

## 电商 2020Q2 财报总结

### 年中大促带动强劲增长，跨界竞争强强联合

#### 核心观点：

- **年中大促带动强劲增长。**在 618 大促的拉动下，Q2 电商的规模增长呈现较强反弹，平台商户被抑制的营销投放需求也逐步释放，头部平台的用户获取延续 Q1 的高增长。
- **跨界竞争强强联合。**巨头生态的不断延展扩大了电商的边界，也加剧了跨界竞争。我们观察到国美×拼多多&京东、京东×快手、苏宁×抖音等诸多供应链和流量平台的强强联合。结盟的双方优势互补、各取所需，能避免在红利变迁中掉队，也为自身补齐短板争取了时间。
- **拼多多，无需太过纠结短期 GMV 增速波动。**2Q19 的高基数以及 2Q20 其他电商平台较大的促销力度导致本季度 GMV 增速较弱，但我们更应该看到拼多多环比 5510 万的 AAC 增长和 8140 万的 MAU 增长。用户数增速保持、业务发展势头向好、上下游布局加快的趋势下，成长逻辑与长期空间不因单季数据波动而改变。
- **阿里巴巴，或许在等待一个契机反守为攻。**市场对阿里的判断往往不只在阿里本身，而在于阿里的表现能不能胜过竞争对手。阿里正在面对来自各路劲敌的竞争，比起释放盈利（即使来自新业务亏损收窄而非提升货币化率），市场更需要看到阿里在市场份额、市场地位中有所突破。无需过于担心的是，阿里二十年间搭建的品牌服务体系与商业基础设施难被轻易动摇，各业务线可以依托庞大的生态根基相互支持，调整回旋的余地比一般玩家更充足；且阿里的组织变革与自我调整能力极强，经历过多轮流量变迁的洗礼，在长线作战中具备竞争优势。
- **京东，连续多个季度的过硬数据带来底气和自信。**京东作为零售商、定位于供应链服务的发展逻辑清晰，在已证明商业模式走通的情况下，我们侧重于关注规模与效率的提升，盈利释放只是时间问题。用户端本季 AAC 的 3000 万增长、超过 80% 的下沉比例是“惊喜”加分项。且实现规模化盈利、现金流充裕的情况下，京东在上游供应链资源把控、战略调整以及新业务孵化方面更加游刃有余。
- **投资建议：**各家头部公司的财报均可圈可点，强者结盟更加强了行业的马太效应。电商在中长期是最具成长性的渠道，头部平台在电商行业内部及外延的行业都有充足的发展空间，电商服务商、电商品牌也将持续受益。**建议关注：**估值相对较低、成长性高、竞争壁垒有认知差的品种，**南极电商**；行业扩张中受益最大、最具备长期投资价值的电商平台，**拼多多、阿里巴巴、京东**。
- **风险提示：**疫情反复；宏观经济下行影响终端消费需求；线上跨界竞争加剧。

#### 行业评级

买入

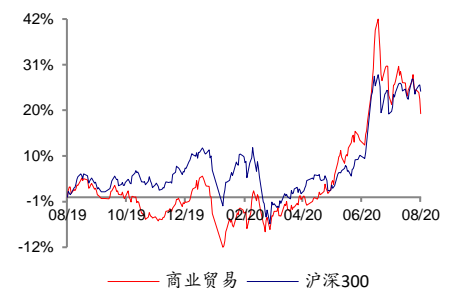
前次评级

买入

报告日期

2020-08-26

#### 相对市场表现



#### 分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-60750633

hongtao@gf.com.cn

#### 相关研究：

全球观察之宝洁集 2020-08-20

团:4QFY20 营收有机增长

6%，家清、个护产品表现靓丽

全球观察之联合利华集 2020-08-20

团:2Q20 营收平稳略降，消杀

类产品走俏，电商大幅增长

62%

商业贸易行业:7 月社零同比 2020-08-14

下降 1.1%，可选消费增速波动较大

#### 联系人：

童若琰 021-60750607

tongruoyan@gf.com.cn

## 每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
- 2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；
- 3、每周分享**经济学人**
- 4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

**扫一扫二维码**

关注公众号

回复：**研究报告**

加入“起点财经”微信群。。



## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
阿里巴巴	BABA.N	USD	286.00	2020/8/21	买入	319.75	64.70	81.85	30.54	24.14	27.19	21.40	16.5	17.1
阿里巴巴-SW	09988.HK	HKD	280.40	2020/8/21	买入	309.76	8.09	10.23	29.62	23.42	27.19	21.40	16.5	17.1
京东	JD.O	USD	78.97	2020/8/18	买入	71.84	11.10	15.58	49.16	35.02	53.87	31.71	8.5	13.9
京东集团-SW	09618.HK	HKD	315.80	2020/8/18	买入	278.41	5.55	7.79	416.13	296.47	53.87	31.71	8.5	13.9
拼多多	PDD.O	USD	87.24	2020/8/23	买入	94.99	-5.22	-0.69	-	-	-	-	-64.7	-44.4
南极电商	002127.SZ	CNY	18.51	2020/5/19	买入	24.64	0.65	0.83	28.48	22.30	24.61	19.24	24.9	24.1
星期六	002291.SZ	CNY	18.30	2020/5/5	买入	27.02	0.29	0.82	63.10	22.32	35.99	25.58	6.0	14.5
华熙生物	688363.SH	CNY	127.45	2020/4/29	增持	94.20	1.57	2.16	81.18	59.00	69.33	52.35	14.5	16.4
珀莱雅	603605.SH	CNY	170.74	2020/4/23	买入	143.63	2.48	3.16	68.85	54.03	51.23	41.08	19.7	20.1
丸美股份	603983.SH	CNY	74.09	2020/4/22	增持	75.00	1.50	1.84	49.39	40.27	44.57	36.08	18.4	18.4
上海家化	600315.SH	CNY	40.20	2020/4/23	买入	32.54	0.89	1.00	45.17	40.20	28.49	32.75	8.8	8.9
苏宁易购	002024.SZ	CNY	9.74	2020/7/31	买入	14.61	0.24	0.38	40.58	25.63	639.85	91.88	2.6	3.9
永辉超市	601933.SH	CNY	8.70	2020/8/2	增持	12.60	0.28	0.38	31.07	22.89	19.98	16.09	3.8	3.2
家家悦	603708.SH	CNY	43.34	2020/4/22	增持	33.30	0.95	1.13	45.62	38.35	25.94	21.52	18.4	20.0
红旗连锁	002697.SZ	CNY	8.84	2020/8/18	买入	10.12	0.50	0.58	17.68	15.24	15.23	13.23	18.0	17.9
青松股份	300132.SZ	CNY	22.14	2020/8/9	买入	31.30	1.09	1.30	20.31	17.03	31.79	30.52	15.6	15.8
爱婴室	603214.SH	CNY	33.81	2020/8/19	买入	42.86	0.82	1.02	41.16	33.10	22.10	17.87	15.1	16.8
周大生	002867.SZ	CNY	24.50	2020/7/19	买入	37.67	1.52	1.88	16.12	13.03	13.15	10.37	20.2	20.9
老凤祥	600612.SH	CNY	54.06	2020/4/27	买入	53.13	2.95	3.50	18.33	15.45	7.71	6.51	18.0	17.6
天虹股份	002419.SZ	CNY	10.93	2020/8/7	买入	12.00	0.41	0.75	26.66	14.57	10.42	7.69	8.2	10.8
王府井	600859.SH	CNY	53.51	2020/4/29	买入	14.92	0.78	1.24	68.60	43.15	30.58	22.22	5.2	8.0
重庆百货	600729.SH	CNY	33.88	2020/4/30	买入	35.90	2.66	3.61	12.74	9.39	7.86	5.81	15.1	17.5
豫园股份	600655.SH	CNY	9.12	2020/6/3	买入	9.5	0.94	1.09	9.7	8.37	8.33	7.31	10.6	11.1

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算。阿里巴巴（BABA.N）收盘价、合理价值单位均为美元/ADS，阿里巴巴-SW（09988.HK）收盘价、合理价值单位均为港元/股，EPS采用 non-GAAP 口径计算，单位人民币；京东（JD.O）收盘价、合理价值均为美元/ADS，京东集团-SW（09618.HK）收盘价、合理价值单位均为港元/股，EPS采用 non-GAAP 口径计算，单位人民币；拼多多（PDD.O）收盘价、合理价值均为美元/ADS，EPS采用 non-GAAP 口径计算，单位人民币。

如无特别说明，以下元均指人民币元。

## 一、如何看待当下的电商竞争格局

由于存在赢家通吃的可能性，电商竞争中获取市场份额始终重于盈利释放。尽管增速放缓，当前电商依然是一个高速增长的红利渠道，人们的消费还在以各种方式线上化——高增长意味着空白与机会，意味着新玩家的突破口，意味着行业格局可能重塑。互联网巨头手握流量，纷纷延展生态，在实物电商、本地生活服务、内容等多方面迎来跨界竞争。

竞争局面已经变得空前激烈。阿里、京东、拼多多的竞争尚未趋缓，抖音、快手已带着内容流量优势高调入局，并形成了新的“流量+供应链”联盟；美团与饿了么继续外卖交战，并加码全品类的同城配送，冲击传统电商的交付路径。

### （一）拼多多

拼多多，在用户数增速保持、业务发展势头向好、上下游布局加快的趋势下，无需太过纠结短期GMV增速波动，成长逻辑与长期空间不因单季数据放缓而改变。

拼多多本季交出了令人大跌眼镜的GMV成绩：48%的GMV单季增速仍然大幅领先竞争对手，但相比较拼多多上一季度的99%，放缓幅度显然超过了市场预期。

用户数据保持强劲：Q2年活跃买家环比增加5510万至6.83亿，MAU环比增长8140万至5.69亿；且参考QM数据，拼多多是唯一7月DAU、用户使用时长数据并未出现明显环比回落的电商平台。

因而本季度拼多多人均消费几乎没有提升（环比提升15元至1857元），最重要的两个原因是：2Q19的高基数（首次参与6月大促并推出百亿补贴活动，高客单价消费电子出货量），以及2Q20其他电商平台较大的促销力度（天猫京东的折扣之下产品性价比强于拼多多）。且由于GMV计算口径包含了未实际成交订单，Q1存在更多下单未发货情况，GMV虚高比例更大，以Q2增速对比Q1情况也会出现较大落差。

拼多多报表中收入与利润表现不弱，但我们可以明确感受到现阶段市场仍然把拼多多的盈利能力当做一个“可选项”。无论是提高货币化率还是控制营销投入，市场都不那么急迫；用户数追平阿里、市占率超越京东再逼近阿里才是市场对拼多多最大的期待。

手握庞大的用户流量和商户资源，拼多多可向诸多业务板块延伸，带给投资人足够的想象空间，过往的骄人战绩也验证了其团队的灵活性与执行力。业务方面来看，拼多多的流量玩法还在翻新，农产品、C2M相关业务持续推进，新延伸B2B服务，电商配套设施也在不断完善，例如：用户端，今年拼多多主推的直播、拼小圈、快团团，是将直播、朋友圈、社区团购翻新成了拼多多版玩法，融合了拼多多的商品供应能力和微信社交关系，继续社交裂变、拉新促活；2020年7月，拼多多上线了“多多批发”进军B2B，完善B2B2C生态链，对1688形成竞争压力；2020年1月拼多多曲线获得付费通，拿到支付牌照...拼多多依然有足够的空间有所作为。

## （二）阿里巴巴

**阿里巴巴，或许在等待一个契机反守为攻。**阿里的财报数据增长一直相对稳健，但市场更多的关注点总是在阿里财报之外——在于阿里的表现能不能胜过竞争对手。阿里庞大的生态正在面对来自各路劲敌的竞争：本地生活中，美团在外卖、到店、闪购、酒旅方面份额占优，并有扩大优势之势；核心电商业务上，拼多多在以更快的速度获取用户和市场份额，且内容平台抖音快手一方面分流阿里商户的广告预算，一方面建立起自己的小店交易系统，尝试电商闭环；文娱方面，优酷或许是“爱优腾”中实力较弱的玩家。**比起释放盈利（即使来自新业务亏损收窄而非提升货币化率），我们更需要看到阿里在市场份额、市场地位中有所突破。**

无需过于担心的是，新锐对手在度过红利成长期后，流量衰减、基础设施不完善等问题或许会集中爆发；作为电商王者，阿里二十年间搭建的品牌服务体系与商业基础设施难被轻易动摇，各业务线可以依托庞大的生态根基相互支持，调整回旋的余地比一般玩家更充足。且阿里的组织变革与自我调整能力极强，经历过多轮流量变迁的洗礼，在长线作战中具备竞争优势。

## （三）京东

**京东，连续多个季度的过硬财报带来底气和自信。**2019年初战略调整后，京东作为零售商、定位于供应链服务的发展逻辑清晰，在已证明线上自营商品+自营物流商业模式可盈利的情况下，规模效应带来效率提升只是兑现的时间节奏问题。京东的步伐在最近的一年持续超预期，也证实了京东仍是一家具备互联网组织能力的零售商，战略的调整速度、执行能力远超一般实体企业。

**转变定位后，我们对于京东的期待更多地侧重于规模与效率，流量增长成为“加分项”。**Q2京东的新增用户数比较令人“惊喜”，年活跃买家环比增长3000万至4.17亿，环比增幅创历史新高，其中80%新用户来自低线城市。2019年10月上线的京喜开始产生较为明显的贡献，京东“用微信流量”的方式一直在进步。对于零售商京东而言，流量不必强求全部闭环在主站，在微信或快手内完成交易、由京东交付，亦是一种选择。

**现金流充裕、实现规模化盈利，京东在上游供应链资源的把控以及战略调整方面更加游刃有余。**京东Q2在手现金达716亿，近四个季度TTM自由现金流均在150亿以上，现金流充裕才能在经营方案和节奏上选择最优解（营销费用的预算约束更少）、支持新业务孵化（比如线下、比如技术），才能有充分空间支持供应商现金流转换取更多合作资源（去年下半年以来应付账期持续缩短）。

京东作为零售商，是以规模和效率为核心、持续释放利润、保持优秀现金流的发展路径。2018年底以来，京东经历了超跌反弹与估值修复，获得了成长型公司应有的估值认可；在盈利常态化、估值逻辑逐渐从PS切换为PE后，估值水平的进一步提升则需要在零售商的身份之外有商业模式上的突破。接下来，基本盘的再扩张或许是京东增长的核心驱动因素，如生鲜&快消的O2O打通、线下零售体系的优化，都将打开新的成长空间。



#### （四）流量与供应链的联盟

2019Q4我们即强调了对直播电商的重视，关注内容流量平台对电商的介入。无论从用户注意力、交易规模还是广告主预算分配的角度，抖音快手的入局都是传统电商玩家无法躲闪的竞争。

对任何一个玩家来说，吃透流量到供应链的每一个环节都非易事。电商运作规模化后，商品治理必然成为平台的一道坎；流量平台往往也难以快速获得零售供应链管理供应链、组一盘货的能力。Q2以来，我们看到了多个流量与供应链结盟的案例：

（1）京东×国美：2020年3月，国美官方旗舰店正式入驻京东；5月28日，京东宣布战略投资国美零售，认购1亿美元国美零售发行的境外可转债；8月10日，国美与京东共同宣布启动300亿元联合采购计划。

（2）拼多多×国美：2020年4月19日，拼多多宣布认购国美零售发行的2亿美元可转债；国美入驻拼多多并上架全量商品，拼多多则对国美旗舰店开启流量优惠。

（3）快手×京东：2020年5月27日京东与快手达成战略合作，快手用户可直接在快手小店购买京东自营商品，无需跳转APP，享受京东配送及售后服务。6月16日快手与京东联合举办“双百亿补贴专场”，单日实际支付金额达14.2亿，后续合作则进入常态化运营。

（4）抖音×苏宁：在618达成合作后，2020年7月30日苏宁和抖音的合作再上一个台阶，苏宁全量商品入驻抖音小店并开放给所有主播，用户无需跳转即可在小店完成购买，享受苏宁物流和售后服务体验。818活动中，苏宁4小时直播带货销售额达2.4亿。

流量和供应链的分工合作在一段时间内都是最好的选择，结盟的双方优势互补，各取所需，能避免在红利变迁中掉队，也为自身补齐短板争取时间；在长期中，专业的人做专业的是或许也是更有效率方式。

## 二、疫情阴霾退散，大促力度空前，网购增速反弹

受疫情影响，2Q20网购大盘重回高增速，网购占社零比重进一步提升。根据统计局公布的数据，2020H1实物网购累计同比增速14.3%，推算Q2增速为约21.5%，网上商品和服务销售额累计增速7.3%，推算Q2增速约14.4%；Q2社零大盘整体同比下降3.8%，降幅环比Q1有所收窄，实物网购占社零的比重1-6月累计值提升至25.2%（上年同期为19.6%）。

Q2国内疫情消散并叠加618大促使各龙头电商获益于Q1被压抑的消费需求，各龙头GMV环比均有不同程度回暖。根据各公司财报：

（1）拼多多：二季度TTM GMV同比增长79%至1.27万亿元，推算单季度GMV同比增长约48%至3459亿元。

（2）阿里巴巴：FY1Q21天猫实物GMV增长27%（剔除了未付款订单；FY4Q20该增速为10%），销售已完全从疫情影响中恢复，FMCG、消费电子仍是增速最快的品类。

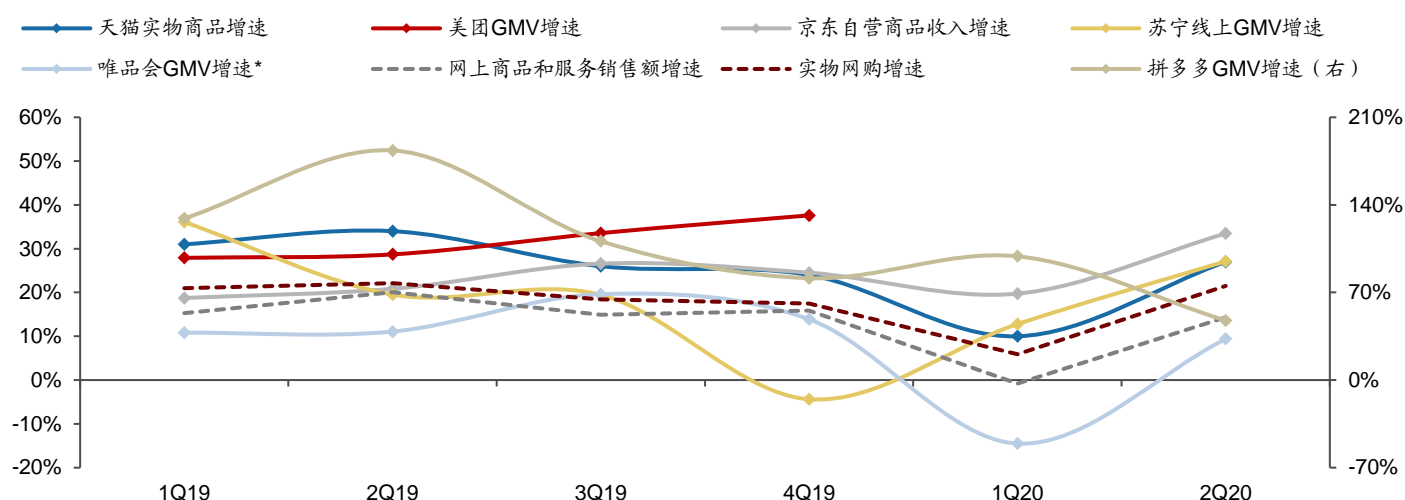
(3) 京东: 2Q20京东自营商品收入增长33.5%至1782亿元, 其中非电商品收入增长加速至45%; 大商超(FMCG+生鲜)在上半年成为收入比3C更大的第一大品类, 生鲜品(fresh produce products)二季度订单量同比增长超过140%。

(4) 苏宁易购: 2Q20线上含税销售规模同比增加27.1%至738亿元, 其中自营同比上升7.2%至448亿元, 开放平台增长78%至290亿元。

(5) 唯品会: 2Q20唯品会GMV同比增加9.4%至384亿元, 订单数同比增长15.4%至1.7亿单, 收入同比上升6.0%至241亿元, 数据环比Q1有所恢复。

二季度的618是疫情以来第一个消费狂欢, 平台与商家对“618”的重视程度、投入力度不逊于“双11”, 拉动了电商整体在Q2的增速反弹: (1) 京东6月1日至18日累计下单金额达到2692亿元, 同比增长33.6%, 187个品牌实现下单金额破亿, 京喜日均单量超过700万; (2) 天猫618消费季期间(5月25日开启预售至6月18日), 累计下单金额为6982亿元, 投放了100亿消费券和补贴; (3) 拼多多5月25日至6月18日12时平台订单量较去年同期增长119%, 农副产品订单增长136%; (4) 苏宁易购加码“J-10%”, 6月18日当天全渠道销售规模增长129%。

图1: 电商龙头规模增长速度对比



数据来源: 各公司财报, 统计局, 广发证券发展研究中心

### 三、用户增幅环比回升, 线上消费习惯强化

Q1的疫情帮助电商完成了更多的网购教育, Q2的大促则紧接着强化用户的线上消费习惯。从数据来看, 各平台Q2用户指标均表现优异, 7月出现一定降温。根据各公司财报及QM数据:

(1) 阿里巴巴: FY1Q21, 阿里移动端MAU环比增加2800万至8.74亿, 年活跃买家(AAC)环比增加1600万至7.42亿; 此外阿里不断获取低线城市新用户, 例如自淘宝特价版2020年3月推出新版本以来, 到2020年6月移动月活跃用户已达到约4000万。

(2) 京东: 自建物流带来的强履约能力持续吸引新用户进入, 下沉进程稳步推进; Q2年活跃买家环比增长3000万至4.17亿, 环比增幅创历史新高, 其中80%新用户来自低线城市。京喜、极速版与主站共同发力(参考QM数据, 京喜微信小程序6

月MAU超过2.4亿)，产生了较好的低线拉新效果。

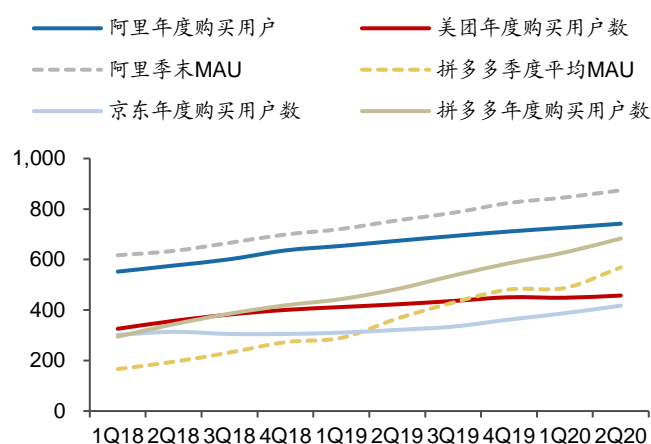
(3) **拼多多**: 保持强用户获取能力, Q2年活跃买家环比增加5510万至6.83亿, MAU环比增长8140万至5.69亿。参考QM数据, 今年以来拼多多DAU与阿里进一步缩小差距; 与阿里京东相比, 拼多多对大型促销的依赖更小, 7月DAU、用户使用时长数据并未出现明显环比回落。

(4) **美团点评**: 依据公司财报数据, Q2年活跃买家达4.57亿, 同比增长8.2%, 环比增加870万。

(5) **苏宁易购**: 根据公司半年度业绩快报, 截至2Q20苏宁共有注册会员6.02亿, 2020H1新增注册用户数4683万, 6月活跃用户数同比增长22.37%。参考QM数据, 苏宁易购APP 2Q20平均MAU为4540万。

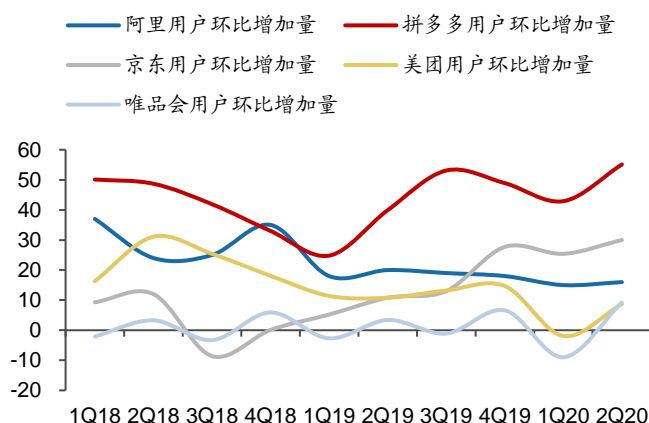
(6) **唯品会**: 依据公司财报, Q2季度活跃买家同比增加570万至3880万, 环比增加920万。

图2: 龙头公司用户数量对比 (百万)



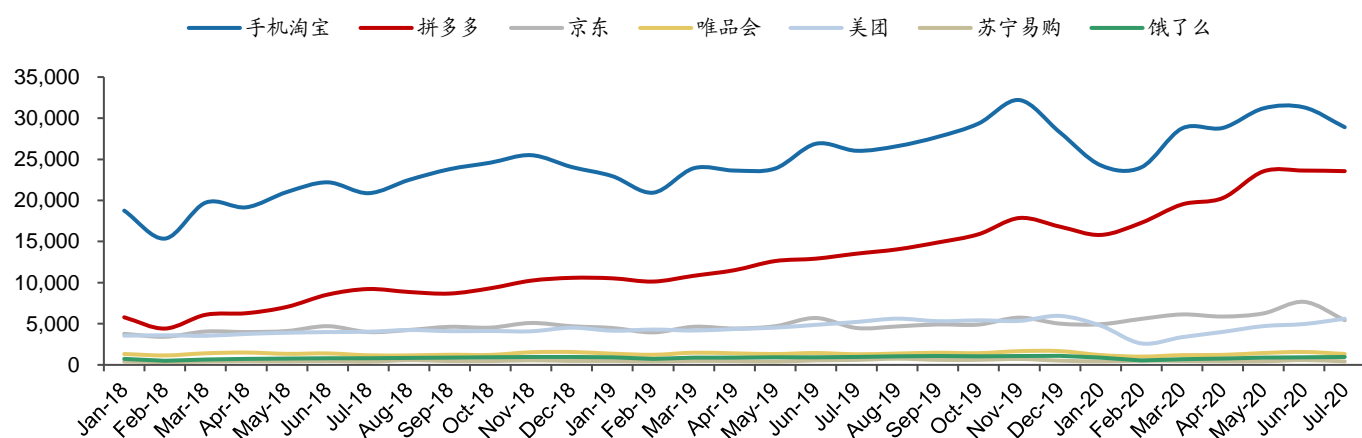
数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 龙头公司用户数量环比增长情况 (百万)



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心 (唯品会为季度活跃买家, 其他公司为年度活跃买家)

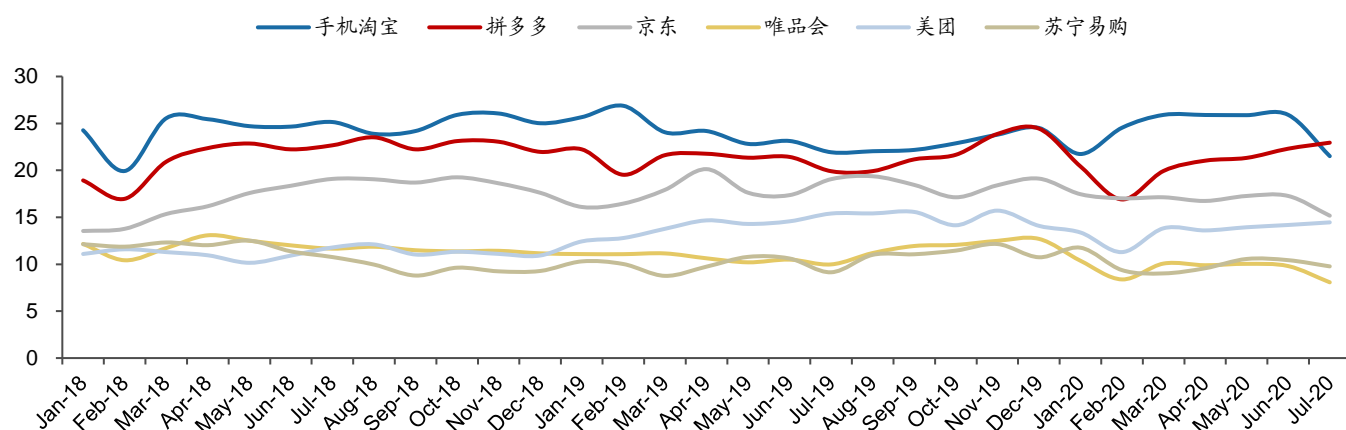
图4: 头部电商DAU对比 (万)



数据来源: QM, 广发证券发展研究中心



图5：头部电商人均使用时长对比（分钟/日）



数据来源：QM，广发证券发展研究中心

## 四、谨慎投入，亏损收窄

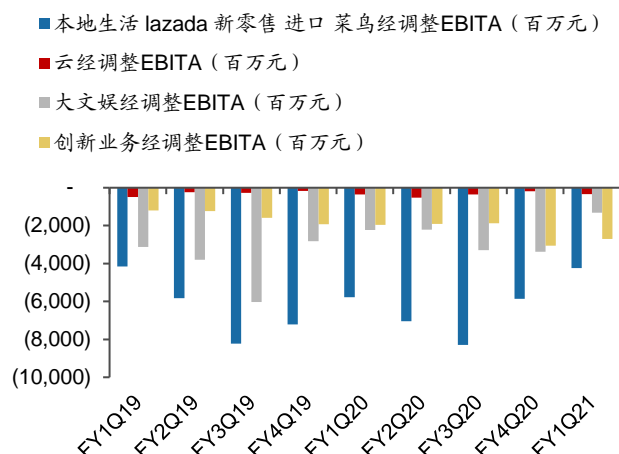
二季度整体经济环境尚有较大不确定性，资金投入新业务、市场营销的效率或有折扣，巨头们在开支方面普遍持谨慎态度，为下半年留足弹药。根据各公司财报：

**（1）阿里FY1Q21商业板块中战略型业务稳健增长、亏损大幅收窄，经调整EBITA同比收窄15亿元至42亿元，亏损率同比收窄8.5pp至-7.4%，具体来看：**①本地生活收入同比+15%至62亿元（环比+47%），本季度UE转正。②菜鸟收入同比+54%至77亿元，单均收入提升、跨境物流增加均有贡献。③国际业务表现突出，零售+26%、批发+43%（付费商户数及跨境出口增值服务均有增长）。④新零售仍在不断取得进步，盒马线上GMV占比已超过60%、开业一年以上的门店同店录得双位数增长；超市配送方面，阿里的改造驱动了高鑫零售约15%的收入。云业务、大文娱、创新业务经调整EBITA分别为-3、-13、-27亿元，其中除创新业务外，同比降幅均有所收窄。

**（2）京东2Q20战略新业务（剔除资产收益）经调整营业利润为亏损9100万元，同比大幅收窄（19年同期亏损9亿元），亏损率也随之收窄至-1%，接近盈亏平衡。**

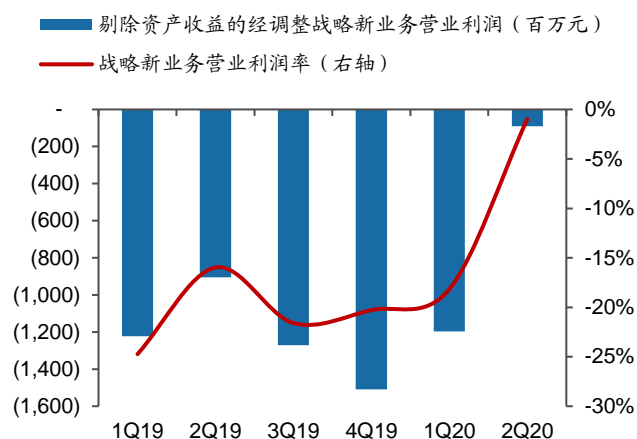
**（3）拼多多同样在营销投入上有所控制，亏损收窄。Q2营销费用同比增长49%至91亿元，增速环比Q1继续下降，但对GMV比率提升至2.6%。研发费用同比增长107%至17亿元，农业及C2M数据预测、物流系统规划方面的投入较大。non-GAAP营业亏损为7.3亿元，non-GAAP归母净亏损大幅收窄至7724万元。**

图6: 阿里亏损业务的经调整EBITA



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

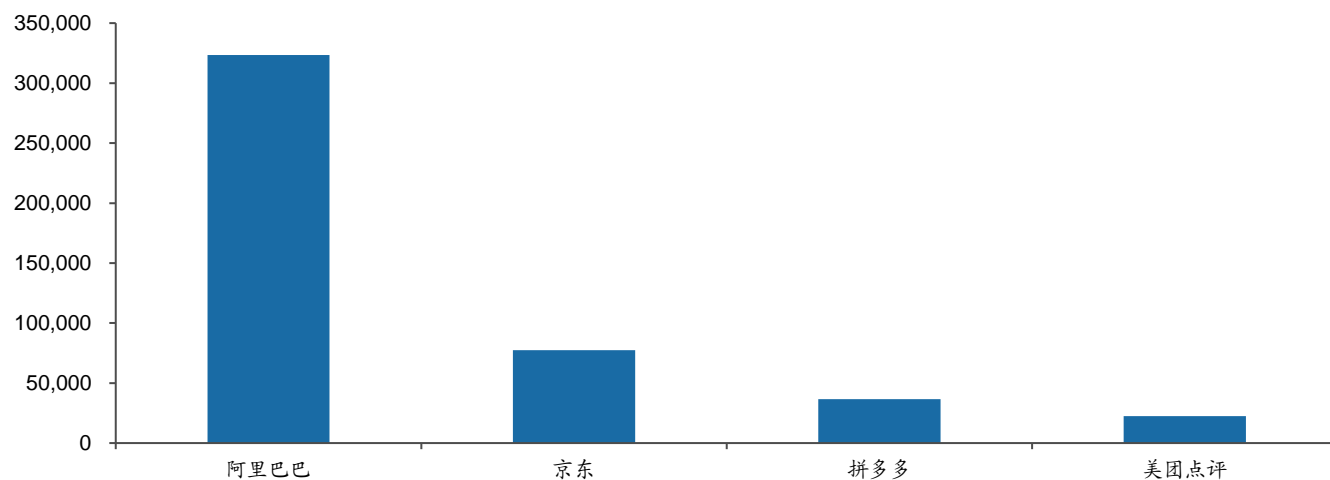
图7: 京东新业务亏损率收窄



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

阿里、京东、拼多多、美团等龙头电商公司目前拥有相对充裕的在手现金，周转能力强，可为合作伙伴提供资金周转支持，换取未来更多合作。阿里、京东、拼多多、美团截至2Q20在手现金（货币资金+受限制现金）分别为3234、773、367、224亿元，充裕的在手现金不但可以为自身业务的扩张提供资金保障，还能为合作伙伴提供周转账期上的资金支持。

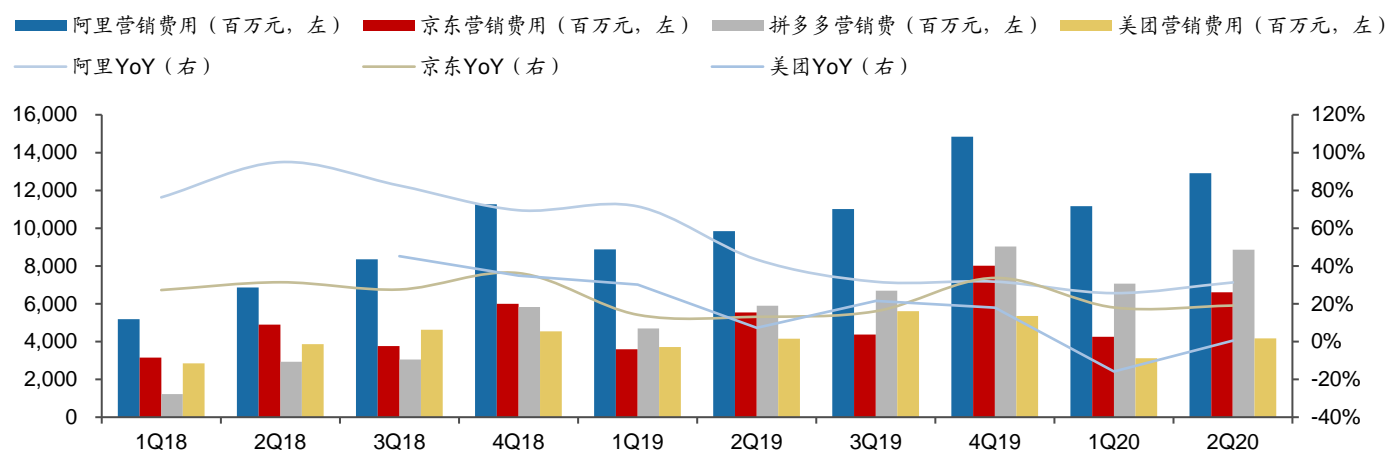
图8: 主要龙头2Q20在手现金情况 (百万RMB)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心 (口径为货币资金+受限制现金)

在广告市场延续负增长的情况下，巨头仍可负担继续增长的营销费用。本季度618大促力度比往年更强，但从各平台在营销开支上的增幅可见仍有一定的谨慎控制。2Q20阿里、京东、拼多多、美团营销开支分别为129、66、89、42亿元，同比增速分别为31%、19%、50%、1%。

图9：主要龙头公司营销费用同比增速情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心（营销费用取 non-GAAP 口径）

## 五、风险提示

疫情反复；宏观经济下行影响终端消费需求；线上跨界竞争加剧。

## 广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 贾雨朦：高级研究员，伦敦政治经济学院风险与金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 童若琰：研究助理，上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：美国西北大学项目管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。





START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告