

O2O 融合深化，“互联网+流通”再度升级

报告摘要：

社会流通体系迎来再升级——“互联网+流通”。第一次零售革命中标准化运作的百货公司应运而生；第二次零售革命出现可复制的连锁商店；第三次零售革命出现规模化超市；第四次零售革命实现线上销售，目前随着大数据、人工智能等技术的迭代，第四次革命深化催生出“新零售”。零售革命驱动下的社会流通变革往往从消费方式、产业模式、技术能力三个方面实现升级，目前，“互联网+流通”新趋势为电商、新零售、物流以及免税店四大方向带来发展机遇。

“互联网”的普及驱动第三次零售革命——“消费线上化”，电商产业形式一片大好。近十年，第三次零售革命的产物电商通过重构“人货场”以及缩短销售链条，实现成本降低、效率提高以及消费体验提升三重升级。电商颠覆线下零售产业，成就了阿里巴巴、京东、苏宁等伟大的互联网公司，同时也催生出南极电商、环球易购、宝尊电商等新型业务模式。A股推介跨境通，美股推介宝尊电商。

随着消费方式和互联网技术升级，零售产业正迎来第四次革命——“新零售”。在零售商品丰富度以及便利性已经极大提高的背景下，消费方式和技术升级驱动第四次革命“新零售”的到来。“新零售”是以消费者体验为中心的数据驱动泛零售形态，再次重构“人货场”结构，实现线上线下消费融合，满足消费者“无界”和“精准”的消费升级需求。A股推介苏宁云商，美股推介京东。

第四次零售革命接力第三次零售革命，继续推进“互联网+流通”体系升级。近十年互联网更多地影响零售产业，未来五年互联网对全社会流通体系的升级将逐渐显现，快递公司逐渐完成电子化、电商物流公司推进网络化云端化、供应链公司实现信息化平台化等。在未来“新零售”革命中，流通的效率和质量将直接影响零售企业的发展。A股推介传化智联，建议关注怡亚通。

各项数据逐渐回暖叠加行业优化整合，免税行业发展向好。我国旅游各项数据逐渐回暖，叠加海南免税等政策支持以及行业整合优化，免税行业趋势持续向好，机场免税、口岸免税等免税店迎来发展机遇。建议关注中国国旅。

风险提示：市场竞争加剧、技术迭代速度低于预期。

重点公司主要财务数据

重点公司	现价	EPS			PE			评级
		2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	
跨境通	19.22	0.28	0.54	0.97	69	36	20	买入
苏宁云商	13.86	0.08	0.12	0.14	173	116	99	买入
传化智联	15.83	0.18	0.18	0.24	88	88	66	买入
京东	255	-2.67	-1.06	0.06	-96	-240	4250	买入
宝尊电商	206	2.21	4.30	6.68	93	48	31	买入

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	2.49%	2.23%	7.70%
相对收益	-2.32%	-6.22%	-12.18%

重点公司

投资评级

宝尊电商	买入
跨境通	买入
苏宁云商	买入
京东	买入
传化智联	买入

相关报告

《布局快速旺季行情，关注自由港发展》

2017-10-22

《商贸零售：无人零售大有可为，设备供应商最先受益》

2017-08-11

证券分析师：瞿永忠

执业证书编号：S0550515110002

(021) 20361103 quyz@nesc.cn

研究助理：罗贤飞

执业证书编号：S0550116070006

(021) 20361252 luoxf@nesc.cn

研究助理：赵颖婕

执业证书编号：S0550116050003

(021) 20361010 zhao-yi@nesc.cn

联系人：吕思奇

执业证书编号：S0550116060027

18221246498 lvsq@nesc.cn

目 录

1. 零售革命驱动社会流通体系再升级——“互联网+流通”	6
1.1. 我国进入第四次零售革命后时代	6
1.2. 零售革命下的流通升级	7
2. 第三次革命实现零售线上化，电商产业形式一片大好	8
2.1. 流量红利时代，电商平台趋势崛起	8
2.2. 围绕电商产业的新模式公司层出不穷	10
2.2.1. 电商代运营行业市场空间大，行业处于高增长期	10
2.2.2. 跨境电商万亿市场持续增长，出口 B2C 整合机会大	13
3. 消费方式与技术升级，第四次革命“新零售”进行时	17
4. “互联网+流通”体系升级继续，供应链物流迎来发展机遇	19
4.1. “互联网+”推动物流升级，行业受资本青睐	19
4.2. 我国社会流通体系迎来“互联网+”变革浪潮	19
4.2.1. 消费方式变革与物流升级相辅相成	20
4.2.2. “互联网+”促进物流产业模式优化	20
4.2.3. 物流行业迎来技术全面升级	24
5. 机场启动新一轮免税店签约，机场免税发展向好	28
5.1. 中国免税行业发展正当时	28
5.1.1. 中国免税行业发展现状	29
5.1.2. 中韩免税行业规模差距仍然巨大	30
5.2. 免税行业新格局正在形成	30
5.2.1. 国内市场基本呈现双寡头格局	30
5.2.2. 中免收购日上，强强联手提高议价能力，改变市场格局	31
5.2.3. 多地区机场免税店招标，中免成最大赢家	31
5.2.4. 中免日上联手拿下首都机场、浦东机场竞标可期	32
5.2.5. 中免中标香港机场，持续扩大规模	33
5.3. 多因素推动离岛免税增长强劲	34
5.3.1. 离岛免税规模快速增长	34
5.3.2. 海南旅游繁荣发展	35
5.4. 政策不断放开，建省 30 周年之际期待新突破	36
6. 投资建议	36
6.1. 宝尊电商：服务壁垒深厚，品牌电商龙头有望整合市场	36
6.2. 跨境通：政策红利保增长，品牌规模筑壁垒	37
6.3. 苏宁云商：O2O 转型初见成效，各板块协同推进	38
6.4. 京东：盈利能力持续改善趋势不变，迎战阿里向万亿迈进	39
6.5. 怡亚通：380 平台扎实筑基，生态战略后续推进	40

6.6. 传化智联: 构建闭环系统, 积极打造道路运输生态圈.....	41
6.7. 中国国旅: 免税龙头加速扩张, 发展正当时.....	41
7. 风险提示	42
7.1. 经济增速低于预期.....	42
7.2. 技术迭代速度低于预期.....	42

图表

图 1: 全球四次零售革命概况.....	6
图 2: 第四次零售革命趋势.....	7
图 3: 2009-2016 年中国网民数量与互联网普及率.....	8
图 4: 2009-2016 年中国网购网民数量与渗透率.....	8
图 5: 网购交易市场规模.....	8
图 6: 手机端交易规模占网购比例.....	8
图 7: 2009-2016 年中国网络零售市场组成.....	10
图 8: 2016 年中国网上零售 B2C 市场份额.....	10
图 9: 阿里巴巴 GMV 及增速.....	10
图 10: 京东 GMV 及增速.....	10
图 11: 电商代运营市场规模及增速.....	11
图 12: 电商代运营市场在网络零售市场的渗透率.....	11
图 13: 2016Q3 运营商服务天猫店铺数分布.....	11
图 14: 2016 年宝尊电商交易规模 (亿元) 及占比.....	11
图 15: 天猫各行业金牌代运营服务商和银牌代运营服务商 (2015 年下半年评比).....	12
图 16: 宝尊电商 GMV 变化趋势.....	13
图 17: 宝尊电商营业收入变化趋势.....	13
图 18: 宝尊 Non-GAAP 营业利润及利润率趋势.....	13
图 19: 宝尊 Non-GAAP 净利润及净利率变化趋势.....	13
图 20: 中国跨境电商发展历程.....	14
图 21: 2008 年-2020 年跨境电商交易规模及我国货物进出口总值.....	14
图 22: 2012-2020 年跨境电商零售及 B2B 市场占比.....	15
图 23: 2012-2020 年跨境电商进口及出口市场占比.....	15
图 24: 2012-2015 年跨境电商结构占比.....	15
图 25: 2015 年出口跨境电商 B2B 市场企业市场份额.....	16
图 26: 2015 年进口跨境电商 B2C 企业市场份额.....	16
图 27: 跨境通业务概览.....	17
图 28: 全国 50 家重点大型零售企业按月同比增速.....	18
图 29: 全国百家大型零售企业按月同比增速.....	18
图 30: 17H1 社零总额 (剔除汽车石油) 同比企稳.....	18
图 31: 2017 年以来 CPI 同比增速回暖明显.....	18
图 32: 国内 B2B 平台运营模式.....	19
图 33: 2012-2016 年全球供应链和物流技术行业投资额及笔数.....	19
图 34: 2012-2016 年全球供应链和物流技术行业投资额及笔数 (季度).....	19
图 35: 京东电商物流仓储配送模式.....	21
图 36: 菜鸟网络仓干配布局及数据资金支持.....	22
图 37: 公路运输分类及快递业务拓展趋势.....	23
图 38: 怡亚通深度供应链模式与传统模式对比.....	24
图 39: 自动驾驶车辆对公路运输成本的影响 (千欧/每辆).....	25
图 40: 菜鸟网络天网地网人网介绍.....	26
图 41: 移动互联网快递物流行业及互联网货运行业应用用户规模 (万).....	26
图 42: 2017 年 6 月同城物流行业热门 APP 用户规模 (万).....	27
图 43: 2017 年 6 月干线物流行业主要企业 APP 用户规模 (万).....	27

图 44: 2017 年 7 月即时配送市场主流厂商移动 app 活跃用户 (万)	27
图 45: 2012-2019 年即时物流行业订单量 (亿)	27
图 46: 传统物流生产要素与未来物流生产要素对比	28
图 47: 区块链未来对物流的影响	28
图 48: 全球免税行业规模 (亿美元)	29
图 49: 中国免税购物人次	30
图 50: 中国免税市场规模预测 (亿元)	30
图 51: 中韩免税行业规模对比	30
图 52: 2015 中国免税市场竞争格局市占率	31
图 53: 我国离岛免税购物人次	34
图 54: 我国离岛免税销售额	34
图 55: 我国离岛免税人均消费	34
图 56: 2013-2016 年海南旅游人次	35
图 57: 2013-2016 年海南旅游总收入	35
图 58: 三亚旅游人次	35
图 59: 三亚旅游总收入	35
表 1: 主要零售企业在人、货、场的布局 (数据截止 2016 年末)	17
表 2: 京东物流、菜鸟物流、苏宁物流、四通一达物流服务对比	20
表 3: 京东、苏宁、阿里、国美、聚美及唯品会电商物流模式对比	22
表 4: 快递拓展快运及仓储事件汇总	23
表 5: 京东亚洲一号与苏宁云仓对比	24
表 6: 我国主要免税企业简介	29
表 7: 我国主要机场招标情况	32
表 8: 2016 年中国主要机场吞吐量情况	33
表 9: 香港机场免税店规模情况	33
表 10: 离岛免税政策变化调整情况	36
表 11: 宝尊电商主要财务数据	37
表 12: 跨境通主要财务数据	38
表 13: 苏宁云商主要财务数据	39
表 14: 京东主要财务数据	40
表 15: 怡亚通主要财务数据	41
表 16: 传化智联主要财务数据	41
表 17: 中国国旅主要财务数据	42

1. 零售革命驱动社会流通体系再升级——“互联网+流通”

1.1. 我国进入第四次零售革命后时代

19 世纪至今，我国共经历了四次零售革命。19 世纪中，第一次零售革命中管理统一、标准化运作的百货公司营运而生，刚开始百货公司以“品类众多、价格低廉”为特色，随着 19 世纪末 20 世纪初连锁商店和超市的出现，百货公司逐渐从中低端的日用品销售过渡到中高端的服装、化妆品、珠宝等销售。19 世纪后期迎来了第二次零售革命，出现了可快速复制的连锁商店，连锁商店的出现改变了商业组织的形式，即由单体店向组合店方向发展。20 世纪 30 年代，第三次零售革命开始出现超市，当时汽车、冰箱等家庭设施成为超市兴起的客观条件，超市践行“薄利多销”，极大地激发了消费者地购物欲望。20 世纪 90 年代，第四次零售革命依托“互联网”技术实现在线消费，催生出电商产业，目前第四次零售革命进入后期，随着物联网、大数据、人工智能等技术的更新，电商发展逐渐成熟，开始呈线上线下融合趋势，出现“新零售”业态。

图 1: 全球四次零售革命概况

	第一次零售革命	第二次零售革命	第三次零售革命	第四次零售革命的序幕
业态类型	百货商店	连锁商店	超级市场	电子商务
成本/效率	大批量生产 降低价格	统一化管理、规 模化运作，实现 成本和效率优化	现代化 IT 的应用 提高流通速度和周转效率	颠覆传统多级分销体系 降低分销成本
体验	博物馆式陈列 购物更便捷	选址贴近居民社区 更具便捷性	开架销售、自我服务 提升购物体验	虚拟空间不受物理限 商品选择范围更大

数据来源：公开资料整理，东北证券

历次零售业态的革命均在“成本、效率、体验”三个要素中部分或全部得到根本性的提升。第一次百货公司的零售革命通过大批量生产实现了降本增效，通过聚集式销售提高消费者的购物体验；第二次连锁商店的零售革命中，店铺通过规模化、标准化运作降本增效，通过广泛布局店铺网点为消费者提供便利；第三次超市零售革命，通过批量低价销售以及批量管理提高流通速度以及周转效率，并通过极大丰富的品牌以及低价提高消费体验；第四次互联网零售革命通过缩短零售分销链条，实现降本增效，通过“互联网”实现了无界销售，提高了消费者购物的便利性。

驱动零售行业第四次变革的两大因素是不断变化的消费者需求以及零售技术。从消费端来看，不断变化的消费者需求体现在随着商品供应极大丰富的背景下，消费者已经不仅仅满足于获得商品，而更多地希望获得个性化的商品；同时，消费者希望更多地参与到消费的过程中，并且影响商品上游的生产和设计。从技术端来看，随着物联网、大数据地不断更新，技术发展方向趋于感应、互联和智能，在该技术下消费行为将实现可感知、可优化、可触达和可服务。

1.2. 零售革命下的流通升级

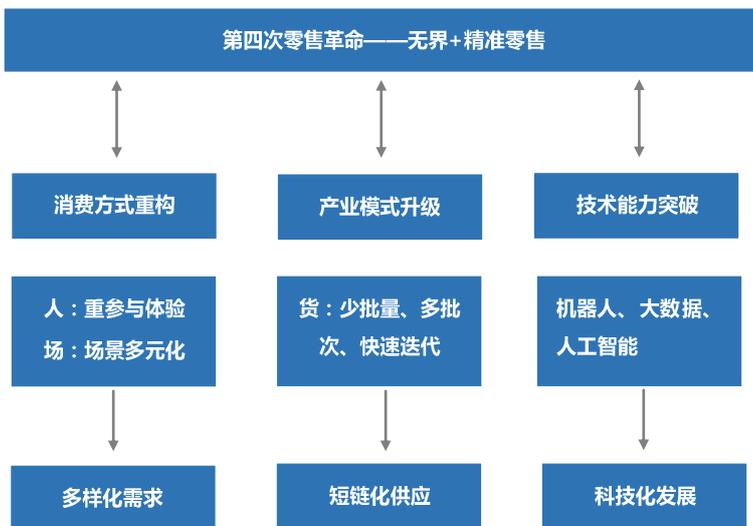
零售革命驱动下的社会流通变革往往从消费方式、产业模式、技术能力三个方面实现升级，第四次零售革命也不例外。

就消费方式变化来说，消费者的需求本质不变，首先，消费者希望快速收到商品，因此“如何快速配送商品”是C端物流永恒的话题；其次，消费者需要个性化、参与感的服务，因此C端物流还需要做到“准确送达”、“个性化服务”，比如京东物流2016年推出的“京准达”物流服务、2017年推出的“京尊达”物流服务。

就产业模式变化来说，基于品牌商靠近终端消费者的诉求不断加强背景下，零售产业的中间渠道逐步被压缩，供应链条越来越短，物流成为触达终端消费者非常重要的环节，所以原来链条上的附加服务将更多地由物流来替代。而且在消费者“一体化”物流服务的需求下，分散的、碎片化的物流服务将加速整合，数据、服务质量以及客户体验均需要统一。

就技术能力来说，以前集装箱、自动化设备等物流技术的发展均对物流行业产生了根本性的影响。未来，技术对物流的改变主要体现在三方面。其一，机器人、无人驾驶、无人仓等等智能设备将在下一阶段极大地促进物流行业发展——提高效率、降低错误率。其二，大数据和互联网会改变物流协同的方式，目前货车帮、运满满、新达达等创业物流企业均在做这些尝试，其三，人工智能将全链条优化物流。

图 2: 第四次零售革命趋势



数据来源：公开资料整理，东北证券

第四次零售革命下的流通升级体现为“互联网+流通”新趋势，为电商、新零售、物流以及免税店四大方向带来发展机遇。首先，就电商来说，该行业商业模式已经发展成熟，目前进入优化服务的后发展阶段，“互联网+”的流通升级将再次实现电商物流行业的降本增效，成为电商行业未来5年竞争的必要手段与卡位；其次，线上线下融合的“新零售”，线上线下一盘货，服务产品一体化，成为必然趋势，货物将不会近围绕电商配置，还会针对线下实体店数字化后的订单进行配置，将最大化的实现零售物流的降本增效；再其次，就物流行业本身而言，在“互联网+”和“新零售”的大背景下，零售物流将逐渐实现通过线上线下数据最优化成本和时效，且催生出车货匹配、即时配送等新的物流业务模式；最后，在新流通体系的支

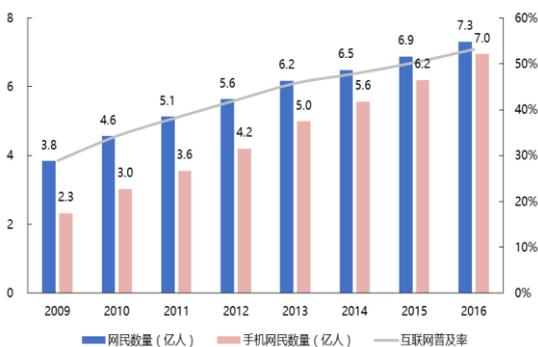
持下，免税行业也存在发展机遇。

2. 第三次革命实现零售线上化，电商产业形式一片大好

2.1. 流量红利时代，电商平台趋势崛起

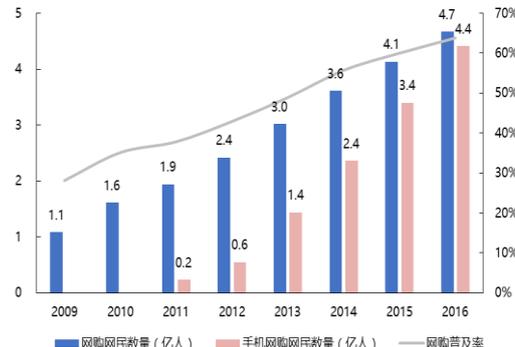
互联网的普及为中国零售线上化发展奠定了良好的基础。互联网诞生于 20 世纪 60 年代末，90 年代以后随着个人电脑的普及而风靡全球。1994 年中国正式接入互联网，至今 20 多年的时间，互联网在中国经历了飞速的发展。2016 年中国网民规模达 7.31 亿，全年共计新增网民 4299 万人，2009-2017 年间复合增长率为 9.63%。互联网普及率为 53.3%，较 2015 年底提升了 2.9 个百分点。2016 年，中国手机网民规模达 6.59 亿，较 2015 年底增加 7500 万人，2009-2017 年间复合增长率为 16.90%。网民中使用手机上网人群占比由 2015 年的 90.1% 提升至 95.1%。2016 年我国网民使用网络购物的比例从 60.0% 提升至 63.8%。网络购物用户规模达到 4.67 亿，较 2015 年底增长 5400 万人，增长率为 13.08%，2009-2017 年间复合增长率为 23.27%。2016 年我国手机网购用户规模达到 4.41 亿，较 2015 年的 3.4 亿增长 29.7%，2011-2017 年间复合增长率为 180.53%。截至 2016 年，网络购物市场交易规模已达 4.7 万亿，较去年同期增长 23.90%，2012-2016 年间复合增速 40.68%，线上零售在社会消费品零售总额的渗透率达 14.2%，手机端交易规模占网购比例也已经从 2012 年的 5.8% 增长至 2016 年的 68.2%。

图 3: 2009-2016 年中国网民数量与互联网普及率



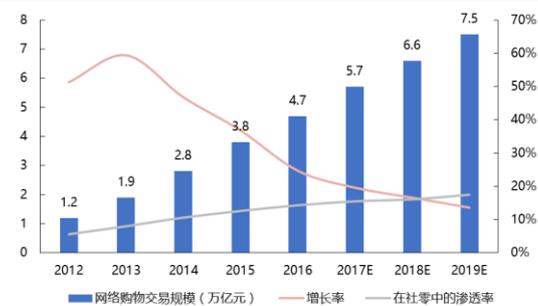
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 2009-2016 年中国网购网民数量与渗透率



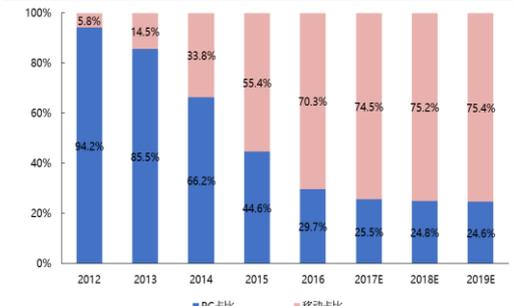
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 网购交易市场规模



数据来源：东北证券，艾瑞咨询

图 6: 手机端交易规模占网购比例



数据来源：东北证券，艾瑞咨询

网络零售行业历经探索、启动、高速发展后进入成熟期。根据易观智库的 AMC 模型，中国网络零售行业发展可以划分 4 个阶段。

✓ 市场探索期（1999年-2003年）：

伴随着中国互联网发展，以易趣、8848、卓越网、当当网等一批网上零售网站出现为标志，中国零售业开始触网，网上零售市场的发展进入初级阶段。发展初期，线上零售的市场环境不成熟，消费者线上购物习惯需要培养迁移，配套产业基础设施尚未形成，多重因素制约网上零售业的发展。随着互联网泡沫破裂，网上零售市场持续了一段商品品类结构单一、售后服务不完善的发展时期。

✓ 市场启动期（2003年-2008年）：

2003年，在B2B领域已具备一定规模的阿里巴巴，推出中国零售C2C平台淘宝网，同年推出支付宝；随后eBay则收购易趣、亚马逊全资收购卓越网，两大国际电商巨头正式进入中国市场，国内电子商务市场进入新一轮发展期。

2007年，以成为中国最大网络零售平台的淘宝网，推出了阿里妈妈广告平台，正式确立了以竞价排名为基础的广告盈利模式。加上支付宝，淘宝网进一步完善了电商平台的布局，也奠定了中国网络零售市场的霸主地位。

以B2C模式立足中国网上零售的京东商城，同样成立于2003年，2007年完成了北京、上海、广州三大物流基地的建设，2008年上线大家电，补充了3C品类布局，奠定了其在3C品类中的优势地位，同时也确立了自营电商的发展模式。

2008年8月，唯品会成立，开辟了中国B2C电商“特卖”的创新模式。

✓ 市场高速发展期（2008年-2014年）：

2008年的中国网络零售市场进入高速发展期，电商支撑服务业的发展已达到一定水平，拥有网民2.98亿，以80后为主的网购人群逐渐进入社会，成为主力消费群体。此时的市场，也涌现了大量创新型的网络零售企业，如唯品会、聚美优品，传统零售企业苏宁、国美也开始涉足电商业务，整个市场在消费者、资本、企业的多方推动下，实现迅猛发展。

2012年，唯品会成功在美国纽约证券交易所上市。

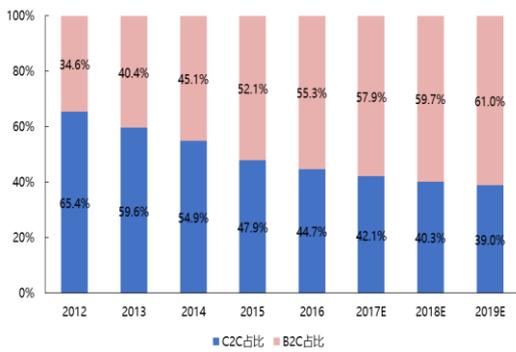
✓ 市场成熟期（2014年之后）：

2014年，聚美优品、京东、阿里巴巴先后成功上市，在经过几年的高速发展之后，整个网上零售市场已形成“双超多强”的格局，市场份额基本稳定，网民红利逐渐消失，网络零售市场进入成熟期。

2016年，国内电商行业发展在战略布局、商业模式、技术手段等方面发生了重大变化。一方面，京东收购1号店与沃尔玛战略合作、阿里巴巴收购三江购物，电商巨头资本密集注入线下优质实体零售资源，网上零售业开始主导零售业全渠道融合变革；另一方面，以必要、网易严选、卷皮为代表的新兴电商，将C2B、ODM等制造方式成功应用于网上零售，进一步推动了网上零售市场向品质化发展升级。此外，移动互联网直播应用爆发，阿里、京东、唯品会等主流电商平台，也从传统的货架式营销转向“内容+社区+电商”的创新营销模式，挖掘用户价值，重塑流量走向。

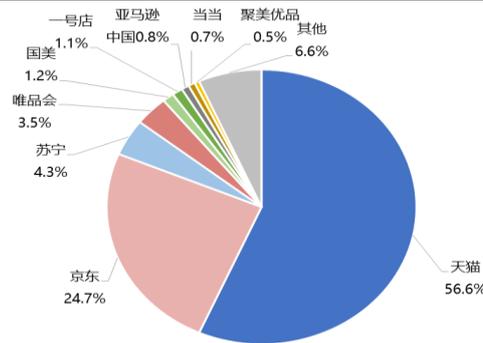
B2C市场日益成为主流，电商平台奠定竞争格局。2015年中国网络零售市场中B2C的份额达52.5%，首次超过C2C的份额。网络零售B2C的崛起，侧面验证了中国社会的消费升级。相比于类似跳蚤市场的C2C模式，B2C模式为消费者提供了更佳的购物体验和服务保障。另一方面，随着中国“互联网+”概念的提出，更多品牌商、制造商也不甘居于幕后，开始走向台前。以品牌商、制造商为主的B2C模式，逐渐取代过去以中小型、个体营业者为主的网络零售市场，提升消费者用户体验的同时，也为企业本身的品牌化、互联网化创造了契机。从B2C行业市场份额来看，2016年天猫的市场份额位居第一，占比57.5%，京东占比26.2%，两家合计占比超80%，行业呈现寡头竞争格局，阿里和京东独占鳌头。从公司层面的数据来看，2015年阿里巴巴GMV达9643亿元，2011-2015年间复合增速45.87%，其中淘宝GMV为5630亿元，天猫GMV为4010亿元；京东GMV达6582亿元，2011-2016年间复合增速达82.49%，其中自营GMV达2556亿元，平台GMV达1909亿元。

图 7: 2009-2016 年中国网络零售市场组成



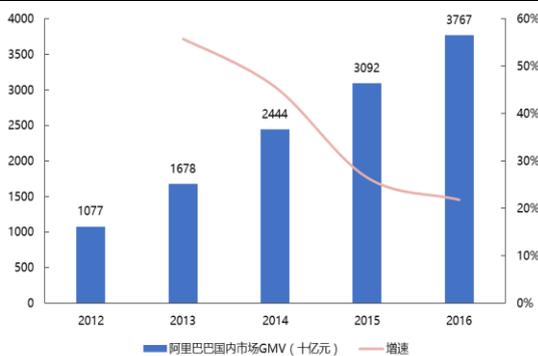
数据来源: 东北证券, 易观智库

图 8: 2016 年中国网上零售 B2C 市场份额



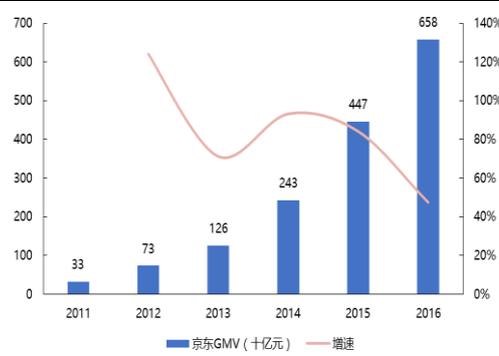
数据来源: 东北证券, 易观智库

图 9: 阿里巴巴 GMV 及增速



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 京东 GMV 及增速



数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 围绕电商产业的新模式公司层出不穷

随着网络零售规模的不断扩大和产业发展的不断深入, 网络零售产业对其周边支撑产业和电商服务业的发展也起到的积极的带动作用, 形成了以网络零售平台和企业为核心, 整合上下游产业链, 囊括制造商、经销商、在线支付、物流配送、电商技术支持、代运营、购物资讯、跨境电商等多个领域的新型零售业态。其中, 以电商代运营行业和跨境电商行业为代表, 行业处于高速增长阶段, 涌现出了一批优质公司。

2.2.1. 电商代运营行业市场空间大, 行业处于高速增长期

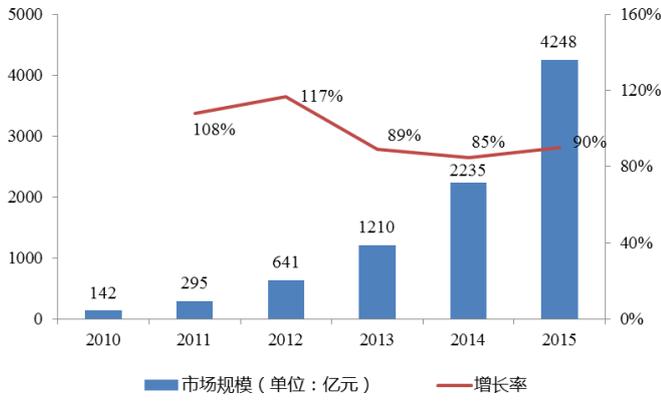
电子商务代运营是指为企业提供全托式电子商务服务的一种服务模式。代运营帮助企业全程运营电子商务业务。电商代运营服务内容包括店铺运营、电商渠道规划、建站、产品上架、营销、客服、IT、仓储、物流、财务结算等运营衍生业务。作为传统企业与电商之间的桥梁, 电商代运营服务企业不仅可以为传统企业解决人才问题, 更能帮助传统企业快速建立网络营销渠道, 树立企业在网上的品牌形象, 降低运营风险和成本, 满足企业初期对拓展电子商务战略的需求。

电商代运营行业市场空间巨大, 且近些年增速极快。据易观智库统计, 市场交易规模从 2010 年 142 亿元增长到 2015 年 4248 亿元, 复合年增速达 97%。电商代运营市场均以一个非常高的增速发展, 且电商代运营市场在网络零售市场中的渗透率不断提高, 2015 年已达到 11.1%。

假设未来五年网络零售市场以年均 25% 的增速增长, 且随着网络零售市场中

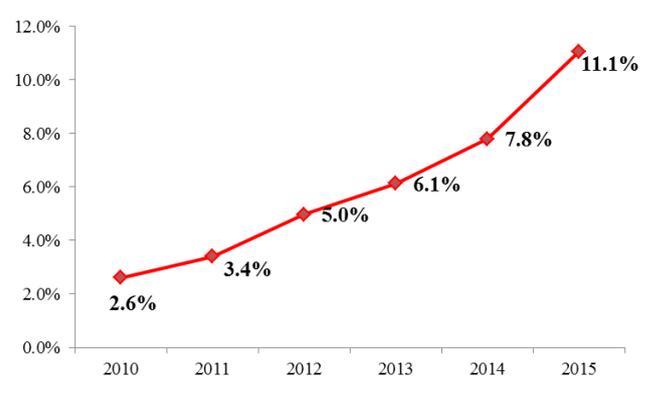
B2C 份额的逐年提高，电商代运营的渗透率在 2020 年达到 18%，则整个电商代运营市场在 2020 年将达到 2.1 万亿，对应的 2014-2020 年的年均复合增速达 40.9%。

图 11: 电商代运营市场规模及增速



数据来源: 东北证券, 易观智库

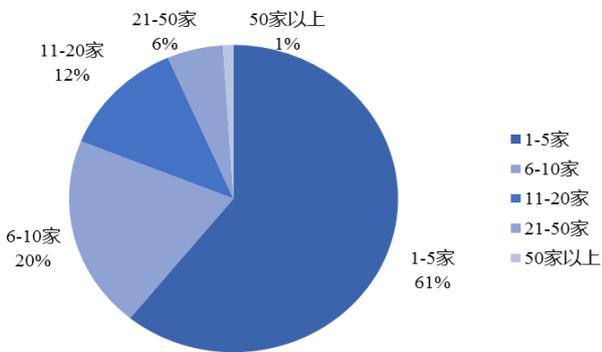
图 12: 电商代运营市场在网络零售市场的渗透率



数据来源: 东北证券

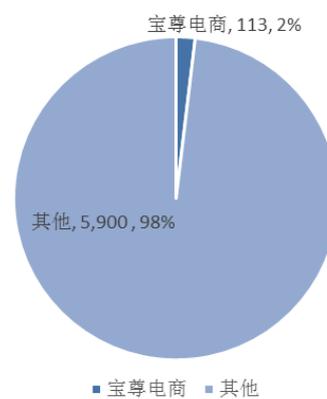
目前电商代运营行业呈现出高度分散的行业特征。行业龙头宝尊电商在 2016 年也仅仅只有 2% 的市场占有率。市场上存在大量规模较小的代运营公司，他们服务的客户数量也非常有限。以目前最大的 B2C 平台天猫为例，据天猫官方数据统计，服务店铺总数超过 50 家的电商代运营公司只有 3 家，超过 80% 的电商代运营公司代理的店铺总数不超过 10 家。同时在这么多的电商代运营企业中，大约有 40% 的代运营公司没有成功运营的天猫店铺案例。

图 13: 2016Q3 运营商服务天猫店铺数分布



数据来源: 东北证券研究所、天猫官网

图 14: 2016 年宝尊电商交易规模 (亿元) 及占比



数据来源: 东北证券研究所、易观智库

宝尊电商是电商代运营行业的龙头公司。宝尊是最早涉足品牌电商领域的公司之一，创始人团队在建立宝尊之前拥有 IT、消费及供应链管理相关经验。相较于市场上其他服务商大都仅提供部分服务的模式，宝尊提供端到端的服务，重视 IT 和仓储物流的建设，构建起了核心竞争优势的护城河。其 IT 系统可以实现品牌、渠道和第三方服务商的 IT 系统无缝对接，为品牌提供统一的管理视角，且具备全渠道拓展能力。其仓储物流体系先进而高效，尤其在 B2C 的仓配能力上居于行业领先地位，基于此优势宝尊已经将此业务单独成立全资子公司宝通易捷，为更多品牌提供专业 B2C 仓储物流服务，并且成为菜鸟网络认证合作伙伴。基于宝尊的行业先发优势及核心竞争优势的护城河，宝尊的龙头地位无可撼动，2016 年蝉联天猫六星级服务商，在服饰、家居建材和跨境服务行业是天猫的金牌代运营服务商，在食品、医疗保健、

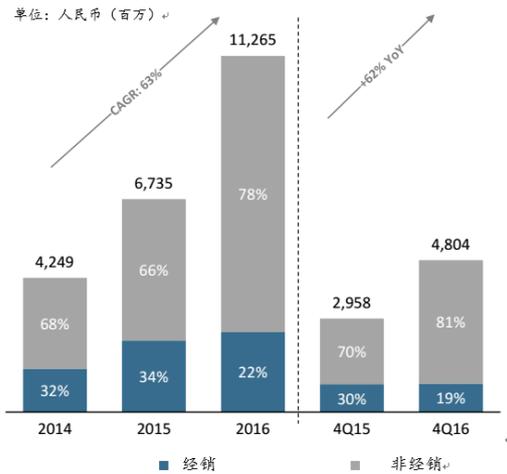
美妆、家电、体育户外、3C 数码/配件等行业是天猫的音频代运营服务商，公司跨品类运营能力强，对品牌具备较强的议价能力。由于宝尊龙头地位的凸显，具备资本和资金实力，在目前行业竞争格局较为分散的初级阶段具备很强的市场整合能力和优势，未来发展空间巨大。2016 年，宝尊电商 GMV 规模达 113 亿元，近三年 GMV 复合增速为 63%，营业收入规模达到 39 亿元，近三年营收复合增速为 46%，Non-GAAP 净利润规模达 1.2 亿元，并且 Non-GAAP 营业利润率和净利率均体现出逐年向上的态势。

图 15: 天猫各行业金牌代运营服务商和银牌代运营服务商（2015 年下半年评比）



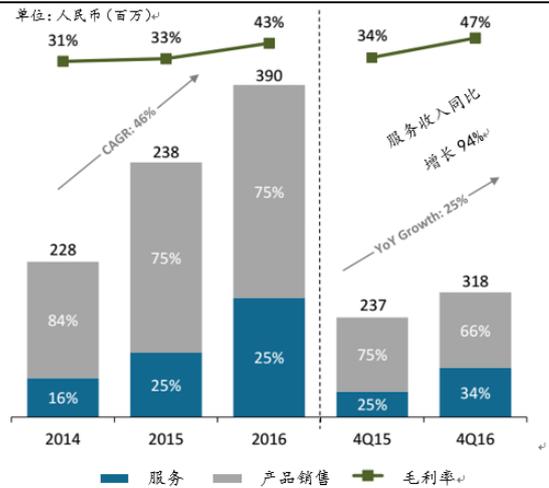
数据来源：东北证券，天猫运营服务官网（注：*表示公司已上市）

图 16: 宝尊电商 GMV 变化趋势



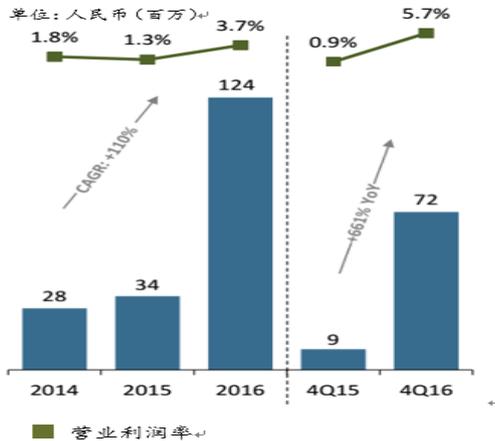
数据来源: 东北证券, Bloomberg

图 17: 宝尊电商营业收入变化趋势



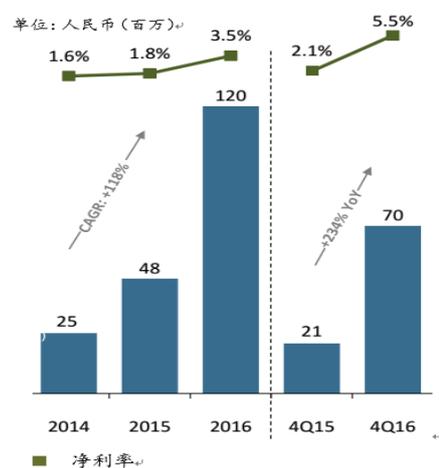
数据来源: 东北证券, Bloomberg

图 18: 宝尊 Non-GAAP 营业利润及利润率趋势



数据来源: 东北证券, Bloomberg

图 19: 宝尊 Non-GAAP 净利润及净利率变化趋势

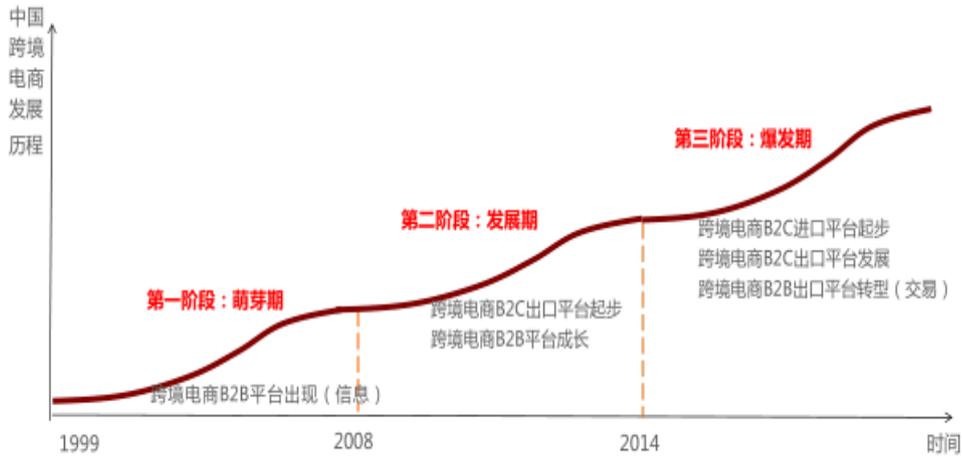


数据来源: 东北证券, Bloomberg

2.2.2. 跨境电商万亿市场持续增长, 出口 B2C 整合机会大

延续国内流通电商的大发展, 以中国为中心的跨境电商行业 2014 年以来也迎来了大发展。1997 年-2007 年, 跨境电商刚刚起步, 中国的外贸 B2B 电子商务网站中国化工网、中国制造网、阿里巴巴(国际站)等相继成立; 2008 年-2013 年, 面向海外个人消费者的中国跨境电商零售出口业务(B2C/C2C)蓬勃发展起来, DX(2006 年)、兰亭集势(2007 年)、阿里速卖通(2009 年)皆是顺应这一趋势成长起来的跨境电商 B2C 网站。2014 年至今, 中国对跨境电商零售进口做出监管制度创新, 促进了中国跨境电商零售进口的迅猛发展, 诞生了一大批跨境电商零售进口平台和企业, 包括天猫国际、网易考拉、聚美优品、洋码头、小红书等, 整个行业在 2015 年迎来了爆发式增长。(《2016 中国跨境电商发展报告》, 阿里研究院)

图 20: 中国跨境电商发展历程



数据来源: 东北证券, 阿里研究院

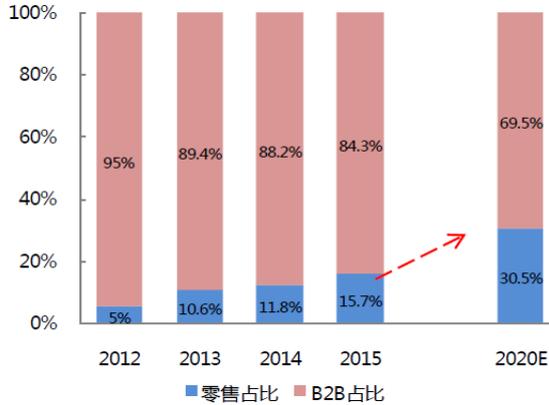
跨境电商行业规模增长迅速。2015年, 跨境电商交易规模达到4.8万亿, 2010年-2015年年均增速32%, 未来5年内预计可以保持20%的高增速。其中, 行业结构存在稳定变化趋势。根据跨境电商销售方向不同, 可以分为跨境出口和跨进进口, 跨境出口占据市场主要地位, 但目前呈现跨进进口市场占比逐渐扩大的趋势, 2015年跨境进口市场占比16.9%, 阿里研究院预计2020年跨境进口电商占比将上升到25%。根据跨境电商服务对象的不同, 可以分为跨境B2B和跨境B2C, 其中跨境B2C的市场占比也呈现逐渐扩大的趋势, 2015年跨境B2C市场占比15.7%, 阿里研究院预计, 2020年跨境电商B2C占比将上升到30.5%。跨境出口B2B行业规模在跨境电商市场内占比最大, 2015年为71.05%, 但其占比呈逐渐下滑趋势。据中国电子商务研究中心监测数据显示, 2015年, 中国出口跨境电商中B2B市场交易规模为3.73万亿元, 同比增长23%。跨境出口B2C和跨境进口B2B在跨境电商市场占比分别为14.67%和12.04%, 呈现逐年上升的态势

图 21: 2008年-2020年跨境电商交易规模及我国货物进出口总值



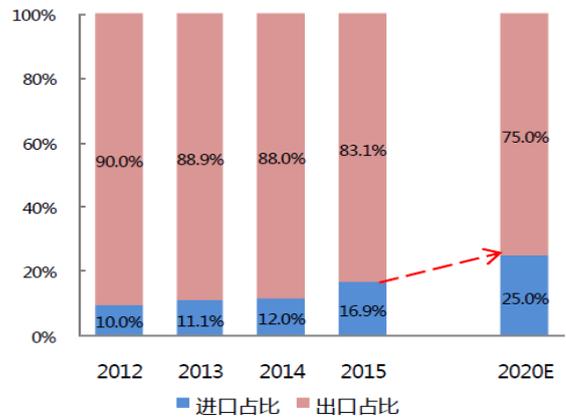
数据来源: 东北证券, 商务部, 海关总署, 艾瑞, 易观, 阿里研究院

图 22: 2012-2020 年跨境电商零售及 B2B 市场占比



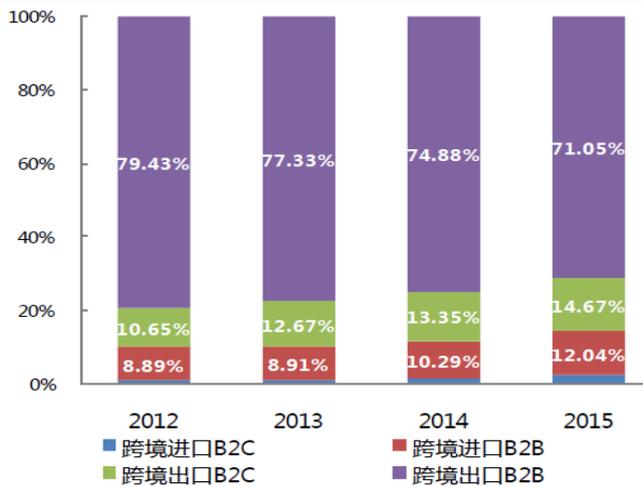
数据来源: 东北证券, 商务部, 海关总署, 艾瑞, 易观, 阿里研究院

图 23: 2012-2020 年跨境电商进口及出口市场占比



数据来源: 东北证券, 商务部, 海关总署, 艾瑞, 易观, 阿里研究院

图 24: 2012-2015 年跨境电商结构占比

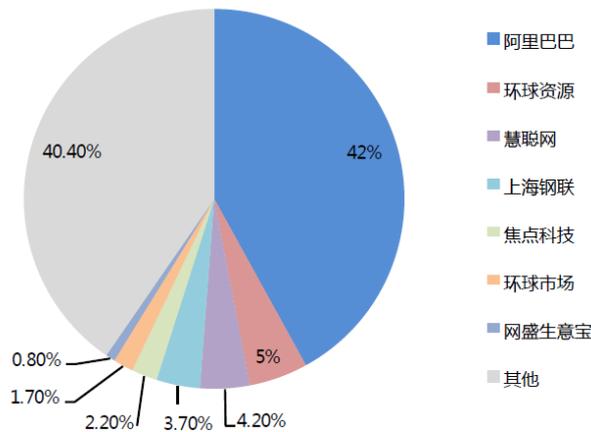


数据来源: 东北证券, 商务部, 海关总署, 艾瑞, 易观, 阿里研究院

跨境出口 B2B 市场一家独大, 跨境出口 B2C 平台型集中、自营型竞争分散, 跨境出口 B2C 龙头公司有望提升跨境出口 B2C 行业集中度。跨境出口 B2B 市场中, 阿里巴巴国际站市场份额超过 40%, 远超其余市场份额 5% 以下的竞争者。跨境出口 B2C 电商分为平台型和自营型。就平台型公司而言, 市场份额相对较集中, 中国商家主要使用四大跨境电商第三方平台 (速卖通、亚马逊、Ebay、Wish) 进行跨境线上销售。2015 年, 我国的代表企业速卖通 (2015 年 3 月 31 日-2016 年 3 月 31 日的交易量为 543 亿元) 的市场占有率约为 10.8%。美国 ebay 网上中国卖家交易总额估算值占中国跨境出口 B2C 市场规模的比例约为 15.9%。自营型 B2C 竞争格局则分散, 根据产业公开信息数据, 2016 年销售额 10 亿元以上的自营 B2C 电商不超过 15 家, 销售额 1~10 亿元的电商约几十家, 大量电商规模在 1 亿元以下。2015 年, 收入排名第一的环球易购、收入排名第二的兰亭集势以及收入排名第三的海翼股份的市场占有率分别为 0.75%、0.64% 以及 0.26%。市场集中度高度分散的原因主要在于, 我国自营型公司绝大部分商品卖点是“低价”, 其第三方平台店铺或自有网站以及销售商品的差异化低, 大量的海外消费者分散在整个市场。在跨境出口 B2C 行业

竞争高度分散的背景下，电商龙头企业可以利用规模效应降低成本，提升竞争壁垒，未来行业马太效应将会愈发显著。也就是说，未来没有核心竞争优势的小型公司将会被淘汰，龙头企业将会加快并购整合步伐。

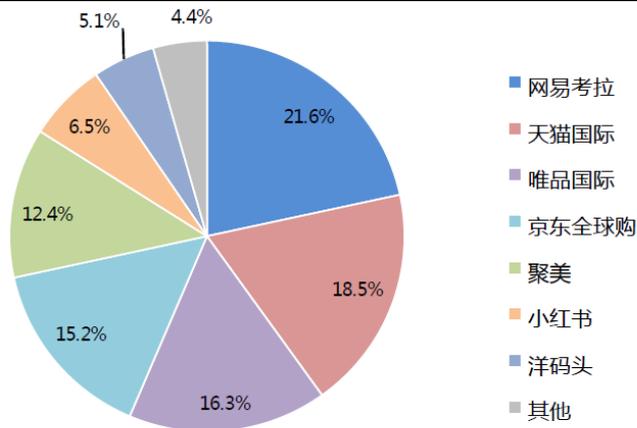
图 25: 2015 年出口跨境电商 B2B 市场企业市场份额



数据来源：东北证券，商务部，海关总署，艾瑞，易观，阿里研究院

跨境进口 B2C 市场行业多头竞争格局初步形成。2015 年，前七大主流电商占据了 95% 的市场份额，其中网易考拉市场份额 21.6%、天猫国际市场份额 18.5%、唯品国际市场份额 16.3%、京东全球购市场份额 15.2%、聚美 12.4%、小红书 6.5%、洋码头 5.1%。

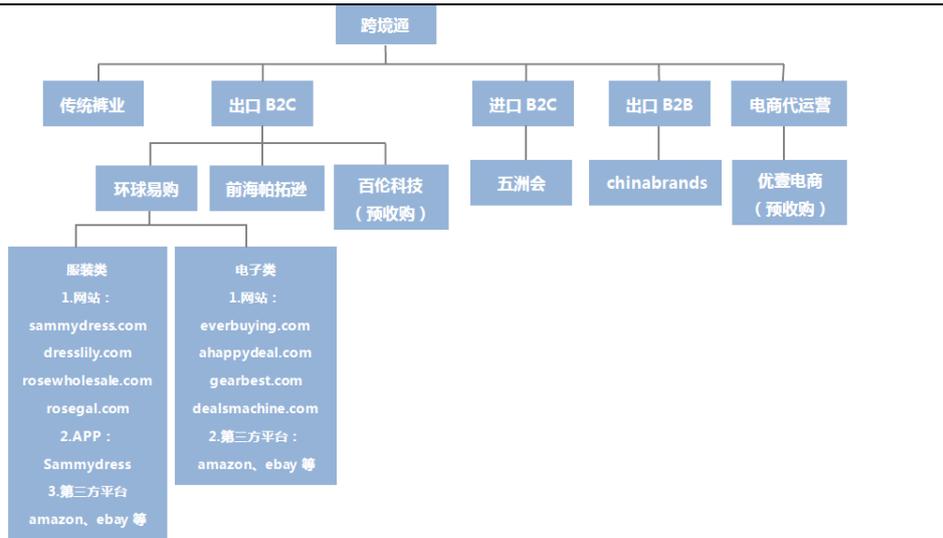
图 26: 2015 年进口跨境电商 B2C 企业市场份额



数据来源：东北证券，艾瑞咨询

跨境通是出口 B2C 龙头，布局跨境电商大生态圈。跨境通依托环球易购在电子零售商务领域沉淀的精准营销和运营经验、客户资源和细分领域品牌优势，融合其 B2C、大数据运营、互联网营销、垂直类和第三方电商平台零售经验等优质互联网基因和供应链整合能力，在“B2B+B2C”、“进口+出口”、“平台+自营”、“运营+服务”等领域战略布局，打造立体、多元的跨境电商综合生态圈。

图 27: 跨境通业务概览



数据来源: 东北证券, Wind

3. 消费方式与技术升级, 第四次革命“新零售”进行时

前三次零售革命围绕成本、效率、体验相继衍生出百货、连锁、超市三种业态。第四次零售革命依然围绕降低成本、提升效率和改善用户体验, 关键在于无界和精准。无界, 指的是消费者的购物场景会越来越分散, 购物入口也会变得分散而多变, 因此零售商不应固守单一的入口, 而应以客户为中心, 服务于多变的场景。精准, 指的是从“大众市场”过渡到“人人市场”, 从品类和市场为单位进行管理过渡到满足每个人独特的需求。

“新零售”以“人”为中心重构“人货场”, 线上线下走向融合。零售业包含“人货场”三个核心要素。在“新零售”的语境下, “人”指的是数据化的顾客, “货”指的是商品及商品背后的供应链体系, “场”指的是体验的场所。随着技术升级, “新零售”通过积累和挖掘用户数据, 精准获得各用户的个性化需求, 倒逼供应链体系中生产、物流、营销等各个环节的变革, 重塑并融合线上线下各个消费场景。

“人货场”缺一不可, 零售业扩张与整合进行时。从阿里、京东、永辉等的商业模式来看, 主要零售企业均在“人货场”三要素中的一个或两个方面占据优势, 但还没有在三方面全占优势的企业出现。在过去一年, 阿里私有化银泰, 入股三江购物、新华都, 开辟盒马鲜生新业态; 京东联手沃尔玛, 开启百万便利店计划; 永辉超级物种快速扩张, 未来“人货场”进一步整合将继续带来零售业的急速变革。

表 1: 主要零售企业在人、货、场的布局 (数据截止 2016 年末)

	人	货	场	用户	自营业收入	线下门店
阿里巴巴	✓	×	✓	4.23 亿	50-100 亿	银泰、盒马、三江、新华都
亚马逊	✓	✓	×	4 亿	6300 亿	少量书店、超市
京东	✓	✓	×	2.27 亿	2377 亿	少量超市/便利店
永辉超市	×	✓	✓	1700 万	500 亿	近 500 家门店
京东到家	✓	×	×	未披露	无	无
银泰商业	×	×	✓	220 万	联营租赁为主	29 家百货/20 家购物中心

数据来源: 东北证券, 公司公告

主要网民群体已成长为主力消费群体。根据 CNNIC 的数据, 2017 年 6 月 20~29

岁、30~39岁的网民在国内网民中占比最高，分别占29.7%和23%，这其中主要是80、90后群体。80、90后是伴随中国互联网一同成长的两代人，从小接受互联网的熏陶、受新媒体的影响较大、对新生事物接受程度高，如今这批人已经逐渐组建家庭，开始主导家庭的消费决策，成为主力消费群体。

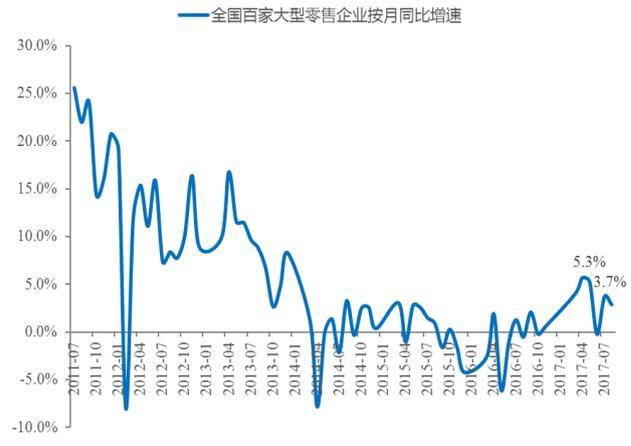
线下零售回暖，“场”企稳回升。自16年9月以来，50家重点大型零售企业零售额同比增速连续11个月转正，其中17年8月同比增长7.1%，创一年以来第二高。百家大型零售企业的情况类似，自16年11月以来已有6个月同比转正。经历了近2年的衰退和调整，线下零售的业绩和效率明显得到改善。

图 28: 全国 50 家重点大型零售企业按月同比增速



数据来源: Wind, 东北证券

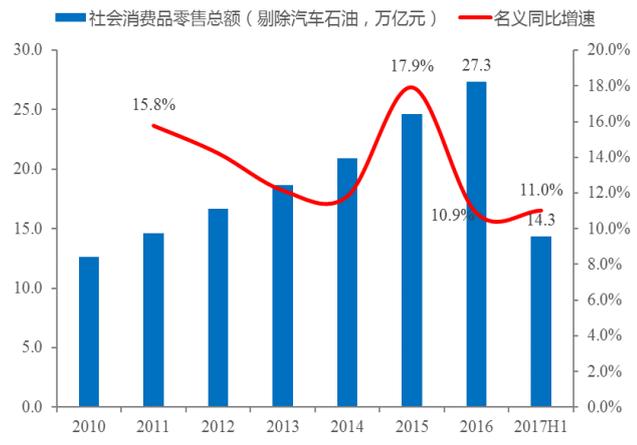
图 29: 全国百家大型零售企业按月同比增速



数据来源: Wind, 东北证券

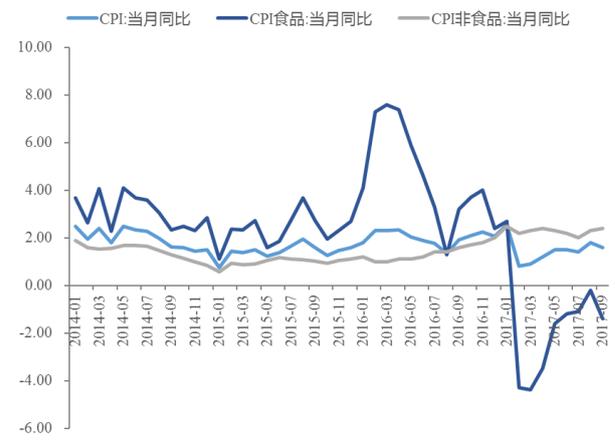
消费行业整体企稳，CPI 增速回暖明显。自 2011 年以来社零总额（剔除汽车、石油）增速呈下滑趋势，2017H1 同比增长 11%（较 16H1 同比-0.3pct），增速与去年同期基本持平，企稳迹象明显。CPI 同比增速自 17 年 4 月以来开始回升，主要受益于 CPI 食品同比降幅持续收窄，环比大幅改善，与食品相关的生鲜、快消等品类受益最为直接。

图 30: 17H1 社零总额（剔除汽车石油）同比企稳



数据来源: 国家统计局, 东北证券

图 31: 2017 年以来 CPI 同比增速回暖明显



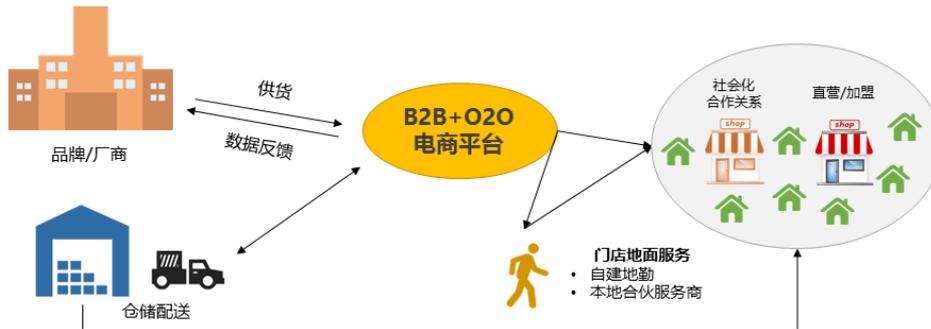
数据来源: Wind, 东北证券

B2B 平台涌现，以“货”为核心的供应链体系正转型升级。根据凯度咨询的调查，有 680 万家快消品小店分布于各线级市场，通过效率低下的传统渠道进货。这些小店有超过一半分布在县级、乡镇或农村市场。传统供应渠道层级较多，商品周

转慢、渠道利润低；处于供应链末端的小店高度分散、规模较小，议价能力弱，缺乏经营指导。近年来，海航系的掌合天下、阿里零售通、京东掌柜宝等 B2B 平台纷纷上线，结合线下与商家的对接和仓储体系的运营，正逐步变革传统的供应链体系。

帮助品牌商铺设渠道，实现品牌商、渠道、零售商三方共赢。电商平台通过大数据技术，协助品牌商和零售商进行品类的选择；同时，通过统一的物流配送体系，降低品牌商的分销和配送成本，帮助他们将商品下沉到广袤的低线市场，改变低线市场假货充斥的现状；另一方面，通过缩短分销层级，降低零售端小店的进货成本，并指导他们进行经营升级。

图 32: 国内 B2B 平台运营模式



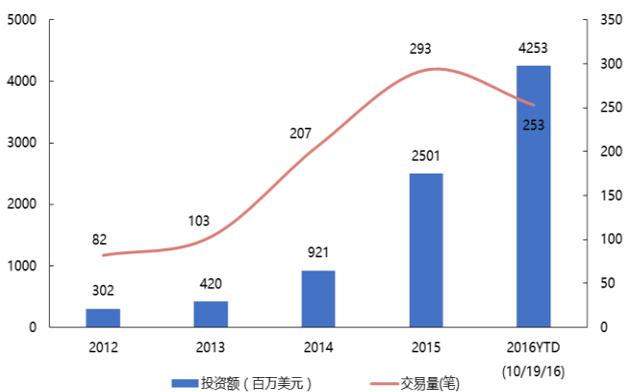
数据来源：群绘科技，东北证券

4. “互联网+流通”体系升级继续，供应链物流迎来发展机遇

4.1. “互联网+”推动物流升级，行业受资本青睐

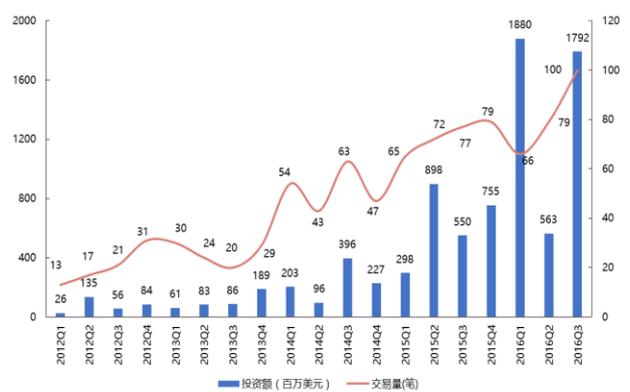
近五年，“互联网”发展促进中国供应链物流行业持续升级，大量投资资金涌入供应链物流领域。根据市场研究公司 CBinsights 的统计，全球范围内，自 2012 年以来，供应链和物流技术行业的投资一直持续增长，而亚洲（特别是中国）地区尤其火热。自 2012 年以来，供应链和物流技术行业共有 938 笔投资交易，共计 8.3 亿美元。2015 年共有 293 笔投资交易，投入了 2.5 亿美元。2016 年截止到 10 月，共有 253 笔投资交易，投入了 4.2 亿美元。

图 33: 2012-2016 年全球供应链和物流技术行业投资额及笔数



数据来源：CBinsights，东北证券

图 34: 2012-2016 年全球供应链和物流技术行业投资额及笔数（季度）



数据来源：CBinsights，东北证券

4.2. 我国社会流通体系迎来“互联网+”变革浪潮

未来一年，我国社会流通体系的“互联网+”变革将体现在消费方式、产业模

式、技术能力三个方面。

4.2.1. 消费方式变革与物流升级相辅相成

从消费方式来说，近五年快速发展的电商模式催生出快递、电商自建物流、即时物流等“互联网+流通”新模式，消费者对物流时效和质量要求不断提高。

“互联网+流通”将成为新零售消费模式发展的有力支撑。“互联网+零售”的1.0时代是消费线下向线上的转移的过程；目前“互联网+零售”进入2.0时代，依托大数据的“无界、精准”的新零售模式逐渐成型。其中，“无界”是指随着互联网的深化发展，消费者购物行为不再受时间和空间的限制；“精准”是指实现消费者的个性化需求，即无界代表了消费场景的广度，精准代表了消费场景的深度。而为了实现“无界、精准”，社会流通必然需要通过“互联网”技术继续将本增效。

在新零售趋势下，消费者对物流时效及质量的要求将不断提高。就物流时效来说，“如何快速配送商品”将是流通升级过程中永恒的话题，针对消费者对高时效的需求，京东、苏宁等电商自营物流通过仓配一体化在自营商品的配送时效上获得了极大的提升，阿里巴巴为了提高配送速度现在也在努力同通过菜鸟网络打造“互联网+流通”体系，近两年电商物流时效大幅提高，京东物流、苏宁物流、菜鸟物流均推出了当日达、次日达、极速达等服务；就物流服务质量来说，消费者越来越需要个性化、参与感的服务，因此电商物流推出了夜间配、定时达、高端配送等定制化服务。

表 2: 京东物流、菜鸟物流、苏宁物流、四通一达物流服务对比

物流服务	京东物流	菜鸟物流	苏宁物流	对比
当日达	有	有	有	京东时效最快；覆盖订单最多
次日达	有	有	有	京东时效最快；覆盖订单最多
夜间配	有	有	有	-
极速达	有	无	有	京东及苏宁均实现2小时配送，近覆盖部分大城市及部分商品
定时达	有	无	有	京东精准到1小时时间段，苏宁为2小时；京东运费更便宜

数据来源：网络资料整理，东北证券

4.2.2. “互联网+”促进物流产业模式优化

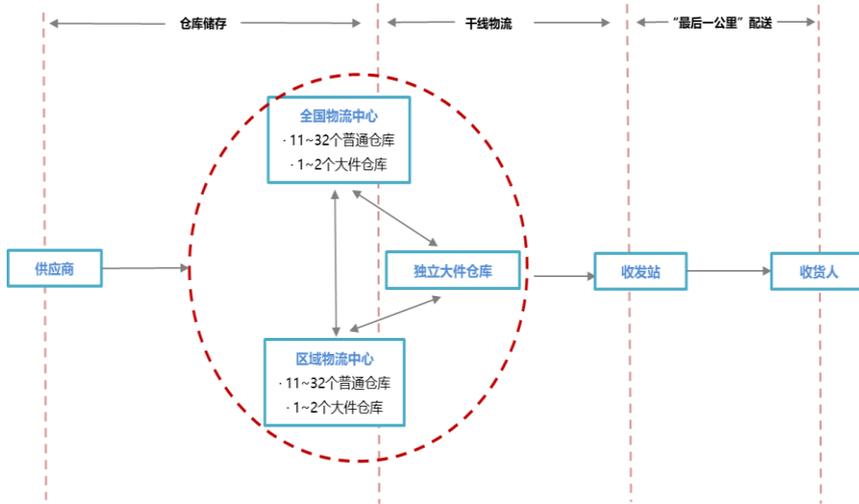
从产业模式来说，“互联网+流通”的升级促进电商自建物流、快递、供应链等模式不断优化。基于品牌商靠近终端消费者的诉求不断加强背景下，零售产业的中间渠道逐步被压缩，供应链条越来越短，物流成为触达终端消费者非常重要的环节，所以原来链条上的附加服务将更多地由物流来替代。而且在消费者“一体化”物流服务的需求下，分散的、碎片化的物流服务将加速整合，数据、服务质量以及客户体验均需要统一。

首先，电商自建物流呈现仓储、干线、最后一公里产业链“一体化”整合趋势。首先，就电商自建物流来说，京东、苏宁电商的物流优势就是其一直致力于建设仓干配“一体化”物流体系，保证极速的物流体验；而阿里巴巴近两年也通过菜鸟物流建设仓配网络且整合干线和配送体系。

现阶段京东已经建立起全国范围内的仓干配“一体化”物流体系。京东自2007年开始大力自建物流体系，目前京东全国物流网络基本建设完成，由全国物流中心、

区域物流中心、独立仓库以及收发站组成，其中，全国物流中心包括 11~32 个普通仓库以及 1~2 个大件货品仓库；区域物流中心包括 1~2 个存放周转快和需求大的商品的仓库以及 1 个大件货品仓库；独立仓库主要用来存放大件货品；收发站用来收取客户退换货件以及处理现场支付情况，派发站主要用来完成客户的“最后一公里”配送。

图 35: 京东电商物流仓储配送模式



数据来源：公司公告，东北证券

菜鸟通过在建仓储以及整合仓干配公司建立了新型仓干配“一体化”物流体系。阿里巴巴通过自建和投资物流企业搭建了全国仓储体系，目前，其自建仓储面积估计 100 万平方米左右，加上投资合作伙伴的仓储面积峰值超过 500 万平方米，与京东的 700 万平方米仓储面积水平接近，菜鸟的仓储合作伙伴主要包括苏宁、心怡、百世云仓、日日顺等；菜鸟干线物流主要通过和百世快运、德邦、华宇、佳吉专线等物流企业合作，目前，菜鸟网络的合伙运输车辆达到 23 万辆，核心骨干分仓网络 8 个，重要仓配网络超过 80 个；菜鸟配送物流主要通过和三通一达、百世快递、顺丰、EMS 等快递公司合作，已覆盖中国 70% 的快递包裹配送数据，配送范围覆盖了我国 2800 个国内区县。

图 36: 菜鸟网络仓干配布局及数据资金支持



数据来源：公开资料整理，东北证券

表 3: 京东、苏宁、阿里、国美、聚美及唯品会电商物流模式对比

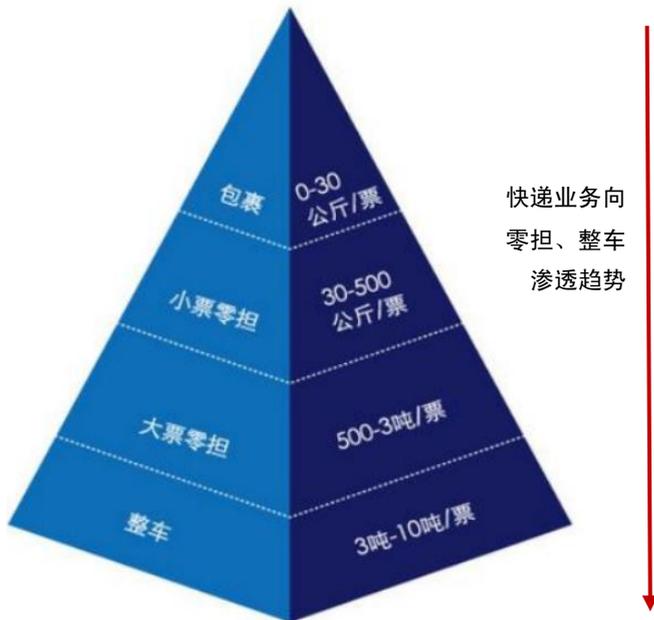
公司	运营模式	仓配物流网络	自建 (2016年)	租赁 (2016年)	干线物流	“最后一公里 配送”模式
京东	自营 56.5%GMV 占比	自有	47.8 万平方米	512.2 万平方米	自建+外包 (大运输量的路线为自建)	自有(偏远地区采用第三方)
苏宁云商	线上 GMV 占比 54% (线上自营占比 42%、线上第三方平台占比 12.5%)	自有(2017年4月完成天天快递70%的收购)	超过 400 万平方米	约 180 万平方米	自建+外包	自有
阿里巴巴	第三方平台	菜鸟开始自建仓库	7+万平方米	-	-	-
国美	自营+第三方平台	自有	300+万平方米	-	自建+外包	第三方外包
聚美优品	自营 98.4%收入占比	自有	100 万平方米左右	-	外包	第三方外包
唯品会	第三方平台	自有	120 万平方米	80 万平方米	外包	自有 90%; 第三方 10% (EMS、顺丰等)

数据来源：公司公告，公开资料整理，东北证券

其次，快递行业仍然具有“仓干配”一体化趋势。就干线物流拓展来说，随着其资本逐渐雄厚、物流管理能力提高、电商末端快递件增速逐渐放缓，以“通达系”为代表的快递行业开始拓展干线物流，目前主要体现为小票零担，长期具有继续向大票零担、整车业务拓展的空间；就仓储布局来说，顺丰以及“通达系”均开始重视仓储布局，截至 2016 年底，顺丰快递总规划建筑面积达到 212.7 万平方米，已建成建筑面积达到 76.4 万平方米，未来其物流场地资源将逐步覆盖全国区域；韵达快递

2016 年底可利用仓储面积达到 70 万平米，公司致力于拓展仓配一体化物流服务；百世快递拥有超过 200 万平米的仓储。

图 37: 公路运输分类及快递业务拓展趋势



数据来源：公开资料整理，东北证券

表 4: 快递拓展快运及仓储事件汇总

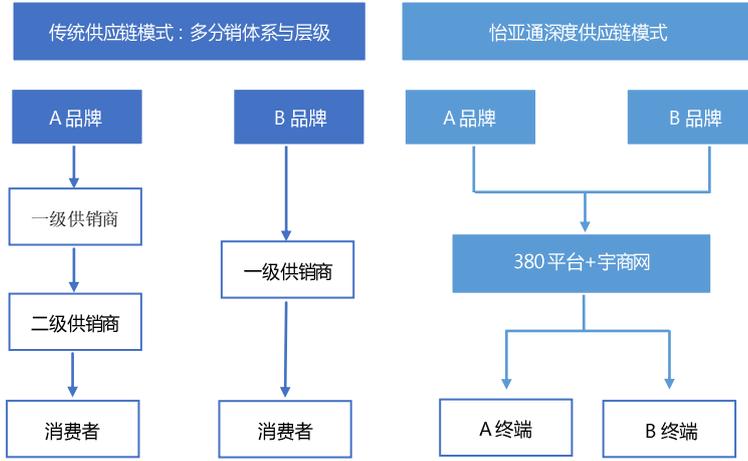
方向	企业名称	时间	事件
快递向快运跨界	顺风	2014 年	推出“物流普运”业务，开始涉足快运业务。7 个月后，顺风“行邮专列”上线
	中通	2016 年	启动全国快运招商加盟，开展零担和快运业务
	韵达	2017 年	启动全国快运招商加盟
	圆通	2017 年	圆通试运行圆通快运，聘用零担快运领域多位高管
快递拓展仓储业务	百世	2010 年	百世集团下的百世供应链正式启动百世云仓(CLOUD OFC)产品计划
	圆通	2014 年	正式发力布局仓储，截至 2014 年 3 月圆通在 12 个城市完成仓储建设，总计 10 万平米
	顺丰	2015 年	顺丰仓配在全国范围推出“云仓即日”、“云仓次日”时效性服务
	宅急送	2015 年	2015 年 10 月宅急送在全国 42 城市布局了 74 个云仓，仓储面积也由 2014 年的 30 万平方米增长到现在的 50 万平方米，“宅·云仓”产品正式推出
	中通	2016 年	2016 年 1 月，南极人率先入驻中通在合肥的易坤仓储

数据来源：公开资料整理，东北证券

最后，电子、医疗器械、消费品、大宗品等大型供应链企业在仓干配服务基础上拓展新业务模式。传统供应链企业可以为客户提供从采购到仓储再到运输配送仓配一体化服务，其与电商物流的区别在于业务上下游主要对接 B 端客户，电商物流终端需要对接 C 端客户。在“互联网+”大趋势下，供应链行业在传统仓干配服务的基础上进行升级，以怡亚通、外运发展为代表，其中，怡亚通通过建立“380 平

台+宇商网”打通了从生产商到零售商中间的流通环节，为上下游客户提供了采购与分销的一整套解决方案；外运发展近两年在传统货运代理和速递业务基础上开始介入“跨境电商”物流布局，目前公司已经与国内多家重要电商平台展开战略合作，提供全方位的跨境物流服务。

图 38: 怡亚通深度供应链模式与传统模式对比



数据来源：公司公告，东北证券

4.2.3. 物流行业迎来技术全面升级

从技术能力方面来讲，以前集装箱、自动化设备等物流技术的发展均对物流行业产生了根本性的影响。未来，技术对物流的改变主要体现在三方面。其一，无人驾驶、无人仓等智能设备将在下一阶段极大地促进物流行业发展——提高效率、降低错误率；其二，大数据和互联网会改变物流协同的方式，目前货车帮、运满满、新达达等创业物流企业均在做这些尝试；其三，人工智能将全链条优化物流。

无人仓、无人驾驶等智能设备成为物流行业下一阶段升级的必备技术，目前京东、苏宁等电商的物流智能设备发展领先。

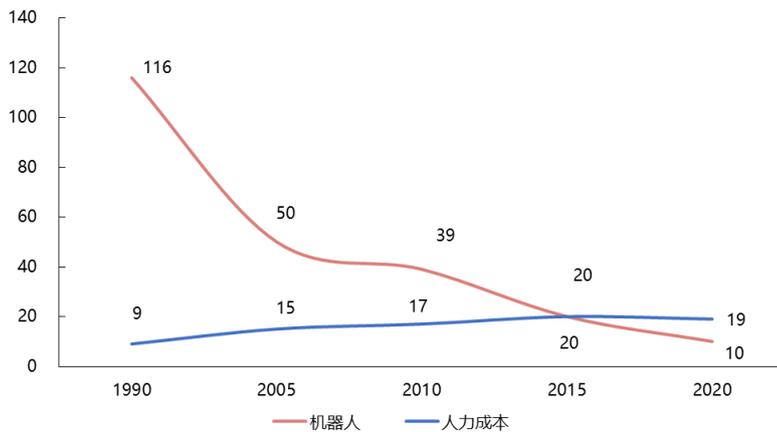
就无人仓来说，无人仓中的智能技术具体体现为数据感知、机器人融入以及算法指导生产，目前大部分仓库正处于第一阶段升级——自动化，即从人工作业仓库向高自动化的仓库转化，以京东的“亚洲一号”、苏宁的“雨花物流基地”为代表；而最先进技术仓库已经进入第二阶段升级——无人仓，即高自动化的仓库向智能无人仓库转化，以京东 2017 年 10 月投入使用的无人仓为代表。

表 5: 京东亚洲一号与苏宁云仓对比

仓库名称	面积	仓库类型	处理能力	差异化
亚洲一号	47.8 万平米	投入运行的一期定位为中小件商品仓库	上海地区 10 万平米的亚洲一号日出货量峰值可达 20 万件/天；分拣能力超过 4 万件/小时	智能技术主要体现在自动存取、高速分拣等仓储物流技术
苏宁云仓	20 万平米	分为 5 个仓库，包括小件商品、中件商品、异形品、贵重品和温控商品	可储存 100 万 SKU，容纳 2000 万件商品，日处理包裹可达 181 万件，拣选效率每人每小时可达 1200 件	南京云仓以“货到人”系统为核心；上海云仓以“AGV 机器人”为核心

数据来源：公开资料整理，东北证券

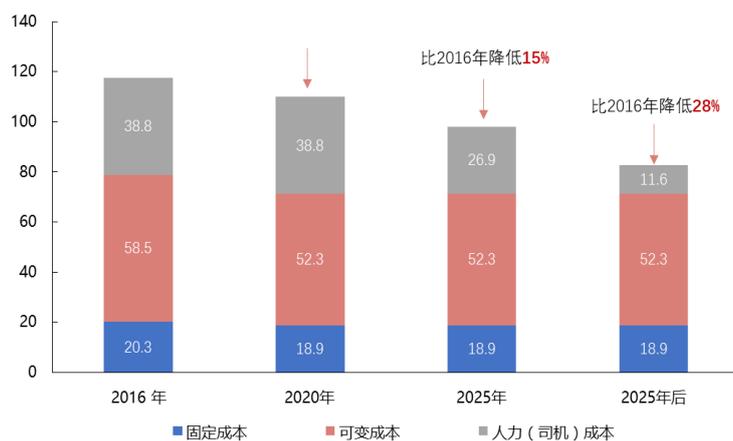
图 1: 机器人 vs 人工单位时间成本(欧元/小时, 法国)



注: 1) 机器人成本——在比较时不考虑技术能力, 基于工业机器人成本的发展变化; 2) 人工成本——基于法国最低小时工资的发展变化
数据来源: 国际机器人联合会、法国国家统计局、欧盟统计局、罗兰贝格研究, 东北证券

就无人驾驶来说, 未来随着无人驾驶物流车技术的成熟, 物流行业将面临效率的极大提升以及成本的节约。根据英特尔和分析公司 Strategy Analytics 的最新报告, 到 2050 年, 与无人驾驶汽车相关的经济活动可能会导致价值 7 万亿美元“客运经济”, 其中, 无人驾驶汽车提供的快递和商业物流服务规模将达到约 3 万亿美元, 但是无人驾驶何时能够正式投入社会使用且多大程度替代传统汽车均存在很大不确定性。

图 39: 自动驾驶车辆对公路运输成本的影响(千欧/每辆)



注: 图表中成本基数为欧洲卡车年平均运营里程为 14 万公里时的运营成本, 预测的成本包括了自动化技术产生的额外投资及运营成本。
数据来源: 普华永道, 东北证券

大数据和互联网将会持续改变物流协同的方式, 菜鸟网络以及货车帮、运满满、货拉拉、新达达等创业物流企业受益明显。

菜鸟网络将为电商和物流企业搭建起“天网+地网+人网”三网合一的物流服务平台。其中, 天网即是大数据和互联网技术在物流领域的极致运用, 它是一个

物流数据平台及数据工具，将打通阿里电商体系、物流公司、商家、消费者之间的数据分享平台。用户通过天猫、淘宝、速卖通等阿里电商及相关产业平台产生的商流订单从而驱动菜鸟物流系统，将订单数据与物流数据融合形成天网——数据驱动。最后通过天网最优化地网（仓干配网络）以及人网（物流人员体系）效率和成本。

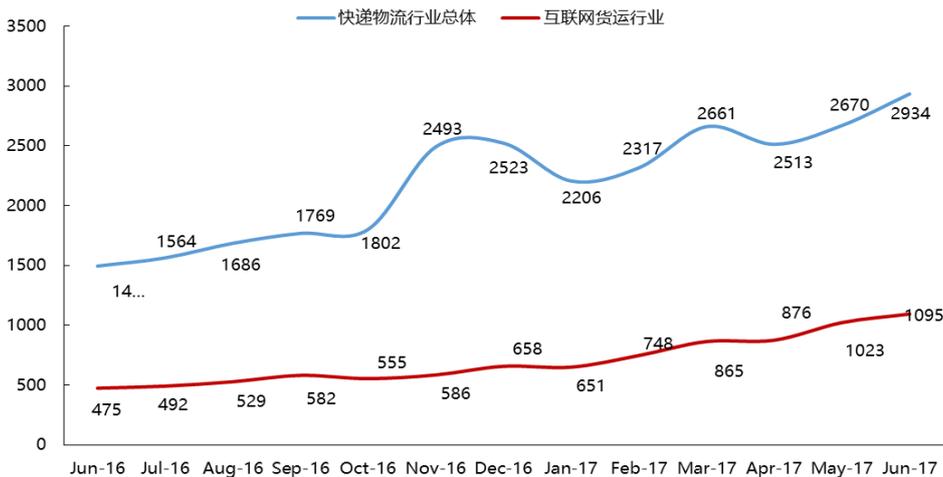
图 40: 菜鸟网络天网地网人网介绍

	主要组成	主要功能	主要意义
 <p>天网 电子数据 数据交换</p>	阿里 / 菜鸟系统 商家后台系统 合作伙伴系统 ISV应用	连接	为社会物流资源搭建协同作业平台
 <p>地网 物流服务</p>	224个国家 23万辆车 3000家合作伙伴 2800个县 609万条专业线路	仓储+运力	调配社会物流资源
 <p>人网 服务载体</p>	170万快递员 3000家合作伙伴	调配社会人力资源	用户终端服务

数据来源：阿里研究院，东北证券

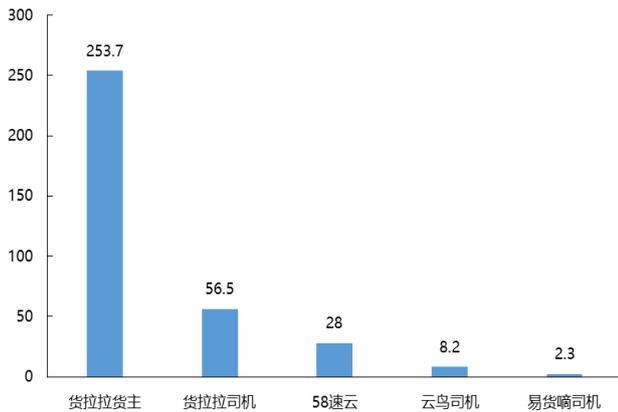
货车帮、运满满、货拉拉、新达达等创业公司是大数据以及互联网技术对传统公路运输改革升级的完美体现。我国公路运输行业一直存在“小、散、乱、差”的问题，自 2013 年以来“互联网”方式介入后，虚拟车货匹配公司陆续出现，利用 web、APP 等线上平台整合货主、车主需求信息，然后为货主提供有针对性的解决方案，该领域以货车帮、运满满、货拉拉为代表；伴随着 O2O 服务模式的诞生，即时配送成为依托互联网商业需求应运而生的同城配送服务行业，以新达达、美团众包为代表。

图 41: 移动互联网快递物流行业及互联网货运行业应用用户规模（万）



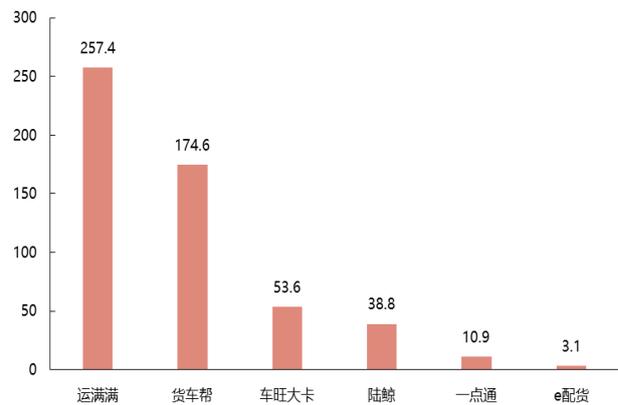
数据来源：QestionMobile TRUTH 数据库，东北证券

图 42: 2017 年 6 月同城物流行业热门 APP 用户规模 (万)



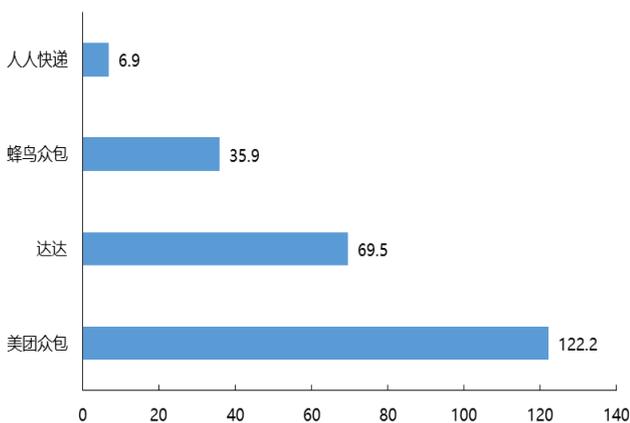
数据来源: QestionMobile TRUTH 数据库, 东北证券

图 43: 2017 年 6 月干线物流行业主要企业 APP 用户规模 (万)



数据来源: QestionMobile TRUTH 数据库, 东北证券

图 44: 2017 年 7 月即时配送市场主流厂商移动 app 活跃用户 (万)



数据来源: 罗兰贝格, 易观, 东北证券

图 45: 2012-2019 年即时物流行业订单量 (亿)



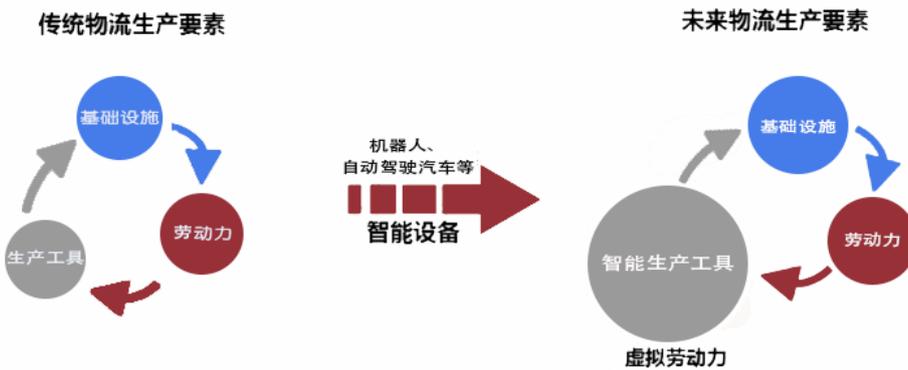
数据来源: 艾瑞咨询, 东北证券

人工智能将全链条优化物流。随着人工智能的广泛应用,一些物流公司的创始者们纷纷尝试利用人工智能技术优化物流环节,提高物流效率。物流数据服务公司 G7、菜鸟网络、京东物流等知名物流公司均已经纷纷尝试利用人工智能技术优化物流环节,提高物流效率。其中,物流数据服务公司 G7 打造精细化智能管车系统,通过精细化的数据监控,为用户带来更好的服务体验;阿里巴巴旗下菜鸟网络,开发出配送机器人菜鸟小 G,有助于解决最后一公里配送难题;京东推出无人机、无人仓等,既改变了物流行业传统的配送方式,也大大提高了物流效率。

人工智能对物流链条的优化未来主要体现在智能设备重组物流生产要素、智能计算重构物流运作流程以及区块链改变物流契约规则。

智能设备重组物流生产要素:物流最基本三大生产要素基础设施、生产工具和劳动力。伴随着机器人、自动驾驶汽车等智能化设备的普及和运用,智能生产工具替代现有生产工具和大量劳动力,形成了新的物流生产要素结构。

图 46: 传统物流生产要素与未来物流生产要素对比



数据来源：公开资料整理，东北证券

智能计算重构物流运作流程：目前，由于生产车间经车辆运输到园区和配送中心，最后到客户的过程涉及到的参与方非常多，所以出现了专业的第三方物流，整个物流服务流程一个串行的过程。随着人工智能发展，这个串行过程可能被分解为若干个并行过程，通过在设备、车辆上装上人脑芯片等人工智能产品可实现每个物流链环节的同时运作准备，形成无缝连接。

区块链改变物流契约规则：当人工智能来临，区块链技术将搭建新的计算机协议主体结构，帮助人工智能社会实现契约管理。区块链具有高度透明、去中心化、去信任、集体维护、匿名等性质，本质上是一个去中心化的分布式记账数据库。现实世界中由于信息不对称，我们需要通过一个中介机构来解决交易双方信任问题，互联网的出现大大降低了信息不对称程度，从而各种设备接入开放式集中云，未来将去中心化和中介化，实现点到点直接连接。

图 47: 区块链未来对物流的影响



数据来源：公开资料整理，东北证券

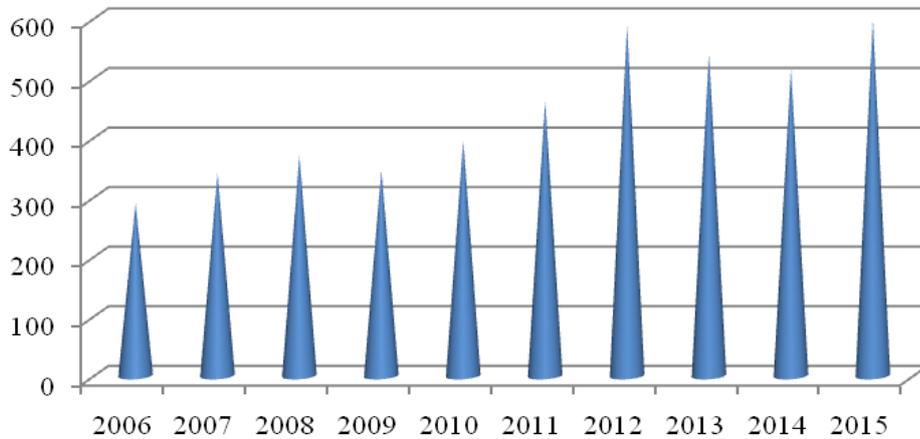
5. 机场启动新一轮免税店签约，机场免税发展向好

5.1. 中国免税行业发展正当时

伴随经济全球化和全球的经济复苏，全球客运与旅游行业发展迅速，免税行业受益明显。目前全球有超过两千家公司在世界各地经营着各类免税店，免税市场从

最初以烟草、酒水类产品发展到现在有上千家供应商提供各种免税商品。

图 48: 全球免税行业规模 (亿美元)



数据来源: 东北证券, 国际航空运输协会

5.1.1. 中国免税行业发展现状

目前我国有 5 家获准在口岸和市内经营免税品业务的企业, 主要包括中国国旅旗下的中免集团、珠海特区免税品公司 (珠免集团)、深圳特区免税品公司 (深免集团)、海南省免税品有限公司 (海免集团) 和日上免税行, 而中免集团是唯一一家可以在全国范围内开展免税业务的国有专营公司。日上免税行是经中国政府批准的专业经营机场免税店的外资企业。目前, 在北京首都国际机场和上海国际机场开设有出境和进境免税店。

表 6: 我国主要免税企业简介

公司名称	简介
中免集团	唯一一家可以再全国范围内开展免税业务的国有专营公司; 主要经营北京、上海机场以外的机场和口岸免税品业务。
珠海特区免税品公司 (珠免集团)	主要在本市范围内从事免税品经营业务
深圳特区免税品公司 (深免集团)	主要在本市范围内从事免税品经营业务
海南省免税品有限公司 (海免集团)	在海南省范围内开展经营离岛免税品、建设免税店等相关业务
日上免税行	经中国政府批准的专业经营机场免税店的外资企业; 主要经营北京、上海国际机场的进出境免税品业务。

数据来源: 东北证券

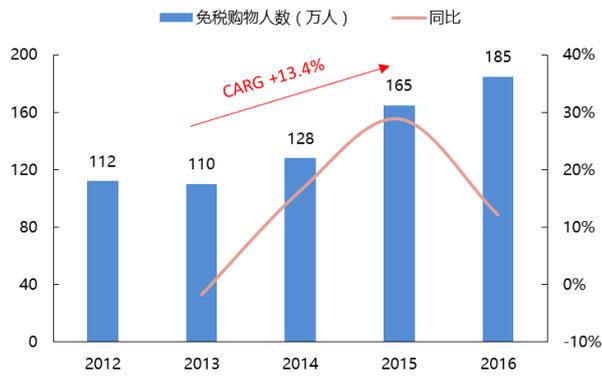
免税店开设资质要求高, 审批环节繁琐。相关政策需要在保护外资企业品牌、国家税收和国内消费者之间取得平衡。免税店过多会损害外国企业在国内的正常经营, 同时减少国家税收, 口岸进境免税店一般由机场或其他招标人通过招标方式确定经营主体。

随着全球化和国际贸易的加强, 全球旅游行业得以迅速发展, 免税行业成为全球经济的重要发展点。我国免税品经营属国家特许行业, 因此有严格控制, 目前未考虑在其他批准设立新的免税品经营公司, 现有五家免税公司, 不存在进入者的竞

争；由于离岛免税政策是国家赋予海南省的一项独有性政策，具有离岛经营资格的中免集团有特有的竞争优势。

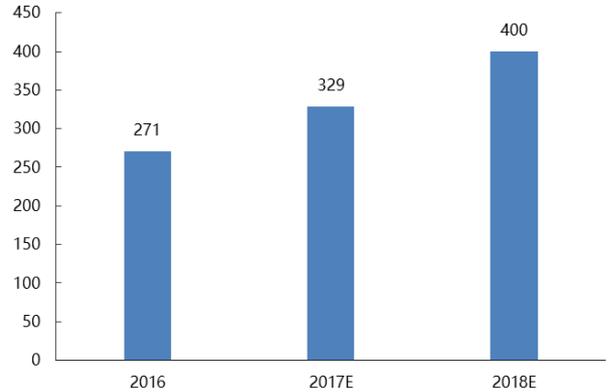
中国的免税市场起步较晚，未来随着中高端收入人群资产增值和消费升级将助力中国免税市场增长。2016年中国免税市场规模约为271亿元，根据行业专家的预测，到2018年中国大陆的免税市场规模有望达到400亿元，未来年复合增速将超过20%。

图 49: 中国免税购物人次



数据来源：商务部，东北证券

图 50: 中国免税市场规模预测 (亿元)

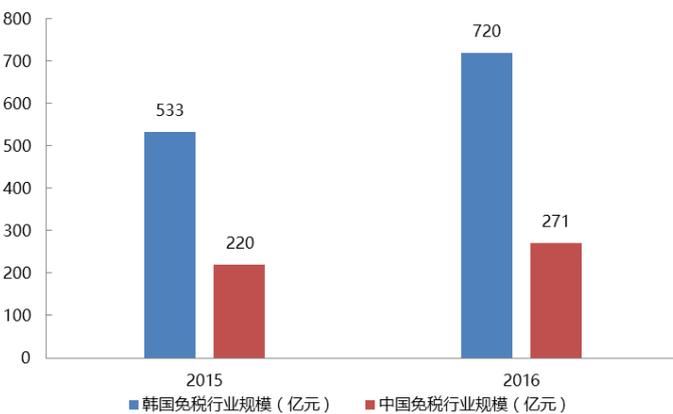


数据来源：市场调研，东北证券

5.1.2. 中韩免税行业规模差距仍然巨大

虽然中国的免税行业规模扩张迅速，但是与韩国相比，仍然还有巨大的差距。2016年，韩国免税行业规模为720亿元，中国免税行业的规模271亿元，仅为韩国的37.62%，而韩国仅乐天一家销售规模就达到353亿元，是中国免税龙头中免公司87.8亿元的4倍。2015年韩国免税店整体销售额约为553亿元，其中仅中国游客就贡献了304亿元，占52%，远超中国整体的免税行业规模。可见中国的免税行业与韩国相比仍有巨大成长空间。

图 51: 中韩免税行业规模对比



数据来源：东北证券

5.2. 免税行业新格局正在形成

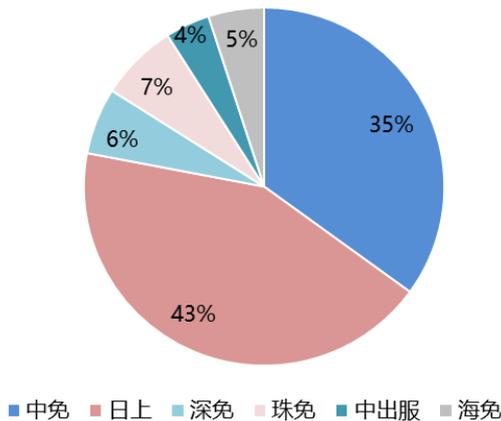
5.2.1. 国内市场基本呈现双寡头格局

2015年，中国免税市场的格局基本为中免和日上的双寡头格局，中免占据了35%的市场，日上占据了43%的市场，而剩下的公司均不超过7%。而且他们的营业

区域受到各自牌照的限制。

在经营范围上，中免是唯一一家可以再全国范围内开展免税业务的国有专营公司，也是唯一一家能设立出境口岸免税品分公司和免税店的公司；中免和中出服是唯一二经国务院授权在全国范围内经营免税业务的国有专营公司；而日上免税行是经中国政府批准的专业经营机场免税店的外资企业，目前，在北京首都国际机场和上海国际机场开设有出境和入境免税店；深免、珠免、海免仅在各自区域有经营权。

图 52：2015 中国免税市场竞争格局市占率



数据来源：东北证券，公开资料整理

5.2.2. 中免收购日上，强强联手提高议价能力，改变市场格局

2017 年 3 月，公司全资子公司中免公司与日上上海和日上集团共同签署了《关于日上免税行（中国）有限公司股权转让的协议》（以下简称“协议”或“本协议”），中免公司以人民币 3,882 万元受让日上上海、日上集团合计持有的日上中国（即日上免税行在北京地区的业务公司）51%的股权。

此次收购将弥补中免公司在交通枢纽方面的不足，使公司免税业务市场份额得到进一步提升。将有助于中免公司和日上中国利用各自优势，发挥协同效应，产品互补，减少经营风险，提高经济效益，对中免公司未来经营业绩产生积极影响。

5.2.3. 多地区机场免税店招标，中免成最大赢家

2015 年 4 月 28 日国务院第 90 次常务会议决定，增设和恢复口岸进境免税店，同意在广州白云、杭州萧山、成都双流、青岛流亭、南京禄口、深圳宝安、昆明长水、重庆江北、天津滨海、大连周水子、沈阳桃仙、西安咸阳和乌鲁木齐地窝堡等机场口岸，深圳福田、皇岗、沙头角、文锦渡口岸，珠海闸口岸，黑河口岸等水陆口岸各设 1 家口岸进境免税店

目前已经有 11 家机场完成了招标，未来还会有 8 家确定陆续开始招标。在目前已有的 11 家完成招标的机场中，中免公司中标了其中的六家，体现了其强大的议价能力。

表 7: 我国主要机场招标情况

招标机场	中标公司	16 年国际旅客 (万人次)	中标保底租金 (万元/年)	中标提成比例	租金方式
西安/咸阳	深免	200	885	8%	保底+提成
重庆/江北	中出服	240	1373	27%	保底、提成取高
昆明/长水	中免集团	278	619	9%	保底+提成
广州/白云	中免集团	1400	T2 启用前: 15180 T2 启用后: 29676	T2 启用前: 39% T2 启用后: 42%	保底、提成取高
成都/双流	中免集团	428			
青岛/流亭	中免集团	300			
南京/禄口	中免集团	275	3300	33%	保底、提成取高
乌鲁木齐/地窝堡	中免集团	120			
天津/滨海	珠免	279	6000	39%	保底、提成取高
大连/周水子	中出服	180	2159	34%	保底、提成取高
深圳/宝安(第 2 轮)	深免	307			

数据来源: 东北证券

5.2.4. 中免日上联手拿下首都机场、浦东机场竞标可期

2017 年 7 月 4 日,中免公司首都机场国际区免税业务招标项目第一标段中标人,首年保底经营费用 83,000.00 万元,销售额提取比例为 47.5%。日上免税行(中国)有限公司(以下简称“日上免税行”)为首都机场国际区免税业务招标项目第二标段中标人,首年保底经营费用 220,000.00 万元,销售额提取比例为 43.5%。

浦东机场招标在即,免税格局预计进一步优化整合。中免参股日上(中国)51%股权,成为免税市场最大竞标者。目前浦东机场和虹桥机场国际区的免税都由日上免税行经营,其免税牌照将于 2018 年到期;此前日上免税行(上海)已由外资独资变为中外合资,未来免税市场格局能否优化整合值得期待。

2015 年浦东机场免税规模约 45 亿,2016 首都机场免税规模 44.27 亿,未来随着免税产品的增加和客流量的增长,这两个机场的免税店将为中标的公司带来巨大的规模增长空间。

表 8: 2016 年中国主要机场吞吐量情况

机场	旅客吞吐量 (万人次)			起降架次 (架次)		
	本期完成	上年同期	同比 增速%	本期完成	上年同期	同比 增速%
北京/首都	94,393,454	89,939,049	5.0	606,081	590,199	2.7
上海/浦东	66,002,414	60,098,073	9.8	479,902	449,171	6.8
广州/白云	59,732,147	55,201,915	8.2	435,231	409,679	6.2
成都/双流	46,039,037	42,239,468	9.0	319,382	293,643	8.8
昆明/长水	41,980,339	37,523,098	11.9	325,934	300,406	8.5
深圳/宝安	41,975,090	39,721,619	5.7	318,582	305,461	4.3
上海/虹桥	40,460,135	39,090,865	3.5	261,981	256,603	2.1
西安/咸阳	36,994,506	32,970,215	12.2	291,027	267,102	9.0
重庆/江北	35,888,819	32,402,196	10.8	276,807	255,414	8.4
杭州/萧山	31,594,959	28,354,435	11.4	251,048	232,079	8.2
厦门/高崎	22,737,610	21,814,244	4.2	183,546	180,112	1.9
南京/禄口	22,357,998	19,163,768	16.7	187,968	166,858	12.7
长沙/黄花	21,296,675	18,715,278	13.8	167,910	153,367	9.5
武汉/天河	20,771,564	18,942,038	9.7	175,669	164,524	6.8
郑州/新郑	20,763,217	17,297,385	20.0	178,054	154,468	15.3
青岛/流亭	20,505,038	18,202,085	12.7	168,537	155,483	8.4
乌鲁木齐/地窝堡	20,200,767	18,506,463	9.2	162,265	153,097	6.0
海口/美兰	18,803,848	16,167,004	16.3	135,523	121,825	11.2
三亚/凤凰	17,369,550	16,191,930	7.3	114,581	108,532	5.6
天津/滨海	16,871,889	14,314,322	17.9	143,822	125,693	14.4
哈尔滨/太平	16,267,130	14,054,357	15.7	122,282	108,428	12.8
大连/周水子	15,258,209	14,154,130	7.8	127,680	117,794	8.4

数据来源: 东北证券, 公开资料整理

5.2.5. 中免中标香港机场, 持续扩大规模

2017 年 4 月 5 日中免下属中免-拉格代尔有限公司确认中标香港机场烟酒段经营牌照, 经营期限从 2017 年 11 月 18 日至 2024 年 9 月 30 日。香港国际机场旅客吞吐量呈现稳步提升趋势, 2016 年达到 7050.80 万人; 旅客吞吐量稳中有升为机场提供潜在免税商品消费者。

表 9: 香港机场免税店规模情况

	2015	2016	2017E	2018E
香港机场免税收入 (亿元)	60.00	61.80	63.65	65.56
YOY	3%	3%	3%	3%
其中: 烟酒段	24.00	24.70	25.46	26.23

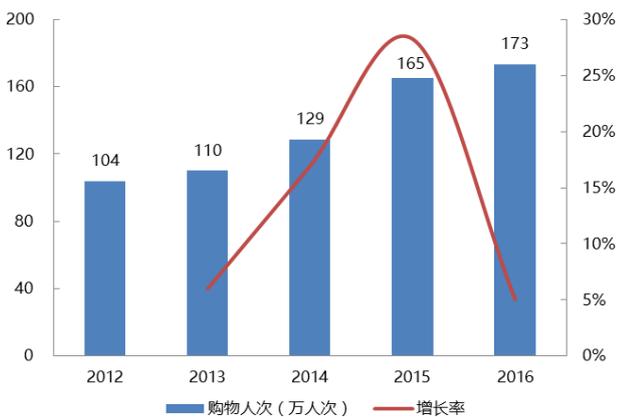
数据来源: 东北证券

5.3. 多因素推动离岛免税增长强劲

5.3.1. 离岛免税规模快速增长

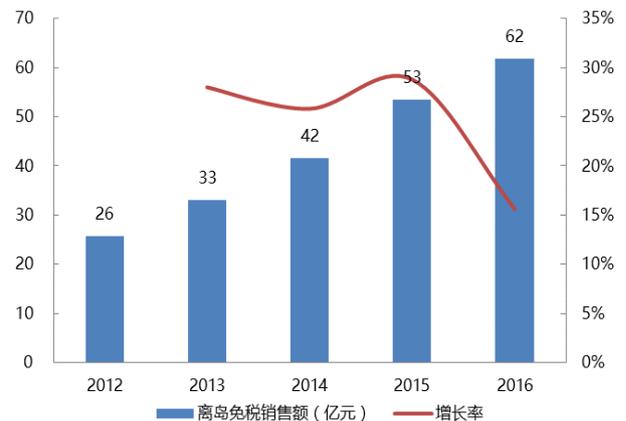
离岛免税市场发展势头最为强劲，2016年中国的离岛免税市场销售收入为61.82亿元，同比增长15.62%，2012-2016年中国离岛免税市场销售收入复合增长率达到27%。2016年全年的离岛免税购物人数累计173万人次，同比增长5%，之前三年的增速分别为6.00%、16.95%和28.26%。2016年的增速相比较之前几年略有回落，这主要由于国家旅游局的监管肃清了海南旅游之前的一系列价格等问题这使得2016年成为了海南旅游的低点，但是随着未来国家和当地政府对海南旅游发展的重视和海南各大旅游景区的建设，从2017年海南旅游表现来看目前维持在20%左右高增速，预计未来几年的游客人数增速会重新上升。

图 53: 我国离岛免税购物人次



数据来源：商务部，东北证券

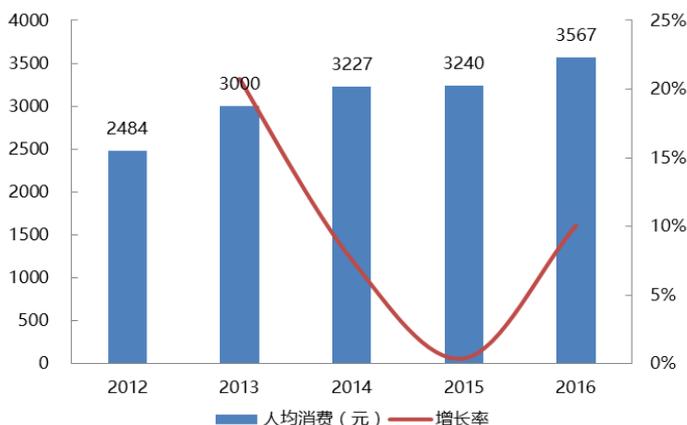
图 54: 我国离岛免税销售额



数据来源：商务部，东北证券

2016年离岛人均免税消费额为3566.81元，同比增长10.09%。2016年的人均免税消费额的增长主要是因为消费额度的免税政策放开，从每人每年8000元的消费额度提升到每人每年16000元的额度，政策层面刺激了人均消费水平。预计随着消费额度的放开和居民收入的持续增长和对奢侈品的需求提升，未来人均消费仍将保持两位数的增长速度。

图 55: 我国离岛免税人均消费

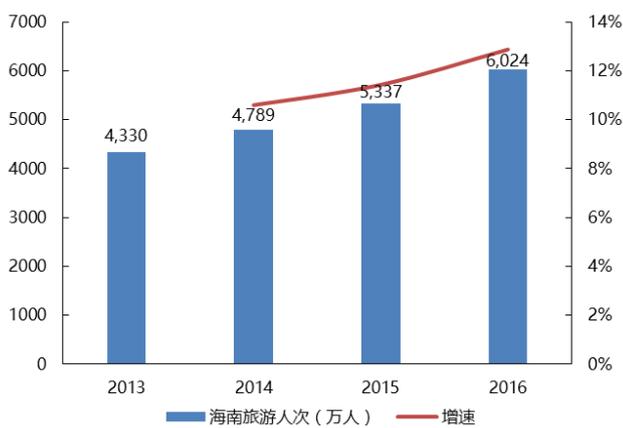


数据来源：商务部，Wind

5.3.2. 海南旅游繁荣发展

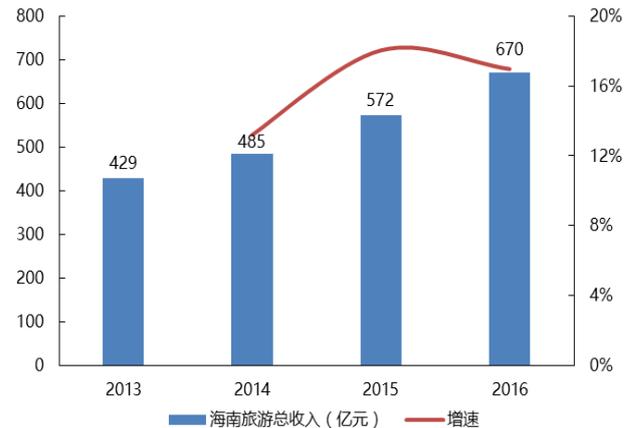
海南旅游市场繁荣发展，2016年海南省共接待游客6023.67万人次，同比增长12.88%，超额完成了年初海南省旅游市场工作会议制定的全年接待游客5869万人次，增长10%的目标。2016年海南省共实现旅游总收入669.62亿元，同比增长16.97%。过去三年海南省的旅游收入一直保持两位数以上的增长，且增速高于全国旅游行业增速，可见作为一个旅游大省，在近年来国内外诸多不稳定因素的影响下，海南的旅游业发展仍然非常繁荣。同时，海南省正处于旅游业转型升级、提质增效的关键时期，领导对旅游业的发展非常重视，近几年海南将重点打造海洋旅游、康养旅游、会展旅游、乡村旅游、文体旅游、婚庆蜜月旅游六类旅游产品。

图 56: 2013-2016 年海南旅游人次



数据来源：海南统计局，东北证券

图 57: 2013-2016 年海南旅游总收入



数据来源：海南统计局，东北证券

三亚作为海南省具有热带海滨风景特色的国际旅游城市，也是海南省旅游建设的重中之重，根据三亚统计信息网公布的数据，2015年，三亚旅游人数为1495.73万人次，同比增长10.57%；实现旅游总收入302亿元，同比增长11.85%，均保持两位数增长，增速平稳。

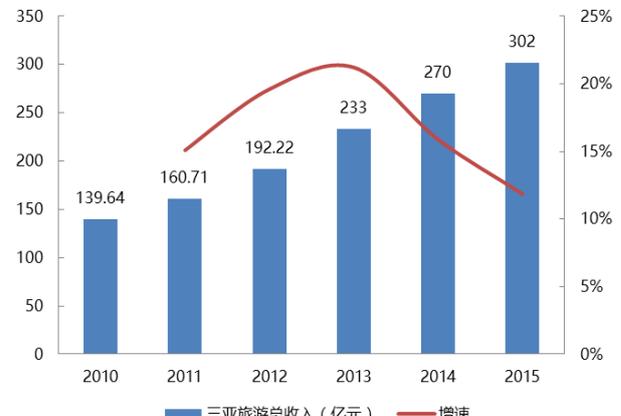
三亚目前正在建设的重大旅游项目众多，除了中免集团的免税城，还要复兴集团的亚特兰蒂斯，以及海昌海洋公园的海棠湾，预计未来各大项目在建设完成后，会共同拉动三亚的旅游发展，未来前景广阔。

图 58: 三亚旅游人次



数据来源：三亚统计信息网，东北证券

图 59: 三亚旅游总收入



数据来源：三亚统计信息网，东北证券

5.4. 政策不断放开，建省 30 周年之际期待新突破

2011 年国家赋予了海南离岛免税政策，首个室内免税店正式开放。随后的几年之中，财政部不断对政策进行了调整，购物限额从 5000 元升至了 16000 元，购物种类由最初的 18 种扩大到 38 种，购物适用对象增加了铁路离岛旅客人群。这些政策的不断放开推动了离岛免税市场的不断发展。

表 10: 离岛免税政策变化调整情况

政策时间	政策名称	政策内容
2011 年 3 月	《开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	购物限额 5000 元，非岛内居民每年限购 2 次，岛内居民每年限购一次。
2012 年 10 月	第一次调整	购物限额提高到 8000 元，增加美容等 3 类商品品种。
2015 年 3 月	第二次调整	增加婴儿配方奶粉等 17 种商品品种，放款 10 种商品的单品购物数量限制
2016 年 2 月	第三次调整	购物限额调高到 16000 元，非岛内居民购物次数不限，统一开设网上销售窗口
2017 年 1 月	第四次调整	将海南铁路离岛旅客纳入离岛免税政策适用对象范围

数据来源：东北证券

2017 年正值海南建省 30 周年之际，国家也组织了全国人大、国务院、发改委、财政部综合牵头组建调研组来海南进行综合调研，离岛免税业务作为调研的重点，内容是离岛免税对国际旅游岛建设的促进作用。海南省的主要领导和调研组也进行了交流，希望国家在海南建省 30 周年这个契机上给予海南一些政策支持。中央的领导在会上作出表示，因为之前的免税政策出台较慢，中央有想法在未来政策能够取得一次性突破而不是慢慢突破。因此，可以期待未来在海南有重大的离岛免税政策出台。

6. 投资建议

6.1. 宝尊电商：服务壁垒深厚，品牌电商龙头有望整合市场

品牌电商行业处于快速发展的红利期。在消费升级、品牌触网（尤其是品牌方开始着力发展线上官方渠道）以及第三方平台大力发展 B2C 的背景下，品牌电商服务业大有可为。目前行业竞争格局碎片化程度较高，宝尊的核心竞争优势赋予其整合市场的能力。宝尊是行业先行龙头企业，代表了行业的发展方向。

宝尊是品牌电商行业龙头，具备进一步整合市场的潜力。宝尊是最早涉足品牌电商领域的公司之一，创始人团队在建立宝尊之前拥有 IT、消费及供应链管理相关经验。相较市场上其他服务商大都仅提供部分服务的模式，宝尊提供端到端的服务，重视 IT 和仓储物流的建设，构建起了核心竞争优势的护城河。其 IT 系统可以实现品牌、渠道和第三方服务商的 IT 系统无缝对接，为品牌提供统一的管理视角，且具备全渠道拓展能力。其仓储物流体系先进而高效，尤其在 B2C 的仓配能力上居于行业领先地位，基于此优势宝尊已经将此业务单独成立全资子公司宝通易捷，为更多品牌提供专业 B2C 仓储物流服务，并且成为菜鸟网络认证合作伙伴。基于宝尊的行业先发优势及核心竞争优势的护城河，宝尊的龙头地位无可撼动，2016 年蝉联天猫六星级服务商，对品牌具备较强的议价能力。由于宝尊龙头地位的凸显，具备资本

和资金实力，在目前行业竞争格局较为分散的初级阶段具备很强的市场整合能力和优势，未来发展空间巨大。

宝尊独特的业务模式使其成为品牌不可替代的合作伙伴。宝尊可以提供 IT 技术服务、店铺运营、数字营销、客户服务和仓储物流等领域的一站式全渠道的服务。并且通过 IT 系统与仓储物流深度绑定品牌客户，成为品牌新零售布局的重要合作伙伴。由于宝尊能够提供的业务无法找到其他服务商替代，品牌自身投入也费时费力没有经济效益，所以品牌的转换成本及风险很高。宝尊通过两端能力的优势突破品类的限制，进行跨品类的经营，未来可以通过现有品牌的强劲内生增长以及新品牌新领域的拓展，持续获得高增长。

模式优化&规模效应，宝尊盈利能力持续提升。一是 GMV 高速增长，主要源于合作的都是各个消费品子行业的龙头品牌，且目前品牌电商渗透率较低，故其内生增长强劲；并且由于公司具备行业内其他公司所不具备的跨品类经营能力，GMV 成长空间可观。二是公司业务重点逐渐转为利润率较高的非经销模式为主，且非经销模式下同品类同模式的收入扣点率（除开季节性的影响）相对稳定且有提升空间，经销模式的毛利率逐年稳步提升，盈利能力持续向好。三是订单履行成本、IT 费用和管理费用形成规模效应，提升公司的利润空间。在公司体量逐渐扩张的过程中还会有效率提升空间。

我们预计 2017-2019 年公司 Non-GAAP 每股收益（稀释）为 4.30、6.68、10.65 元，对应 PE 分别为 48x、31x 和 19x。给予“买入”评级。

表 11: 宝尊电商主要财务数据

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,598	3,390	4,214	5,232	6,509
(+/-)%	64.00%	30.47%	24.29%	24.18%	24.40%
归属母公司净利润	22.48	120.82	260.92	405.16	645.55
(+/-)%	90.13%	150.14%	139.05%	50.45%	55.88%
每股收益 (元)	0.59	2.21	4.30	6.68	10.65
市盈率	349	93	48	31	19
市净率	2.15	3.24	6.97	4.49	2.82

6.2. 跨境通：政策红利保增长，品牌规模筑壁垒

跨境出口电商行业高景气度持续，市场存在整合机会。我国跨境出口零售电商市场规模自 2011 年的 1800 亿元增长至 2016 年的 9200 亿元，年复合增速 38.6%，预计未来 2~3 年该行业仍可维持 20% 左右的高增长。就自营型跨境出口电商市场来说，目前市场竞争处于高度分散状态，龙头企业跨境通将享受行业高增长和市场集中度提升双重利好。

公司“高流量护城河+上游产品控制力”两大龙头优势保增长。公司依托“流量精准营销+打造挖掘爆款”的能力实现自建平台 2015 年的流量爆发，流量增长驱动销售业绩飞速增长，2016 年公司出口电商业务实现收入/净利润分别为 80 亿/4 亿，远远超过行业收入第二名海翼股份的 25 亿/3.2 亿元。目前，跨境通自建平台（服装主站 zaful、sammydress 等以及电子主站 gearbest）有效流量维持较高速增长，且强大的销售渠道和规模帮助公司深度实现对上游供应商的较强控制，保证货品供应以及货品质量，基于龙头优势公司业绩可实现持续高增长。

跨境通的主营出口业务分为三大部分——环球易购服装业务、环球易购电子业务、前海帕拓逊电子业务。环球易购的自建服装主站在 17 年 1 季度完成整顿，2 季度收入将大概率扭转下滑局面实现正增长（16 年 2 季度服装业务受图片侵权问题影响大幅下滑），预计服装出口收入 17 年恢复正增长，18 年实现较高增速；环球易购电子自建网站的有效流量 2017 年上半年持续较高增长，驱动收入高增长，预计电

子出口业务收入 17 年维持 80%~100% 高增长；前海帕拓逊在亚马逊、ebay、速卖通等第三方平台设立的店铺经营稳定，产品评价较好，预计其收入 17 年保持 100% 以上增长。

“规模效应+品牌打造”将塑造公司竞争护城河。基于规模效应，公司物流仓储收入占比及推广费收入占比均呈现下降趋势，公司物流仓储成本占比自 2013 年的 25% 下降至 2016 年的 14.8%，推广成本占比自 2013 年的 20% 下降至 2016 年的 12%，公司盈利能力逐渐提升；跨境通目前为跨境出口行业内少有的“自建平台”销售模式，随着其塑造的平台品牌效应以及收购前海帕拓逊获取的产品品牌效应的逐渐强化，公司竞争壁垒将逐渐清晰。

在跨境出口电商行业高景气度持续且竞争极度分散的背景下，公司处于行业龙头地位，且“流量+品牌”的相对竞争优势明显，我们持续看好公司未来精细化管理模式下跨境出口业务内生高增长，以及规模效应带来的运营成本下降，预计 2017-2019 年公司 EPS 0.54、0.97、1.37 元，对应 PE 分别为 36x、20x 和 14x，我们给予“买入”评级。

表 12: 跨境通主要财务数据

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,961	8,537	16,537	24,476	31,671
(+/-)%	370.51%	115.53%	93.71%	48.01%	29.39%
归属母公司净利润	168	394	778	1,389	1,967
(+/-)%	403.39%	133.85%	97.49%	78.57%	41.64%
每股收益 (元)	0.26	0.28	0.54	0.97	1.37
市盈率	74	69	36	20	14
市净率	7.29	7.86	5.05	4.18	3.37

6.3. 苏宁云商：O2O 转型初见成效，各板块协同推进

经营改善初见端倪，引入阿里强强联合。苏宁 2015、2016 和 2017H1 营业收入增速分别为 24.44%、9.62% 和 21.87%，相比于前三年明显提速。从扣非归母净利润方面看，公司从 2014-2016 年分别亏损 12.5 亿元、14.6 亿元、11 亿元，2017H1 仅亏损 1.96 亿元，较 2016H1 的 6.90 亿亏损大幅改善，改革的阵痛正在出清。

与阿里交叉持股，开展两期员工持股。2016 年 6 月 1 日，苏宁云商和阿里巴巴在北京召开战略合作发布会宣布此前的战略合作顺利推进，2016 年 5 月 20 日，阿里巴巴出资 282.33 亿元，以每股 15.17 元的价格认购苏宁云商非公开发行股票 18.6 亿股，占发行后公司总股本的 19.99%，成为第二大股东，锁定期三年。定增后张近东持 19.5 亿股，占比 20.96%，仍为公司第一大股东及实际控制人。与此同时，2016 年 5 月 20 日、27 日公司通过境外新设子公司以 214,572.54 万美元，按照 81.51 美元/股的价格，认购阿里巴巴新增股份 26,324,689 股，占其发行后总股本的 1.05%。双方在线上线下渠道共享、物流网络对接、售后服务共享、O2O 业务合作和联合采购实现强强联合。公司还于 2014 年 9 月 30 日实施了第一期员工持股计划，购买均价（除权后）7.33 元/股，占总股本的 0.66%，2016 年 5 月，公司第二期员工持股计划设立，购买均价（除权后）15.10 元/股，占总股本的 0.77%。

线下门店战略调整，苏宁云店+苏宁易购服务站双线推进。网络零售市场规模在社会零售中的占比逐年增加，另外租赁费用和员工费用占营收的比例持续上升。电商冲击叠加营业成本增加，倒逼线下门店战略调整。至 2017H1，云店数量达到 205 个，全年有望达到 300 家。17H1，云店可比店面销售额同比增长 6.40%，高于所有其他门店。苏宁易购服务站是苏宁渠道下沉布局农村电商的重要载体。2017H1 可比单店年销售收入同比增长 33.51%，并且 2017H1 占比 60% 的苏宁易购服务站直营店实现盈利，这个比例还在上升。

线上 GMV 高速增长，短期内仍以自营为主。2017H1 线上 GMV 达到 500 亿 (+53.7%)。拆分来看的话，2016 和 2017H1 自营商品销售收入分别为 618.7 亿 (+54%) 和 413.7 亿 (+61.39%)。2016 和 2017H1 开放平台 GMV 分别为 186.4 亿元 (+87%) 和 86.74 亿 (+21.72%)，增速开始回落，占比有所下降。

物流和金融蓄势待发，未来获利可期。收购天天完善小件配送和最后一公里配送，自建物流面积远超其他电商，未来社会化物流利润可观。苏宁金融坐拥 13 张牌照，为主业服务空间巨大。

我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.12、0.14、0.20 元，对应的 PE 分别为 116x、99x 和 69x，公司的估值从线下、线上、物流、金融四大板块来看，合理市值在 1520 亿元，给予“买入”评级。

表 13: 苏宁云商主要财务数据

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	135,548	148,585	179,788	215,745	258,895
(+/-)%	24.44%	9.62%	21.00%	20.00%	20.00%
归属母公司净利润	873	704	1,092	1,319	1,840
(+/-)%	0.64%	-19.27%	54.97%	20.84%	39.47%
每股收益 (元)	0.12	0.08	0.12	0.14	0.20
市盈率	116	173	116	99	69
市净率	2.71	1.61	1.58	1.55	1.51

6.4. 京东：盈利能力持续改善趋势不变，迎战阿里向万亿迈进

京东增长势头迅猛，不断缩小与天猫的绝对差距，实力不容阿里小觑。内生增长及线下持续渗透支撑电商市场持续较高速增长，服装服饰、3C 家电和家具家装三大高渗透率品类的线上零售规模增长空间有限，低渗透率的快消品品类成为天猫和京东在电商领域竞争的最后高地。京东采用“守住家电数码领域、渗透服装家具领域、抢占快消品高地”竞争策略完成综合电商的建设，不断缩小与天猫规模上的绝对差距（按阿里巴巴 2016 财年统计口径，京东 GMV/天猫 GMV 为 60%），阿里开始将京东视为强有力的竞争对手，间接说明京东在 B2C 电商领域的实力得到了阿里的认可。

在规模化效应、拓展品类及第三方平台策略下，京东主营业务盈利能力不断优化。收入方面，京东收入近五年来的快速增长主要依靠品类拓展、第三方平台开放以及渠道下沉带来的活跃用户数、人均购买频次的增长，抵消了每单交易额和货币化率的下滑影响。成本费用方面，第三方平台业务的拓展以及规模效应下议价能力的提升带动综合毛利率自 2011 年的 5.45% 快速提升至 2016 年的 15.16%；而自建物流、技术发展以及电商竞争分别导致京东物流费用率、技术费用率以及营销费用率均持续上升，毛利率的持续上升抵消掉费用率上升的消极影响。2016 年以来，京东逐步剥离京东到家和京东金融两项大额亏损新业务，带来盈利能力一次性提升。

京东短期看点在于盈利能力逐渐改善，长期看点在于竞争格局是否可改善以及线下零售拓展。京东与电商龙头阿里巴巴竞争的核心竞争力在于更好的“品质”与更快的“物流”，由于京东未来中期将面临阿里巴巴的激烈正面竞争，其毛利率和营销费用率将受到一定负面影响。就规模来讲，京东中期收入高增长可持续，有望继续缩减与天猫的差距。就盈利能力来讲，在规模效应持续凸显的背景下，京东毛利率增长可持续，但增速将放缓；自建物流全国覆盖范围基本完成，未来物流费用率有望结束上升趋势；但由于竞争白热化，营销费用率将维持高位；基于未来十二年技术发展战略，技术费用率将逐步提升，整体来看，综合费用率呈平缓上升趋势。此外，京东到家和京东金融在 2016 年和 2017 年先后从京东集团中剥离，新业务亏损将大幅缩减且长期股权投资目前减值空间有限。综上，京东短期看点在于盈利能

力逐渐改善，长期看点在于竞争格局是否可改善以及线下零售拓展。

我们看好京东的长期投资价值，京东未来投资点在于中短期 B2C 电商业务竞争力的提升和盈利能力的持续改善，长期核心技术战略带来的未来成长价值。对公司的电商和物流业务估值，我们认为公司的合理估值为 712 亿美元，给予“买入”评级。

表 14: 京东主要财务数据

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	181,287	260,122	374,111	481,499	586,424
(+/-)%	58%	43%	44%	29%	22%
归属母公司净利润	-9,378	-3,807	-1,508	89	2,083
(+/-)%	-	-	-	-	2231%
每 ADS 收益 (元)	-6.59	-2.67	-1.06	0.06	1.46
市盈率	-39	-96	-240	4250	175
市净率	1.74	1.57	1.65	1.64	1.54

6.5. 怡亚通：380 平台扎实筑基，生态战略后续推进

公司是国内领先的综合供应链管理龙头，顺应快消品渠道变革趋势，公司打造 380 平台深耕渠道下沉，完成深度二次转型，已逐步进入收获期，预计 3 年内 380 平台业务量将达到 1000 亿。未来，公司将以 380 平台为基础，向金融、传媒、零售等多维度拓展，O2O 金融今年已经开始贡献利润。公司正在处于青壮年成长期，我们看好未来 3 年的快速发展期。

公司 380 平台拥有供应链管理的巨大优势，即将迎来爆发式增长：380 平台目前在全国 20 多个省份建立了 100 多个实体业务网点，业务覆盖城市近 200 个，成长空间巨大。380 平台聚焦快消品业务，其客户主要是各行业排名居前的大型品牌供应商。公司 380 平台能够帮助客户实现渠道扁平化、整合营销、实现总成本领先等，其商业价值日益为客户所认知。越来越多的分销商选择与公司合作，快消品渠道竞争格局将逐步改变。“380 平台”正在搭建国内线下最强大的分销联盟。

公司“平台战略”向“生态战略”转变。公司将以 380 平台为核心载体，预期未来覆盖 500 万家门店，形成国内中小零售门店的“终端联盟”。公司业务从线下出发，逐步向线上延伸，为生态战略打下根基。基于此，公司的 O2O 金融、终端传媒、零售服务平台和增值服务能够在未来三年内呈现出几何级数的增长速度，最终整个生态圈年交易额将超过万亿。

国内供应链体系初步成形。经过服务战略、平台战略以及正在进行的生态战略的推进，公司供应链业务体系呈现快速的增长。流通领域发生重大变革，公司在流通链条拥有二十年积淀，率先布局“线上+线下”新零售。2016 年流通领域的变化凸显了怡亚通的战略前瞻性，公司业务成长性更加鲜明，以 380 平台为核心的分销业务和围绕 380 平台展开的各项增值服务将相互促进，预计 2018 年，怡亚通供应链生态圈业务规模将达到千亿。

继续关注公司供应链业务体系发展。预计公司 2016 年、2017 年和 2018 年 EPS 分别为 0.33 元、0.37 和 0.53 元，PE 分别为 27x、24x 和 17x。考虑到公司“380 平台”已经成为国内第一快消品供应链平台，国内发展战略进一步升级，预计在未来三年打造出千亿级别的供应链。建议关注。

表 15: 怡亚通主要财务数据

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	39,939	58,291	66,005	77,690	94,792
(+/-)%	80.38%	45.95%	13.24%	17.70%	22.01%
归属母公司净利润	492	519	697	794	1,130
(+/-)%	57.69%	5.34%	34.31%	14.01%	42.31%
每股收益 (元)	0.47	0.25	0.33	0.37	0.53
市盈率	19.04	36.42	27.25	23.90	16.80
市净率	1.51	2.60	2.37	2.15	1.90

6.6. 传化智联: 构建闭环系统, 积极打造道路运输生态圈

卡车运输是中国基础物流中最重要的一环之一, 但是生态环境落后社会整体水平二十年, 解决这样的生态环境, 具有巨大的社会和经济效益, 远比滴滴打车和 Uber 的变现能力强大。公司较早搭建公路港及其网络节点, 并通过这一平台介入解决卡车和司机接入网络最大的入口, 打造贴身服务。未来公司将以此为基础, 通过三层构架展开司货 (物流) 服务、蓝领支付商圈、滴滴货运等业务。

公司进入双轮驱动的发展阶段, 预计化工品业务保持每年个位数稳定增长, 物流业务三年布局进入爆发式增长阶段。传化公路港模式“三步走”规划有序推进: 第一步, 模式已经基本确定; 第二步, 实体公路港稳步推进, 五年内达到 80 个, 每个公路港预计 3-5 年进入盈亏平衡点, 线下业务贡献稳定收益 (佣金、停车费、租金等); 第三步, 公路港线上业务三大产品 (易货滴、陆鲸、传化网) 已经成型, 会员数量快速上升, 预计三年达到 500 万。

公路港项目将有效改善卡车司机的生态环境, 基于线上产品的基础服务 (佣金等) 和增值服务 (预付费卡、团购、保险、保理、小贷、租赁等) 将从 2018 年进入爆发式增长阶段, 并为公司业绩增长带来加速效果。

传化物流以公路港为基础, 以信用体系重构为突破, 以人-车-货为对象, 以“物流+互联网+金融”为导向, 发展“基础公路港+核心智能物流+创新物流金融”的“323”战略业务构架, 打造顺应国家物流战略的“蓝领工人商圈”, 价值数万亿。公司依托基础业务, 积极开展增值物流服务。公司已经获取了商业保理资质、融资租赁资质、保险经纪牌照以及第三方支付牌照, 扎实的业务基础为增值服务的快速发展奠定了良好基础, 数万亿的市场规模将给公司带来巨大的发展空间。我们继续战略性推介, 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.18、0.24 和 0.29 元, PE 分别为 88x、66x 和 55x, 维持“买入”评级。

表 16: 传化智联主要财务数据

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	5,340	8,181	9,485	11,014	13,170
(+/-)%	6.17%	53.19%	15.94%	16.13%	19.57%
归属母公司净利润	551	581	596	797	958
(+/-)%	159.32%	5.51%	2.60%	33.73%	20.21%
每股收益 (元)	0.17	0.18	0.18	0.24	0.29
市盈率	93	88	88	66	55
市净率	4.62	4.39	4.15	3.86	3.57

6.7. 中国国旅: 免税龙头加速扩张, 发展正当时

免税业务+离岛免税+出境免税, 成为公司贡献主要业绩。中免作为公司的主要子公司贡献公司近全部利润, 其中三亚海棠湾免税购物中心免税作为全国最大的市内免税点, 其离岛免税收入占公司免税收入约 45%; 通过收购日上免税行 (中国) 有限公司 51% 股份, 进一步增长免税行业市占率, 同时通过并表进一步增加免税业

务收入 13.62 亿元。

三亚景区逐渐回暖，带动公司离岛免税业务快速增长。在离岛免税业务方面，2016 年成为海南旅游的低基数的一年，而 2017 年海南旅游环境受到了进一步规范使得公司离岛免税业务增长显著。增长主要是一方面来自于三亚客流量回暖，外加离岛政策放宽将海南铁路离岛旅客纳入政策适用对象范围；另一方面，公司不断的丰富品牌，引进了 APM 等 6 个免税品牌，推进 Gucci、YSL、Zegna 等品牌店面改造工作，基于以上多方面的激励，三亚海棠湾免税购物中心经营业绩持续增长。

中标多个免税商店，显著增厚公司未来业绩。中免公司控股子公司中免-拉格代尔有限公司中标香港机场烟酒产品经营牌照；中免公司及其控股的日上免税行（中国）有限公司又分别获得首都机场 T2 和 T3 航站楼国际隔离区免税业务经营权；协议拿下白云 T2 出境店，保底及扣点率更优惠，龙头地位凸显中免以协议方式获得白云机场 T2 航站楼出境免税店 8 年经营权，此次多个重要交通枢纽免税业务的中标大大提升了公司免税业务在国内和国际的影响力和竞争力。同时在境内免税店招标方面，公司成功中标昆明、广州、青岛、南京、成都、乌鲁木齐 6 家机场进出境免税店，进一步稳固了公司在国内免税市场的地位。

我们看好公司在免税业务的龙头地位，拥有目前全球最大的免税商业综合体，配合中标的多个免税商店，未来业绩可期。我们预计公司未来三年 EPS 分别为 1.10、1.36 和 1.54 元，对应 PE 为 36x、29x 和 26x。建议关注。

表 17: 中国国旅主要财务数据

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	21,292	8,181	9,485	11,014	13,170
(+/-)%	6.80%	53.19%	15.94%	16.13%	19.57%
归属母公司净利润	1,506	581	596	797	958
(+/-)%	2.42%	5.51%	2.60%	33.73%	20.21%
每股收益 (元)	1.54	1.85	1.10	1.36	1.54
市盈率	25.96	21.61	36.35	29.40	25.96
市净率	4.62	2.96	4.68	3.95	3.36

7. 风险提示

7.1. 经济增速低于预期

电商、物流、免税行业和国民经济具有密切的联系，经济增速的变化将对行业带来巨大的影响，我们对每个子行业的预期当中都包含了对经济增速的预期假设。倘若经济增速低于预期，那么与当下经济增长关系密切的子行业需求将出现低于预期的结果，行业的供需将出现失衡乃至严重失衡的局面，企业盈利空间有所下降乃至亏损。

7.2. 技术迭代速度低于预期

电商、物流行业的变革趋势均与先进技术的迭代密切相关，技术的迭代是电商、物流继续升级的必要条件，如果技术迭代速度低于预期，电商和物流产业中的新模式推进以及龙头企业的盈利均会收到较大的负面影响。

分析师简介:

瞿永忠, 东北证券研究咨询分公司总经理助理。10年实业工作经验, 深厚铁路、供应链物流和制造业工作经验。从业经验7年, 荣获多次新财富、金牛奖和水晶球最佳分析师。负责交运和战略新兴产业研究。

罗贤飞, 上海财经大学硕士, 行业研究助理。

赵颖婕, 伦敦政治经济学院管理学硕士, 主要研究领域为纺织服装行业, 行业研究助理。

吕思奇, 毕业于福特汉姆大学, 金融学硕士学位, 任职社服行业研究员。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司
中国 吉林省长春市

生态大街6666号
 邮编: 130119
 电话: 4006000686
 传真: (0431)85680032
 网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号
 恒奥中心D座
 邮编: 100033
 电话: (010)63210800
 传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

杨高南路729号
 邮编: 200127
 电话: (021)20361009
 传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
 邮编: 518000

机构销售
华北地区

销售总监 李航
 电话: (010) 63210890
 手机: 185-1501-8255
 邮箱: lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖
 电话: (021) 20361100
 手机: 136-2169-3507
 邮箱: yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星
 电话: (0755) 33975865
 手机: 186-6457-9712
 邮箱: qiuxx@nesc.cn