

商贸零售行业 11 月投资策略暨三季报总结

行业基本面压力仍存，盈利分化下龙头韧性相对强劲

优于大市

核心观点

2024 年以来消费总体复苏趋势较为平稳。2024 年前三季度社零总额实现同比增长 3.3%。较上半年增速 3.7%有所放缓。整体受大环境影响，居民消费力仍有待释放，未来随着经济基本面的企稳回暖，以及促销费相关政策措施的落地推动，消费行业基本面触底回升值得期待。

线上消费整体平稳，线下业态业绩持续下滑。2024 年 1-9 月全国网上零售额同比+8.6%，较上半年增速的 9.8%有所放缓。据久谦数据，单 Q3 天猫/京东/抖音分别实现增速-0.7%/-3.5%/32.5%。从线下看，前三季度超市/便利店/专业店/百货增速分别变动 0.2/-1.1/-0.5/-0.3pct，基本保持平稳。从上市公司业绩表现看，在 Q3 整体线下消费持续承压态势下，各公司营收和经营利润均处于一定程度下滑，但高性价比奥莱业态仍有相对优势。

美护行业：销售淡季表现平稳，盈利分化加剧。今年以来行业整体表现平平，前三季度化妆品社零同比下滑 1.0%。从上市公司业绩看，化妆品板块 Q3 营收整体平稳，但在平台竞争加剧叠加运营难度加大下，多数公司盈利同比均有所承压；医美板块中依托新材料加持的上游公司表现相对更佳。

黄金珠宝：金价上行抑制终端消费，板块业绩承压。前三季度金银珠宝类社零同比-3.1%，随着金价不断新高抑制终端消费需求释放，导致板块 Q3 收入承压；同时低毛利黄金交易业务占比提升影响，企业盈利能力承压更为明显。

跨境电商：营收持续高增长，盈利能力表现分化。从营收来看，依托跨境电商持续的高景气度，相关公司依旧维持较高收入增速，但由于不同企业的品类、区域布局，以及经营模式差异，利润表现分化加剧。

投资建议：维持板块“优于大市”评级。整体消费板块在当前大环境抑制需求释放背景影响下，Q3 业绩均有所承压，但在部分如出海、性价比消费以及国货替代等细分方向下仍有结构性亮点。未来随着消费政策刺激措施的推行实施，行业基本面带来有望逐步触底回暖。具体来看：1) 美容护理：业绩仍有相对优势，外延驱动多品牌多品牌发展，国货替代趋势持续演绎。推荐珀莱雅、丸美股份、登康口腔、润本股份等；2) 线下零售：并购重组政策驱动下龙头企业借助内生外延工具积极探索新增长驱动，推荐：重庆百货、百联股份、永辉超市、名创优品等。3) 跨境电商：海外消费需求仍处于相对高位，海外大选靴子落地，龙头标的区域多元化布局下业绩韧性足。推荐：小商品城、安克创新等；4) 黄金珠宝：短期金价波动对终端消费需求扰动预期充分，龙头估值重回低位，未来随着金价回归正常以及消费政策刺激基本有望触底，推荐：老凤祥、周大福、老铺黄金等。

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	12.56	689	0.51	0.61	24.63	20.59
603983.SH	丸美股份	优于大市	31.39	126	0.92	1.15	34.19	27.25
603605.SH	珀莱雅	优于大市	100.40	398	3.98	4.98	25.24	20.14

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

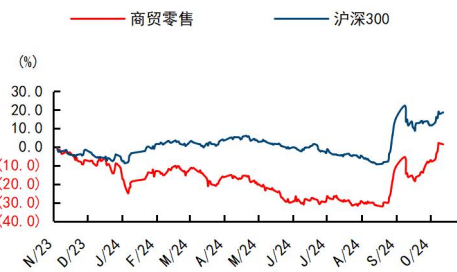
证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

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“双 11”电商大促跟踪点评-双 11 大促过半整体平稳增长，美妆品牌分化加剧》——2024-11-07
- 《2024 年 9 月社零数据点评-九月社零同比增长 3.2%，政策刺激效应有望逐步显现》——2024-10-20
- 《商贸零售行业 10 月投资策略-政策加码力促消费复苏，美护板块业绩相对优势明显》——2024-10-08
- 《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》——2024-09-13
- 《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

内容目录

行业数据回顾：消费整体复苏平淡，期待政策推动逐步回暖	4
线上：线上消费整体平稳，增速环比有所放缓	4
线下：线下业态业绩持续下滑，细分性价比赛道相对较好	5
美护行业：销售淡季表现平稳，盈利分化加剧	7
黄金珠宝：金价波动抑制终端消费释放，板块业绩继续承压	9
跨境电商：海外高景气支撑营收持续高增长，盈利能力表现分化	10
投资建议	11

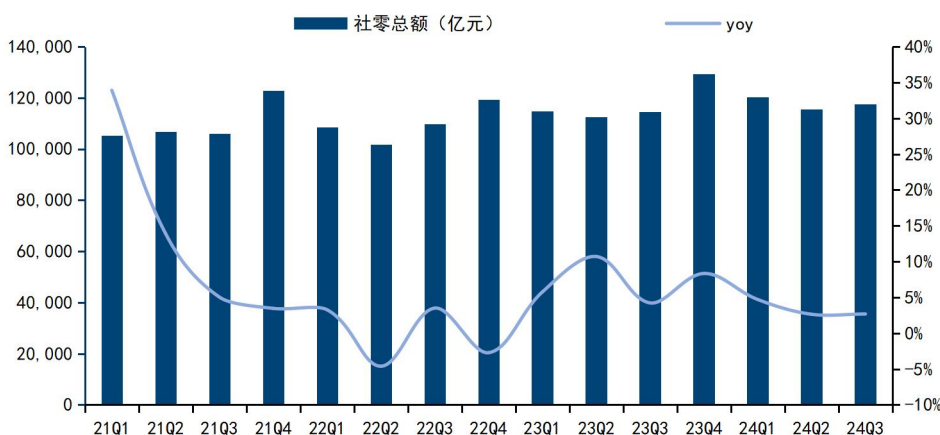
图表目录

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: 线下零售板块个股分季度营收情况 (亿元)	6
图 9: 线下零售板块个股分季度归母净利润情况 (亿元)	6
图 10: 线下零售板块个股分季度毛利率情况	6
图 11: 线下零售板块个股分季度销售费用率情况	6
图 12: 线下零售板块个股分季度管理费用率情况	7
图 13: 线下零售板块个股分季度财务费用率情况	7
图 14: 限额以上化妆品零售总额增速 (%)	7
图 15: 美护板块重点公司 Q3 营收增速 (%)	8
图 16: 美护板块重点公司 Q3 毛销差同环比变化趋势	8
图 17: 2022 年以来金银珠宝类社零数据情况	9
图 18: 黄金珠宝板块上市公司 Q3 收入增速	9
图 19: 黄金珠宝板块上市公司 Q3 归母净利润增速	9
图 20: 黄金珠宝上市公司 Q3 毛利率	10
图 21: 黄金珠宝上市公司 Q3 期间费用率	10
图 22: 跨境电商板块个股分季度营收情况 (亿元)	11
图 23: 跨境电商板块个股分季度归母净利润情况 (亿元)	11
表 1: 可比公司估值表	12

行业数据回顾：消费整体复苏平淡，期待政策推动逐步回暖

2024 年以来消费总体复苏趋势较为平稳，2024 年前三季度实现社会消费品零售总额 35.4 万亿，同比增长 3.3%。较上半年增速 3.7% 有所放缓。其中，商品零售/服务零售额分别同比增长 3.0%/6.2%。随着社零整体稳步向好，叠加当前密集的政策刺激措施推动，消费行业基本面有望逐步回暖。

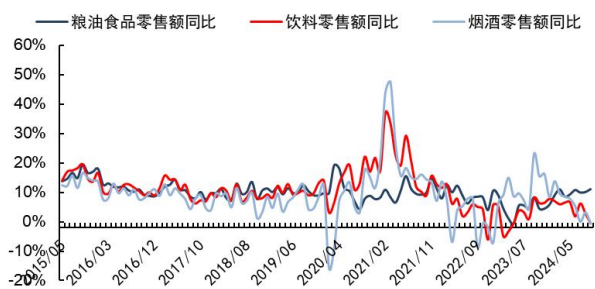
图1：中国社会消费品零售总额及同比增速



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

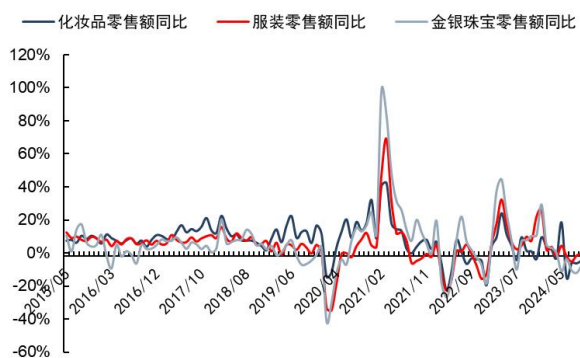
从主要商品的零售数据来看，必选品类方面，粮油食品/饮料/烟酒类在前三季度分别实现增速 9.9%/4.5%/6.8%，延续平稳表现；可选品类方面，化妆品/服装/黄金珠宝前三季度分别下滑 1.0%/0.2%/3.1%，在宏观经济压力下有所承压，而家电以旧换新政策补贴而累计增长 4.4%。

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：线上消费整体平稳，增速环比有所放缓

线上消费增速环比逐季放缓，收入占比持续提升。2024 年 1-9 月全国网上零售额

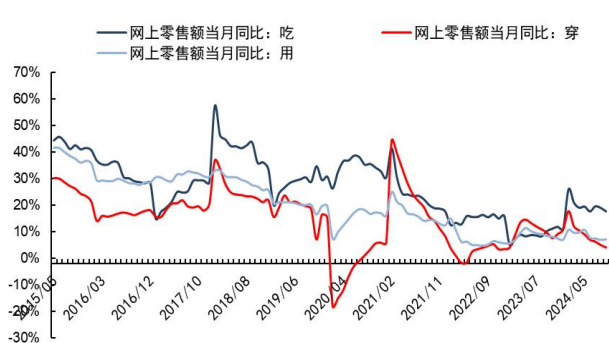
同比+8.6%，较上半年增速的9.8%有所放缓。其中，前三季度实物商品网上零售额同比+7.9%，占社会消费品零售总额的比重为25.7%，吃类、穿类、用类商品分别增长17.8%、4.1%、7.2%。受到经济环境影响，线上消费增速跟随消费大盘逐季放缓，相对而言必选相关增速更为坚挺，但实物消费总体比较稳定，占社零整体比重仍在持续提升。

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

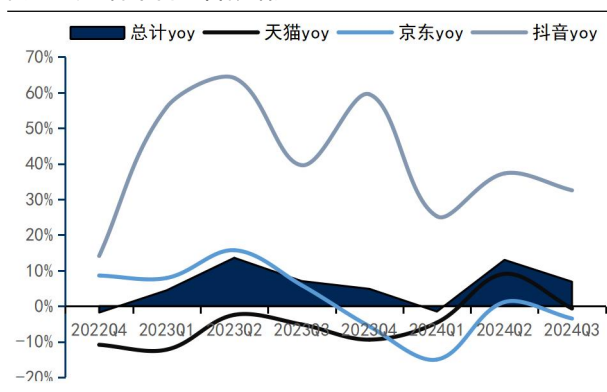
图5：实物商品网上零售额分品类同比情况（%）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

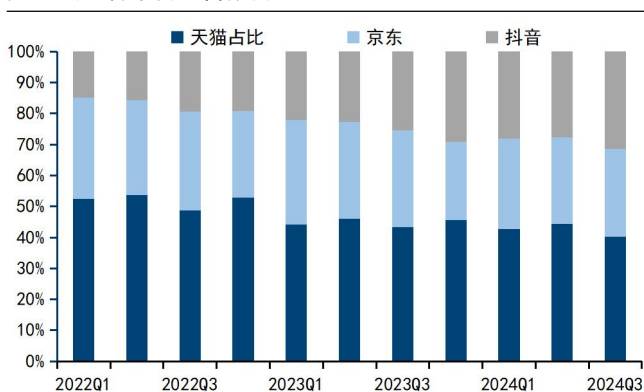
单 Q3 线上平台稳健增长。据久谦数据，单 Q3 天猫+京东+抖音三大平台共实现收入增速 6.8%，虽较 Q2 增速 13.0%有所放缓，但在线上消费淡季下仍维持平稳发展。其中天猫/京东/抖音分别实现增速-0.7%/-3.5%/32.5%，在双 11 大促效应下 Q4 有望提振增速。目前来看天猫仍为第一大平台，前三季度收入占比三大平台合计高达 42.6%，抖音在较快增速增长下收入占比达 29.0%，较去年年底提升 4pct。

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：久谦数据，国信证券经济研究所整理

线下：线下业态业绩持续下滑，细分性价比赛道相对较好

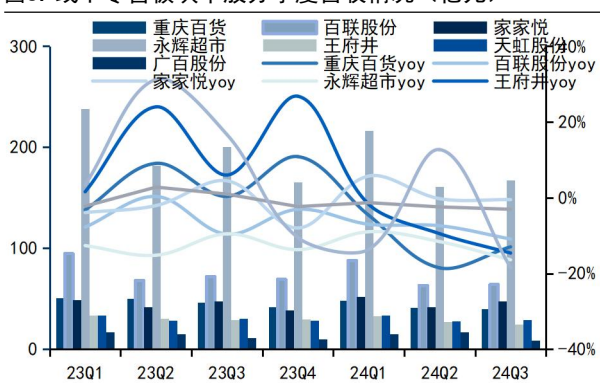
偏必选消费业态保持稳健增长，可选消费业态依旧承压。前三季度超市/便利店/专业店/专卖店/百货店增速分别为 2.4%/4.7%/4.0%/-1.7%/-3.3%，较上半年分别变动 0.2/-1.1/-0.5/0.1/-0.3pct，基本保持平稳。

◆ 线下零售板块业绩复盘

从营收来看：在 Q3 整体线下消费持续承压态势下，各公司营收均处于一定程度下滑，24Q3 重庆百货/百联股份/家家悦/永辉超市/王府井/天虹股份/广百股份分别实现营收增速-13.0%/-10.9%/-0.5%/-16.4%/-14.6%/-3.0%/-18.5%。其中家家悦在对现有门店有效调改下下滑最少。同时奥特莱斯业态依旧表现相对优异，24Q3 王府井/百联股份奥莱业态营收分别实现增速 15.1%/-4.8%。

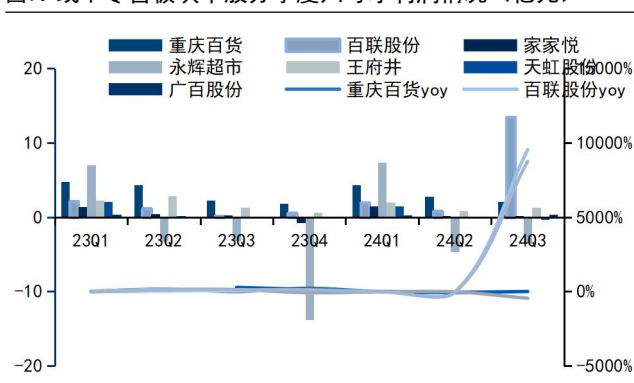
从利润来看：各公司归母净利表现分化，其中百联股份由于公募 REITs 成功上市带来 Q3 非经收益 18.7 亿，带动归母净利同比大幅增长，扣非归母净利在业绩承压下由盈转亏；而天虹股份在百货业态持续承压，叠加毛利率下滑下，归母净利由盈转亏。

图8：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

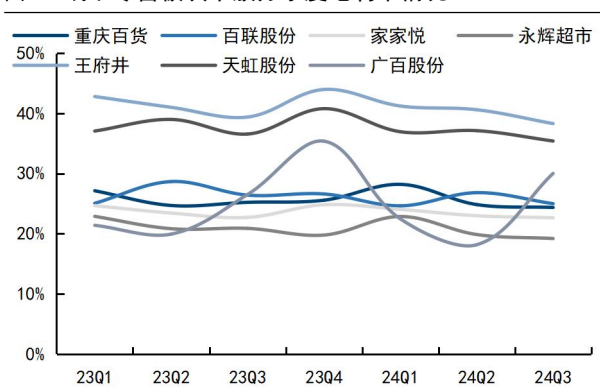
图9：线下零售板块个股分季度归母净利润情况（亿元）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

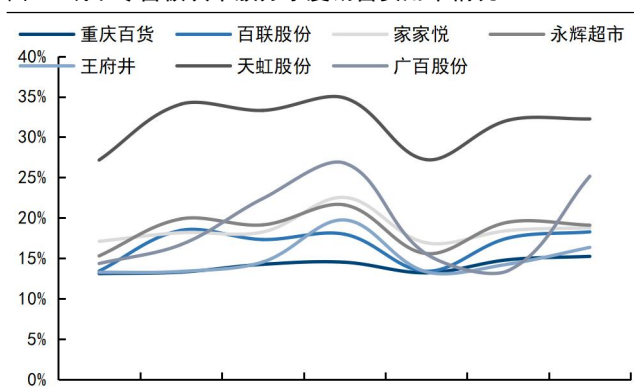
盈利能力方面，Q3 毛利率除广百股份由于去年同期低基数原因同比增加外，其余均出现下滑，24Q3 重庆百货/百联股份/家家悦/永辉超市/王府井/天虹股份分别下滑 0.8/1.4/0.1/1.7/1.1/1.2pct。

图10：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

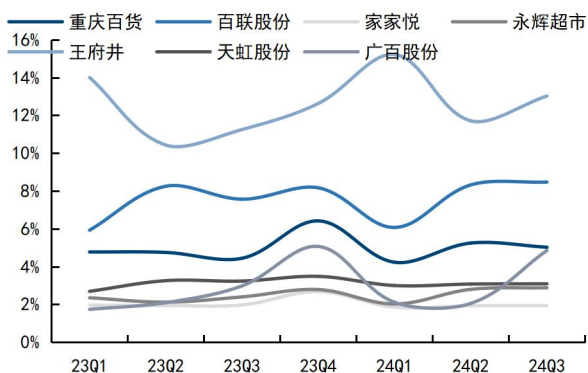
图11：线下零售板块个股分季度销售费用率情况



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

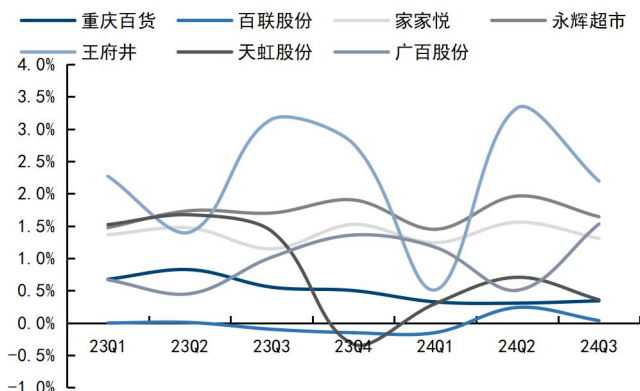
费用率方面，天虹股份由于降本增效成功推进，单 Q3 期间费用率下降 2.2pct；其余公司在收入下滑压力下期间费用率均有所上升，24Q3 重庆百货/百联股份/家家悦/永辉超市/王府井/广百股份分别同比增加 1.2/1.9/0.7/0.3/2.6/5.2pct。

图12: 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13: 线下零售板块个股分季度财务费用率情况

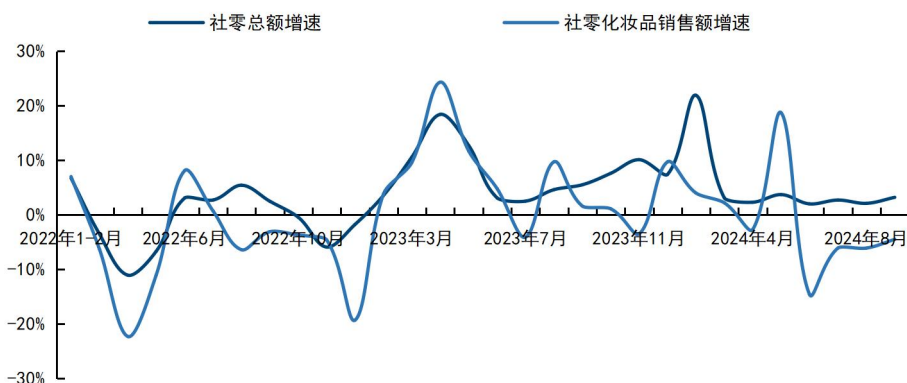


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

美护行业：销售淡季表现平稳，盈利分化加剧

今年以来化妆品行业整体仍处于低位成长阶段，24 年前三季度，化妆品社零同比下滑 1.0%，较上半年正增速单三季度呈现下滑态势。目前来看，在整体经济大环境压力下，化妆品由于其可选消费品属性相对表现不振；而同时前几年的新媒体电商红利的释放，一定程度上也透支了品类渗透率进一步提升的空间，未来行业低速增长将成为常态化。但行业内公司表现分化加剧，国货龙头仍有优异表现。

图14: 限额以上化妆品零售总额增速 (%)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

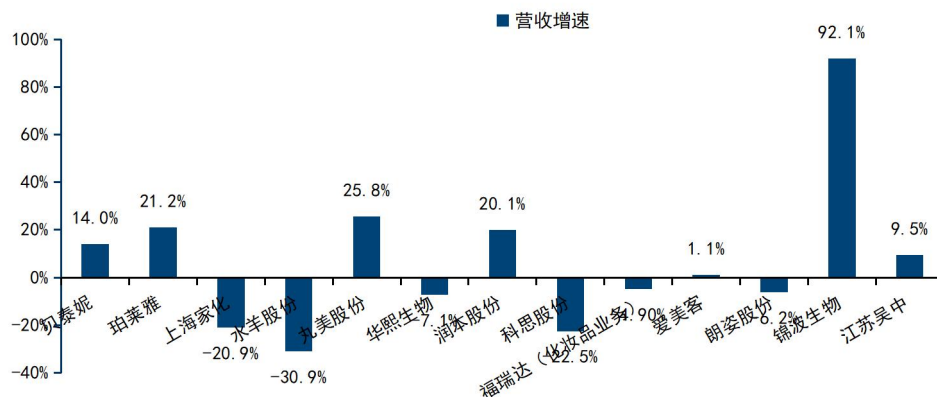
◆ 美护板块业绩复盘

化妆品板块：从营收来看，在 Q3 销售淡季影响下，整个化妆品品牌端分化加剧，其中珀莱雅依托自身大单品策略和多元化渠道布局保持稳健增长，夯实国货龙头地位，实现收入增速 21.2%；丸美股份在眼霜眼霜和重组双胶原双重产品心智下，不断完善自身产品矩阵，并通过多渠道全方位进行业绩放量，带动收入增长 25.8%；而上海家化和水羊股份由于处于内部调整期，收入端较为承压，分别下滑 20.9%/30.9%。

医美板块：在当前消费背景下，一方面消费者对于性价比产品的青睐导致部分医美机构终端价格破价，造成一定行业恶性内卷，挤压相关公司盈利空间；另一方

面如胶原蛋白、再生材料等新材料备受追捧，带动业绩快速提升。其中锦波生物在重组胶原蛋白三类械薇旻美高增长下实现收入增速+92.1%；江苏吴中在AestheFill上市后带动Q3医美生科收入1.19亿/yoy+6558.7%。

图15: 美护板块重点公司 Q3 营收增速 (%)

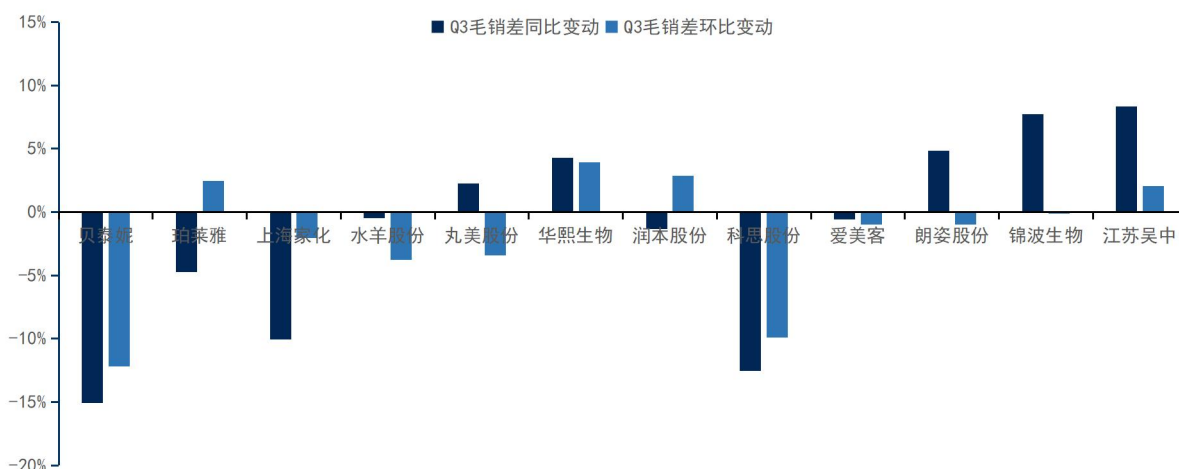


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

化妆品板块: 从盈利端来看, 由于线上电商平台流量竞争力度加大, 且纷纷推进低价策略, 一定程度上对品牌方的经营带来了更大的压力, 叠加兴趣电商平台玩法的不断调整, 运营难度和费用压力均较传统货架电商更大, 因此大多化妆品品牌公司毛销差同环比均有所减弱, 其中贝泰妮在抖音等低利润率渠道加大投放, 导致阶段性利润承压, 毛销差同比减弱 15.1pct 导致单 Q3 公司归母净利润-0.69 亿, 为公司上市以来首次单季度亏损; 珀莱雅在降本增效下环比提升 2.4pct; 丸美股份在产品结构优化及降本增效下毛销差同比提升 2.3pct, 带动扣非归母净利润同比增长 56.06%。

医美板块: 在市场竞争压力加大下, 爱美客 Q3 毛销差同环比分别微降 0.6/1.0pct; 而在新材料产品的加持下, 锦波生物和江苏吴中毛销差同比大幅提升, 分别为 7.7/8.4pct, 带动锦波 Q3 归母净利润同比增长+154.0%, 江苏吴中同比扭亏为盈。

图16: 美护板块重点公司 Q3 毛销差同环比变化趋势

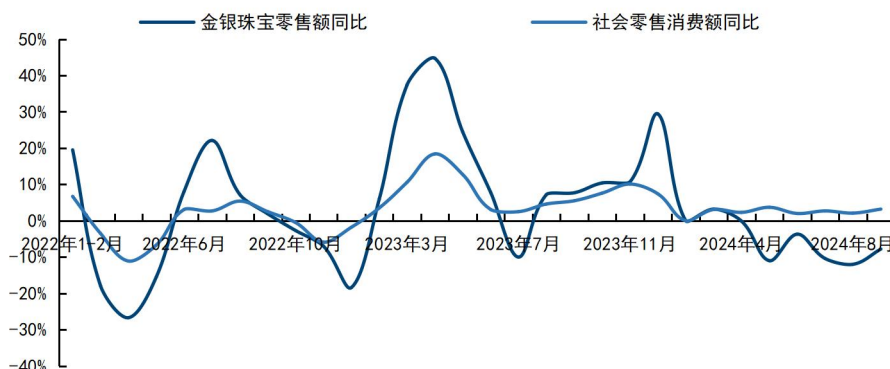


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

黄金珠宝：金价波动抑制终端消费释放，板块业绩继续承压

前三季度金银珠宝类社零增速-3.1%，其中7/8/9月分别下滑10.4%/12.0%/7.8%，随着金价不断新高抑制终端消费需求，导致整体板块业绩承压，但在黄金保值需求的高涨，有望带动相关企业投资金业务受益；同时随着黄金产品在持续创新设计下，婚庆及悦己等场景中有望继续吸引增量年轻消费者。展望Q4，在明年春节靠前带来购金需求前置下，预计终端需求边际将逐步好转。

图17: 2022年以来金银珠宝类社零数据情况



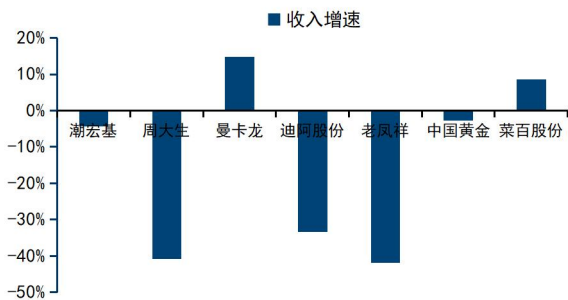
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

◆ 黄金珠宝行业业绩复盘

从营收看，由于整体行业在金价持续上行下承压，叠加Q3处于淡季，黄金珠宝上市公司整体收入承压较多，但曼卡龙通过电商渠道快速扩张带动收入增速达14.9%，而受贵金属投资类产品需求提升，产品占比较高公司营收表现较好，如菜百股份实现8.7%增长，中国黄金仅下滑2.8%。

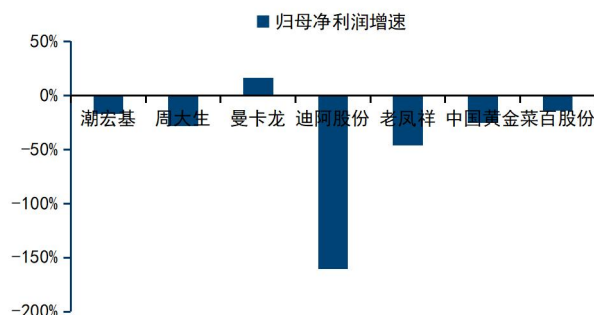
从利润看，在收入下滑叠加毛利率下行下，利润增速普遍跌幅更加显著。除曼卡龙在正收入增长带动下实现16.1%归母净利润增速外，潮宏基/周大生/迪阿股份/老凤祥/中国黄金/菜百股份分别下滑17.2%/28.7%/160.9%/46.2%/25.7%/14.0%，其中迪阿股份在钻石镶嵌市场需求仍疲软下下滑更甚。

图18: 黄金珠宝板块上市公司Q3收入增速



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图19: 黄金珠宝板块上市公司Q3归母净利润增速

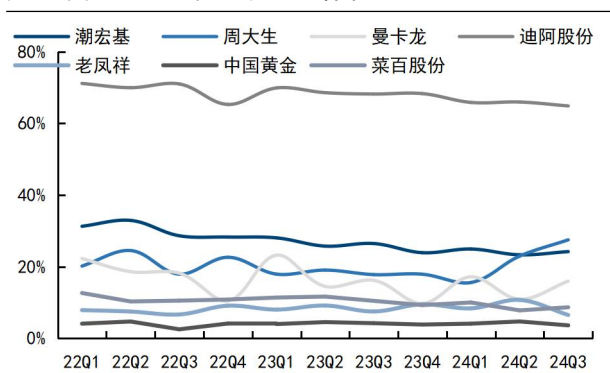


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

盈利能力方面，受金价相对高位下低毛利的黄金交易业务占比提升影响，大多公司 Q3 毛利率处于下滑态势，潮宏基/曼卡龙/迪阿股份/老凤祥/中国黄金/菜百股份分别同比下滑 2.3/0.2/3.3/1.0/0.6/1.8pct，而周大生在自营渠道受益金价上涨及产品结构优化，在加盟渠道受益品牌使用费方式出货黄金量占比提升，在电商渠道受益高毛利率饰品类占比提升，共同带动毛利率大幅上行 9.7pct。

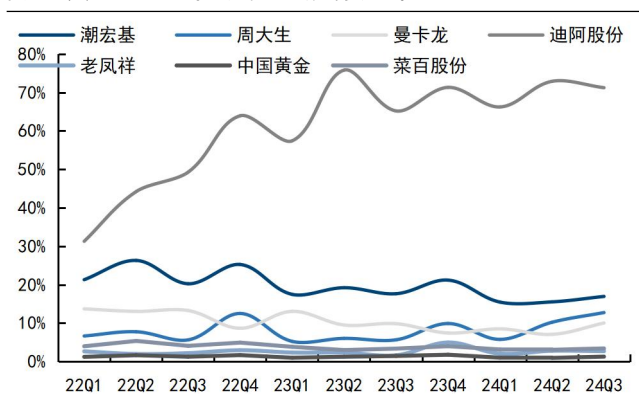
费用率方面，大多公司期间费用率变化不大，迪阿股份在收入承压及管理和研发费用仍有一定刚性，整体费用率提升 6.0pct；周大生主要由于薪酬费用、租赁费用、广告宣传费用及电商渠道费用同比增加导致销售费用率提升 6.3pct。

图20: 黄金珠宝上市公司 Q3 毛利率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图21: 黄金珠宝上市公司 Q3 期间费用率



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

跨境电商：海外高景气支撑营收持续高增长，盈利能力表现分化

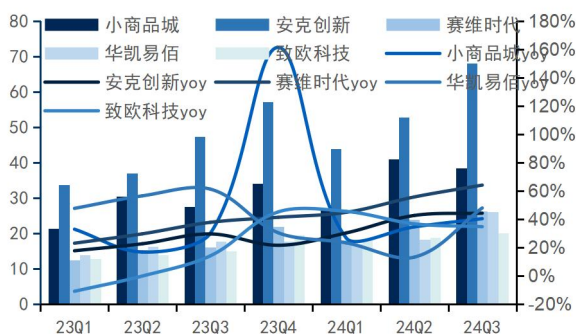
据海关总署初步统计，2024 前三季度，我国跨境电商进出口 1.88 万亿元，同比增长 11.5%，环比上半年增速 10.5%有所提升。跨境电商在科技创新驱动下，以外贸新业态新模式为全球消费者提供更加多元化购物选择。而展望 Q4，随着黑五等海外大促活动的到来，有望继续支撑板块景气度。

◆ 跨境电商板块业绩复盘

从营收来看，依托跨境电商持续的高景气度，相关公司依旧维持较高收入增速，小商品城/安克创新/赛维时代/华凯易佰/致欧科技 Q3 分别实现 40.2%/44.1%/63.9%/47.7%/34.5%，依托新品推出、品类拓展和渠道扩张等方式带动收入增速环比 Q2 有所提升，其中华凯易佰 7 月收购通拓科技带动收入高速增长。

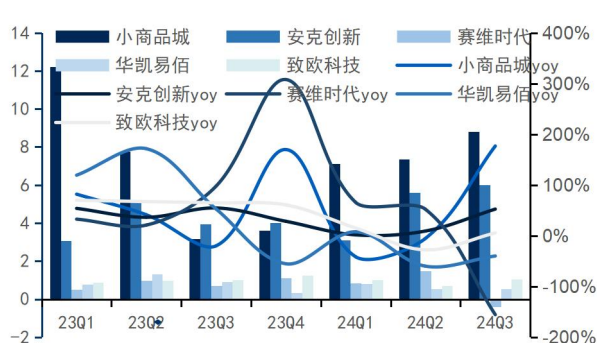
但由于不同企业的品类、区域布局，以及经营模式差异，利润表现分化加剧。在竞争加剧叠加海运费增长下，大多跨境电商公司盈利能力有所下滑，但小商品城受益租金动态上浮及服务能力提升，毛利率同比提升 9.5pct，带动归母净利润同比增长 176.7%；安克创新在持续品类创新和渠道优化下，外界消极影响不断减弱，归母净利润同比增长 52.4%。而华凯易佰由于新业务拓展推广费用增加、为销售旺季备货导致仓储费提升、及收购产生较多管理费，导致利润短期承压；赛维时代由于新品开发推广，短期阶段性投入大幅增加，毛销差同比减少 8.0pct，归母净利润由盈转亏。

图22: 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23: 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

投资建议

维持板块“优于大市”评级。整体消费板块在当前大环境抑制需求释放背景影响下，Q3 业绩均有所承压，但在部分如出海、性价比消费以及国货替代等细分方向下仍有结构性亮点。未来随着消费政策刺激措施的推行实施，行业基本面带来有望逐步触底回暖。具体来看：

- 1) 美容护理：业绩仍有相对优势，外延驱动多品牌多品牌发展，国货替代趋势持续演绎。推荐珀莱雅、丸美股份、登康口腔、润本股份等；
- 2) 线下零售：并购重组政策驱动下龙头企业借助内生外延工具积极探索新增长驱动，推荐：重庆百货、百联股份、永辉超市、名创优品等。
- 3) 跨境出海：海外消费需求仍处于相对高位，海外大选靴子落地，龙头标的区域多元化布局下业绩韧性足。推荐：小商品城、安克创新等；
- 4) 黄金珠宝：短期金价波动对终端消费需求扰动预期充分，龙头估值重回低位，未来随着金价回归正常以及消费政策刺激基本面有望触底，推荐：老凤祥、周大福、老铺黄金等。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	收盘价 (2024-11-11)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
300957.SZ	贝泰妮	55.51	235	1.79	1.53	1.95	2.22	38.16	36.25	28.48	24.96	12.91	-2.54	优于大市
603605.SH	珀莱雅	100.40	398	3.01	3.98	4.98	5.96	33.03	25.24	20.14	16.85	27.45	0.78	优于大市
603983.SH	丸美股份	31.39	126	0.65	0.92	1.15	1.39	39.06	34.19	27.25	22.61	7.75	0.82	优于大市
2367.HK	巨子生物	54.50	560	1.46	1.94	2.50	2.97	22.11	26.06	20.24	17.04	33.28	0.79	优于大市
300740.SZ	水羊股份	13.93	54	0.75	0.47	0.72	0.80	22.08	29.77	19.48	17.38	22.08	-0.78	优于大市
605599.SH	菜百股份	11.04	86	0.91	0.86	0.96	1.08	16.39	12.84	11.50	10.22	18.68	-2.34	优于大市
600612.SH	老凤祥	50.01	210	4.23	3.80	4.17	4.58	16.30	13.16	11.99	10.92	19.13	-1.29	优于大市
300866.SZ	安克创新	89.97	478	3.97	3.94	4.91	5.90	22.30	22.84	18.32	15.25	20.19	-30.22	优于大市
600415.SH	小商品城	12.56	689	0.49	0.51	0.61	0.78	15.00	24.63	20.59	16.10	15.13	6.03	优于大市
9896.HK	名创优品	37.95	477	1.40	2.05	2.52	3.02	21.77	17.18	13.95	11.65	19.87	0.38	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理, 注: 巨子生物、名创优品收盘价为港元

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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