



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

拼多多逆势增长，收入净利均创历史新高

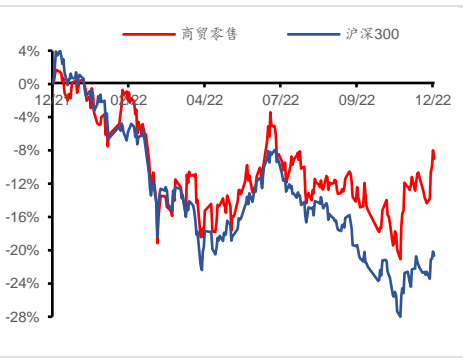
——行业周报（20221128-1202）

增持（维持）

行业： 商贸零售
日期： 2022年12月05日

分析师： 彭毅
Tel: 021-53686136
E-mail: pengyi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100001
联系人： 张洪乐
Tel: 021-53686159
E-mail: zhanghongle@shzq.com
SAC 编号: S0870121040018

最近一年行业指数与沪深 300 比较



相关报告：

《阿里巴巴利润增速转正，京东净利率持续修复》

——2022年11月28日

《电商渗透率创历史新高，社零总体缓慢复苏》

——2022年11月21日

《双十一总体表现平稳，京东超越行业增速》

——2022年11月14日

■ 周度核心观点：

电商：

1-10 月电商渗透率创历史新高，各电商平台最新业绩表现良好。11 月 28 日，拼多多公布 2022 财年 Q3 业绩，实现收入 355.04 亿元，同比增长 65%，净利润为 105.89 亿元，同比增长 546%，远超市场预期的同时，双双创下历史新高。1-10 月份，全国实物商品网上零售额同比增长 7.2%（前值 6.1%），增速明显快于社会消费品零售总额，对市场销售增长拉动超过 1.5 个百分点。电商渗透率为 26.2%，比 1-9 月份提高 0.5 个百分点，自 8 月份起占比连续上升，创历史新高。我们推算单 10 月实物线上增速为 22.1%（较 9 月增长 7.62pct），为今年以来最高增速。7 月召开的中央政治局会议延续今年以来的常态化监管思路，未来或将提振市场对行业发展的信心，同时促进行业规范健康有序发展、竞争格局趋于良性及多元化、各电商平台回归初心，聚焦主业。建议关注：阿里巴巴、京东集团、美团、拼多多。

传统零售：

社零总体恢复较慢，个股表现优于行业。10 月份本土疫情点多、面广、频发，居民外出购物、就餐活动减少，非生活必需品商品销售和餐饮等接触型消费受到一定影响。10 月社会消费品零售总额为 4.02 万亿元，同比下降 0.5%；1-10 月份，社会消费品零售总额 36 万亿元，同比增长 0.6%，增速比 1-9 月份回落 0.1 个百分点。线下零售恢复速度较慢，我们推算 1-10 月（社零总额-实物网上商品零售额）累计同比降低 2.7%；推算单 10 月同比下降 7.8%（较 9 月下降 6.6pct）。细分业态来看，1-10 月份，限额以上实体店商品零售额同比增长 2%，自 7 月份以来连续保持增长态势。其中，限额以上零售业单位中的超市/便利店/专业店/专卖店零售额同比分别增长 3.7%/4.6%/4.6%/0.7%。具体来看企业前三季度营收增长，永辉超市/家家悦/红旗连锁分别增长 1.53%/5.76%/8.18%，表现优于大盘。线下传统零售行业短期受益于客流量逐渐恢复与 CPI 上行带来的超市同店边际改善；中长期来看，行业竞争格局优化叠加龙头公司规模效应与供应链壁垒是未来平稳发展的主逻辑。建议关注：永辉超市、家家悦、红旗连锁。

黄金珠宝：

黄金珠宝 10 月表现较弱，关注 Q4 旺季的复苏机会。10 月金银珠宝类社零总额为 246 亿元，同比下降 2.7%，1-10 月份，**金银珠宝类社零**总额为 2508 亿元，**同比增长 1.7%**，在可选消费板块中表现显韧性。**具体来看企业前三季度营收增长**，周大生/老凤祥分别**增长 38%/7.54%**，表现优于行业；迪阿股份**下跌 10.79%**，短期经营相对承压。黄金珠宝板块短期受益于终端需求补释放、加盟商的补货需求、金价上行预期等；中长期来看，需求结构性变化促进行业渗透率提升，供给侧黄金工艺提升与黄金的投资避险属性刺激终端消费，黄金一口价改克重促进定价机制透明化；外部环境催化中小品牌出清，行业加速洗牌，叠加头部品牌加速下沉扩张，行业集中度有望继续提升。建议关注：周大生、老凤祥、迪阿股份。

■ 上周行情回顾：

上周（2022.11.28-2022.12.02），商贸零售（中信）指数上涨 6.42%，涨幅大于沪深 300 指数 3.90pct，商贸零售板块在 30 个中信一级行业中排名第 3 位，商贸零售商板块涨幅排名靠前的子行业分别是其他连锁、百货和电商及服务。商贸零售行业 PE 分位数小于沪深 300，当前商贸零售行业 PE(TTM)为-42.34，处于 2012 年以来从小到大的分位数为 0.41%；沪深 300PE(TTM)为 11.30，分位数为 27.30%。

■ 行业动态跟踪：

电商：世界杯吉祥物拉伊卜周边在抖音电商销量增长 20 倍；抖音潜力中小商家双 11 大盘支付 GMV 增长 14.24%；Lazada 前总裁尔丁加入 SHEIN，曾担任天猫服饰总经理；阿里巴巴在西班牙上线跨境电商新平台 Miravia；京东国际黑五购物季：近 800 个品牌成交额同比增长超 100%；2022 快手短视频运营白皮书：Q2 对比 Q1GMV 总值增长率达 12%。

传统零售：京东七鲜战略收缩仅保留京津冀、大湾区；高鑫零售 CEO 林小海表示线下仍是大润发走向未来的关键；美宜佳全国门店突破 30000 家；天虹超市国内外第 100 家生鲜直采基地落成。

■ 投资建议：

维持商贸零售行业“增持”评级。

投资主线一：建议关注监管风险小，以零售为王重履约效率，以供应链优势高筑护城河的**京东集团**；国内电商基本盘稳健，全球化战略持续推进的**阿里巴巴**；本地生活龙头地位稳固，新零售业务打开第三增长曲线的**美团**；盈利持续改善，重农长线发展，积极布局出海的**拼多多**。

投资主线二：建议关注短期基本面边际改善的超市龙头，具有生

鲜供应链壁垒与规模经济优势的永辉超市；加速省外突破进行全国化布局的家家悦；践行密度经济的区域便利店龙头红旗连锁。

投资主线三：建议关注疫后复苏弹性较大的黄金珠宝龙头，全渠道布局，具有品牌竞争壁垒的周大生；百年黄金品牌且经营稳健的老凤祥；践行忠贞品牌理念，具有品牌区隔度的新晋钻石婚戒龙头迪阿股份。

■ **风险提示：**

经济复苏不及预期；疫情反复；政策趋严；行业竞争加剧；门店扩张不及预期；新业态转型不及预期

目 录

1 上周行情回顾	5
1.1 市场行情.....	5
1.2 板块估值.....	7
2 行业动态跟踪及大事提醒	7
2.1 行业要闻回顾.....	7
2.2 行业资本动态.....	10
2.3 上市公司动态跟踪.....	11
2.4 本周大事提醒.....	11
3 风险提示	12

图

图 1 上周主要指数涨跌幅.....	5
图 2 今年以来主要指数涨跌幅.....	5
图 3 上周中信一级行业指数区间涨跌幅对比.....	5
图 4 上周零售子版块涨跌幅.....	6
图 5 今年以来零售子版块涨跌幅.....	6
图 6 商贸零售行业和沪深 300PE(TTM)走势.....	7

表

表 1 上周零售行业涨幅前五名个股.....	6
表 2 上周零售行业跌幅前五名个股.....	6
表 3 上周商贸零售上市公司重点公告.....	11
表 4 本周大事提醒.....	11

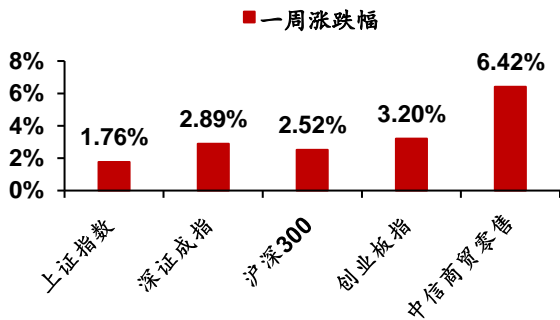
1 上周行情回顾

1.1 市场行情

上周（2022.11.28-2022.12.02），商贸零售（中信）指数上涨 6.42%，涨幅大于沪深 300 指数 3.90pct。年初至今，商贸零售板块下跌 6.14%，跌幅小于沪深 300 指数 15.51pct。

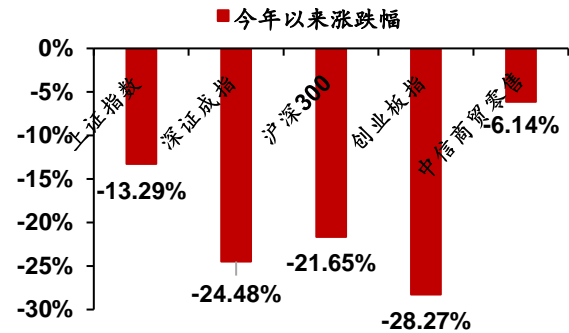
上周，商贸零售板块在 30 个中信一级行业中排名第 3 位，其中 29 个行业上涨，消费者服务（+10.76%）、食品饮料（+7.79%）、商贸零售（+6.42%）领涨。

图 1 上周主要指数涨跌幅



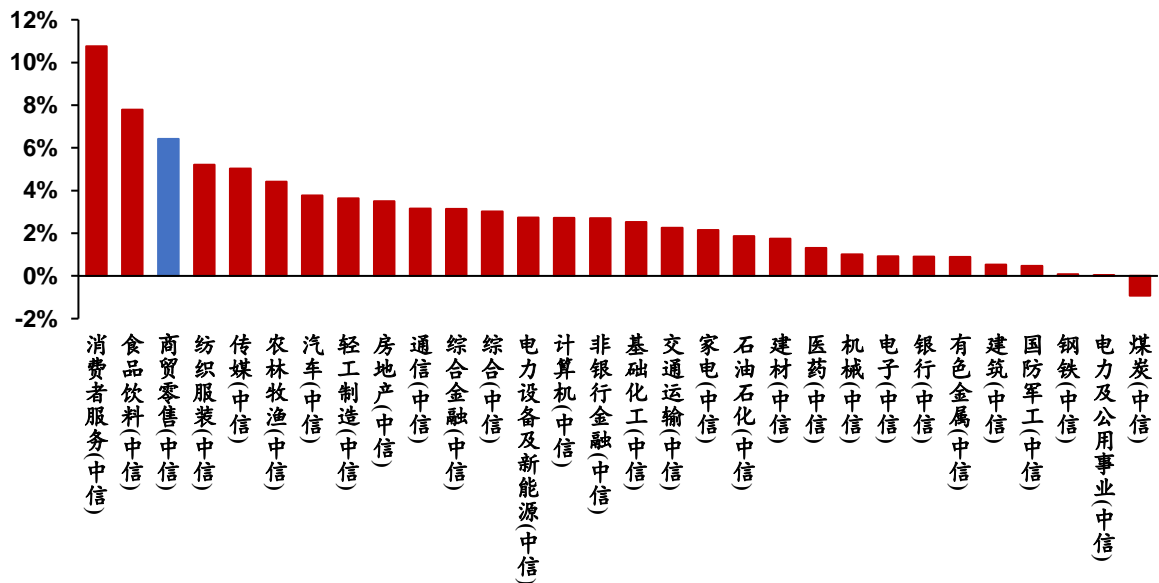
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 2 今年以来主要指数涨跌幅



资料来源：Wind，上海证券研究所

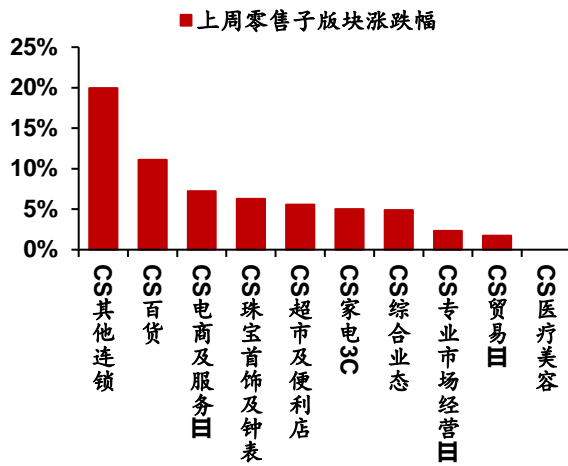
图 3 上周中信一级行业指数区间涨跌幅对比



资料来源：Wind，上海证券研究所

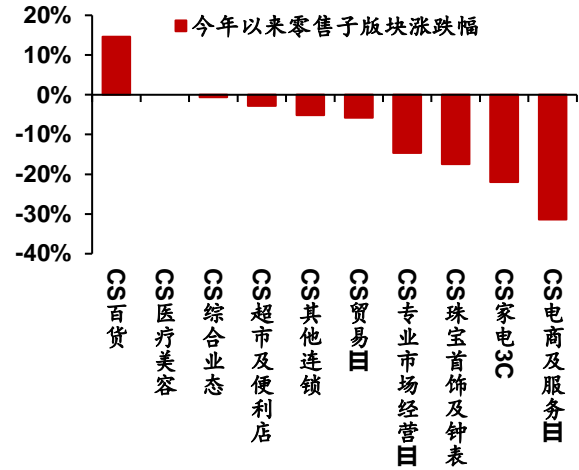
商贸零售商板块子行业表现：本周涨幅排名靠前的子行业分别是其他连锁、百货和电商及服务，涨幅分别为 19.93%、11.08% 和 7.21%。今年以来，仅百货上涨，涨幅为 14.65%，其余子行业均下跌。

图 4 上周零售子板块涨跌幅



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 5 今年以来零售子板块涨跌幅



资料来源：Wind，上海证券研究所

商贸零售行业重点公司市场表现：上周，商贸零售行业的主要 116 家上市公司中，104 家公司上涨，8 家公司下跌。商贸零售个股方面，上周涨幅较大的个股为：徐家汇 (+41.95%)、*ST 金洲 (+28.26%)、华致酒行 (+24.29%)；跌幅较大的个股为：中成股份 (-14.86%)、ST 时万 (-2.16%)、物贸 B 股 (-0.81%)。

表 1 上周零售行业涨幅前五名个股

涨幅 TOP5	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)	最新市值 (亿元)
1	002561.SZ	徐家汇	42.0	48
2	000587.SZ	*ST 金洲	28.3	25
3	300755.SZ	华致酒行	24.3	128
4	002187.SZ	广百股份	23.2	62
5	002024.SZ	苏宁易购	15.9	237

资料来源：Wind，上海证券研究所

表 2 上周零售行业跌幅前五名个股

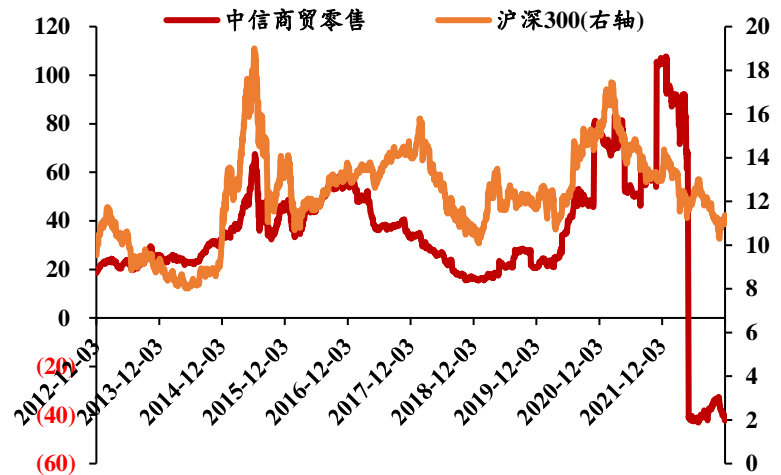
跌幅 TOP5	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 (%)	最新市值 (亿元)
1	000151.SZ	中成股份	-14.9	46
2	600241.SH	ST 时万	-2.2	27
3	900927.SH	物贸 B 股	-0.8	5
4	603031.SH	安德利	-0.8	56
5	002102.SZ	ST 冠福	-0.6	82

资料来源：Wind，上海证券研究所

1.2 板块估值

商贸零售行业 PE 分位数小于沪深 300，当前商贸零售行业 PE(TTM)为-42.34，处于 2012 年以来从小到大的分位数为 0.41%；沪深 300PE(TTM)为 11.30，分位数为 27.30%。

图 6 商贸零售行业和沪深 300PE(TTM)走势



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2 行业动态跟踪及大事提醒

2.1 行业要闻回顾

1、电商行业动态跟踪

【世界杯吉祥物拉伊卜周边在抖音电商销量增长 20 倍】 抖音集团是 2022 年卡塔尔世界杯持权转播商、中央广播电视总台直播战略合作伙伴。在 11 月 20 日世界杯开幕当晚，抖音直播中，卡塔尔世界杯吉祥物拉伊卜在开幕式亮相，吸引了众多网友关注。据统计，11 月 17 日至 23 日，抖音电商里的卡塔尔世界杯吉祥物拉伊卜周边商品销量近 7 万件，环比增速超 2000%，诸如拉伊卜与足球合影的 3D 手办等商品受到了很多消费者喜爱。此外，抖音电商里的球衣销售量同比增长 513%，加油道具小喇叭和桌上足球机的销量同比分别增长 298%和 197%。(2022-11-28, 亿邦动力)

【抖音潜力中小商家双 11 大盘支付 GMV 增长 14.24%】 双 11 当天销售额创活动期间单日新高，商城新客对比 921 增长 308%。货

架场景下，整体交易额趋好，破百万爆品涌现，商品卡、秒杀频道释放出交易拉动力，货架场景整体支付 GMV 增长 23.33%；抖音商城交易额破百万单品 14 个，订单量破万单品 12 个；泛商城商品卡支付 GMV 爆发系数 18.23%，秒杀频道累计下单量环比增长 206%。在中小商家具体交易场，大热爆品频出，部分商品仅话题曝光便超 3200 万；某商家在「货架场景」商品卡优化后商品曝光增长 200 多倍；「内容场」部分商家 GMV 对比 921 大促增长近 100 倍。美妆个护、亲子生活、食品健康、服饰鞋包、珠宝、消费电子等多品类中小商家迎来生意增长窗口。（2022-11-29，亿邦动力）

【Lazada 前总裁加入 SHEIN，曾担任天猫服饰总经理】SHEIN 日前在领英上表示，刘秀云将加入该快时尚公司，担任其全球品牌运营副总裁，并将负责“全球品牌合作”。据了解，刘秀云于 2020 年 2 月加入 Lazada 担任总裁，并于去年 6 月离职，理由是“花更多的时间陪伴家人”。在此之前，她曾在母公司阿里巴巴担任天猫服饰总经理、奢侈品事业群总裁，并在亚马逊工作了近 7 年。（2022-11-30，亿邦动力）

【阿里巴巴在西班牙上线跨境电商新平台 Miravia】据报道，阿里巴巴将在西班牙正式推出新出海平台 Miravia。该平台定位于西班牙的中高端电商市场，目前已在 iOS 版应用商店中上线，PC 端网站 miravia.es 也已对外开放。据悉，在阿里内部，Miravia 和速卖通、Lazada 是三个相互独立的业务，Miravia 主要服务于西班牙市场，Lazada 则专注东南亚，速卖通关注跨境电商。（2022-11-30，CCFA）

【BigCommerce 黑五战报：GMV 同比增长 31% 订单量同比增 25%】感恩节期间，BigCommerce 平台 GMV 与 2021 年同期相比增长了 23%，总订单量增长了 22%，平均订单价值 (AOV) 比去年增长了近 1%。而在黑色星期五，平台 GMV 与 2021 年相比增长了近 31%，这得益于总订单同比增长略高于 25% 和 AOV 同比增长 4.5%。据悉，BigCommerce 商家在 10 月份开始迎来假日季购物高峰，但消费者继续在美国感恩节周末的传统购物日寻找大笔折扣。“鉴于全球经济疲软，今年的假日销售高峰周比以往任何时候都更加重要。”BigCommerce 首席执行官 Brent Bellm 指出，“BigCommerce 商家的增长速度明显快于整体电子商务。”（2022-11-30，亿邦动力）

【京东国际黑五购物季：近 800 个品牌成交额同比增长超 100%】

在从 11 月 24 日晚 8 点至 11 月 27 日的京东国际“黑五购物季”上，京东国际销售数据显示，黑五期间近 800 个海外品牌成交额同比增长超过 100%，近 140 个跨境进口类目成交额同比增长超过 100%。京东国际“黑五购物季”期间，京东国际免税业务成交额同比增长 185%，官网同购成交额同比增长 100%，MYTHERESA 成交额环比增长超 2 倍。跨境母婴品类增长迅速，其中 a2 成交额同比增长 230%，纽康特成交额同比增长 239%。京东国际电脑整机品类成交额同比增长 594%。跨境时尚品类成交额同比增长 115%，奢侈品成交额同比增长 357%。（2022-11-30，亿邦动力）

【2022 快手短视频运营白皮书：Q2 对比 Q1GMV 总值增长率达 12%】

快手电商发布《2022 快手电商短视频运营白皮书》。白皮书数据显示，2022 年 4-6 月，快手电商短视频赛道迎来全面高速发展。随着平台商家对短视频渠道的认知提升，挂车短视频生产量不断上涨，拉动平台短视频 GMV 快速增长，Q2 对比 Q1 产生 GMV 总值增长率达 12%。从成交人群来看，快手电商短视频成交主要集中在从公域流量中持续拉入新买家。快手短视频白皮书详细介绍了视频流量分发逻辑，指出了短视频发布“四不要”的避坑点——不要太长、不要过度互动、不要福利诱导、不要抄袭搬运，还总结了常见短视频发布不合规原因，帮助商家获得正常流量曝光。此外，白皮书也列举了电商短视频需要关注的指标，给出其优化方向，为商家有针对性地提升短视频效果提供指导。（2022-12-02，亿邦动力）

2、传统零售动态跟踪

【高鑫零售 CEO 林小海：线下仍是大润发走向未来的关键】林小海表示，对于深耕线下 25 周年的大润发而言，线下仍是其走向未来的关键。大润发希望创造顾客到店的理由，成为线下的体验中心。过去两年，基于对消费者的洞察，大润发聚焦在有线下刚需的目标客户，并重新定义一站式购物的用户价值，针对目标用户的商品组合、商品体验、商品服务、商品内容与社交的新的用户价值。商品组合上，大润发将其聚焦为线上履约不方便的类目和有线下刚需的类目性质，并提出 SKU 优化，小分类的拓展和差异化。商品体验上，给到用户额外的体验。商品服务上，以前更多是会员服务，现在定义为商品的服务。商品的内容和社交上，大润发在小红书、抖音等各个社交平台深入运营商品内容，并对

门店进行内容运营，让顾客与大润发更加接近。（2022-11-29，联商网）

【京东七鲜战略收缩 仅保留京津冀、大湾区】 京东旗下生鲜超市七鲜正在进行战略收缩。目前七鲜仅保留京津冀、大湾区重点区域运营，长沙、西安等非核心区域已关停退出。据行业人士透露，收缩源于七鲜方面两点考量。一是多城市扩张背景下，难以就每个区域做出规模化优势，供应链、管理等方面支持难度较高。二是今年以来，七鲜更看重经营损益，计划确保整体损益改善。接下来，七鲜开店会集中在京津冀、大湾区两个区域，加密网络，以效益预期为标准，不设数量“上下限”开店。（2022-11-29，亿邦动力）

【美宜佳全国门店突破 30000 家】 在过去两年多的时间里，美宜佳每年开设了近 5000 家门店，平均每天都有超 12 家门店挂牌营业。“便利店隐形冠军”美宜佳用了 10 年时间将门店开到 1000 家，又用了 10 年时间开到 10000 家，而其从 10000 家门店到 30000 家的跨度仅用了 5 年时间，拓店速度翻了 4 倍不止。据悉，美宜佳的前身是在国内第一家连锁超市——美佳超市。自 1997 年成立以来，以东莞为中心，不断拓张发展。虽然成立较早，但其从 2016 年才正式提出“立足东莞、全国布局”的发展战略，2018 年才逐步进入长三角、西南等地。目前，美宜佳已形成了华南、华中、华东等多个地区 260 个城市的全国布局，素有“中国便利店之王”的称号。截止 2021 年 12 月 31 日，美宜佳以 26168 家门店位列第二，榜首是背靠中石化的易捷便利店，二者相差约 2000 家门店。（2022-11-30，联商网）

【天虹超市国内外第 100 家生鲜直采基地落成】 日前，天虹超市国内外第 100 家生鲜直采基地——甘肃茂雄雪山农场落成，基地位于北纬 38°黄金种植带。农场出品的“甘滋味”系列蔬菜，口感清甜，更加绿色。蔬菜采摘完后将被迅速移入恒温冷库，开启全程冷链的质检、包装、运输、分发模式。目前，在天虹超市中，这样“源头直采”而来的生鲜相当丰富，诸如水果、蔬菜、肉类、蛋类等居民高频、刚需的消费类商品，天虹超市 80%都已实现基地源头直采。（2022-12-02，CCFA）

2.2 行业资本动态

【中国跨境品牌管理公司 Able View Inc. 将于明年借壳上市】

中国跨境品牌管理公司「景通企业有限公司 Able View Inc.（以下简称 Able View）」宣布，与美国纳斯达克特殊目的收购公司（SPAC）Hainan Manaslu Acquisition Corp. 签订了业务合并协议，预计将于 2023 年上半年完成借壳上市，合并公司的股权估值预计约为 4 亿美元。据悉，Able View 2015 年成立于香港，是一家专注于美容及个护领域的跨境品牌管理公司。公司帮助全球品牌进入中国市场和成长，业务覆盖营销策略、数字及社媒营销、全渠道销售、客户服务、海外物流等全方位的服务解决方案。截至 2021 年 12 月 31 日，Able View 拥有 10 家合作品牌，包括 CLARINS 法国娇韵诗、CAUDALIE 欧缇丽和 Sesderma 赛斯黛玛等海外美容品牌。（2022-11-30，亿邦动力）

【小红岛完成数千万 A 轮融资由金鼎资本投资】

社区新零售企业小红岛近日完成数千万元 A 轮融资，金鼎资本投资。据了解，本轮融资将主要用于门店拓展、供应链及品牌建设、团队扩充等方面。此前，小红岛曾获银河系创投、天使湾创投、顺为资本、源码资本、国中创投、华映资本等机构的多轮投资。小红岛隶属于南京万众岛电子商务有限公司，该公司成立于 2019 年 9 月，法定代表人为顾以问。小红岛是一家社区新零售服务商，定位社区年轻家庭的消费需求，具有深厚的供应链资源及数字化能力，更进一步定位为服务于 18 到 22 岁的互联网+新零售便利超市。（2022-12-01，联商网）

2.3 上市公司动态跟踪

表 3 上周商贸零售上市公司重点公告

公告时间	代码	上市公司	公告内容
11.28	PDD.O	拼多多	2022 年三季度报告。 公司三季度营收 355 亿元，同比增长 65.1%，市场预期 309 亿元。三季度，在美国通用会计准则下，拼多多归母净利润同比增长 546% 至 105.9 亿元；研发费用同比增长 11.4% 至 27.0 亿元，创历史新高。拼多多财务副总裁刘珺表示，本季度账面利润临时增加，部分项目的投入有所延迟，不能完全反映公司的实际生产经营情况。

资料来源：各公司公告，上海证券研究所

2.4 本周大事提醒

表 4 本周大事提醒

2022/12/5 周一	2022/12/6 周二	2022/12/7 周三	2022/12/8 周四	2022/12/9 周五	2022/12/10 周六	2022/12/11 周日

		新华都 (002264.SZ) 股东大会	友好集团 (600778.SH) 国光连锁 (605188.SH) 股东大会			
--	--	----------------------------	--	--	--	--

资料来源：各公司公告，上海证券研究所

3 风险提示

- 1) **经济复苏不及预期：**宏观经济影响国内居民消费，若经济增速放缓，可能导致居民消费信心下降，消费需求受抑制，零售行业复苏承压。
- 2) **疫情反复风险：**国内疫情持续反复，国外发现新病毒，若疫情控制成效不及预期，可能会影响线下客流和销售业绩，也会影响企业门店扩张计划。
- 3) **政策趋严风险：**国内反垄断与数据安全监管相关政策陆续出台，限制部分企业投融资及加速扩张，加剧企业后续经营的不确定性。
- 4) **行业竞争加剧：**若行业竞争加剧，使得市场空间进一步被切割，可能对企业战略转型及业绩增长造成压力。
- 5) **门店扩张不及预期：**黄金珠宝和线下超市板块，公司依托门店扩张带动营收规模增长，若新开和改造门店不达预期，可能导致公司营收增速放缓。
- 6) **新业态转型不及预期：**线下超市和平台经济积极创新，试水新业态，创新业务是否能创造可观利润仍有待市场检验。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。