

# 电商行业“不一样的财报解读”之 2019年三季报：阿里很棒，京东有惊喜，拼多多也不差

2019年11月26日

看好/维持

商贸零售 | 行业报告

我们选取在海外上市的四家电商龙头阿里巴巴、拼多多、京东和唯品会，分别从规模、用户、盈利能力和费用等方面全方面解析上述公司的三季报情况，并由此得出三大启示：**第一，内容型电商引领全新销售方式；第二，无论是上山（高维突破），还是下乡（降维打击），各平台正在向自己所不擅长的群体渗透且效果显著；第三，各大平台都在重视消费者需求对供应链的反向拉动。**

要点：

**1.规模：阿里收入高歌猛进，拼多多高补贴见成效，京东收入增长超预期**

阿里巴巴：FY2Q20（CY3Q19）收入为1190.17亿元，同比增长40%，收入拆分来看，核心电商营收为1012.20亿元，同比增长40%，云计算营收为92.91亿元，同比增长64%。从收入占比来看，核心电商业务仍然是阿里生态系统的基石，占比超过85%，而云计算业务占比环比提升一个百分点至8%，**我们认为，第一，核心电商业务快速增长与阿里渠道下沉带来的用户基础扩大和ARPU增长密切相关，2Q20包括淘宝、天猫在内的MAU环比增加3000万，而根据阿里业绩交流会数据，年消费在1万元以上的用户数量在今年或已超过1300万；第二，云计算业务收入持续增长的主要原因或为企业客户开支增加，我们认为未来随着CDN占比的减少，阿里云的利润率将不断改善。2018年阿里云全球市场份额（IaaS）增长近一倍至7.7%，仅落后微软Azure的15.5%和亚马逊AWS的47.8%，位列全球第三。核心电商业务中，客户管理费和佣金的同比增速分别为25%和24%，**客户管理费收入增长主要得益于平均付费点击价格的提升，而佣金同比提升主要得益于天猫GMV同比26%的增长。****

## 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
阿里巴巴	47.93	59.99	75.84	27.61	22.06	17.45	47.93	强烈推荐
京东	5.95	8.33	11.23	38.05	27.18	20.16	5.95	强烈推荐
拼多多	-2.87	3.34	8.49	-83.9	72.10	28.37	-2.87	强烈推荐
唯品会	5.74	6.68	7.18	15.03	12.92	12.02	5.74	未评级

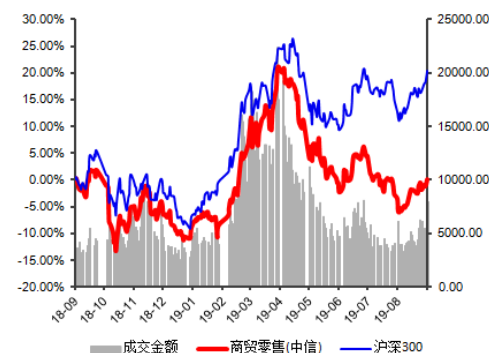
资料来源：Bloomberg，东兴证券研究所，阿里巴巴2019E指FY2020E，采用Non-GAAP口径

## 未来3-6个月行业大事：

阿里巴巴港股上市。

行业基本资料		占比%
股票家数	103	2.80%
重点公司家数	4	-
行业市值	8373亿元	1.37%
流通市值	3484亿元	1.51%
行业平均市盈率	28.1	/
市场平均市盈率	13.2	/

## 行业指数走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

研究员：王习

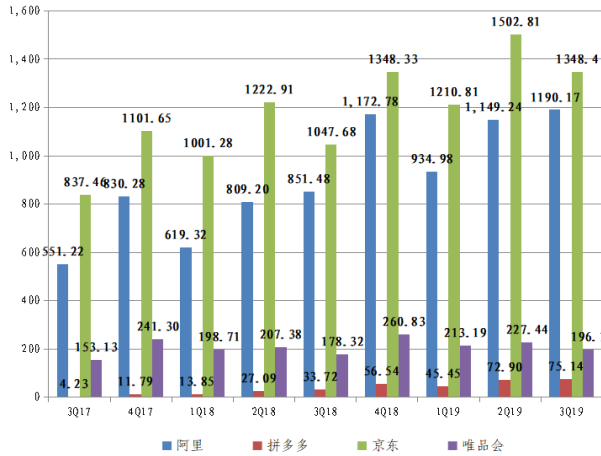
010-66554034

wangxi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518010001

图 1：龙头电商营收变动（亿元）



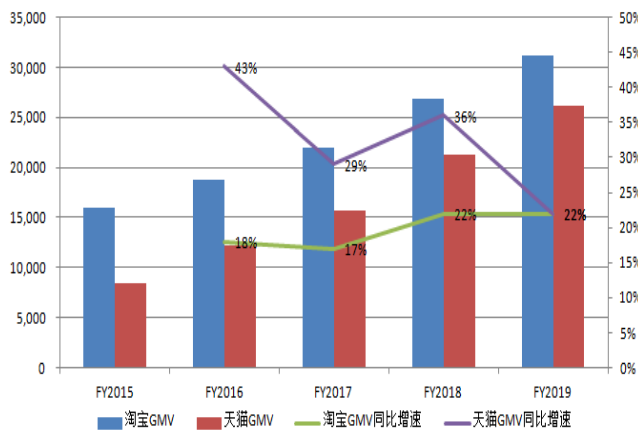
资料来源：公司财报，东兴证券研究所

**拼多多：**公司 3Q19 收入为 75.14 亿元，同比增长 123%，收入拆分来看，在线营销服务收入为 67.10 亿元，同比增长 126%。公司 3Q19 年化 GMV (TTM) 高达 8402 亿元，同比增速为 144%，我们认为 GMV 高速增长离不开大量广告投入以及针对优质商品的补贴，3Q19 平台货币化率为 2.98%，与一季度持平。

**京东：**公司 3Q19 收入为 1348.4 亿元，同比增长 28.7%，增速超过原业绩指引上限 (24%)，收入拆分来看，自营电商业务收入 1189.0 亿元，同比增长 26.6%，服务及其他业务收入为 159.88 亿元，同比增长 47.0%。自营电商业务收入大增或与公司战略回归零售本源密不可分。

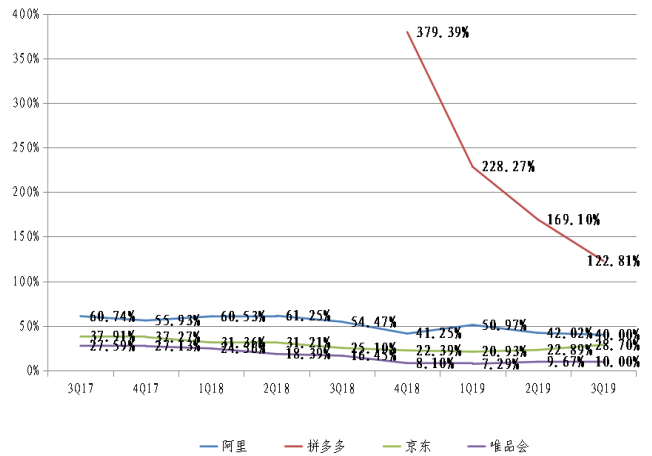
**唯品会：**公司 3Q19 收入为 196.1 亿元，同比增长 10.0%，收入拆分来看，产品收入 184.8 亿元，同比增长 8.5%，其他收入为 11.4 亿元，同比增长 41.4%。公司 3Q19GMV 为 317 亿元，同比增长 16.5%，公司侧重高毛利服饰品类特卖的战略正在逐步看到收益。

图 3：淘宝、天猫 FY15-FY19GMV 及增速（亿元）



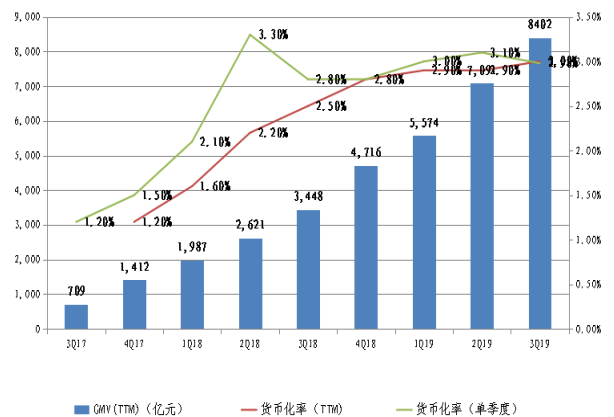
资料来源：公司财报、wind、东兴证券研究所

图 2：龙头电商营收同比增长率变动

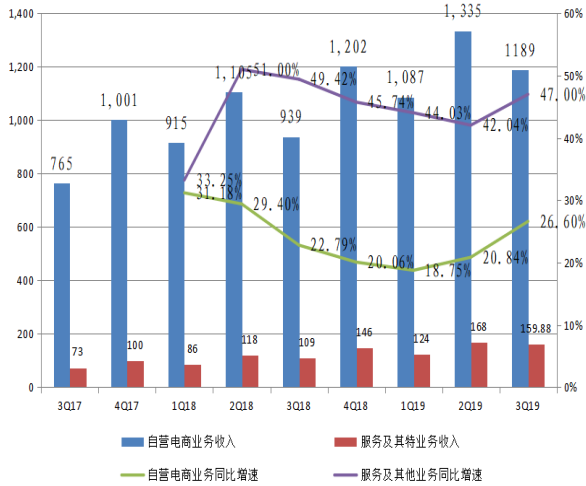


资料来源：公司财报，东兴证券研究所

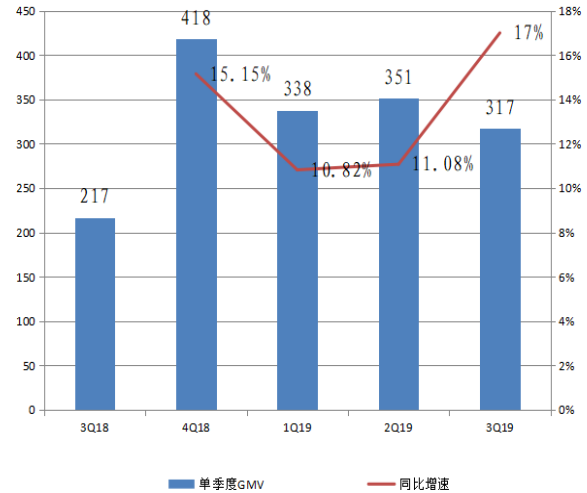
图 4：拼多多 GMV (TTM) 变动及货币化率



资料来源：公司财报、wind、东兴证券研究所

**图 5: 京东自营业务收入和服务业务收入 (亿元)**


资料来源：公司财报、wind、东兴证券研究所

**图 6: 唯品会平台 GMV 及同比增速**


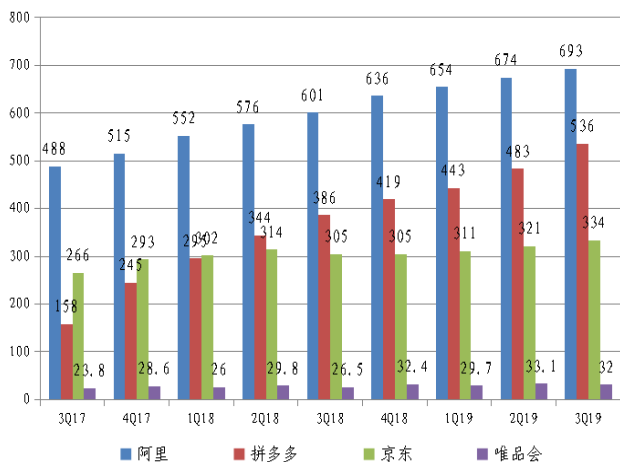
资料来源：公司财报、wind、东兴证券研究所

## 2. 用户：阿里加快线下渗透，拼多多“百亿补贴”推动用户爆发增长，京东用户增长拐点显现

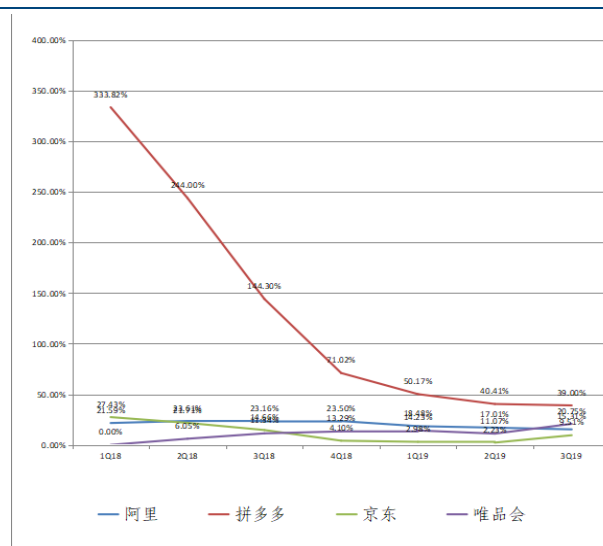
**阿里巴巴：**公司 FY2Q20 (CY3Q19) 年度活跃买家数达到 6.93 亿，环比增加 1900 万，而包括淘宝、天猫在内的 MAU (移动端月活跃用户) 达 7.85 亿，环比增加 3000 万。我们认为，阿里用户基础的扩大主要源于两个方面，**第一，“造节”引流效果明显。**2019 年是 99 划算盛典全面升级“99 划算节”后的第一年，聚划算 99 划算节两天的 GMV 达到 585 亿元。和双十一或是 618 相比，99 划算节的玩法互动性更强。数据显示，99 划算节当天淘系成交同比大增 40%，这一增速较天猫 618 期间的 38% 还要高出 2 个百分点。**第二，针对三四线城市的差异化竞争策略。**如提供更广泛的产品平台和本土化的服务。**由于受到拼多多在下沉市场的影响，公司 3Q19 平均获客成本 (当季销售费用/当季新增活跃买家) 上升到一个新高度，为 631 元。**

**拼多多：**公司 3Q19 年度活跃买家数达到 5.36 亿，环比增加 5300 万，超过阿里，环比增量为 4Q17 以来最高，而 MAU 达 4.30 亿，环比增加 6360 万人，创历史新高。**拼多多平台用户数量快速增长，我们认为主要原因是公司采取的大幅让利和补贴政策。**拼多多联合品牌商在今年下半年推出“百亿补贴”，针对全网热度最高的一万款商品实施大幅让利，618 期间，拼多多实物订单量突破 11 亿笔，销售额同比增长超过 300%，平台一二线城市用户消费了超过七成的农产品及农副产品。**与此同时，公司 3Q19 活跃买家年消费金额升至 1568 元，而获客成本继续下降至 130 元，环比减少 23 元。**

**图 7: 龙头电商年度活跃买家数对比 (百万)**
**图 8: 龙头电商年度活跃买家数同比增速**



资料来源：公司财报、wind、东兴证券研究所



资料来源：公司财报、wind、东兴证券研究所

**京东：**公司3Q19年度活跃买家数达到3.34亿，环比增加1300万，其中低线城市贡献新增用户占比超70%。微信的社交流量将成为公司获取增量客户的重要工具。目前京喜（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）、京东购物、京东拼购、京东优惠、京东超级品牌日等多个小程序已在微信上线。这些小程序或将成为下沉市场和社群电商领域竞争的利器。公司获客成本约为520元，环比减少238元。

**唯品会：**公司3Q19年度活跃买家数为3200万人，环比减少1100万，同比增长20.8%，公司3Q19的总订单数量为1.28亿份，同比增长33.3%。唯品会三季度通过收购杉杉产业集团（线下奥特莱斯）积极开拓线下市场，旗下奥特莱斯在三季度净营收超过7000万元，同时公司自2018年下半年开始回购特卖的战略有效提升了复购率和客户黏性，3Q19复购用户同比增长23.0%至2780万，占总活跃用户比例高达86.9%。公司3Q19平均获客成本约为258元，相对较高。

**图9：京东借助微信生态获取增量客户，用户规模达到亿级**



资料来源: QuestMobile、东兴证券研究所

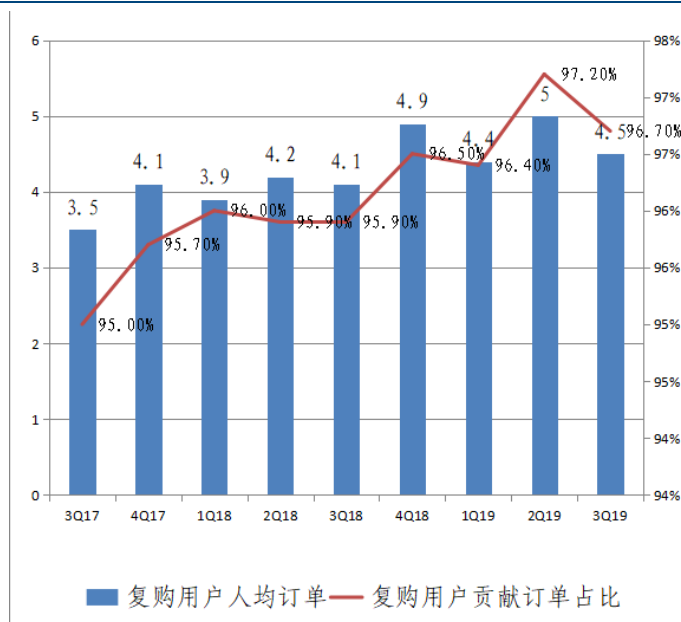
图 10: 京东小程序用户独占比率高达 67.8%



资料来源: QuestMobile、东兴证券研究所

图 11: 唯品会“最后疯抢”频道

图 12: 唯品会复购用户贡献持续提升



资料来源：公司 app、东兴证券研究所

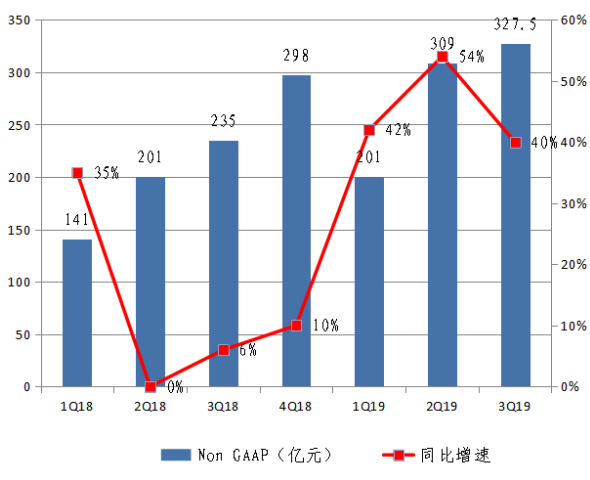
资料来源：公司财报、wind、东兴证券研究所

### 3.盈利及费用控制：确认蚂蚁金服股权收益令阿里盈利暴增，拼多多巨额亏损但营销支出效率较高，京东运营费用率改善业绩大超预期

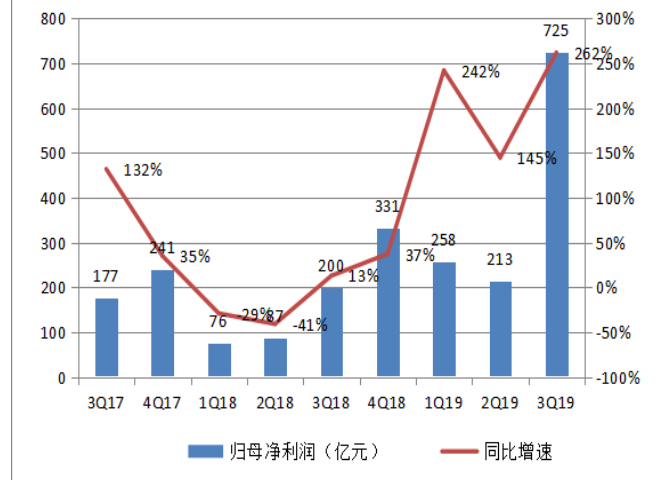
阿里巴巴：公司 FY2Q20 (CY3Q19) GAAP 净利润为 707.48 亿元，同比增长 288%，**造成 GAAP 净利润大增的主要因素是收购蚂蚁金服 33% 股权时确认的股权收益 692.25 亿元，同时阿里确认了 198.55 亿元的投资和商誉减值损失。**扣除掉以上的影响，FY2Q20 阿里 Non-GAAP 净利润为 327.50 亿元，同比增长 40%，**我们认为，公司核心业务的盈利能力稳健叠加新业务亏损收窄是公司持续稳定增长的主要原因。**核心电商业经调整后的 EBITA 为 385.74 亿元，同比增长 29%，云计算、数字文娱和创新业务实现的经调整后 EBITA 分别为 -5.21 亿元 (FY2Q18 为 -2.32 亿元)、-22.07 亿元 (FY2Q18 为 -38.02 亿元) 和 -19.17 亿元 (FY2Q18 为 -12.41 亿元)。充实的核心电商业盈利也令阿里可以投资一些未来潜在创造增长新动力的领域。**费用方面保持稳定**，FY2Q19 扣除掉支付的股权激励费用后的营业成本为 635.13 亿元，占营业收入的比重为 53%，和去年持平。扣除掉支付的股权激励费用后的三项费用率为 20%，环比增加 1 个百分点，同比持平。具体来看，销售费用率为 9%，环比降低 1 个百分点，同比增加 1 个百分点；管理费用率为 5%，环比增加 1 个百分点，同比增加 1 个百分点；研发费用率为 6%，环比降低 1 个百分点，同比持平。**现金流则大增**，经营性现金流为 473.26 亿元，同比大增 51%，而 Non-GAAP 自由现金流为 304.88 亿元，同比大增 90%，**原因一方面**是阿里当季盈利的强劲增长，**另一方面**是经营性资本开支和版权使用费减少，其中 FY2Q19 经营性资本开支同比减少 24 亿元。

图 13: 阿里 Non-GAAP 净利润变动

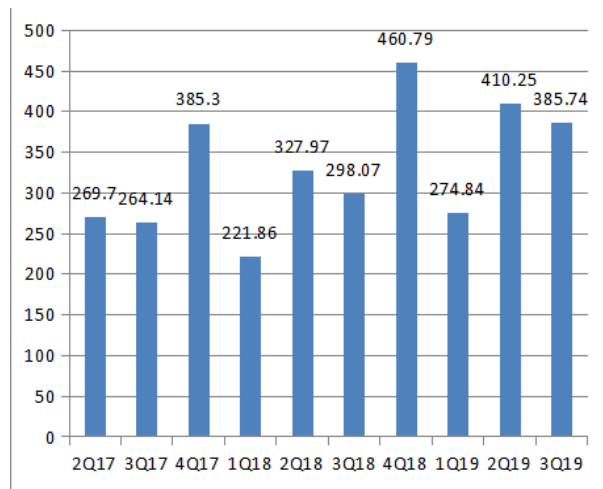
图 14: 阿里归母净利润变动



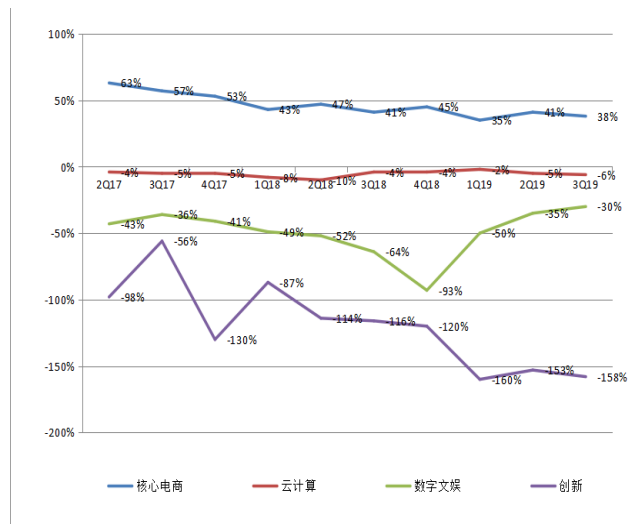
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

**图 15: 阿里 EBITA 变动 (亿元)**


资料来源：公司财报、东兴证券研究所

**图 16: 云计算和数字文娱业务 EBITDA 利润率亏损收窄**


资料来源：公司财报、东兴证券研究所

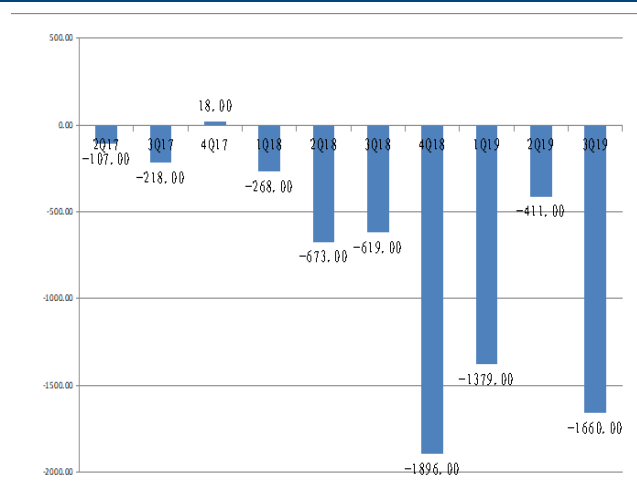


资料来源：公司财报、wind、东兴证券研究所

**拼多多：**公司 3Q19 Non-GAAP 净利润为亏损 16.60 亿元，同比大幅增长 168.17%，归母净利润为亏损 23.35 亿元，环比猛增 13.32 亿元。毛利率方面，公司 3Q19 整体毛利率为 75.60%，环比降低 2.5 个百分点，同比降低 1.4 个百分点；三项费用方面，整体费用率为 112.9%，环比增长 14.4 个百分点，同比下降 1.8 个百分点。具体来看，销售费用率为 92.0%，环比增长 8.3 个百分点，同比降低 3.8 个百分点；管理费用率为 5.9%，环比增长 2.1 个百分点，同比降低 3.2 个百分点；研发费用率为 15.0%，环比上升 3.0 个百分点，同比提高 5.2 个百分点。**本季度拼多多营销费用支出 69 亿，远超市场原有预期。**我们认为，拼多多营销费用支出效率较高，**第一，拼多多获客成本远低于同行。**公司 3Q19 获客成本继续下降至 130 元，环比减少 23 元。相比之下，京东本季度营销费用支出为 44.5 亿元，增加了 1310 万年度活跃买家，每个活跃买家的获客成本是 340 元。而阿里由于受到拼多多在下沉市场的影响，3Q19 平均获客成本上升到一个新高度，为 631 元。**第**

**二，市场担忧的商品补贴比例并不高。**拼多多并未披露营销费用明细，我们假设拼多多的69亿元有一半是用来做广告营销和获取新用户，另一半是用来提供商品补贴。那么，我们按照交易服务费推算出其商品实际成交的GMV应该在1300亿以上，以此测算，拼多多的商品补贴率为2%-3%。在实际中，拼多多的补贴可能重点使用在“百亿补贴”等领域，众多的商品，拼多多并未提供补贴。因此，我们认为拼多多的商品便宜，**更多是由于其差异化的竞争战略导致的：直接连通海量的需求和源头供给，将流量汇集到有限的商品里，打造爆款，让商家实现“薄利多销”，让商品实现“物美价廉”。**我们认为，对于成立仅四年的拼多多来说，现阶段应更多关注用户和规模的增长，而非盈利指标。

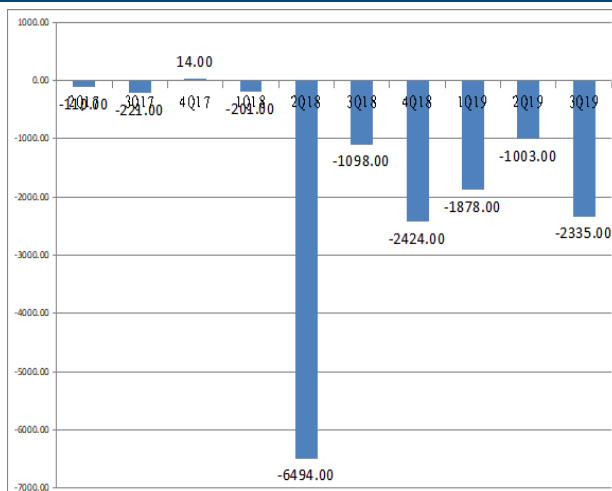
图 17:拼多多 Non-GAAP 净利润亏损变动（百万元）



资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 19:拼多多毛利及毛利率变化

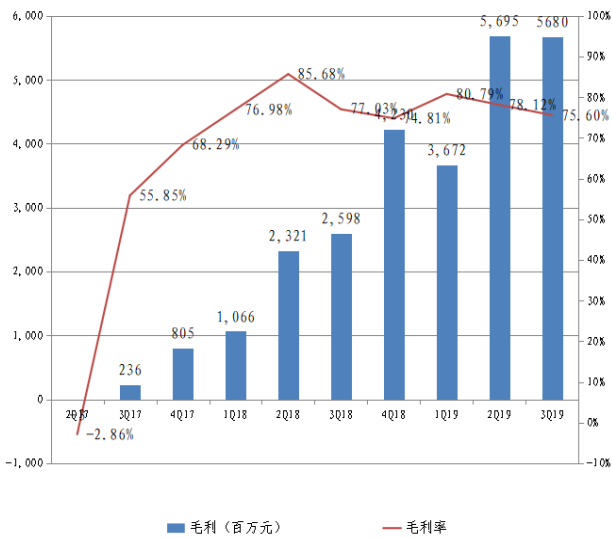
图 18:拼多多归母净利润亏损变动（百万元）



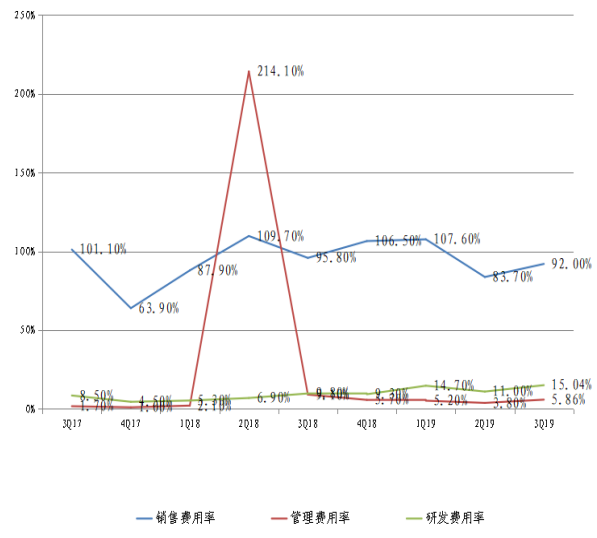
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图 20:拼多多三项费用改善明显





资料来源：公司财报、东兴证券研究所

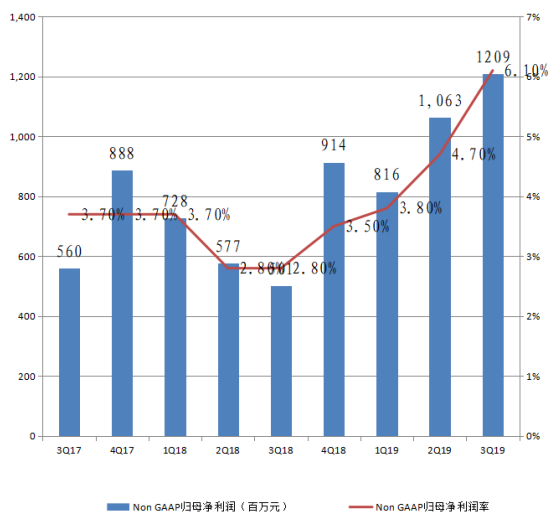


资料来源：公司财报、东兴证券研究所

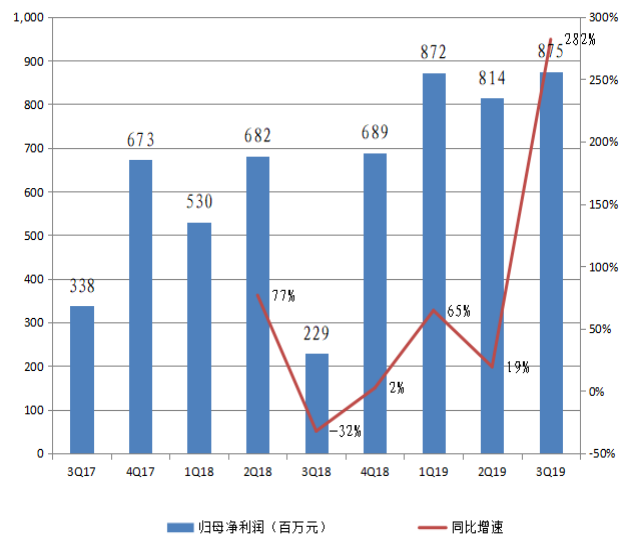
**京东：**公司 3Q19 Non-GAAP 净利润为 30.86 亿元，同比增长 160.6%，超市场预期，**前三季度 non-GAAP 归母净利润累计为 99.4 亿元，已超过原全年利润指引 (80-96 亿元)**。京东 3Q19 归母净利润为 6.12 亿元，而去年同期为 30.0 亿元。毛利率方面，公司 2Q19 整体毛利率为 14.90%，环比提升 0.2 个百分点，同比降低 0.5 个百分点；费用方面，整体费用率（包括物流、研发、管理和销售）为 13.5%，环比降低 0.3 个百分点，同比降低 2.4 个百分点。具体来看，物流费用率为 6.5%，环比提高 0.4 个百分点，同比降低 0.9 个百分点；销售费用率为 3.3%，环比降低 0.4 个百分点，同比降低 0.6 个百分点；管理费用率为 1.0%，环比提高 0.1 个百分点，同比降低 0.3 个百分点；研发费用率为 2.7%，环比提升 0.2 个百分点，同比降低 0.6 个百分点。**我们认为，公司自身战略调整初见成效，公司采用低价策略降低推广成本同时让利给消费者，运营费用率的改善带动归母净利润超市场预期**，根据公司业绩会披露，2019 年京东全年调整后的归母净利润调高至 98 亿元 (+183.3%) 至 105 亿元 (+203.5%)

**唯品会：**公司 2Q19 Non-GAAP 净利润为 12.09 亿元，同比增长 141.3%，归母净利润为 8.75 亿元，同比增长 282.1%，公司已经 28 个季度实现盈利，同时 Non-GAAP 归母净利润率同比提升 3.3 个百分点至 6.1%，连续 5 个季度环比提升。**我们认为，公司 3Q19 业绩大增主要由于产品结构改善（聚焦高毛利的服饰品特卖）和折扣幅度降低，同时公司费用率同比也出现一定幅度下降**。毛利率方面，公司 2Q19 整体毛利率为 21.6%，环比降低 0.8 个百分点，同比提高 1.2 个百分点；费用方面，整体费用率（包括物流、研发、管理和销售）为 17.3%，环比降低 1.3 个百分点，同比降低 2.1 个百分点。具体来看，物流费用率 (fulfillment expenses) 为 8.1%，环比降低 1.6 个百分点，同比降低 1.8 个百分点；销售费用率为 3.7%，环比下降 0.2 个百分点，同比提升 0.5 个百分点；管理费用率为 3.5%，环比提高 0.4 个百分点，同比持平；研发费用率为 2.0%，环比提升 0.1 个百分点，同比降低 0.8 个百分点。

**图 21: 唯品会 3Q19 Non-GAAP 净利润率改善**
**图 22: 唯品会归母净利润变动 (百万元)**



资料来源：公司财报、东兴证券研究所

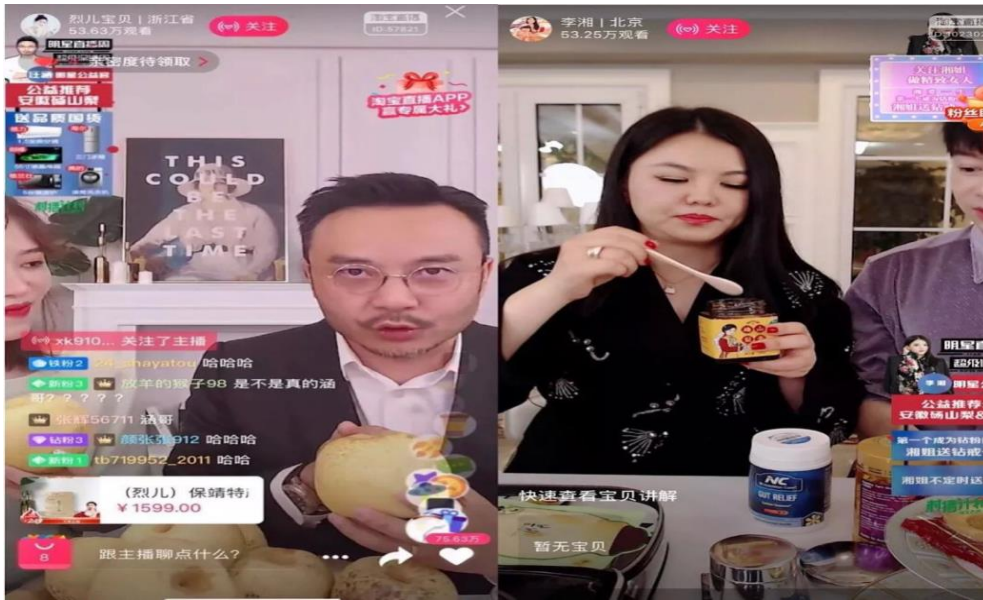


资料来源：公司财报、东兴证券研究所

#### 4. 总结与启示：内容型电商引领全新销售方式，各平台上山下乡各取所需，消费者需求对供应链的反向拉动受到重视

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。

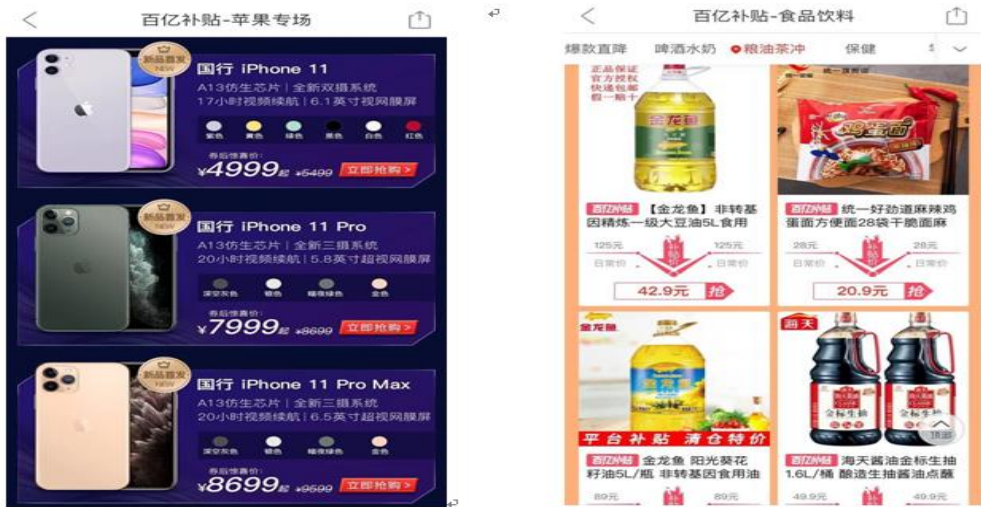
图 23: 淘宝直播引领全新销售方式



资料来源：互联网、东兴证券研究所

**第二，阿里、京东“下乡”，拼多多“上山”，各平台正在向自己所不擅长的群体渗透且效果显著。首先，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。**其次，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 24: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

第三，各大平台重视消费者需求对供应链的反向拉动（C2M），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的产业链附加值。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。

阿里方面，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。京东方面，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；拼多多方面，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。

图 25:京喜双十一期间为消费者提供 2 亿件反向定制产品

图 26:2019 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

### 5. 投资策略：

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)。给予两家行业领先企业“强烈推荐”评级。

### 6. 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

### 分析师：王习

中央财经大学会计学学士，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。

单击此处输入文字。

## 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法律责任。

## 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。