



Research and  
Development Center

# 从毛利率扩张逻辑布局消费赛道

2023年3月29日

证券研究报告

行业研究

专题报告

休闲服务

投资评级

上次评级

刘嘉仁 社零&amp;美护首席分析师

执业编号：S1500522110002

联系电话：15000310173

邮箱：liujiaren@cindasc.com

王越 社服&amp;美护分析师

执业编号：S1500522110003

联系电话：18701877193

邮箱：wangyue1@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

# 从毛利率扩张逻辑布局消费赛道

2023年3月29日

## 本期内容提要：

◆**强预期弱复苏风险下，建议关注毛利率。**对于消费板块，市场担心强预期弱复苏的风险，即前期市场已经将国内消费预期部分纳入股价，若后续复苏速度不及预期则有可能出现大幅回调。我们认为要重点关注消费细分子赛道与标的，短期关注可以兑现经营数据的行业和标的，长期从毛利率角度推进消费细分赛道配置。本文将详细介绍从毛利率角度进行配置的逻辑。

◆**疫情以来A股整体成本承压，休闲服务板块毛利降幅较大。**受疫情影响，上游原材料、能源价格上涨等多重因素影响，A股上市公司成本承压，整体毛利率从2019年底的19.35%，下降至2022Q3的17.90%。许多行业受到疫情冲击，例如航空、旅游、餐饮等行业。休闲服务、房地产和农林渔牧等三大行业毛利率下滑最为显著。

◆**后疫情时代毛利率有望修复，下游消费毛利有望进入扩张周期。**首先，当前社会面全面恢复，多项促消费刺激政策出台，消费复苏的确定性较高，消费类标的毛利率有望进入新一轮扩张周期。其次，我们在去年底外发的《信达证券2023年年度策略：从政策角度出发，探究供给推动需求下的消费产业链疫后投资机遇》中提到，PPI-CPI剪刀差转负，意味着终端消费品价格上涨能弥补原材料成本价格上涨，上游利润将向中下游传导，中下游企业盈利有望改善。

◆**剪刀差转负阶段，利润由上游转向中下游，历史数据证明消费板块或有超额收益。**我们认为精选消费细分赛道配置，从行业供给侧逻辑出发，通过毛利率视角进行选股或许是重要参考标准。因为无论是企业提高生产效率、降低生产成本，还是从产业链议价能力增强角度降低原材料成本/提高产品附加值，这些优势都将直接体现在企业的毛利率上。事实上，我们也整理了中国过去四次剪刀差为负时期和美国过去两次剪刀差为负时期消费子行业毛利率变化与板块超额收益率的数据，发现比较显著的正相关关系，即毛利率处于扩张期的消费子版块超额收益率更高。此外，我们也统计了过去20年A股所有上市公司的数据，发现当年毛利率改善幅度越大的标的，其超额收益率越明显。以消费板块为例，当年毛利率提升幅度在前20%的标的，其平均超额收益率达16.4%，明显高于毛利率提升幅度排名靠后的标的。因此，在疫后国内消费复苏的大背景下，消费类标的毛利率有望进入新一轮扩张周期，消费板块也有望迎来一波显著的超额收益行情。

◆**投资建议：**从毛利率扩张持续性的角度出发，建议短期重点关注毛利率改善幅度大的板块，而长期建议关注毛利率改善确定性强的板块，如果板块兼具短期弹性与长期确定性，则更加值得持续重点跟踪。毛利率短期改善幅度大，但持续性较弱：1) 疫后复苏带来消费场景恢复，此前受损的消费子版块毛利率有望大幅改善，包括酒店、景区、演艺、餐饮、免税、会展等出行产业链版块，及医美、运动服饰、职业教育等消费板块；2) 上游成本下降叠加下游需求回升，消费制造类企业毛利率也有望迅速改善，例如化妆品代工厂、纺织染整等。毛利率长期有望持续改善：酒店重点标的锦江酒店，君亭酒店；演艺重点标的：宋城演艺；眼视光重点标的为：爱博医疗、明月镜片；化妆品品牌重点标的：珀莱雅、贝泰妮；医美上游重点标的：爱美客、华东医药。

**风险因素：**疫情相关风险、宏观经济风险、政策风险、化妆品行业系统风险、品牌发展不及预期、原材料价格波动、汇率波动。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

## 目录

写在前面 .....	4
疫情以来，成本承压，毛利率降幅较大 .....	4
疫后复苏+产业链利润传导，毛利率有望扩张 .....	5
投资建议 .....	9

## 图目录

图 1: 万得全 A 毛利率情况 .....	4
图 2: 申万一级行业 22Q3 与 19Q4 毛利率比较 .....	5
图 3: 上/中/下游企业单月利润率/利润增速与剪刀差相关系数 .....	5
图 4: 上游利润占比与剪刀差正相关 .....	6
图 5: 下游利润占比与剪刀差负相关 .....	6
图 6: 2007.02-2008.04 我国消费子行业超额收益率与毛利率提升幅度 .....	6
图 7: 2008.11-2009.12 我国消费子行业超额收益率与毛利率提升幅度 .....	6
图 8: 2011.10-2016.10 我国消费子行业超额收益率与毛利率提升幅度 .....	6
图 9: 2019.01-2020.12 我国消费子行业超额收益率与毛利率提升幅度 .....	6
图 10: 2014.08-2016.11 美国消费子行业超额收益率与毛利率提升幅度 .....	7
图 11: 2019.01-2020.12 美国消费子行业超额收益率与毛利率提升幅度 .....	7
图 12: 当年超额收益率与当年毛利率改善幅度相关 .....	7
图 13: 大消费板块平均毛利率更高，因而弹性稍弱 .....	8
图 14: 毛利率改善对次年超额收益率影响略小 .....	8
图 15: 2019-2020 年板块市值前三企业毛利率变化较板块变化幅度 .....	9
图 16: 2019-2020 年板块市值前三企业平均超额收益率 .....	9

## 写在前面

当前，对于消费板块，市场担心强预期弱复苏的风险，即前期市场已经将国内消费预期部分纳入股价，若后续复苏速度不及预期则有可能出现大幅回调。我们认为要重点关注消费细分赛道与标的，短期关注可以兑现经营数据的行业和标的，长期从毛利率角度推进消费细分赛道配置。本文将详细介绍从毛利率角度进行配置的逻辑。

## 疫情以来，成本承压，毛利率降幅较大

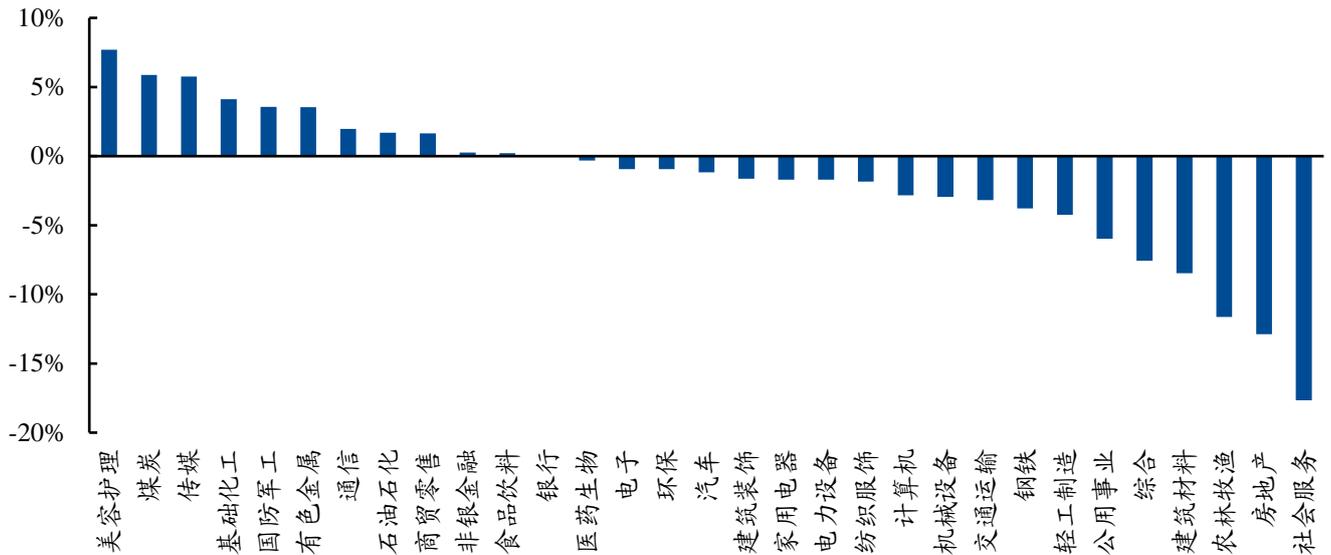
**毛利率是公司盈利的起点，也是基本、最稳定的利润来源。**由于公司盈利来源包括主营业务、投资收益、营业外收支等，因此毛利率不能全面反映公司整体盈利能力。但是毛利率是公司核心业务盈利能力的直接体现，其高低直接体现公司主营业务竞争力的强弱。毛利率由销售收入和销售成本计算得来，与大多数变量相比，销售收入稳定性更高，多数企业长期经营的历史表明，当企业由巨大盈利转向微小或大额损失时，销售收入却在经历多年的增长后趋于平稳；其次，销售成本被人为操控、刻意降低或虚抬的可能性较低；此外，由毛利率到营业利润率、净利率涉及科目较多，操作空间大，更容易被粉饰。因此，毛利率指标客观性较强，本文选择毛利率进行分析。

**疫情以来，A股整体成本承压，休闲服务板块毛利降幅较大。**受疫情影响、上游原材料、能源价格上涨等多重因素影响，A股上市公司成本承压，整体毛利率从2019年底的19.35%，下降至2022Q3的17.90%。许多行业受到疫情冲击，例如航空、旅游、餐饮等行业。休闲服务、房地产和农林渔牧等三大行业毛利率下滑最为显著。

图1：万得全A毛利率情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图2：申万一级行业 22Q3 与 19Q4 毛利率比较**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 疫后复苏+产业链利润传导，毛利率有望扩张

后疫情时代的毛利率有望修复，下游消费毛利有望进入扩张周期。首先，当前社会面全面恢复，多项促消费刺激政策出台，消费复苏的确定性较高，消费类标的毛利率有望进入新一轮扩张周期。其次，我们在去年底外发的《信达证券 2023 年年度策略：从政策角度出发，探究供给推动需求下的消费产业链疫后投资机遇》中提到，PPI-CPI 代表产业链利润的转移。CPI 代表中下游企业生产消费品的销售价格，而 PPI 代表工业产品出厂价格，也即中下游需要承担的原材料成本，当前 PPI-CPI 剪刀差转负，意味着终端消费品价格上涨能够弥补原材料成本价格上涨，上游利润将向中下游传导，中下游企业盈利有望改善。

**图3：上/中/下游企业单月利润率/利润增速与剪刀差相关系数**

	当月利润率与剪刀差相关系数	当月利润同比增速与剪刀差相关系数		当月利润率与剪刀差相关系数	当月利润同比增速与剪刀差相关系数		
上游采掘	煤炭开采和洗选业	0.11	-0.08	电气机械和器材制造业	0.02	0.01	
	石油和天然气开采业	0.35	0.12	计算机、通信和其他电子设备制造业	0.12	0.03	
	黑色金属矿采选业	0.01	0.26	中游设备制造	仪器仪表制造业	-0.03	0.08
	有色金属矿采选业	-0.07	0.07	其他制造业	0.04	0.08	
	非金属矿采选业	-0.04	-0.02	废弃资源综合利用业	-0.13	-0.01	
	开采专业及辅助性活动	-0.16	-0.11	金属制品、机械和设备修理业	-0.25	-0.08	
其他采矿业	0.13	0.10	下游消费	农副食品加工业	-0.39	-0.10	
上游原材料	石油、煤炭及其他燃料加工业	0.68	0.33	食品制造业	-0.01	-0.03	
	化学原料和化学制品制造业	0.31	0.33	酒、饮料和精制茶制造业	0.03	-0.06	
	医药制造业	0.45	0.38	烟草制品业	0.13	-0.12	
	化学纤维制造业	-0.09	-0.03	纺织业	-0.09	0.06	
	橡胶和塑料制品业	-0.01	0.18	纺织服装、服饰业	-0.20	-0.09	
	非金属矿物制品业	0.21	0.24	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.14	-0.11	
中游设备制造	黑色金属冶炼和压延加工业	0.60	0.27	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业	-0.12	-0.16	
	有色金属冶炼和压延加工业	0.16	-0.02	家具制造业	-0.07	-0.08	
	金属制品业	-0.27	-0.09	造纸和纸制品业	-0.16	-0.29	
	通用设备制造业	-0.28	-0.08	印刷和记录媒介复制业	0.12	-0.19	
	专用设备制造业	-0.19	-0.01	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.37	-0.08	
	汽车制造业	-0.03	0.04	公用事业	电力、热力生产和供应业	0.11	-0.02
中游设备制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.04	-0.11	燃气生产和供应业	-0.05	-0.07	
				水的生产和供应业	0.01	-0.06	

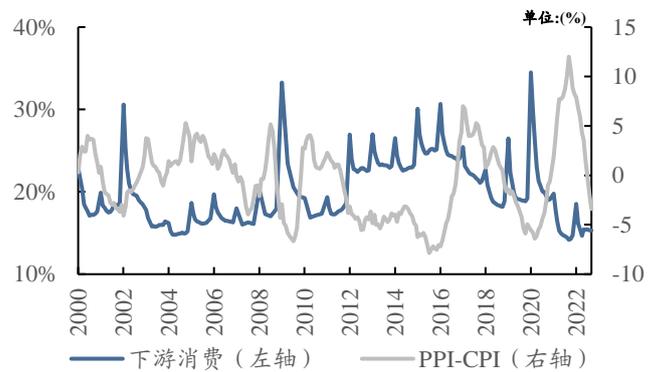
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图4：上游利润占比与剪刀差正相关**



资料来源：Wind，信达证券研发中心

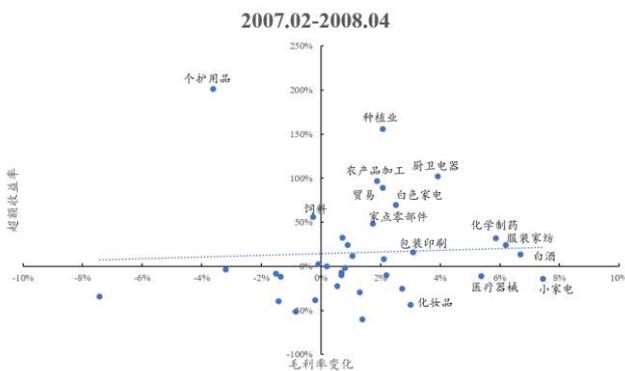
**图5：下游利润占比与剪刀差负相关**



资料来源：Wind，信达证券研发中心

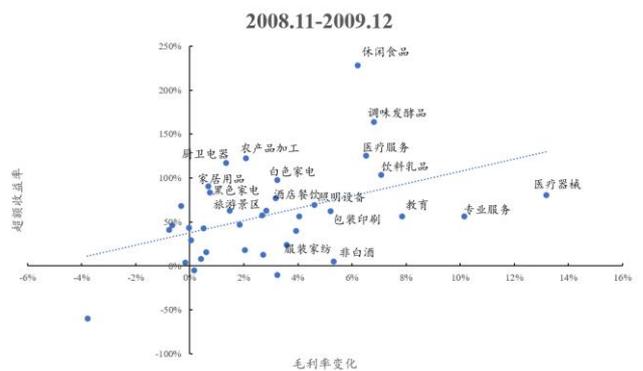
**剪刀差转负阶段，利润由上游转向中下游，历史数据证明消费板块或有超额收益。**我们认为精选消费细分赛道配置，从行业供给侧逻辑出发，通过毛利率视角进行选股或许是重要参考标准。因为无论是企业提高生产效率、降低生产成本，还是从产业链议价能力增强角度降低原材料成本/提高产品附加值，这些优势都将直接体现在企业的毛利率上。事实上，我们也整理了中国过去四次剪刀差为负时期和美国过去两次剪刀差为负时期消费子行业毛利率变化与板块超额收益率的数据，发现比较显著的正相关关系，即毛利率处于扩张期的消费子版块超额收益率更高。

**图6：2007.02-2008.04 我国消费子行业超额收益率与毛利率提升幅度**



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图7：2008.11-2009.12 我国消费子行业超额收益率与毛利率提升幅度**

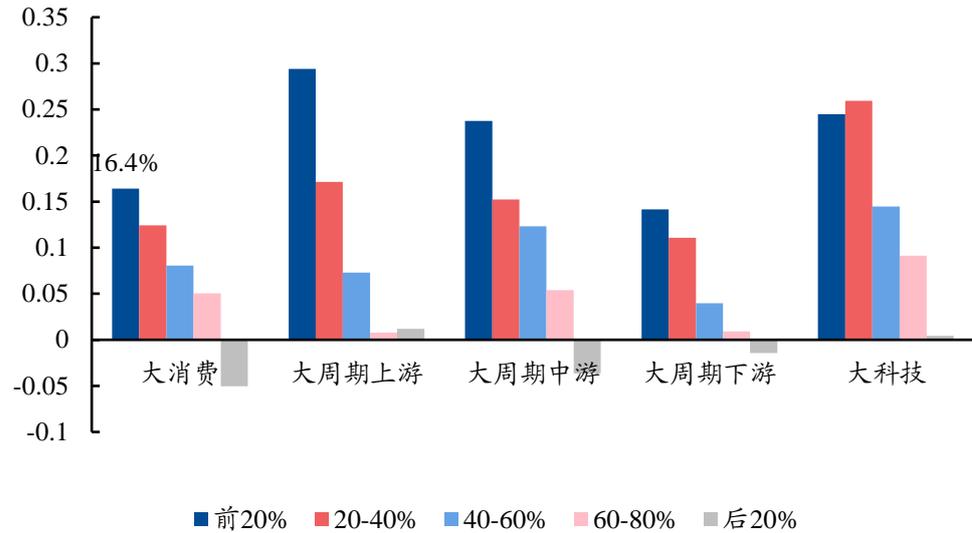


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图8：2011.10-2016.10 我国消费子行业超额收益率与毛利率提升幅度**

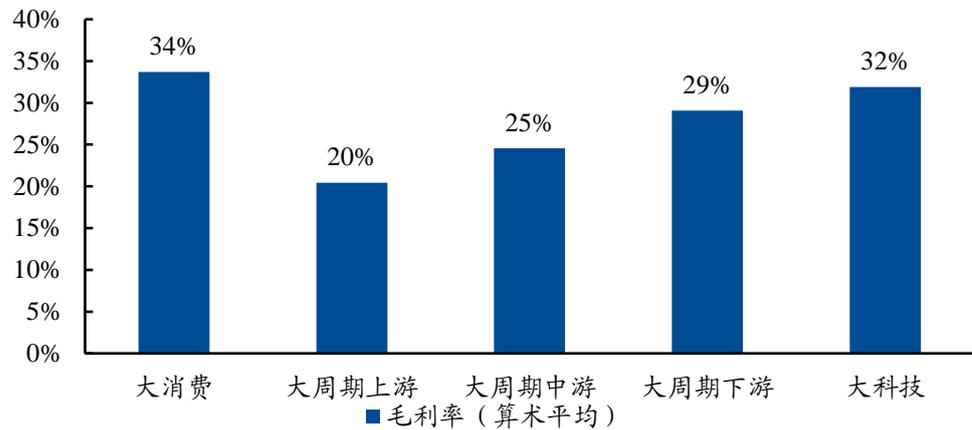
**图9：2019.01-2020.12 我国消费子行业超额收益率与毛利率提升幅度**





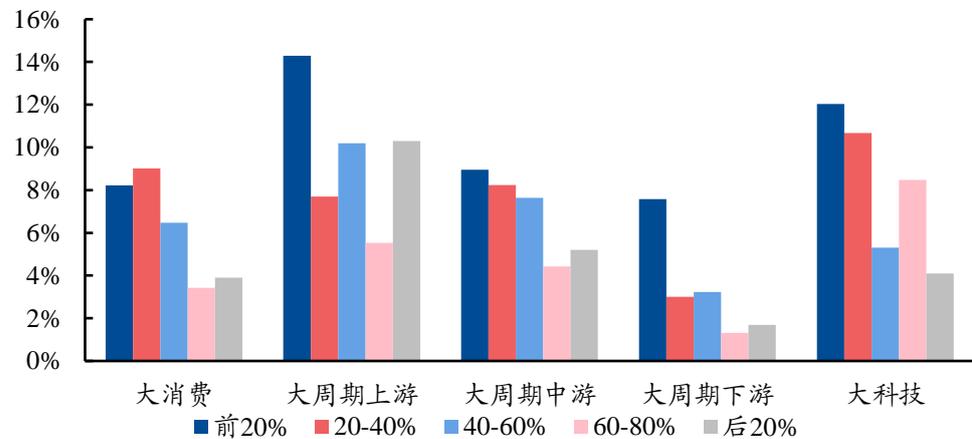
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图13: 大消费板块平均毛利率更高，因而弹性稍弱



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

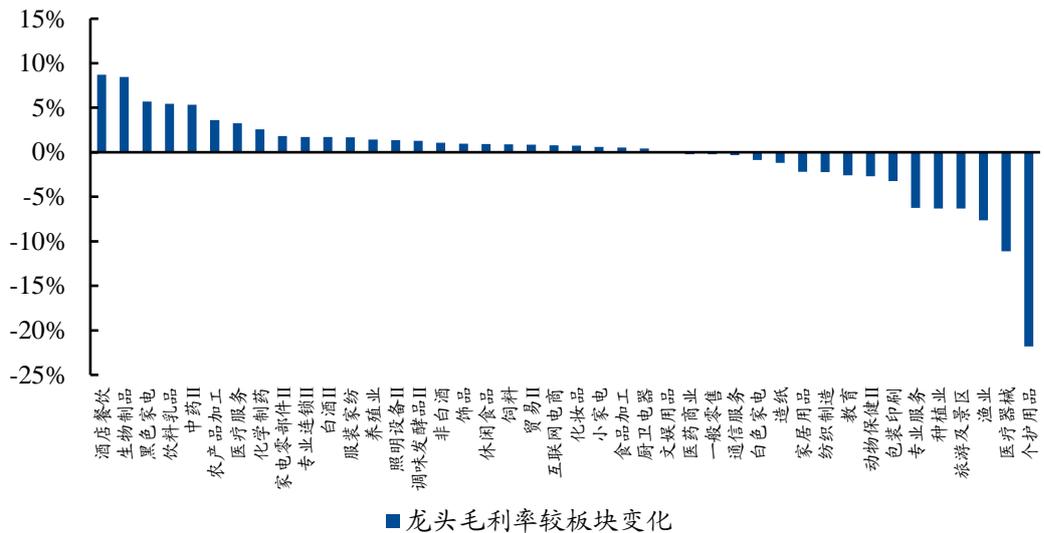
图14: 毛利率改善对次年超额收益率影响略小



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

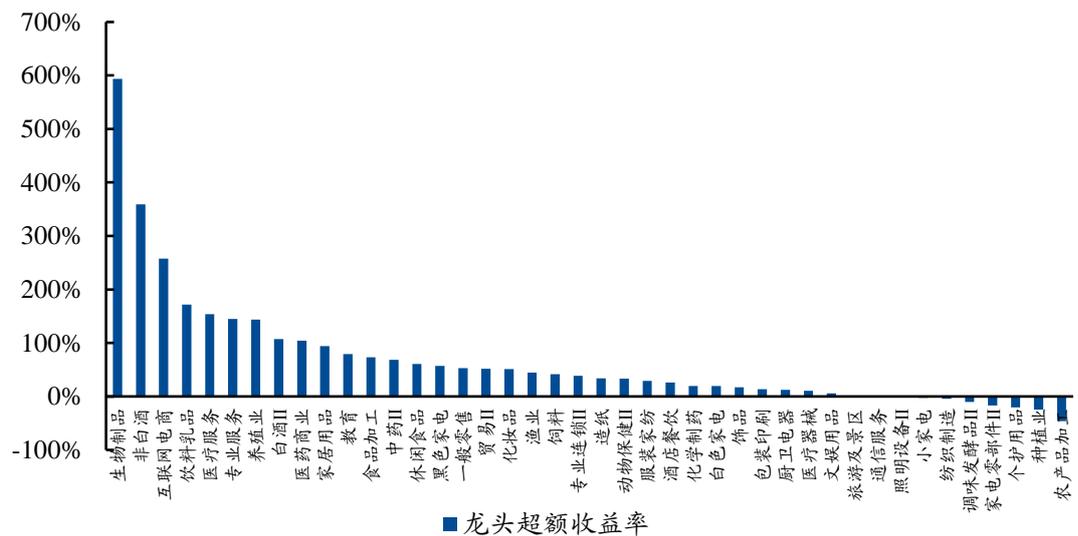
疫情推动“供给侧改革”，关注龙头业绩表现。我们对上一次剪刀差为负时期（即 2019-2020 年）消费板块进行研究，发现在 42 个二级消费子行业中，有 25 个子行业龙头企业毛利率改善幅度超过板块平均，而有 35 个子行业龙头企业取得超额收益率，所有子行业龙头平均超额收益率约 68%。我们认为，从供给侧特征来看，龙头企业市占率有望逐步提升或者维持高位，同时龙头经营效率、盈利能力不断提高，而疫情作用类似一次“供给侧改革”，淘汰落后工业产能、行业竞争格局优化，龙头的优势或将更加明显。

图15：2019-2020 年板块市值前三企业毛利率变化较板块变化幅度



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图16：2019-2020 年板块市值前三企业平均超额收益率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 投资建议

投资建议：看好毛利率有所改善的公司。从毛利率扩张持续性的角度出发，建议短期重点关注毛利率改善幅度大的板块，而长期建议关注毛利率改善确定性强的板块，如果板块兼具短

期弹性与长期确定性，则更加值得持续重点跟踪：

**毛利率短期改善幅度大，但持续性较弱：**

- 1) 疫后复苏带来消费场景恢复，此前受损的消费子版块毛利率有望大幅改善，包括酒店、景区、演艺、餐饮、免税、会展等出行产业链版块，及医美、运动服饰、职业教育等消费板块；
- 2) 上游成本下降叠加下游需求回升，消费制造类企业毛利率也有望迅速改善，例如化妆品代工厂、纺织染整等；

**毛利率长期有望持续改善：**

- 1) 酒店：加盟占比持续提升，酒店集团整体价格水平提升推动毛利率提升，重点标的为：锦江酒店，君亭酒店；
- 2) 演艺：多剧目多剧院演艺王国模式优化、客单价提升带来长期毛利率提升，重点标的：宋城演艺；
- 3) 眼视光：高客单价近视防控功能性产品渗透率提升带来的毛利率提升，重点标的为：爱博医疗、明月镜片；
- 4) 化妆品品牌：高端品类/明星单品/高端品牌占比提升带来毛利率提升，重点标的为：珀莱雅、贝泰妮；
- 5) 医美上游：监管趋严背景下合规产品市占率提升&持续推出高价新品，带来毛利率提升，重点标的为：爱美客、华东医药。

**风险因素**：疫情相关风险、宏观经济风险、政策风险、化妆品行业系统风险、品牌发展不及预期、原材料价格波动、汇率波动。

## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**王越**，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

**周子莘**，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**涂佳妮**，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

**李文静**，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华北区销售	赵岚琦	15690170171	<a href="mailto:zhaolanqi@cindasc.com">zhaolanqi@cindasc.com</a>
华北区销售	张斓夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@cindasc.com</a>
华北区销售	王哲毓	18735667112	<a href="mailto:wangzheyu@cindasc.com">wangzheyu@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>



华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华东区销售	王赫然	15942898375	<a href="mailto:wangheran@cindasc.com">wangheran@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:caijing1@cindasc.com">caijing1@cindasc.com</a>
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	<a href="mailto:songwangfeiyi@cindasc.com">songwangfeiyi@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。