

# 苏宁易购 (002024)

证券研究报告

2020年03月15日

## 19Q4 家乐福扭亏为盈，加速构建全渠道智慧零售

### 事件

3月13日，公司披露2019年业绩快报，2019年公司实现营业收入2703.15亿元，同比增长10.35%。公司实现归属于上市公司股东的净利润分别为110.16亿元，同比减少17.34%。其中，2019年Q4公司实现营业收入693.05亿元，同比减少3.73%；公司实现归属于上市公司股东的净亏损8.87亿元，去年同期为72.01亿元。

### 点评

**营业收入：**2019年实现营业收入2703.15亿元，同比增长10.35%。分季度来看，2019年Q1/Q2/Q3/Q4的营收分别为622.42/733.30/654.37/693.05亿元，同比增长25.44%/20.10%/5.05%/-3.73%。

**GMV：**2019年公司商品销售规模为3796.73亿元，同比增长12.74%。2019年公司实现线上平台商品交易规模为2,387.53亿元(含税)，同比增长14.59%，其中：①自营商品销售规模1,584.39亿元(含税)，同比增长5.77%；②开放平台商品交易规模803.14亿元(含税)，同比增长37.14%。

**净利润：**2019年公司实现归属于上市公司股东的净利润分别为110.16亿元，同比减少17.34%，主要系去年公司出售了部分阿里巴巴股份，相应净利润增加。

**经营数据：**①**会员：**截至12月31日公司注册会员数量为5.55亿。2019年12月苏宁易购移动端订单数量占线上整体比例达到94.27%。公司年度活跃用户数规模同比增长20.52%，整体用户复购频次也有所增加，全场景融合运营取得一定的成效；②**开放平台：**公司加快开放平台商户的引进，持续赋能商户，向商户开放会员、流量资源共享营销，提供直播、苏宁拼购、苏宁推客等工具，加快仓配服务能力的开放，报告期内公司开放平台非电器品类商户占比提升至85.53%，商户数量及活跃度也有较大的提升；③**物流业务：**1)截至2019年12月苏宁物流拥有仓储及相关配套面积1,210万平方米，快递网点25,881个。2)截至12月31日公司已在44个城市投入运营57个物流基地，在16个城市有18个物流基地在建、扩建。

### 盈利预测与估值

公司是全国综合性零售龙头，线下占领低线市场&拓展新渠道，线上持续高增速，线上线下相融合全渠道发展。受疫情影响，将公司2019-21年业绩预期从111/30/42亿下调至110/8/22亿，当前市值对应8/100/38xPE，维持买入评级。

**风险提示：**宏观经济增速不达，社零消费增速不达预期，苏宁平台与家乐福整合进度不达预期，疫情影响超预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	187,927.76	244,956.57	291,498.32	218,623.74	290,769.58
增长率(%)	26.48	30.35	19.00	(25.00)	33.00
EBITDA(百万元)	6,860.84	18,509.98	12,858.07	3,085.17	4,285.23
净利润(百万元)	4,212.52	13,327.56	10,977.27	848.55	2,227.55
增长率(%)	498.02	216.38	(17.63)	(92.27)	162.51
EPS(元/股)	0.45	1.43	1.18	0.09	0.24
市盈率(P/E)	20.22	6.39	7.76	100.39	38.24
市净率(P/B)	1.08	1.05	0.93	0.92	0.90
市销率(P/S)	0.45	0.35	0.29	0.39	0.29
EV/EBITDA	8.07	3.09	3.71	20.66	6.10

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	9.15元
目标价格	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)	7,775.19
A股总市值(百万元)	85,186.86
流通A股市值(百万元)	71,142.98
每股净资产(元)	9.77
资产负债率(%)	60.74
一年内最高/最低(元)	14.69/8.90

### 作者

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

**马松** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110518120001  
masong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《苏宁易购-公司点评:家乐福依托苏宁生态加速整合，线上线下全渠道发展》 2020-03-03
- 2 《苏宁易购-公司点评:疾风急浪推动竞争重组，苏宁全渠道&全品类优势凸显》 2020-02-05
- 3 《苏宁易购-公司点评:受同期出售阿里股份影响业绩同比下降16-17%，推进线上线下全场景零售发展》 2020-01-23

## 1. 事件

3月13日，公司披露2019年业绩快报，2019年公司实现营业收入2703.15亿元，同比增长10.35%。公司实现归属于上市公司股东的净利润分别为110.16亿元，同比减少17.34%。其中，2019年Q4公司实现营业收入693.05亿元，同比减少3.73%；公司实现归属于上市公司股东的净亏损8.87亿元，去年同期为72.01亿元。

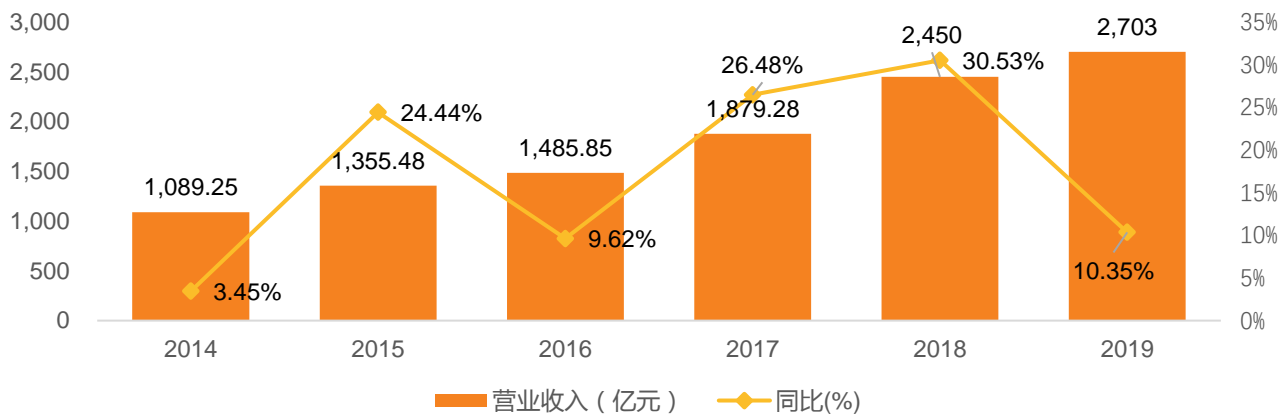
## 2. 点评

### 2.1. 营业收入

2019年实现营业收入2703.15亿元，同比增长10.35%。分季度来看，2019年Q1/Q2/Q3/Q4的营收分别为622.42/733.30/654.37/693.05亿元，同比增长25.44%/20.10%/5.05%/-3.73%。

企业外部环境来看，2019年消费整体增速下行，限额以上单位家用电器和音像器材类增速同比下降3.3%，通讯器材类增速仅增长1.4%，增速持续放缓。行业竞争激烈，企业发展外部环境承压。

图1：公司营业收入增长情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 2.1.1. 同店

- ① **家电 3C 家居生活专业店**：2019年公司在大陆地区的家电 3C 家居生活专业店可比门店销售收入同比下降 9.25%。一方面，公司将加强互联网化营销工具的运用，通过社交、社群等营销，提升门店经营能力；另一方面，公司通过丰富店面经营业态，加快苏宁极物等业态布局，提高到店客流及转化。
- ② **苏宁易购直营店**：2019年苏宁易购零售云直营店可比门店线下零售销售收入同比下降 7.02%，一方面，公司将进一步挖掘当地市场消费需求，另一方面，公司将积极优化店面布局，加快加盟店的开设。
- ③ **苏宁红孩子母婴专业店**：2019年报告期内公司红孩子母婴专业店经营稳定，可比门店线下零售销售收入同比增长 7.75%。

表1：公司线下主要业态同店情况

	2016	2017	2018	2019
家电 3C 家居生活专业店	-1.33%	4.17%	2.39%	-9.25%
苏宁易购直营店	-	34.90%	9.35%	-7.02%
苏宁红孩子母婴专业店	-	42.15%	29.78%	7.75%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.1.2. 新开门店

截至 12 月 31 日公司合计拥有各类自营店面 3630 家，公司自营店面面积 818.28 万平方米；苏宁易购零售云加盟店 4586。线下持续优化店面网络布局，推进门店互联网化升级，打造门店社群运营能力；快速拓展零售云加盟店，进一步渗透低线市场；线上聚焦社交、社群、内容电商能力提升，持续完善开放平台建设，加快商户引进，丰富商品品类；四季度大力推动家乐福中国的收购整合，通过加强团队激励，优化运营管理，推进采购供应链整合，门店数字化改造升级等举措，取得阶段性的成效。

#### ①大陆市场

1) **苏宁易购广场**：2019 公司新增储备 6 个苏宁易购广场项目，新开 1 个苏宁易购广场；完成对 37 家万达百货的收购，并更名升级改造为苏宁易购广场，为消费者提供更丰富的数字化、场景化购物体验。

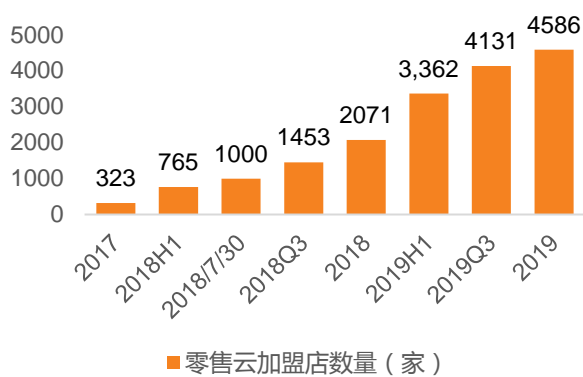
2) **苏宁易购直营店和零售云加盟店**：报告期内苏宁易购直营店新开 222 家，关闭门店 1757 家。公司加强对于低线市场商户的赋能，持续推进苏宁易购零售云加盟店的开设，并对加盟店强化考核管理，2019 年新开苏宁易购零售云加盟店 2,731 家，关闭 216 家。截至 12 月 31 日公司拥有苏宁易购直营店 833 家，苏宁易购零售云加盟店 4586 家。

3) **家电 3C 家居生活专业店**：截至 12 月 31 日公司家电 3C 家居生活专业店 2307 家。报告期内，公司继续围绕一二级市场的空白商圈以及优质购物中心进行布局，探索店面形态的升级优化，融合苏宁极物，打造标杆店面，继续推进与商超的合作。2019 年新开家电 3C 家居生活专业店合计 327 家，其中商超门店 218 家。有效应对市场及商圈的变化，加快调整关闭，报告期内置换、关闭店面 125 家。

4) **家乐福超市门店**：9 月末公司完成对家乐福中国 80% 股份收购，四季度公司新开家乐福便利店 1 家，关闭家乐福超市和便利店 3 家，截至 2019 年 12 月 31 日公司拥有家乐福超市店面 209 家，家乐福便利店 24 家，进一步完善了公司的全场景业态布局。

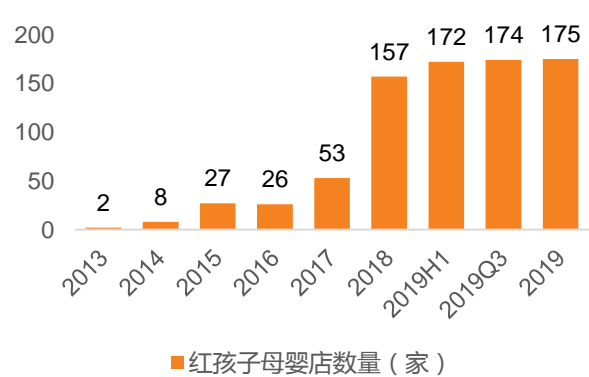
5) **苏宁红孩子店**：公司继续专注于购物中心开设红孩子母婴店，2019 年公司新开门店 44 家，关闭店面 26 家。截至 2019 年 12 月 31 日苏宁红孩子母婴店 175 家。

图 2：零售云变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：红孩子母婴店变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

6) **苏鲜生超市**：公司围绕 O2O 精品超市定位，稳步推进店面开设，2019 年新开苏鲜生超市 9 家，关闭 2 家。截至 2019 年 12 月 31 日公司拥有苏鲜生超市 15 家。

#### ②海外市场

公司在香港地区保持稳健的店面经营策略，2019 年公司在香港地区新开门店 3 家，关闭门店 1 家。截至 2019 年 12 月 31 日公司在香港地区拥有 30 家店面。

## 2.2. GMV

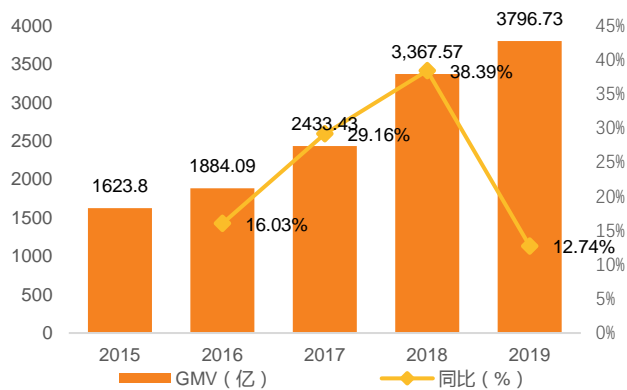
2019 年公司商品销售规模为 3796.73 亿元，同比增长 12.74%。

①线下积极应对市场变化，加快店面调整，深化店面业态升级和融合，推进苏宁极物、苏宁鲜生布局，加强商超合作赋能输出专业供应链能力，报告期内新开商超电器店 218 家。低线市场网络覆盖快速推进，报告期内零售云加盟店新开 2,731 家；完成万达百货及家乐福中国的收购，零售业态进一步丰富。

②线上紧抓用户社交化、社群化、内容化的消费特点，大力发展苏宁推客、苏宁拼购、苏宁小团等社交矩阵，打造“门店直播+网红直播”组合模式；苏宁国际海外购加强新品、潮品的引进，线上 SKU 及品牌丰富度持续提升；强化家乐福中国的互联网化运营能力建设，加快发展到家业务；深度融合家乐福中国、产业生态会员，加大场景会员、联合会员推广力度，带来公司会员数量的增长。

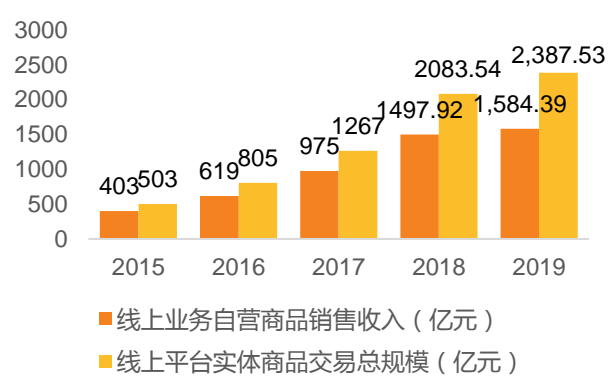
2019 年公司实现线上平台商品交易规模为 2,387.53 亿元(含税)，同比增长 14.59%，其中：  
①自营商品销售规模 1,584.39 亿元(含税)，同比增长 5.77%；②开放平台商品交易规模 803.14 亿元(含税)，同比增长 37.14%。

图 4：公司 GMV 快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司自营与开放平台增长情况

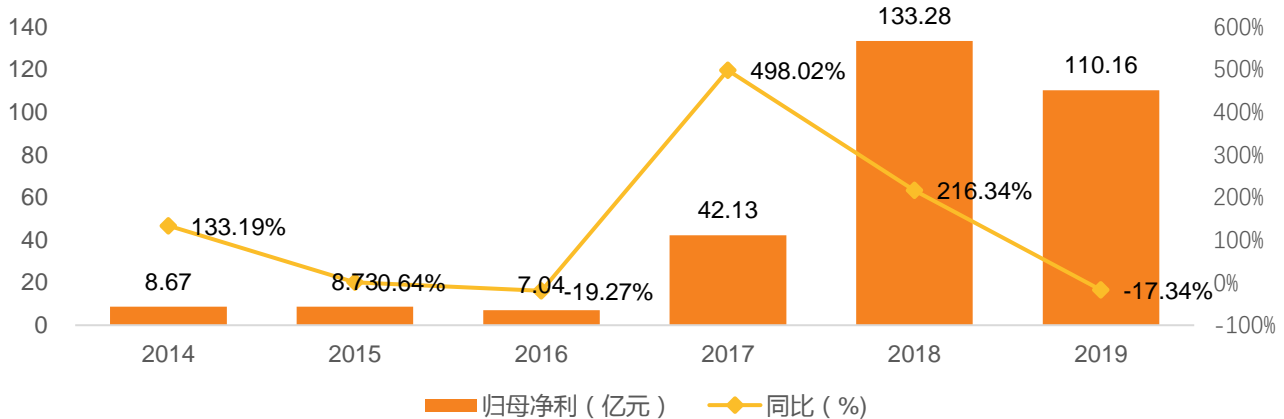


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.3. 净利润

2019 年公司实现归属于上市公司股东的净利润分别为 110.16 亿元，同比减少 17.34%，主要系去年公司出售了部分阿里巴巴股份，相应净利润增加。

图 6：公司归母净利润增长情况



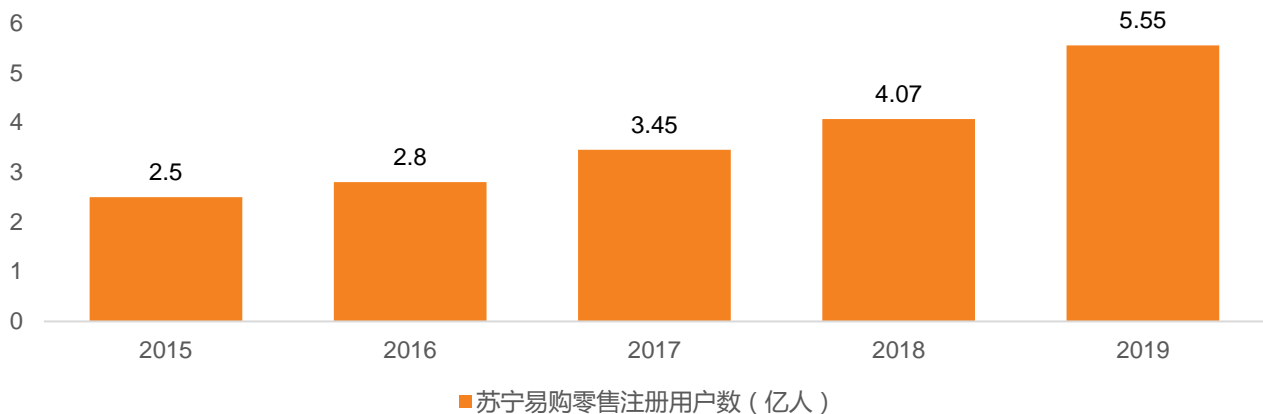
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.4. 经营数据

### ① 会员：

截至 12 月 31 日公司注册会员数量为 5.55 亿。2019 年 12 月苏宁易购移动端订单数量占线上整体比例达到 94.27%。公司年度活跃用户数规模同比增长 20.52%，整体用户复购频次也有所增加，全场景融合运营取得一定的成效。

图 7：公司零售体系注册会员数量变化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### ②开放平台：

公司加快开放平台商户的引进，持续赋能商户，向商户开放会员、流量资源共享营销，提供直播、苏宁拼购、苏宁推客等工具，加快仓配服务能力的开放，报告期内公司开放平台非电器品类商户占比提升至 85.53%，商户数量及活跃度也有较大的提升。

### ③物流业务：

1)截至 2019 年 12 月苏宁物流拥有仓储及相关配套面积 1,210 万平方米，快递网点 25,881 个。

2)截至 12 月 31 日公司已在 44 个城市投入运营 57 个物流基地，在 16 个城市有 18 个物流基地在建、扩建。报告期内苏宁物流新增、扩建 13 个物流基地，完成 13 个物流基地的建设，加快物流仓储用地储备，摘牌合肥、重庆、南宁、济南、贵阳、沈阳等 20 个城市物流仓储用地。

3)公司借助家乐福中国在全国拥有 8 个中心仓，覆盖全国 53 个城市，完善了大快消费品全国供应链仓储配送网络的建设。苏宁物流地产基金的投资运作，形成了公司仓储物业“开发-运营-基金运作”这一良性资产运营模式。

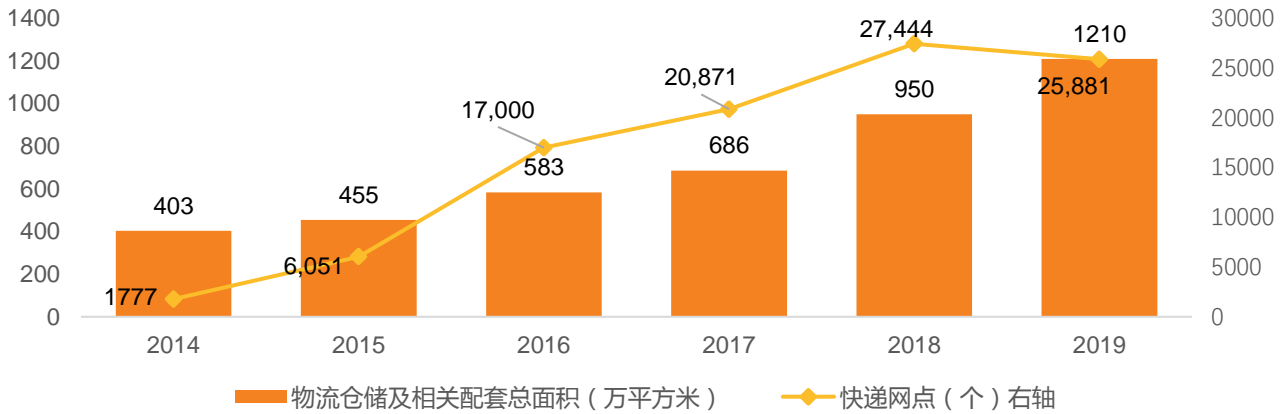
4)苏宁物流持续优化运营模式和提升资源效率，依托公司广泛布局的终端店面，有效整合家乐福超市门店仓，进一步优化前置仓的部署，为用户提供“30 分钟达”、“1 小时达”即时配服务和门店自提服务，同时“准时达”、“半日达”、“次日达”等物流时效快递产品覆盖城市数量持续增加。

5)报告期内苏宁物流加强售后服务能力建设，“送装一体”覆盖城市数量增加至 318 个城市。

6)公司以苏宁小店为载体，为社区居民提供家电、家装、快递等售后服务。

7)公司在县域市场完成 1,500 个苏宁帮客县级服务中心建设，为县、镇、村的用户提供配送、安装、维修、清洗等一站无忧的商品服务，满足低线市场“24 小时送装”需求。

图 8：公司物流总面积与快递网点情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 盈利预测与估值

公司是全国综合性零售龙头，线下占领低线市场&拓展新渠道，线上持续高增速，线上线下相融合全渠道发展。受疫情影响，将公司 2019-21 年业绩预期从 111/30/42 亿下调至 110/8/22 亿，当前市值对应 8/100/38xPE，维持买入评级。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	34,029.68	48,041.52	45,436.15	30,272.45	69,355.79
应收票据及应收账款	2,408.21	6,680.69	3,322.71	1,661.36	4,967.46
预付账款	8,667.71	17,468.71	13,039.11	9,448.08	21,018.61
存货	18,551.49	22,263.29	29,272.84	8,423.48	42,729.58
其他	24,172.58	37,288.32	45,943.41	38,439.79	42,079.72
<b>流动资产合计</b>	<b>87,829.68</b>	<b>131,742.54</b>	<b>137,014.23</b>	<b>88,245.16</b>	<b>180,151.16</b>
长期股权投资	1,767.20	17,674.55	30,575.00	30,575.00	30,575.00
固定资产	14,373.07	15,198.91	16,784.32	17,357.23	17,309.66
在建工程	509.17	2,063.32	3,637.99	2,230.80	1,368.48
无形资产	8,216.94	9,677.45	9,122.82	8,568.18	8,013.55
其他	41,648.31	18,561.83	17,546.44	16,670.47	16,585.29
<b>非流动资产合计</b>	<b>66,514.70</b>	<b>63,176.06</b>	<b>77,666.57</b>	<b>75,401.68</b>	<b>73,851.98</b>
<b>资产总计</b>	<b>157,276.69</b>	<b>199,467.20</b>	<b>219,229.39</b>	<b>168,195.44</b>	<b>258,551.73</b>
短期借款	8,686.33	24,314.18	24,314.18	24,314.18	24,314.18
应付票据及应付账款	40,451.90	47,071.02	60,423.85	20,197.30	87,028.83
其他	15,125.43	22,311.46	24,242.18	11,866.25	32,665.25
<b>流动负债合计</b>	<b>64,263.66</b>	<b>93,696.66</b>	<b>108,980.21</b>	<b>56,377.73</b>	<b>144,008.26</b>
长期借款	2,853.67	4,813.75	4,813.75	4,813.75	4,813.75
应付债券	3,500.00	9,974.68	5,658.23	6,377.64	7,336.85
其他	3,031.71	2,771.32	2,691.75	2,831.59	2,764.89
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,385.38</b>	<b>17,559.75</b>	<b>13,163.73</b>	<b>14,022.98</b>	<b>14,915.48</b>
<b>负债合计</b>	<b>73,649.03</b>	<b>111,256.40</b>	<b>122,143.94</b>	<b>70,400.71</b>	<b>158,923.74</b>
少数股东权益	4,669.25	7,293.70	5,746.61	5,678.04	5,469.34
股本	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04	9,310.04
资本公积	35,980.49	38,288.36	38,288.36	38,288.36	38,288.36
留存收益	57,343.19	71,966.08	82,028.80	82,806.65	84,848.61
其他	(23,675.31)	(38,647.39)	(38,288.36)	(38,288.36)	(38,288.36)
<b>股东权益合计</b>	<b>83,627.66</b>	<b>88,210.80</b>	<b>97,085.45</b>	<b>97,794.73</b>	<b>99,627.99</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>157,276.69</b>	<b>199,467.20</b>	<b>219,229.39</b>	<b>168,195.44</b>	<b>258,551.73</b>

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4,049.54	12,642.55	10,977.27	848.55	2,227.55
折旧摊销	2,100.10	2,372.26	1,394.55	1,468.91	1,514.53
财务费用	399.29	1,185.99	794.24	1,024.23	714.63
投资损失	(4,300.36)	(13,990.65)	(9,300.00)	(700.00)	(800.00)
营运资金变动	1,846.86	(21,059.94)	9,092.62	(17,378.19)	34,174.17
其它	(10,700.72)	4,975.32	(1,535.97)	64.89	(40.22)
<b>经营活动现金流</b>	<b>(6,605.29)</b>	<b>(13,874.47)</b>	<b>11,422.71</b>	<b>(14,671.61)</b>	<b>37,790.65</b>
资本支出	7,102.28	21,733.16	16,980.02	(59.84)	116.71
长期投资	1,350.16	15,907.35	12,900.45	0.00	0.00
其他	4,985.04	(40,650.67)	(37,573.47)	545.22	460.08
<b>投资活动现金流</b>	<b>13,437.47</b>	<b>(3,010.16)</b>	<b>(7,693.00)</b>	<b>485.37</b>	<b>576.78</b>
债权融资	15,266.54	42,639.05	37,572.30	37,688.60	39,299.98
股权融资	9,509.45	(11,590.96)	(435.21)	(1,024.23)	(714.63)
其他	(25,686.50)	(8,514.01)	(43,472.17)	(37,641.83)	(37,869.45)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(910.51)</b>	<b>22,534.08</b>	<b>(6,335.09)</b>	<b>(977.46)</b>	<b>715.91</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>5,921.67</b>	<b>5,649.44</b>	<b>(2,605.37)</b>	<b>(15,163.70)</b>	<b>39,083.34</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>187,927.76</b>	<b>244,956.57</b>	<b>291,498.32</b>	<b>218,623.74</b>	<b>290,769.58</b>
营业成本	161,431.79	208,216.61	248,065.07	186,048.80	247,444.91
营业税金及附加	729.29	894.34	1,113.37	827.21	1,090.79
营业费用	20,635.78	26,066.68	31,044.57	23,392.74	30,821.58
管理费用	3,613.08	5,200.68	5,538.47	4,372.47	5,524.62
研发费用	1,250.97	2,261.88	2,691.63	2,018.72	2,684.90
财务费用	306.47	1,234.63	794.24	1,024.23	714.63
资产减值损失	512.74	2,059.47	974.24	1,182.15	1,405.28
公允价值变动收益	18.85	292.48	92.55	134.63	173.22
投资净收益	4,300.36	13,990.65	9,300.00	700.00	800.00
其他	(8,947.66)	(28,919.38)	(18,785.10)	(1,669.25)	(1,946.44)
<b>营业利润</b>	<b>4,076.10</b>	<b>13,658.55</b>	<b>10,669.28</b>	<b>592.03</b>	<b>2,056.08</b>
营业外收入	405.15	505.69	505.69	505.69	505.69
营业外支出	149.21	218.79	176.44	181.48	192.24
<b>利润总额</b>	<b>4,332.04</b>	<b>13,945.46</b>	<b>10,998.53</b>	<b>916.25</b>	<b>2,369.53</b>
所得税	282.50	1,302.91	1,649.78	137.44	355.43
<b>净利润</b>	<b>4,049.54</b>	<b>12,642.55</b>	<b>9,348.75</b>	<b>778.81</b>	<b>2,014.10</b>
少数股东损益	(162.98)	(685.01)	(1,628.52)	(69.74)	(213.44)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,212.52</b>	<b>13,327.56</b>	<b>10,977.27</b>	<b>848.55</b>	<b>2,227.55</b>
每股收益(元)	0.45	1.43	1.18	0.09	0.24

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	26.48%	30.35%	19.00%	-25.00%	33.00%
营业利润	198540.16%	235.09%	-21.89%	-94.45%	247.29%
归属于母公司净利润	498.02%	216.38%	-17.63%	-92.27%	162.51%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.10%	15.00%	14.90%	14.90%	14.90%
净利率	2.24%	5.44%	3.77%	0.39%	0.77%
ROE	5.34%	16.47%	12.02%	0.92%	2.37%
ROIC	19.59%	67.89%	21.00%	2.55%	3.33%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	46.83%	55.78%	55.72%	41.86%	61.47%
净负债率	-22.44%	-6.12%	-8.10%	7.58%	-30.17%
流动比率	1.37	1.41	1.26	1.57	1.25
速动比率	1.08	1.17	0.99	1.42	0.95
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	106.04	53.90	58.28	87.73	87.73
存货周转率	11.41	12.00	11.31	11.60	11.37
总资产周转率	1.28	1.37	1.39	1.13	1.36
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.45	1.43	1.18	0.09	0.24
每股经营现金流	-0.71	-1.49	1.23	-1.58	4.06
每股净资产	8.48	8.69	9.81	9.89	10.11
<b>估值比率</b>					
市盈率	20.22	6.39	7.76	100.39	38.24
市净率	1.08	1.05	0.93	0.92	0.90
EV/EBITDA	8.07	3.09	3.71	20.66	6.10
EV/EBIT	10.40	3.40	4.16	39.44	9.44

### 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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com