

## 方正证券研究所证券研究报告

行业专题报告

行业研究

商业贸易行业

2018.11.12/中性

商贸零售首席分析师 倪华  
 执业证书编号: S1220517070003  
 TEL:  
 E-mail: nihua@foundersc.com

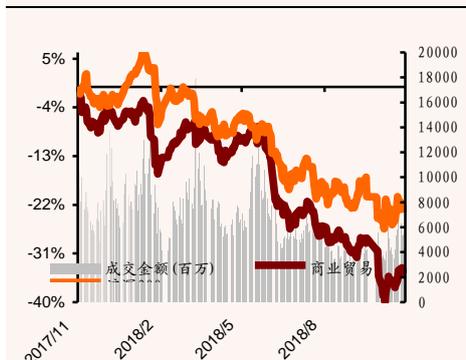
联系人:

TEL:  
 E-mail:

重要数据:

上市公司总家数	100
总股本(亿股)	1175.46
销售收入(亿元)	12039.44
利润总额(亿元)	560.24
行业平均 PE	45.49
平均股价(元)	8.45

行业相对指数表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《线上线下双线保靓丽高增长, 物流金融引入资本, 低线市场快速扩张》2018. 11. 01

《永辉超市 Q3 点评: 收入增速维持利润承压, 将与百佳腾讯合作拓展广东市场》2018. 10. 30

《家家悦 (603708): 归母净利同比增长 34. 03%, 毛利率提升 0. 67pct》2018. 10. 30

《三季度收入/净利润同比均有所下滑, 品牌升级、收紧折扣对公司短期造成一定影响》2018. 10. 30

《业绩基本符合预期, 后续关注委管扩张与产业链拓展》2018. 10. 30

请务必阅读最后特别声明与免责条款

2018 年双十一全网销售规模为 3143 亿元 (+24%), 增速较 2017 年的 44% 有所下滑。2018 年下半年社零、网购增速均有所放缓, 多项数据均一定程度反映了消费需求的疲软。

主流电商战绩如下: 天猫单日实现 2135 亿元的 GMV (同比 +26.9%), 京东双 11 活动期间 (11.1-11.11 日) 累积实现 1598 亿元 GMV (+25.7%), 苏宁单日实现 148 亿元 GMV (估计同比增速 35%-45%)。新平台表现亮眼, 星图直播统计的单日 GMV 销售数据: 拼多多 93 亿元、亚马逊 72 亿元、小米 53 亿元、唯品会 63 亿元。

2018 年的双十一几大亮点: (1) 线上、线下联动, 数据打通。阿里旗下所有 APP 均可积累“能量值”, 在双 11 当日兑换优惠券, 阿里对本地生活公司“口碑+饿了么”大力投入, 对用户的理解越来越深刻, 业务从零售拓展到“衣食住行娱”各大领域。苏宁线下万家门店共同参与“嘉年华活动”, 在低线市场取得了很好的效果。小米的官方专卖店“小米之家”已经开到 500 余家, 双 11 期间不打烊, 携爆款机型+生态链热门商品线上下共同参与大促。(2) 发力社交活动。拼多多和小程序背靠腾讯的流量快速崛起, 阿里在双 11 期间上线“合伙人”促销活动, 需要通过好友组队来参与。(3) 新平台带领优质品牌、工厂崛起。以小米、网易严选为代表的品质电商在双 11 期间推出大量爆款商品, 帮助一批优质的品牌、制造工厂快速崛起。

虽然双 11 增速放缓, 但电商大促对行业仍有重要的积极意义, 体现在三个重要方面: (1) 流量端, 双 11 仍然是电商获客、提升转化率的重要抓手, 尤其有助于电商拓展低线城市、农村地区的用户。(2) 基础设施方面, 互联网巨头、物流公司围绕着双十一的海量需求不断进行技术投入, 我国的物流、支付技术在过去十年里有了飞跃式突破, 建立了全世界领先的基础设施, 极大提高了用户体验。(3) 双十一是流量集中曝光的机会, 以小米、网易严选为代表的新电商平台给优质工厂、优质品牌最大的流量扶持, 缩短了优秀品牌能成长所需的时间。

风险提示

消费疲软导致电商及品牌的销售增速持续放缓;  
 拼多多等社交电商存在质量和风险问题

目录

1	全网实现 GMV 3143 亿元(+24%)，新模式、新平台成为行业亮点	4
1.1	2018 双 11 战绩总结	4
1.2	各大电商平台战略亮点梳理	5
1.2.1	阿里：线上下、全生态联动，发力社交活动	5
1.2.2	京东：“9 大主题七大专场”，物流科技加持，流量运营方式更丰富	6
1.2.3	唯品会：重归“特卖”本质，裸价折扣力度最大	7
1.2.4	苏宁：低线城市小业态成亮点，物流体系开放	7
1.2.5	小米：新零售元年，五百多家小米之家不打烊，携新机型、生态链产品迎战双 11	8
1.2.6	拼多多：收益社交属性，发力农产品直供	8
2	十年双 11，电商大促对推动零售行业进步意义深刻	9
2.1	流量运营——转化率提升、用户画像清晰	9
2.2	物流支付效率——提效降本，技术突破	9
2.3	供应链效率——新平台改造供应链	10
3	风险提示	10

**图表目录**

图表 1:	双 11 全网交易规模 (亿元人民币) .....	4
图表 2:	历年双十一主流电商交易规模 .....	4
图表 3:	网购增速持续高于限额以上零售增速 .....	5
图表 4:	网购占社零比重 (当月值) .....	5
图表 5:	阿里旗下服务领域 APP .....	6

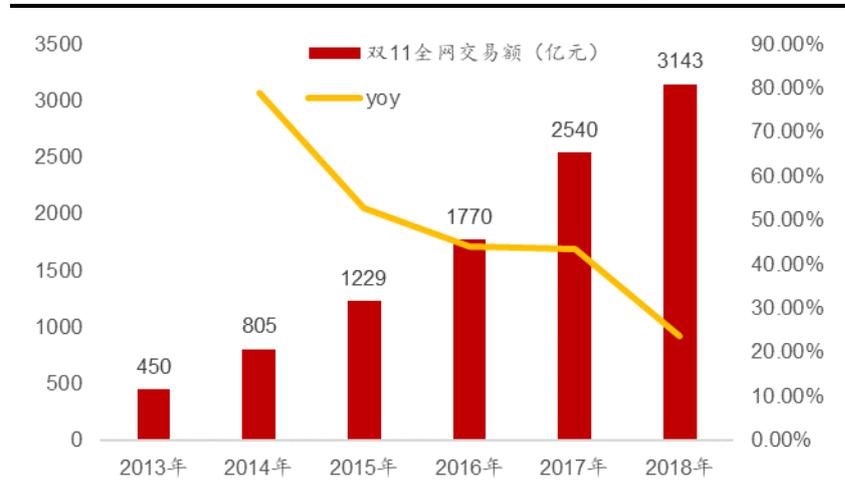
# 1 全网实现 GMV 总额 3143 亿元(+24%)，新模式、新平台成为行业亮点

## 1.1 2018 双 11 战绩总结

2018 年双 11 落下帷幕，根据星图直播的统计数据，双 11 全网销售规模为 3143 亿人民币，和 2017 年的全网销售总额 2540 亿元相比，同比增长 24%，全网包裹数量达到 13.4 亿个。

- 天猫：单日实现 2135 亿元的 GMV，同比+26.9%。
- 京东：双 11 活动持续期间（11.1-11.11 日）累积实现 1598 亿元 GMV，同比+25.7%。
- 苏宁：单日实现 148 亿元 GMV（根据星图数据统计推算）。
- 新平台单日 GMV：拼多多 94 亿元，亚马逊 72 亿元，唯品会 63 亿元，小米实现 53 亿元（根据星图数据统计推算）。

图表1：双 11 全网交易规模（亿元人民币）



资料来源：星图数据，方正证券研究所

图表2：历年双十一主流电商交易规模

单位：亿人民币	2016	2017	2018
天猫	1207	1682	2135
京东（11.1-11.11）	-	1271	1598
苏宁易购	39	110	148
亚马逊	18	50	72
拼多多	—	—	94
唯品会	—	—	63
小米	—	—	53
其他	105	154	34

资料来源：星图数据，TechWeb，虎扑，方正证券研究所

备注：销售额数据部分根据星图数据推算（全网规模×市占率）

结合近几个月的社零数据，可以发现 2018 年下半年以来消费增速放缓，反映了需求端的疲弱。限额以上零售同比增速近几个月都处在较低水平，同时网购增速也开始放缓。回顾往年的双 11，2017 年的 GMV 总比增速为 44%，而今年的双 11 销售额增速已经低于 30%，也

印证了阶段性消费需求的回落。随着行业的成熟，消费者趋于理性，双十一期间的脉冲效应逐步减弱，变成反映行业趋势的一次观测指标。

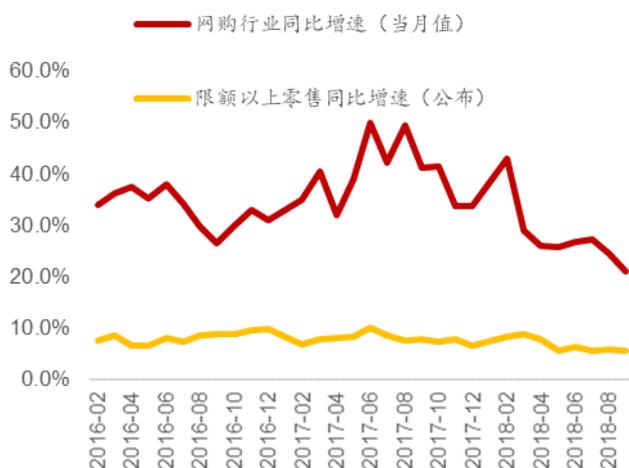
但我们对电商未来的发展仍然保持乐观态度。

(1) 首先，电商仍然保持了远高于社零的增速，网购在社零总额中的渗透率继续提升，2018M9 网购在社零总额中渗透率已经达到超过 25%。新用户和流量更多来自低线城市，和支付、物流等基础设施的进步有很大关系。

(2) 其次，体验和服务类消费市场崛起，打通“衣食住行娱”成为互联网巨头的发展趋势。2018 年以阿里口碑、美团点评为代表的本地生活服务电商快速发展。因此双 11 的 GMV 增速只是实物消费市场的缩影，我们更需要跟踪龙头公司在新零售、新消费时代下的战略性布局。阿里今年双 11 的一个重要举措，是将其生态体系内的 APP 和天猫、淘宝高度联动，对用户数据价值的挖掘也更加透彻。

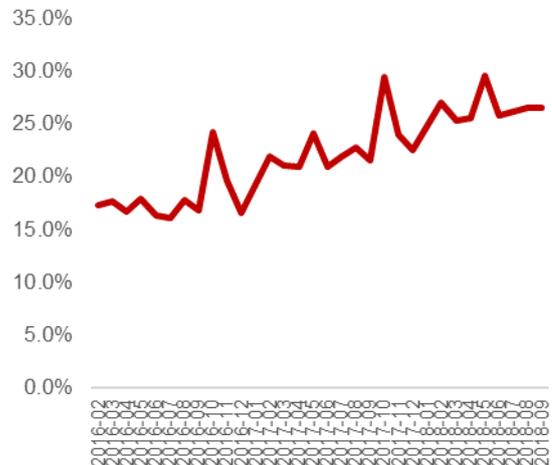
(3) 新平台快速崛起，2018 年是品质电商、社交电商的爆发年。拼多多在 2018Q2 过去的 12 个月实现了 2621 亿的 GMV，双 11 单日实现了 94 亿元 GMV；小米“铁人三项”的商业模式中也将零售放在重要高度，今年双 11 小米零售板块实现了 53 亿元 GMV。类似的品质电商还包括网易严选等，通过孵化极致性价比的爆款单品，在消费环境较为疲软的背景下带领一批新品牌、新工厂弯道超车。

图表3： 网购增速持续高于限额以上零售增速



资料来源：统计局，方正证券研究所

图表4： 网购占社零比重（当月值）



资料来源：统计局，方正证券研究所

## 1.2 各大电商平台，双 11 亮点梳理

### 1.2.1 阿里：全渠道、全生态联动，发力社交活动

今年是阿里的第 10 个双十一，天猫单日 GMV 总额 2135 亿元，同比+26.9%。虽然增速较前两年有明显的下滑，但今年的双 11 也呈现出更多的新亮点。

#### (1) 线上线下狂欢、生态体系联动，数据和场景的全面打通

相比于往年双 11，阿里在 2018 双十一更加强调“线上线下狂欢”，在本地生活服务公司“口碑+饿了么”上进行大力投入。从某种角度来说也是为了和美团点评进行抗衡。10 月 12 日（双 11 预售开启的前

一周), 阿里正式成立本地生活服务公司, 将口碑、饿了么合并。目前阿里旗下围绕三公里生活的 APP 产品包括: 购物(天猫、淘宝、咸鱼)、支付出行(支付宝、飞猪、高德地图)、新零售(盒马)、休闲票务(优酷、淘票票)等等。在双 11 期间, 用户使用阿里旗下的 APP 完成任务或者签到, 都可以集赞“能量值”, 在活动期间按照一定的比例兑换红包。通过 APP 联动, 阿里可以刻画更加清晰的用户画像, 将用户在所有应用场景的数据全面打通。

图表5: 阿里旗下服务领域 APP



资料来源: 亿邦动力网, 方正证券研究所

此外, 阿里围绕着 100 个重点城市、核心商圈进行“全渠道零售场景”的打造。活动期间线下有 20 万家品牌门店参与, 此外近 100 家盒马鲜生门店, 以及 470 余家通过淘鲜达改造的连锁商超, 也都将作为“新零售”的一部分参与双 11。天猫本次深度合作了 44 个品牌和 22 个阿里经济体伙伴, 一同进行主题推广。

**(1) 强化社交属性, “合伙人”玩法对抗拼多多**

和往年不同, 阿里今年的最大的竞争对手之一是拼多多, 2018Q2 过去 12 个月的交易流水高达 2621 亿元。拼多多背靠腾讯的流量和绝佳社交属性, 通过“拼团+低价”的模式, 以极低的获客成本获客。阿里上线了“双 11 合伙人”的玩法, 用户如果想要在 11 月 10 日兑换红包, 需要邀请四位好友组队进行 PK。阿里组织这类活动, 试图通过这种形式来弥补社交属性上的差距。

**1.2.2 京东: “9 大主题七大专场”, 物流科技加持, 流量运营方式更丰富**

京东今年的双十一延续了去年的主题, 线上推出“9 大主题日×7 大专场活动”。除了基础的促销折扣外, 对用户区分推送“秒杀、神券、满减、拼购”等活动, 配合京东白条、支付产品推出大量直减、满减活动。京东 2018 年的双十一有三大亮点:

**(1) 流量运营更精细, 营销维度更丰富, 线下联动**

为了提升流量运营能力，京东很早就提出了“开普勒计划”，和大量合作伙伴达成流量联盟（尤其是腾讯、今日头条等内容平台）。本次双 11 期间，京东联合了抖音、B 站、微博等平台进行跨界推广，和 B 站联合推出“二次元市级”，涉猎动漫、电竞等圈层，同时也大量利用 QQ、微信、小程序等腾讯产品进行流量分发。今年也联动了线下门店进行促销，参与的实体门店包括京东之家、京东便利店等，也包括合作品牌（曲美、红豆等）的连锁门店。

### **(2) 发力时尚板块，深度培育海外大牌客户**

时尚品类是京东第三方平台中重要的品类，也是京东和阿里相比相对弱势的品类。京东成立“时尚事业部”后尤其注重合作国际品牌客户。在双十一大战前期，Ermenegildo Zegna、Furla、Baccarat 等时尚界佼佼者均入驻京东。此外和如意集团达成了深度合作，如意集团目前拥有法国 SMCP、日本 RENOWN、香港利邦三大国际品牌集团，以及 Sandro, Maje 等 20 余个国际知名品牌。在京东双十一发布会当日，如意集团旗下的四家国际男装品牌宣布入驻京东并开设官方旗舰店，此外京东旗下奢侈品电商 Toplife 获得了大量国际一线时尚品牌入驻（Armani、卡西欧、施华洛世奇、Mulberry 等）。

### **1.2.3 唯品会：重归“特卖”本质，裸价折扣力度最大**

受制于阿里的垄断性优势，唯品会的流量、用户始终没有取得预期中的增长。但在京东、腾讯的双重加持之后，唯品会的核心竞争力得到了进一步加强——流量端可以得到腾讯系产品的扶持，供应链端可以背靠京东优质的服务。今年唯品会也积极参与了 618、双 11 的备战，进行了商业模式的重新梳理，强调回归“大牌特卖”的商业模式。

今年唯品会以“不一样的 11.11”为口号，营销策略最大的亮点是“无套路”，推行裸价策略，这也是为了获客采取的最直观有效的方式。站内的促销规则非常简单，参加促销的商品基本都采用一口到底价。开售不到 10 分钟，包括戴森、Armani Jeans、Prada 在内的诸多大牌爆品“秒光”。在社交属性方面，旗下的“唯享客”（佣金奖励平台）推出爆款佣金秒杀专场，转发越多赚得越多。

### **1.2.4 苏宁：线下万店狂欢，低线门店成亮点，物流体系加速开放**

苏宁 2018 年双十一期间以“全民嘉年华”为主题展开活动，万家门店共同参战，10 亿元购物补贴，四大赛事覆盖全客群，自营商品运费全免。

#### **(1) 线下万家门店造势，打造全民嘉年华**

目前苏宁在全国拥有近万家实体门店，今年加速在低线市场开设苏宁小店、苏宁云零售加盟店。今年的双十一期间，苏宁万家门店都参与活动，打造融合“吃喝玩乐”的轰趴式嘉年华。线下推出了“赛事+购物”全家桶套餐，四大赛事包括少儿型秀大赛、3V3 足球挑战赛、狮王全球电竞赛、广场舞大赛等。

未来几年消费市场的重要增量将来自三四线市场，这些市场更加注重实体购物场景。苏宁是进行渠道下沉最为扎实的企业，通过加盟等方式快速拓展了低线市场。

#### **(2) 提升用户体验，物流、售后服务优化**

双 11 期间，不少快递企业上调费用，苏宁物流在维持不涨价基础上，自营产品将实现运费全免。苏宁智慧零售体系开设了前置仓、

门店仓，不再从总仓发挥而是就近发货。物流设施方面，在仓库拣选 AGV 机器人、无人机、无人小车的投入上进一步强化。同时今年苏宁也拉长了预售周期，上述措施都将改善物流配送上的体验。售后承诺自营大件家装产品配件 30 天保价，0 安装费。

### 1.2.5 小米：新零售元年，五百多家小米之家不打烊，携新机、生态链产品迎战双 11

#### (1) 小米之家门店破 500 家，双十一线下不打烊

小米不仅拥有小米商城、米家有品等线上平台，同时也开始自建零售专卖店“小米之家”，不仅销售小米手机、平板电脑等硬件，同时也销售 100 多家生态链企业的 200 多个明星爆款产品，年初样本门店数据显示，小米之家坪效甚至高达 20 万元，是普通零售业态的 10 倍以上。截止今年双 11，小米之家已经覆盖全国 32 个省份，门店总数达到 515 家，截至 2018M10，小米授权体验店达 1183 家。2017 年 11 月，小米开始探索直供专营店，不到一年时间已开设了 36256 家，遍布中国 2630 个区县和 18049 个乡镇。

在双 11 期间，小米零售也打出了“全品类、全渠道、全场景”的组合拳。线上 7 大平台与线下门店融为一体，投入 1000 家服务门店，2900 多名客服人员，3000 多辆提货车辆和超 10 万名送货人员，部分门店全天 24 小时为消费者服务。小米之家线下门店在双 11 期间均销售火爆，而且消费者不需要顾虑收获延迟问题，可以在门店立刻获得心仪的产品。

#### (2) 多款主流机型大促，Mix3、小米 8、红米系列降价

“超高性价比”是小米的商业定位，双 11 期间小米也给出了足够的促销折扣。双 11 当日，消费者可以通过多种方式获得海量优惠券和实物好礼。当天登录小米商城，可以在 10-22 点每整点抢券，还有 0 点秒杀，多款智能好物到手价最低 1 元。

小米多款热销手机在节日期间提供了优惠价格：

- **小米 MIX3:** 双 11 当日 0 点准时开售，采用磁动力滑盖全面屏，拍照世界排名前三，四曲面屏彩色陶瓷机身。
- **小米 8:** 公司 8 周年旗舰手机、全球首款双频 GPS 手机小米 8，在天猫、京东、苏宁旗舰店券后到手价 2199 元起。
- **红米手机:** 全系特惠，小米商城还开启了手机专属优惠券通道，可领取 50-400 元不同面额的礼券用于购买指定手机。热销手机最高能省 600 元。

除手机外，还有大量生态链产品参与双 11，“AI+IoT”万物智慧互联产品持续热卖。人气新品、爆款产品还包括：米家自动洗手机套装、米兔折叠婴儿推车、米家电磁炉青春版、小米蓝牙耳机、小米电视 4A 系列、笔记本、米家扫地机器人、小米厨下式净水器、米家空气净化器 Pro 等。

### 1.2.6 拼多多：收益社交属性，发力农产品直供

拼多多在今年 11 月以来发力农产品市场，也取得了惊人的成绩。根据中新网消息，拼多多从 11 月开始销售火爆，代表性爆款商品包括：(1) 新款高客单价的 iPhone，从 11 月 1 日-11.7 日期间，销量超过 12 万部；(2) 农产品：11 月 1-7 日，平均包裹数量超过 400 万/天，11 月的前一周平均包裹数量超过 250 万/天。尤其是鸡蛋等农产品销

量惊人，这次大促期间拼多多联合了全国上万养殖户进行参与备货，平台商家直接前往产地发货。流量端同样采取了极大的补贴，连续三天每日推出五万份促销，20只鸡蛋9.9元包邮，每日0点开枪。

得益于社交属性，我们认为拼多多、小程序在双11大促期间有望迎来用户、交易额的新台阶。双11的活动具备很强的社交属性，而拼多多分享、获客不需要繁杂的复制、粘贴环节。回顾2017年双11，京东小程序页面浏览量为16371万，比10月数据日均提升了6.5倍。蘑菇街单件商品经微信裂变最多种草近11万人，小程序中有44%的成交用户来自微信好友分享。

## 2 十年双11，电商大促对推动零售行业进步意义深刻

十年前的双11对各方都有很大的价值：消费者获得了大力折扣，品牌得到了高效的流量曝光并取得销售额的增长，电商平台得到了用户增长，提升了流量转化率、用户粘性。而今的双十一，折扣的力度逐渐减弱，折扣规则愈发复杂，但此类电商大促节日，对零售行业的发展仍然有巨大的推动意义。双11改造了消费行业的每一个环节的效率——首先是消费者经营环节（流量运营），其次是渠道经营（零售和批发），最后是生产环节（工厂和供应链）。

### 2.1 流量运营——双11使电商的用户转化率提升、用户画像清晰

回溯阿里的双11活动，可以发现阿里对消费者理解越来越深刻，数据积累和挖掘、流量运营的能力都在提高。2017年阿里提出了“千人千面”的精准推送技术，提高商家营销效率的同时也带动阿里的货币化率有了明显提升。今年的双11，阿里要打通用户在“吃穿住行娱”的全面数据。用户在阿里旗下生态链产品都公用一个ID，这些APP数据的互联使得阿里未来涉猎的领域将更加丰富，流量变现的维度也会更加丰富。

### 2.2 物流支付技术进步——双11促进电商提效降本

双十一是零售行业的技术的“大考”。在7-8年前，双11产生的千万量级包裹就已经让中国的支付系统、物流系统爆炸，而今的双11已经是13.4亿包裹，但用户体验已经非常好。电商巨头、物流公司在技术上的持续投入功不可没。

**支付方面：**今天的支付宝每秒支付峰值可以达到25.6万笔，轻松支撑全天十几亿笔的交易。具备了技术的蚂蚁金服开始将能力外包，为全球200多个商家和合作伙伴提供丰富的技术和金融产品。

**物流方面：**菜鸟的合作伙伴也在巨量订单下不断加大技术投入。今年圆通启用超级机器人分拨中心，中通24个转运中心上线双层自动分拣系统，申通14个新建及改扩建转运中心投入使用，德邦快递则上线智慧车队。物流技术的领军者京东，已经在无人仓、分拣打包技术上实现了巨大突破，上线磁悬浮技术打包快递，打包效率高达1000件包裹/小时。50个不同层级的无人仓开始逐步投入运营，预计未来效率也将提升10倍，10年累计降低成本约30%。苏宁也在无人仓、最后一公里配送上加大投入，同时将其物流配送的能力社会化，“苏宁秒达”已与瑞幸咖啡等多个品牌合作。

### 2.3 供应链效率——新平台改造供应链

**关于预售：**今年京东、阿里、苏宁都在10月20日前后开启预售，提前1个月左右进行预售已经成为大平台默认的规则。包括一部分预售商品可以即可发货，不需要等到双11当日发单。预售期对于用户来说得到了体验的优化，对于商家、供应商来说，也能更好地根据预售情况组织备货甚至生产。预售模式是电商大促朝着良性发展的一个现象。

**优质品牌孵化的周期缩短：**拼多多、小米之家、网易严选，都是改造供应链的新案例。总结共性都是寻找优质的供应商，打造极致性价比的爆款，通过高效低成本的流量渠道对接消费者。尤其在双11这样的流量集中曝光期，优质的新品牌、新工厂能够凭借过硬的产品力快速脱颖而出，迅速取得消费者心智。一般来说，品牌孵化是一个相对漫长、高成本的过程，需要时间的沉淀、广宣持续购入。但在品质电商的孵化下，很多优质品牌可以在1-2年就打造出品牌影响力。小米旗下的诸多品牌例如90分、华米、云米等都是在双11期间一战成名，用1年的时间实现了很多国际品牌几十年的成绩，这也是双11对行业的积极影响之一。

### 3 风险提示

消费疲软导致电商及品牌的销售增速持续放缓；

拼多多等社交电商存在质量和风险问题；

## 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执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的执业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com