



耐用消费产业行业研究

买入 (维持评级)

行业周报

证券研究报告

国金证券研究所

分析师: 赵中平 (执业 S1130524050003)
zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师: 王刚 (执业 S1130524080001)
wang_g@gjzq.com.cn

分析师: 张杨桓 (执业 S1130522090001)
zhangyanghuan@gjzq.com.cn

分析师: 杨欣 (执业 S1130522080010)
yangxin1@gjzq.com.cn

分析师: 叶思嘉 (执业 S1130523080001)
yesijia@gjzq.com.cn

分析师: 许孟婕 (执业 S1130522080003)
xumengjie@gjzq.com.cn

高低切布局传统核心资产，新消费仍是全年主线

消费中观策略&投资建议

①基本面有向好变化的低位传统核心资产，资本市场逻辑是高低切，新消费已经将表观 30-60XPE 的高标估值体系确立，传统核心资产的估值水位也有望在流动性宽松叠加公募基金欠配背景下向上修复，尤其是在地产高频数据企稳经济有自发筑底倾向&传统消费 25Q2 开始财报基数下降景气度增速有自发回升趋势背景下，建议关注安踏体育，雅迪控股，裕同科技等；②坚定持有兑现度较高的新消费龙头，建议关注泡泡玛特，康耐特光学等。预计消费类资金有望向两个方向切换；③积极拥抱新消费赛道或具备新消费思维的传统赛道优质公司，经营本质逻辑是中小体量企业会重视新消费赛道与新消费思维也更容易通过改革调改入局其中，中远期有望兑现为估值业绩的戴维斯双击，建议关注海澜之家，慕思股份，潮宏基等。

消费宏观&中观景气跟踪

- 内需：国内 4 月社零整体单月同比+5.1%，较 3 月同比小幅下降 0.9pct。4 月商品社零同比+5.1%，餐饮社零同比+5.2%，较 3 月同比均小幅下滑。国内 5 月服务业 PMI 为 50.2%，制造业 PMI 为 49.5%。服务业 PMI 扩张，较 4 月小幅上涨 0.1pct。制造业 PMI 小幅回升 0.5pct，收缩幅度收窄。
- 出口：4 月 PCE 同比+2.1%，核心 PCE 同比+0.1%，整体通胀较温和，关税影响下降息存在不确定性。

行业景气跟踪

- 家用电器：白电、黑电稳健向上，厨电底部企稳，扫地机高景气维持。①白电 6 月排产数据跟踪：6 月三大白电合计排产总量达 3515 万台，同比+7.3%。6 月份空调内销/出口排产 1366/684 万台；6 月份冰箱内销/出口排产 334/456 万台；6 月份洗衣机内销/出口排产 293/382 万台。②618 清洁电器数据跟踪：618 前两周扫地机行业销售额同比+2.5%，洗地机销售额同比+5.2%。③家电 4 月出口数据跟踪：空调方面，4 月出口量同比+14.5%。冰冷方面，4 月出口量同比-0.7%。洗衣机方面：4 月出口量同比+16.1%。
- 轻工制造：①新型烟草（拐点向上）：海外雾化电子烟合规市场扩容趋势明确，HNB 行业成长态势清晰，英美烟草份额有望提升。②家居（底部企稳）：考虑后续或有反复叠加海外需求景气度环比走弱，建议关注具备 α 的企业。③潮玩（高景气维持）：关注新公司&运营模式的涌现、IP 推新迭代&持续扩圈带动行业扩容。④两轮车（高景气维持）：截至 5.31，电动自行车以旧换新 650 万辆，龙头超跌值得关注，新势力关注渠道下沉&女性产品力开拓。⑤轻工消费（稳健向上）：持续关注国货品牌势能，产品创新周期为主导，阶段性 618 数据为验证。⑥造纸（略有承压）：截至 5.30，双胶纸/白卡纸/生活纸/箱板纸单位价格环比上周-100/持平/持平/持平。
- 纺织服装：618 第一周期销售情况乐观，重视新消费及具备 α 的品牌；①品牌服饰端，关注两个方向：1) 有差别于行业独特 α，今年或有显著弹性的标的，尤其是新零售业态；2) 业绩表现在于版块拥有显著优势的标的。②纺织制造端，关税政策出台后美国服装品牌下单显著谨慎化，订单能见度下降。目前关税预期显著缓和，客户信心恢复背景下有望加大补单，提升国内工厂的产能利用率，提升国内就业率和工资收入，利于内需。
- 社会服务：旅游高景气维持；餐饮拐点向上；酒店稳健向上；①餐饮：茶饮受益基数改善+外卖平台大战，4 月以来同店改善、5 月维持高景气。②旅游：端午假期首日/第二天，全社会跨区域人员流动来分别为 2.29 亿人次/2.13 亿人次。③酒店：全国酒店 RevPAR 同比+10.8%（前值+1.7%）④人服：部分行业线上招聘持续改善。⑤教育：K12 景气度延续。关注竞争格局边际变化及扩张与利润端平衡。
- 商贸零售：百货（整体承压，调改类向上）、超市（整体承压，调改类向上）、线上零售（整体稳定，小幅回暖）。①线上零售：外卖竞争或逐渐向成本效率倾斜；②线下零售：建议继续关注纯内需且受益于出海供应商受阻的国内零售变革巨头。
- 风险提示

政策落地不及预期；关税风险；市场波动风险；数据跟踪误差。



内容目录

一、消费中观策略.....	4
1.1、配置思路：高低切布局传统核心资产，新消费仍是全年主线.....	4
1.2、内需：稳中向好.....	4
1.3、出口：通胀压力有所缓解，关税影响带来不确定性.....	5
1.4、估值&流动性：估值相对低位，宽松环境延续.....	6
二、家用电器：空调6月排产高增，关注618+国补共振下的家电表现.....	6
三、轻工制造：优选新兴成长+边际景气度向上板块.....	7
四、纺织服饰：618第一周期销售情况乐观，重视新消费及具备α的品牌.....	7
五、社会服务：古茗、蜜雪入通在即，关注端午休闲旅游景气延续.....	8
六、零售互联网：外卖竞争或逐渐向成本效率倾斜.....	8
七、风险提示.....	8
八、附录.....	9

图表目录

图表 1：社零整体单月同比.....	4
图表 2：商品、餐饮社零单月同比.....	4
图表 3：限额以上社零分行业当月同比（%）.....	4
图表 4：服务业 PMI.....	5
图表 5：制造业 PMI.....	5
图表 6：新房价格同比.....	5
图表 7：二手房价格同比.....	5
图表 8：美国 PCE 物价同比.....	5
图表 9：美国核心 PCE 物价同比.....	5
图表 10：中证可选消费指数 PE TTM.....	6
图表 11：中证必选消费指数 PE TTM.....	6
图表 12：MLF 利率（%）.....	6
图表 13：十年期国债收益率（%）.....	6
图表 14：社零当月同比（%）.....	9
图表 15：社零分类型当月同比（%）.....	9
图表 16：限额以上社零分行业当月同比（%）.....	9
图表 17：居民可支配收入单季度同比（%）.....	9
图表 18：CPI 当月同比（%）.....	9



图表 19: CPI 分项当月同比 (%)	10
图表 20: 服务业 PMI	10
图表 21: 制造业 PMI	10
图表 22: 出口金额累计同比 (%)	10
图表 23: 出口金额当月同比 (%)	10
图表 24: CCFI 海运价格指数	11
图表 25: 美元兑人民币中间价	11
图表 26: 可选消费公募持仓 (%)	11
图表 27: 可选消费分行业公募持仓 (%)	11
图表 28: 24Q4 可选消费公募持仓 TOP15	11
图表 29: 25Q1 财报选股模型机会	12



一、消费中观策略

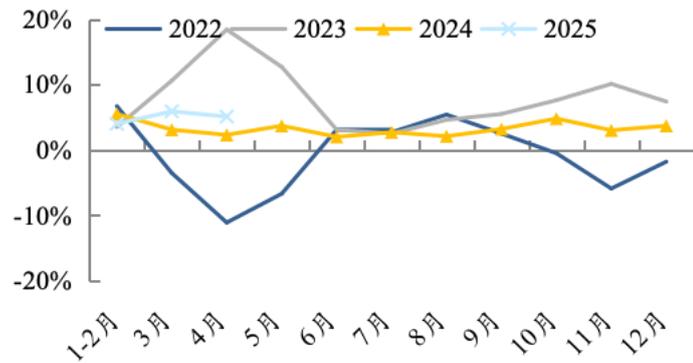
1.1、配置思路：高低切布局传统核心资产，新消费仍是全年主线

(1) 基本面有向好变化的低位传统核心资产，资本市场逻辑是高低切，新消费已经将表现 30-60XPE 的高标估值体系确立，传统核心资产的估值水位也有望在流动性宽松叠加公募基准欠配背景下向上修复，尤其是在地产高频数据企稳经济有自发筑底倾向&传统消费 25Q2 开始财报基数下降景气度增速有自发回升趋势背景下，建议关注安踏体育，雅迪控股，裕同科技，上美股份，美的集团，海尔智家，石头科技等；(2) 坚定持有兑现度较高的新消费龙头，建议关注泡泡玛特，康耐特光学，古茗，思摩尔国际，锦波生物等。预计消费类资金有望向两个方向切换：(3) 积极拥抱新消费赛道或具备新消费思维的传统赛道优质公司，经营本质逻辑是中小体量企业会重视新消费赛道与新消费思维也更容易通过改革调改入局其中，中远期有望兑现为估值业绩的戴维斯双击，建议关注海澜之家，格力博，慕思股份，潮宏基，茶百道等。

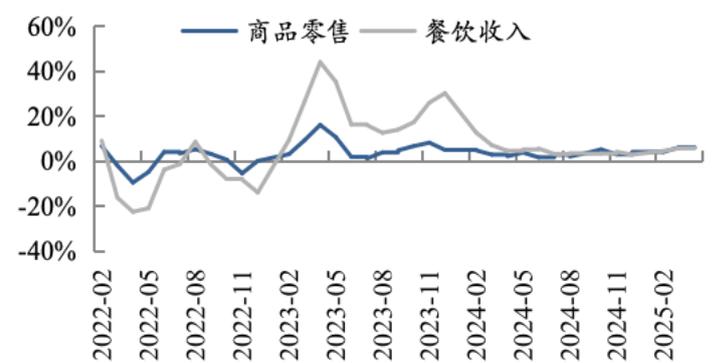
1.2、内需：稳中向好

国内 4 月社零整体单月同比+5.1%，较 3 月同比小幅下降 0.9pct。另外，4 月商品社零同比+5.1%，餐饮社零同比+5.2%，较 3 月同比均小幅下滑。

图表1：社零整体单月同比



图表2：商品、餐饮社零单月同比



来源：wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

国内 4 月家电音像、文化办公用品、家具、金银珠宝、体育娱乐用品同比增幅均超 20%，其中金银珠宝同比增速较 3 月显著提升 15pct。

图表3：限额以上社零分行业当月同比 (%)

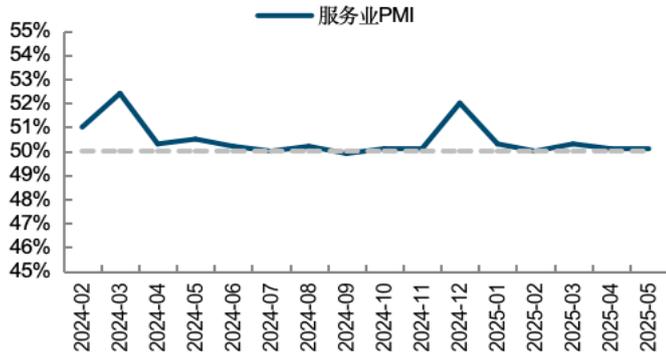
大类	细分	年初至今	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10
必选消费	粮油、食品类	12.2%	14.0%	13.8%	11.5%	9.9%	10.1%	10.1%
	饮料类	-0.5%	2.9%	4.4%	-2.6%	-8.5%	-4.3%	-0.9%
	烟酒类	6.3%	4.0%	8.5%	5.5%	10.4%	-3.1%	-0.1%
可选消费	家用电器和音像器材类	19.3%	38.8%	35.1%	10.9%	39.3%	22.2%	39.2%
	家具类	18.1%	26.9%	29.5%	11.7%	8.8%	10.5%	7.4%
	服装、鞋帽、针纺织品	3.4%	2.2%	3.6%	3.3%	-0.3%	-4.5%	8.0%
	日用品类	6.8%	7.6%	8.8%	5.7%	6.3%	1.3%	8.5%
	文化办公用品类	21.7%	33.5%	21.5%	21.8%	9.1%	-5.9%	18.0%
	餐饮收入	4.7%	3.7%	6.8%	3.6%	1.2%	2.5%	-0.3%
	金银珠宝类	6.9%	25.3%	10.6%	5.4%	-1.0%	-5.9%	-2.7%
	化妆品类	3.2%	7.2%	1.1%	4.4%	0.8%	-26.4%	40.1%
	体育娱乐用品	25.4%	23.3%	26.2%	25.0%	16.7%	3.5%	26.7%

来源：Wind，国金证券研究所（注：数据截至 2025 年 4 月）

国内 5 月服务业 PMI 为 50.2%，制造业 PMI 为 49.5%。服务业 PMI 扩张，较 4 月小幅上涨 0.1pct，五一假期刺激消费。制造业 PMI 小幅回升 0.5pct，收缩幅度收窄。

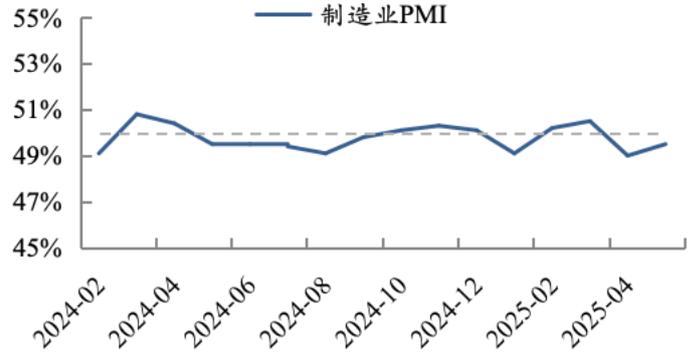


图表4: 服务业 PMI



来源: Wind, 国金证券研究所

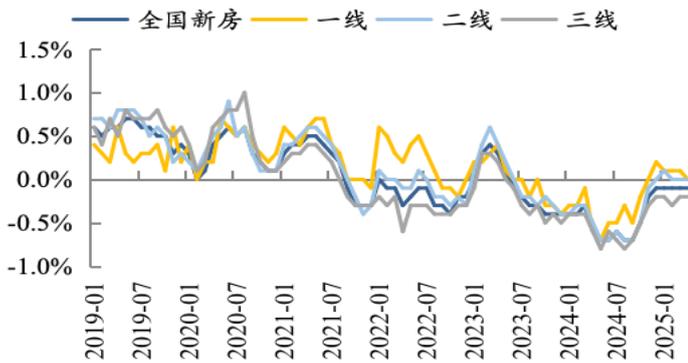
图表5: 制造业 PMI



来源: wind, 国金证券研究所

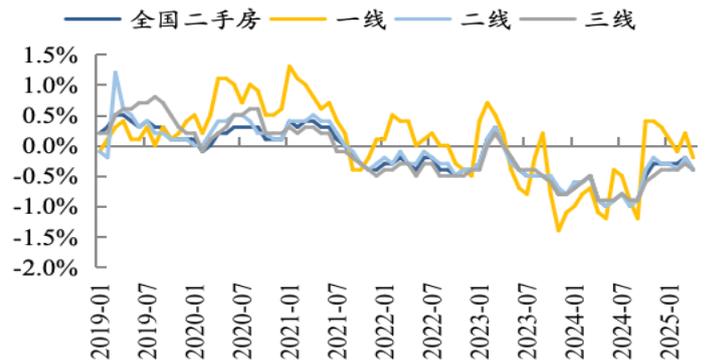
新房价格环比: 全国 (-0.1%)、一线 (0.0%)、二线 (0.0%)、三线 (-0.2%)。二手房价格环比: 全国 (-0.4%)、一线 (-0.2%)、二线 (-0.4%)、三线 (-0.4%)。4月全国房价整体下滑, 其中二手房表现明显弱于新房, 三线城市房价下滑较一线城市更多。

图表6: 新房价格同比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 二手房价格同比



来源: wind, 国金证券研究所

1.3、出口: 通胀压力有所缓解, 关税影响带来不确定性

4月PCE同比+2.1%, 较3月大幅下降0.2%; 核心PCE同比+0.1%, 较3月小幅上升0.1%。美国PCE下降速度放缓, 核心PCE回升, 整体通胀仍较温和, 关税影响下降息存在不确定性。

图表8: 美国PCE物价同比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 美国核心PCE物价同比



来源: wind, 国金证券研究所

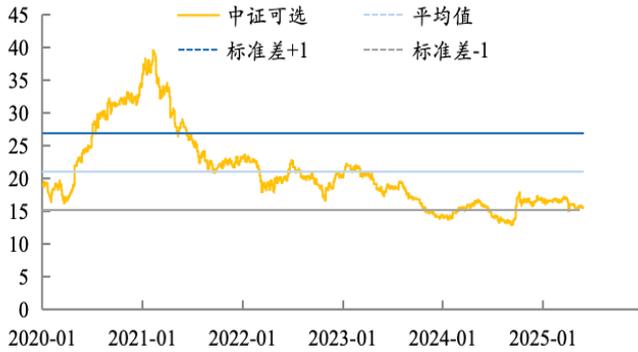


1.4、估值&流动性：估值相对低位，宽松环境延续

■ 估值水平

可选消费指数 PE TTM 约为 15.5X，必选消费指数 PE TTM 约为 19.7X，估值水平小幅下降。

图表10：中证可选消费指数 PE TTM



图表11：中证必选消费指数 PE TTM



来源：Wind，国金证券研究所（注1：统计区间自 2015/1/1 始；注2：数据截至 2025/6/1）

来源：Wind，国金证券研究所（注1：统计区间自 2015/1/1 始；注2：数据截至 2025/6/1）

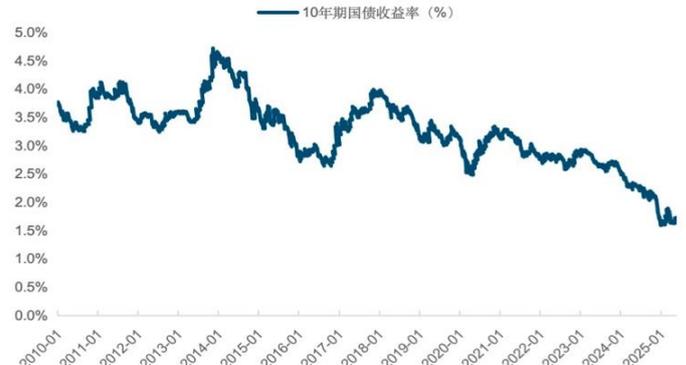
■ 流动性

宏观流动性层面，国内宽货币延续。截至 5 月 31 日，10 年期国债收益率 1.7%，保持历史低位；24 年 9 月降息以来，MLF 保持在 2.0% 的水平，可能考虑到汇率的压力。

图表12：MLF 利率 (%)



图表13：十年期国债收益率 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

二、家用电器：空调 6 月排产高增，关注 618+国补共振下的家电表现

■ 行业边际变化

1. 白电 6 月排产数据跟踪：

据产业在线，6 月三大白电合计排产总量达 3515 万台，同比+7.3%。分产品看，6 月份空调内销/出口排产 1366/684 万台，同比分别+29.3%/-18.3%；6 月份冰箱内销/出口排产 334/456 万台，同比分别+4.3%/-6.6%；6 月份洗衣机内销/出口排产 293/382 万台，同比分别+1%/-0.9%。

2. 618 清洁电器数据跟踪：

618 前两周扫地机行业销额同比+2.5%，石头/科沃斯/追觅/云鲸销额同比+24.6%/+4.7%/-



18.5%/-15.8%；洗地机销额同比+5.2%，石头/科沃斯/追觅/云鲸销额同比+782.3%/-23.9%/-23.9%/-33.4%。

3. 家电 4 月出口数据跟踪：

空调：4 月出口量同比+14.5%，其中南美、中东出口增速领先，分别同比+37%、+31%，其次是欧洲、非洲，同比+14%/+14%，北美及东南亚下滑，同比-5%/-11%。

冰冷：4 月出口量同比-0.7%，其中中东、南美、东南亚、非洲在实现+31%、+16%、+70%、+43%的增长，欧洲、北美大幅下滑，分别同比-19%/-21%。

洗衣机：4 月出口量同比+16.1%，其中中东、南美增速显著，分别同比+56%、+33%，非洲、东南亚、欧洲分别同比+19%、+15%、+10%，北美大幅下滑，同比-20%。

景气度方面，白电、黑电稳健向上，厨电底部企稳，扫地机高景气维持。

三、轻工制造：优选新兴成长+边际景气度向上板块

■ 行业边际变化

1. 新型烟草（拐点向上）：1) 本周日本烟草 Ploom AURA 上市，加热等待时间需 25 秒，参数来看产品力并没有显著提升，一定程度上验证英美烟草新品 Glo hilo 的产品力较优；2) 日烟近期宣称，今年年中将提交 Ploom X 的 FDA 申请，美国 HNB 市场有望逐步开启。整体来看，海外雾化电子烟合规市场扩容趋势明确，HNB 行业成长态势清晰，英美烟草份额有望提升，继续重点布局切入其产业链的思摩尔国际。

2. 家居（底部企稳）：1) 内销方面，5 月百强房企全口径销售同比-10.4%，环比+4.2%，销售仍有一定压力。根据草根调研，目前渠道反馈 5 月家具终端销售情况整体相对偏弱；2) 外销方面，根据 CME 跟踪，7 月降息概率为 23.7%。近期贸易摩擦虽有缓和迹象，但考虑后续或有反复叠加海外需求景气度环比走弱，建议关注具备 α 的企业。

3. 造纸（底部企稳）：截至 5 月 30 日，双胶纸/白卡纸/生活纸/箱板纸单位价格 5200/4460/5900/3730 元，环比上周-100/持平/持平/持平，阔叶浆/针叶浆单位价格 4150/6450 元，环比上周-100 元/-50 元。国内纸浆主流港口库存仍保持较高位水平，国内纸浆价格下跌明显。前期多家纸企为缓解盈利压力发布涨价函，但上游纸浆价格不振且下游需求未有明显改善，具体落地效果仍有待进一步观察。

4. 潮玩（高景气维持）：关注新公司&运营模式的涌现、IP 推新迭代&持续扩圈带动行业扩容（例如泡泡 labubu3.0&CRY baby 爆火/饰品店新开、量子旗下 wakuku 发布传播等）。

5. 两轮车（高景气维持）：截至 5.31，电动自行车以旧换新 650 万辆；截至尽管进入 2Q 基数升高，但以旧换新带来的两轮车高景气度维持，龙头超跌值得关注，新势力关注渠道下沉&女性产品力开拓。

6. 轻工消费宠物（高景气维持）：持续关注国货品牌势能提升，产品创新周期为主导，阶段性 618 数据为验证，运营投放有分化。卫生巾抖音 618 好物节（5/13-6/2）排名：自由点（百亚）/奈丝（稳健）/洁婷（豪悦）排名 TOP1/11/13，较 318 好物节排名持平/-3/持平，我们观察到国货个护品牌竞争有加剧趋势，后续需关注品牌投入策略、产品推新周期。

四、纺织服饰：618 第一周期销售情况乐观，重视新消费及具备 α 的品牌

■ 行业边际变化

1. 品牌服饰端：4 月服装零售同比增长 2.2%，环比走弱，主要受到天气影响。5 月情况来看，服装动销环比 4 月有所好转，618 第一阶段（5.13-5.30）销售情况乐观，淘天/京东/抖音平台同比增长 9.2%/9.0%/18.2%，建议持续关注 618 催化。当前时间点，我们推荐关注两个方向 1) 有差别于行业独特 α ，今年或有显著弹性的标的，尤其是新零售业态；2) 业绩表现在于版块拥有显著优势的标的。

2. 纺织制造端：关税问题上 5 月 28 日美国国际贸易法院阻止了特朗普在 4 月 2 日宣布的关税政策生效，并裁定特朗普对向美国出口多于进口的国家征收全面关税的行为越权。美国关税政策出台后美国服装品牌下单显著谨慎化，制造企业订单能见度下降，直接反映在出口数据中。目前关税预期显著缓和，客户信心恢复背景下有望加大补单，从而提升国内工厂的产能利用率，进而提升国内就业率和工资收入，有利于内需。



五、社会服务：古茗、蜜雪入通在即，关注端午休闲旅游景气延续

■ 行业边际变化

1. 餐饮：茶饮受益基数改善+外卖平台大战，4月以来同店明显改善、5月维持高景气。产品端，头部品牌果蔬汁、奶昔等新产品创新加快。根据5/16恒生指数公布季检结果，蜜雪冰城、古茗进入恒生综合指数，预计6月9日进入港股通。
2. 旅游：根据交通部数据，端午假期首日/第二天，全社会跨区域人员流动来分别为2.29亿人次/2.13亿人次，同比24年端午+10.2%/6.2%，体现出行意愿旺盛。
3. 酒店：端午带动周度数据高增。25年第19周（25/5/26~25/6/1 vs 24/5/27~24/6/2）全国酒店RevPAR同比+10.8%（前值+1.7%），拆分量价，ADR同比+9.9%（前值+2.4%），OCC同比+0.5pct（前值+0.5pct）。
4. 人服：部分行业线上招聘数持续改善，人服多家人服公司接入DeepSeek，有望提高招聘匹配效率。
5. 教育：K12景气度延续。关注竞争格局边际变化以及扩张与利润端的平衡。

六、零售互联网：外卖竞争或逐渐向成本效率倾斜

■ 行业边际变化

百货（整体承压，调改类向上）、超市（整体承压，调改类向上）、线上零售（整体稳定，小幅回暖）。

线上零售：外卖竞争或逐渐向成本效率倾斜

1. 补贴政策调整印证高额补贴的不可持续性、美团竞争压力或能逐步缓解。

高额补贴在前期攻入市场时效果良好，但随着外卖单量的迅速增长，高额补贴带来的平台经营压力明显加大（除补贴外的骑手等成本本身已有较大负担且不具备杠杆作用），京东外卖补贴成本向商家端开始倾斜，商户经营压力提升对于后续的参与积极性或产生一定影响。

2. 高额补贴吸引的为价格敏感型用户、补贴退坡后流失可能性较高。

前期补贴后的订单金额差异较大时，用户极易选择价格有优势的平台，但若后续补贴退坡流失概率较大，美团凭借更丰富的供给及更高效的配送有望吸引用户回流。

3. 短期竞争催生用户需求增长、若此趋势维持补贴退坡后美团或成为受益方。

近期的外卖大战实际上带来了市场需求的增长（在原有玩家单量增速不减的情况下，京东为市场带来了较多额外增量），若后需价格及补贴回归正常化，美团的成本效率优势及商品供给丰富度优势有望成为该部分需求增量的受益方。

线下零售：

建议继续关注纯内需且受益于出海供应商受阻的国内零售变革巨头，包括全国型商超龙头永辉超市和区域性商超龙头步步高。线下新型折扣零售龙头仅依赖内需就可快速成长，其在消费后周期的成长性优势明显，详细可参考我们的深度报告《美日消费变迁的启示》。胖东来式的精选型零售路线在国内需求旺盛，长期机会明显，而且在贸易战导致供应商出海受阻的情况下，反而有助于商超吸收优质供应商，建议关注正经历零售变革的永辉超市、步步高。

七、风险提示

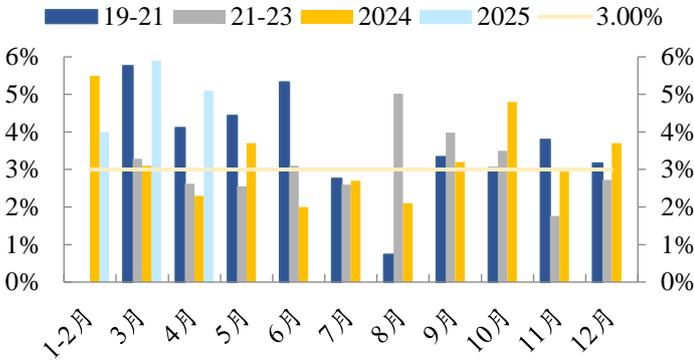
- 政策落地不及预期：当前内需依然偏弱，主要依赖增量政策托底，若后续落地效果不及预期可能造成不利影响。
- 关税风险：当前美国关税仍存在较大不确定性，若最后关税仍维持较高水平，或对美国消费形成一定冲击
- 市场波动风险：当前市场情绪变化较大，可能导致波动率同步放大。
- 数据跟踪误差：高频数据跟踪可能存在统计误差。



八、附录

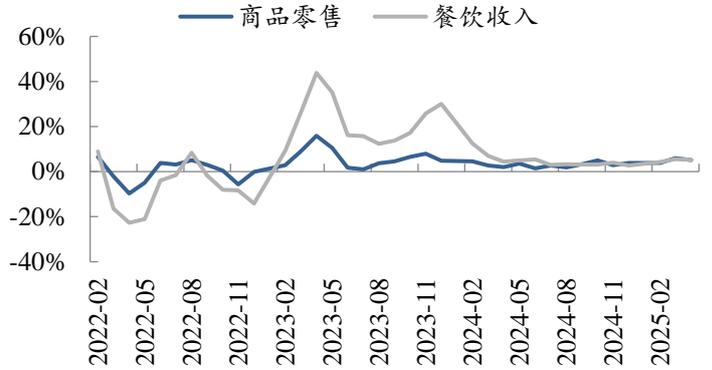
■ 内需数据跟踪

图表14: 社零当月同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025 年 4 月)

图表15: 社零分类型当月同比 (%)



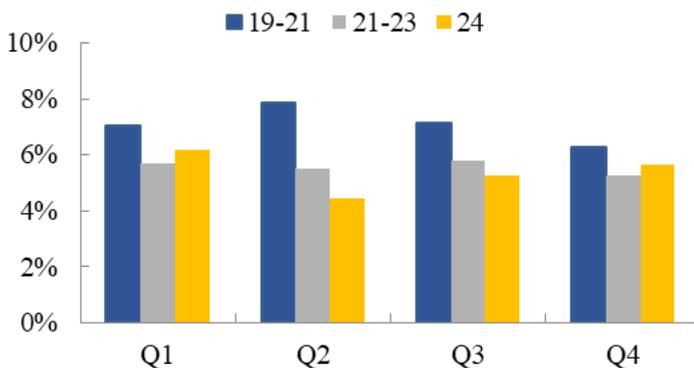
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025 年 4 月)

图表16: 限额以上社零分行业当月同比 (%)

大类	细分	年初至今	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10
必选消费	粮油、食品类	12.2%	14.0%	13.8%	11.5%	9.9%	10.1%	10.1%
	饮料类	-0.5%	2.9%	4.4%	-2.6%	-8.5%	-4.3%	-0.9%
	烟酒类	6.3%	4.0%	8.5%	5.5%	10.4%	-8.1%	-0.1%
可选消费	家用电器和音像器材类	19.3%	38.8%	35.1%	10.9%	39.3%	22.2%	39.2%
	家具类	18.1%	26.9%	29.5%	11.7%	8.8%	10.5%	7.4%
	服装、鞋帽、针纺织品类	3.4%	2.2%	3.6%	3.3%	-0.3%	-4.5%	8.0%
	日用品类	6.8%	7.6%	8.8%	5.7%	6.3%	1.3%	8.5%
	文化办公用品类	21.7%	38.5%	21.5%	21.8%	9.1%	-5.9%	18.0%
	餐饮收入	4.7%	3.7%	6.8%	3.6%	1.2%	2.5%	-0.3%
	金银珠宝类	6.9%	25.3%	10.6%	5.4%	-1.0%	-5.9%	-2.7%
	化妆品类	3.2%	7.2%	1.1%	4.4%	0.8%	-26.4%	40.1%
	体育娱乐用品	25.4%	23.3%	26.2%	25.0%	16.7%	3.5%	26.7%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025 年 4 月)

图表17: 居民可支配收入单季度同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024Q4)

图表18: CPI 当月同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025 年 4 月)

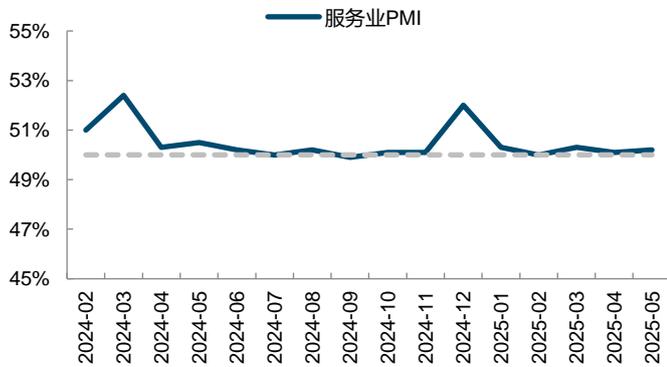


图表19: CPI 分项当月同比 (%)

分类	2025-04	2025-03	2025-02	2024-12	2024-11	2024-10
食品烟酒	-0.4%	-0.6%	-1.9%	0.0%	0.9%	2.0%
衣着	1.2%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%
居住	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%
生活用品及服务	-0.2%	0.6%	-0.7%	-0.7%	-0.3%	0.1%
交通和通信	-2.4%	-2.6%	-2.5%	-2.2%	-3.6%	-4.8%
教育文化和娱乐	0.7%	0.8%	-0.5%	0.9%	1.0%	0.8%
医疗保健	0.3%	0.1%	0.2%	0.9%	1.1%	1.1%
其他用品和服务	6.2%	6.2%	6.5%	4.9%	5.2%	4.7%

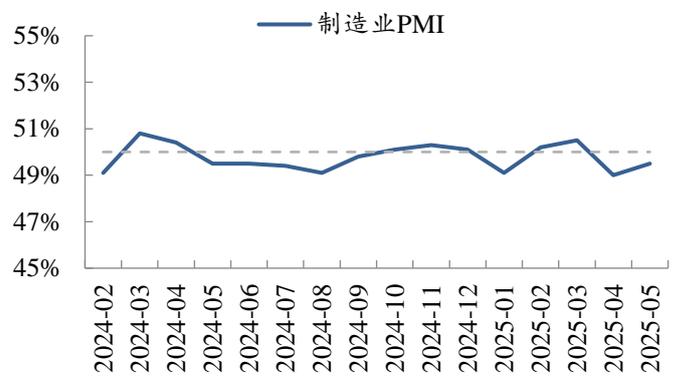
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025 年 4 月)

图表20: 服务业 PMI



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025 年 5 月)

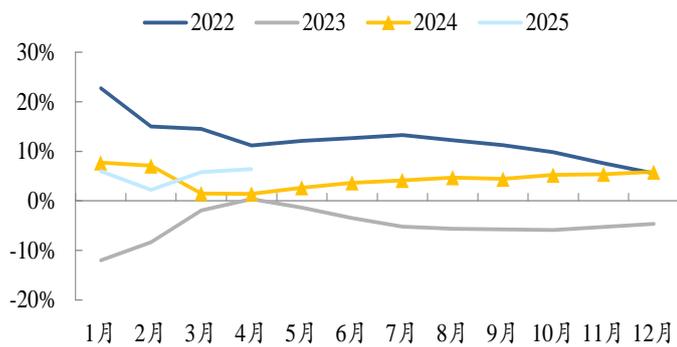
图表21: 制造业 PMI



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025 年 5 月)

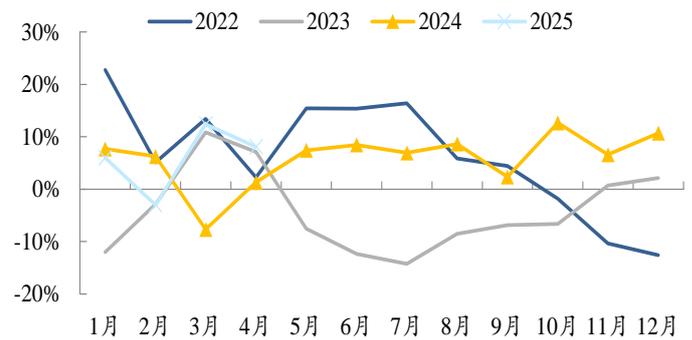
■ 出口数据跟踪

图表22: 出口金额累计同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025 年 4 月)

图表23: 出口金额当月同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025 年 4 月)

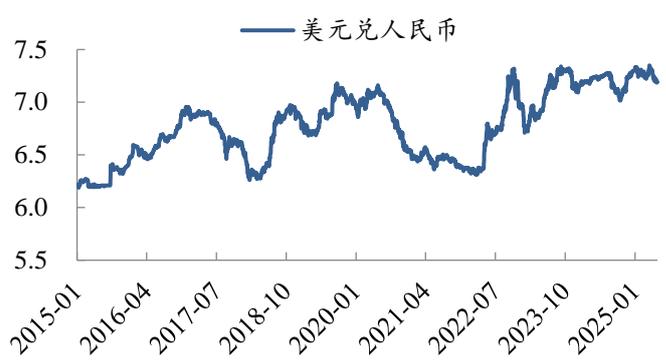


图表24: CCFI 海运价格指数



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025/5/15)

图表25: 美元兑人民币中间价



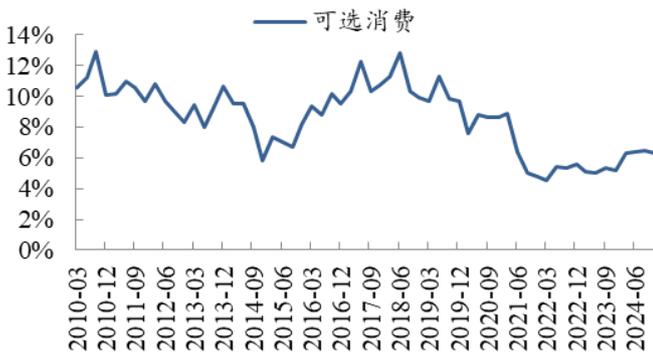
来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2025/5/15)

■ 公募持仓分析

2024 年四季度, 公募基金持仓中可选消费整体占比 6.3%, 较上季度微降 0.2pct。

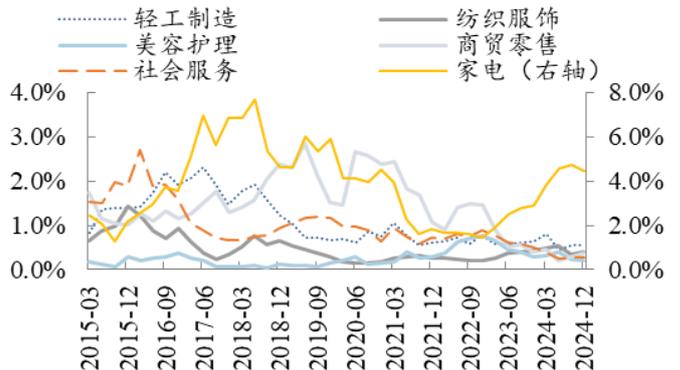
分行业看, 家电 (4.5%)、纺服 (0.4%)、轻工 (0.6%)、美容护理 (0.2%)、社会服务 (0.3%)、商贸零售 (0.4%)。

图表26: 可选消费公募持仓 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 Q4)

图表27: 可选消费分行业公募持仓 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 数据截至 2024 年 Q4)

图表28: 24Q4 可选消费公募持仓 TOP15

排序	证券简称	一级行业	二级行业	24Q4持仓市值 (亿元)	占可选消费比例 (%)	持仓占比变动 (pct)
1	美的集团	家用电器	白色家电	666	29.3%	2.0%
2	美团-W	社会服务	本地生活服务II	223	9.8%	-1.6%
3	阿里巴巴-W	商贸零售	互联网电商	186	8.2%	1.2%
4	格力电器	家用电器	白色家电	184	8.1%	-0.2%
5	海尔智家	家用电器	白色家电	117	5.1%	-1.8%
6	三花智控	家用电器	家电零部件II	76	3.3%	0.0%
7	石头科技	家用电器	小家电	53	2.3%	-2.3%
8	太阳纸业	轻工制造	造纸	49	2.2%	0.1%
9	泡泡玛特	轻工制造	文娱用品	43	1.9%	1.1%
10	中国中免	商贸零售	旅游零售II	35	1.6%	-0.3%
11	小商品城	商贸零售	一般零售	30	1.3%	0.8%
12	百胜中国	社会服务	酒店餐饮	25	1.1%	0.3%
13	海信视像	家用电器	黑色家电	22	1.0%	-0.4%
14	华利集团	纺织服饰	纺织制造	22	1.0%	0.2%
15	同程旅行	社会服务	旅游及景区	21	0.9%	0.4%

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 包括家电、轻工、纺服、美护、商贸零售、社服)



财报选股模型机会筛选

图表29：25Q1 财报选股模型机会

类型	行业	细分赛道	证券代码	证券简称	超额收益	类型	行业	细分赛道	证券代码	证券简称	超额收益				
收入加速	纺织服装	家纺	002293.SZ	罗莱生活	19.60%	纺织服装	家纺	002293.SZ	罗莱生活	19.60%	纺织服装	家纺	002293.SZ	罗莱生活	19.60%
	纺织服装	钟表珠宝	002345.SZ	潮宏基	30.68%	纺织服装	钟表珠宝	002345.SZ	潮宏基	30.68%	纺织服装	钟表珠宝	002345.SZ	潮宏基	30.68%
	纺织服装	钟表珠宝	002721.SZ	ST金一	12.56%	纺织服装	家纺	003041.SZ	真爱美家	12.41%	纺织服装	家纺	003041.SZ	真爱美家	12.41%
	纺织服装	鞋帽及其他	300577.SZ	开润股份	-6.71%	纺织服装	鞋帽及其他	300577.SZ	开润股份	-6.71%	纺织服装	鞋帽及其他	300577.SZ	开润股份	-6.71%
	纺织服装	鞋帽及其他	603877.SH	太平鸟	10.81%	纺织服装	鞋帽及其他	603877.SH	太平鸟	10.81%	纺织服装	鞋帽及其他	603877.SH	太平鸟	10.81%
	纺织服装	鞋帽及其他	603958.SH	哈森股份	17.87%	纺织服装	鞋帽及其他	603958.SH	哈森股份	17.87%	纺织服装	鞋帽及其他	603958.SH	哈森股份	17.87%
	家用电器	冰洗	000614.SZ	深康佳A	24.21%	家用电器	冰洗	000614.SZ	深康佳A	24.21%	家用电器	冰洗	000614.SZ	深康佳A	24.21%
	家用电器	空调	000333.SZ	美的集团	5.25%	家用电器	空调	000333.SZ	美的集团	5.25%	家用电器	空调	000333.SZ	美的集团	5.25%
	家用电器	空调	000651.SZ	格力电器	10.09%	家用电器	空调	000651.SZ	格力电器	10.09%	家用电器	空调	000651.SZ	格力电器	10.09%
	家用电器	其他黑色家电	002052.SZ	*ST同洲	46.68%	家用电器	其他黑色家电	002052.SZ	*ST同洲	46.68%	家用电器	其他黑色家电	002052.SZ	*ST同洲	46.68%
	家用电器	其他黑色家电	002290.SZ	禾盛新材	7.87%	家用电器	其他黑色家电	002290.SZ	禾盛新材	7.87%	家用电器	其他黑色家电	002290.SZ	禾盛新材	7.87%
	家用电器	其他黑色家电	002614.SZ	奥佳华	-6.59%	家用电器	其他黑色家电	002614.SZ	奥佳华	-6.59%	家用电器	其他黑色家电	002614.SZ	奥佳华	-6.59%
	家用电器	其他黑色家电	002676.SZ	顺威股份	-3.06%	家用电器	其他黑色家电	002676.SZ	顺威股份	-3.06%	家用电器	其他黑色家电	002676.SZ	顺威股份	-3.06%
	家用电器	其他黑色家电	002724.SZ	海洋王	3.19%	家用电器	其他黑色家电	002724.SZ	海洋王	3.19%	家用电器	其他黑色家电	002724.SZ	海洋王	3.19%
	家用电器	其他黑色家电	300403.SZ	汉宇集团	7.92%	家用电器	其他黑色家电	300403.SZ	汉宇集团	7.92%	家用电器	其他黑色家电	300403.SZ	汉宇集团	7.92%
	家用电器	其他黑色家电	301187.SZ	欧圣电气	-7.08%	家用电器	其他黑色家电	301187.SZ	欧圣电气	-7.08%	家用电器	其他黑色家电	301187.SZ	欧圣电气	-7.08%
	家用电器	其他黑色家电	301332.SZ	德尔玛	1.53%	家用电器	其他黑色家电	301332.SZ	德尔玛	1.53%	家用电器	其他黑色家电	301332.SZ	德尔玛	1.53%
	家用电器	其他黑色家电	600690.SH	海尔智家	0.75%	家用电器	其他黑色家电	600690.SH	海尔智家	0.75%	家用电器	其他黑色家电	600690.SH	海尔智家	0.75%
	家用电器	其他黑色家电	600983.SH	惠而浦	9.99%	家用电器	其他黑色家电	600983.SH	惠而浦	9.99%	家用电器	其他黑色家电	600983.SH	惠而浦	9.99%
	家用电器	其他黑色家电	603219.SH	富佳股份	-2.34%	家用电器	其他黑色家电	603219.SH	富佳股份	-2.34%	家用电器	其他黑色家电	603219.SH	富佳股份	-2.34%
	家用电器	其他黑色家电	688169.SH	石头科技	-11.96%	家用电器	其他黑色家电	688169.SH	石头科技	-11.96%	家用电器	其他黑色家电	688169.SH	石头科技	-11.96%
	家用电器	其他黑色家电	001328.SZ	登康口腔	20.82%	家用电器	其他黑色家电	001328.SZ	登康口腔	20.82%	家用电器	其他黑色家电	001328.SZ	登康口腔	20.82%
	家用电器	其他黑色家电	002094.SZ	青岛金王	42.04%	家用电器	其他黑色家电	002094.SZ	青岛金王	42.04%	家用电器	其他黑色家电	002094.SZ	青岛金王	42.04%
	家用电器	其他黑色家电	002511.SZ	中顺洁柔	9.78%	家用电器	其他黑色家电	002511.SZ	中顺洁柔	9.78%	家用电器	其他黑色家电	002511.SZ	中顺洁柔	9.78%
	家用电器	其他黑色家电	300888.SZ	稳健医疗	24.29%	家用电器	其他黑色家电	300888.SZ	稳健医疗	24.29%	家用电器	其他黑色家电	300888.SZ	稳健医疗	24.29%
	家用电器	其他黑色家电	600223.SH	福瑞达	2.92%	家用电器	其他黑色家电	600223.SH	福瑞达	2.92%	家用电器	其他黑色家电	600223.SH	福瑞达	2.92%
	家用电器	其他黑色家电	603193.SH	润本股份	17.00%	家用电器	其他黑色家电	603193.SH	润本股份	17.00%	家用电器	其他黑色家电	603193.SH	润本股份	17.00%
	家用电器	其他黑色家电	605009.SH	豪悦护理	47.45%	家用电器	其他黑色家电	605009.SH	豪悦护理	47.45%	家用电器	其他黑色家电	605009.SH	豪悦护理	47.45%
	家用电器	其他黑色家电	001279.SZ	强邦新材	9.74%	家用电器	其他黑色家电	001279.SZ	强邦新材	9.74%	家用电器	其他黑色家电	001279.SZ	强邦新材	9.74%
	家用电器	其他黑色家电	002229.SZ	鸿博股份	39.53%	家用电器	其他黑色家电	002229.SZ	鸿博股份	39.53%	家用电器	其他黑色家电	002229.SZ	鸿博股份	39.53%
	家用电器	其他黑色家电	002303.SZ	美盈森	9.47%	家用电器	其他黑色家电	002303.SZ	美盈森	9.47%	家用电器	其他黑色家电	002303.SZ	美盈森	9.47%
	家用电器	其他黑色家电	002701.SZ	奥瑞金	12.56%	家用电器	其他黑色家电	002701.SZ	奥瑞金	12.56%	家用电器	其他黑色家电	002701.SZ	奥瑞金	12.56%
	家用电器	其他黑色家电	301061.SZ	匠心家居	-0.29%	家用电器	其他黑色家电	301061.SZ	匠心家居	-0.29%	家用电器	其他黑色家电	301061.SZ	匠心家居	-0.29%
	家用电器	其他黑色家电	301501.SZ	恒鑫生活	9.24%	家用电器	其他黑色家电	301501.SZ	恒鑫生活	9.24%	家用电器	其他黑色家电	301501.SZ	恒鑫生活	9.24%
	家用电器	其他黑色家电	600210.SH	紫江企业	-0.57%	家用电器	其他黑色家电	600210.SH	紫江企业	-0.57%	家用电器	其他黑色家电	600210.SH	紫江企业	-0.57%
	家用电器	其他黑色家电	600793.SH	宜宾纸业	63.34%	家用电器	其他黑色家电	600793.SH	宜宾纸业	63.34%	家用电器	其他黑色家电	600793.SH	宜宾纸业	63.34%
	家用电器	其他黑色家电	603091.SH	众鑫股份	6.85%	家用电器	其他黑色家电	603091.SH	众鑫股份	6.85%	家用电器	其他黑色家电	603091.SH	众鑫股份	6.85%
	家用电器	其他黑色家电	603499.SH	翔港科技	9.47%	家用电器	其他黑色家电	603499.SH	翔港科技	9.47%	家用电器	其他黑色家电	603499.SH	翔港科技	9.47%
	家用电器	其他黑色家电	603733.SH	仙鹤股份	2.99%	家用电器	其他黑色家电	603733.SH	仙鹤股份	2.99%	家用电器	其他黑色家电	603733.SH	仙鹤股份	2.99%
	家用电器	其他黑色家电	000061.SZ	农产品	11.24%	家用电器	其他黑色家电	000061.SZ	农产品	11.24%	家用电器	其他黑色家电	000061.SZ	农产品	11.24%
	家用电器	其他黑色家电	000417.SZ	合百集团	7.74%	家用电器	其他黑色家电	000417.SZ	合百集团	7.74%	家用电器	其他黑色家电	000417.SZ	合百集团	7.74%
	家用电器	其他黑色家电	000785.SZ	居然智家	-13.19%	家用电器	其他黑色家电	000785.SZ	居然智家	-13.19%	家用电器	其他黑色家电	000785.SZ	居然智家	-13.19%
	家用电器	其他黑色家电	002024.SZ	ST易购	-4.55%	家用电器	其他黑色家电	002024.SZ	ST易购	-4.55%	家用电器	其他黑色家电	002024.SZ	ST易购	-4.55%
	家用电器	其他黑色家电	002251.SZ	步步高	65.65%	家用电器	其他黑色家电	002251.SZ	步步高	65.65%	家用电器	其他黑色家电	002251.SZ	步步高	65.65%
	家用电器	其他黑色家电	002315.SZ	焦点科技	11.02%	家用电器	其他黑色家电	002315.SZ	焦点科技	11.02%	家用电器	其他黑色家电	002315.SZ	焦点科技	11.02%
家用电器	其他黑色家电	003010.SZ	若羽臣	18.39%	家用电器	其他黑色家电	003010.SZ	若羽臣	18.39%	家用电器	其他黑色家电	003010.SZ	若羽臣	18.39%	
家用电器	其他黑色家电	301078.SZ	孩子王	6.72%	家用电器	其他黑色家电	301078.SZ	孩子王	6.72%	家用电器	其他黑色家电	301078.SZ	孩子王	6.72%	
家用电器	其他黑色家电	301558.SZ	三态股份	8.13%	家用电器	其他黑色家电	301558.SZ	三态股份	8.13%	家用电器	其他黑色家电	301558.SZ	三态股份	8.13%	
家用电器	其他黑色家电	600278.SH	东方创业	21.92%	家用电器	其他黑色家电	600278.SH	东方创业	21.92%	家用电器	其他黑色家电	600278.SH	东方创业	21.92%	
家用电器	其他黑色家电	600710.SH	苏美达	1.31%	家用电器	其他黑色家电	600710.SH	苏美达	1.31%	家用电器	其他黑色家电	600710.SH	苏美达	1.31%	
家用电器	其他黑色家电	601116.SH	三江购物	11.17%	家用电器	其他黑色家电	601116.SH	三江购物	11.17%	家用电器	其他黑色家电	601116.SH	三江购物	11.17%	
家用电器	其他黑色家电	300860.SZ	律尚文化	-2.24%	家用电器	其他黑色家电	300860.SZ	律尚文化	-2.24%	家用电器	其他黑色家电	300860.SZ	律尚文化	-2.24%	
家用电器	其他黑色家电	600136.SH	ST明诚	0.06%	家用电器	其他黑色家电	600136.SH	ST明诚	0.06%	家用电器	其他黑色家电	600136.SH	ST明诚	0.06%	
家用电器	其他黑色家电	600880.SH	博瑞传播	5.38%	家用电器	其他黑色家电	600880.SH	博瑞传播	5.38%	家用电器	其他黑色家电	600880.SH	博瑞传播	5.38%	
家用电器	其他黑色家电	688757.SH	胜科纳米	12.57%	家用电器	其他黑色家电	688757.SH	胜科纳米	12.57%	家用电器	其他黑色家电	688757.SH	胜科纳米	12.57%	
家用电器	其他黑色家电	605599.SH	莱宝股份	27.43%	家用电器	其他黑色家电	605599.SH	莱宝股份	27.43%	家用电器	其他黑色家电	605599.SH	莱宝股份	27.43%	
家用电器	其他黑色家电	000333.SZ	美的集团	5.25%	家用电器	其他黑色家电	000333.SZ	美的集团	5.25%	家用电器	其他黑色家电	000333.SZ	美的集团	5.25%	
家用电器	其他黑色家电	000651.SZ	格力电器	10.09%	家用电器	其他黑色家电	000651.SZ	格力电器	10.09%	家用电器	其他黑色家电	000651.SZ	格力电器	10.09%	
家用电器	其他黑色家电	000921.SZ	海信家电	0.31%	家用电器	其他黑色家电	000921.SZ	海信家电	0.31%	家用电器	其他黑色家电	000921.SZ	海信家电	0.31%	
家用电器	其他黑色家电	002032.SZ	苏泊尔	5.72%	家用电器	其他黑色家电	002032.SZ	苏泊尔	5.72%	家用电器	其他黑色家电	002032.SZ	苏泊尔	5.72%	
家用电器	其他黑色家电	002050.SZ	三花智控	-0.20%	家用电器	其他黑色家电	002050.SZ	三花智控	-0.20%	家用电器	其他黑色家电	002050.SZ	三花智控	-0.20%	
家用电器	其他黑色家电	600690.SH	海尔智家	0.75%	家用电器	其他黑色家电	600690.SH	海尔智家	0.75%	家用电器	其他黑色家电	600690.SH	海尔智家	0.75%	
家用电器	其他黑色家电	603551.SH	奥普科技	7.20%	家用电器	其他黑色家电	603551.SH	奥普科技	7.20%	家用电器	其他黑色家电	603551.SH	奥普科技	7.20%	
家用电器	其他黑色家电	603112.SH	华翔股份	-0.28%	家用电器	其他黑色家电	603112.SH	华翔股份	-0.28%	家用电器	其他黑色家电	603112.SH	华翔股份	-0.28%	
家用电器	其他黑色家电	836699.BJ	海达尔	12.82%	家用电器	其他黑色家电	836699.BJ	海达尔	12.82%	家用电器	其他黑色家电	836699.BJ	海达尔	12.82%	
家用电器	其他黑色家电	603193.SH	润本股份	17.00%	家用电器	其他黑色家电	603193.SH	润本股份	17.00%	家用电器	其他黑色家电	603193.SH	润本股份	17.00%	
家用电器	其他黑色家电	603605.SH	珀莱雅	23.49%	家用电器	其他黑色家电	603605.SH	珀莱雅	23.49%	家用电器	其他黑色家电	603605.SH	珀莱雅	23.49%	
家用电器	其他黑色家电	832982.BJ	锦波生物	53.30%	家用电器	其他黑色家电	832982.BJ	锦波生物	53.30%	家用电器	其他黑色家电	832982.BJ	锦波生物	53.30%	
家用电器	其他黑色家电	001323.SZ	慕思股份	0.81%	家用电器	其他黑色家电	001323.SZ	慕思股份	0.81%	家用电器	其他黑色家电	001323.SZ	慕思股份	0.81%	
家用电器	其他黑色家电	002572.SZ	索菲亚	1.94%	家用电器	其他黑色家电	002572.SZ	索菲亚	1.94%	家用电器	其他黑色家电	002572.SZ	索菲亚	1.94%	
家用电器	其他黑色家电	002615.SZ	哈尔斯	-3.76%	家用电器	其他黑色家电	002615.SZ	哈尔斯	-3.76%	家用电器	其他黑色家电	002615.SZ	哈尔斯	-3.76%	
家用电器	其他黑色家电	603091.SH	众鑫股份	6.85%	家用电器	其他黑色家电	603091.SH	众鑫股份	6.85%	家用电器	其他黑色家电	603091.SH	众鑫股份	6.85%	
家用电器	其他黑色家电	300703.SZ	创源股份	10.74%	家用电器	其他黑色家电	300703.SZ	创源股份	10.74%	家用电器	其他黑色家电	300703.SZ	创源股份	10.74%	
家用电器	其他黑色家电	603816.SH	顾家家居	4.45%	家用电器	其他黑色家电	603816.SH	顾家家居	4.45%	家用电器	其他黑色家电	603816.SH	顾家家居	4.45%	
家用电器	其他黑色家电	301061.SZ	匠心家居	-0.29%	家用电器	其他黑色家电	301061.SZ	匠心家居	-0.29%	家用电器	其他黑色家电	301061.SZ	匠心家居	-0.29%	
家用电器	其他黑色家电	605099.SH	共创草坪	5.65%	家用电器	其他黑色家电	605099.SH	共创草坪	5.65%	家用电器	其他黑色家电	605099.SH	共创草坪	5.65%	
家用电器	其他黑色家电	833394.BJ	民士达	56.75%	家用电器	其他黑色家电	833394.BJ	民士达	56.75%	家用电器	其他黑色家电	833394.BJ	民士达	56.75%	
家用电器	其他黑色家电	600729.SH	重庆百货	14.47%	家用电器	其他黑色家电	600729.SH	重庆百货	14.47%	家用电器	其他黑色家电	600729.SH	重庆百货	14.47%	
家用电器	其他黑色家电	002315.SZ	焦点科技	11.02%	家用电器	其他黑色家电</									



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究