商贸零售行业11月投资策略暨三季报总结

消费修复仍有分化，出海增长与经营提效延续

优于大市

核心观点

消费恢复仍待蓄力，板块行情三季度有所反弹，10月再度回落。2026年前三季度社会消费品零售总额同比增长1.1%，网上商品零售额同比增长3.8%，线上消费仍快于整体。截至10月底，SW商贸零售、SW美容护理指数年内分别下跌32.2%和27.2%；两个板块三季度分别上涨2.7%和6.1%，但10月均有所回落，海外业务扩张及盈利修复带动的个股机会相对突出。

各板块三季报业绩影响要素综述：美容护理：企业增长分化，部分品牌新品及渠道扩张带动收入增长，但营销投入增加、产品结构变化对利润形成压力，收入增长向利润端的传导仍不充分。黄金珠宝：高金价继续影响终端需求及渠道补货，金价波动和采购成本变化加大盈利扰动，部分企业通过提高一口价产品占比改善毛利率，但行业整体需求尚未明显恢复。跨境出海：收入增长相对较好，产品迭代、品类扩张及海外渠道拓展持续贡献增量，供应链、营销及库存管理优化推动部分企业利润增速快于收入。线下零售：内需平淡叠加关店及调改影响，收入仍普遍承压，部分商超毛利率改善、亏损收窄，但调改成效尚未充分体现于整体业绩。

投资建议：展望四季度，双11及年末消费旺季有望带动需求释放，但内需修复仍需时间，优先布局海外增长及新品放量较为明确的企业，同时把握渠道调整、经营提效带来的盈利修复机会。1）跨境出海：三季度收入增长相对较好，产品迭代、品类扩张及海外渠道拓展持续贡献增量，供应链及营销效率改善推动部分企业利润增速快于收入。海外年末消费旺季临近，具备产品力、品牌认知及多渠道经营能力的企业有望延续增长，推荐安克创新、绿联科技、赛维时代等。2）美容护理：行业增长分化，部分企业仍面临渠道调整及费用投入压力。双11及年末礼赠需求有望带动新品放量，产品持续迭代、品牌势能较强且投放效率改善的企业有望实现更好的经营表现，推荐若羽臣、朗姿股份、登康口腔等。3）黄金珠宝：高金价对终端需求及渠道补货仍有压制，金价波动也加大采购成本及利润的不确定性。具备品牌溢价和差异化产品设计能力、积极优化渠道及提升一口价产品占比的企业，更有条件缓解销量压力、改善盈利结构，推荐潮宏基、周大福、菜百股份、六福集团等。4）商贸零售：内需平淡，关店及调改仍对收入形成影响，部分企业毛利率改善、亏损收窄，但整体经营恢复仍需时间。优选供应链基础较好、商品及门店调整逐步取得成效的企业，看好受益于外贸增长及市场服务拓展的专业市场龙头，推荐小商品城、名创优品等。

风险提示：行业竞争加剧、企业管理层变化、股东减持风险等。

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 2026E	EPS 2027E	PE 2026E	PE 2027E
300866.SZ	安克创新	优于大市	109.82	635	6.69	7.65	16.42	14.36
001328.SZ	登康口腔	优于大市	35.00	60	1.26	1.48	27.74	23.69
002345.SZ	潮宏基	优于大市	8.42	75	0.75	0.87	11.23	9.68

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：孙乔容若
021-60375463
sunqiaorongruo@guosen.com.cn
S0980523090004

证券分析师：柳旭
0755-81981311
liuxu1@guosen.com.cn
S0980522120001

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-双11大促全面开启，直接让利与AI提效重塑平台竞争》——2026-10-16
《跨境出海系列专题之七-新一轮行业景气上行与个股经营改善的共振周期》——2026-09-30
《商贸零售行业9月投资策略暨中报总结-中报基本面磨底，龙头蓄力增长新曲线》——2026-09-09
《国际美奢时尚品牌跟踪专题-高端品牌的资产韧性，K型复苏下的业绩弹性》——2026-08-19
《商贸零售行业8月投资策略-资金再平衡驱动板块反弹，黄金珠宝迎来预期双重修复》——2026-08-14

内容目录

消费需求低位波动，三季报分化仍较明显 4
板块行情：三季度有所反弹，10 月再度回落 4
跨境出海行业：收入增长相对较好，经营提效带动盈利改善 6
美护行业：品牌增长分化，费用投入导致利润承压 7
黄金珠宝行业：金价扰动延续，终端需求及渠道补货仍有压力 8
线下零售行业：内需表现平淡，调改成效尚未充分体现 9
投资建议 11

图表目录

图1： 限额以上社零销售总额增速（%） 4
图2： 2026 年以来美护及零售指数行情走势 5
图3： 整体货物贸易进出口增速（%） 6
图4： 跨境电商单季度营业收入及增速（亿元、%） 7
图5： 跨境电商单季度归母净利润及增速（亿元、%） 7
图6： 2024 年以来化妆品社零增速走势 7
图7： 美护板块的 Q3 营收增速变化 8
图8： 美护板块的 Q3 毛销差变动 8
图9： 2024 年以来金银珠宝社零增速走势 9
图10： 黄金珠宝板块 2026Q3 营收及利润增速 9
图11： 黄金珠宝板块 2026Q3 毛利率变动 9
图12： 2025 年以来线下渠道社零增速走势 10
图13： 线下零售企业三季度营收增速（%） 10
图14： 线下零售三季度归母净利润增速（%） 10

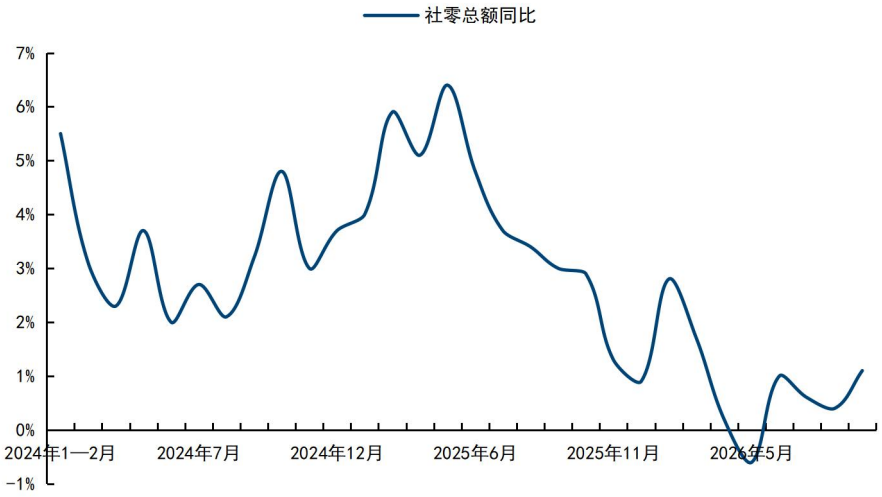
表1： 26 年以来表现突出的重点个股情况及归因分析 5
表2： 可比公司估值表 11

消费需求低位波动，三季报分化仍较明显

2026 年前三季度，社会消费品零售总额实现 370001 亿元，同比增长 1.1%。其中，除汽车以外的消费品零售额为 340574 亿元，同比增长 2.8%，仍高于整体增速。9 月社零同比增长 1.1%，较 8 月回升 0.7pct，但消费需求整体仍处低位，尚未形成持续、普遍的回升。

线上渠道增速继续领先整体消费市场。前三季度，全国网上商品和服务零售额实现 151471 亿元，同比增长 4.4%；其中网上商品零售额为 95060 亿元，同比增长 3.8%，吃类、穿类、用类商品网上零售额同比分别增长 15.8%、3.4%和 0.8%。线上消费同样存在品类分化，食品等高频需求相对稳定，用类商品增长仍然偏弱。

图1：限额以上社零销售总额增速（%）

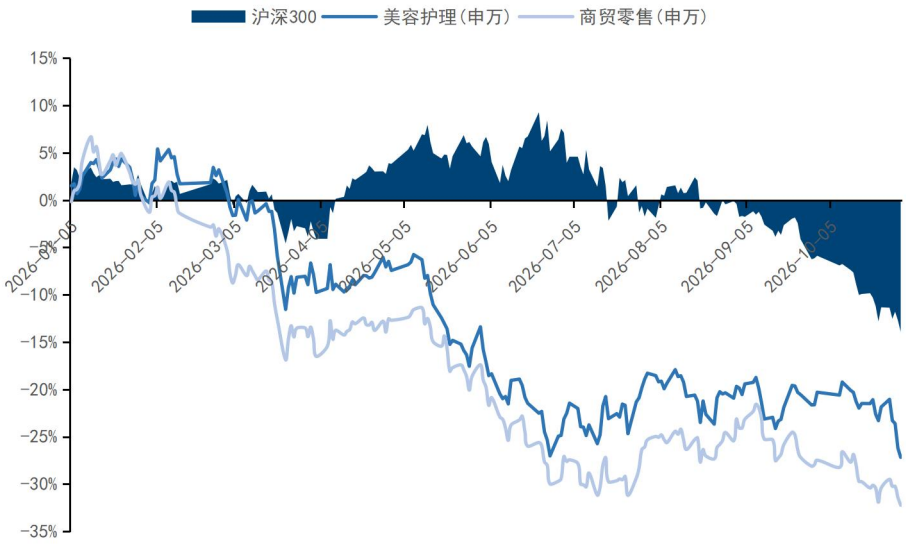


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

板块行情：三季度有所反弹，10 月再度回落

从板块行情表现来看：从板块行情表现来看：截至 2026 年 10 月 30 日，SW 商贸零售行业指数累计下跌 32.2%，SW 美容护理行业指数累计下跌 27.2%，同期沪深 300 指数下跌 13.9%，两个消费板块均显著跑输大盘。分阶段看，上半年 SW 商贸零售及 SW 美容护理指数分别下跌 29.4%和 24.9%；进入三季度，两个板块分别上涨 2.7%和 6.1%，同期沪深 300 指数下跌 12.5%，消费板块取得较为明显的相对收益。但 10 月两个板块分别下跌 6.6%和 8.6%，三季度修复未能延续，商贸零售指数较上半年末进一步回落，美容护理指数亦回吐前期涨幅。整体来看，消费板块年内仍处于调整过程中，局部个股的经营改善尚未带动板块形成持续上涨行情。

图2：2026 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：年内表现较好的公司，主要有海外业务增长及经营改善支撑。其中，时代天使海外案例数保持较快增长，海外业务实现盈利；赛维时代、致欧科技在扩大销售规模的同时，通过营销、库存及供应链优化降低费用率，带动利润快于收入增长。华凯易佰则在收入仍有压力的情况下，依靠精品业务优化、AI 应用及精细化管理修复盈利，外延并购也提供了新的增长预期。国内需求相对平淡的背景下，经营效率改善同样能够带来利润弹性，雍禾医疗通过植发及医疗养固业务增长、毛利率提升，实现较快盈利增长。此外，周生生受益于港澳零售回暖及同店销售改善，但利润增长亦包含贵金属借贷重估收益，金价波动对其盈利表现的影响较大。

表1：26 年以来表现突出的重点个股情况及归因分析

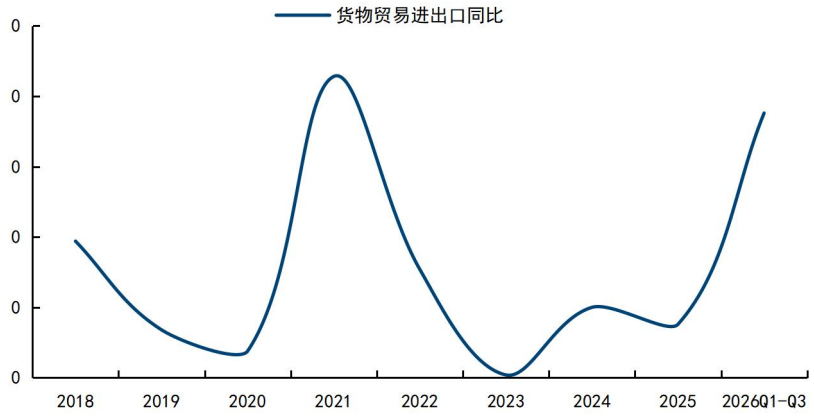
代码	公司	涨幅	2026 年以来上涨归因
300592.SZ	华凯易佰	44.76%	精品业务优化、AI 提效及精细化管理推动盈利修复，外延并购亦提供增长预期。前三季度归母净利润增长 484.5%，但收入仍同比下降 8.9%，主要体现经营效率改善。
6699.HK	时代天使	44.38%	海外案例数增长及盈利兑现支撑全球化成长逻辑。上半年海外案例数增长 43.4%，海外业务实现盈利，带动整体收入增长 42.9%；年内派息也反映在前复权涨幅中。
2279.HK	雍禾医疗	33.59%	植发与医疗养固业务增长、运营效率改善推动盈利修复。上半年收入增长 13.8%，毛利率提升 5.1pct，净利润增长 170.9%，利润改善幅度明显高于收入增长。
301381.SZ	赛维时代	15.74%	销售规模扩大，叠加营销、人员及库存管理效率改善，带动盈利增速回升。Q3 收入、归母净利润分别增长 23.9%和 89.6%，收入增长向利润端的传导有所增强。
301376.SZ	致欧科技	13.23%	欧美市场及亚马逊渠道增长较快，品类扩张与采购、运输及销售费用优化共同支撑盈利。Q3 收入、归母净利润分别增长 37.0%和 59.2%，经营增长兑现度较高。
0116.HK	周生生	9.13%	港澳零售及同店销售改善支撑收入，贵金属借贷重估收益亦增厚利润。盈利增长同时包含零售经营改善及金价波动带来的会计收益。

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理，注：日期截止 2026.10.31

跨境出海行业：收入增长相对较好，经营提效带动盈利改善

根据海关总署数据，2026 年前三季度，我国货物贸易进出口总额 39.94 万亿元，同比增长 18.8%，外贸延续较快增长。据海关初步测算，同期跨境电商进出口约 2.18 万亿元，同比增长 4.4%，其中出口约 1.75 万亿元，同比增长 4.6%。国内供应链优势仍是跨境企业拓展海外市场的基础，但外部贸易环境变化及获客成本压力对经营提出更高要求，具备产品创新、品牌建设及精细化运营能力的企业，更有条件在扩大销售规模的同时改善盈利水平。

图3：整体货物贸易进出口增速（%）



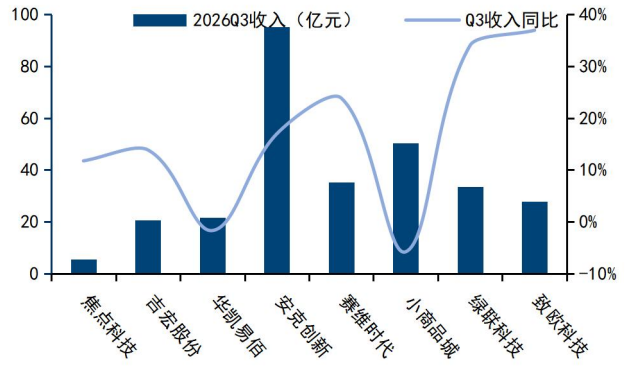
资料来源：WIND、海关总署、国信证券经济研究所整理

三季度跨境电商企业收入表现相对较好，产品迭代、品类扩张及海外渠道拓展继续贡献增量。Q3 安克创新、绿联科技、赛维时代、致欧科技收入分别同比增长 17.0%、34.0%、23.9%和 37.0%，多数企业保持双位数增长。其中，安克创新持续丰富智能硬件产品矩阵，致欧科技欧美市场及亚马逊渠道增长较快，产品与渠道拓展仍是相关企业收入增长的主要来源。

利润端，销售规模扩大与费用效率改善共同发挥作用。Q3 绿联科技、赛维时代、致欧科技归母净利润分别同比增长 41.7%、89.6%和 59.2%，增速均高于收入。致欧科技虽然毛利率同比下降约 2.0pct，但渠道模式调整带来的销售费用率降幅更大，仍实现较快利润增长；华凯易佰收入同比下降 1.7%，但通过精品业务优化、AI 应用及精细化管理，推动归母净利润同比增长 877.1%，盈利改善更多来自经营效率提升。

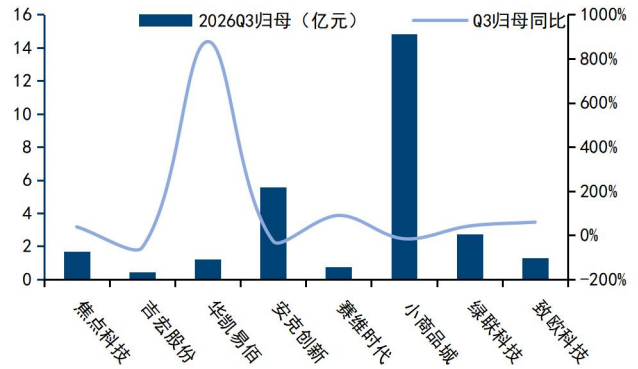
部分公司的报表利润仍受到非经营性因素影响。安克创新 Q3 归母净利润同比下降 27.0%，主要系参股投资公允价值变动损失所致，扣非归母净利润仍同比增长 61.2%，主业盈利保持较好增长。相比之下，吉宏股份收入同比增长 13.9%，归母净利润同比下降 55.6%，利润兑现仍有压力。整体来看，跨境电商板块经营表现相对较好，但企业之间的差异也较为明显，产品及渠道增长能否与采购、库存、履约和投放效率改善相匹配，仍是影响利润表现的主要因素。

图4：跨境电商单季度营业收入及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

图5：跨境电商单季度归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

美护行业：品牌增长分化，费用投入导致利润承压

2026 年前三季度，限额以上单位化妆品类零售额实现 3491 亿元，同比增长 6.1%，继续快于消费大盘。9 月化妆品零售额为 390 亿元，同比增长 5.4%。行业需求保持增长，但品牌之间的增长差异仍然较大，新品贡献和投放效率对业绩的影响更加明显。

图6：2024 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

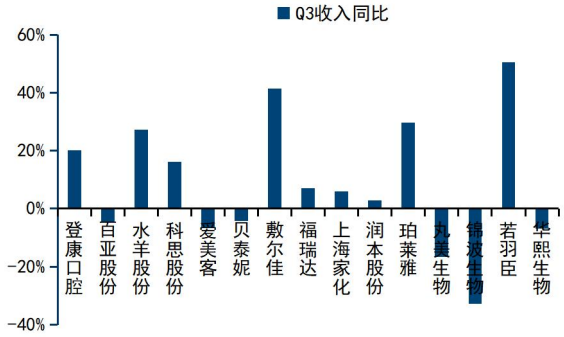
品牌企业收入表现分化，增长与利润兑现仍有差异。26Q3 若羽臣实现收入 12.34 亿元/yoy+50.56%，归母净利润 0.64 亿元/yoy+96.90%；前三季度收入、归母净利润分别同比增长 64.58%和 120.92%，自有品牌及品牌管理业务对增长形成支撑。但大多品牌仍处于调整阶段，利润受到销售费用率提升和毛利率下降持续承压。贝泰妮 Q3 扣非归母净利润亏损 0.23 亿元，丸美生物 Q3 归母净利润转亏；珀莱雅 2026Q3 归母净利润 0.88 亿元/yoy-61.18%。

个护及上游制造同样出现分化。登康口腔 Q3 实现收入 4.64 亿元/yoy+20.16%，归母净利润 0.59 亿元/yoy+17.09%，扣非归母净利润同比增长 32.54%；润本股份 Q3 收入、归母净利润分别同比增长 2.89%和下降 4.49%，增速有所放缓；百亚股份 Q3 收入同比下降 4.64%，归母净利润亏损 0.42 亿元。上游科思股份 Q3 收入、归母净利润分别同比增长 16.06%和 164.32%，低基数下利润弹性较大。

医美板块盈利仍有压力。爱美客 Q3 实现收入 5.28 亿元/yoy-6.62%，归母净利润 1.98 亿元/yoy-34.92%，利润降幅大于收入降幅；前三季度销售费用增加，叠加其他收益及投资收益减少，对利润形成影响。华熙生物 Q3 收入同比下降 6.96%，归母净利润同比增长 5.62%，单季利润有所改善。

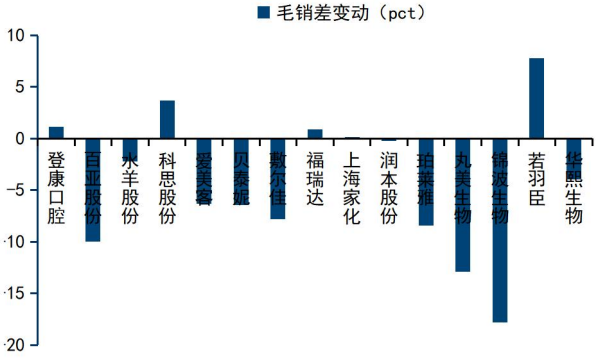
整体来看，美护板块利润兑现仍取决于收入增长与费用投入能否匹配。新品和新品牌投入能够带来收入增量，但在培育阶段也会压低利润；部分成熟品牌则面临收入增长放缓、固定费用难以同步收缩的问题。

图7：美护板块的 Q3 营收增速变化



资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

图8：美护板块的 Q3 毛销差变动

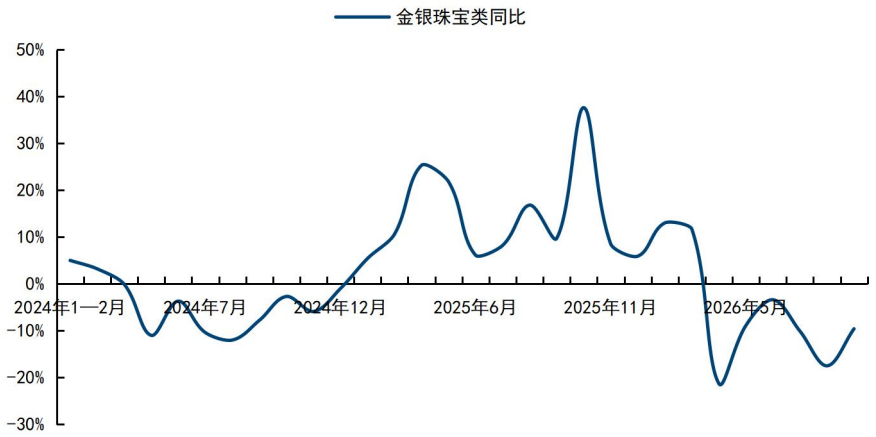


资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

黄金珠宝行业：金价扰动延续，终端需求及渠道补货仍有压力

2026 年以来，金银珠宝消费呈现前高后低走势，前三季度限额以上单位金银珠宝类零售额同比下降 2.4%，7-9 月单月分别同比下降 10.1%、17.5%和 9.6%。金价高位及价格波动对终端需求的影响仍较明显，一方面，高金价提高消费门槛，对黄金首饰购买量形成压制；另一方面，加盟商补货趋于谨慎，批发型企业收入受到去库存及采购节奏变化影响，行业销售尚未形成持续改善趋势。

图9：2024 年以来金银珠宝社零增速走势

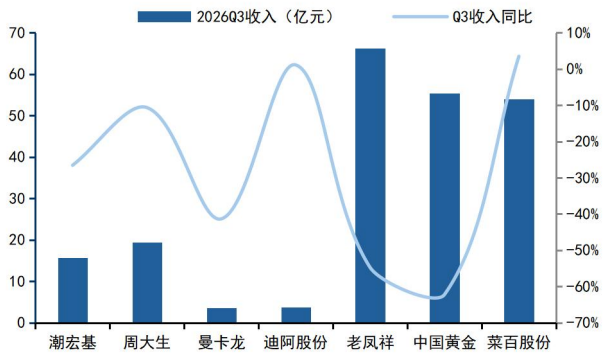


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

从公司表现看，Q3 老凤祥、周大生、中国黄金收入分别同比下降 54.8%、10.7%和 62.2%，终端销售偏弱叠加渠道补货谨慎，继续影响收入规模。菜百股份收入同比增长 3.5%，但受黄金价格波动及采购成本上升影响，归母净利润同比下降 59.4%，收入增长未能同步转化为利润。不同企业的产品定价、采购及库存管理方式存在差异，金价变化对销售和盈利的影响也并不一致。

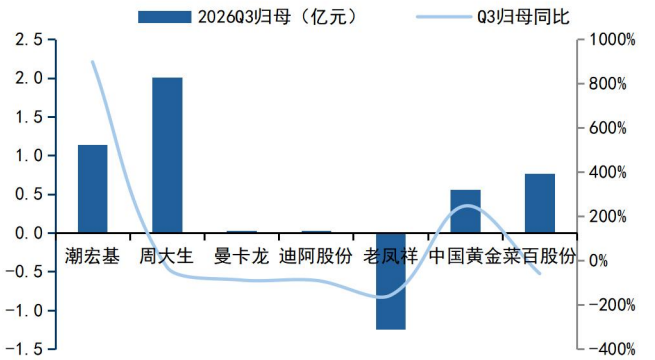
盈利端，板块毛利率改善有所分化。Q3 潮宏基毛利率同比提升 7.2pct 至 29.1%，周大生、老凤祥、菜百股份则分别同比下降 0.2pct、1.8pct 和 2.7pct，产品结构优化尚不足以普遍抵消销量及成本压力。同时，部分公司的利润增速受到基数影响，潮宏基 Q3 归母净利润同比增长 897.7%，主要与上年同期计提商誉减值有关。当前珠宝板块业绩仍较多受到金价及相关成本变动扰动，终端需求尚未出现普遍改善。

图10：黄金珠宝板块 2026Q3 营收及利润增速



资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

图11：黄金珠宝板块 2026Q3 毛利率变动

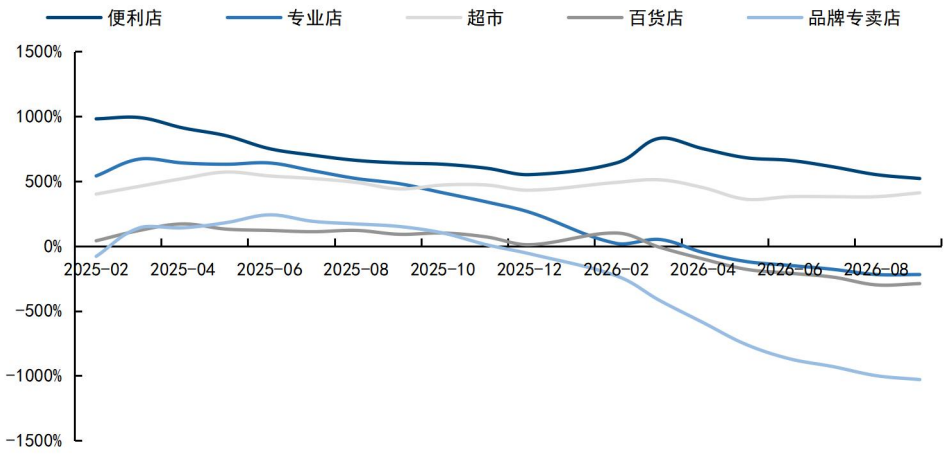


资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

线下零售行业：内需表现平淡，调改成效尚未充分体现

内需恢复仍然偏弱，线下零售需求缺乏明显改善。2026 年前三季度，限额以上零售业单位中便利店、超市零售额分别同比增长 5.2%和 4.1%，专业店、百货店及品牌专卖店分别下降 2.2%、2.9%和 10.3%。便利店及超市依靠高频、刚需消费保持增长，百货及品牌专卖店则继续受到可选消费需求偏弱影响。

图12：2025 年以来线下渠道社零增速走势

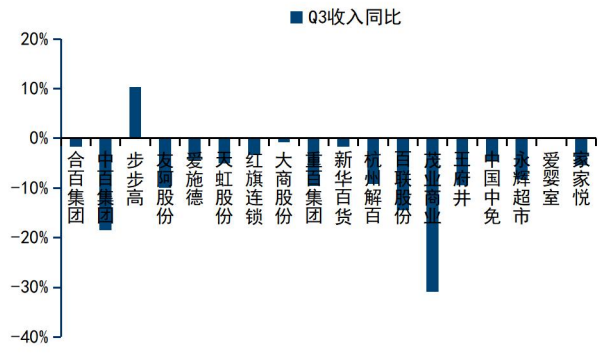


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

从公司表现看，多数企业三季度收入仍有压力。Q3 永辉超市、中百集团、家家悦收入分别同比下降 8.3%、18.5%和 5.4%，王府井、百联股份分别同比下降 9.4%和 14.4%。超市企业关闭低效门店、调改期间歇业等因素继续影响销售，百货企业则在收入承压的情况下，面临租金、人工等费用摊薄不足的问题。Q3 永辉超市、中百集团归母净利润分别亏损 0.83 亿元和 2.03 亿元，王府井、百联股份亦录得亏损，板块盈利尚未普遍恢复。

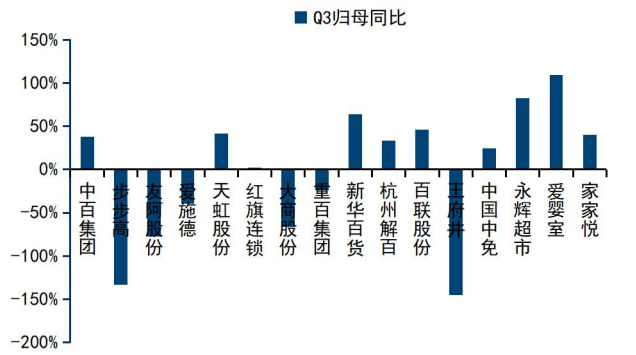
部分企业的商品及供应链调整已有改善，但对整体业绩的拉动仍不充分。永辉超市 Q3 毛利率同比提升约 2.8pct，亏损有所收窄；家家悦归母净利润同比增长 40.4%，但收入仍同比下降。现阶段，门店调改带来的商品结构及经营效率改善，与关店、歇业及人员调整等短期影响并存，单店改善尚未普遍转化为公司整体收入和利润增长，板块仍处于调整过程中。

图13：线下零售企业三季度营收增速（%）



资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

图14：线下零售三季度归母净利润增速（%）



资料来源：公司公告、wind、国信证券经济研究所整理

投资建议

展望四季度，双 11 及年末消费旺季有望带动需求释放，但内需修复仍需时间，优先布局海外增长及新品放量较为明确的企业，同时把握渠道调整、经营提效带来的盈利修复机会。

1）跨境出海：三季度收入增长相对较好，产品迭代、品类扩张及海外渠道拓展持续贡献增量，供应链及营销效率改善推动部分企业利润增速快于收入。海外年末消费旺季临近，具备产品力、品牌认知及多渠道经营能力的企业有望延续增长，推荐安克创新、绿联科技、赛维时代等。

2）美容护理：行业增长分化，部分企业仍面临渠道调整及费用投入压力。双 11 及年末礼赠需求有望带动新品放量，产品持续迭代、品牌势能较强且投放效率改善的企业有望实现更好的经营表现，推荐若羽臣、朗姿股份、登康口腔等。

3）黄金珠宝：高金价对终端需求及渠道补货仍有压制，金价波动也加大采购成本及利润的不确定性。具备品牌溢价和差异化产品设计能力、积极优化渠道及提升一口价产品占比的企业，更有条件缓解销量压力、改善盈利结构，推荐潮宏基、周大福、菜百股份、六福集团等。

4）商贸零售：内需平淡，关店及调改仍对收入形成影响，部分企业毛利率改善、亏损收窄，但整体经营恢复仍需时间。优选供应链基础较好、商品及门店调整逐步取得成效的企业，看好受益于外贸增长及市场服务拓展的专业市场龙头，推荐小商品城、名创优品等。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2026-11-09)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE（%）	PEG	投资评级
				25A	26E	27E	28E	25A	26E	27E	28E	（25A）	（26E）	
300957.SZ	贝泰妮	28.88	122	1.19	1.53	1.73	1.91	33.18	18.85	16.67	15.10	8.21	0.67	优于大市
603605.SH	珀莱雅	49.35	195	3.78	4.17	4.68	4.94	18.10	11.84	10.55	9.99	24.39	1.16	优于大市
300740.SZ	水羊股份	16.40	72	0.38	0.46	0.54	0.59	62.68	35.90	30.57	27.71	6.65	1.79	优于大市
001328.SZ	登康口腔	35.00	60	1.05	1.26	1.48	1.68	37.54	27.74	23.69	20.84	12.03	1.39	优于大市
1318.HK	毛戈平	52.00	255	2.46	3.10	3.77	4.47	30.04	15.62	12.85	10.83	25.80	0.46	优于大市
002345.SZ	潮宏基	8.42	75	0.57	0.75	0.87	0.99	22.35	11.23	9.68	8.51	13.2	0.36	优于大市
1929.HK	周大福	11.99	1183	0.91	1.01	1.10	1.17	11.92	11.06	10.16	9.55	29.07	1.01	优于大市
300866.SZ	安克创新	109.82	635	4.78	6.69	7.65	9.08	24.10	16.42	14.36	12.09	24.18	0.41	优于大市
600415.SH	小商品城	12.17	667	0.77	1.08	1.22	1.32	20.81	11.27	9.98	9.22	18.32	0.28	优于大市
301606.SZ	绿联科技	59.50	247	1.7	2.62	3.39	4.28	34.59	22.71	17.55	13.90	20.84	0.42	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，注：周大福、毛戈平市值为港元

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±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