

短期影响集中在疫情期，疫情过后补偿性消费不显著

——化妆品受新型肺炎疫情影响分析专题（二）

行业动态

◆2003 年疫情对化妆品行业影响短周期讨论

剔除行业长期增长趋势，2003 年疫情短期影响分阶段表现如下：

1) 疫情期（2003 年 4~6 月）：受到负向影响，但影响程度较其他可选品较小，主要因其具有一定的必需属性。

2) 疫情期后（2003 年 7-12 月）：化妆品零售逐步恢复，补偿性消费不显著、与一般的耐用品不同，主要因化妆品属于快消品、疫情过后的购买主要为满足当下的日常所需、不会出现过度消费行为。

3) 2003 年全年来看，疫情拖累化妆品零售增速 4PCT。对比其他品类：虽疫情期影响小、但疫情后未有补偿消费，全年看化妆品受疫情影响较大、仅次于金银珠宝，但获益行业成长、总体仍保持快速增长。

4) 2004 年低基数效应下提速增长、2005 年起增速恢复常态。

◆2020 年疫情对化妆品行业影响节奏与程度分析

影响节奏：类比 2003 年，预计 2020 年疫情影响集中在疫情期，疫情期过后由于化妆品快消属性不变、其补偿性消费不显著。2003 年全年来看，若疫情控制在 Q1、则全年影响集中在 Q1。低基数效应叠加行业处于成长期、2021 年行业增长有望提速，2022 年将恢复常态增长。

影响程度：相较 03 年，需求端和供给端变化呈现反向作用。需求端由于 2020 年化妆品可选属性较 2003 年增强（彩妆占比提升），疫情负面影响预计加大；供给端由于 2020 年电商较 2003 年占比上升，提升了行业总体抵御能力。据上一篇专题《短期需求波动，不改长期成长趋势》中测算预计疫情拖累化妆品上市公司 2020 年全年营收增速在 3~8PCT。

◆疫情不改行业长期发展趋势

从长周期视角，2003 年前后化妆品所处的发展阶段为 2000~2007 年提速增长阶段，主要获益我国经济、人均可支配收入均提速增长。2003 年疫情带来部分月份波动，但不改行业长期向上趋势。

近年来获益高端化、彩妆消费升级等因素，化妆品行业自 2016 年以来进入新一轮提速增长阶段。从未来空间看，对比发达国家人均消费水平，我国护肤品行业仍有 3~6 倍增长空间。预计在未来中长期内，化妆品高端化、彩妆消费升级将持续，行业仍将保持较快增速，2020 年疫情亦难改行业新一轮提速增长趋势。

◆投资建议：疫情短期带来波动、长期不改行业成长属性

疫情波动对所有化妆品上市公司均为系统性影响，我们建议关注行业地位突出、迎合当前化妆品消费趋势/概念、线上收入占比高、内容营销布局效果好、抗风险性较强的品牌，如丸美股份、珀莱雅、华熙生物、壹网壹创、上海家化等。

长期来看，疫情不改行业成长属性，建议根据品牌自身定位评判公司品牌运营能力，建议关注大众领域的珀莱雅等，中高端领域的丸美股份、华熙生物等，成长性优的壹网壹创等。

◆风险提示：疫情升级影响加剧；终端需求不振；品牌增多竞争加剧。

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

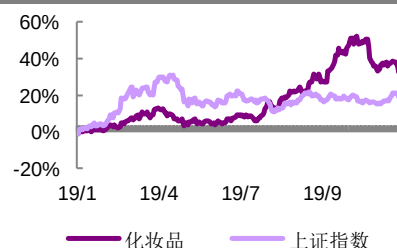
lijie_yjs@ebsecn.com

罗晓婷 (执业证书编号：S0930519010001)

021-52523673

luoxt@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

行业月报：2019 化妆品零售增 13%，春节影响 1 月线上销售降 10%

2020-02-10
短期需求波动，不改长期成长趋势——化妆品受新型肺炎疫情影响分析专题

2020-02-07
化妆品月报：2019 年化妆品总体景气，部分本土品牌继续表现靓丽

2020-01-03
优中选优：行业总体景气、精选优质个股——化妆品行业 2020 年投资策略

2019-12-07
优质化妆品电商深度服务提供商——壹网壹创 (300792 SZ) 投资价值分析报告

2019-11-20
全球透明质酸生产龙头，拓展下游成长行业铸全产业链业务矩阵——华熙生物 (688363.SH) 新股定价报告

2019-11-06
行业月报：7 月化妆品零售相对景气，8 月珀莱雅天猫旗舰店销售继续靓丽

2019-09-13
行业月报：6 月化妆品零售环比改善，7 月珀莱雅、佰草集天猫店销售靓丽

2019-08-07
行业月报：618 电商大促提振线上零售，6 月起对美国化妆品进口加征关税

2019-07-04
把握行业趋势与机遇，关注长短期竞争要素——化妆品 2019 年下半年投资策略

2019-06-15

引言

在上一篇专题《短期需求波动，不改长期成长趋势——化妆品受新型肺炎疫情影响分析专题》中我们重点回顾了2003年非典疫情期对化妆品零售的短期影响，在对比2003、2020年化妆品行业发展差异基础上，进而分析2020年新型肺炎疫情期对化妆品行业及上市公司业绩的影响。

本报告将进一步分析在疫情期、疫情期后化妆品零售受疫情影响的节奏如何？疫情期后是否存在延期补偿性消费？对比其他品类、在疫情不同阶段、化妆品受影响程度是否较其他品类不同？疫情是否会改变化妆品行业长期发展趋势？

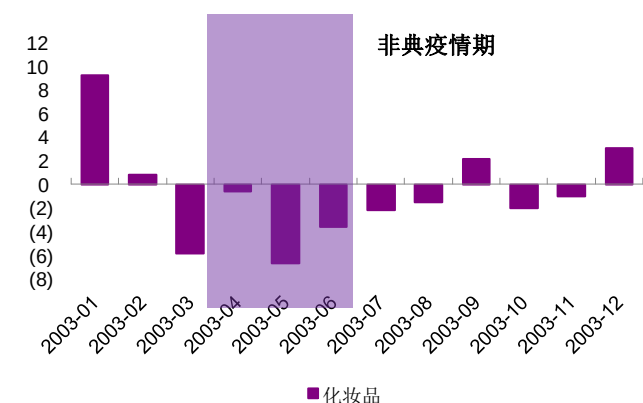
1、短期：疫情对化妆品行业影响分阶段讨论

1.1、2003年疫情：影响集中在疫情期、延迟消费不显著

2003年非典疫情发于2002年11月、2003年Q1逐步扩散，4、5月集中爆发，6月逐步得到控制，三季度后疫情基本结束。

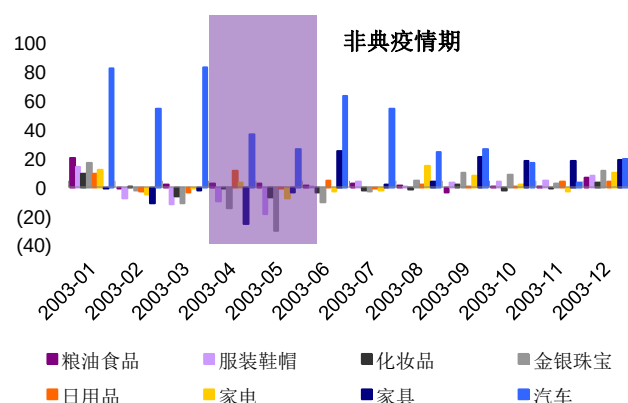
为了剔除行业长期趋势，从而更好地分析疫情带来的实际影响，我们假设2001~2004年间消费品零售额的年均复合增速作为其长期趋势，2003年实际增速与长期趋势的差距为疫情带来的短期波动，如下图所示。（在上一篇报告中，我们长期趋势的测算方法为计算2002~2004年消费品零售额平均值作为2003年的不受疫情影响的零售值，本报告中为了更好的拟合长期趋势，拉长样本值至2001年、且增速采用年均复合增速）。

图1：2003年疫情对我国化妆品零售增速影响程度（PCT）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图2：2003年疫情对我国不同消费品零售增速影响程度（PCT）对比



资料来源：Wind、光大证券研究所

- 疫情期（03年4~6月）：化妆品零售受疫情负向影响，影响程度较其他可选品较小

根据上述测算方法，2003年4、5、6月疫情期，疫情对我国限额以上化妆品零售额增速分别拖累0.56PCT、6.71PCT、3.61PCT。

对比同期其他消费品受疫情影响程度，我们发现化妆品受影响程度大于粮油食品、日用品等必需消费品，小于服装鞋帽、金银珠宝、家电、家具等可选消费品，主要为化妆品消费具有一定的必需性、其可选属性弱于服装、金银珠宝、家电、家具等。

➤ **疫情期后当年（03 年 7~12 月）：化妆品零售逐步恢复，补偿性消费不显著**

2003 年 7~12 月疫情对化妆品零售额增速的影响幅度均在 3PCT 以内，因为影响幅度较小，我们将其认为月份波动、而非疫情带来的影响。

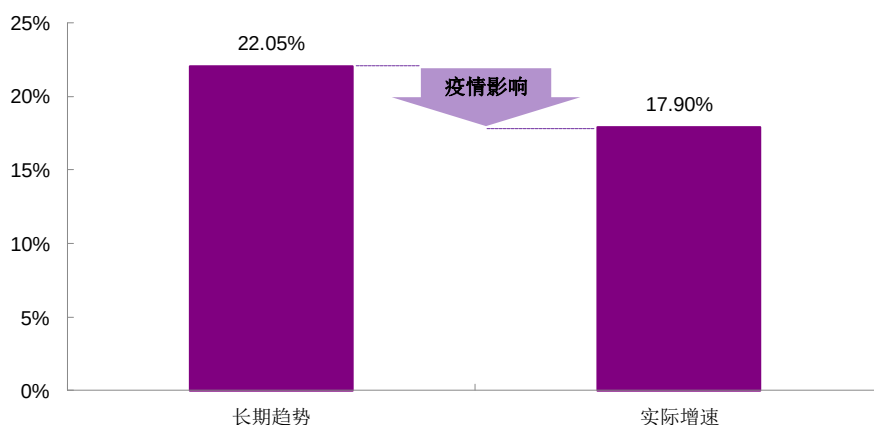
因此，可以判断 2003 年非典疫情在 6 月逐步得到控制后，进入 7 月（疫情期后）化妆品零售增速逐步回归长期趋势，补偿性消费不显著，主要为化妆品属于快消品、疫情过后的购买主要满足当下的日常所需、不会出现过度消费行为。

而其他品类中家电、家具、汽车等耐用品、其具有延迟消费属性，在疫情过后出现了较为显著的补偿性消费，且主要集中在 Q3、即疫情过后的一个季度内。

➤ **疫情当年全年（03 年 1~12 月）：拖累化妆品全年零售增速 4PCT**

由上可知，2003 年疫情对化妆品零售的影响主要集中在疫情期间，疫情期过后化妆品的补偿性消费不显著。全年来看，疫情拖累化妆品零售增速 4PCT。

图 3：2003 年非典疫情对化妆品零售增速影响



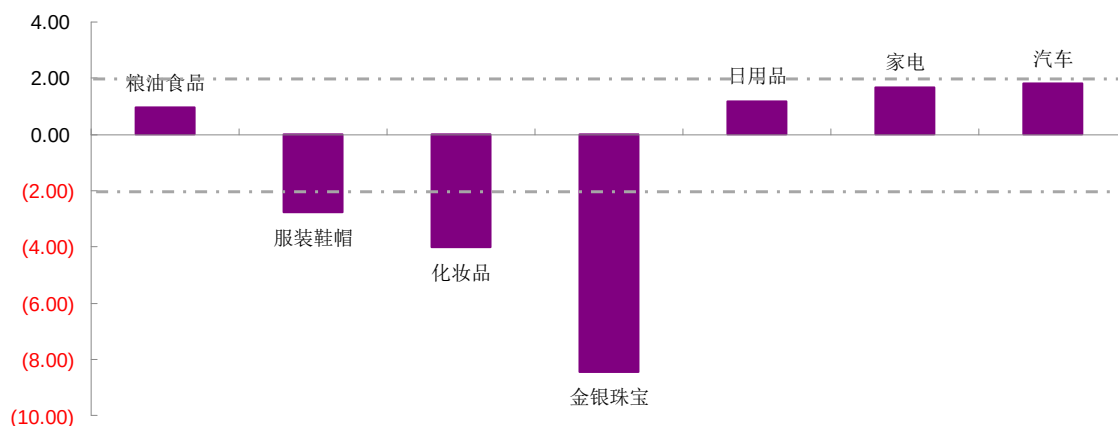
资料来源：Wind、光大证券研究所

对比其他品类，粮油食品、日用品等必需消费品受影响程度较小、影响幅度在 1PCT 左右，主要因这些品类多为日常生活用品，受疫情影响不大；家电、汽车等耐用消费品全年受疫情影响幅度在 2PCT、亦不大，虽然在疫情期间，家电及汽车受影响较大，但其具有延期消费属性、疫情过后的补偿性消费弥补了此前疫情影响，因此全年来看，疫情对家电、汽车等消费影响不大。

全年受到疫情影响较为显著的主要品类为服装、化妆品及金银珠宝等，其中化妆品受影响较显著主要由于：1）对比粮油食品、日用品等，化妆品

全年受影响较大，主要为化妆品为可选消费品、在疫情期受到影响程度较必需品大。2) 对比家电、汽车、服装鞋帽等，化妆品全年受影响较大，主要为虽然在疫情期化妆品受影响程度对比其他可选品较低，但在疫情过后补偿性消费不显著，因此全年综合来看，化妆品受疫情影响较大。

图 4：2003 年疫情对我国主要消费品零售增速影响程度 (PCT)



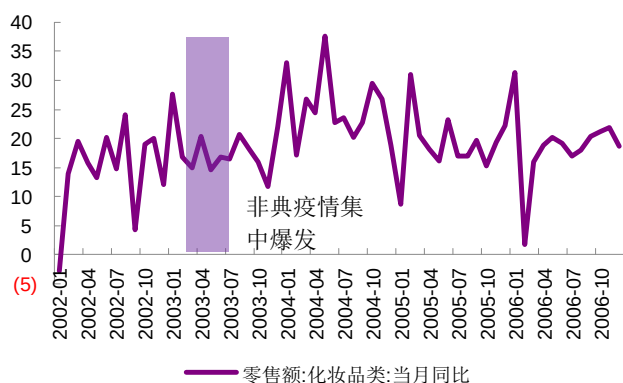
资料来源：Wind、光大证券研究所

但同时我们可以观察到，虽然在剔除行业长期成长趋势下，疫情给化妆品带来的短期波动程度较大，但获益化妆品处成长期、总体仍保持快速增长，在疫情期间的销售表现仍高于社会消费品总体。

2003 年 4、5、6 月限额以上化妆品零售额分别同比增 20.30%、14.60%、16.80%，分别较上一年同期提升 4.60PCT、提升 1.40PCT、放缓 3.60PCT。而同期我国社会消费品零售总额当月增速分别为 7.70%、4.30%、8.30%，增速分别较上一年同期放缓 0.50PCT、放缓 5.00PCT、放缓 0.30PCT。

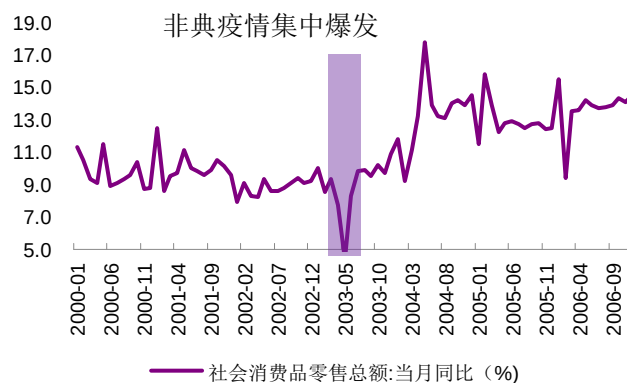
全年来看，2003 年限额以上企业化妆品零售额同比增 7.90%、增速较上一年同期提升 3.70PCT；同期社会消费品零售总额同比增 9.10%、增速较上一年同期提升 0.30PCT。

图 5：非典疫情期间限额以上化妆品零售额同比增速 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 6：非典疫情期间我国社会消费品零售总额当月增速 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

➤ 疫情过后年份：化妆品零售 2004 年低基数效应下提速增长、2005 年起增速恢复常态

2004 年化妆品零售额在 2003 年疫情拖累的低基数效应下，同时叠加行业自身提速增长趋势，全年化妆品零售额同比增 25.30%、增速较 2003 年提升 7.40PCT，高于 2003 年较上一年增速提升的幅度（3.70PCT）。

2005 年化妆品零售额增速恢复常态，同比增 19.10%、与该时期（2002~2007 年行业提速增长阶段）年均复合增速 21.25% 增速较为接近。

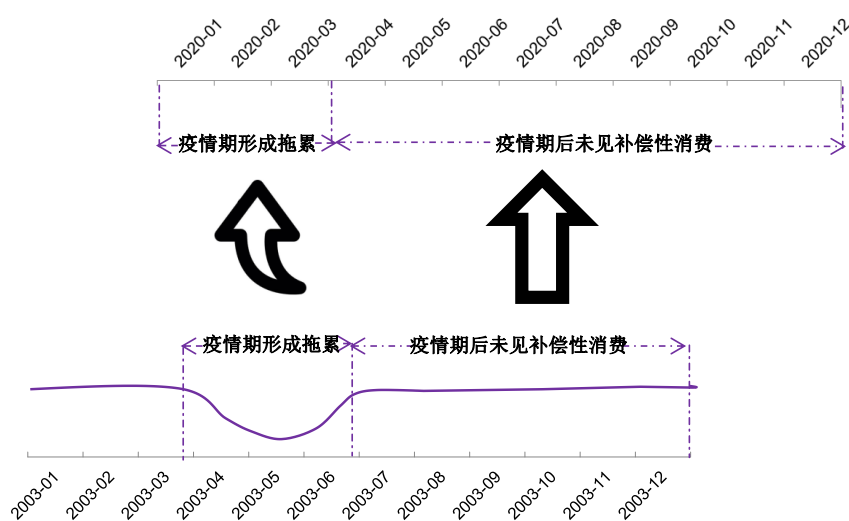
1.2、2020 年疫情：预计影响节奏类似 2003 年

➤ 影响节奏：类比 2003 年

回顾 2003 年的非典疫情短期影响节奏，我们发现疫情带来的波动集中在疫情期，疫情过后由于化妆品属于快消品、其即时满足属性强而延迟消费属性不强，延期补偿消费特征不显著。2004 年获益低基数效应及行业提速增长，进一步呈现提速增长，2005 年增速恢复常态。

2020 年化妆品的快消属性不改，我们判断新型肺炎疫情对化妆品短期的影响主要集中在疫情期，疫情过后化妆品补偿性消费特性不显著，即全年业绩的拖累预计集中在 Q1。预计疫情第二年上半年化妆品消费将恢复正常、从增速上看，由于低基数效应、同时考虑行业近年获益高端化、彩妆消费升级等步入新一轮提速增长期，2021 年化妆品总体零售有望较 2020 年提速。此后的 2022 年预计恢复常态增长。

图 7：2003、2020 年疫情影响节奏



资料来源：Wind、光大证券研究所

➤ 影响程度：相较 03 年，品类和渠道变化呈现反向作用

在上一篇专题报告中，我们研究了 2003 年疫情发生期化妆品零售受到的影响，结合 2003、2020 年前后化妆品的发展差异，分析了 2020 年新型肺炎疫情对化妆品零售的影响变化，得出如下结论：1）2020 年化妆品中彩妆占比较 2003 年提升、可选属性较强，从需求端角度看，疫情对化妆品负面影响加大（疫情对可选品影响程度大于必需品）；2）从供给端来看，2020

年电商渠道较 2003 年发展、占比提升，在疫情影响人们出行、线下销售受挫的同时，线上能较好承接线下需求，电商的发展提升了行业总体的抵御能力。

我们此前发布的疫情专题报告在此假设基础上，预计疫情拖累化妆品上市公司 2020 年全年营收增速在 3~8PCT。

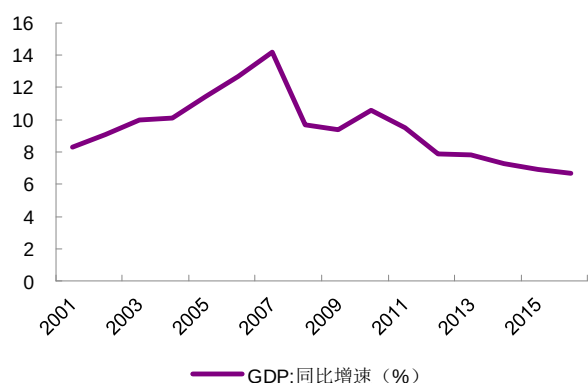
2、长期：疫情不改行业提速增长新周期

2.1、2003 年：疫情影响不改行业自身成长属性

我国化妆品行业自 2000 年以来进入成长期，在 2007 年以前保持快速增长，2008 年起化妆品零售额增速随经济、社会消费零售额等增速放缓而放缓。2003 年爆发非典疫情未改变 2000~2007 年经济、社会零售总额、化妆品零售总额提速增长的向好态势。

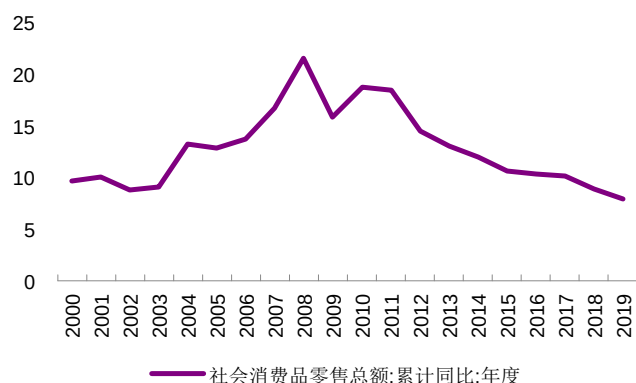
2007-2015 年我国化妆品零售额增速有所放缓，主要为我国 GDP 增速放缓、人均可支配收入及社会消费品零售总额增速亦放缓等所致，自身增速的绝对值仍维持双位数的增长。

图 8：我国 GDP 同比增速 (%)



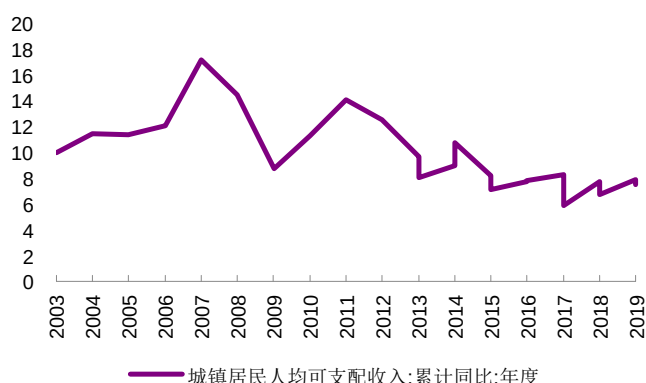
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 10：社会消费品零售总额同比增速 (%)



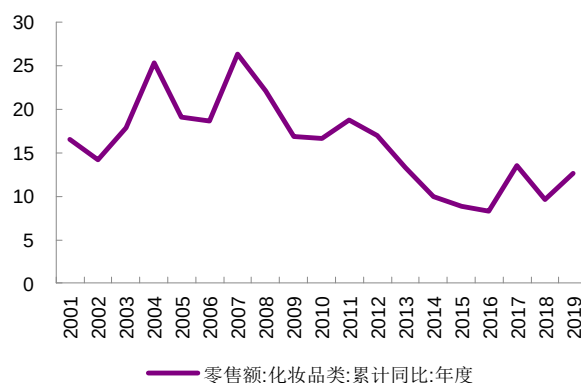
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 9：我国城镇居民人均可支配收入同比增速 (%)



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 11：限额以上化妆品零售总额同比增速 (%)



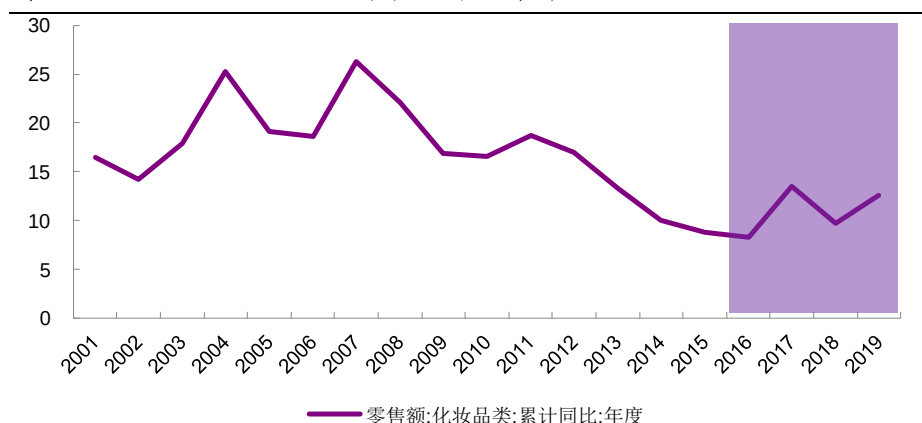
资料来源：Wind、光大证券研究所

2.2、2020 年展望：疫情亦难改行业成长趋势

➤ 行业成长：行业获益高端化、彩妆消费升级等进入新一轮提速增长

近年获益化妆品高端化趋势、彩妆消费升级等，化妆品行业增速进入新一轮的提速增长。2016~2019 年我国限额以上化妆品零售年均复合增速为 10.48%、较 2015 年提升 4.58PCT。

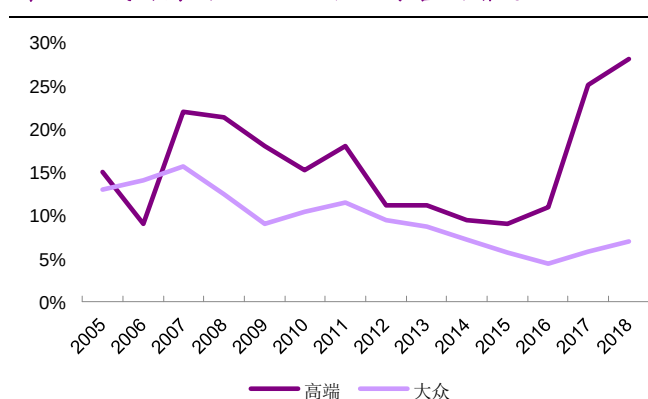
图 12：限额以上企业化妆品零售额增速（%）



资料来源：Wind、光大证券研究所

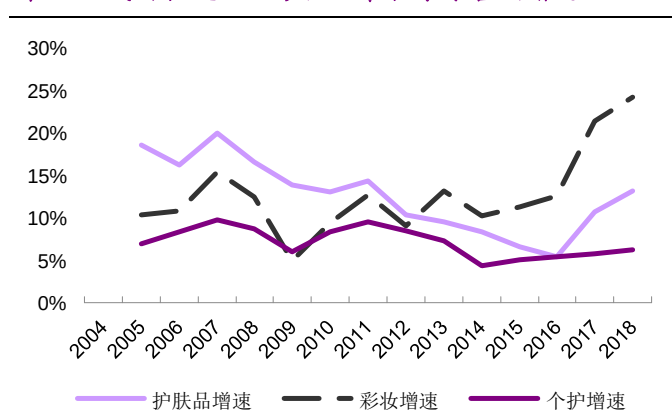
其中高端化妆品占比近年持续提升，并且自 2016 年以来随着国际高端品牌加速布局天猫等电商渠道、高端化呈现加速态势；高端化趋势在护肤品、彩妆等品类全方位呈现，助力近年护肤品及彩妆等亦提速增长，此外彩妆零售额提速较护肤品更为明显，主要为彩妆消费升级较护肤品滞后、近年加速渗透。

图 13：我国高端、大众化妆品零售额增速



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 14：我国护肤品、彩妆、个护等零售额增速



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

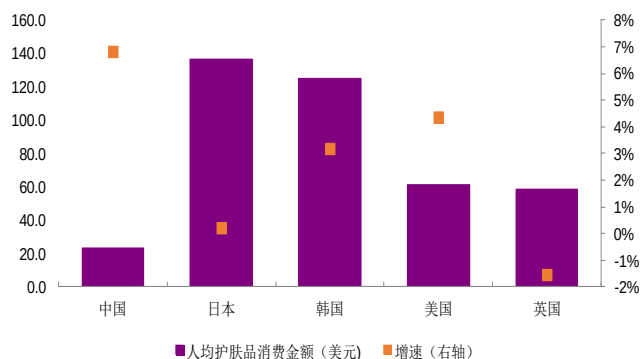
➤ 长期空间：我国化妆品人均消费水平较发达国家低、未来发展空间大

长期来看，我国化妆品行业前景广阔。2018 年我国人均年护肤品消费金额为 23 美元，同期日本、韩国、美国、英国等人均年护肤品消费金额分别为 137、125、61、58 美元，分别是我国的 5.9、5.4、2.7、2.5 倍。

分人群来看，当前我国化妆品消费人群以 80 后、90 后为主，年龄层次主要分布在 20~40 岁等，未来我国化妆品消费动力将来自于 80 后、90 后随

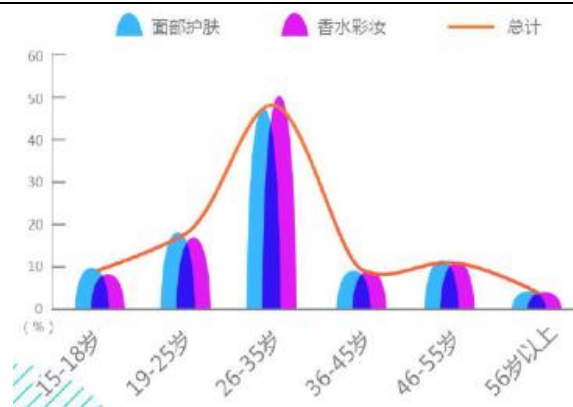
着年龄增长、消费继续升级，同时 95 后、00 后等新生代成为化妆品消费主力人群。

图 15：我国与发达国家护肤品人均年消费金额（美元）及近五年（2013~2018 年）复合增速



资料来源：Euromonitor、光大证券研究所

图 16：2016 年面部护肤、香水彩妆等品类消费者年龄段占比（%）



资料来源：京东&南都传媒《2017 美妆消费报告》、光大研究所
注：该报告 2017 年发布，报告调查数据实际为 2016 年

➤ 2020 年疫情影响：不改行业成长属性

参考 2003 年经验，预计 2020 年肺炎疫情对化妆品行业仅带来短期波动，不改行业长期成长属性。在未来中长期内，化妆品高端化、彩妆消费升级将持续，我国化妆品行业仍将保持较快增速发展。

3、投资建议

➤ 总结

2003 年非典疫情为化妆品零售带来短期波动，影响集中在疫情期间、即 4、5、6 月，且影响程度小于服装、家电、金银珠宝等其他可选消费品；疫情过后，由于化妆品的快消品属性、其即时满足属性强而延迟消费属性不强，延期补偿消费特征不显著，与服装、家电、汽车等具有延迟消费属性的耐用品不同，综合来看 03 年全年疫情对化妆品的影响大于家电、汽车等耐用品。

在剔除疫情影响下、我们推算 2003 年化妆品零售额增速为 22.05%，疫情拖累全年化妆品零售增速在 4.15PCT，全年化妆品零售额增速为 17.90%，但由于化妆品自身成长属性、其零售额增速仍较上一年提升 3.70PCT。疫情过后，在低基数效应下 2004 年提速增长，2005 年恢复常态增长。

展望 2020 年新型肺炎疫情预计对化妆品的影响亦集中在疫情期，疫情期过后预计补偿性消费不显著；全年来看，2020 年从品类及渠道等角度化妆品零售受疫情影响方向相反，疫情影响较 2003 年程度需对比两个作用力的大小。2021 年预计在低基数效应及行业自身新一轮提速增长趋势下、化妆品零售将提速增长，2022 年恢复常态增长。

从长周期视角来看，2003 年前后化妆品所处的发展阶段为 2000~2007 年提速增长阶段，主要获益我国经济、人均可支配收入均提速增长。2003 年疫情带来部分月份波动，但不改行业整体向上趋势。

近年获益高端化、彩妆消费升级等因素，行业自 2016 年以来进入新一轮提速增长阶段。从空间来看，对比发达国家人均消费水平，我国护肤品行业具有 3~6 倍的增长空间。预计 2020 年疫情亦难改行业长期成长趋势。

➤ 投资建议

短期来看，疫情波动对所有化妆品上市公司均为系统性影响，我们建议关注行业地位突出、迎合当前化妆品消费趋势/概念、线上收入占比高、内容营销布局效果好、抗风险性较强的品牌，如**丸美股份、珀莱雅、华熙生物、壹网壹创、上海家化**等。

长期来看，化妆品行业成长性不变，短期调整将带来优质龙头布局机会。长期逻辑下，我们建议分定位分析公司自身成长逻辑，中高端品牌竞争集中于产品力>品牌营销>渠道拓展能力，大众品牌竞争集中于品牌营销>渠道拓展>产品力等。综合公司自身经营情况，建议关注大众领域的**珀莱雅**等，中高端领域**丸美股份、华熙生物**等，成长性优的**壹网壹创**。

4、风险提示

➤ 疫情升级，影响程度加剧

参考 2003 年非典疫情，其对终端消费的影响在 3 个月；本文中的判断结论也建立在 2020 年新冠肺炎影响集中在 Q1 的假设上。若未来疫情升级，疫情对全年化妆品终端零售的影响将加剧。

➤ 终端需求不振，拖累行业成长

当前化妆品行业获益消费升级、持续成长，但短期仍受到终端总体零售环境波动影响。若终端需求不振，将对化妆品短期零售造成压力。

➤ 行业成长吸引国内外品牌进入，竞争加剧

化妆品行业成长、增速较高，吸引国内外品牌进入、分享行业红利，同时也加剧了行业总体竞争。

附录

表 1：重点化妆品上市公司盈利预测及估值表

公司名称	收盘价	EPS (元)				PE				3 年 CAGR	PEG	市值 (亿元 RMB)
	元/股	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		18 年	
丸美股份	76.99	1.04	1.34	1.58	1.83	74	57	49	42	21.00%	2.73	309
珀莱雅	119.39	1.43	1.89	2.57	3.33	84	63	46	36	32.65%	1.94	240
华熙生物	92.33	0.88	1.20	1.58	2.04	105	77	58	45	32.09%	2.41	443
壹网壹创	259.77	2.03	2.65	3.60	4.70	128	98	72	55	32.20%	3.05	208
上海家化	27.64	0.81	0.83	0.87	1.00	34	33	32	28	7.40%	4.50	186

资料来源：Wind、Bloomberg、光大证券研究所

注：1) 本表收盘价日期为 2020 年 2 月 20 日；

2) 本表中相关上市公司盈利预测为光大证券预测，其中上海家化 2019 年报已披露，表中 2019 年业绩为公司实际业绩、非预测数值。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大 厦 A 座 17 楼