

商贸零售行业 11 月投资策略暨三季度报总结

三季度行业仍处低位复苏，个股分化趋势依旧突出

优于大市

核心观点

行业整体增速单季度有所回落，细分板块及个股表现分化。消费行业 2025 年前三季度整体行业增速表现较为平稳。从社零数据来看，2025 年 1-9 月社零销售额 365,877 亿元，同比增长 4.5%，除汽车以外的消费品零售额增速为 4.9%。其中上半年在去年底以来的一系列促消费刺激政策驱动下，社零增速表现一度抬升至近年来的高位，但进入下半年在消费力仍未全面复苏的情况下，随着各种补贴政策的回落，社零增速再度回落。

各板块三季度业绩影响要素综述：1) 美容护理：单季度板块盈利能力出现承压，预计原因包括：电商平台的流量规则变化，特别是达播自播相关调整；行业整体推新平淡，难以爆品驱动；双 11 大促前置导致投放前置。2) 黄金珠宝：一口价产品为主的企业在同行业中表现依旧较为突出，凭借较为优秀的设计感，能够保障企业金价成本不断提升的过程中，产品销量和毛利的相对稳定。3) 跨境出海：营收及业绩整体均有着积极增长表现，反应龙头出海公司依托自身较强经营韧性，对外部关税等因素扰动影响有着较为有效的应对，另一方面，头部公司积极的产品创新，以及经营端降本增效，对最终报表表现也有积极推动。4) 线下零售：整体依旧承压明显，但个股来看，部分区域性连锁超市，已经逐步体现出一定的调改成效，经营效率有所提升，利润逐步改善。

投资建议：维持板块“优于大市”评级。四季度市场震荡有所加大，从牛市轮动角度，未来滞涨已久的消费板块不排除在政策边际加码情况下来迎来一定弹性。同时年初岁初也是消费旺季，预计将带来一定的预期催化。1) 跨境出海：市场对外部关税影响已经逐步钝化，龙头企业在过去一年中验证自身强抗风险能力，随着年底海外消费旺季到来，有望带来基本面催化，推荐：小商品城、安克创新、焦点科技等。2) 美容护理：一方面关注品类线上渗透率相对不高，新品创新仍有空间的个护赛道；另一方面重点关注具备平台化能力，能够以多品牌多品类实现迭代增长的国货龙头。推荐：上美股份、青木科技、上海家化、登康口腔、若羽臣等。3) 黄金珠宝：黄金税收新政影响下多数个股出现超跌，保值及悦己双重催化下，积极通过差异化设计布局一口价产品的企业有望持续受益，推荐：潮宏基、菜百股份、周大福、老铺黄金等。4) 线下零售：当前调改主线明确，核心龙头调整已有一年，同时进入年末岁初消费旺季，可积极关注低位个股：名创优品、重庆百货、永辉超市等。

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
2145.HK	上美股份	优于大市	83.50	332	2.78	3.49	27.98	22.32
002345.SZ	潮宏基	优于大市	12.38	110	0.55	0.64	22.51	19.34
600415.SH	小商品城	优于大市	16.49	904	0.86	1.28	19.17	12.88

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

- 《商贸零售行业 10 月投资策略暨三季度报前瞻-消费整体平稳增长，把握细分板块配置机遇》——2025-10-13
- 《代运营服务商板块系列之二-详解自有品牌发展路径，探析 AI 技术融合前景》——2025-10-09
- 《商贸零售行业 9 月投资策略暨美护财报总结-业绩分化仍延续，产品驱动显著差异》——2025-09-13
- 《黄金珠宝行业系列专题五-港资珠宝本轮反弹逻辑梳理：以自我革新顺应行业焕新》——2025-09-13
- 《海外 IP 潮玩跟踪系列——乐高-产品组合创新推动需求增长双位数，持续扩张全球产能》——2025-08-29

内容目录

消费行业整体低位成长，个股表现分化	4
板块行情：行情表现与机构关注度稳步提升	4
美护行业：整体增长趋稳，盈利有所承压	6
黄金珠宝行业：行业整体好转，分化持续	8
跨境出海行业：景气度延续，增量业务驱动	9
线下零售行业：整体仍承压，调改进行时	10
投资建议	11
风险提示	13

图表目录

图 1: 限额以上社零化妆品销售总额增速 (%)	4
图 2: 2025 年以来美护及零售指数行情走势	5
图 3: 2024 年以来化妆品社零增速走势	6
图 4: 美护板块的营收增速变化	6
图 5: 美护板块的归母净利润增速变化	6
图 6: 美护板块的营收增速变化	7
图 7: 美护板块的扣非净利率变化	7
图 8: 2024 年以来化妆品社零增速走势	8
图 9: 2025 年 Q3 黄金珠宝板块营收增速	8
图 10: 2025 年 Q3 化妆品板块归母净利润增速	8
图 11: 化妆品板块 2025Q3 营收增速	9
图 12: 化妆品板块 2025Q3 归母净利润增速	9
图 13: 跨境电商单季度营业收入及增速 (亿元、%)	9
图 14: 跨境电商单季度归母净利润及增速 (亿元、%)	9
图 15: 跨境电商单季度营业收入及增速 (亿元、%)	10
图 16: 跨境电商单季度归母净利润及增速 (亿元、%)	10
图 17: 零售板块单季度营业收入及增速 (亿元、%)	11
图 18: 零售板块单季度归母净利润及增速 (亿元、%)	11
图 19: 线下零售企业三季度营收增速 (%)	11
图 20: 线下零售三季度归母净利润增速 (%)	11
表 1: Q3 以来表现突出的重点个股情况及归因分析	5
表 2: 可比公司估值表	12

消费行业整体低位成长，个股表现分化

受到宏观经济环境变化以及行业竞争加剧的影响，消费行业 2025 年前三季度整体行业增速表现较为平稳。从社零数据来看，2025 年 1-9 月社零销售额 365.877 亿元，同比增长 4.5%，除汽车以外的消费品零售额增速为 4.9%。其中上半年在去年底以来的一系列促消费刺激政策驱动下，社零增速表现一度抬升至近两年来的高位，但进入下半年有所回落，整体全年预计维持稳步增长。

图1：限额以上社零化妆品销售总额增速（%）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

分渠道来看，1-9 月线上零售额累计同比+9.8%。2025 年 1-9 月，全国网上零售额 112,830 亿元，同比+9.8%，较 2024 年同期+1.2pcts，占社会消费品零售总额的比重为 30.84%。其中，实物商品网上累计零售额为 91,528 亿元，同比增长 6.5%，在实物商品网上零售额中，吃类/穿类/用类商品分别增长 15.1%/2.8%/5.7%。

此外，前三季度城镇消费品零售额 316838.4 亿元，同比+4.4%，乡村消费品零售额 49038.8 亿元，同比+4.6%，城乡之间表现相对均衡。

板块行情：行情表现与机构关注度稳步提升

从板块行情表现来看：整体上，2025 年 1-10 月期间商贸零售行业指数累计上涨 3.9%，美容护理行业指数累计上涨 5.9%，在申万一级行业涨幅均处于靠后位置。自今年下半年以来，在大盘风格切换聚焦科技主线下，新消费主题热度逐步退却后，受此影响美护板块回调较为明显，而零售板块由于去年底涨幅较大的调改主线标的，业绩兑现仍需时间，导致走势相对更为平淡。

图2：2025年以来美护及零售指数行情走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

个股表现特点：整体来看，股价表现突出的个股均有较强的基本面特征，而在当前环境下，基本面的突破往往是由产品创新带动，绿联及青木均是在新品或是新品牌驱动下，迎来业绩快速增长。同时困境反转逻辑也是板块基本面改善的重点方向，包括农产品、六福、水羊等，虽属于不同细分赛道，但均是依托原有业务基本盘，叠加创新业务的布局，实现业绩的底部反弹，从而带动股价表现。

表1：Q3以来表现突出的重点个股情况及归因分析

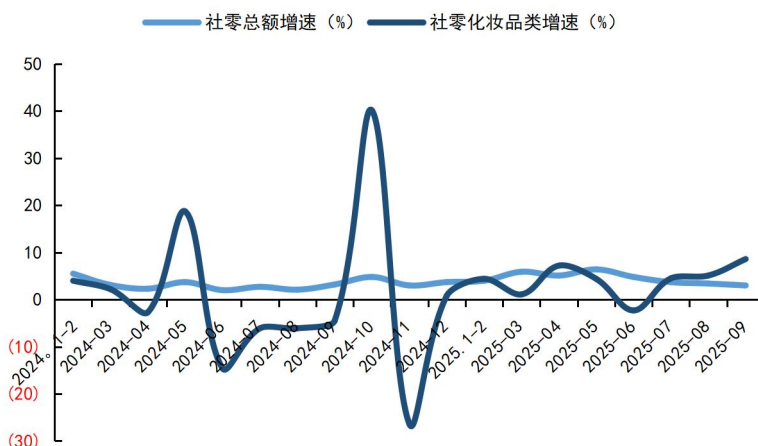
股票名称	市值（亿元）	股价涨跌幅（%）	归因分析
绿联科技	295.2083	38.3434	NARS 产品快速放量，海外业务加速增长
青木科技	70.5397	36.1493	自有品牌快速增长，代运营业务 AI 赋能
农产品	169.7142	33.8028	定增完成助力异地业务加速扩张
吉宏股份	80.1986	31.9685	三季度业绩预告超预期
六福集团	146.0724	26.8340	低估值黄金珠宝龙头，同店加速改善
赛维时代	97.4352	22.3068	盈利状况显著改善，海外业务仍具景气度
水羊股份	79.6781	21.9701	高端品牌业务加速放量表现优异
壹网壹创	72.3386	21.9249	AI 业务加持带来主题催化
青松股份	37.3488	20.9030	三季报业绩拐点确立驱动股价底部反弹
上海家化	168.5943	19.2101	适应性性价比需求，生育政策强相关标的

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，注：日期截止 2025.08.31

美护行业：整体增长趋稳，盈利有所承压

今年以来，化妆品受益于整体复苏亦实现稳健增长，2025年前三季度化妆品社零销售额实现 3288.2 亿元，同比增长 3.9%。全年增速相对平稳，其中由于大促前置以及品牌日益注重平销，传统大促月份增速在分流后有所承压，但全年来看，预计整体行业大盘增速大致较为平稳。

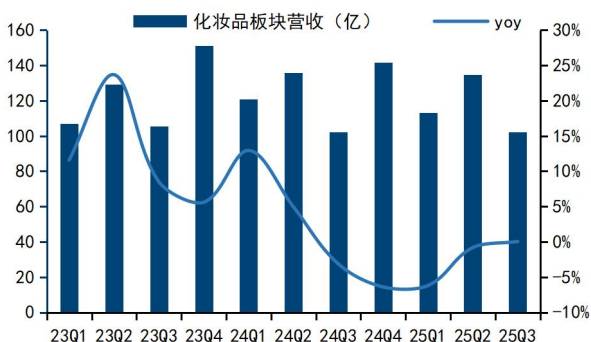
图3：2024 年以来化妆品社零增速走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

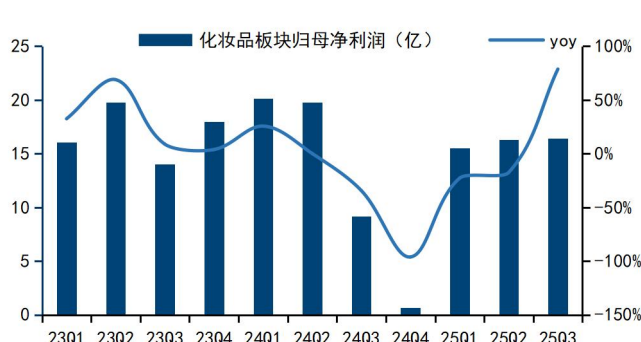
化妆品板块我们选取的上市公司主要包括贝泰妮、珀莱雅、上海家化、水羊股份、丸美股份、壹网壹创、丽人丽妆、科思股份、润本股份、华熙生物、爱美客、朗姿股份，整体板块业绩稳健增长，板块内公司分化加剧。美护板块 2025 年 Q3 整体营收增长 0.03%，基本持平，归母净利润实现 78.68% 的增速，主要系去年同期有部分权重公司处于亏损低基数，以及部分公司单季度的高额非经收益。

图4：美护板块的营收增速变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：美护板块的归母净利润增速变化



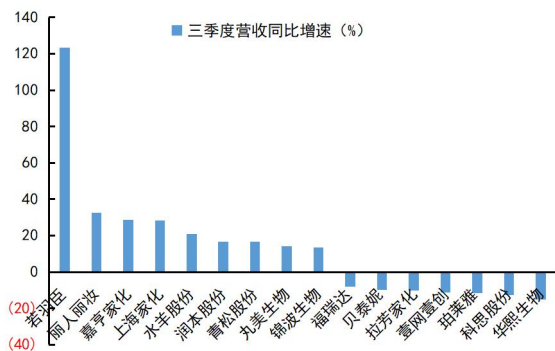
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

1) 板块盈利能力整体性承压

困境反转标的的业绩改善带动了整体板块利润抬升：去年同期部分头部企业的业绩基数相对较低，如上海家化、贝泰妮、水羊股份等去年 Q3 同期均出现亏损，今年则实现了不同幅度的扭亏为盈。但实际主要标的盈利状况仍有压力，上述困境

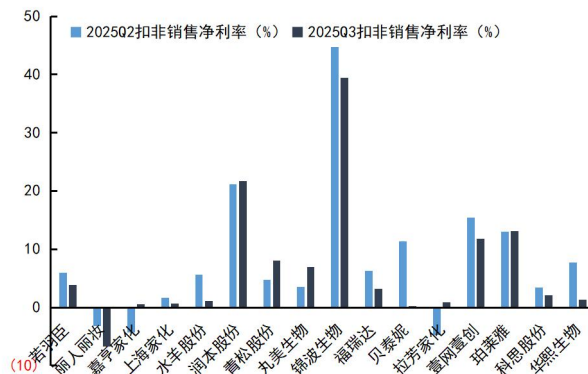
反转类标的虽有扭亏但相对于历史水平仍有较大改善空间，同时其他头部企业盈利状况出现承压。

图6: 美护板块的营收增速变化



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 美护板块的扣非净利率变化



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

我们认为三季度板块盈利承压的主要由以下因素导致: 1) 平台规则变化: 今年以来我们看到国际高端品牌的增速表现相对优于国货品牌, 一方面是其折扣促销力度相对加大, 同时也有与各大电商平台在从最低价向重视 GMV 调整中的规则变化有关。此外抖音平台降低达播转而扶持自播, 也对部分尚不具备品牌绝对影响力的品牌产生影响; 2) 新品推出较为平淡, 无论是美妆还是医美, 近年来较为缺少, 具备类似此前敏感肌、重组胶原等, 有较大受众吸引力的新品概念, 因而品牌也难以通过爆品驱动规模增长; 3) 今年双十一大促的进一步前置, 导致了营销费用投放前置, 使得单季度利润承压明显。

2) 分板块预计未来表现持续分化: 个护>美妆>医美

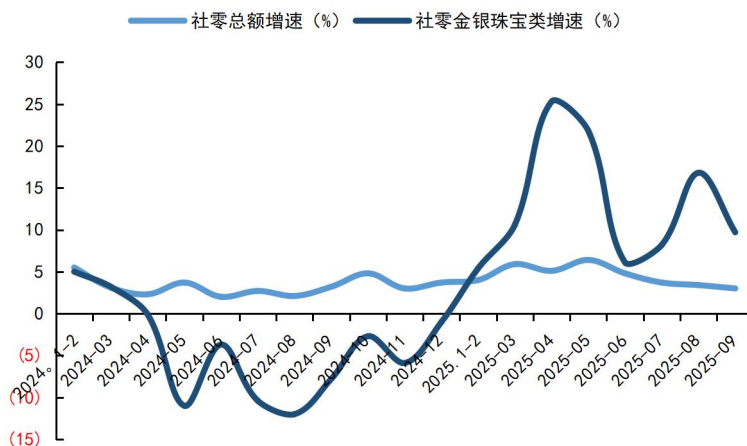
整体而言, 在消费力继续承压的背景下, 医美等高定价产品需求仍有所承压, 美妆品牌则继续呈现分化态势, 而个护赛道却依托产品创新升级实现相对增长。

个护板块国产替代趋势明显, 并呈现快速爆发之势。个护行业电商渗透率仍相对较低, 而电商渗透率较低的原因在于传统个护龙头如国际大型企业宝洁、联合利华等缺乏产品创新升级, 导致缺乏与当前新媒体电商所匹配的具备强内容属性的新品, 同时较低的产品售价也无法为品牌提供能够覆盖高昂电商成本的毛利水平。但自去年以来, 部分国货龙头, 通过积极的产品创新, 打造出了一批适配于当前电商模式的升级品类, 如登康口腔旗下的冷酸灵医研新品、若羽臣旗下的绽家香氛洗衣液等, 进而得以通过借助高杠杆的内容电商平台, 如抖音等, 实现了份额的快速获取。

黄金珠宝行业：行业整体好转，分化持续

今年以来，黄金珠宝在去年二三季度的低基数下，以及金价持续抬升驱动居民保值需求下，整体表现较为优异，2025 年前三季度金银珠宝社零销售额实现 2768.1 亿元，同比增长 11.5%，领先社零大盘。但在金价持续高企，以及产品设计丰富背景下，消费者对于黄金的品类需求也出现了较大的分化，一口价产品表现相对较优，在相关品类布局较为领先的品牌增速也领先行业。

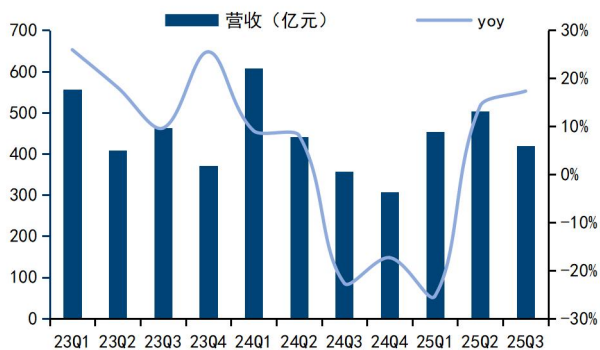
图8：2024 年以来化妆品社零增速走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

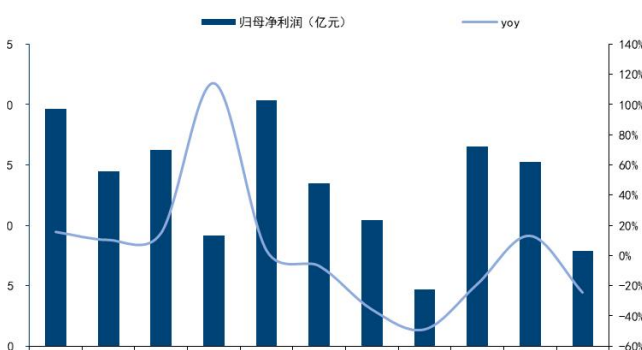
黄金珠宝板块我们选取的上市公司主要包括潮宏基、明牌珠宝、萃华珠宝、周大生、曼卡龙、迪阿股份、老凤祥、中国黄金、莱绅通灵和菜百股份。黄金珠宝行业 Q3 整体收入增长 17.34%，在行业整体低基数阶段下实现了较好的复苏态势。但归母净利润仍有所承压，Q3 整体下滑 24.43%，除了部分企业由于产品转型调整影响外，也与非主业因素（如潮宏基商誉资产减值）影响有关。

图9：2025 年 Q3 黄金珠宝板块营收增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图10：2025 年 Q3 化妆品板块归母净利润增速



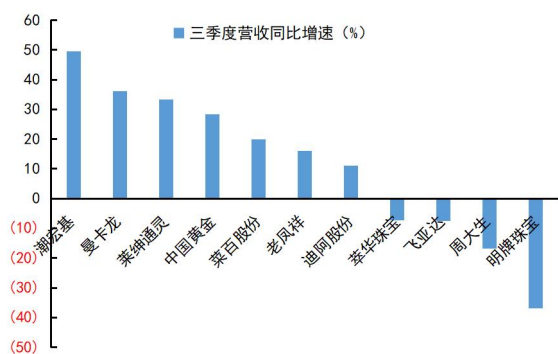
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

具体分企业来看，如前文所述，一口价产品为主的企业在同行业中表现依旧较为突出，在金价高企消费者购买总成本提升，但消费热情依旧较高，因此呈现购买产品的克数减少但件数稳步提升的特征，同时一口价产品凭借较为优秀的设计感，能够保障金价成本不断提升的过程中，产品毛利的相对稳定。但由克重产品向一

口价产品转型，对于品牌的设计能力要求较高，因此最终呈现较为明显的业务分化特征。此外，金价持续上涨过程中，投资金为主的菜百及中国黄金也较为优异。

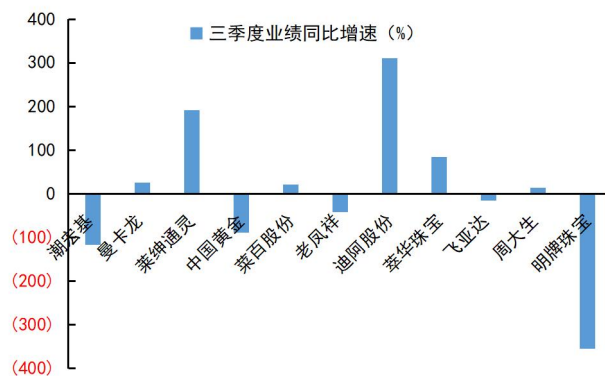
同时利润影响因素相对更为复杂，由于近年来各企业积极推动战略转型，因而业绩波动也相对较大，但整体来看，业绩变化的方向与收入较为一致，积极向高溢价的一口价黄金品类转型的个股均有积极的业绩改善迹象。

图11: 化妆品板块 2025Q3 营收增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图12: 化妆品板块 2025Q3 归母净利润增速



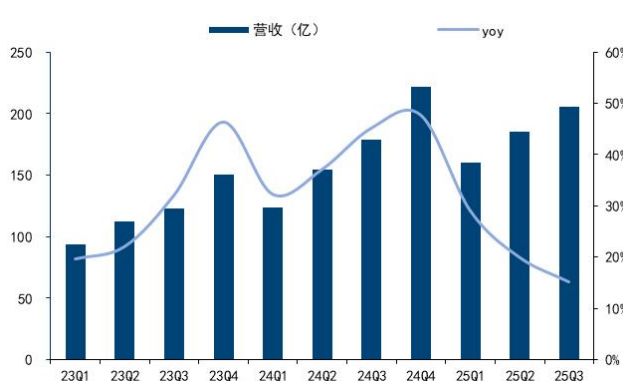
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

跨境出海行业：景气度延续，增量业务驱动

根据海关总署数据，2025 年前三季度全国跨境电商进出口总额约 2.06 万亿元，同比增长 6.4%。其中跨境出口总额为 1.63 万亿元，同比增长 6.6%。在外部关税扰动持续的大背景下，依旧维持了较为稳定的持续增长。

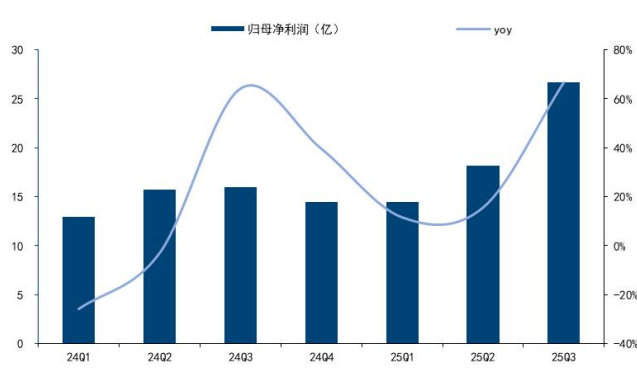
从板块表现来看，2025 年 Q3 跨境出海板块整体营收仍有实现 15.15% 的增速，跨境电商在科技驱动产品创新下，以国内的优质供应链，通过外贸新业态新模式为全球消费者提供更加多元化购物选择，也符合当下目的地国市场消费者对于高性价比商品的需求。而展望 Q4，随着黑五等海外大促活动的到来，有望继续支撑板块景气度。同时 2025Q3 整体归母利润加速增长 66.58%，主要受影响头部企业降本增效影响，利润端加速修复。

图13: 跨境电商单季度营业收入及增速（亿元、%）



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图14: 跨境电商单季度归母净利润及增速（亿元、%）

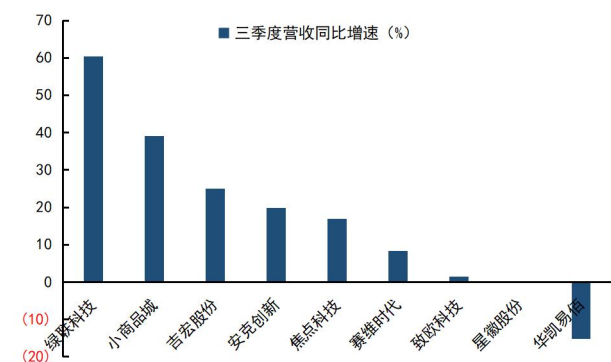


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

具体公司来看，营收整体均有着积极的增长表现，一方面反应国内龙头出海公司依托自身的较强经营韧性，对外部关税等因素扰动影响有着较为有效的应对，另一方面，头部公司的产品创新对最终表现也有积极推动，如绿联的 NARS 产品，以及安克的储能等产品均有积极市场反馈。

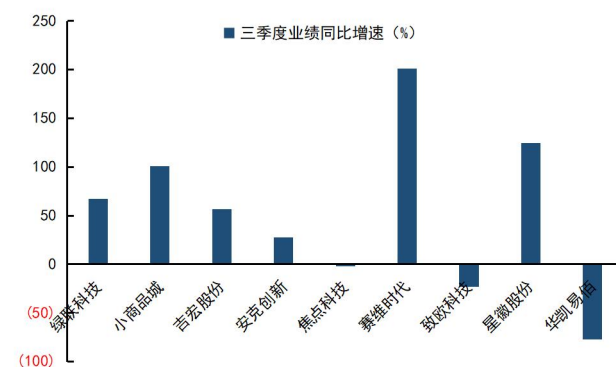
但利润端波动相对较大，主要由于不同企业的品类、区域布局，以及经营模式差异，利润表现分化极为明显。一方面，部分龙头在新业务开拓下业绩具备新的支撑，如小商品的六区市场招商带来业绩增量；另一方面，多数企业去年以来针对经营短板进行了运营调整，如赛维时代等在运营效率改善下，利润呈现较为明显的修复。

图15: 跨境电商单季度营业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图16: 跨境电商单季度归母净利润及增速 (亿元、%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

线下零售行业：整体仍承压，调改进行时

2025 年前三季度，社零限额以上零售业实体店铺零售额同比+3.5%，增速环比回落 0.4pct，其中，超市、专业店及便利店业态表现较为优异，同比增速分别为 4.4%/4.8%/6.4%，我们预计在高性价比的折扣店、仓储会员店、集合店等模式创新不断下，相关业态表现较为优异；同时百货店和品牌专卖店传统业态保持平稳，分别增长 0.9%、1.5%，反应可选消费在消费力承压背景下，增长较为平淡。

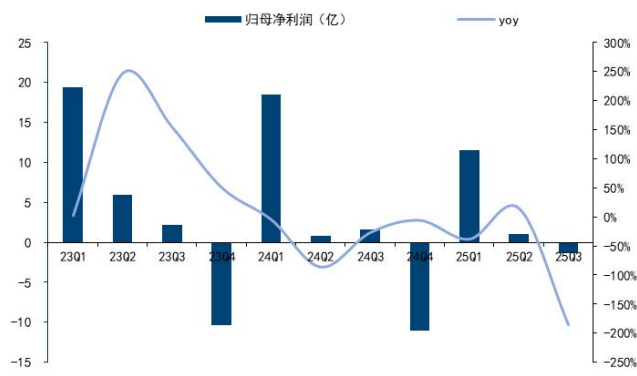
从板块表现来看，2025 年 Q3 线下零售板块整体营收下滑 15.9%，同时 2025Q3 整体归母净利润出现一定亏损。一定程度上反应了上市企业在消费大环境承压以及自身转型仍未达预期下，业绩表现较为挣扎。

图17: 零售板块单季度营业收入及增速 (亿元、%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

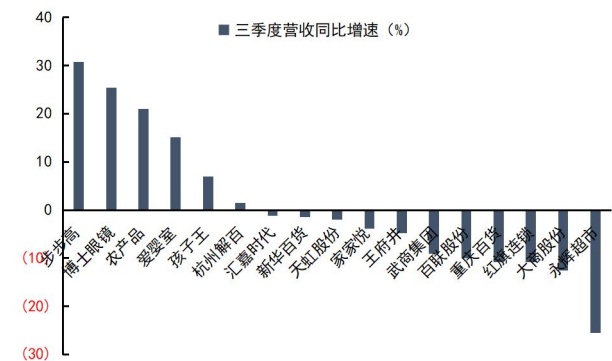
图18: 零售板块单季度归母净利润及增速 (亿元、%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

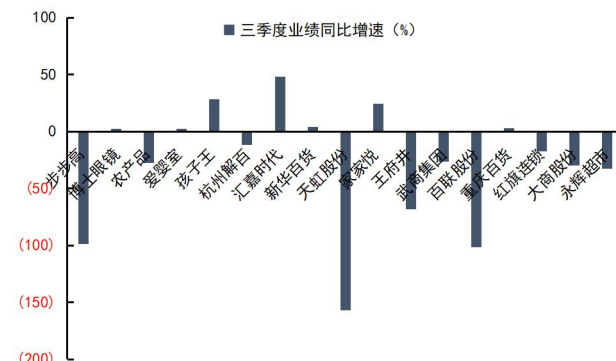
从个股表现来看: 超市企业主要聚焦自身的调改转型, 虽然永辉等全国性龙头超市, 受基本面业务较大, 调整尚需时间, 部分区域性超市, 如家家悦、汇嘉时代及新华百货等, 已经逐步体现出一定的改善成效, 经营效率有所提升, 利润逐步改善。此外, 百货公司相对更依赖外部环境改善, 在去年以来的各地政府消费券补贴, 以及国补刺激下, 虽在上半年阶段性出现一定企稳, 但进入三季度, 随着补贴效应的减弱, 以及部分企业自身调整效果不佳, 又再度陷入经营压力。

图19: 线下零售企业三季度营收增速 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图20: 线下零售三季度归母净利润增速 (%)



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。四季度海内外市场经过一定涨幅之后市场震荡有所加大, 从牛市轮动角度, 未来滞涨已久的消费板块不排除在政策边际加码情况下迎来一定弹性。同时基本来看, 年初岁初也是消费旺季, 预计将带来一定的预期催化。

1) 跨境出海: 市场对外部关税影响已经逐步钝化, 龙头企业在过去一年中验证自身强抗风险能力, 随着年底海外消费旺季到来, 有望带来基本面催化, 推荐: 小商品城、安克创新、焦点科技等。

2) 美容护理: 一方面关注品类线上渗透率相对不高, 新品创新仍有空间的个护赛

道；另一方面重点关注具备平台化能力，能够以多品牌多品类实现迭代增长的国货龙头。推荐：上美股份、青木科技、上海家化、登康口腔、若羽臣等。

3) 黄金珠宝：黄金税收新政影响下多数个股出现超跌，保值及悦己双重催化下，积极通过差异化设计布局一口价产品的企业有望持续受益，推荐：潮宏基、菜百股份、周大福、老铺黄金等。

4) 线下零售：当前调改主线明确，核心龙头调整已有一年，同时进入年末岁初消费旺季，可积极关注低位个股：名创优品、重庆百货、永辉超市等。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-11-11)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)		PEG		投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	(24A)	(25E)			
2145.HK	上美股份	83.50	332	1.96	2.78	3.49	4.27	16.44	27.98	22.32	18.21	35.65	0.67		优于大市	
300957.SZ	贝泰妮	42.95	182	1.19	1.37	1.62	1.81	35.95	31.38	26.56	23.70	8.32	2.06		优于大市	
603605.SH	珀莱雅	73.32	290	3.92	4.14	4.41	4.63	21.63	17.70	16.62	15.85	28.73	3.08		优于大市	
300740.SZ	水羊股份	21.26	83	0.28	0.45	0.70	0.83	46.69	46.78	30.50	25.75	5.24	0.77		优于大市	
600315.SH	上海家化	24.68	166	-1.24	0.64	0.75	0.86	-13.64	38.30	32.91	28.56	-12.45	0.25		优于大市	
002867.SZ	周大生	13.50	147	0.92	1.03	1.17	1.27	15.76	13.11	11.54	10.63	20.62	1.10		优于大市	
002345.SZ	潮宏基	12.38	110	0.22	0.55	0.64	0.72	26.66	22.51	19.34	17.19	9.18	0.15		优于大市	
300866.SZ	安克创新	110.59	593	3.98	4.89	6.06	7.38	24.54	22.62	18.25	14.99	23.60	0.99		优于大市	
600415.SH	小商品城	16.49	904	0.56	0.86	1.28	1.53	23.92	19.17	12.88	10.78	14.99	0.36		优于大市	
001328.SZ	登康口腔	37.90	65	0.94	1.19	1.41	1.71	33.93	31.98	26.81	22.18	11.08	1.20		优于大市	
9896.HK	名创优品	42.14	522	2.09	1.81	2.27	2.62	20.91	21.67	17.34	14.98	25.38	-1.61		优于大市	
600729.SH	重庆百货	28.78	127	2.98	3.15	3.33	3.46	9.64	9.12	8.64	8.31	17.59	1.60		优于大市	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：上美股份、名创优品股价和市值为港元

风险提示

- 一、消费复苏不及预期，居民消费意愿持续低位；
- 二、宏观经济、汇率、恶劣天气、重大自然灾害等系统性风险；
- 三、品牌新品推出不及预期，或新品牌推广不及预期；
- 四、渠道竞争加剧，营销投放成本上升影响企业盈利能力；
- 五、企业管理层出现变动调整导致经营能力受损；
- 六、收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

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 ±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 ±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

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