

9991.HK 宝尊电商

建议：申购

电商服务龙头，业务实现结构性改善

2020年9月27日

招股数据

日期	20-09-25
招股价(港元)	82.90
总股本(亿股)	2.294
发行后市值(亿港元)	190.17
每股净资产(元)	12.04
PB (IPO后)	6.06

数据来源：招股说明书

相关报告

海外 TMT 研究

分析师：

洪嘉骏

hongjiacun@xyzq.com.cn

SFC: BPL829

SAC: S0190519080002

联系人：

张悦

zhangyue20@xyzq.com.cn

SAC: S0190120080174

投资要点

- 宝尊是国内最大的品牌电商服务商，拥有“全渠道、全链路、一体式”的服务体系。在份额分散的电商运营行业中，宝尊的平台交易规模（GMV）市场占有率在 2019 年达到 7.90%，保持领先地位。公司 GMV 在 2017-2019 年 CAGR 为 52.4%，20H1 达到 219.7 亿元（YoY+25.1%）；2017-2019 年营收 CAGR 为 32.4%，20H1 达到 36.8 亿元（YoY+22.9%）。
- 核心股东阿里巴巴战略支持，与品牌合作伙伴关系稳固。宝尊电商合作品牌数量国内领先，在 2019 年底合作的 231 家品牌中，其中 15 家是 BrandZ 全球品牌价值榜排名前 50 企业；公司也与合作伙伴保持稳固的合作关系，2018 年服务模式的前 20 大客户基本留存至今（2020 年 8 月）。与此同时，宝尊也持续获取新的合作伙伴，20H1 新增品牌商 19 家，合作品牌商总计达到 250 家。
- 持续推动由经销模式向服务模式的转型，服务营收占比稳步提升。2015 至 2019 年，服务营收占公司总净营收的比例从 25% 提升到 53%。轻资产模式有利于公司提升整体毛利率，减轻库存和资金压力。受 20Q1 疫情影响，公司仓储物流费用上升，履约费用率从 2019 年的 23.1% 提升到 20H1 的 26.9%，对公司经营利润率产生一定影响，经营利润率从 2019 年的 5.3% 下降到 20H1 的 4.7%，但预计随着公司仓储能力提升，规模效应将逐渐显现，经营利润率和净利率将逐步提高。
- 建议投资者“申购”：2018/2019 年公司 P/E 为 54.79/53.47，根据 Wind 一致预期，公司 20/21 年 EPS 为 1.84/2.73 元。按发售价 82.90 港元计算，对应 2020/2021 年 P/E 为 39.68/26.75，考虑到公司预计将维持在品牌电商服务行业的龙头地位，营收保持较快增速，建议投资者“申购”。

公司名称	宝尊电商
股票代码	9991.HK
招股截止时间	2020年9月23日
上市日期	2020年9月29日
发行股数(万股)	4000
--香港发售数(万股)	400
--国际配售数(万股)	3600
发行后总股本(亿股)	2.294
发行价范围(港元/每股)	82.90
发行后市值(亿港元)	190.17
联席保荐人	花旗，招银国际，瑞信
联席账簿管理人	中金公司，建银国际，招商证券国际
会计师	德勤·关黄陈方会计师行
基石投资者	N/A

风险提示：1) 政策监管风险；2) 电商市场规模增长缓慢；3) 重要客户流失。

报告正文

1、宝尊电商：品牌电商服务领域的国内龙头

1.1、公司概况

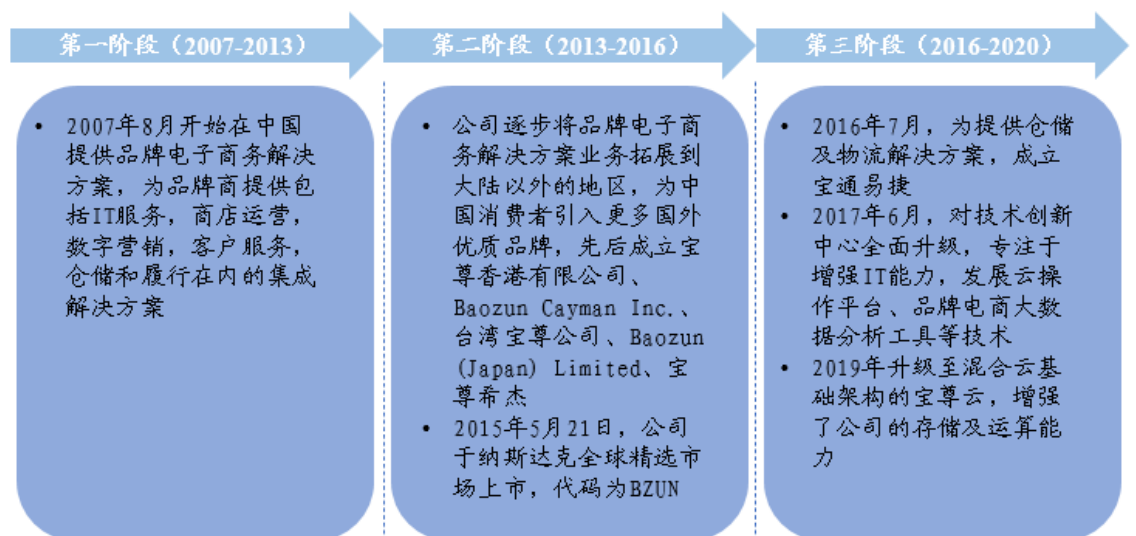
宝尊电商是目前国内最大的品牌电商服务商，从成立初期至今专注于为品牌合作伙伴提供集成的电子商务解决方案，不断开拓市场，加大技术投入。

第一阶段（2007年-2013年）：早期发展阶段，开始为品牌合作伙伴提供集成的电子商务解决方案。公司首席执行官仇文彬、首席增长官吴骏华等共同创办上海宝尊，于2007年8月开始在中国提供品牌电子商务解决方案，为品牌商提供包括IT服务，商店运营，数字营销，客户服务，仓储和履行在内的集成解决方案。

第二阶段（2013年-2016年）：将业务拓展到中国大陆以外地区，为国内引入更多国外品牌。2013年开始，公司逐步将品牌电子商务解决方案业务拓展到大陆以外的地区，为中国消费者引入更多国外优质品牌，先后成立宝尊香港有限公司、Baozun Cayman Inc.、台湾宝尊公司、Baozun (Japan) Limited、宝尊希杰。2015年5月21日，公司于纳斯达克全球精选市场上市，代码为“BZUN”。

第三阶段（2016年-2020年）：重视技术创新，加大对技术的投入力度。2016年7月，为提供仓储及物流解决方案，成立宝通易捷。2017年6月，公司对技术创新中心全面升级，专注于增强IT能力，发展云操作平台、品牌电商大数据分析工具等技术。2019年升级至混合云基础架构的宝尊云，增强了公司的存储及运算能力。在所有核心电子商务系统和应用程序整合并迁移到宝尊云后，公司业务的可扩展性将进一步增强，成本效益也将得到提升。

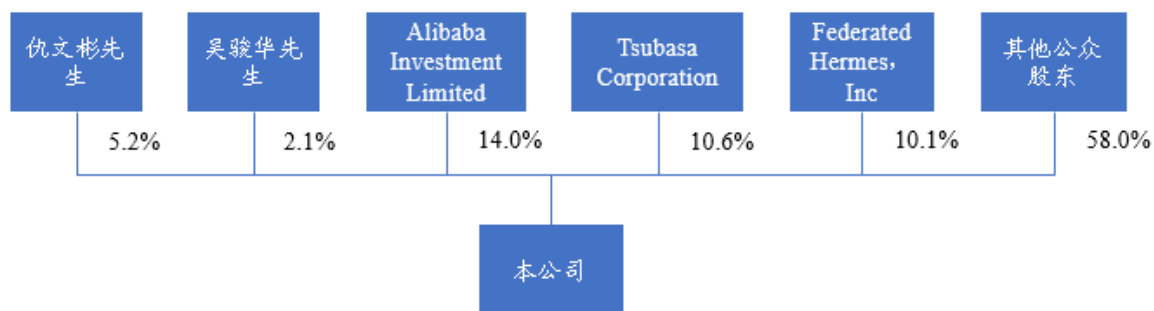
图1、宝尊电商发展历程



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司创始人仇文彬、吴骏华目前分别持有公司 5.2%、2.1%的股份（不包括其有权于 60 天内购入的股份），阿里巴巴目前持有公司 14.0%的股份，Tsubasa Corporation 目前持有公司 10.6%的股份，Federated Hermes, Inc 目前持有公司 10.1%的股份。宝尊电商与阿里巴巴在股权和业务方面保持紧密联系，是天猫“六星级”电商服务合作伙伴，是自天猫推出评级系统以来一直排名最高的天猫电商服务合作伙伴。

图2、宝尊电商上市前股权架构

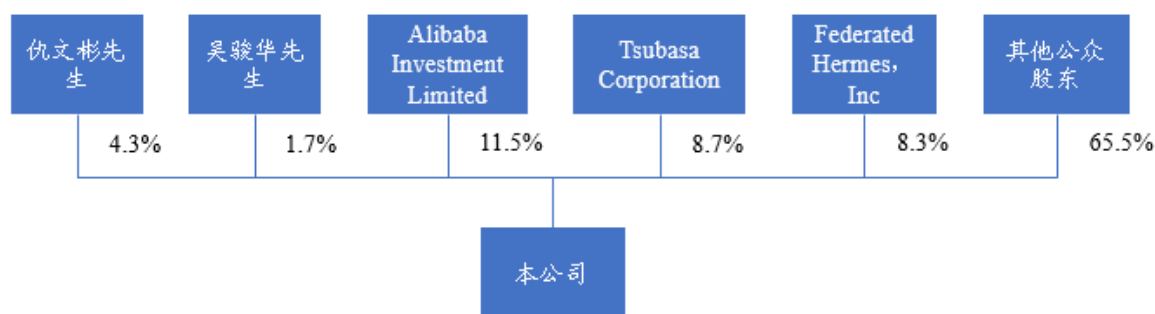


资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司拟全球发售 4000 万股股份，其中香港发售股份 400 万股，国际发售股份 3600 万股，另有 15%超额配股权；公开发售价 82.9 港元；预期股份将于 2020 年 9 月 29 日于联交所挂牌上市。

上市后阿里巴巴持有公司股份 11.50%，公司大股东地位不变。

图3、宝尊电商上市后股权架构



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

多位高管为知名大学理工科背景，技术色彩浓厚，管理经验丰富。公司董事长仇文彬、CFO、首席人力资源官、总经理、副总裁等多位高管为知名大学理工科专业背景，并在电商、计算机、消费等行业从事相关工作多年。

表1、宝尊电商高级管理层资料

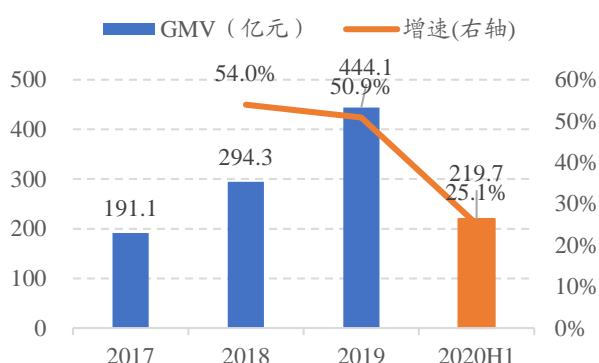
职位	姓名	毕业院校	从业经验
董事长兼 CEO	仇文彬	清华大学电子工程学学士	1993年-2000年,就职于安迅(上海)科技服务有限公司、中国惠普有限公司、太阳计算机系统(中国)有限公司,担任技术管理职务; 2000-2007年,参与创办异联信息技术(上海)有限公司,担任CEO; 2007年创办宝尊电商,担任董事长兼CEO。
首席增长官	吴骏华	-	2000-2001年,任好孩子国际集团IT经理; 2001-2007年,任异联信息技术(上海)有限公司专业服务部主管; 2007年联合创办宝尊电商,先后担任首席运营官、首席增长官,主要负责公司服饰及美妆业务。
CFO	吕彬	清华大学工程学学士, 俄亥俄州立大学 MBA	曾任 Anaren, Inc.、中国网络通信有限公司、Dell 管理职位; 2011年-2014年,任 A8 新媒体集团有限公司 CFO 兼执行董事; 2014-2018年,任跨境电子商务公司 LightInTheBox Holding Co., Ltd. 的 CFO; 2018年起担任宝尊电商 CFO。
首席人力资源官、家用电器和数码产品业务总经理	郭元龙	复旦大学计算机科学学士	2003年-2011年,任飞利浦(中国)投资有限公司电子显示设备部门主管、新渠道部门主管、电脑配件部门主管; 2012年-2014年,任北京皓海创智商贸有限责任公司非执行董事; 2014年起担任宝尊电商首席人力资源官、家用电器和数码产品业务总经理。
副总裁	梁涛	-	2009年起先后担任宝尊电商物流经理、快速消费品销售主管、销售营运主管、物流主管、副总裁。
总经理	曹阳	华中科技大学焊接工艺及设备学士、材料加工工程硕士	2002-2018年,在广州宝洁有限公司产品供应部任职; 2018年5月起任宝尊电商 CEO 特别助理; 2019年7月起担任宝尊电商总经理,主管 TIC。
副总裁	谢楠	北卡罗来纳大学教堂山分销数学学士, 威斯康辛-麦迪森大学计算机科学硕士	2014-2018年,任 Vipshop Holdings Limited 旗下专注大数据和人工智能技术的附属公司 Vipshop (US) Inc. 总经理, 主管研发; 2018-2019年,任广州影子科技有限公司 CTO; 2019年12月起担任宝尊电商副总裁, 主管 IT 工程及管理。

资料来源: 公司招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

2019年,公司GMV、营业收入在行业内均排名第一。2017至2019年,公司GMV和营收复合增速较快。2017/2018/2019年,公司GMV分别为191.12亿元/294.26亿元/444.10亿元,CAGR+52.4%。根据艾瑞咨询的数据,在份额分散的电商运营行业中,宝尊的平台交易规模(GMV)市场占有率在2019年达到7.90%,保持领先地位。**GMV规模的快速增长不仅来自品牌数量增长,也来自平均每品牌期内贡献GMV的提升**,据测算,2017/2018/2019年平均每品牌期内贡献GMV为1.42亿元/1.82亿元/2.22亿元,CAGR+25.04%。GMV规模的持续扩大有利于公司形成规模效应,提高运营效率。

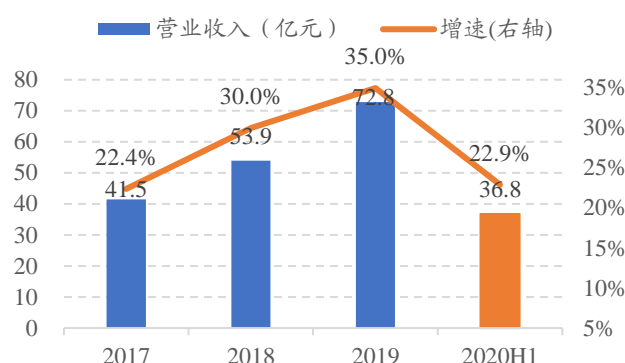
2017/2018/2019年,营业收入分别为41.49亿元/53.93亿元/72.78亿元,CAGR+32.4%。20Q1,公司GMV和净营收受疫情影响增速放缓,20Q2二者恢复较快增速,带动20H1整体表现回升。20H1GMV为219.68亿元人民币,YoY+25.1%;营收达到36.76亿元人民币,YoY+22.9%。

图4、2017 至今公司的 GMV 及增速



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

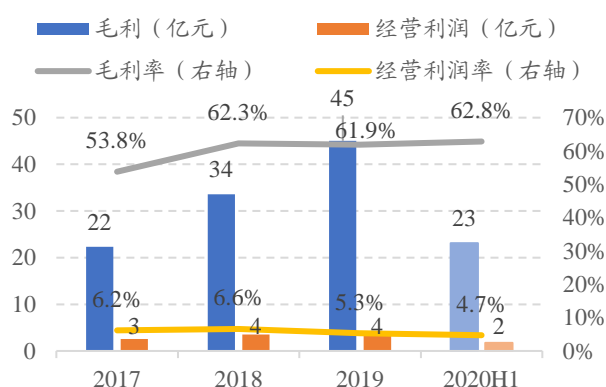
图5、2017 至今公司营业收入及增速



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

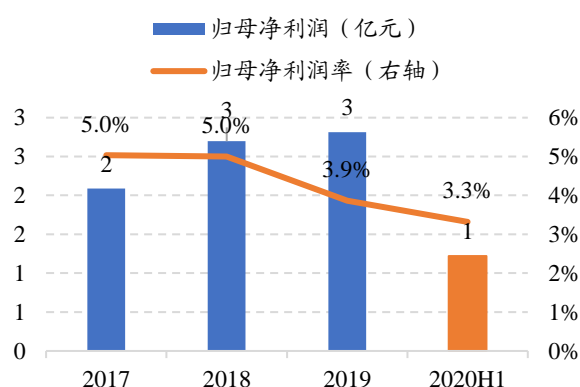
毛利率较高，经营利润率相对稳定。2018/2019/2020H1，公司毛利率维持在 62% 左右。受 20Q1 疫情影响，公司仓储物流费用上升，20H1 履约费用率从 2019 年的 23.1% 提升到 26.9%，对公司经营利润率产生一定影响，经营利润率从 2019 年的 5.3% 下降到 20H1 的 4.7%，但预计随着公司仓储能力提升，规模效应将逐渐显现，经营利润率和净利率将逐步提高。20H1，销售费用率和管理费用率略有降低，销售费用率从 2019 年的 24.9% 降低到 20H1 的 24.2%，管理费用率从 2019 年的 3.0% 降低到 20H1 的 2.8%。2017/2018/2019 年公司归母净利润分别为 2.09 亿元/2.70 亿元/2.81 亿元，2019 年归母净利润受到四季度仓库意外事件影响，产生约 0.46 亿元的损失；20H1 归母净利润达到 1.22 亿元，同比增速有所恢复，达到 20.7%。

图6、2017 至今公司盈利能力



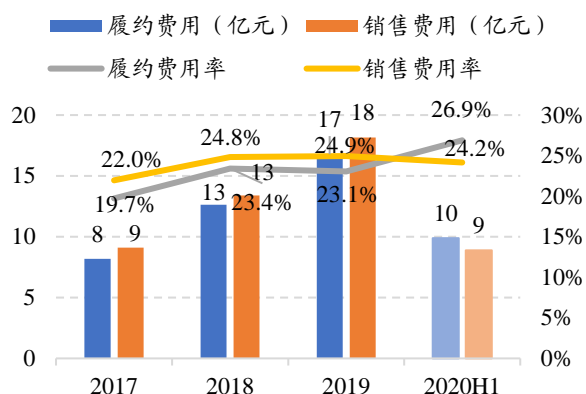
资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、2017 至今公司归母净利润



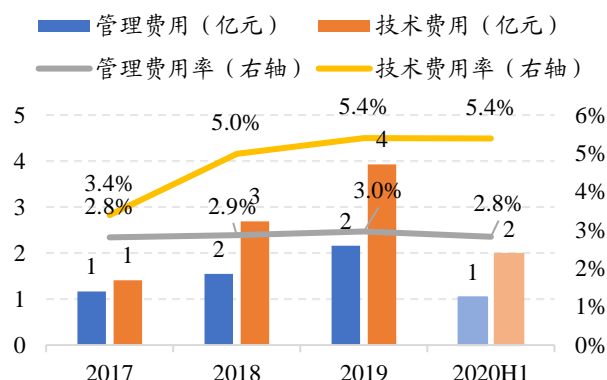
资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2017 至今公司履约费用及销售费用



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、2017 至今公司管理费用及技术费用

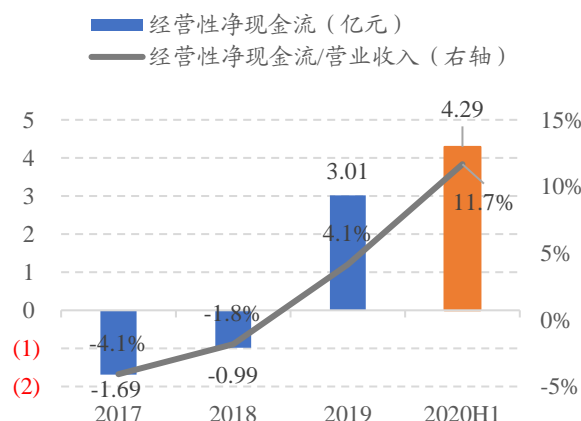


资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

经营净现金流持续改善，资产负债率略有增加，速动比率稳步提升。

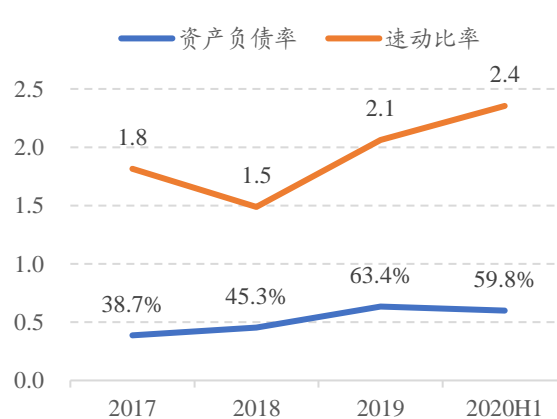
2017/2018/2019 年，经营性净现金流由负转正，分别为-1.69 亿元/-0.99 亿元/3.01 亿元，经营性净现金流持续改善的主要原因是公司应收账款周转率提升；20H1，经营性净现金流为 4.29 亿元，其中，Q1 受疫情影响，回款延迟，现金流承压，Q2 现金流明显改善。2019 年起，资产负债率略有上升，主要由 2019 年 4 月公司发行 2.75 亿美元的可转换优先票据导致。2017 年以来，公司速动比率稳步提升，从 2017 年的 1.8 增长到 20H1 的 2.4，主要原因是公司寄售模式和服务费模式的快速增长导致应收账款增加。

图10、2017 至今公司经营活动净现金流情况



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、2017 至今公司偿债能力



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、公司主要产品及服务

公司作为国内最大的品牌电商服务商，主要为品牌合作伙伴提供“全渠道、全链路、一站式”的电商解决方案。

全链路&一站式：为品牌商提供从前端到后端的全套服务，包括线上店铺运营、

数字营销、IT 解决方案、仓储配送、客户服务等五大内容。

全渠道：公司的产品和服务覆盖品牌官方商城、天猫、京东、拼多多、微信小程序、抖音、快手、线下智能门店等多种渠道。

品牌官方商城运营模式是由宝尊电商为品牌商设立和运营独立的线上门店，2017/2018/2019/20H1，宝尊电商分别运营 35/42/48/45 间品牌官方商城。综合电商平台中，宝尊电商以天猫为主，同时也在京东进行布局，为品牌商在上述平台进行网店的建立和运营。社交平台渠道，宝尊电商为品牌商进行主页设计，并参与日常维护工作。短视频平台上，宝尊电商主要为品牌商提供数字营销方案。

表2、宝尊电商覆盖的渠道平台及运营模式

渠道	平台	运营模式
品牌官方商城		设立和运营独立的品牌官方商城，为品牌商打造有影响力的线上门店。
综合电商平台	天猫、京东	与电商平台签订年度平台服务协议，以建立和维护网店，通常根据已结算交易按预定的 GMV 百分比向电商平台付款，百分比通常在 0.5%-5%，根据品类不同而有所差异；同时，向平台支付年度预付服务费，平台根据网店销量进行退还。
社交平台	小红书、微信小程序	协助品牌商在微信官方商城、微信小程序上开设账户，设计主页，定期更新产品、活动信息，通过社群保持用户参与度；监控及回复消费者留言；将品牌商微信公众号整合到所有商城平台上的后台系统，以实现社交媒体平台上的闪购和常规销售。
短视频平台	快手、抖音	提供数字营销方案，协助品牌商推广产品及增加销量。

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

根据品牌合作伙伴的需求，公司以三种业务模式运营：服务费模式、寄售模式、经销模式。

服务费模式：通过提供 IT 解决方案、网店运营、数字营销、客户服务以换取服务费收入。**寄售模式：**除了服务费模式下可提供的服务外，宝尊还可以提供仓储配送服务，品牌商将商品存放在宝尊的仓库，由宝尊管理库存，并向消费者交付商品。但宝尊不拥有产品的所有权及定价权。寄售模式下的品类集中于服饰及化妆品。

经销模式：即品牌线上代理。向品牌商或其授权经销商选购商品，并通过公司运营的官方品牌商城或电商平台店铺直接向 C 端消费者出售。经销模式的品类集中于电器、美容及化妆品。**经销模式和服务模式的主要区别在于：**经销模式下，宝尊需要向品牌或经销商购买货品，承担库存风险。但经销模式下，宝尊拥有商品定价权，对商品推广也有更大的控制权，从而可以进一步提升运营效率和销售表现。经销模式下，品牌商或经销商是宝尊的供应商；服务费模式和寄售模式下，品牌商是宝尊的客户。

表3、宝尊电商主要业务模式

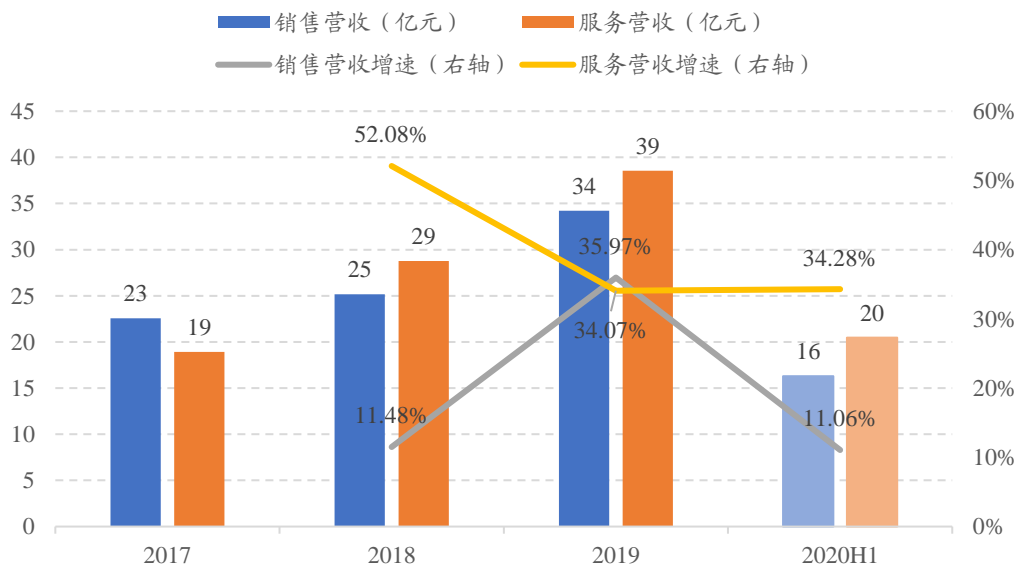
	服务费模式	寄售模式	经销模式
模式介绍	向品牌合作伙伴提供以下一项或多项服务: IT 解决方案, 在线商店运营, 数字营销和客户服务。	除了在服务费模式下提供的服务之外, 还为品牌合作伙伴提供仓储和配送服务。	从品牌合作伙伴和/或其授权的分销商中选择并购买商品, 并将这些商品直接出售给最终消费者, 从而产生产品销售收入。
客户	品牌商	品牌商	C 端消费者
是否有库存风险	无	无	有

资料来源: 公司招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

其中, 服务费模式、寄售模式产生服务收入, 分销模式产生产品销售收入。

2017/2018/2019 年, 宝尊服务营收分别为 18.91 亿元/28.76 亿元/38.56 亿元, 2018/2019 年 YoY 分别为 52.08%/34.07%, 销售营收分别为 22.58 亿元/25.17 亿元/34.22 亿元, YoY 分别为 11.48%/35.97%。20H1, 宝尊服务营收达到 20.47 亿元, YoY+34.28%; 销售营收达到 16.29 亿元, YoY+11.06%。可以看出, 过去三年服务营收的增速基本高于销售营收的增速, 20H1 服务营收继续保持较高增速, 而销售营收增速回落。

图12、2017 至今公司分部收入及增速



资料来源: 公司招股书, 兴业证券经济与金融研究院整理

2、公司业务: 核心运营能力强大, 品牌资源业内领先

2.1、核心股东阿里巴巴战略支持, 与品牌合作伙伴关系稳固

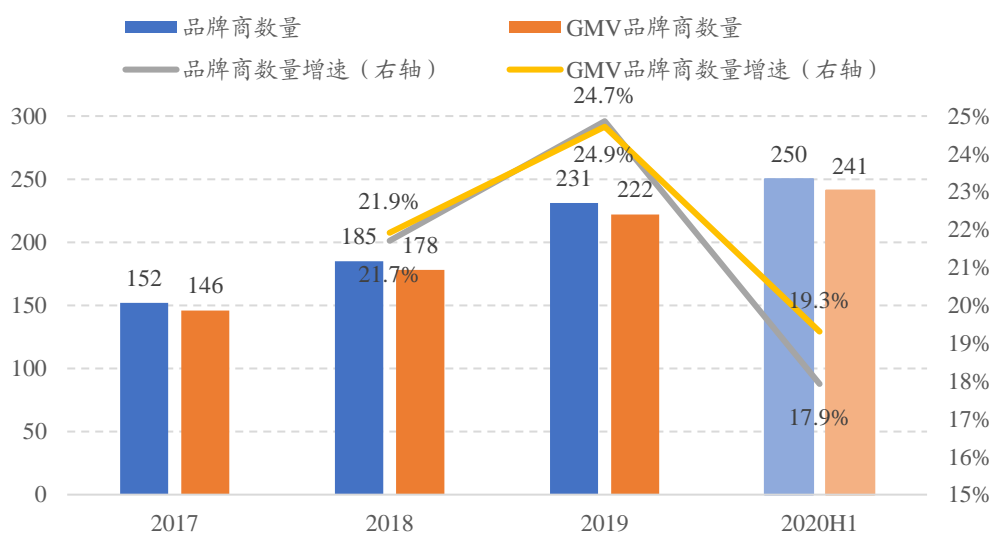
宝尊的发展得到了重要股东阿里巴巴的有力支持。天猫为宝尊提供平台支持、按表现计酬营销及展示营销服务等多种服务。宝尊接受菜鸟提供的物流服务, 同时

为其提供仓储服务。一直以来，宝尊凭借自身强大的核心能力，在天猫评级系统中占据排名最高的“六星级”电商服务合作伙伴的位置。

宝尊合作品牌商数量行业领先，品牌合作伙伴商业价值高。截至2019年底，宝尊电商合作品牌数量为231家，同类公司丽人丽妆/壹网壹创/若羽臣的合伙品牌数量分别为82家/40+家/80+家。在231家品牌中，15家是BrandZ全球品牌价值榜排名前50企业。

凭借着强大的核心能力和丰富的服务经验，宝尊与品牌合作伙伴保持了良好而稳固的合作关系，为公司带来可持续的营收。2018年服务模式的前20大客户基本留存至今（2020年8月），这些品牌在2018、2019年分别占公司服务营收的68.8%及65.1%，并分别占2018、2019年非经销GMV的75.2%及59.2%。和同类公司相比，宝尊合作品牌商覆盖的品类更为全面。宝尊覆盖领域包括服饰、3C家电、美妆等，而丽人丽妆、壹网壹创主营美妆，若羽臣主营母婴食品。在留住现有品牌商的同时，宝尊也在持续获取新的合作伙伴，20H1新增品牌商19家，YoY+17.9%。

图13、2017至今公司合作品牌商数量及增速

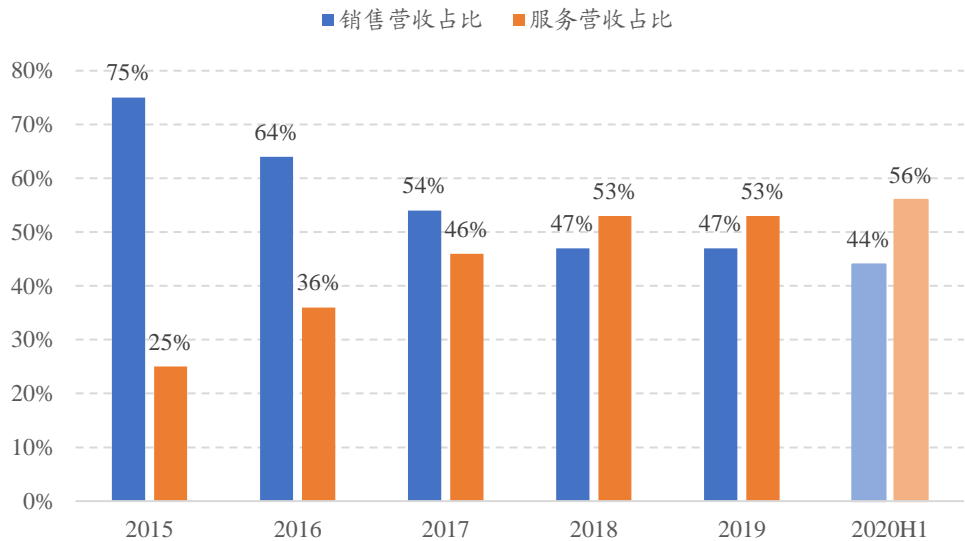


资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、轻资产运营模式，服务营收占比稳步提升

宝尊发展初期的主要收入来源为经销模式下的销售营收，2016年开始向轻资产模式转型，2018年底基本完成调整。此后，公司服务营收规模超过销售营收，占据主导地位。2015/2016/2017/2018/2019/20H1，服务营收分别占公司总净营收的25%/36%/46%/53%/53%/56%，服务营收在公司总净营收中的占比稳步提升。

图14、2015 至今公司分部营收占比



资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

宝尊电商转型的主要原因，一方面是由于服务模式的毛利率较高，另一方面是经销模式的库存和资金压力较大。因此即使经销模式能够带来更多客户以及更大的营收规模，但从长期发展的角度考虑，公司积极推动业务模式进一步向服务模式为主的方向转变。2019 年下半年，宝尊提出高质量成长战略，核心聚焦高质量 GMV，获取新机遇。高质量成长战略包括：优化品类结构、加速新品拓展、用数字化和创新来提高运营杠杆及成本管控；以及持续深化业务创新、加速品牌矩阵优化，通过业务中台提高运营效率，最终转化为高质量的增长和利润水平的提升。

2.3、重视技术驱动，持续进行技术投入

宝尊重视技术驱动，研发团队的规模和投入业内领先，建立了强大的技术栈，内容包括：可有效设置品牌官方商城和官方平台店铺的“宝尊云”、网店智能运营系统 ROSS、数字营销解决方案依赖的大数据分析和 AI 能力、支持客服及客户互动的 CRM 系统，以及仓储配送服务系统 OMS 和 WMS。公司持续加大投入，不断开发新技术及基础架构。

公司技术堆栈可以分为三层：前端系统，包括各种全渠道技术解决方案，定制的 SaaS 工具和面向效率的应用程序；中端系统，包括中端工具，用于订单管理，物流管理，仓库管理以及客户分析和关系管理；后端基础架构，包括具有计算，存储和网络功能的专有 Baozun 混合云以及大数据平台，这是公司支持大数据分析的专有系统。

前端，ROSS 系统主要用于网店运营，其包含一系列自动化及智能模块，可实现高效产品管理、店铺内容管理、店铺活动管理及客户分析。

中端，DOP 作为中台系统，对 CRM、OMS、WMS 等系统进行打通，并将不同系统的数据进行整合。其中，CRM 系统主要由客服系统以及客户数据分析及会

员管理系统组成，借助大数据制定用户资料，供品牌商用于精准营销并改善客户生命周期管理；OMS 控制网店的销售订单处理；WMS 协助存货管理、分拣打包等仓库管理功能。

后端，宝尊云提供安全有弹性的运算能力、存储及网络基础架构，协助品牌商全天候运营。

表4、宝尊电商的重要技术投入

时间	事件
2017 年	宝尊科技创新中心成立
2019 年	推出智能化运营平台 ROSS，以提升运营效率和自动化水平
2020 年	推出 BOC—商业运营中心和 GBO—新锐运营中心两大事业群；BOC 深度嵌套 ROSS 系统，主要用来提升品牌池中的中型品牌规模效应；GBO 挖掘及布局本土品牌及新兴品牌
截至 2020 年 6 月 30 日	共有 749 名 IT 专业人士设计、开发及操作公司技术平台

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

3、募资用途

表5、公司本次募资规划用途

募资用途	占比	具体内容
扩充品牌合作伙伴网络	20%	对成长品牌运营中心（GBO）进行投资，为本地和新兴品牌吸引并提供重点支持；GBO 的计划支出包括举办营销活动以提高公司知名度。业务发展支出及招聘营销人才
升级公司的数字营销和履约能力	25%	升级 OMS 和 WMS 系统，改进仓储自动化水平和扩大仓库网络，以增加关键枢纽的数量和总面积，计划兴建面积约为 100,000 平方米的仓库及自动化设施；计划增加对华东仓库网络的投资，以增加不少于 30,000 平方米的夹层货架及不少于 5 公里的自动输送带；计划扩大仓储管理团队，增加仓储员工人数
战略联盟合作	30%	新兴的消费品牌和海外电商市场合作：通过提供定制服务产品、物流及客服，加深与新品牌的合作；扩大地域覆盖范围；扩大渠道覆盖范围，与更多的新兴电商平台合作
研发投入和技术创新	10%	投资以提升后台技术基础架构功能和兼容性以及大数据分析和 AI 能力；于前台和中台升级现有技术系统及工具，并开发新技术系统及工具
潜在的并购机会	15%	在电商或社交媒体渠道（如京东、抖音、快手及微信）拥有优秀运营能力的公司；在我们专注的品类的自动化操作和数据分析方面拥有专业技术能力的公司；在数字营销及新兴服务模式（如直播）拥有专长，特别是具备先发优势及竞争力的公司；拥有大数据支持及强大运营能力的 ISV（独立软件供应商）天猫服务合作伙伴

资料来源：公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

4、估值与申购建议

2018/2019 年公司 P/E 为 54.79/53.47，根据 Wind 一致预期，公司 20/21 年 EPS 为 1.84/2.73 元。按发售价 82.90 港元计算，对应 2020/2021 年 P/E 为 39.68/26.75，考虑到公司预计将维持在品牌电商服务商行业的龙头地位，营收保持较快增速，建议投资者“申购”。

风险提示：1) 政策监管风险；2) 电商市场规模增长缓慢；3) 重要客户流失。

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。