开源证券

零售电商轻风起，消费复苏正当时

商贸零售行业2020年秋季投资策略

黄泽鹏（分析师）

证书编号：S0790519110001

邮箱：huangzepeng@kysec.cn

2020年9月17日

投资要点

1.行业回顾：经济回暖消费复苏，零售企业盈利改善

宏观经济回暖：二季度经济回暖，GDP 累计同比-1.6%、单季同比+3.2%。

社会消费复苏：2020年上半年社零总额为17.26万亿元，累计同比-11.4%，增速降幅环比一季度有明显的收窄，社会消费复苏显著。必选品类相对稳健；可选消费整体持续改善，其中化妆品恢复较快；黄金珠宝7月增速也首次转正。

上市公司经营业绩：二季度零售行业企业收入端持续承压，盈利端环比改善。

2.板块分析：线下零售承压，电商化妆品亮眼

超市：二季度增速回落但仍相对稳健，疫情催化到家业务增长，替代农贸市场大趋势下，龙头公司渠道扩张强者恒强。

百货：二季度利润扭亏为盈，消费逐步复苏；疫情驱动实体零售企业加速数字化转型，免税带来新的业务发展空间。

母婴：短期客流受疫情影响；长期不改母婴消费升级大趋势，专业连锁店渠道价值日渐提升，龙头公司加速扩张布局。

黄金珠宝：二季度利润明显改善，直播电商打开线上新渠道，下半年婚庆需求释放有望带动行业进一步回暖。

化妆品：二季度线上亮眼叠加新品贡献增量，行业持续高景气；“低线红利、美妆意识觉醒、社媒营销”构成持续驱动力。

3.重点关注：私域零售风起，跨境电商扬帆

零售去中心化背景下，私域流量风起，社交电商、直播电商等新业态快速兴起，从“人货场”等方面对零售行业带来升级创新。

2020年起全球疫情催化消费渠道加速向线上转移，海外电商渗透率快速提升叠加政策支持，出口跨境电商行业乘风破浪。

在东南亚等电商新兴市场，新型社交单页模式跨境电商异军突起，作为“货找人”电商代表，凭借选品灵活、高转化、轻资产、低库存等优势，有望在传统平台电商之外闯出新的天地。

4.风险提示：宏观经济下行，疫情反复影响，行业竞争加剧等。

目 录

CONTENTS

1 行业回顾：经济回暖消费复苏，零售企业盈利改善

2 板块分析：线下零售承压，电商化妆品亮眼

3 重点关注：私域零售风起，跨境电商扬帆

4 投资建议与盈利预测

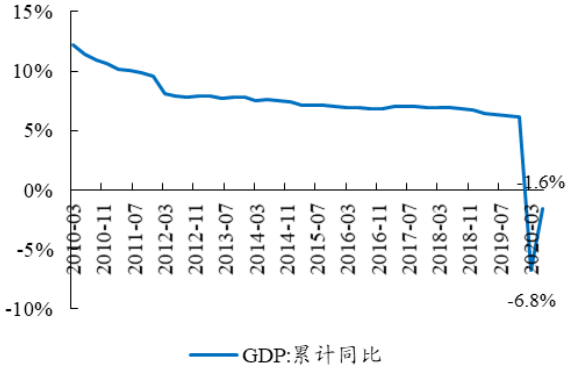
1.1 二季度经济回暖、社会消费复苏，可选消费中化妆品表现亮眼

二季度GDP增速回升，CPI回落。二季度以来疫情缓和，国家有序推动复工复产复市，二季度GDP 累计同比-1.6%、单季同比+3.2%，回暖明显。CPI尤其是食品类CPI增速则显著回落，2020年7月整体/食品类CPI同比增速较2月高点回落2.5pct/8.7pct。

疫情缓和叠加消费券等政策刺激，二季度整体社会消费显著复苏。随着疫情缓和，同时各地政府纷纷发放各类消费券，带动整体社会消费复苏。2020年上半年，社零总额为17.26万亿元，累计同比-11.4%，增速降幅环比一季度有明显收窄。

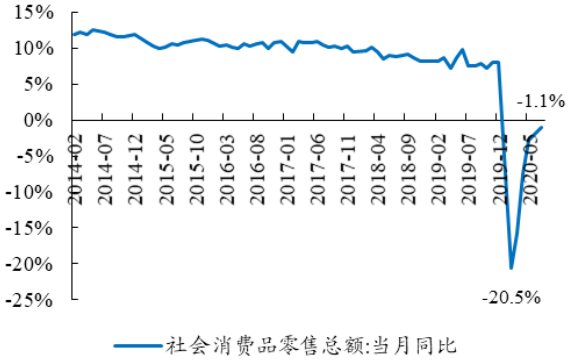
分品类看，二季度必选消费增速回落，可选消费逐步复苏。疫情期间，必选消费表现出较强韧性。二季度随着疫情缓和，粮油食品类增速有所回落。可选消费方面整体持续改善，其中化妆品类恢复速度较快；黄金珠宝类增速7月首次转正。

图1：疫情缓和，2020Q2 GDP增速回升



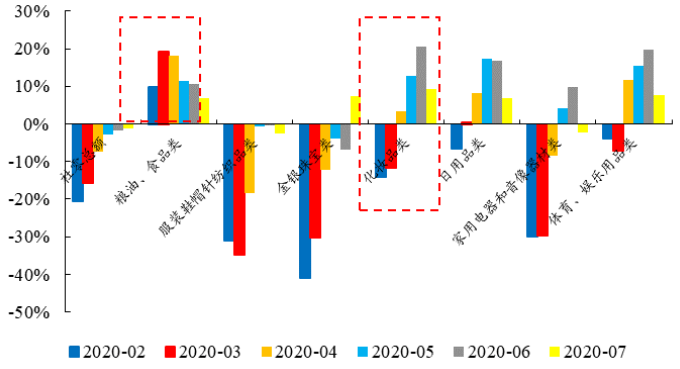
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图2：2020Q2社零降幅大幅收窄



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图3：二季度粮食食品类社零增速回落，化妆品类相对表现亮眼



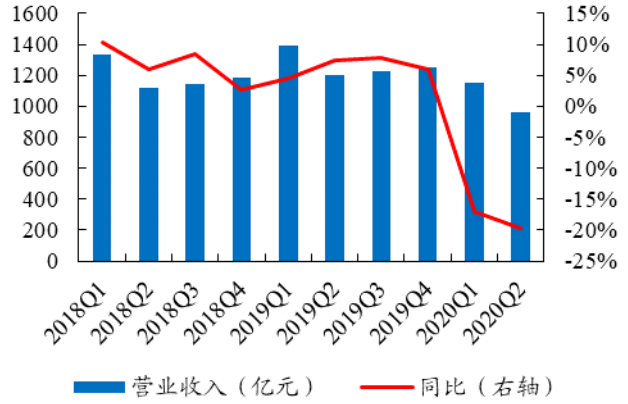
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

1.2 二季度零售行业收入持续承压，盈利环比改善

二季度零售行业收入端持续承压，盈利端环比有所改善。我们选取37家零售行业代表性上市公司作为样本进行测算：收入端，2020Q2零售行业整体实现营业收入962亿元（-20%），增速环比-3pct。利润端，2020Q2行业整体实现扣非归母净利润28.7亿元（-17%），增速环比+45pct，环比明显改善。

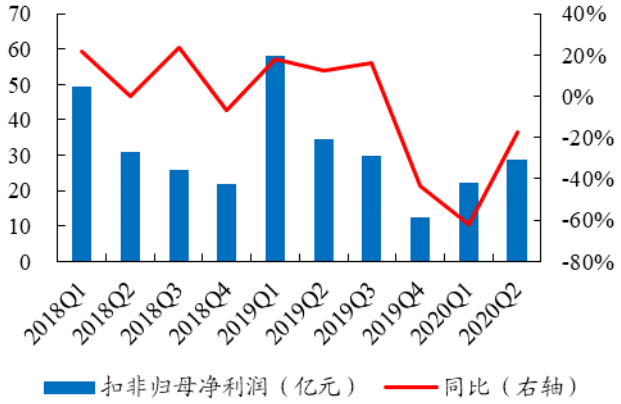
超市环比回落但仍相对稳健，线下可选逐步复苏，化妆品表现最为亮眼。1）主营必选消费的超市板块表现相对稳健，2020Q2扣非归母净利润同比增长18.4%；2）百货板块受益于客流回暖，利润增速环比+84pct；3）黄金珠宝板块利润增速同样快速回升，环比+26%；4）化妆品板块受益于线上渠道高景气，二季度表现亮眼，利润端增速已回正。

图4：2020Q2零售行业收入端持续承压



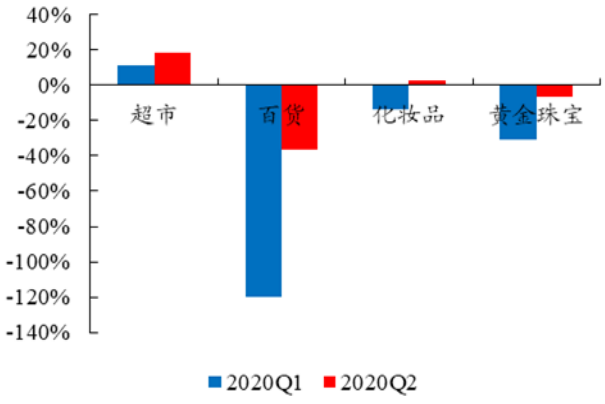
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020Q2零售行业盈利端环比明显改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：百货板块扣非净利润增速改善明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：样本包括8家超市、15家百货、7家化妆品、5家黄金珠宝、2家专业连锁合计37家代表性上市公司。

目 录

CONTENTS

1 行业回顾：经济回暖消费复苏，零售企业盈利改善

2 **板块分析：线下零售承压，电商化妆品亮眼**

3 重点关注：私域零售风起，跨境电商扬帆

4 投资建议与盈利预测

2.1 超市：二季度增速回落，替代农贸市场是长期逻辑，龙头强者恒强

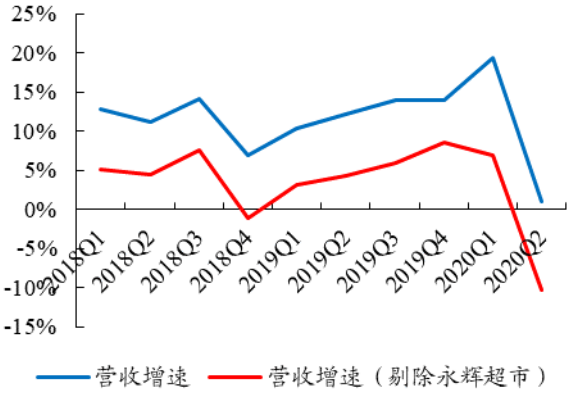
2020Q2超市板块收入增速环比回落。受疫情缓和后农贸市场、商场餐饮分流影响，2020Q2收入同比增长1.1%（环比下滑18.3pct），剔除永辉超市后下滑10.4%（环比下滑17.3pct）；2020Q2整体扣非净利率为1.2%，同比+0.2pct。

2020Q2超市板块分化明显，龙头公司表现更佳。收入端，龙头超市公司增速更快，2020Q2永辉超市/步步高/家家悦/红旗连锁营收同比分别增长12.2%/8.6%/14.4%/12.1%，明显好于其他超市上市公司；未来龙头公司加速渠道扩张，强者恒强。

疫情催化到家业务增长，超市对农贸市场替代是行业重要趋势。疫情加速消费渠道分化，到家需求快速增长。长期来看，行业内食品质量、卫生标准提高以及农改超政策实施推进，将推动超市对农贸市场的替代进程。

推荐标的：永辉超市、家家悦、红旗连锁、步步高。

图7：2020Q2超市营收增速较一季度回落



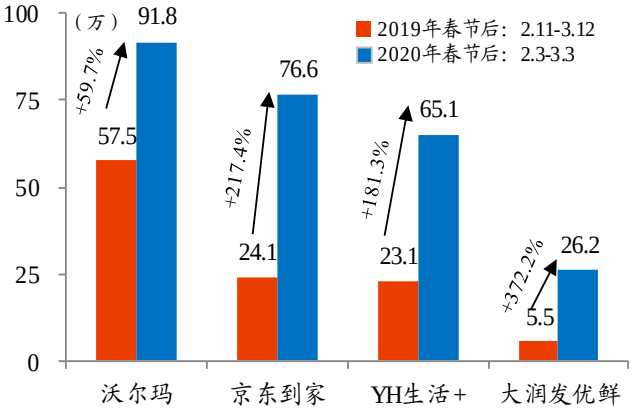
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：超市板块公司业绩分化明显，龙头公司表现亮眼

公司简称	营业收入（亿元）	归母净利润（亿元）	营业收入增速	归母净利润增速
永辉超市	212.6	2.9	12.2%	16.6%
步步高	48.4	0.7	8.6%	7.5%
家家悦	39.6	1.1	14.4%	30.5%
红旗连锁	21.7	1.2	12.1%	-25.2%
中百集团	31.2	1.0	-11.9%	903.4%
华联综超	3.8	0.2	-86.2%	134.4%
新华都	10.7	0.4	-20.5%	-124.5%
三江购物	9.9	0.1	3.7%	-84.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：超市到家小程序日均活跃用户规模同比大幅增加



数据来源：QuestMobile 、开源证券研究所

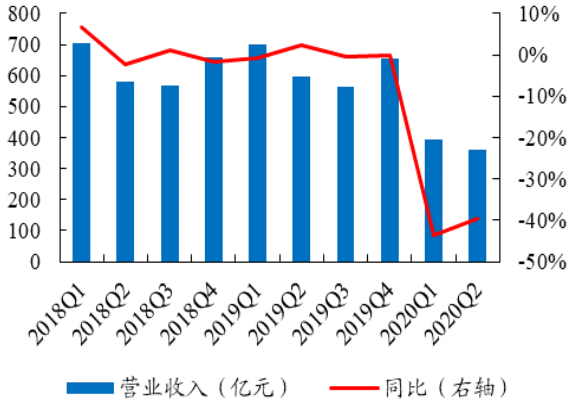
2.2 线下可选消费：二季度利润端环比改善，关注线上化、数字化升级

百货：Q2营收持续承压，扣非归母净利润扭亏为盈。受商圈客流恢复较慢和会计准则调整影响， 2020Q2营收361亿元（-34%），增速环比+4.2pct，扣非归母净利润10.5亿元（-36%），增速环比+83.7pct。长期看疫情驱动实体零售企业加速数字化转型，免税带来新的业务发展空间。**受益标的：**王府井、重庆百货、天虹股份。

母婴：疫情不改消费升级大趋势，母婴连锁店渠道价值将提升。对下游消费者：品牌、渠道双重背书构成品质保障，一站式购物提升消费体验；对上游品牌方：线下门店是宣传展示、推新拉新的最佳渠道。龙头公司将长期受益母婴消费品牌化升级。**推荐标的：爱婴室**，关注后续上市的孩子王。

黄金珠宝：Q2营收小幅下降，扣非归母净利润改善明显。疫情影响线下客流，2020Q2营收136亿元（-10%），扣非归母净利润4.4亿元（-6%），环比改善明显。直播电商带来线上新渠道增量，婚庆珠宝需求恢复带动行业回暖。**推荐标的：周大生**、老凤祥。

图10：2020Q2百货板块营收持续承压



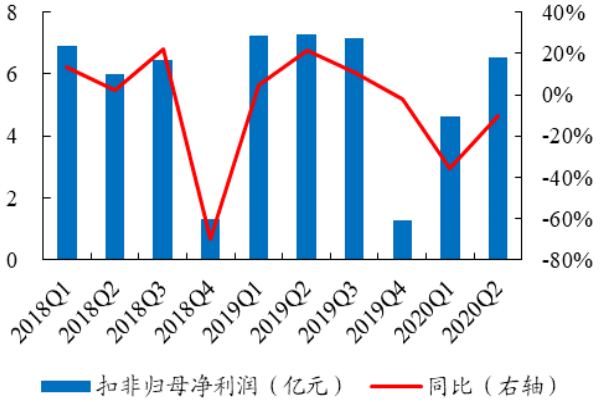
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：母婴连锁门店是品牌宣传和新客获取的最好渠道



资料来源：爱婴室官网

图12：2020Q2黄金珠宝板块扣非归母净利润改善明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 化妆品：二季度线上渠道亮眼叠加新品贡献增量，行业持续高景气

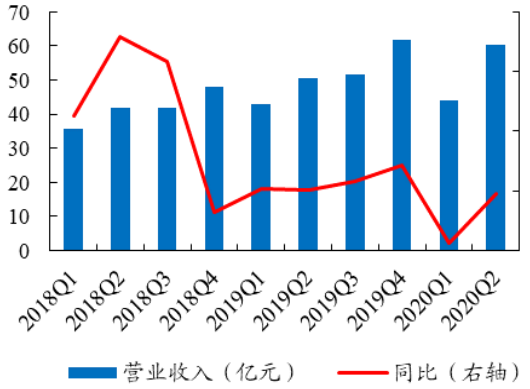
二季度营收受线上渠道拉动表现亮眼，扣非归母净利润增速回正。线下受疫情影响，但线上电商保持高增长，2020Q2营收60亿元（+19%），扣非归母净利润5.9亿元（+3%），增速环比+16.3pct，利润增速回正。

化妆品线上渠道实现高增长，营销投入也有所加大。1）从渠道来看，多家上市公司线上渠道同比增长超过25%，线上保持高景气。**2）从产品来看**，明星大单品对上半年业绩增长贡献较大。**3）从营销来看**，各类社媒营销方式多见，销售费用率提升明显。

“低线红利、美妆意识觉醒、社媒营销” 构成行业持续驱动力。未来下沉市场仍有增量红利，同时新生代美妆意识觉醒，从“延续青春”到“表达自我”；伴随各类新型社媒组合式营销发力，深挖美妆需求，驱动行业持续增长。

受益标的：珀莱雅、丸美股份、上海家化、御家汇、青松股份和华熙生物。

图13：2020Q2化妆品板块营收表现亮眼



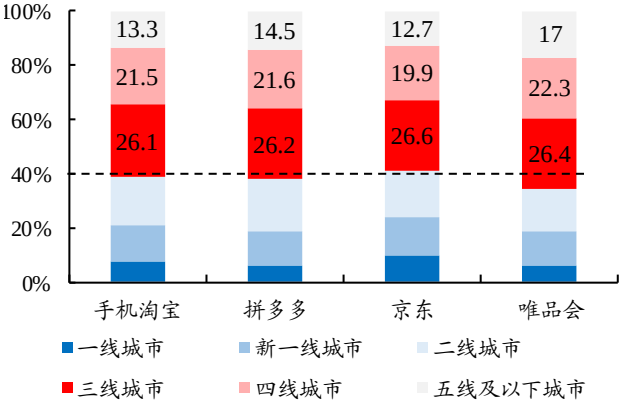
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：线上电商渠道高景气推动下，总体经营恢复良好

公司简称	营业收入（亿元）	归母净利润（亿元）	营业收入增速	归母净利润增速
珀莱雅	7.8	1.0	13.2%	22.9%
上海家化	20.2	0.6	2.6%	-69.5%
御家汇	9.0	0.3	52.9%	462.1%
丸美股份	4.2	1.5	-5.9%	9.7%
华熙生物	5.8	1.6	27.7%	0.7%
青松股份	10.9	1.4	51.0%	4.8%
拉芳家化	2.4	0.3	23.3%	8377.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：双十一电商APP新增用户主要来自下沉用户



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

目 录
CONTENTS

1 行业回顾：经济回暖消费复苏，零售企业盈利改善

2 板块分析：线下零售承压，电商化妆品亮眼

3 **重点关注：私域零售风起，跨境电商扬帆**

4 投资建议与盈利预测

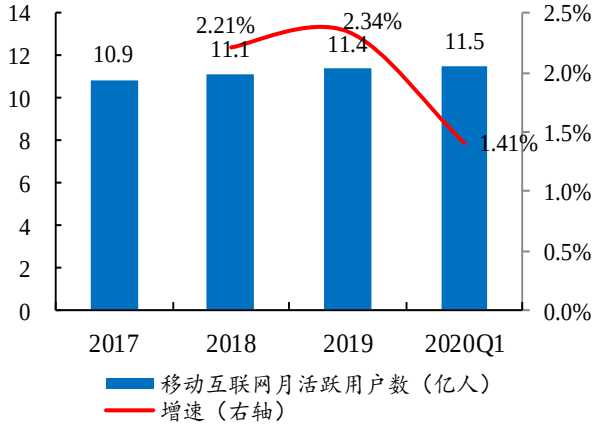
3.1 私域电商：公域流量成本上升，私域零售顺势而起，多方位变革传统零售

移动互联网渗透率见顶，私域流量价值凸显，市场规模已超万亿。2020年Q1中国移动互联网月活跃用规模达到11.5亿人，增速放缓至1.4%，且商家在公域推广营销成本快速上升，私域流量价值凸显。私域流量本质是单一个体拥有的，能够直接触达、无需付费、反复利用的强关系链客户群。2019年，私域流量运营（带货）的市场规模已超过万亿。

私域为传统零售带来多方位创新变革：从收割流量到用户运营，降本增效促裂变。1）思维：私域零售商家由依赖平台、被动购买流量的思维升级为主动吸引用户，并提升转化和留存的思维；**2）渠道：**商家以直播等方式主动引导流量沉淀至私域，再通过社交群、个人号等渠道将私域流量激活并实现转化；**3）效率：**私域零售拥有流量成本低、转化率高、客单价高等优势。

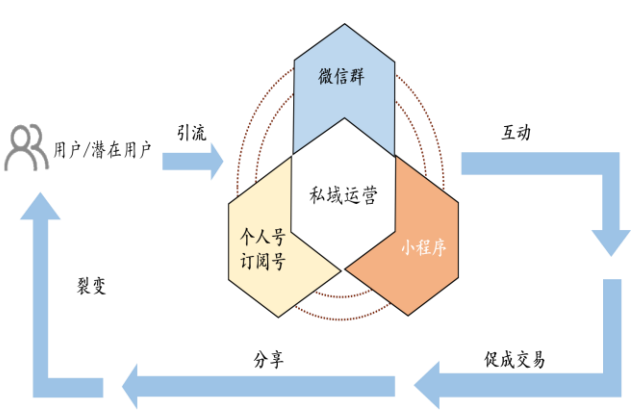
私域零售为线上线下商家带来新机遇。1）传统电商加大直播投入，为中小商家提供了更多曝光机会；2）微信、快手等新兴私域零售平台发展，为商家提供多样化的品牌营销模式；3）线下商家也通过建立私域流量，获得了转型线上营销机会。

图16：移动互联网渗透增速已明显放缓



数据来源：QuestMobile、开源证券研究所

图17：私域零售的主要运营模式包括三种



资料来源：艾媒咨询、开源证券研究所

图18：未来私域流量的价值将更加凸显



资料来源：开源证券研究所

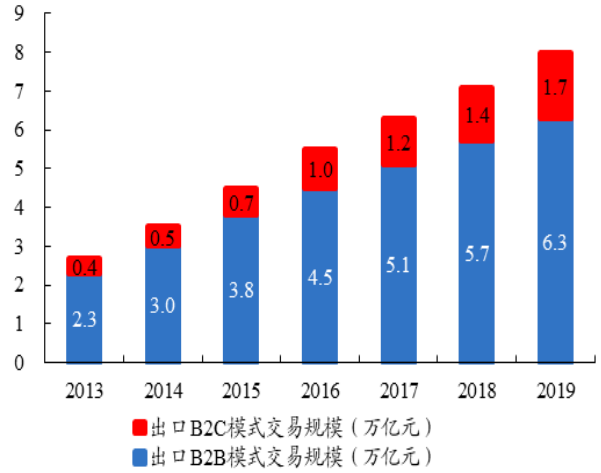
3.2 跨境电商：天时地利人和齐具，中国出口跨境电商乘风而起

跨境电商省去传统外贸中间分销环节，市场规模已达8万亿元。跨境电商指的是分属不同关境的交易主体，通过电子商务平台达成交易、支付结算并通过跨境物流送达商品完成交易的国际商业活动。相比于传统外贸，跨境电商省去了中间外贸环节和经销渠道，从而降低产品价格、提升效率，正迎来蓬勃发展，2019年市场规模已达到8万亿元。

天时地利人和齐具，叠加市场需求与政策共振，跨境电商行业乘风而起。天时：全球疫情驱动消费需求向线上转移，电商渗透率加速提升，高性价比商品的需求旺盛；**地利**：强供应链奠定了中国制造高性价比；**人和**：国内电商产业成熟、人才丰富。

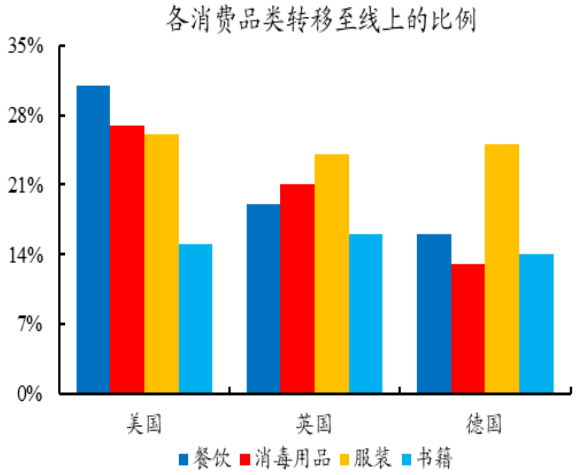
同时，支持政策不断出台，海关总署数据显示：2020年一季度中国跨境电商出口交易额实现了近100%的高速增长。

图19：2019年中国出口跨境电商行业规模超8万亿元



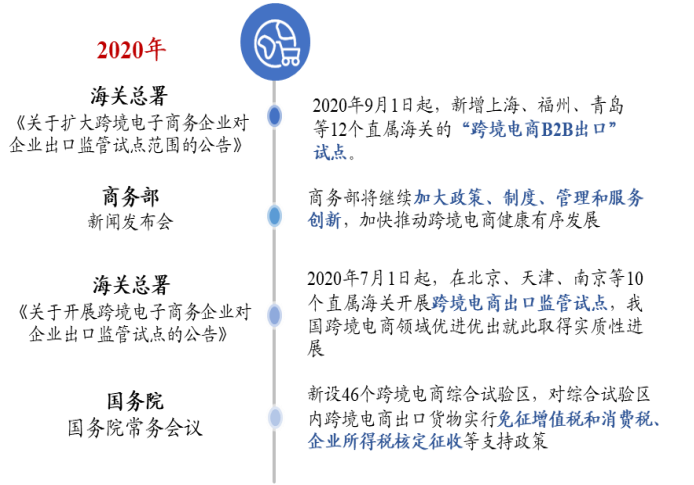
数据来源：电子商务数据中心、开源证券研究所

图20：美英德等国消费者在疫情期间消费习惯转移



数据来源：Statista、开源证券研究所

图21：2020年中国密集发布支持跨境电商相关政策



资料来源：海关总署、国务院、商务部、开源证券研究所

3.2 跨境电商：不同模式百家争鸣，新型社交电商蓬勃发展

根据盈利模式不同，跨境电商模式一般分为平台型和自营型。具体看，平台通过搭建商城吸引卖家入驻，赚取广告费和佣金。而自营商家则主要通过入驻电商平台或自建独立站点等方式完成产品销售，赚取购销差价。

根据流量来源不同，跨境电商可分为中心化平台电商与新型社交电商。与中心化平台电商不同，新型社交电商流量主要来源社媒，包括两种模式：其中，以SHEIN为代表的自建独立站模式通过自有电商平台完成展示和销售商品；而以吉客印为代表的自建单页模式，在社媒平台上买量投放单页广告以展示和销售商品，通过对目标客户的精准营销，实现蓬勃发展。

表1：B2C跨境电商业态模式百花齐放，传统中心化平台电商之外，新型社交电商也在蓬勃发展

模式	细分类别	代表公司	模式介绍
传统中心化平台电商	电商平台	亚马逊、eBay、Shopee、Lazada	搭建线上商城，整合物流、支付、运营等服务资源，吸引商家入驻。主要盈利模式为收取广告费和交易佣金等。
	第三方卖家（精品/泛品）	安克创新、泽宝技术、傲基科技、有棵树	公司对经营的产品进行统一的生产或采购，通过eBay、亚马逊等第三方电商平台完成商品展示和销售，主要盈利模式为赚取购销差价。根据选品品类策略不同可进一步分为精品模式和泛品模式。
新型社交电商	自建独立站	SHEIN、棒谷、环球易购、兰亭集势	公司对经营的产品进行统一的生产或采购，通过自有电商平台完成商品展示和销售，主要盈利模式为赚取购销差价。
	自建单页	厦门吉客印	公司设立专业买手团队挑选优质商品；利用大数据分析精准定位客户群体，在Facebook等社交网站买量投放广告，通过消费者点击广告后打开的产品单页完成商品展示和销售，主要盈利模式为赚取购销差价。

资料来源：中国电子商务研究中心、吉宏股份公司公告、开源证券研究所

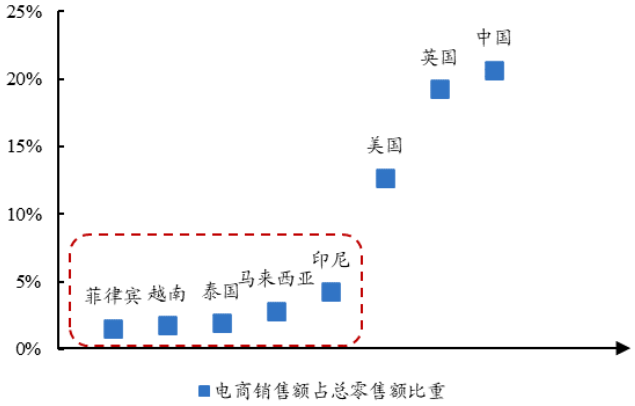
3.2 跨境电商：东南亚市场年轻、差异化、社媒高渗透，电商洼地方兴未艾

互联网经济高速发展，电商市场潜力无限。东南亚地区GDP增速达到5%-8%，且电商规模近5年复合增速达到35%；但目前电商渗透率仍极低，平均仅有2.5%（中国为25%），存在较大提升空间。

地域分散割裂、市场差异化明显，对电商选品与服务提出高要求。东南亚地域割裂分散、各国宗教语言文化差异较大，低客单价与高物流成本的矛盾又增加了传统平台电商标准化经营的盈利难度。因此，入乡随俗精准定位选品和客户成为经营关键。

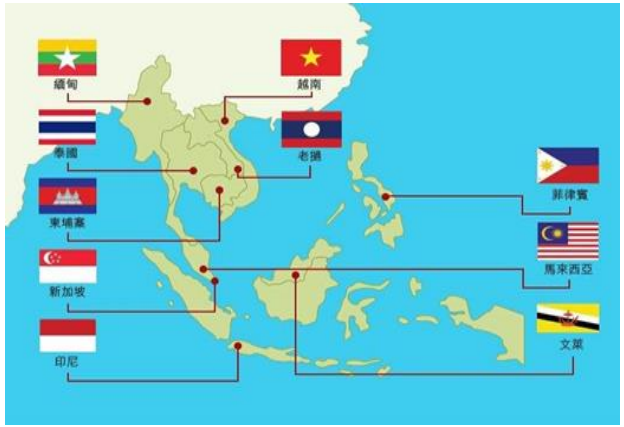
消费者画像：人口年轻、社媒高渗透，社交电商营销空间广阔。东南亚国家人口年轻，电商消费潜力群体数量庞大；同时青年人群重度使用社媒（社媒时长世界第一），流量成本也较低（约为欧美1/3），为通过社媒进行广告商品营销创造了条件。

图22：东南亚五国的电商渗透率均低于5%



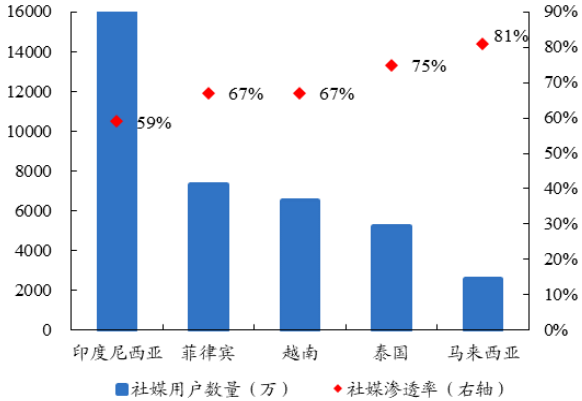
数据来源：eMarketer、Wind、开源证券研究所

图23：东南亚地域割裂，文化和消费偏好差异大



资料来源：新浪

图24：东南亚五国的社媒渗透率均超59%



数据来源：We Are Social、开源证券研究所

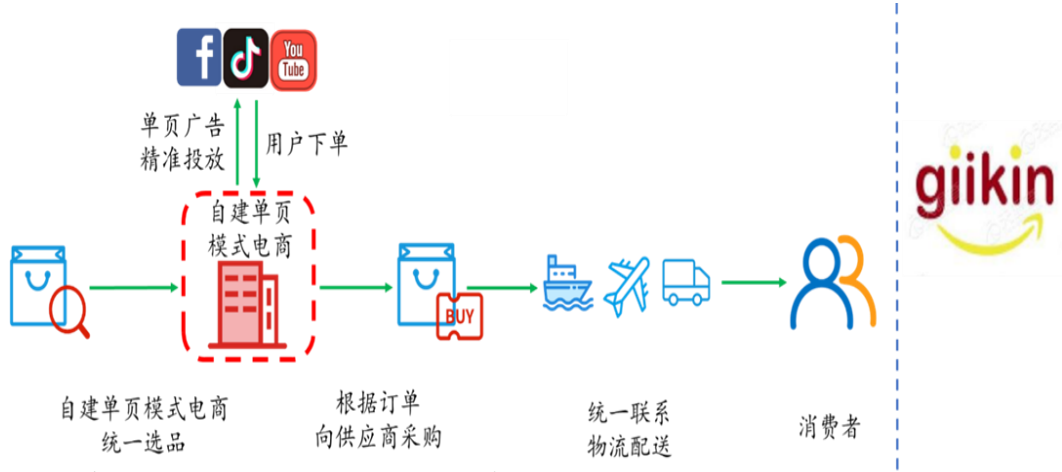
3.2 跨境电商：单页电商借助社媒实现精准营销，选品灵活、转化高、库存小

自建单页跨境电商借助社媒实现国内优质商品对海外消费者的精准营销触达与转化。自建单页模式电商的业务流程为：1）通过目标市场分析精选潜在爆品；2）通过大数据分析和精准客户定位，在社媒平台上（买量）精准投放单页广告；3）用户点击产品单页广告，完成商品信息浏览和下单购买；4）产生订单后，公司再向供应商采购，以货到付款方式结算。

自建单页模式相较平台电商，具有转化率高、选品灵活、调整快、库存小等优势。1）基于社媒平台提供的用户数据进行精准营销，转化率高。2）严格选品，降低滞销或签收率低的风险，提升爆款打造能力。3）营销效果可实时观测，降低营销投入风险。4）以销定产，库存压力大大减小。5）精准定位高净值人群，解决了东南亚市场电商低客单价导致电商盈利困难的痛点。

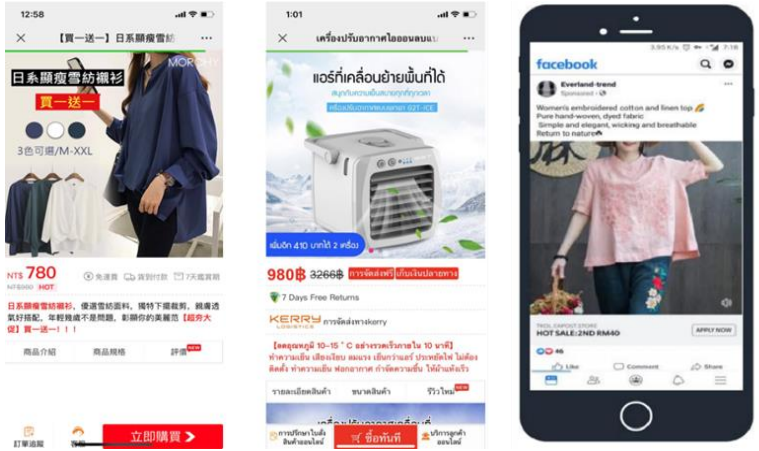
推荐标的：吉宏股份。

图25：自建单页模式借助社媒实现国内优质商品对海外消费者的精准营销触达与转化



资料来源：吉宏股份公司公告、开源证券研究所

图26：自建单页电商模式在主流社媒平台上精准投放单页广告



资料来源：吉宏股份公司公告

目 录

CONTENTS

1 行业回顾：经济回暖消费复苏，零售企业盈利改善

2 板块分析：线下零售承压，电商化妆品亮眼

3 重点关注：私域零售风起，跨境电商扬帆

4 投资建议与盈利预测

投资建议与盈利预测

投资主线1：超市板块继续推荐供应链优势突出的生鲜超市龙头**永辉超市**、**家家悦**。

投资主线2：消费复苏主线建议关注化妆品、黄金珠宝和母婴板块。

1）**化妆品板块**：低线红利、美妆意识觉醒和社媒营销驱动行业高景气，国货美妆凭“国潮风+快迭代+下沉市场”优势崛起；

2）**黄金珠宝板块**：直播电商打开线上新渠道，下半年婚庆需求释放，重点推荐**周大生**；

3）**母婴零售板块**：母婴连锁店渠道价值提升，头部公司持续受益母婴消费升级，重点推荐**爱婴室**。

投资主线3：疫情驱动海外线上消费需求增长，**跨境电商板块**全面爆发，重点推荐**吉宏股份**。

表2：开源零售重点推荐个股盈利预测与估值

证券代码	股票简称	评级	所属行业	收盘价（元）	EPS			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
601933.SH	**永辉超市**	买入	超市	8.35	0.26	0.33	0.42	32	25	20
603708.SH	**家家悦**	买入	超市	36.50	0.91	1.07	1.25	40	34	29
603214.SH	**爱婴室**	买入	专业连锁	32.44	1.15	1.48	1.89	28	22	17
002867.SZ	**周大生**	买入	珠宝首饰	25.38	1.43	1.78	2.11	18	14	12
002803.SZ	**吉宏股份**	买入	跨境电商	42.09	1.69	2.29	3.05	25	18	14

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为2020/09/15）

风险提示：宏观经济下行，疫情反复影响，行业竞争加剧等。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及
的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券