

2018-12-2

行业研究 | 行业周报

评级 看好 维持

零售业行业

生鲜系列专题之美菜网： 自建物流体系的生鲜 B2B 标杆

报告要点

■ 一周核心观点

美菜网是全球最大的餐饮食材供应商 Sysco 在国内对标企业之一，致力于打造为 B 端商户提供优质食材的移动电商平台，旨在提升生鲜供应环节流通效率，自 2014 年成立以来高速增长，至 2017 年年底销售规模超 100 亿元，对照 Sysco 的成长历程，我们认为美菜网的模式核心有三：一是模式上缩短供应链层级：搭建移动电商平台，建立从供应商到 B 端商户的直接供应体系，减少生鲜流通过程中的批发商环节，精简流通环节以降低损耗，同时，去中间环节以压缩采购成本、让利下游商户；二是从源头做起的标准化：主要体现在：1) 包装前置计划、产地分级包装：美菜网根据下游需求场景和流通规范，在采购产地进行初始包装，从而将包装环节尽可能前置，避免运输过程中的物理损耗；2) 大数据系统快速反馈终端需求，以销定采，从源头产地建立生产标准，2016 年，美菜网推出“源头大战略”，以不断提升源头直采比例；三是中间物流环节重资产、重运营：生鲜品类自身的非标准化决定了物流配送同样具有非标准化的特征，基于此，美菜网加快自建物流配送，并投入建设冷链物流体系，打造多温层配送体系，从而把控全流程配送质量，同时，通过信息化方式科学规划配送路径，提升配送效率。基于此，我们持续重点推荐强生鲜供应链能力的永辉超市和家家悦，此外，持续推荐有效扩张性企业：苏宁易购和天虹股份。

■ 一周行情走势

市场表现概况：本周商贸零售指数下跌 0.75%，上周下跌 4.73%，本周该指数跑输沪深 300 指数 1.68 个百分点。百货下跌 0.98%，超市上涨 0.57%，专业连锁下跌 1.42%。**本周零售股涨幅前五：**汇嘉时代 (10.98%) / 广百股份 (6.93%) / 老凤祥 (5.47%) / 轻纺城 (5.07%) / 江苏国泰 (4.72%)；**本周零售股涨幅后五：**御家汇 (-9.69%) / 津劝业 (-9.09%) / 青岛金王 (-8.54%) / 宏图高科 (-8.14%) / 新华都 (-7.77%)。

■ 一周重点资讯

财政部宣布自 2019 年 1 月 1 日起将跨境电商零售进口年度交易限值由每人每年 20000 元提高至 26000 元，单次交易限值由 2000 元提高至 5000 元。

■ 一周重点公告

美凯龙推出总金额不超过 1.1 亿元的第一期员工持股计划；永辉超市对从事彩食鲜业务的子公司永辉投资持股比例降至 35%，该子公司不再并表。

风险提示： 1. 经济增速出现大幅度下滑，促消费政策方向发生偏移；
2. 企业转型进度不达预期。

分析师 李锦

☎ (8627) 65799539

✉ lijn3@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514080004

分析师 陈亮

☎ (8627) 65799539

✉ chenliang5@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070017

联系人 罗祎

☎ (8627) 65799532

✉ luoyi1@cjsc.com.cn

分析师 刘亚舟

☎ (8627) 65799539

✉ liuyz1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020003

相关研究

《从美宜家扩张看国内社区便利业态进程》
2018-11-26

《生鲜系列专题之生鲜传奇：标准化运营的社区生鲜典范》 2018-11-18

《回看“双十一”购物节十年》 2018-11-12

目录

一周核心观点	3
创始：旨在解决食材高效供应问题	3
模式：流通环节的重资产与重运营	5
物流：自建物流体系，提升进入门槛	6
销售：自营+平台模式双轮驱动	7
对标：全球最大的食材供应商 Sysco	8
一周行情走势	9
下周大事提醒	11

图表目录

图 1：美菜网累计服务商家数量	4
图 2：美菜网日均包裹处理量	4
图 3：美菜网发展历程	4
图 4：传统的生鲜流通层级	5
图 5：下游餐饮商户的农产品供给需求和痛点	6
图 6：美菜网商业模式图	6
图 7：美菜网 APP 内部页面	7
图 8：Sysco 历年营收规模（亿美元）	8
图 9：Sysco 市占率提升趋势	8
图 10：本周中信商贸零售指数、沪深 300 指数涨跌幅（%）	9
图 11：本季度至今中信商贸零售指数、沪深 300 指数涨跌幅（%）	9
图 12：本周中信一级行业指数涨跌幅（%）	10
图 13：本年度至今中信一级行业指数涨跌幅（%）	10
表 1：美菜网历史融资情况	4
表 2：美菜网多温层仓储物流体系	6
表 3：美菜网城市合伙人项目	7
表 4：美菜网第三方商户入驻平台的模式	8
表 5：近四周百货、超市、连锁店子行业的涨跌幅	10
表 6：零售股 2018 年至今涨跌幅前五名	10
表 7：零售股本季度至今涨跌幅前五名	11
表 8：零售股本月至今涨跌幅前五名	11
表 9：零售股本周至今涨跌幅前五名	11
表 10：行业重点上市公司估值指标与评级变化	12

一周核心观点

美菜网是全球最大的餐饮食材供应商 Sysco 在国内对标企业之一，致力于打造为 B 端商户提供优质食材的移动电商平台，旨在提升生鲜供应环节流通效率，自 2014 年成立以来高速增长，至 2017 年年底销售规模超 100 亿元，对照 Sysco 的成长历程，我们认为美菜网的模式核心有三：一是模式上缩短供应链层级：搭建移动电商平台，建立从供应商到 B 端商户的直接供应体系，减少生鲜流通过程中的批发商环节，精简流通环节以降低损耗，同时，去中间环节以压缩采购成本、让利下游商户；二是从源头做起的标准化：主要体现在：1) 包装前置计划、产地分级包装：美菜网根据下游需求场景和流通规范，在采购产地进行初始包装，从而将包装环节尽可能前置，避免运输过程中的物理损耗；2) 大数据系统快速反馈终端需求，以销定采，从源头产地建立生产标准，2016 年，美菜网推出“源头大战略”，以不断提升源头直采比例；三是中间物流环节重资产、重运营：生鲜品类自身的非标准化决定了物流配送同样具有非标准化的特征，基于此，美菜网加快自建物流配送，并投入建设冷链物流体系，打造多温层配送体系，从而把控全流程配送质量，同时，通过信息化方式科学规划配送路径，提升配送效率。基于此，我们持续重点推荐强生鲜供应链能力的永辉超市和家家悦，此外，持续推荐有效扩张性企业：苏宁易购和天虹股份。

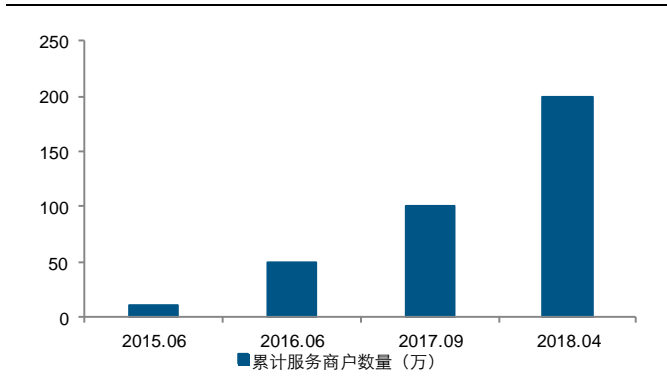
创始：旨在解决食材高效供应问题

美菜网创立于 2014 年，其模式与 Sysco 类似，创始人刘传军，中科院空间物理学硕士，窝窝团联合创始人之一，2014 年创立美菜网兼任 CEO；联合创始人徐薛胤，毕业于中科大少年班，曾参与美食达人、飞波（类微信应用）等项目的创立，任美菜网 CTO。

得益于智能手机的普及，旨在解决餐饮等商户农产品高效供应问题，美菜网打造的是为 B 端商户提供优质农产品的移动电商平台。相较于其他 ToC 端的生鲜电商，美菜网更多解决的是 B 端农产品的供应问题，下游客户主要是餐厅和菜店等 B 端用户，同时，2013-2014 年智能手机和移动互联网的快速普及，也为 B 端商户能够形成手机进货的用户习惯打下良好基础，基于此，美菜网打造农产品移动电商平台为 B 端商户提供新鲜食材，餐厅/菜店只需提前一天通过美菜网 APP 端下单，美菜网将会在第二天将货品配送到餐厅。

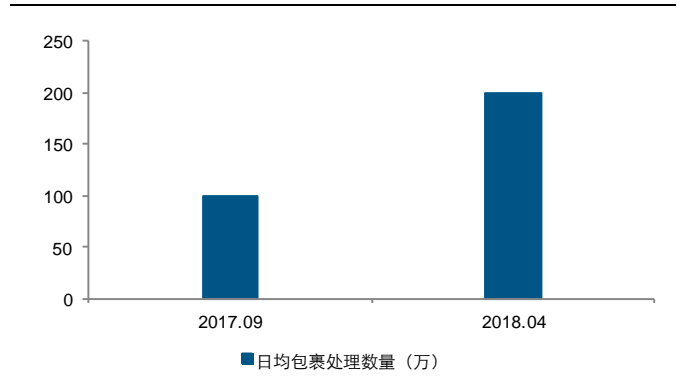
为适应生鲜本地化运营的特点，美菜网以在各核心城市成立子公司的方式运作，当前已覆盖北京、上海、武汉、广深、重庆等重点城市，初步完成华北、华东、华南、华中和华西布局，至 2018 年 4 月，美菜网累计服务商家数量达 200 万家，日均处理包裹数量达 200 万，公司整体规模呈快速增长趋势，据腾讯科技，美菜网截至 2017 年年底销售规模已超 100 亿。

图 1：美菜网累计服务商家数量



资料来源：公司官网，亿邦动力网，长江证券研究所

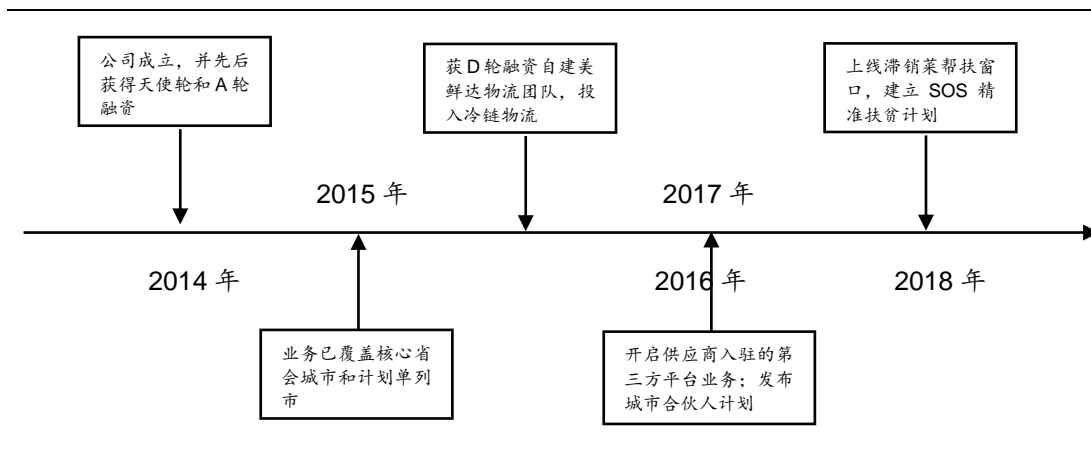
图 2：美菜网日均包裹处理量



资料来源：公司官网，亿邦动力网，长江证券研究所

美菜网发展历程围绕“做重”物流环节和“做轻”销售环节两方面展开。自成立以来，公司凭借先发优势和快速扩增的规模不断获得融资，至 2018 年 1 月公司估值已接近 30 亿美元，2016 年和 2017 年为关键战略布局年份，在发展之初，为了赢得市场先机公司采用社会化方式招募社会车辆，节约自建配送团队成本，2016 年在获得 D 轮融资和银行战略性授信融资后，公司开始着力于自建“美鲜达”物流团队，并开始投入冷链物流，随后，2017 年美菜网正式推出“冷美人计划”布局冷链物流，宣布将购置 3000-5000 辆冷链运输车；同年，美菜网发布“电商大战略”，开启“自营+平台”双轮驱动模式，正式开放第三方平台，符合资质的生鲜供应商可入驻美菜网平台，直接为下游商户提供农产品，美菜网在其中承担平台和配送服务功能。

图 3：美菜网发展历程



资料来源：公司官网，联商网，亿邦动力网，长江证券研究所

表 1：美菜网历史融资情况

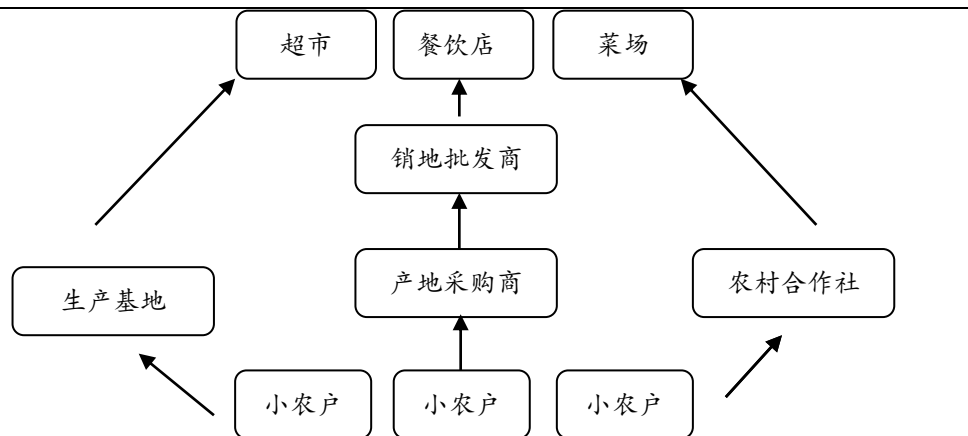
融资时间	融资轮数	融资金额	投资方	该轮融资估值
2014 年 6 月	天使轮	人民币 1000 万元	真格基金	
2014 年 11 月	A 轮	数百万美元	蓝湖资本	
2015 年 2 月	B 轮	数千万美元	顺为基金和蓝湖资本	
2015 年 8 月	C 轮	前四次融资额度累计达到人民币 10 亿	-	
2016 年 4 月	D 轮			超过 20 亿美元
2018 年 1 月	E 轮	4.5 亿美元	华人文化产业基金	约 28 亿美元

资料来源：公司官网，搜狐，腾讯，长江证券研究所

模式：流通环节的重资产与重运营

生鲜商品的非标准化、上下游极度分散、流通层级过多等属性，使得生鲜产品流通环节损耗率较高、供应环节相对低效，中间转手环节过多是造成层层损耗的核心原因，据此，以提高生鲜流通效率、降低 B 端商户采购成本为出发点的美菜网，其模式核心主要在于三点：

图 4：传统的生鲜流通层级



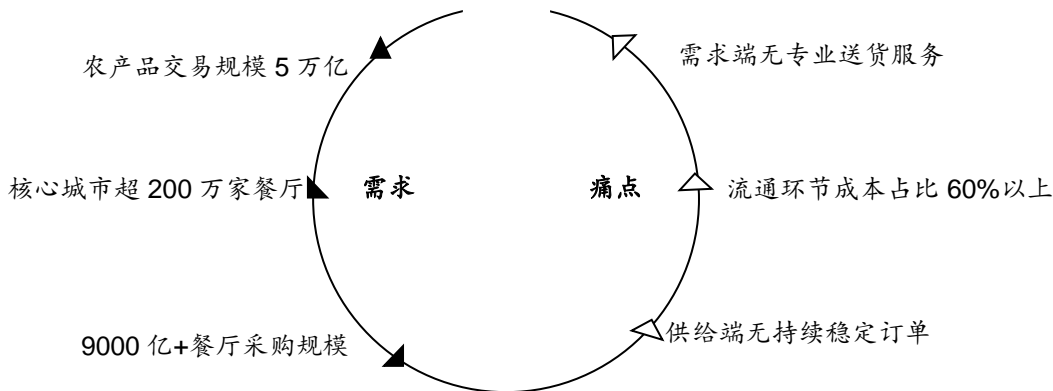
资料来源：中国农产品流通产业发展报告，长江证券研究所

一是模式上缩短供应链层级：搭建移动电商平台，建立从供应商到 B 端商户的直接供应体系，减少生鲜流通过程中的批发商环节，精简流通环节以降低损耗；

二是从源头做起的标准化：主要体现在：1) **包装前置计划、产地分级包装：**美菜网根据下游需求场景和流通规范，在采购产地进行初始包装，从而将包装环节尽可能前置，避免运输过程中的物理损耗；2) 大数据系统快速反馈终端需求，以销定采，从源头产地建立生产标准，2016 年，美菜网推出“源头大战略”，以不断提升源头直采比例，直采比例接近一半；

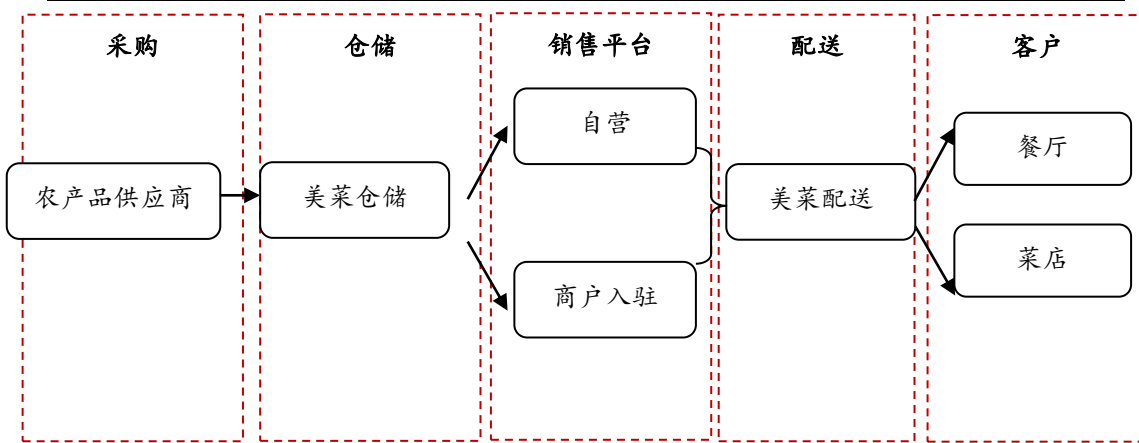
三是中间环节重资产、重运营：生鲜品类自身的非标准化决定了物流配送同样具有非标准化的特征，每个生鲜品类对于配送温度、光照甚至空气等条件的要求不尽相同，基于此，美菜网加快自建物流配送，并投入建设冷链物流体系，打造多温层配送体系，从源头开始自建物流和冷库，把控中间配送环节，从而掌控配送质量，待规模扩张和运力利用效率提升之后，规模化效应显现以摊薄重资产物流投入成本。

图 5：下游餐饮商户的农产品供给需求和痛点



资料来源：托比网，长江证券研究所

图 6：美菜网商业模式图



资料来源：长江证券研究所

物流：自建物流体系，提升进入门槛

自建物流体系，提升信息化水平，筑高进入壁垒。为提升配送效率确保质量，美菜网致力于自建物流系统，并提升信息化程度以改善效率，同时提升行业进入门槛：截至 2016 年 9 月，美菜网已在全国各地建立了近 30 个仓储中心，仓储中心拥有保鲜、冷库等多种储存类型，拥有 5000 多辆货运车，并开始着力自建“美鲜送”物流团队；在信息化配送方面，透过自主研发的 TMS 系统，计算出每天每车辆货品承载量，合理规划配送线路，经过精确规划后，一辆车在运输线路上至少满足 15 家餐厅配送需求，从而提升运力使用效率。

表 2：美菜网多温层仓储物流体系

温层	温度区间	存储商品
冷冻库	-12℃~-18℃	冷冻肉品、水产、肉制品等等
保鲜库	17℃~20℃	叶菜类蔬菜、豆制品、对温度敏感的水果
常温库	与外部温度一致	米面粮油等标品、对温度不敏感的硬瓜硬果

资料来源：公司官网，长江证券研究所

通过以上供应链建设举措，根据整体计算，美菜网供应链可以为商户节省超 36% 的采购成本，每单交易价格降低 15%，农产品价格从源头到终端降低 15%-40%（数据来自美菜网王一鸣文章），较大地提升了流通效率。

在逐步建立一系列采购、仓储和配送环节规范的基础上，2017 年，美菜网发布城市合伙人计划，城市合伙人主要承担市内配送环节，合伙人出资在合作城市设立美菜网站点，借助美菜网品牌和系统，负责所辖区域内美菜网客户的食材配送服务，借助合伙人力量进一步深入到城市生鲜配送环节的毛细血管布局。

表 3：美菜网城市合伙人项目

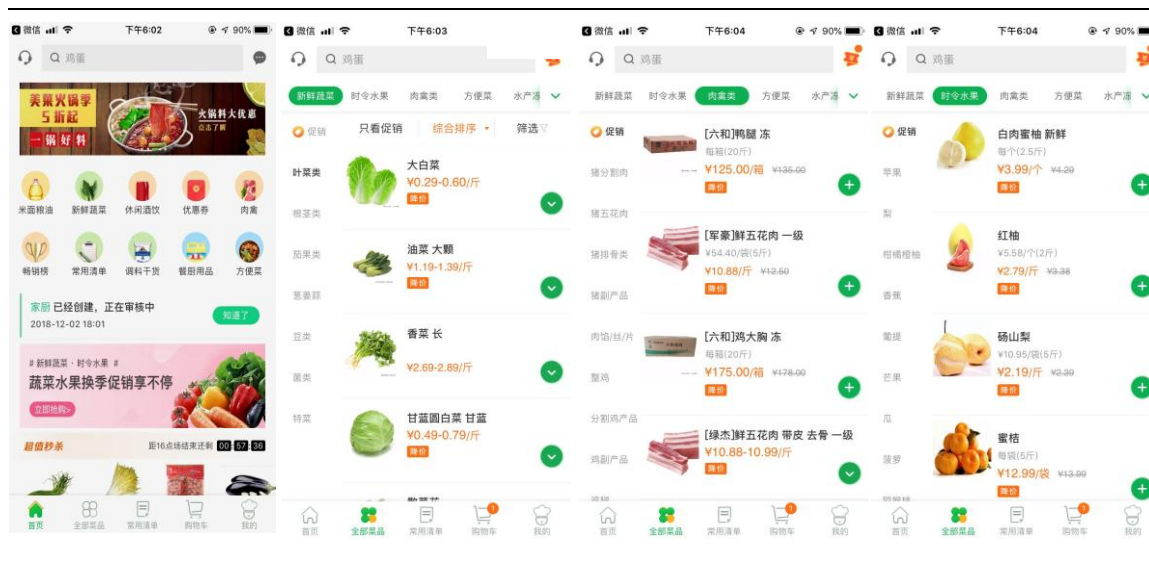
美菜网	城市合伙人
提供系统、支持部分市场推广费用、 提供培训，根据经验状况还可对优质 合伙人提供融资支持	合伙人出资在合作城市设立美菜网站点， 负责辖区内下游商户的生鲜食材配送服 务，全部经营利润归合伙人所有

资料来源：公司官网，长江证券研究所

销售：自营+平台模式双轮驱动

由重变轻的销售端，自营+平台模式双轮驱动，决定了其整体盈利模式为进销差价+第三方平台服务费。商户从美菜网进货的载体主要为美菜网 APP，APP 共分米面粮油、蔬菜、酒水、肉禽等多个大品类，品类采购价格低廉、但对采购规格的要求较高，例如，蔬菜和常温肉类最低采购规格普遍在 5 斤、冻品肉躲在 20 斤左右，以较大批量采购为主。

图 7：美菜网 APP 内部页面



资料来源：公司 APP，长江证券研究所

2017 年开始，美菜网开启第三方商户入驻平台，但对商户质量提出较高要求：蔬菜、水果品类以外的商家必须是注册的企业法人，法人主体要求成立日期 6 个月以上、注册资金 50 万人民币以上，美菜网提供平台销售及负责仓储和配送功能，并收取仓库、物流、平台服务费，入驻商户在平台上开店、自主上架商品和定价，货品需进入美菜网仓

库，基于生鲜品类种类繁多、长尾商品较多、且部分本地化蔬菜需要动态补充，美菜网开放第三方平台，利于进一步丰富平台商户品类、提升下游客户黏性。

表 4：美菜网第三方商户入驻平台的模式

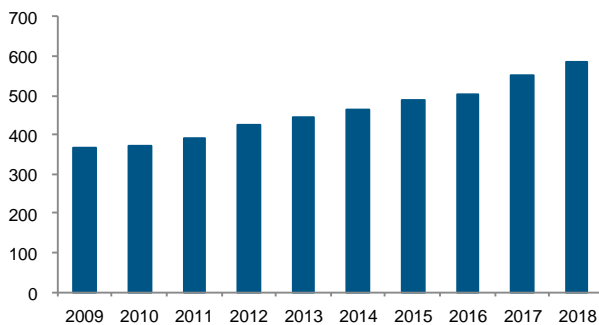
合作模式	在美菜开店
资质要求	蔬菜、水果品类以外，其余品类入驻美菜网的商家必须是法人，蔬菜、水果品类的商家允许是自然人，法人主体要求成立 6 个月以上，注册资金 50 万人民币以上
职责划分	商家：物权属于商家，商家在美菜网平台上开店，自主上架商品、自主定价，直接对接 B 端商户，供货到美菜网仓库； 美菜：提供平台销售，负责仓储和配送、收款回款和逆向退货等服务
收费	美菜网收取销售流水的扣点服务费，涵盖仓储、配送、代收单等服务费

资料来源：公司官网，长江证券研究所

对标：全球最大的食材供应商 Sysco

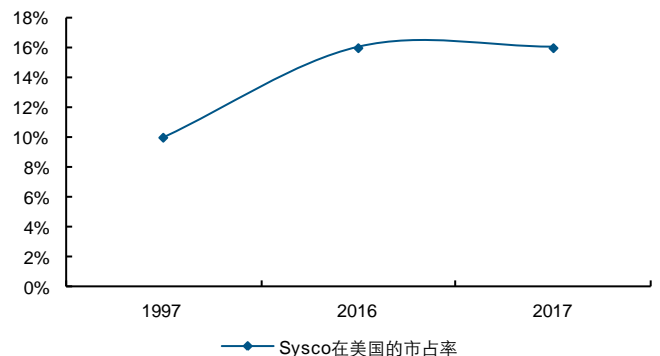
美菜网的对标公司是成立于 1969 年的 Sysco，作为全球最大的餐饮食材供应商，2018 财年营收规模接近 600 亿美元，2017 年在美国食材供应商中市占率达到 16%。并购做大规模+夯实物流基础设施+高自有品牌占比是其稳居市场领导地位的核心：

图 8：Sysco 历年营收规模（亿美元）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所（图中年份为财年）

图 9：Sysco 市占率提升趋势



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

1) 不断并购做大做强：在即使生鲜生产的标准化程度以及餐饮的 SKU 精简程度较高的西方国家，生鲜的生产和消费仍有较强的本地化属性，当地人一般偏好本地食材，因此 Sysco 多以并购的方式进入新市场，以减少异地扩张的摩擦成本；

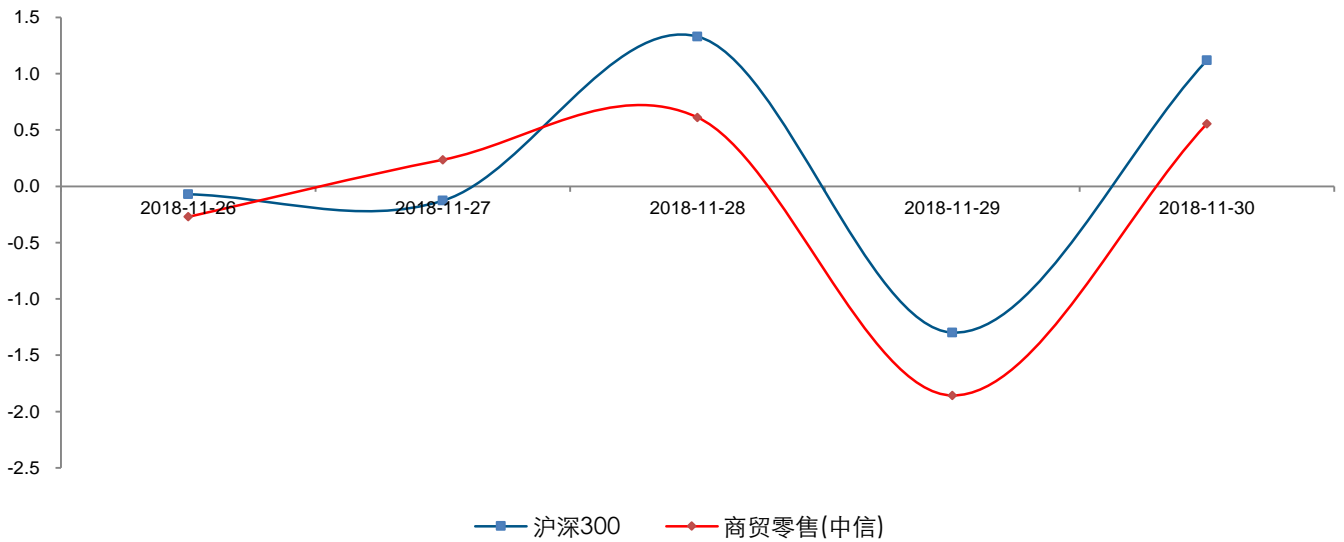
2) 重资产自建物流体系：截至 2018 财年其物流配送中心高达 332 个，物流车数量 1.4 万辆，几乎密集覆盖美国所有州，旗下 78% 的物流配送中心和 88% 的物流车均为自有；

3) 标准化供应流程，发展自有品牌：从产地开始提升产品的标准化程度，不断发展自有品牌以拓宽自身溢价空间，当前拥有约 13 个自有品牌，覆盖各个主要菜系所有的核心食材，以打造爆款、拓宽规模化采购空间。

一周行情走势

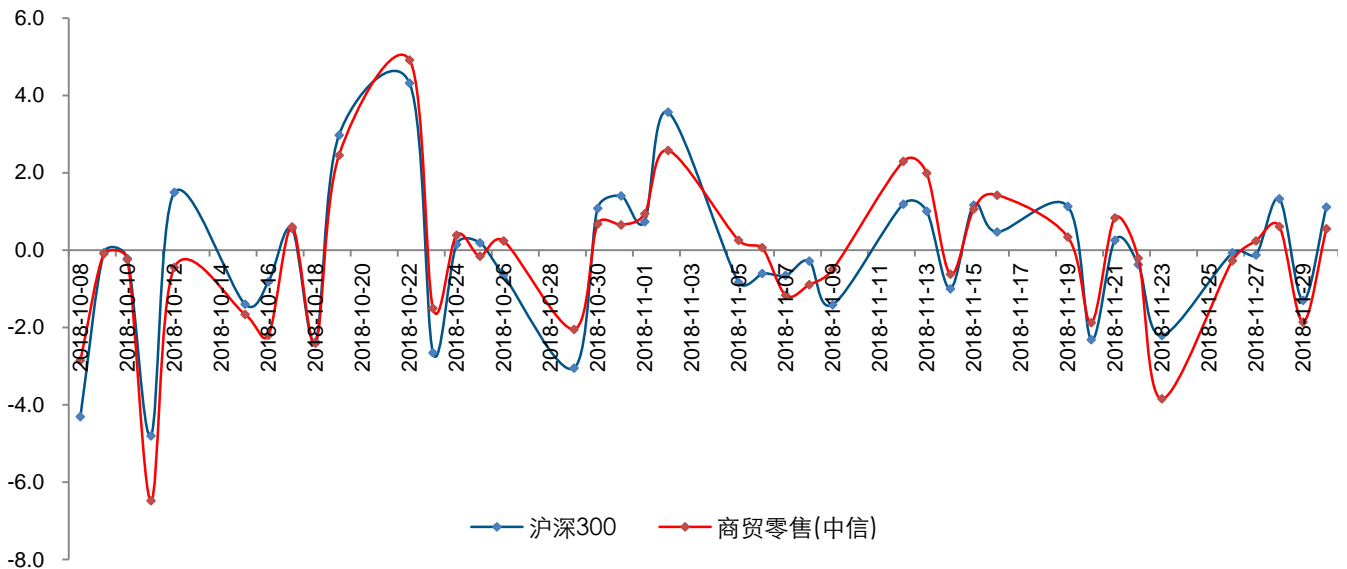
【市场表现概况】

图 10: 本周中信商贸零售指数、沪深 300 指数涨跌幅 (%)



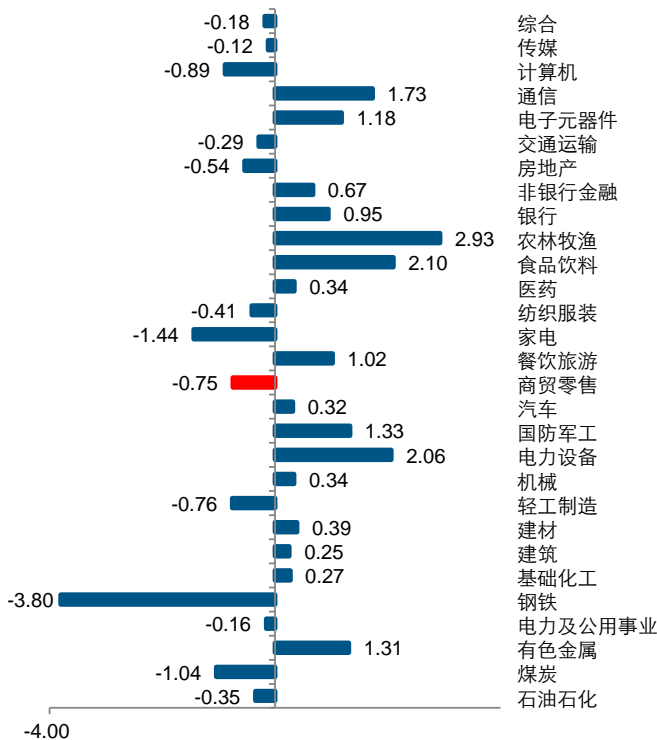
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 11: 本季度至今中信商贸零售指数、沪深 300 指数涨跌幅 (%)



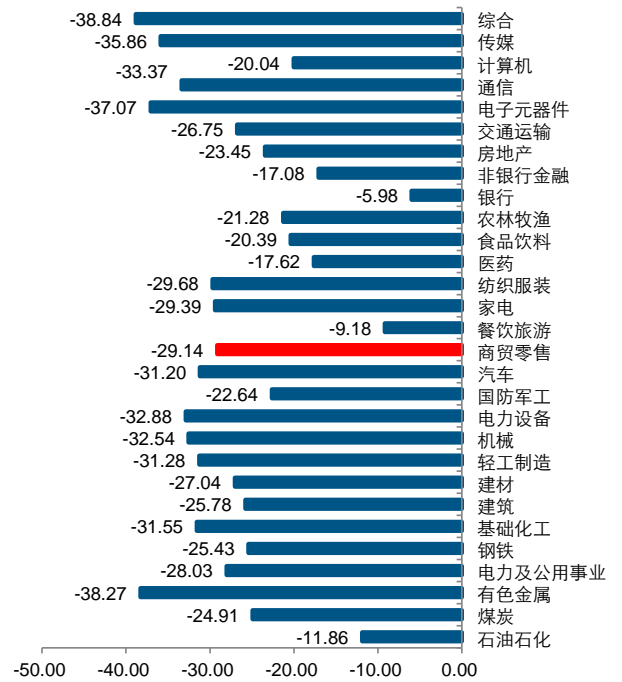
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 12: 本周中信一级行业指数涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 13: 本年度至今中信一级行业指数涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 5: 近四周百货、超市、连锁店子行业的涨跌幅

分类	18/11/26-18/11/30	18/11/19-18/11/23	18/11/12-18/11/16	18/11/05-18/11/09
百货	-0.98%	-3.72%	7.14%	-0.71%
超市	0.57%	-3.47%	2.69%	-0.86%
连锁店	-1.42%	-5.76%	4.85%	-7.12%
零售	-0.75%	-4.73%	6.27%	-2.23%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

【零售公司涨跌幅明细】

表 6: 零售股 2018 年至今涨跌幅前五名

代码	股票	股价	涨跌幅	代码	股票	股价	涨跌幅
603605	珀莱雅	41.65	46.27%	600682	南京新百	10.20	-72.82%
603101	汇嘉时代	18.19	34.88%	000587	金洲慈航	2.68	-61.71%
603214	爱婴室	37.70	31.62%	002721	金一文化	6.13	-61.54%
600729	重庆百货	30.09	21.91%	002251	步步高	7.91	-55.76%
300413	芒果超媒	35.45	18.90%	600122	宏图高科	4.29	-55.43%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 7：零售股本季度至今涨跌幅前五名

代码	股票	股价	涨跌幅	代码	股票	股价	涨跌幅
603101	汇嘉时代	18.19	45.40%	600122	宏图高科	4.29	-42.03%
000987	越秀金控	8.18	15.05%	300740	御家汇	20.50	-31.46%
600306	商业城	7.08	11.32%	002024	苏宁易购	10.69	-20.70%
600729	重庆百货	30.09	8.67%	600738	兰州民百	5.50	-20.69%
002697	红旗连锁	5.20	7.66%	601116	三江购物	11.59	-18.15%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 8：零售股本月至今涨跌幅前五名

代码	股票	股价	涨跌幅	代码	股票	股价	涨跌幅
603101	汇嘉时代	18.19	30.96%	600122	宏图高科	4.29	-42.03%
002094	青岛金王	5.78	23.50%	300740	御家汇	20.50	-31.46%
000061	农产品	4.90	19.51%	603031	安德利	12.52	-12.08%
603900	莱绅通灵	12.95	16.14%	601116	三江购物	11.59	-7.06%
600785	新华百货	18.95	15.69%	002024	苏宁易购	10.69	-6.06%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 9：零售股本周至今涨跌幅前五名

代码	股票	股价	涨跌幅	代码	股票	股价	涨跌幅
603101	汇嘉时代	18.19	10.98%	300740	御家汇	20.50	-9.69%
002187	广百股份	8.49	6.93%	600821	津劝业	4.50	-9.09%
600612	老凤祥	38.00	5.47%	002094	青岛金王	5.78	-8.54%
600790	轻纺城	3.73	5.07%	600122	宏图高科	4.29	-8.14%
002091	江苏国泰	5.55	4.72%	002264	新华都	6.41	-7.77%

资料来源：Wind，长江证券研究所

下周大事提醒

资料来源：Wind

2018-12-04 华联股份 股东大会现场会议登记起始 华联股份 股东大会互联网投票起始

2018-12-05 华联股份 股东大会召开

2018-12-06 茂业商业 分红股权登记

2018-12-07 茂业商业 分红除权 茂业商业 分红派息

2018-12-07 苏宁易购 股东大会现场会议登记起始

2018-12-08 跨境通 股东大会现场会议登记起始

【重点公司跟踪预测表】

表 10：行业重点上市公司估值指标与评级变化

公司代码	公司简称	最新投资评级	股价	EPS (元) 预测			PE (倍)		
			20181130	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
601933	永辉超市	买入	7.22	0.19	0.14	0.23	38	52	31
000759	中百集团	买入	5.62	0.10	0.70	0.18	56	8	31
000501	鄂武商 A	买入	9.97	1.65	1.46	1.35	6	7	7
002419	天虹股份	买入	11.38	0.60	0.73	0.83	19	16	14
603900	莱绅通灵	买入	12.95	0.91	0.76	0.88	14	17	15
002024	苏宁易购	买入	10.69	0.45	0.85	0.23	24	13	46
603708	家家悦	买入	21.43	0.66	0.87	1.09	32	25	20
603214	爱婴室	买入	37.70	0.94	1.25	1.56	40	30	24

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看好: 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性: 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

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注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告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, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 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。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。