



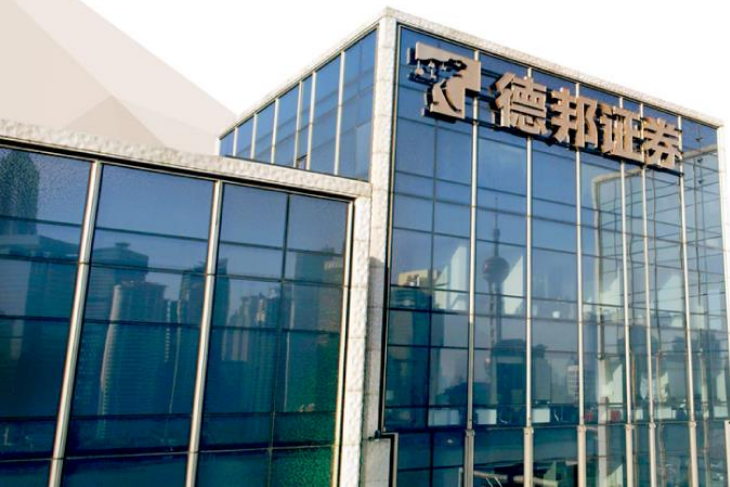
德邦证券
Topsperity Securities

2024年7月4日

证券研究报告|行业季度策略

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



证券分析师

姓名：易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

核心观点

- **Q2总结-总量角度：社零低预期+地产恢复弱+茅台批价下跌，消费板块风偏下降。** 5月社零总额同比3.7%、环比+1.4pcts、但低于市场预期4.5%，同时5月餐饮收入累计+8.4%、环比-0.9pcts，消费动能相对较弱；1-5月地产投资、销售、融资均下滑，对长期楼市仍缺少信心；同时，茅台批价受到多重因素冲击，价格持续下探。消费板块从5月下旬起明显跑输沪深300指数，投资风险偏好下降。
- **Q2总结-分结构看：仍存在一定结构性行情，板块 β 性行情偏弱，但自下而上选股龙头超额收益突出。**
 - **(1) 化妆品（高景气度）：**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。
 - **(2) 医美（低景气度）：**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。
 - **(3) 出海（高景气度）：**5月外贸数据延续回升，政策加码海外仓建设，运费逆周期性上涨，短期业绩有所承压。
 - **(4) 零售（低景气度）：**胖东来模式外溢永辉/步步高，调改后日销明显提升，传统零售迎来阶段性机会。
 - **(5) 黄金珠宝（低景气度）：**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下降11%，预估消费量或同比下滑。
- **Q3策略：宏观消费仍旧偏弱，且三季度多个板块均为淡季，预估板块 β 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) 出海：**Q3进入海外零售旺季，建议关注7月亚马逊Prime Day、黑五等大促节点数据，长期看好行业空间，**关注赛维时代/致欧科技/安克创新。**
 - **(2) 医美：**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。**
 - **(3) 黄金珠宝：**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。**
 - **(4) 化妆品：**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，关注华熙生物/贝泰妮拐点性机会。**
- **风险提示：**终端需求疲软、行业竞争加剧、客流回暖低预期、经销商管理风险、汇率波动的风险。

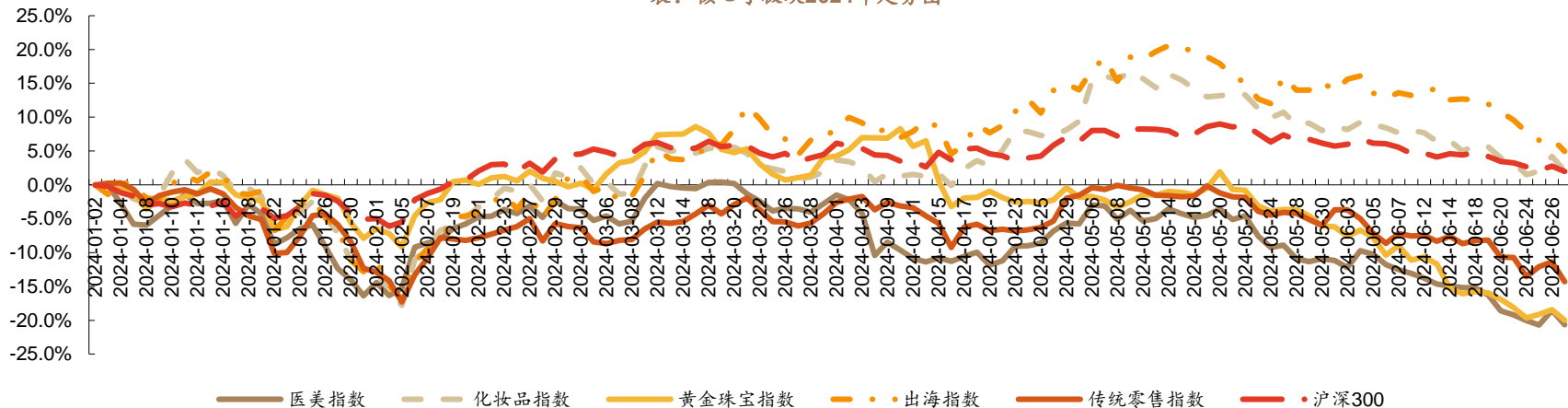
01

Q2复盘：出海、国货美妆高景气

Q2复盘：出海、国货美妆高景气，高端可选偏弱，珠宝承压

- Q2复盘：服务消费拖累5月社零数据不及预期。**5月社零总额同比3.7%、环比+1.4pcts、但低于Wind一致预期4.5%，同比改善来自于假日分布增加（4月调休导致实际工作日增加）+618大促需求前置等影响，同时5月餐饮收入累计+8.4%、环比-0.9pcts，消费动能相对较弱。
- 地产动销偏弱+茅台批价下行，消费板块投资风偏降低。**5月以来新一轮政策刺激下，中指院数据显示6月前两周（5月27日~6月9日），重点50城新房周均成交面积较5月增长24%，但国家统计局披露1-5月地产投资、销售、融资均下滑，对长期楼市仍缺少信心；同时，茅台批价受到多重因素冲击，价格持续下探。消费板块从5月下旬起明显跑输沪深300指数，投资风险偏好下降。
- 市场存在结构性行情。**年初以来相对涨跌幅，出海5.8%>沪深300指数2.2%>化妆品2.1%>传统零售-14.6%>黄金珠宝-20.4%>医美-21.4%。

表：核心子板块2024年走势图



资料来源：Wind、德邦研究所；注：除沪深300外，其他指数通过筛选核心标的进行筛选；按照标的总市值加总，然后编制指数

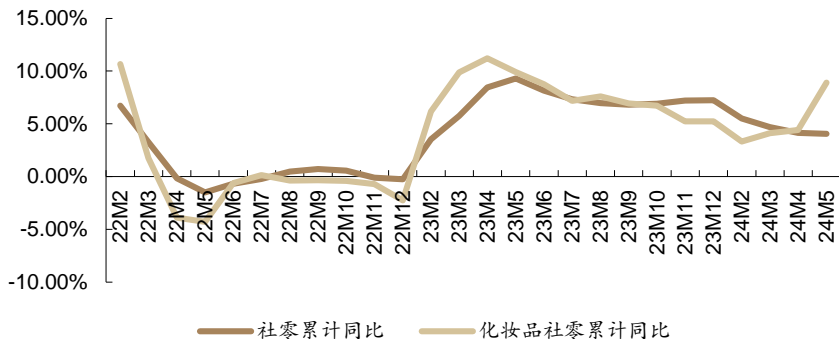
02

化妆品：618收官、品牌结构性分化，关注Q3推新节奏

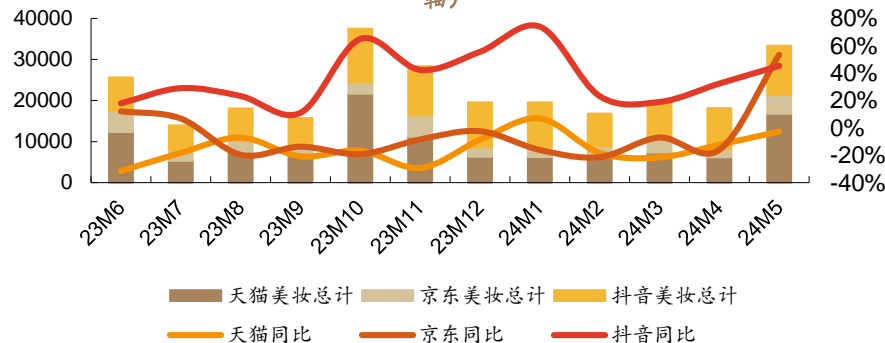
Q2总结：618大促前置，天猫止跌回升，抖音竞争加剧

- 618大促前置，化妆品需求提前5月释放。**今年618大促取消了预售机制，简化平台玩法，同时伴随销售周期的拉长，各平台于5月均开始销售，618美妆需求提前释放，24年5月化妆品社零累计值同比上升8.9%，2年CAGR为9.41%，优于社零的6.64%。
- 天猫渠道：止跌回升、好于此前悲观预期，消费复苏+新营销模式助力。**据青眼情报，今年618期间美妆护肤类目销售额多平台实现增长，天猫护肤类目销售额同比增长2%，彩妆类目增长7.5%：1) 天猫注重自播、内容场建设，利用短视频、软广等形式将销售与精神价值相结合；2) 通过“联合生态增长计划”，通过“生态伙伴”洞察消费趋势，把握用户需求，扶持头部品牌，带动整体的增长；3) 品牌加大天猫合作，ROI获得提升。
- 抖音渠道：品牌结构性分化，我们认为播放效率略弱于预期，达播模式消费者信任降低+利润压缩所致。**从需求端来看，消费者逐渐趋于理性，减少冲动消费；从供给端看，伴随抖音平台流量见顶，品牌运营成本必然愈加昂贵，获客拉新的高效途径也更加稀缺，使得品牌投放难度加大，放缓了品牌的推新速度，影响投放效率，且平台流量波动较大，我们预计在抖音渠道上的利润率走低。

图：23年6月至今中国社零总额及化妆品社零同比



图：24年至今分平台美妆销售GMV（左轴，万元）及同比（右轴）



资料来源：Wind、久谦数据、德邦研究所



Q2总结：品牌分化，龙头恒强

表：5-6月（截止到6月25日）部分品牌抖音销售情况

- 从全平台榜单看，今年618龙头国货品牌表现优秀。从抖音平台看，销售爆发期内国货龙头品牌的增速快于国际大牌。在24年618，**天猫护肤**：珀莱雅延续23年双十一获得第一名，品牌力强势，可复美位列第五；**天猫彩妆**：彩棠力压国际品牌夺冠；**抖音护肤**：韩束、珀莱雅分别位居冠、亚军，可复美前进一名位居第八名。
- 从整体结构上看，国产龙头持续发力，展现出了对国际大牌的有力替代。（1）渠道端：抖音对国货龙头支持力度上升，品牌自身营销多样化，如韩束等多品牌通过短剧等新营销方式拓宽路径；（2）产品端：国货龙头产品潜力、性价比优势凸显，如可复美胶原棒通过胶原次抛概念，享受胶原红利；（3）品牌端：国货龙头产品力凸显，渠道畅通且营销多样，消费者对国货品牌的消费意愿增强，如珀莱雅的大单品策略成功带动品牌力。

表：各平台618大促销售排名情况

排名	2024年618全期			2023年双十一全期	
	天猫护肤	天猫彩妆	抖音护肤	天猫美容护肤	抖音护肤
1	珀莱雅	彩棠	韩束	珀莱雅	珀莱雅
2	欧莱雅	肌肤之钥	珀莱雅	欧莱雅	韩束
3	兰蔻	圣罗兰	赫莲娜	兰蔻	欧莱雅
4	雅诗兰黛	娜斯	雅诗兰黛	雅诗兰黛	雅诗兰黛
5	可复美	雅诗兰黛	后	薇诺娜	兰蔻
6	修丽可	花西子	兰蔻	海蓝之谜	海蓝之谜
7	玉兰油	毛戈平	欧莱雅	玉兰油	赫莲娜
8	海蓝之谜	3CE	可复美	修丽可	后
9	赫莲娜	卡姿兰	海蓝之谜	赫莲娜	可复美
10	肌肤之钥	魅可	玉兰油	娇兰	玉兰油

注：24年618天猫护肤、彩妆榜单统计时间为2024年5.20-6.18，抖音护肤为5.24-6.18，23年双十一天猫美容护肤为2023年10.24-11.11，抖音护肤为10.20-11.11

公司	品牌	GMV (百万元)			YoY		
		24Q1	24Q2	24H1	24Q1	24Q2	24H1
国内上市公司							
珀莱雅	珀莱雅	802	885	1687	87%	71%	78%
	彩棠	193	137	331	57%	9%	32%
巨子生物	悦芙媞	69	52	121	78%	-35%	2%
	可复美	319	484	804	120%	92%	102%
上美股份	可丽金	36	65	100	235%	302%	275%
	韩束	2051	1543	3594	540%	130%	262%
贝泰妮	一叶子	8	14	22	-51%	145%	1%
	红色小象	23	27	50	231%	117%	158%
华熙生物	薇诺娜	213	261	473	51%	9%	24%
	润百颜	62	118	180	-16%	-2%	-8%
	夸迪	81	26	107	-9%	-72%	-42%
福瑞达	米蓓尔	46	56	102	65%	-18%	6%
	肌活	27	26	54	-70%	-70%	-70%
丸美股份	颐莲	77	73	151	9%	-23%	-9%
	瑷尔博士	174	155	328	47%	-1%	20%
上海家化	丸美	254	253	507	34%	17%	25%
	恋火	190	183	373	68%	26%	44%
水羊股份	佰草集	11	33	45	31%	179%	117%
	玉泽	31	36	67	43%	-51%	-29%
	御泥坊	20	17	37	-43%	-28%	-37%
数尔佳	伊菲丹	148	153	301	68%	66%	67%
	大水滴	36	25	61	-16%	-22%	-19%
润本股份	小迷糊	13	20	34	203%	302%	257%
数尔佳	数尔佳	117	186	303	102%	72%	83%
润本股份	润本	61	204	265	26%	60%	50%
国际龙头品牌							
欧莱雅	欧莱雅	785	998	1783	53%	14%	28%
	兰蔻	475	645	1119	23%	34%	29%
	赫莲娜	390	774	1163	47%	27%	33%
	修丽可	208	195	402	478%	123%	226%
雅诗兰黛	雅诗兰黛	665	609	1274	86%	9%	39%
	海蓝之谜	468	528	996	79%	-5%	22%
宝洁	OLAY	274	406	680	5%	19%	13%
	SK-II	55	346	401	-84%	-20%	-49%
资生堂	资生堂	191	159	350	177%	-8%	45%
娇韵诗	娇韵诗	173	275	449	57%	29%	39%

Q2总结：品牌分化，龙头恒强

- 多品牌618战报显示，国货龙头表现亮眼，多品牌多榜单排名上升，GMV强势增长。珀莱雅多平台表现出高双位数增长，抖音同比翻倍；彩棠天猫端发力，GMV同增80%+；可复美、可丽金、韩束、恋火全平台高增。

表：24年618部分品牌战报

公司	品牌	项目	2024年618	2023年双十一	
珀莱雅	珀莱雅	天猫	美妆类成交金额排名NO1，同比增长70%+	美妆类成交金额排名NO1，同比增长40%+	
		抖音	美妆类目成交金额排名NO1，同比增长110%+	美妆类目成交金额排名NO1，同比增长200%+	
		拼多多	国货美妆成交金额排名NO1，同比增长60%+	国货美妆成交金额排名NO1，同比增长100%+	
		京东	国货美妆NO1，同比增长80%+	美妆类目成交金额排名NO1，同比增长200%+	
	彩棠	天猫	彩妆行业品牌排名NO1，GMV同比增长80%+	国货彩妆行业品牌排名NO1，彩妆行业品牌排名NO2，GMV同比增长150%+	
		抖音	彩妆行业品牌排名NO10，GMV持平	彩妆行业品牌排名NO1，GMV同比增长160%+	
巨子生物	可复美	全网	线上全渠道全周期GMV同比增长60%+	线上全渠道全周期GMV同比增长100%+	
		天猫	GMV同增50%+，美妆国货类目TOP3，伤口敷料类目TOP1，面部精华类目TOP1	GMV同增80%+，美妆国货类目TOP4，保健用品TOP1，蝉联伤口敷料类目TOP1，蝉联面部健康类目TOP1；	
		抖音	GMV同比增长65%+，品牌直播间在线人数创新高，电商年终大促护肤品牌总榜国货TOP3，单日品牌旗舰店自播榜TOP1	GMV同增200%+，自播间日销GMV创新高，美奢行业美妆总榜国货护肤TOP4	
	可丽金	京东	GMV同比增长100%+，大促国货品牌热销榜TOP5，医用美护类目TOP1	GMV同比增长100%+，家庭护理类目TOP1，蝉联医用美护类目TOP1	
		全网	线上渠道全周期GMV同比增长100%+	线上渠道GMV同比增长50%+	
		天猫	GMV同比增长70%+	天猫官方旗舰店全周期GMV同比增长100%+，开门红前1小时GMV超去年双十一全周期，开门红前13分钟GMV超去年开门红首日；	
		抖音	GMV同比增长300%+	官方自播间全周期GMV同比增长70%+	
	上美股份	韩束	京东	GMV同比增长200%+	全周期GMV同比增长60%+
			抖音	GMV同比增长136%，蝉联美妆榜TOP1，蝉联护肤榜TOP1，蝉联美妆品牌人气榜TOP1	
			天猫	GMV同比增长141%，国货之光榜TOP1	
拼多多			GMV同比增长225%		

Q2总结：新品集中推介，大促快速成长

- 当前推新思路主要围绕成分、防晒功效与品类延展进行。**
 - (1) 成分端推新：**胶原红利持续，围绕推新，品牌加速布局，例如珀莱雅源力面霜添加2.0 XVII型重组胶原、巴黎欧莱雅合作锦波生物推出小蜜罐面霜；
 - (2) 防晒功效推新：**当前消费者全时段、全域防晒意识增强，对防晒产品需求更高，品牌加速推新，如珀莱雅盾护防晒、薇诺娜时光防晒乳等；
 - (3) 品类延展：**瓊尔博士上新摇醒精华、丸美推出胶原小金针2.0、可复美上新焦点面霜、可丽金上新胶卷眼霜及面霜，从基础的品类向更高壁垒的精华、眼霜、面霜等品类延伸。
- 新品推介加速了大促期间的销量增长。**可复美焦点面霜618期间表现优异，排名第一的单品在抖音上实现250-500w销售额，第二实现100-250w销售额；珀莱雅盾护防晒在618期间最大单品卖出100-250w；源力面霜2.0也取得了最大单品75-100w的成绩。

图：24年国货品牌上新一览（截至2024年5月）

珀莱雅 2024.02上新 2024.03上新 2024.03上新 2024.05上新 2024.05上新	彩棠 2024.01上新 2024.02上新	瓊尔博士 2024.02上新 2024.02上新 2024.02上新 2024.02上新	润本 2024.02上新
可复美 2024.02上新 2024.02上新 2024.02上新 2024.03上新 2024.03上新	可丽金 2024.01上新 2024.03上新	薇诺娜 2024.02上新 2024.02上新	玉泽 2024.02上新
米蓓尔 2024.01上新 2024.02上新 2024.04上新 2024.05上新 2024.05上新	御泥坊 2024.05上新 2024.04上新	恋火 2024.01上新 2024.04上新 2024.04上新	大水滴 2024.05上新
肌活 2024.01上新 2024.01上新 2024.02上新	润百颜 2024.02上新 2024.04上新	丸美 2024.04上新 2024.04上新	颐莲 2024.03上新

Q3策略：大促虹吸或影响淡季表现，关注推新节奏

- 短期视角：Q3化妆品行业进入淡季，虹吸效应显著，建议关注抖音超品日和新品推介的结构性行情。**化妆品行业周期性强，受大促带动性强，受今年618销售期延长的影响，部分消费需求提前兑现并表现为5月化妆品社零数据的回暖，需求的提前兑现也可能导致6月化妆品社零数据的回落。但淡季同时也意味着各品牌新品孵化、培育期的来临，如可复美于2024年6月25日推出可复美秩序点痘棒，对老产品进行了全面升级，在淡季的新品孵化效果会体现在之后抖音超品日和旺季的销售情况和公司业绩。
- 长期视角：看好国货产品通过差异化成分、高性价比等产品特质和持续运营能力持续抢占市场份额。**24年618大促中，电商平台围绕价格力的竞争加剧，国货展现更优性价比、抢占市场份额，精细化运营、夯实电商渠道优势，通过不断推新、丰富产品矩阵、品牌梯队塑造完整，24年618中国货品牌排名取得突破，珀莱雅继续登顶天猫美妆类目第一、韩束品牌在抖音断崖式领先、可复美在天猫护肤、抖音护肤排名上升，我们持续看好国货品牌在今年取得业绩增长和突破，重点把握组织架构优秀、底层能力完善公司的投资机会，**推荐巨子生物/珀莱雅/上美股份，关注华熙生物/贝泰妮拐点性机会。**

表：核心公司盈利预测及估值

标的	营收					归母净利润						
	2023A	2024E	2025E	2026E	23-26年 CAGR	2023A	2024E	2025E	2026E	23-26年 CAGR	24年PE	总市值
珀莱雅	89.05	110.61	134.63	159.21	21.4%	11.94	15.10	18.83	22.74	24.0%	26.85	405.5
巨子生物	35.26	48.83	62.76	77.67	30.1%	14.52	18.94	24.22	30.10	27.5%	21.36	404.5
上美股份	42.13	66.02	83.53	100.57	33.6%	4.61	7.40	9.81	12.40	39.1%	20.00	148.0
贝泰妮	55.22	70.19	79.90	89.23	17.3%	7.57	11.09	13.68	16.11	28.6%	17.78	197.1
华熙生物	60.76	65.60	77.93	88.04	13.2%	5.93	8.65	11.24	13.23	30.7%	32.01	276.9
润本股份	10.33	13.43	16.65	19.82	24.3%	2.26	2.90	3.64	4.38	24.7%	24.28	70.4
丸美股份*	22.26	29.01	36.41	43.60	25.1%	2.59	3.79	4.78	5.85	31.2%	28.16	106.8
水羊股份	44.93	51.22	58.89	66.55	14.0%	2.94	3.80	4.68	5.48	23.0%	14.52	55.2
福瑞达	45.79	41.84	49.60	56.69	7.4%	3.03	3.73	5.08	6.21	27.0%	19.08	71.2
科思股份	24.00	31.92	42.51	54.34	31.3%	7.34	9.04	11.69	14.45	25.4%	11.72	105.9

03

医美：新品抢占市场，增速环比向上，
布局24H2-25年新品获批

Q2总结：再生/胶原市场发布多款新品

- **江苏吴中引入国内首款“童颜针”，快速抢占蓝海市场，短期有望快速放量。**江苏吴中代理的童颜针艾塑菲，在24年1月获得NMPA批准，2月和上药康德乐战略合作，2-3月举办多场专家顾问会及注射交流会议。艾塑菲童颜针建议终端价19800元/支，同等价格段内缺少重点产品，面向高端市场，目前已经与线下200多家终端医美机构合作，在原有四款再生产品竞争的基础上，童颜针的进入表明市场高景气度及市场对具备稀缺性的新产品的认可，未来伴随更多产品获批，再生市场格局将会进一步变化。
- **华东医药伊妍仕与锦波生物薇旖美在原有产品基础上进行升级：**华东医药伊妍仕在原产品基础上进行差异化改进，面向不同需求进行“高定”，新品空间广阔；薇旖美品牌在3型胶原基础上推出配套产品与治疗方案，预期在过去良好产品口碑和销售体系的基础上，新品能够有更佳表现。

图：江苏吴中童颜针上市销售



表：2024年二季度部分医美产品上新情况

公司	品牌	新品	功效	上市时间
华东医药	伊妍仕	伊妍仕第二代（第二代少女针）	通过刺激人体自身纤维细胞和胶原蛋白的再生，起到结构重塑和容积填充的作用，达到抗衰老效果。二代少女针共分为三款产品，臻妍（大微球）、致臻（中微球）和紧妍（小微球），基于三种不同尺寸的微球，可对应实现不同维度的“高定”效果，从不同维度解决不同年龄段用户需求	2024. 06. 19
锦波生物	薇旖美	3+17型胶原治疗方案	提供针对眶周细纹眶周肤色暗沉、眶周皮肤松弛、口周细纹、面颊细纹、暗沉、皮肤炎症、纹理粗糙、油脂旺盛等的全程抗衰，即全层次、全场景、全疗程抗衰保养服务。搭配配套面膜、乳液、次抛原液，形成一天促愈合、7天助修复、三周更紧弹的术后护理周期	2024. 06. 19

资料来源：澎湃新闻，医美部落公众号，时尚资讯网等，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

产品端：再生/胶原仍旧蓝海、处于生命周期初期阶段

- **技术迭代新品纷至，竞争加剧终端降价。** 多家公司通过自研+BD进入医美赛道，资本密集推动技术迭代与材料更新，玻尿酸、肉毒素、再生、胶原蛋白均有多款产品在研待批，供给增加，行业竞争日益加剧，规模化效应助推原料及终端价格下行，进一步带动行业渗透率快速提升。
- **精细化美学盛行，适应症多方扩展。** 随着市场增长、产品成分与技术更新迭代，求美者的审美理念和认知逐步提升，精细的定制化需求日渐盛行，针剂各品类的功效适应症均从单一部位扩展到更多细分领域，由面部鼻唇沟向眼周、唇部、下颌等细分面部区域及身体部位发展。

表：部分公司医美储备项目

公司	玻尿酸	肉毒素	胶原蛋白	再生产品	减肥类	光电设备	其他
爱美客	逸美1+1（新适应症）（临床试验阶段）/宝尼达-颊部填充适应症（注册申报）	注射用A型肉毒毒素（注册申报）	全资收购沛奇隆，布局中		利拉鲁肽（完成I期临床）/司美格鲁肽（在研）/去氧胆酸（在研）	独家经销韩国Jeisys旗下Density和LinearZ产品	第二代理植线（临床试验）/利多卡因丁卡因乳膏（临床试验）/注射用透明质酸酶（在研）
华东医药	MaiLi Extreme透明质酸（预计24Q2递交注册申请）/MaiLi Precise透明质酸（23年12月首例入组）	23年BD引进韩国ATGC公司的肉毒素产品ATGC-110全球权益，以及重庆誉颜YY001中国商业化权益		伊妍仕-M（23年3月完成临床入组）/Lanluma V聚左旋乳酸（24年2月获临床伦理批件）		GlacialRx（F1）（国内注册检测）/V系列（V20发补阶段，V30完成注册检验）/Préime Derma Facial（23年9月非器械属性界定）	
华熙生物	玻尿酸复合溶液（注册） 注射用修饰HAFHNJ（验证） 动能素（临床）		HA-重组III型人源化胶原蛋白凝胶（小试）	布局再生产品			利多卡因麻醉膏
昊海生科	有机交联HA凝胶（注册申报） /无痛交联注射用交联HA凝胶（临床试验）/注射用HA复合凝胶（临床前研究）	外用涂抹型A型肉毒毒素产品ET-01、经典注射型肉毒毒素产品AI-09	智能交联胶原蛋白填充剂（临床前研究）			推进多个激光嫩肤、皮秒激光中国上市工作	线性精密交联水光注射剂（注册检验）/加强型水光注射剂（临床）
江苏吴中	注射用双相交联舍利多卡因HA凝胶（临床阶段）		重组胶原填充剂（实验室研究）		去氧胆酸（仿制药药学研究）		利丙双卡因乳膏（仿制药药学研究）

资料来源：各公司公告、德邦研究所

Q3策略：最悲观Q2已过，预计增速环比向上，布局24H2-25

- **短期视角：Q3低基数下有望迎来恢复性增长。**复盘全国解封后的医美市场，23Q2在医美机构活动促销+消费者疫后补偿式消费下，爱美客及华东医药的医美单季度收入均达新高，随着市场信心走弱，Q2-Q4季度环比略降，24Q2在同期基数影响下增速或有一定压力，Q3虽非传统旺季，主因天气偏热影响皮肤类需求、同时暑期出行或有分流，但考虑基数影响增速有望拐头向上，同时Q4为医美旺季，在十一黄金周及周年庆等活动带动有望持续恢复。
- **长期视角：渐进复苏、把握新品周期，看好未来渗透率持续提高。**23年关键词在于“价格竞争”，消费者购买力及信心减弱，机构主动降价拓新客，随着焦点访谈叫停直播医美、厂家强化抖音平台价格管控，单纯低价竞争模式不可持续，未来将转变为综合能力的比拼，价格竞争也带来23Q2达年度高值后季度环比走弱，疫后复苏节奏前高后低。展望2024年，整体或将趋于稳健增长，上游产品展现结构性变化，玻尿酸基本盘稳定，再生/胶原仍旧蓝海，把握产品放量周期；长期来看，从生活美容向医美导流、亦或光电设备的普及教育，我国医美渗透率相比于海外仍有较大提升空间。**长期建议配置多管线的爱美客/锦波生物，短期可关注江苏吴中童颜针放量情况及时代天使出海情况。**

表：核心公司盈利预测及估值

标的	营收					归母净利润					24年PE	总市值
	2023A	2024E	2025E	2026E	23-26年CAGR	2023A	2024E	2025E	2026E	23-26年CAGR		
爱美客	28.69	39.55	52.99	67.30	32.9%	18.58	24.28	31.23	38.54	27.5%	20.68	502.2
锦波生物	7.80	11.78	16.26	20.67	38.4%	3.00	4.83	6.75	8.72	42.7%	26.28	126.9
江苏吴中	22.40	27.54	32.76	39.71	21.0%	-0.72	1.25	2.24	3.66	-	51.51	64.4
昊海生科	26.54	32.41	38.24	43.33	17.7%	4.16	4.98	6.27	7.55	22.0%	28.21	140.5
时代天使	14.76	17.29	20.64	24.62	18.6%	0.53	0.72	1.76	2.78	73.2%	129.15	93.0
朗姿股份	51.45	59.88	66.38	72.38	12.0%	2.25	3.08	3.89	4.79	28.6%	19.95	61.5
美丽田园健康医疗*	21.53	26.91	33.36	37.65	20.5%	2.16	2.78	3.45	3.96	22.5%	12.23	34.0

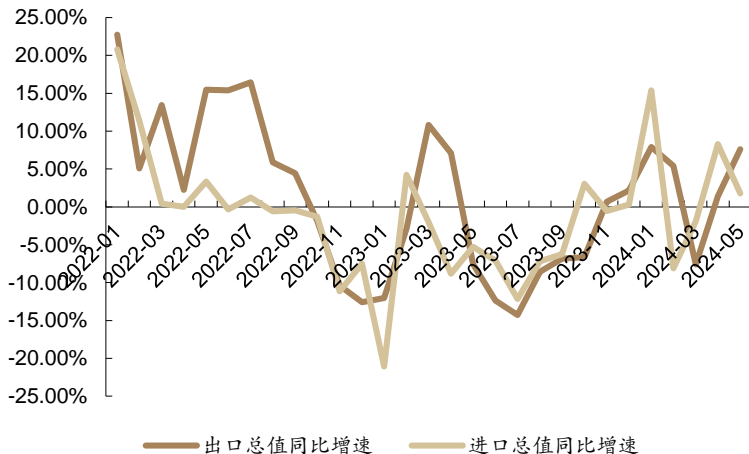
04

跨境电商：外贸数据回升，关注7月亚马逊大促

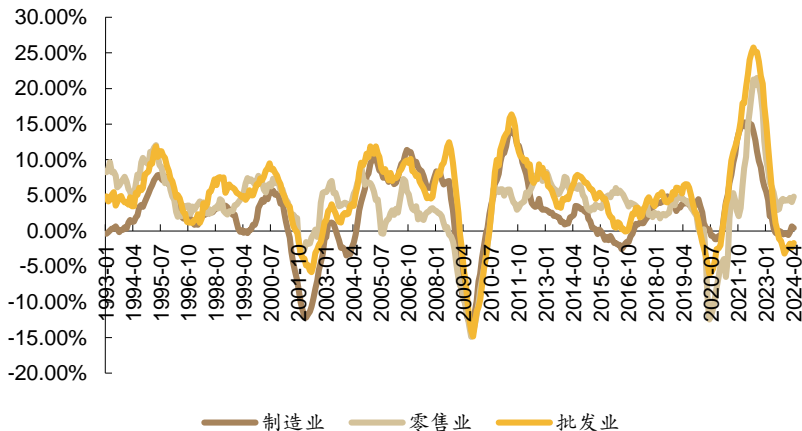
Q2复盘：5月外贸数据延续回升，政策加码海外仓建设

- **5月外贸数据继续回升，低基数效应+欧美有望开启补库周期，支撑出口增速持续上行。** 2024年5月中国出口同比增长7.6%，为24年1月以来最高值。美国批发商和零售商库存增速低点或已出现，有望开启补库周期。
- **跨境电商成为中国外贸重要引擎，政策加码海外仓建设。** 据商务部统计，全国跨境电商主体已超12万家。目前，中国企业建设的海外仓超2500个，面积超3000万平方米。5月24日，国务院常务会议审议通过了《关于拓展跨境电商出口推进海外仓建设的意见》，提出要培育跨境电商主体、支持传统外贸转型，加强人才培养与金融支持，优化服务、强化行业自律。

图：中国进出口总值同比增速



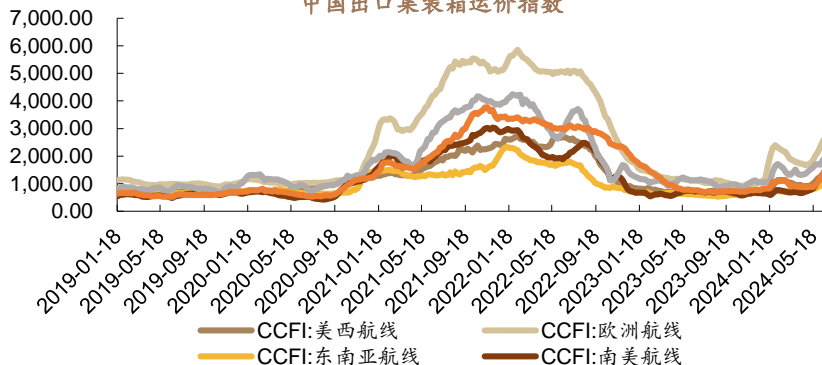
图：美国批发/零售/制造商库存：季调：同比



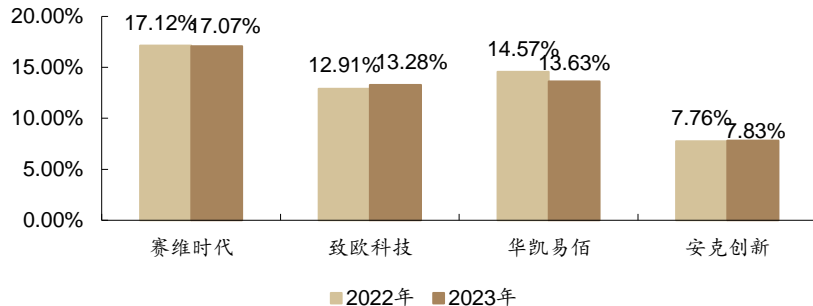
Q2复盘：运费逆周期性上涨，短期业绩有所承压

- 影响跨境大卖的核心因素包括：采购端——产品成本、费用端——海运费、电商平台交易费、关税等。
- **采购成本：出海底层能力依托国内优质供应链。**致欧23年整合供应链资源，开展招标活动降低采购价格，大卖成熟品类采购成本有望趋于平稳。
- **运输费用：24年初至今海运价格持续攀升，海运为主的大件产品出海卖家利润或短期承压。**根据上海航运交易所最新数据，6月底美西/欧洲/东南亚/南美航线运价环比3月底yoy+57%/61%/68%/99%，逆季节性大涨，地缘政治扰动+船舶公司主动削减运力影响供给侧，同时需求端旺盛，带来市场供不应求。致欧科技等头部公司通过长协签约提前锁定运费，以平滑涨价带来的阶段性波动。华凯易佰等大卖空运转海运带来头程运费的明显优化。头部卖家积极应对海运费上涨趋势，持续优化头程/尾程配置，相比中小卖家具备更强的抗风险能力。
- **电商平台交易费：亚马逊下调低价服装佣金，新平台半托管上线零佣金模式，部分卖家平台交易费下降。**24年1月开始亚马逊下调全球多地区服装类目佣金（以美国为例，15美金以下服装佣金从最高17%下降至最低5%，15-20美金之间服装佣金从17%下降至10%左右）。新兴平台Temu/Shein24年以来先后推出半托管模式，推出零佣金零广告费入驻的扶持政策，吸引大批跨境流量。

中国出口集装箱运价指数



跨境企业销售平台费率



Q3策略：短期关注7月亚马逊大促，长期持续看好供应链输出

- 投资策略：**短期内，Q3开始进入海外零售旺季，建议关注7月亚马逊Prime Day、黑五等大促节点数据，持续跟踪海运价格指标（欧线、波红线），以及Temu等新兴平台销售数据。**中长期，**看好跨境电商行业长期发展空间，目前正进入合规化、品牌化的高质量发展阶段。海外性价比消费需求景气，全球零售线上渗透率持续提升，且对比国内成熟市场提升空间巨大。23年全球电商渗透率中国47.0% > 英国30.6% > 美国15.8% > 墨西哥14.2%。（根据eMarketer统计）。**短期内跨境电商受到海运费等价格波动影响，但中长期视角下仍具备广阔成长空间，建议重点关注：**
- 赛维时代：**服装柔性供应链出海代表，多品类品牌强复制能力。服装品类稳健增长，24年Q1非服品类前期清库存影响大幅降低，带动非服毛利率提升。Q1亚马逊佣金下调带来销售平台费率1%左右的优化，产品结构调整+供应链优化，有望扩大佣金下降辐射范围。
- 致欧科技：**中大件家居/家具出海头部卖家，公司以欧洲市场为基本盘，24年集中资源投入美国市场，美国线上渠道增速或超预期。24年产品侧积极推行系列化策略，成本端推进海外仓布局优化尾程配送，美线逐步提升自发比例。
- 安克创新：**3C电子出海标杆，看好产品持续迭代升级与储能市场等品类扩张，公司持续优化组织架构，强化产品创新能力。

表：核心公司盈利预测及估值

标的	营收					归母净利润					24年PE	总市值
	2023A	2024E	2025E	2026E	23-26年CAGR	2023A	2024E	2025E	2026E	23-26年CAGR		
赛维时代*	65.64	88.81	110.57	134.56	27.0%	3.36	4.44	5.75	7.19	28.9%	20.83	92.5
安克创新*	175.07	209.13	243.34	284.21	17.5%	16.15	19.13	22.70	26.47	17.9%	18.25	349.2
致欧科技	60.74	75.95	94.64	117.99	24.8%	4.13	5.09	6.18	7.50	22.0%	16.14	82.1
小商品城*	113.00	141.37	163.28	195.61	20.1%	26.76	28.92	32.93	40.42	14.7%	14.39	416.3
苏美达*	1229.81	1282.70	1370.87	1353.84	3.3%	10.30	11.28	12.57	13.41	9.2%	9.05	102.1
华凯易佰*	65.18	84.95	102.43	119.18	22.3%	3.32	4.56	5.63	6.53	25.3%	9.41	42.9
焦点科技*	15.27	17.90	20.78	23.96	16.2%	3.79	4.78	5.79	6.90	22.1%	17.35	82.8
吉宏股份*	66.95	78.36	90.62	103.71	15.7%	3.45	4.32	5.21	6.11	21.0%	9.93	42.9

05

零售：胖东来模式外溢，兴趣消费加速出海

Q2总结：胖东来模式外溢永辉/步步高，调改后日销明显提升

- **年初至今，国内零售企业步步高、永辉陆续合作胖东来进行超市门店调改，目前已经有部分调改门店正式开出，客流、日销提升明显。**
- **步步高**：24年3月31日，胖东来正式宣布助力步步高超市调改。步步高长沙梅溪湖店（经营面积5145m²）成为调改首店，4月11日调改正式启动，5月1日即开门营业，5月中旬基本调改到位。调改前后效果明显，梅溪湖调改门店日均销售额增长至原来的近9倍（从15万元增长至133+万元），日均客流增长至原来的近6倍（从0.2万人次增长至1.2万人次）。胖东来自有品牌进入步步高产品体系，5月胖东来自有品牌销售额占比步步高梅溪湖店总销售的28.22%。
- **永辉超市**：24年5月27日，永辉超市首次发布调改公告，首家调改门店（郑州信万广场店）6月19日正式恢复营业，第二家新乡宝龙广场店6月底启动。**调改思路与步步高基本一致，调改细节**：①**商品结构**：下架单品数10841个，下架比81.3%。重新规划单品数12581个，新增单品占比80%，梳理后商品结构达到胖东来商品结构的90%以上。②**动线布局**：取消强制动线，拓宽卖场通道，新增烟酒柜、顾客休息区、扩大烘焙区、现场加工、熟食区。③**设施设备**：新增日配冷链，新增生鲜、散称杂粮、卖场端架等设备设施，更新占比达到45%。④**专业能力**：进行大小近30场培训分享；⑤**员工福利**：员工工资从2500元/月提升至4500元/月。调改效果显著，调改表现：信万广场店首日销售达188万，约为调改之前平均日销的13.9倍；当日客流超1.2万人，约为调改之前日均客流的5.3倍，调改成效显著。
- **中百集团**：24年5月29日，中百仓储超市派出团队前往河南，参与学习胖东来对永辉郑州店的调改过程，后续计划选定关山光谷店、黄浦路店进行试点调改。胖东来老板于东来6月10日到中百集团交流指导，提出胖东来会全面开放商品目录，与中百共享供应链信息，在商品开发上给予技术支持。目前调改门店还未正式开始。
- **调改事件思考**：本轮胖东来对零售龙头（步步高、永辉）进行友好帮扶，前期以区域性试点开展，门店数量有限。后续将密切跟踪试点门店的爬坡周期以及同店提升效果，后续异地复制的可行性和持续性则需要更长周期验证。从长期维度看，学习胖东来的管理理念和经营策略对整体零售行业变革具有一定的启发意义，值得关注。永辉此次在郑州区域积极合作胖东来推进调改，体现了公司聚焦超市主业，提升同店表现的决心。我们认为，永辉以本次调改为契机，有望重新梳理商品供应链和门店管理系统，后续区域性复制进展顺利，有一定的同店改善预期。

Q3策略：关注传统零售阶段性机会，长期看好兴趣消费出海

- 投资策略1：关注超市板块性机会。**超市板块经历调整期，龙头企业同店承压，多数进行闭店调整。在外部承压环境下，超市企业积极求变，探索新业态、提质增速。**短期看**，零售企业目前的新业态/新模式探索仍处于前期阶段，试点门店数量有限，且成熟可复制的单店模型仍在打磨中，对年度业绩贡献较为有限；**从长期维度看**，大部分上市零售企业为区域/全国性零售龙头，本身具备深厚的本地供应链资源和便捷的物业条件。此次聚焦主业，积极开展同行学习、新业态试水，是传统业态转型变革的趋势性信号。一旦模式跑通，得到阶段性数据验证，预期市场会给予传统零售板块一定的估值溢价。
 - (1) 重庆百货**：积极探索超市新业态“社区折扣店”，首店于5月28日成功开业，第二家门店6月26日开业，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。
- 投资建议2：持续看好性价比消费品出海，关注具备品牌力的兴趣消费龙头机会。**建议重点关注名创优品、泡泡玛特海外门店扩张情况、新IP合作和孵化进展。
 - (1) 泡泡玛特**：登顶天猫/京东618潮玩榜单，积木品类成为天猫618国潮积木店铺销售Top3。6月27日，泡泡玛特首款手游《梦想家园》正式上线。公司坚持以IP为核心，不断拓宽潮玩IP内容生态边界，品类扩张逻辑秩序验证。
 - (2) 名创优品**：性价比快消品出海逻辑已初步跑通，24年公司重点发力海外直营业务，产品结构调整持续提升毛利率，公司未来24-28年收入端CAGR≥20%。

表：核心公司盈利预测及估值

标的	营收					归母净利润					总市值	
	2023A	2024E	2025E	2026E	23-26年CAGR	2023A	2024E	2025E	2026E	23-26年CAGR		24年PE
重庆百货	189.85	198.41	206.88	213.67	4.0%	13.15	14.41	15.79	17.17	9.3%	7.13	102.8
家家悦	177.63	189.60	200.75	208.78	5.5%	1.36	2.51	3.00	3.53	37.3%	21.36	53.6
永辉超市	786.42	754.96	783.65	821.39	1.5%	-13.29	2.12	4.78	7.83	-183.8%	102.00	216.0
红旗连锁	101.33	105.59	109.59	114.70	4.2%	5.61	6.02	6.41	6.82	6.7%	10.80	65.0
名创优品	114.73	173.53	210.73	251.01	29.8%	17.69	33.89	41.33	50.36	41.7%	12.21	413.8
泡泡玛特	63.45	82.78	104.12	124.12	25.1%	10.82	14.82	19.02	23.07	28.7%	29.61	438.8

Q3策略：兴趣消费兴起，名创出海打开成长空间

- **名创优品**：性价比快消品出海逻辑已初步跑通，24年公司重点发力海外直营业务（北美市场进入快速展店周期），产品结构调整（IP化运营）持续提升毛利率。公司指引24-28年收入端CAGR≥20%，是消费品赛道为数不多兼具出海逻辑和成长性标的。
- **①性价比夯实名创基本盘，产品组合持续优化，IP化运营提升毛利率上限**。名创产品以高性价比建立消费者认知，通过轻资产的加盟模式快速展店提升市场份额，规模经济带来供应链话语权，积蓄了一定的成本优势和货源稳定性。在疫后消费力下行的时代背景下，名创提供了一种定价不贵的兴趣消费品，符合口红效应特征。24年名创合作Chiikawa IP热卖，截止Q1名创已合作迪士尼、三丽鸥、芭比、赞萌露比、chiikawa等100多个IP版权方，爆款频出。名创在坚持性价比基础上，调整IP产品结构占比。Q1国内IP产品占比25%，海外IP产品占比高达40%，公司目标到2028年IP销售占比超过50%，IP占比提升拉动客单价，产品毛利率预期提高。
- **②北美直营高速增长，直营开店持续创新高**。早期北美市场以代理形式运营，管理表现一般，公司收回后以直营模式垂直管理，目前北美市场成为发展潜力最大市场之一，24年Q1GMV同比增长近110%。24年Q1海外直营市场收入同比增长92%，已经连续四个季度实现了超过80%的同比增长，欧美市场客单价3倍于国内市场。目前海外市场仍处在快速展店周期，24年Q1北美新开19家，全年计划新增80-100家，现有渠道约150家，预计到24年底超过200家。后续随着海外直营市场门店数量增多、密度加大，公司预计将实施更精细化运营策略，单店人工/租金成本有望持续优化，海外市场盈利能力预期进一步提升。
- **③TT子品牌拐点已现，远期成长空间广阔**。目前TT定位客群比Miniso年轻，品类互补，产品毛利率更高。在加盟商成本结构（人工、租金）差异不多的情况下，整体加盟商赚钱能力更强。23年Q4TT首次实现转亏为盈，24年Q1持续盈利。目前TT门店模型仍在跑通过程中，预计24年年内新开门店100家。

06

黄金珠宝：金价高位影响终端动销，
关注Q3订货会情况

Q2总结：金价冲高盘整，央行暂停黄金增持

- **美元资产、地缘冲突等全球政治经济环境变化推动金价创下新高。**2024年以来市场对于美联储降息的预期跟随CPI、PMI、就业率等高频经济数据波动，24年4月以来，美债等资产利率回落形成金价的强支撑力，叠加同期地缘冲突影响与各国央行增持黄金储备对冲外汇风险，金价于24Q2急速冲高，5月20日金交所收盘价达573.8元/克，年初至今累计上涨18.6%。
- **美国数据超预期+我国央行暂停购金，金价进入高位回调。**5月底以来，金价在海内外环境变化下进入盘整回调阶段，1) 国内：央行5月末黄金储备达7280万盎司，较上月持平，自连续18个月增持以来首次暂停购金行为。2) 海外：美国5月非农数据大超预期，强劲就业表现使降息预期下行，同时6月美联储会议下调加息次数预期至1-2次，市场对于加息预期的变化推动国际金价的回落与调整。

图：上海金交所Au9999黄金价格（元/克）及年初至今累计涨跌幅（%）

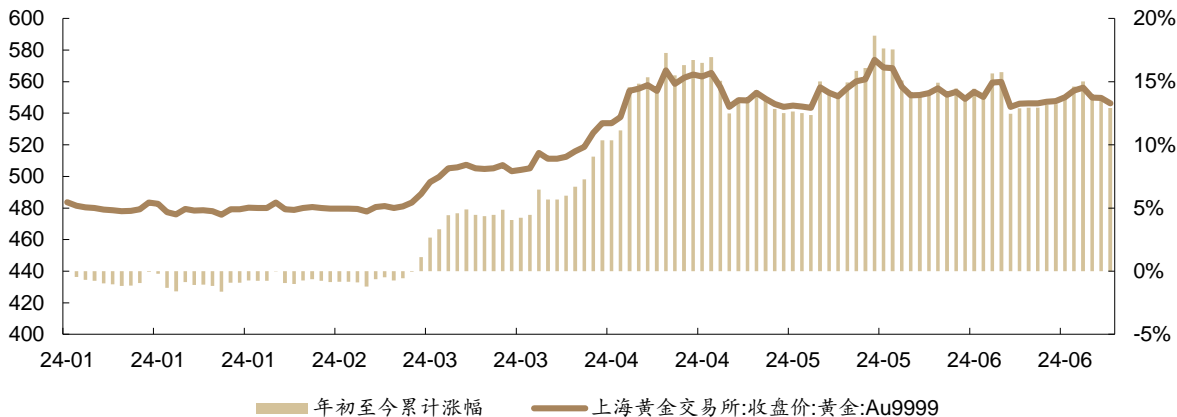
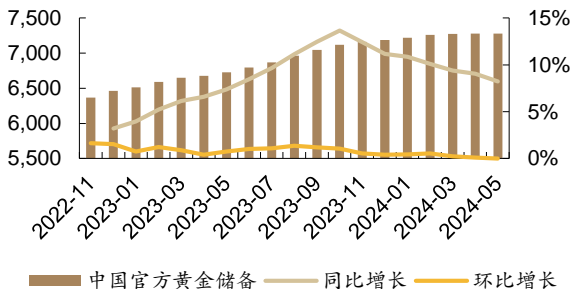
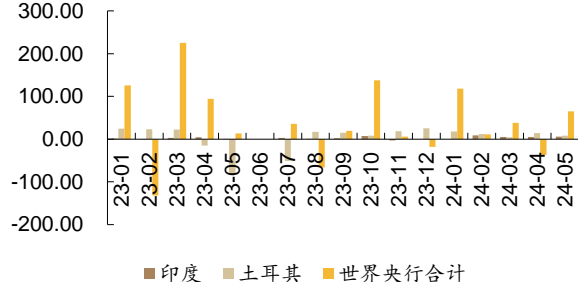


图 我国央行连续18个月增持黄金储备（单位：万盎司）



图：世界央行及部分新兴国家黄金储备净变化（单位：吨）



Q2总结：需求表现分化，5月金银珠宝社零消费同降11%

■ **金价急涨短期制压消费量，珠宝类社零增速同比下滑11%**。黄金急涨行情下，珠宝消费量受预期与类别差异影响有所分化，1) 投资类需求：强趋势催化看涨情绪，金币金条消费量同比明显提升，2) 首饰类：金价短期冲高影响下，消费者对于首饰类购买意愿有所受损，易出现观望情绪。据中国黄金协会统计，2024年一季度我国黄金总消费量达308.9吨，同比增长5.94%，其中投资类金币金条消费达106.3吨，同增26.8%，首饰类黄金消费达183.9吨，同比下滑3%。2024年4-5月以来金价的持续高位或持续冲击消费情绪，4月/5月金银珠宝零售额分别达231.3/239.8亿元，同比下滑0.1%/11.0%，剔除同期金价上涨影响，我们预计5月单月金银珠宝消费量同比有所下滑。

图：我国黄金消费量及增速变化（吨）

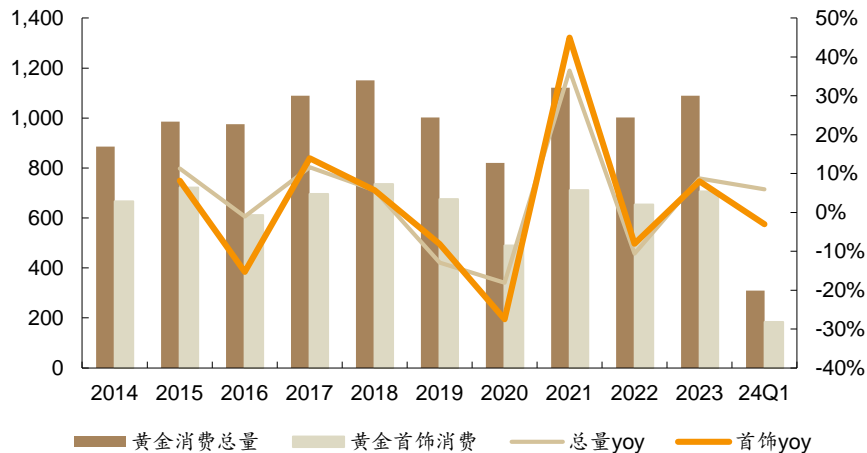


图 限额以上企业金银珠宝零售额（亿元）及增速（%）

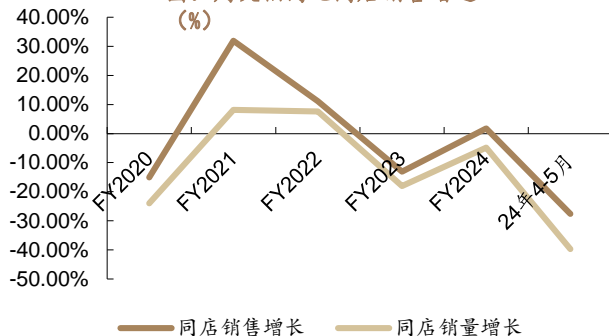


Q2总结：龙头品牌同店承压，预计短期展店与拿货态度谨慎

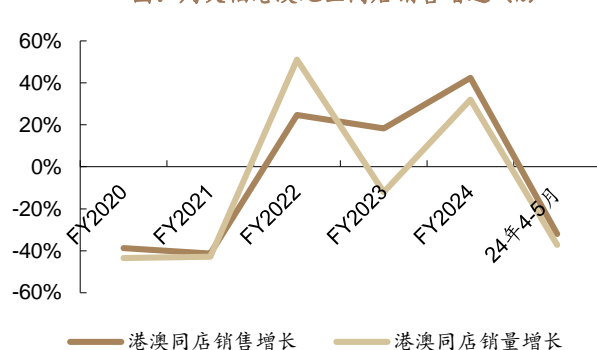
■ **金价压制下，品牌销售短期承压。**以周大福为例，2024年4-5月期间内地门店/港澳地区同店销售额分别同比下滑27.6%/32.0%，同店销量同比下滑39.7%/37.3%，其中内地镶嵌类/黄金类产品销售额下滑32.9%/29.8%，港澳地区镶嵌类/黄金类销售额下滑31.1%/34.6%。

■ **预计短期加盟商拿货与展店的态度更为谨慎。**金价的强势上行在短期易对终端门店与渠道产生压力，**1) 门店扩张放缓：**金价上行显著加重加盟商的周转成本与现金流压力，加盟商对于新开门店将更为谨慎。**2) 渠道周转放缓：**终端消费观望情绪易拉低资产周转率并造成渠道库存的积压，短期仍将影响经销商向品牌进货拿货的积极性。**3) 产品结构调整：**需求疲软环境下，珠宝整体销售压力较大，同时金价上涨将挤压一口价产品利润，加盟商或将调整产品结构向克重黄金优化。

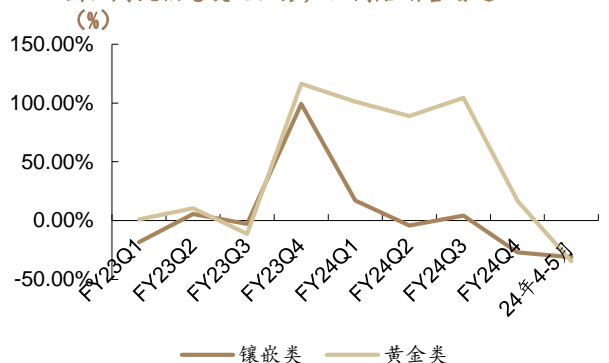
图：周大福内地同店销售增速 (%)



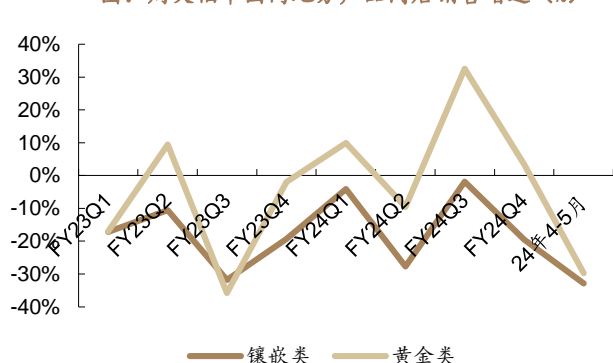
图：周大福港澳地区同店销售增速 (%)



图：周大福港澳地区分产品同店销售增速 (%)



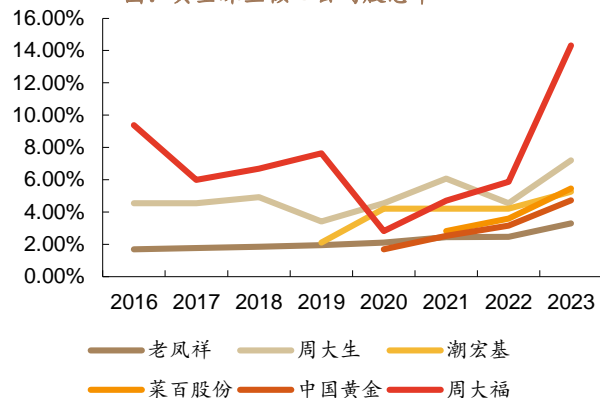
图：周大福中国内地分产品同店销售增速 (%)



Q3策略：回归历史估值低位，高股息与分红下寻找最优资产

- **趋势向下，龙头标的已调整至历史估值低位。**当前老凤祥等头部品牌估值中枢PE-TTM已回调至11-15X的低估值区间，板块整体具备较强收益安全性，2023年头部标的（老凤祥、周大生、潮宏基、菜百股份、中国黄金、周大福）平均股息率达6.7%，平均分红率达60.5%。预期下半年行业景气边际向好，头部标的均具备低估值与高分红比例，长期看板块具备配置性价比。
- **投资建议：把握品牌与渠道精耕的优质资产。**短期持续关注社零珠宝消费趋势与节庆消费跟踪，Q4国庆假期与元旦/春节前为传统珠宝消费旺季，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。金价短期波动不改全年与长期的配置逻辑，品牌&工艺升级与渠道管理扩张仍是行业成长的核心催化。核心推荐国企改革释放活力，渠道稳健扩张的民族品牌【老凤祥】，建议关注投资金条销售优异，纯直营精品品牌【菜百股份】，高线城市品牌运营逻辑的顶奢珠宝【老铺黄金】，渠道势能释放，积极拓店的【周大生/潮宏基】。

图：黄金珠宝核心公司股息率



表：核心公司盈利预测及估值

标的	营收					归母净利润					24年PE	总市值
	2023A	2024E	2025E	2026E	23-26年CAGR	2023A	2024E	2025E	2026E	23-26年CAGR		
老凤祥*	714.36	806.89	907.77	997.71	11.8%	22.14	25.79	29.41	32.96	14.2%	12.06	311.2
菜百股份*	165.52	202.75	232.39	264.15	16.9%	7.07	8.27	9.37	10.43	13.8%	11.86	98.1
老铺黄金*	31.80	54.40	66.33	77.18	34.4%	4.16	7.47	9.35	11.17	39.0%	15.14	123.8
周大生	162.90	196.25	228.99	259.52	16.8%	13.16	15.32	17.23	19.30	13.6%	9.43	144.4
潮宏基*	59.00	70.12	82.62	95.44	17.4%	3.33	4.20	5.00	5.81	20.3%	10.08	42.4
周大福*	946.84	1087.13	1056.09	1131.85	6.1%	53.84	64.99	76.98	84.94	16.4%	12.74	828.0
力量钻石	7.52	9.68	12.20	15.12	26.2%	3.64	4.49	5.67	7.27	26.0%	15.91	71.4

资料来源：wind、德邦研究所；注：标记“*”来自wind一致预测，其余来自德邦研究所预测；业绩方面，周大福为亿港元，其余为亿人民币；市值方面，均采用当地货币，亿元；周大福业绩采用FY23-24财年数据，25-26年来自wind预测；采用2024年7月3日收盘价

07

风险提示

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。
- **客流回暖低预期**：线下消费场景客流不及预期直接导致医美、酒店、餐饮、旅游等出行链，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。
- **汇率波动的风险**：若未来人民币汇率波动，影响公司收入和财务费用。

分析师简介

易丁依，分析师，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。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1.投资评级的比较和评级标准： 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。

免责声明

分析师承诺：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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

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范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电话：+862168761616 传真：+862168767880

400-8888-128