

相关研究

《国企估值重塑下的投资机遇》

2023.05.20

《中国消费的韧性：没有日本式资产负债表衰退》 2023.05.06

《红五月可否期待？》 2023.05.04

分析师:荀玉根

Tel:(021)23219658

Email:xyg6052@haitong.com

证书:S0850511040006

分析师:郑子勋

Tel:(021)23219733

Email:zzx12149@haitong.com

证书:S0850520080001

联系人:王正鹤

Tel:(021)23219812

Email:wzh13978@haitong.com

中国消费并非在降级

投资要点:

- **核心结论:** ①宏微观迹象引发投资者对消费降级的讨论,但更多是消费景气度阶段性调整时的悲观表述,而非长期趋势。②借鉴海外,人均GDP迈过1万美元后消费升级加速,我国正迈向中等发达国家,中等收入群体扩张与乡村消费水平提升驱动消费升级。③二级市场上消费估值已经不高,性价比逐步凸显,一级市场上消费新业态不断涌现,投融资活动依然活跃。
- **宏微观迹象引发投资者对消费降级的讨论,但更多是消费景气度阶段性下行时的悲观表述。**宏观方面,2022年以来,社零各分项中必选消费的增长仍较为稳健,但可选消费的增长偏弱。其次,今年五一和端午假期旅游出行热度较高,但数据公布后发现旅游收入的增长不及人次增长。微观方面,拼多多业绩超预期一致预期、京东盈利增速放缓加重了投资者对消费降级的担忧。投资者有时会将短期现象长期化,对消费降级的担忧可能更多只是表达悲观情绪的一种方式,并不代表消费降级存在。往前追溯,2018年也曾出现过消费降级被市场高度关注的现象。然而,事后证明中国消费依然在大的升级趋势中,2018年仅是短期波折,随着国内消费复苏,19-20年以白酒为代表的消费行业表现尤为亮眼。
- **我国正迈向中等发达国家,消费升级趋势有望加速,中等收入群体扩张与乡村消费水平提升驱动消费升级。**消费中长期趋势与经济增长水平密切相关。借鉴各发达国家经验,在人均GDP提升过程中,消费都存在升级的趋势。分阶段看,当人均GDP迈过1万美元大关时,消费升级的进程显著加快。因此,在我国迈向中等发达国家的进程中,随着人均GDP逐步提升,消费升级依然是重要的趋势,且消费升级的速度有望进一步加快。国家近年来屡次出台重要文件和指示,明晰共同富裕重要地位,扎实推进共同富裕的实现。发改委曾明确表示推进共同富裕要“以缩小城乡区域发展差距和收入分配差距为主攻方向”,再次明确共同富裕实现的两个重要路径。中等收入群体扩容有利于释放消费潜能。城乡差距缩小有助于提升农村居民消费水平。
- **二级市场上消费估值已经不高,性价比逐步凸显,一级市场上消费新业态不断涌现,投融资活动依然活跃。**2022年以来投资者对消费降级的讨论也有二级市场上消费板块表现持续不佳的缘故,行业和代表性个股表现均较弱。展望下半年,随着经济复苏和政策效力显现,A股各消费行业的盈利有望改善,其中医药和基本消费部分子行业的盈利有望实现较快增长,叠加消费估值已经不高,我们认为消费的投资性价比已经凸显。消费升级趋势催生各式各样的新型消费,虽然行业和公司规模还不大,尚处于发展初期,在A股也并无完全对应的上市公司,但这些行业的未来空间相当广阔,具备孕育上市公司、为二级市场投资者带来优质标的的潜力。一级市场消费投资热度高,并且分布在多个全新的领域,也从侧面印证中国消费升级趋势未曾逆转,消费需求呈现多样化特征。
- **风险提示:** 国际形势复杂;国内经济复苏不及预期。

目 录

1. 消费降级的担忧从何而来?	5
2. 中国消费不会走向消费降级	6
3. 消费行业投资机遇依然广阔	8

图目录

图 1	19 年以来部分社零分项走势	5
图 2	拼多多营收增速高于其他主要电商平台	5
图 3	18 年限额以上企业社零同比增速迅速下滑	6
图 4	18 年涪陵榨菜业绩表现明显好于消费板块整体	6
图 5	2021 年发达国家人均 GDP	7
图 6	中国人均 GDP 与发达和中等发达国家差距较大	7
图 7	随人均 GDP 增长，服务业增加值占 GDP 比重不断增加	7
图 8	美国人均 GDP 突破 1 万美元后消费加快升级	7
图 9	我国不同收入组居民的人均可支配收入	8
图 10	中等收入群体是消费的主力	8
图 11	城乡居民可支配收入存在差距	8
图 12	乡村消费升级潜力较大	8
图 13	A 股市场上消费股表现相对较弱	9
图 14	2021/2/18 以来消费板块跌幅居前	9
图 15	消费板块的估值已经回落	9
图 16	医药行业的估值已经处于历史低位	9
图 17	消费各行业整体配置和估值均不高	10
图 18	22 年以来，一级市场上消费融资依然活跃	10
图 19	2023 年消费生活各细分行业融资案例金额占比	10
图 20	2023 年消费生活各细分行业融资数量占比	11
图 21	露营经济市场规模处于快速扩张之中	11

表目录

表 1 政策层面高度重视共同富裕实现.....	7
-------------------------	---

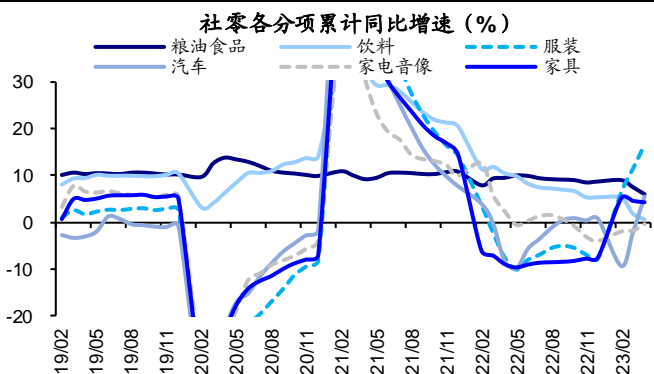
2022年以来，关于“消费降级”的讨论逐渐增多，今年在五一和端午假期旅游消费量升价未升、拼多多业绩大超预期、高端白酒板块持续疲弱的背景下，“消费降级”一度成为热词。但是，中国消费真的降级了吗？未来消费如何持续升级？消费行业是否还有投资机会？本文将就此进行探讨。

1. 消费降级的担忧从何而来？

宏微观迹象引发投资者对中国消费降级的讨论。2022年以来，关于消费降级的讨论就开始增多，原因在于一些宏微观数据和事件引起了投资者的探讨。

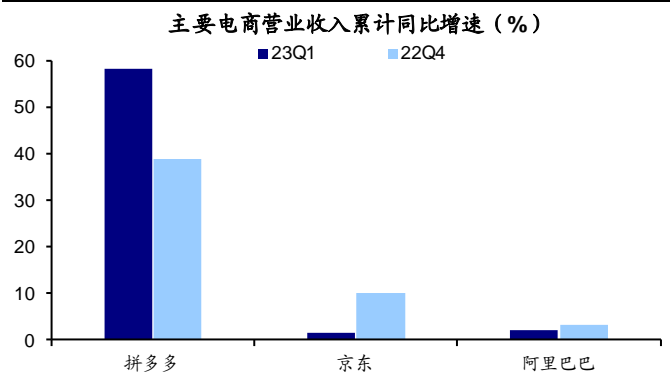
宏观方面，2022年以来，社零各分项中必选消费的增长仍较为稳健，其中粮油食品、饮料的同比增速维持在8%左右，但可选消费的增长偏弱，家电音像、汽车均经历了一段时间的负增长。其次，今年五一和端午假期旅游出行热度较高，使得市场对消费复苏充满期待，但数据公布后发现旅游收入的增长不及人次增长，尽管五一/端午期间旅游人次已恢复至2019年同期的119%/113%，但收入仅恢复至2019年同期的101%/95%，市场再次担忧居民消费能力。微观方面，拼多多业绩超预期引发了市场对中国消费降级的探讨，由于拼多多平台上所销售的产品多为平价商品，2022年拼多多营收达1306亿元，同比增长39%，归母净利润为315.38亿元，同比增长306%；今年一季度拼多多业绩再次超预期，23Q1营收为376亿元，同比增长58%，远超彭博分析师一致预期的323亿元，归母净利润为81亿元，同比大增212%，一定程度上反映平价商品的偏好在上。此外，京东放缓的盈利增速加重了市场对消费降级的担忧，由于品牌高价商品在京东的占比较高，因而京东常被视为中高消费的代表，其23Q1营收为2430亿元，同比仅增长1.4%，归母净利润63亿元，同比扭亏，一定程度上反映中高端消费增长动能趋弱。

图1 19年以来部分社零分项走势



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 拼多多营收增速高于其他主要电商平台

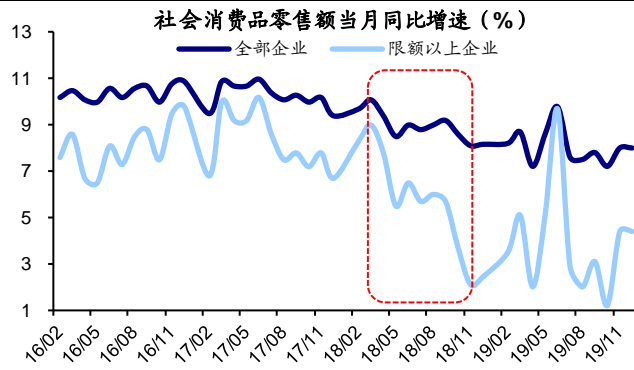


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所，注：阿里巴巴采用自然年口径

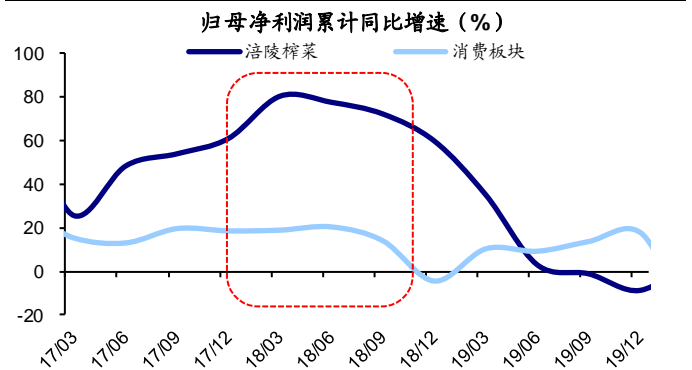
市场对消费降级的担忧更多是消费阶段性休整时期悲观情绪的表达方式。投资者有时会将短期现象长期化，将对短期消费景气度不佳的讨论演变为对中长期消费前景的担忧，对消费降级的担忧可能更多只是表达悲观情绪的一种方式，并不代表消费降级存在。

往前追溯，2018年也曾出现过消费降级被市场高度关注的现象。2018年中国经济出现下行压力，消费景气度下滑，社零当月同比增速由3月高点的10.1%下滑至11月低点的8.1%，并且限额以上企业回落更加明显，由9.0%下降至2.1%。微观层面，A股消费板块归母净利润累计同比增速由18Q1的18.8%降至18Q4的-4.7%；然而涪陵榨菜作为价格相对较低的日常食品，其18年归母净利同比增速达59.8%，显著优于消费整体。在此背景下市场上关于中国消费降级的讨论越来越多，以至于商务部、发改委出来发声，表示消费的品牌、方式、观念均在升级，服务消费扩大、食品支出占比下降，消费降级与事实不符。事后也有数据证明中国消费依然处在大的升级趋势中，2018年仅是短期波折，例如随着国内消费复苏，19-20年以白酒为代表的消费行业表现尤为亮眼。

2022年以来所发生的宏观现象与2018年较为相似，核心原因还是在于消费复苏斜率放缓，消费升级进程阶段性放缓，但正如2018年之后中国消费并未降级一样，站在当下看，未来中国消费是否会降级还需进一步探讨，详见下文分析。

图3 18年限额以上企业社零同比增速迅速下滑


资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 18年涪陵榨菜业绩表现明显好于消费板块整体


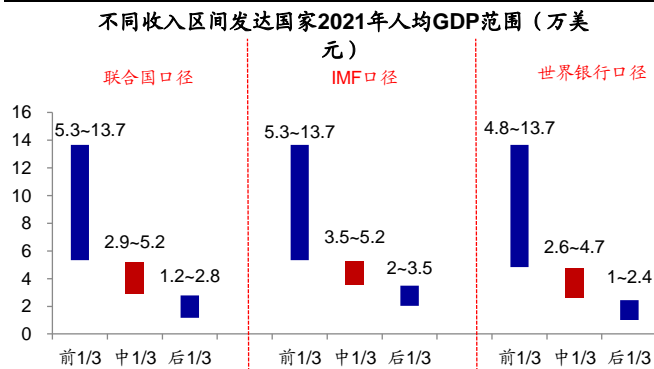
资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 中国消费不会走向消费降级

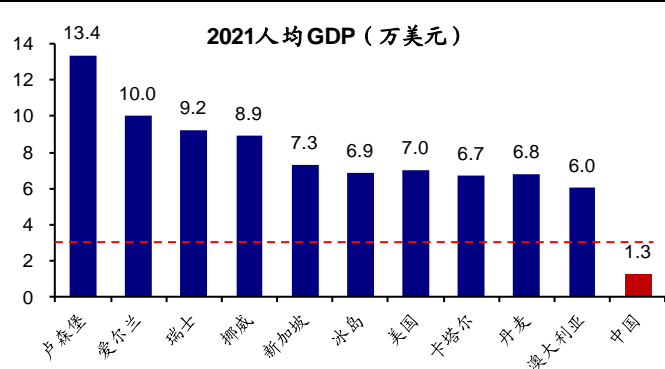
我国正迈向中等发达国家，消费升级趋势有望延续。消费中长期趋势与经济增长水平密切相关。我们曾在报告《旭日初升——2023年中国资本市场展望》中论述过，根据“十四五”规划和2035年远景目标，2035年我国人均国内生产总值需要达到中等发达国家水平。参考IMF、世界银行和联合国数据，2021年中等发达国家人均GDP的门槛约在3万美元左右，同年我国人均GDP 1.3万美元，可见仍有较大的提升空间。

借鉴各发达国家经验，在人均GDP提升过程中，消费都存在升级的趋势。例如，随着美国人均GDP从1970年的0.5万美元增加到2021年的7.0万美元，美国服务业增加值比重从61.2%提升到77.6%；再比如与中国消费文化较为类似的日本，随着日本的人均GDP从1970年的0.2万美元提升到2020年的4.0万美元，其服务业增加值占比也从52.1%升至69.5%。分阶段看，当人均GDP迈过1万美元大关时，消费升级的进程显著加快。以美国为例，70、80年代美国经济由传统工业转型升级，在人均GDP和居民收入快速提升的过程中，服务类消费占个人消费支出的比重由1971年的51.1%提升至1990年的60.2%。分阶段看，美国人均GDP在1万美元以下时消费升级相对缓慢，1971-1978年美国服务消费占比年均提升仅0.3个百分点，1978年人均GDP跨过1万美元门槛后消费升级明显加速，1979-1992年服务消费占比年均提升0.7个百分点。

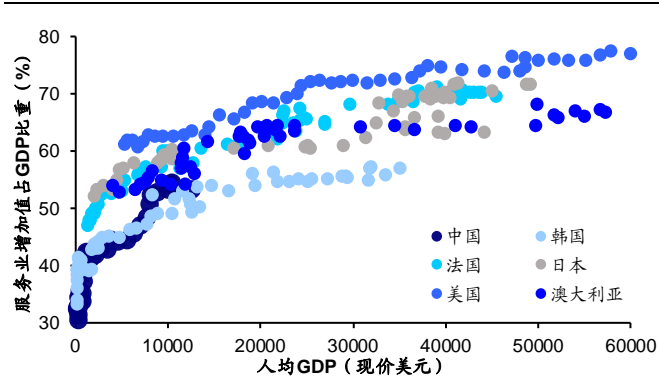
2022年中国服务业增加值占比为52.8%，服务性消费支出占比为43.2%，对比海外发达国家，中国未来提升空间较大。因此，在我国迈向中等发达国家的进程中，随着人均GDP逐步提升，消费升级依然是重要的趋势。同时，当前中国人均GDP已经站稳1万美元的大关，参考发达国家，中国消费升级的速度有望进一步加快。

图5 2021年发达国家人均GDP


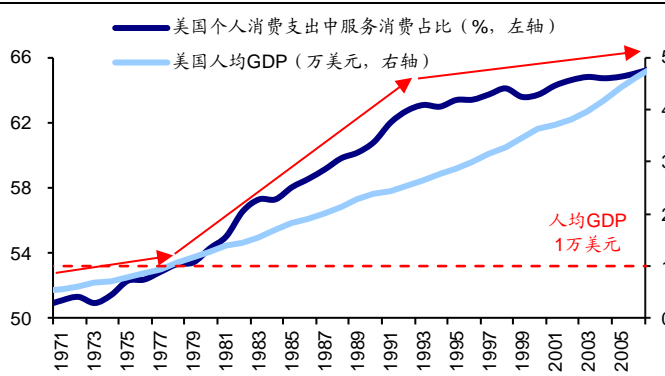
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 中国人均GDP与发达和中等发达国家差距较大


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 随人均GDP增长, 服务业增加值占GDP比重不断增加


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 注: 1960年至今的同口径可得数据

图8 美国人均GDP突破1万美元后消费加快升级


资料来源: Wind, 海通证券研究所

共同富裕背景下收入结构改善有望驱动消费不断升级。国家近年来屡次出台重要文件和指示,明晰共同富裕重要地位,扎实推进共同富裕的实现。2021年10月习近平总书记在《求是》杂志上发表了重要文章《扎实推动共同富裕》,鲜明指出共同富裕是社会主义的本质要求,是中国式现代化的重要特征。2021年3月的国新办发布会上,发改委曾明确表示推进共同富裕要“以缩小城乡区域发展差距和收入分配差距为主攻方向”,再次明确共同富裕实现的两个重要路径。

中等收入群体扩容有利于释放消费潜能。当前我国高收入户与中等收入群体之间的绝对收入存在差距,20%高收入户比20%中等偏高收入户的人均可支配收入高出约90%。但中等收入群体方为消费的主力军,据学者李实、杨修娜在《中国中等收入人群到底有多少?》一文中援引2018年CHIP所做测算,29.4%的中等收入群体创造了46.5%的全国总体消费;20%的低收入群体转化为中等收入群体即能带来8%的总消费增长。因此,未来在共同富裕的逐步落实过程中,扩大中等收入群体数量、提高中等收入群体收入,可以有效扩大内需,推动消费升级。

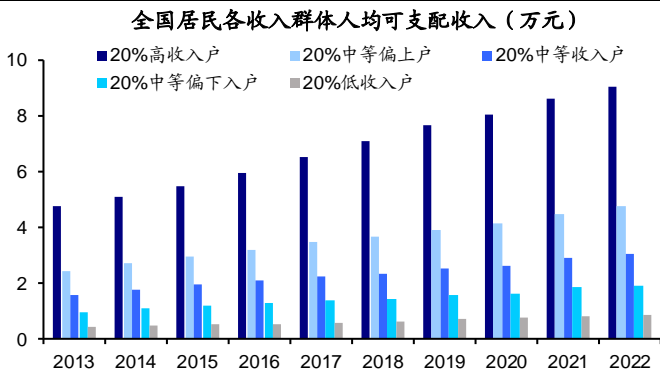
城乡差距缩小有助于提升农村居民消费水平。现阶段城乡居民绝对收入差距仍然存在,2022年城镇人均可支配收入约高出乡村145%。乡村消费提升空间较大,2022年城镇社零总额为32亿元,乡村仅5亿元,在城乡区域发展差距逐步缩小的过程中,以城镇居民作为参照系,乡村居民的消费水平增长潜力殊为可观。以此视角展望未来,在共同富裕增强乡村消费能力、“加快推进县域商业体系建设,畅通工业品下乡、农产品进城双向流通渠道,扩大乡村消费”提供消费场景的政策环境下,乡村市场的消费潜力有望得到充分释放。

表1 政策层面高度重视共同富裕实现

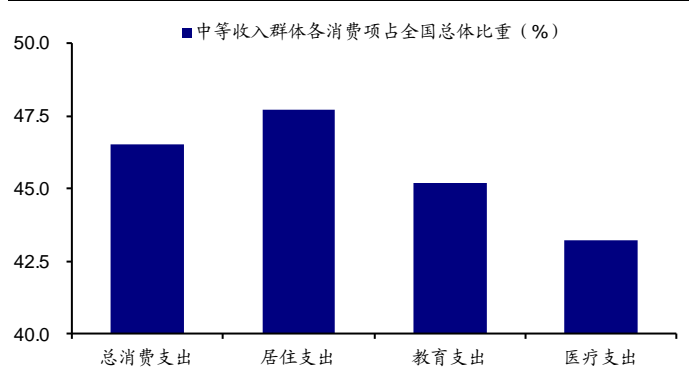
日期	政策/事件	相关内容
2021年1月	十九届中央政治局第二	共同富裕本身就是社会主义现代化的一个重要目标。我们不能等实现了现代化再来解决共同富裕问题,而

	十七次集体学习	是要始终把满足人民对美好生活的 新期待 作为发展的出发点和落脚点，在实现现代化过程中不断地、逐步地解决好这个问题。
2021年3月	“十四五规划纲要”	持续提高低收入群体收入， 扩大中等收入群体 ，更加积极有为地促进共同富裕
2021年5月	支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区	党的十九届五中全会对 扎实推动共同富裕 作出重大战略部署。实现共同富裕不仅是经济问题， 而且是关系党的执政基础的重大政治问题 。
2021年7月	庆祝中国共产党成立100周年大会	维护社会公平正义，着力解决发展不平衡不充分问题和人民群众急难愁盼问题，推动人的全面发展、 全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展 ！
2021年8月	中央财经委员会第十次会议	在高质量发展中促进共同富裕，正确处理效率和公平的关系，构建初次分配、再分配、三次分配协调配套的基础性制度安排，加大税收、社保、转移支付等调节力度并提高精准性， 扩大中等收入群体比重 ，增加低收入群体收入
2021年10月	习近平：扎实推动共同富裕	现在，我们正在向第二个百年奋斗目标迈进。适应我国社会主要矛盾的变化，更好满足人民日益增长的美好生活需要，必须把促进全体人民共同富裕作为为人民谋幸福的着力点，不断夯实党长期执政基础。高质量发展需要高素质劳动者， 只有促进共同富裕，提高城乡居民收入，提升人力资本，才能提高全要素生产率，夯实高质量发展的动力基础 。
2021年12月	中央经济工作会议	共同富裕是中国特色社会主义的本质要求。共同富裕路子应当怎么走？我们正在进行探索。实现共同富裕的目标，首先要通过全国人民共同奋斗把“蛋糕”做大做好，然后通过合理的制度安排正确处理增长和分配关系，把“蛋糕”切好分好。
2022年2月	国家发改委：制定出台促进共同富裕行动纲要	更加注重 向农村、基层、欠发达地区和困难群众倾斜 ，深入谋划好促进共同富裕的顶层设计；牵头研究制定扩大中等收入群体实施方案，聚焦重点群体精准施策，在城乡居民普遍增收的基础上，推动 更多低收入群体跨入中等收入行列 。
2022年10月	二十大	分配制度是促进共同富裕的基础性制度。坚持按劳分配为主体、多种分配方式并存，构建初次分配、再分配、第三次分配协调配套的制度体系。努力提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重。坚持多劳多得，鼓励勤劳致富，促进机会公平，增加低收入者收入， 扩大中等收入群体 。
2023年3月	两会期间	中国式现代化是全体人民共同富裕的现代化。无论是国有企业还是民营企业，都是促进共同富裕的重要力量， 都必须担负促进共同富裕的社会责任 。

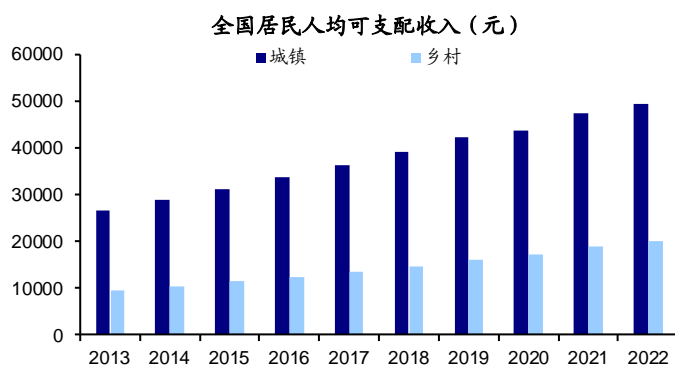
资料来源：共产党员网、中国政府网、人民网、新华社百家号、理论网、新华网、中国经济网百家号、国务院新闻办、国家发改委等，海通证券研究所整理

图9 我国不同收入组居民的人均可支配收入


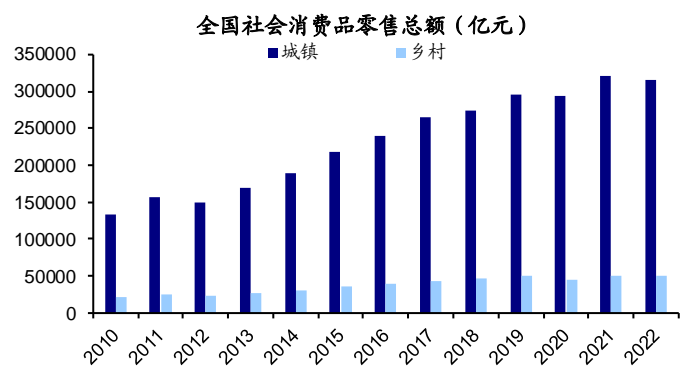
资料来源：Wind，海通证券研究所

图10 中等收入群体是消费的主力


资料来源：《中等收入群体与共同富裕》（李实，杨修娜）援引2018年CHIP，海通证券研究所

图11 城乡居民可支配收入存在差距


资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 乡村消费升级潜力较大


资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 消费行业投资机遇依然广阔

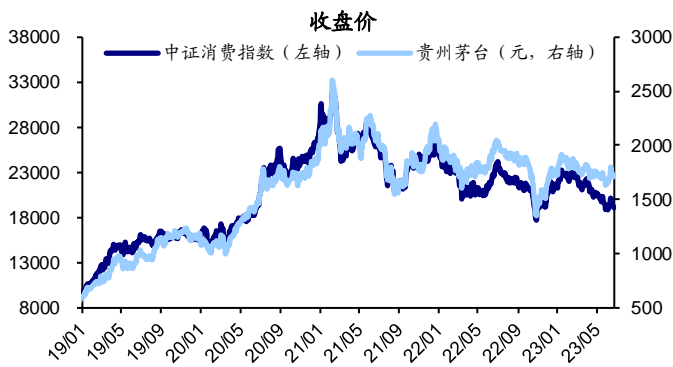
根据上文，消费升级动能趋缓仅仅是短期现象，中长期视角下随着中国迈向中等发达国家、逐步实现共同富裕，消费升级仍是中国式现代化的主旋律。因此，中国消费投

资机遇依然广阔，二级市场和一级市场上消费赛道充满蓬勃生机。

二级市场上消费板块的估值已经不高，随着基本面逐步改善，投资性价比逐步凸显。2022年以来投资者对消费降级的讨论也有二级市场上消费板块表现持续不佳的缘故，中证消费指数于2021/2/10触及高点后开始持续回落，截至2023/6/27（下同）最大跌幅为46%，累计跌幅40%；从细分行业层面看，食品饮料最大跌幅/累计跌幅为48%/36%，美容护理为48%/36%，医药生物为43%/37%；个股层面，贵州茅台和中国中免是我国中产崛起、消费升级的典型受益股，两者的股价表现较弱可能被误解为消费降级，贵州茅台最大跌幅/累计跌幅为48%/32%，中国中免为71%/60%。经历持续下跌后，消费多数行业的估值已经达到较低位，截至2023/6/27消费板块PE（TTM）/2013年来分位数为28倍/41%，食品加工为25倍/2%，医药生物为27倍/12%，农林牧渔为28倍/25%，家用电器为15倍/35%。此外，部分消费行业的基金仓位也已降至低位，例如轻工制造基金相对沪深300超配比例/2013年来分位数为0.4%/12.5%，家用电器为-1.2%/22.5%，纺织服装为0.3%/25.0%，医药生物为5.0%/30.0%。

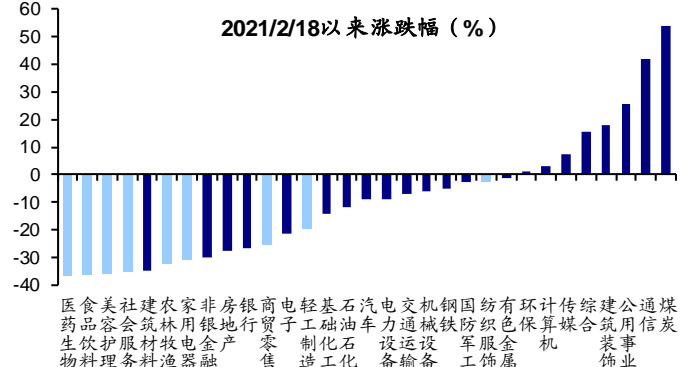
展望下半年，随着经济复苏和政策发力，消费基本面有望逐步改善。6月2日国常会提出要进一步稳定市场预期、优化消费环境，更大释放新能源汽车消费潜力；6月20日中共中央政治局常委、全国政协主席王沪宁在“恢复和扩大消费”调研协商座谈会上指出“要深刻认识恢复和扩大消费是推进中国式现代化的应有之义”，消费有望成为政策发力点。我们认为政策以大宗消费品为抓手，有望带动消费大盘的增长，我们预计今年社零总额增速有望达8-9%，22-23年两年平均增速为4-5%，疫情前社零总额增速在9-10%左右，因此未来改善的空间较大。随着政策效力显现，A股各消费行业的盈利有望改善，其中医药和基本消费部分子行业的盈利有望实现较快增长，结合海通行业分析师和Wind一致预测，我们预计23年医药板块中中药归母净利润增速为20%、医疗服务为50%、创新药为30.0%，基本消费中食品加工为30%。叠加消费估值已经不高，我们认为消费的投资性价比已经凸显。

图13 A股市场上消费股表现相对较弱



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/6/27

图14 2021/2/18以来消费板块跌幅居前



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/6/27

图15 消费板块的估值已经回落



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/6/27

图16 医药行业的估值已经处于历史低位



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023/6/27

图17 消费各行业整体配置和估值均不高

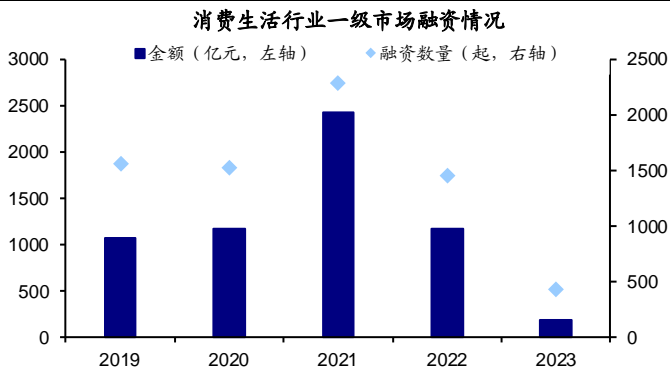
行业	当前PE (TTM, 倍)	13年以来分位数 (%)	13年以来PE走势	23Q1基金持仓比例	23Q1基金相对沪深300超配比例	13年以来分位数 (%)	13年以来基金相对沪深300超配比例变动
农林牧渔	28.2	25.3		1.7%	-0.1%	30.0	
家用电器	14.8	34.9		2.1%	-1.2%	22.5	
食品加工	24.6	2.1		0.5%	0.3%	47.5	
白酒	29.0	55.0		14.3%	3.9%	82.5	
纺织服饰	24.6	41.5		0.3%	0.3%	25.0	
轻工制造	30.0	48.4		0.7%	0.4%	12.5	
医药生物	26.6	11.8		12.0%	5.0%	30.0	
商贸零售	34.9	71.4		1.1%	0.2%	52.5	
社会服务	85.7	81.4		0.9%	0.9%	70.0	
美容护理	44.7	66.0		0.7%	0.3%	75.0	

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023/6/27

消费升级趋势下消费新业态不断涌现, 一级市场消费行业的投融资依然活跃。消费升级趋势催生各式各样的新型消费, 但由于这些消费并未扩张到整个消费群体, 故而行业和公司规模还不大, 尚处于发展初期, 在 A 股也并无完全对应的上市公司, 但这些行业的未来空间相当广阔, 具备孕育上市公司、为二级市场投资者带来优质标的的潜力。例如露营经济, 据艾媒咨询公众号, 其市场规模在 2014 年仅百亿元, 2022 年同比增长 52%, 已达 1135 亿元, 预计到 2025 年将增长至 2483 亿元, 22-25 年的复合增长率高达 30%; 再比如, 据迪赛智慧数公众号, 预计 2025 年预制菜行业市场规模将达 8317 亿元, 22-25 年的复合增长率预计达 26%; 此外, 据艾瑞咨询, 智能家居行业 2020 年市场规模为 3444 亿元, 随着全屋智能逐渐进入消费者心智, 预计 2025 年市场规模将接近万亿。

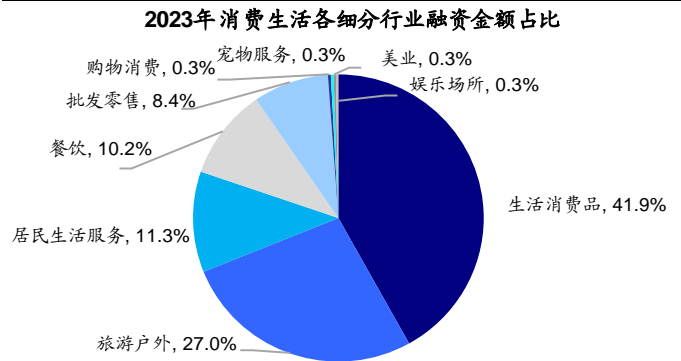
A 股投资者对消费升级的信心动摇, 或与其主要聚焦二级市场有关, 实际上一级市场上消费行业投融资活动依然活跃。据私募通数据, 2022 年一级市场上消费生活行业融资事件达 1453 起, 融资金额达 1165 亿元, 尽管不及投资大年 2021 年, 但也基本与 2019 年、2020 年持平, 说明一级市场上消费新业态的投资活动依然活跃。从细分领域看, 截至 2023/6/20, 2023 年消费生活行业中生活消费品、新式餐饮、无人零售、宠物服务等多个领域的投融资活动均较为活跃, 如生活消费品获得 59.7 亿融资, 投资事件多达 126 起, 当下关注度较高的旅游户外领域获 38.4 亿融资, 投资事件共 38 起。一级市场消费投资热度高, 并且分布在多个全新的领域, 也从侧面印证中国消费升级趋势未曾逆转, 消费需求呈现多样化特征。

图18 22 年以来, 一级市场上消费融资依然活跃



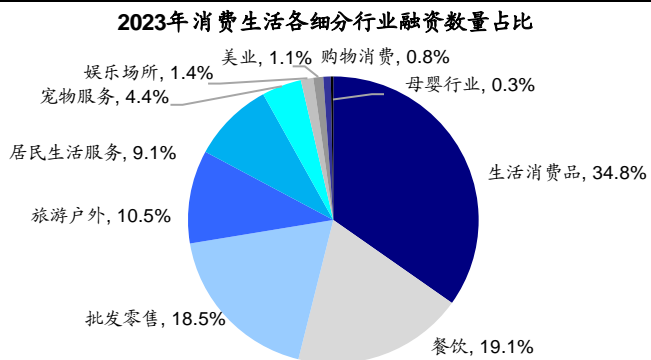
资料来源: 私募通, 海通证券研究所, 截止 2023/6/20

图19 2023 年消费生活各细分行业融资案例金额占比



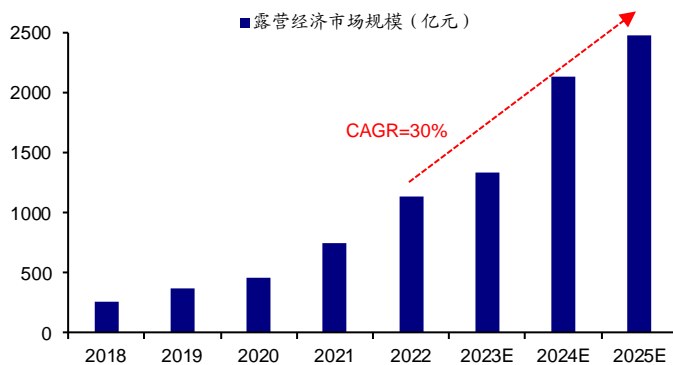
资料来源: 私募通, 海通证券研究所, 截至 2023/6/20

图20 2023年消费生活各细分行业融资数量占比



资料来源：私募通，海通证券研究所，截至 2023/6/20

图21 露营经济市场规模处于快速扩张之中



资料来源：艾媒咨询，海通证券研究所

风险提示： 国际形势复杂；国内经济复苏不及预期。

信息披露

分析师声明

荀玉根 策略研究团队
郑子勋 策略研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
 (021)23185717 luying@haitong.com

 邓勇 副所长
 (021)23185718 dengyong@haitong.com

 荀玉根 副所长
 (021)23185715 xyg6052@haitong.com

 涂力磊 所长助理
 (021)23219747 tll5535@haitong.com

 余文心 所长助理
 (0755)82780398 ywx9461@haitong.com

 汪立亭 所长助理
 (021)23219399 wanglt@haitong.com

 孙婷 所长助理
 (010)50949926 st9998@haitong.com

宏观经济研究团队

 梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
 应稼娟(021)23185645 yjx12725@haitong.com
 李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
 侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
 联系人
 李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
 王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
 贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

 冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
 罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
 余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
 袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
 黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
 张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
 联系人
 郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
 曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
 卓泚莹 zyx15314@haitong.com

金融产品研究团队

 倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
 唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
 谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
 江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
 张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
 吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
 滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com
 联系人
 章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
 陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
 魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
 舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

 姜珮珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
 王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
 孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
 张紫睿(021)23185652 zZR13186@haitong.com
 联系人
 王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
 方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
 藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
 高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
 吴信坤 021-23154147 wxk12750@haitong.com
 杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
 余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
 联系人
 王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
 刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
 陈菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
 王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

 李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
 吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
 朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
 周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
 李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
 联系人
 纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工行业

 邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
 胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
 联系人
 张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
 朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
 梁广楷(010)56760096 lgg12371@haitong.com
 孟陆 86 10 56760096 ml13172@haitong.com
 周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
 联系人
 彭婷(021)23185619 ppt3606@haitong.com
 肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
 张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

汽车行业

 王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
 房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
 张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
 刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
 傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
 联系人
 余玫翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com
 阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
 李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
 高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
 曹蕾娜 cln13796@haitong.com
 联系人
 张冰清(021)23185703 zbq14692@haitong.com
 李艺冰 lyb15410@haitong.com
 王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

 毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
 联系人
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

 陈先龙 02123219406 cxl15082@haitong.com
 陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
 联系人
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
 谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
 联系人
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com

电子行业 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com 联系人 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com 郇奕滢 lyy15347@haitong.com 张 幸 zx15429@haitong.com	煤炭行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@haitong.com 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com 马菁菁(021)23185627 mj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com 胡惠民 hhm15487@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com 夏思寒 xsh15310@haitong.com 杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lry12399@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com 冯 鹤 fh15342@htesc.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com
军工行业 张恒暄 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com	银行行业 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com 王玮婕(021)23185687 wj13985@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源 lpy15307@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gq13820@haitong.com 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com	环保行业 戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚 (0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金垚(010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高 瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚 坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com