

快乐购 (300413.SZ) 电商行业

评级: 增持 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 42.30 元

多屏融合概念落地, 移动端业务增长空间打开

长期竞争力评级: 高于行业均值

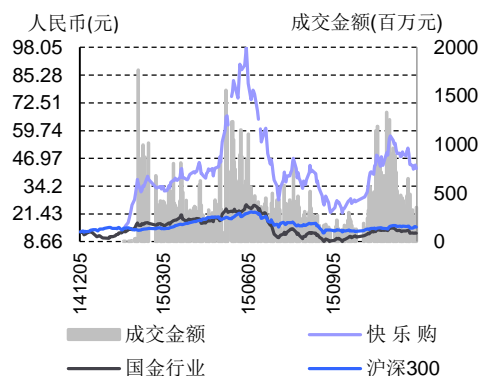
市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	70.00
总市值(百万元)	16,962.30
年内股价最高最低(元)	98.08/13.05
沪深 300 指数	3677.59

公司基本情况 (人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.559	0.466	0.190	0.231	0.259
每股净资产(元)	2.59	2.91	3.14	3.42	3.73
每股经营性现金流(元)	0.74	0.32	0.15	0.27	0.39
市盈率(倍)	N/A	N/A	222.09	183.02	163.36
净利润增长率(%)	30.81%	-16.64%	-50.44%	21.35%	12.03%
净资产收益率(%)	21.55%	16.02%	7.36%	8.19%	8.41%
总股本(百万股)	331.00	331.00	401.00	401.00	401.00

来源: 公司年报、国金证券研究所



投资逻辑

- 快乐购拥有多屏互动平台和内容制作能力两大核心竞争优势, 又正处于多屏融合概念真正落地的行业风口, 看好快乐购移动端业务的持续高速增长。
 - 1) 公司利用电视、电脑、移动终端等的有效互动, 搭建了一个领先于行业的整合营销传播平台, 并推出了多种创新的营销模式。
 - 2) 公司秉承了湖南广电在媒体内容制作和创意上的传统优势, 大量自主制作的导购视频是快乐购网购平台中的一大特色。
 - 3) 整个网络购物行业的发展趋势正从移动化浪潮, 转向多屏融合。从双 11 电视购物晚会和多个综艺节目的成功案例来看, 2015 年是多屏融合概念真正开始落地的一年。
 - 4) 快乐购移动端营收今年第三季度同比增加 152%, 迎来了爆发性增长, 我们预计明年三位数增长还将持续, 并成为公司整体业务的重要推动力。
- 与汽车之家强强联合, 创新汽车电商 O2O 模式。11 月 6 日, 国内首个综合性汽车生活主题馆在长沙开业, 标志着快乐购联手汽车之家, 正式进军汽车电商业务, 开启了线上线下闭环模式的全新尝试。首阶段聚焦于长沙地区的整车销售业务。
- 传统电视购物和外呼购物业务拓展空间有限。虽然快乐购在电视购物行业的第一梯队地位仍然稳固, 但由于行业整体增速下滑, 且公司自身的区域布局正处于调整期, 预计 2015 年整体营收和利润都将呈负增长。

估值

- 预测快乐购 2015 到 2017 三年的营业收入增长率分别为-3.8%、12.3%、16.8%; EPS 分别为 0.19、0.23、0.26 元。
- 考虑到未来汽车电商等培育业务的增长潜力, 以及公司进一步的外延并购预期, 给予公司“增持”评级。

风险

- 1) 传统电视购物需求萎缩的风险; 2) 移动端流量增长低于预期; 3) 相关业务模块协同效果不佳。

相关报告

1. 《狂飙突进之后的融合与创新——从双 11 看电商行业发展》, 2015.11.12
2. 《化妆品行业研究: 电商冲击下的全渠道融合之路》, 2015.9.30

廖德高

联系人 15914005033
(8621)61038286
liaodegao@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

电视购物行业增速趋缓，快乐购正处于业务转型期	4
监管法规逐步出台，家庭购物模式兴起	4
电视购物行业的高速发展期已过	5
行业集中度高，快乐购稳居第一梯队	7
美国 QVC 案例分析：网络购物可成为电视购物公司的核心业务	8
快乐购股权结构和组织架构分析	8
快乐购处于业务转型期，区域布局也正在调整	10
三屏互动模式、内容制作能力和完整供应链是快乐购的竞争优势	12
搭建三屏互动平台，创新营销模式	12
承接湖南广电资源，节目制作水平精良	13
完整的供应链体系，保障用户高质量体验	13
快乐购正赶上多屏融合概念真正落地的行业风口	15
网购行业趋势正从移动化浪潮，转向多屏融合	15
多屏融合业务已从最初概念逐步落地，成为真正快速增长的蓝海领域	16
快乐购未来的业务增长将以移动端为核心载体	17
立足长远，积极培育汽车电商等新业务	18
与汽车之家强强联合，创新汽车电商 O2O 模式	18
积极布局社交营销、跨境电商等新领域	21
盈利预测	21

图表目录

图表 1：电视购物行业的主要法规	4
图表 2：2014 年电视购物两种模式占比情况	5
图表 3：社会消费品总额 vs. 电视购物总额（亿元）	5
图表 4：国外电视购物行业蓬勃发展的原因分析	6
图表 5：社会消费品总额 vs. 网络购物总额（亿元）	6
图表 6：我国电视购物市场规模及预测（单位：亿元）	7
图表 7：主要的家庭购物运营商	7
图表 8：QVC.com 网站销售对于公司整体营收的贡献占比	8
图表 9：公司股权结构（IPO 后）	9
图表 10：限售股占比情况	9
图表 11：快乐购子公司业务开展情况	9
图表 12：公司主营业务构成分析	10
图表 13：营收主要来自电视/外呼购物（单位：百万元）	11
图表 14：公司各主营业务收入占比	11
图表 15：公司历年各区域营收情况（单位：百万元）	11
图表 16：公司历年各区域营收占比	11

图表 17: 公司近年各区域营收增速.....	11
图表 18: 快乐购三屏互动媒体零售发展模型.....	12
图表 19: “我是大美人” APP 页面展示.....	13
图表 20: 公司采购模式倾向于“视同买断的代销”(按采购总额占比).....	14
图表 21: 网络购物市场移动端和 PC 端的交易规模及增速.....	15
图表 22: 2015Q2 中国 B2C 电商市场份额.....	15
图表 23: 各大 B2C 电商移动端销售占比变化统计.....	15
图表 24: 不同年龄层多屏观看的情况.....	16
图表 25: 各年龄层在多屏观看中对不同屏幕的偏好情况.....	16
图表 26: 多屏互动已充斥着人们的生活.....	17
图表 27: 芒果扫货 APP 的“摇一摇”互动.....	17
图表 28: 快乐购未来的业务增长将以移动端为核心载体.....	18
图表 29: 2004-2014 年中国新车销量及增长率.....	19
图表 30: 2004-2014 年中国二手车销量及增长率.....	19
图表 31: 2014 年汽车电商渗透率预估.....	19
图表 32: 2008-2014 年长沙市汽车保有量及增速.....	19
图表 33: 芒果汽车的创新销售模式.....	20
图表 34: 芒果汽车生活主题馆一.....	21
图表 35: 芒果汽车生活主题馆二.....	21
图表 36: 快乐购子业务增长预测.....	22

电视购物行业增速趋缓，快乐购正处于业务转型期

监管法规逐步出台，家庭购物模式兴起

- 从 1995 年中国大陆第一家专业的购物节目“BTV 电视直销”开播以来，电视购物已经发展了将近二十年的时间。通常将其分为两大类形态：电视直销模式和家庭购物模式。
- 电视直销模式系通过购买电视台时段来投放电视购物节目的模式，公司一般会选择一个时间段（非黄金时段——价格低，从而提高重复播放率，短期内制造曝光效应，目的是快速收回节目成本），集中推出一些相对新奇的、毛利率高的商品。七星购物和橡果国际即为电视直销模式的典型代表。但是，随着电视直销的部分虚假宣传现象被曝光，国家陆续出台了相关政策（如《关于整顿广播电视医疗资讯服务和电视购物节目内容的通知》——自 2006 年 8 月 1 日起，所有广播电视播出机构暂停播出介绍药品、医疗器械、丰胸、减肥、增高产品的电视购物节目），用以规范电视购物行业，电视直销模式也随之没落。

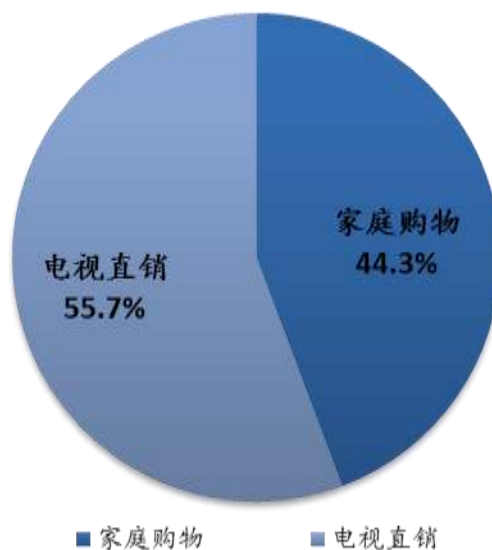
图表 1：电视购物行业的主要法规

1997	• 国务院于1997年8月11日颁布《广播电视管理条例》
2005	• 广电总局于2005年8月4日颁布《关于进一步加强广播电视频道管理的通知》
2006	• 广电总局、工商总局于2006年7月19日发布《关于整顿广播电视医疗资讯服务和电视购物节目内容的通知》
2009	• 广电总局于2009年9月8日颁布《广播电视广告播出管理办法》
2009	• 广电总局于2009年9月10日颁布《广电总局关于加强电视购物短片广告和居家购物节目管理的通知》
2009	• 广电总局于2009年12月10日颁布《关于电视购物频道建设和管理的意见》
2013	• 广电总局于2013年10月29日发布《关于进一步加强卫视频道播出电视购物短片广告管理工作的通知》
2013	• 商务部、工信部、公安部、工商总局、质检总局、广电总局、食药监管总局于2013年12月4日发布《关于开展电视购物专项整治工作的通知》

来源：国金证券研究所

- 2006 年 12 月，央视宣布开播“CCTV 中视购物”频道，另一种新的电视购物模式——“家庭购物”逐渐兴起。以快乐购、东方 CJ、中视购物为代表的家庭购物，精心挑选产品（含部分电视购物专供系列产品）、制作能对购物欲望产生较强刺激的视频节目，配合呼叫中心和物流配送体系，开播独立的电视购物频道。将电视台作为产品销售的平台，借助电视台的品牌效应为其产品提供公信力。这样的新型电视购物模式，迅速席卷全国。可以说，家庭购物模式逐渐将电视购物由低潮带入了转型发展时期。
- 2009 年 12 月 10 日，国家广电总局为进一步规范电视购物行业，颁布《关于电视购物频道建设和管理的意见》。启用“行业许可制”，提高了准入门槛；同时强调应加强售后服务，并且为电视购物的发展指明了方向：积极发展网络广播电视、移动多媒体广播、手机电视等新媒体购物方式。
- 发展至今，电视直销和家庭购物已逐渐形成平分天下之势。2014 年，家庭购物模式的规模已达 352.4 亿元，占整个电视购物行业的 44.3%。电视直销模式稍微领先，占据 55.7% 的市场份额。

图表 2：2014 年电视购物两种模式占比情况



来源：《中国电视购物白皮书（2014）》、国金证券研究所

电视购物行业的高速发展期已过

- 2014 年，社会消费品总额约为 27 万亿元，电视购物规模占比 0.29%，为 796 亿元；而在美国、韩国等电视购物较为发达的国家，这一比例分别达到了 8%、12%。

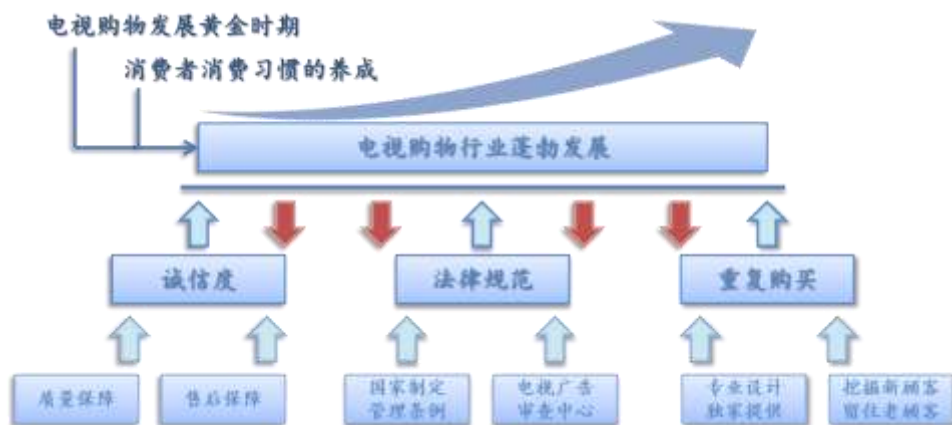
图表 3：社会消费品总额 vs. 电视购物总额 (亿元)



来源：国家统计局、国金证券研究所

- 依据美国、韩国等国的电视购物发展路径来看，该行业之所以能够在这些国家迅速发展，主要有几大保障因素：1) “诚信度”在电视购物行业至关重要，无论产品的信息、质量还是售后服务，都能很好地体现电视购物公司的诚信度。2) 相关的法律法规严格管理控制，能够更好地辅助电视购物行业的顺利发展。3) 在良好的诚信基础上，以商品的独特性吸引新顾客的眼球，以商品的质量及服务作为顾客二次购买的保障，如此增加客户的信任感，留住新老顾客，构成良性循环。

图表 4：国外电视购物行业蓬勃发展原因分析



来源：国金证券研究所

- 反观中国的电视购物发展史，起步并不晚，但早期在对产业认识不够充分的情况下，为了短期的利益，电视购物公司夸大产品功效，甚至令假冒伪劣商品也猖獗于市，售后服务更是糟糕。造成消费者对电视购物商品的信任危机，影响了早期行业的健康高速增长。
- 而最近几年，中国地区网络购物的强势崛起，也给电视购物行业带来了较大的冲击。2014 年网络购物占社会消费品零售总额的 10.3%，2010 至 2014 年的复合增长率高达 56.8%。

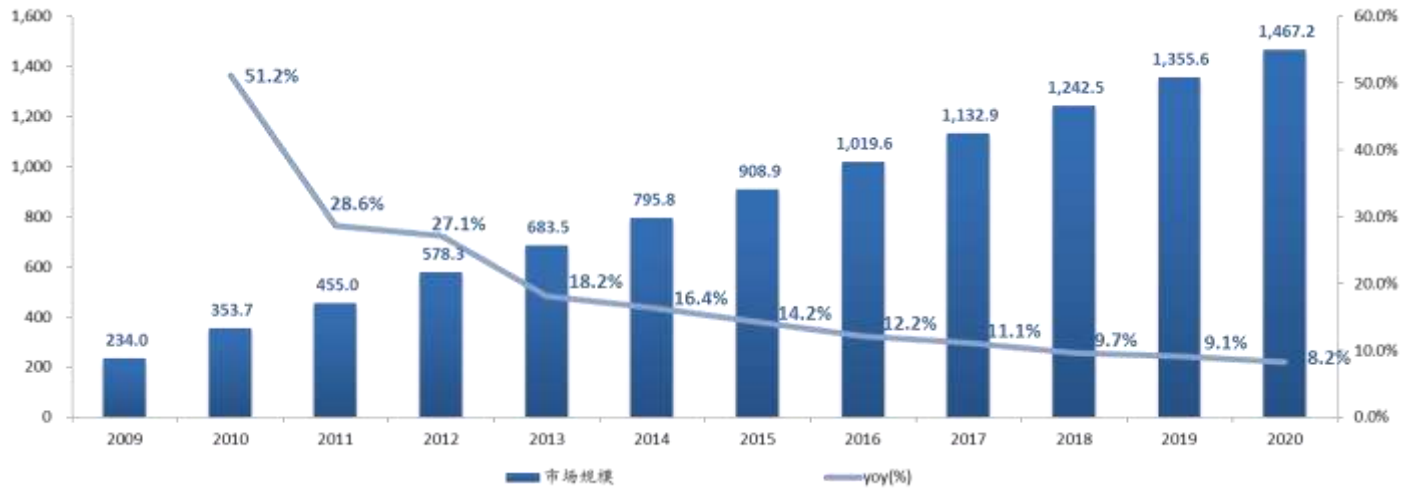
图表 5：社会消费品总额 vs. 网络购物总额（亿元）



来源：国家统计局、国金证券研究所

- 据前瞻产业研究院的统计分析，2013 年中国电视购物行业的市场规模为 683.5 亿元，2014 年增长到 796 亿元，2012-2014 三年复合增长率 20.5%。而未来几年，行业增速预计将继续缓慢下降，但行业规模整体上升态势不变，2016 年有望突破千亿元。

图表 6：我国电视购物市场规模及预测（单位：亿元）



来源：前瞻产业研究院、国金证券研究所

行业集中度高，快乐购稳居第一梯队

- 国家广电总局对电视购物频道进行了审批制度，行业壁垒较高。截至 2014 年 6 月 30 日，获得广电总局批准开办全国性的电视购物频道共有 11 家，区域性的为 27 家。快乐购作为行业第一梯队的代表，已经稳定建立了自己的市场地位和品牌影响力，根据欧睿信息咨询公司统计，2013 年家庭购物行业营业收入前三名的公司（含快乐购）占据 49.60% 的市场份额，集中度较高。

图表 7：主要的家庭购物运营商

快乐购物股份有限公司	公司名称	上海东方希杰商务有限公司	好享购物股份有限公司	家有购物集团有限公司	优购物	中视购物有限公司
2005 年底由湖南广播影视集团与湖南卫视联合注资亿元成立	公司介绍	2003 年由上海文广新闻传媒集团、韩国 CJ 家庭购物株式会社以及同方股份有限公司共同设立。2014 年 12 月份，百事通以 32.54 元/股定增 9170.19 万股、25.7 亿元现金，收购东方希杰 84.16% 的股权，其评估值为 66 亿元	公司于 2008 年 12 月 31 日正式运营，公司是江苏省广播电视总台（集团）的成员机构	2008 年由贵州电视台设立，是国内第四家获得审批的全国性家庭购物数字频道	2008 年 9 月经国家广电总局批准成立	由中国中央电视台设立，2006 年 12 月正式开播，是中央电视台的直属机构。2011 年 1 月 19 日，三井物产在中文官网上发布公告，宣布持股中视购物 25% 的股份。
2014 年实现营收 27.38 亿元，净利润 1.54 亿元；2015 年上半年实现营收 14.82 亿元	经营状况	2014 年实现营业收入 70.17 亿元，净利润 3.90 亿元；2015 年上半年，营收达到 40 亿元，净利润 2.87 亿元	2013 年，公司的总订购金额超过了 37 亿元，业绩年均复合增速多年位于行业前列			
截至 2014 年 6 月 30 日，覆盖了 19 个省/自治区、3 个直辖市（京、津、渝）、218 个地级市、1.14 亿户家庭	覆盖区域	目前已覆盖上海市、广东省、江苏省、浙江省、黑龙江省、甘肃省等 12 个省（包括直辖市）	江苏省全省覆盖，并逐渐扩张至全国十几个省份，覆盖人数近 2 亿	覆盖 20 多个省级行政区，服务于超过 3.6 亿人	覆盖 23 个省，超过 220 个城市，约 8500 万户家庭。	覆盖 19 个省 260 多个城市，覆盖人口达 3.6 亿
截至 2014 年 12 月 31 日，注册会员人数达到 592 万，其中互联网及移动端会员超过 200 万	用户数量	截至 2014 年 7 月 31 日，公司总注册用户数量为 737 万人，收视用户总数达，网站日均访问量超过 50 万	注册会员人数超过 400 万	截至 2013 年 8 月，注册会员数超过 600 万	会员数超过 860 万，处于行业领先地位	

来源：招股说明书、国金证券研究所

- 目前行业内家庭购物运营商主要包括：湖南广电旗下的快乐购、上海文广新闻传媒集团旗下的东方希杰商务有限公司（东方购物）、江苏广播电视台总台设立的好享购、贵州台的家有购物以及中国中央电视台设立的中视购物等。从公司营收角度来看，2013 年东方希杰以 64.6 亿位于行业榜首，行业三甲的另外两位为快乐购与优购物。

美国 QVC 案例分析：网络购物可成为电视购物公司的核心业务

- 美国电视购物巨头 QVC, Inc. (“QVC”) 成立于 1986 年，是全球最大的电视/网络购物零售商，其业务覆盖面甚广，遍及美国、欧洲及亚洲等众多市场。QVC 通过电视直播节目，服务于全球大约 3.17 亿户家庭，并且配合其网站等互动媒体 (QVC.com) 的多种形式，完成商品的销售及服务。
- QVC 在美国市场采取的是全年 364 天、每日 24 小时不间断进行现场直播的模式，每周平均展示 819 样商品；在国际市场上，QVC 根据不同市场的具体情况，每天安排 17-24 小时的电视直播节目（部分地区也会播放预先录制的节目）。
- QVC 的客户主要来自于重复购买的或者是重新激活的用户，这些用户占了总销售额的 92%。根据公司 2014 年年报，全年新增用户便有 320 万之多。QVC 成功的一个很重要的原因，在于其密切关注客户的需求，并且不断调整其产品结构，以保证商品紧随市场的步伐。其实，QVC 的产品一般分为两类：一类是公司独家研发的产品，另一类则是由许多著名设计师设计的。同时，QVC 还邀请众多名人、设计师上节目，详细地介绍推广的商品，真实全面地展示商品的特点，强调客户的购物体验。
- QVC 在寻求差异化优质产品的道路上已经走得很远了，并且凭借其显著的市场占有率、品牌知名度、优质的客户服务、便利的销售渠道、重复的客户群体、国际龙头的影响力和可扩展的基础设施（与全国各大电视运营商、卫星电视提供商、电信公司的长期深度合作），遥遥领先于其他的市场竞争者。
- 随着互联网的高速发展，QVC 的网络购物平台也发展的如火如荼。2014 年度，公司网站 (QVC.com) 在美国国内市场销售额达到了 61 亿美元，占公司全年总销售额的 68.8%。并且互联网趋势仍处于上升状态。

图表 8: QVC.com 网站销售对于公司整体营收的贡献占比



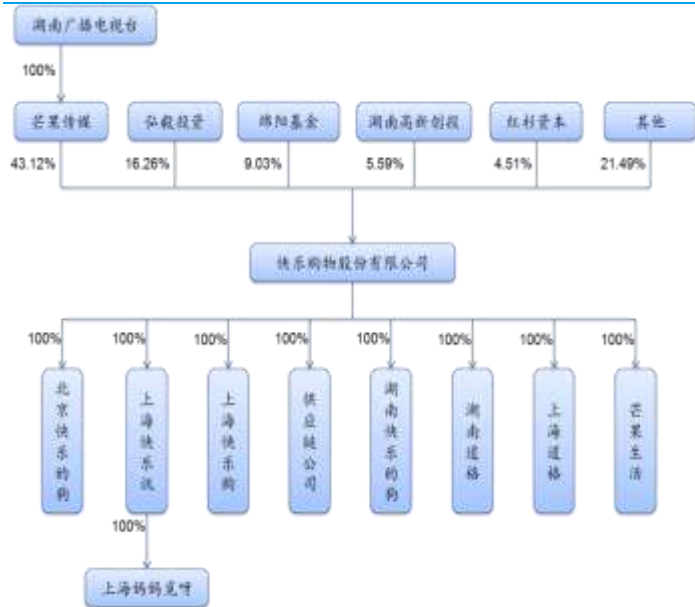
来源：公司年报、国金证券研究所

快乐购股权结构和组织架构分析

- 公司成立于 2005 年 12 月，是商务部认定的全国首批电子商务示范企业之一，也是湖南省战略性新兴产业百强企业之一。公司定位于电子商务，经营家庭百货，提供生活服务，致力于打造媒体零售新业态。
- 公司控股股东是芒果传媒（原“快乐金鹰投资控股有限公司”），持有 43.12% 股权，而湖南广播电视台持有芒果传媒的 100% 股权，为快乐购的实际控制人。

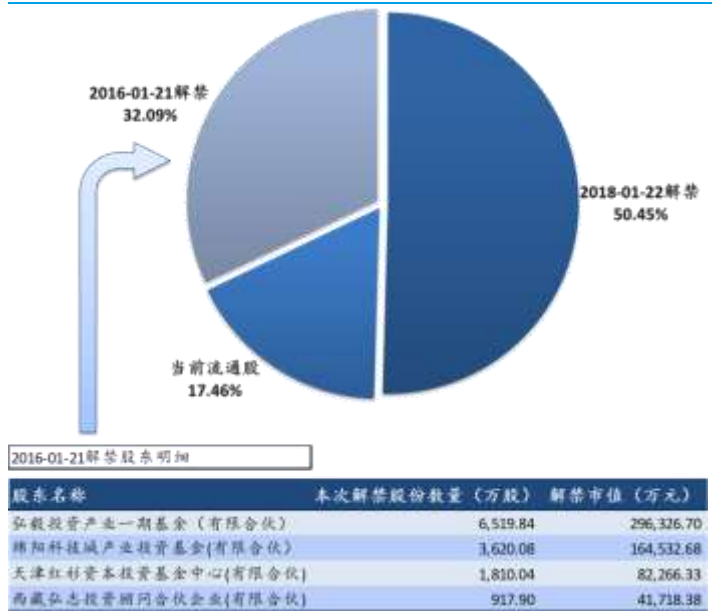
- 快乐购积极布局尝试创新业务, 众多子公司分布于湖南、北京、上海、浙江等地区。其中北京子公司“快乐的狗”主要开展新媒体相关业务, 上海快乐讯公司主要制作《我是大美人》、《辣妈学院》等节目, 位于宁波保税区的快乐云商公司专营跨境电商业务。

图表 9: 公司股权结构 (IPO 后)



来源: 招股说明书、国金证券研究所

图表 10: 限售股占比情况



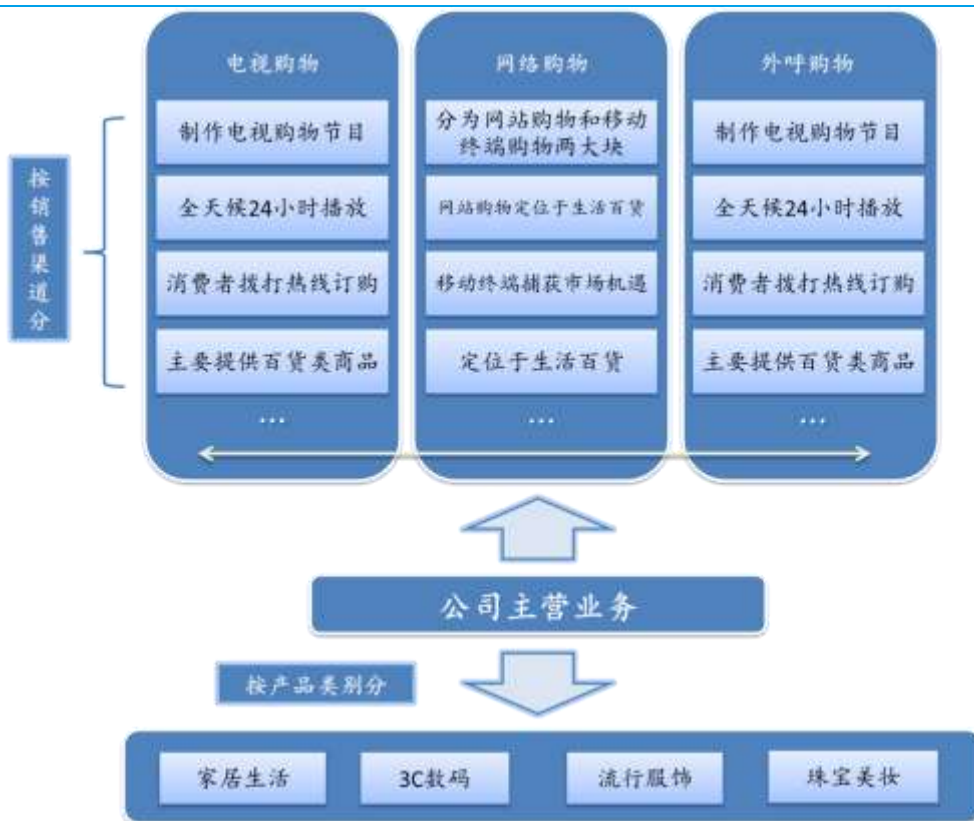
来源: 公司公告、国金证券研究所

图表 11: 快乐购子公司业务开展情况

子公司	上海快乐讯广告传播有限公司	快乐的狗 (北京) 新媒体技术有限公司	上海快乐购企业发展有限公司	快乐购 (湖南) 供应链管理有限公司	湖南快乐的狗汽车文化传播有限公司	道格云商 (湖南) 贸易有限责任公司	道格 (上海) 投资管理有限责任公司	上海妈妈购互娱网络科技有限公司	芒果生活 (湖南) 电子商务有限责任公司	湖南芒果车之家汽车销售有限公司	宁波保税区快乐云商国际贸易有限公司
控股情况	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	51%	100%
投资情况	直接投资	直接投资	直接投资	收购	直接投资	直接投资	直接投资	间接投资	直接投资	间接投资	直接投资
业务概况	从事时尚产业, 制作“我是大美人”、“辣妈学院”等时尚综艺节目	从事商品销售、会员经营及网站推广业务	主营日用化学品 (除危险品)、日用百货、文体用品、五金工具、家用电器等产品	物流供应链渠道设计及管理, 搬运装卸服务等	广告业务, 汽车配件、饰品、企业营销策划等	化妆品、工艺品、日用百货、技术等商品的进出口, 展服服务等	投资管理、资产管理、营销策划、会展服务等, 家用电器、日用百货、橡塑制品等	从事电视节目制作, 发展与媒体及大人业务	利用电视频道和互联网产品, 打造 O2O 平台, 为湖南市场提供生活资讯、商品服务、互动社区等生活方式解决方案	汽车及零部件、饰品的销售; 汽车维修、保养等	食品、母婴用品、日用品、化妆品、计算机软硬件、食用农产品等
变现方式	节目中展示商品, 将客户引流至网站实现销售收入	互联网销售商品	销售产品	咨询等服务	销售、咨询、设计等服务	销售、信息咨询、广告制作等服务	咨询、管理、产品销售等	节目中展示商品, 将客户引流至网站实现销售收入	互联网销售产品等	商品及服务的销售	批发、零售及网上销售等

来源: 公司年报、国金证券研究所

图表 12：公司主营业务构成分析



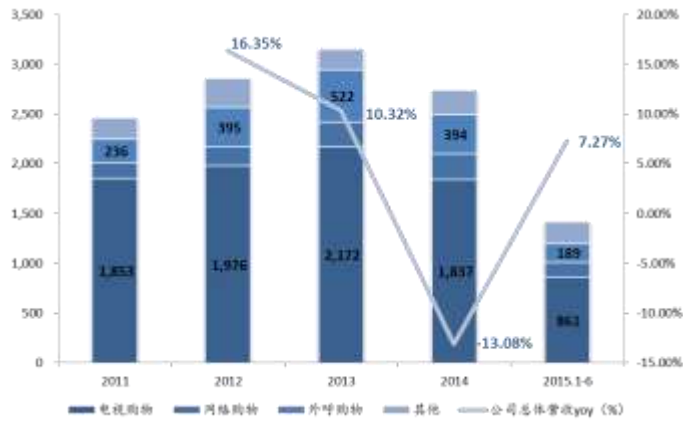
来源：招股说明书、国金证券研究所

- 按照销售渠道划分，公司主营业务由三大部分构成：电视购物、网络购物、外呼购物；若按产品类别来分，则分为家居生活、3C 数码、流行服饰以及珠宝美妆四大品类。
- 公司拥有独特的媒体创意和媒体内容制作优势，在此基础上，再通过电视、电脑和移动终端三屏互动形成整合传播平台，发布商品信息和生活资讯，最大限度地聚集消费者，激发购买需求；并通过数据库挖掘，精准把握消费者偏好；再通过整合供应链，并严格把关商品的质量、性能，为消费者提供顺畅的购物环境。依托电视购物、网络购物、外呼购物实现在线销售和服务。

快乐购处于业务转型期，区域布局也正在调整

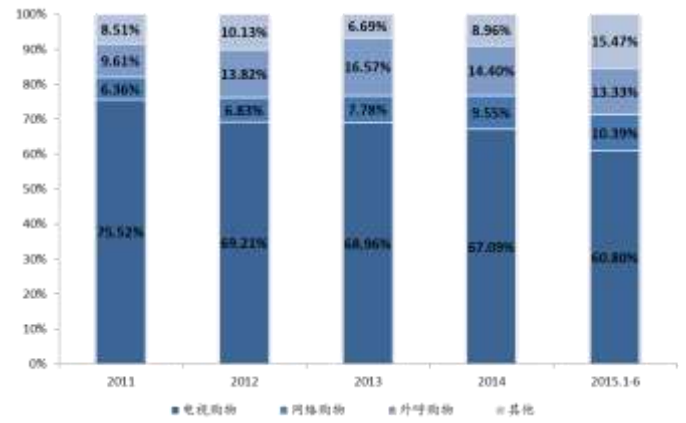
- 从公司的营收结构上看，网络购物占比在不断提升。从 2013 年的 7.78% 上升到 2014 年的 9.55%，再到 2015 年上半年度的 10.39%。而同时，电视购物 2013 年的业务占比为 69.0%，2015 年上半年已下调到 60.8%
- 2015 年上半年，公司实现营收 14.82 亿元，同比增长 7.27%，其中移动端营收增幅为 38%，为公司的互联网转型打下了良好的开端；同时，公司为提升对主要供应商的采购规模，从而进一步增强议价能力，大力开展集团客户业务，实现同比增长 267.7%。而公司电视购物和外呼购物两块业务同比分别下降 8.40%、5.55%。
- 从具体区域分析，由于行业龙头东方购物的原因，华东地区的业务开拓不如人意，营收增速始终处于平均水平之下；湖南地区由于深耕多年，占比仍然最大，但市场已逐渐趋于饱和；华北、东北、西北等其他地区作为公司战略发展下一个主战场，近年来营收占比不断提升，但整体来说，大部分地区还处于培育期。

图 表 13: 营收主要来自电视/外呼购物 (单位: 百万元)



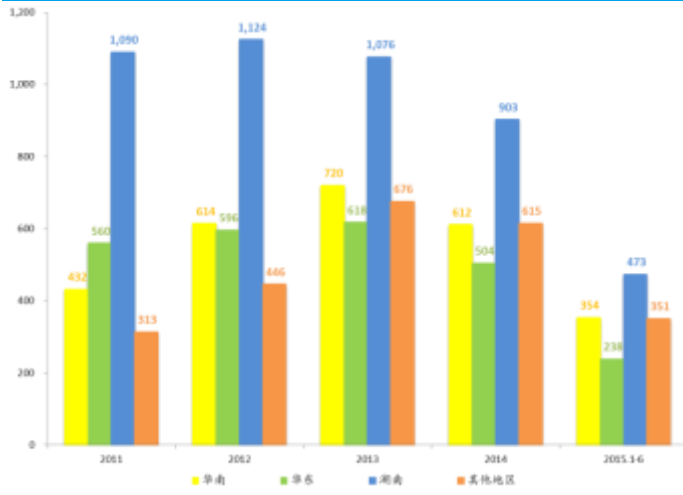
来源: 公司公告、国金证券研究所

图 表 14: 公司各主营业务收入占比



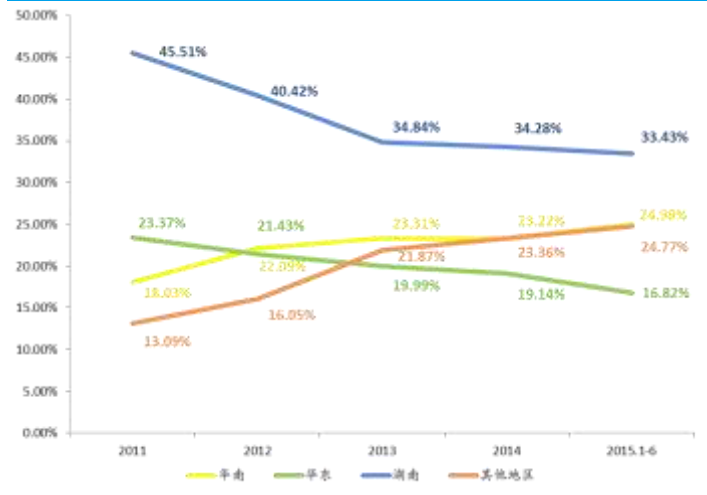
来源: 公司公告、国金证券研究所

图 表 15: 公司历年各区域营收情况 (单位: 百万元)



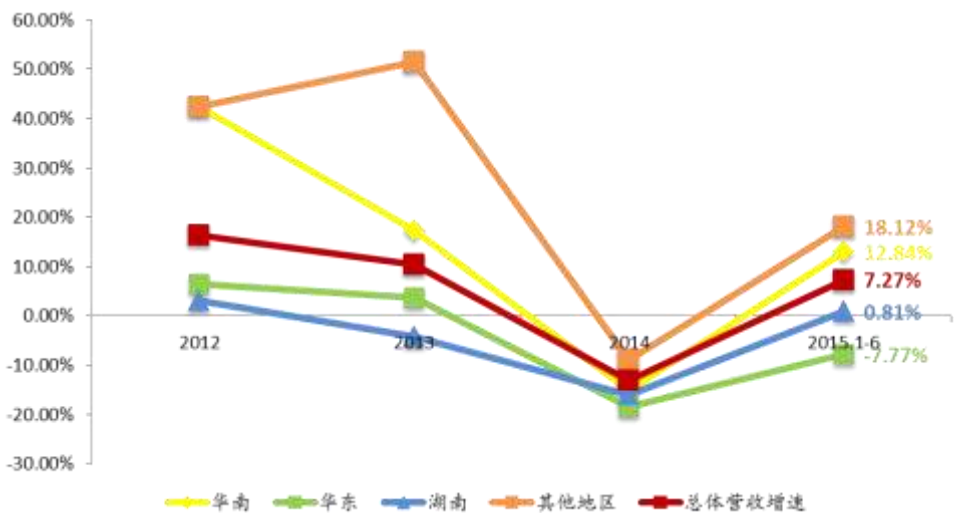
来源: 公司公告、国金证券研究所

图 表 16: 公司历年各区域营收占比



来源: 公司公告、国金证券研究所

图 表 17: 公司近年各区域营收增速



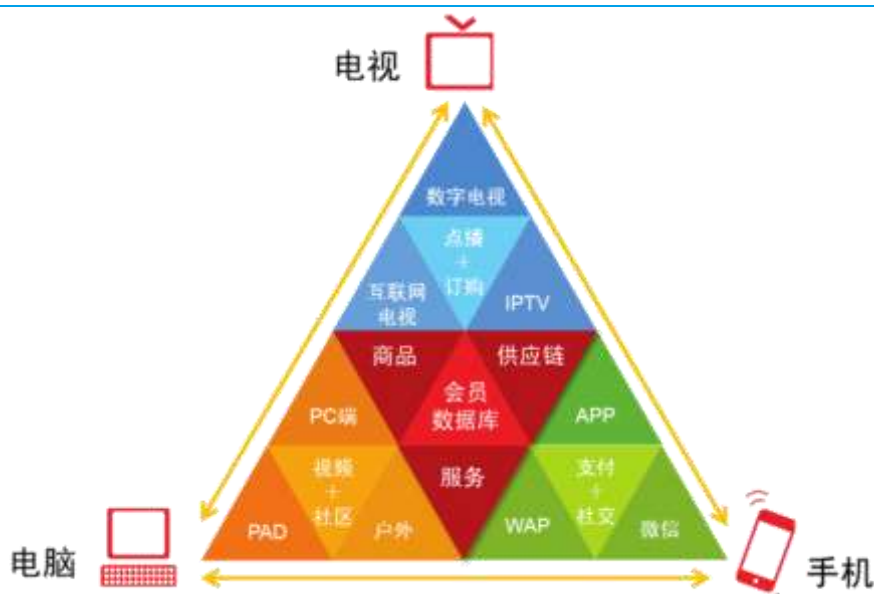
来源: 公司公告、国金证券研究所

三屏互动模式、内容制作能力和完整供应链是快乐购的竞争优势

搭建三屏互动平台，创新营销模式

- 倚靠湖南广电强大背景优势，对多元媒体传播的掌控力以及媒体内容制作优势，公司利用电视、电脑、移动终端（手机和平板）三屏互动，搭建了一个领先于行业的整合营销传播平台。这是一个以顾客为中心的全媒体营销模式。
- 公司紧密结合三大主营业务，推出了多种新的营销模式：
 - **售前预热+现场直播。**以销售红枣为例，首先，公司会在电视频道播放宣传预告片，同时在移动社交工具端（如微信、微博等）也发布预售消息预热，外呼团队会分析已有的会员数据，提前向最有可能购买红枣的会员进行商品推荐；等到正式销售当天，电视团队会亲赴红枣生产基地进行现场直播，消费者如有兴趣，可以通过手机扫码、“摇一摇”、微信狗小二秒杀抢购等方式来购买。今年在北京水立方现场直播的“天猫双 11 狂欢夜”，其本质便是一场成功的“电视购物晚会”，它极大程度地聚集了消费者，通过现场明星导购、互动游戏等方式建立动态的交互关系，同时激发消费者购买需求，最终在短时间内实现最大销售量。
 - **热门节目+明星效应。**如：1) 公司子公司上海快乐讯制作“我是大美人”时尚栏目，在网站开设专区，配合“我是大美人”APP，将电视栏目上的观众导入网络。同时，聘请节目中的时尚达人在网站上与会员互动，推荐公司独家代理或自行开发的商品。对于畅销商品，公司还会安排电视、网络直播，移动端也能同步观看，并通过外呼持续销售。2) 利用湖南卫视资源，公司还与“我是歌手”、“爸爸去哪儿”、等人气节目合作，邀请节目明星为公司活动代言，将人气导入公司手机客户端、微信公众服务号等，推动公司移动终端购物的发展。截至 2015 年 9 月 30 日，《我是大美人》、《辣妈学院》公众号+订阅号粉丝总数均超过 100 万人，快乐购 APP 业绩和用户也是双双增长。
 - **数据分析+精准营销。**公司通过销售商品，记录会员的购买信息，持续更新扩充数据库。在积累了大量客户的基础上，公司对会员需求能够进行更准确的挖掘，并通过外呼进行精准营销。同时能够掌握市场热点，开发相应产品。

图表 18：快乐购三屏互动媒体零售发展模型



来源：招股说明书、国金证券研究所

承接湖南广电资源，节目制作水平精良

- 公司秉承了湖南广电在媒体内容策划、制作、展示和创意上的传统优势，并且同时兼备对节目生产投入及成本管理更良好的控制能力。快乐购节目制作团队大概有三百多人，成员中有许多曾就职于湖南卫视“天天向上”、“快乐大本营”等王牌栏目；同时，公司会不定期安排节目团队与美韩等国际优秀同行进行交流学习，以保持行业领先的业务水平。
- 内容制作上创新能力强，例如公司首创“行动营销”，把演播厅搬到商品原产地，通过放大媒体优势还原给消费者真实、生动的购物体验。相比于以往扫描二维码来了解产品信息，更加直观、生动，更能勾起观众的购买欲望。
- 公司充分发挥湖南广播电视台的号召力，把独有的生动、娱乐的风格和理念融入节目制作中，邀请明星、著名主持人、时尚达人和意见领袖为公司代言，并与湖南卫视的人气栏目互动，引发新的消费需求。
- 大量自主制作的导购视频是快乐购网购平台中的一大特色，以“我是大美人”为例，消费者可以在官网找到节目中介绍的商品（以往的节目也可以），也可以用手机 APP 观看直播和直播回放，并且可以根据自己的喜好按分类查找相关视频，对于喜欢的商品，直接在商城中购买即可。此 APP 还具备预约功能，即对未来一段时间内的节目进行预告，使用者可以设置预约提醒，方便按时收看节目。

图表 19：“我是大美人”APP 页面展示



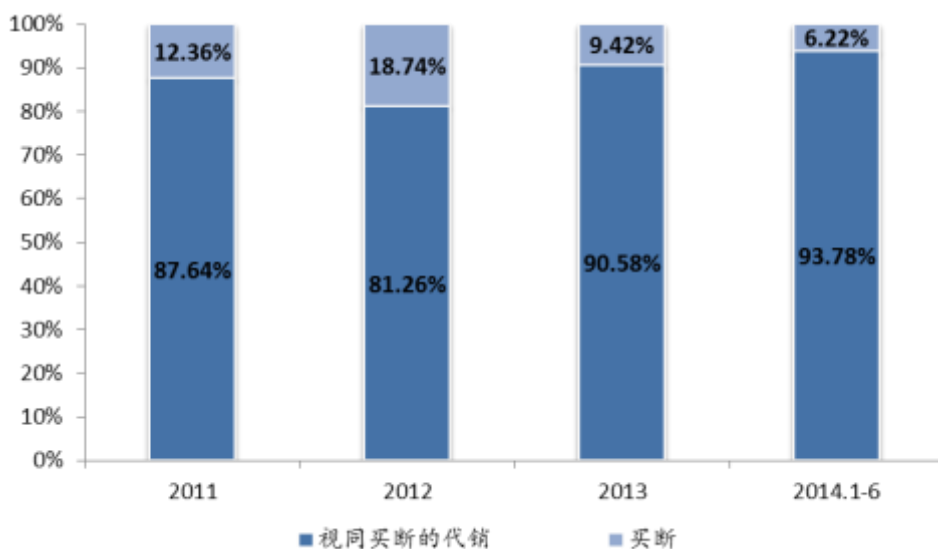
来源：国金证券研究所

完整的供应链体系，保障用户高质量体验

- 为了在销售的各个环节保证商品的质量和用户体验，并且最大程度的维持与供应商的关系，公司经过多年的发展，形成了一套完整的供应链体系。
 - 在库存管理端，公司引进了国际领先的曼哈顿仓储管理系统，优化了商品关联、拣货路径、库存容积、拣货波次等供应链管理的作业流程，公司订单处理的能力提升到每日 15 万件，具备了超大量商品管理的能力。目前快乐购有长沙（覆盖西南、中南部地区）、北京（华北）、苏州（华东）三个仓。
 - 在商品配送端，公司在到货时间及退换货方面也做出了承诺：“商品在 7 天内送货到府（部分特殊地区为 15 天），并提供货到付款以及 7 天内退货、15 天内换货的服务。”为了更好地完成配送环节，公司推行“干线+宅配”的新型物流模式，并且新增 FBP、LBP、SOPL 等配送模式，实现了全国除西藏之外大部分地区的地级城市以上的配送，并在部分扎根较深的地区实现了乡镇级配送，配送时效也有了明显提升。

- 在商品采购端, 公司深入到原产地招商, 再利用互联网采购和在线商务管理的模式, 与供应商达成交易。公司根据商品品类和供应商的不同, 分为“视同买断的代销”与“买断”两种。目前, 公司采购是以“视同买断的代销”方式为主, “买断”方式为辅。1) 视同买断的代销: 商品进入仓库后, 供应商仍保有所有权, 公司视作代为保管, 若该商品在事先规定的期限内没有售出, 公司有权退回供应商。若公司接受销售订单, 并将商品发至终端客户, 公司即确认采购。因此, 在未从仓库调货前, 商品的所有权以及风险都不需要由公司来承担, 有效避免了公司的运输和库存积压的风险。2) 买断: 公司提前买断某种商品, 存放于公司仓库内, 商品的所有权和相关风险转移给公司。很大原因在于部分供应商并未在当地设立仓库, 因此公司需要提前预留部分存货。

图表 20: 公司采购模式倾向于“视同买断的代销”(按采购总额占比)



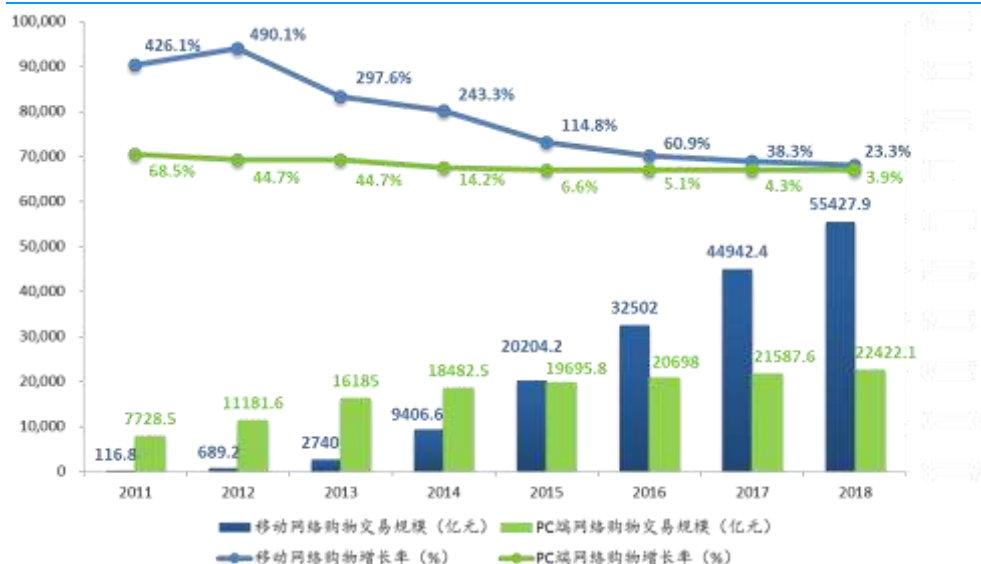
来源: 招股说明书、国金证券研究所

快乐购正赶上多屏融合概念真正落地的行业风口

网购行业趋势正从移动化浪潮, 转向多屏融合

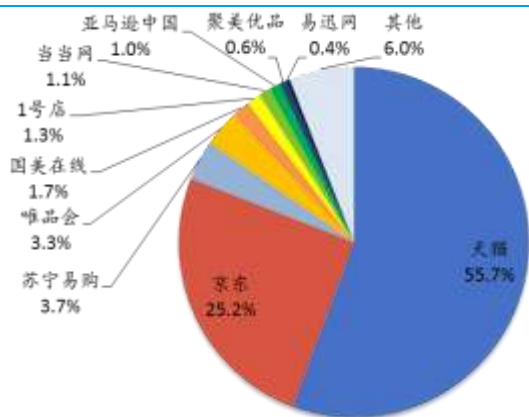
- 智能手机的普及大力推动了网络购物的移动化浪潮, 根据艾瑞的预测, 今年移动端零售的销售额占整体电商比例将超过 50%, 并且未来几年仍然呈现增长趋势, 但增速会明显趋缓。
- 由于限时抢购模式与移动端购物习惯的天然契合, 再加上小平台在移动端发力较早, 聚美优品和唯品会两家电商的移动端迁移浪潮先于整体行业, 2014 年迅猛增长, 到 2015 年第一季度就达到了 70% 的水平, 而第二季度的增长开始趋缓。阿里、京东等大平台的 PC 向移动端迁移速度相对滞后, 但近两个季度也表现亮眼, 到第三季度, 阿里整个中国零售平台的移动 GMV 占到了增长到了 62%。双十一当天, 天猫更是创造了 68.7% 的移动占比成绩。
- 我们预计行业整体 PC 端销售占比下降到 30% 左右, 将基本趋于稳定。但 3:7 或 2:8 并不是简单的 PC 购物群体与移动购物群体的区隔划分, 双屏互动的购物习惯正在养成。再加上智能电视屏幕, 多屏融合的趋势已经显现。

图表 21: 网络购物市场移动端和 PC 端的交易规模及增速



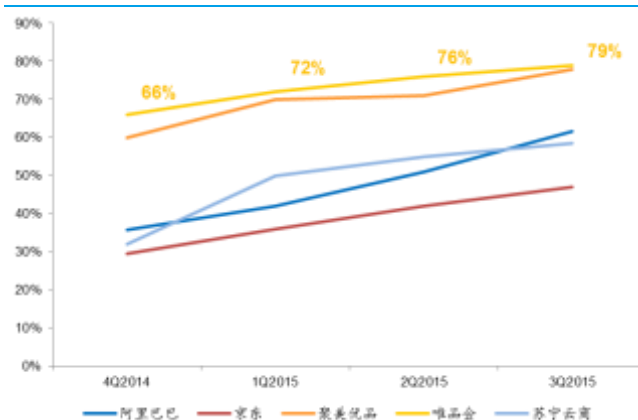
来源: 艾瑞咨询、国金证券研究所

图表 22: 2015Q2 中国 B2C 电商市场份额



来源: 艾瑞咨询、国金证券研究所

图表 23: 各大 B2C 电商移动端销售占比变化统计



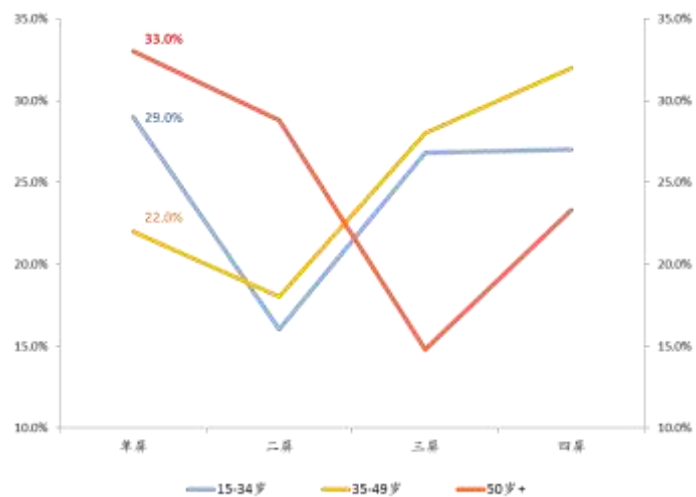
来源: 公司公告、国金证券研究所

- 事实上, 多屏互动 (电视、电脑、手机、平板) 已经逐渐成为人们观看电视、视频节目的一种习惯。根据 iCTR2014 年调查数据显示, 在全体网民

中会使用多屏的人数占比已经达到 72%。35-49 岁的中年观众多屏观影率最高，达到了 78%，即使是 50 岁以上对于新鲜事物敏感度较低的观众多屏观看率也有 67%。

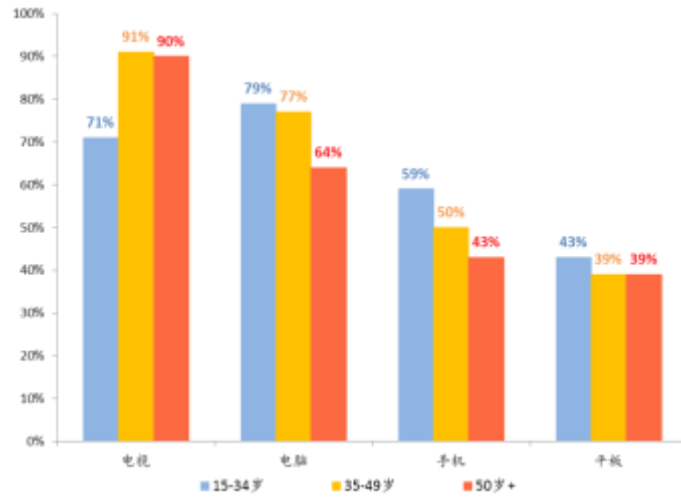
- 15-34 岁的青年观众多屏使用率反而居中，为 71%。他们对于电视的使用率大幅低于 35 岁以上的中老年群体；而对于移动设备的偏爱比其他年龄层无法超越的，特别是手机的使用率，远超其他年龄的观众，达到了 59%。尼尔森跨屏研究报告中也称，81%的中国受访者表示在移动设备上观看电视节目很方便，也有 64%的受访者认为在平板电脑上看节目和笔记本或台式电脑没有区别。

图表 24：不同年龄层多屏观看的情况



来源：ICTR、国金证券研究所

图表 25：各年龄层在多屏观看中对不同屏幕的偏好情况



来源：ICTR、国金证券研究所

多屏融合业务已从最初概念逐步落地，成为真正快速增长的蓝海领域

- “摇一摇利器——芒果扫货”：公司 2015 年以来积极探索互动电商领域，落实多屏融合战略，其北京子公司为湖南卫视广告部开发的互动营销产品“芒果扫货”APP 于 2015 年 7 月 2 日正式上线。用户在观看湖南卫视节目的同时，只需在互动广告时段，对着电视“摇一摇”，便能够实现商品的一键购买，真正实现边看边买的功能。而在物流服务等供应链后端，快乐购为湖南卫视提供了深度合作支持。
- 湖南卫视通过“芒果扫货”，用互动广告的方式，将观众变成产品的消费者，在移动端直接售卖企业产品，而后台部分正是与快乐购进行的深度合作。这一新颖的广告形式与传统的冠名、植入等大不相同，深受广告商的青睐。今年 7 月 10 日开播的《爸爸去哪儿》第三季，湖南卫视特地拿出了三个广告时段位于倒数第一的黄金 15 秒进行竞拍，最高售价达 3800 万元/条，最低的也有 2399 万元/条。
- “芒果扫货”APP 不止服务于《爸爸去哪儿》这一档节目，而是意图打造一个集合购物、聊天、游戏等模块为一体的芒果粉丝社区，完成用户流量的沉淀，进一步为多屏融合战略打下坚实的基础。
- “双 11 电视购物晚会”：今年双 11 的最大亮点之一，就是掌握消费者大数据的阿里与拥有强大节目制作能力的湖南卫视共同打造的天猫双十一晚会。根据数据统计，11 月 10 日晚在北京水立方现场直播的“天猫双 11 狂欢夜”，收视占有率高达 28.4%，遥遥领先同一时段播出的其他节目。双十一晚会带来数百万互动，新增用户注册数是平时的 20 倍以上，形成多屏有效互动。
- 这场晚会的本质是一场“电视购物晚会”，异常强大的明星阵容（微博粉丝总计高达 4 亿）是天猫商品的导购员，节目中的互动游戏、引发的话题都与天猫的双十一大促紧密相连：观众在欣赏节目的同时，根据屏幕提示

“摇一摇”手机，便可以看到天猫商家送出的超低折扣；连最受观众关注的互动送奖品环节，也被充分利用。

图表 26：多屏互动已充斥着人们的生活



来源：国金证券研究所

图表 27：芒果扫货 APP 的“摇一摇”互动

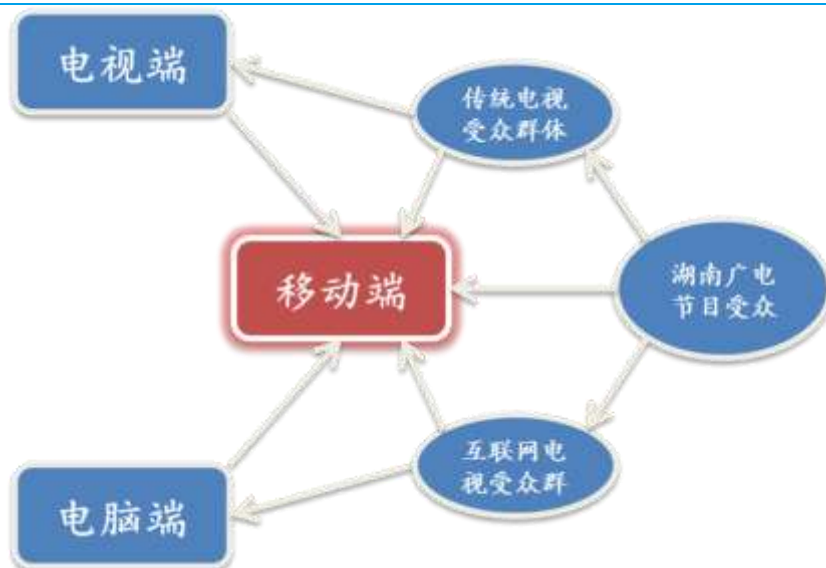


来源：国金证券研究所

快乐购未来的业务增长将以移动端为核心载体

- 公司自 2014 年起，加大了互联网端的研发投入，向三屏互动平台方向转型，创新了多种营销模式。移动端在今年取得了亮眼的成绩：三季度移动端营收同比增加 152%，会员超过 40 万人。我是大美人 APP 客户端激活数已经超过 100 万，移动端业务的突飞猛进为网络购物子业务带来了新的增长动力。
- 另一方面，公司传统的电视购物业务，在多年发展之后，拥有约 600 万活跃会员，覆盖了 1.14 亿户家庭。虽然未来纯电视购物业务增长空间有限，但在多屏融合的行业大背景下，快乐购通过电视购物频道覆盖的海量客户群体，也有可能为网络购物业务带来新的流量入口。
- 据 SAKIMEDIA 统计，湖南卫视的受众群体较年轻，4-24 岁范围的观众数量是其他热门卫视的 1.5 倍以上，这些年轻群体热衷的购物方式多为网购，并且多为“移动一族”。这类群体将与目前快乐购的电视购物客户群形成有效互补。可以预见，未来快乐购若与湖南卫视的多屏互动广告磨合出有效的合作模式，成功将巨量的年轻活跃客户导向快乐购 APP，甚至最终形成高粘性的粉丝社区，将为快乐购的新网络购物业务带来爆发式的增长。

图表 28：快乐购未来的业务增长将以移动端为核心载体



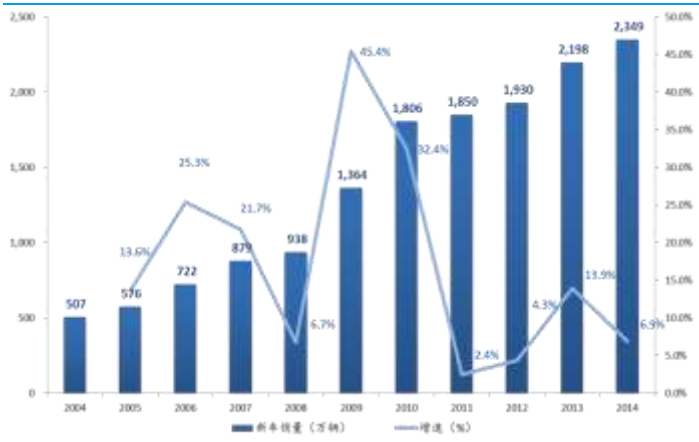
来源：国金证券研究所

立足长远，积极培育汽车电商等新业务

与汽车之家强强联合，创新汽车电商 O2O 模式

- 中国的汽车市场目前处于低速增长阶段，其原因与产能过剩导致的库存积压有一定关系。2014 年新车销量为 2349 万辆，增幅为 6.9%；二手车市场销量为 605 万辆，增速高于新车市场，达到了 16.3%。
- 虽然汽车市场目前的线上渗透率还很低，但是汽车电商正逐渐进入人们的视野。据艾瑞咨询统计，2014 年我国新车销售市场中，仅有 1.3% 的份额是通过电商渠道，二手车市场渗透率略高，为 3.9%。
- 2015 年 5 月，快乐购宣布与汽车之家全资子公司车聚互联（天津）汽车销售有限公司合资设立湖南芒果车之家汽车销售有限公司（简称“芒果汽车”）。其中快乐购投资 5100 万元，持股 51%。
- 11 月 6 日，芒果汽车全力打造的国内首个综合性汽车生活主题馆在长沙开业，标志着快乐购正式进军汽车电商业务，旨在实现线上线下的 O2O 的联动销售。未来一两年，芒果汽车将首先聚焦于长沙地区的整车销售业务。
- 截至今年 10 月 19 日，长沙机动车保有量突破 200 万辆，其中汽车保有量为 162 万辆。长沙市统计局数据显示，2014 年底全市汽车保有量为 144.4 万辆，同比增速为 19.8%。同时，长沙市的私家车保有量在汽车保有量中的占比逐渐上升，已从 2009 年的 81.6% 增加至 2014 年的 89.0%。

图表 29: 2004-2014 年中国新车销量及增长率



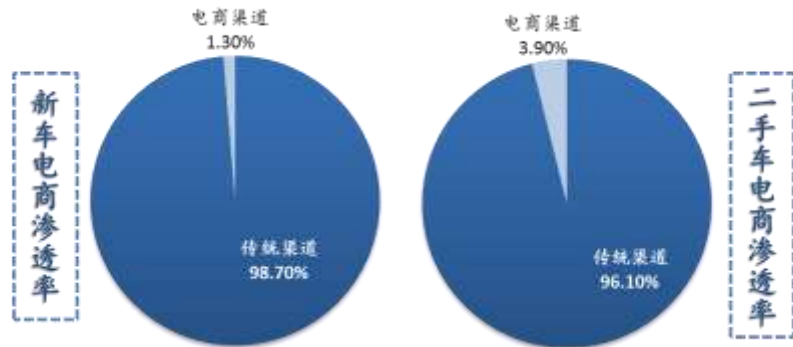
来源: 中国汽车工业协会、国金证券研究所

图表 30: 2004-2014 年中国二手车销量及增长率



来源: 易观智库、国金证券研究所

图表 31: 2014 年汽车电商渗透率预估



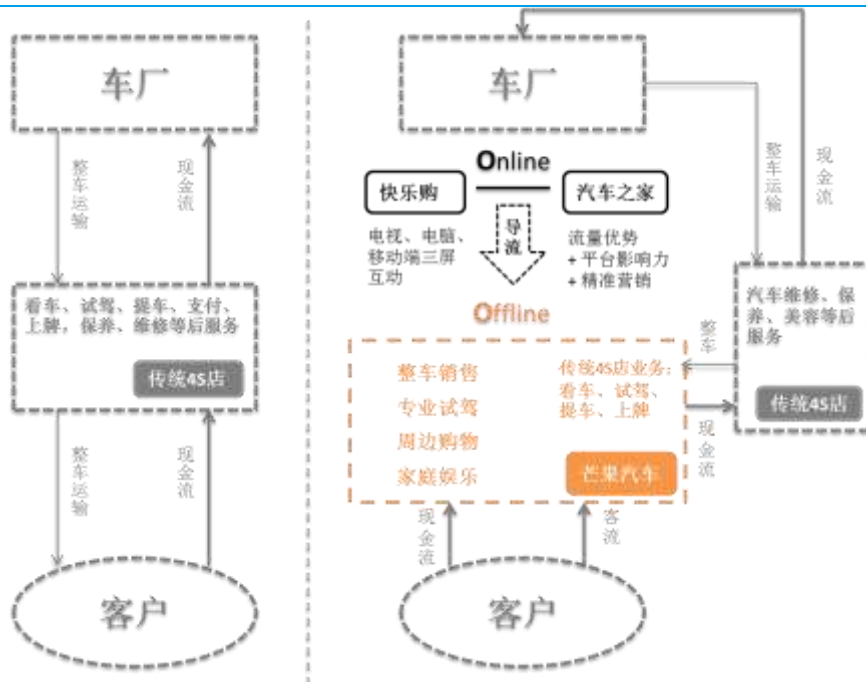
来源: 艾瑞咨询、国金证券研究所

图表 32: 2008-2014 年长沙市汽车保有量及增速



来源: 长沙市统计局、国金证券研究所

图表 33: 芒果汽车的创新销售模式



来源：国金证券研究所

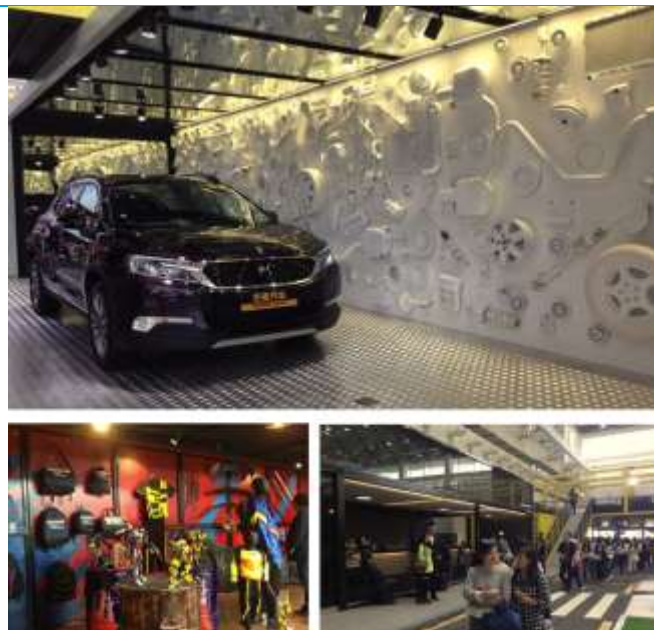
- 快乐购利用自身三屏互动的强大优势，线上（Online）依托着托湖南时尚频道、电视购物频道和汽车之家网站/APP 来聚集大量精准的购车群体导入线下（Offline），消费者还可以在 3.8 万平方米的汽车体验馆实现汽车试驾、汽车购买、上牌等一站式精品服务，实现了线上线下闭环模式的全新尝试。
- 值得一提的是，芒果汽车生活馆不仅仅是一个汽车试驾体验场所，更是一个集合了游乐等功能的生活馆。不论是专业试驾区、汽车周边购物区，还是儿童乐园、户外攀岩区，甚至还有家庭母婴专区，这种种元素组合在一起，能够更大规模地集客，更精准地销售，让顾客享受更愉悦的体验，转移消费者的价格焦点，从而一定程度上拉动销售，俨然一副汽车行业内的“宜家”模样。
- 从今年双 11 大促的发展趋势来看，O2O 整合已经成为各大电商平台最重要的战略布局之一。阿里巴巴与银泰、苏宁、北汽、上海家化等千余商家、近十几万家线下实体店或专柜进行深度合作，尝试实现实体门店、售后服务网点与阿里巴巴线上体系的对接。可见，线上线下的全渠道发展已逐渐成为趋势。

图表 34：芒果汽车生活主题馆一



来源：国金证券研究所

图表 35：芒果汽车生活主题馆二



来源：国金证券研究所

积极布局社交营销、跨境电商等新领域

■ 投资唱吧，看好社交营销

- 公司于 10 月 24 日发布公告，拟以自有资金投资由上海海通芒果投资管理有限公司作为普通合伙人发起设立的湖南芒果盈通创意文化投资合伙企业（有限合伙）。芒果盈通认缴出资 4.17 亿元（其中，公司认缴出资额为 6000 万元），投资北京最淘科技有限公司。北京最淘的主要业务模块包括唱吧 APP、唱吧直播间 APP、唱吧游戏、唱吧线下 KTV 等。
- 唱吧于 2012 年 5 月 31 日在 APP STORE 上线，4 天后便冲上免费榜首的位置，短短一个月，注册用户就超过 100 万。据唱吧对外公布的数据，作为一款免费的社交 K 歌软件产品，目前累计激活用户规模达 2.23 亿次，注册用户超过 8000 万人，活跃用户约为 3000 万人，DAU 超过 430 万人。唱吧线上拥有唱吧 APP、唱吧直播间 APP、唱吧游戏等产品；线下还有唱吧麦颂 KTV，并且其盈利水平稳居行业第一位。
- 此次投资有利于推动公司实现向互联网转型的战略目标，有助于公司探索社交电商新领域。

■ 成立快乐云商，涉足跨境电商

- 今年 5 月，公司在宁波保税区成立了快乐云商公司，开展跨境电商业务，进一步拓展供应链上游环节，旨在引进国外生活用品、食品等优质商品，为公司的主营业务提供更加充足的物资保证，满足消费者消费升级的需求。
- 公司还在香港设立了一家子公司，专门负责境外采购业务。目前快乐云商的跨境电商业务还处在初期培育阶段。

盈利预测

- 暂不加入培育中的汽车电商业务，快乐购的主营业务分为电视购物、网络购物、外呼购物以及其他四类。其中核心业务电视购物的区域策略仍处于

调整期, 而增长的网络购物业务占比仍然较低, 我们测算 2015 年主营业务收入将微降 4%; 而未来两年随着移动端业务继续高速增长, 网络购物的业务占比将增大并带动未来公司整体营业收入的增长。

- 快乐购今年大力开展集团客户业务, 上半年同比增长 268%, 对营业收入虽有贡献, 但拉低了整体毛利水平; 再加上芒果汽车等新培育业务初期投入较大, 预计 2015 年的净利润将大幅降低。
- 我们测算快乐购 2015 到 2017 三年的整体营收增长率分别为 -3.8%、12.3%、16.8%; EPS 分别为 0.19、0.23、0.26 元。

图表 36: 快乐购子业务增长预测

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
电视购物					
营业收入 (百万元)	1,553	1,837	1,701	1,855	2,003
增长率 (%)		18.3%	-7.4%	9.0%	8.0%
占主营比重 (%)	49.3%	67.1%	64.6%	62.7%	58.0%
毛利 (百万元)	440	506	461	501	541
毛利率 (%)	28.3%	27.5%	27.1%	27.0%	27.0%
网络购物					
营业收入 (百万元)	279	261	299	419	717
增长率 (%)		-6.3%	14.5%	40.0%	70.9%
占主营比重 (%)	8.9%	9.5%	11.4%	14.2%	20.7%
毛利 (百万元)	78	64	81	113	193
毛利率 (%)	28.1%	24.3%	26.9%	27.0%	27.0%
外呼购物					
营业收入 (百万元)	298	394	375	409	441
增长率 (%)		32.4%	-4.9%	9.0%	8.0%
占主营比重 (%)	9.5%	14.4%	14.2%	13.8%	12.8%
毛利 (百万元)	114	131	132	144	154
毛利率 (%)	38.4%	33.3%	35.2%	35.2%	35.0%
其他					
营业收入 (百万元)	1,020	245	258	275	294
增长率 (%)		-75.9%	5.2%	6.5%	7.0%
占主营比重 (%)	32.4%	9.0%	9.8%	9.3%	8.5%
毛利 (百万元)	194	62	23	25	26
毛利率 (%)	19.0%	25.4%	9.0%	9.0%	9.0%
主营业务					
营业收入 (百万元)	3,150	2,738	2,634	2,958	3,455
增长率 (%)		-13.1%	-3.8%	12.3%	16.8%
占主营比重 (%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
毛利 (百万元)	826	763	697	783	915
毛利率 (%)	26.2%	27.9%	26.5%	26.5%	26.5%

来源: 国金证券研究所

附录: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
主营业务收入		3,150	2,738	2,634	2,958	3,455	货币资金		1,021	997	1,030	1,124	1,261	
增长率		10.3%	-13.1%	-3.8%	12.3%	16.8%	应收款项		100	121	92	99	110	
主营业务成本		-2,324	-1,975	-1,937	-2,175	-2,540	存货		62	58	54	60	69	
%销售收入		73.8%	72.1%	73.5%	73.5%	73.5%	其他流动资产		111	135	64	67	73	
毛利		826	763	697	783	915	流动资产		1,294	1,310	1,240	1,350	1,513	
%销售收入		26.2%	27.9%	26.5%	26.5%	26.5%	%总资产		92.6%	89.0%	87.2%	88.2%	89.5%	
营业税金及附加		-25	-14	-12	-20	-23	长期投资		0	0	1	0	0	
%销售收入		0.8%	0.5%	0.5%	0.7%	0.7%	固定资产		53	89	113	109	100	
营业费用		-554	-547	-553	-606	-708	%总资产		3.8%	6.0%	8.0%	7.1%	5.9%	
%销售收入		17.6%	20.0%	21.0%	20.5%	20.5%	无形资产		49	69	66	70	75	
管理费用		-104	-95	-100	-109	-128	非流动资产		104	162	182	181	177	
%销售收入		3.3%	3.5%	3.8%	3.7%	3.7%	%总资产		7.4%	11.0%	12.8%	11.8%	10.5%	
息税前利润 (EBIT)		143	107	32	47	56	资产总计		1,397	1,472	1,422	1,532	1,690	
%销售收入		4.5%	3.9%	1.2%	1.6%	1.6%	短期借款		0	0	0	0	0	
财务费用		17	25	21	22	25	应付款项		393	413	313	322	363	
%销售收入		-0.5%	-0.9%	-0.8%	-0.8%	-0.7%	其他流动负债		146	98	70	78	91	
资产减值损失		0	-1	0	0	0	流动负债		539	511	384	401	454	
公允价值变动收益		0	0	0	0	0	长期贷款		0	0	0	0	1	
投资收益		0	0	0	0	0	其他长期负债		0	0	0	0	0	
%税前利润		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债		539	511	384	401	455	
营业利润		160	131	53	69	80	普通股股东权益		858	962	1,038	1,131	1,235	
营业利润率		5.1%	4.8%	2.0%	2.3%	2.3%	少数股东权益		0	0	0	0	0	
营业外收支		26	24	24	24	24	负债股东权益合计		1,397	1,472	1,422	1,532	1,690	
税前利润		186	155	77	93	104								
利润率		5.9%	5.7%	2.9%	3.1%	3.0%	比率分析		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税		-1	-1	0	0	-1	每股指标							
所得税率		0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	每股收益		0.559	0.466	0.190	0.231	0.259	
净利润		185	154	76	93	104	每股净资产		2.591	2.906	3.137	3.417	3.731	
少数股东损益		0	0	0	0	0	每股经营现金净流		0.741	0.323	0.153	0.272	0.391	
归属于母公司的净利润		185	154	76	93	104	每股股利		0.000	0.110	0.000	0.000	0.000	
净利率		5.9%	5.6%	2.9%	3.1%	3.0%	回报率							
							净资产收益率		21.55%	16.02%	7.36%	8.19%	8.41%	
							总资产收益率		13.23%	10.47%	5.37%	6.05%	6.14%	
							投入资本收益率		16.58%	11.11%	3.04%	4.12%	4.48%	
							增长率							
							主营业务收入增长率		10.32%	-13.08%	-3.80%	12.28%	16.82%	
							EBIT 增长率		9.39%	-24.96%	-70.42%	47.32%	19.01%	
							净利润增长率		30.81%	-16.64%	-50.44%	21.35%	12.03%	
							总资产增长率		16.33%	5.39%	-3.42%	7.69%	10.37%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数			2.1	2.6	2.4	2.3	2.1
							存货周转天数			9.7	11.0	10.2	10.0	9.9
							应付账款周转天数			49.0	62.1	52.2	47.5	45.5
							固定资产周转天数			5.4	6.6	6.9	5.2	3.2
							偿债能力							
							净负债/股东权益			-119.02%	-103.59%	-99.22%	-99.42%	-102.02%
							EBIT 利息保障倍数			-8.6	-4.3	-1.5	-2.1	-2.3
							资产负债率			38.61%	34.67%	26.99%	26.15%	26.95%

来源: 公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD