

商贸零售行业 7 月投资策略暨二季报前瞻

积极把握兼具业绩确定性及成长性的新消费标的

优于大市

核心观点

消费整体相对平稳，个股表现依旧分化。2025 年 5 月，社会消费品零售总额 4.13 万亿，同比增长 6.4%，其中商品零售额同比增长 6.5%。整体表现相对稳健。同时我们根据对于个股的紧密跟踪以及平台数据变化情况，预计二季度各行业重点企业仍有较为明显的分化，分别来看：

1) **美容护理**：2025 年 5 月化妆品社零同比增长 4.4%，由于整体化妆品线上渗透率已经较高，618 等大促效应愈发弱化，但国货替代大趋势下，预计头部美妆上市公司收入端好于行业大盘，但随着渠道及产品同质化竞争加剧，费用率预计仍有波动压力。同时，牙膏、家清等传统个护领域中具备强产品创新，有望在较低的电商基数下实现快速增长。

2) **黄金珠宝**：2025 年 5 月黄金珠宝行业社零同比增长 21.8%，行业在二季度进入去年同期低基数阶段后加速增长。但由于产品类型及渠道模式的差异，预计企业业绩分化明显。其中一口价时尚度较高的黄金产品符合当前年轻消费者的悦己需求，且对金价波动敏感度低，相关企业增速预计高于整体。

3) **商超百货**：从行业数据来看，2025 年 1-5 月百货业态社零略增 1.3%，超市业态增长 5.7%。当前消费力仍待释放背景下，渠道价格端仍有压力。其中顺应当前性价比消费趋势，积极通过供应链升级，打造如奥特莱斯、硬折扣店等业态的企业，预计表现相对更优。

4) **跨境电商**：二季度在整体外部环境压力下预计短期业绩有所压力，但随着外部关税环境的阶段性转暖预期强化，部分优质头部平台型企业通过灵活的关税应对措施，以及坚实的产品力壁垒，中长期具备强抗风险韧性。

投资建议：维持板块“优于大市”评级。随着外部国际环境呈现缓和态势，同时国内政策刺激加码和流动性宽松，有望继续带动板块整体走势。1) 美容护理：有望进一步受益国货替代加速，产品积极迭代升级，渠道精细化运营的细分赛道龙头有望持续提升市占率，推荐：毛戈平、丸美生物、登康口腔、若羽臣、上美股份等。2) 黄金珠宝：在当前金价持续高位以及工艺进步下为黄金品类赋予了悦己和保值两大新消费特质，以差异化品牌/产品定位布局，并建立消费者心智的企业，有望在行业低基数下实现加速增长，推荐：老铺黄金、潮宏基、菜百股份、曼卡龙等。3) 跨境电商：随着外部关税环境的阶段性转暖预期强化，部分优质出海品牌迎来布局机遇，头部平台型企业通过灵活的关税应对措施，以及坚实的产品力壁垒，中长期具备强抗风险韧性，推荐：小商品城、焦点科技、安克创新等。4) 商贸零售：板块整体偏内需为主，内生积极调改逻辑仍在推进，短期可关注兼具改善主线和低估值低位置标的：永辉超市、重庆百货、名创优品等。

风险提示：消费复苏不及预期；行业竞争加剧；企业管理层变化等。

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	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
001328.SZ	登康口腔	优于大市	45.89	79	1.30	1.66	35.25	27.66
603983.SH	丸美生物	优于大市	42.62	171	1.19	1.59	35.88	26.83
002345.SZ	潮宏基	优于大市	14.29	127	0.52	0.60	27.48	23.82

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究 · 行业月报

商贸零售

优于大市 · 维持

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

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

《消费增长新范式思考之三-70 后至 00 后的新兴消费变迁史，是轮回还是演进？》——2025-06-25

《商贸零售行业 6 月投资策略-618 大促表现稳中有进，新消费行情持续扩圈》——2025-06-10

《商贸零售行业 5 月投资策略暨美妆财报总结-一个护赛道异军突起，行业仍以产品为王》——2025-05-12

《消费增长新范式思考系列之二-本轮崛起的新消费品牌究竟“新”在何处？》——2025-04-22

《商贸零售行业 4 月投资策略暨一季报前瞻-关注内需提振下投资机会，以及关税问题下错杀个股》——2025-04-10

内容目录

2025 年二季度业绩前瞻	4
近期行业数据跟踪	5
社零数据：2025 年 5 月同比增长 6.4%	5
板块行情及估值	7
个股行情	9
投资建议	10

图表目录

图 1: 社会消费品零售总额及同比增速 (亿元、%)	6
图 2: 实物商品网上零售额累计增速及占社零比重 (%)	6
图 3: 线下零售业态零售额累计增速情况 (%)	6
图 4: 限额以上单位商品零售: 必选品类当月同比情况 (%)	7
图 5: 限额以上单位商品零售: 必选品类当月同比情况 (%)	7
图 6: 限额以上单位商品零售: 可选品类当月同比情况 (%)	7
图 7: 限额以上单位商品零售: 可选品类当月同比情况 (%)	7
图 8: 2025 年 6 月商贸零售指数与沪深 300 指数行情走势	8
图 9: 2025 年 6 月美容护理指数与沪深 300 指数行情走势	8
图 10: 2025 年 6 月商贸零售三级子行业行情走势	8
图 11: 2025 年 6 月美容护理三级子行业行情走势	8
图 12: 2025 年 6 月申万一级行业指数涨跌幅对比 (%)	9
图 13: 2020 年以来 SW 商贸零售与美容护理指数市盈率 (PE TTM)	9
表 1: 2025 年二季度业绩前瞻	5
表 2: SW 商贸零售板块成分股 2025 年 6 月涨跌幅排行榜	10
表 3: SW 美容护理板块成分股 2025 年 6 月涨跌幅排行榜	10
表 4: 可比公司估值表	11

2025 年二季度业绩前瞻

2025 年 5 月，社会消费品零售总额 4.13 万亿，同比增长 6.4%。其中商品零售额同比增长 6.5%；餐饮收入同比增长 5.9%。商品消费持续走强。分别看各细分板块：

1) 美容护理：2025 年 5 月化妆品社零同比增长 4.4%，由于整体化妆品线上销售愈发趋于日销，因此 618 大促效应愈发弱化，但随着明确的国货替代趋势，预计头部美妆上市公司收入端预计好于行业大盘，但随着线上渠道同质化竞争加剧，销售费用率预计持续上行，部分品牌的利润端表现有所承压。其中具备强产品迭代能力，以及对渠道切换把握敏锐的细分赛道龙头仍有望实现较强的业绩成长性。

2) 黄金珠宝：2025 年 5 月黄金珠宝行业社零同比增长 21.8%，行业在二季度整体在进入去年同期低基数阶段后，整体增速具备保障。其中一口价时尚度较高的黄金产品符合当前年轻消费者的悦己需求，且对金价波动敏感度较低，增速预计高于行业整体。

3) 商超百货：从行业数据来看，2025 年 1-5 月百货业态社零略增 1.3%，超市业态增长 5.7%。当前消费力仍待释放背景下，渠道价格端仍有压力。其中顺应当前性价比消费趋势，积极通过供应链升级，打造如奥特莱斯、硬折扣店等业态企业，表现相对更优。

4) 跨境电商：二季度在整体外部环境压力下预计短期业绩有所压力，但随着外部关贸环境的阶段性转暖预期强化，部分优质头部平台型企业通过灵活的关税应对措施，以及坚实的产品力壁垒，中长期具备强抗风险韧性。

表1：2025 年二季度业绩前瞻

板块	证券简称	收入			利润		
		绝对值下限 (亿元)	绝对值上限 (亿元)	增速下限 (%)	绝对值下限 (万元)	绝对值上限 (万元)	增速下限 (%)
美妆	珀莱雅	29.61	31.02	5%	4.59	4.79	15%
	贝泰妮	17.93	19.64	5%	3.07	3.38	0%
	上海家化	14.15	15.57	0%	0.62	0.73	-440%
	丸美生物	8.64	9.33	25%	0.86	0.92	30%
	福瑞达	8.80	9.83	-15%	0.55	0.61	-20%
医美	水羊股份	13.24	13.87	5%	0.69	0.76	5%
	爱美客	7.64	8.49	-10%	5.64	6.23	-5%
	锦波生物	5.28	5.66	40%	2.81	3.02	35%
	朗姿股份	13.53	14.18	5%	0.77	0.80	10%
	华熙生物	13.05	15.95	-10%	0.79	0.89	-20%
个护	登康口腔	3.94	4.28	15%	0.40	0.44	15%
	若羽臣	6.64	7.47	60%	0.47	0.52	80%
	润本股份	6.35	6.64	10%	1.66	1.73	15%
	百亚股份	6.90	7.67	-10%	0.66	0.73	-15%
黄金珠宝	潮宏基	20.44	22.07	25%	1.23	1.33	25%
	菜百股份	60.75	65.42	30%	1.53	1.65	20%
	莱绅通灵	4.91	5.30	25%	0.18	0.27	-200%
	周大生	29.70	34.39	-5%	2.60	2.86	0%
	曼卡龙	9.81	10.54	35%	0.32	0.34	30%
	老凤祥	121.80	136.13	-15%	5.42	6.02	-10%
跨境出海	小商品城	45.35	46.98	11%	8.45	8.82	15%
	安克创新	63.25	65.88	20%	6.46	7.02	15%
	焦点科技	4.71	5.12	15%	1.88	1.96	20%
百货	王府井	24.54	27.27	-10%	0.55	0.64	-40%
	百联股份	60.27	66.61	-5%	0.90	0.98	10%
	杭州解百	3.78	4.20	-10%	0.58	0.66	-20%
	重庆百货	39.23	43.36	-5%	2.91	3.18	5%
	大商股份	14.18	15.75	-10%	1.81	1.99	0%
	天虹股份	26.40	29.17	-5%	0.04	0.05	-5%
	孩子王	25.59	27.92	10%	0.95	1.23	40%
超市	永辉超市	145.03	128.91	-10%	-3.69	-2.77	-20%
	家家悦	41.73	45.90	0%	0.40	0.45	80%
	红旗连锁	22.64	25.15	-10%	0.98	1.08	-5%

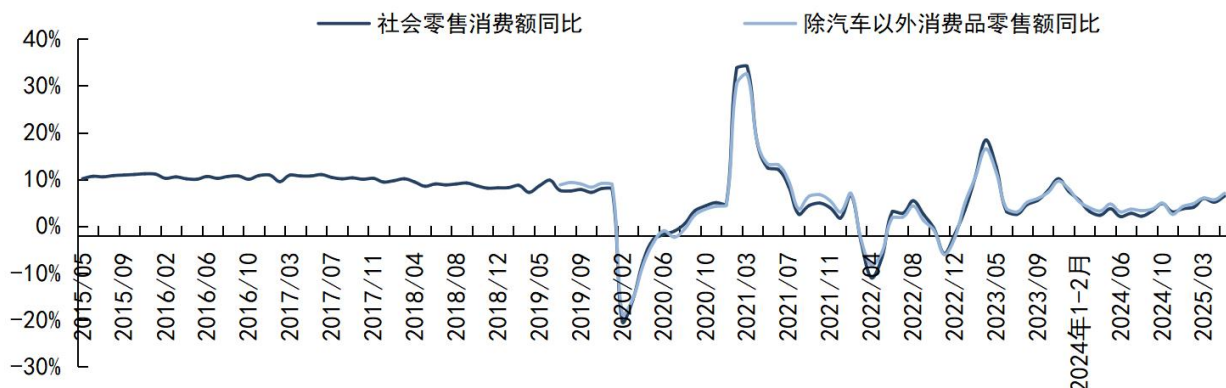
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

近期行业数据跟踪

社零数据：2025 年 5 月同比增长 6.4%

2025 年 5 月，社会消费品零售总额 4.13 万亿，同比增长 6.4%。其中，除汽车以外的消费品零售额 3.73 万亿，增长 7.0%。按消费类型分，5 月，商品零售额同比增长 6.5%，跑赢大盘且创 2024 年以来新高，商品消费复苏动能持续增强；餐饮收入同比增长 5.9%，呈现回暖趋势。

图1：社会消费品零售总额及同比增速（亿元、%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

分渠道看，2025 年 1-5 月全国网上零售额 60402 亿元，同比增长 8.5%。其中，实物商品网上零售额 49878 亿元，增长 6.3%，占社会消费品零售总额的比重为 24.5%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 14.5%、1.2%、6.1%。线上消费增速跟随大盘逐月提升。

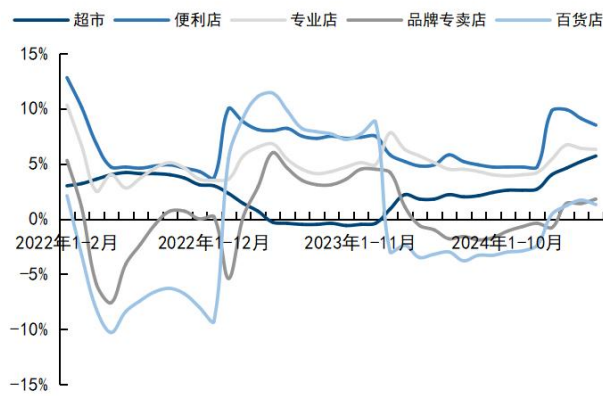
线下业态看，2025 年 1-5 月限额以上零售业单位中便利店、专业店零售额同比分别增长 8.5%、6.3%，表现较好；超市零售额同比增长 5.7%，以必选消费为主的渠道表现较好；相比之下百货和专卖店增速平缓，分别同比 1.3%/1.8%。

图2：实物商品网上零售额累计增速及占社零比重（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

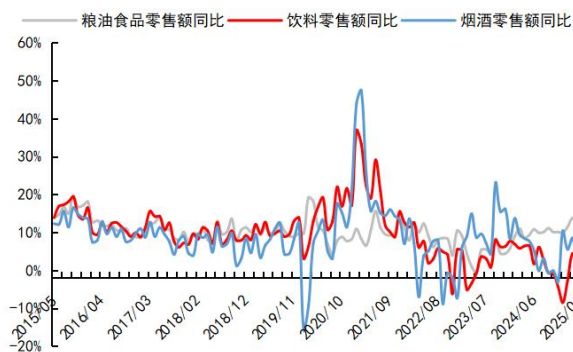
图3：线下零售业态零售额累计增速情况（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

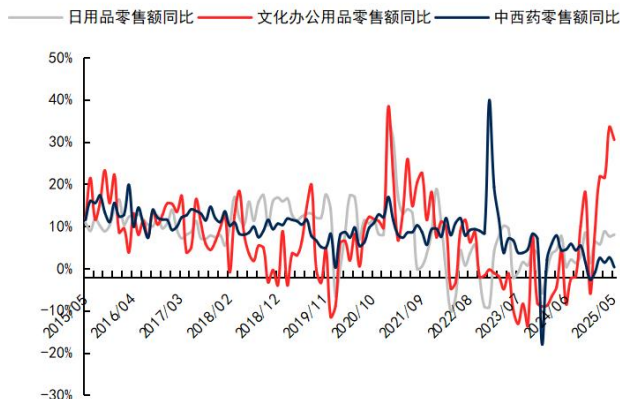
分品类看，必选品类整体表现稳健向好，2025 年 5 月粮油食品/烟酒分别同比增长 14.6%/11.2%。可选品类中化妆品/服装分别同比增长 4.4%/4.0%，增速略低于社零整体；金银珠宝类同比高增 21.8%，主要受金价持续高位运行与悦己需求释放影响；家电和家具类受国补影响持续表现较好，分别同比增长 53.0%/25.6%。

图4: 限额以上单位商品零售: 必选品类当月同比情况 (%)



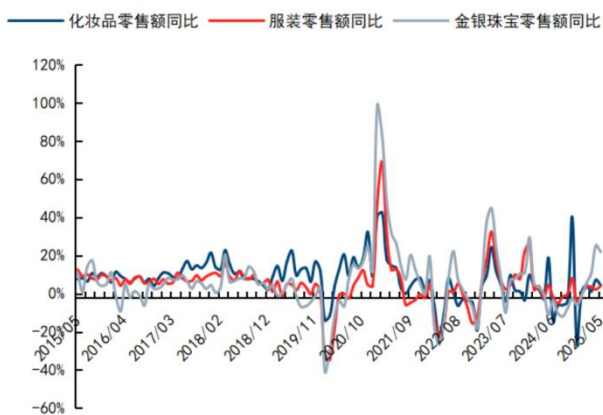
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图5: 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6: 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7: 限额以上单位商品零售: 可选品类当月同比情况 (%)

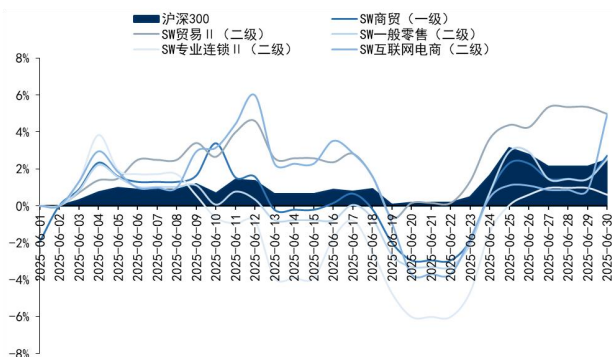


资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

板块行情及估值

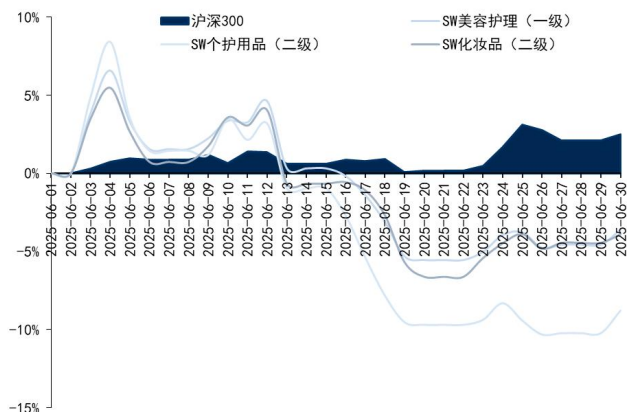
2025 年 6 月, 商贸零售 (801200.SI) 指数上涨 2.71%, 美容护理 (801980.SI) 指数下跌 3.61%, 分别相对沪深 300 指数 0.22pct/-6.11pct。商贸零售中, 跨境电商和电商服务分别增长 5.54%/4.31%, 主要由于中美关税政策有所缓和各大电商平台加大补贴力度。美护板块由于本次 618 大促较为平淡且时间前置导致 6 月销售数据表现一般。

图8: 2025 年 6 月商贸零售指数与沪深 300 指数行情走势



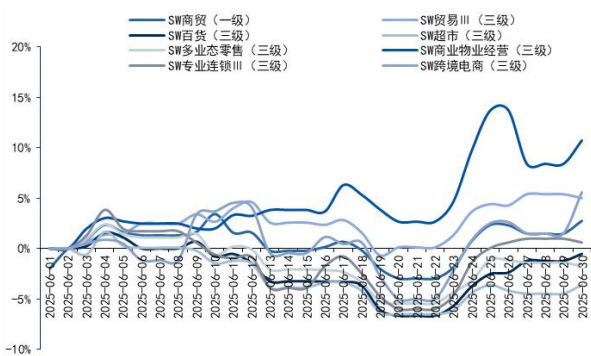
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 2025 年 6 月美容护理指数与沪深 300 指数行情走势



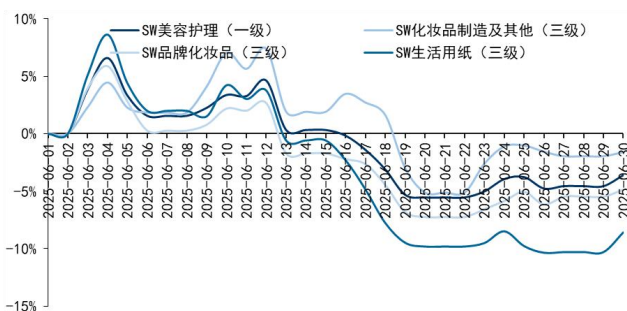
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 2025 年 6 月商贸零售三级子行业行情走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 2025 年 6 月美容护理三级子行业行情走势

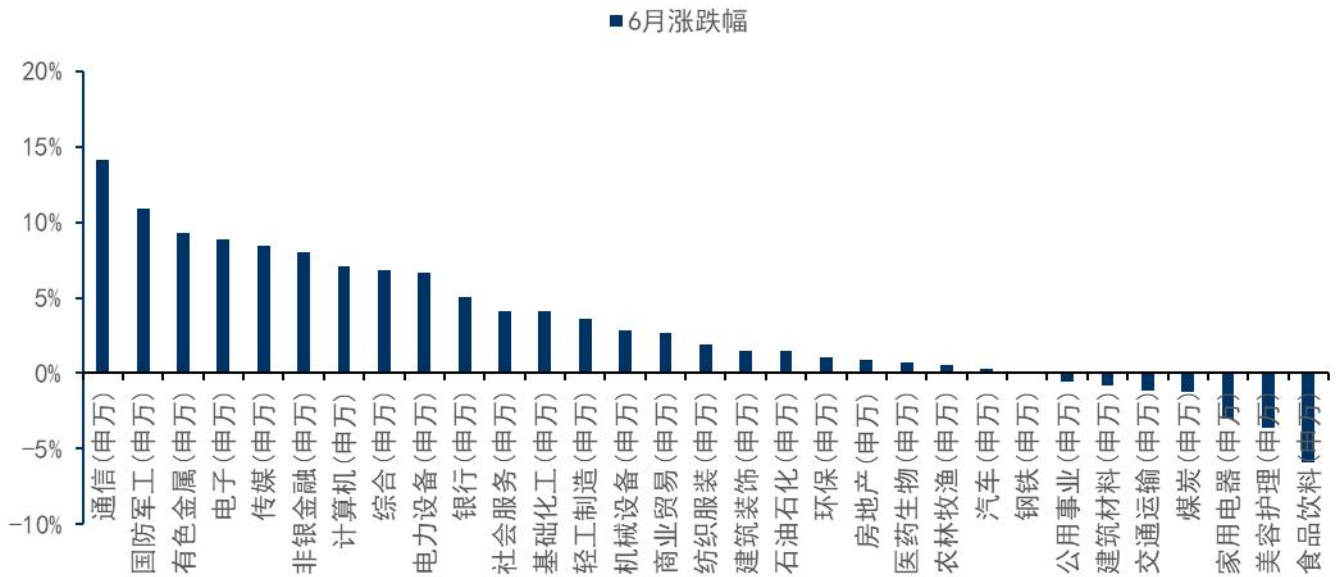


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

横向对比来看, 2025 年 6 月美容护理指数表现较弱, 在申万 31 个一级子行业中排名 30 名; 商贸零售指数涨跌幅排名 15 位。

估值方面, 截至 2025 年 6 月 30 日, 商贸零售行业 PE (TTM) 38.49 倍, 位于 2017 年以来 93.01% 的历史分位; 美容护理行业 PE (TTM) 38.00 倍, 位于 2017 年以来 48.11% 的历史分位。

图12: 2025 年 6 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13: 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

2025 年 6 月, 商贸板块涨幅排名前五的个股依次为浙江东日、翠微股份、南京商旅、ST 舜天、青木科技; 美容护理板块涨幅前五的个股依次为华业香料、嘉亨家化、诺邦股份、水羊股份、洁雅股份。

表2: SW 商贸零售板块成分股 2025 年 6 月涨跌幅排行榜

涨幅前十					跌幅前十				
证券代码	证券简称	5 月收盘价	6 月收盘价	涨跌幅%	证券代码	证券简称	5 月收盘价	6 月收盘价	涨跌幅%
600113. SH	浙江东日	14. 14	25. 78	82. 32%	002336. SZ	人乐退(退市)	3. 69	0. 35	-90. 51%
603123. SH	翠微股份	11. 25	17. 05	51. 56%	605136. SH	丽人丽妆	14. 13	10. 75	-23. 92%
600250. SH	南京商旅	8. 63	11. 83	37. 08%	600694. SH	大商股份	23. 59	18. 55	-21. 36%
600287. SH	ST 舜天	5. 09	6. 28	23. 38%	605188. SH	国光连锁	13. 19	10. 90	-17. 36%
301110. SZ	青木科技	46. 06	55. 99	21. 56%	601086. SH	国芳集团	14. 19	12. 15	-14. 38%
600415. SH	小商品城	17. 62	20. 68	17. 37%	300622. SZ	博士眼镜	39. 25	34. 77	-11. 41%
300947. SZ	德必集团	20. 97	24. 11	14. 97%	301078. SZ	孩子王	14. 66	13. 07	-10. 85%
600128. SH	苏豪弘业	9. 57	10. 92	14. 11%	603101. SH	汇嘉时代	8. 37	7. 50	-10. 39%
603031. SH	安孚科技	26. 23	29. 59	12. 81%	002251. SZ	步步高	5. 39	4. 87	-9. 65%
002315. SZ	焦点科技	40. 79	45. 69	12. 01%	003010. SZ	若羽臣	65. 46	60. 60	-7. 42%

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 2025 年 6 月涨跌幅排行榜

涨幅前十					跌幅前十				
证券代码	证券简称	5 月收盘价	6 月收盘价	涨跌幅%	证券代码	证券简称	5 月收盘价	6 月收盘价	涨跌幅%
300886. SZ	华业香料	26. 35	29. 96	13. 70%	605009. SH	豪悦护理	60. 60	39. 78	-34. 36%
300955. SZ	嘉亨家化	17. 79	19. 50	9. 61%	300856. SZ	科思股份	21. 11	15. 15	-28. 23%
603238. SH	诺邦股份	16. 36	17. 54	7. 21%	300888. SZ	稳健医疗	48. 38	41. 10	-15. 05%
300740. SZ	水羊股份	15. 78	16. 75	6. 15%	600315. SH	上海家化	23. 76	21. 07	-11. 32%
301108. SZ	洁雅股份	31. 41	33. 07	5. 28%	300849. SZ	锦盛新材	14. 84	13. 18	-11. 19%
300658. SZ	延江股份	6. 17	6. 47	4. 86%	301009. SZ	可靠股份	15. 38	13. 75	-10. 60%
002919. SZ	名臣健康	16. 19	16. 89	4. 32%	003006. SZ	百亚股份	30. 57	27. 38	-10. 44%
002243. SZ	力合科创	7. 86	8. 16	3. 82%	603630. SH	拉芳家化	24. 94	22. 42	-10. 10%
300896. SZ	爱美客	170. 00	174. 81	2. 83%	002094. SZ	青岛金王	9. 60	8. 80	-8. 33%
688363. SH	华熙生物	50. 44	51. 35	1. 80%	603983. SH	丸美生物	45. 91	42. 13	-8. 23%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

维持板块“优于大市”评级。随着外部国际环境呈现缓和态势，同时国内政策刺激和流动性宽松，有望带动内需板块整体走势相对偏强。1) 美容护理：有望进一步受益国货替代加速，产品积极迭代升级，渠道精细化运营的细分赛道龙头有望持续提升市占率，推荐：毛戈平、丸美生物、登康口腔、若羽臣等。2) 黄金珠宝：在当前金价持续高位以及工艺进步下为黄金品类赋予了悦己和保值两大新消费特质，而前期以差异化品牌/产品定位布局，并建立消费者心智的企业，有望在近年行业低基数下实现持续增长，推荐：老铺黄金、潮宏基、菜百股份、曼卡龙等。3) 商贸零售：板块整体偏内需为主，内生积极调改逻辑仍在推进，短期可关注兼具改善主线和低估值低位置标的：名创优品、重庆百货、永辉超市等。4) 跨境电商：随着外部关贸环境的阶段性转暖预期强化，部分优质出海品牌迎来布局机遇，头部平台型企业通过灵活的关税应对措施，以及坚实的产品力壁垒，中长期具备强抗风险韧性，推荐：小商品城、焦点科技、安克创新等。

表4: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-07-04)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)		PEG	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(24A)		(25E)	
300957.SZ	贝泰妮	43.57	185	1.19	1.62	1.94	2.14	35.95	26.86	22.44	20.32	8.32		0.73	优于大市
603605.SH	珀莱雅	81.00	321	3.92	4.71	5.40	6.02	21.63	17.20	15.00	13.46	28.73		0.85	优于大市
300740.SZ	水羊股份	16.55	65	0.28	0.60	0.69	0.75	46.69	27.54	24.15	22.18	5.24		0.25	优于大市
002867.SZ	周大生	12.96	141	0.92	1.03	1.17	1.27	15.76	12.58	11.08	10.20	20.62		1.05	优于大市
002345.SZ	潮宏基	14.29	127	0.22	0.52	0.60	0.69	26.66	27.48	23.82	20.71	9.18		0.20	优于大市
603983.SH	丸美生物	42.62	171	0.85	1.19	1.59	2.05	37.87	35.88	26.83	20.80	10.11		0.91	优于大市
600729.SH	重庆百货	27.30	120	2.98	3.14	3.25	3.34	9.15	8.69	8.39	8.18	17.59		1.66	优于大市
300866.SZ	安克创新	115.15	612	3.98	4.65	5.52	6.47	24.54	24.76	20.86	17.80	23.60		1.47	优于大市
600415.SH	小商品城	19.46	1067	0.56	0.74	1.17	1.43	23.92	26.30	16.63	13.61	14.99		0.82	优于大市
003006.SZ	百亚股份	26.90	116	0.67	0.86	1.13	1.46	35.80	31.37	23.91	18.40	19.84		1.12	优于大市
001328.SZ	登康口腔	45.89	79	0.94	1.30	1.66	2.00	33.93	35.25	27.66	22.99	11.08		0.90	优于大市
1318.HK	毛戈平	103.60	508	1.80	2.36	3.01	3.65	29.31	40.05	31.44	25.93	25.15		1.28	优于大市

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理, 注: 毛戈平股价及市值为港元

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

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

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