

商贸零售行业2026年中期投资策略

个股择优，静待破晓

行业研究 · 行业投资策略

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

执证编码：S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

执证编码：S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

执证编码：S0980523090004

- 2026年上半年回顾：**26年以来零售及美护板块的行情表现压力较大，截至6.18跌幅处于申万行业前三，这一方面系科技与消费的基本面叙事差异下，在今年加速推动了不同板块资金的极致分化；另一方面，行业自身基本面也在外部冲击、政策效应弱化等多因素共同影响下有所承压，26年5月社零增速-0.6%，23年疫情后首次转负。但在行业悲观预期下仍然存一定结构性亮点：1) 高端消费复苏：国内资产价格企稳带来的财富效应正逐步向高端消费传导，国际奢侈品集团以及高端百货商场呈现明确数据拐点；2) 出海消费仍具高景气：2026Q1全国跨境电商进出口总额同比+8.5%，跨境电商企业延续高增长；3) 反内卷成效初显：国内经济价格指数稳步回暖，电商平台被密集约谈，平台反内卷推进下，有望进一步打通消费的量价恢复通道。
- 各子板块分析：**1) **美容护理：**26年1-5月化妆品社零实现销售额1985亿元，同增4.9%较为平稳。外资品牌复苏较为明显，但国货龙头仍有一定韧性，此外多品牌布局已经为企业未来长期发展重要抓手。2) **黄金珠宝：**金价的剧烈波动扰乱了消费需求释放的节奏。2026年Q1金银珠宝社零销售额同增12.6%，但在金价大幅波动下4-5月分别同比-21.3%/-8.9%。但后续金价的短期回调也有助于释放此前压制需求，而头部品牌通过渠道优化和产品创新仍有助于长期持续成长。3) **跨境出海：**跨境电商平台仍保持稳定高增，亚马逊平台Q1网上销售额同增11.9%，为两年内新高，头部出海品牌积极通过AI赋能产品创新实现迭代增长；4) **线下零售：**2026年1-5月社零数据来看，必需消费品为主的便利店和超市业态同比增速分别达到6.8%/3.6%，而可选为主百货业态仍处于下滑状态。各类折扣零售新业态创新仍层出不穷，同时在渠道调改下部分区域零售企业已有一定业绩拐点。
- 投资建议：**维持板块“优于大市”评级。在经历上半年的极致分化后，市场风格有一定再平衡可能，短期外围宏观环境的复杂化并未改变消费龙头的韧性，随着相关标的估值回归低位，整体布局性价比已经显现。长期具备全球化布局视野、深度拥抱AI技术实现全链路升级，以及凭借强产品力精准契合消费者需求的龙头公司，正加速兑现长期配置价值。各子板块推荐梳理：1) **美容护理：**珀莱雅、毛戈平、登康口腔、贝泰妮等。2) **黄金珠宝：**潮宏基、周大福、六福集团、老铺黄金等。3) **跨境出海：**安克创新、绿联科技、小商品城等。4) **线下零售：**名创优品、家家悦、重百集团等。
- 风险提示：**终端消费需求不及预期，竞争加剧影响企业盈利能力，企业管理层变动调整导致经营能力受损，并购后管理不善带来商誉增加等。

附表：重点公司盈利预测及估值

| 代码 | 公司名称 | 投资评级 | 收盘价 6-18 | 总市值(亿元) 6-18 | EPS | | | | PE | | | |
|-----------|------|------|-------------|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 603605.SH | 珀莱雅 | 优于大市 | 64.64 | 256 | 3.78 | 4.17 | 4.68 | 4.94 | 18.10 | 15.51 | 13.82 | 13.09 |
| 300866.SZ | 安克创新 | 优于大市 | 117.11 | 628 | 4.78 | 6.18 | 7.55 | 8.93 | 24.10 | 18.95 | 15.51 | 13.11 |
| 002345.SZ | 潮宏基 | 优于大市 | 9.63 | 86 | 0.57 | 0.75 | 0.87 | 0.99 | 22.35 | 12.84 | 11.07 | 9.73 |

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

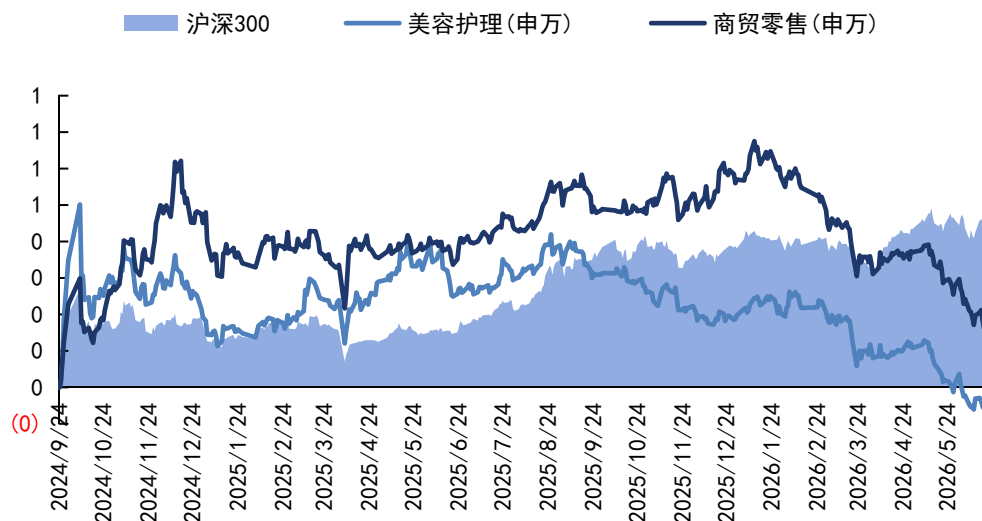
一、2026年上半年复盘：多因素致 板块行情承压，仍存结构性亮点

1.1 行情回顾：极致的风格分化下，板块上半年承压明显



- 从板块行情表现来看：截至2026年6月18日，申万商贸零售指数下跌26.0%，跑输沪深300指数32.7pct，申万美容护理指数下跌21.47%，跑输沪深300指数28.2ct。且从全A的板块涨幅排序来看，年至今分别排名倒数第一以及倒数第三。并且进一步拉长来看，美容护理指数已跌破本轮大盘行情启动的24年9.24初始节点，而商贸零售指数也回调至仅较节点16%涨幅位置。
- 因此整体来看，26年以来零售及美护板块的行情表现压力较大，且在二季度呈现加速下行趋势，这一方面系科技与消费的基本面叙事差异，在今年加速推动了不同板块资金的极致分化。另一方面，在外围地缘政治局势的扰动下，大盘风险偏好下行，对小市值为主的零售及美护板块影响相对较大。此外，板块自身基本面也在外部冲击、政策效应弱化、经济K型分化等多因素共同影响下有所承压。
- 但从个股层面，在板块整体行情承压的同时，也有个股龙头跑出了一定的相对收益，支撑这些个股背后的产业逻辑一定程度上反应了行业悲观预期下仍然存在一定结构性亮点。

图1：自24年924以来的美容护理、商贸零售指数的行情变化（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表1：26年以来表现突出的重点个股情况及归因分析

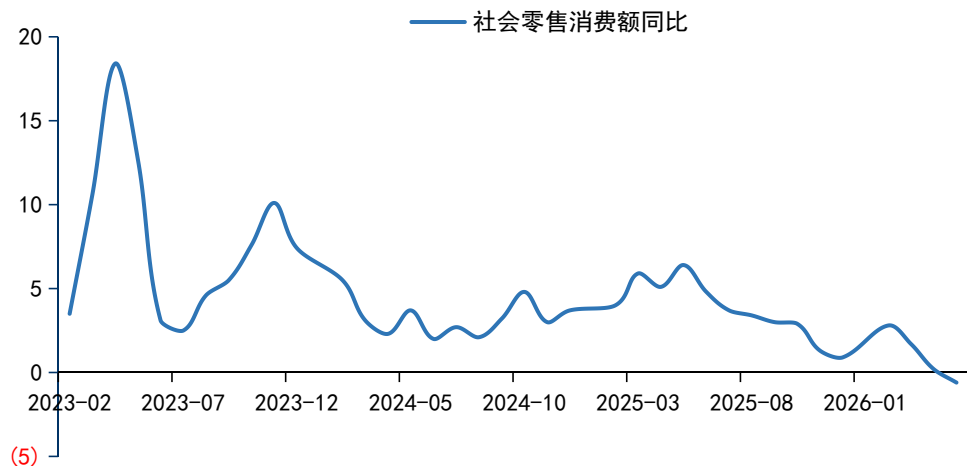
| 股票名称 | 股价涨跌幅（%） | 归因分析 |
|------|----------|---------------------------|
| 吉宏股份 | 46.0880 | 跨境出海业务业绩持续加速，AI赋能价值显现 |
| 敷尔佳 | 19.1124 | 一季度业绩高增长，医美敷料龙头加速线上线下扩张 |
| 东方甄选 | 14.5089 | 去主播化以及全渠道布局，带来品牌零售业务价值重估 |
| 华凯易佰 | 11.9705 | 业绩实现高增，AI业务融合跨境出海深化 |
| 绿联科技 | 9.3611 | NAS产品快速放量，海外业务加速增长 |
| 壹网壹创 | 5.9637 | 加速布局AI工具强化老客粘性开拓新增市场 |
| 安克创新 | 3.7969 | 储能业务受益海外需求爆发，多个新品有望贡献增量 |
| 苏美达 | 1.4516 | 多元化布局的贸易龙头，燃机业务受益AI基建 |
| 周大福 | 0.0000 | 经营拐点确立步入业绩释放期，金价带动一季度盈利优化 |
| 周大生 | -2.8736 | 低估值黄金珠宝龙头，26Q1业绩超预期高增 |
| 六福集团 | -3.1489 | 低估值黄金珠宝龙头，港澳市场高增，金价带动毛利优化 |
| 嘉亨家化 | -3.5413 | 日化代工龙头，新股东带来业务转型想象空间 |
| 水羊股份 | -4.5721 | 外延布局高端美妆品牌驱动多元化发展 |
| 赛维时代 | -4.9196 | 跨境美国市场低基数下服装类目有望加速 |
| 珀莱雅 | -5.6075 | 国货美妆龙头估值底部业绩拐点将至 |

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理，注：日期截止2026.06.18

1.2.1 板块承压原因一：消费整体基本面仍存一定下行压力

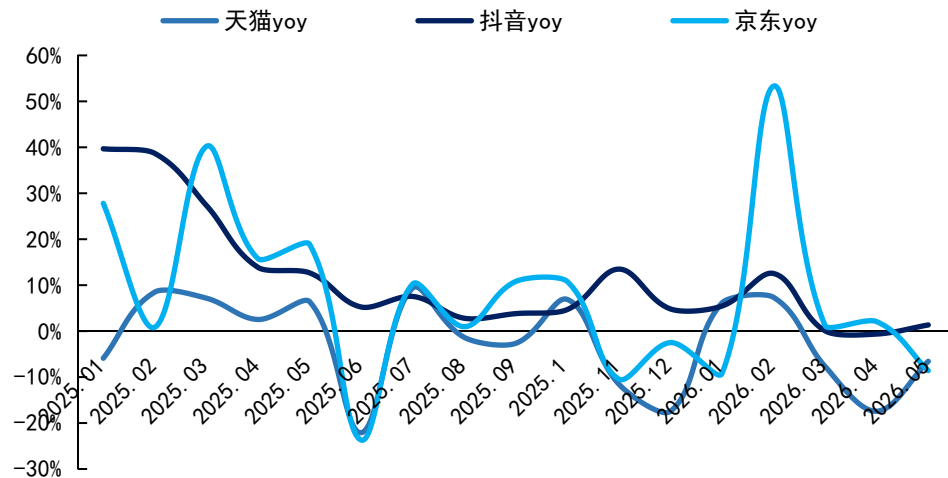
- 受到宏观经济环境变化及行业补贴政策效应退坡等影响，2026年消费行业整体增速表现较为承压。年初2026年1-3月社零销售额达到127,695亿元，同比增长2.4%，增速较2025年四季度进一步加快0.7个百分点。但进入二季度随着国补品类的基数走高以及经济K型分化下大众消费的承压，呈现出较为明显的下行压力，5月单月下滑0.6%，也是23年疫情解封以后的首次单月负增长。
- 线上同步放缓，分流与渗透态势平稳，1-5月全国网上商品和服务零售额同比+5.0%，占社零总额比重维持在25.6%，随着即使零售等平台促销补贴降温，线上增速同步有所放缓，且线上渗透率也已相对稳定。从久谦数据来看，三大主要电商平台销售表现平稳，特别是去年同期仍有较高的增长的抖音渠道也逐步面临流量见顶的压力。整体来看，消费行业的渠道商业模式已难有革命性创新，逐步进入存量时代。

图2：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

图3：电商三大平台销售额增速（%）

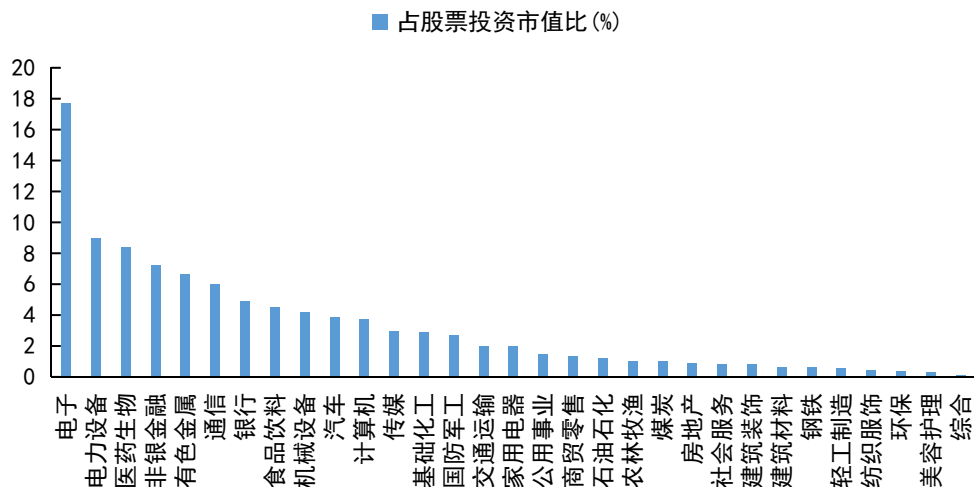


资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理

1.2.2 板块承压原因二：市场关注度持续走低，科技板块加速分流资金

- 2025年下半年以来，零售以及美护板块均处于基金配置占比的靠后水平，截至25年末，两个板块的基金持仓市值分别占基金股票投资市值的1.31%/0.26%，表明两大板块一直处于机构关注度相对较低的水平。
- **重仓股：**毛戈平、老铺黄金、锦波生物、若羽臣以及潮宏基等去年的新消费核心标的，目前仍处于机构重仓比例居前，但从二季度以来的相关标的走势来看，预计后续机构减仓行为也可能较为密集。
- **子板块：**黄金珠宝板块相关公司在机构重仓比例中相对靠前，与去年下半年以来，核心个股的优质基本面表现相关，且当时金价走势仍较为有利于相关个股的后续基本面延续向好趋势。此外少部分的美护龙头仍有一定重仓比例，依托较为积极的业绩表现支撑，以及处于历史区间低位的估值水平，获得了一小部分机构的青睐。除此之外，线下零售相关标的均处于机构减持前列。

图4：行业基金持仓和市值占比



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

表2：板块主要公司基金重仓比例变化情况

| 排序 | 名称 | 25Q4基金重仓比例 (%) | 26Q1基金重仓比例 (%) | 环比变动比例 | 排序 | 名称 | 25Q4基金重仓比例 (%) | 26Q1基金重仓比例 (%) | 环比变动比例 |
|----|------|----------------|----------------|---------|----|------|----------------|----------------|---------|
| 1 | 毛戈平 | 0.0154 | 0.0219 | 0.0065 | 11 | 老凤祥 | 0.0048 | 0.0033 | -0.0015 |
| 2 | 老铺黄金 | 0.0205 | 0.0215 | 0.001 | 12 | 国联股份 | 0.0043 | 0.0032 | -0.0011 |
| 3 | 锦波生物 | 0.0163 | 0.0108 | -0.0055 | 13 | 百亚股份 | 0.0040 | 0.0029 | -0.0011 |
| 4 | 永辉超市 | 0.0004 | 0.0067 | 0.0063 | 14 | 名创优品 | 0.0045 | 0.0028 | -0.0017 |
| 5 | 若羽臣 | 0.0070 | 0.0062 | -0.0008 | 15 | 爱美客 | 0.0156 | 0.0028 | -0.0128 |
| 6 | 潮宏基 | 0.0095 | 0.0055 | -0.004 | 16 | 稳健医疗 | 0.0026 | 0.0023 | -0.0003 |
| 7 | 小商品城 | 0.0132 | 0.0046 | -0.0086 | 17 | 苏美达 | 0.0008 | 0.0022 | 0.0014 |
| 8 | 珀莱雅 | 0.0030 | 0.0043 | 0.0013 | 18 | 上海家化 | 0.0031 | 0.0022 | -0.0009 |
| 9 | 菜百股份 | 0.0014 | 0.0036 | 0.0022 | 19 | 壹网壹创 | 0.0003 | 0.0021 | 0.0018 |
| 10 | 农产品 | 0.0036 | 0.0035 | -0.0001 | 20 | 登康口腔 | 0.0019 | 0.0020 | 0.0001 |

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

1.2.3 板块承压原因三：外部事件及不可控定价因子的变化

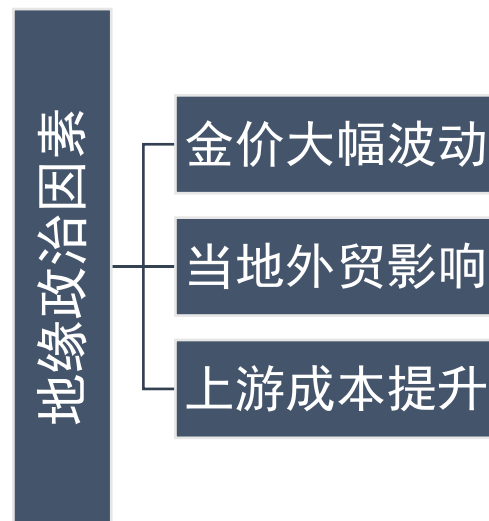
- **内部国补基数效应的放大。**26年起，此前两年对于家电汽车等品类的国家补贴政策有所优化，增量补贴政策减少，而原有补贴品类在规模高基数下的拉动效应也有所减弱。如下图所示，26年5月社零的下滑一定程度上也主要是国补相关品类的拖累影响较大所致。
- **外部一系列冲击传导：**春节后以来一大重要的变化在于美伊冲突下的中东局势突变，这对于零售板块而言也带来一系列的不可控扰动因素的传导：1) 对于外贸的直接影响，如义乌小商品城主要面向的中东市场在美伊局势升温下短期景气度受到一定扰动；2) 油价上涨传导至对部分企业成本端影响，包括部分日化企业的上游原材料成本存在一定短期价格上涨影响；3) 金价大幅波动影响，高位之下，多因素影响冲击后，金价的巨幅波动也对黄金珠宝零售企业的终端动销和毛利率等环节带来一定影响。

图5：国补退坡对5月社零影响较大

| 指 标 | 5月 | |
|----------------|----------|----------|
| | 绝对量 (亿元) | 同比增长 (%) |
| 社会消费品零售总额 | 41090 | -0.6 |
| 商品零售额 | 36485 | -0.7 |
| 其中：限额以上单位商品零售额 | 14213 | -5.2 |
| 其中：粮油、食品类 | 1853 | 1.9 |
| 饮料类 | 269 | 6.1 |
| 烟酒类 | 484 | 4.8 |
| 服装、鞋帽、针纺织品类 | 1251 | 3.8 |
| 化妆品类 | 449 | 2.5 |
| 金价影响 | | |
| 金银珠宝类 | 267 | -8.9 |
| 日用品类 | 726 | 1.6 |
| 体育、娱乐用品类 | 157 | -8 |
| 补贴品类 | | |
| 家用电器和音像器材类 | 975 | -15.6 |
| 中西药品类 | 596 | 4 |
| 补贴品类 | | |
| 文化办公用品类 | 390 | -1.5 |
| 补贴品类 | | |
| 家具类 | 150 | -8.7 |
| 补贴品类 | | |
| 通讯器材类 | 889 | 0.7 |
| 石油及制品类 | 1793 | -3.2 |
| 补贴品类 | | |
| 汽车类 | 3309 | -16.1 |
| 补贴品类 | | |
| 建筑及装潢材料类 | 100 | -13.6 |

资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图6：春节以来的外部冲击影响因素梳理

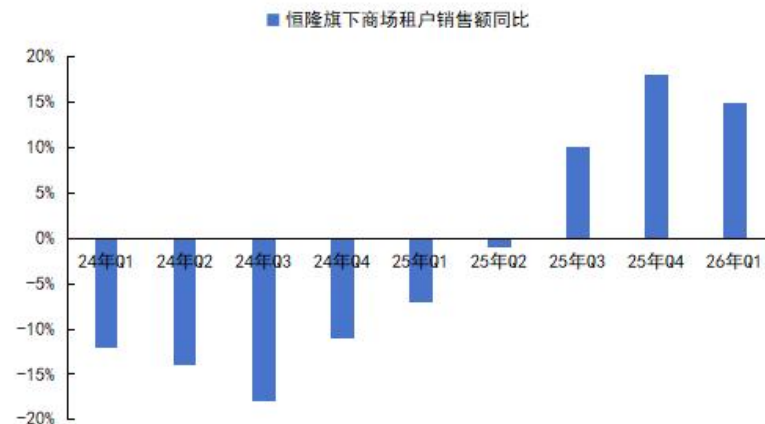


资料来源：澎湃新闻、一财网、国信证券经济研究所整理

1.3.1 结构性亮点一：高端消费韧性凸显，大众居民预期渐进修复

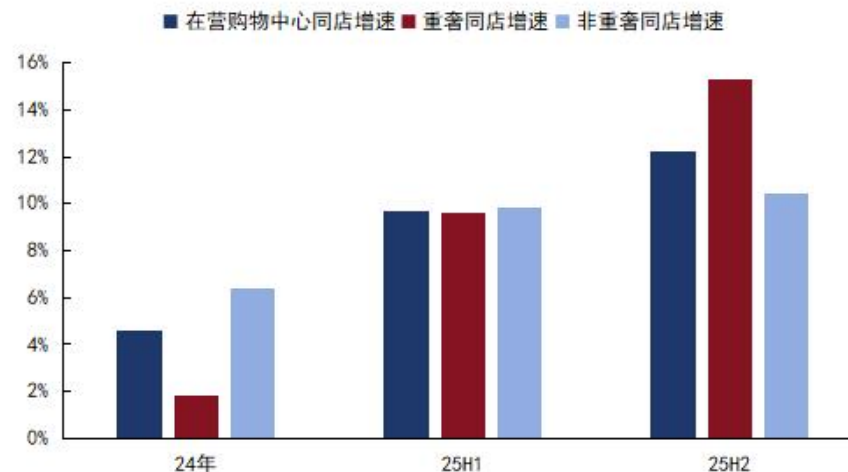
- 国内资产价格企稳带来的财富效应正逐步向高端消费传导。一是，国际奢侈品集团最新财报数据显示，2025年下半年以来奢侈品品牌在中国市场改善明显：LVMH、爱马仕等品牌在中国境内市场已恢复正增长，开云集团跌幅收窄，历峰、Prada等亦有持续恢复性正增长表现。
- 二是，从高端百货商场的表现来看，恒隆内地商场租户销售额从24Q3的-18%谷底持续改善，25Q4已加速至+18%增长。华润万象生活购物中心重奢同店从24年的+1.8%加速至25年下半年的+15.3%。

图7：恒隆地产旗下商场租户销售额同比变化



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图8：华润万象购物中心销售同店增速变化



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

表4：国际奢侈品集团销售额增速变化

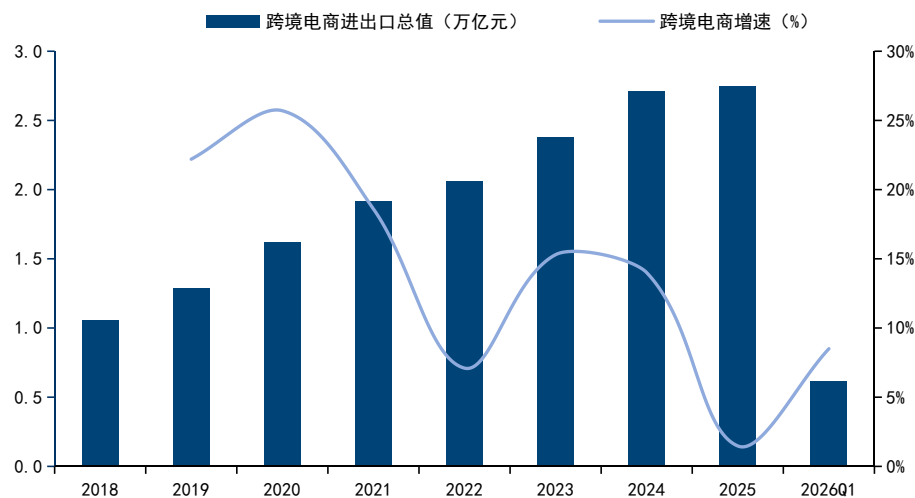
| | 25Q1 | 25Q2 | 25Q3 | 25Q4 | 26Q1 |
|-----------------|----------------|------|------|------|--------------|
| LVMH (亚洲不含日本) | -11% | -6% | 2% | 1% | 7% |
| 爱马仕 (亚太不含日本) | 1% | 5% | 6% | 8% | 2% |
| 开云集团 (亚太不含日本) | -25% | -19% | -10% | -6% | -4% |
| 历峰集团 (大中华区) | -23% (FY25) | -7% | 7% | 2% | 3% (FY26) |
| Prada (亚太不含日本) | 10% | 11% | 10% | 9% | 5% |
| Tapestry (大中华区) | 5% | 18% | 19% | 34% | 55% |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（按固定汇率计）

1.3.2 结构性亮点二：出海链仍具高景气，海外电商销售表现优异

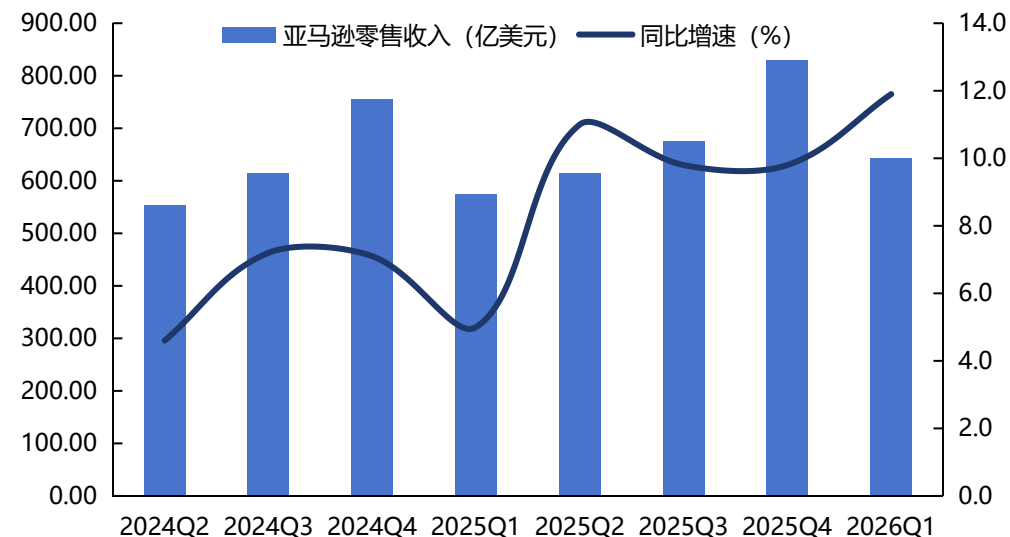
- 跨境出海景气度依旧处于高位，2025年全国跨境电商进出口总额2.75万亿元，同比增长1.6%，连续第九年保持增长。而2026年一季度，跨境电商延续良好发展势头，全国跨境电商进出口总额6184.6亿元，同比增长8.5%，增速显著高于同期货物贸易整体增速。在外部关税扰动持续、全球贸易环境复杂多变的大背景下，依旧维持了较为稳定的增长态势，成为稳住外贸基本盘的重要力量。
- 从各出海电商平台表现来看，2026年第一季度，亚马逊网上销售额增长11.9%，达到约643亿美元，为近两年内的增速新高，显示海外电商渠道增长韧性较为充足。此外，阿里国际数字商业 AIDC 整体一季度总收入354.29 亿元，同比增长6%，其中国际批发业务同比增长9%，国际零售（速卖通、Lazada）同比增长5%。而进入二季度，在去年同期因美国关税扰动的低基数效应，以及世界杯等事件驱动下，预计出海销售市场将进一步加速增长。

图9：跨境电商销售情况



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

图10：亚马逊网上零售额销售表现 (%)

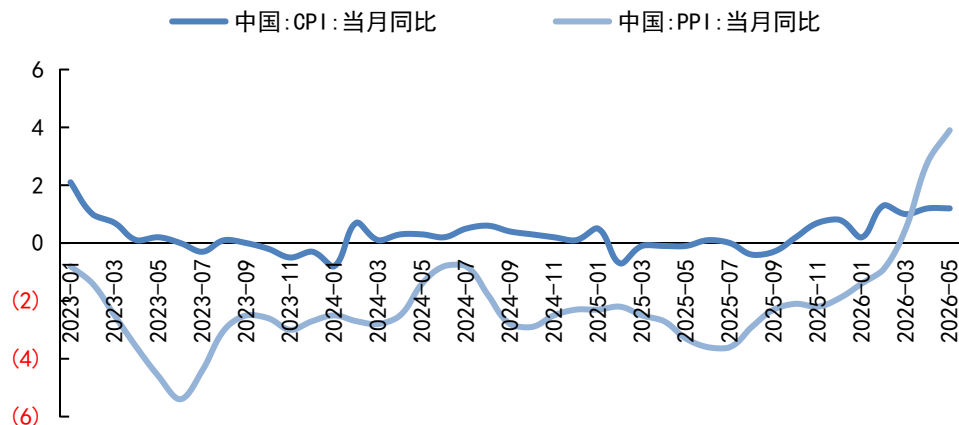


资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

1.3.3 结构性亮点三：反内卷初显成效，龙头公司彰显盈利韧性

- 自去年以来促内需和反内卷政策落地，国内经济价格指数稳步回暖，其中CPI 同比自25年10月转正以来稳定实现1%及以上同比增幅，而PPI同比自26年3月转正以来快速抬升，5月实现+3.9%。未来通过政策供需双向发力，加大社会保障力度稳定居民消费，继续落实推进平台“反内卷”等，有望进一步打通消费的量价恢复通道。
- 今年以来相关部门密集约谈线上平台减少低价无序竞争，整体平台价格端在五月有所回暖，有利于为头部品牌企业提供更为良性的平台竞争环境。此外龙头企业自身通过降本增效和聚焦主营，毛利率水平同样有所提升，带来盈利水平的优化。

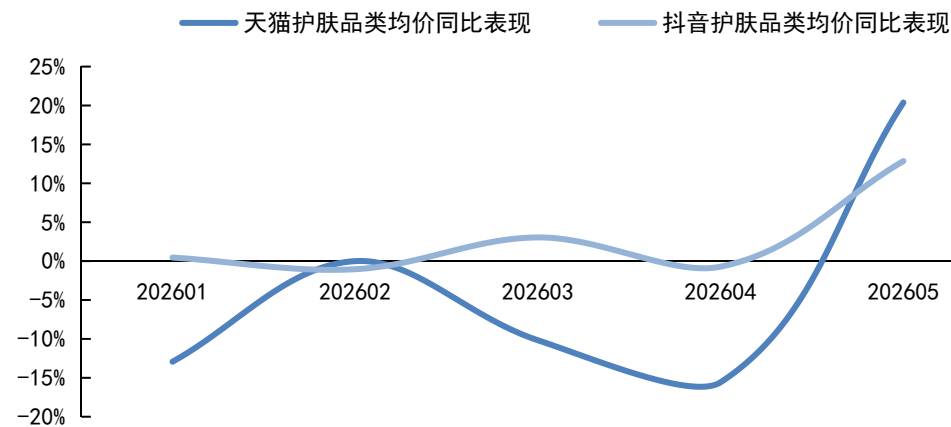
图12：宏观经济价格指数逐步抬升



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

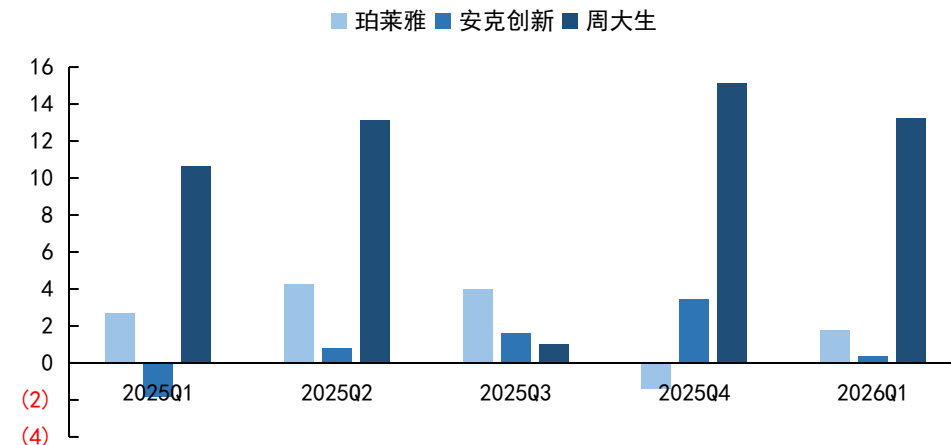
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图11：天猫及抖音平台今年以来护肤品类目销售均价同比表现



资料来源：久谦、国信证券经济研究所整理

图13：细分赛道龙头毛利率提升幅度 (pct)



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

二、2026年子行业：总需求承压背景下，子板块中仍存亮点

2.1.1 美容护理行业：整体仍处于低位成长，外资品牌复苏明显

■ 美护行业整体相对平稳，26年1-5月化妆品社零实现销售额1985亿元，同增4.9%，表现较为平稳。而从上市公司表现来看，26Q1板块标的业绩依旧分化，且呈现了以下特点：1) 困境反转标的的业绩改善带动了整体板块利润抬升。2) 上游制造相关龙头公司在产能修复支撑下，盈利弹性更为突出。3) 品牌端中个护赛道在产品迭代升级以及线上加速渗透背景下，成长性仍整体优于美妆及医美。

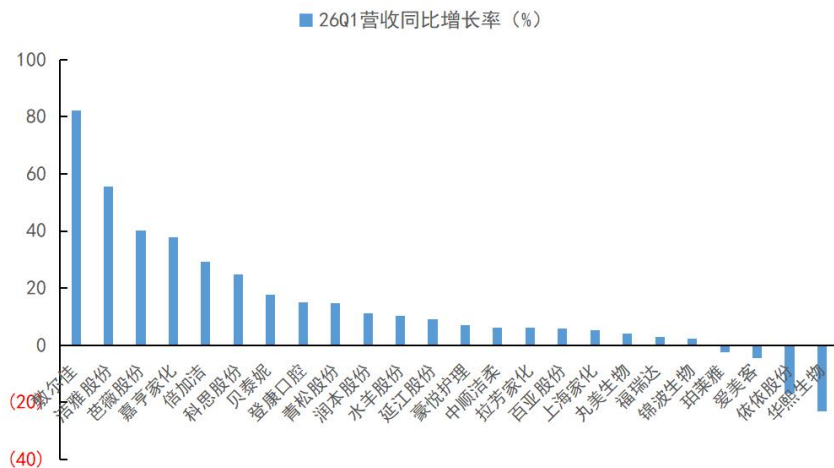
■ 此外从行业竞争格局来看，外资品牌呈现较为明显的复苏迹象。一方面系部分品牌前期低基数下加大了营销折扣力度，另一方面，线上平台在量增触及天花板后也有意识向高价品类做流量倾斜。

图14：美护板块的Q1营收增速变化



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图15：美容护理及二级子行业营收增速表现（%）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图16：今年以来外资品牌在各平台销售排名普遍提升

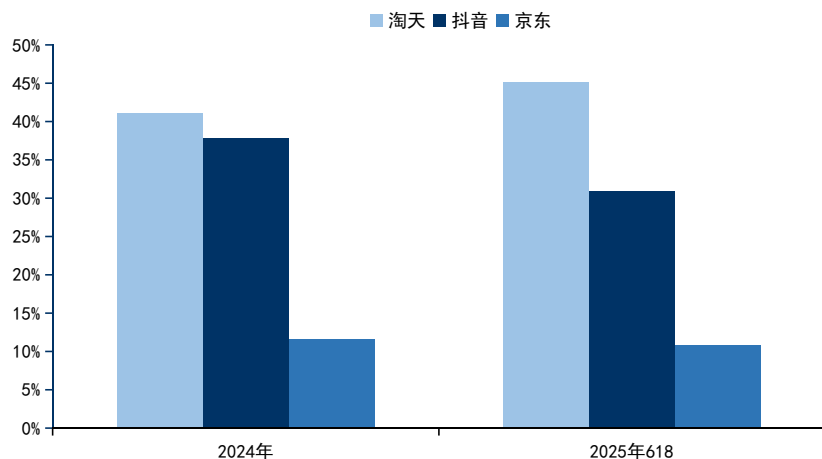


资料来源：聚美丽、国信证券经济研究所整理

2.1.2 美容护理行业：渠道及产品端创新有所乏力，头部品牌格局优化

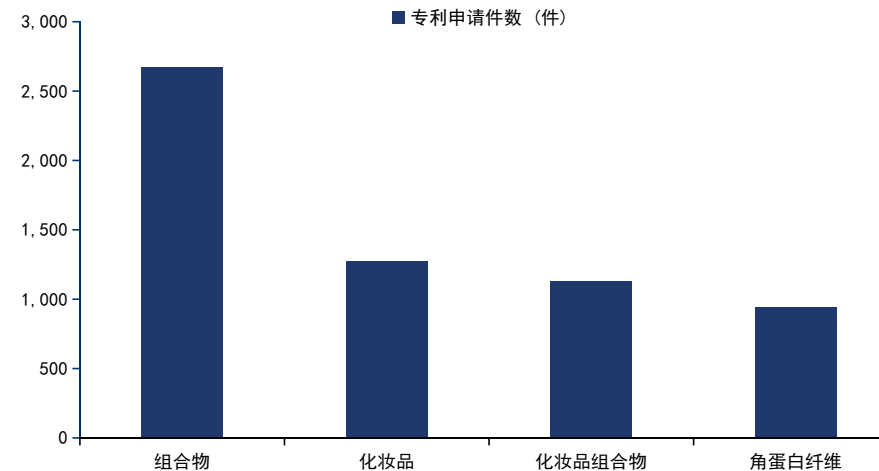
- **渠道端：流量相对固化。**淘天/抖音/京东为美妆线上市场主要渠道来源，且短期较难存在新兴渠道红利进行颠覆目前渠道结构。根据青眼数据，2025年618表现来看，淘天/抖音/京东在美妆线上市场GMV份额分别为 45.1%/30.9%/10.8%，位列前三。因此这三大平台合计在线上美妆占据90%左右市场份额，且相对保持稳定，而当前市场中所谓的“新兴渠道”目前均未形成颠覆性的流量红利。
- **产品端：创新逐步匮乏。**当前，全球化妆品研发已告别“颠覆式分子突破”红利期，步入以配方优化、浓度堆叠为主的结构性创新期，包括国际品牌在内，以欧莱雅为例目前市面超七成高端抗衰新品仍依赖传统经典成分循环复配。底层新靶点匮乏导致品牌走向效果相对有限的物理参数竞争。同时原料层面的核心专利绝大多数高度集中在组合物（即现有成分的配方复配与工艺优化）领域。
- 虽然现阶段渠道固化和新品乏力对于美妆行业整体而言意味着创新机会的减少，但对于龙头品牌而言，则可以在渠道侧通过“阵地战”能力深耕不同渠道运营，产品侧也可以更加从容的推进自身产品系列的完善和基础研究相关建设。

图17：美妆线上渠道稳定



资料来源：青眼数据、国信证券经济研究所整理

图18：2015-2019年欧莱雅专利情况



资料来源：《专利质量折射我国化妆品产业发展面临新挑战》、国信证券经济研究所整理

2.1.3 多品牌矩阵搭建形成集团式发展将是未来行业的必经之路

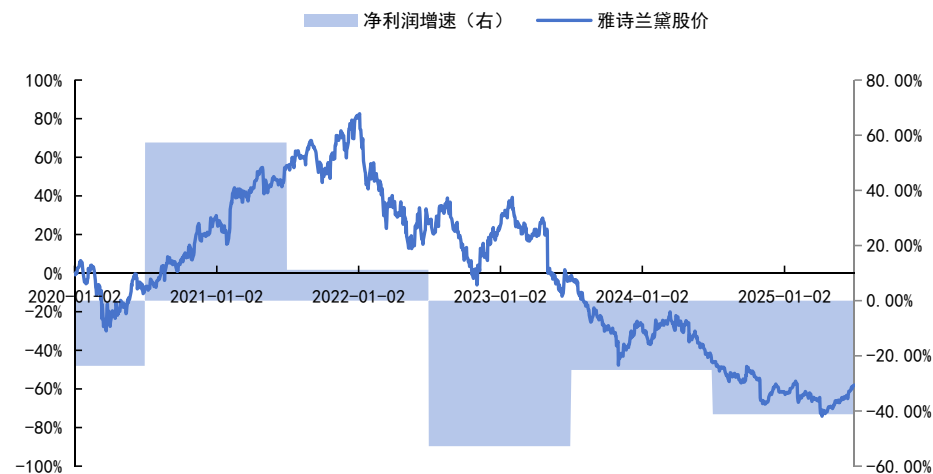
- 化妆品作为可选消费品，其单一品牌定位、定价、风格有一定的局限性，这就会导致渠道辐射范围、受众人群、购买频次存在上限，规模存在天花板。尤其在行业进入渠道及产品红利期的低谷，采用品牌组合的方式进行协同发展能够使得整个集团覆盖更多的消费人群，在存量市场中创造更大的销售价值。
- 以国际品牌为例，欧莱雅在面对近三年美妆行业整体疲软的情况下，其股价展现极强抗跌性。归功于其大众、高档与皮肤科美容均衡的金字塔矩阵及区域布局能力。反观雅诗兰黛在2022年后过度依赖单一高线品牌与单一渠道致其业绩以及股价单边下行，市值高点最大回撤超70%。因此在存量博弈与消费分化的时代，“全品类、多价格带、全渠道均衡”的平台型矩阵公司如欧莱雅，其业绩容错率与抗风险能力已得到验证以及市场的认可，而高度依赖单一爆品与渠道杠杆的高端单轨公司遭遇了现实困境。这也为国货美妆龙头未来的多品牌孵化与多渠道市场布局提供了最直观的终局对标参照。

图19：欧莱雅股价和利润走势



资料来源：公司公告、彭博、国信证券经济研究所整理

图20：雅诗兰黛股价和利润走势

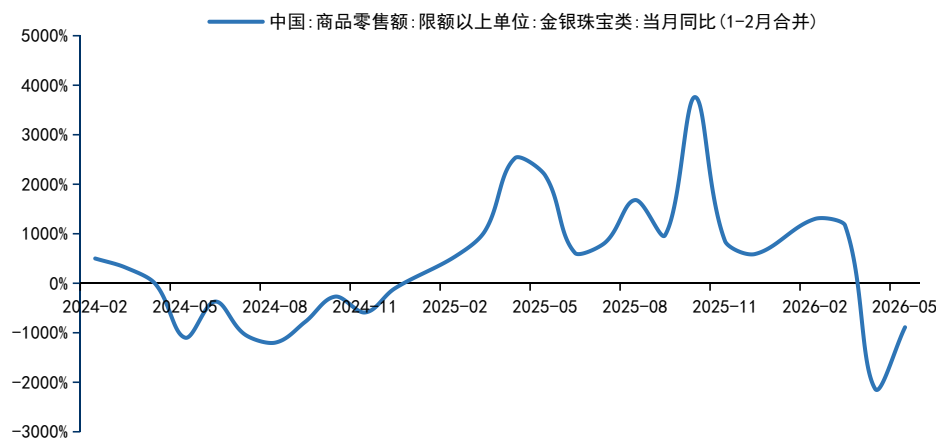


资料来源：公司公告、彭博、国信证券经济研究所整理，注：由于雅诗兰黛财年为6月30日，所以日期截至2025/6/30

2.2.1 黄金珠宝行业：金价扰动趋缓，产品模式差异成为业绩分化要素

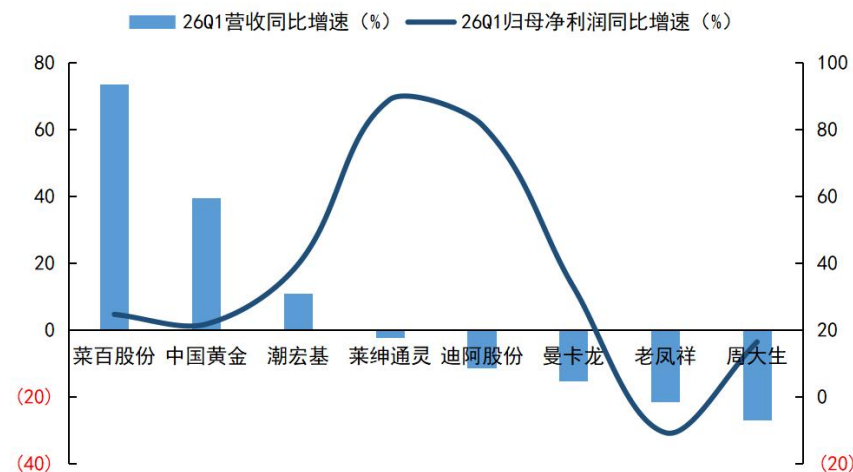
- 今年以来，金价出现了较为剧烈的波动，一定程度上也扰乱了消费需求释放的节奏。2026年一季度金银珠宝社零销售额实现1194亿元，同比增长12.6%，领先社零大盘。但进入Q2，在金价大幅波动之下出现明显的下滑，4月及5月分别同比-21.3%/-8.9%。
- 而从板块公司表现来看，金价巨震之下26Q1板块标的业绩依旧呈现分化，且呈现了以下特点：1) 从收入层面来看，投资金为主的企业表现最为优异，在金价大幅波动的背景下，投资需求得到充分释放，而与之对应的首饰金，特别是克重类产品为主的品牌则在高金价之下，消费需求相对承压；2) 从盈利能力变化情况来看，首饰金品牌通过去年底以来的终端提价措施，反而带动了阶段性毛利率的提升，反而是投资金品牌由于投资金产品自身毛利率较低，在占比持续提升背景下，整体毛利也有所承压。

图21：2024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

图22：黄金珠宝上市公司一季度营收以及业绩增速表现 (%)

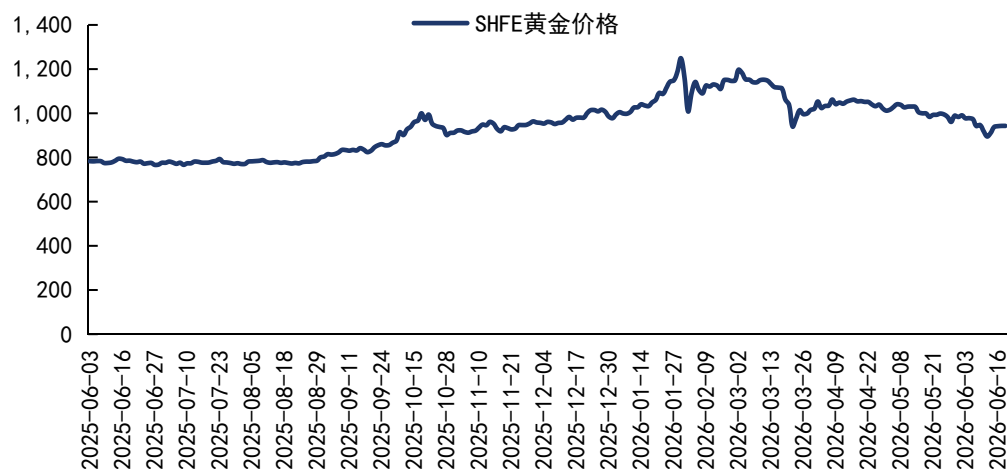


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

2.2.2 黄金珠宝行业：金价高位波动下对不同企业影响不一

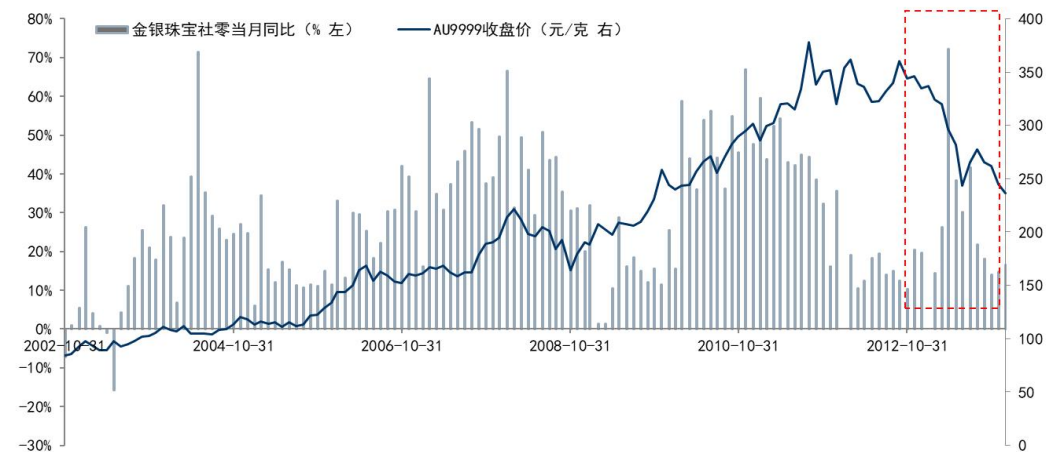
- **金价短期回调有望刺激终端需求释放。**我们复盘2012年-2013年间的金价大幅回调时期：2012年11月开始，整体金价震荡走弱，沪金AU9999在2013年4月15/16日分别录得单日7.03%/5.22%的跌幅，但短期更进一步刺激了居民对于黄金的购买热情。据国家统计局数据，2013年4月金银珠宝类社零同比增速72.16%，环比3月26.3%的增速显著提升。最终直至2013年底，全年沪金跌幅29%，而全年黄金消费量达到1176.4吨，增长41.4%，中国首次超越印度成为全球最大黄金消费国。
- **结合本轮黄金珠宝的产品特点，我们预计金价波动将对不同企业带来不同影响：**1) **投资性需求角度：**从短期抄底获利行为到资产配置优化、财富保值和传承的追求的长期行为。2025年四季度，国内金条金币需求量环比增长61%，同比增长42%。2025年全年累计购入432吨金条，同比增长28%，创年度新高。2) **消费性需求角度：**产品叙事逻辑主导下受金价短期波动影响较小从上市公司过去两年公布的经营数据看，以差异化品牌/产品定位布局，并建立了品牌心智的企业，在高金价的背景下反而取得了较高的增长表现。

图23：今年以来金价波动较为明显



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图24：2002-2013年沪金AU9999月度收盘及金银珠宝社零增速的复盘



资料来源：中国黄金报社、世界黄金协会、国信证券经济研究所整理

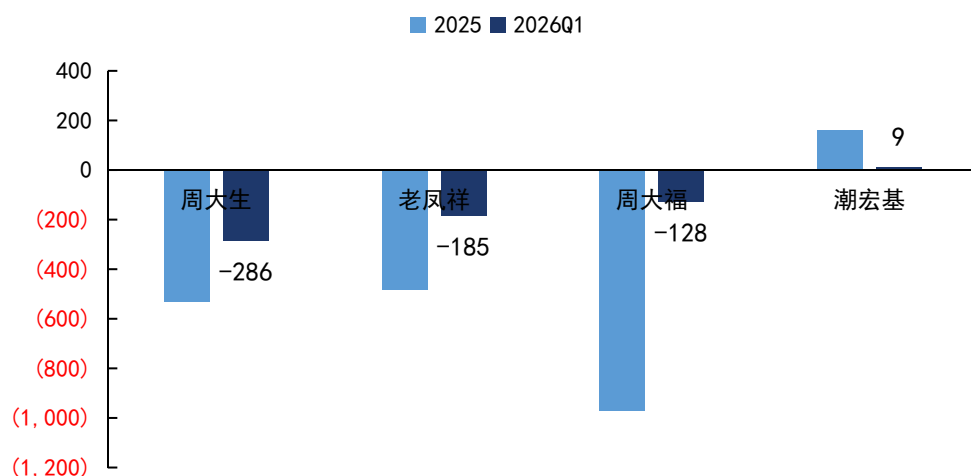
2.2.3 黄金珠宝行业：渠道优化仍在延续，港澳市场多因素下复苏明显

■ **渠道优化仍在持续**：2025年以来的金价高位+消费疲软，黄金珠宝行业整体进入关店去化、提质增效周期。其中大幅净关店企业包括：周大福（FY26内地净-969家）、周大生（25年净-529家）、老凤祥（25年净-483家）、六福（“六福”品牌内地FY25净-329家），主要关闭的多为低效加盟/品牌店。唯一净增门店的品牌为潮宏基（25年净+159家）。但进入26年Q1，港资龙头周大福、六福的净关店正呈现逐季收窄趋势，管理层指引FY27关店大幅减少甚至内地转正，行业门店优化或进入尾声。

■ **一方面，线下渠道的战略价值正在重估**。购物中心优质项目、核心商圈地标店、文化主题店、品牌形象店，正在替代传统街边标准金店，成为新的线下基本盘。品牌开店正从“广覆盖”转向“高质量承载”，从而有望带来品牌盈利能力的持续优化。

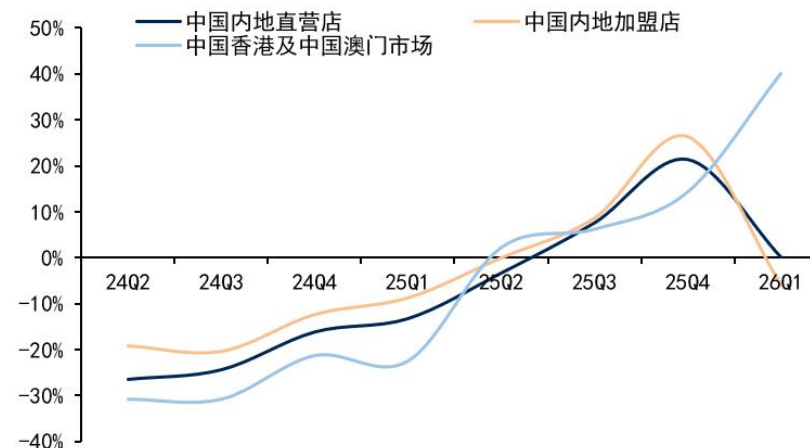
■ **另一方面，港澳区域复苏趋势明显**。去年内地黄金税改之后港澳市场开始呈现一定的价格优势，同时得益于香港地区客流复苏，多家港资珠宝品牌的港澳市场零售额在今年一季度均有积极变化，预计全年仍将保持上述趋势。

图25：主要黄金珠宝品牌的门店变化



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

图26：周大福港澳地区今年Q1同店销售增速表现突出（%）



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所整理

2.3.1 跨境出海：海外需求景气度延续，企业盈利分化受业务结构影响

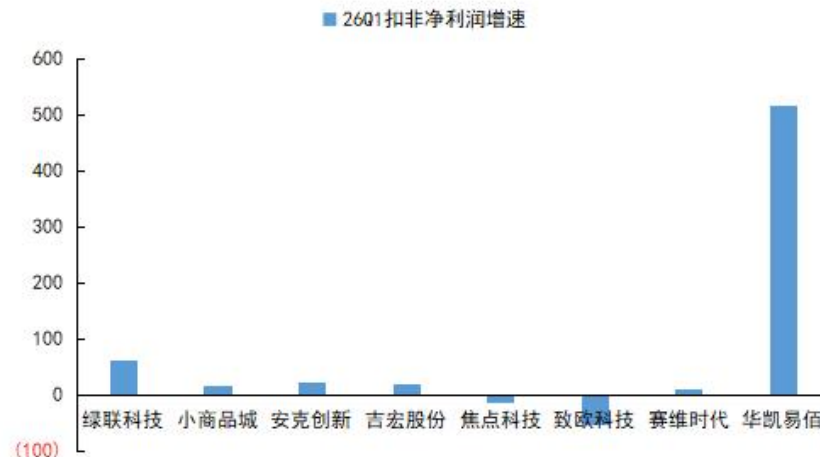
- 整体来看，如前文所述，跨境电商在科技驱动产品创新下，以国内的优质供应链，通过外贸新业态新模式为全球消费者提供更加多元化购物选择，也符合当下目的地国市场消费者对于高性价比商品的需求。
- 从板块企业表现来看，如下图所示，营收整体均有着积极的增长表现，一方面反应国内龙头出海公司依托自身的较强经营韧性，对地缘局势变化，以及汇率，外部关税等因素扰动影响有着较为有效的应对，另一方面，头部公司的产品创新对最终表现也有积极推动，如安克的储能，绿联的NAS产品等产品均有积极市场反馈。
- 但跨境板块的利润端波动依旧相对较大，主要由于不同企业的利润基数不一，以及自身的品类、区域布局，以及经营模式差异。当整体来看，多数公司的扣非后业绩表现在核心业务开拓，以及降本增效运营调整，均呈现较为积极的上行修复。

图27：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28：跨境电商单季度归母净利润及增速（亿元、%）

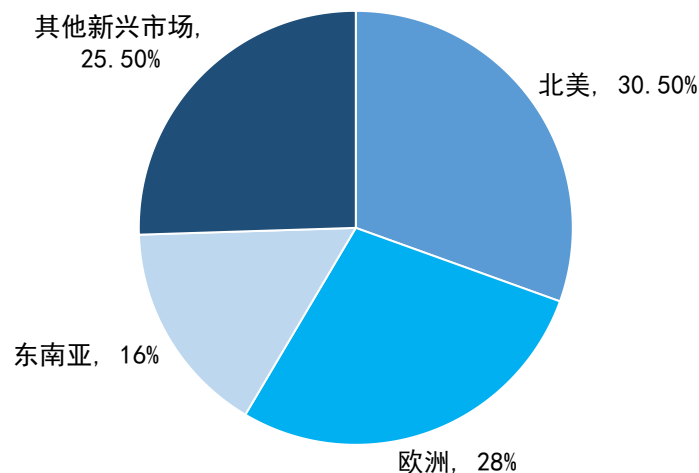


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

2.3.2 跨境出海：目的地市场机会仍广阔，但本土化运营要求不断提升

- 整体来看，海外市场需求仍有较大满足空间：1) **欧美日**：仍是目前主要目的地国，当地居民消费习惯成熟，基础设施建设也较为完善，产品能够卖出较好的溢价，但是在贸易环境复杂背景下，对于精细化运营的要求也有所提升；2) **东南亚**：作为成长中的新兴市场，文化与国内较为贴近，供应链基础好，但客单价水平仍有一定提升空间，且国内同类型商家竞争较为激烈，对于本地化能力要求高；3) **中东非**：主要为一带一路国家，有着较为友好的贸易环境，但这些国家的文化和消费习惯差异巨大，对于产品的选择需要更紧密和符合当地文化习惯。
- **品牌全球化，运营本地化**：随着出海运营进入深水区，简单的铺货式销售越来越难以为继。一方面，行业正从产品出海迈向品牌出海，企业需要打出全球化的品牌声量；另一方面具体到市场运营，则需要本土化的思维模式。目前出海较为成功的品牌，均是在品牌力维护和本土化精细运营层面结合较为成功的企业。

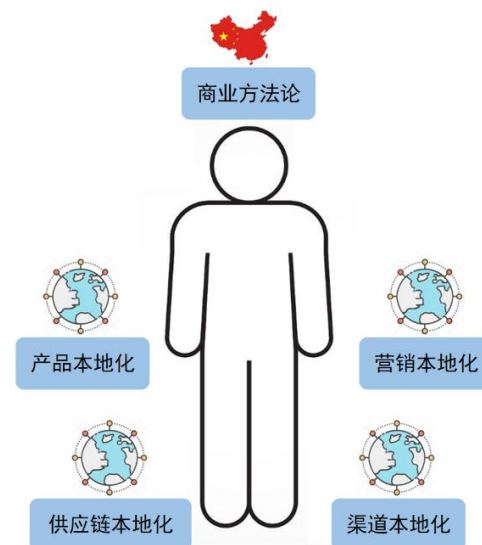
图29：2025年上半年跨境电商目的地国占比



资料来源：海关总署、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图30：品牌出海的本地化布局



资料来源：青眼、国信证券经济研究所分析整理

2.3.3 跨境出海：AI技术迭代更新加速，有望逐步创造增量业务贡献

- 2025年，AI创新产品继续迎来爆发，为出海企业开拓新品以及打开业务增长新来源带来想象空间
- 如安克4月发布了首款神经网络存算一体AI音频芯片。其存算一体（CIM）架构，打破传统冯·诺依曼架构瓶颈，计算直接嵌入存储单元，模型参数无需频繁搬运，实现算力与能效的双重跃升，此外，具有体积小、功耗低等优势，适配TWS耳机等小型消费电子设备。而搭载Thus™芯片的首款旗舰耳机产品也在5月22日发布，而在Thus的加持下，新品耳机性能提升明显，在通话降噪等功能中处于行业领先低位。
- 再如绿联在2025年1月的CES展会上，推出了全球首款内置大型语言模型（LLM）的AI NAS产品——iDX系列，支持以文搜图、AI问答、智能文件管理、图像智能识别聚类等功能。此后不断迭代升级，2026年3月展示了以iDX系列AI NAS为核心的应用新生态，可实现智能指令执行、语音备忘录、文档总结等全场景提效功能。以及2026年4月，所有搭载UGOS Pro系统的设备均上线Hermes应用，内置MiniMax大模型。

图31：安克自研神经网络存算一体AI芯片特点以及搭载该芯片的耳机新品



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图32：绿联AI NAS的当前应用场景

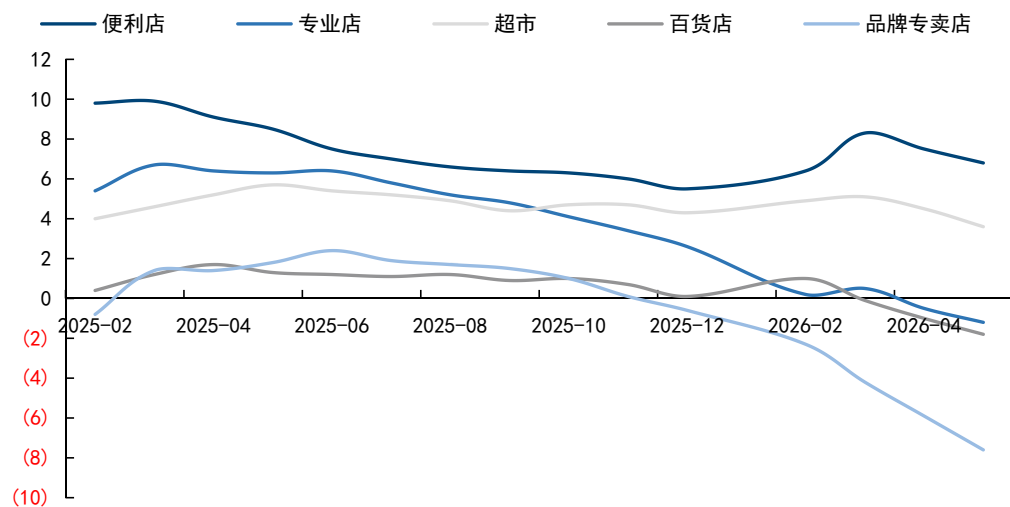


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

2.4.1 线下零售：外部扰动因素增多，调改成效成有待显现

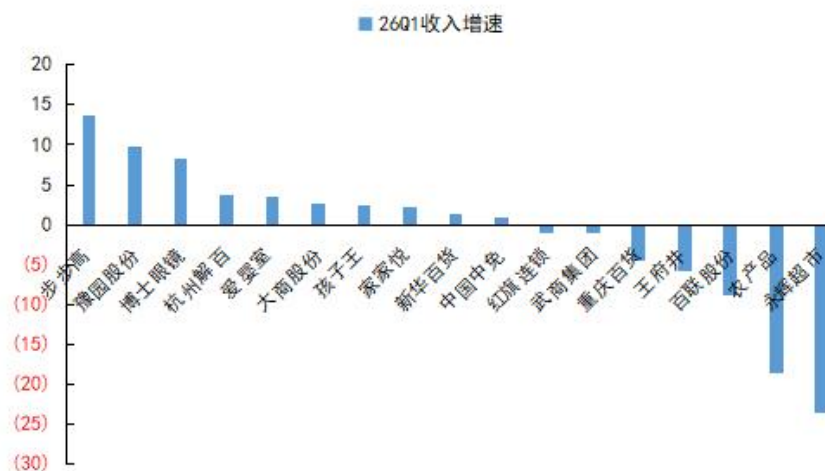
- 从2026年1-5月社零数据来看，零售业实体店铺呈现出日益显著的结构分化走势。其中，贴近社区生活与即时刚需补给的便利店和超市业态表现优异，同比增速分别达到6.8%/3.6%，我们预计在仓储会员店、高性价比折扣店以及即时零售等模式创新不断深化下，相关高频刚需渠道底盘依然稳固；同时专业店下滑1.2%，且传统大店模式的百货店和品牌专卖店则表现疲软，同比分别下降1.8%和7.6%，反应以可选消费为主的渠道受消费力承压影响更为明显。
- 从板块公司表现来看，与社零反应趋势较为类似：超市企业主要聚焦自身的调改转型，虽然永辉等全国性龙头超市，由于受业务规模较大，在调整尾部门店过程中，收入端出现一定下滑，但是调整后的盈利弹性也同样较大；此外部分区域性超市，如家家悦、步步高、汇嘉时代等，已经逐步体现出一定的改善成效，收入和利润均有明显改善。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，但也对今年一季度带来了一定的基数压力。

图33：线下零售业态的零售额增速（%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图34：线下零售企业一季度营收增速（%）

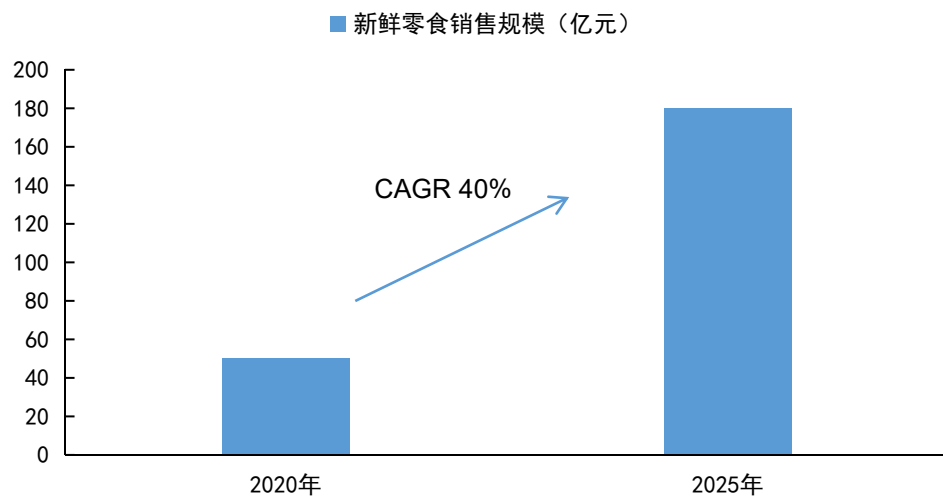


资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

2.4.2 线下零售：新业态模式创新仍在继续

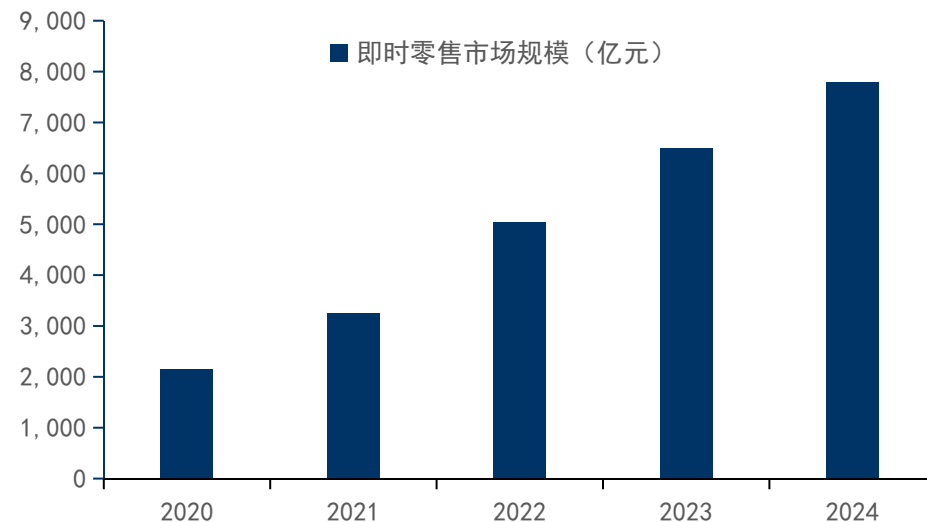
- 一方面，折扣零售业态仍有创新业态出现。其中新鲜零食作为近年来快速崛起的一种新型零食零售业态，主要特征为短保、现制、洁净，客单价40-60元，聚焦18-35岁高线白领与年轻客群。头豹研究院数据显示，2020—2025年，我国新鲜零食市场规模从不足50亿元增至180亿元，年均复合增长率超40%，是零食赛道中增长速度最快的细分领域，2026年行业进入高速渗透期，多个品牌开启全国扩张进程。
- 另一方面，渠道融合仍在加速。即时零售为代表的线上线下深度融合零售新业态，依托即时配送体系实现“线上下单，即刻送达”的业务模式。通过数字化平台整合本地实体商超、品牌门店及前置仓资源，满足消费者对快速履约、全品类覆盖的即时需求。据商务部研究院发布的《即时零售行业发展报告(2024)》显示，2023年我国即时零售规模达到6500亿元，同比增长28.89%，占网络零售额的比重为4.2%，预计2030年将超过2万亿元，有望成为未来居民消费的新增长点。

图35：新鲜零食市场规模



资料来源：头豹研究院、国信证券经济研究所整理

图36：即时零售市场规模变化

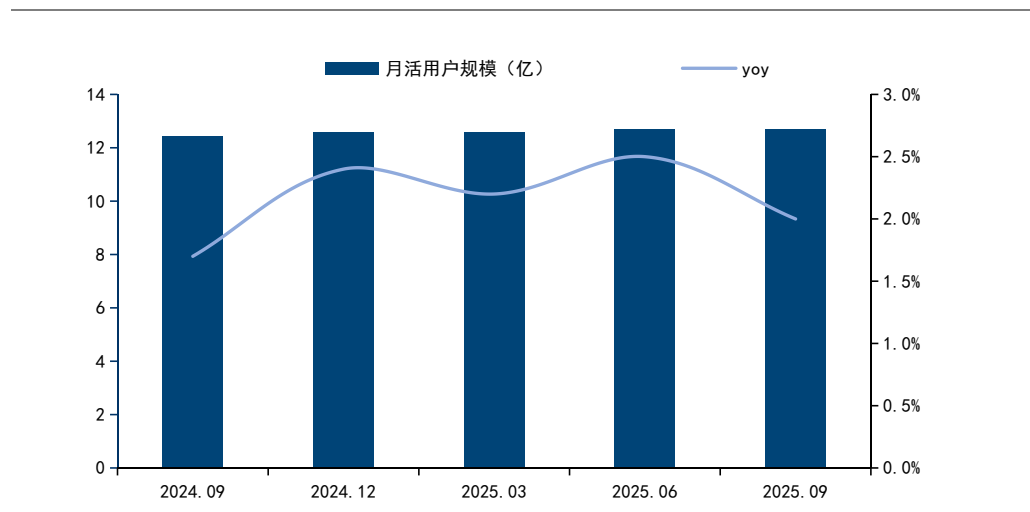


资料来源：商务部经济合作研究院、国信证券经济研究所整理

2.4.3 线下零售：竞争环境有望边际好转

- 国内线下零售企业在做好自身商品力升级和渠道结构基础之上，未来竞争环境也有望逐步好转。
- 线上冲击正在阶段性减弱。从用户规模来看，QuestMobile数据显示，截至2025年12月，中国移动互联网整体月度活跃用户规模已达到12.76亿。在存量深耕的背景下，全网用户月人均单日使用时长及次数分别达到7.96小时和112.9次，较去年同期分别提升6.0%和2.1%，整体用户黏性持续深化。同时，线上购物用户渗透率已达较高水平，2025年网红电商行业的核心用户群体规模达10.8亿人，几乎所有具备线上消费能力的用户均已被现有渠道覆盖，整体线上渠道缺乏足够的增量用户基础来形成红利。
- 部分国际零售商负面集中爆发后带来国内零售企业替代机遇。2025年底至2026年6月，山姆接连爆出麻薯活体老鼠、自有烘焙重金属/农残超标、熟食异物、冷链变质、售后赔付缩水、诱导升级会员等批量食安问题，6月15日被国家市监总局正式约谈。而当其中产付费会员信任流失，大量用户将主动寻找平替、本土商超，给本土优质线下零售企业创造客流、品类、业态、渠道四重替代窗口。

图37：我国月活用户规模及增速



资料来源：QuestMobile、国信证券经济研究所整理

表5：25年底以来山姆食品安全问题频发

| 时间 | 具体事件 |
|------------|--|
| 2025.12 | 深圳：网红麻薯密封礼盒检出活体老鼠，仓储分拣卫生严重失控 |
| 2026.04 | 多地：在售保质期内乌冬面出现活蛆，引发消费者食品安全恐慌 |
| 2026.03 | 深圳：高山螺丝椒农药超标超5倍，整改滞后 |
| 2026.03 | 重磅问题：山姆自有品牌冻干草莓镉超标14.5倍，检出多种高毒、禁用农药，存在长期食用健康隐患 |
| 2026.06 | 多地：线上极速达频繁配送临期生鲜，无前置筛选机制，售后推诿消费者 |
| 2026.03 | 上海：预包装曲奇配料表漏标致敏原，违反食品安全标签法规，存在过敏误食风险 |
| 2025.09 | 上海：儿童滑板车、儿童家纺产品抽检不合格，安全、质量不达标 |
| 2026.06.15 | 国家市监总局正式约谈沃尔玛中国，定性问题长期、多发、系统性存在 |
| 2026.06 | 约谈后：沃尔玛中国董事长、山姆核心采购高管接连离职，内部风控、品控体系暴露出严重漏洞 |

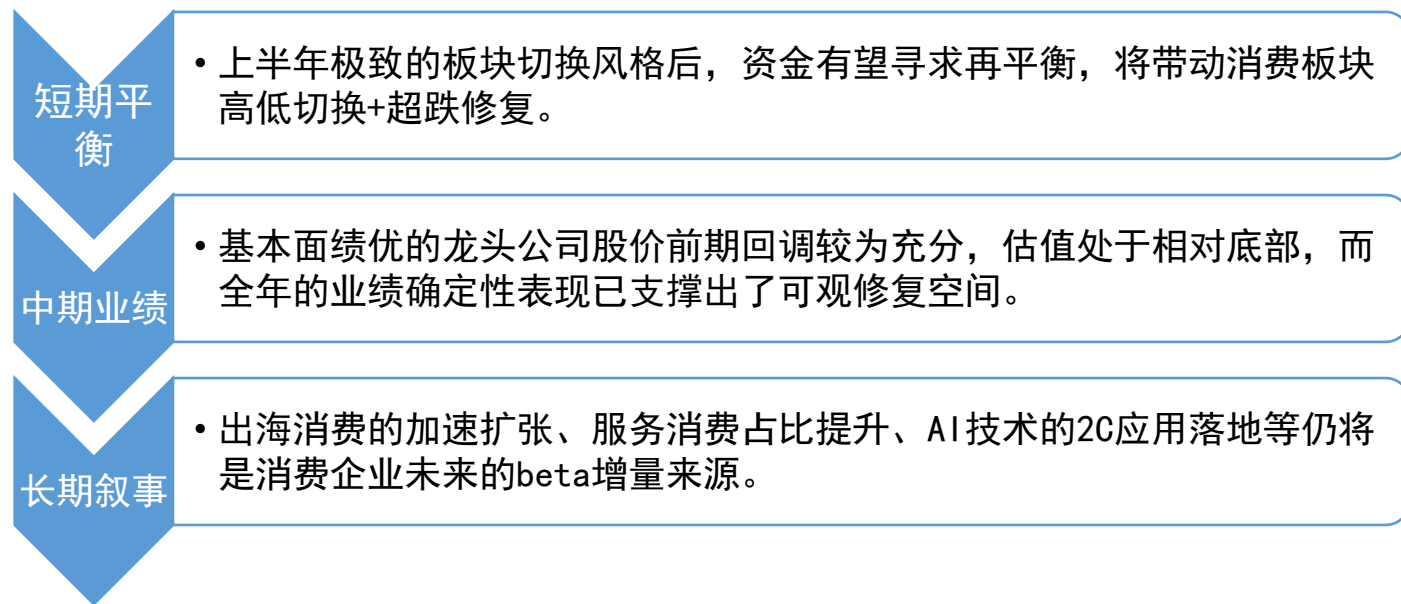
资料来源：财新网，国信证券经济研究所整理

三、2026年下半年投资策略：风格有望再平衡，绩优龙头反弹仍可期

3.1 投资策略：短期看风格平衡后的个股机会，中长期静待基本面新叙事

- 展望2026年下半年，我们认为，在极致分化后，市场风格有一定再平衡需求，但对于消费行业而言，股价的表现仍需基本面支撑，因而中期仍将以个股行情为主，而长期板块机会仍需要新的消费行业叙事。
- **短期：**上半年极致的板块切换风格后，资金有望寻求再平衡，将带动消费板块高低切换+超跌修复，但相关行情的持续性最终还需基本面支撑，因而建议仍以alpha或结构性beta选股为主。而如前文所述，虽然不同板块仍有不同的影响因素，但这些事件实际对龙头的影响相对有限，且相关公司股价前期也充分反应了这些预期，因此中报业绩有望带来的确定性表现支撑出可观的修复空间。
- **中长期：**板块整体行情的出现仍有赖于新的行业叙事，目前来看，出海消费的加速扩张、服务消费占比提升、AI技术的2C应用落地等仍将是消费企业未来的增量来源。同时，头部企业通过内生外延的平台化布局也将带来持续的超额表现。

图38：下半年行业的判断演绎



资料来源：公司财报、国信证券经济研究所分析整理

3.2 潜在基本面叙事方向：出海扩容、服务消费、AI落地/服务消费

- 虽然从当前时点整体来看，消费行业缺乏支撑行情扩散的新叙事，但如前文所述，上半年虽然板块行情承压明显，但也呈现出了一定的结构性亮点，包括：1) 经济K型分化下国内资产价值修复后带动了高端消费复苏机会的扩散；2) 跨境出海市场需求景气度仍处于高位；3) 供给侧利用AI在产品化落地和企业经营优化带来基本面增量。4) 服务消费仍具较大发展空间且政策鼓励支持方向明确。
- 进一步看，内需消费市场的长期持续健康发展，最终仍有赖于国民经济的长期健康可持续发展，包括居民消费收入水平的持续提升带动需求端升级，以及未来社会保障制度完善后的潜在消费力释放。因此宏观经济指标的拐点和政策指引始终是行业反转的前提信号。

图39：行业下半年潜在基本面叙事方向

高端消费复苏扩散

- 中高端百货商场渠道有望修复
- 中高端消费品类如医美等复苏

跨境出海景气延续

- 赋能产业商家发展的平台和技术企业
- 具备渠道和产品力的优质出海品牌公司

AI产品化落地加速

- AI帮助品牌企业实现降本增效
- AI级的创新产品带来增量市场

服务消费扩容发展

- 政策加码鼓励供给优化级需求扩容
- 对比海外成熟经济体仍存较大空间

资料来源：公司财报、国信证券经济研究所分析整理

3.2 投资建议：

- 维持板块“优于大市”评级。短期外围宏观环境的复杂化并未改变消费龙头的韧性，随着相关标的估值回归低位，整体布局性价比已经逐步显现。具备全球化布局视野、深度拥抱AI技术实现全链路升级，以及凭借强产品力精准契合消费者需求的龙头公司，正加速兑现长期配置价值。
- 1) 美容护理：板块估值回归合理区间，一方面美妆品牌中成功跑通平台化机制的国货龙头，通过内生孵化与外延并购，构建了稳固的多品牌、多品类矩阵，大促销也初步兑现优质龙头经营韧性。另一方面，医美消费终端有望逐步迎来拐点，同时上游厂商正逐步搭建组合式产品策略应对竞争。推荐：珀莱雅、毛戈平、巨子生物、贝泰妮、登康口腔、若羽臣等。
- 2) 黄金珠宝：随着金价在中高位形成新均衡，单纯的投资金需求趋于平稳，消费需求呈现显著分化。具备强品牌溢价（如古法金、国潮设计）、全渠道精细化运营能力，以及一口价/高毛利产品占比提升的公司，抗周期能力更为凸显。推荐：潮宏基、老铺黄金、周大福、六福集团等。
- 3) 跨境出海：AI+已从前期的“内部降本增效”初步应用，深度演进为AI原生产品创新与全链路智能化运营。具备深厚供应链基础、多渠道运营能力及成熟本地化服务壁垒的品牌出海及B2B平台先锋，延续业绩高景气度。推荐：安克创新、绿联科技、小商品城等。
- 4) 线下零售：传统商超与零售的折扣化、场景化调改成果已渐进显现。同时，以IP联名、情绪价值驱动的体验式零售在全球范围内持续展现高景气度。推荐：名创优品、家家悦、重百集团等。

附表：相关公司估值表

表6：相关公司盈利预测及估值

| 代码 | 公司名称 | 投资评级 | 收盘价 | 总市值（亿元） | EPS | | | | PE | | | |
|-----------|------|------|--------|---------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 6-18 | 6-18 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 300957.SZ | 贝泰妮 | 优于大市 | 33.28 | 141 | 1.19 | 1.53 | 1.73 | 1.91 | 33.18 | 21.72 | 19.21 | 17.40 |
| 603605.SH | 珀莱雅 | 优于大市 | 64.64 | 256 | 3.78 | 4.17 | 4.68 | 4.94 | 18.10 | 15.51 | 13.82 | 13.09 |
| 600315.SH | 上海家化 | 优于大市 | 17.59 | 118 | 0.40 | 0.58 | 0.72 | 0.84 | 56.58 | 30.18 | 24.38 | 20.93 |
| 002345.SZ | 潮宏基 | 优于大市 | 9.63 | 86 | 0.57 | 0.75 | 0.87 | 0.99 | 22.35 | 12.84 | 11.07 | 9.73 |
| 600827.SH | 百联股份 | 优于大市 | 7.84 | 133 | 0.35 | 0.27 | 0.28 | 0.30 | 25.42 | 29.44 | 27.77 | 26.44 |
| 300866.SZ | 安克创新 | 优于大市 | 117.11 | 628 | 4.78 | 6.18 | 7.55 | 8.93 | 24.10 | 18.95 | 15.51 | 13.11 |
| 600415.SH | 小商品城 | 优于大市 | 10.54 | 578 | 0.77 | 1.08 | 1.22 | 1.32 | 20.81 | 9.76 | 8.64 | 7.98 |
| 9896.HK | 名创优品 | 优于大市 | 23.60 | 292 | 0.97 | 1.96 | 2.40 | 2.70 | 33.76 | 11.25 | 9.17 | 8.15 |
| 1318.HK | 毛戈平 | 优于大市 | 56.50 | 277 | 2.46 | 3.29 | 4.22 | 5.22 | 30.04 | 15.98 | 12.47 | 10.09 |
| 2367.HK | 巨子生物 | 优于大市 | 25.52 | 271 | 1.83 | 1.82 | 1.92 | 2.00 | 16.81 | 13.07 | 12.41 | 11.91 |
| 002315.SZ | 焦点科技 | 优于大市 | 24.80 | 102 | 1.59 | 1.42 | 1.69 | 1.92 | 28.83 | 17.41 | 14.68 | 12.91 |
| 001328.SZ | 登康口腔 | 优于大市 | 27.33 | 47 | 1.05 | 1.26 | 1.48 | 1.68 | 37.54 | 21.66 | 18.50 | 16.27 |
| 301606.SZ | 绿联科技 | 优于大市 | 63.77 | 265 | 1.7 | 2.62 | 3.39 | 4.28 | 34.59 | 24.34 | 18.81 | 14.90 |

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理预测，注：毛戈平、名创优品、巨子生物收盘价和市值为港元

- 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。

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.GSI）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 |

分析师承诺

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。

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

GUOSEN SECURITIES

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楼

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