

# 一亿人在用的拼多多核心价值在哪里？哪些公司将受益？

增持(维持)

2018年3月11日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002

021-60199793

mal@dwzq.com.cn

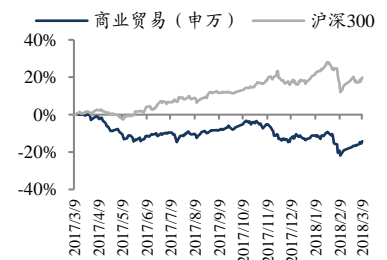
研究助理 张娴静

zhangxj@dwzq.com.cn

## 投资要点

- 拼多多成立时间不到两年，17年平台交易GMV过千亿，用户超过3亿，18年1月月活过1亿，成为仅次于阿里、京东后的第三大电商平台。拼多多16年7月获得高榕资本、IDG、腾讯等1.1亿美元的投资，是腾讯体系下最重要的电商渠道之一。
- 拼多多是基于微信端的社交电商模式，拼团+低价爆款，2年时间GMV过千亿。拼多多采取拼团模式，主打低价爆款产品，快速崛起；以第三方平台模式为主，腾讯参投，基于微信端快速发展。拼多多有别于中心搜索Google式淘宝，创新采用电商界Facebook模式，关注到每个用户，挖掘用户社交价值，社交属性更强，是去中心化的社交电商。中心搜索式电商的弊端在于其不可避免的马太效应，社交电商则充分挖掘了社交流量的价值，可以形成多个连结点，实现爆发式传播。拼多多当前月GMV过百亿，17年总GMV在千亿级别，规模仅次于阿里京东；品类较接近于早期淘宝，服饰鞋包及百货占比较高，与京东、天猫、唯品会相比，商品定位相对更大众化。
- 拼多多核心价值分析：C端挖掘社交流量提升效率，B端助力生产商、经销商清库存、增加了销售渠道。根据草根调研的结果，拼多多当前用户二线城市以下占比较高，用户年龄以30-50岁居多；根据国家统计局数据推算中国至少90%的三口家庭，年收入低于20万元；约50%的家庭年收入低于6.6万元，拼多多的消费受众群体较为广泛。对于C端广大并不富裕但时间相较充裕的用户来讲，拼多多上商品的价格类似于早期淘宝淘抢购、聚划算的价格，产品销售的机制设计比较合理，引导消费者分享，转发等，相对淘宝，使消费者更有购买的紧迫感，容易引发冲动性购买。对于B端商家高性价比的低价白牌商品来讲，拼多多是个很好的清库存，卖货渠道；对于一些大众消费品牌，拼多多的诞生相当于除了阿里、京东之外，增加了一个销售渠道。
- 拼多多的崛起显示了电商市场的广阔前景及社交电商的潜在空间，同时培育了新电商用户，促进了电商生态的多样性。两类公司有望受益，具备大众消费品电商供应链整合能力的公司以及具备挖掘社交流量能力的公司，分别为南极电商和拉芳家化。南极电商，主打中低端消费品，具有良好的供应链组织赋能及流量获取能力。拉芳家化，日化用品主业在新品牌的带动下保持稳健增长，投资宿迁百宝，进军社交电商，为未来快速增长打开空间。
- 风险提示：假货及商品品质低于预期影响平台长期健康成长的风险，市场竞争加剧的风险。

## 行业走势



## 相关研究

1. 珠宝业上市公司17年业绩靓丽，行业集中度提升+消费升级驱动龙头高成长-20180304
2. 春节零售数据良好，关注三四线城市消费升级带来的投资机会-20180225

目录

1. 本周关注：一亿人在用的拼多多核心价值在哪里？哪些公司将受益..... 4

1.1. 基于微信端的社交电商模式，拼团+低价爆款，2 年时间 GMV 过千亿..... 4

1.2. 拼多多核心价值分析：C 端挖掘社交流量提升效率， B 端助力生产商、经销商清库存、增加了销售渠道..... 7

1.3. 拼多多崛起相关标的..... 8

2. 本周复盘：零售板块表现良好，家家悦领涨..... 9

3. 行业数据及动态..... 11

4. 公司公告..... 12

## 图表目录

图表 1: 拼多多发展示意图 .....	4
图表 2: 拼多多首创社交电商新模式 .....	5
图表 3: 微信占据移动互联网时代用户主要时间, 流量价值有较大挖掘空间 .....	5
图表 4: 拼多多月活上升明显, 仅次于阿里、京东 .....	6
图表 5: 拼多多 SKU 丰富, 服饰鞋包及百货占比较高 .....	6
图表 6: 女装连衣裙产品, 各大电商平台价格及产品对比 .....	7
图表 7: 以奇异果为例, 拼多多生鲜产品价格显著低于其它电商平台 .....	7
图表 8: 南极电商在拼多多平台卡帝乐品牌、南极人品牌销售火爆 .....	8
图表 9: 零售板块本周及年初以来走势 .....	9
图表 10: 各版块周涨跌幅 (%) .....	10
图表 11: 零售板块当月涨跌幅前十的股票 (%) .....	10
图表 12: 零售板块当周涨跌幅前十的股票 .....	11
图表 13: 社会消费品零售总额同比增速 .....	11
图表 14: 实物商品网络零售总额同比增速 .....	11
图表 15: 全国百家大型零售企业当月增速 .....	11
图表 16: 全国 50 家大型零售企业当月增速 .....	11
图表 17: 零售行业公司盈利预测及估值表 (3 月 11 日收盘价) .....	13

## 1. 本周关注: 一亿人在用的拼多多核心价值在哪里? 哪些公司将受益

拼多多成立时间不到两年, 17 年平台交易 GMV 过千亿, 用户超过 3 亿, 18 年 1 月月活过 1 亿, 成为仅次于阿里、京东后的第三大电商平台。拼多多 16 年 7 月获得高榕资本、IDG、腾讯等 1.1 亿美元的投资, 是腾讯体系下最重要的电商渠道之一。本周我们将重点分析拼多多的崛起原因和经营模式, 以及拼多多的崛起对现有电商格局的影响、A 股相关受益公司。

### 1.1. 基于微信端的社交电商模式, 拼团+低价爆款, 2 年时间 GMV 过千亿

**拼团模式, 主打低价爆款产品, 快速崛起。**拼多多前身拼好货成立于 15 年 10 月, 核心规则: 拼, 移动端以拼的方式成团购买; 好货, 廉价的商品。最初从生鲜品类切入, 发展迅速。16 年 9 月, 拼多多与拼好货合并, 二者继续保持品牌与后台运营的独立性, 但后端数据完全打通, 用户资源、线上运营和营销推广等层面合作共赢。二者都有高榕资本作为共同投资方, 以低价团购的模式, 通过分享购物信息完成拼单购买。拼好货是自营模式, 自行采购货源, 管理供应链, 初期以原产地直供生鲜为主; 拼多多则是第三方平台模式, 吸引商家入驻。

**拼多多以第三方平台模式为主, 腾讯参投, 基于微信端快速发展。**目前拼多多以第三方平台模式为主, 顾客出现问题, 找商家解决, 相比自营模式, 第三方平台模式较为轻资产, 可以更快发展起来。拼多多主要基于微信端发展, 得到了微信的流量支持。目前商家入驻, 拼多多不收取任何费用, 在消费者确认收货后, 款项即可到账, 仅有微信征收的千分之六手续费。

图表 1: 拼多多发展示意图



资料来源: 拼多多 APP, 东吴证券研究所整理

拼多多有别于中心搜索 Google 式淘宝, 创新采用电商界 Facebook 模式, 充分挖掘了社交价值。拼多多创始人黄峥认为, Google 和 Facebook 是最成功的两家互联网企业, 都是依托海量用户, 靠卖广告赚钱, Google 代表的是搜索流量, Facebook 代表的则是社交流量, 背后是不同的商业模式。对应到中国的电商界, 淘宝是电商界的 Google, 中心式搜索电商的典型代表, 赚的是流量搜索的钱; 而拼多多要做的, 则是电商界的 Facebook, 关注到每个用户, 挖掘用户社交价值, 社交属性更强, 是去中心化的社交电商。

图表 2：拼多多首创社交电商新模式

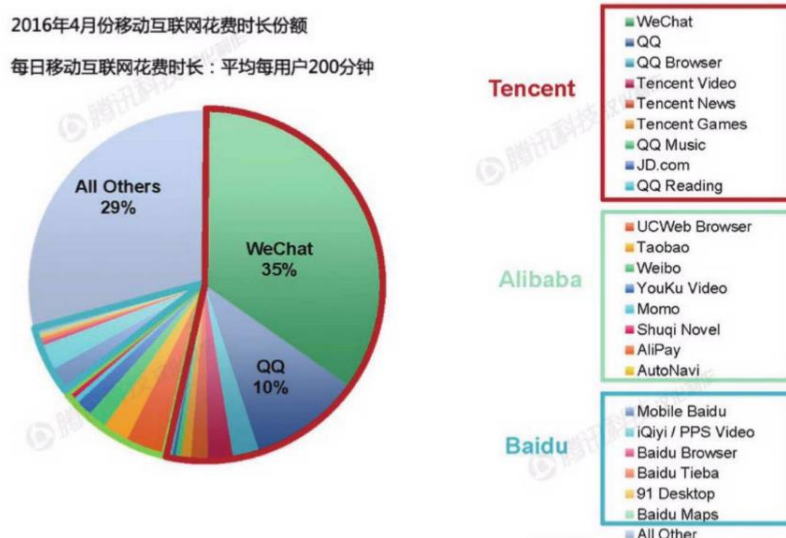


资料来源：拼多多 APP，东吴证券研究所整理

中心搜索式电商的弊端在于其不可避免的**马太效应**，销量、转化率高的容易排在前面，相当于逐步获取了免费流量，新的卖家即使有好的低价产品也很难出头，对于一个平台的生态来讲，并不是最健康的，阿里也在做相关的努力，如手淘端推进淘宝头条、爱逛街之类的内容入口，但对于一些主打低价爆款的商家来讲，缺乏创作内容获取流量的能力，进入门槛不断提高。

社交电商则充分挖掘了社交流量的价值，可以形成多个连结点，实现爆发式传播。尤其是在微信崛起的背景下，微信屏蔽淘宝流量（淘宝个人分享及淘宝客等），参投了拼多多，方便用户在微信端的分享，充分挖掘了社交流量。

图表 3：微信占据移动互联网时代用户主要时间，流量价值有较大挖掘空间

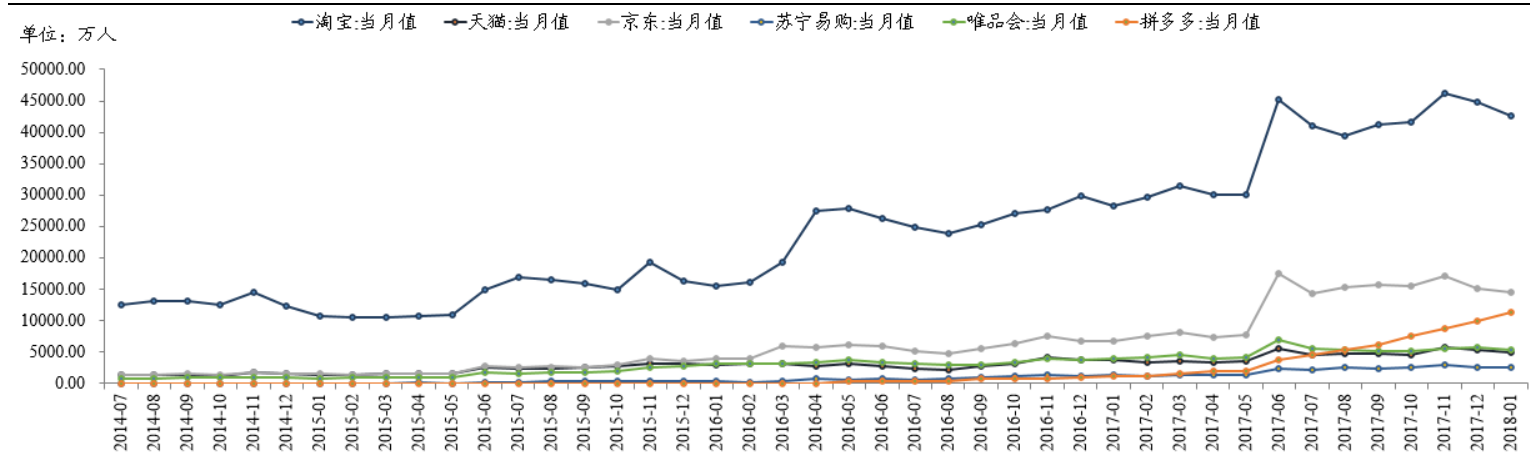


资料来源：《全球互联网报告》，东吴证券研究所



拼多多当前月 GMV 过百亿，17 年总 GMV 在千亿级别，规模仅次于阿里京东。根据草根调研的结果，拼多多目前注册用户数超过 3 亿，从 17 年 3 季度开始月 GMV 逐步超过百亿，SKU 数目超过 6000 万。从月活上来看，拼多多在月活 16、17 年上升明显，2017 年 3 月开始，拼多多移动 APP 月活依次超过了苏宁易购、天猫和唯品会，跃升至电商 APP 月活排名第三名，并与位居第二名的京东差距不断缩小。

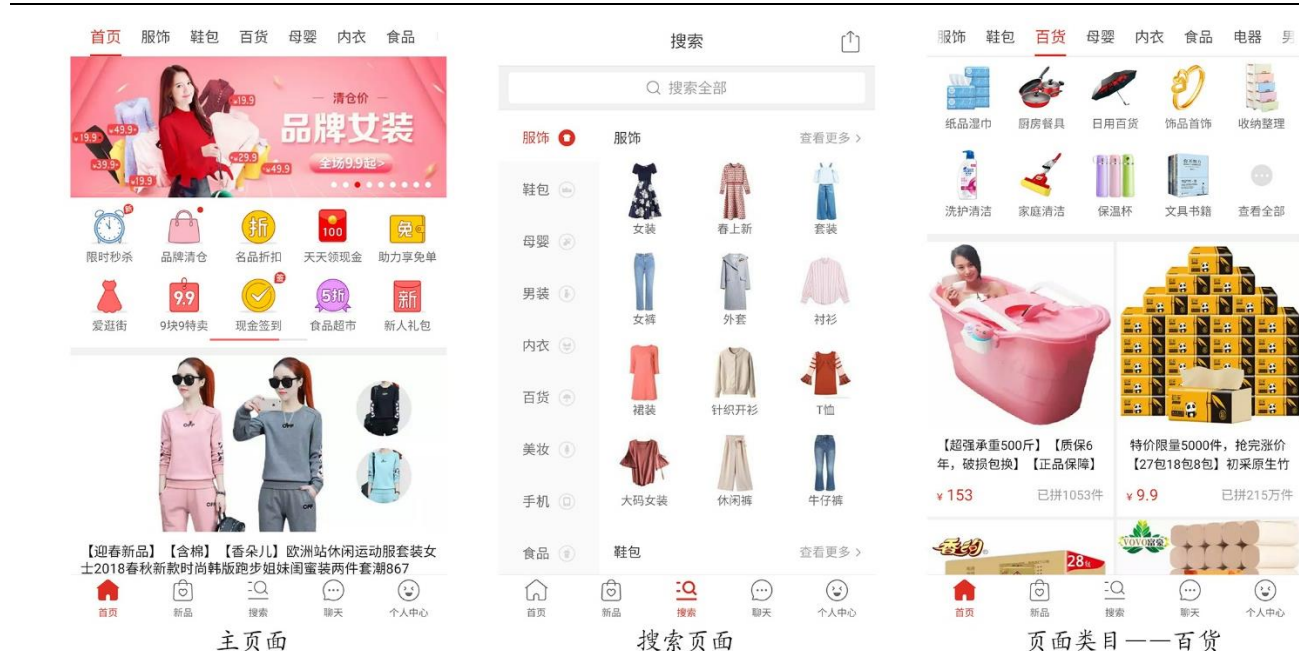
图表 4：拼多多月活上升明显，仅次于阿里、京东



资料来源：艾瑞数据，wind，东吴证券研究所

从品类上看，拼多多品类较接近于早期淘宝，服饰鞋包及百货占比较高，其余主要品类包括数码电器、食品饮料、休闲零食、水果生鲜、洗护制品、家居生活等。

图表 5：拼多多 SKU 丰富，服饰鞋包及百货占比较高



资料来源：拼多多 APP，东吴证券研究所

与京东、天猫、唯品会相比，拼多多上商品定位相对更大众化。以女连衣裙为例，各平台商品均按销量排序，拼多多平台上销量较高的连衣裙价格区间仅为 20-40 元，远

低于其他平台价格水平。

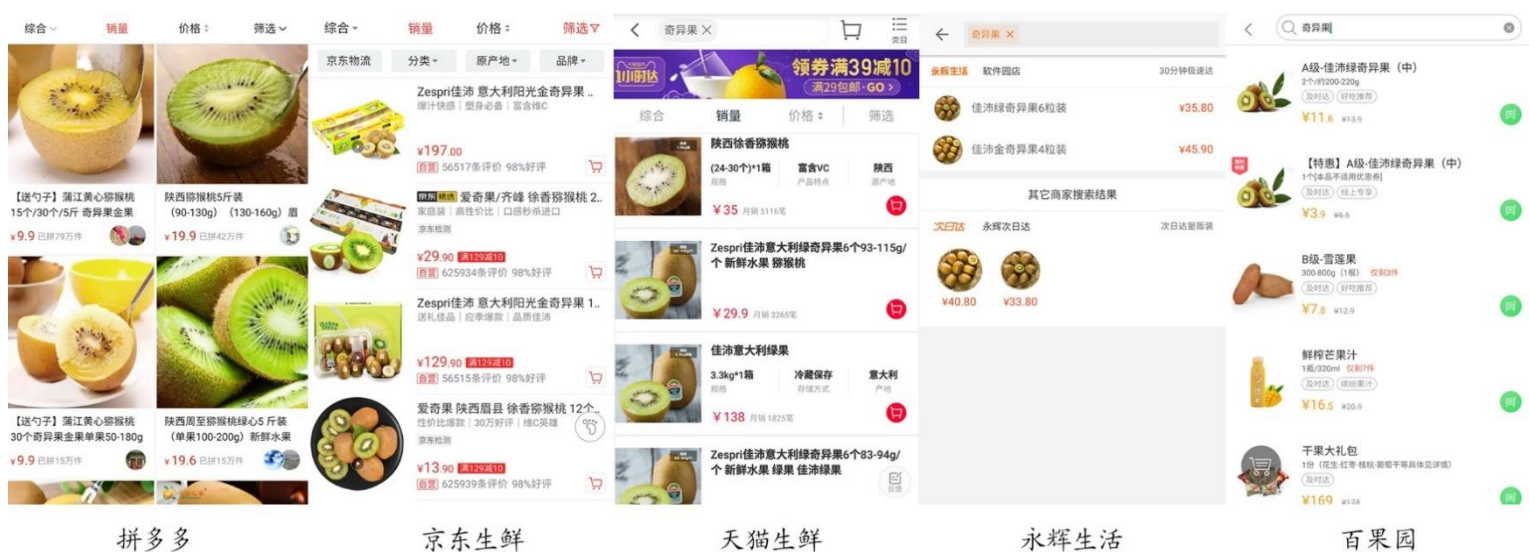
图6：女装连衣裙产品，各大电商平台价格及产品对比



资料来源：拼多多、京东、天猫、唯品会 APP，东吴证券研究所

生鲜产品以奇异果为例，拼多多平台上销量较高的奇异果约合1元/粒，以农户自产自销为主，天猫生鲜销量较高的奇异果约1.5-6元/粒，京东生鲜销量较高的奇异果约合1.2-8元/粒，永辉生活奇异果约合6-8元/粒，百果园奇异果约合4-12元/粒、仅销售进口的佳沛奇异果，拼多多生鲜价格显著低于其他生鲜电商平台。

图7：以奇异果为例，拼多多生鲜产品价格显著低于其它电商平台



资料来源：拼多多、京东、天猫、百果园、永辉生活 APP，东吴证券研究所

## 1.2. 拼多多核心价值分析：C 端挖掘社交流量提升效率，B 端助力生产

7 / 14

东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分



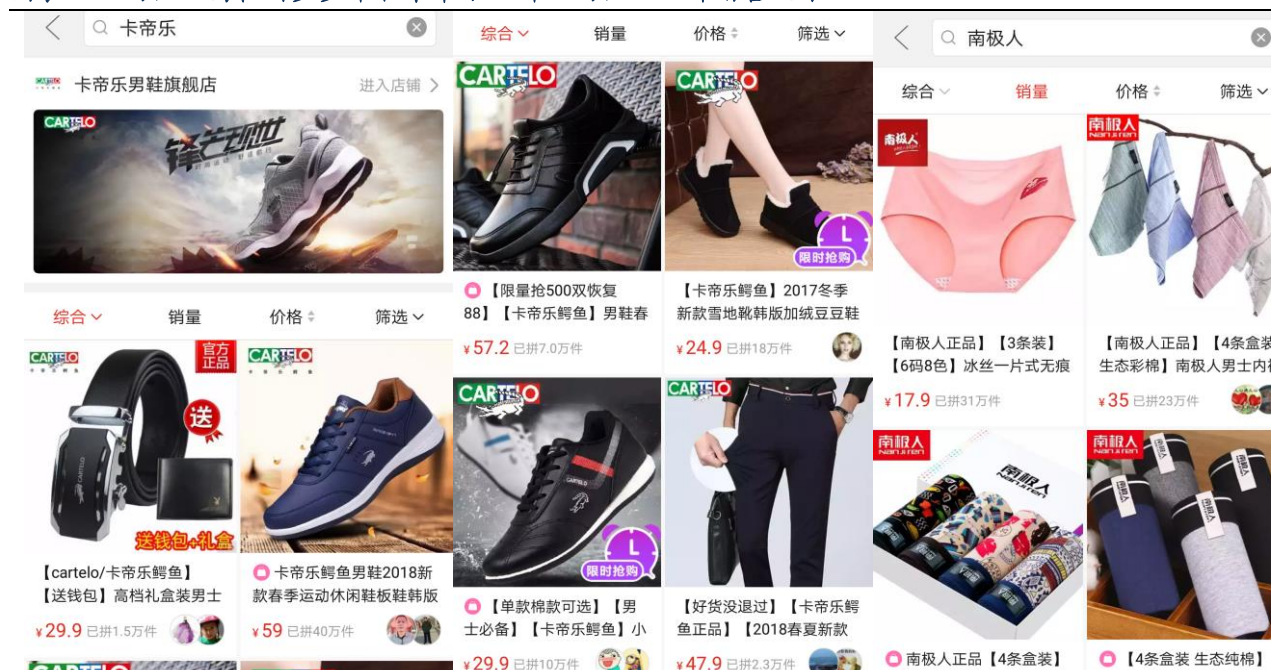
## 商、经销商清库存、增加销售渠道

根据草根调研的结果，拼多多当前用户二线以下占比较高，用户年龄以 30-50 岁居多。按照国家统计局的数据，全年全国居民人均可支配收入 25974 元，比上年增长 9.0%，扣除价格因素，实际增长 7.3%。全国居民人均可支配收入中位数 22408 元，增长 7.3%。按全国居民五等份收入分组，低收入组人均可支配收入 5958 元，中等偏下收入组人均可支配收入 13843 元，中等收入组人均可支配收入 22495 元，中等偏上收入组人均可支配收入 34547 元，高收入组人均可支配收入 64934 元。全国农民工人均月收入 3485 元，比上年增长 6.4%。根据国家统计局数据推算中国至少 90% 的三口家庭，年收入低于 20 万元；约 50% 的家庭年收入低于 6.6 万元，拼多多的消费受众群体较为广泛。换一个视角，参考艾瑞 2018 年 1 月的数据，微信月活 9.71 亿，支付宝月活 5.85 亿，是微信用户但并非淘宝及天猫客户的用户数据高在 3-4 亿之间。

对于 C 端广大并不富裕但时间相较充裕的用户来讲，拼多多上商品的价格类似于早期淘宝淘抢购、聚划算的价格，产品销售的机制设计比较合理，引导消费者分享，转发等，相对淘宝，使消费者更有购买的紧迫感，容易引发冲动性购买。

对于 B 端商家高性价比的低价白牌商品来讲，拼多多是个很好的清库存，卖货渠道；对于一些大众消费品牌，拼多多的诞生相当于除了阿里、京东之外，增加了一个销售渠道。以南极电商为例，17 年下半年发力拼多多，成立了专门的拼多多南极人事业部、拼多多卡帝乐事业部，我们预计南极电商产品在拼多多上 GMV 约 7 亿，超过了唯品会上的销售额。

图表 8：南极电商在拼多多平台卡帝乐品牌、南极人品牌销售火爆



资料来源：拼多多 APP，东吴证券研究所

### 1.3. 拼多多崛起相关标的

拼多多的崛起显示了电商市场的广阔前景及社交电商的潜在空间，同时培育了新



电商用户，促进了电商生态的多样性。具体到 A 股中，两类公司有望受益，具备大众消费品电商供应链整合能力的公司以及具备挖掘社交流量能力的公司，分别为南极电商和拉芳家化。

**南极电商**，主打中低端大众消费品，具备好的供应链组织赋能及流量获取能力，以品牌授权模式为主，在拼多多上 GMV 爆发式成长，多类目、多品牌、多平台快速扩张，有望强化优势，快速成长。我们预计南极电商原业务 17-19 年可实现净利润 5 亿、7.5 亿、10.5 亿，同比增长为 66%、50%、40%；考虑到时间互联的并表，18、19 年公司整体净利润分别为 8.7 亿、11.8 亿，同比增长 47%、36%；对应 18、19 年估值分别为 28 倍、21 倍。考虑到南极电商未来持续成长性良好，维持“买入”评级。

**拉芳家化**，日化用品主业在新品牌的带动下保持稳健增长，投资宿迁百宝，进军社交电商，为未来快速增长打开空间。宿迁百宝通过自建、控股、参股等形式自主或联合运营了包括“小小包麻麻”、“说说咱家娃”、“宝宝营养辅食”在内的十余个母婴、女性类微信公众号，覆盖 800 多万精准粉丝，2016 年宿迁百宝收入 1.06 亿，净利润 75 万；2017H1 收入 1.44 亿，净利润 203 万。我们预计拉芳家化 17/18/19 年归母净利润预计分别为 1.46 亿/1.71 亿/1.97 亿元，对应目前市值 PE 为 29/25/22 倍，维持“增持”评级。

#### 风险提示

**假货及商品品质低于预期影响平台长期健康成长的风险。**拼多多商家入驻门槛较低，小微商户较多，采用平台模式对商品的管控难度较高，被指摘假冒伪劣及低质低价，若公司打击力度不够，品质化进程缓慢，可能会影响平台的长期健康成长。

**市场竞争加剧的风险。**阿里推出了亲情账号的营销活动、淘宝特价版等面向大众消费群体，从消费升级战略逐步向“消费分级”、“千人千面”过度，电商市场竞争加剧有可能对拼多多的前景造成一定影响。

## 2. 本周复盘：零售板块表现良好，家家悦领涨

本周上证综指上涨 1.62%，深证成指上涨 3.12%，沪深 300 上涨 2.30%，创业板指数上涨 4.77%。具体到零售行业，本周行业指数上涨 2.70%，其中贸易 II 板块上涨 3.06%，一般零售板块上涨 1.98%，专业零售板块上涨 3.83%，商业物业经营板块上涨 3.47%。具体个股上，本周家家悦领涨。

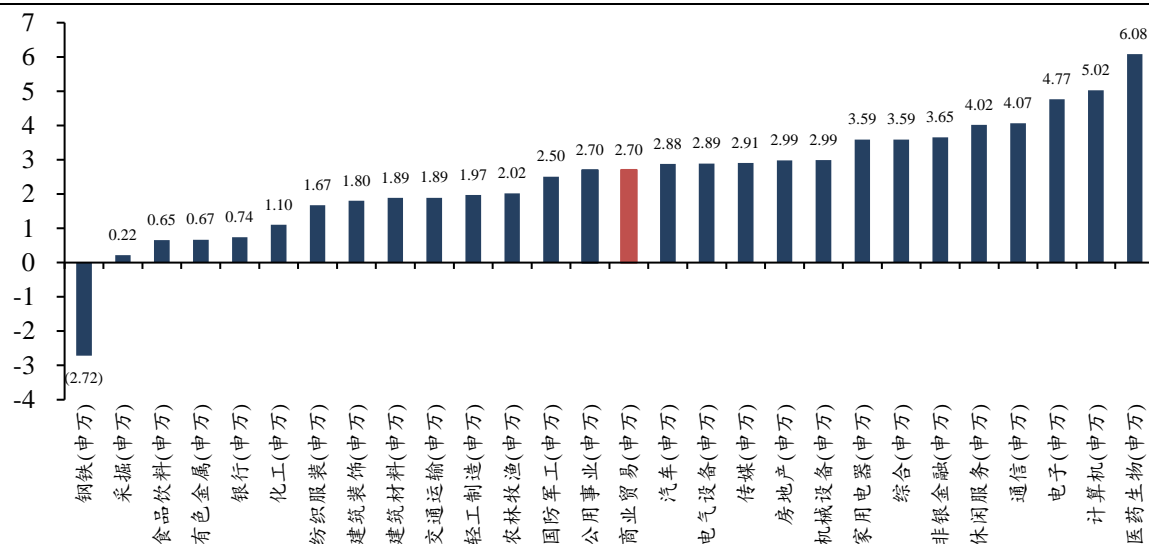
图表 9：零售板块本周及年初以来走势

板块	P/E TTM	周涨跌幅	上周涨跌幅	月涨跌幅	上月涨跌幅	年初以来涨跌幅
上证指数	15.77	1.62	-1.05	1.47	1.47	0.00
深证成指	26.84	3.12	1.81	3.38	3.38	1.40
沪深 300	14.51	2.30	-1.34	2.12	2.12	1.94
创业板	41.79	4.77	6.18	5.86	5.86	5.92
商业贸易	28.80	2.70	1.44	3.06	3.06	-1.47

贸易 II	25.00	3.06	2.57	3.20	-4.50	-4.79
一般零售	32.99	1.98	0.73	2.27	-6.18	-1.62
专业零售	30.09	3.83	3.03	5.13	-4.06	5.69
商业物业经营	24.65	3.47	1.11	2.96	-11.80	-5.02

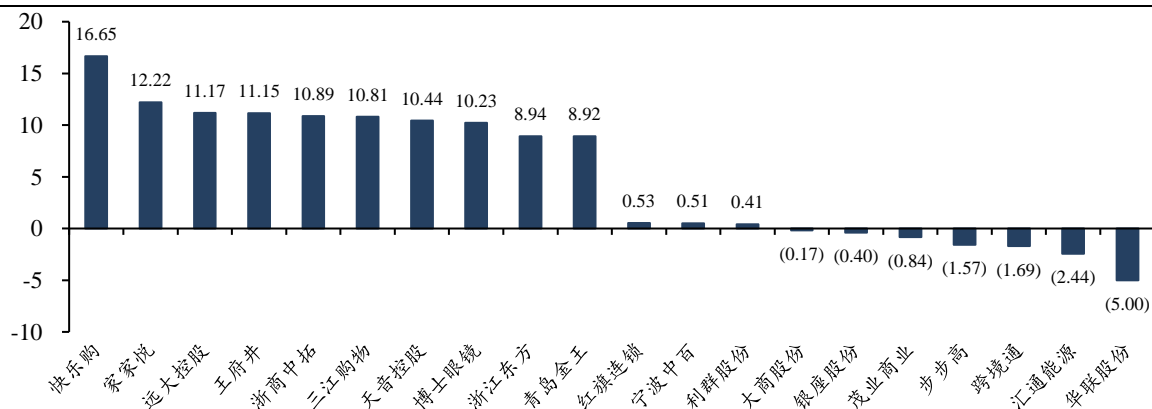
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 10: 各版块周涨跌幅 (%)



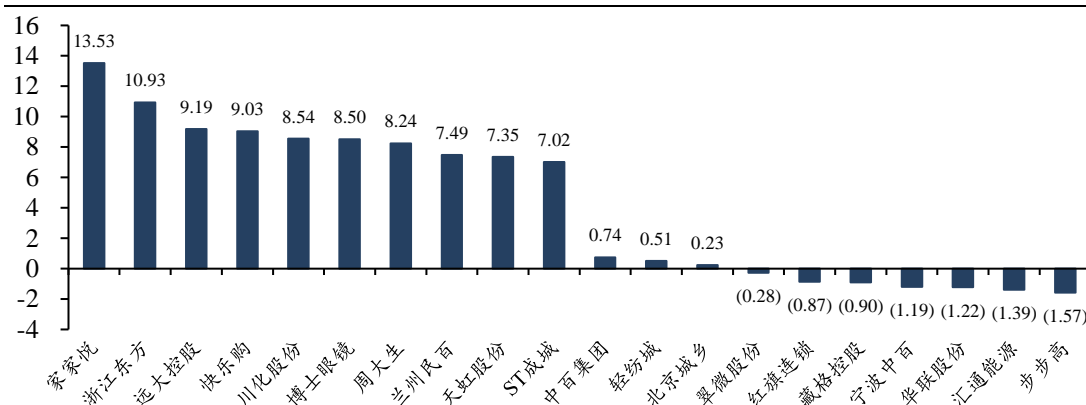
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 11: 零售板块当月涨跌幅前十的股票 (%)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 12: 零售板块当周涨跌幅前十的股票

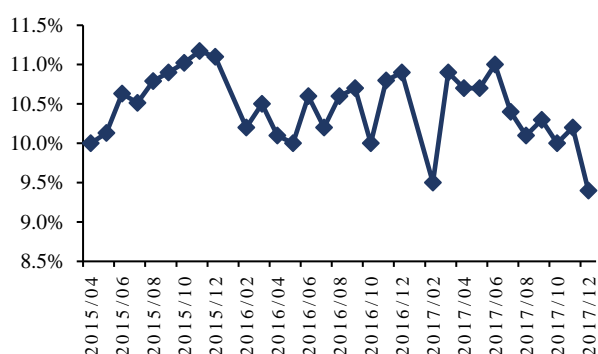


资料来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3. 行业数据及动态

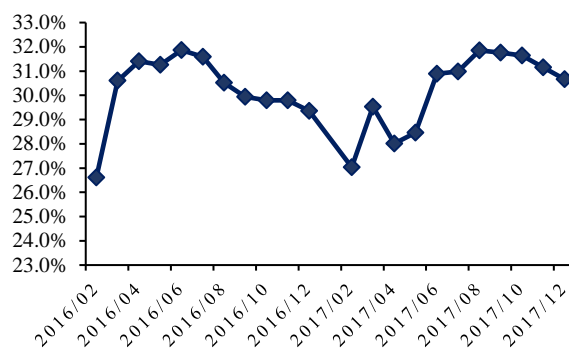
社零稳健增长, 电商保持高速增长, CPI 上行, 线下百货及超市盈利改善, 板块值得关注。2017 年社会消费品零售总额 37 万亿, 增长为 10.2%, 增速基本与去年持平。全国网上零售额为 7.2 万亿, 同比增长 32.2%; 实物商品网上零售额 5.48 万亿, 同比增长 28%, 占社会消费品零售总额比重为 15%。

图表 13: 社会消费品零售总额同比增速



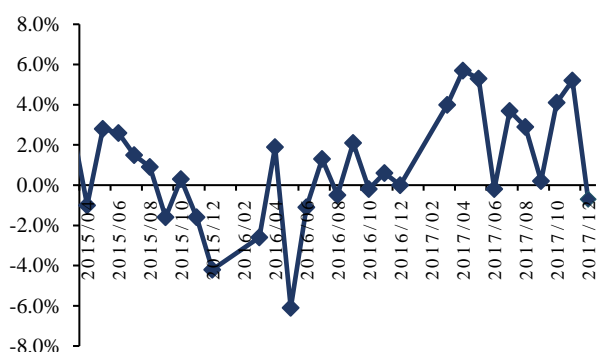
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 14: 实物商品网络零售总额同比增速



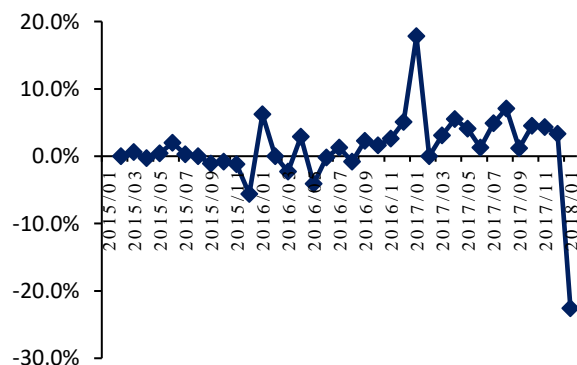
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 15: 全国百家大型零售企业当月增速



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 16: 全国 50 家大型零售企业当月增速



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所



## 4. 公司公告

【宝尊电商 四季度财报】2018 年 3 月 6 日，宝尊电商对外公布截至到 2017 年 12 月 31 日的 Q4 季度未经审计的四季度财报显示，该季度宝尊电商总净营收为人民币 15.654 亿元（约合 2.406 亿美元），同比增长 23.0%；归属股东净利润为人民币 1.466 亿元（约合 2250 万美元），较上年同期增长 139.0%。

【宝尊电商 2017 年财报】2018 年 3 月 6 日，宝尊电商对外公布截至到 2017 年 12 月 31 日未经审计的年度财报显示，2017 年总净营收为人民币 41.488 亿元（约合 6.377 亿美元），较上年同期增长 22.4%；其中服务营收为人民币 18.912 亿元（约合 2.907 亿美元），较上年同期增长 55.8%。归属宝尊电商普通股股东的净利润为人民币 2.089 亿元（约合 3210 万美元），较上年同期增长 141.1%；不按照美国通用会计准则，2017 年归属股东的净利润为人民币 2.674 亿元（约合 4110 万美元），较上年同期增长 121.3%。

【苏宁易购 首次回购公司股份】2018 年 3 月 10 日苏宁易购集团股份有限公司发布公告称，其于 2018 年 3 月 9 日首次以集中竞价方式实施回购股份，回购股份数量 11,004,012 股，占公司总股本 0.12%，购买股份最高成交价为 13.25 元/股，购买股份最低成交价为 12.76 元/股，支付的总金额 14,338.16 万元（含交易费用）。回购股票将用于 2018 年 2 月 27 日召开的 2018 年第三次临时股东大会审议通过的股权激励计划。

图表 17：零售行业公司盈利预测及估值表（3 月 11 日收盘价）

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	周涨跌 幅%	月涨跌 幅%	年涨跌 幅%	总市值 (亿元)	2016 年 净利润 (亿元)	2016 年净 利润同比 增速%	16 年 PE	预测 2017 年 净利润/ 亿元	预测 2017 年 净利润 同增%	17 年 预测 PE
<b>全国零售</b>												
002024	苏宁易购	13.20	3.69	6.71	19.72	1228.93	7.04	-34.91	174.46	9.5	34.5	129.7
601933	永辉超市	10.31	1.28	2.79	92.90	986.71	12.42	102.26	79.45	18.4	48.5	53.5
<b>电商</b>												
300577.SZ	开润股份	65.69	0.11	14.20	45.79	79.33	0.84	28.24	94.43	1.3	58.2	59.7
002127.SZ	南极电商	14.88	4.64	8.77	34.30	243.52	3.01	75.93	80.87	5.9	97.0	41.0
002640.SZ	跨境通	19.15	0.79	14.47	6.09	288.85	3.94	157.29	73.36	7.5	90.7	38.5
<b>超市</b>												
002251	步步高	15.72	-1.57	-17.31	8.92	135.81	1.33	-34.92	102.34	1.7	28.6	79.6
603708	家家悦	22.32	13.53	12.90	-1.32	104.46	2.51	1.60	41.58	3.1	23.9	29.9
002697	红旗连锁	5.73	-0.87	2.14	-27.32	77.93	1.44	-19.36	54.00	1.6	9.3	49.4
000759	中百集团	8.15	0.74	2.77	-13.84	55.50	0.06	165.03	858.39	1.5	2196.6	37.4
601116	三江购物	18.56	2.20	13.38	-46.93	76.24	1.01	50.69	75.40	1.2	20.5	62.6
<b>百货</b>												
600859	王府井	21.63	2.08	11.38	36.75	199.43	5.75	-14.49	34.69	8.7	51.4	22.9
000501	鄂武商 A	16.39	1.93	0.86	-7.64	126.04	9.92	24.01	12.71	11.9	20.4	10.6
600415	小商品城	5.48	2.81	2.24	-28.53	298.29	10.60	51.40	28.13	16.7	57.6	17.8
600827	百联股份	11.82	1.11	0.60	-30.48	204.94	9.00	-34.54	22.76	8.7	-3.9	23.7
002419	天虹股份	20.59	7.35	22.27	32.13	164.76	5.24	-56.65	31.44	6.8	29.2	24.3
600694	大商股份	35.60	1.95	-0.36	-13.35	104.56	7.03	5.78	14.87	7.6	7.5	13.8
600729	重庆百货	25.56	0.99	1.71	-4.79	103.91	4.19	23.20	24.82	5.5	32.3	18.8
600280	中央商场	8.49	4.94	6.52	1.12	97.49	1.18	4.73	82.41	4.2	258.2	23.0
002277	友阿股份	5.04	2.65	7.23	-35.43	71.40	2.99	-26.10	23.86	3.7	23.1	19.4
600697	欧亚集团	24.61	3.10	2.50	-26.39	39.15	3.27	4.79	11.96	3.3	1.2	11.8
600858	银座股份	7.48	2.61	-3.11	-25.98	38.90	0.22	-124.25	176.22	0.5	117.4	81.1
<b>可选消费</b>												
600612	老凤祥	45.80	3.04	11.08	13.61	233.42	10.57	-3.96	22.07	12.2	15.6	19.1
002867	周大生	33.12	8.24	26.22	17.92	158.26	5.43	20.84	29.16	5.3	4.2	29.9
603900	莱绅通灵	30.02	3.80	11.56	8.26	102.21	2.95	22.30	34.59	3.1	4.4	33.1
600315	上海家化	34.94	0.84	1.28	22.35	234.70	1.59	-90.23	147.45	3.6	128.5	64.5
<b>海外电商及互联网（货币单位：USD，财年数据）</b>												
AMZN	亚马逊	1556.60	4.76	10.44	83.00	7512.67	23.71	297.82	316.86	30.33	27.9	247.7
0700.HK	腾讯控股	447.00	2.52	6.38	111.14	5415.47	59.24	42.66	91.42	100.96	70.4	53.6
BABA	阿里巴巴	187.18	4.13	7.76	81.34	4734.46	63.30	-38.88	74.79	86.25	36.3	54.9
JD	京东	45.39	3.63	7.43	44.83	647.41	-5.49	-	-	-0.45	-91.8	-
NTES	网易	313.45	8.57	8.37	8.65	411.43	16.73	72.30	24.59	18.61	11.2	22.1
VIPS	唯品会	17.33	-4.83	13.19	31.39	113.71	2.94	28.13	38.68	2.89	-1.7	39.3
BZUN	宝尊电商	47.78	33.91	47.33	208.46	26.46	0.12	282.98	220.49	0.27	125.0	98.0

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所（未标红数据为 Wind 一致预期）

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>