

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

优于大市

核心观点

618 大促阶段性数据公布，美护国货龙头表现平稳。平台方面，京东 5 月 30 日晚 8 点开启第一波 618，开门红 1 小时，成交额、订单量、下单用户数同比增长均超 200%，超 2 万个品牌成交额同比增长超 3 倍。天猫 618 第一阶段，截至 5 月 30 日晚 9 点，217 个品牌成交破亿。品牌方面，在美妆行业中，珀莱雅拿下天猫第一阶段护肤品销售榜第一的位置，巨子生物旗下可复美排名第十。毛戈平和彩棠分别拿下彩妆销售榜第二和第三的位置。

大促新特征：即时零售带动线下销售联动，AI 技术深度参与。一方面，今年 618 促销进一步拉长，天猫于 5 月 13 日晚 8 点便开启预售。促销规则上，多家平台均取消了跨店满减活动，保留官方折扣和平台补贴，减少凑单退货情况，也减轻了消费者计算优惠的难题。另一方面，美团闪购等即时零售平台深度参与 618，联合线下商家，助力拓宽了地理边界和销售人群覆盖，从而带动销售增长。此外，AI 深度参与助力商家运营，提升消费者交互购物体验。包括数字人直播、自动生成图片/视频及预测选品等功能提升商家运营效率。同时 AI 技术进一步增强了消费者的交互体验，商品推荐更精准智能。

投资建议：维持板块“优于大市”评级。近期内需消费板块在多因素共振下，整体走势相对偏强。其中具备新质产品力属性且借力新渠道实现快速增长的新消费标的迭创新高，在当前全年内外部形势仍不明朗阶段下，有确定性业绩成长的内需消费赛道将继续吸引资金涌入：

- 1) 美容护理：作为具备新消费特质的赛道之一，板块基本面具备较强的横向比较优势，当前随着 618 大促推进，龙头公司在高溢价新品创新支撑下，借力兴趣电商渠道，有望实现确定性爆发增长。持续推荐：登康口腔、若羽臣、毛戈平、贝泰妮、丸美生物、上海家化等。
- 2) 黄金珠宝：行业在二三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。重点推荐：潮宏基、菜百股份、老铺黄金、曼卡龙等。
- 3) IP 潮玩：年轻消费者情绪价值的载体，头部企业掌握核心 IP 储备，借助当前新媒体渠道，产业变现爆发力强，且远期海外市场空间依旧广阔，继续推荐泡泡玛特、布鲁可、名创优品等。
- 4) 跨境出海：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：安克创新、小商品城等。

风险提示：消费景气度不及预期；竞争环境恶化；产品生命周期变化

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	52.17	89.82	1.30	1.66	40.1	31.4
1318.HK	毛戈平	优于大市	113.00	553.91	2.42	3.10	42.8	33.4
0325.HK	布鲁可	优于大市	193.30	481.80	4.14	5.88	42.8	30.1

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

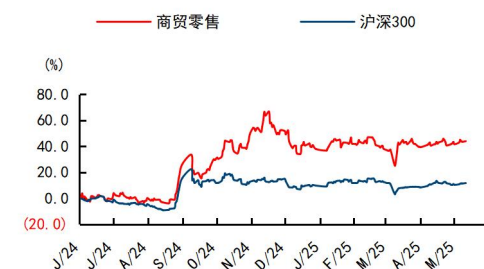
证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunjiaorongruo@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

- 《商贸零售行业 5 月投资策略暨美护财报总结-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
- 《母婴零售行业快评-生育政策历史复盘及影响梳理，关注母婴产业链细分赛道机遇》——2025-03-17
- 《海外 IP 玩具龙头跟踪系列——乐高-收入及营业利润创历史新高，持续拓展全球供应链和 IP 合作》——2025-03-16

内容目录

行业步入 618 大促季，关注新特征新变化	4
618 阶段性表现情况	4
2025 年 618 新特征新变化	5
近期行业数据跟踪	7
社零数据	7
板块行情及估值	9
个股行情	10

图表目录

图1：天猫“玩具潮玩”品牌销售榜	5
图2：天猫“全年龄段玩具”品牌销售榜	5
图3：美团 618 活动首周战报	6
图4：美团 618 活动首周对于线下零售商的销售带动（节选）	6
图5：京东 AI 数字人	7
图6：阿里妈妈的 AI 图生视频功能	7
图7：社会消费品零售总额及同比增速（亿元、%）	7
图8：实物商品网上零售额累计增速及占社零比重（%）	8
图9：线下零售业零售额累计增速情况（%）	8
图10：限额以上单位商品零售：必选品类当月同比情况（%）	8
图11：限额以上单位商品零售：必选品类当月同比情况（%）	8
图12：限额以上单位商品零售：可选品类当月同比情况（%）	8
图13：限额以上单位商品零售：可选品类当月同比情况（%）	8
图14：2025 年 5 月商贸零售指数与沪深 300 指数行情走势	9
图15：2025 年 5 月美容护理指数与沪深 300 指数行情走势	9
图16：2025 年 5 月商贸零售三级子行业行情走势	9
图17：2025 年 5 月美容护理三级子行业行情走势	9
图18：2025 年 5 申万一级行业指数涨跌幅对比（%）	10
图19：2020 年以来 SW 商贸零售与美容护理指数市盈率（PE TTM）	10
表1：京东/天猫/美团公布的 618 阶段性数据	4
表2：主要国产美护品牌在天猫和抖音的 618 阶段性表现	4
表3：主要黄金珠宝品牌在天猫和抖音的 618 阶段性表现	5
表4：SW 商贸零售板块成分股 2025 年 5 月涨跌幅排行榜	11
表5：SW 美容护理板块成分股 2025 年 5 月涨跌幅排行榜	11

行业步入 618 大促季，关注新特征新变化

618 阶段性表现情况

今年天猫、京东等平台 618 预售进一步提前至 5 月 13 日，目前已公布阶段性数据。平台数据看，京东 5 月 30 日晚 8 点开启第一波 618，开门红 1 小时，成交额、订单量、下单用户数同比增长均超 200%，超 2 万个品牌成交额同比增长超 3 倍。天猫 618 第一阶段，截至 5 月 30 日晚 9 点，217 个品牌成交破亿。

此外，今年美团在即时零售赛道也取得了较好的表现。美团闪购发布 618 首周期消费数据显示，5 月 28 日至 6 月 1 日，白酒、精酿啤酒、手机、运动鞋服、电脑整机等 50 余类商品成交额相比去年同期增长超过 1 倍，其中白酒成交额增长近 19 倍，智能设备增长超 8 倍。

表1: 京东/天猫/美团公布的 618 阶段性数据

平台	618 阶段性成果
京东	5 月 30 日晚 8 点开启第一波 618，开门红 1 小时，成交额、订单量、下单用户数同比增长均超 200%，超 2 万个品牌成交额同比增长超 3 倍
天猫	618 第一阶段，截至 5 月 30 日晚 9 点，217 个品牌成交破亿
美团	美团闪购 5 月 28 日至 6 月 1 日，50 余类商品成交额相比去年同期增长超过 1 倍

资料来源：各平台官方公众号、国信证券经济研究所整理

品牌数据看，重点关注美妆、黄金饰品和潮玩行业。

美妆行业看，据天猫公布的第一阶段数据（5 月 16 日 20:00-5 月 26 日 23:00），护肤品销售榜前十中，国货品牌珀莱雅排名第一，巨子生物旗下可复美排名第十。彩妆销售榜前十中，圣罗兰排名第一，国货品牌毛戈平和彩棠分别位列第二和第三。此外，男士护理中，高夫品牌排名销售榜第十。

另外，抖音也公布了美妆行业榜单。5 月 13 日-5 月 26 日抢先购期间，美妆高光品牌榜，国货品牌韩束排名第一，珀莱雅和毛戈平分别位列第八和第十。

表2: 主要国产美护品牌在天猫和抖音的 618 阶段性表现

品牌	所属上市公司	排名表现
珀莱雅	珀莱雅	天猫护肤品销售榜第一；抖音美妆高光品牌榜第八
彩棠	珀莱雅	天猫彩妆销售榜第二
毛戈平	毛戈平	天猫彩妆销售榜第三；抖音美妆高光品牌榜第十
韩束	上美股份	抖音美妆高光品牌榜第一
可复美	巨子生物	天猫护肤品销售榜第十
高夫	上海家化	天猫男士护理排名销售榜第十

资料来源：亿邦动力网、抖音电商、国信证券经济研究所整理 注：天猫数据时间为 5 月 16 日 20:00-5 月 26 日 23:00；抖音数据时间为 5 月 13 日-5 月 26 日

黄金饰品行业看，据天猫公布的第一阶段数据（5 月 16 日 20:00-5 月 26 日 23:00），老铺黄金位列黄金销售榜第一，周生生/周大福分别位列第二和第三。抖音则是公布了珠宝高光品牌榜，5 月 13 日-5 月 26 日期间，菜百排名第三，中国黄金/周大福/周大生分别排名第 5-7 名。

表3: 主要黄金珠宝品牌在天猫和抖音的 618 阶段性表现

品牌	所属上市公司	排名表现
老铺黄金	老铺黄金	天猫黄金销售榜第一
周生生	周生生	天猫黄金销售榜第二
周大福	周大福	天猫黄金销售榜第三; 抖音珠宝高光品牌榜第六
周大生	周大生	天猫黄金销售榜第七; 抖音珠宝高光品牌榜第七
菜百	菜百股份	天猫黄金销售榜第五
中国黄金	中国黄金	抖音珠宝高光品牌榜第五
曼卡龙	曼卡龙	天猫黄金销售榜第十
老庙	豫园股份	天猫黄金销售榜第四; 抖音珠宝高光品牌榜第十

资料来源: 亿邦动力网、抖音电商、国信证券经济研究所整理 注: 天猫数据时间为 5 月 16 日 20: 00-5 月 26 日 23: 00; 抖音数据时间为 5 月 13 日-5 月 26 日

此外, **潮玩行业看**。泡泡玛特在天猫“玩具潮玩”品牌销售榜排名第二, 仅次于乐高。布鲁可在天猫“全年龄段玩具”品牌销售榜排名第四。

图1: 天猫“玩具潮玩”品牌销售榜

玩具潮玩 TOP10	
排名	品牌名称
1	LEGO/乐高
2	POP MART/泡泡玛特
3	JELLYCAT
4	Bandai/万代
5	BeiE/贝易
6	MiHoYo
7	DISNEY RESORT/迪士尼度假区
8	COOGHI/酷骑
9	Disney/迪士尼
10	Mideer/弥鹿

资料来源: 亿邦动力网、国信证券经济研究所整理 注: 天猫数据时间为 5 月 16 日 20: 00-5 月 26 日 23: 00

图2: 天猫“全年龄段玩具”品牌销售榜

全年龄段玩具 TOP10	
排名	品牌名称
1	LEGO/乐高
2	JELLYCAT
3	DISNEY RESORT/迪士尼度假区
4	布鲁可
5	Mideer/弥鹿
6	MINISO/名创优品
7	Disney/迪士尼
8	问童子
9	babycare
10	rolife/若来

资料来源: 亿邦动力网、国信证券经济研究所整理 注: 天猫数据时间为 5 月 16 日 20: 00-5 月 26 日 23: 00

2025 年 618 新特征新变化

◆ 促销规则简化, 活动时间拉长

据天猫官方公布, 2025 年 618 在 5 月 13 日晚 8 点便开启预售, 相较于去年的 5 月 19 日进一步拉长周期。促销规则上, 此次天猫取消了跨店满减活动, 保留官方折扣和平台补贴, 有助于减少凑单退货情况, 也减轻了消费者计算优惠的难题。官方立减 8.5 折, 以及叠加大额消费券、行业品类券、直播间活动等。

京东今年 618 推出包括满 200 减 20 神券、PLUS 补贴券、各品类东券等多重优惠。此外, 还首次整合了“以旧换新”国家补贴和京东百亿补贴。抖音则补贴更为直接, 活动商品价格立减 15%, 同时国补也可以叠加消费券和折扣优惠。

◆ 即时零售发力 618，与线下零售结合提供更快捷的购物体验

今年除了平台电商之外，以美团、淘宝闪购、京东外卖为代表的即时零售也大力发力 618。

其中美团在 5 月 28 日正式开启 618 大促，联合线下餐饮、零售等品牌提供优惠活动。首周战报看，美团闪购新客大幅增长近 6 成，带动超 50 个品类商品成交额同比增长翻倍，超 800 个品牌商、零售商成交额增长翻倍，有效激活了本地商家。

京东以外卖业务为抓手，布局即时零售。618 期间京东外卖百亿补贴持续加码，下单最高立减 61.8 元，并全新升级百亿补贴爆品玩法，“京东超级外卖日”每月 18 日开启专属狂欢，咖啡、奶茶 1.68 元一杯。京东外卖上线三个月后，日订单量突破 2500 万单，超 150 万家餐饮门店入驻。

图3: 美团 618 活动首周战报



资料来源：美团闪购、国信证券经济研究所整理

图4: 美团 618 活动首周对于线下零售商的销售带动（节选）



资料来源：美团闪购、国信证券经济研究所整理

即时零售的发展，对于线下零售商而言，拓宽了地理边界和销售人群覆盖。如据美团闪购公布的数据，618 首周天虹超市成交额同比增长超 5 倍，物美成交额同比增长超 3 倍，乐高授权专卖店成交额同比增长近翻倍。

◆ AI 深度参与助力商家运营，提升消费者交互购物体验

在商家运营方面，AI 参与到直播带货、客户服务和供应链优化等各个环节。如今年 618，京东云宣布首次向 POP 商家开放五大免费 AI 爆款营销产品，包括直播数字人、商家客服智能体、短视频生成、京点点、京麦 AI 助手等创新应用。其中数字人直播把直播成本降低至真人的 1/10，能平均提升直播间转化率 30%。

针对今年的 618 大促，阿里妈妈提出“AI 驱动，质赢 618”的心智主张，推出了三大 AI 能力，包括 AI 人群洞察、AI 全域拉新、AI 创意种草。

在消费者购物体验方面，AI 进一步增强了交互体验，尤其是在虚拟试衣间、AI 商品推荐更精准智能等维度。

图5: 京东 AI 数字人



资料来源: 京东官方公众号、国信证券经济研究所整理

图6: 阿里妈妈的 AI 图生视频功能



资料来源: 阿里妈妈数字营销、国信证券经济研究所整理

近期行业数据跟踪

社零数据

4 月份, 社会消费品零售总额 37174 亿元, 同比增长 5.1%。其中, 除汽车以外的消费品零售额 33548 亿元, 增长 5.6%。整体 1-4 月份, 社会消费品零售总额 161845 亿元, 增长 4.7%。其中, 除汽车以外的消费品零售额 147005 亿元, 增长 5.2%。

按消费类型看, 4 月商品零售额 33007 亿元, 增长 5.1%, 增速较 3 月略回落 0.8pct, 较 1-2 月 3.9% 增长实现持续的复苏。4 月餐饮收入 4167 亿元, 增长 5.2%。

图7: 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 1-4 月全国网上零售额 47419 亿元, 比上年增长 7.7%。其中, 实物商品网上零售额 39265 亿元, 增长 5.8%, 占社会消费品零售总额的比重为 24.3%。在实物商品网上零售额中, 吃类、穿类、用类商品分别增长 14.6%、0.5%、5.5%。实物消费总体比较稳定, 增速较 1-3 月略增长 0.1pct。

线下业态看, 2025 年 1-4 月均实现增长表现。限额以上零售业单位中便利店、专业店、超市零售额同比分别增长 9.1%、6.4%、5.2%, 表现较好。百货店和品牌专卖店分别增长 1.7%、1.4%。

图8: 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

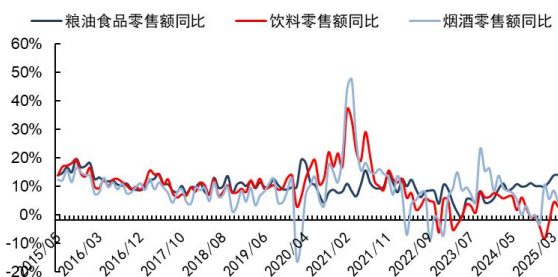
图9: 线下零售业态零售额累计增速情况 (%)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

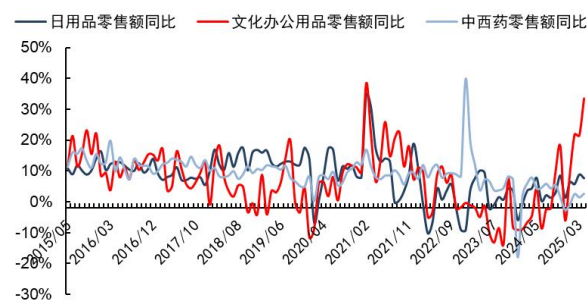
分品类看，必选品类整体表现稳健向好，粮油食品/饮料/烟酒4月分别同比增长14%/2.9%/4%。可选消费中化妆品类增长7.2%，增速较3月提升6.1pct，低基数下实现销售向好。金银珠宝类同比增长25.3%，增速较3月加速14.7%，受益于古法金等高设计属性的产品增长及金价上涨进一步催化保值增值的购买需求。家用电器和音像器材类受益于国补等，4月同比增长38.8%。

图10: 限额以上单位商品零售: 必选品类当月同比情况 (%)



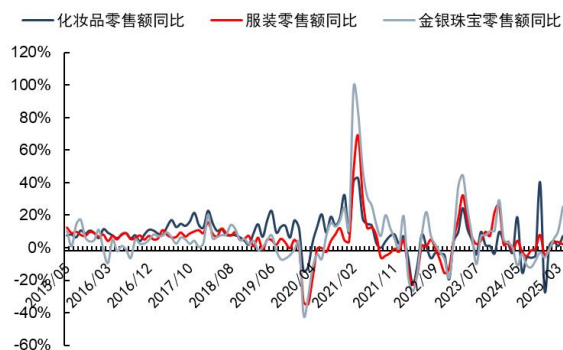
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图11: 限额以上单位商品零售: 必选品类当月同比情况 (%)



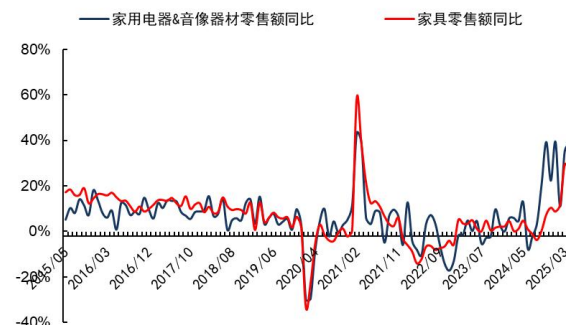
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图12: 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13: 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

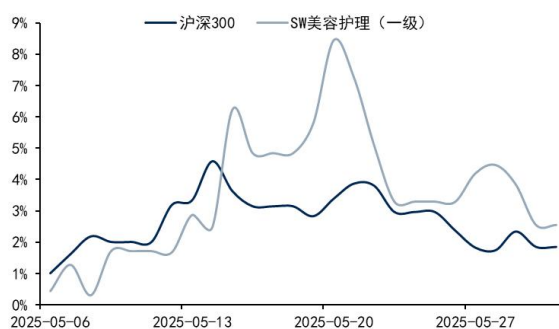
2025 年 5 月, 商贸零售(801200.SI)指数上涨 1.66%, 略跑输沪深 300 指数 0.19pct; 美容护理(801980.SI) 指数上涨 2.55%, 跑赢沪深 300 指数 0.7pct。商贸零售中, 电商服务指数涨幅领先, 达到 11.56%, 其中丽人丽妆、若羽臣等权重个股涨幅较好。商业物业经营指数和跨境电商指数分别上涨 8.5%/5.89%, 表现较好。美容护理中化妆品制造及其他指数涨幅 12.86%, 涨幅领先。

图14: 2025 年 5 月商贸零售指数与沪深 300 指数行情走势



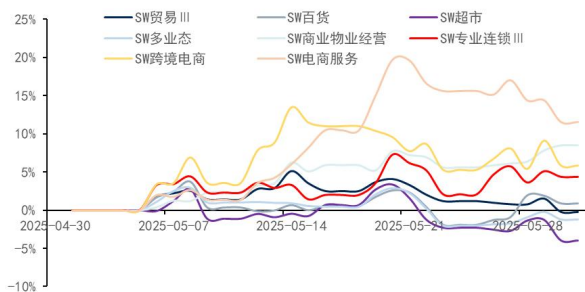
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 2025 年 5 月美容护理指数与沪深 300 指数行情走势



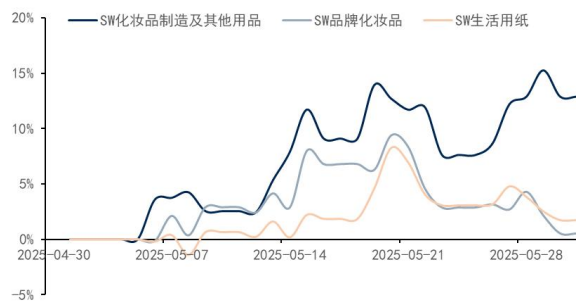
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 2025 年 5 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

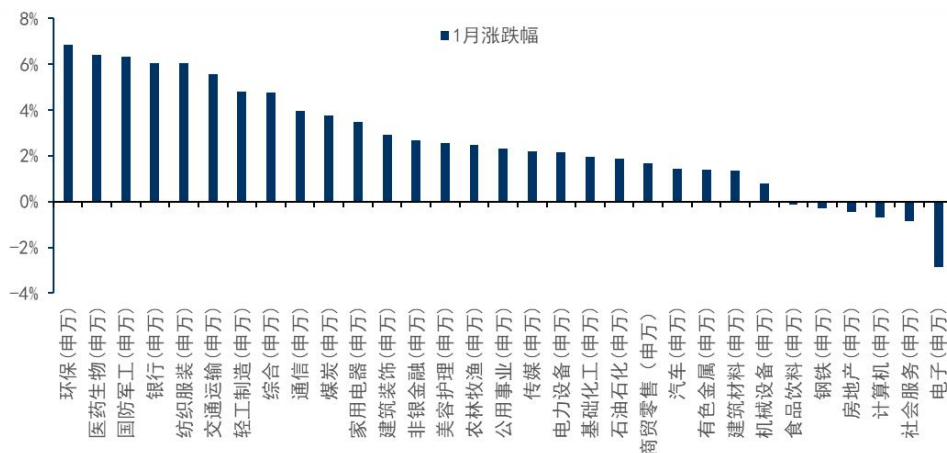
图17: 2025 年 5 月美容护理三级子行业行情走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

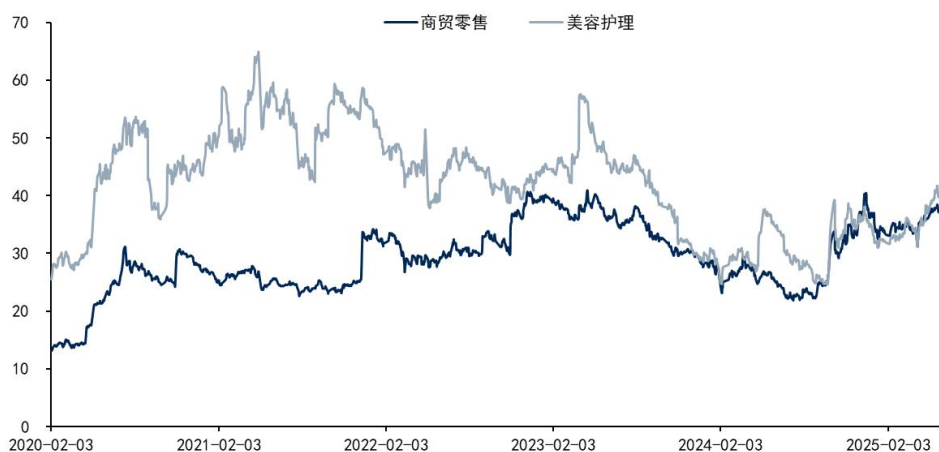
横向对比来看, 2025 年 5 月商贸零售指数在申万 31 个一级子行业中排名倒数第 21 位; 美容护理指数涨跌幅排名第 14 位。估值方面, 截至 2025 年 6 月 8 日, 商贸零售行业 PE (TTM) 37.79 倍, 美容护理行业 PE (TTM) 40.02 倍。

图18: 2025 年 5 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19: 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 5 月, 商贸板块涨幅排名前五的个股以此为丽人丽妆、若羽臣、翠微股份、国光连锁、跨境通。美容护理板块涨幅前五的个股依次为青岛金王、可靠股份、拉芳家化、水羊股份、依依股份。

表4: SW 商贸零售板块成分股 2025 年 5 月涨跌幅排行榜

涨幅前十					跌幅前十				
证券代码	证券简称	4 月收盘价	5 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%
605136.SH	丽人丽妆	7.42	14.13	90.43%	600828.SH	茂业商业	5.14	4.02	-21.79%
003010.SZ	若羽臣	35.08	46.88	33.62%	002251.SZ	步步高	6.20	5.39	-13.06%
603123.SH	翠微股份	8.43	11.25	33.45%	000564.SZ	供销大集	2.70	2.46	-8.89%
605188.SH	国光连锁	10.09	13.18	30.59%	300622.SZ	博士眼镜	32.86	30.19	-8.12%
002640.SZ	跨境通	3.79	4.85	27.97%	600729.SH	重庆百货	31.75	29.35	-7.56%
600608.SH	*ST 沪科	3.05	3.78	23.93%	601116.SH	三江购物	11.39	10.72	-5.88%
300947.SZ	德必集团	17.03	20.97	23.14%	600694.SH	大商股份	25.03	23.59	-5.75%
300464.SZ	星徽股份	4.61	5.60	21.48%	600774.SH	汉商集团	8.98	8.48	-5.57%
300755.SZ	华致酒行	17.38	20.66	18.84%	600861.SH	北京人力	21.13	19.98	-5.44%
002277.SZ	友阿股份	5.34	6.33	18.54%	603214.SH	爱婴室	20.91	19.82	-5.22%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表5: SW 美容护理板块成分股 2025 年 5 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%
002094.SZ	青岛金王	6.92	9.60	38.73%	603605.SH	珀莱雅	95.50	88.77	-7.05%
301009.SZ	可靠股份	11.82	15.38	30.12%	300888.SZ	稳健医疗	51.95	48.38	-6.87%
603630.SH	拉芳家化	19.49	24.94	27.96%	003006.SZ	百亚股份	31.98	30.57	-4.41%
300740.SZ	水羊股份	12.67	15.78	24.55%	002243.SZ	力合科创	8.19	7.86	-4.00%
001206.SZ	依依股份	17.43	20.90	19.93%	603983.SH	丸美生物	47.40	45.91	-3.14%
300886.SZ	华业香料	22.49	26.35	17.16%	300896.SZ	爱美客	173.00	170.00	-1.73%
600249.SH	两面针	5.32	6.22	16.92%	000615.SZ	*ST 美谷	3.16	3.14	-0.63%
301108.SZ	洁雅股份	27.30	31.41	15.05%	600315.SH	上海家化	23.42	23.76	1.45%
300132.SZ	青松股份	5.36	6.16	14.93%	688363.SH	华熙生物	48.84	50.44	3.28%
603059.SH	倍加洁	21.62	24.64	13.97%	605009.SH	豪悦护理	58.60	60.60	3.41%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

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