

下沉市场：电商巨头新战场

——电商精品系列报告之二

证券分析师：赵令伊 A0230518100003

证券分析师：罗贤飞 A0230520040001

报告联系人：张玲玉 A0230120050001

2020.7.30

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>



- **中国下沉市场总人口占比68.5%，消费水平提升空间大，电商向下沉市场渗透加速，成长空间广阔。**双十一期间，头部电商平台超过60%新增用户来自下沉市场。
- **网络、支付、物流等基础设施的逐步完善为下沉市场的开拓奠定基础。**我们测算，2019年中国下沉市场线上消费总体规模约为4.02万亿，预计2023年将达到8.34万亿（假设年度增速为20%）。
- **电商龙头企业“线上+线下”全渠道发力下沉市场，低线用户打开广阔成长空间。**阿里、京东、拼多多、苏宁等下沉市场战略落地成效明显，下沉市场已经成为电商重要增长引擎之一。**线上下沉市场战略以低价爆款+产业带协同为核心，高效物流为支撑。**主要打法则根据下沉市场用户特征和心理定制，包括借助社交平台作为流量入口、本地品牌低价爆款、红包返利、“拼团”等。电商平台对标下沉市场的APP通过低价吸引消费者、通过社交手段将流量集中，规模化后反向定制，利用社群和算法向消费者推荐商品，精准营销、降本提效。**线下则以加盟店形式布局实体店，或者通过对外投资低线城市实体零售企业进一步渗透下沉市场，从而支撑线上下沉市场开拓，实现线上线下全渠道融合。**
- **推荐标的：**阿里巴巴、京东、拼多多。
- **风险提示：**三线及以下城市经济增速不达预期；电商行业竞争加剧；行业政策出现重大变化

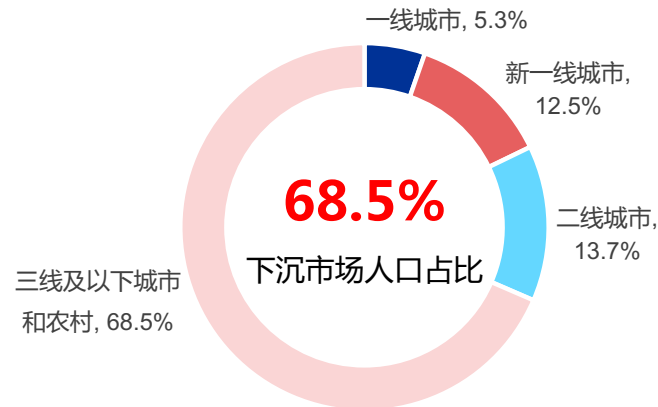
主要内容

1. 电商下沉市场增量空间广阔
2. 基础设施为下沉市场开拓奠定基础
3. 下沉市场成电商巨头新战场
4. 投资建议及风险提示

1.1 下沉市场人口规模大，贡献互联网用户主要增量

- **三线及以下城市和农村人口占比高达68.5%，下沉市场用户规模巨大。**其中，下沉市场00后占比近7成，下沉市场消费潜力巨大。
- **下沉用户是互联网用户主要增量来源。**2020Q1移动互联网月活跃用户规模增长约1700万，其中高线城市用户减少714万，而三线及以下城市用户增长2,461万。

图1：下沉市场人口占比约68.5%



资料来源：国家统计局，申万宏源研究
注：除少数城市外，其余采用2019年常住人口数据计算

图3：下沉市场互联网用户规模增长显著

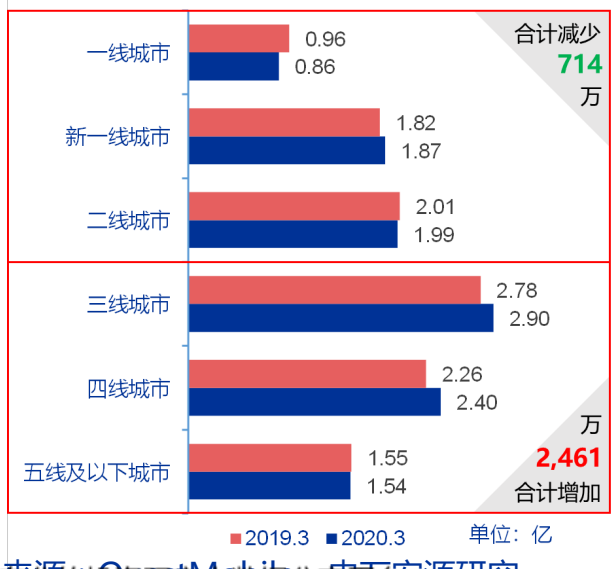
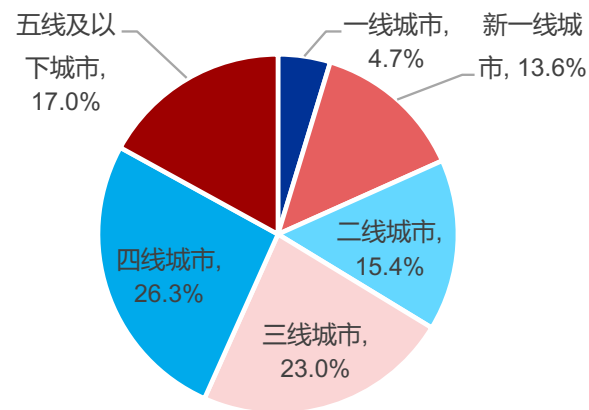


图2：下沉市场00后占全国00后总人口66.3%



资料来源：MobTech，申万宏源研究

1.2 政策支持农村互联网建设，推动电商下沉发展

- 商务部及发改委频频出台政策支持农村电子商务行业发展，并发放中央财政资金支持，包括**农产品上行、物流及供应链建设、农村电子商务培训、示范县建设**等。

图4：鼓励农村电子商务发展相关政策

《关于开展2017年电子商务进农村综合示范工作的通知》
2017.5

基本原则：强化服务，聚焦上行。

财政资金支持：聚焦农村产品上行；支持县域电子商务公共服务中心和乡村电子商务服务站点的建设改造；支持农村电子商务培训；推动示范县充分发挥作用。

《关于深化农商协作大力发展农产品电子商务的通知》
2017.8

重点任务：1) 开展农产品电商出村试点；2) 打造农产品电商供应链；3) 推动农产品产销衔接。4) 实施农村电商百万带头人计划；5) 提高农产品网络上行的综合服务能力；6) 强化农产品电子商务大数据发展应用；7) 大力培育农业农村品牌；8) 健全农产品质量安全检测和追溯体系；9) 开展农产品电子商务标准化试点；10) 加强监测统计和调查研究。

《关于开展2018年电子商务进农村综合示范工作的通知》
2018.5

基本原则：因地制宜，协调推进。推进农村电子商务与扶贫开发、乡村振兴有机结合。

财政资金支持：促进农村产品上行；完善农村公共服务体系；开展农村电子商务培训。

《关于支持推进网络扶贫项目的通知》
2019.9

扎实推进农村电商。1) 支持“互联网+”农产品出村进城工程，建立完善适应农产品网络销售的供应链体系、运营服务体系和物流、仓储等支撑保障体系，推动贫困地区农产品上网销售，实现优质优价，助推脱贫攻坚。2) 支持电商企业采取多种方式，拓宽贫困地区农产品销售渠道。3) 支持农村物流配送体系建设，进一步提升贫困地区快递网点乡镇覆盖率。

1.3 农村居民收入增长迅速，消费水平提升潜力大



- **农村居民收入增长迅速，2019年中国农村居民人均可支配收入16,021元，同比增长9.6%。**近年来农村居民人均可支配收入增速持续高于城镇，然而农村居民人均可支配收入和消费水平与城镇居民仍有较大差距，下沉用户消费水平提升空间巨大。
- **城镇化率逐年上升，2019年中国农村人口5.5亿，城市人口8.5亿，城镇化率为61%。**城镇化率持续提升推动农村居民消费升级。

图5：农村居民人均可支配收入增速高于城镇

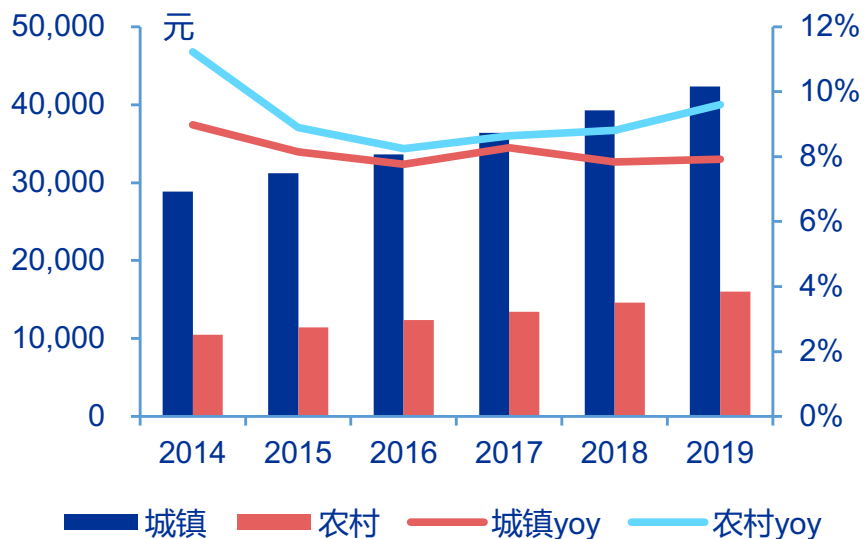
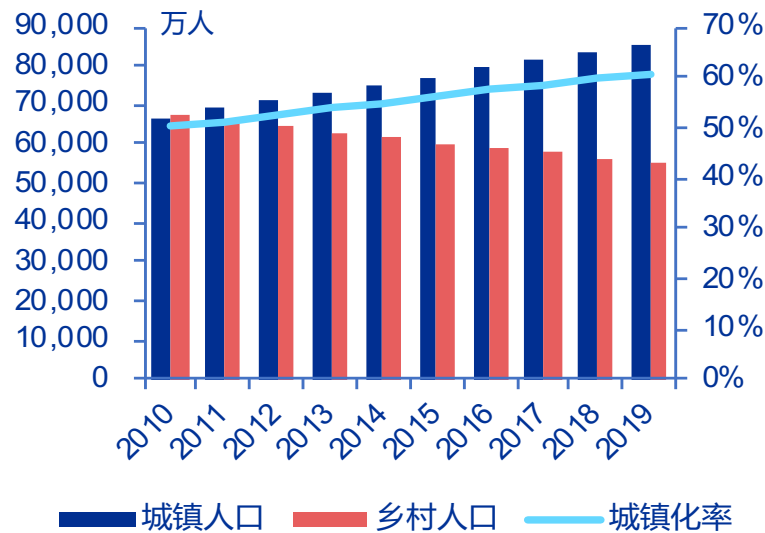


图6：城镇化率逐年上升



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.4 下沉市场用户更关注价格和产品口碑

- **下沉市场用户相较于一二线城市用户更关注价格和产品口碑。**下沉市场用户和高线城市用户对于产品口碑和评价的关注指数分别为7.11/7.08，对于价格的关注指数分别为6.4/5.91。对于不同品类，下沉市场用户对于产品的关注点不同，但整体与高线城市相比，更关注价格和产品口碑，对质量和品牌知名度的关注较少。

图7：不同品类下沉市场用户关注点不同

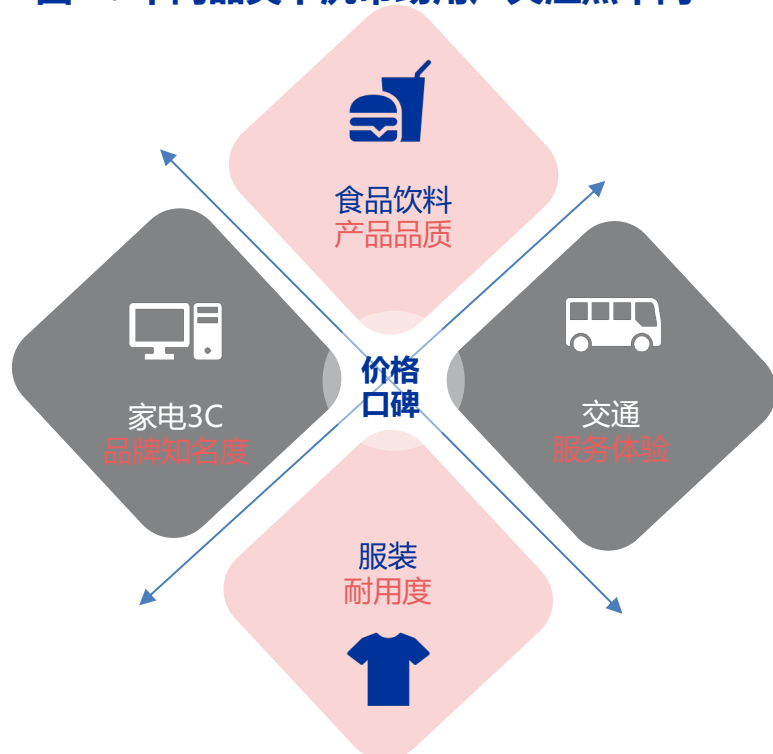
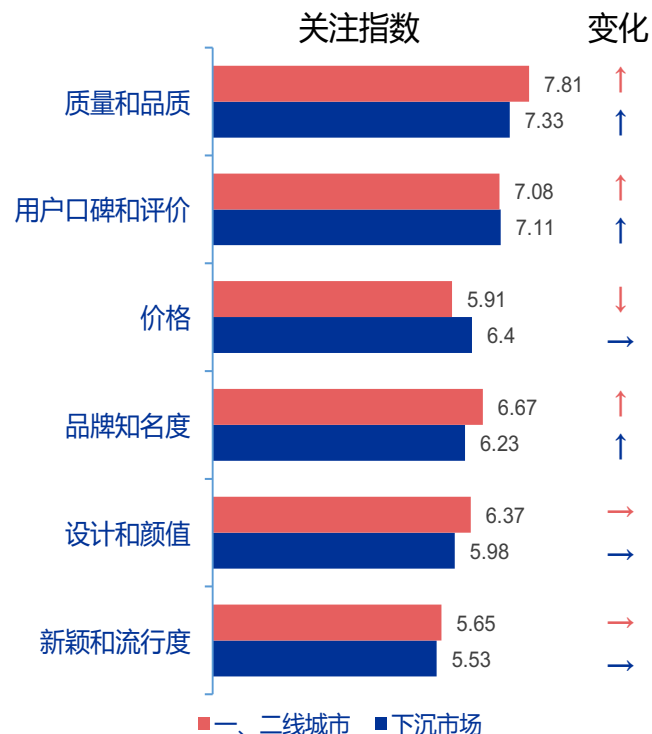


图8：与高线城市用户相比，下沉市场用户更关注价格和产品口碑



资料来源：Analysys 易观，申万宏源研究

1.5 电商巨头花样玩法，加速抢占下沉市场份额

- 双11期间头部电商平台超过**60%**新增用户来自下沉市场，其中手机淘宝新增用户中下沉市场用户占比达到**72.3%**。
- 双11期间各大电商平台通过**大额补贴、社交拼购、红包与现金券**等活动拉新下沉市场用户。

图9：双11用户增量主要来自下沉市场

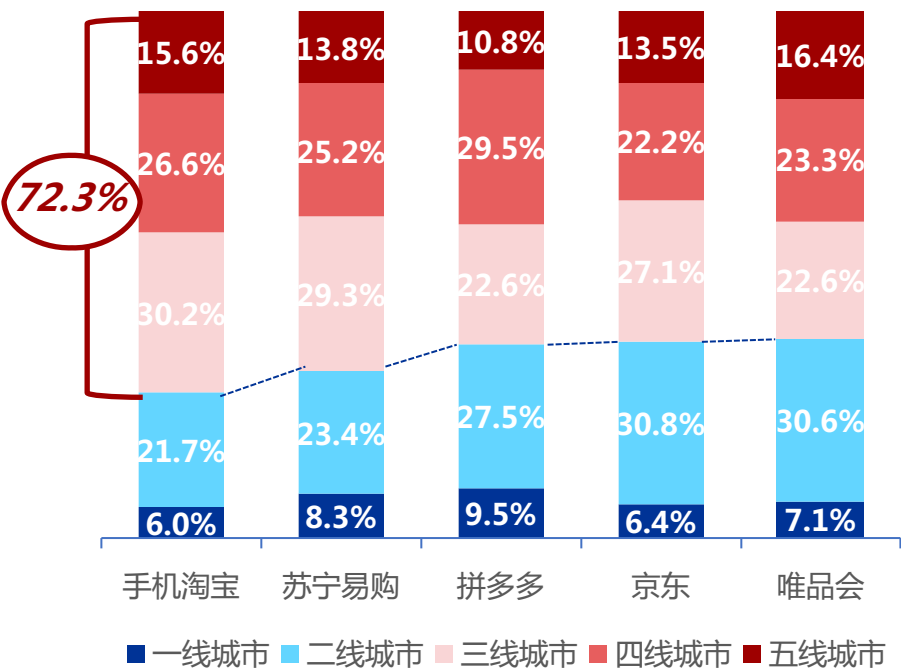


图10：双11各电商平台玩法多样



资料来源：Mob研究院，申万宏源研究

资料来源：Mob研究院，申万宏源研究

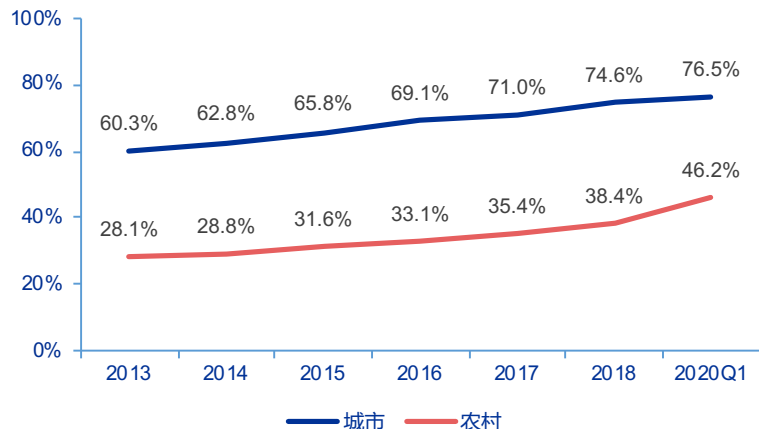
主要内容

1. 电商下沉市场增量空间广阔
2. 基础设施为下沉市场开拓奠定基础
3. 下沉市场成电商巨头新战场
4. 投资建议及风险提示

2.1 互联网覆盖率提升，农村网络零售额增长强劲

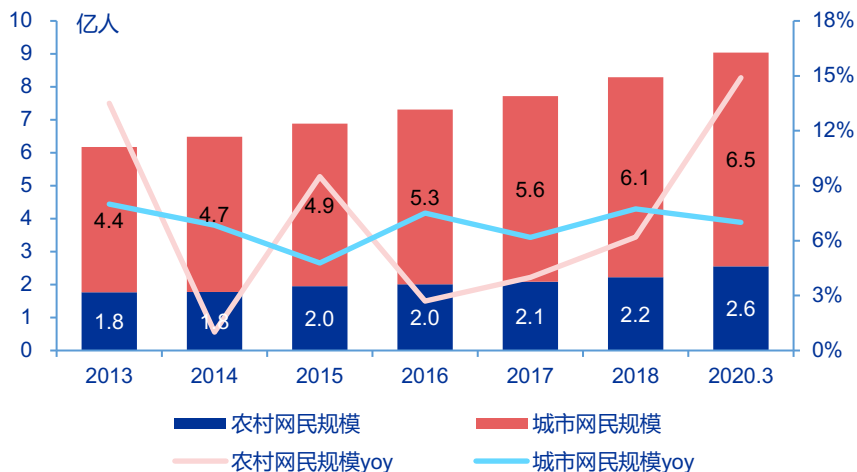
- 中国互联网覆盖率显著提升，农村网络零售额增长强劲。截止2020Q1，城市互联网覆盖率达76.5%，农村互联网覆盖率达46.2%。中国农村网民规模达2.6亿人，同比增长14.9%；农村网络零售额快速增长，2019年达1.7万亿，同比增长19.1%。

图11：城乡互联网覆盖率差距收窄



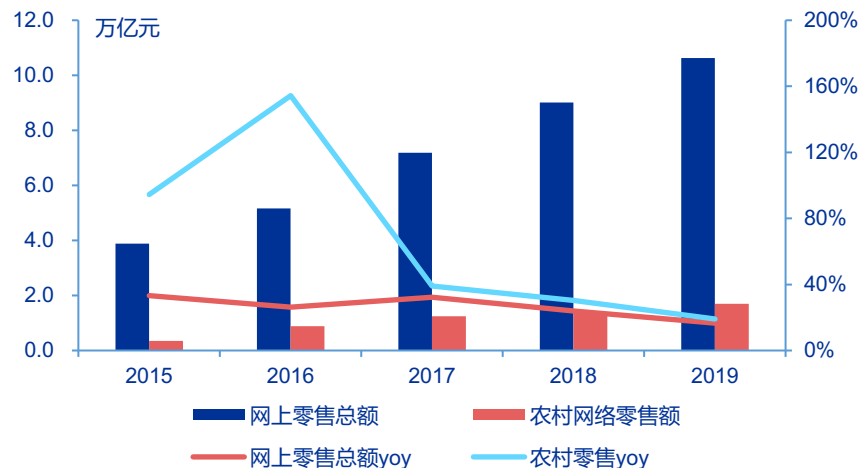
资料来源：CNNIC，申万宏源研究

图12：农村网民规模达2.6亿人



资料来源：CNNIC，申万宏源研究

图13：农村网络零售额快速增长

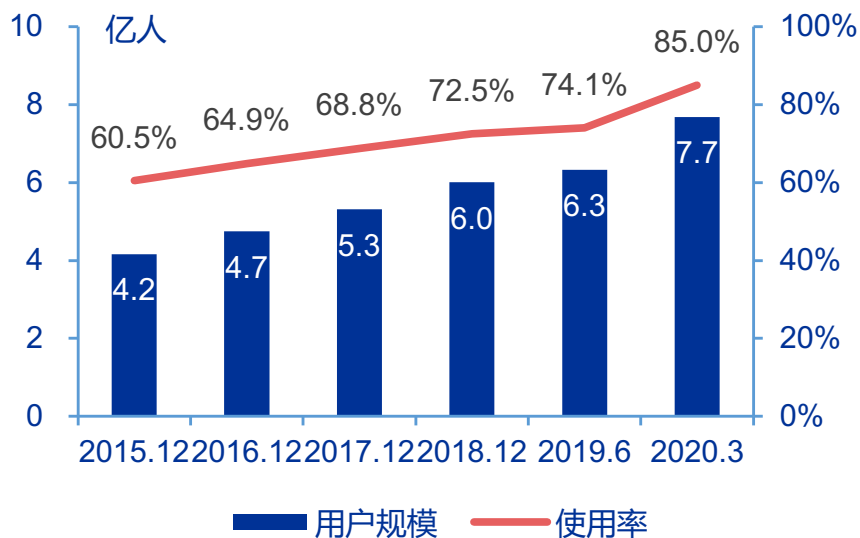


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2.2 网络支付普及推广，提高网购便捷度

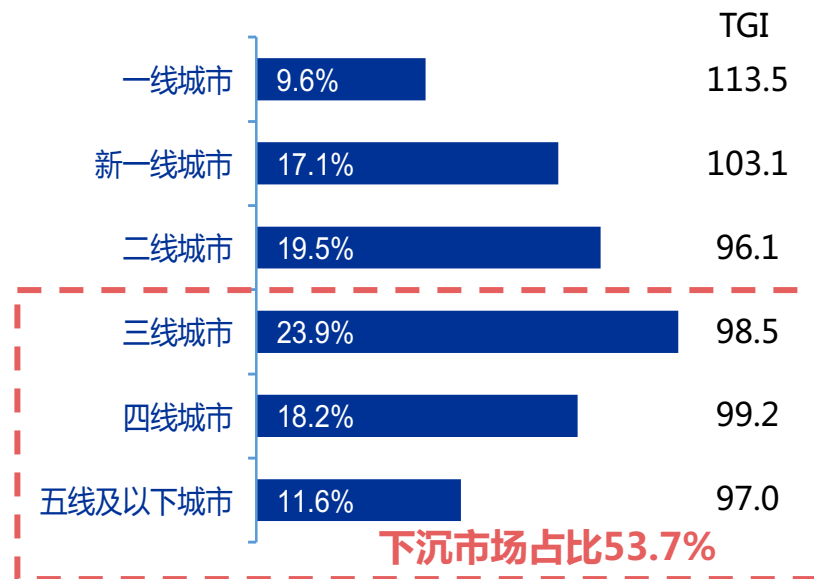
- **网络支付不断普及，下沉用户网购更便捷、高效。**截止2020Q1，中国网络支付用户规模达7.68亿，占网民整体的85%，较2019H1提升10.9pct。
- **高线城市更倾向使用网络支付，但下沉市场高频使用网络支付的用户占比更高。**在第三方移动支付APP活跃度排名前20%的用户中，下沉市场活跃用户数占比达到53.7%。

图14：中国网络支付使用率高达85%



资料来源：CNNIC，申万宏源研究

图15：下沉市场高频使用网络支付的用户数量多



资料来源：Questmobile，申万宏源研究

注：高频支付 TGI=高频支付用户（在第三方支付APP中活跃度排名前20%的用户）占该等级城市人口的比例/该等级城市人口占全部人口的比例*100

2.3 下沉市场快递网点数量加密、物流效率提升

- **中国快递网点数量持续增长，中西部快递效率提升幅度大。**据国家邮政局数据，截止2019年底，中国快递网点总数超过21万，乡镇快递网点覆盖率达96.6%。2014-2019年，中部及西部快递时限分别提升4.4%/12.4%，远高于东部地区。
- **中国快递网点人口及面积密度持续提升。**截止2019年底，快递网点人口密度为14个/十万人，面积密度为21个/千平方公里，物流快递网点密度及覆盖率的提升进一步提升电商配送效率。

图16：中国快递营业网点数量持续增长

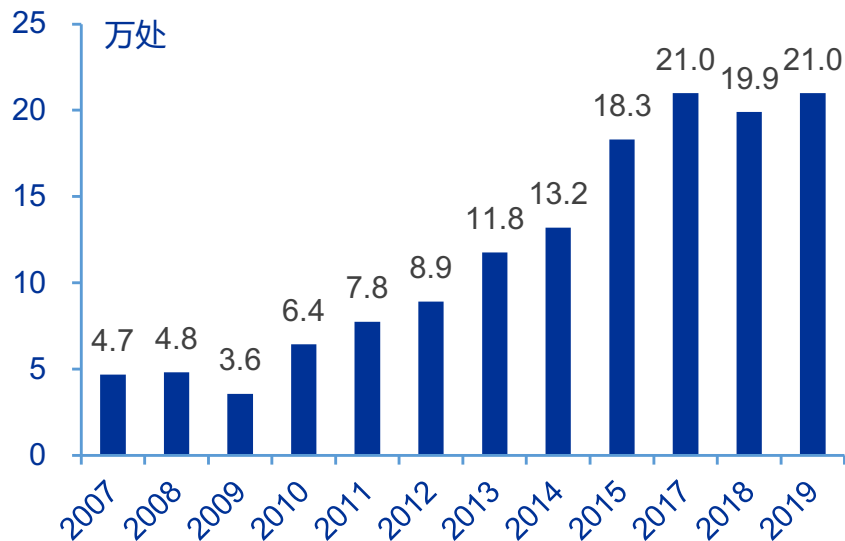
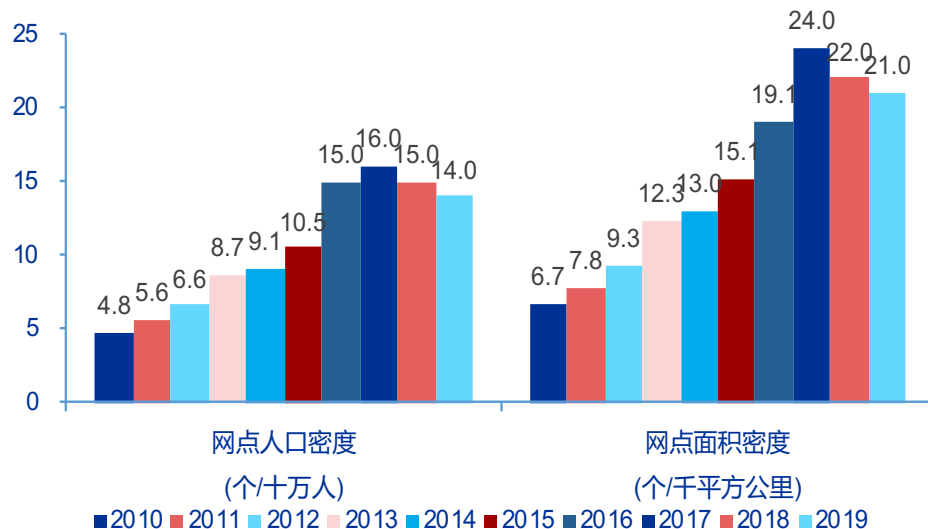


图17：中国快递网点人口及面积密度



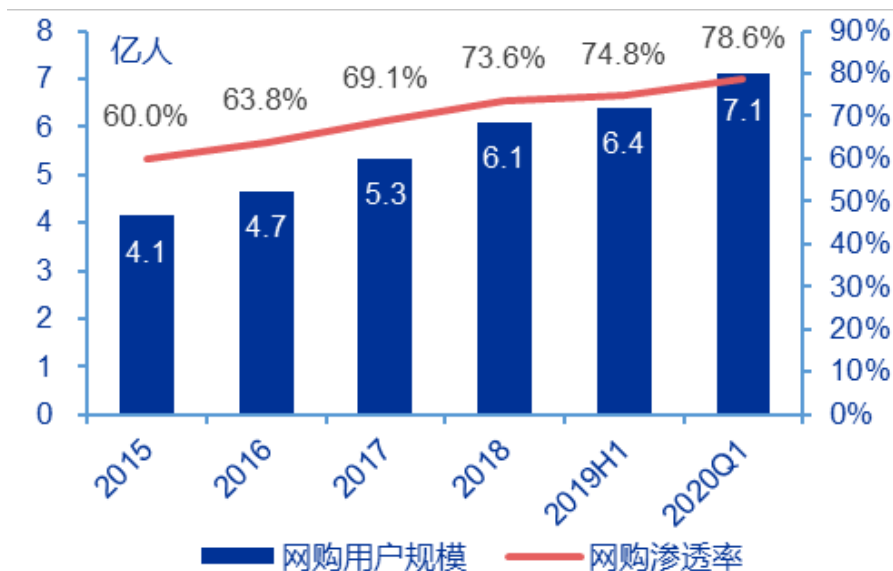
资料来源：国家邮政局，申万宏源研究

资料来源：国家邮政局，申万宏源研究

2.4 下沉市场线上消费规模约为4.02万亿

- 我们测算，2019年中国下沉市场线上消费总体规模约为4.02万亿。如果以实物商品网上零售额年度增速19.5%为参照，假设下沉市场线上消费规模年度增速为20%，则下沉市场线上消费规模将于2023年底达到8.34万亿。下沉市场凭借其庞大的人口基数和日益增长的收入，在网络/支付/物流等基础设施的助力下，有广阔的发展前景。

图18：中国网购渗透率达78.6%



	农民	三线及以下城镇居民
人口规模	5.5亿	5.3亿
网络覆盖率	45%	75%
网购渗透率	70%	75%
年人均消费	6000	10000

2019年下沉市场
网上消费规模
1.03万亿 2.98万亿
(合计4.02万亿)

资料来源：CNNIC，申万宏源研究

资料来源：CNNIC，Wind，艾媒网，申万宏源研究

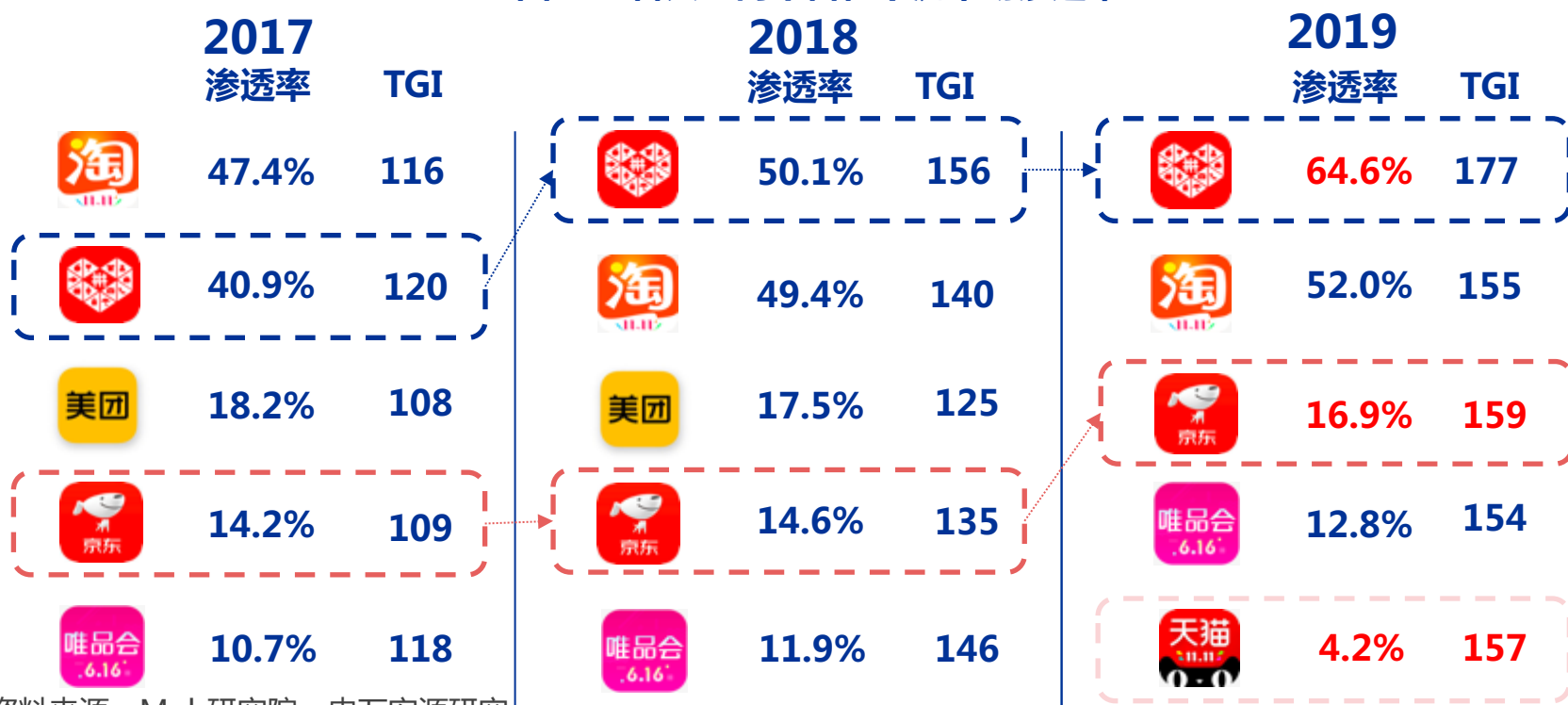
主要内容

1. 电商下沉市场增量空间广阔
2. 基础设施为下沉市场开拓奠定基础
3. 下沉市场成电商巨头新战场
4. 投资建议及风险提示

3.1 拼多多、阿里巴巴、京东为下沉市场主要电商玩家

- 拼多多成下沉市场渗透率最高APP，2019年达到**64.6%**
- 京东表现喜人，2019年TGI达到**159**，渗透率达到**16.9%**，位居第三
- 2019年美团跌落TOP5榜单，天猫以**4.2%**渗透率和**157TGI**位居第五

图19：各大电商平台在下沉市场渗透率



资料来源：Mob研究院，申万宏源研究





注：APP安装渗透率 = 安装该APP的用户数量/下沉市场人口数量

“慧博资APP”安装渗透率TGI = 安装该APP用户占下沉市场人群比例/下沉市场人群占全部人群比例*100

3.2 以低价爆款+产业带为核心，深耕下沉市场

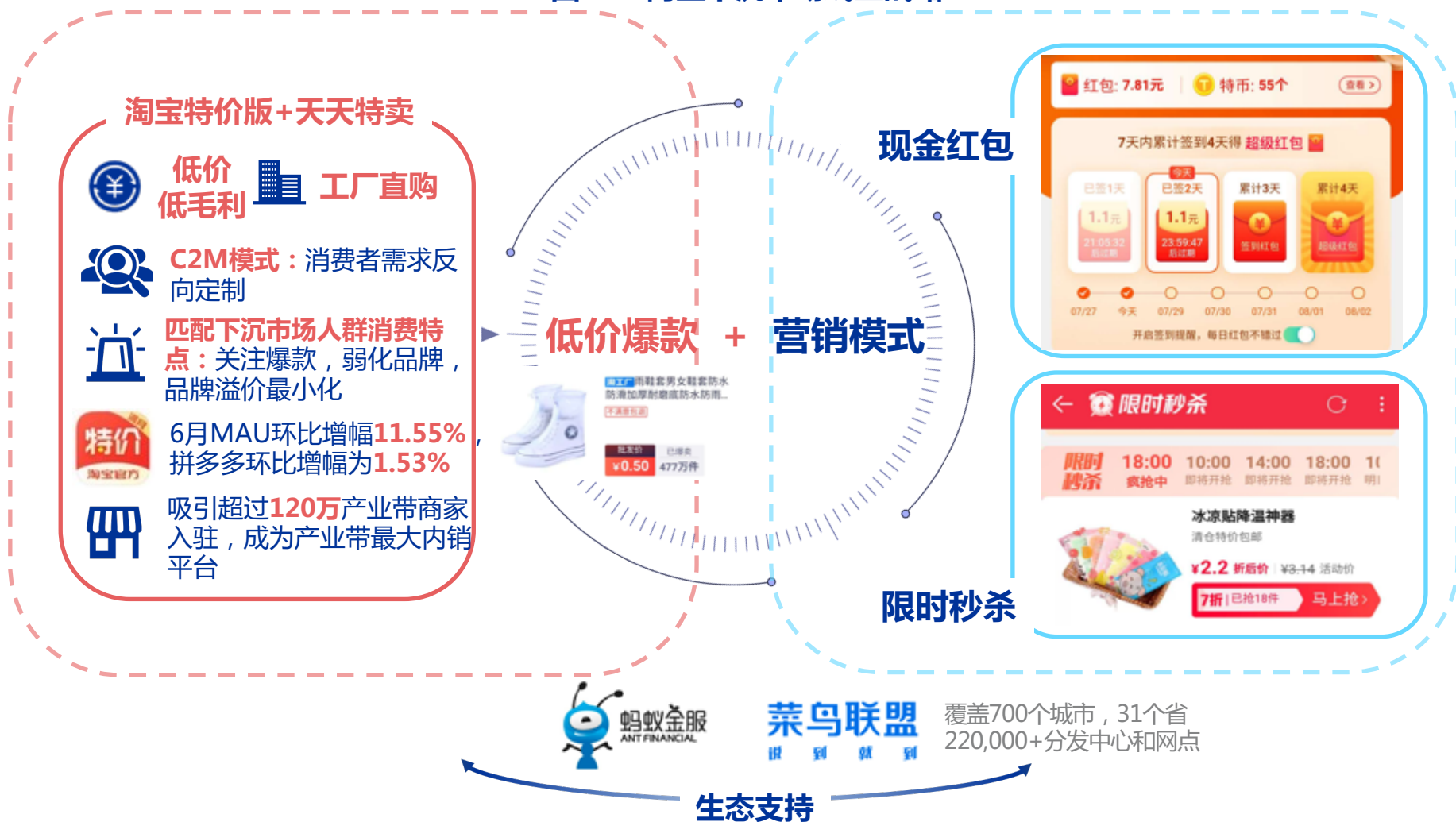
- **耕耘下沉市场的电商平台以阿里巴巴、京东、拼多多、苏宁为主。**阿里、京东、拼多多、苏宁等下沉市场战略落地成效明显，下沉市场已经成为电商重要增长引擎之一。
- **电商平台以低价爆款+产业带协同为核心，高效物流为支撑耕耘下沉市场。**主要策略包括借助社交平台作为流量入口、“拼团”、红包返利等。

图20：各大电商平台下沉市场战略

公司	线上策略				线下策略		下沉策略效果
	APP	产品	模式	生态支持	方式	布局	
阿里巴巴		C2M → 低价爆款	现金红包 限时秒杀	蚂蚁金服 菜鸟联盟	对外投资	大润发 欧尚 银泰商业	2019财年新增年度活跃用户 70% 来自下沉市场
京东			拼团 限时秒杀	京东金融 京东物流 腾讯引流	加盟	京东便利店 京东家电专卖店	双11新用户中接近 70% 来自低线城市；整体用户中超过 50% 来自低线城市
拼多多			拼团 百亿补贴 农货上行	腾讯引流	--	--	过往绝大多数用户来自低线城市，2019年 40% 以上新增用户来自一二线城市
苏宁易购			购物返现	苏宁物流 苏宁金融	加盟	零售云	零售云618活动期间12小时销售环比增长超 48倍 。

3.3.1 阿里巴巴：聚焦淘宝特价版，精准对标下沉市场

图21：阿里下沉市场线上战略



资料来源：公司公告，申万宏源研究

“慧博资讯”天天特卖入口在淘宝主站首页，淘宝特价版为独立APP。

3.3.2 阿里巴巴：对外投资线下零售，布局三四线城市

图22：阿里下沉市场线下战略

SUN ART
Retail Group Limited
高鑫零售有限公司

- ✓ 2017年阿里巴巴总价224亿港元收购高鑫零售约36%股权，现阶段持股31%。
- ✓ 2019年末，高鑫零售门店总数为**486家**，70%为自营，29.7%为自有物业。16.5%位于二线城市，**46.3%**位于三线城市，**21.6%**位于四线城市。

全渠道融合

✓ 阿里合作
线上渠道



✓ 自有APP



✓ 一小时门店配送到家

✓ **3300万**注册用户，**1000万**活跃用户，
日均单量**640单/店**

银泰商业
Intime Retail

- ✓ 2017年阿里巴巴以26亿美元收购银泰商业。目前，银泰百货门店总数为**54家**，主要分布在江浙三四线城市。
- ✓ 2019年双十一，银泰线下门店设置了**新零售终端云店**，云柜进一步拓展城市边际，触达下沉用户。消费者可以通过云店一键视频品牌专柜导购，导购通过云店提供专属服务。

数字化赋能

- ✓ 阿里参与企业数字化，助力渗透下沉市场。
 - 商场智能硬件如互动电子屏、云POS等IoT设备构筑在阿里云上
 - 阿里云提供数据的存储、运算与安全保障
 - 阿里投资的SaaS类服务提供商提供管理类工具支持
 - 仓储配送服务菜鸟、即时配送服务蜂鸟提供物流支持

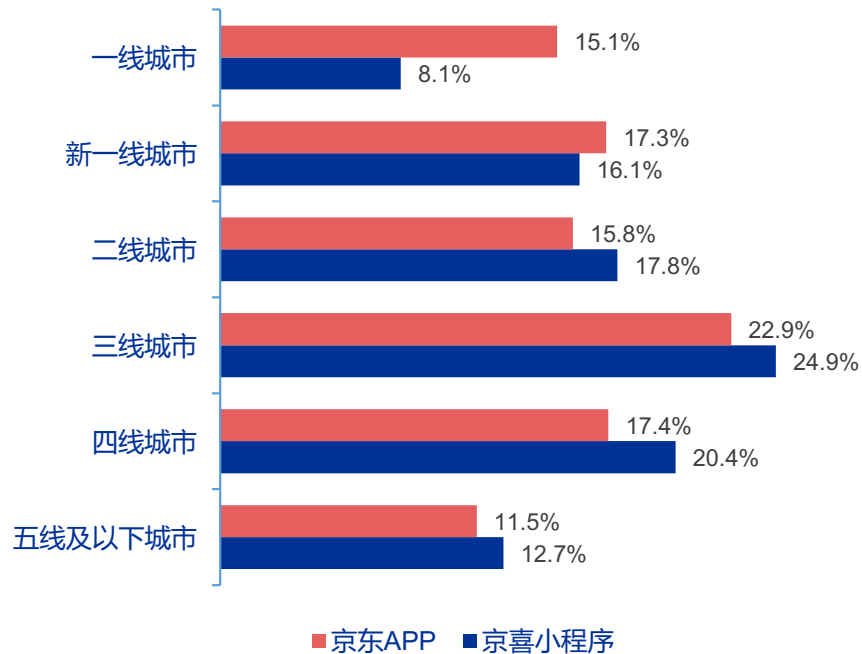
3.4.1 京东：京喜APP重构人货场打通下沉市场

- **京喜**于2019年10月接入**微信一级入口**，以工厂直供低价好货，结合沉浸式的互动购物体验，深耕下沉市场。2020年4月京喜**58%**用户分布于三线及以下城市。
- **人货场重构**形成差异化弥补，**[人]**下沉市场消费群体，**[货]**优质上游厂商白牌商品，**[场]**以拼购为核心场景，构建购物生态链，为京东主站进行低成本导流。

图23：京喜多渠道入口满足用户社交购物需求



图24：京喜精准聚焦下沉市场



资料来源：京东商城，申万宏源研究
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

资料来源：QuestMobile，申万宏源研究

3.4.2 京东：依托京东物流基础，加速布局下沉实体店

- 京东在下沉市场布局**便利店、家电专卖店、数码电脑专卖店**等实体店。
- 京东不断完善下沉市场物流基础设施建设。如：“**一县一店**”将县域服务下沉至辖区内所有村庄；“**千县万镇24小时达**”提速计划改善物流时效。

图25：京东下沉市场实体店布局

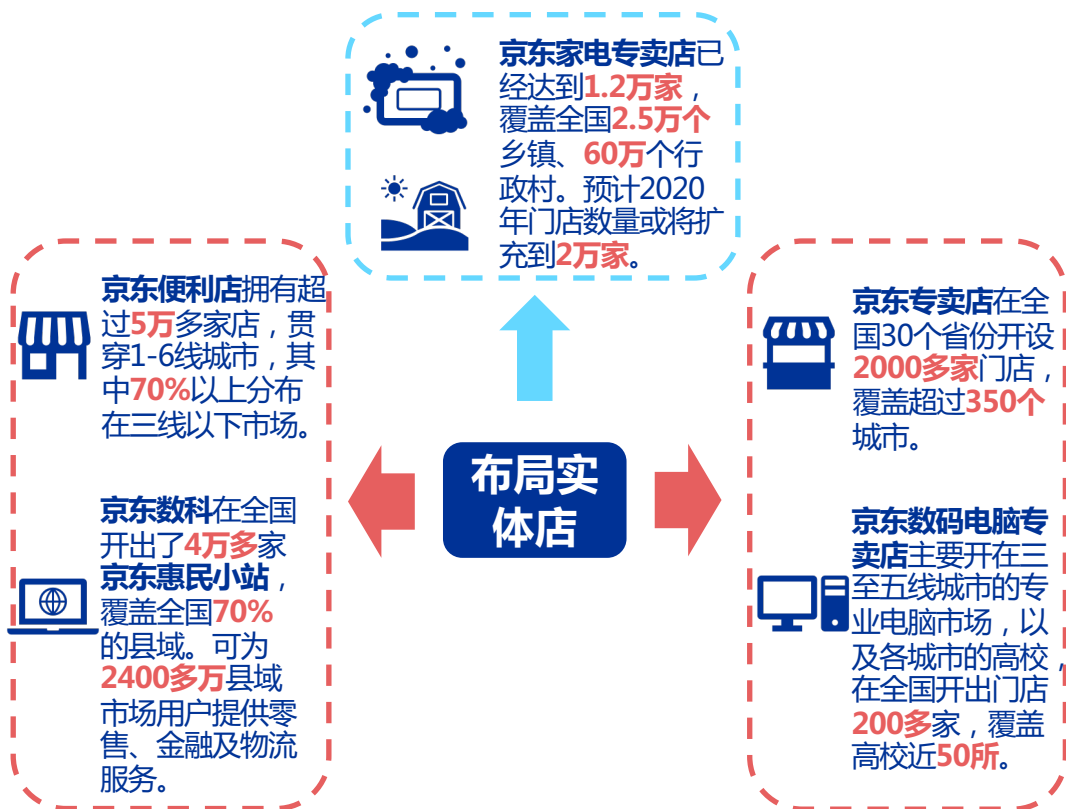


图26：京东不断完善下沉市场物流

千县万镇24小时达

- ✓ 仓储投入
- ✓ 投入智能设备
- ✓ 建设中转场地
- ✓ 加密运力与配送班次



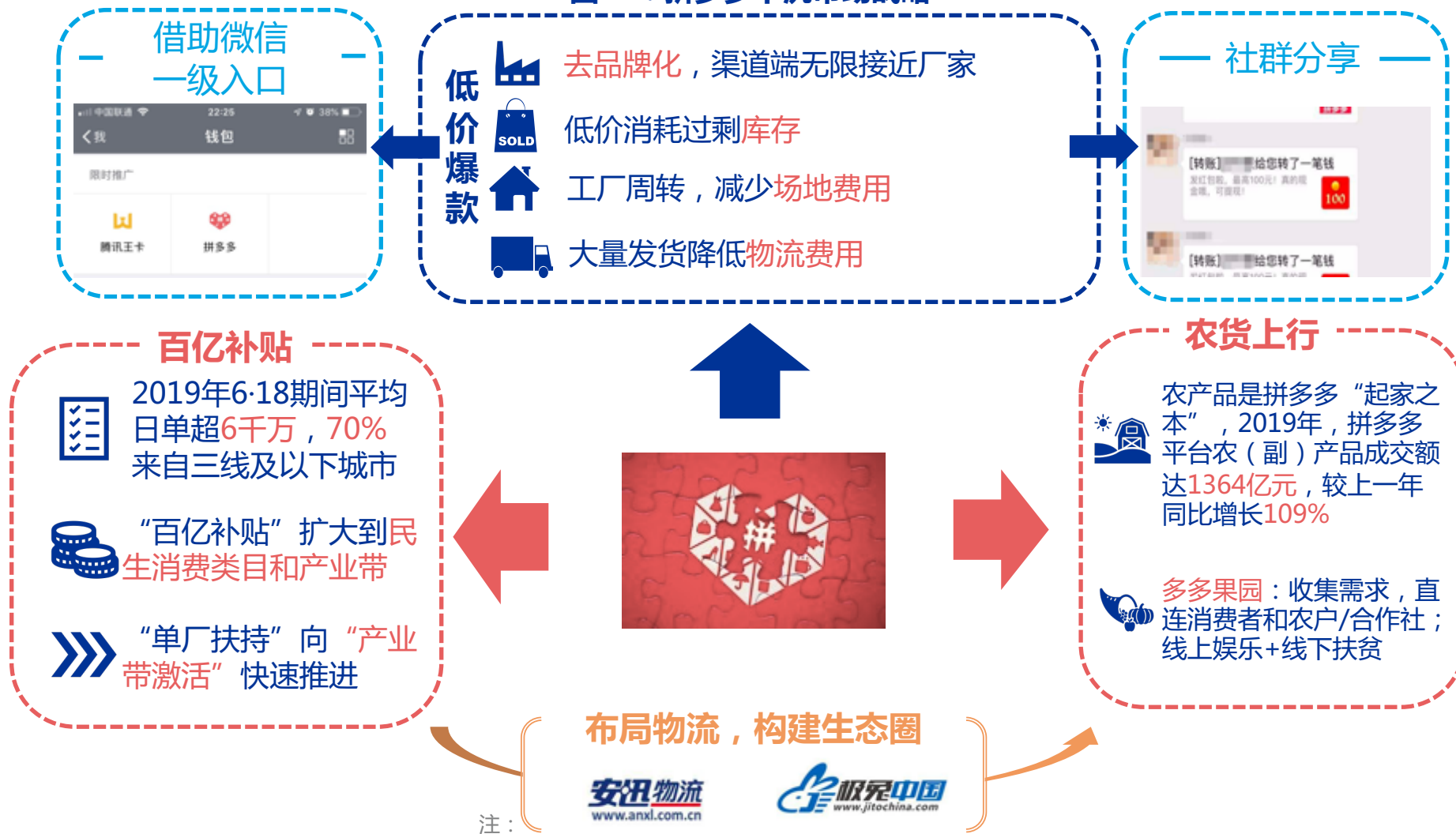
- 物流仓库面积为**1690万**平方米，物流仓库数量为**730个**。
- 今年618期间，京东物流低线城市的业务量同比增速远超一二线，超过**91%**的仓配一体服务订单实现当日或次日送达。



- 在超过**6000家**社区门店提供便民代寄代收服务，预计今年年底超过**1万家**，全面覆盖低线城市用户。

3.5 拼多多：低价爆款+百亿补贴+农货上行

图27：拼多多下沉市场战略



注：

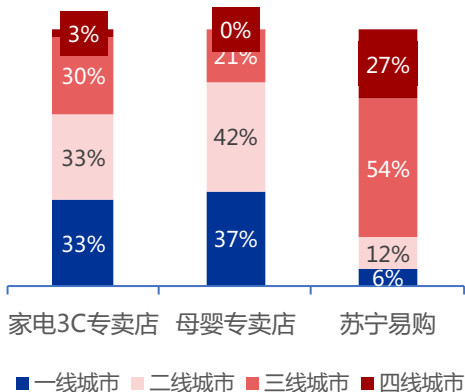
- 1) 4月拼多多认购国美2亿美元可转债，与国美旗下安迅物流进行合作。
- 2) 与极兔物流联系紧密，后期深入合作可能性高。

3.6 苏宁：全渠道生态建设，多业态布局下沉市场

图28：苏宁下沉市场战略

线下：多元业态门店

2019年苏宁门店城市等级占比



苏宁零售云门店

- ✓ 主打县镇市场
- ✓ 采用加盟店直营化管理

苏宁门店（类型）个数在三线及以下城市占比达**41.3%**

5000家零售云门店，**1000家**县级服务中心辐射
 48小时安装能力，县镇覆盖**100%**
 24小时安装能力，县域属地化能力覆盖**86%**
 半日送装服务，在618期间覆盖**800县**

线上：苏宁易购值买 (2020.5上线)

苏宁易购值买定位



微信小程序营销模式，
社交裂变，打造爆款

通过低价和红包返利引流

全品类触及下沉市场
主攻快消品类

苏宁易购值买主打大快消品类

¥1 ¥22 热卖542.0万件

益宝原生纯木浆抽纸4层300张随心包擦手纸 面巾纸
 【为了尽快发货，您尽量拍16包、20包、30包】

20万+条评价

99%好评率 >

质量好(1231)

纸不错(601)

纸质柔软(549)

供应链和物流服务

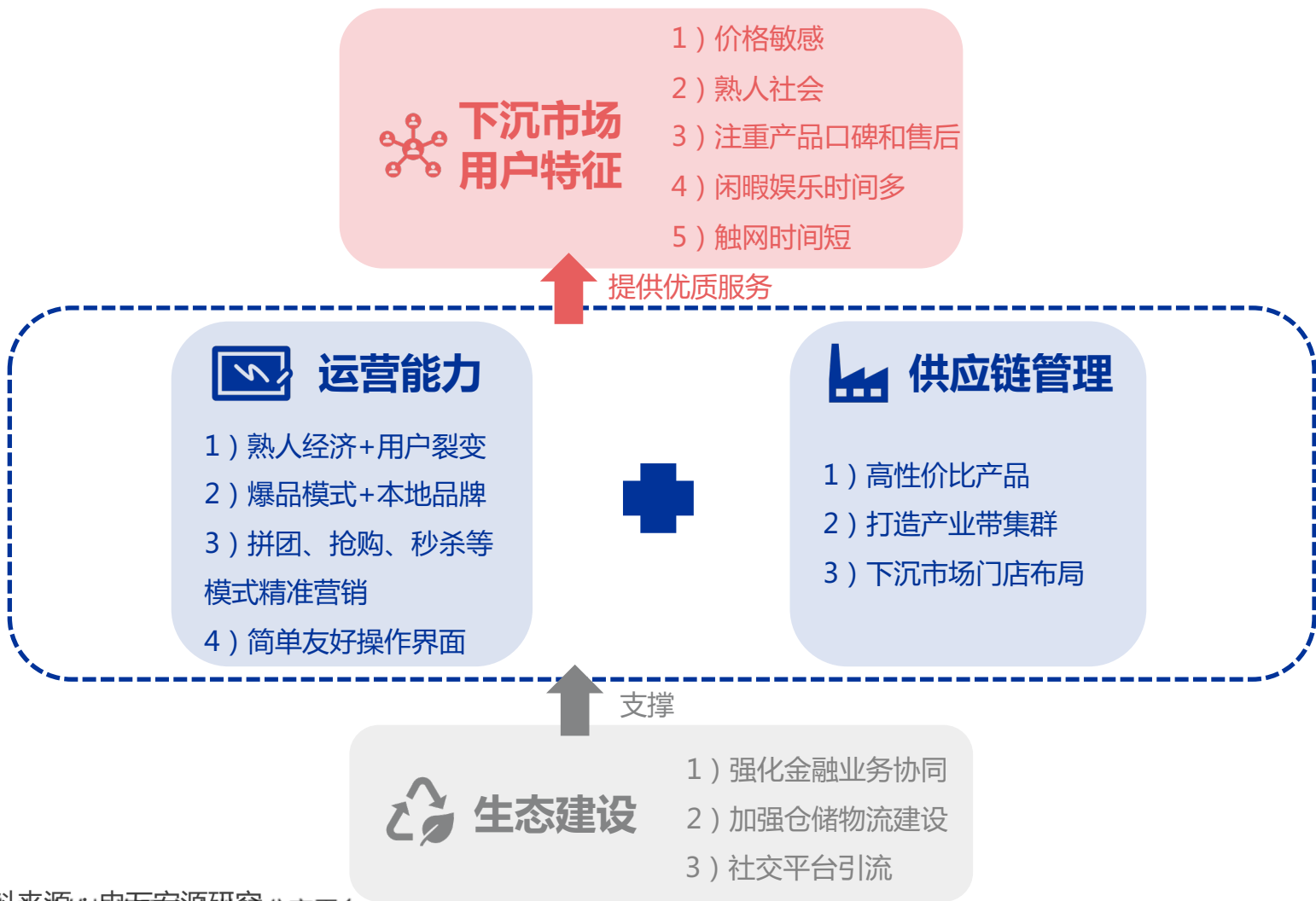
2020年完成2000万平仓储面积和10万+末端节点建设



资料来源：申万宏源研究，申万宏源研究

3.7 未来方向：运营能力+供应链管理+生态建设

图29：电商平台下沉市场战略发展方向



主要内容

1. 电商下沉市场增量空间广阔
2. 基础设施为开拓下沉市场奠定基础
3. 下沉市场成电商巨头新战场
4. 投资建议及风险提示

4.1 投资建议及标的

- **中国下沉市场总人口占比68.5%，消费水平提升空间大。网络、支付、物流等基础设施的逐步完善为下沉市场的开拓奠定基础，电商龙头企业“线上+线下”全渠道发力下沉市场新战场，下沉用户打开广阔成长空间。**
- **推荐：1) 阿里巴巴：聚焦特价版精准营销下沉用户，新零售全渠道布局下沉市场；2) 京东：线上京喜借微信流量加速渗透，线下轻资产加盟布局京东便利店、家电专卖店；3) 拼多多：向上延伸产业链主打低价白牌商品，拼团裂变快速获取下沉用户。**
- **风险提示：三线及以下城市经济增速不达预期；电商行业竞争加剧；行业政策出现重大变化。**

表1：阿里巴巴、京东、拼多多估值表

	收盘价(当地货币)	EPS				PE			
	2020/7/29	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
阿里巴巴	252.45	38.4	53	70.6	90.7	46.0	33.4	25.0	19.5
京东	62.59	7.3	10.4	17.8	22.1	60.0	42.1	24.6	19.8
拼多多	84.03	-3.69	-5.35	4.79	9.21	n.a.	n.a.	122.8	63.9

资料来源：Wind，申万宏源研究；注：阿里巴巴、京东、拼多多EPS为元/ADS，阿里巴巴1ADR=8普通股，京东1ADR=2普通股，拼多多1ADR=4普通股，汇率为07/29美元兑人民币7.0018

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	梁皓凯	0755-23832050	18188609757	lianghaokai@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)	：股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	：股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	：股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数 (HSCEI)

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

www.swsresearch.com