

商贸零售行业 4 月投资策略暨一季报前瞻

一季度行业渐进式复苏，关注 AI+商业落地机遇

超配

核心观点

主要公司 2023 年一季度业绩前瞻。总体来说自去年底疫情防控优化以来，消费行业在经历了短期疫情第一波冲击后，已经逐步恢复到正常的复苏轨道。2023 年 1-2 月份，社会消费品零售总额 77067 亿元，同比增长 3.5%。具体来看，黄金珠宝春节以来销售数据一直保持优异复苏趋势。黄金品类表现更优：除婚嫁等刚性需求外，保值避险和个性配饰双重需求共振也是重要原因。美妆：流量红利消减背景下，具备较强产品的迭代升级能力，以及多品牌布局能力的头部品牌，仍实现了逆势高增长；医美：医美消费粘性较强，疫情后复苏较为领先，上游头部生产商，借助丰富的管线储备以及完善的渠道布局，领先实现了业绩加速恢复。商超百货：整体在去年较低的基数环境以及疫情防控优化后的需求客流报复性恢复下，表现较为优异。

零售板块将迎来 AI+下游受益。今年以来随着 ChatGPT 的火爆出圈，AI+的产业应用落地也得到全行业的重视。预计零售行业也有望在此次浪潮中不断受益。具体来看，**品牌方**：AIGC 技术作为工具应用能够在短时间内制作出精美、富有创意的宣传文案、图片等，一方面能够大大降低制作成本，另一方面能够对于目前消费市场的变迁快速做出反应，并能精准匹配对应人群实现有效投放。**电商运营**：目前 AI+电商已被尝试应用于人工智能选品、图文和视频广告素材制作/广告语智能输出、广告智能投放、智能客服回复等方面。凭借强大的数据分析和深度学习能力，AI 技术加持下，电商运营方利用企业海量数据进行精细化运作，并降低人力资源成本，实现运营效率的有效提升。

投资建议：维持板块“超配”评级。随着当前消费行业复苏趋势的不断演进，企业业绩兑现能力成为下一阶段关注重点。在一季报密集披露下，重点关注各板块中通过内生外延实现稳健复苏及成长的绩优龙头：1）黄金珠宝：金价提振叠加产品升级，龙头品牌通过持续开店扩张，全年业绩持续高增长确定性较高。推荐：周大福、老凤祥、潮宏基、周大生等。2）化妆品：二季度行业整体基数较低，同时品牌密集推新加速业绩释放，关注产品推新以及渠道精细化运营水平较高的头部品牌。推荐：鲁商发展、贝泰妮、华熙生物、珀莱雅等。3）医美：客流恢复良好且长期高景气趋势不变，下游机构在客流加速修复下业绩弹性较强，上游关注新兴品类入局机会。推荐：爱美客、医思健康、朗姿股份、巨子生物等。4）主题投资机会：AIGC 技术在电商运营中应用逐步得到重视，关注积累了丰富用户数据和具备内容增值服务能力代运营和跨境电商公司。推荐：壹网壹创、华凯易佰、安克创新等。

风险提示：消费复苏不及预期；疫情反复；政策变动等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (4-7)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
1929.HK	周大福	买入	15.34	1534	0.64	0.79	23.97	19.42
002345.SZ	潮宏基	增持	8.33	74	0.36	0.44	23.14	18.93
600223.SH	鲁商发展	买入	10.89	111	0.04	0.40	272.25	27.23
300896.SZ	爱美客	买入	559.77	1211	5.84	8.57	95.85	65.32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测，注：潮宏基为 wind 一致预测，周大福货币单位为港元

行业研究 · 行业投资策略

商贸零售

超配 · 维持评级

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

联系人：孙乔容若

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《商贸零售行业双周报暨 22 年年报前瞻-品牌大促分化明显，产品力驱动龙头表现优异》——2023-03-13
- 《商贸零售行业 2023 年 3 月投资策略-消费回暖趋势明确，三八大促有望助力美妆品牌复苏》——2023-02-28
- 《海外化妆品企业运营观察-国际品牌业绩分化，欧莱雅集团逆势表现亮眼》——2023-02-21
- 《商贸零售行业 2023 年 2 月投资策略-春节假期消费回暖明显，行业复苏趋势有望持续》——2023-02-02
- 《商贸零售行业双周报-水果零售龙头百果园登陆港股，美妆个护 12 月线上略有承压》——2023-01-17

内容目录

一季报业绩前瞻：行业渐进式复苏，头部企业表现相对优异	4
“AI+”有望赋能零售板块企业发展	5
品牌方：增强品牌产品迭代及营销获客能力	5
电商运营：AI+将促进电商运营降本增效	6
近期行业数据跟踪	7
社零数据：1-2 月社零同比增长 3.5%	7
板块行情及估值	9
个股行情	10
投资建议	11
免责声明	13

图表目录

图1：多模态 x 多场景，AIGC 无缝嫁接千行百业	5
图2：可口可乐使用 AI 技术制作广告	6
图3：贝泰妮新品牌“贝芙汀”通过 AI 技术完成问题诊断	6
图4：AIGC 对电商产业预计将产生较大影响	6
图5：社会消费品零售总额同比变化趋势（%）	7
图6：实物商品网上零售额累计同比及占社零比重（%）	8
图7：实物商品网上零售额分品类同比情况（%）	8
图8：限额以上单位商品零售：必选品类当月同比情况（%）	8
图9：限额以上单位商品零售：必选品类当月同比情况（%）	8
图10：限额以上单位商品零售：可选品类当月同比情况（%）	8
图11：限额以上单位商品零售：耐用品类当月同比情况（%）	8
图12：2023 年 3 月 SW 商贸行业指数走势变化（%）	9
图13：2023 年 3 月 SW 商贸三级行业指数走势变化（%）	9
图14：2023 年 3 月 SW 美护行业指数走势变化（%）	9
图15：2023 年 3 月 SW 美护三级行业指数走势变化（%）	9
图16：2023 年 3 月申万一级行业指数涨跌幅对比（%）	10
图17：2020 年以来 SW 商贸零售与美容护理指数市盈率（PE TTM）	10
表1：零售板块相关公司 2023 年一季报业绩前瞻	4
表2：SW 商贸零售板块成分股 2023 年 3 月涨跌幅排行榜	11
表3：SW 美容护理板块成分股 2023 年 3 月涨跌幅排行榜	11
表4：重点公司盈利预测及估值	12

一季报业绩前瞻：行业渐进式复苏，头部企业表现相对优异

自去年底疫情防控优化以来，消费行业在经历了短期疫情第一波冲击后，已经逐步进入到正常的复苏轨道，特别是在春节黄金周旺季消费刺激下，一季度消费整体呈现平稳复苏态势。2023 年 1-2 月份，社会消费品零售总额 77067 亿元，同比增长 3.5%。具体来看：

1) 黄金珠宝：春节以来销售数据一直保持优异复苏趋势。黄金品类表现更优，除婚嫁等刚性需求外，保值避险和个性配饰双重需求共振也是重要原因；2) 美妆：流量红利消减背景下，具备较强产品的迭代升级能力，以及多品牌布局能力的头部品牌，仍实现了逆势高增长；3) 医美：医美消费粘性较强，疫情后复苏较为领先，上游头部生产商，借助丰富的管线储备以及完善的渠道布局，领先实现了业绩加速恢复。4) 商超百货：整体在去年较低的基数环境以及疫情防控优化后的需求客流报复性恢复下，表现较为优异。

我们结合此前部分公司发布的业绩预告以及对相关上市公司的持续跟踪，初步预计板块重点公司 2023 年一季度业绩前瞻情况如下表。

表 1：零售板块相关公司 2023 年一季报业绩前瞻

公司	营收（亿元）	YOY	归母净利润（亿元）	YOY
珀莱雅	15.7	25%	2.1	30%
贝泰妮	8.1	0%	1.6	8%
爱美客	5.8	35%	3.8	37%
华熙生物	13.2	5%	2.4	15%
朗姿股份	10.3	15%	0.5	-
丸美股份	4.2	10%	0.8	28%
青松股份	7.6	10%	0.6	-
周大生	30.8	12%	3.1	7%
潮宏基	16.3	30%	1.2	25%
迪阿股份	11.2	-8%	3.6	-5%
永辉超市	326.9	20%	8.3	65%
家家悦	58.7	15%	1.4	10%
红旗连锁	26.8	10%	1.3	8%
王府井	38.1	15%	4.4	18%
百联股份	121.4	18%	2.7	75%
天虹股份	41.5	20%	3.3	18%
孩子王	24.3	15%	0.4	-
爱婴室	10.3	20%	0.2	-

资料来源：wind、国信证券研究所整理

“AI+”有望赋能零售板块企业发展

今年以来在 ChatGPT 的火爆出圈得到全行业的重视。2022 年 12 月 Open AI 推出基于 GPT3.5 模型的 ChatGPT 应用在发布 2 个月就拥有了 1 亿用户。短短 3 个多月后，Open AI 便发布了多模态 GPT 4.0 大模型。相较于 GPT 3.5 模型，GPT 4.0 模型支持图文回答并实现了回答度的大幅提升。3 月 25 日，ChatGPT 再次升级实现了对插件的初始支持，帮助 ChatGPT 访问最新信息、运行计算或使用第三方服务。国内，百度发布了文心一言大模型，华为盘古大模型也将迎来发布。随着 AI 大模型的不断完善丰富，对于下游的商业应用也有望不断成熟，而零售板块也将在此次浪潮中不断受益。

图1：多模态 x 多场景，AIGC 无缝嫁接千行百业



资料来源：量子位，腾讯研究院，甲子光年，国信证券经济研究所绘制

品牌方：增强品牌产品迭代及营销获客能力

对于品牌企业来说有助于增强营销获客能力。ChatGPT 作为工具应用能够在短时间内制作出精美、富有创意的宣传文案、图片等，一方面能够大大降低制作成本，另一方面能够对于目前消费市场的变迁快速做出反应，并能精准匹配对应人群实现有效投放。目前国际企业来看，雀巢、可口可乐等企业已开始使用 ChatGPT 等 AI 工具制作个性化广告。

AI+也给美妆行业提供了新的发展方向。利用 AI 技术由机器自动完成皮肤状态的检测，并针对消费者的具体肤质情况，提供更精准的产品推荐服务，提升整个护肤品行业的营销效率和购物体验。目前资生堂、欧莱雅等都通过收购人工智能创业公司，来完善美妆客户的定制化体验。而国内市场，上海家化近日牵头联合上海日用化学品行业协会及多个行业专家，共同发布了国内首个人工智能 (AI) 测肤数据分析法团体标准，并且自身也已经携手人工智能巨头，打造了一款基于千万人脸数据的 AI 肌肤检测程序，目前已在公司私域上线；而贝泰妮集团也推出新品牌“贝芙汀”，利用 AI 小程序检测脸上痘肌问题，并针对问题为用户提供个性化的“食+药+妆”一整套解决方案。

人工智能助力上游原料和产品的开发。人工智能 AI 辅助配方技术在药物研发层面已认证能有效帮助修正人工配方的误差，提高配方效果的精准度，加快配方开发速度。诺斯贝尔目前已搭建 AI 技术平台，可基于个性化数据为客户量身定制服务；狮王也通过 AI 识别香味技术引入香料开发，利用香精自动调配机器人实现全自动

的香水原料调配，开发时间大大缩短了 20%；广州立白集团更是通过“AI 产品力评价系统”从多角度分析消费者对每一款香味产品带来的情绪变化，更智能地洞察消费者喜好，大大地提升研发效率与质量。

图2：可口可乐使用 AI 技术制作广告



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图3：贝泰妮新品牌“贝芙汀”通过 AI 技术完成问题诊断



资料来源：贝芙汀官方小程序、国信证券经济研究所整理

电商运营：AI+将促进电商运营降本增效

AI+促进电商运营降本增效，带动整体商业模式升级。近几年随着电商渠道红利逐步消减，竞争加剧下运营成本的提升，使得大部分电商运营企业均出现了不同程度的业绩下行压力。而 ChatGPT 拥有极为强大的数据分析和深度学习能力，能够利用企业海量数据进行精细化运作，并解放人力资源成本，实现企业运营效率的提升，以及盈利水平的增厚。目前 AI+电商主要已开始应用于人工智能选品、图文和视频广告素材制作/广告语智能输出、广告智能投放、智能客服回复等方面。

图4：AIGC 对电商产业预计将产生较大影响



资料来源：量子位智库、国信证券经济研究所整理

跨境电商：通过 AI 赋能能够更好帮助企业更好了解全球市场和消费者的需求，从而制定更加精准的市场营销策略，并且能够智能化完成大量的跨国沟通、物流信息、报关等任务，降低人力成本提高工作效率。目前已有不少跨境电商开始运用 ChatGPT，如：Shopify 率先集成 ChatGPT；吉宏股份已通过 ChatGPT 帮助上架新品 1 万多个，得到 7 万多条广告文案，处理了 2 万多个图片素材。

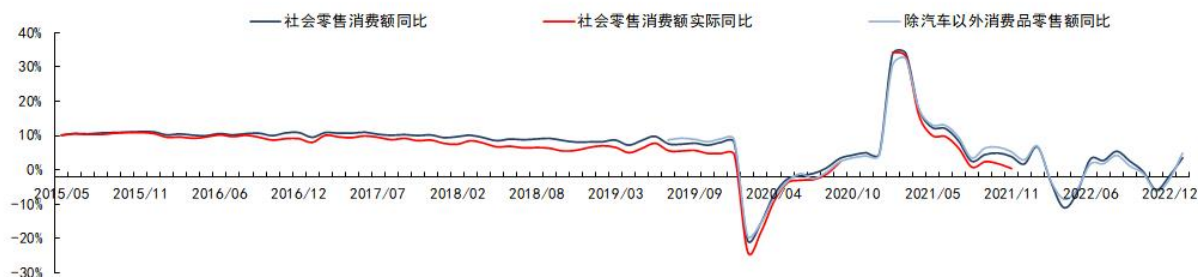
代运营商：目前国内线上流量红利逐渐退去，新兴电商不断崛起，传统电商、直播电商、社群电商等不同业态共存的局面，对代运营商的精细化运营能力提出了更高的要求。通过 AI 赋能，代运营商首先在前端的广告设计、中端的流量投放，及后端的客服等方面对人工的需求会大大降低，同时能够快速分析海量交互数据，精准推送至目标消费人群，并通过如依靠语言描述优化购物搜索方式等，促使消费者更加高效地获取有效的商品信息，提高消费者购物体验。

近期行业数据跟踪

社零数据：1-2 月社零同比增长 3.5%

2023 年 1-2 月份，社会消费品零售总额 77067 亿元，同比增长 3.5%。按消费类型分，商品零售 68638 亿元，同比增长 2.9%；餐饮收入 8429 亿元，增长 9.2%。

图5：社会消费品零售总额同比变化趋势（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

1-2 月份，全国网上零售额 20544 亿元，同比增长 6.2%。其中，实物商品网上零售额 17476 亿元，增长 5.3%，占社会消费品零售总额的比重为 22.7%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 5.3%、4.0%、5.7%。

图6：实物商品网上零售额累计同比及占社零比重（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

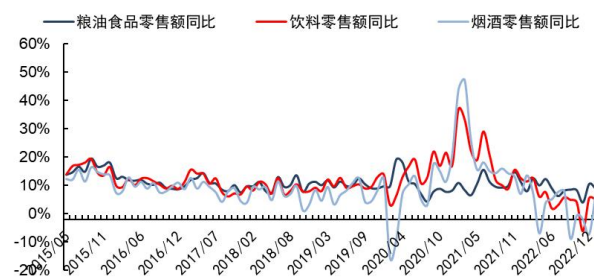
图7：实物商品网上零售额分品类同比情况（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

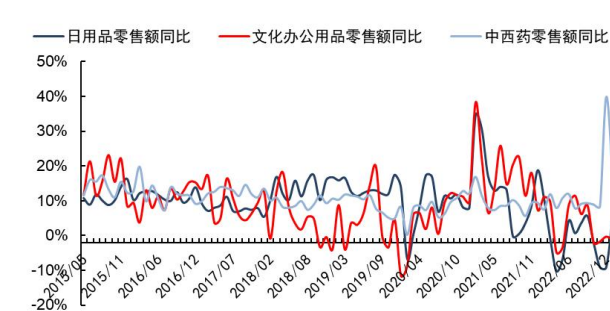
分品类来看，必选和可选消费均稳健复苏。其中中西药品 1-2 月同比+5.9%，服装 1-2 月同比+5.4%，化妆品 1-2 月同比+3.8%。

图8：限额以上单位商品零售：必选品类当月同比情况（%）



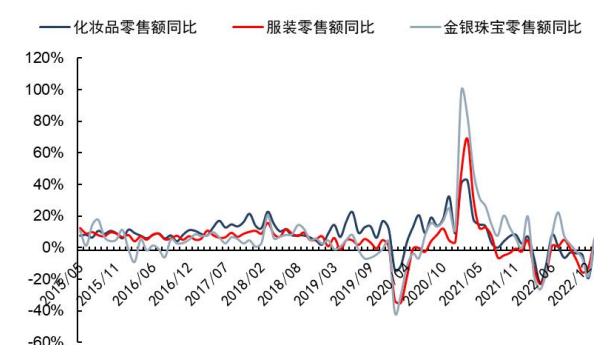
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图9：限额以上单位商品零售：必选品类当月同比情况（%）



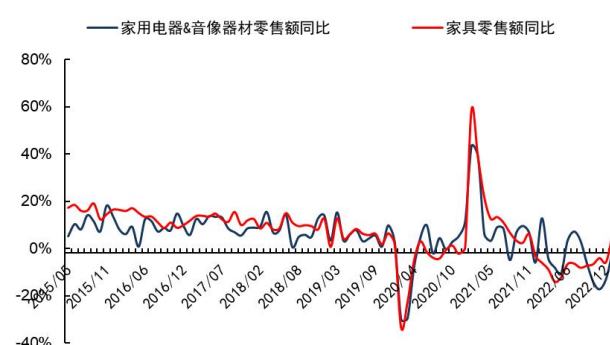
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图10：限额以上单位商品零售：可选品类当月同比情况（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图11：限额以上单位商品零售：耐用品类当月同比情况（%）

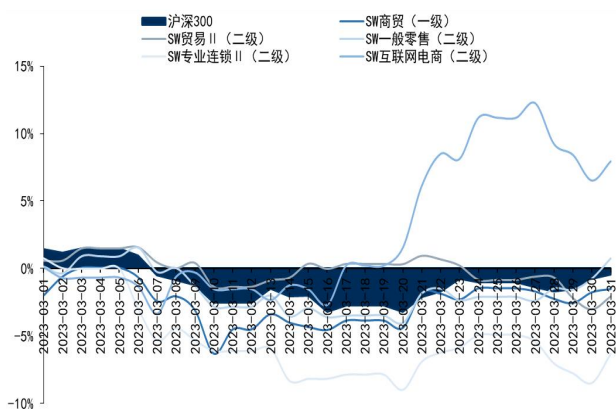


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

板块行情及估值

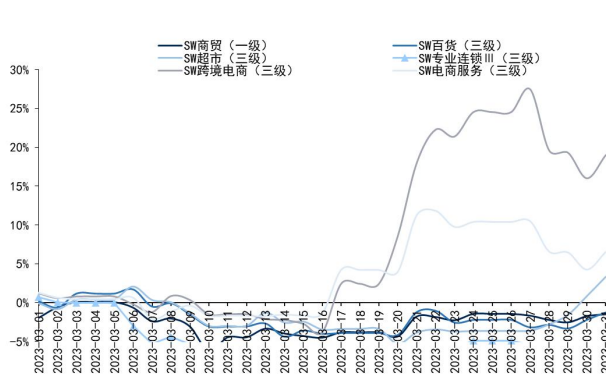
2023 年 3 月, SW 商业贸易指数下跌 1.50%, SW 美容护理板块下跌 4.66%, 沪深 300 指数下跌 0.46%, 商贸板块跑输大盘 1.04pct, 美容护理板块跑输大盘 4.21pct。商贸板块分子行业看, 贸易 II 下跌 2.08%, 一般零售上涨 0.74%, 专业连锁下跌 6.32%, 互联网电商上涨 7.93%。三级子版块方面, SW 贸易 III/百货/超市/多业态零售/商业物业经营/专业连锁 III/跨境电商/电商服务板块 3 月分别变动 -2.08%/-1.24%/3.33%/0.03%/2.21%/-6.32%/19.01%/6.51%。美容护理板块分子行业来看, 个护用品/化妆品分别下跌 4.99%/4.04%。

图 12: 2023 年 3 月 SW 商贸行业指数走势变化 (%)



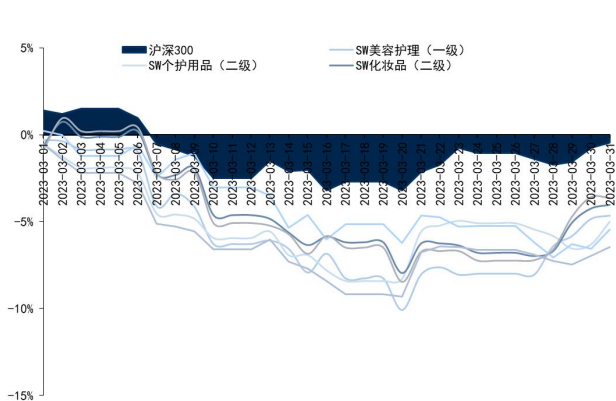
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 2023 年 3 月 SW 商贸三级行业指数走势变化 (%)



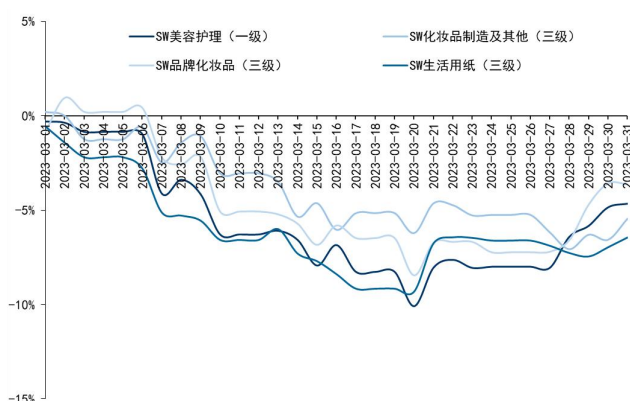
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 2023 年 3 月 SW 美护行业指数走势变化 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 2023 年 3 月 SW 美护三级行业指数走势变化 (%)

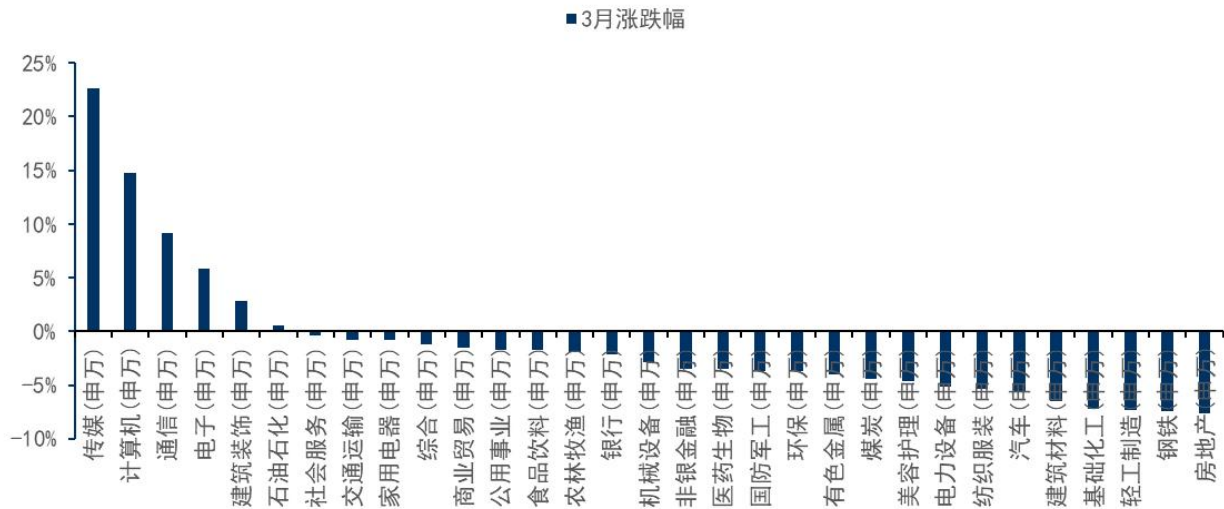


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

横向对比来看, 2023 年 3 月 SW 商业贸易板块指数涨跌幅在申万 31 个子行业中排名第 11 位; SW 美容护理板块指数涨跌幅排名第 23 位。

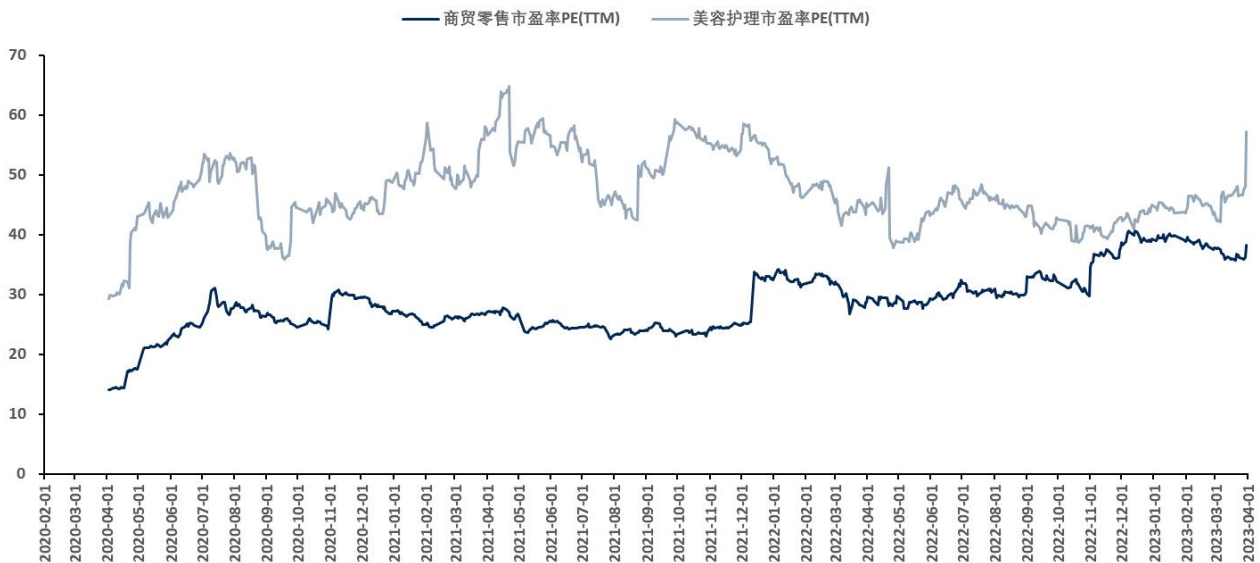
估值方面, 截至 2023 年 3 月 31 日, 商贸零售行业 PE (TTM) 38.27 倍, 位于 2017 年以来 91.70%的历史分位; 美容护理行业 PE (TTM) 57.28 倍, 位于 2017 年以来 91.44%的历史分位。

图16：2023年3月申万一级行业指数涨跌幅对比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图17：2020年以来SW 商贸零售与美容护理指数市盈率（PE TTM）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

个股行情

2023年3月，商贸板块涨幅排名前五的个股依次为青木股份、三江购物、联络互动、吉宏股份、*ST 商城；跌幅前五的依次为孩子王、南化股份、汇嘉时代、博士眼镜、汉商集团。美容护理板块涨幅前五的个股依次为倍加洁、名臣健康、洁雅股份、力合科创、珀莱雅；跌幅前五的依次为嘉亨家化、锦盛新材、华熙生物、诺邦股份、青松股份。

表2: SW 商贸零售板块成分股 2023 年 3 月涨跌幅排行榜

涨幅前十					跌幅前十				
证券代码	证券简称	2 月收盘价	3 月收盘价	涨跌幅%	证券代码	证券简称	2 月收盘价	3 月收盘价	涨跌幅%
301110.SZ	青木股份	40.27	58.91	46.29%	301078.SZ	孩子王	15.01	11.68	-22.19%
601116.SH	三江购物	10.56	15.13	43.28%	600301.SH	南化股份	19.83	16.72	-15.68%
002280.SZ	联络互动	3.02	4.17	38.08%	603101.SH	汇嘉时代	5.90	5.24	-11.19%
002803.SZ	吉宏股份	17.30	22.49	30.00%	300622.SZ	博士眼镜	24.23	21.58	-10.94%
600306.SH	*ST 商城	7.70	9.40	22.08%	600774.SH	汉商集团	13.29	11.88	-10.61%
002315.SZ	焦点科技	19.14	23.36	22.05%	603214.SH	爱婴室	20.31	18.17	-10.54%
600605.SH	汇通能源	10.78	13.14	21.89%	605188.SH	国光连锁	8.87	7.97	-10.15%
600280.SH	中央商场	3.59	4.36	21.45%	600821.SH	金开新能	7.50	6.74	-10.13%
000715.SZ	中兴商业	6.65	7.96	19.70%	603031.SH	安孚科技	51.57	46.75	-9.35%
301001.SZ	凯淳股份	22.74	27.06	19.00%	600859.SH	王府井	27.54	24.99	-9.26%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表3: SW 美容护理板块成分股 2023 年 3 月涨跌幅排行榜

涨幅前十					跌幅前十				
证券代码	证券简称	2 月收盘价	3 月收盘价	涨跌幅%	证券代码	证券简称	2 月收盘价	3 月收盘价	涨跌幅%
603059.SH	倍加洁	23.01	25.78	12.04%	300955.SZ	嘉亨家化	29.02	24.84	-14.40%
002919.SZ	名臣健康	34.16	37.00	8.31%	300849.SZ	锦盛新材	13.30	11.71	-11.95%
301108.SZ	洁雅股份	38.25	39.56	3.42%	688363.SH	华熙生物	126.80	113.40	-10.57%
002243.SZ	力合科创	8.88	9.07	2.14%	603238.SH	诺邦股份	13.11	11.79	-10.07%
603605.SH	珀莱雅	182.50	181.85	-0.36%	300132.SZ	青松股份	7.38	6.66	-9.76%
603983.SH	丸美股份	39.20	38.15	-2.68%	605009.SH	豪悦护理	50.66	45.96	-9.28%
300740.SZ	水羊股份	14.70	14.20	-3.40%	301009.SZ	可靠股份	13.53	12.29	-9.16%
603630.SH	拉芳家化	15.31	14.58	-4.77%	000615.SZ	奥园美谷	7.36	6.75	-8.29%
300896.SZ	爱美客	588.46	558.75	-5.05%	001206.SZ	依依股份	26.95	24.75	-8.16%
002511.SZ	中顺洁柔	12.76	12.10	-5.17%	300856.SZ	科思股份	58.13	53.55	-7.88%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

维持板块“超配”评级。目前各板块股价均对消费复苏有一定预期反映,所以业绩兑现能力成为下一阶段关注重点,随着一季报的密集披露,关注各板块通过内生外延实现稳健复苏及成长的绩优龙头:1) 黄金珠宝: 金价提振叠加产品升级,龙头品牌通过持续开店扩张,全年业绩持续高增长确定性较高。推荐: 周大福、老凤祥、潮宏基等。2) 化妆品: 二季度行业整体基数较低,同时品牌密集推新加速业绩释放,关注产品推新实力以及渠道精细化运营水平较高的头部品牌。推荐: 鲁商发展、贝泰妮、华熙生物、珀莱雅等。3) 医美: 客流恢复良好且长期高景气趋势不变,下游机构在客流加速修复下业绩弹性较强,上游关注新兴品类入局机会。推荐: 爱美客、医思健康、朗姿股份、巨子生物等。4) 主题投资机会: AIGC 技术在电商运营商中应用逐步得到重视,关注积累了丰富用户数据和具备内容增值服务能力的代运营和跨境电商公司。推荐: 壹网壹创、华凯易佰、安克创新等。

表4：重点公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			总市值（亿元）
代码	名称	评级	2023/4/7	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023/4/7
1929.HK	周大福	买入	15.34	0.67	0.64	0.79	21.24	23.97	19.42	1534
002345.SZ	潮宏基	增持	8.33	0.39	0.36	0.44	14.23	23.14	18.93	74
600223.SH	鲁商发展	买入	10.89	0.36	0.04	0.40	36.95	272.25	27.23	111
300957.SZ	贝泰妮	买入	126.80	2.04	2.48	3.03	94.39	51.13	41.85	537
300896.SZ	爱美客	买入	559.77	4.43	5.84	8.57	121.10	95.85	65.32	1211
688363.SH	华熙生物	增持	114.39	1.63	2.02	2.70	95.28	56.63	42.37	550

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：潮宏基为wind一致预测，周大福货币单位为港元

免责声明

分析师声明

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。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

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中所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 层

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