

商贸零售行业9月投资策略暨中期总结

行业整体表现平淡，关注结构性景气方向

优于大市

核心观点

2024年以来消费总体延续低位复苏趋势。2024年上半年实现社零总额23.6万亿元，同比+3.7%，较Q1增速4.7%有所放缓。其中，上半年商品零售/服务零售额分别同比增长3.2%/7.5%。整体商品消费延续低位复苏的趋势，未来居民消费能力和消费信心仍有进一步修复的潜力。

线上消费增速放缓，渗透率仍在不断提升。上半年全国网上零售额同比+9.8%，较Q1增速的12.4%有所放缓，但整体来看仍好于消费大盘整体。其中，上半年实物商品网上零售额同比+8.8%，占社零总额的比重为25.3%。分平台看，据久谦数据，上半年天猫/京东/抖音分别实现销售额增速1.1%/-6.3%/31.8%，天猫经过自身内部调整，单Q2实现收入增速6.2%，首次转负为正；京东仍处于小幅下滑态势；抖音持续快速增长。

线下消费持续低迷，行情持续承压。去年同期疫情放开后线下消费需求集中释放导致基数相对较高，同时当前国内消费力仍待释放，价格端仍有较大压力，因此整体数据表现一般。从上市公司业绩来看，单Q2收入基本均下滑，同时因为价格端承压导致盈利水平持续下行。目前板块行情也体现了基本面趋势，截至9月10日，SW一般零售年内跑输大盘14.6pct。

跨境电商业绩持续高景气度，国际形势变化阶段性影响板块行情表现。据海关总署初步统计，2024上半年我国跨境电商出口1.22万亿/yoy+10.5%。出海行业整体景气度延续高位，主要上市公司上半年在收入端也实现了加速增长，但利润端由于运费及非经等因素差异较大。今年以来跨境电商板块行情波动较大，主要系国际形势变化加剧了市场对于未来关贸易政策的担忧，但长期来看龙头标的的经营韧性仍将逐步体现。

投资建议：当前整体消费仍处于渐进式复苏态势，中报行业基本面较为平淡，短期建议继续以寻找结构性投资机会为主，配合政策主题热点抓取个股相对收益；中长期继续沿着前景相对明确的国货崛起及出海拓展等主线方向布局。具体来看：1) 美容护理：充分调整之后部分标的估值吸引力正在逐步显现，头部国货凭借强产品力及全渠道布局能力在上半年展现了强劲的增长韧性。推荐珀莱雅、丸美股份、上美股份、润本股份等；2) 跨境出海：海外消费需求仍处于相对高位，短期虽有国际贸易环境变化等不稳定因素，但龙头企业通过精细化的运营布局，有望在行业锤炼中获取更高的市场份额。推荐：小商品城、安克创新、赛维时代等；3) 黄金珠宝：短期金价波动对终端消费需求的释放存在扰动，但长期黄金品类保值+配饰的双重属性将在当前消费环境下进一步突显，推荐：老凤祥、中国黄金、潮宏基等；4) 线下零售：龙头企业积极应对性价比消费趋势变化开展转型，借助外部合作方及资本工具积极探索新增长驱动，推荐：名创优品、百联股份、重庆百货等。

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	
					2024E	2025E	2024E	2025E
600415.SH	小商品城	优于大市	8.57	470	0.52	0.59	16.48	14.53
603605.SH	珀莱雅	优于大市	91.55	363	3.98	4.98	23.01	18.37
9896.HK	名创优品	优于大市	32.45	409	2.05	2.52	14.47	11.75

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测，注：名创优品为港元

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

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

- 《2024年7月社零数据点评—七月社零同比增长2.7%，可选品类有所承压》——2024-08-16
- 《商贸零售行业8月投资策略—行业增速相对平淡，关注个股投资机会》——2024-07-28
- 《2024年6月社零数据点评—社会消费品零售总额增长2%，网上零售增速较好》——2024-07-16
- 《商贸零售行业2024年中期投资策略—把握结构性投资机遇，长线布局国货崛起与出海主线》——2024-07-14
- 《商贸零售行业7月投资策略—线下零售积极求变，胖东来调改为传统商超注入活力》——2024-07-04

内容目录

行业数据回顾：整体表现较为平稳	4
线上：电商消费增速放缓，平台表现分化	4
线下：线下消费持续低迷，行情持续承压	6
线下零售板块业绩复盘	7
跨境电商：景气度延续高位，外部形势变化影响行情表现	9
跨境电商板块业绩复盘	10
投资建议	11

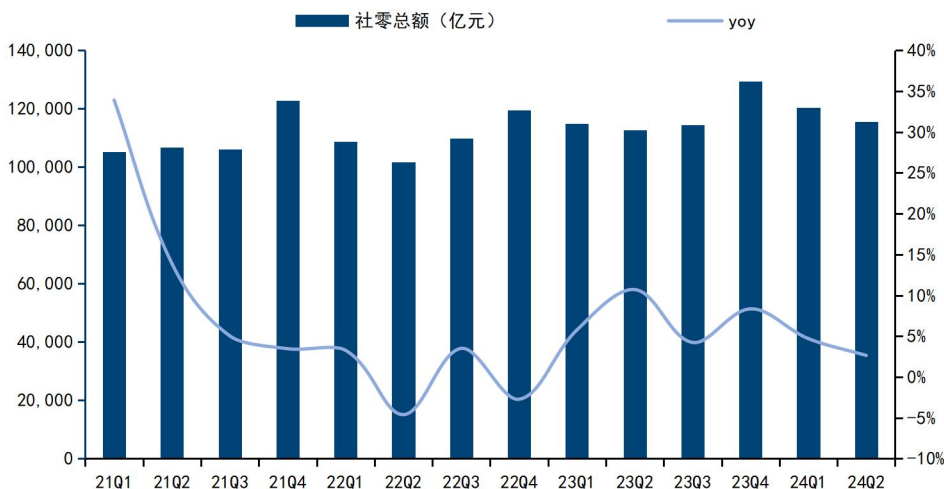
图表目录

图 1: 中国社会消费品零售总额及同比增速	4
图 2: 限额以上单位商品的增速情况 (必选品类, %)	4
图 3: 限额以上单位商品的增速情况 (可选品类, %)	4
图 4: 实物商品网上零售额增速及占社零总额的比重 (%)	5
图 5: 实物商品网上零售额分品类同比情况 (%) (%)	5
图 6: 线上各平台销售额增速 (%)	5
图 7: 线上各平台销售额占比 (%)	5
图 8: 2023 年以来 SW 一般零售指数行情走势	6
图 9: 线下零售板块个股分季度营收情况 (亿元)	7
图 10: 线下零售板块个股分季度归母净利润情况 (亿元)	7
图 11: 线下零售板块个股分季度毛利率情况	8
图 12: 线下零售板块个股分季度销售费用率情况	8
图 13: 线下零售板块个股分季度管理费用率情况	8
图 14: 线下零售板块个股分季度财务费用率情况	8
图 15: 2023 年以来跨境电商指数行情走势	9
图 16: 跨境电商板块个股分季度营收情况 (亿元)	10
图 17: 跨境电商板块个股分季度归母净利润情况 (亿元)	10
图 18: 跨境电商板块个股分季度毛利率情况	10
图 19: 跨境电商板块个股分季度销售费用率情况	10
图 20: 跨境电商板块个股分季度管理费用率情况	11
图 21: 跨境电商板块个股分季度研发费用率情况	11
表 1: 线下零售行业部分个股行情走势	7
表 2: 跨境电商行业部分个股行情走势	9
表 3: 可比公司估值表	12

行业数据回顾：整体表现较为平稳

2024 年以来消费总体复苏趋势较为平稳，2024 年上半年实现社零总额 23.6 万亿元，同比+3.7%，较 Q1 增速 4.7% 有所放缓。其中，上半年商品零售/服务零售额分别同比增长 3.2%/7.5%。整体商品消费延续低位复苏趋势，未来居民消费能力和消费信心仍有进一步释放的潜力。

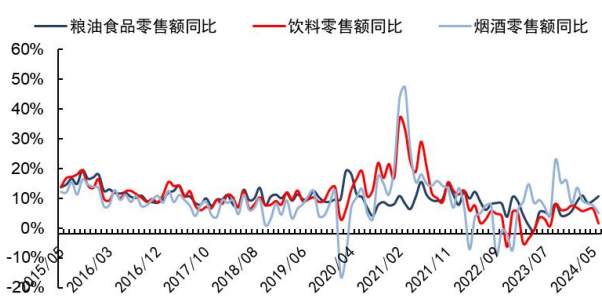
图1：中国社会消费品零售总额及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

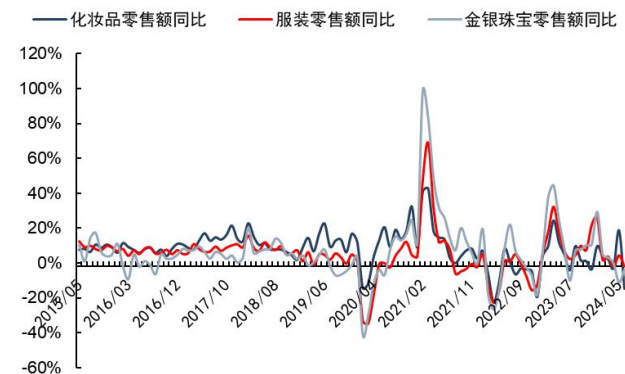
从主要商品的零售数据看，必选品销售良好，可选消费品保持平稳态势。具体来看，必选品类方面，粮油食品/饮料/烟酒类在上半年分别实现 9.6%/5.6%/10.0% 的可观增速，基本生活类销售良好。可选品类方面，化妆品/服饰/黄金珠宝上半年分别增长 1.0%/0.2%/1.3%，延续平稳表现。

图2：限额以上单位商品的增速情况（必选品类，%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图3：限额以上单位商品的增速情况（可选品类，%）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

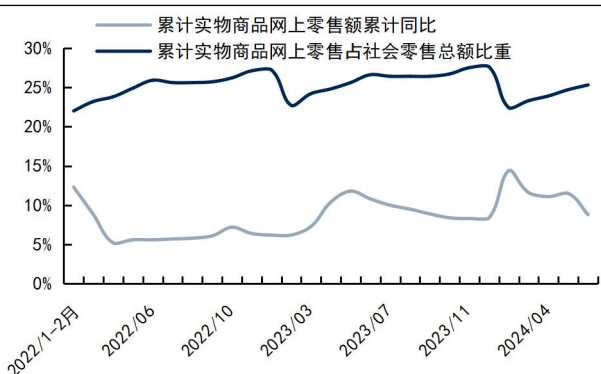
线上：电商消费增速放缓，平台表现分化

单 Q2 线上消费增速环比有所放缓，收入占比持续提升。2024 年 1-6 月全国网上

零售额同比+9.8%，较 Q1 增速的 12.4%有所放缓，但整体来看仍好于消费大盘整体。其中，上半年实物商品网上零售额同比+8.8%，占社会消费品零售总额的比重为 25.3%，吃类、穿类、用类商品分别增长 17.8%、7.0%、7.8%。受到整体消费大环境影响，Q2 线上消费增速有所放缓，但实物消费总体比较稳定，占社零整体比重仍在持续提升。

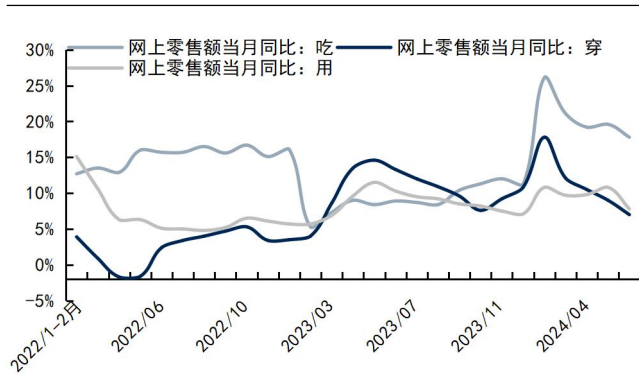
据商务部，今年上半年数字商品、服务消费、以旧换新成为新增长点，重点监测在线旅游和在线餐饮增长 59.9%和 21.7%，同时电商平台多元协同，主要平台冰箱、洗衣机、手机和电视以旧换新增长 82.1%、70.4%、63.9%和 54.3%。

图4: 实物商品网上零售额增速及占社零总额的比重 (%)



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

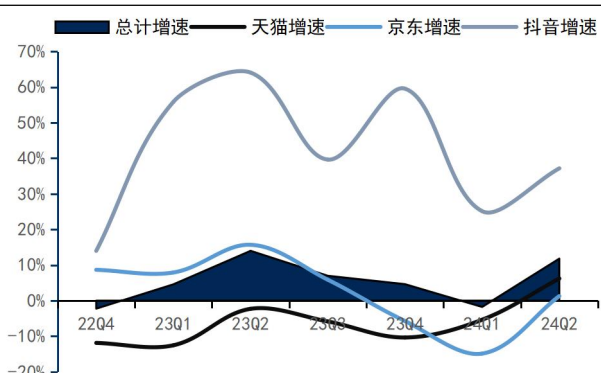
图5: 实物商品网上零售额分品类同比情况 (%) (%)



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

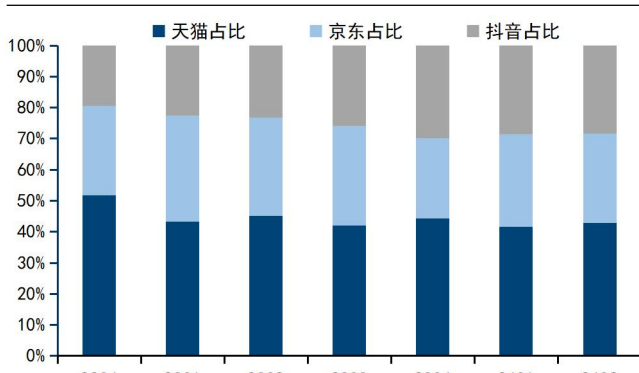
单 Q2 天猫平台销售额止跌，抖音持续快速增长。据久谦数据，上半年天猫+京东+抖音三大平台共实现收入增速 5.7%，其中天猫/京东/抖音分别实现增速 1.1%/-6.3%/31.8%，经过自身内部调整，天猫单 Q2 实现收入增速 6.2%，首次转负为正；京东仍处于小幅下滑态势；抖音持续快速增长，今年上半年销售额已达 6051 亿，与京东销售额接近持平，占到三大平台合计比重 28.5%，与天猫平台的 42.3%仍有一定差距，但随着渠道红利逐渐消退叠加高基数影响，增速有所放缓。

图6: 线上各平台销售额增速 (%)



资料来源：久谦数据，国信证券经济研究所整理

图7: 线上各平台销售额占比 (%)



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

分公司来看：阿里巴巴 24Q2 实现营业收入 2432 亿元，同比增长 4%，增速平稳。Non-GAAP 净利润为 412 亿元，同比下降 8%，Non-GAAP 净利率 17%，主要由于电商业务加大投入。其中淘天经调整 EBITA 利润率为 43%，与去年同期相比提升 0.2pct，除淘天外其他业务经调整 EBITA 利润率与去年同期持平。

京东 24Q2 实现营业收入 2914 亿元，同比+1.2%，其中京东零售/京东物流/新业务收入分别同比+1.5%/+15.2%/+7.4%。Non-GAAP 净利润为 145 亿元，同比增长 69.0%，Non-GAAP 净利率 5.0%，同比提升 2.0pct 主要由于公司供应链能力强化，毛利率同比提升 1.4pct。

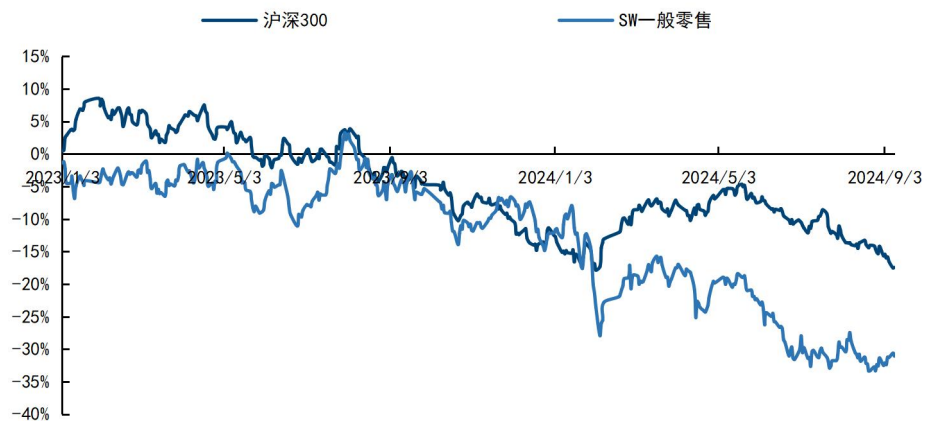
拼多多 24Q2 实现营业收入 970 亿元，同比增长 85%，其中广告营销收入 490 亿元，yoy +29%；支付通道收入 479 亿元，yoy+234%，主要由 TEMU 快速增长拉动。Non-GAAP 净利润 343 亿/yoy+125%，non-GAAP 净利率 35%/yoy+6pct，主要由于 TEMU 大幅减亏。本季度公司毛利率 65%，同比提升 1pct；规模效应下各项费率显著下降。

线下：线下消费持续低迷，行情持续承压

受到整体消费承压影响，以及存量消费方式继续线上化，线下消费进一步承压。上半年超市/便利店/专业店/专卖店/百货店增速分别为 2.2%/5.8%/4.5%/-1.8%/-3.0%，较 2023 上半年同期分别变动 +2.6/-2.4/-0.9/-6.4/-12.8pct，在整体消费仍处于渐进式复苏态势，及去年高基数基础上，整体线下消费较为承压，其中可选消费表现更甚。

从板块行情表现来看：今年以来 SW 一般零售走势相对较弱，截至 9 月 10 日，SW 一般零售下跌 21.4%，跑输大盘 14.6pct。主要由于去年同期疫情放开后线下消费需求集中释放导致基数相对较高，同时当前消费力仍待释放背景下，价格端仍有较大压力，整体数据表现一般。

图8：2023 年以来 SW 一般零售指数行情走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，时间截至 24.9.10

从个股行情表现来看：2024 年初至今，主要线下零售公司均处于下跌态势，与整体线下零售表现较差有关，其中百联股份凭借自身顺应当前性价比消费趋势德奥特莱斯业务，以及公募 REITs 项目的成功上市而相对跌幅较少；而永辉超市通过胖东来调改实现个别门店的成功改造，释放了积极求变信号，股价阶段性的表现相对较好。

表1: 线下零售行业部分个股行情走势

证券代码	证券简称	2023 涨跌幅	2024 至今涨跌幅
600827.SH	百联股份	-21.0%	-19.3%
601933.SH	永辉超市	-22.7%	-19.5%
600859.SH	王府井	-43.0%	-23.6%
002419.SZ	天虹股份	-18.9%	-23.9%
600729.SH	重庆百货	22.0%	-29.9%
002187.SZ	广百股份	-26.7%	-31.1%
603708.SH	家家悦	4.6%	-36.9%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理, 注: 时间截至 24.09.10

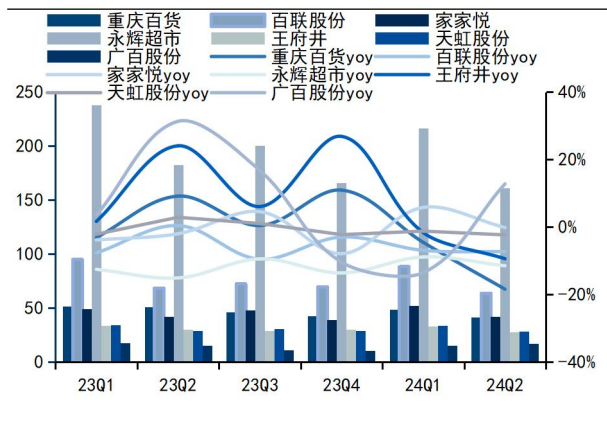
线下零售板块业绩复盘

从营收来看: 永辉超市收入规模最大, 远高于其他公司, 但在整体线下消费疲软的情况下, 除广百股份在低基数下实现正增长外, 其余公司营收均出现一定程度下滑。24Q2 重庆百货/百联股份/家家悦/永辉超市/王府井/天虹股份分别实现营收增速-18.5%/-7.4%/-0.2%/-11.6%/-9.5%/-2.4%。

但从细分业务来看, 我们发现受益于性价比消费的崛起, 折扣零售表现相对较好。 根据公司公告显示, 王府井/百联股份上半年奥特莱斯业态分别实现营收增速+0.2%/+0.0%, 均优于公司整体表现。

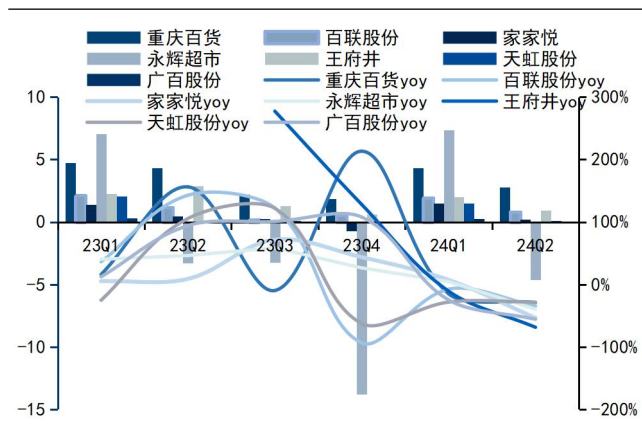
从利润来看: 在营收下滑同时盈利水平承压的情况下, 各公司归母净利润均出现较大程度下滑, 24Q2 重庆百货/百联股份/家家悦/永辉超市/王府井/天虹股份/广百股份归母净利润分别下滑 28.9%/34.1%/53.8%/39.5%/68.6%/28.3%/55.8%, 其中永辉超市和广百股份仍处于亏损状态。

图9: 线下零售板块个股分季度营收情况 (亿元)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

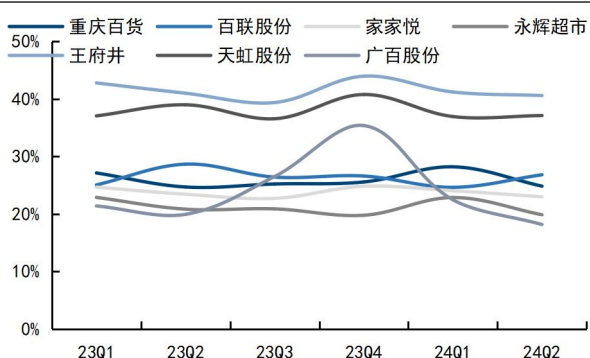
图10: 线下零售板块个股分季度归母净利润情况 (亿元)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

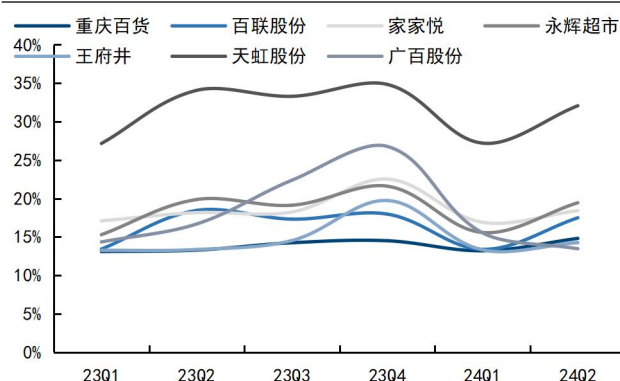
盈利能力方面, 除重庆百货通过门店调优及各业态间互相拉动, 带动单 Q2 毛利率上行 0.2pct 外, 其余公司毛利率均下滑, 24Q2 百联股份/家家悦/永辉超市/王府井/天虹股份/广百股份分别下滑 1.8%/0.4%/1.0%/0.4%/1.9%/1.8pct。

图11: 线下零售板块个股分季度毛利率情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

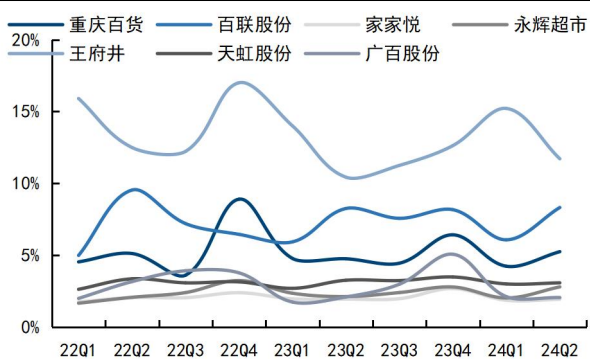
图12: 线下零售板块个股分季度销售费用率情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

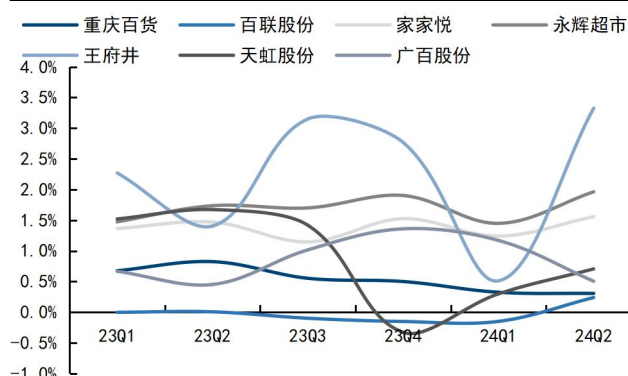
费用率方面, 各公司表现较为分化。天虹股份由于降本增效成功推进, 同时公司大额存单利息收入的增加以及租赁物业确认的利息费用减少带动销售/管理/财务费用分别同比-2.0/-0.2/-1.0pct; 王府井由于年终奖错期发放以及新开门店和开业筹备期门店新增人工成本带动单 Q2 管理费用率提升 1.3pct。

图13: 线下零售板块个股分季度管理费用率情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图14: 线下零售板块个股分季度财务费用率情况



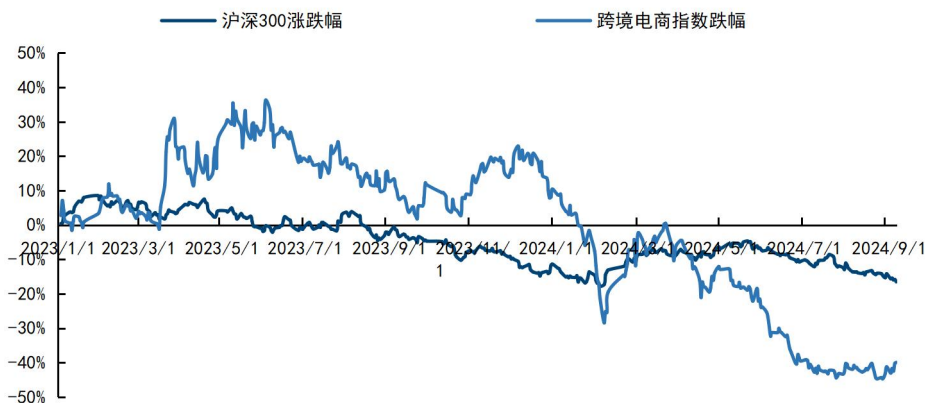
资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

跨境电商：景气度延续高位，外部形势变化影响行情表现

据海关总署初步统计，2024 上半年，我国跨境电商出口 1.22 万亿元，同比增长 10.5%，高于同期我国外贸整体增速的 4.4%。跨境电商正在成为推动我国外贸增长的新引擎和新动能。

从板块行情表现来看：今年以来跨境电商板块表现相对较弱，截至 9 月 10 日，SW 跨境电商下跌 43.2%，跑输沪深 300 指数 36.4pct。从宏观背景来看，二季度以来，海外短期供需的景气周期有所下滑，叠加 Q2 海运费不断高企，Q3 汇率负面影响不断提高，而动荡的国际形势加剧市场对于未来关税政策的担忧。而同时，TEMU 的成功打破了传统跨境电商依托亚马逊平台的商业模式，未来业绩不确定性加剧。

图15: 2023 年以来跨境电商指数行情走势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理，时间截至 24.9.10

从个股行情表现来看：2024 年初至今，面对全球经济增速放缓、消费市场萎缩等不利因素，跨境电商行业普遍承受了较大压力。多数跨境电商个股表现一般，其中小商品城逆势上涨，公司受益于义乌市场的高景气度，核心业务兼具稳定及成长性，Chinagoods 线上贸易服务平台、跨境支付 Yiwu Pay 业务拓展今年在业绩层面已加速兑现，且估值合理分红稳定，模式独特攻守兼备。

表2: 跨境电商行业部分个股行情走势

证券代码	证券简称	2023 涨跌幅	2024 至今涨跌幅
600415.SH	小商品城	40.76%	20.28%
300866.SZ	安克创新	52.06%	-0.13%
301381.SZ	赛维时代	/	-23.30%
002315.SZ	焦点科技	91.61%	-23.75%
301376.SZ	致欧科技	/	-28.96%
300592.SZ	华凯易佰	63.50%	-31.64%
002803.SZ	吉宏股份	33.35%	-49.27%

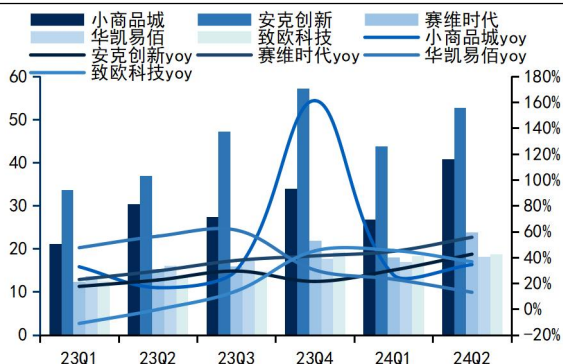
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理，注：时间截至 24.09.10

跨境电商板块业绩复盘

从营收来看：安克创新受益公司持续产品创新升级，以及海外需求复苏，单 Q2 实现营收增速 42.43%；华凯易佰凭泛品业务的高性价比优势，同时亿迈生态平台业务积极拓展战略合作客户，带动单 Q2 收入同比+12.95%；赛维时代不断放大自身在服饰配饰品类的优势，并不断精简和聚焦，增速达 55.52%；而致欧科技库存优化基本完成，伴随新品推出提速，收入增速同比达 36.55%。

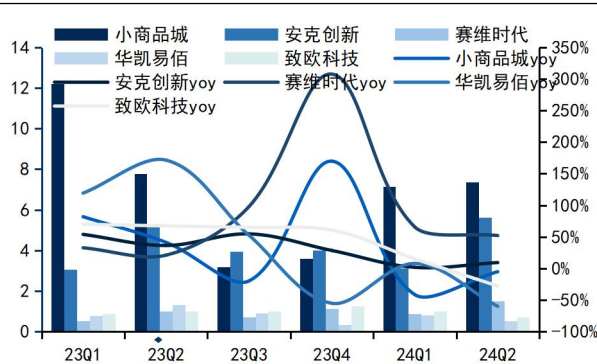
从利润来看：单 Q2 赛维时代归母净利同比+51.99%，品牌矩阵建设进一步完善，商品类收入和物流类收入实现了双增长；安克创新在收入稳健增长的基础上，积极拓宽市场边界，在充电储能、智能创新、智能影音等多个领域深耕布局，带动归母净利增速达 9.19%；小商品城由于投资收益及资产处置收益减少，单 Q2 归母净利润同比-5.31%，扣除投资收益影响后，H1 归母净利润同比约+39%。华凯易佰单 Q2 利润同比-60.12%，主要归因于市场推广、广告费用、销售人员薪酬的增加，以及为迎接销售旺季而增加的备货导致存货和仓储费用的显著增长。

图16: 跨境电商板块个股分季度营收情况（亿元）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

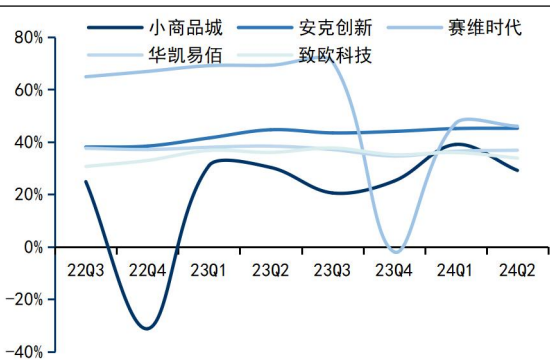
图17: 跨境电商板块个股分季度归母净利润情况（亿元）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

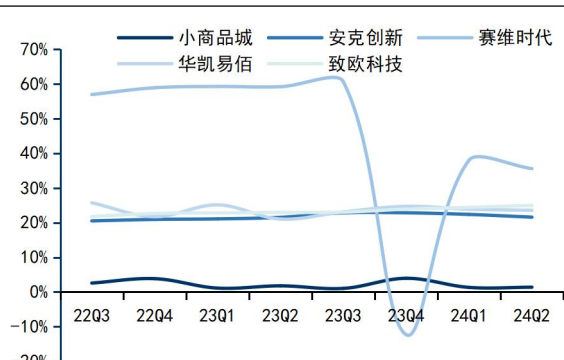
盈利能力方面，受益于技术创新和销售渠道的优化，2024Q2 安克创新毛利率同比提升 0.55pct。小商品城/赛维时代/华凯易佰/致欧科技毛利率分别为 29.16%/46.02%/36.87%/33.86%，同比-1.12pct/-23.25pct/ -1.55pct/-2.16pct。赛维时代由于统计口径原因，将头程物流费从销售费用调整至营业成本，导致毛利率和销售费用率均变化较大，同口径下毛利率提升 1.1pct。

图18: 跨境电商板块个股分季度毛利率情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

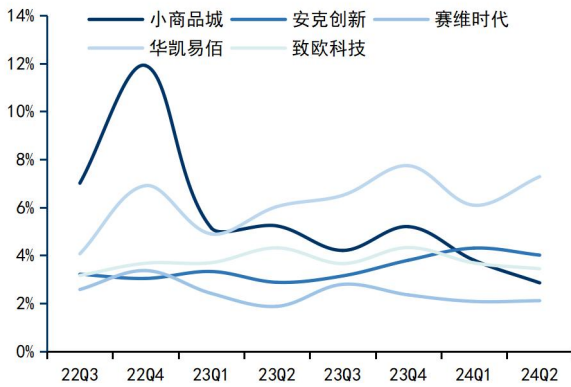
图19: 跨境电商板块个股分季度销售费用率情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

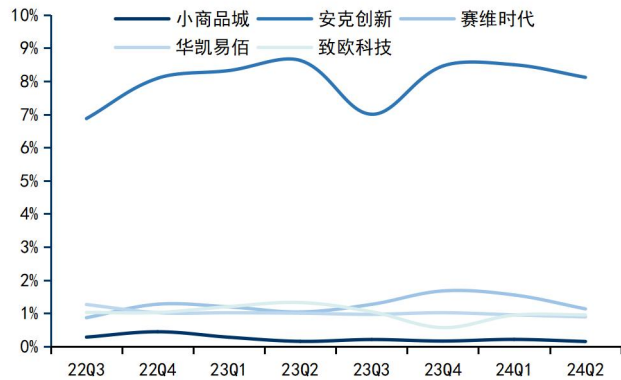
费用率方面，小商品城/安克创新/赛维时代/华凯易佰/致欧科技单 Q2 销售费用率分别同比-0.39pct/+0.06pct/-23.59pct/+2.52pct/+2.05pct。小商品城销售费用管控良好，赛维时代同口径下销售费用率提升 1.2pct，公司提升均主要为增加宣传推广费用所致；单 Q2 管理费用率分别同比-2.38pct/+1.13pct/+0.24pct/+1.25pct/-0.87pct，小商品城和致欧科技的成本管控良好，安克创新和华凯易佰则有小幅提升。

图20: 跨境电商板块个股分季度管理费用率情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图21: 跨境电商板块个股分季度研发费用率情况



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

投资建议

当前整体消费仍处于渐进式复苏态势，中报行业基本面较为平淡，短期建议继续以寻找结构性投资机会为主，配合政策主题热点抓取个股相对收益；中长期继续沿着前景相对明确的国货崛起及出海拓展等主线方向布局。具体来看：1) 美容护理：充分调整之后部分标的估值吸引力正在逐步显现，头部国货凭借强产品力及全渠道布局能力在上半年展现了强劲的增长韧性。推荐珀莱雅、丸美股份、上美股份、润本股份等；2) 跨境出海：海外消费需求仍处于相对高位，短期虽有国际贸易环境变化等不稳定因素，但龙头企业通过精细化的运营布局，有望在行业锤炼中获取更高的市场份额。推荐：小商品城、安克创新、赛维时代等；3) 黄金珠宝：短期金价波动对终端消费需求的释放存在扰动，但长期黄金品类保值+配饰的双重属性将在当前消费环境下进一步突显，推荐：老凤祥、中国黄金、潮宏基等；4) 线下零售：龙头企业积极应对性价比消费趋势变化开展转型，借助外部合作方及资本工具积极探索新增长驱动，推荐：名创优品、百联股份、重庆百货等。

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2024-09-11)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
603605.SH	珀莱雅	91.55	363	3.01	3.98	4.98	5.96	33.03	23.01	18.37	15.37	27.45	0.71	优于大市
300856.SZ	科思股份	24.70	84	4.33	2.59	3.14	3.76	14.36	9.53	7.86	6.57	27.93	-0.24	优于大市
600315.SH	上海家化	14.31	97	0.74	0.63	0.70	0.74	19.35	28.64	20.48	19.24	6.5	-1.96	优于大市
002867.SZ	周大生	10.41	114	1.20	1.41	1.63	1.89	12.64	7.38	6.39	5.51	20.62	0.42	优于大市
002345.SZ	潮宏基	4.53	40	0.38	0.51	0.60	0.70	18.15	8.88	7.55	6.47	9.18	0.26	优于大市
300866.SZ	安克创新	68.42	364	4.16	4.89	5.86	6.71	22.30	13.99	11.68	10.20	20.19	0.80	优于大市
600415.SH	小商品城	8.57	470	0.49	0.52	0.59	0.76	15.00	16.48	14.53	11.28	15.13	2.69	优于大市
9896.HK	各创优品	32.45	409	1.40	2.05	2.52	3.02	21.77	14.47	11.75	9.81	19.87	0.32	优于大市
2367.HK	巨子生物	38.60	397	1.46	1.94	2.50	2.97	22.11	18.18	14.12	11.89	33.28	0.55	优于大市
605599.SH	莱百股份	9.95	77	0.91	1.05	1.21	1.39	16.39	9.48	8.22	7.16	18.68	0.62	优于大市

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 ±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（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提及的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