

商贸零售行业 2 月投资策略暨 2024 年年报前瞻

政策催化仍有望延续，静待行业基本面拐点

优于大市

核心观点

2024 年消费基本面仍有所承压，政策密集出台静待拐点。2024 年全年，社会消费品零售总额同比+3.5%。其中，商品零售同比增长 3.2%，服务零售额同比增长 6.2%。整体居民消费仍处于稳步回暖趋势中，但居民消费能力和消费信心仍有进一步释放的潜力。具体来看各细分板块业绩前瞻情况：

1) 美容护理：2024 年化妆品社零下滑 1.1%，行业表现较为平淡，但预计板块公司收入端预计好于行业大盘，主要受益于明确的国货替代趋势。不过随着线上渠道同质化竞争加剧，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上市龙头仍有望实现远好于行业的增长表现。2) 黄金珠宝：2024 年黄金珠宝行业社零下滑 3.1%，去年二季度以来由于金价持续高位波动，推升了非刚需首饰金品类的消费者观望心理，行业需求承压，但预计四季度开始在旺季需求催化下，板块企业终端销售环比有所好转，但各企业由于品类占比和经营模式差异，利润端仍将持续分化。3) 跨境电商：收入端受益于海外需求稳步增长和国内政策助推，但利润端预计分化较为明显，短期在地缘政治局势不明朗的背景下，企业经营存在因贸易关税、运费波动等外部因素带来的成本费用端扰动，其中具备平台化运营能力，和具备较强品牌力的企业预计相对抗风险能力更强。4) 商超百货：从行业数据来看，2024 年百货业态社零下滑 2.4%，而超市业态增长 2.7%。当前消费力仍待释放背景下，渠道价格端仍有压力。同时板块内主要企业处于转型期，基本面仍待拐点，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。

投资建议：维持板块“优于大市”评级。整体消费板块在当前大环境抑制需求释放背景影响下，2024 年业绩均有所承压，但 2025 年在政策刺激，企业转型等自上而下多维度催化下，板块有望迎来困境反转行情。具体子板块来看：1) 传统零售：促消费政策有望带来需求刺激，企业自身积极围绕商品力、服务力进行业态调改创新，同时国改、市值管理等有望推动价值重估。推荐：百联股份、重庆百货、名创优品、永辉超市等。2) 黄金珠宝：板块业绩受金价高位压制需求释放，但估值已较充分反映悲观预期，2025 年受益促消费政策、金价企稳等有望迎来业绩边际改善。主要推荐：老凤祥、周大生、老铺黄金、周大福等。3) 美容护理：业绩基本面在消费领域横向对比仍具备优势，且品牌化及国产替代的长叙事仍在延续，龙头企业的板块历史估值弹性亦较大。推荐：丸美生物、珀莱雅、巨子生物、登康口腔等。4) 跨境电商：海外电商消费景气度延续，而对未来关税贸易政策的不确定性担忧，龙头品牌力具备向终端提价传导成本的能力，同时也可通过区域市场多元化弱化影响。主要推荐：小商品城、安克创新等。

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	
					2024E	2025E	2024E	2025E
603983.SH	丸美生物	优于大市	32.99	132	0.92	1.29	36.00	25.63
002867.SZ	周大生	优于大市	12.59	138	1.08	1.21	11.66	10.40
600827.SH	百联股份	优于大市	9.73	165	0.87	0.42	11.15	23.11

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

《折扣零售系列之奥特莱斯行业专题——城市奥莱的展望与综合奥莱的进阶》——2025-01-20
 《商贸零售行业双周报-关注 IP 商业发展机遇，布鲁可上市有望提振市场关注度》——2025-01-06
 《零售行业之革新与借鉴系列专题-深度拆解 Costco 商业模式，探析国内商超调改进阶方向》——2025-01-04
 《商贸零售行业 1 月投资策略-乘微信社交电商东风，抓小店新渠道机遇》——2025-01-03
 《商贸零售 2025 年投资策略-困境在何处，反转在何方》——2024-12-23

内容目录

24 年四季度业绩前瞻	4
近期行业数据跟踪	5
社零数据：2024 年全年增长 3.5%	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 1 月商贸零售指数与沪深 300 指数行情走势	8
图 9：2025 年 1 月美容护理指数与沪深 300 指数行情走势	8
图 10：2025 年 1 月商贸零售三级子行业行情走势	8
图 11：2025 年 1 月美容护理三级子行业行情走势	8
图 12：2025 年 1 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 1：2024 年四季度业绩前瞻	5
表 2：SW 商贸零售板块成分股 2025 年 1 月涨跌幅排行榜	10
表 3：SW 美容护理板块成分股 2025 年 1 月涨跌幅排行榜	10
表 4：可比公司估值表	11

24 年四季度业绩前瞻

2024 年以来消费总体复苏趋势较为平稳，2024 年全年，社会消费品零售总额数据 487894.8 亿元，同比+3.5%。其中，商品零售同比增长 3.2%，服务零售额同比增长 6.2%。整体居民消费仍处于稳步回暖趋势中，但居民消费能力和消费信心仍有进一步释放的潜力。分别看各细分板块：

1) 美容护理：24 年化妆品社零下滑 1.1%，行业表现较为平淡，但预计板块公司收入端预计好于行业大盘，主要受益于明确的国货替代趋势。不过随着线上渠道同质化竞争加剧，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上市龙头仍有望实现远好于行业的增长表现。

2) 黄金珠宝：24 年黄金珠宝行业社零下滑 3.1%，去年二季度以来由于金价持续高位波动，推升了非刚需首饰金品类的消费者观望心理，行业需求承压，但预计四季度开始在旺季需求催化下，板块企业终端销售环比有所好转，但各企业由于品类占比和经营模式差异，利润端仍将持续分化。

3) 跨境电商：收入端受益于海外需求稳步增长和国内政策助推，但利润端预计分化较为明显，短期在地缘政治局势不明朗的背景下，企业经营存在因贸易关税、运费波动等外部因素带来的成本费用端扰动，其中具备平台化运营能力，和具备较强品牌力的企业预计相对抗风险能力更强。

4) 商超百货：从行业数据来看，24 年百货业态社零下滑 2.4%，而超市业态增长 2.7%。当前消费力仍待释放背景下，渠道价格端仍有压力。同时板块内主要企业处于转型期，基本面仍待拐点，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。

表1：2024 年四季度业绩前瞻

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 (%)
化妆品	珀莱雅	40.2	42.0	10%	5.2	5.4	15%
	丸美生物	9.0	10.0	30%	1.2	1.2	35%
	上海家化	12.1	13.6	-20%	-10.5	-8.8	-1095%
	贝泰妮	22.0	24.0	5%	2.0	2.0	10%
	科思股份	4.7	5.3	-25%	1.3	1.5	-35%
	华熙生物	14.8	16.7	-20%	-2.1	-1.9	-370%
	水羊股份	8.4	9.5	-25%	0.1	0.3	-95%
个护	若羽臣	7.5	8.1	40%	0.4	0.6	75%
	百亚股份	9.2	9.5	38%	0.5	0.5	-17%
	润本股份	2.9	3.1	40%	0.4	0.5	-14%
	登康口腔	4.0	4.4	10%	0.4	0.4	15%
医美	爱美客	6.3	7.0	-10%	4.0	4.4	-10%
	锦波生物	3.9	4.5	50%	1.9	2.2	80%
	朗姿股份	15.2	16.0	5%	0.2	0.3	-20%
黄金珠宝	老凤祥	75.0	84.3	-20%	1.9	2.1	-25%
	周大生	32.3	36.1	-15%	1.8	2.0	-20%
	潮宏基	14.0	15.4	0%	0.2	0.2	-5%
	菜百股份	46.0	50.2	10%	1.2	1.3	5%
线下零售	永辉超市	132.4	149.0	-20%	-13.1	-14.5	-5%
	家家悦	36.9	42.7	-5%	0.2	0.7	-
	红旗连锁	23.7	26.2	-5%	1.3	1.5	-15%
	百联股份	62.6	69.6	-10%	0.0	0.0	-200%
	重庆百货	40.0	44.2	-5%	2.7	2.8	45%
	王府井	25.2	28.1	-15%	-0.8	-1.7	-225%
	小商品城	42.4	45.8	25%	5.4	5.9	50%
跨境电商	安克创新	85.8	91.5	50%	5.6	6.0	40%
	赛维时代	31.7	33.9	45%	1.4	1.5	25%

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：2024 年全年增长 3.5%

12 月份，社会消费品零售总额 45172 亿元，同比增长 3.7%。其中，除汽车以外的消费品零售额 39509 亿元，增长 4.2%。2024 年，社会消费品零售总额 487895 亿元，比上年增长 3.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额 437581 亿元，增长 3.8%。

按消费类型看，商品零售额 432177 亿元，增长 3.2%；餐饮收入 55718 亿元，增长 5.3%。偏服务型消费表现相对较好整体，商品消费延续低位复苏的趋势，未来居民消费能力和消费信心仍有进一步修复的潜力。

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，2024 年全国网上零售额 155225 亿元，比上年增长 7.2%。其中，实物商品网上零售额 130816 亿元，增长 6.5%，占社会消费品零售总额的比重为 26.8%。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长 16.0%、1.5%、6.3%。受到经济环境影响，线上消费增速跟随消费大盘逐季放缓，但实物消费总体比较稳定，占社零整体比重仍在持续提升。

线下业态看，2024 年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 4.7%、4.2%，表现较好。超市零售额同比增长 2.7%，受益必选品类的需求较好以及商超企业自身积极的变革调整。如永辉超市、步步高正积极学习优秀商超胖东来经验，推进门店调优转型；家家悦进品类调整、运营效率优化等，上半年超市可比门店客流增长 13.69%。

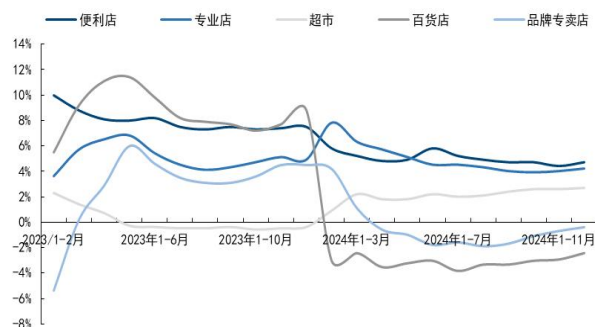
以可选消费为主的百货渠道则表现相对承压，以及受高基数影响，百货店零售额同比下降 2.4%。不过从细分业态来看，受益于性价比消费趋势，折扣零售表现相对稳健。公司公告显示，王府井前三季度奥特莱斯业态营收同比增长 4.37%，优于公司整体营收下滑 14.61% 的表现。百联股份前三季度奥特莱斯业态营收下滑 1.39%，优于公司整体营收下滑 8.31% 的表现。

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

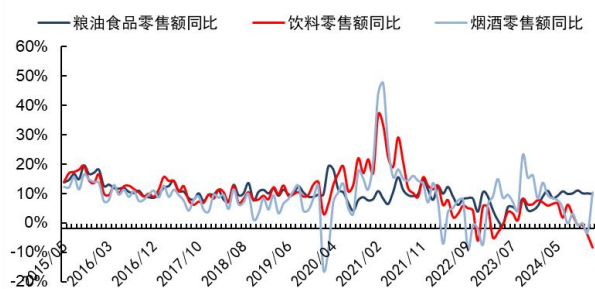
图3：线下零售业态零售额累计增速情况（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

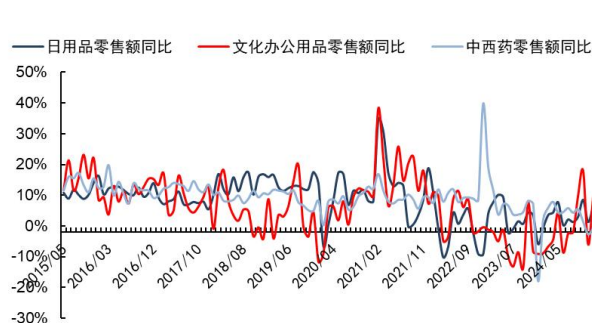
分品类看，必选品类整体表现稳健向好，粮油食品/饮料/烟酒 2024 年累计同比增长 9.9%/2.1%/5.7%。可选消费中化妆品类同比-1.1%，受去年相对高基数、消费需求变迁等因素影响。金银珠宝类同比-3.1%，受金价高位抑制终端需求等因素影响。服饰鞋帽类同比+0.3%，表现平稳。家器和音像器材类同比+12.3%，其中 12 月单月同比+39.3%，受益以旧换新等补贴政策刺激表现较好。

图4：限额以上单位商品零售：必选品类当月同比情况(%)



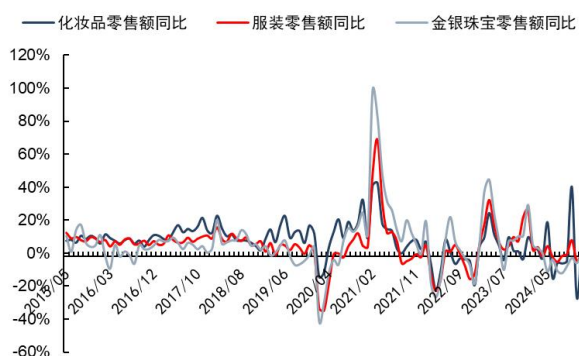
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图5：限额以上单位商品零售：必选品类当月同比情况(%)



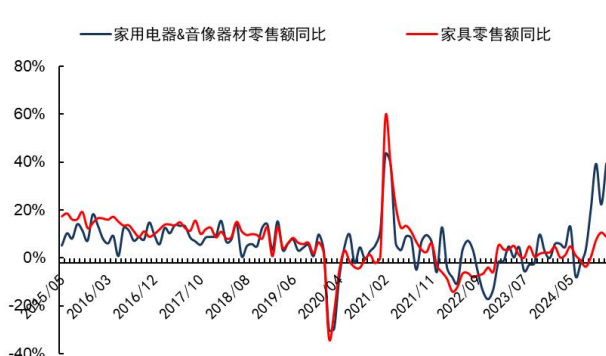
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

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(%)

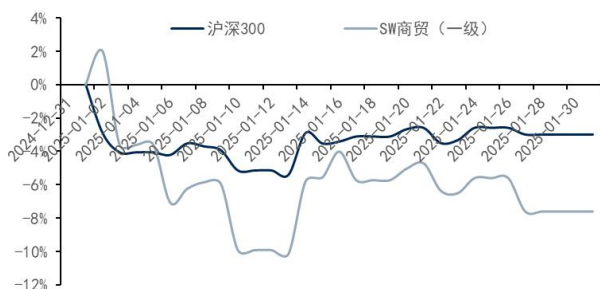


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

板块行情及估值

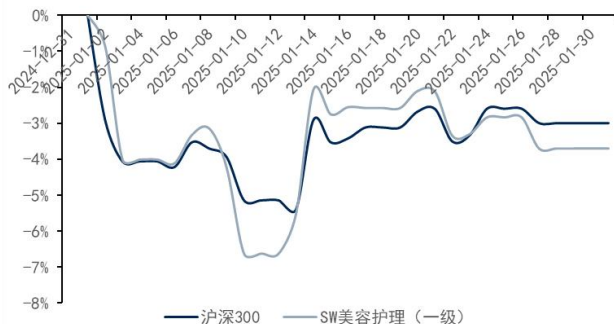
2025 年 1 月，商贸零售（801200.SI）指数下跌 7.61%，美容护理（801980.SI）指数下跌 3.7%，分别跑输沪深 300 指数 4.62pct/0.71pct，短期有所承压。商贸零售中，百货和超市指数分别下跌 14.85%/13.56%，跌幅领先，受短期消费数据或企业业绩兑现尚未验证而表现较差。此前 9 月 24 日证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，以及各部门推出一系列促销费政策以来，至 2024 年底，百货和超市指数分别上涨 67.89%/125.41%，显著跑赢大盘，其中包含了市场对于商超百货并购重组等盘活低效资产，实现核心业务增值增值的预期。

图8: 2025 年 1 月商贸零售指数与沪深 300 指数行情走势



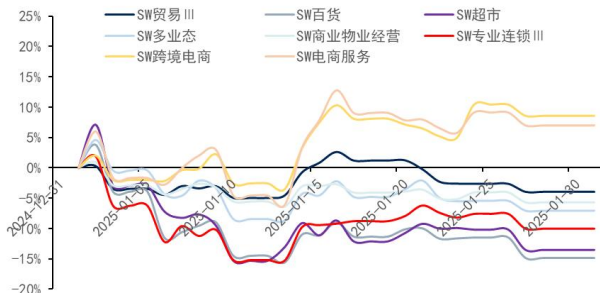
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 2025 年 1 月美容护理指数与沪深 300 指数行情走势



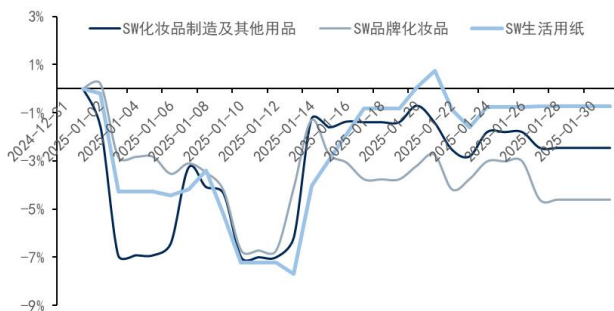
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 2025 年 1 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 1 月美容护理三级子行业行情走势

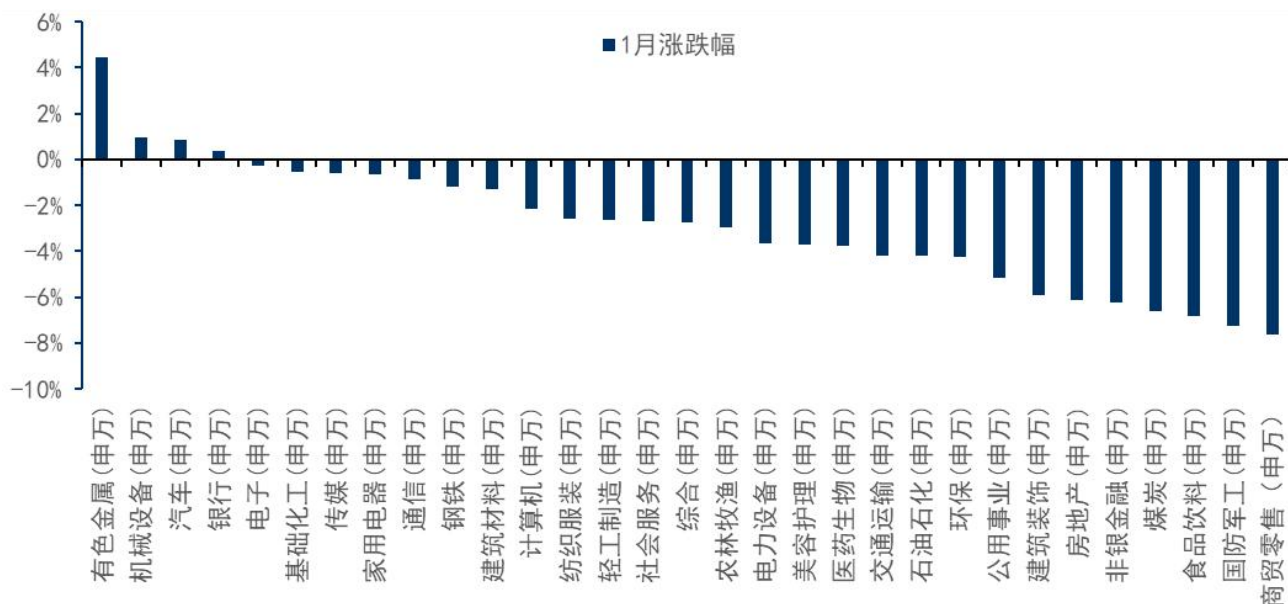


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

横向对比来看, 2025 年 1 月商贸零售指数表现较弱, 在申万 31 个一级子行业中排名倒数第一; 美容护理指数涨跌幅排名 19 位。

估值方面, 截至 2025 年 1 月 27 日, 商贸零售行业 PE (TTM) 33.34 倍, 位于 2017 年以来 76.19% 的历史分位; 美容护理行业 PE (TTM) 31.99 倍, 位于 2017 年以来 23.61% 的历史分位。

图12: 2025 年 1 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 1 月, 商贸板块涨幅排名前五的个股依次为华联股份、焦点科技、壹网壹创、青木科技、孩子王; 美容护理板块涨幅前五的个股依次为依依股份、延江股份、华业香料、丸美生物、两面针。

表2: SW 商贸零售板块成分股 2025 年 1 月涨跌幅排行榜

涨幅前十					跌幅前十				
证券代码	证券简称	12 月收盘价	1 月收盘价	涨跌幅%	证券代码	证券简称	12 月收盘价	1 月收盘价	涨跌幅%
000882.SZ	华联股份	2.08	3.38	62.50%	000759.SZ	中百集团	13.08	8.69	-33.56%
002315.SZ	焦点科技	41.68	50.88	22.07%	603682.SH	锦和商管	7.48	5.28	-29.41%
300792.SZ	壹网壹创	24.00	27.33	13.88%	600865.SH	百大集团	11.77	8.80	-25.23%
301110.SZ	青木科技	61.54	70.00	13.75%	000564.SZ	供销大集	3.45	2.59	-24.93%
301078.SZ	孩子王	11.38	12.81	12.57%	600778.SH	友好集团	9.09	6.84	-24.75%
002127.SZ	南极电商	4.40	4.95	12.50%	000829.SZ	天音控股	13.18	10.04	-23.82%
002640.SZ	跨境通	3.84	4.25	10.68%	002416.SZ	爱施德	16.27	12.67	-22.13%
600128.SH	苏豪弘业	8.12	8.98	10.59%	601086.SH	国芳集团	5.87	4.60	-21.64%
300947.SZ	德必集团	15.87	17.51	10.33%	600828.SH	茂业商业	4.37	3.45	-21.05%
002251.SZ	ST 步步高	3.95	4.27	8.10%	002277.SZ	友阿股份	5.85	4.66	-20.34%

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 1 月涨跌幅排行榜

涨幅前十					跌幅前十				
证券代码	证券简称	12 月收盘价	1 月收盘价	涨跌幅%	证券代码	证券简称	12 月收盘价	1 月收盘价	涨跌幅%
001206.SZ	依依股份	16.53	21.60	30.67%	300740.SZ	水羊股份	13.22	11.59	-12.33%
300658.SZ	延江股份	5.18	5.42	4.63%	603630.SH	拉芳家化	13.78	12.11	-12.12%
300886.SZ	华业香料	18.79	19.58	4.20%	600315.SH	上海家化	16.91	15.58	-7.87%
603983.SH	丸美生物	32.26	32.99	2.26%	300957.SZ	贝泰妮	42.69	39.36	-7.80%
600249.SH	两面针	5.09	5.19	1.96%	603059.SH	倍加洁	23.33	21.58	-7.50%
300132.SZ	青松股份	4.93	4.97	0.81%	000615.SZ	ST 美谷	3.87	3.58	-7.49%
002919.SZ	名臣健康	16.45	16.39	-0.36%	300896.SZ	爱美客	182.50	170.02	-6.84%
603605.SH	珀莱雅	84.70	83.60	-1.30%	300955.SZ	嘉亨家化	15.80	14.79	-6.39%
300849.SZ	锦盛新材	14.05	13.86	-1.35%	002094.SZ	青岛金王	5.50	5.16	-6.18%
002243.SZ	力合科创	8.06	7.94	-1.49%	688363.SH	华熙生物	51.04	48.35	-5.27%

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。整体消费板块在当前大环境抑制需求释放背景影响下，2024 年业绩均有所承压，但 2025 年在政策刺激，企业转型等自上而下多维度催化下，板块有望迎来困境反转行情。具体子板块来看：1) 传统零售：促消费政策有望带来需求刺激，企业自身积极围绕商品力、服务力进行业态调改创新，同时国改、市值管理等有望推动价值重估。推荐：百联股份、重庆百货、名创优品、永辉超市等。2) 黄金珠宝：板块业绩受金价高位压制需求释放，但估值已较充分反映悲观预期，2025 年受益促消费政策、金价企稳等有望迎来业绩边际改善。主要推荐：老凤祥、周大生、老铺黄金、周大福等。3) 美容护理：业绩基本面在消费领域横向对比仍具备优势，且品牌化及国产替代的长叙事仍在延续，龙头企业的板块历史估值弹性亦较大。推荐：丸美生物、珀莱雅、爱美客、巨子生物、登康口腔等。4) 跨境电商：海外电商消费景气度延续，而对未来关税贸易政策的不确定性担忧，龙头品牌力具备向终端提价传导成本的能力，同时也可通过区域市场多元化弱化影响。主要推荐：小商品城、安克创新等。

表4：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-01-27)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)		PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)		(24E)	
603983.SH	丸美生物	32.99	132	0.65	0.92	1.29	1.68	39.06	36.00	25.63	19.60	7.75		0.86	优于大市
603605.SH	珀莱雅	83.60	331	3.01	3.98	4.98	5.96	33.03	21.01	16.77	14.03	27.45		0.65	优于大市
2367.HK	巨子生物	54.40	564	1.46	1.94	2.50	2.97	22.11	26.11	20.27	17.07	33.28		0.79	优于大市
003006.SZ	百亚股份	23.42	101	0.55	0.66	0.86	1.12	27.32	35.26	27.34	21.00	4.08		1.79	优于大市
600827.SH	百联股份	9.73	165	0.22	0.87	0.42	0.50	42.42	11.15	23.11	19.47	2.24		0.04	优于大市
600729.SH	重庆百货	29.79	131	3.23	3.12	3.25	3.44	8.72	9.55	9.16	8.66	21.08		-2.69	优于大市
9896.HK	名创优品	45.25	566	1.40	2.19	2.64	3.14	21.77	19.24	15.92	13.39	19.87		0.35	优于大市
300866.SZ	安克创新	108.52	577	3.97	3.94	4.91	5.90	22.30	27.54	22.10	18.39	20.19		-36.45	优于大市
600415.SH	小商品城	12.87	706	0.49	0.54	0.65	0.89	15.00	23.83	19.80	14.46	15.13		2.34	优于大市
600612.SH	老凤祥	51.64	217	4.23	3.80	4.17	4.58	16.30	13.59	12.38	11.28	19.13		-1.34	优于大市
002867.SZ	周大生	12.59	138	1.20	1.08	1.21	1.31	12.64	11.66	10.40	9.61	20.62		-1.17	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：巨子生物、名创优品收盘价为港元

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