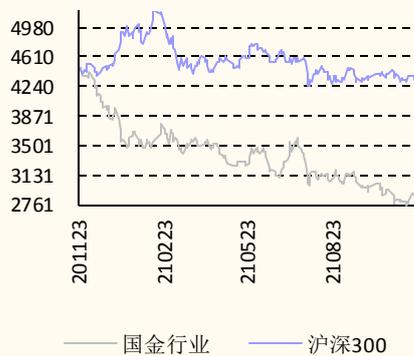


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金电商指数	2847
沪深300指数	4890
上证指数	3560
深证成指	14752
中小板综指	14137



## 相关报告

- 1.《社零稳重有升，大促重点布局品类高景气-10月社零点评》，2021.11.16
- 2.《消费竞技场品牌力为主导-双十一深度》，2021.11.7
- 3.《IDFA 新规影响显现，行业政策落地进行时-消费流量周报》，2021.10.31
- 4.《天猫直播电商火热，京东服务升级加码-双十一预售首日看点》，2021.10.22
- 5.《双节刺激增速回升，通讯器材需求高涨-9月社零点评》，2021.10.19

刘道明 分析师 SAC执业编号: S1130520020004  
liudaoming@gjzq.com.cn

廖馨瑶 联系人  
liaoxinyao@gjzq.com.cn

## 黑五需求端向好，RCEP 生效利好跨境贸易

## 行业观点

## 一、感恩节大促：需求端表现优于去年，运价压力仍有影响

- **需求端：海外出行强度恢复有望拉动需求回升。**2020 年感恩节大促的增速提升，但表现逊于疫情期间电子商务整体增速，主要由 Prime Day 时间后移至十月，与感恩节大促时间接近，以及运价上涨、运力短缺等负面因素影响。今年趋势看需求端表现优于去年，欧美主要国家出行强度较去年同期均有提升。按区域来看，美英优于法意。新冠新增病例的控制情况美英好于法意，出行情况的恢复呈同样趋势。随着出行恢复有望拉动消费需求回升。活动折扣来看，Adobe 预计今年黑五大促季的整体折扣低于往年。由于库存紧张和通胀飙升，电子产品、体育用品和家用电器的优惠折扣都低于去年。
- **流量分布：移动端 PC 端各占半壁江山，PC 端转化率和客单价表现更优。**移动端的销售额占比提升，从 2019 年 45%到 2020 年提升至 46.5%。PC 端平均转化率为 5.8%，约为移动端两倍。PC 端的平均订单价值为 122 美元，比移动设备高出 20%。
- **品类热度：扫地机大促虹吸影响大，石头热度提升明显，添可、科沃斯热度与去年同期基本持平。**移动电源受大促虹吸影响相对较弱，安克创新搜索热度基本与去年同期持平。
- **运输仓储：压力仍在，亚马逊仓储物流费用预计明年上调。**黑五截止入仓时间集中在 11 月中上旬。旺季由于销量增加、仓库饱满、卡关、物流延误等因素影响，商家通常会提前到十月左右备货。2021 年 11 月中国出口集装箱运价综合指数同比去年涨幅达 196%，其中欧洲航线和地中海航线运费涨幅超 300%，美东和美西航线运价上涨约 100%，高运价压力仍在。亚马逊履约费用预计明显上调，平均增长 5.2%。物流配送费用变更后，仍比卖家自配送订单的费用平均低 30%。

## 二、RCEP：将于明年初生效，建设全球最大自贸区

- **RCEP 协定将于 2022 年 1 月 1 日正式生效。**覆盖东盟十国与中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰，涵盖了拥有 22 亿人口（占全球将近 30%）的市场、26.2 万亿美元 GDP（占全球约 30%）和近 28%的全球贸易。目前各方在抓紧推进协定的核准生效工作。2020 年，中国对东盟出口总额达到 3,837 亿美元，相比 2012 年开始启动协议时的金额提升了将近一倍。2021 年上半年，中国与 RCEP 各国的双边贸易金额同比高增。

## 风险提示

- 终端需求疲软，消费复苏不及预期；宏观经济不景气；行业竞争加剧；运营风险等。

## 内容目录

一、感恩节大促：需求端表现优于去年，运价压力仍有影响	4
1.1 需求端：海外出行强度恢复有望拉动需求回升	4
1.2 流量分布：移动端占比提升，PC转化和客单表现更优	7
1.3 品类热度：扫地机大促虹吸影响大，石头热度提升明显	8
1.4 运输仓储：压力仍在，亚马逊仓储物流费用预计明年上调	10
二、RCEP：将于明年初生效，建设全球最大自贸区	12
三、风险提示	15

## 图表目录

图表 1：感恩节大促销售额及增速	4
图表 2：全球电商市场规模及增速	4
图表 3：感恩节大促活动时间	4
图表 4：2021 年黑五大促招商规则	4
图表 5：感恩节大促单日销售额占比	5
图表 6：感恩节大促折扣力度	5
图表 7：欧美主要国家疫情新增确诊趋势_美国	5
图表 8：欧美主要国家疫情新增确诊趋势_英国	5
图表 9：欧美主要国家疫情新增确诊趋势_法国	5
图表 10：欧美主要国家疫情新增确诊趋势_意大利	5
图表 11：欧美主要国家出行强度_美国	6
图表 12：欧美主要国家出行强度_英国	6
图表 13：欧美主要国家出行强度_法国	6
图表 14：欧美主要国家出行强度_意大利	6
图表 15：感恩节大促流量来源	7
图表 16：美国头部实体商家黑五线上收入占比	7
图表 17：感恩节大促移动端和 PC 端对比_客单价	7
图表 18：感恩节大促移动端和 PC 端对比_转化率	7
图表 19：谷歌全球搜索热度_扫地机器人及主要品牌	8
图表 20：谷歌全球搜索热度_充电宝及主要品牌	8
图表 21：谷歌全球搜索热度_添可	9
图表 22：亚马逊扫地机器人市场份额	9
图表 23：亚马逊扫地机器人 ASP	9
图表 24：亚马逊充电宝市场份额	9
图表 25：亚马逊充电宝 ASP	9
图表 26：亚马逊黑五入仓截止时间	10
图表 27：亚马逊 FBA 月度仓储费	10

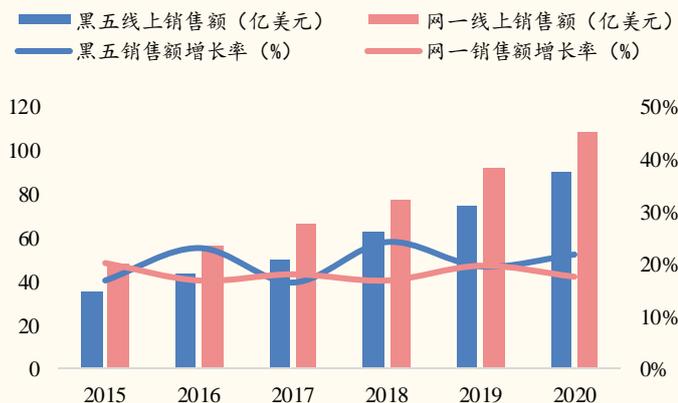
图表 28: 国际及港澳台快递业务量及增速.....	10
图表 29: 国际及港澳台快递业务收入及增速.....	10
图表 30: 国际及港澳台快递业务平均单价及增速.....	11
图表 31: 中国出口集装箱运价指数 CCFI.....	11
图表 32: 航空货运价格指数.....	11
图表 33: 航空运价指数当月同比.....	11
图表 34: RCEP 历史谈判进程.....	12
图表 35: 2010-2020 中国对东盟年出口总额 (亿美元) 及在中国出口总额的占 比.....	13
图表 36: 2010-2020 中国对东盟年进口总额 (亿美元) 及在中国进口总额的占 比.....	13
图表 37: 中国与 RCEP 成员国双边贸易金额及同比增速.....	14
图表 38: 中国与 RCEP 成员国进出口贸易.....	14
图表 39: 中国与 RCEP 成员国双向投资情况.....	14

## 一、感恩节大促：需求端表现优于去年，运价压力仍有影响

### 1.1 需求端：海外出行强度恢复有望拉动需求回升

- 往年表现：2020年感恩节大促增速提升，但表现逊于疫情期间电子商务增速。据 salesforce 统计，2020年感恩节大促中，美国在线销售额增长20%，达到68亿美元，全球增长27%，超300亿美元。其中网络星期一单日销售额108亿美元，占比最高，约为31.5%，黑五其次，销售额90亿美元，占比约26.3%。2020年感恩节大促销售额的增速再创新高，但整体表现逊于疫情期间电子商务增速。据欧睿数据，2020年全球电商市场规模增速约为28.5%。主要由 Prime Day 时间后移至十月，与感恩节大促时间接近，以及运价上涨、运力短缺等负面因素影响。

图表 1：感恩节大促销额及增速



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 2：全球电商市场规模及增速



来源：欧睿，国金证券研究所

- 今年趋势：需求端表现优于去年，高运价压力仍在。2021年，早鸟优惠（Early Deals）从11月8日开始，黑五活动将于11月26日开启。自10月中旬以来，包括 Target、亚马逊等零售商已开始通过早期促销来吸引消费者。从商家侧，亚马逊商家申报时间比去年的8月17日提前了两周。从需求侧，欧美主要国家出行强度表现均优于去年同期，按区域来看，美英优于法意。新冠新增病例控制情况美英好于法意，出行情况的恢复呈同样趋势。随着出行的恢复，预计消费需求端表现优于去年。活动折扣来看，Adobe 预计今年黑五大促季的整体折扣低于往年。由于库存紧张和通胀飙升，电子产品、体育用品和家用电器的优惠折扣预计低于去年。

图表 3：感恩节大促活动时间

	感恩节	黑五活动时间	网一活动时间
2021	11月25日	11月26日	11月29日
2020	11月26日	11月27日	11月30日
2019	11月28日	11月29日	12月2日
2018	11月22日	11月23日	11月26日

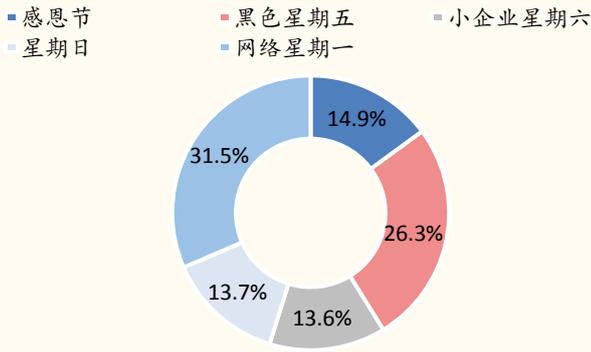
来源：1010data，国金证券研究所

图表 4：2021年黑五大促招商规则

促销方式	持续时间	费用	适用产品类型	适用站点
镇店之宝	24小时 (欧洲旺季48小时)	免费		
秒杀	6-12小时 (墨西哥4-12小时)	美国：平日\$300，旺季翻倍或更高	单个ASIN编码或父子变体；非受限商品如烟酒、医疗器械、药物等	美国 加拿大 墨西哥 欧洲 日本
		加拿大：平日20加元，旺季40加元		
墨西哥：免费				
七天促销	7天	美国：平日\$150，旺季翻倍或更高 加拿大：平日20加元，旺季40加元 墨西哥：免费		
优惠券	任意，最长90天	收费	各类商品 (受限商品除外)	美国 欧洲 日本
prime专享折扣	一个月	免费		

来源：Jungle Scout，国金证券研究所

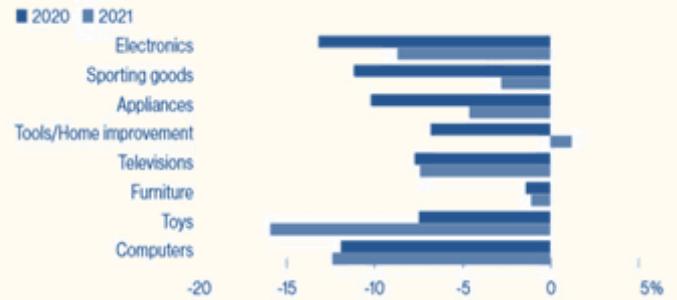
图表 5: 感恩节大促单日销售额占比



数据时间: 2020 年

来源: Jungle Scout, 国金证券研究所

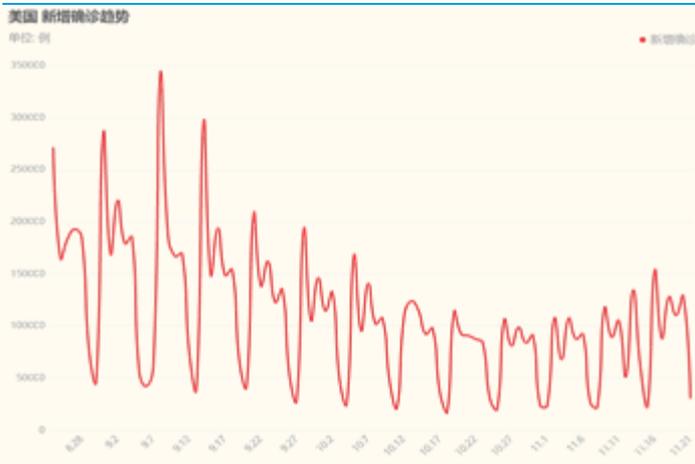
图表 6: 感恩节大促折扣力度



\*数据时间: 2020 年及 2021 年的 10 月 1 日至 11 月 6 日期间

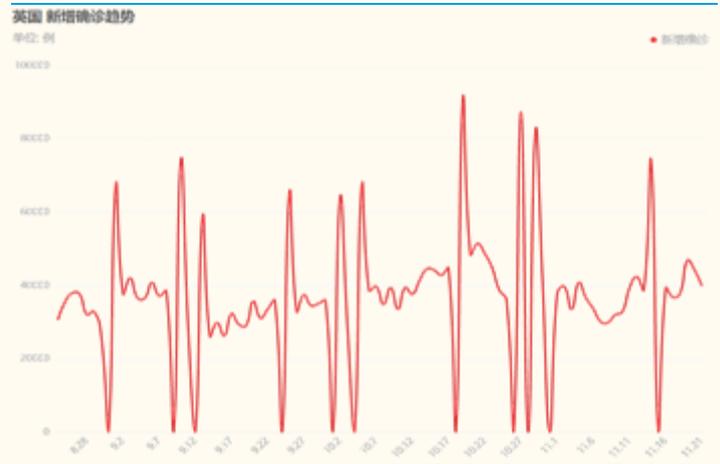
来源: Adobe, 国金证券研究所

图表 7: 欧美主要国家疫情新增确诊趋势\_美国



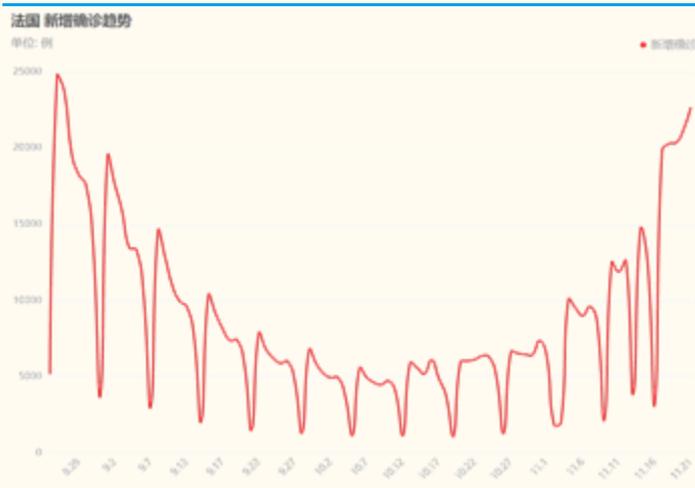
来源: 国金证券研究所

图表 8: 欧美主要国家疫情新增确诊趋势\_英国



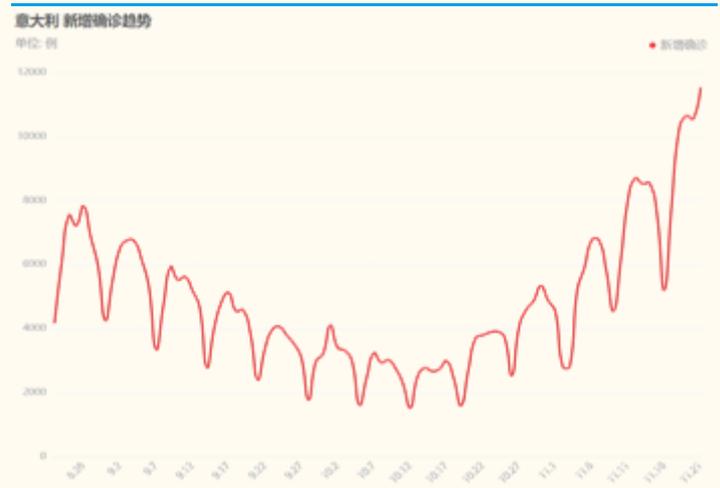
来源: 国金证券研究所

图表 9: 欧美主要国家疫情新增确诊趋势\_法国



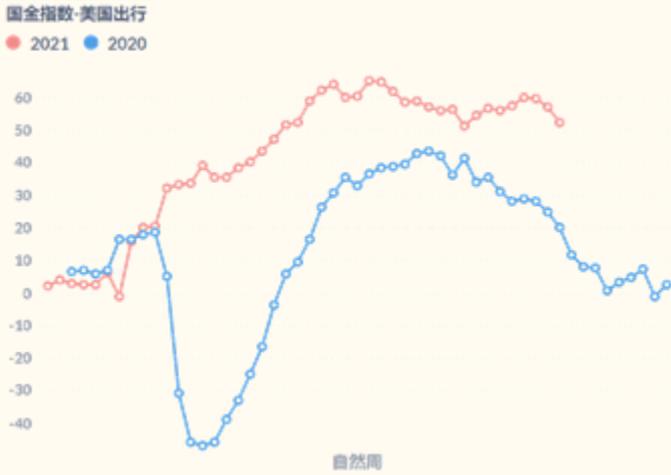
来源: 国金证券研究所

图表 10: 欧美主要国家疫情新增确诊趋势\_意大利



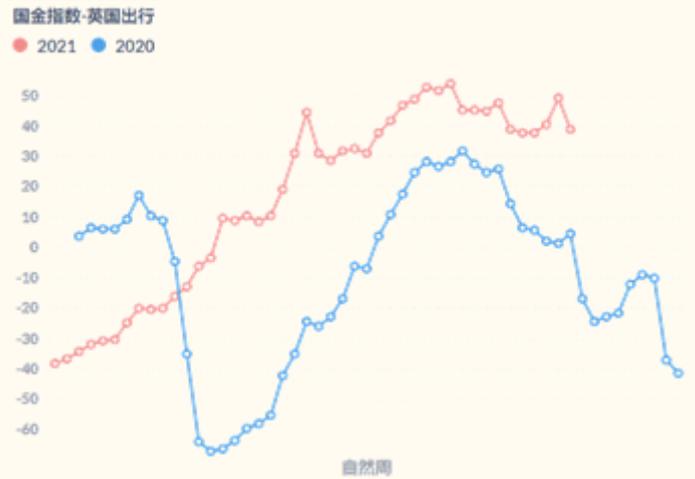
来源: 国金证券研究所

图表 11: 欧美主要国家出行强度\_美国



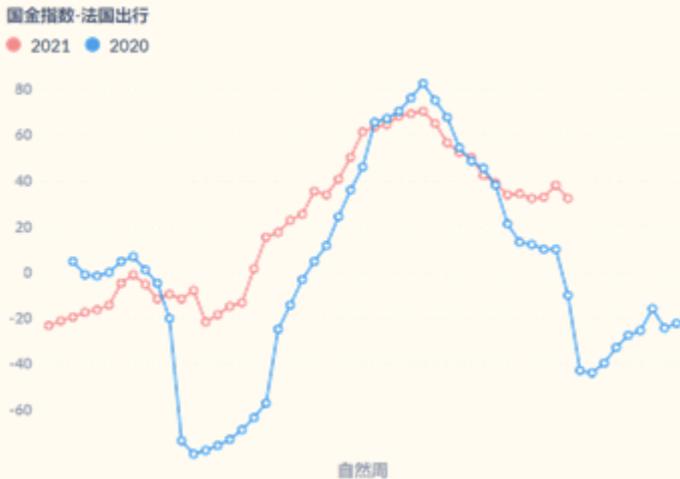
来源: 国金证券研究所

图表 12: 欧美主要国家出行强度\_英国



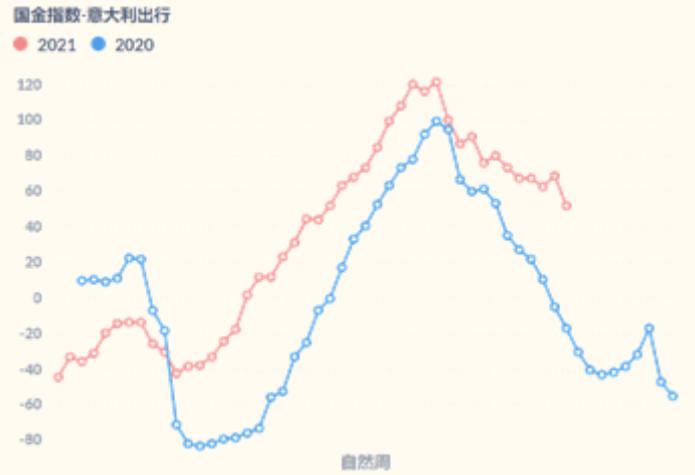
来源: 国金证券研究所

图表 13: 欧美主要国家出行强度\_法国



来源: 国金证券研究所

图表 14: 欧美主要国家出行强度\_意大利

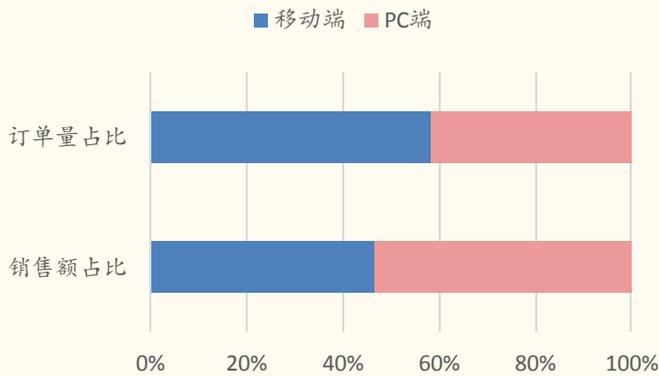


来源: 国金证券研究所

## 1.2 流量分布：移动端占比提升，PC转化和客单表现更优

- 流量分布：移动端 PC 端各占据半壁江山，PC 端转化率和客单价表现更优。据 Adobe 统计，2020 年感恩节当天，来自移动端的销售额占比提升，达 46.5%，2019 年感恩节移动端销售额占比约为 45%。订单量来看，移动端占比约为 58%。据 Salesforce 统计，PC 端转化率和客单价表现优于移动端。PC 端的平均转化率为 5.8%，约为移动端两倍。PC 端的平均订单价值为 122 美元，比移动端高出 20%。

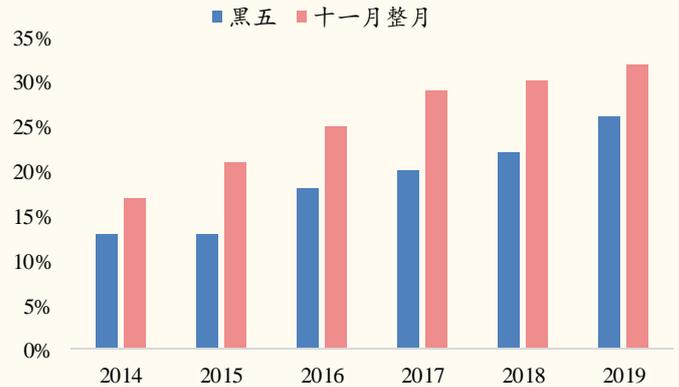
图表 15：感恩节大促流量来源



\*数据时间：2020 年

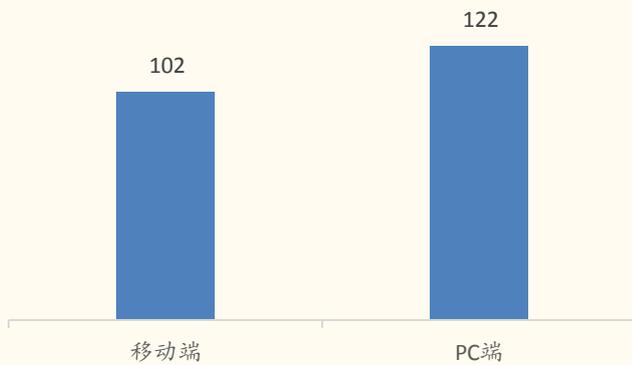
来源：Adobe, Salesforce, 国金证券研究所

图表 16：美国头部实体商家黑五线上收入占比



来源：1010data, 国金证券研究所

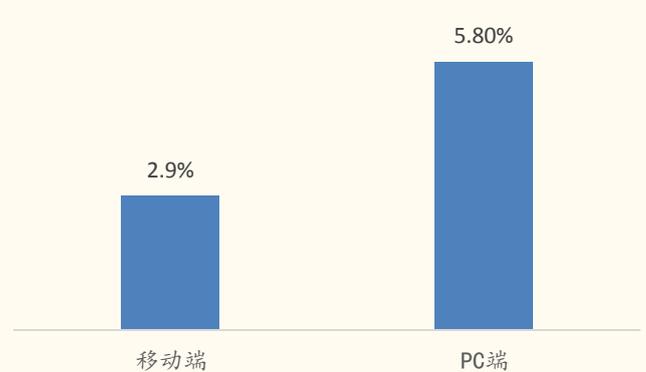
图表 17：感恩节大促移动端和 PC 端对比\_客单价



\*数据时间：2020 年

来源：Salesforce, 国金证券研究所

图表 18：感恩节大促移动端和 PC 端对比\_转化率



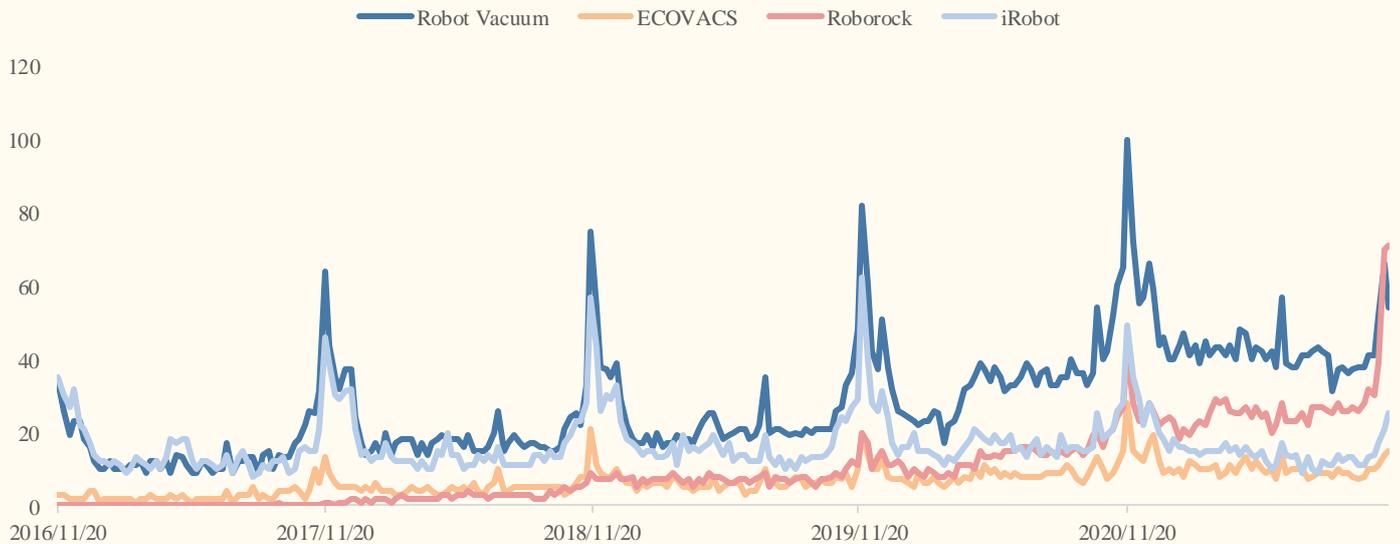
\*数据时间：2020 年

来源：Salesforce, 国金证券研究所

### 1.3 品类热度：扫地机大促虹吸影响大，石头热度提升明显

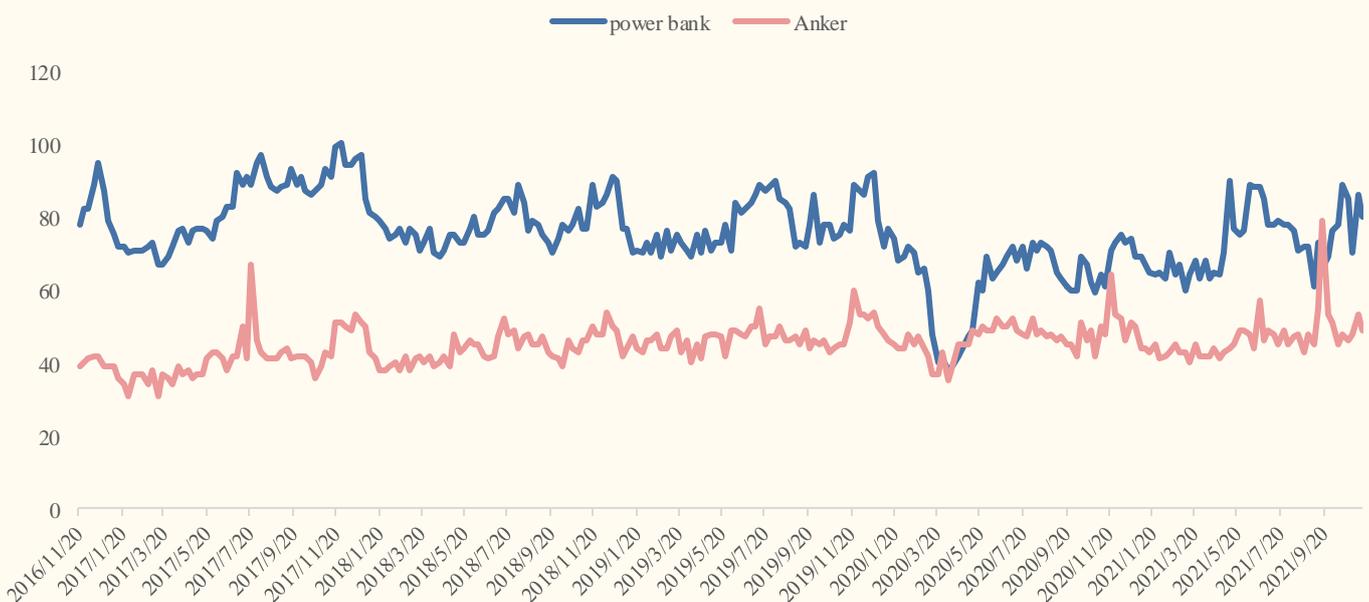
- **扫地机器人：石头科技搜索热度提升明显。**扫地机器人搜索热度呈现明显的周期性变化，从近 5 年主要品牌在黑五期间全球搜索热度来看，除 iRobot 近两年的表现有所下降之外，石头科技、科沃斯搜索热度均表现出逐年增加的态势，黑五前夕石头科技搜索热度拉升明显。2020 年黑五，添可的海外全渠道成交额超过 2.2 亿元，同比增长 256%，添可芙万系列在美国、德国、英国、日本亚马逊洗地机品类均排名第一，今年黑五前夕搜索热度基本与去年同期持平。
- **移动电源：移动电源受大促虹吸影响相对较弱，安克创新搜索热度基本与去年同期持平。**

图表 19：谷歌全球搜索热度\_扫地机器人及主要品牌



来源：Google，国金证券研究所

图表 20：谷歌全球搜索热度\_充电宝及主要品牌



来源：Google，国金证券研究所

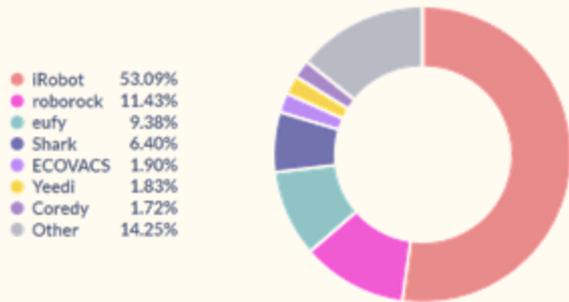
图表 21: 谷歌全球搜索热度\_添可



来源: Google, 国金证券研究所

图表 22: 亚马逊扫地机器人市场份额

亚马逊-扫地机器人

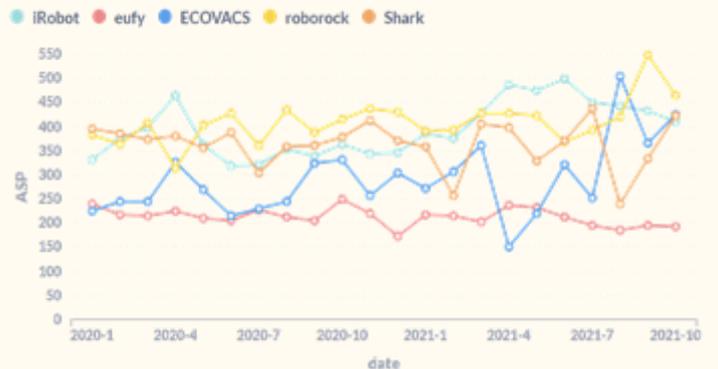


\*数据时间:2021 年

来源: 国金证券研究所

图表 23: 亚马逊扫地机器人 ASP

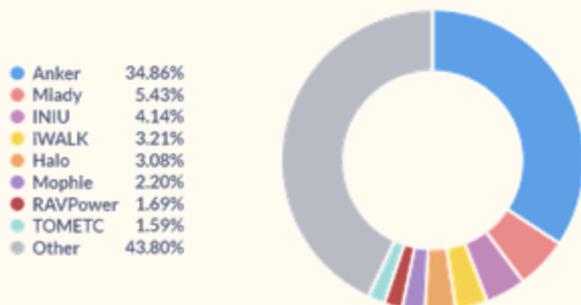
亚马逊-扫地机器人



来源: 国金证券研究所

图表 24: 亚马逊充电宝市场份额

亚马逊-充电宝

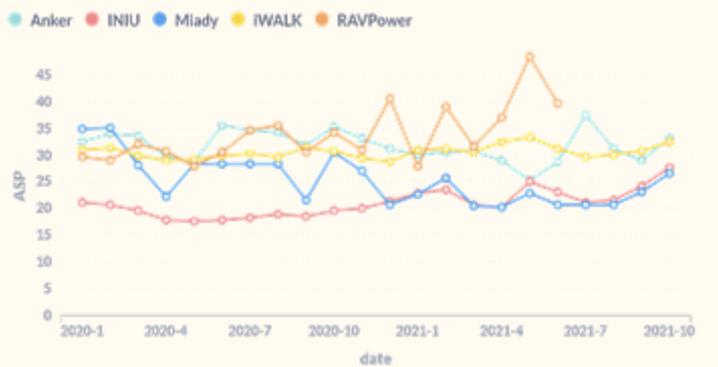


\*数据时间:2021 年

来源: 国金证券研究所

图表 25: 亚马逊充电宝 ASP

亚马逊-充电宝



来源: 国金证券研究所

### 1.4 运输仓储：压力仍在，亚马逊仓储物流费用预计明年上调

- **仓储：**亚马逊黑五截止入仓时间集中在 11 月中上旬，各地区略有差异。旺季由于销量增加、仓库饱满、卡关、物流延误等因素影响，商家通常会提前到十月左右备货。断货或者库存冗余对于亚马逊链接排名都会产生负面影响。亚马逊物流仓储费用预计明年均有上调，履约费用平均增长 5.2%。2022 年 1 月 18 日起，美国亚马逊预计上调物流配送费用，变更后的费用仍比卖家自配送订单的费用平均低 30%。2022 年 2 月起，美国亚马逊预计上调淡季月份的仓储费用。
- **运输：**2021 年 11 月中国出口集装箱运价综合指数同比去年涨幅达 196%，其中欧洲航线和地中海航线运价涨幅超 300%，美东和美西航线运价上涨约 100%。运价仍处于高位，高运价压力仍在。航空方面，航空运输价格涨幅小于海运，同比增长 30-70%。到北美运价约为 10 美元/kg，到欧洲运价约为 6 美元/kg。此外，由于上海将于 11 月 5-10 日举办进博会，暂停部分航班使得原计划由上海机场出港的货物积压，运输压力分散到周边城市或推动 11 月亚洲航线空运费用上涨。

图表 26：亚马逊黑五入仓截止时间

国家	入仓截止时间
美国	11月15日
英国	11月5日
日本	11月14日

来源：亚马逊，国金证券研究所

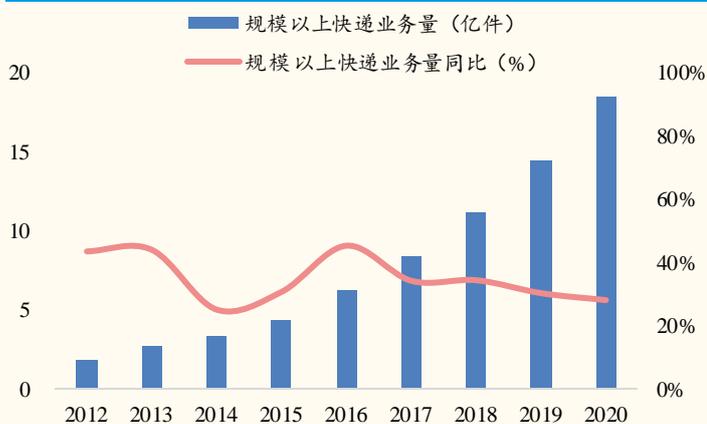
图表 27：亚马逊 FBA 月度仓储费

存储月份	标准尺寸 (美元/立方英尺)		大件商品 (美元/立方英尺)	
	1-9月	10-12月	1-9月	10-12月
2022年2月1日前	0.75	2.4	0.48	1.2
2022年2月1日起	0.83	2.4	0.53	1.2

\* 1-9 月为淡季，10-12 月为旺季

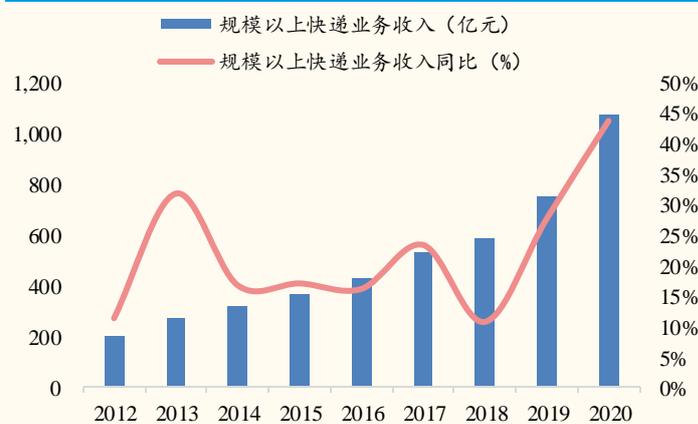
来源：亚马逊，国金证券研究所

图表 28：国际及港澳台快递业务量及增速



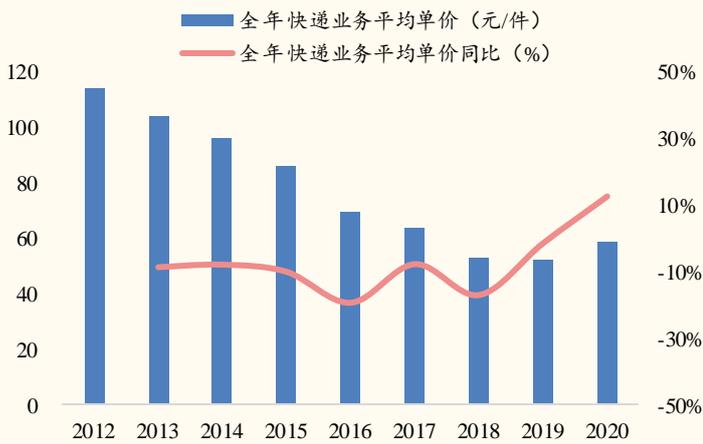
来源：国家邮政局，国金证券研究所

图表 29：国际及港澳台快递业务收入及增速



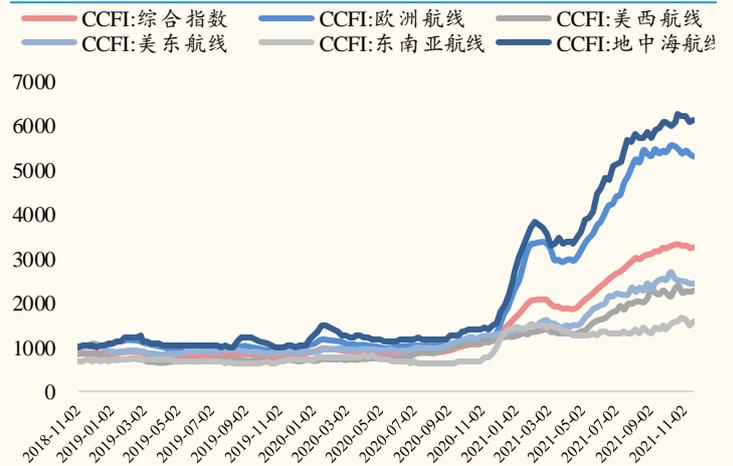
来源：国家邮政局，国金证券研究所

图表 30: 国际及港澳台快递业务平均单价及增速



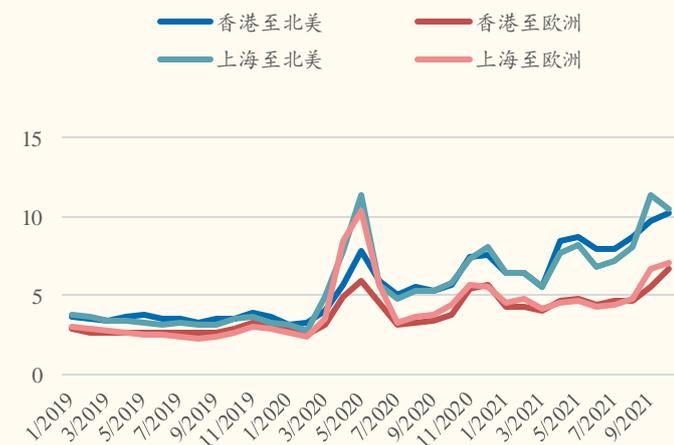
来源: 国家邮政局, 国金证券研究所

图表 31: 中国出口集装箱运价指数 CCFI



来源: 上海航运交易所, 国金证券研究所

图表 32: 航空货运价格指数



来源: TAC Freight, 国金证券研究所

图表 33: 航空运价指数当月同比



来源: TAC Freight, 国金证券研究所

## 二、RCEP：将于明年初生效，建设全球最大自贸区

- **RCEP 将于明年初生效，推动东亚经济一体化，建设全球最大自贸区。** 2012年11月20日，东盟十国与中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰的领导人共同发布《启动<区域全面经济伙伴关系协定>（RCEP）谈判的联合声明》，正式启动这一覆盖15个国家的自贸区建设进程。2019年11月结束谈判，2020年11月正式签署。将于2022年1月1日正式生效，目前各方在抓紧推进协定的核准生效工作。生效后将取消成员国之间91%的货物贸易的关税，规范投资标准、知识产权保护、电子商务等贸易活动，并促进自贸区内供应链的优化。
- RCEP 协定涵盖了拥有22亿人口（占全球将近30%）的市场、26.2万亿美元GDP（占全球约30%）和近28%的全球贸易（基于2019年数据）。

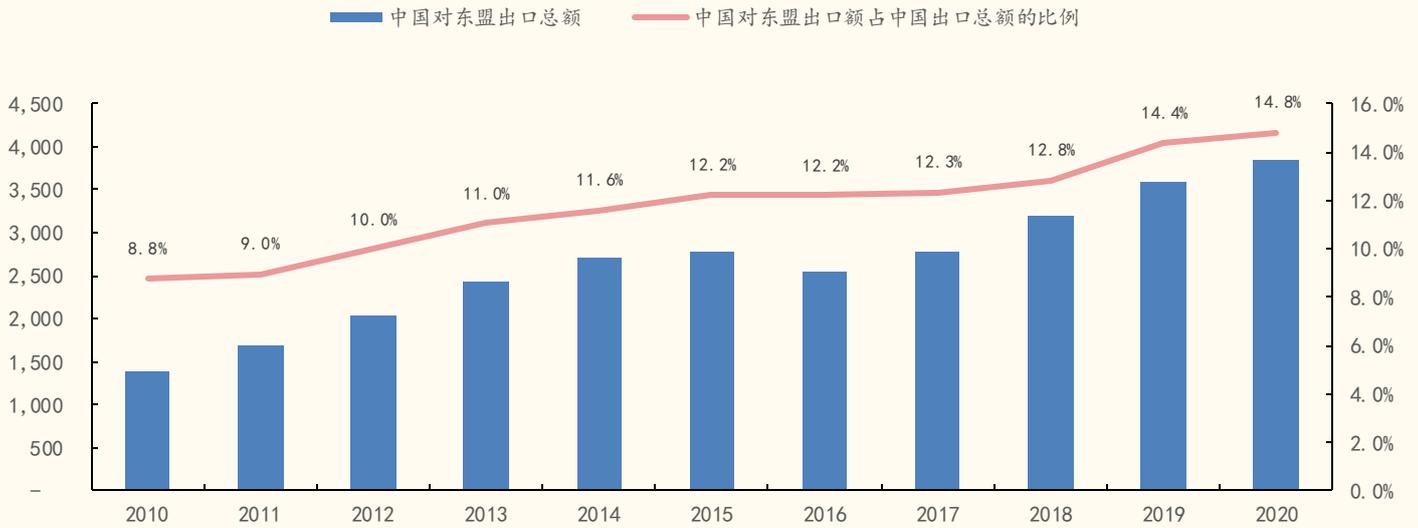
图表 34：RCEP 历史谈判进程

时间	事件
2012年11月20日	在柬埔寨金边举行的东亚领导人系列会议期间，东盟十国与中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰的领导人，共同发布《启动<区域全面经济伙伴关系协定>（RCEP）谈判的联合声明》，正式启动这一覆盖15个国家的自贸区建设进程。预期谈判将于2013年初开始，2015年底结束。
2013年5月9日	RCEP第1轮谈判在文莱举行，正式成立货物贸易、服务贸易和投资三个工作组，并就货物、服务和投资等议题展开磋商。
2014年1月20日	第3轮谈判在马来西亚吉隆坡举行，为实现2015年底前完成谈判的目标，16方继续围绕货物贸易（降税模式、原产地规则、海关程序与贸易便利化等）、服务贸易（章节结构、要素及市场准入等）和投资领域（市场准入模式、章节要素等）的技术性议题展开磋商，同时决定成立知识产权、竞争政策、经济技术合作和争端解决等四个工作组。
2016年2月14日	第11轮谈判在文莱斯里巴加湾举行，各方平行举行了首谈会议和货物贸易、服务贸易、投资、原产地规则4个分组会议，重点推进货物、服务、投资三大核心领域市场准入谈判，并推进文本磋商。
2016年10月11日	第15轮谈判在天津举行，与会各方在本轮成功结束经济技术合作章节的谈判。
2016年12月2日	第16轮谈判在印度尼西亚唐格朗举行，与会各方在本轮成功结束中小企业章节的谈判。
2017年10月30日	第20轮谈判在韩国仁川举行，各方讨论并形成了拟向领导人提交的联合评估报告草案。
2018年7月30日	第23轮谈判在泰国曼谷举行，完成了海关程序与贸易便利化、政府采购章节，在技术法规与合格评定程序、卫生与植物卫生措施等章节的谈判也取得重要进展。
2019年8月2日	该次部长级会议推动谈判取得了重要进展，在市场准入方面，超过三分之二的双边市场准入谈判已经结束，剩余谈判内容也在积极推进；在规则谈判方面，新完成金融服务、电信服务、专业服务3项内容，各方已就80%以上的协定文本达成一致，余下规则谈判也接近尾声。
2019年11月4日	第3次领导人会议中15个RCEP成员国已经 <b>结束全部20个章节的文本谈判</b> 以及实质上所有的市场准入问题的谈判，并启动法律文本审核工作，以便在2020年签署协定。
2020年11月15日	第4次领导人会议正式 <b>签署RCEP</b> ，全球最大自贸区顺势而生。
2021年4月15日	中国向东盟秘书长正式交存《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）核准书，标志着 <b>中国正式完成RCEP核准程序</b> 。
2021年11月2日	RCEP保管机构东盟秘书处发布通知，宣布文莱、柬埔寨、老挝、新加坡、泰国、越南等6个东盟成员国和中国、日本、新西兰、澳大利亚等4个非东盟成员国已向东盟秘书长正式提交核准书，达到协定生效门槛。
2022年1月1日	RCEP将于2022年1月1日对文莱、柬埔寨、老挝、新加坡、泰国、越南等6个东盟成员国和中国、日本、新西兰、澳大利亚等4个非东盟成员国开始 <b>生效</b> 。

来源：商务部新闻办公室、中国自由贸易区服务网，国金证券研究所

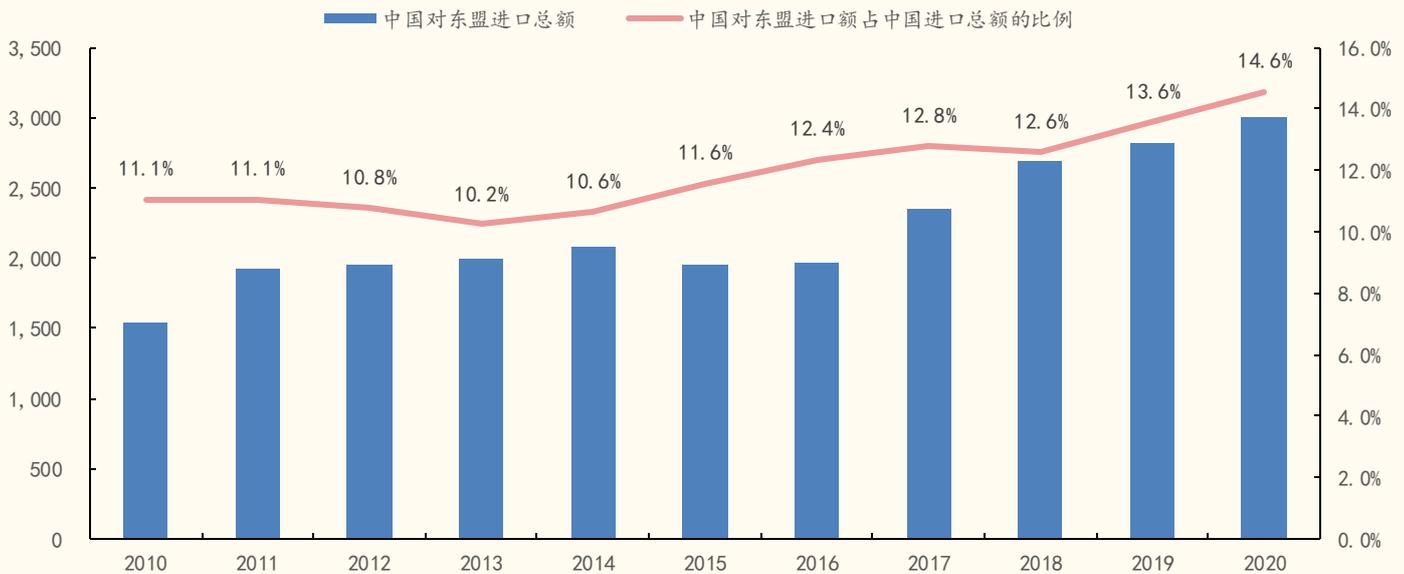
- **RCEP 生效有望推动东亚区域贸易总额进一步提升。**2016年起中国对东盟的出口总额也在逐年上升。截至2020年底，中国对东盟出口总额达到3,837亿美元，相比2012年开始启动协议时的金额提升了近一倍。同时，对东盟的出口额在中国出口总额中的占比也从2012年底的10%逐年提升至2020年底的14.8%。**2021年上半年，中国与RCEP各国的双边贸易金额同比高增。**中日双边贸易总额达到1812.9亿美元，中韩紧跟其后达到1688.7亿美元。其中，同比增幅最大的是中菲贸易，增长率达到53.5%。从进出口占比结构看，中国与各成员国的进出口平均占比将近1:1。

图表 35: 2010-2020 中国对东盟年出口总额 (亿美元) 及在中国出口总额的占比



来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表 36: 2010-2020 中国对东盟年进口总额 (亿美元) 及在中国进口总额的占比



来源: 海关总署, 国金证券研究所

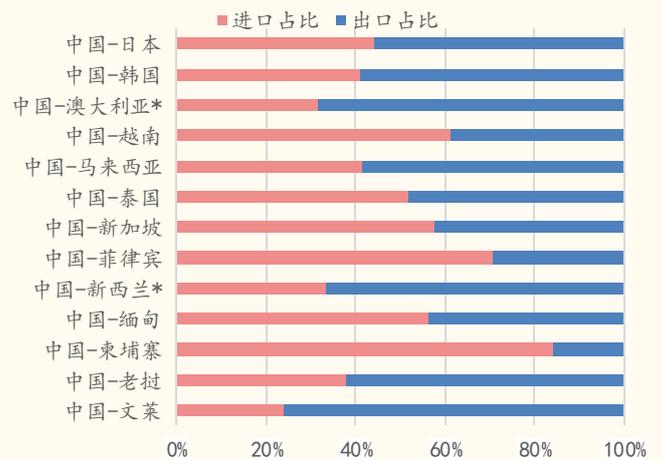
图表 37: 中国与 RCEP 成员国双边贸易金额及同比增速

	双边贸易总额/亿美元	同比增速/%
中国-日本	1812.9	23.7
中国-韩国	1688.7	28.5
中国-澳大利亚*	1683.2	-0.7
中国-越南	1121.6	41.3
中国-马来西亚	817.9	43.9
中国-泰国	625.9	38.2
中国-新加坡	443.5	9.4
中国-菲律宾	375.3	53.5
中国-新西兰*	181.2	-1.0
中国-缅甸	90.7	7.0
中国-柬埔寨	61.1	44.0
中国-老挝	23.0	48.1
中国-文莱	13.0	42.0

\*数据时间: 中国-新西兰和中国-澳大利亚数据口径为 2020 年全年, 其余数据为 2021 年 1-6 月。

来源: 商务部亚洲司, 中国自由贸易区服务网, 国金证券研究所

图表 38: 中国与 RCEP 成员国进出口贸易



\*数据时间: 中国-新西兰和中国-澳大利亚数据口径为 2020 年全年, 其余数据为 2021 年 1-6 月。

来源: 商务部亚洲司, 中国自由贸易区服务网, 国金证券研究所

图表 39: 中国与 RCEP 成员国双向投资情况

单位: 亿美元	中国对对方国非金融类直接投资总金额	对华投资实际外资金额	中国工程承包合同额	中国工程承包营业额
中国-韩国	0.9	20.20	0.9071	1.1
中国-日本	2.9	18.10		0.9
中国-文莱	0.0	0.05	0.2034	0.2
中国-老挝	4.7		7.6	11.2
中国-柬埔寨	2.8	0.18	13.8	12.4
中国-缅甸	0.7		6.3	3.7
中国-菲律宾	0.9	0.04	41.5	13.5
中国-新加坡	26.0	55.20	26.2	10.4
中国-泰国	3.6	0.32	17.3	14.1
中国-马来西亚	8.0	0.40	51.6	21.9
中国-越南	7.7	0.03	67.2	21.7
总额	58.1	94.5	232.6	111.1

来源: 商务部亚洲司, 中国自由贸易区服务网, 国金证券研究所

### 三、风险提示

- **终端需求疲软，消费复苏不及预期。**今年二季度以来，我国社会零售品增速整体呈下行趋势，未来数月或因去年同期基数相对较高以及社会零售需求疲软等因素持续下滑。
- **宏观经济不景气。**社会整体经济增速放缓将导致我国居民可支配收入增速放缓，进而对社会零售品需求产生负面影响。
- **行业竞争加剧。**电商用户红利接近尾声，各电商平台用户增长减缓，导致市场整体空间受限，进而加剧网络零售业内部竞争。
- **行业政策的不确定性。**当前互联网行业处于政策加强监管时期，行业政策的不确定性可能会对相关公司的业务开展产生一定影响。
- **数据统计结果与实际情况偏差风险。**报告结论基于我们的线上数据跟踪，数据的样本情况以及统计方式与实际情况有可能有所偏差。
- **运营风险。**包括海外电商平台员工罢工等因素造成业务无法正常运营；商户违规运营操作被平台下架等风险。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；  
中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；  
减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402