

# 成交额增速符合预期,四大边际亮点引人注目

## ——电商行业“双十一”专题报告

2019年11月12日

看好/维持

商贸零售

行业报告

研究员	王习电话: 010-66554034 邮箱 wangxi@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480518010001
研究助理	赵莹电话: 010-66555446 邮箱 Zhaoying_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480118120009

### 投资摘要:

#### 事件:

11月11日24时,一年一度的“双十一”正式落下帷幕,2019年双十一全网成交额为4101亿元,同比增长30.1%。我们认为本届“双十一”存在四大边际亮点,分别是**新供给、新市场、新场景和新消费方式**。阿里创造的双十一正在成为所有平台的狂欢节。

#### 核心观点:

**整体增速符合预期,淘系电商地位仍然难以撼动。**根据星图数据,2019年双十一全网成交额为4101亿元,同比增长30.1%。根据星图数据,在全网消费占比中,天猫双十一当日销售额为2684亿,占比65.5%,排名第一,目前天猫的地位还无法撼动;而拼多多销售额份额占比为6.1%,较2018年时的3.0%提升一倍。

**热销品类结构变化不大,阿里云征服全球最大流量洪峰。**根据星图数据,2019年销售TOP5的行业依次是、手机数码、家用电器和个护美妆,目前消费者对于数码产品的热爱依旧很高,重心都在向家庭偏移,同时女性依旧是消费群体的主力军。根据阿里巴巴官方,今年的订单创建峰值创下新的世界纪录,达到54.4万笔/秒,中国唯一自研的飞天云操作系统,成功扛住全球最大规模的流量洪峰。

**四大边际亮点之新供给:重视反向定制和新品战略,新供给满足新需求。**第一,在反向定制(C2M)模式下,电商平台通过技术、数据为企业量身定做研发、设计、渠道和市场等附加价值较高的部分,可以让企业获取更多的产业链附加值。第二,新品是产品力、品牌力和生命力的象征。

**四大边际亮点之新市场:有些人向下,有些人向上。**第一,下沉市场引流本质在于消费意愿更强、渗透率提高,京东、阿里和苏宁继续抢占“五环外”。第二,在下沉市场保持稳健的背景下,拼多多百亿补贴的延续很好地满足了一二线城市客户多维度的需求,解决了所谓“隐形贫困人口”的痛点。

**四大边际亮点之新场景:内容型电商引领全新销售方式,互动新玩法降低获客成本。**第一,直播等内容型电商引领全新销售方式,新消费场景再扩容丰富购物体验。2019年是淘宝直播作为双11主流消费方式的第一年,参加天猫双11的品牌中,有一半品牌选择了直播的方式,这是天猫双11全新的销售方式。第二,阿里创造“盖楼”等互动新玩法,借助社交力量降低获客成本,网购游戏化增加客户粘性。第三,苏宁“场景引力”打通全场景消费。

**四大边际亮点之新消费方式:推出消费贷款、购物分期、支付补贴等新的消费方式,主动拥抱低价需求客户。**第一,各大平台提高补贴力度,主动拥抱低价需求客户。从总金额上来看,今年全球20万个品牌的天猫官方旗舰店集体推出史上最大折扣,阿里在此次活动预计补贴500亿。京东也喊出“百亿补贴,千亿优惠”的口号。第二,分期免息数增加,网商银行贷款增加。

**投资策略:**电商年度双十一落下帷幕,阿里凭借主场优势、新品推出和低线战略继续取得较快GMV增速,而拼多多凭借百亿补贴反攻一二线在双十一全网份额中占比显著提升,我们继续看好受益于“核心电商业务高速增长”+“新零售业务提供线下新流量”+“全生态流量打通”的阿里巴巴(BABA.N),以及受益于“好的流量入口”+“解决痛点吸引客户”+“借助社交力量降低获客成本”的拼多多(PDD.O)。

### 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS(元)	PE	PB	评级
----	--------	----	----	----

	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
阿里巴巴	38.40	47.93	59.99	75.84	31.99	27.27	21.79	17.23	5.01	强烈推荐
京东	2.35	5.95	8.33	11.23	86.39	39.07	27.91	20.70	4.22	强烈推荐
拼多多	-13.88	-2.87	3.34	8.49	-12.03	-102.2	87.86	34.56	19.19	强烈推荐

4

资料来源：公司财报、Bloomberg，东兴证券研究所，阿里巴巴2019E指FY2020E，所有公司采用Non-GAAP口径，收盘价为2019.11.11

## 目录

1. 整体增速符合预期，淘系电商地位仍然难以撼动 .....	4
2. 热销品类结构变化不大，阿里云征服全球最大流量洪峰 .....	5
3. 四大边际亮点之新供给：重视反向定制和新品战略，新供给满足新需求 .....	6
4. 四大边际亮点之新市场：有些人向下，有些人向上 .....	8
5. 四大边际亮点之新场景：内容型电商引领全新销售方式，互动新玩法降低获客成本 .....	10
6. 四大边际亮点之新消费方式：推出新的消费方式，主动拥抱低价需求客户 .....	12
7. 投资策略 .....	13
8. 风险提示 .....	13

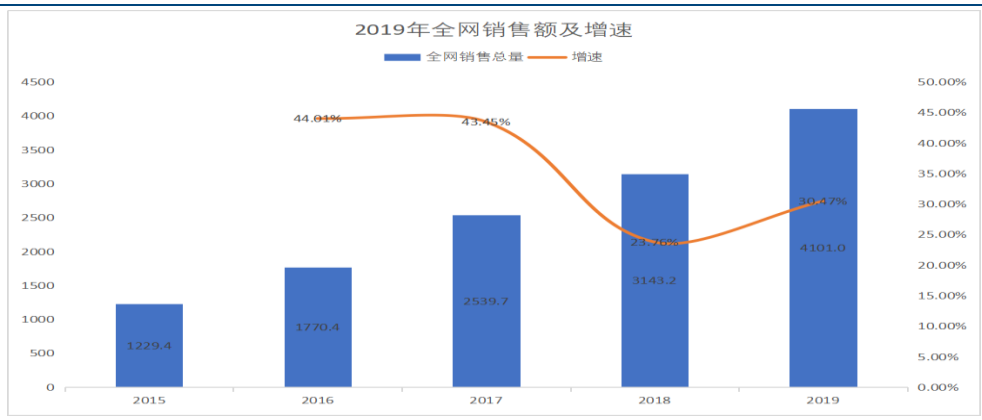
## 插图目录

图 1:2019 年全网销售额及增速 .....	4
图 2:天猫双十一成交额及同比增速 .....	4
图 3:天猫重点交易额时点 .....	4
图 4: 2019 年双十一各平台交易额占比 .....	5
图 5: 各平台成交额占比变 .....	5
图 6:各品类 TOP10 .....	5
图 7:平均包裹单价及增速 .....	6
图 8:阿里云征服全球最大流量洪峰 .....	6
图 9:C2M 模式详解 .....	7
图 10:京喜双十一期间为消费者提供 2 亿件反向定制产品 .....	7
图 11:2019 年盲盒（新品）成全网断货王 .....	7
图 12:短视频、煲剧和游戏达人是下沉市场用户典型画像 .....	8
图 13:2019 年双十一成交额超过 1000 亿用时 1 小时 3 分 59 秒 .....	8
图 14:拼多多补贴---iphone 和食品专场 .....	9
图 15:淘宝直播引领全新销售方式 .....	10
图 16:“盖楼”游戏详解 .....	11
图 17:苏宁双十一期间发布的“随时”产品 .....	11
图 18:拼多多双十一期间主题“无套路不怕比，无定金不用等” .....	12
图 19:花呗、借呗营收和净利润变动（亿元） .....	12
图 20:余额宝规模变动（亿元） .....	12

## 1. 整体增速符合预期，淘系电商地位仍然难以撼动

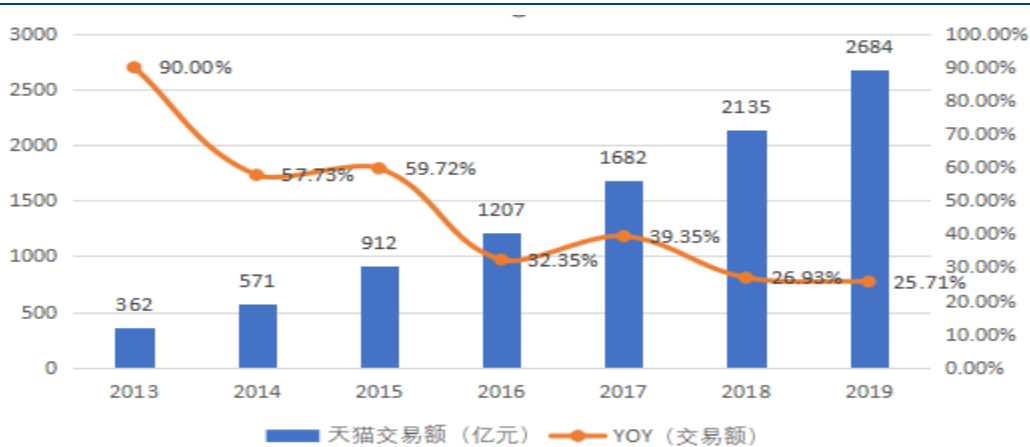
整体增速符合预期，同比增速好于 2018 年。根据星图数据，2019 年双十一全网成交额为 4101 亿元，超过去年双十一的交易额 3143 亿元，同比增长 30.1%，同比增速也好于 2018 年时的 24%。具体看各平台，2019 年天猫双十一全天成交额 2684 元，同比增长 25.71%，天猫双十一物流订单量达到创纪录的 12.92 亿；京东 2019 年双十一全球好物节（11 月 1 日到 11 月 11 日）累计下单金额为 2044 亿元，同比增长 27.90%；苏宁双十一当天全渠道订单量增长 76%，苏宁金融移动支付笔数同比增长 139%；拼多多今年并未公布总的交易数额。

图 1:2019 年全网销售额及增速



资料来源：星图数据、东兴证券研究所

图 2:天猫双十一成交额及同比增速



资料来源：星图数据、东兴证券研究所

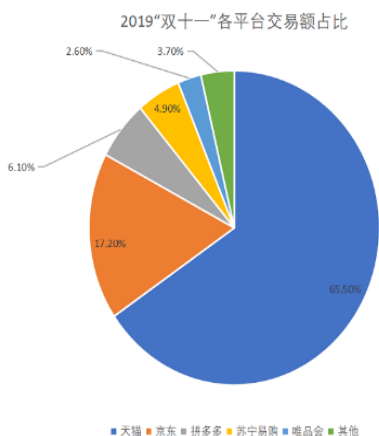
图 3:天猫重点交易额时点

GMV (亿元)	2016	2017	2018	2019	较去年提前
100	06分58秒	03分01秒	02分05秒	01分26秒	39秒
300				05分25秒	
500	2小时30分20秒	40分12秒	26分03秒	12分49秒	13分14秒
600	7小时40分	1小时 (660亿)	1小时 (672亿)	19分20秒	
800	12小时	2小时15分18秒		48分52秒	
1000	18小时55分	9小时04分	1小时47分26秒	1小时03分59秒	43分27秒
1207	全天		8小时08分	1小时26分07秒	6时42分01秒
1682		全天	15小时49分39秒	10时04分49秒	5时44分50秒
2000			22小时28分	14时21分27秒	8时06分
2135			全天	16时31分12秒	7时28分38秒
2684				全天	
YOY	32%	39%	27%	25.71%	

资料来源：天猫官网、东兴证券研究所

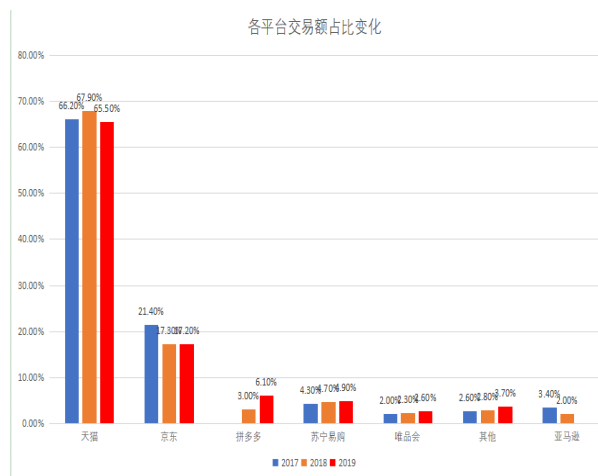
淘系电商全网消费占比一家独大，拼多多份额显著提升。根据星图数据，在全网消费占比中，天猫双十一当日销售额为 2684 亿占比 65.5%，排名第一，目前天猫的地位还无法撼动。京东双十一当日销售额为 705 亿占比 17.2%，位列第二，份额较 2018 年的 17.3% 基本持平；而拼多多作为最晚加入电商大战却强势崛起的平台，销售额为 250 亿，占比为 6.1%，较 2018 年时的 3.0% 提升一倍以上；唯品会方面，由于唯品会错开双十一高峰，提前开战，双十一期间销售额为 106.6 亿元占比 2.6%。

图 4：2019 年双十一各平台交易额占比



资料来源：星图数据，东兴证券研究所

图 5：各平台成交额占比变化



资料来源：星图数据，东兴证券研究所

## 2. 热销品类结构变化不大，阿里云征服全球最大流量洪峰

根据星图数据，2019 年销售 TOP5 的行业依次是、手机数码、家用电器和个护美妆，服装、鞋包，而 2018 年销售 TOP5 的行业依次是手机数码、家用电器、个护美妆、电脑办公和家具家纺家居，热销品类结构变化不大，可以通过热销品类看到，目前消费者对于数码产品的热爱依旧很高，消费者重心都在家庭偏移，同时女性依旧是消费群体的主力军。

图 6:各品类 TOP10

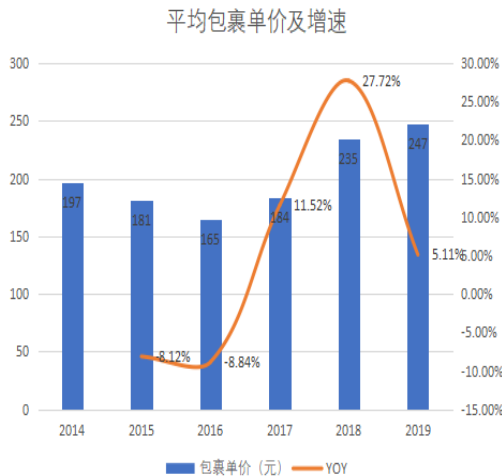
个人护理	欧莱雅、玉兰油、雅诗兰黛、兰蔻、资生堂、SK-II、自然堂、后、百雀羚、护舒宝
休闲食品	三只松鼠、百草味、良品铺子、德芙、来伊份、沃隆、周黑鸭、洽洽、亿滋、徐福记
汽车养护	美孚、米其林、嘉实多、壳牌、德国马牌、长城、龙蟠、邓禄普、固特异、佳通
奶粉乳品	爱他美、惠氏、蒙牛、伊利、雅培、美素佳儿、A2、雀巢、飞鹤、美赞臣
饮料	元气森林、可口可乐、巴黎水、荷乐士、达利园、百事可乐、维他奶、OATLY、养元、三得利
粮油调味	福临门、金龙鱼、鲁花、十月稻田、百吉福、柴火大院、胡姬花、多力、欧丽薇兰、海底捞

资料来源：星图数据、东兴证券研究所

在城市消费排行中上海依旧占领第一位，北京紧随其后，杭州排名第三，从第四到第十分别是广州、深圳、成都、武汉、重庆、南京、苏州。此次双十一共产生了 16.57 亿个包裹，2018 年包裹总数为 13.4 亿个，2019 年包裹总数同比提升 23.66%。我们测算件单价为 247.5 元，较 2018 年同期的 235 元有所提高。

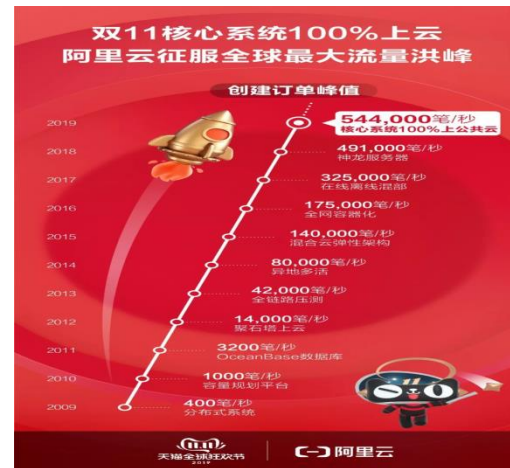
根据阿里巴巴官方，今年的订单创建峰值创下新的世界纪录，达到 54.4 万笔/秒，是 2009 年第一次天猫双 11 的 1360 倍。此外，阿里的核心系统已 100% 跑在阿里云公共云上；中国唯一自研的飞天云操作系统，成功扛住全球最大规模的流量洪峰。

图 7:平均包裹单价及增速



资料来源：星图数据、东兴证券研究所

图 8:阿里云征服全球最大流量洪峰



资料来源：阿里官网、东兴证券研究所

### 3. 四大边际亮点之新供给：重视反向定制和新品战略，新供给满足新需求

第一，反向定制的本质是消费者需求对供应链的反向拉动，电商平台帮助商家直面消费者的有效需求。反向定制含义是消费者需求对供应链的反向拉动，即将原本的研发、制造、生产和销售等流程，根据 C 端反馈的购买数据直接传递到生产制造端，再有针对性地将匹配 C 端需求的产品送到 C 端手中（供应链也得到升级），极速响应市场需求。以往产业带的制造业工厂仅仅从事代工、制造等附加值较低的业务，而在 C2M 模式下，电商平台通过技术、数据为企业量身定做研发、设计、渠道和市场等附加价值较高的部分，可以让企业获取更多产业链附加值。C2M 还帮助商家真正直面消费者的需求，同时为品牌定制覆盖全生命周期的营销解决

方案。

图 9:C2M 模式详解



资料来源：酷特智能工学中心、东兴证券研究所

京喜（前身是京东拼购）是京东实现 C2M 模式的重要工具，京喜于 9 月 19 日正式上线，于 10 月 31 日正式接入微信一级入口，今年的 11.11 活动期间，京东为消费者提供 2 亿件反向定制产品。京喜的发展目标是，在未来三年，连接 1000 个产业带及产源带，为消费者提供更丰富的质优价美的商品；拼多多提出 C2M 模式的时间较早，今年 8 月拼多多已经联合 JVC 电视发布首批定制电视。未来拼多多还将布局冰箱、移动空调、智能家居等产品；而阿里的聚划算可以助力品牌拓宽营销渠道。用数据和科技培育、引爆品牌，孵化产业带。在今年的 618，中国产业带商家在聚划算天天特卖抢到 4.66 亿笔订单，618 卖的最好的前 50 个中国产业带，有 49 个加入了天天特卖的 C2M 生态。包括兰蔻、SK-II、YSL、纪梵希、资生堂在内的 215 个大牌，还为天猫双 11 专门定制了 241 款专属商品。

图 10:京喜双十一期间为消费者提供 2 亿件反向定制产品

图 11:2019 年盲盒（新品）成全网断货王



资料来源：微信、东兴证券研究所



资料来源：天猫官网、东兴证券研究所

第二，新品能迅速渗透消费升级下的细分市场，获取新的增量用户。今年天猫双11，有100万款新品在天猫首次发布，超过50%的美妆大牌甚至打破惯例，把一年中最受关注的圣诞礼盒，提前到天猫双11发布。天猫总裁蒋凡在双十一启动会当天介绍，天猫在双十一期间，从新品、新品牌、源头直供和进口好货4个维度全面推动新供给，满足全人群需求。根据尼尔森在2019年6月发布的关于“追新求奇”的中国消费者的趋势报告，46%的消费者表示喜欢尝试新事物，会主动搜索新品牌和新产品。我们认为，1. 新品往往是作为针对更为细分的人群需求所做的精准营销，并通过电商平台有效转化，能够准确满足细分市场的特定需求；2. 新品传播速度更快、范围更广，“猎奇”和“从众”心理能够快速带来增量客户，促进销量的上升，比如“首发秒无”、“首发成爆款”，爆款具有点击率高，收藏加购率高，转化率高等特点，往往能够吸引更多的年轻购买力；3. 新品能对现有产品线形成有效的拉动。

#### 4. 四大边际亮点之新市场：有些人向下，有些人向上

第一，下沉市场引流本质在于消费意愿更强、渗透率提高，京东、阿里和苏宁继续抢占“五环外”。据mob发布的《下沉市场图鉴》，我国目前约有6.7亿下沉市场用户体量。我们认为，下沉市场引流的本质在于具备更旺盛的消费意愿（闲暇娱乐属性），以及互联网普及率和移动设备渗透率的提高。阿里方面，今年年初，阿里整合聚划算、淘抢购、天天特卖三大下沉市场业务，根据阿里巴巴官方数据透露，天猫双十一开场前两个小时，聚划算“千万爆款团”诞生了216个销售破十万件的爆品，超7000个百万单品、576个千万单品。京东方面，数据显示在10月31日“全民京喜日”中，京喜新用户占当日京东全站新用户的比例达42%，来自3-6线下沉新兴市场的新用户占当日京喜新用户的74%，整体用户方面近七成用户来自3-6线城市，拉新效果和开拓下沉市场的能力异常显著。

图 12:短视频、煲剧和游戏达人下沉市场用户典型画像

图 13:2019年双十一成交额超过1000亿用时1小时3分59秒



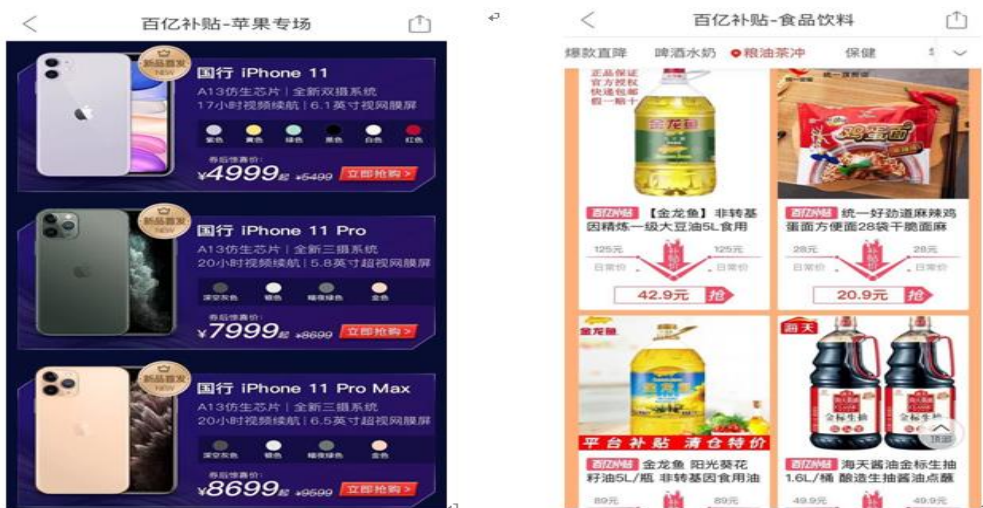


资料来源：MobTech、东兴证券研究所

资料来源：中新网、东兴证券研究所

第二，拼多多百亿补贴满足一二线城市客户多维度需求，明星产品和水果生鲜成为反攻利器。在下沉市场保持稳健的背景下，拼多多百亿补贴的延续很好地满足了一二线城市客户多维度的需求，解决了所谓“隐形贫困人口”的痛点（有些人在朋友圈晒吃喝，但实际上可支配收入非常少）。依靠百亿补贴，拼多多的入城方案有两个，第一个是包括苹果、戴森吹风机、ReFa 瘦脸仪等明星产品的价格变得亲民化，第二个是包括水果生鲜在内的农贸产品，随着水果价格飙升。一方面，iPhone、华为、戴森等等大牌商品统统打破了历史最低价，11月1日至11日，拼多多平台售出的新款 iPhone 手机超过40万台；戴森有七成订单来于一二线的城市用户。另一方面，随着水果价格飙升，消费者对于平价水果的需求日益旺盛。拼多多平台“618 大促”水果生鲜、食品等农（副）产品订单中，约七成来自一二线城市。

图 14:拼多多补贴---iphone 和食品专场



资料来源：互联网、东兴证券研究所

## 5. 四大边际亮点之新场景：内容型电商引领全新销售方式，互动新玩法降低获客成本

第一，直播等内容型电商引领全新销售方式，新消费场景再扩容丰富购物体验。站内外渠道（淘宝直播、抖音、快手、微博等）是阿里获取流量的重要方式。直播具有很强的社交属性，核心购买人群以粉丝购买居多。**当前 KOL（意见领袖）带货能力越来越强大，红人私域流量可以大大减少中间环节，从而降低获客成本。同时当代年轻人线上消费能力较高，且更喜欢娱乐化的生活方式。**2019 年是淘宝直播作为双 11 主流消费方式的第一年，参加天猫双 11 的品牌中，有一半品牌选择了直播的方式，这是天猫双 11 全新的销售方式。2018 年淘宝直播月增速达 350%，全年拉动的 GMV 破 1000 亿，进店转化率超 65%，过去一年有 81 个淘宝直播间成交额破亿，下单人群总数超 1 亿，平均年消费 2400 元。根据淘宝直播运营负责人赵圆圆预计，2019-2021 淘宝直播 GMV 将达 5000 亿。

除了阿里以外，京东惊喜的推出也助力京东在内容型电商角度打造新的销售方式。根据京喜品牌推广负责人王琳，在内容上，除了短视频、图文形式以外京喜会去工厂做直播，消费者可以清清楚楚看到买的商品是怎么生产出来的，这是京东的比较优势所在。

图 15: 淘宝直播引领全新销售方式

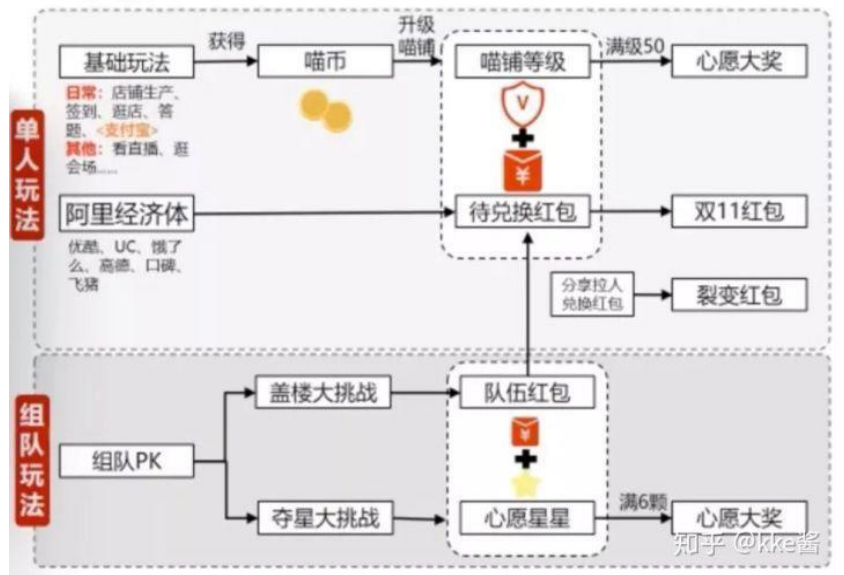


资料来源：互联网、东兴证券研究所

第二，阿里创造“盖楼”等互动新玩法，借助社交力量降低获客成本，网购游戏化增加客户粘性。此次双十一，用户可以通过阿里数字经济体渠道，通过完成做任务、签到、逛店、答题、拉人组队（邀请好友一起助力）一起盖楼等活动增加喵币，最后瓜分 20 亿红包大奖，**其本质上其实就是借助社交分享和游戏化增加流量降低获客成本。**过去三周时间里，累计有近 4 亿人在天猫双 11 开起喵铺盖起了楼。盖楼的互动玩法引导人们去逛品牌店铺，也对促进店铺浏览、成交效果显著。京东方面，京喜提供六十多种社交工具的玩法给厂

家，包括返现、拼购等裂变的方式，可以快速帮助厂家触达更多下沉市场的人群。

图 16：“盖楼”游戏详解



资料来源：互联网、东兴证券研究所

第三，苏宁“场景引力”打通全场景消费。苏宁在双十一期间提出了全场景零售全新应用“1小时场景生活圈”。具体体现在苏宁此次发布的“随时”产品上，这是1小时场景生活圈的落地产品，依托300个城市社区覆盖，超10000家门店仓+前置仓布局，苏宁将即时配送从生鲜向母婴、生活家电、手机数码等多品类拓展，并承诺1公里30分钟送货到家。据苏宁零售用户与平台经营集团副总裁范春燕透露，双十一“随时”产品主要有两大特点：**第一，品类全覆盖**，除生鲜产品，还有快消品、生活家电、母婴用品、手机和电脑、体育用品等全品类。**第二，高额的补贴**，在“随时”专项百亿补贴计划，持续对贴有“随时”标签的产品进行独有补贴。

图 17:苏宁双十一期间发布的“随时”产品



资料来源：互联网、东兴证券研究所

## 6. 四大边际亮点之新消费方式：推出新的消费方式，主动拥抱低价需求客户

第一，各大平台提高补贴力度，主动拥抱低价需求客户。阿里方面，从总金额上来看，今年全球 20 万个品牌的天猫官方旗舰店集体推出史上最大折扣，阿里在此次活动预计补贴 500 亿。京东方面，京东也喊出“百亿补贴，千亿优惠”的口号。京喜的消费模式以拼团模式和 9.9 包邮模式为主，并在本次双十一提供了上亿款 1 元产品，且京东金融提供 10 亿元现金补贴跟进。拼多多方面，今年双 11 的主题非常简单——“无套路不怕比，无定金不用等”。根据拼多多数据研究院副院长陈秋介绍，拼多多消费者看到的价格即是最优价，不怕与其他平台对比。首先，拼多多今年不搞红包、满减之类的促销活动，消费者看到的价格即是最优价，同时拼多多欢迎与其他平台对比；其次，无定金不用等，则是平台不做预售、不分排期，消费者随时都能以优惠价买到自己心仪的产品。拼多多坚持不让消费者做数学题，一切优惠都将以最简单的方式面向用户。

图 18:拼多多双十一期间主题“无套路不怕比，无定金不用等”

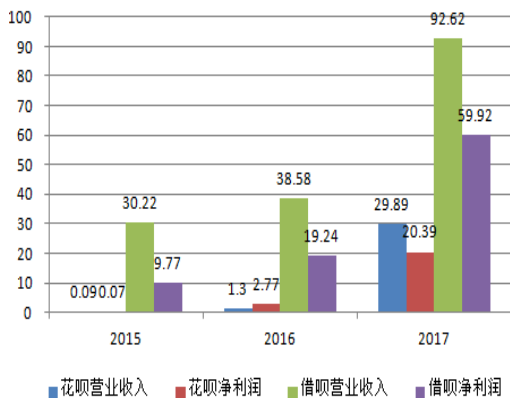


资料来源：互联网、东兴证券研究所

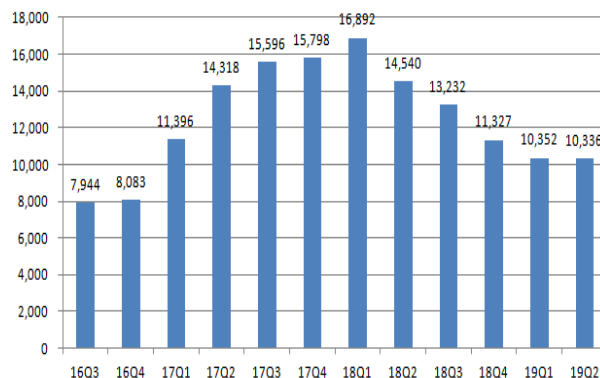
第二，分期免息数增加，网商银行贷款增加。从支付手段上来看，天猫 800 万商家“双 11”开通花呗分期免息、全量准入，同时针对家居、游戏等不同消费场景提供花呗“双 11”专享额度等等。作为天猫双 11 配套的支付手段，花呗最高免息期数可以达到 24 期。消费者购买一台最新的 iPhone 11 手机，只需要每天支付一顿早饭钱。今年天猫双 11，母婴商家纷纷打出花呗“分期免息”，顺应这种潮流，也带动了销量大涨。天猫双 11 预售数据显示，婴童用品和奶粉辅食成为花呗分期拉动成交金额最多的品类之一，其中婴童服装增速翻了一倍以上。此外，专门为卖家提供资金支持的网商银行（前身阿里小贷）也助力天猫双 11 商家，网商银行发布的《天猫双 11 贷款报告》显示，今年天猫双 11 期间，小商家人均从网商银行贷款 7 次，有 15 万商家贷款次数超过 100 次。从 8 月 1 日至 11 月 5 日，网商银行已经为 300 万商家输血，截至 11 月 30 日，预计累计放贷将达到 3000 亿，同比增长 50%。

图 19:花呗、借呗营收和净利润变动（亿元）

图 20:余额宝规模变动（亿元）



资料来源：蚂蚁花呗借呗ABS发行募集书、东兴证券研究所



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 7. 投资策略

电商年度双十一落下帷幕，阿里凭借主场优势、新品推出和低线战略继续取得较快GMV增速，而拼多多凭借百亿补贴反攻一二线在双十一全网份额中占比显著提升，我们继续看好受益于“核心电商业务高增长”+“新零售业务提供线下新流量”+“全生态流量打通”的阿里巴巴(BABA.N)，以及受益于“好的流量入口”+“解决痛点吸引客户”+“借助社交力量降低获客成本”的拼多多(PDD.O)。

## 8. 风险提示

电商竞争加剧，市场开拓不及预期，核心管理层变动

## 分析师简介

### 王习

中央财经大学注会学学士，香港理工大学金融学硕士，六年证券从业经验，曾就职于长城证券，2017年12月加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 研究助理：赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，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。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。