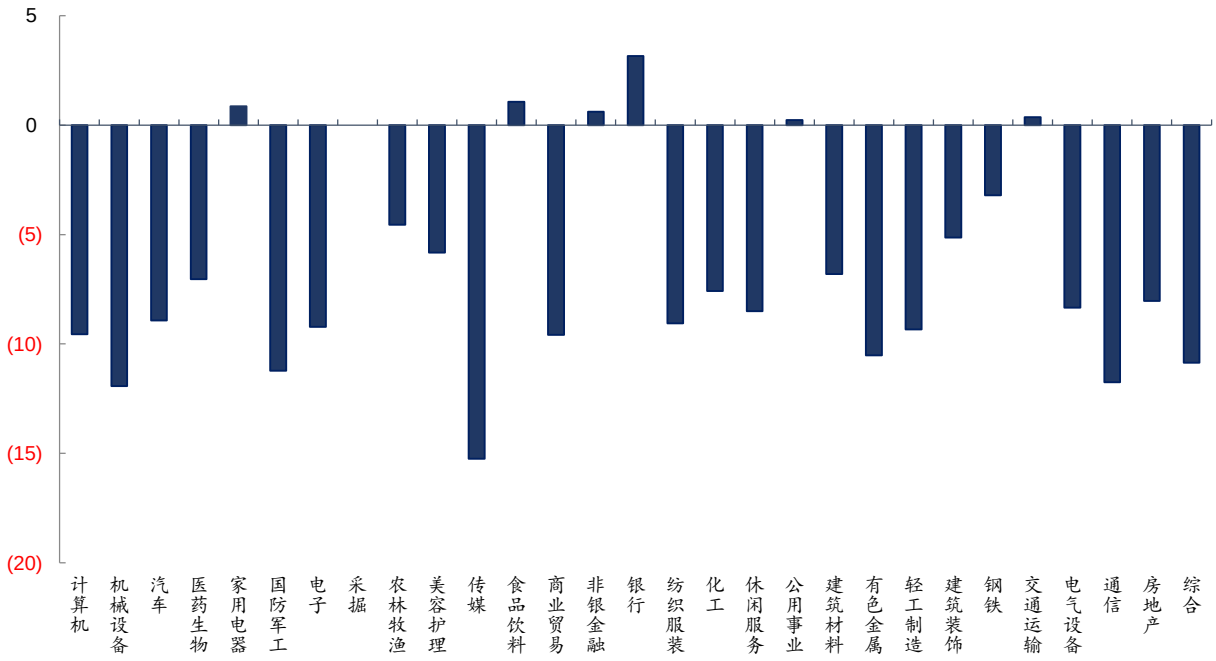
来源：Wind，国金证券研究所

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

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）

000158.SZ	常山北明	13.52	20.71	50,862
600156.SH	华升股份	8.02	13.12	28,669
300577.SZ	开润股份	19.39	6.30	2,635
002293.SZ	罗莱生活	13.08	5.74	5,344
603587.SH	地素时尚	15.86	5.59	5,612

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）
300658.SZ	浙文影业	3.32	-34.13	99,783
002875.SZ	九牧王	7.91	-31.81	18,609
605055.SH	探路者	7.57	-29.78	31,477
600137.SH	七匹狼	6.06	-29.37	22,241
603196.SH	奥康国际	7.20	-25.54	6,078

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两名

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）
603983	丸美生物	26.43	8.77	4,183
02145	上美股份	23.18	3.02	422

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	吉宏股份	18.27	-19.90	2,950
605136	壹网壹创	6.90	-18.82	5,368
603059	丽人丽妆	19.03	-13.58	470
BZUN	倍加洁	3.06	-12.46	112
603630	宝尊电商	11.45	-12.26	2,192

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：进口棉：美金基差小幅上调 内外棉顺挂扩大

中国棉花网专讯：据部分国际棉商、大型棉花贸易企业反馈，受 11 月中旬以来 ICE 棉花期货大幅下挫而郑棉主力 CF2701 合约在 15300-15600 元/吨区间反复盘整的影响，再加上人民币升值的推动，1%关税(或滑准关税)下进口外棉成本与河南、山东、江浙等内地库新疆机采棉报价顺挂幅度再次扩大，进口棉的竞争力有所走强，但由于 2026 年棉花进口配额供应持续紧张、部分规模以上企业仍有少量储备棉可用、棉纱进口同比持续大幅增长对进口棉花产生替代性，纺织厂/贸易商关注/询价的重点是 12 月-2 月船期的巴西棉、美棉。据某大型棉企业报价，11 月 19-20 日青岛港保税 2025/26 年度澳棉 SM1-5/32(强力 29GPT)、SM1-3/16(强力 29GPT)基差分别为 10.50美分/磅、12 美分/磅(对标 ICE2703)；而保税 2024/25 年度巴西棉 M1-5/32(强力 28GPT)、SM1-5/32(强力 28GPT)基差分别为 1.50 美分/磅、2.25 美分/磅。整体看，受近一周多 ICE 期货较大幅度回落的影响，部分外商、大中型棉花贸易企业外盘现货基差有小幅上调，幅度多在 0.25-0.50 美分/磅，但港口已清关巴西棉、澳棉、美棉人民币资源基差则大多持稳，贸易商调整的意愿较弱。11 月 20 日，青岛、张家港、上海等保税 2024/25 年度巴西棉 M1-5/32(强力 28-29GPT)净重报价多在 81-81.50 美分/磅，1%关税下直接进口成本 13410-13490 元/吨(滑准关税下进口成本 14235-14280 元/吨)；而目前河南、山东、江苏等内地库 3129/3130(断劣比强度 28-29CN/TEX)新疆机采棉的公重报价约 16800-17000 元/吨，考虑到净重、公重结算差异，1%关税下进口巴西棉成本与新疆棉报价倒挂幅度 3500-3800 元/吨，较 11 月上旬扩大 200 元/吨以上。

·中国棉花网：棉副产品：终端需求不足 市场行情偏弱

中国棉花网专讯：近期，郑棉期货维持区间震荡格局，棉籽、棉油、棉粕、短绒、棉壳等棉副产品受自身供需影响，行情出现明显分化。新棉集中上市，棉籽货源持续释放，供应增量压制涨幅，整体价格以窄幅波动为主，购销数量跟随加工进度变化。棉粕行情更多跟随蛋白粕板块联动，受豆粕、菜粕替代冲击，养殖端需求平淡，价格短期承压。棉油依附油脂大环境运行，自身独立驱动性不足，棉籽成本形成底部支撑，涨跌跟随豆油、棕榈油节奏变化。棉壳多用于食用菌栽培、饲料辅料，尚未进入需求旺季，目前价格波动幅度小，维持低位平稳状态。当前下游订单清淡，短绒需求偏弱，成交偏慢，因和棉花联动性不强，行情弱势平稳。整体来看，当前产业链矛盾集中在下游终端需求不足，棉籽偏抗跌，棉粕、棉油跟随大宗板块波动，短绒、棉壳受刚需制约难有起色。后市重点跟踪郑棉方向、油脂粕类外盘以及下游纺织、养殖、菌菇产业的需求变化。

6、公司动态

图表22：上周（2026/11/16-2026/11/20）重点公司公告

	公司名称	公告日期	公告类型	内容摘要
300740.SZ	水羊股份	2026/11/18	发布股东回馈活动公告	公司推出 20 周年科技礼盒包股东回馈活动，股权登记日为 2026 年 9 月 17 日收市，当日登记在册股东可申领礼盒，每人限一套；申领时间 11 月 18 日至 11 月 30 日，股东扫码核验信息、填写收货地址即可参与。本次活动不属于利润分配，股东自愿参与，逾期视为放弃，公司按登记先后顺序分批发货，该事项对公司经营无重大影响。

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