

困则思变

——零售美护行业2025年投资策略

行业评级：看好

2024年11月27日

分析师 汤秀洁

研究助理 吴安琪

研究助理 方逸涵

研究助理 王笑飞

证书编号 S1230522070001

邮箱 tangxiujie@stocke.com.cn

邮箱 wuanqi@stocke.com.cn

邮箱 fangyihan@stocke.com.cn

邮箱 wangxiaofei01@stocke.com.cn

- **医美** 行业困境：产品周期决定业绩，玻尿酸已然红海，再生产品市场增速瓶颈期、胶原蛋白蓝海市场但预计26-27年竞争加剧。如何思变：①核心是研发和拿证端提前3-5年布局下一个蓝海；②辅以精细化营销能力、渠道价格管控能力、终端医美赋能能力。
- **美妆** 行业困境：抖音红利弱化，尚未发现下一个流量洼地；②价格内卷，国际品牌放低身段，国货下沉还是坚守；③人员流动，如何搭建稳健激励体系？如何思变：夯实天猫并继续精细化抖音运营，强调定位不随意价格战，搭建扁平化高效化激励体系。
- **黄金珠宝** 行业困境：①产品同质化严重，品牌溢价难实现；②销售周期跟随金价周期，金价高致终端动销走弱，新价回落又致消费者观望。如何思变：①强化经销商赋能，稳定业绩波动性；②参考老铺黄金模式，强调品牌差异化，设计赋能品牌溢价。
- **跨境电商** 行业困境：①美国仍是最大出口市场，加征关税风险如何应对；②出口逐渐红海，亚马逊流量成本已然上行。如何思变：①海外建厂转移产能或从泛品走向精品，提升关税转嫁能力；②类似抖音，亚马逊也将迎来精细化运营；③把握tiktok机遇。
- **代运营**：行业困境：电商流量风口变化剧烈，代运营整体赋能效果较2020年之前呈走弱趋势，如何稳定现有客户并开拓新赛道。如何思变：①对接并扶持有潜力的新消费品牌，其背后考验代运营历史兑现能力&管理层对接新客户能力；②转自有品牌孵化。
- **母婴**：行业困境：①生育率弱，行业负贝塔；②线下零售商面临电商冲击&缺少自有品牌孵化能力；③品牌电商化中面临较高流量成本。如何思变：政策刺激生育率或迎拐点，但个股仍需要修内功，通过收并购/合营联营/营销团队引进等方式补齐能力短板。
- **投资建议**：零售美护细分赛道普遍面临内需不足且供给竞争加剧、流量成本上行等困境，有进取变革态度、初步探索变革方案的公司，才有希望迎来业绩拐点+估值重塑机会。
- **建议关注**：医美-锦波生物/爱美客/华东医药等；美妆-巨子生物/上美股份/润本股份/珀莱雅/福瑞达等；黄金珠宝-潮宏基/周大生/中国黄金等；跨境电商-安克创新等；代运营产业链积极寻找自有品牌孵化机遇的公司；母婴-孩子王等。

■ 金价波动不确定性风险

金价受货币政策、货币价值、央行购金等多因素影响，有较大不确定性，金价波动对市场需求、公司成本会造成影响

■ 国内消费市场复苏不及预期

若消费市场复苏不及预期，企业业绩将受到影响

■ 行业竞争加剧

行业竞争加剧将使得业内公司面临人才流失风险、新业务孵化表现不及预期风险

■ 新品推广不及预期

公司设计师、工匠流失将带来产品设计和生产能力下降，新品孵化不及预期将导致产品力下降

2024年初至11月26日，商贸零售指数+5.2%；其中1月-8月累计跌幅达23.7%；9月初至今跟随大盘快速反弹37.9%。

- 2024年主要领涨标的包括博士眼镜（+122%）、小商品城（+67%）、爱施德（+68%）、孩子王（+74%），主要为主题风格切换中，业绩兑现度较高的行业龙头；
- 2024年主要领跌标的包括三态股份（-33%）、吉宏股份（-26%），主要为23年高基数、业务壁垒较低等因素影响下，收入和净利润端增速放缓的标的。

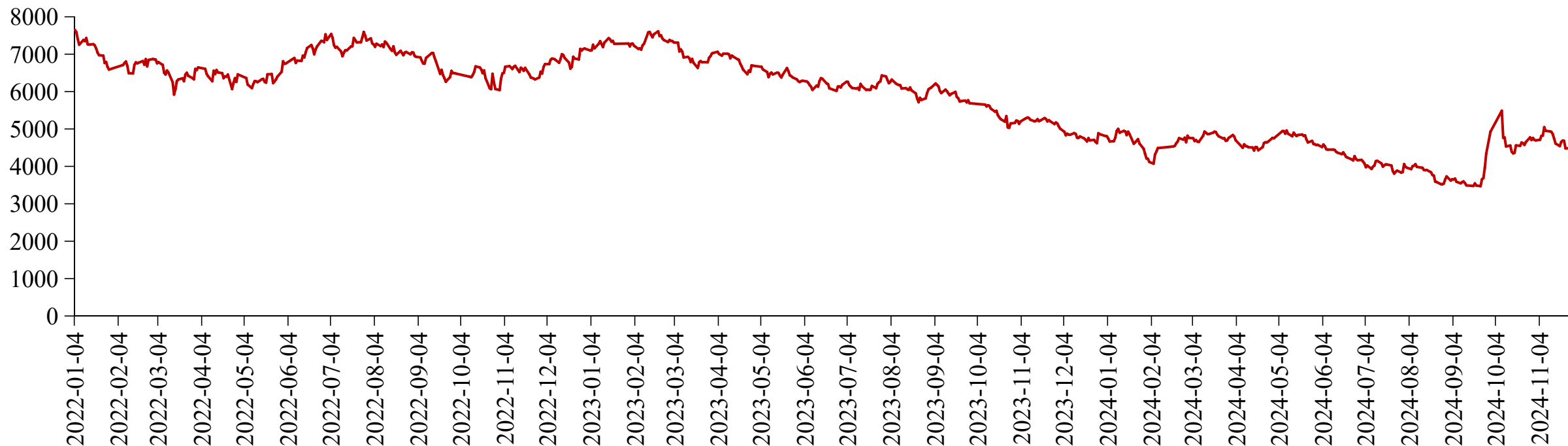
图：2024年10月后商贸零售指数回升



2024年初至11月26日，美容护理指数-7.3%；其中1月-8月累计跌幅达23.25%；9月初至今跟随大盘快速反弹20.8%。

- 2024年主要领涨标的包括百亚股份（+72%）、润本股份（+28%）、登康口腔（+9%），主要为抖音渠道营销有重大突破的小而美标的，在国产替代逻辑下有极佳业绩表现；
- 2024年主要领跌标的包括贝泰妮（-29%）、福瑞达（-27%）、水羊股份（-25%）、上海家化（-21%），主要为渠道或团队转型阶段，收入增速放缓且净利润端明显承压的美护龙头。

图：2024年10月后美容护理指数回升



■ 零售美护赛道普遍面临内需不足且供给加剧、流量成本上行等困境，有进取变革态度且初步探索变革方案标的，有望迎业绩拐点+估值重塑机会。

■ 医美&化妆品

- 锦波生物：独占重组胶原植入剂蓝海市场，薇旎美热度不减+后续面部增容等产品储备丰富，业绩确定性较强。
- 爱美客：注射医美布局领域最全的医美龙头，渠道布局完善，看好肉毒素/新代理韩国明星光电仪器等新品潜力。
- 华东医药：少女针驱动+布局稀缺重组肉毒素等多条优质医美管线，医美有望步入业绩集中释放期。
- 巨子生物：重组胶原蛋白龙头白马，主品牌可复美乘胶原+次抛双风口大促业绩再突破，医美产品有望获批。
- 上美股份：国货品牌矩阵最完整公司之一，护肤+母婴+洗护、大众+中高端+高端全布局，大单品X肽补齐天猫短板，子品牌起量助力估值重塑。
- 润本股份：母婴驱蚊+护肤龙头，卡位驱蚊+婴童双概念的国货新锐品牌，百元内高性价比价格带匹配当前消费需求。
- 珀莱雅：“欧莱雅”式国货美妆集团稀缺标的，客群拓展+子品牌孵化打开新空间，管理层换届落地迎来新阶段。
- 福瑞达：稀缺国企改革逻辑，看好业务聚焦+人员调整后化妆品提速。

■ 黄金珠宝

- 潮宏基：差异化定位低单价、年轻化时尚珠宝，同店增速快，高一口价占比保障门店盈利能力，渠道扩张确定性较强。
- 周大生：珠宝行业最具进取心龙头品牌，年轻管理团队上任，看好渠道和产品改革下产品力和品牌力持续升级。
- 中国黄金：央企背景黄金行业全产业链龙头，调整期专注产品力提升和全渠道布局，打造“承福金”、“国宝金”等系列产品。

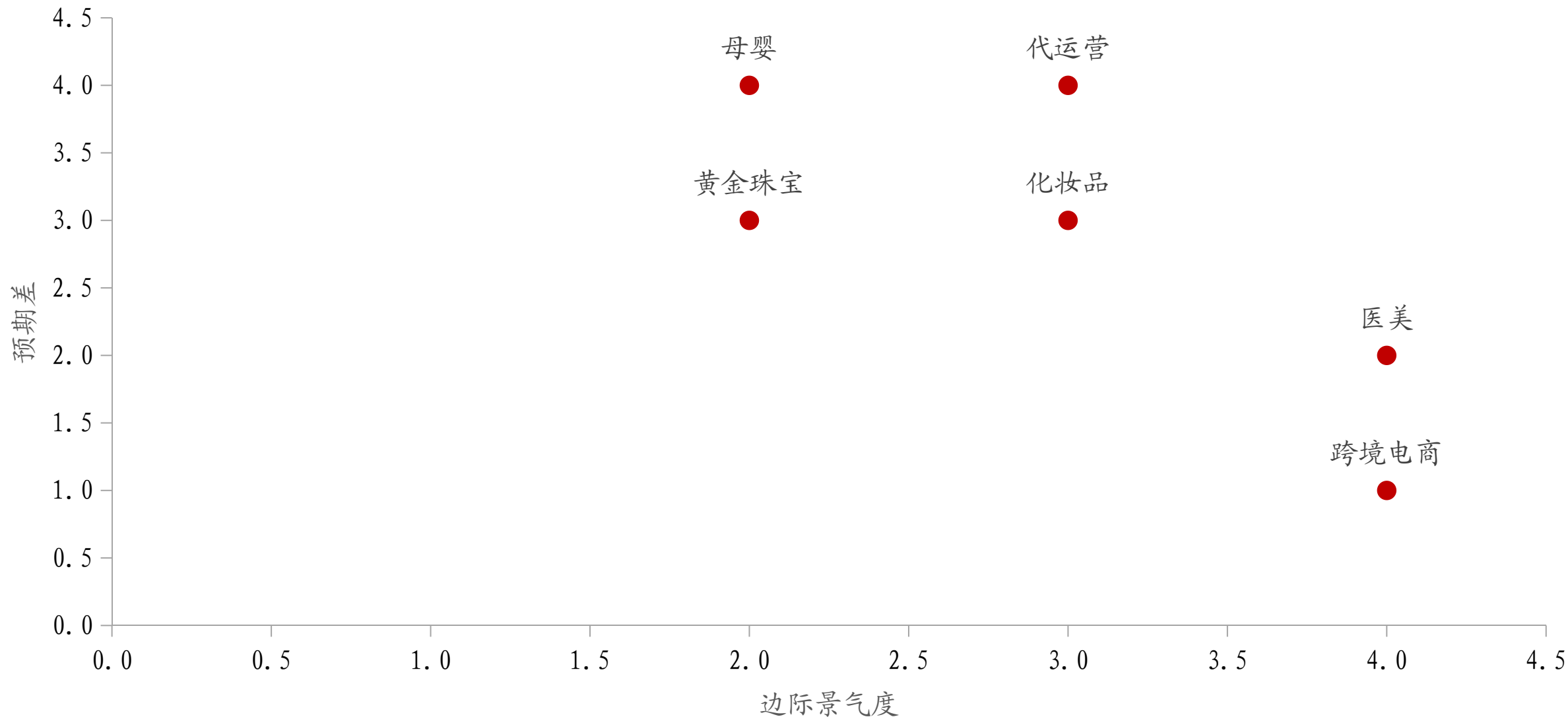
■ 跨境电商：

- 安克创新：品牌出海的标杆，聚焦3C电子赛道，SKU持续扩充+渠道不断优化，业绩持续兑现。

■ 母婴：

- 孩子王：母婴大店零售开创者，外延并购+合作辛巴切入直播电商赛道，逐步补齐短板，有望重塑母婴零售巨头。

2025年商贸零售&美容护理行业景气投资图



目录

1 医美：产品周期老化，前瞻布局&渠道控价&终端赋能

2 美妆：竞争仍在加剧，渠道全能&坚守定位&优化激励

3 黄金：产品同质化高，赋能经销商&以设计赋能品牌

4 跨境：关税和流量承压，海外产能&转嫁关税&tiktok

5 代运营：电商红利走弱，对接崛起新锐&孵化自有品牌

6 母婴：负贝塔且渠道变革期，外延合作补齐短板

		玻尿酸注射	再生注射	胶原蛋白注射	肉毒素注射	GLP-1减肥
竞争格局	中国市场竞争格局	红海市场，未来竞争更激烈	蓝海逐渐走向红海	蓝海市场	过去为蓝海，应用空间重叠，即将红海	目前主要为糖尿病司美格鲁肽产品超适应症使用
	布局公司、产品数量	超60款产品，几十家公司	7款产品，7个公司	3家公司 双美（猪胶原）、弗曼（牛胶原）、薇旎美（锦波重组胶原）	6款产品，6家公司	华东医药-利拉鲁肽 仁会生物-贝那鲁肽（菲塑美）
	25-26年待上市核心产品	华熙生物/华东医药等	四环医药等	巨子生物/创健医疗等	爱美客-橙毒、复锐-Daxxify、	诺和诺德-司美格鲁肽 礼来-替尔泊肽
行业痛点	困境	1) 产品同质化 2) 主流适应症开拓完毕，竞争激烈	1) 对医生培训要求高 2) 有栓塞的医疗风险 3) 竞争逐步加剧	1) 支撑力不够，应用局限在眼周（目前重组胶原无色，不能打黑眼圈）、水光、细纹 2) 代谢快 3) 价格高，仅面向中高端客户	获证难，通常只能通过参股、代理海外产品入局	1) 利拉鲁肽需每日注射，门槛高、依从性较差 2) 利拉鲁肽较为同质化，华东医药仅有先发优势，但难获技术/品牌壁垒 3) 后续仿制药太多
壁垒	评级 壁垒性质	** 稀缺适应症的壁垒>品牌认知>技术壁垒	*** III类械资质>营销推广定位>医生培训>技术壁垒	**** 技术壁垒（动物源的免疫原性/病毒问题；重组的支撑性难点）>III类械资质>品牌认知	**** 先发优势、品牌沉淀>技术壁垒	*** 前期资质壁垒和技术壁垒兼具，后续偏仿制药逻辑
成长性	评级 成长性来源	中低端：* 中高端：*** 1) 高端化、产品技术升级（交联技术、或无交联剂） 2) 小众适应症拓展（纯面部→颈部、眼周、唇部、身体等）	再生-水光：**** 再生-塑形：**** 1) 水光+面部塑性市场最重要的增量，供给创造需求 2) 市场教育，全脸注射，提升消费频次和单次客单价	动物源：**** 重组胶原蛋白：**** 1) 技术升级，重组胶原蛋白新品推出 2) 锁定高端客户，更精细地改善皮肤、达到抗衰效果 3) 提升渗透率和消费频次，一次注射多支	性价比肉毒素：** 高端肉毒素：*** 1) 新品上市（主要通过参股/代理海外产品） 2) 技术升级（更长效，常温保存等）	利拉鲁肽：** 司美格鲁肽：**** 1) 合规产品上市 2) 技术升级（每日注射→每周注射→口服）

1.2 医美困境：“喜新厌旧”，拟获批新品能否扛起业绩增长的压力？

医美消费呈“喜新厌旧”特点，“逐新”已成为消费者和医美医院的共同选择。其背后原因包括①技术进步：再生产品支撑力强、重组胶原蛋白安全性高；②审美变化：如胶原蛋白多应用于肤质改善、黑眼圈等，效果自然且贴近东亚审美；③终端机构出于获客及盈利的需要，新品利润空间大。

从产品生命周期来看，老品无明显增长+次新品初降速，市场更期待新品上市。各主要医美上市公司情况来看，1) 20年以前老品上市已超4年，收入占比较高且大多难以获得超越行业的增长；2) 20-21年主推次新品成为各公司当前医美业务的核心驱动力，但后续可能进入增长降速阶段（如爱美客-濡白天使、华东医药-少女针、华熙生物-娃娃针、昊海生科-海魅玻尿酸、锦波生物-薇旖美）；3) 22-23年新大单品有限，大部分不具备稀缺性。

表：各医美公司核心产品矩阵

	20年及以前	20年	21年	22年	23年	24年	25-26年及之后
爱美客	嗨体颈纹针 (17.1)	嗨体熊猫针 (20.6)	濡白天使 (21.8) 太活泡泡针 (21.5)			宝尼达 (额适应症) (24.10)	1) 肉毒素 (25E)；2) 司美格鲁肽减肥针 (26E)；3) 去氧胆酸注射液；4) 透明质酸酶
华东医药	Ellanse少女针 (海外)		伊妍仕少女针 (21.8) Maili玻尿酸 (欧洲)	酷雪美容仪 (22.3) 面部皮肤设备Préime DermaFacial (22.9欧洲)	1) Reaction芮艾瑛双级射频仪 (23.6) 2) 利拉鲁肽减肥针 (23.7) 3) 面部皮肤设备Préime DermaFacial		1) Maili Extreme玻尿酸 (25E)；2) lanluma童颜针 (25E)；3) 肉毒素 (代理韩国ATGC-110全球权益+重庆誉颜 YY001中国商业化权益) (26E)；4) 多款光电仪器
华熙生物	润百颜	润致娃娃针 (20.7)	润致双子针 (21.5)			颈纹针-格格针 (24.4)	水光类产品
昊海生科	海薇、娇兰	海魅 (20.8)			娇兰唇部适应症 (23.3)	海魅月白有机交联剂玻尿酸 (24.7)	Eirion肉毒素产品 (注射用肉毒素ET-01&鱼尾纹的涂抹肉毒素AI-09, 25E美国上市, 参股Eirion15%股权)
锦波生物			薇旖美 (21.9)		重组胶原蛋白溶液 (23年8月获批)		1) 填充型胶原蛋白 (25E)；2) 妇科用胶原蛋白冻干 (暂时终止, 时间待定)
巨子生物							4款胶原蛋白注射产品, 其中一款最早预计25Q1获批
江苏吴中						童颜针艾塑菲(24.1)	1) 胶原蛋白 (26-27E)；2) 水光针 (26E)

1.3 医美思变：核心是提前3-5年布局下一个蓝海，辅以精细化的渠道运营能力

- 1) 核心是研发和拿证端提前3-5年布局下一个蓝海。玻尿酸领域：交联技术升级或采用无交联剂技术，小众适应症拓展，从纯面部→颈部、眼周、唇部、身体等；胶原蛋白领域：技术升级包括提升材料支撑力、三螺旋结构、延缓代谢时间、降本增效等。
- 2) 辅以精细化营销能力、渠道价格管控能力、终端医美赋能能力。当产品所处赛道竞争逐渐激烈时，市场从卖方市场转为买方市场，此时产品定位打磨和营销渠道建设的重要性愈发突出，当然此时销售费用率可能会较之前略上行。

表：各医美公司24-25年业绩预期

公司	市值(亿元)	收入(亿元)			收入YOY			归母净利(亿元)			归母净利YOY			PE	
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E	2025E
江苏吴中	68	22.4	25.9	31.1	11%	16%	20%	-0.7	1.1	2.3	-6%	-254%	112%	61.7	29.1
锦波生物	194	7.8	14.0	19.9	100%	80%	42%	3.0	7.3	10.3	175%	143%	41%	26.6	18.9
爱美客	619	28.7	31.1	36.1	48%	8%	16%	18.6	20.5	23.5	47%	10%	15%	30.2	26.3
昊海生科	131	26.5	29.2	34.1	25%	10%	17%	4.2	4.8	5.9	131%	16%	22%	27.3	22.3
朗姿股份	74	51.5	59.0	66.3	33%	15%	12%	2.3	3.1	3.7	1300%	36%	19%	24.1	20.3
华东医药	616	406.2	429.9	460.0	8%	6%	7%	28.4	33.2	39.8	14%	17%	20%	18.5	15.5
复锐医疗科技	14	25.4	58.4	68.3	3%	130%	17%	2.2	4.8	6.3	-20%	117%	30%	2.8	2.2

注：锦波生物、爱美客、华东医药来自浙商预测，其他来自wind一致预期，截至11/24。

目录

1 医美：产品周期老化，前瞻布局&渠道控价&终端赋能

2 美妆：竞争仍在加剧，渠道全能&坚守定位&优化激励

3 黄金：产品同质化高，赋能经销商&以设计赋能品牌

4 跨境：关税和流量承压，海外产能&转嫁关税&tiktok

5 代运营：电商红利走弱，对接崛起新锐&孵化自有品牌

6 母婴：负贝塔且渠道变革期，外延合作补齐短板

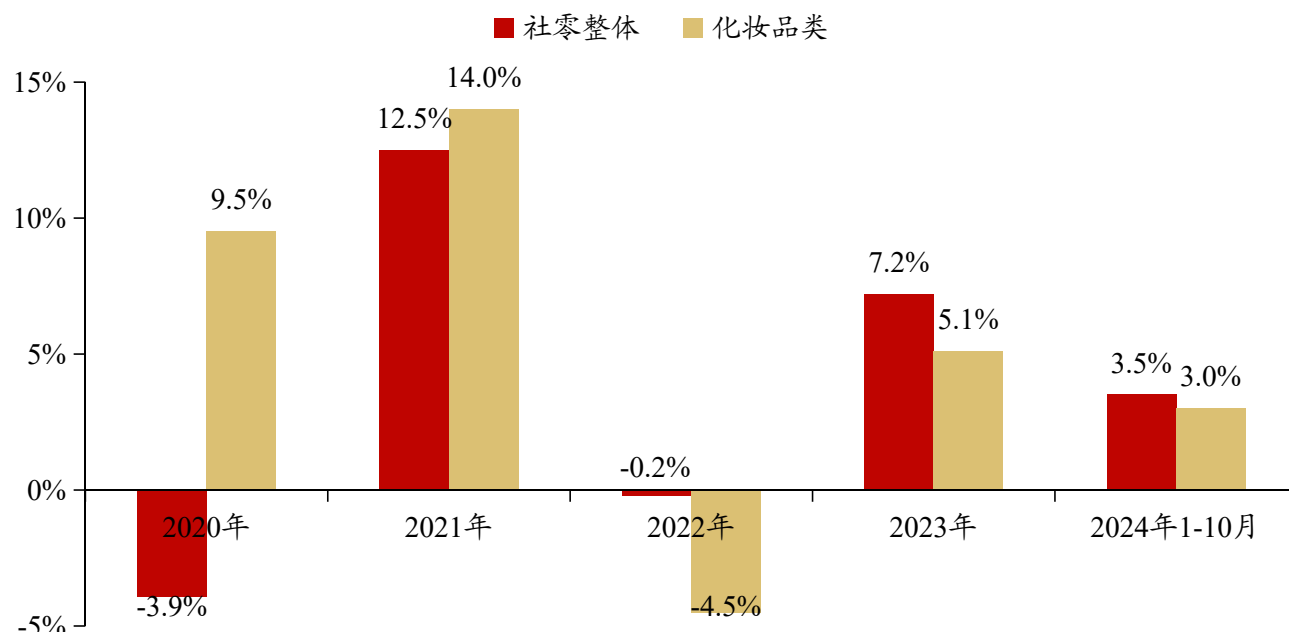
2.1 美妆现状：行业增速从10%放缓至个位数，但国货崛起仍为主旋律

中国美妆经历“外资品牌主导→经典国货复苏→新锐品牌爆发→国货龙头崛起”路径。1) 2005-2010年：国货品牌雏形；2) 2010年-2016年：线下外资强势，国货避其锋芒下沉三四线；3) 2016年前后：国货借助电商和新媒体逐渐崛起，外资仍处于优势地位。4) 如今：国货崛起之势凸显，与国际品牌差距缩小。例如2024年珀莱雅、韩束、可复美等多个品牌市占率增长强势。

2020-2022年，化妆品社零和线上销售额均高增：20-22年化妆品社零增速分别为9.5%/14%/-4.5%，22年整体负增长但线上销售额高增，天猫同比+12%。行业强β支撑下珀莱雅/贝泰妮/华熙生物等龙头业绩经常超预期，估值集中2XPEG，约40-80XPE；

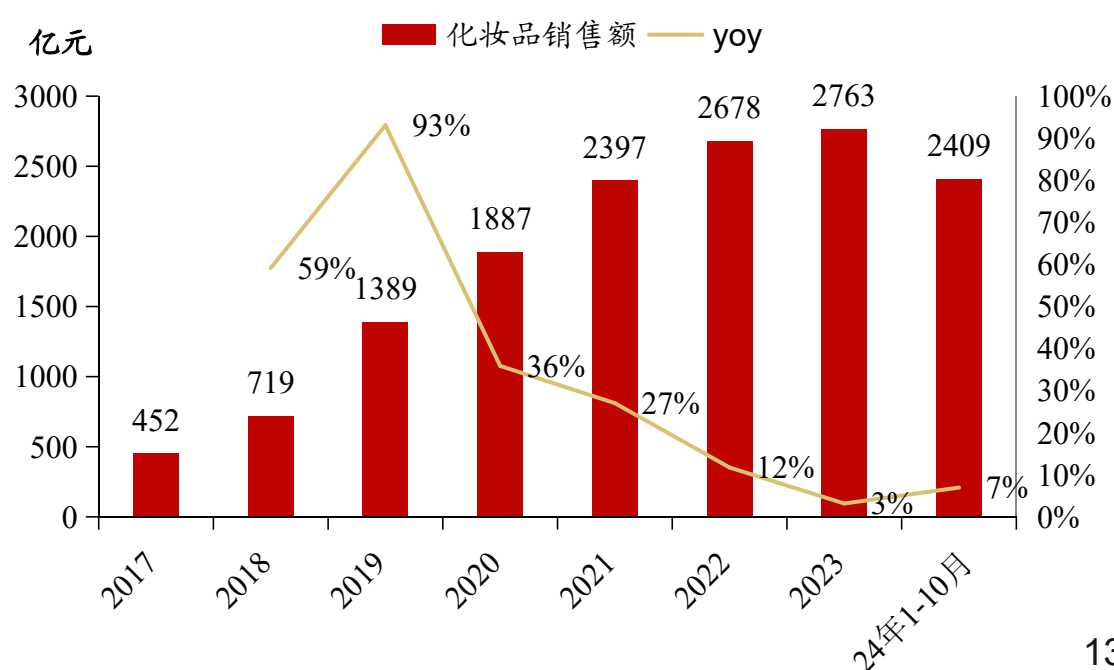
2023-至今，化妆品社零和天猫销售额增速放缓：化妆品社零增速放缓，23年和24年1-10月分别为5.1%/3%，主要电商平台天猫销售额增速也放缓至个位数，23年/24年1-10月分别同比3%/7%，渠道红利走弱背景下公司业绩出现分化，珀莱雅/巨子仍强兑现，贝泰妮/华熙承压，行业估值回落至约1XPEG，集中20-30XPE。

图：2023年以来化妆品类社零增速放缓至个位数



资料来源：Wind，久谦，浙商证券研究所

图：2023年以来天猫美妆销售额增速降至个位数水平

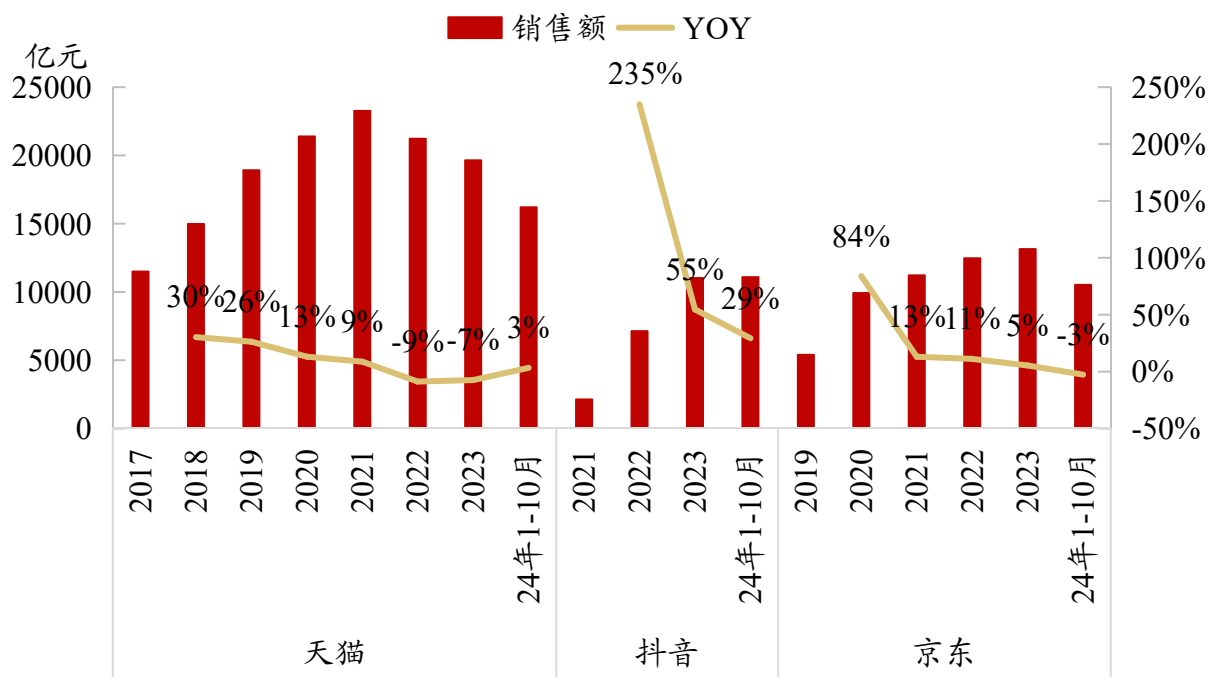


抖音流量成本上行已成市场共识，且尚未挖掘出下一个流量洼地。抖音GMV增速放缓（24年1-10月同增29%）、入驻品牌增加、各品牌加速内卷抢夺市场份额致流量成本上行。

国际品牌悄然放低身段，加入消费降级的竞争之中。23年国际品牌在中国业绩相对承压，而24年正加速追回原有市场份额。我们选取了部分头部品牌为样本观测其23年10月和24年10月（双11第一阶段也是主要阶段）销售额数据，如下图所示，国际品牌在天猫已重回增长态势，抖音增速也高于国货。

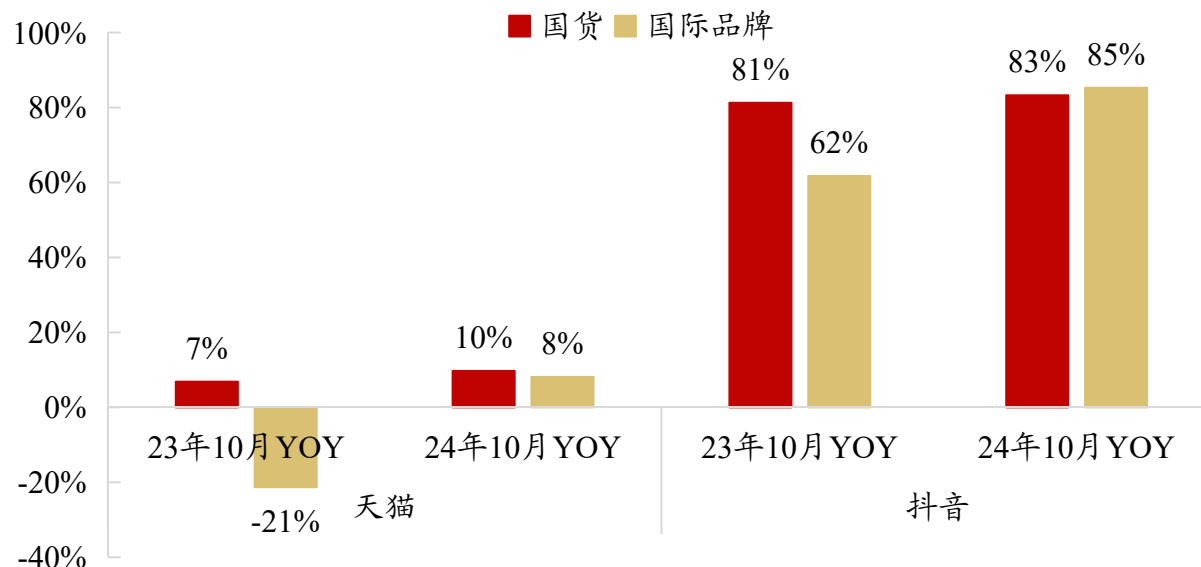
管理团队变化致业绩波动：近年来多家公司管理团队出现较大变化，如贝泰妮副总经理董俊姿离职/华熙整体团队发生较大变化/上美原CTO黄虎入职珀莱雅/丸美恋火原品牌经理王玉莹离职/珀莱雅正处于二代接班后的业绩验证阶段，贝泰妮、华熙等部分公司业绩也随之承压。

图：17-24年10月各平台总GMV复盘-整体增速放缓，天猫初步回正



资料来源：久谦，聚美丽，浙商证券研究所

图：24年10月国际品牌天猫增速与国货接近，抖音增速略高于国货



注：1) 国际品牌选取欧莱雅、兰蔻、三熹玉、理肤泉、赫莲娜、修丽可、雅诗兰黛、海蓝之谜、MAC、OLAY、SK-II、资生堂、后为样本；

2) 国货选取珀莱雅、彩棠、可复美、可丽金、韩束、薇诺娜、夸迪、润百颜、丸美、恋火、瑗尔博士、颐莲、佰草集、玉泽、伊菲丹、敷尔佳、花西子、卡姿兰、毛戈平、自然堂为样本。

2.1 美妆思变：夯实精细化运营水平、稳定价盘提升品牌力、改善组织架构

天猫增速初步回正、抖音流量成本上行、拼多多/快手/京东短期难成为美妆主流渠道→适当回归淘系夯实基本盘（双11来看淘系仍占美妆50%以上份额），并提升抖音精细化运营水平。存量竞争下，新锐品牌崛起的难度加大，预计竞争格局也会相对稳定，也为龙头提供了较好的修炼内功的环境。

国际品牌双11价盘下探且抖音营销灵活性提升→此时主打“消费降级”国货品牌，不应盲目降价追求短期增长，而是稳定价盘，提升品牌力和影响力。此时国货品牌不应陷入低价陷阱，为追求短期GMV而放弃价格体系管控，否则容易造成品牌形象受损；当前消费力背景下盲目做高端化升级，效果通常也不理想；因此在稳住价盘基础上并积极塑造更强品牌力的公司，通常胜算更大。

管理团队变动较大→更扁平高效的组织架构、更灵活的薪资和股权激励体系、更重视人才的管理态度。优秀人才已成为化妆品行业最核心的关键资源。

表：各化妆品公司24-25年业绩预期

公司	市值(亿元)	收入(亿元)			收入YOY			归母净利(亿元)			归母净利YOY			PE	
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E	2025E
华熙生物	277	60.8	59.0	68.0	-4%	-3%	15%	5.9	5.9	7.7	-39%	-1%	31%	47.3	36.0
润本股份	94	10.3	13.4	17.0	21%	30%	26%	2.3	3.2	4.1	41%	42%	26%	29.2	23.2
丸美股份	111	22.3	28.6	35.1	29%	28%	23%	2.6	3.5	4.4	49%	36%	24%	31.4	25.5
珀莱雅	351	89.0	114.5	139.8	39%	29%	22%	11.9	15.1	18.4	46%	26%	22%	23.3	19.1
贝泰妮	203	55.2	64.4	74.2	10%	17%	15%	7.6	6.1	9.1	-28%	-19%	49%	33.1	22.2
上海家化	112	66.0	60.7	67.1	-7%	-8%	11%	5.0	2.7	4.9	6%	-47%	86%	42.1	22.6
巨子生物	470	35.2	51.2	65.9	49%	45%	29%	14.5	19.5	25.0	45%	35%	28%	24.1	18.8
福瑞达	69	45.8	40.8	46.2	-65%	-11%	13%	3.0	2.5	3.2	567%	-17%	28%	27.2	21.3
敷尔佳	141	19.3	21.4	23.9	9%	11%	12%	7.5	7.4	8.2	-12%	-1%	10%	18.9	17.2
水羊股份	48	44.9	41.8	46.2	-5%	-7%	11%	2.9	2.0	3.1	136%	-32%	54%	23.9	15.5
上美股份	109	41.9	73.4	91.0	57%	75%	24%	4.6	8.7	11.3	213%	88%	31%	12.6	9.6
科思股份	87	24.0	24.5	26.8	36%	2%	10%	7.3	6.1	6.5	89%	-17%	7%	14.2	13.3

注：华熙生物、敷尔佳盈利预测来自wind一致预期，其他来自浙商预测，截至11/24。

目录

1 医美：产品周期老化，前瞻布局&渠道控价&终端赋能

2 美妆：竞争仍在加剧，渠道全能&坚守定位&优化激励

3 黄金：产品同质化高，赋能经销商&以设计赋能品牌

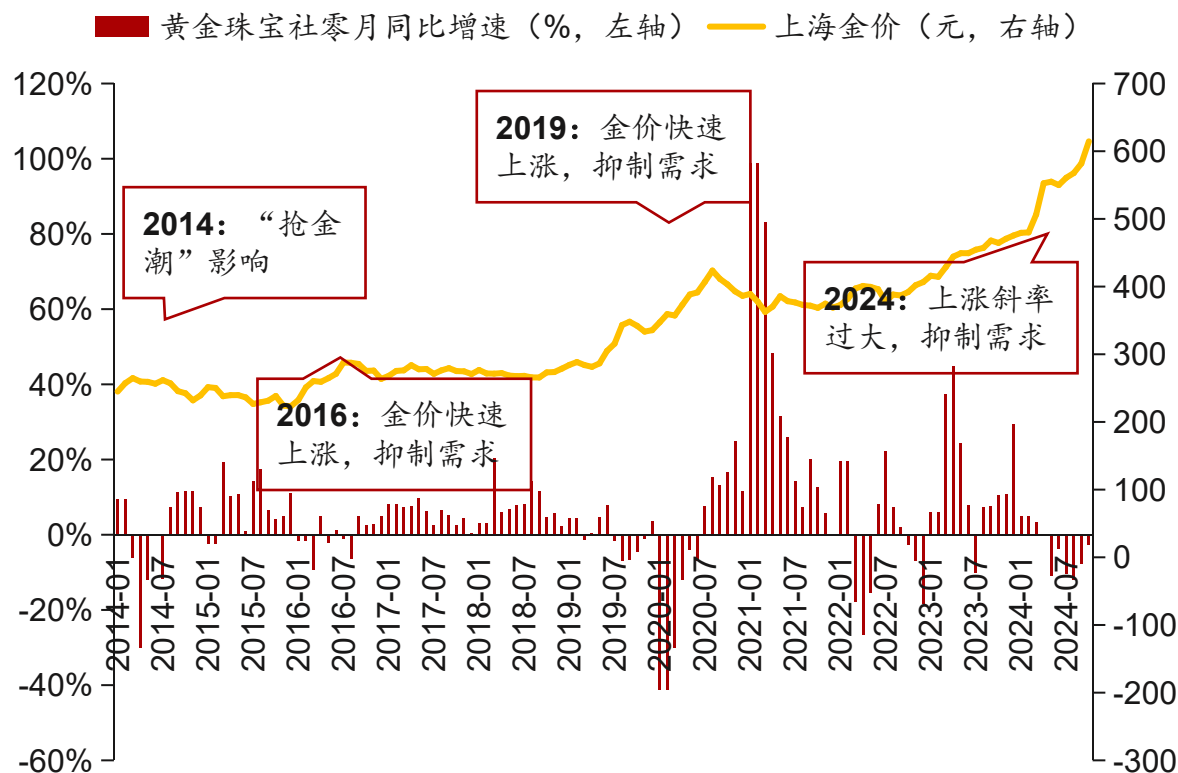
4 跨境：关税和流量承压，海外产能&转嫁关税&tiktok

5 代运营：电商红利走弱，对接崛起新锐&孵化自有品牌

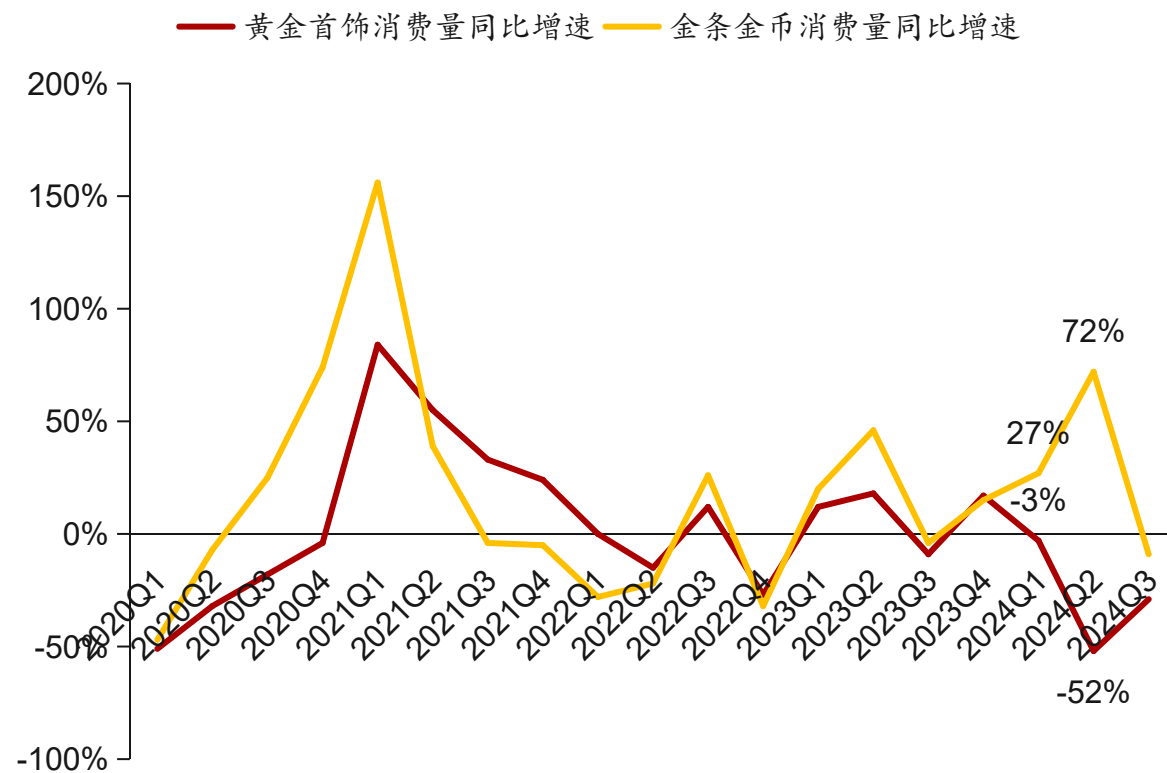
6 母婴：负贝塔且渠道变革期，外延合作补齐短板

■ 黄金珠宝消费的景气度会受金价波动的影响。复盘金价和黄金珠宝社零增速的变化，整体上当金价温和上涨时，黄金珠宝消费表现较好，当金价上涨斜率较大时，黄金珠宝消费会被抑制。2024年3月起，金价屡创新高并在高位宽幅震荡，吸引了投资性需求，但黄金首饰消费乏力。2024年4-10月黄金珠宝社零增速分别为-0.1%/-11%/-3.7%/-10.4%/-12%/-7.8%/-2.7%，2024年Q1-Q3黄金首饰消费量分别下滑3%/52%/29%。

黄金珠宝社零增速VS上海金价

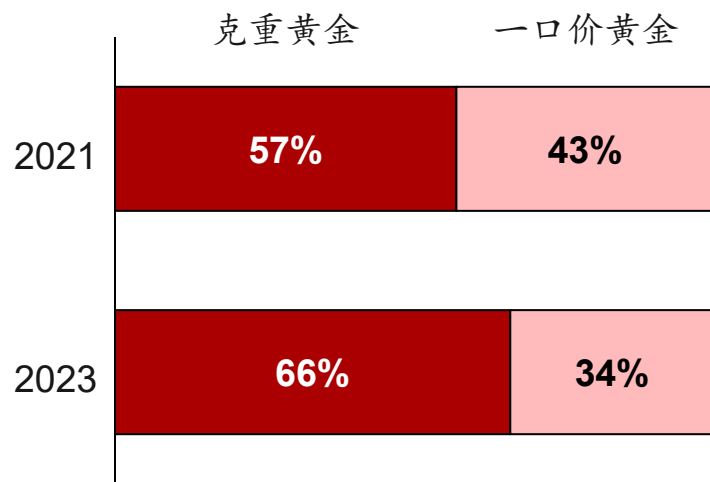


金饰VS金条销售量增速

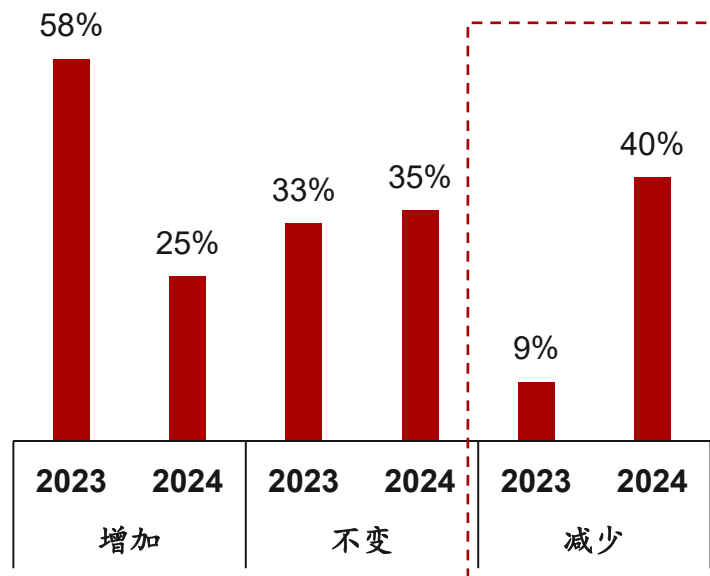


- **黄金珠宝产品差异化弱、产品溢价小。**黄金珠宝行业早期强调黄金的材料属性，聚焦提纯技术的进步，近些年来才专注工艺变革，3D/5D、5G、古法金等技术使黄金在硬度、可塑性、色泽等方面有巨大改进，黄金珠宝的消费属性增强。但黄金珠宝的工艺十分成熟，各品牌间的产品差异化较弱，新的工艺和设计一经推出很快就会被行业学习模仿，反映在销售层面呈现出一口价产品占比低、终端毛利率低的特点。
- **经销商备货、消费者偏好同样受到金价影响。**除了终端销售会受到金价影响外，经销商备货意愿同样受到金价影响，根据世界黄金协会的调查，40%的经销商正计划减少黄金产品的库存，来降低资金压力和应对未来的不确定性。此外，金价大幅上涨背景下，小克重、低客单价的产品更受欢迎，根据世界黄金协会的调查，大部分零售商未来将重点关注10克以下、5,000元以下的黄金产品。

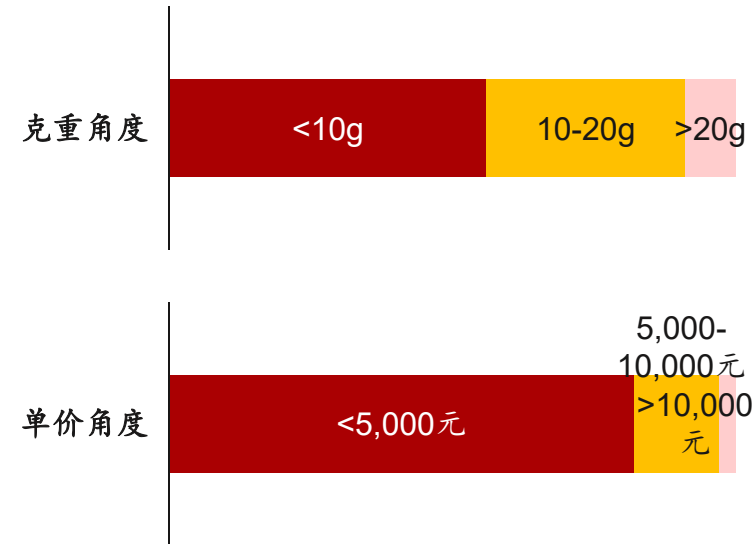
克重黄金产品占比不断上升



未来12个月不同库存计划零售商的占比



零售商未来将重点关注哪类黄金产品？



资料来源：公司公告，中国黄金报社，世界黄金协会，浙商证券研究所

- **赋能经销商，从粗放走向精细化管理。**行业以经销加盟模式为主，过去对加盟商管理较为粗放，主要黄金珠宝品牌多以省代模式管理加盟商，品牌方承担批发出货职能，对加盟商会提供一定金融支持，但在日常经营层面参与较少。目前在行业调整期，终端加盟商普遍经营压力较大，需要品牌方在品牌营销宣传、门店引流、日常经营管理上提供更多支持。
- **参考老铺黄金模式，在产品、渠道、品牌上走出差异化。**在黄金工艺革新和审美觉醒共振下，珠宝正逐渐脱离材料属性，审美设计属性得到凸显。近年来古法金、金镶钻等产品逆势增长，悦己需求正成为行业核心驱动力。老铺黄金作为行业新兴品牌，卡位高端黄金珠宝，在产品设计、渠道布局、定价策略等方面均走出一定差异化，是黄金珠宝行业变革的新方向。

公司	市值 (亿元)	收入 (亿元)			收入 YOY			归母净利润 (亿元)			归母净利 YOY			P/E		
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
黄金珠宝-A股																
老凤祥	261	714	658	717	13%	-8%	9%	22.1	21.1	23.3	30%	-5%	11%	11.8	12.4	11.2
周大生	131	163	138	156	47%	-15%	13%	13.2	10.6	12.2	21%	-20%	16%	10.0	12.4	10.7
中国黄金	147	564	623	684	20%	11%	10%	9.7	10.0	11.4	27%	2%	14%	15.1	14.7	12.9
菜百股份	85	166	205	236	51%	24%	15%	7.1	7.0	7.9	54%	-1%	13%	12.0	12.1	10.7
豫园股份	232	581	517	589	16%	-11%	14%	20.2	16.7	19.2	-47%	-18%	15%	11.5	13.9	12.1
潮宏基	45	59	65	75	34%	11%	15%	3.3	3.4	3.9	67%	3%	14%	13.5	13.0	11.4
曼卡龙	26	19	25	30	19%	28%	21%	0.8	1.0	1.2	47%	25%	16%	32.5	26.0	22.3
黄金珠宝-港股																
周大福	654	988	1,025	1,109	19%	4%	8%	58.9	62.9	71.7	25%	7%	14%	11.1	10.4	9.1
老铺黄金	317	32	69	92	146%	117%	32%	4.2	10.3	13.9	340%	148%	34%	76.2	30.7	22.8

注：老凤祥、菜百股份、曼卡龙、老铺黄金盈利预测来自Wind一致预期，截至2024/11/22

周大福2023年数据对应其2024财年，2024年数据对应其2025财年，2025年数据对应其2026财年

目录

1 医美：产品周期老化，前瞻布局&渠道控价&终端赋能

2 美妆：竞争仍在加剧，渠道全能&坚守定位&优化激励

3 黄金：产品同质化高，赋能经销商&以设计赋能品牌

4 跨境：关税和流量承压，海外产能&转嫁关税&tiktok

5 代运营：电商红利走弱，对接崛起新锐&孵化自有品牌

6 母婴：负贝塔且渠道变革期，外延合作补齐短板

- 1) 需求端：欧美仍是份额最大的出海需求市场，通胀背景下，高性价比的中国制造产品需求旺盛，中国制造出海的收入增速普遍强兑现；
- 2) 供给端：内需不足，中国制造纷纷瞄准出口机会，叠加Temu和Shein两大平台主打低价市场，出口市场供给丰富且价格内卷，利润极易被压缩。同时商家数量增加致亚马逊流量费用投放增长等，再叠加24Q3海运费上涨和美元走弱，个别公司如三态/赛维24Q3出现利润亏损。
- 总结：海外需求旺盛，但出口供给也极为丰富，已明显出现竞争加剧情况。偏渠道的泛品卖家利润压力较大，24Q3华凯易佰/赛维时代销售销售费用分别同增58%/84%；但品牌型卖家如安克创新，产品溢价能力较强，经营稳定性较高，24Q1-3归母净利润仍延续高增趋势同增21%。

公司	营业收入（亿元）							归母净利润（亿元）						
	23Q1	23Q2	23Q3	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-3	23Q1	23Q2	23Q3	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1-3
华凯易佰	13.8	16.1	17.6	17.0	18.2	26.0	61.2	0.8	1.3	0.9	0.8	0.5	0.5	1.9
	47%	61%	61%	23%	13%	48%	29%	119%	171%	52%	8%	-60%	-40%	-37%
赛维时代	12.4	15.3	16.0	18.0	23.8	26.2	68.0	0.5	1.0	0.7	0.9	1.5	-0.4	2.0
	47%	61%	38%	45%	56%	64%	55%	33%	21%	98%	66%	52%	-156%	-12%
三态股份	3.9	4.6	4.5	3.9	4.1	4.5	12.5	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.0	0.4
	47%	61%	10%	-1%	-10%	1%	-3%	0%	0%	-31%	-19%	-66%	-109%	-60%
安克创新	33.7	37.0	47.2	43.8	52.7	68.0	164.5	3.1	5.1	3.9	3.1	5.6	6.0	14.7
	47%	61%	29%	30%	42%	44%	40%	54%	36%	55%	2%	9%	52%	21%
乐歌股份	8.0	8.8	10.1	11.2	13.1	15.5	39.8	4.0	0.5	0.7	0.8	0.8	1.1	2.7
	47%	61%	32%	41%	48%	54%	48%	2082%	-59%	164%	-80%	74%	43%	-49%
嘉诚国际	2.9	3.4	3.4	2.9	3.7	3.2	9.8	0.4	0.6	0.6	0.7	0.5	0.5	1.7
	47%	61%	2%	0%	9%	-5%	1%	3%	0%	8%	52%	-18%	-22%	-1%

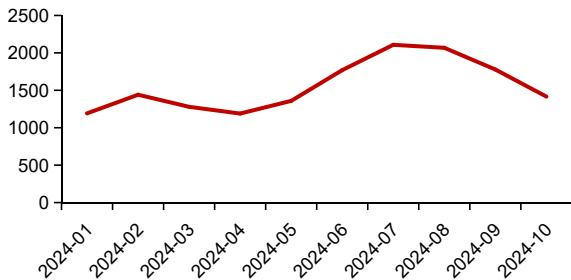
4.2 跨境电商困境：特朗普执政下的关税风险+平台流量成本上行的运营调整

1) 宏观角度：泛品卖家SKU极多，缺乏强溢价能力→利润易受海运费、汇率等宏观因素影响。24Q3海运费上涨+美元走弱，且泛品企业运营模式为广铺货，华凯目前泛品SKU约108万，单品溢价能力较弱，因此24Q3泛品企业利润普遍承压。但随着中国综合出口集装箱运价指数由7月的2108回落至10月的1416，叠加美元汇率受国内就业消费者支出等数据改善走强；海运费下行+人民币贬值，24Q4跨境电商企业利润有望修复。

2) 运营角度：中国性价比平台出海，平台间流量内卷加剧，卖家投流收益下降。随着中国Temu、TikTok等平台出海，拉长促销时间周期，亚马逊流量竞争日益加剧，站内广告费用水涨船高，跨境电商卖家站内流量投放收益显著降低。

3) 关税风险：24年11月15日，特朗普再次当选美国总统，特朗普竞选期间表示计划对中国征收60%关税，美国对华加征关税风险提升。

图：海运费指数24年7月见顶后，明显回落



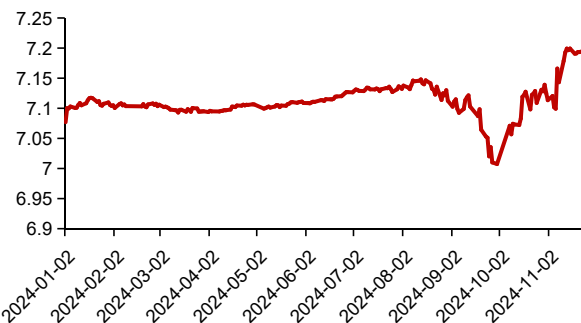
表：各平台黑五大促活动时间周期明显拉长

平台	大促周期	总天数
Temu	大促预热：10月20日-11月1日 黑五大促：11月2日-26日 网一大促：11月27日-12月5日	47天
Wish	10月29日-12月11日	44天
TikTok shop	10月27日-11月30日	34天
SHEIN	11月6日-12月初	约30天
速卖通	双十一：11月8日-17日 黑五：11月20日-29日	20天
沃尔玛	第一次黑五大促：11月8日起 第二次黑五大促：11月22日起 网一大促：11月27日起	约20天
亚马逊	11月21日-12月2日	11天

表：某跨境电商卖家亚马逊广告销售成本比显著提升

	销售额	广告销售 额	广告带来的销 售额占总销售 额的比例	广告销售 成本比
昨日	\$286.95	\$136.96	47.73%	111.97%
前日	\$225.97	\$105.97	46.90%	108.56%
上周	\$668.81	\$414.86	62.03%	61.61%

图：24Q3美元走弱



资料来源：雨果跨境，Wind，浙商证券研究所等

4.3 跨境电商思变：提升品牌力+产能海外转移+寻找新市场

如何破局周期波动+流量竞争激烈→聚焦核心赛道精品化转型，提升品牌力，并加强独立站运营。例如安克创新聚焦3C电子赛道，乐歌股份聚焦智能家居赛道，均已在海外形成品牌粘性。24H1安克创新独立站营收占比达10%；乐歌目前已有12个独立站，24H1独立站营收占跨境电商收入的40%。

如何降低关税风险→产能转移+市场均衡布局。1) 寻找海外供应商资源或合作海外有产能的供应商，逐步将产能转移至海外。目前赛维时代、致欧科技等企业均将在东南亚寻找当地供应链资源或寻求中国外迁东南亚的工厂合作。2) 寻求新市场新平台机遇。加强拉美、中东、东南亚等新市场布局，分散依赖美国单一市场的风险，24H1安克创新北美市场占比约48%。此外24年赛维时代、乐歌股份、致欧科技等企业24年已逐步在Tiktok加大投入力度。

名称	市值	收入(亿元)			收入YOY			归母净利润(亿元)			归母净利润YoY			PE	
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E	2025E
华凯易佰	64	65.2	89.2	115.0	48%	37%	29%	3.3	3.5	4.6	53%	6%	31%	18	14
赛维时代	104	65.6	96.0	121.1	34%	46%	26%	3.4	3.9	5.1	82%	15%	33%	27	13
安克创新	431	175.1	237.0	296.5	23%	35%	25%	16.1	20.5	24.4	41%	27%	19%	21	7
乐歌股份	59	39.0	52.8	64.7	22%	35%	22%	6.3	4.4	5.0	190%	-31%	14%	13	8
三态股份	80	17.0	-	-	7%	-	-	1.2	-	-	-12%	-	-	-	-
嘉诚国际	40	12.3	13.3	14.5	-4%	9%	9%	1.6	2.0	2.5	-4%	23%	25%	20	5

目录

1 医美：产品周期老化，前瞻布局&渠道控价&终端赋能

2 美妆：竞争仍在加剧，渠道全能&坚守定位&优化激励

3 黄金：产品同质化高，赋能经销商&以设计赋能品牌

4 跨境：关税和流量承压，海外产能&转嫁关税&tiktok

5 代运营：电商红利走弱，对接崛起新锐&孵化自有品牌

6 母婴：负贝塔且渠道变革期，外延合作补齐短板

代运营行业伴随2016-2020年淘系流量红利走向鼎盛时期，但也随着淘系流量红利衰退，在2020-2021年迎来业绩重大转折点。

1) 持续聚焦代运营赛道且缺少新赛道贡献业绩增量的公司，业绩明显承压。龙头代运营公司丽人丽妆、壹网壹创聚焦美妆赛道，但随着美护竞争加剧，业绩持续承压。丽人丽妆 21-23年的营收逐年下滑，22年利润亏损1.4亿元，24Q1-4营收下滑36%；此外，2020-2023年壹网壹创营收增长几乎停滞，利润也由21年的高点3.3亿元下滑至23年的1.1亿元。

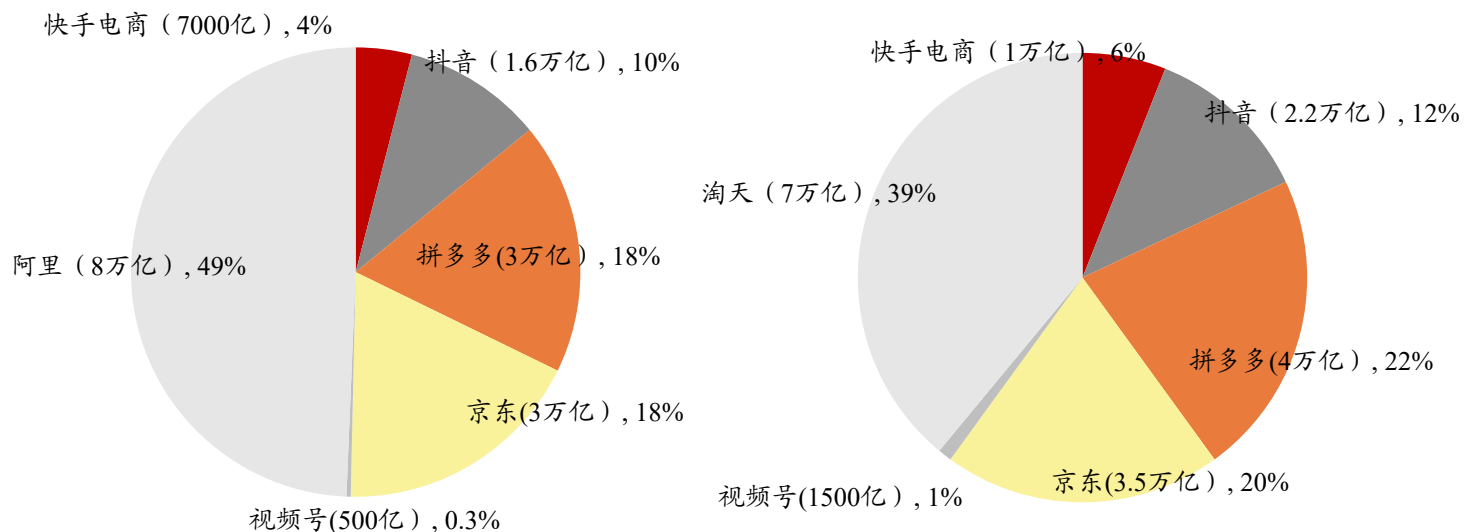
2) 谋求突破的公司业绩出现拐点。若羽臣自有品牌绽家销售放量，青木科技扩充潮玩等新兴赛道代运营，业绩均在新业务的带动下出现明显拐点。24Q1-3若羽臣和青木科技营收分别同增39%/24%，归母净利润分别同增71%/170%。

名称	市值 (亿元)	收入(亿元)								归母净利润(亿元)							
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1-3	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1-3
谋求突破的公司																	
若羽臣	32	6.7	9.3	9.6	11.4	12.9	12.2	13.7	11.5	0.6	0.8	0.9	0.9	0.3	0.3	0.5	0.6
		80%	39%	3%	18%	13%	-6%	12%	39%	94%	34%	12%	3%	-67%	16%	61%	71%
青木科技	43	2.2	3.1	9.6	6.5	8.8	8.5	9.7	8.1	0.5	0.4	0.4	1.2	1.5	0.7	0.5	0.7
		0%	41%	18%	80%	36%	-4%	14%	24%	0%	-20%	1%	182%	19%	-56%	-21%	170%
水羊股份	48	16.5	22.5	9.6	37.2	50.1	47.2	44.9	30.4	1.6	1.3	0.3	1.4	2.4	1.2	2.9	0.9
		41%	36%	7%	54%	35%	-6%	-5%	-10%	115%	-18%	-79%	415%	69%	-47%	135%	-48%
仍然聚焦代运营主业的公司																	
壹网壹创	51	7.0	10.1	9.6	13.0	11.4	15.4	12.9	8.8	1.4	1.6	2.2	3.1	3.3	1.8	1.1	0.9
		39%	44%	43%	-10%	-13%	36%	-16%	-1%	190%	18%	35%	42%	5%	-45%	-40%	-17%
丽人丽妆	33	34.2	36.1	9.6	46.0	41.5	32.4	27.6	12.3	2.3	2.5	2.9	3.4	4.1	-1.4	0.3	-0.3
		70%	6%	7%	19%	-10%	-22%	-15%	-36%	180%	11%	13%	19%	21%	-134%	121%	46%

电商规模增速放缓背景下，国货品牌方自行组建电商团队+日韩品牌流量下滑→代运营行业竞争加剧，客户资源争夺日益激烈。国货佰草集、丸美股份等从代运营转型搭建自有电商品牌；壹网壹创代运营的海外品牌如资生堂、爱茉莉太平洋等在消费降级+国产替代风潮下，营收增长压力加剧，24Q3爱茉莉太平洋大中华区销售额为976亿韩元，同比下滑34%。

电商渠道调整迅速，传统渠道流量红利见顶，淘外流量价格逐渐提高，代运营商获客成本日益增加。1) 淘系：流量红利见顶GMV增速下滑，推广方式竞争激烈且性价比降低。2023年淘天GMV占比由2022年的49%降至39%。2) 淘外：抖音、拼多多、快手等渠道逐步崛起，流量分散化。新渠道抖音/快手/拼多多GMV占比分别由由2022年的10%/4%/18%提升至2023年的12%/6%/22%。

图：2022年电商总和GMV中阿里占49%，抖音占10% 图：2023年电商总和GMV中阿里占39%，抖音占12% 表：24Q3部分知名日韩品牌中国区域销售额下滑



日韩品牌	24Q3业绩	代运营公司
资生堂	24Q3，中国市场销售额1739亿日元(占比24%)，同比-2.4%。	壹网壹创
花王	亚洲地区化妆品业务销售额同比下滑20.2%至319亿日元。	丽人丽妆
爱茉莉太平洋	24Q3大中华区销售额为976亿韩元，同比-34%。	壹网壹创

5.3 代运营思变：对接高景气赛道新锐品牌，强运营力孵化自主品牌

1) 复用代运营积累的行业优势，收购或孵化自主品牌。若羽臣深耕日化代运营，2020年引入海外新锐品牌绽家，充沛的日化品牌运营经验赋能自有品牌销售持续提升，24H1若羽臣自有品牌营收达1.8亿元，同增67%，营收占比由23年的19.%提升至22%。

2) 拓宽客户资源，挖掘小众新锐品牌需求。青木科技顺应新生代消费趋势，积极布局潮玩赛道，24年新引进的高端软玩具项目 Jellycat、运动服饰品牌 Champion、运动装备品牌安德玛等品牌均有不俗业绩，带动公司业绩提升，24Q1-3青木科技营收8.1亿元，同增24%。

名称	市值	收入(亿元)			收入YOY			归母净利润(亿元)			归母净利润YoY			PE	
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E	2025E
若羽臣	36	13.7	18.2	25.0	12%	33%	38%	0.5	1.0	1.4	61%	84%	41%	36	10
青木科技	45	9.7	12.3	15.4	14%	27%	25%	0.5	1.5	2.1	-21%	184%	42%	30	5
壹网壹创	53	12.9	14.2	15.8	-16%	11%	11%	1.1	1.4	1.5	-40%	33%	7%	37	8
水羊股份	49	44.9	43.7	48.3	-5%	-3%	11%	2.9	2.4	3.2	135%	-17%	32%	20	14

目录

1 医美：产品周期老化，前瞻布局&渠道控价&终端赋能

2 美妆：竞争仍在加剧，渠道全能&坚守定位&优化激励

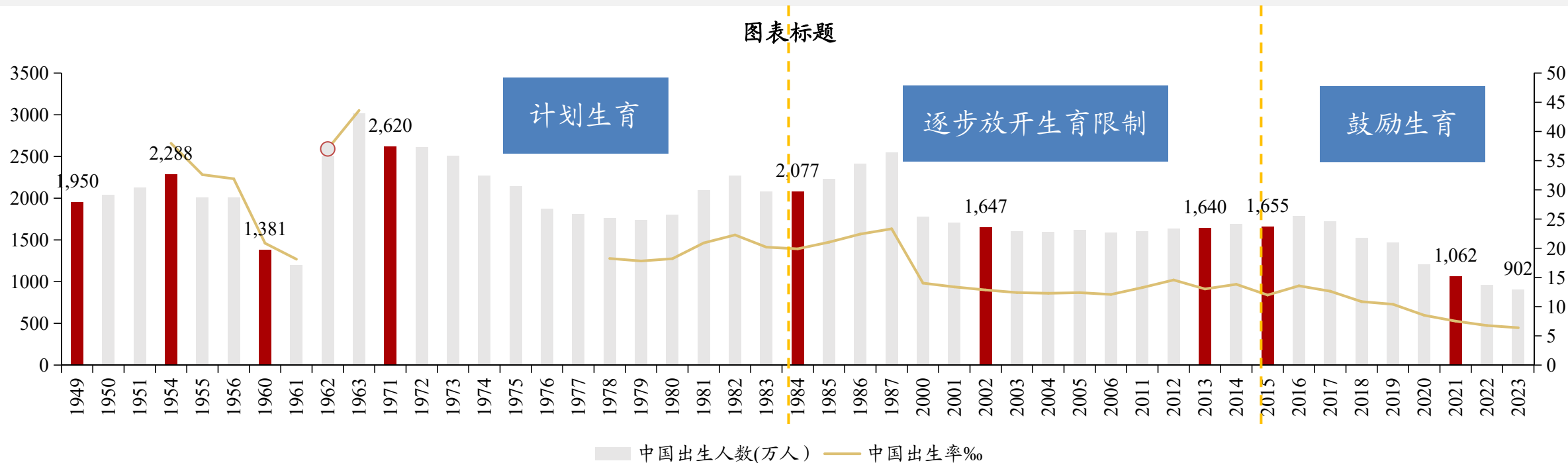
3 黄金：产品同质化高，赋能经销商&以设计赋能品牌

4 跨境：关税和流量承压，海外产能&转嫁关税&tiktok

5 代运营：电商红利走弱，对接崛起新锐&孵化自有品牌

6 母婴：负贝塔且渠道变革期，外延合作补齐短板

出生人数&出生率持续下滑。出生人数由2016年的1786万人下降至2023年的902万人，出生率由近20年高点2012年的15‰降至2023年的6‰。



1949：鼓励生育，政府支持和宣传鼓励人口增长和奖励多子女母亲的政策

1954：支持节育

1960：提倡晚婚。政府提出在城市和人口稠密的农村进行节制生育，适当控制人口自然增长率，并大力提倡晚婚。60年代初三年自然灾害。

1971：计划生育政策起步。国务院批转《关于做好计划生育工作的报告》，当年制定“一个不少，两个正好，三个多了”
1978年3月，宪法规定，“国家提倡和推行计划生育”。
1982年9月，党的十二大把计划生育确定为基本国策。

1984：计划生育政策微调。一孩政策微调，主要是对农村稍作开放，“开小口，堵大口”

2002：双独二孩陆续推开。施行《人口与计划生育法》各地根据该法制定双独二孩政策。

2013：启动单独二孩。十八届三中全会审议通过《中共中央关于全面深化改革的若干重大问题的决定》逐步调整完善生育政策，促进人口均衡发展。

2015：提出全面放开二孩，独生子女政策宣告终结。开展应对人口老龄化行动。2015年10月，十八届五中全会公报提出：促进人口均衡发展，坚持计划生育的基本国策，完善人口发展战略，全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策。

2021年：三孩政策。5月中共中央政治局会议提出实施“一对夫妻可以生育三个子女”政策及配套支持措施。

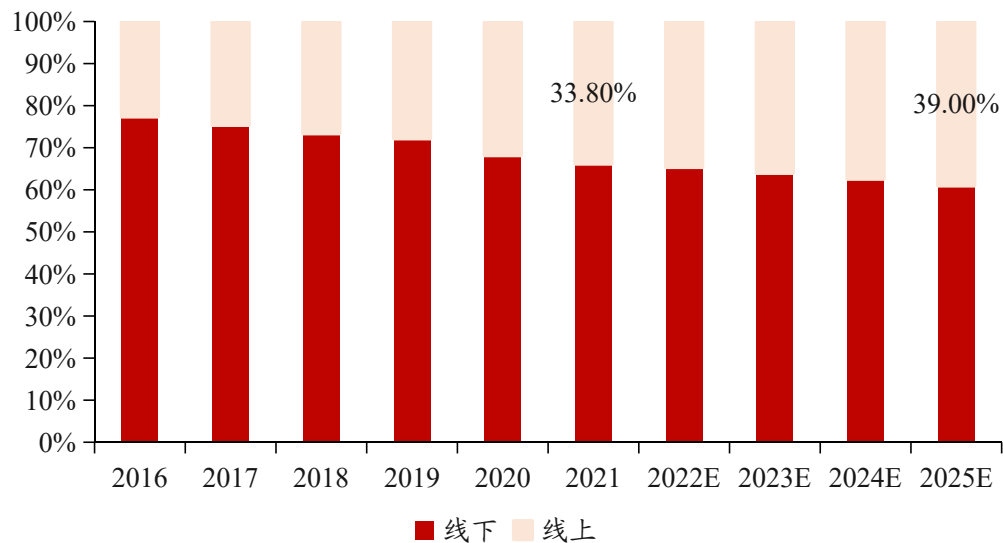
2021年至今：完善生育支持设施。24年10月，国务院印发《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》

6.2 母婴困境：零售面临电商冲击，代工环节议价弱，品牌商面临激烈电商竞争

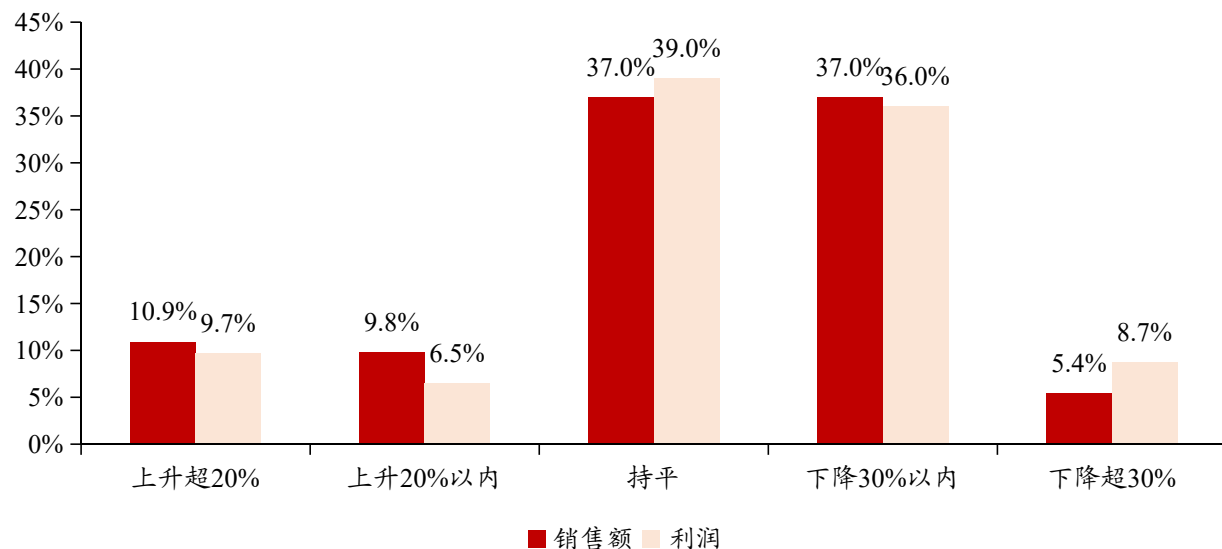
母婴零售渠道核心优势为品牌招商资源，但母婴品牌纷纷入驻电商平台→渠道商线下门店客流承压，且品牌商在电商面临激烈竞争致盈利波动。标品购买消费线上化为行业不可逆趋势，大多母婴品牌纷纷自建品牌电商旗舰店。根据艾瑞咨询，预计2025年母婴产品线上消费占比由2016年的23%提升至39%。此外根据母婴行业观察数据，24H1近40%母婴店营收和利润均下滑，仅有约20%的门店实现营收和利润双增长。

母婴产品代工企业核心是充沛的产能+较强的成本控制能力+大客户资源，但通常缺乏对大客户的议价能力，盈利能力偏弱。1) 代工较依赖大客户资源。豪悦护理主要客户为尤妮佳、花王、BabyCare等母婴品牌，2023年前五大客户销售额占比为76%，若大客户业绩承压或向上游压缩成本，将影响公司业绩；2) 若美国等加征关税，代工企业业绩不确定性增加。例如纸尿裤代工起家的豪悦护理海外营收23年达11%。

图：预计2025年母婴消费线上占比逐步提升至39%



图：24H1超40%母婴店门店销售额&利润双下滑



6.3 母婴思变：政策刺激生育率或迎拐点，个股修炼内功通过外延扩张等补齐短板

线下零售商面临电商冲击→外延收购提升线下市占率，夯实线上市场份额；补齐电商短板，外延合作搭建电商团队；借助电商渠道孵化自有品牌，提升毛利率。**案例-孩子王**：23年孩子王收购乐友65%股权，补齐华北短板+填补小店空间，此外24年11月孩子王公告称，拟以5.6亿元现金继续收购乐友剩余的35%股权；24年10月宣布与辛选控股成立合资，拟搭建直播矩阵融合线上线下渠道，并在此基础上强化自有品牌孵化能力（24H1爱婴室自有品牌营收达2.9亿元，占母婴商品销售的7%）。**爱婴室**：21年收购贝贝熊，切入华中市场，营收回正；24Q1-3自有营养辅食销售额同增近40%。

代工公司应对产业链议价能力弱和潜在关税风险→海外产能转移；收并购切入议价强的自有品牌赛道；加强自有品牌精细化运营能力。**案例-稳健医疗**：24年9月收购美国GRI，将借助GRI在越南、多米尼加等国充沛的生产资源，逐步将产能转移至海外；加强电商团队建设，24年双十一期间全棉时代全渠道销售额同增超20%。**豪悦护理**：24年10月公告拟现金收购拥有洁婷、全因爱等知名品牌的丝宝护理100%的股权，豪悦护理突出的精益化生产能力叠加丝宝护理的强品牌力，有望实现1+1>2的发展。

名称	市值	收入(亿元)			收入YOY			归母净利润(亿元)			归母净利润YoY			PE	
		2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E	2025E
辅助生殖&月子中心															
爱帝宫	3	5.5	-	-	-18%	-	-	-1.8	-	-	-7%	-	-	-	-
锦欣生殖	82	27.9	31.3	35.4	18%	12%	13%	3.4	4.0	4.7	185%	16%	18%	20	6
母婴零售															
孩子王	165	87.5	99.2	110.3	3%	13%	11%	1.1	2.0	2.9	-14%	86%	47%	84	30
爱婴室	23	33.3	34.5	36.8	-8%	4%	7%	1.0	1.1	1.2	22%	6%	12%	21	27
用品类															
稳健医疗	205	81.9	87.0	101.1	-28%	6%	16%	5.8	8.1	9.8	-65%	39%	21%	25	8
豪悦护理	60	27.6	29.8	33.0	-2%	8%	11%	4.4	4.7	5.4	4%	7%	15%	13	5
润本股份	87	10.3	13.4	17.0	21%	30%	26%	2.3	3.2	4.1	41%	42%	26%	27	3
上美股份	122	41.9	73.4	91.0	55%	75%	24%	4.6	8.7	11.3	213%	88%	31%	14	4

■ 金价波动不确定性风险

金价受货币政策、货币价值、央行购金等多因素影响，有较大不确定性，金价波动对市场需求、公司成本会造成影响

■ 国内消费市场复苏不及预期

若消费市场复苏不及预期，企业业绩将受到影响

■ 行业竞争加剧

行业竞争加剧将使得业内公司面临人才流失风险、新业务孵化表现不及预期风险

■ 新品推广不及预期

公司设计师、工匠流失将带来产品设计和生产能力下降，新品孵化不及预期将导致产品力下降

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>