

双 11 前瞻，好风凭借力，从休闲食品品牌的发展看电商赋能

从“淘品牌”到“天猫原创”阿里持续助推新品牌成长。从阿里平台走出新锐品牌可以分为四类：一是集团的子品牌，比如玛氏公司旗下的零食品牌 BE-KIND；二是红人专属品牌，如钟薛高等网红起家的品牌；三是进口子品牌；四是产业带品牌，比如广西地域性的百菲酪水牛奶品牌。基于这四条赛道，天猫试图整合集团资源，在未来三年做到 5,000 个销售额上亿的新锐品牌、100 个超 10 亿的品牌，加速新锐品牌孵化。

流量加持+数据赋能 “淘系”品牌背靠大树好乘凉。阿里巴巴作为国内最大的电商平台，为新品牌的成长积累了海量的用户。阿里巴巴的活跃买家数从 2012 年 6 月的 1.33 亿逐渐上升到 2019 年 9 月的 6.93 亿。移动端 MAU 从 2014 年 9 月的 2.17 亿增加到 2019 年 9 月的 7.85 亿。“淘系”大数据赋能品牌进行新品创新与数字营销。2017 年 10 月阿里巴巴成立天猫新品创新中心（简称 TMIC），两年来 TMIC 和超过 800 家品牌合作，孵化出多达 300 个商品品类，将产品孵化时间由 18 个月缩短到 4 个月，提升了品牌创新与响应市场需求的速度。

从休闲食品品牌的发展看电商能为品牌带来什么？从三只松鼠、良品铺子和来伊份的对比中我们发现，电商渠道占比大的品牌经营效率更高。毛利率方面依据线上业务收入占比呈现明显的组间差异，线上收入占比较高的三只松鼠、良品铺子毛利率在 30%左右，比电商渠道占比较低的来伊份和盐津铺子低了 10 个百分点。这是因为线上平台透明，促销较多，所以短期毛利率会低一点。但是运营效率方面，天猫等平台对品牌助力明显，三只松鼠与良品铺子存货周转率显著高于盐津铺子，体现了天猫数据赋能营销、运营工具与指导及“淘系”物流及供应链解决方案的积极作用。

以三只松鼠的发展为例，天猫给品牌带来了高效的营销支持和技术赋能。三只松鼠成立只有短短 7 年，伴随着电商的兴起，享受流量红利，快速抓住趋势对消费者偏好变迁做出反应。在此基础上，公司迅速进行渠道布局，运用数字化战略铺设线下以体验为中心的投食店以及便捷触达用户的松鼠联盟小店，形成一主两翼格局。其中电商平台作为一主对公司业务起拉动作用，2019 年上半年线上业务营收达到 39.98 亿元，占比达到 88.62%，交易额达到 48.06 亿元，线上用户数达到 2,645.58 万人，此外品牌的自营 app 也对公司线上业务做了良好的补充。

风险提示：平台合规风险、电商税影响、消费增长不及预期

海外研究

陈萌

chenmeng@csc.com.cn

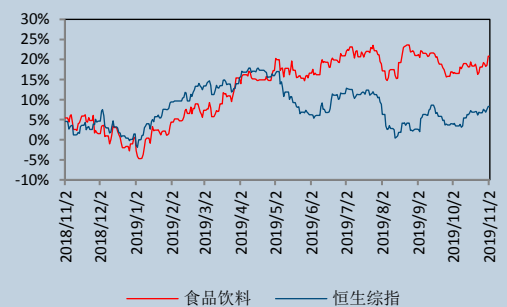
021-68821600

执业证书编号：S1440515080001

香港证监会中央编号：BMV926

发布日期：2019 年 11 月 6 日

市场表现



相关研究报告

目录

从“淘品牌”到“天猫原创”阿里持续助推新品牌成长	1
诞生于 C2C，成长于 B2C，电商助力“淘品牌”开花结果	1
流量加持+数据赋能 “淘系”品牌背靠大树好乘凉	4
从休闲食品品牌的发展看电商能为品牌带来什么？	6

图表目录

图表 1： 2012 年首批“天猫原创”品牌	1
图表 2： 2011 年后“淘品牌”与“天猫原创”百度搜索指数	1
图表 3： 阿里扶植新品牌发展历程	2
图表 4： 天猫新锐品牌四条赛道	2
图表 5： 2018 年双十一钟薛高爆款单品“厄瓜多尔粉钻”	3
图表 6： 天猫小黑盒定制款“加纳黑金”	3
图表 7： 拉面说天猫赋能点	3
图表 8： 阿里巴巴中国零售平台年活跃买家数	4
图表 9： 阿里巴巴中国零售平台移动端月活跃用户数	4
图表 10： 阿里巴巴国内零售 GMV	5
图表 11： 天猫和淘宝的 GMV 占比	5
图表 12： 天猫新品创新中心产品体系	5
图表 13： 阿里妈妈大数据营销平台部分成功案例	5
图表 14： 京东与天猫主要入驻休闲食品品牌	6
图表 15： 主要休闲食品品牌线上收入占比	6
图表 16： 四品牌线上收入占比与毛利率对比	7
图表 17： 四品牌线上收入占比与存货周转率对比	7
图表 18： 三只松鼠新品四大链路	7

从“淘品牌”到“天猫原创” 阿里持续助推新品牌成长

诞生于 C2C，成长于 B2C，电商助力“淘品牌”开花结果

“淘品牌”起源于淘宝 C2C 时代，在 C2C 的有利条件下，部分原创设计品牌脱颖而出，成为首批崭露头角的“淘品牌”。因为淘宝店无需承担线下门店的租金等运营费用，较低的门槛吸引了大量小创业者涌入。同时，逐渐增多的用户群体也为这些小规模创业提供了土壤，小创业者在电商 C2C 时代迎来了发育成长的春风。部分原创设计品牌脱颖而出，成为首批崭露头角的“淘品牌”。阿卡、裂帛、茵曼等服装类原创设计品牌不断诞生，吹响了“淘品牌”崛起的号角。2005-2008 年是第一批“淘品牌”建立的集中期，日后许多成功的“淘品牌”均以此起步至逐渐发展壮大，如御泥坊、七格格、韩都衣舍、麦包包等。

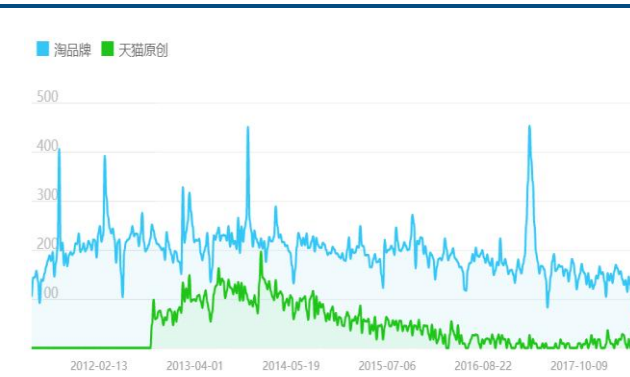
2012 年，阿里巴巴加强品质化转型，“淘品牌”转向 B2C 模式下的“天猫原创”。早期 C2C 模式暴露出的商品良莠不齐、质量得不到保障等弊端推动阿里平台走上品质化升级的道路，而传统品牌大规模入驻也倒逼“淘品牌”提升产品品质，提升管理效率。2008 年淘宝商城正式上线，并于 2012 年更名为天猫商城，与此同时年轻的“淘品牌”们也改名“天猫原创”品牌，着力发展 B2C 业务，首批“天猫原创”品牌共有 121 个。

图表1： 2012 年首批“天猫原创”品牌



资料来源：阿里巴巴，中信建投证券研究发展部

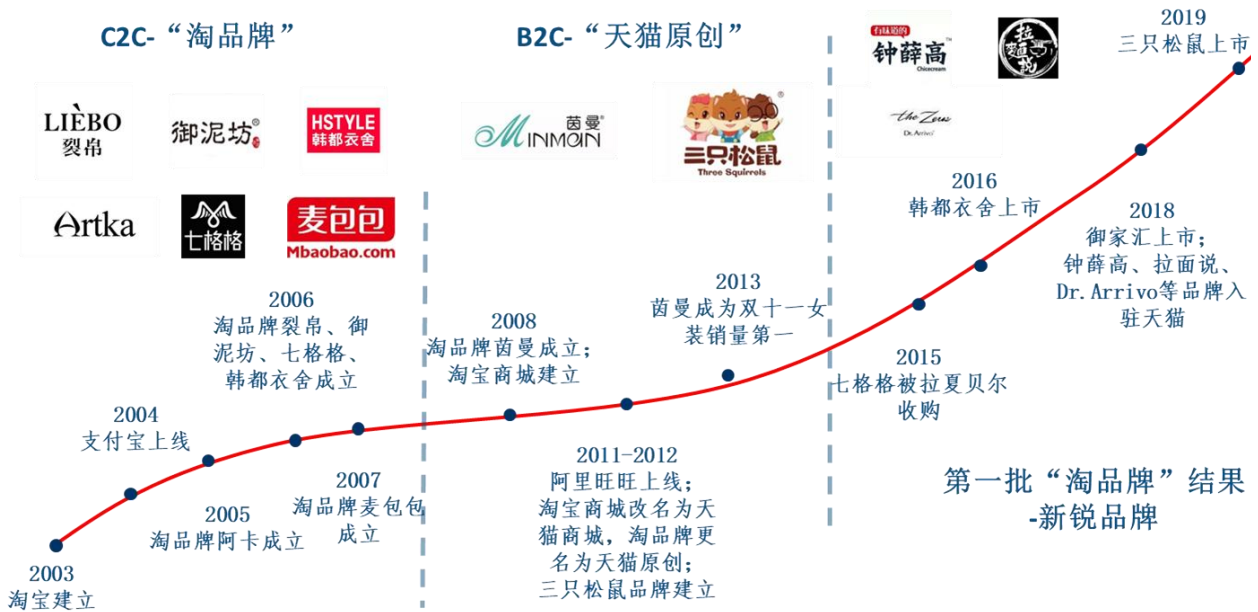
图表2： 2011 年后“淘品牌”与“天猫原创”百度搜索指数



资料来源：百度指数，中信建投证券研究发展部

2012 年后，早期的“淘品牌”们开始进入收获阶段，阿里生态孵化新品牌形成流水线。服装类“淘品牌”茵曼击败众多传统品牌，夺得 2013 年双十一女装销量头位；女装品牌七格格于 2015 年被拉夏贝尔收购，韩都衣舍于 2016 年成为“互联网女装品牌第一股”，面膜品牌御泥坊的母公司御家汇于 2018 年上市，紧随其后 2012 年创业的零食品牌三只松鼠也于今年 6 月完成 IPO。早期的“淘品牌”们逐步迈入收获阶段。同时阿里巴巴并没有降低扶植新品牌的力度，像钟薛高、拉面说、Dr. Arrivo、三顿半等成为“淘系”品牌版图的新成员。

图表3： 阿里扶植新品牌发展历程



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

阿里平台扶持的新锐品牌可以分为四类：一是集团的子品牌，比如玛氏公司旗下的零食品牌 BE-KIND；二是红人专属品牌，如钟薛高等网红起家的品牌；三是进口子品牌；四是产业带品牌，比如广西地域性的百菲酪水牛奶品牌。基于这四条赛道，天猫试图整合集团资源，在未来三年做到 5,000 个上亿的新锐品牌、100 个超过 10 亿的品牌，加速新锐品牌孵化。

图表4： 天猫新锐品牌四条赛道



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

以钟薛高的发展为例。钟薛高主营瓦片形状的冰激淋雪糕，目标消费者群体为中产阶级。品牌起初短时间内以网红身份借助小红书走红，但是受限于线下门店发展滞后，虽然短时间内取得了较高的品牌认知度，但无

法有效将认知度转化为销量。之后钟薛高入驻天猫平台，依托阿里生态完善的物流、支付、数据分析、渠道管理等，叠加钟薛高自有的线下快闪等形式结合，多层面深化“网红”人设；此外品牌积极参加品牌团/单品团活动，每月参与2场以上，也获得了小黑盒、超级品牌日、国潮等多项IP的扶持。在这些有利条件下，2018年双十一钟薛高首次参与便位列冰品类销量第一，旗下高端爆款雪糕“厄瓜多尔粉钻”定价66元限量发售2万支，仅15小时便被抢完，仅此一款便占据天猫所有冰品类销额的十分之一；钟薛高在2019年618销售额同比翻了5倍，跻身冰淇淋行业增速最快的品牌之列。

图表5：2018年双十一钟薛高爆款单品“厄瓜多尔粉钻”



资料来源：天猫，中信建投证券研究发展部

图表6：天猫小黑盒定制款“加纳黑金”



资料来源：天猫，中信建投证券研究发展部

从淘宝店发展成为天猫品牌的新品牌三顿半。国产精品咖啡品牌三顿半起源于一家淘宝店，是典型的纯电商线上品牌。从早期中小商家（淘宝店）形态到品牌旗舰店（天猫店）形态，阿里完善的平台生态为三顿半提供了完整的服务。近三年，咖啡市场规模稳步扩大，淘宝天猫平台是咖啡消费者的主要阵地，借助淘宝平台的营销支撑，三顿半迅速成为仅次于雀巢的咖啡品牌销量第二。入驻天猫后，结合三顿半在冲调类目的优势，天猫平台为三顿半的进店率、成交率、粉丝聚群、用户体验等各个方面进行了多维度的优化；既可以参与天猫平台的活动为三顿半导流，又让三顿半有高度自由发挥自己的特色的玩法，多元化地为品牌赋能。2019年10月21日，三顿半前1小时预售成交破百万，突破去年同期全天，售出600000颗咖啡。

以另一个天猫协助孵化的新锐食品品牌拉面说为例。拉面说是一家2016年10月诞生的高端日式速食拉面品牌，借着即食面产业消费习惯向高端化、健康化迁移的契机切入市场。产品问世一年内，拉面说将月销售额由数万元提升至180万元，在2017年淘宝双十一大促中营收136万元，排名速食类第33位，2017年全年销售额尚未达到1,500万元规模，如何利用热度刺激销量成为拉面说面临的一个主要问题。2018年1月1日拉面说入驻天猫新锐品牌后，借助六个赋能点，拉面说迎来快速成长。入驻半年拉面说便累计已在天猫卖出1,000万盒拉面，2018年全年销售额环比增长500%，2019年至今继续维持环比增长400%的势头。

图表7：拉面说天猫赋能点

天猫赋能点	赋能效果
流量赋能	天猫庞大的用户群体，为拉面说匹配精准的流量；
数据赋能	生意参谋/品牌数据银行等工具，为品牌提供及时准确的数据，同时为拉面说未来战略提供坚实数据基础；
活动赋能	天猫大促助力品牌GMV爆发；

天猫赋能点

赋能效果

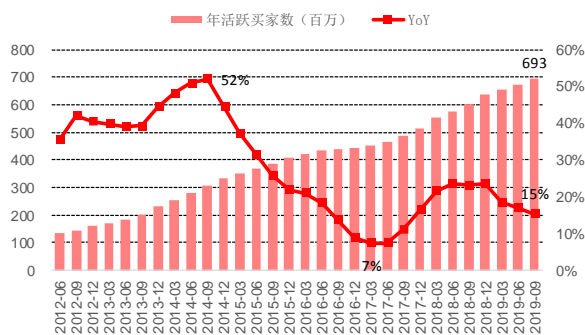
- 玩法赋能 异业合作，淘宝直播、站内种草，丰富了拉面说营销活动玩法，同时为品牌营销做更好的承接和转化；
- 新品赋能 小黑盒帮助拉面说新品更快的进入市场，解决拉面说新品发布的难题；
- 团队赋能 行业、市场以及其他部门的小二，给予品牌非常大的帮助，同时为品牌发展提供了很多有效建议。

资料来源：中信建投证券研究发展部

流量加持+数据赋能 “淘系” 品牌背靠大树好乘凉

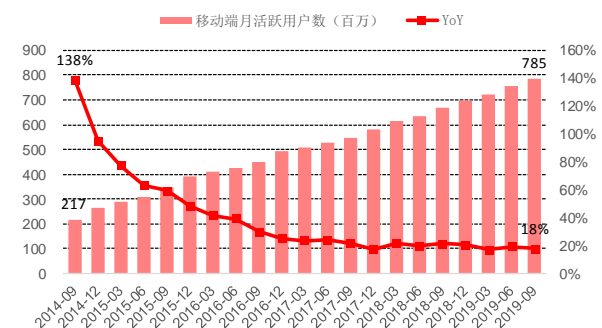
阿里巴巴作为国内最大的电商平台，为新品牌的成长积累了海量的用户。阿里巴巴的活跃买家数从 2012 年 6 月的 1.33 亿逐渐上升到 2019 年 9 月的 6.93 亿。移动端 MAU 从 2014 年 9 月的 2.17 亿增加到 2019 年 9 月的 7.85 亿。活跃买家的增速从 2014 年 9 月的 52% 下降到 2017 年 3 月的 7%。之后随着新用户获取战略的调整，比如通过支付宝等导流，以及向低线城市扩张，活跃买家增速再次上升。根据财报披露，2019 年上半年 70% 的新增年度活跃买家来自低线城市。随着活跃买家数的增加，阿里巴巴国内零售的 GMV 从 FY2012 的 6630 亿元增加到 FY2019 的 5.73 万亿元。另一方面随着 B2C 业务的增加，天猫的 GMV 占比逐渐提升，从 FY2012 的 17% 上升到 FY2019 的 46%。

图表8： 阿里巴巴中国零售平台年活跃买家数



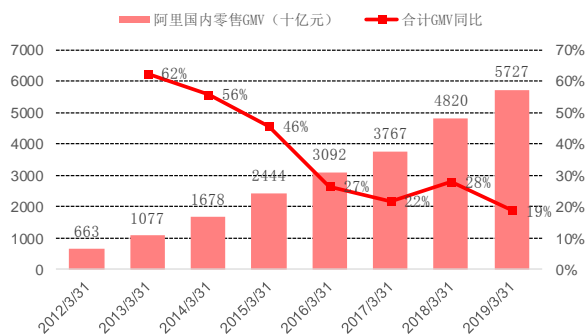
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表9： 阿里巴巴中国零售平台移动端月活跃用户数



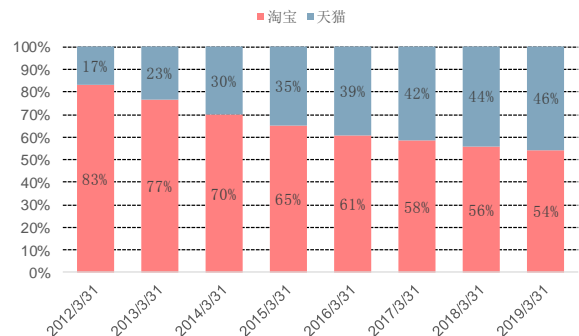
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表10： 阿里巴巴国内零售 GMV



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表11： 天猫和淘宝的 GMV 占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

“淘系”大数据赋能品牌进行新品创新与数字营销。2017年10月阿里巴巴成立天猫新品创新中心（简称TMIC），协助品牌基于大数据实现精准营销、定位细分市场，建立线上产品创新的标准化通路，通过趋势情报局、新品合伙人、仿真实验室、试销诊断台等四个孵化IP连接通路，优化品牌产品创新。两年来TMIC和超过800家品牌合作，孵化出多达300个商品品类，将产品孵化时间由18个月缩短到4个月，提升了品牌创新与响应市场需求的速度。此外，淘宝与天猫还为品牌提供了详尽的消费数据与工具支持，优化店铺运营效率，阿里妈妈数字营销平台与4,000家媒体、10万家app达成合作，媒体矩阵日均PV达到2,000亿，覆盖中国95%的互联网和移动互联网用户，实现消费者数据金矿深度挖掘、超级媒体矩阵全域覆盖，弥合线上与线下、品牌与消费者之间的割裂，基于实时消费数据动态规划营销模式。TMIC与阿里妈妈构成了数据赋能的两大维度，为新品品牌提供了从创新到营销的大数据解决方案。

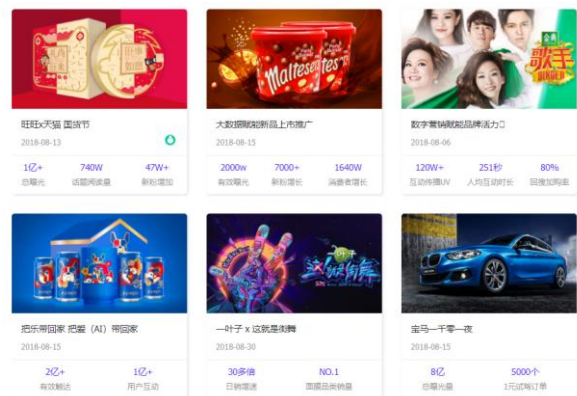
品牌定制款赋能供给侧。除了新品创新，技术的成熟使得商品定制在阿里生态中也趋于常态化，并进一步向供给侧赋能。比如，今年天猫双11，聚划算营销平台基于消费者洞察，联合1000个品牌，定制1000款爆款商品，在天猫双11期间，为消费者打造优质优价的专供产品。这其中包括飞鹤、全棉时代等国产大牌，也包括卡特兔、先锋等新晋的产业带品牌。如此规模和体量的定制商品在短期内迅速推出，这在线下是时代不可想象的。通过数字化升级，阿里生态成为制造业企业尤其是产业带企业转型升级的重要引擎，不仅提升了传统工厂的生产效率，还帮助他们逐渐打造自身的品牌形象和消费者心智。

图表12： 天猫新品创新中心产品体系



资料来源：TMIC官网，中信建投证券研究发展部

图表13： 阿里妈妈大数据营销平台部分成功案例



资料来源：阿里妈妈官网，中信建投证券研究发展部

阿里平台为“淘系”品牌提供高效率的物流与供应链解决方案。阿里联合顺丰、三通一达共同组建菜鸟网

络，服务“淘系”品牌店铺及其他包裹运输，为电器、生鲜、美妆、快消、大电、家装行业体用完善解决方案。对电商店铺而言，菜鸟能根据后端物流运营能力，在前端进行送货入户打标与预计送达时间反馈，从而提升店铺转化率；顾客体验方面，时效承诺服务，如当日达、次日达、送货上门、预约配送等服务也提供了超出用户预期的体验，进而优化顾客满意度与品牌形象。根据官网数据，截至2018年，菜鸟网络已经接入300万快递员，覆盖国内超过2,700个市县，拥有超过3000个合作伙伴，日处理数据量16万亿条。菜鸟网络所提供的卓越物流服务帮助品牌省却自建配送网络的麻烦，从而能够专注于品牌建设，最大化品牌优势。

从休闲食品品牌的发展看电商能为品牌带来什么？

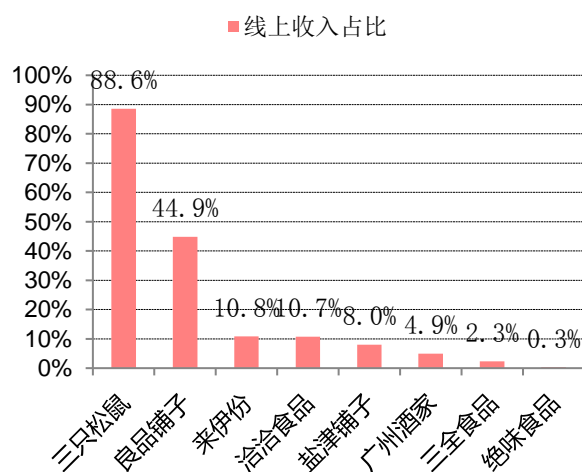
随着电商新零售时代到来，休闲食品品牌纷纷开拓线上渠道。目前大多数已上市或接近上市的品牌均在天猫、京东等主要电商平台建立了阵地。不过不同品牌的线上销售占比差异巨大。比如依托“淘系”资源成长起来的三只松鼠接近90%的收入来自电商销售，而以实体店起家的良品铺子线上收入占比高达44.9%。不过也有其他品牌线上占比在10%及以下，比如三全食品 and 绝味食品只有不足3%的营业收入来自线上旗舰店。

图表14： 京东与天猫主要入驻休闲食品品牌



资料来源：公开资料，中信建投证券研究发展部

图表15： 主要休闲食品品牌线上收入占比

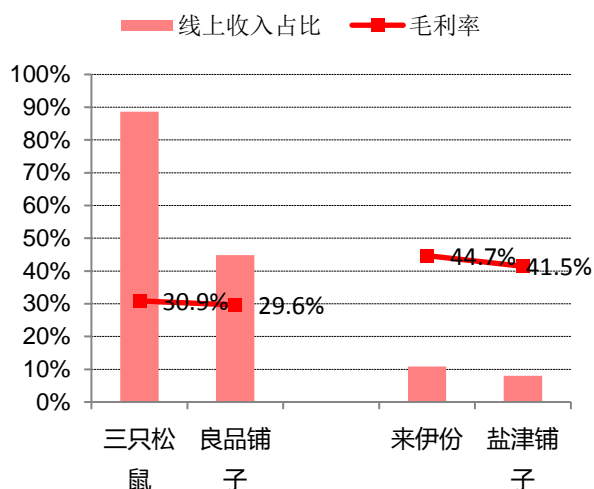


资料来源：公司公告，WIND，中信建投证券研究发展部

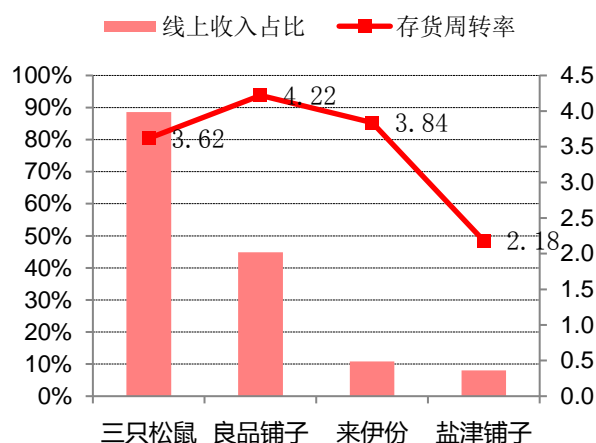
为研究电商平台对品牌的经营产生的影响，我们选取四家比较典型的休闲食品品牌（三只松鼠、良品铺子、盐津铺子和来伊份）进行分析，比较其线上收入占比与毛利率、存货周转率等指标。

从三只松鼠、良品铺子、盐津铺子和来伊份的对比中我们发现，电商渠道占比大的品牌经营效率更高。毛利率方面依据线上业务收入占比呈现明显的组间差异，线上收入占比较高的三只松鼠、良品铺子毛利率在30%左右，比电商渠道占比较低的来伊份和盐津铺子低了10个百分点。这是因为线上平台透明，促销较多，所以短期毛利率会低一点。但是运营效率方面，天猫等平台对品牌助力明显，三只松鼠与良品铺子存货周转率显著高于盐津铺子，体现了天猫数据赋能营销、运营工具与指导及“淘系”物流及供应链解决方案的积极作用。

图表16： 四品牌线上收入占比与毛利率对比



图表17： 四品牌线上收入占比与存货周转率对比



资料来源：公司公告，WIND，中信建投证券研究发展部

资料来源：公司公告，WIND，中信建投证券研究发展部

以三只松鼠的发展为例，天猫给品牌带来了巨大的流量支持和技术赋能。三只松鼠成立只有短短7年，伴随着电商的兴起，享受流量红利，快速抓住趋势对消费者偏好变迁做出反应。在此基础上，公司迅速进行渠道布局，运用数字化战略铺设线下以体验为中心的投食店以及便捷触达用户的松鼠联盟小店，形成一主两翼格局。其中电商平台作为一主对公司业务起拉动作用，2019年上半年线上业务营收达到39.98亿元，占比达到88.62%，交易额达到48.06亿元，线上用户数达到2,645.58万人，此外品牌的自营app也对公司线上业务做了良好的补充。

天猫通过助力品牌供应链数字化转型、打造新品全链路开发，发挥品牌线上优势。天猫大数据赋能供应链协助三只松鼠实现数字化改造，在品牌相对较弱的原材料供应、食品安全检测、产品分装、储存保管、运输、产品流通等关键环节建立更完善的质量控制与管理体系，数据驱动货物供给与人员安排，实现供应链前置与组织的高效率。此外，天猫也通过数据赋能与TMIC支持品牌通过四大链路加快新品推出，保持高流量、快反应的线上优势。比如对于传统品牌来说，虽然他们已经意识到网红爆款新品的重要性，却苦于供应链控制无法及时响应市场。但是三只松鼠就可以凭借四大链路成为市场的先行者与流行的弄潮儿，2018年三只松鼠共推出200款新品，全年新品销售额达到11.53亿元，占品牌总销售的22%，其中销量破一亿的爆款新品共有3款，为品牌招徕了接近2,800万新客。

图表18： 三只松鼠新品四大链路

机制	渠道	运行方式
	供应链创新	建立100人的供应链拓展团队与500家供应链合作伙伴进行走访交流，深度共创；
发现机制	线上数据洞察	针对全网所有的品牌跟新品进行每周数据滚动，及时识别流行潮流并决定资源倾斜；
	社交反向机制	从站内渠道到站外渠道做全部的内容监控，深度挖掘微信圈、小红书圈等不同渠道下的用户需求，根据需求反向定制产品；
上新机制		对新品进行包装、使用方式、营销方式等不同层面上的升级；
打爆机制	新品分级原则	对产品进行S、A、B、C级产品的分级，从产品的供应链拓展、营销案的推广、活动资源、推荐再

机制

渠道

运行方式

到线下的资源进行全部打包，根据新品打造的生命周期匹配不同的资源；

最优配置原则

根据后台的 AIP 人群拆分极限推新数量，做好资源划分；

平台联动原则

与天猫等新品渠道进行联动配合；

迭代机制

针对痛点，对于同一类产品进行多次迭代升级。

资料来源：三只松鼠，中信建投证券研究发展部测算

分析师介绍

陈萌：本科毕业于武汉大学，硕士毕业于复旦大学，2013 年加入中信建投证券研究发展部，现任研究发展部海外前瞻组首席分析师，中小市值首席分析师，从事 A 股研究 6 年，海外市场研究 1 年，擅长把握新兴产业边际改善投资机会及产业跨界研究，2017、2015 年“新财富”中小市值研究第三名、2016 年“新财富”中小市值研究入围奖。

报告贡献人

黄旭 huangxu@csc.com.cn

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以恒生指数的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅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本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。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、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859