

# 苏宁云商 (002024)

证券研究报告

2017年10月30日

## 17Q3: 线上自营 GMV+73%YoY, 探索不止成长不息

1-9月营收同比增长 26.98%，归母净利同比增长 321.23%。

苏宁云商 10月31日披露三季报, 2017年1-9月公司实现营业收入 1318.82 亿元, +26.98%YoY, 其中大陆地区营收同比增长 30.90%。

·GMV 方面, 整体 GMV (含税, 下同) 为 1655.21 亿, +26.84%YoY; 线上平台 GMV 合计 807.25 亿, +55.64%YoY, 其中, 自营 GMV662.33 亿, +65.54%YOY; 线下 GMV 为 847.96 亿, +7.84%YoY。

·归母净利 6.72 亿, 同比增长 321.23%。扣非后归母净利-1.85 亿, 同比增长 80.79%, 若不考虑扣除运营资金收益, 则扣非净利润为 3.26 亿, +137.37%YoY。EPS 为 0.07 元/股。

·相对此前指引 (1-9月归母净利 5.91-6.91 亿元) 接近上限水平, 2017 年全年业绩指引为 8.72-9.72 亿元 (Q4 为 2-3 亿元)。考虑到 Q4 双十一促销力度较大, 且今年双十一阿里强化新零售与线上线下结合概念, 我们预计 Q4 业绩有望继续超预期增长。

### 毛利率同比-0.56pcts, 运营费用率同比-1.54pcts, 净利率同比+0.85pcts。

17年1-9月公司综合毛利率为 14.10%, 同比-0.56pcts, 主要系报告期内线上销售占比由同期 39.74%提升至 48.77%, 商品整体毛利率水平略有下降, 预期未来第三方平台佣金广告业务、金融、物流增值服务的增加, 将进一步改善综合毛利水平。费用率方面, 17年1-9月运营费用率为 13.53%, 同比-1.54pcts。其中销售费用率为 10.82%, 同比-1.2pcts; 管理费用率为 2.72%, 同比-0.32pcts。费用下降主要源于租金和人工成本的规模效应, 考虑目前运营费用率水平较历史最优水平 11-12%仍有较好改善空间, 我们认为在线上线下更好互动后将进一步改善。

### 上调盈利预测, 维持买入评级。

作为 A 股零售龙头, 公司互联网零售转型深入, 零售+物流+金融三大板块核心能力进一步凸显。公司线下已步入稳定盈利期, 净开店数量保持增长, 三四线城市加大布局将带来流量与收入双增长; 线上内生流量提升+阿里多维支持, 增速环比持续上行, MAU\DAU 数据持续改善, 亏损逐季减少。此外, 未来第三方平台、金融、物流作为零售衍生业务提高综合毛利。上调盈利预测, 预计 2017-19 年净利润分别为 9.86/15.22/30.37/亿, EPS 分别为 0.11/0.16/0.33 元, 对应 PE 分别为 139/90/45 倍, 维持买入评级。

**风险提示:** 线上、线下调整升级效果或不达预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	135,547.63	148,585.33	209,249.94	266,099.49	331,439.32
增长率(%)	24.44	9.62	40.83	27.17	24.55
EBITDA(百万元)	1,443.25	1,650.59	1,067.75	1,653.05	3,188.24
净利润(百万元)	872.50	704.41	985.46	1,521.52	3,036.83
增长率(%)	0.64	(19.27)	39.90	54.40	99.59
EPS(元/股)	0.09	0.08	0.11	0.16	0.33
市盈率(P/E)	156.54	193.89	138.59	89.76	44.97
市净率(P/B)	4.48	2.08	2.15	2.14	2.11
市销率(P/S)	1.01	0.92	0.65	0.51	0.41
EV/EBITDA	52.92	37.44	60.29	42.84	17.64

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	商业贸易/专业零售
6个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	14.67 元
目标价格	16.91 元
上次目标价	20 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	9,310.04
流通 A 股股本(百万股)	4,986.56
A 股总市值(百万元)	136,578.28
流通 A 股市值(百万元)	73,152.90
每股净资产(元)	8.60
资产负债率(%)	
一年内最高/最低(元)	14.70/9.90

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

**张璐芳** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517020001  
zhanglufang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《苏宁云商-半年报点评: 线下盈利恢复+线上规模效应凸显致 1H17 归母净利+341%, 经营改善进入稳健上升期!》 2017-08-31
- 《苏宁云商-公司点评: 规模效应驱动盈利提升致 1H17 业绩达 2.92 亿超预期, 经营进入稳健上升期》 2017-07-31
- 《苏宁云商-公司点评: 16Q4 主业扭亏为盈, 企业发展迎来新拐点》 2017-02-28



## 1-9 月营收同比增长 26.98%，归母净利同比增长 321.23%。

苏宁云商 10 月 31 日披露三季报，

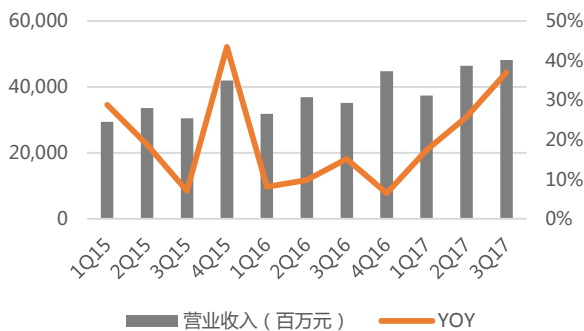
2017 年 1-9 月公司实现营业收入 1318.82 亿元，+26.98%YoY，其中大陆地区营收同比增长 30.90%。

·GMV 方面，整体 GMV（含税，下同）为 1655.21 亿，+26.84%YoY；线上平台 GMV 合计 807.25 亿，+55.64%YoY，其中，自营 GMV662.33 亿，+65.54%YOY；线下 GMV 为 847.96 亿，+7.84%YoY。

·归母净利 6.72 亿，同比增长 321.23%。扣非后归母净利-1.85 亿，同比增长 80.79%，若不考虑扣除运营资金收益，则扣非净利为 3.26 亿，+137.37%YoY。EPS 为 0.07 元/股。

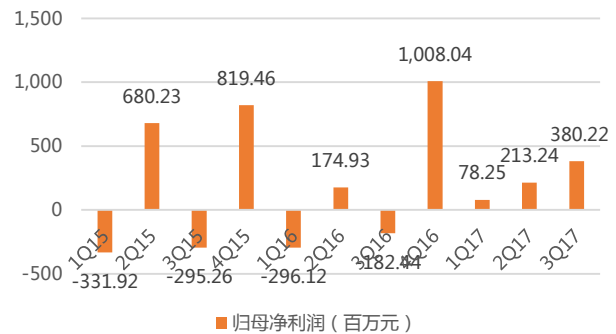
·相对此前指引（1-9 月归母净利 5.91-6.91 亿元）接近上限水平，2017 年全年业绩指引为 8.72-9.72 亿元（Q4 为 2-3 亿元）。考虑到 Q4 双十一促销力度较大，且今年双十一阿里强化新零售与线上下结合概念，我们预计 Q4 业绩有望继续超预期增长。

图 1：苏宁季度收入持续改善



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：苏宁归母净利润触底回升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 其中，3Q17 单季度看，自营 GMV 成亮点，同比增长 72.93%。具体看，

·实现营收 481.36 亿元，+36.95%YoY，其中大陆地区营收同比增长 38.27%。Q1、Q2 分别为 374 亿，+17.38%YoY；464 亿，+25.76%YoY。

·GMV 方面，Q3 为 608.97 亿，+35.58%YoY。Q1、Q2 分别为 473.8 亿，+19.14%YoY；572.44 亿，+24.96%YoY；线上 GMV 为 306.86 亿，+60.59%YoY（逐季改善），其中，自营 GMV248.68 亿，+72.93%YOY。线下 GMV 为 302.11 亿，+17.06%YoY。

·归母净利为 3.80 亿，+308.41%YoY。Q1、Q2 分别为 0.78 亿，+126.43%YoY、2.13 亿，+21.9%YoY。

表 1: 苏宁线上下 GMV 分季度情况 (单位: 百万元, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17
<b>线上</b>							
GMV	14121	18636	19108	28645	21913	28126	30686
yoy	99.62%	68.00%	45.05%	51.28%	55.18%	50.92%	60.59%
自营	10707	14924	14380	21859	17344	24021	24868
yoy	81.57%	71.38%	44.25%	39.06%	61.99%	60.96%	72.93%
开放平台	3414	3712	4728	6786	4569	4105	5818
yoy	190.06%	55.64%	47.01%	111.01%	33.83%	10.59%	23.05%
<b>线下</b>							
GMV	25646	27175	25809	29269	25467	29118	30211
yoy	-6.49%	-7.79%	4.43%	-4.02%	-0.70%	7.15%	17.06%
<b>线上下 GMV 合计</b>							
yoy	15.27%	12.94%	18.55%	17.17%	19.14%	24.96%	35.58%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 毛利率同比-0.56pcts, 运营费用率同比-1.54pcts。

17 年 1-9 月公司综合毛利率为 14.10%, 同比-0.56pcts, 主要系报告期内线上销售占比由同期 39.74%提升至 48.77%, 商品整体毛利率水平略有下降, 预期未来第三方平台佣金广告业务、金融、物流增值服务的增加, 将进一步改善综合毛利水平。费用率方面, 17 年 1-9 月运营费用率为 13.53%, 同比-1.54pcts。其中销售费用率为 10.82%, 同比-1.2pcts; 管理费用率为 2.72%, 同比-0.32pcts。费用下降主要源于租金和人工成本的规模效应, 考虑目前运营费用率水平较历史最优水平 11-12%仍有较好改善空间, 我们认为在线上下更好互动后将进一步改善。

## ①零售: 新零售已成未来, 双十一有望超预期增长

### 线下:

报告期内加速门店互联网化升级, 三季度新开改造云店 68 家, 1-9 月合计 131 家 (新开 31+改造 100)。线下调整接近尾声, 持续强化净新开店, 从上季度净开店 2 家提升至本季度 32 家, 预计明年新开店规模将继续扩大, 线下门店增长趋势或已基本确立。

截至 9 月, 大陆市场拥有连锁店 1521 家 (云店 272 家+常规店 1170 家+县镇店 32 家+红孩子店 39 家+超市店 8 家), 可比店收入同比增长 4.39% (Q1\Q2\Q3 分别为 3.22%、5.54%、3.59%)。此外, 继续强化三四线城市易购服务站建设, 目前拥有直营店 2141 家+加盟店 628 家 (Q3 净新开直营店 239 家, 关闭加盟店 205 家)。目前苏宁易购服务直营店经营日趋成熟, 效益逐步体现, 实现可比店面收入同比增长 35.27% (17H1 为 33.51%)。苏宁小店方面, 南京地区门店合计 16 家, 零售云平台加盟店 4 家, 预计全年完成 50 家目标。海外方面, 港、澳门地区合计拥有 26 家, 日本市场 44 家。综上, 截至 6 月底公司合计拥有各类自营门店 3748 家, 店面自营面积 489.86 万方。

表 2: 苏宁线下自营门店数量达到 3748 家

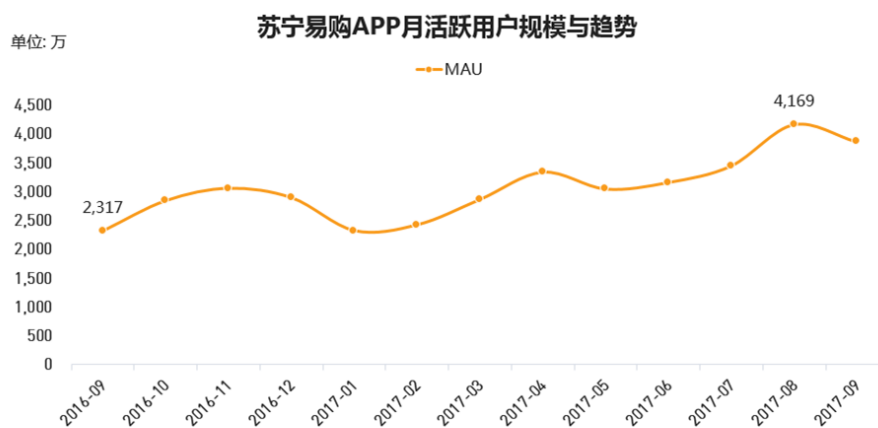
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	17H1	17Q3
常规店	1,532	1,546	1,495	1,574	1,467	1,444	1,418	1442
县镇店	134	104	76	61	43	34	34	32
其他店	18	14	14	15	67	32	37	47
苏宁小店						13	13	16
港澳		30	29	29	28	24	24	26
日本		11	12	17	33	42	40	44
易购服务站-直营					1,011	1,902	2,079	2141
易购服务站-加盟					1,430	1,927	833	628
自营门店合计					2,649	3,491	3,645	3,748
<b>所有门店合计</b>					<b>4,079</b>	<b>5,418</b>	<b>4,478</b>	<b>4,376</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 线上：

17Q3 苏宁易购 APP 日均活跃用户数同比增长 83.2%，17H1+80%YoY。根据 Questmobile 今年 9 月数据显示，苏宁是 25-30 岁用户最偏爱的 TOP5 电商 APP 之一（其他为天猫、淘宝、拼多多、唯品会），9 月 APP 端 MAU 为 3866 万，从 818 促销活动后达到高点 4169 万到 9 月的 3866 万，用户流失较少，未来 MAU 有望继续保持超行业增速成长。综合来看，1-9 月线上 GMV807.25 亿(含税,下同)，+55.64%YoY，其中自营规模 662.33 亿，+65.54%YoY；开放平台交易规模 144.92 亿，线上销售占比进一步提升。

图 1：苏宁易购 APP 月活用户规模与趋势



Source: QuestMobile TRUTH 数据库 2017年9月

资料来源：Questmobile，天风证券研究所

### 零售及电商格局变化，新零售已成未来。

自 1 年前阿里提出新零售概念至今，产业与金融资本共同参与带来了一轮零售变革，目前来看阿里系在三大领域展开强势布局，直击京东：1) 日用品/快消品类，同时以天猫超市、盒马生鲜、零售通切入，强化平台对供应商的议价能力；2) 服装品类，淘宝平台由于女性用户的强粘性，在该品类上优势巨大，已有逾 40 家品牌陆续退出京东，且在高端及奢侈品牌上，天猫体系吸引力仍显著领先；3) 家电 3C 品类，合作苏宁实现线上线下、高端与普通品类夹击。目前从苏宁易购 APP 用户数据和天猫旗舰店销售增长数据，已逐步说明，苏宁正在抢夺京东家电 3C 领域市场份额，且考虑到阿里联合采购背后对消费者数据的掌

握优势，未来在毛利方面也有望持续由于京东自营水平。新零售方面，强调线上线下流动、商品、物流、信息互动，苏宁在线下门店布局较电商显著占优，线上平台自主开店进度难以在短期内快速推进，因此尤其在三四线城市的渗透上，苏宁有望占据优势探索线上线下多维互动。

### “不止所见，嗨购 11 天”，双十一或再创佳绩。

2017 年双十一即将到来，今年苏宁的主题在于始于购物，而不止于购物，线上线下六大产业全面参与。今年 8 月苏宁首次实现零售、体育、文创、金融等会员体系的全面打通，本次双十一将再次推进联动，未来聚力体育或将为苏宁易购输送更多流量（9 月 MAU2174 万，Questmobile）。且苏宁天猫旗舰店双十一期间流量与成交额或将再创新高，提高销售规模的同时，也为明年与阿里联合采购、强化 C2B 定制、提高产品毛利水平作进一步准备。

## ②金融+物流：自有物流优势显著，金融服务持续迭代

### 物流：

17 年 4 月公司完成对天天快递 70% 股权收购，5 月开始并表。截至 2017 年 9 月苏宁物流及天天快递拥有仓储及相关配套总面积 628 万方，快递网点近 20,000 个，物流网络覆盖全国 352 个地级城市、2810 个区城市。报告期内注重服务质量及对外开放程度，社会化收入（不含天天快递）同比增长 144.83%。且公司继续增加物流物业布局，三季度新开工项目 6 个。8 月推出准时达，目前已在 8 个城市上线。未来社会化物流将进一步增加，以消化冗余资源成本问题，降低整体履约成本占比。

### 金融：

聚焦消费金融、支付、供应链金融、产品销售等四大核心业务，1-9 月交易规模同比增长 174%，供应链金融投放同比增 190%。发放贷款及垫款余额为 91.31 亿元，较年初增加 49.1 亿元。17 年 6 月苏宁银行开业，未来苏宁金融业务或将围绕银行进一步发展，提高整体的经营实力。

## 上调盈利预测，维持买入评级。

作为 A 股零售龙头，公司互联网零售转型深入，零售+物流+金融三大板块核心能力进一步凸显。公司线下已步入稳定盈利期，净开店数量保持增长，三四线城市加大布局将带来流量与收入双增长；线上内生流量提升+阿里多维支持，增速环比持续上行，MAU\DAU 数据持续改善，亏损逐季减少。此外，未来第三方平台、金融、物流作为零售衍生业务提高综合毛利。上调盈利预测，预计 2017-19 年净利润分别为 9.86/15.22/30.37/亿，EPS 分别为 0.11/0.16/0.33 元，对应 PE 分别为 139/90/45 倍，维持买入评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	27,115.56	27,209.23	55,758.79	48,965.97	62,272.97
应收账款	3,110.45	5,198.75	4,343.50	8,299.97	8,165.75
预付账款	6,706.52	9,750.55	8,582.06	15,933.54	16,137.73
存货	14,004.80	14,392.30	36,634.88	21,634.71	57,467.74
其他	5,814.54	25,832.81	12,980.40	15,475.82	18,194.50
<b>流动资产合计</b>	<b>56,751.87</b>	<b>82,383.64</b>	<b>118,299.63</b>	<b>110,310.01</b>	<b>162,238.68</b>
长期股权投资	219.80	417.05	417.05	417.05	417.05
固定资产	13,253.60	12,813.17	12,777.95	12,489.12	12,035.13
在建工程	1,915.10	1,586.52	987.91	640.75	414.45
无形资产	7,152.74	5,687.73	5,368.61	5,049.50	4,730.39
其他	8,782.56	32,990.18	32,199.38	31,735.48	31,753.18
<b>非流动资产合计</b>	<b>31,323.81</b>	<b>53,494.65</b>	<b>51,750.91</b>	<b>50,331.90</b>	<b>49,350.19</b>
<b>资产总计</b>	<b>88,075.67</b>	<b>137,167.24</b>	<b>170,480.19</b>	<b>161,214.78</b>	<b>212,352.70</b>
短期借款	3,225.64	6,159.52	0.00	0.00	0.00
应付账款	15,292.78	20,674.09	30,239.15	31,925.36	47,449.89
其他	27,216.24	34,621.42	58,404.60	47,970.77	84,456.58
<b>流动负债合计</b>	<b>45,734.66</b>	<b>61,455.03</b>	<b>88,643.75</b>	<b>79,896.12</b>	<b>131,906.47</b>
长期借款	357.92	18.00	5,860.00	5,559.00	5,259.00
应付债券	7,977.10	3,500.02	6,479.43	5,985.52	5,321.66
其他	2,080.93	2,272.22	2,005.92	2,119.69	2,132.61
<b>非流动负债合计</b>	<b>10,415.95</b>	<b>5,790.24</b>	<b>14,345.36</b>	<b>13,664.21</b>	<b>12,713.27</b>
<b>负债合计</b>	<b>56,150.61</b>	<b>67,245.26</b>	<b>102,989.10</b>	<b>93,560.33</b>	<b>144,619.74</b>
少数股东权益	1,442.51	4,212.30	4,040.89	3,723.69	3,021.62
股本	7,383.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04
资本公积	5,237.74	35,835.36	35,835.36	35,835.36	35,835.36
留存收益	23,009.82	53,765.25	54,140.15	54,620.72	55,401.30
其他	(5,148.04)	(33,200.97)	(35,835.36)	(35,835.36)	(35,835.36)
<b>股东权益合计</b>	<b>31,925.07</b>	<b>69,921.98</b>	<b>67,491.09</b>	<b>67,654.45</b>	<b>67,732.96</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>88,075.67</b>	<b>137,167.24</b>	<b>170,480.19</b>	<b>161,214.78</b>	<b>212,352.70</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	757.73	493.23	985.46	1,521.52	3,036.83
折旧摊销	2,574.58	1,805.83	1,014.82	1,036.23	1,050.08
财务费用	372.16	502.63	334.80	266.10	198.86
投资损失	(1,654.76)	(1,445.42)	(200.00)	(150.00)	(100.00)
营运资金变动	12.03	(15,292.83)	29,490.18	(7,408.01)	12,766.66
其它	(328.40)	17,775.79	(124.90)	(270.93)	(654.87)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,733.34</b>	<b>3,839.24</b>	<b>31,500.36</b>	<b>(5,005.10)</b>	<b>16,297.56</b>
资本支出	319.07	(1,070.31)	326.29	(33.77)	37.08
长期投资	(1,127.06)	197.25	0.00	0.00	0.00
其他	521.81	(38,739.46)	583.87	(130.38)	(270.78)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(286.19)</b>	<b>(39,612.52)</b>	<b>910.16</b>	<b>(164.15)</b>	<b>(233.70)</b>
债权融资	11,705.05	14,272.98	13,991.77	13,675.24	13,373.49
股权融资	610.61	34,653.48	(2,969.19)	(266.10)	(198.86)
其他	(9,419.28)	(12,168.39)	(14,883.54)	(15,032.72)	(15,931.49)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,896.38</b>	<b>36,758.06</b>	<b>(3,860.96)</b>	<b>(1,623.58)</b>	<b>(2,756.86)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>4,343.53</b>	<b>984.78</b>	<b>28,549.56</b>	<b>(6,792.82)</b>	<b>13,306.99</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>135,547.63</b>	<b>148,585.33</b>	<b>209,249.94</b>	<b>266,099.49</b>	<b>331,439.32</b>
营业成本	115,981.18	127,247.54	179,285.35	227,967.43	283,712.06
营业税金及附加	585.80	583.46	804.03	1,072.46	1,303.60
营业费用	16,644.68	17,451.42	23,818.92	30,122.46	36,690.33
管理费用	4,291.48	3,946.27	5,294.02	6,253.34	7,457.38
财务费用	104.28	415.83	334.80	266.10	198.86
资产减值损失	198.09	350.50	241.18	263.26	284.98
公允价值变动收益	(6.92)	(33.69)	46.51	46.28	47.20
投资净收益	1,654.76	1,445.42	200.00	150.00	100.00
其他	(3,295.69)	(2,823.47)	(493.01)	(392.55)	(294.40)
<b>营业利润</b>	<b>(610.02)</b>	<b>2.05</b>	<b>(281.86)</b>	<b>350.72</b>	<b>1,939.30</b>
营业外收入	1,665.22	1,060.16	1,550.00	1,425.13	1,345.09
营业外支出	166.25	161.32	182.72	170.10	171.38
<b>利润总额</b>	<b>888.96</b>	<b>900.89</b>	<b>1,085.41</b>	<b>1,605.75</b>	<b>3,113.01</b>
所得税	131.23	407.66	271.35	401.44	778.25
<b>净利润</b>	<b>757.73</b>	<b>493.23</b>	<b>814.06</b>	<b>1,204.31</b>	<b>2,334.76</b>
少数股东损益	(114.77)	(211.18)	(171.40)	(317.21)	(702.07)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>872.50</b>	<b>704.41</b>	<b>985.46</b>	<b>1,521.52</b>	<b>3,036.83</b>
每股收益(元)	0.09	0.08	0.11	0.16	0.33

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.44%	9.62%	40.83%	27.17%	24.55%
营业利润	-58.19%	-100.34%	-13835.97%	-224.43%	452.95%
归属于母公司净利润	0.64%	-19.27%	39.90%	54.40%	99.59%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.44%	14.36%	14.32%	14.33%	14.40%
净利率	0.64%	0.47%	0.47%	0.57%	0.92%
ROE	2.86%	1.07%	1.55%	2.38%	4.69%
ROIC	-5.22%	3.03%	0.19%	-5.29%	-87.39%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.75%	49.02%	60.41%	58.03%	68.10%
净负债率	60.93%	24.78%	38.17%	49.13%	45.65%
流动比率	1.24	1.34	1.33	1.38	1.23
速动比率	0.93	1.11	0.92	1.11	0.79
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	48.76	35.76	43.86	42.09	40.26
存货周转率	9.02	10.46	8.20	9.13	8.38
总资产周转率	1.59	1.32	1.36	1.60	1.77
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.09	0.08	0.11	0.16	0.33
每股经营现金流	0.19	0.41	3.38	-0.54	1.75
每股净资产	3.27	7.06	6.82	6.87	6.95
<b>估值比率</b>					
市盈率	156.54	193.89	138.59	89.76	44.97
市净率	4.48	2.08	2.15	2.14	2.11
EV/EBITDA	52.92	37.44	60.29	42.84	17.64
EV/EBIT	-151.02	147.89	1,216.13	114.80	26.31

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com