

商社行业：生鲜电商开启上市之路，社区团购时代烧钱或仍将持续

2021年06月15日

看好/维持

商贸&社服 行业报告

本周核心观点：

6月9日，每日优鲜、叮咚买菜递交美股招股书。两家公司作为前置仓生鲜电商头部玩家，2020年收入规模达61/113亿元，目前均处于亏损状态，毛利率均在19%-20%，但二者履约费用率存在一定差距。每日优鲜首创前置仓模式，截至2021年3月，已有631个前置仓站点，覆盖16个城市；2020年履约费用率25.7%，显著优于行业平均水平；平均客单价95.05元，处于行业较高水平。叮咚买菜较前者起步更晚，但后来者在规模上实现了超越。截至2021年3月，公司已布局全国29个城市，建立了950多个前置仓，2020全年GMV达130亿元。

疫情带动社区零售市场线上化程度提升，未来前置仓发展仍有很大空间。2020年我国社区零售市场规模达到11.9万亿元，其中超市和农贸市场是两大重要组成部分，分别占比35.6%/25.9%；而前置仓在整个社区零售中的市场份额仅0.3%，预计2025年份额有望增长至2.0%。此外根据欧睿咨询数据，2020年中国线上社区零售市场GMV为2.49万亿元，预计2025年将增至7.16万亿元，CAGR为23.6%，对应线上渗透率有望从2020年的20.9%提升至2025年的45.5%。疫情推动线上消费的背景下，生鲜电商有望实现较快发展。不过，同样在疫情的催化下，近两年社区团购快速发展，并吸引阿里、拼多多、美团、滴滴等大型互联网企业入场，这对商品有较高重合度的生鲜电商带来竞争压力。随着两家公司IPO，进入社区团购时代的生鲜电商，预计未来一段时间或仍将持续烧钱。

重点关注：①持续良好复苏的可选消费及电商平台，包括化妆品、珠宝等，关注618电商平台和国货美妆销售表现；②人服板块，经济复苏带动人才获取市场回升，中高端人才服务机构迎来结构性机会，灵活用工开始进入加速发展阶段。③头部酒店企业，行业持续回暖并有望延续疫情前的上行周期，龙头持续高速拓店推动集中度提升，看好头部酒店在行业复苏周期下的α表现。

行业复盘：上证综指收于3589.8点，周跌幅-0.06%；深证成指收于14801.2点，周涨幅-0.47%；中信消费者服务指数收于15175.6点，周涨幅-2.27%；中信商贸零售指数收于4058.1点，周涨幅-2.10%。社会服务各子板块涨跌幅依次为：旅游综合-2.41%、景点-3.05%、酒店-3.25%、餐饮-3.32%、其他休闲服务-5.04%；旅游综合7.89%、酒店7.86%、其他休闲服务4.21%、餐饮3.81%、景点0.04%；商贸零售各子板块涨跌幅依次为：多业态零售0.11%、贸易-1.30%、专业市场-1.33%、一般物业经营-2.11%、百货-2.22%、超市-3.63%、专业连锁-4.51%。

重点报告关注：

《酒店行业：高速扩张下，中高端酒店增长空间仍有几何？》2021-01-04

《同道猎聘(6100.HK)：从在线招聘到人服平台，成长边界不断扩张》2021-01-28

重点推荐：中国中免、首旅酒店、锦江酒店、科锐国际、同道猎聘、御家汇
长期推荐：中公教育、广州酒家、宋城演艺、永辉超市、高鑫零售、老凤祥、周大生、上海家化、珀莱雅

风险提示：部分地区疫情反弹，经济复苏不及预期，超预期政策。

未来3-6个月行业大事：

2021-06-15 华熙生物：纳入股指
 2021-06-15 中公教育：股东大会
 2021-06-15 家家悦：分红
 2021-06-16 海底捞：分红
 2021-06-18 锦江酒店：分红
 2021-06-22 中国中免：分红

行业基本资料

		占比%
股票家数	32	0.8%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	8710.51	1.05%
流通市值(亿元)	8319.18	1.3%
行业平均市盈率	51.66	/
市场平均市盈率	8.34	/

行业指数走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师：王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050002

分析师：赵莹

010-66555446

zhaoying_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070001

研究助理：魏宇萌

weiyum@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070031

研究助理：刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080007

1. 本周重点关注

6月9日，每日优鲜、叮咚买菜递交美股招股书。两家公司作为前置仓生鲜电商头部玩家，2020年收入规模达61/113亿元，目前均处于亏损状态，毛利率均在19%-20%，但二者履约费用率存在一定差距。每日优鲜首创前置仓模式，截至2021年3月，已有631个前置仓站点，覆盖16个城市；2020年履约费用率25.7%，显著优于行业平均水平；平均客单价95.05元，处于行业较高水平。叮咚买菜较前者起步更晚，但后来者在规模上实现了超越。截至2021年3月，公司已布局全国29个城市，建立了950多个前置仓，2020年全年GMV达130亿元。

疫情带动社区零售市场线上化程度提升，未来前置仓发展仍有很大空间。2020年我国社区零售市场规模达到11.9万亿元，其中超市和农贸市场是两大重要组成部分，分别占比35.6%/25.9%；而前置仓在整个社区零售中的市场份额仅0.3%，预计2025年份额有望增长至2.0%。此外根据欧睿咨询数据，2020年中国线上社区零售市场GMV为2.49万亿元，预计2025年将增至7.16万亿元，CAGR为23.6%，对应线上渗透率有望从2020年的20.9%提升至2025年的45.5%。疫情推动线上消费的背景下，生鲜电商有望实现较快发展。不过，同样在疫情的催化下，近两年社区团购快速发展，并吸引阿里、拼多多、美团、滴滴等大型互联网企业入场，这对商品有较高重合度的生鲜电商带来竞争压力。随着两家公司IPO，进入社区团购时代的生鲜电商，预计未来一段时间或仍将持续烧钱。

重点关注：①持续良好复苏的可选消费及电商平台，包括化妆品、珠宝等，关注618电商平台和国货美妆销售表现；②人服板块，经济复苏带动人才获取市场回升，中高端人才服务机构迎来结构性机会，灵活用工开始进入加速发展阶段。③头部酒店企业，行业持续回暖并有望延续疫情前的上行周期，龙头持续高速拓店推动集中度提升，看好头部酒店在行业复苏周期下的 α 表现。

2. 细分板块观点追踪

2.1 餐饮旅游

酒店方面，端午叠加毕业季，旅游市场需求高涨，带动酒店预订量高增。飞猪数据显示，端午酒店预订量同比增长超90%。华住集团数据显示，今年端午期间的预订高峰出现在6月12日。以北京、上海为首的一线城市仍为假期出行的热门城市，截至6月8日，北京端午期间的预订率同比增长76.3%，稳居一线城市端午预订榜首。携程数据显示，高考毕业生及同龄群体通过携程预订、出行时间在6月10日至7月30日之间的旅游产品订单量，同比增长了78%，且高星酒店依然是毕业旅行首选。考虑到上半年节假日效应和2019年低基数情况，我们维持头部公司RevPAR有望于上半年基本恢复至19年同期水平的预判。展望下半年，随着暑期和国庆长假来临，国内长线游有望进一步恢复，带动人均旅游支出提高，休闲需求将带动酒店市场持续回暖。从酒店类型来看，上半年节假日期间高星酒店表现亮眼，符合当前头部酒店中高端布局战略，我们预计我国中高端酒店占比将持续扩大并稳定于44%，对应客房量增长空间76-120%，高速增长长期仍有至少3-8年。疫情加速行业集中度提升，看好龙头在行业复苏周期下跑出自己的 α 。公司方面，6月8日亚朵向美国证券交易委员会递交招股说明书，拟在纳斯达克上市。亚朵旗下拥有6大酒店品牌，覆盖中端至豪华的4个细分市场，是中国规模最大的中高端连锁酒店品牌。

旅游方面，端午假期逢高考结束，民众出行意愿高涨。携程发布《2021年端午节预测大数据》报告，截至6月2日，通过携程预订的端午旅游订单量同比增长135%，且中短途游热度较高，预计端午期间国内总出行

人数将达 1 亿人次，恢复至疫情前水平。但从清明、五一假期数据来看，虽然旅游人次恢复较快，但收入端较 2019 年仍有差距，疫情对个体经营和中低收入群体的影响较大，旅游作为可选消费，预计短期内收入端较 2019 年实现完全恢复或增长仍有一定难度。此外，近期广州等地出现少量新增病例，但是国内疫情防控良好，考虑到疫苗接种范围扩大以及天气回暖，预计不会对旅游业整体复苏趋势造成大规模影响。建议关注周边游相关标的，以及具备可复制能力的优质人工景区，新园区开业以及新模式的探索。

餐饮方面，行业总体恢复至疫情前。2021 年 4 月餐饮收入同比增长 46.4%，两年平均增幅为 0.4%，限额以上餐饮收入同比增长 60.3%。餐饮业总体恢复至疫情前，但疫情对于餐饮行业的影响仍未完全消除，但相比之下中小型餐饮企业受影响较大，头部餐饮企业在行业复苏大背景下具有一定的竞争优势。公司方面，奈雪的茶已通过港交所上市聆讯，2018 年-2020 年营收分别为人民币 10.9 亿元、25.0 亿元和 30.6 亿元，2020 年净利润为 6217 万元。九毛九旗下网红酸菜鱼品牌“太二”推出了子品牌“太二前传”，瞄准整个川菜赛道。消费年轻化趋势下，关注符合 Z 世代用户偏好的餐饮新模式、新内容，如新茶饮、网红餐厅等。

2.2 教育人服

人服方面，经济复苏、人才结构变化以及稳就业政策支持下，人力资源服务行业呈现较高景气度。短期来看，4 月调查失业率 5.1%，回落至近年来较低水平，稳就业政策下就业市场持续回暖。从较长期维度来看，我国人口受教育程度持续提高，人才市场将由人口红利向人才红利转变，这给专业人力资源服务机构带来了发展机遇。关注灵活用工赛道、在中高端人才服务具有优势的公司，以及未来能够依托技术发展实现效率提升的公司。同道猎聘作为中高端人才线上服务绝对龙头，充分享受行业扩张红利，依托“大数据+AI 驱动”技术优势，优化用户体验，提升经营效率，不断推进人力资源服务平台化建设。此外，灵活用工、招聘流程外包、业务流程外包已经成为许多企业用工模式中重要选择，疫情也加速了企业对于灵活用工模式的认知。当前我国灵活就业人员规模达 2 亿人，但渗透率仍显著低于欧美国家。我们认为，在财税、工伤保险等相关政策不断完善推动下，这些新型用工模式在我国未来 3-5 年有望迎来爆发式增长，市场规模增速或将维持在 20% 以上。

教育方面，高教方面来看，近期新修订的《民促法实施条例》落地，为民办高校的集团化办学和外延并购扫除了政策风险。长期来看，高教行业因为稳定的现金流以及内生外延的成长路径，从而具备“确定性+成长性”的双重特征，教育部提出 2021 年要继续把独立学院转设作为高校设置工作的重中之重，独立学院的转设正加速推进，有望给相应公司带来盈利能力的边际改善。职业培训方面，就业压力叠加招录、考研等扩招，将为对应培训赛道带来市场扩容。短期看，受制于考试周期错位和教招序列疲软，或对培训机构短期业绩有一定影响。但长期看，随着我国经济结构转型与产业升级，对高素质、高技能人才提出了更高要求，职教领域有望得到国家更多的政策扶持。我们仍看好职教龙头中公教育，一方面公司受益于疫情下行业出清带来的市占率提升；另一方面公司依靠教研+渠道+管理，稳坐龙头地位，将持续受益于未来市场规模扩张红利。K12 培训方面，2021 年高考已正式落幕，关注近期行业政策落地情况。中央和多地方政府陆续出台规范管理校外培训机构的相关政策，在收费管理、教学内容、广告宣传等方面做出一系列规定，上海市市场监督管理局发布《教育培训广告发布标准》指出，教育、培训广告不得对升学、通过考试、获得学位学历或者合格证书，或者对教育、培训的效果作出明示或者暗示的保证性承诺，预计未来相关政策仍将陆续出台。强监管背景下，资金管理和合规经营的重要性进一步凸显，头部大型培训机构规范性与抗风险能力更强，有望在行业供给端加速出清背景下实现市占率提升。

2.3 零售免税

免税方面，2020 年 6 月 1 日至 2021 年 5 月 31 日，海南自由贸易港建设总体方案发布一周年以来，全岛免税店共销售免税品 455 亿元，同比增长 236%；免税购买人数 877 万人次，同比增长 144%；免税购物件数

4700 万件，同比增长 152%，消费回流效应显著。海南旅游显著复苏，离岛免税新政的刺激作用持续释放，免税品类和品牌的不断丰富促进客均价的提升，适度竞争带来整个免税市场扩容，离岛免税销售额持续高增。我们认为离岛免税仍是吸引消费回流的重要窗口，新参与者的加入有助于营造适度竞争的市场环境，增强海南离岛免税在国际免税市场的竞争力，同时叠加政策催化和基础设施的不断完善，消费潜力有望持续释放，持续看好离岛免税的高景气。

珠宝方面，2021 年 4 月金银珠宝零售总额同比增长 48.3%，增速较 3 月环比下降 34.9 个百分点，虽然呈现复苏放缓态势，但相较于整体社零增速和其他可选消费品而言，表现相对优异，是同比增长最快的可选消费品类。建议关注可选消费的增长弹性，以及全渠道转型、加码新媒体营销方式的龙头企业，周大生、老凤祥。**618 大促开启，关注头部黄金珠宝品牌的销售表现。**

超市方面，2021 年 4 月日用品类销售额同比增长 30.7%，增速较 3 月份环比下降 13.5 个百分点。中国连锁经营协会发布“2020 年中国连锁百强榜单”，苏宁/国美/红星美凯龙位居连锁百强前三，永辉/高鑫零售/华润万家位居超市连锁百强前三；同时，受疫情、社区团购以及新会计准则影响，2020 年中国连锁百强销售规模 2.4 万亿元，同比下降 7.2%，占社会消费品零售总额的 6.1%，比 2019 年下降 0.2 个百分点。疫情催化叠加政策强化，社区消费习惯有望拉动 mini 店释放增长空间。大型商超如永辉、大润发、盒马等均加速布局小店业态，阿里、京东、拼多多也通过多方面的生活服务进入社区团购赛道。我们认为，相较于传统商超业态，小店更加考验企业在产品、门店经营管理能力。**重点推荐深耕生鲜食品供应链以及具备深厚门店管理经验的永辉超市、高鑫零售。**

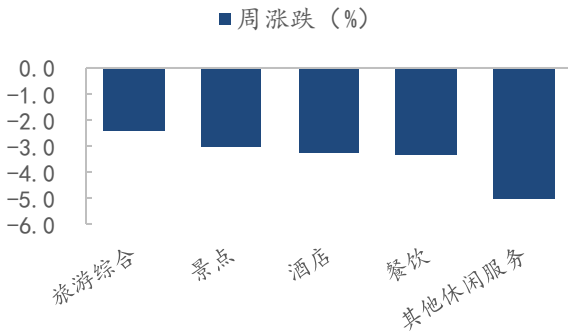
2.4 化妆品和医美

化妆品和医美方面，618 大促各大电商平台折扣补贴不断加码，第一阶段开门红，美妆销售表现亮眼。天猫 618 预售启动开场一小时，美妆护肤品类的交易额占据了全品类的第一名。分品牌来看，国际品牌仍处于领先地位。预售首日，欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂等 17 个品牌预售转化额破亿。美容护肤品类 TOP10 均为国际高端护肤品牌，彩妆香水品类 TOP10 中仅有国货彩妆品牌 COLOR KEY 上榜。但国货品牌在功能性护肤、轻医美和彩妆等细分品类赛道具有较好表现。天猫开售 1 小时内国内美妆品牌 COLORKEY 珂拉琪、润百颜、夸迪、逐本等成交额破千万。主打敏感肌修复的功效性护肤品牌薇诺娜取得良好战绩，领跑国货美妆赛道，开售 37 分钟，天猫旗舰店销售额超 2020 年同期全天销售。**关注化妆品板块各大品牌商的销售表现，尤其是在轻医美和功能性护肤品赛道有布局的国产美妆品牌。**

3. 市场表现复盘（2021.6.7-2021.6.11）

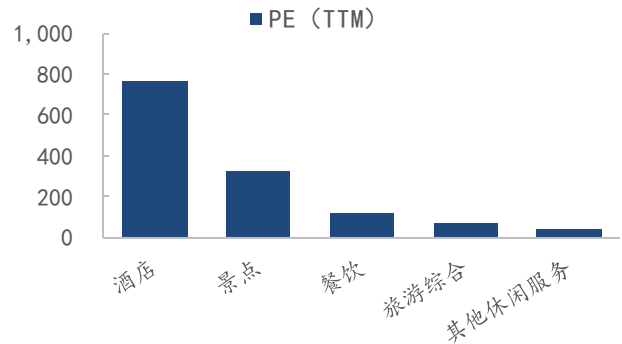
上证综指收于 3589.75 点，周跌幅-0.06%；深证成指收于 14801.24 点，周涨幅-0.47%；中信消费者服务指数收于 15175.60 点，周涨幅-2.27%；中信商贸零售指数收于 4058.12 点，周涨幅-2.10%。社会服务各子板块涨跌幅依次为：旅游综合-2.41%、景点-3.05%、酒店-3.25%、餐饮-3.32%、其他休闲服务-5.04%；旅游综合 7.89%、酒店 7.86%、其他休闲服务 4.21%、餐饮 3.81%、景点 0.04%；商贸零售各子板块涨跌幅依次为：多业态零售 0.11%、贸易-1.30%、专业市场-1.33%、一般物业经营-2.11%、百货-2.22%、超市-3.63%、专业连锁-4.51%。

图1：社会服务子行业涨跌幅



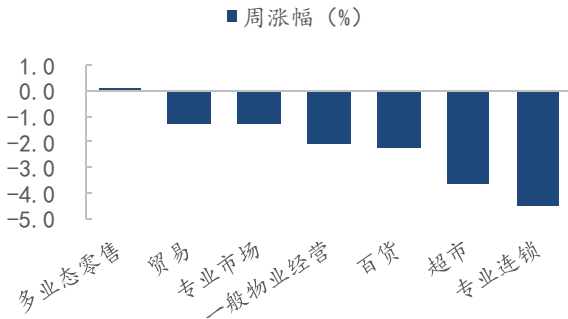
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：社会服务子行业市盈率



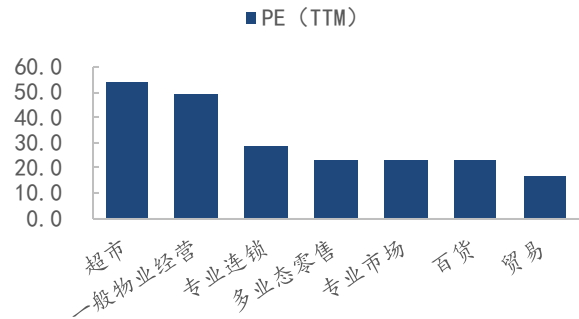
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图3：商贸零售子行业涨跌幅



资料来源：Wind，东兴证券研究所

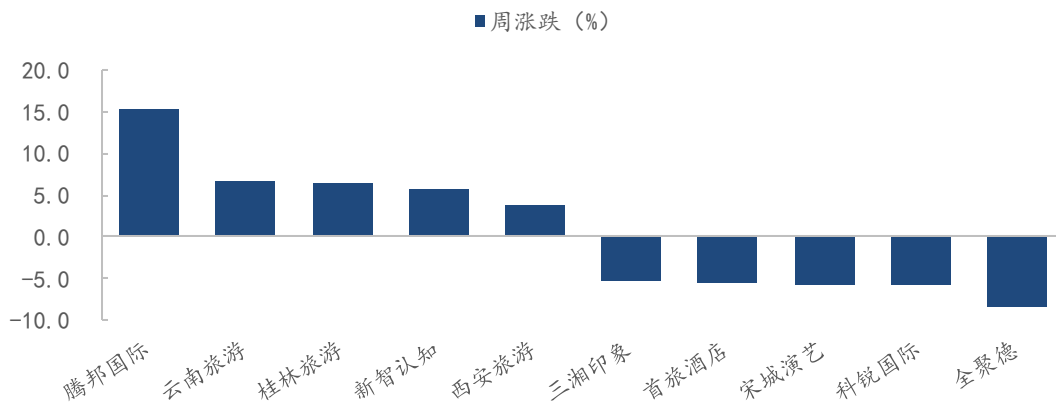
图4：商贸零售子行业市盈率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

社会服务涨跌幅排名前5的公司为：腾邦国际 15.45%、云南旅游 6.73%、桂林旅游 6.58%、新智认知 5.65%、西安旅游 3.93%；涨跌幅排名后5位的公司为：三湘印象-5.29%、首旅酒店-5.60%、宋城演艺-5.78%、科锐国际-5.87%、全聚德-8.37%。

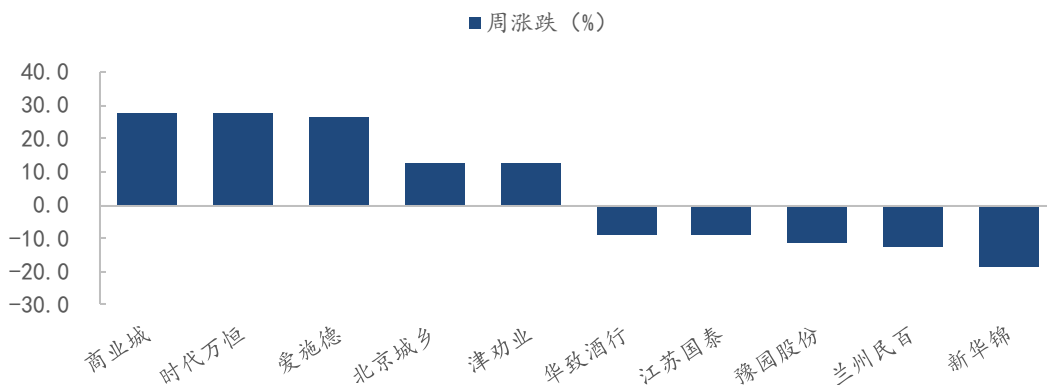
图5：社会服务行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind，东兴证券研究所

商贸零售涨跌幅排名前5的公司为：商业城 27.78%、时代万恒 27.57%、爱施德 26.64%、北京城乡 12.94%、津劝业 12.87%；排名后五位的公司为：华致酒行-8.74%、江苏国泰-9.14%、豫园股份-11.36%、兰州民百-12.54%、新华锦-18.36%。

图6：商贸零售行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind，东兴证券研究所

4. 重点公司追踪

【中国中免】证监会已接收公司《境外首次公开发行股份（包括普通股、优先股等各类股票及股票的派生形式）审批》的相关材料。

【锦江酒店】公司间接控股股东锦江国际(集团)有限公司收到上海市国有资产监督管理委员会的有关通知，经市政府同意，将上海市国资委持有的锦江国际 19% 股权无偿划转至上海地产(集团)有限公司，本次无偿划转不会导致公司间接控股股东、实际控制人发生变更。

【九毛九】近日公司旗下网红酸菜鱼品牌“太二”推出了子品牌“太二前传”，瞄准整个川菜赛道。“太二前传”主打川菜，菜单包括沸腾水煮鱼、鲍鱼海参毛血旺以及鲜鲍鱼回锅肉等 27 道新菜。

【奈雪的茶】公司通过港交所上市聆讯。更新版招股书显示 2018 年-2020 年，奈雪的茶营收分别为人民币 10.9 亿元、25.0 亿元和 30.6 亿元，2020 年净利润为 6217 万元。

【中公教育】2021 年 5 月 14 日，《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》正式颁布，并将于 2021 年 9 月 1 日起施行，由于公司主要从事面向成年人的非学历职业就业培训服务，故该实施条例对公司持续合法经营不存在实质性的法律障碍。

【学大教育】依据公司与西藏紫光卓远股权投资有限公司、芯鑫商业保理(深圳)有限责任公司、芯鑫商业保理(天津)有限责任公司签署的《展期协议书》，公司已使用非公开发行股票的募集资金及自有资金向紫光卓远偿还 2.4675 亿元借款，使用自有资金向芯鑫保理偿还 2.5 亿元借款。截至 6 月 7 日，公司非公开发行股票用于“偿还股东紫光卓远借款”项目的募集资金已使用完毕，《展期协议书》项下剩余借款本金金额为 11.15 亿元。

【王府井】2021年6月11日，公司旗下眉山王府井购物中心对外营业，该购物中心位于四川省眉山市东坡区三苏路37号，是集潮流精品、休闲娱乐、儿童教娱、品质超市、国际影院为一体的全业态融合性购物中心。

【红旗连锁】公司于中国石油四川销售公司签订战略合作协议，双方将开展渠道生态合作，充分发挥各自供应链和渠道优势，共同打造“加油站+社区”全渠道惠民生态圈。

【周大福】公司发布截至2021年3月31日止年度全年业绩公告及2021年4月1日至5月31日未经审核的主要经营业绩。截至2021年3月31日，公司实现营业收入701.64亿港元，同比增长23.6%，本公司股东应占溢利为60.26亿港元，同比增长107.7%；2021年4月1日至5月31日，公司实现零售额同比增长77.0%，其中中国内地同店销售同比增长49.3%，香港及澳门地区同店销售增长159.7%。

5. 投资建议与风险提示

重点推荐：中国中免、首旅酒店、锦江酒店、科锐国际、同道猎聘、御家汇

长期推荐：中公教育、广州酒家、宋城演艺、永辉超市、高鑫零售、老凤祥、周大生、上海家化、珀莱雅

风险提示：部分地区疫情反弹经济复苏不及预期，超预期政策。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	酒店行业：高速扩张下，中高端酒店增长空间仍有几何？	2021-01-04
行业深度报告	化妆品行业：国产香化如何打造百年企业？	2020-12-04
行业深度报告	高教行业：四大维度剖析民办高校投资机会	2020-11-17
行业深度报告	餐饮行业：疫情强化马太效应，“标签化”品牌更具复苏优势	2020-08-11
公司深度报告	同道猎聘（6100.HK）：从在线招聘到人服平台，成长边界不断扩张	2021-01-28
公司深度报告	御家汇（300740）：业务拓展与品牌运营双轮驱动，互联网美妆龙头再起航	2021-01-27
公司深度报告	华住集团-S（1179.HK）：三位一体前瞻布局，引领“中国住宿”新未来	2020-12-03
公司深度报告	科锐国际（300662）：灵活用工增量提效，持续科技投入赋能业务发展	2020-08-26
公司深度报告	中公教育（002607）：垂直一体化发展，打造职教全品类平台	2019-11-21

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。2020年度Wind金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究金榜“最佳选股分析师”。

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。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，主要负责免税、百货、超市、化妆品等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，主要负责旅游酒店、教育培训等研究方向。

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526