

电商行业近况及双11更新： 反内卷导向下用户补贴弱化，各平台加快布局第 二曲线

行业研究 · 海外市场专题

互联网 · 互联网 II

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张伦可

0755-81982651

zhanglunke@guosen.com.cn

S0980521120004

证券分析师：王颖婕

0755-81983057

wangyingjie1@guosen.com.cn

S0980525020001

- 2025年线上零售围绕两大主题展开：
 - **远场电商反内卷**：所有电商平台今年主推惠商政策，商家分层看，中小商家减负（拼多多降佣、抖音针对薄弱品类降佣）提效（引导使用广告工具，且投放效率在提升），头部大商实力强利润稳定、优惠政策较少；分平台看，各家货币化率表现差异很大：拼多多以中小商家、低毛利率品类为主，货币化率下降最明显，淘天京东商业化水平持续增长。此外，10月1日起投流费从按成本全额抵扣转为按广告费限额抵扣，预计对直播电商平台影响有限；
 - **即时零售新战场**：1) 即时零售业态更接近线下传统零售，需长期投入，难快速突破，目前各家均处于亏损状态；2) 长期看远场电商和即时零售产业链差异大，生意类型不同，远场电商运营重点在场，即时零售在货盘履约；远场电商适合轻资产运营，即时零售是“蹦起来够钢镚”的艰苦生意。
- 双11预览
 - **概览**：各平台双11投入显著收缩，预计GMV表现持续分化：淘天份额小幅下降，京东多多抖快份额有望继续提升。
 - **平台节奏**：各平台大促周期持续拉长，淘宝闪购/小红书首次参与双11。
 - **具体策略**：1) C端补贴：商家负担的补贴力度显著下降，一件立减替代跨店满减成为主流；2) B端扶持：淘系京东快手弱化商家补贴扶持，AI工具赋能商家持续加码。

投资建议：推荐AI相关第二曲线发展迅速的阿里巴巴、快手，短期受反内卷影响、长期竞争优势明显的拼多多。

风险提示：政策与平台规则变动风险、消费者需求不及预期风险、竞争加剧风险、政府监管风险等。

- 【 01 】 2025线上零售两大主题：反内卷、即时零售
- 【 02 】 双11预览：各平台双11投入显著收缩，预计GMV表现持续分化
- 【 03 】 投资建议
- 【 04 】 风险提示

线上零售主题一：反内卷，主要影响中小商家为主的拼多多

触发点一：2024年中政府禁止平台将营销成本转嫁给商家，2024年5月，国家市监局发布《网络反不正当竞争暂行规定》，明确禁止平台经营者“以支付平台服务费、保证金、营销费用等名义，向经营者收取不合理费用，或者强制经营者接受不公平的交易条件”；

触发点二：2025年全方位治理“内卷式”竞争，年初政治局会议进一步强调反内卷，依法依规治理企业低价无序竞争，防止劣币驱逐良币。

所有电商平台今年主推惠商政策，商家分层看，中小商家减负（拼多多降佣、抖音针对薄弱品类降佣）提效（引导使用广告工具，且投放效率在提升），头部大商实力强利润稳定、优惠政策较少；分平台看，各家货币化率表现差异很大：拼多多货币化水平下降明显，淘天京东商业化水平持续增长：

- 拼多多以中小商家、低毛利率品类为主，TR下降最明显（广告tr不变、佣金tr降），反内卷会出清小商留下大商，多多今年精力主要在扶持小商上，C端动作不多；
- 抖音TR不变（广告tr提升，佣金tr降，两者基本抵消）：佣金率从2.6%降到2%，截至8月广告tr涨了0.5pp到8.2-8.3%，一方面一部分佣金以流量券形式返还，以广告形式计入商业化收入，另一方面更精准的推流使得转化率提升、广告效率提升；
- 淘天京东提升（广告、佣金tr都提升），快手加大佣金变现，预计下半年起tr逐步提升。

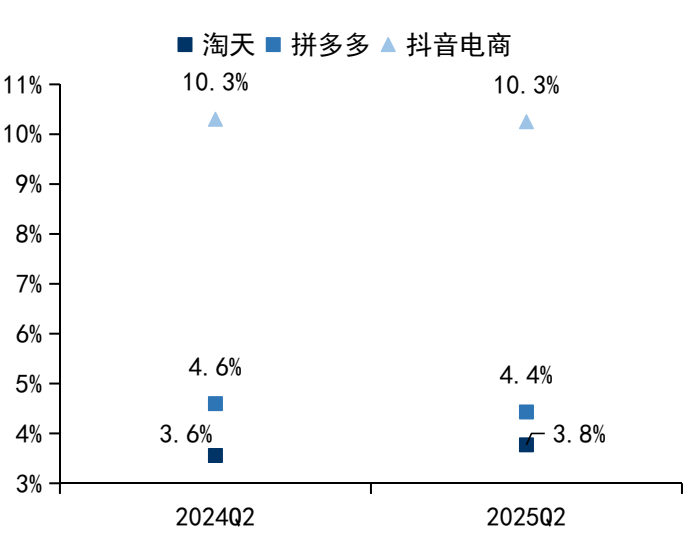
图：2024年下半年起拼多多佣金减免政策



图：2025年抖音电商惠商政策



图：电商平台货币化率变化情况



资料来源：拼多多官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：抖音电商商家中心，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

政策延伸：10月1日起投流费从按成本全额抵扣转为按广告费限额抵扣， 预计对直播电商平台影响有限



政策延伸：10月1日起企业产生的投流费用被归为广告费和业务宣传费，其税前扣除额度不得超出年度营业收入的15%，超出的部分则按规定计征企业所得税（化妆品、医药和饮料扣除额度放宽至30%，超过部分准予在以后纳税年度结转扣除），税收信息由互联网平台直接报送给主管税务机关。**投流费用从原先按成本全额抵扣转为按广告费限额抵扣。**

政策导向主要为防止不正当竞争和内卷，限制部分商家用钱砸流量做一次性买卖，鼓励打造品牌、能吸引回头客的长期主义商家。

- **商家角度看**，超过15%的投流多见于直播电商平台（爆发属性强、流量充足，钱投的出去且有效果）的**高毛利类目**（美妆服饰珠宝等），**新品牌、白牌投流力度普遍大于成熟品牌**（没有品牌心智只能砸钱换一次性流量），对这部分商家影响更大；
- **平台角度看**，政策出台后对直播电商平台TR有负向影响，平台也在引导投流商家结构性调整对冲风险，如推出全域推广工具（逻辑和淘天全站推类似，受众为泛人群的快消品受益），让之前不投或者少投的品类/商家多投点，对冲高投流品类投流减少的风险。

平台可通过调节投流商家结构以及借助AI提高投流转化效率，预计投流税对抖音快手电商平台商业化冲击有限。

线上零售主题二：即时零售



即时零售业态接近线下传统零售，需长期投入，难快速突破。

- 淘宝闪购：业务出发点是帮助淘天引流，淘天有品牌、1688供应链资源，有零售心智，资金充裕，擅长轻资产运营，淘宝闪购5月开启，8月日单量峰值超1.2亿单，25Q2亏损超100亿，预计25Q3亏损350-400亿，长期观察能否建立蜂窝级的运营能力并持续优化用户体验；
- 京东外卖：业务出发点是帮助电商业务引流，京东具有供应链优势，缺乏30min达的用户心智，日单量峰值2500万单，我们测算25Q2、25Q3均亏损150亿元左右，长期观察能否建立用户心智、建立蜂窝级的运营能力并持续优化用户体验；
- 美团：长期深耕即时配送赛道，2018年在外卖基础上延伸出美团闪购（非餐外卖），我们测算2024年即配日均单量约7000万单，2025年日单量峰值1.5亿单，美团闪购继承外卖“快”的心智和履约网络，重点观察供应链能力搭建和运营效率优化。

图6：各家平台远近场零售布局情况

		美团	阿里	京东	拼多多	抖音	其他
即时零售	前置仓	小象超市	-	-	-	叮咚买菜、朴朴超市	
	店仓一体	-	盒马超市	七鲜超市	-	超市到家（沃尔玛/山姆…）	
	卖场模式	美团闪购	饿了么新零售/淘鲜达	京东到家	-	抖音超市	-
次日达	B2C电商	美团电商	天猫超市	京东自营	-	抖音超市	-
	社区团购	美团优选	淘菜菜	京东拼拼	多多买菜	-	兴盛优选
隔日达	B2C电商	美团电商	淘天	京东POP	拼多多	抖音电商	小红书/视频号电商/得物…

资料来源：美团App、京东官网、阿里巴巴官网、抖音App，国信证券经济研究所整理

远场电商运营重点在场（人货匹配）；即时零售重点在货盘履约：

- 远场电商（隔日达）：无限货架（淘宝App 10亿级别SKU），中心化流量分发机制（全国流量），一仓发全国，适合耐用品/服饰等SKU丰富、时效要求低的品类；
- 即时零售（30min达）：有限货架（美团闪购望京商圈40万SKU），LBS去中心化流量分发机制（仅限周边5公里），仓只能配送5公里半径内地址，适合快消品、生鲜日杂等SKU有限、时效要求高的品类；

远场电商适合轻资产运营，即时零售长期看是“蹦起来够钢镚”的艰苦生意：

- 远场电商：1、单店铺商品品规纵向打深，平台按产业带集中招商运营；电商店铺只卖一个品牌或者同一品类商品，按与品牌紧密度把店铺分为旗舰店、专卖店、专营店等；2、流量算法注重千人千面个性化推荐（用户和商品都是10亿级的体量，打标匹配很重要）；3、平台轻量运营，品牌商可直接入驻平台，调动社会力量实现好和省；
- 即时零售：1、单店铺商品品规横向拓宽，平台属地化招商运营，对商家综合能力要求更高；一个仓就是一个线上超市，SKU 3000-10000个，涵盖快消日百多品类，商家运营选品能力要求高（用有限SKU跟上用户不断变化的需求，保证高动销）；2、流量算法发挥空间有限（商家商品和用户规模小易匹配），3、长期看平台要有区域化的供应链统采能力（缩短流通环节降低价格），难而有价值，区域设中心仓，多家门店仓联合采购进货，能实现价格更低品质更好，是近场零售胜负手。

- 【 01 】 2025线上零售两大主题：反内卷、即时零售
- 【 02 】 双11预览：各平台双11投入显著收缩，预计GMV表现持续分化
- 【 03 】 投资建议
- 【 04 】 风险提示

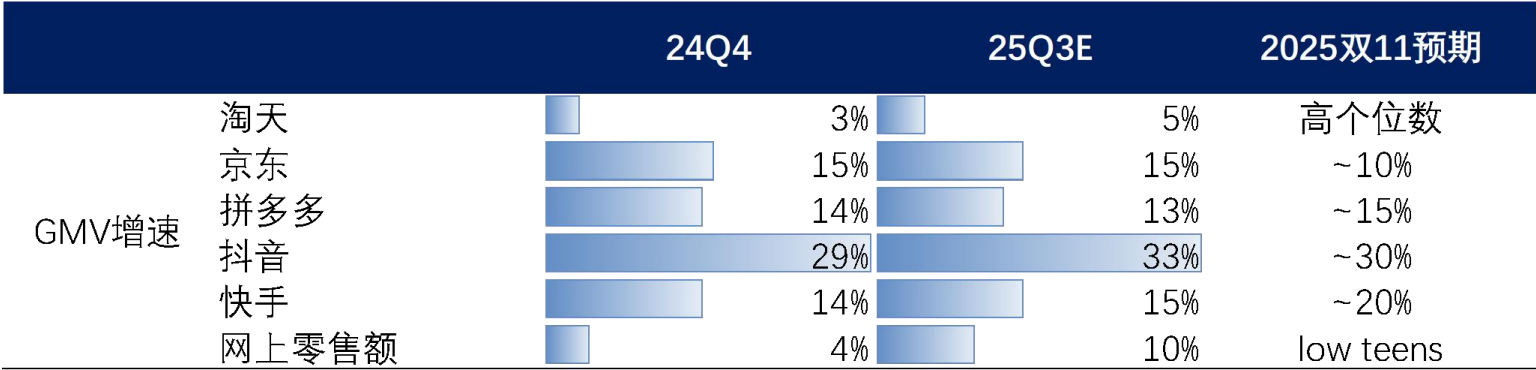
概览：各平台双11投入显著收缩，预计GMV表现持续分化



GMV增速看，今年各家电商投入力度普遍收缩，预计各家GMV份额变化与去年类似：淘天份额小幅下降，京东多多抖快份额有望继续提升。

- 淘天重心转向即时零售，电商注重TR提升，投入有所收窄；
- 京东受益于国补以旧换新，Q4电脑、家电有高基数影响，预计增速同环比均有所放缓；
- 拼多多“省”的心智贴合消费趋势，预计仍将保持高速增长；
- 抖快流量充裕，直播形式更有利于商品展现与卖点传达，预计份额持续增长。

图：2025年双11各平台GMV表现预期



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：2024Q4大促退货率升高导致网上零售额增速（实际成交额）显著低于各家披露的支付口径/提单口径。

概览：各平台双11投入显著收缩，预计GMV表现持续分化



用户端，淘天京东加大核心会员用户补贴力度，各平台整体补贴力度均显著减小；

商家侧各家加强电商商业化速度，淘天、京东和快手取消免佣政策（除抖音电商外），大促流量扶持力度降低，平台扶持主要集中在AI工具赋能上。

图：2025年双11平台出资对用户端和商家端补贴变化汇总

	天猫	京东	抖音	快手
用户侧	25年力度上升	88VIP 会员红包 分4波发送，大额券更多； 淘闪 加入88VIP大促活动	京东PLUS 会员红包 多波发放，券数更多	-
	25年力度不变	-	平台满减红包	-
	25年力度下降	平台 百亿加补 弱化为平台10亿补贴店铺限时红包	弱化 百亿补贴 全网最低价心智	-
	25年力度下降	-	-	20亿用户红包、10亿商品补贴弱化为平台通用大额补贴
商家侧	25年力度上升	淘宝直播 投入30亿扶持商家； AI工具 赋能工具升级	AI工具 赋能工具升级； 偏远地区包邮 全覆盖	AI工具 赋能力度提升
	25年力度不变	-	商品卡（货架场）免佣；分期免息费率优惠	分期免息 平台无门槛补贴； 大牌大补 场域倾斜补贴； 退货包邮 商家补贴； AI工具 赋能力度提升
	25年力度下降	各项 免佣 政策取消； 平台投入百亿 买流量 被弱化； 减少商家 退货成本 活动取消	春晓 免佣 计划取消； 平台 外采流量 被弱化 直播场域流量 和 平台补贴 下降	重点投入商城、搜索等泛货架场建设 商品卡 免佣 活动结束

资料来源：天猫营销中心、京东官网、抖音官网、快手引力大会，国信证券经济研究所整理

平台节奏：各平台大促周期持续拉长，淘宝闪购/小红书首次参与双11



- 1) 天猫京东大促体系成熟，已形成“蓄水-爆发-品类专场-再蓄水-爆发”的标准活动流程；
- 2) 抖快“蓄水-爆发”的节奏感加强，开始时间更早提前抢占用户钱包份额；
- 3) 新入场玩家：即时零售—淘宝闪购同步参与天猫双11活动，美团闪购暂未公布双11节奏；内容电商—小红书市集首次参与双11。

图：2025年主要电商平台（除拼多多）双11大促节奏趋同，淘宝首次举办618好价节



图：2024年天猫京东618节奏感较强，抖快618节奏感偏弱



资料来源：天猫营销中心、京东官网、抖音官网、快手引力大会，小红书商家中心；国信证券经济研究所整理

C端：商家负担的补贴力度显著下降，一件立减替代跨店满减成为主流



- 1) 玩法变化看，跨店满减彻底退出双11舞台，一件立减成主流，降低凑单带来的退货率飙升；不再强调百亿补贴等全网最低价；
- 2) 补贴主体看，商家负担的C端补贴力度显著下降，平台成为补贴主力，各平台有节制、有针对性的投放用户补贴（如天猫京东主要平台补贴发放给高粘性、高忠诚度的平台会员）。

图：平台不再推行跨店满减，官方立减成主流

出资方	玩法	天猫		京东		抖音		快手		小红书	
		2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024
商家补贴	跨店每满减	-	满300减50	-	满300减50	-	-	-	-	-	-
	一件立减	官方立减活动商品直降15%（24年商家自主决定采用满减或立减）		官方立减活动商品直降15%（各类目有所不同）		-	官方立减15%、一件直降	官方立减88折、一件直降	预售尾款最高立减10%、品类券最高立减300元	官方立减15%起	-
商家补贴，平台加补		加码10亿平台补贴与商家共投店铺限时红包，并推出膨胀红包等玩法	超级百亿加补红包，每人最高领750元红包	-	百亿补贴（买贵双倍赔）	-	-	-	-	-	-
平台补贴	红包/消费券	淘宝直播30亿定金红包	平台投入300亿消费券及红包	超级惊喜红包，每日可膨胀	平台满200减20（每人限3张）	平台亿级消费券	平台通用大额补贴	20亿用户红包，10亿商品补贴	平台亿级消费券	-	-
	会员专享	淘天：4波消费券发放（开门红、大放价、品类周、冲刺） 淘闪：每日专享2个5折红包，折上95折；可抢超1000万份免单红包	88VIP大额券800元（满3000减240、满7000减560），用完2张还能再领2张，折上95折	多波消费券发放	四张优惠券共800元（可叠加）：满500减40、满1500减120、满3000减240、满5000减400	-	-	-	-	-	-

资料来源：天猫营销中心、京东官网、抖音电商学习中心、快手官网、小红书商家中心，国信证券经济研究所整理

B端：淘系京东快手弱化商家补贴扶持，AI商家赋能持续加码



1) 资金流看，淘系京东快手扶持商家力度明显减弱，抖快聚焦在高价商品上补贴商家（分期免息）。
淘天京东不再大规模免佣扶持商家，阶段性经营重心转向即时零售，京东免佣对象从POP商家转为新入驻的外卖商家；快手重点投资AI领域，今年加大泛货架电商变现，取消商品卡免佣政策；抖快持续在使用分期免息的高价商品上补贴商家。

图：淘天京东商家扶持明显减弱，抖快聚焦在分期免息的高价商品上补贴商家

	天猫		京东		抖音		快手		小红书	
	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024
资金流-资金周转	-	极速回款，0手续费，发货即回款	针对新商家提供专属资金周转扶持，包括7天京东白条3期0息费、京小贷信用贷利率5折优惠、赠送30天运费险及大促期提前收款免息等福利	京东白条、京东支付、小金库推出累计上亿支付营销补贴，京保贝、货押贷、京小贷推出千亿元商家融资额度，并持续落地白条百亿免息计划	生意贷新客45天免息；抖音月付与商家联合出资，基于商家大促专属分期免息费率优惠	提前收款首笔免息；抖音月付分期免息费率优惠	分期免息平台无门槛补贴、特定行业加码补贴	-	-	-
资金流-佣金广告费用减免	-	百亿补贴100%返还天猫佣金；淘宝商家大促免佣、店播免佣、解绑运费险	0元试运营，最快1分钟开店	春晓计划平台商家免佣	商品卡（货架场）免佣	-	-	商品卡免佣	同一商家前100万GMV佣金降至0.6%	-

资料来源：天猫营销中心、京东官网、抖音电商学习中心、快手官网、电商报，国信证券经济研究所整理

B端：淘系京东快手弱化商家补贴扶持，AI商家赋能持续加码



- 3) AI工具应用看，各平台AI工具均免费给商家使用，主要赋能环节包括客服、素材内容生成等环节；
- 4) 物流扶持看，京东今年强调偏远地区包邮全覆盖（与拼多多偏远地区物流补贴重合）、快手电商引导商家退货包邮优化用户体验。

图：阿里京东开启直降专场对标拼多多，多多618补贴力度明显加大

	天猫		京东		抖音		快手		小红书	
	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024
AI 赋能	Agent原生产品店小蜜5.0帮助商家转人工率降低20%以上，店铺成交转化率提升35%以上	“生意管家”整合了素材生成、数据服务、经营代理等多项AI工具及能力	全链路AI工具免费：做图、发品、直播、客服全覆盖； 5大AI营销产品全免费	“京麦”引入20款可免费使用的AI工具，涉及商品经营、店铺管理、订单服务、客服接待等运营全链路； 开放了数字人直播等数十款AI工具	支持选择商品一键AI生成短视频爆款脚本文案； 支持选择商品一键生成短视频； 大促期间大模型智能客服	-	AI商机赋能开播；AI助力一键制作带货视频，免费流量轻松获单	数字人技术赋能	-	-
物流	-	“退货宝”降价将从9月27日开始持续至双11结束，部分商家最高降幅可以达到58%，整体降20%退货成本	偏远地区包邮全覆盖（二段物流包邮补贴从新疆扩展至西藏、内蒙古、甘肃、宁夏、青海五省区），补超3000万运费	满足条件的商家自9月20日可享受仓储服务费优惠券、商务仓存储免费政策、商务仓新签优惠券	-	-	新开退货包运费商家享免单及高额折扣	-	-	-

资料来源：天猫营销中心、京东官网、抖音电商学习中心、快手官网、电商报，国信证券经济研究所整理

B端：淘系京东快手弱化商家补贴扶持，AI商家赋能持续加码



2) 流量支持看，今年各平台花钱买量办大促的力度明显减弱，淘天京东资源重心偏向直播场，抖快资源重心放在货架场。

对于淘天京东和快手，今年电商不是业务重点，淘天京东关注即时零售，快手关注AI赋能，这几家平台的资源不再聚焦在电商上；在电商业务下，传统货架电商更注重内容场的增长，内容电商抖快更注重货架场带来的新增量。

图：淘天京东开启直降专场对标拼多多，多多618补贴力度明显加大

	天猫		京东		抖音		快手		小红书	
	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024
流量	-	投入 百亿购买流量 ，通过与超200家互联网平台合作，全面为商家拓客流	20亿广告红包	千亿流量计划，加大品牌站外广告激励	头部达人、垂类达人及商家作者均有流量激励，形式为实时投流/千川后返/千川立减红包等	品牌方在站外广告中植入抖音商城视觉元素，即可获取平台流量支持	对提升开播勤奋度和在指定时间开播的主播提供直播间全域流量奖励	200亿流量补贴	-	-
场域扶持	淘宝直播投入 30亿 扶持商家；阶梯式流量扶持，新主播最高可获得3000万全域流量支持	-	直播：亿级流量+ 千万 红包	投入 10亿 打造直播限时价活动	-	低价秒杀有平台补贴	大牌大补：向优质供给倾斜补贴，保障全网低价	直播间天降红包	更多笔记发布及优质笔记激励最高50万曝光；店播流量激励	-

资料来源：天猫营销中心、京东官网、抖音电商学习中心、快手官网、电商报，国信证券经济研究所整理

- [01] 2025线上零售两大主题：反内卷、即时零售
- [02] 双11预览：各平台双11投入显著收缩，预计GMV表现持续分化
- [03] 投资建议
- [04] 风险提示

- **电商板块推荐顺序为阿里巴巴、快手、拼多多。**阿里巴巴、快手均布局AI相关第二曲线，受AI带动阿里云收入增速持续提升；快手可灵已开始贡献收入且毛利打正；拼多多长期专注线上零售，短期受反内卷影响景气度，长期竞争力持续加强；**推荐第二曲线发展迅速的阿里巴巴、快手，短期受反内卷影响、长期竞争优势明显的拼多多。**

图：相关公司估值情况（2025. 10. 15）

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (港元/美元)	总市值 (百万港元/美元)	经调整EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
9988. HK	阿里巴巴-SW	优于大市	161. 6	3, 084, 666	6. 66	8. 77	22. 8	17. 3
9618. HK	京东集团	优于大市	129. 0	411, 194	9. 35	12. 81	13. 0	9. 5
PDD. 0	拼多多	优于大市	127. 1	180, 437	19. 42	23. 98	11. 6	9. 4
1024. HK	快手-W	优于大市	76. 5	330, 806	4. 68	5. 51	15. 4	13. 1

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 2025线上零售两大主题：反内卷、即时零售
- 【 02 】 双11预览：各平台双11投入显著收缩，预计GMV表现持续分化
- 【 03 】 投资建议
- 【 04 】 风险提示

- 政策与平台规则变动风险。平台的大促规则（如满减门槛、流量分配算法、奖惩机制）可能每年调整，如果平台补贴力度减弱或流量向头部品牌过度集中，将使得中小商家的营销成本增加且效果不及预期。
- 消费者需求不及预期的风险。长期的促销活动可能导致消费者疲劳，对常规优惠敏感度降低。如果缺乏真正创新的玩法或极具吸引力的新品，消费者的参与度和购买意愿可能回落，导致整体销售增速放缓。
- 竞争加剧风险。平台/商家为吸引消费者可能会压低价格压缩利润空间，甚至导致价格战，影响行业健康发展。
- 政府监管风险。若平台不符合相关政策要求，可能会被责令整改、罚款等，影响平台的正常运营。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032