

导流、平台、活跃复购——微信电商闭环三大环节已形成

证券研究报告

2021年01月21日

微信电商行业专题报告

● 核心结论

微信目前的电商闭环生态包括什么环节？微信电商形成了以“视频号+微信小程序+公众号/社群”为主线的电商闭环。主要包括导流、交易和活跃、复购三个环节。1) **导流**：微信朋友圈坐拥8亿DAU，承载着巨大的数据信息，朋友圈作为发现页面第一流量入口；搜一搜作为微信的中心化功能，用户可以对小程序、公众号、视频号等实现一键搜索；从视频号的出现到成为仅次于朋友圈的第二大流量入口，成功的成为亿级流量池；微信公众号开始加码推文的文末连续阅读模式，允许插入短视频、视频号、小程序等等，将用户的视线重新拉回推文；2) **平台**：微信电商主要依托于微信小程序开展电商交易，微信小程序目前分为三种类型：微信小商店，腾讯智慧零售/小鹅拼拼、第三方SaaS工具厂商开发的小程序（有赞、微盟等其他）。3) **活跃、复购**：微信群——社交裂变的主要场景；商家通过小程序直播、发放优惠券、拼单优惠、抽奖等营销活动，促进店铺粉丝的活跃和复购；企业微信开放了SCRM能力，联合第三方厂商构建场景。

微信电商进展到什么地步了？微信小程序实物商品交易年增长154%，商家自营GMV同比提升255%，快消、零售渠道、时尚品牌等行业通过小程序上获得了大幅增长。1) 微信电商GMV2020年有望突破2万亿；2) 在快消领域，小程序GMV年增长达到490%。B端小程序还赋能终端小店，助力经销体系的数字化；3) 2020年，零售渠道的小程序GMV年增长率达到254%；4) 时尚品牌的小程序GMV年增长率则有216%。

未来微信电商空间有多大？相关受益标的有哪些？短期微信电商GMV空间为4.5万亿元。1) 综合微信各板块功能用途的差异，对各板块的DAU和GMV/DAU分别进行敏感性测试，加总后得到微信电商整体GMV空间为4.5亿元。考虑国内国外同SAAS产业发展现状，我们得到微信电商SAAS产业短期发展空间（GMV*SaaS收入/平台GMV）为185.66亿元~278.49亿元。2) 微信电商高速发展，电商基因的欠缺使得第三方SaaS厂商充分受益，相关标的：有赞（8083.HK）、微盟（2013.HK）。

投资建议：电商生态中一些成熟的电商生态如淘宝、拼多多等拥有完整的SaaS技术方案，SaaS工具厂商的发展空间几乎为0，私域电商的崛起重新让SaaS工具厂商看到希望。建议关注：国内电商SaaS领跑者，SaaS与精准营销业务双轮驱动发展——微盟集团（2013.HK）、SaaS与支付业务双轮驱动，中国版Shopify发展潜力巨大——中国有赞（8083.HK）。

风险提示：微信电商渗透、用户增长不及预期；微信电商成交额增长不及预期；SaaS技术更新迭代不及预期。

行业评级

超配

前次评级

超配

评级变动

维持

近一年行业走势



相对表现 1个月 3个月 12个月

计算机应用	1.52	-7.27	3.47
沪深300	8.51	14.26	33.11

分析师



邢开允 S0800519070001



xingkaiyun@research.xbmail.com.cn

相关研究

计算机应用：拜登上台对自动驾驶产业影响几何？——计算机行业点评报告 2020-11-20

计算机应用：技术与政策共振，车联网落地应用加速——计算机行业深度研究报告 2020-09-13

索引

内容目录

一、微信目前的电商闭环生态包括什么环节？	3
二、微信电商进展到什么地步了？	10
三、未来微信电商空间有多大？相关受益标的有哪些？	11
四、投资建议	12
五、风险提示	13

图表目录

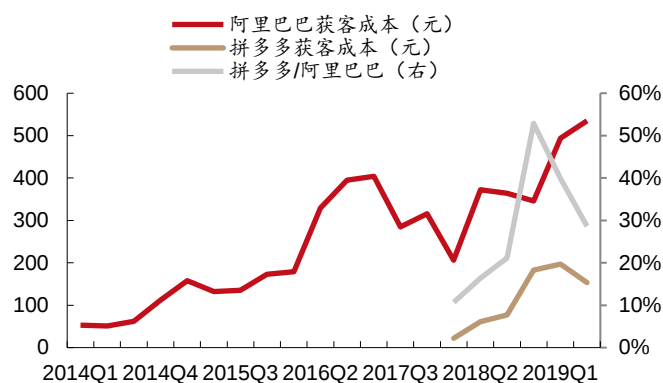
图 1：阿里巴巴和拼多多获客成本不断上升	3
图 2：商家、消费者、平台需求正在发生改变	3
图 3：微信电商闭环生态	4
图 4：传统微商运作模式	4
图 5：微信广告投放	4
图 6：微信搜一搜中心化流量入口	5
图 7：视频号允许接入公众号链接&视频号直播允许插入商家小程序商品链接	6
图 8：公众号进一步突出视频的窗口地位&一篇推文最多允许插入三段视频&一篇推文最多允许插入 10 个小程序	7
图 9：微信自研 SaaS 开店工具微信小商店&第三方 SaaS 平台（完美日记小程序）	8
图 10：微信群分享商家小程序	9
图 11：群直播功能灰度测试	9
图 12：小程序直播订阅提醒&小程序优惠券&微信小程序转发朋友圈测试	9
图 13：7SCRM 客户标签能力	10
图 14：7SCRM 打通订单 Api 能力	10
图 15：7SCRM SOP 触达能力	10
图 16：有赞 SaaS 工具货币化率	11
图 17：阿里巴巴、拼多多、美团平台变现率有所上升	11
表 1：微信电商 GMV 测算	12
表 2：有赞 SAAS 收入空间测算	12
表 3：微盟集团核心指标概览	13

9年前，社交电商发源于微博这一社交平台，7年前，微信推出支付功能后，社交电商场景化，5年前，社交平台上的个人交易体量巨大但未成主流，4年前，国家鼓励健康的社交电商发展，社交电商品牌化、规模化，2年前，代表性企业拼多多于美国纽交所上市，1年前，社交电商交易额占全国网络零售总规模的19.4%，而今年预计，社交电商占全国网络零售交易额比例可达30%。

随着阿里巴巴拼多多获客成本的不断提升、以及商家、平台普遍存在着流量见顶且难稀缺的困境的形成，社交电商重新被商户和消费者所关注。

那么以微信电商为首的社交电商目前发展到什么情况了呢？

图1：阿里巴巴和拼多多获客成本不断上升



资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

图2：商家、消费者、平台需求正在发生改变



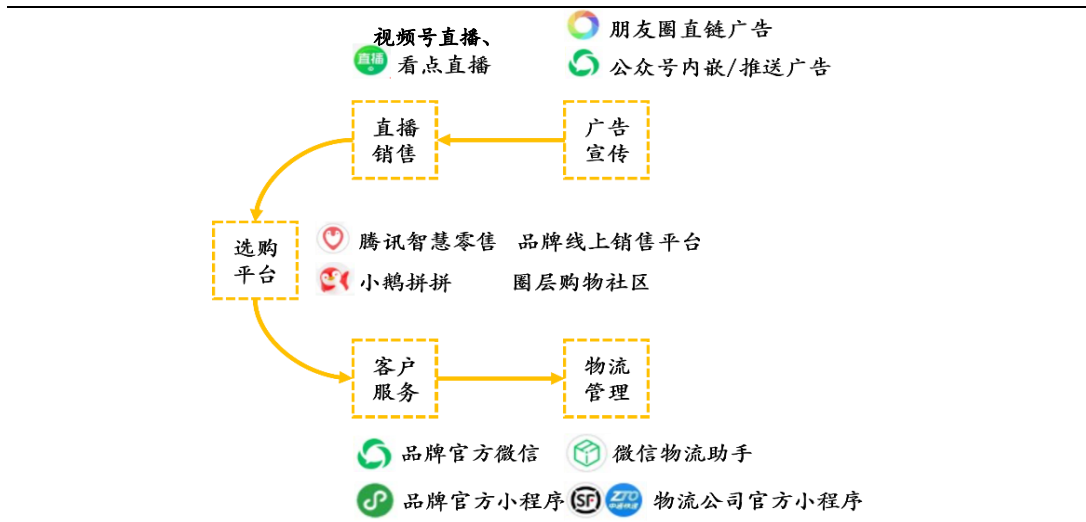
资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

一、微信目前的电商闭环生态包括什么环节？

微信从最开始的微信朋友圈营销推广，利用用户碎片化时间进行营销活动，到后面上线微店再到拼多多借助微信私域流量生态崛起的经验借鉴，对于电商生态模式的探寻，微信从未停止脚步。2017年1月，微信小程序正式上线，彻底改变了原有的电商生态模式，从最开始游戏小程序为主，到后面形成生活服务、电商、教育、工具等小程序百花齐放的画面，小程序逐渐成为微信电商的载体。与此同时，2019年-2020年，微信不断探索私域电商发展之道，上线微信直播小程序；打通微信与企业微信，助力商家的客户管理服务；上线视频号，开通视频号直播，允许商家小程序接入视频号，个人名片开放展示视频号，朋友圈允许分享视频号卡片；上线腾讯智慧零售、小儿拼拼...**微信正在朝着电商化和视频化趋势加速发展。**

微信电商形成了以“视频号+微信小程序+公众号/社群”为主线的电商闭环。微信电商利用微信庞大的流量池，在视频号的引流下，将用户带入商家小程序完成购买，通过营销活动将用户引入微信社群/公众号，直接对接终端消费者，了解用户的真实诉求，保证用户的活跃和留存，方便对私域流量进行沉淀。

图3：微信电商闭环生态



资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

微信电商生态的主要环节：

1、导流

首先，导流是微信电商的起始环节，微信电商的导流主要有四大渠道：

1) 微信朋友圈：微信朋友圈坐拥8亿DAU，承载着巨大的数据信息，朋友圈作为发现页面第一流量入口，成为用户生活连接的纽带。通过朋友圈，可以进行广告投放，还可以对相应的链接进行转发，假设每种链接的点击率是朋友圈的流量的10%，意味着如果所有用户转发同一链接，微信朋友圈每日可以贡献至少8000万的流量，这也是为什么微商最开始选择将图文直接投放于朋友圈以及微信广告（商家小程序、微信公众号、等视频号）主要分发至朋友圈的重要原因。

图4：传统微商运作模式



资料来源：微信朋友圈截图、西部证券研发中心

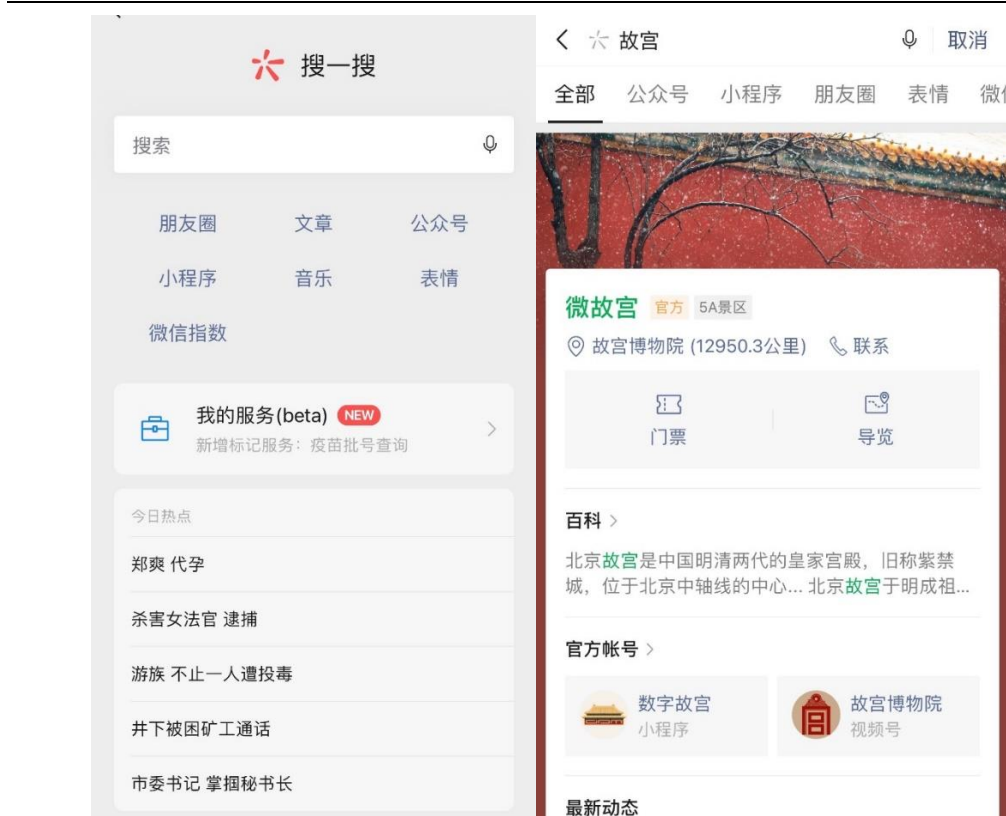
图5：微信广告投放



资料来源：微信朋友圈截图、西部证券研发中心

2) 搜一搜：搜一搜作为微信的中心化功能，通过将海量的信息资源聚集在微信生态中，用户在启用搜一搜对某一关键词进行搜索时，可以搜索到对应关键词的新闻、小程序、公众号、视频号网页等等，而小程序、视频号和微信公众号正是构成微信电商生态闭环的重要环节。

图 6：微信搜一搜中心化流量入口



资料来源：微信搜一搜菜单、西部证券研发中心

3) 视频号：视频号在 2020 年上半年的日活已经达到 2 亿，从视频号的出现到成为仅次于朋友圈的第二大流量入口，仅仅用了不到半年的时间，微信这一次尝试也是顺应了短视频发展的趋势，成功的成为亿级流量池。另外视频号在 2020 年 12 月开始打通商家小程序，意味着商家可以通过视频号直播带货，在购物车上架商品链接，跳转小程序完成交易。

视频号对比快手抖音的优势在于：微信庞大的流量池供给；视频号首先定位于朋友推荐，再有关关注和推荐，社交属性明显；内容可以被更多人看到，通过朋友点赞的传递效应，即便不是 KOL 博主，依然可以收到可观的播放量；成熟平台的拍视频经验转向微信更具有内容优势。

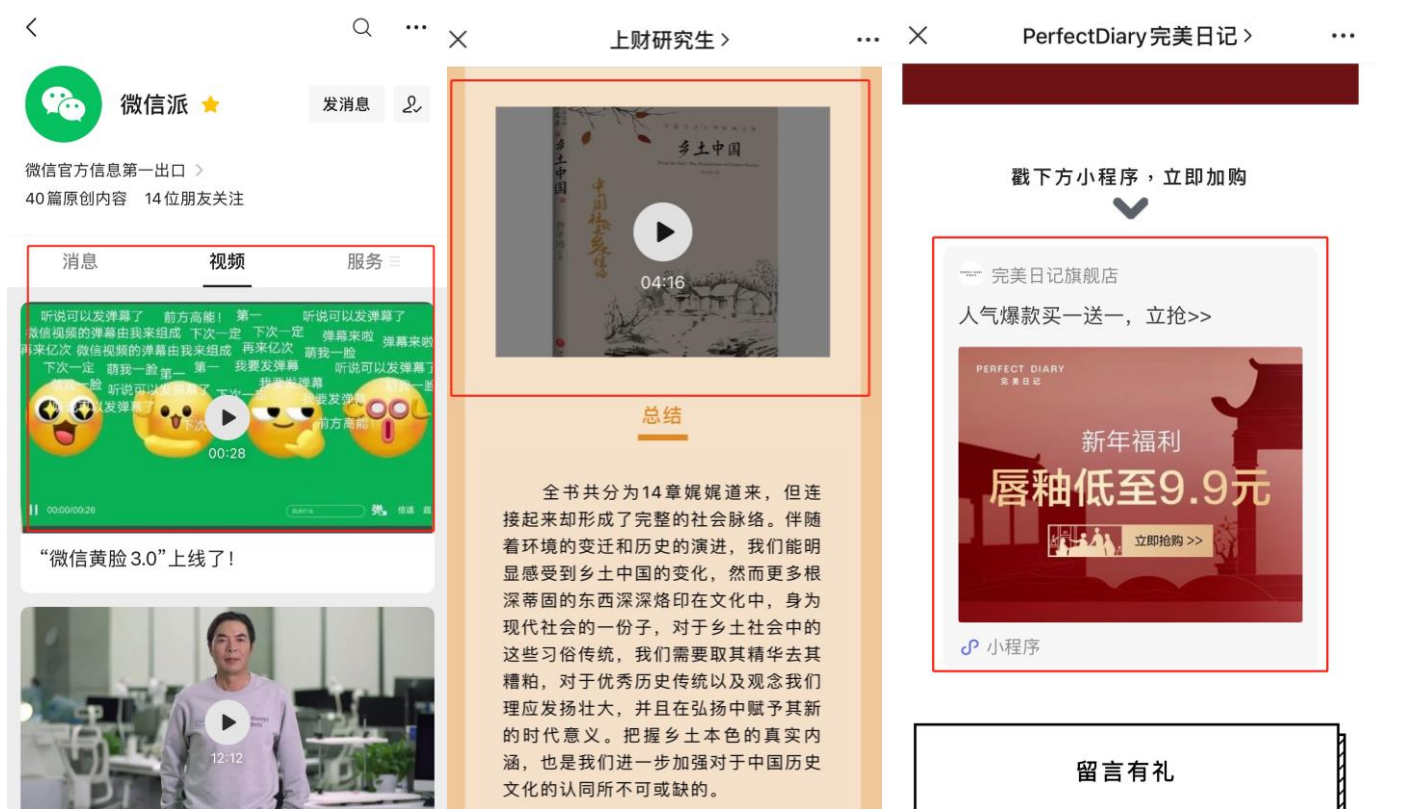
图 7：视频号允许接入公众号链接&视频号直播允许插入商家小程序商品链接



资料来源：视频号、西部证券研发中心

4) 微信公众号：自 2012 年上线以来，微信公众号的数量得到了迅速的增长，2017 年已超过 2000 万，且这一突破得到了微信官方的证实。在经历了多年的高速增长之后，2017 年微信公众号数量的增长率下降到 18.2%，一方面体现了大量自媒体平台推出给予了内容创作者更多的渠道选择，另一方面更体现了全民创作的浪潮和趋势渐已成型。与此同时，公众号的点击率在 2018-2020 年间也有所下降，于是微信公众号开始加码推文的文末连续阅读模式，允许插入短视频、视频号、小程序等等，将用户的视线重新拉回推文。

图 8：公众号进一步突出视频的窗口地位&一篇推文最多允许插入三段视频&一篇推文最多允许插入 10 个小程序



资料来源：各微信公众号、西部证券研发中心

2、交易

1) 平台

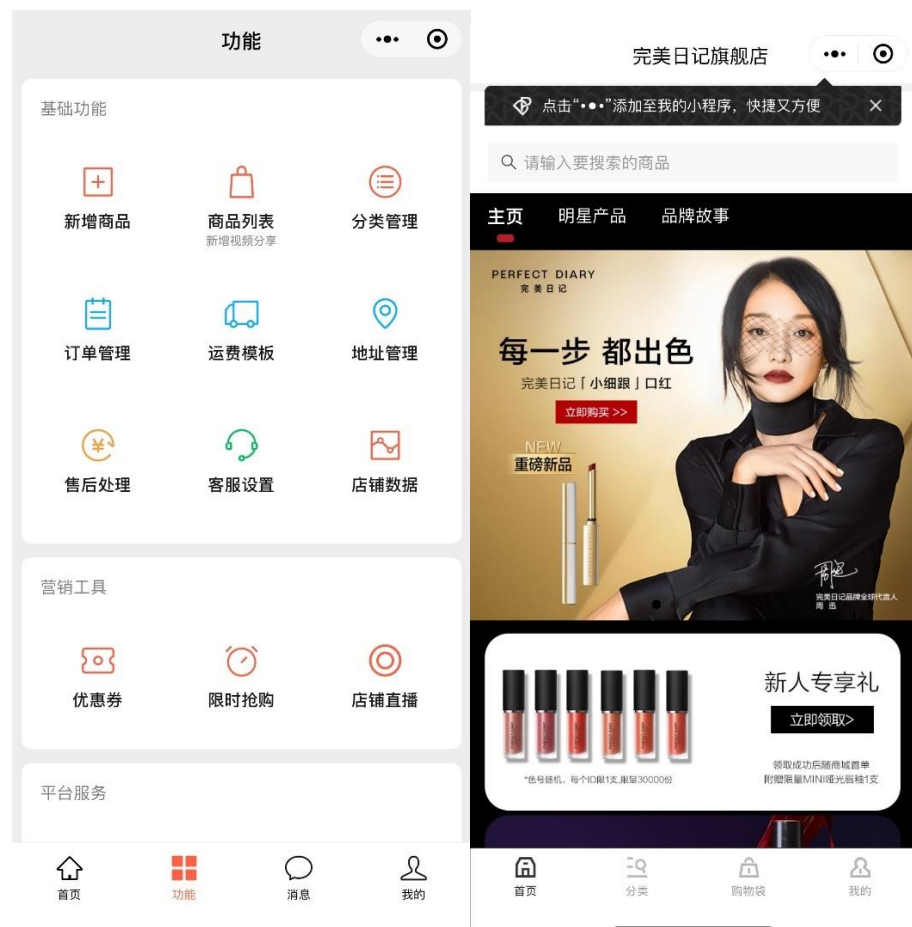
微信电商主要依托于微信小程序开展电商交易，微信小程序目前分为三种类型，一种是微信自研的 SaaS 开店平台——微信小商店，一种是中心化电商平台腾讯智慧零售/小鹅拼拼，一种是第三方 SaaS 工具厂商开发的小程序（有赞、微盟等其他）。

微信自研 SaaS 平台——微信小程序：主打 0 元开店，分为个人开店和企业开店，功能较少，只能满足商品的交易，对于营销工具的提供较少，另外对于店铺的装修以及推广、运营数据的下载分析欠缺，不能满足品牌商家的多样化需求。

微信中心化电商平台——小鹅拼拼/腾讯智慧零售：分别类似于拼多多和美团的操作模式，与拼多多、美团不同的是，小鹅拼拼的装修界面以及功能更加基础化，用户到达目标产品的购买时间较长；腾讯智慧零售与各商家关系不大，交易活动完全在商家小程序内部进行且供用户的产品选择较少，相关功能不完善。

第三方 SaaS 平台——微盟、有赞等厂商：商家按年付费，负责商家经营的全流程管理，从店铺的装修、商品的上架，再到前期的店铺推广，用户的活跃留存等营销工具的提供都有所涉及，满足商户的多样化需求。

图9：微信自研 SaaS 开店工具微信小程序&第三方 SaaS 平台（完美日记小程序）



资料来源：微信小程序、完美日记小程序、西部证券研发中心

2) 支付

微信在多数场景对商家收取 0.6% 的支付手续费率，对比其他电商平台 5% 来说，经营成本更加低。同时支付作为微信的一种变现方式，正在逐渐改变着用户的生活习惯。

微信支付新看点：

针对经销商渴望现金流、缺乏运营团队等痛点，微信支付推出了一套连锁品牌的解决方案：在微信支付商务化体系中新增“品牌”的角色，使加盟门店通过小程序收到的款项可直接进入加盟商账户，并实现了抽成、分润、佣金支付等链入资金的快速打通。

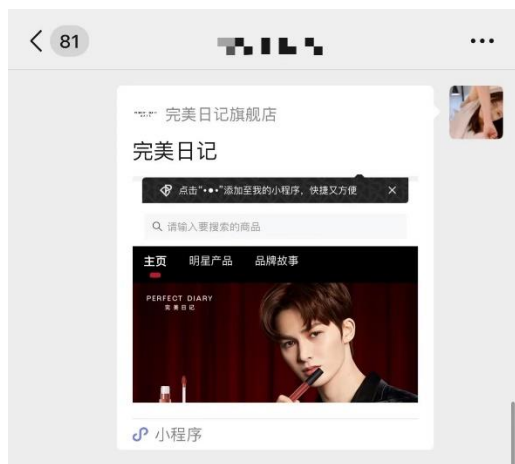
拉近商户与用户之间的距离。基于微信支付的“支付即服务”能力，商家可在用户支付完成后为用户推送导购的个人名片，可以是企业微信或者个人微信，从而提供了用户与商家的连接机会。

3、用户活跃/留存/复购

1) 微信社群

微信群——社交裂变的主要场景。微信群作为连接用户关系的重要通道，是促进商户进行裂变营销的重要工具。2020 年 8 月，微信群聊菜单灰测“群直播”功能，群内任何人都能直接发起直播，而且可以多场群直播同时进行，支持连麦、评论、点赞。

图 10: 微信群分享商家小程序



资料来源: 微信、西部证券研发中心

图 11: 群直播功能灰度测试

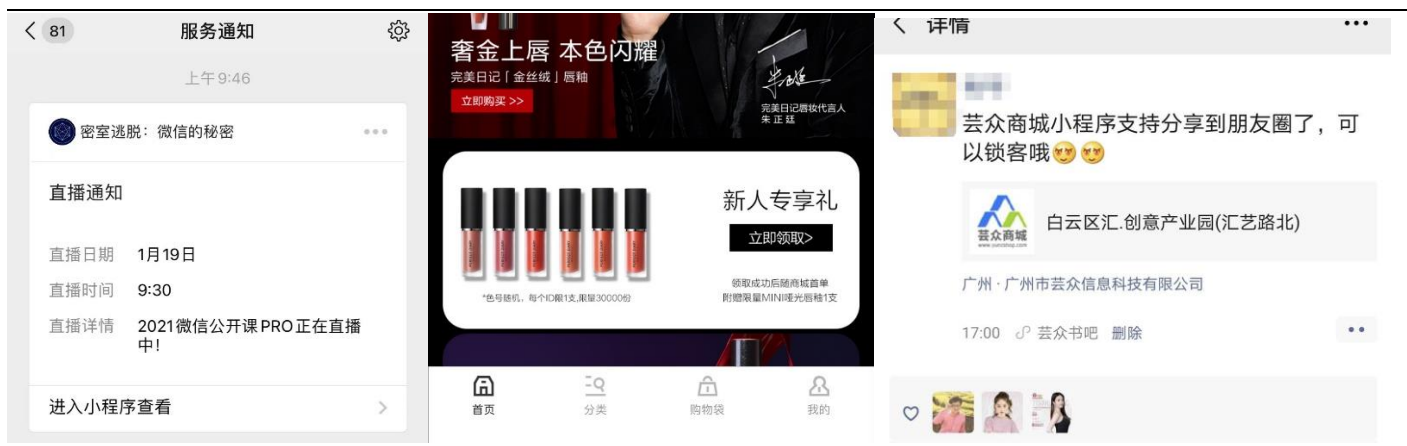


资料来源: 公开资料、西部证券研发中心

2) 小程序

小程序截至 2020 年上半年 DAU 已经达到 4 亿,未来随着小程序转发朋友圈的正式上线,用户活跃度会进一步加强。商家通过小程序直播、发放优惠券、拼单优惠、抽奖等营销活动,促进店铺粉丝的活跃和复购。2020 年 7 月微信小程序开始测试转发朋友圈以及主动为用户推送消息,对于拥有 8 亿 DAU 流量的朋友圈来说,无疑会给小程序的流量带来进一步的提升。

图 12: 小程序直播订阅提醒&小程序优惠券&微信小程序转发朋友圈测试



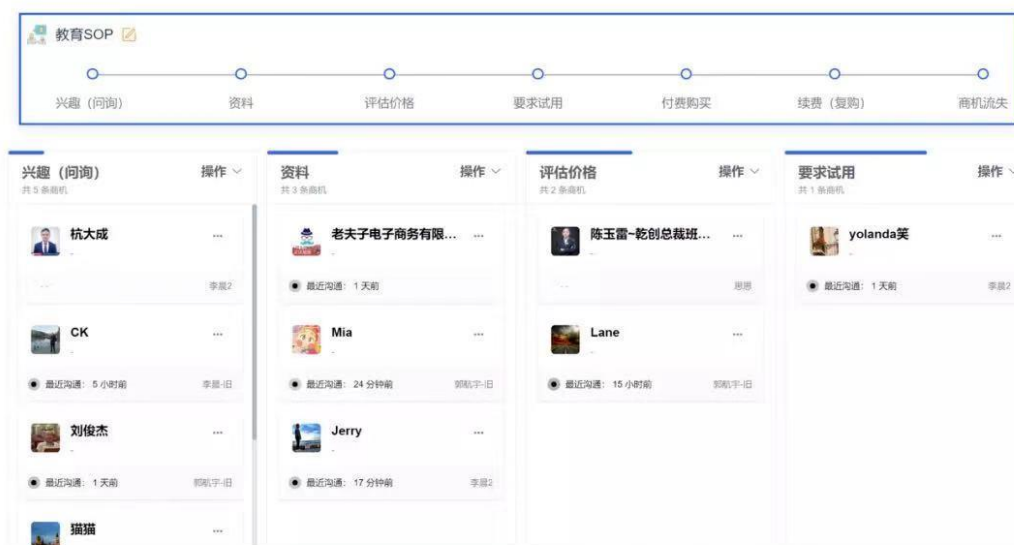
资料来源: 微信小程序、公开资料整理、西部证券研发中心

3) 企业微信

截至 2020 年 12 月 23 日,企业微信上的真实企业与组织数超 550 万,活跃用户数超 1.3 亿,企业通过企业微信服务和连接的微信用户数已达 4 亿。2020 年 2 月企业微信开放与微信互通的快捷通道,商家可以通过企业微信的朋友圈、小程序、群直播等运营用户、完成转化。企业微信开放了 SCRM 能力,联合第三方厂商构建场景,例如 7SCRM 提供的三个核心场景:

- **客户标签能力**——通过对用户种类进行标签化管理,精准服务有效客户
- **订单打通 api 能力**——收入来源具体到订单,方便企业对产品的改善和精细化运作
- **SOP 触达能力**——根据客户意愿,精准群发送消息,唤醒沉睡客户,增强企业和用户互动

图 13: 7SCRM 客户标签能力



资料来源：7SCRM 后台、西部证券研发中心

图 14: 7SCRM 打通订单 Api 能力



资料来源：7SCRM 后台、西部证券研发中心

图 15: 7SCRM SOP 触达能力



资料来源：7SCRM 后台、西部证券研发中心

二、微信电商进展到什么地步了？

智能手机出货量和互联网用户时长都已经饱和，平台增长和盈利的压力正在逐渐向商户端传递，市场进入存量的争夺。此时商户们发现，自己在平台卖货不但利润越来越薄，而且用户的数据也不在自己手上，更没有办法低成本地反复触达自己的客户，随时可能失联。近年来以阿里、京东、唯品会为代表的传统电商遭遇了 GMV 增长放缓。2019 财年，阿里和唯品会的 GMV 增长率已经在 20% 以下。

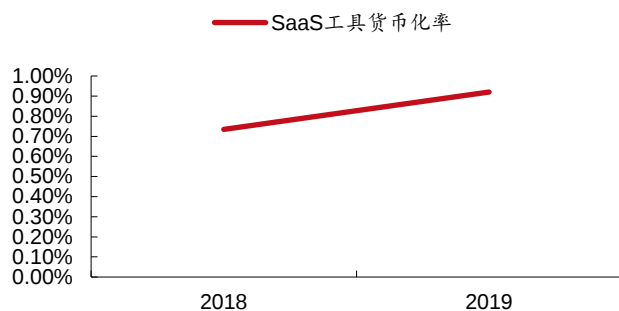
私域流量的快速崛起，推动了私域流量变现的进程。私域流量主们逐渐形成了通过微信群、直播等社交媒体销售商品的电商模式。而以私域流量为基础的电商模式近年来迅速在行业扩散，发展迅猛，直播带货成为私域流量变现最快的模式。

微信小程序实物商品交易年增长 154%，商家自营 GMV 同比提升 255%，快消、零售渠道、时尚品牌等行业通过小程序上获得了大幅增长。

- 过去一年，很多快消品牌通过商品上的小程序码与用户建立了有效的直连通道和载体，提升了快消品牌 D2C 商城的线上渗透率，在快消领域，小程序 GMV 年增长达到 490%。B 端小程序还赋能终端小店，助力经销体系的数字化。
- **在超市、便利店和生鲜等零售渠道，得益于小程序的下沉和低门槛优势，社群+小程序运营成为社区团购的标配。**过去线上化程度较低的购百行业，通过小程序将线下客流数字化，再结合小程序直播、商城，打破实体商圈时间和空间的限制，获得销售增量。2020 年，零售渠道的小程序 GMV 年增长率达到 254%。
- **时尚品牌的小程序 GMV 年增长率则有 216%。**通过服务号、企业微信和小程序等，大量头部服饰美妆品牌建立用户品牌心智，发布新品，采用导购+云店的模式，完成复购转化。

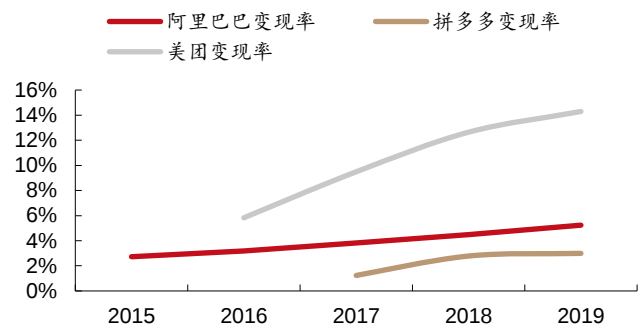
对标成熟电商平台货币化率，微信电商货币化率仍有 3 倍以上发展空间。微信电商 GMV 不断提高，但是对比各大成熟电商平台来说，微信电商的货币化率还有待进一步提高，我们以第三方 SaaS 厂商——有赞的货币化率为参考指标，对比阿里巴巴、拼多多、美团变现率来看，仍有 3 倍以上发展空间。**提高微信电商的变现率是微信电商以及第三方 SaaS 厂商未来发展的共同命题。**

图 16：有赞 SaaS 工具货币化率



资料来源：有赞年报、西部证券研发中心

图 17：阿里巴巴、拼多多、美团平台变现率有所上升



资料来源：各公司年报、西部证券研发中心

三、未来微信电商空间有多大？相关受益标的有哪些？

短期微信电商 GMV 空间为 4.5 万亿元。综合微信各板块功能用途的差异，对各板块的 DAU 和 GMV/DAU 分别进行敏感性测试，加总后得到微信电商整体 GMV 空间为 4.5 亿元，具体对比细节参考微信电商系列报告《加速视频化、电商化，第三方 SaaS 平台畅享微信电商 alpha》（上、下）。随着微信电商的高速发展，第三方 SaaS 厂商（微盟、有赞等）将与微信一道共同促进商家在微信生态内部的闭环发展。

考虑国内国外同 SAAS 产业发展现状，我们得到微信电商 SAAS 产业短期发展空间（GMV*SaaS 收入/平台 GMV）为 185.66 亿元~278.49 亿元。鉴于电商 SaaS 目前主要在微信，其他合作平台产生的 GMV 全部算在商家身上，因此我们对微信 SaaS 短期空间测算主要基于微信电商未来 GMV 和变现率变化。具体对比细节参考微信电商系列报告《加速视频化、电商化，第三方 SaaS 平台畅享微信电商 alpha》（上、下）。

行业专题报告 | 计算机应用

表 1: 微信电商 GMV 测算

平台	对标	GMV/DAU 单位: 元	DAU 预测 单位: 亿	GMV 预测 单位: 亿元
微信电商业务整体	淘系电商	11290.00	4.00	45160.00
其中:				
小鹅拼拼	拼多多	3764.52	0.25	941.13
微信直播/直播小程序	淘宝直播	4416.67	0.40	1766.67
腾讯智慧零售	美团	5787.02	0.25	1446.76
其他零散小程序	——	——	3.10	41005.45
DAU 假设				
	乐观	一般	谨慎	
微信跳转一级用户流失率	40%	50%	60%	
小鹅拼拼 DAU (亿)	0.36	0.25	0.16	
腾讯智慧零售小程序 DAU (亿)	0.36	0.25	0.16	

资料来源: 阿里巴巴、拼多多、美团年报、西部证券研发中心

注: 具体测算流程详见微信电商系列报告——《加速视频化、电商化, 第三方 SaaS 平台畅享微信电商 alpha》(上)、(下)

表 2: 有赞 SAAS 收入空间测算

微信电商 SaaS 收入空间测算			
项目	2019GMV (亿)	2019 (SaaS) 收入 (亿)	SaaS 收入/平台 GMV
shopify	42.50	0.44	1.04%
有赞	6.45	0.06	0.92%
淘宝	33870	1266.73	3.74%
拼多多	10066	30.14	3.00%
美团	6821	975	14%
加权平均 SaaS 收入/平台 GMV	——	——	1.03%
微信电商 SaaS 收入/平台 GMV 选择			
	乐观	一般	谨慎
微信电商/加权平均(SaaS 收入/平台 GMV)	0.6	0.5	0.4
微信电商 SaaS 收入/平台 GMV	0.62%	0.51%	0.41%
微信电商 SaaS 收入/平台 GMV 空间		0.41%~0.62%	
微信电商 GMV*(SaaS 收入/平台 GMV)	278.49 亿元	231.22 亿元	185.66 亿元
电商 SaaS GMV* (SaaS 收入/平台 GMV) 空间		185.66 亿元~278.49 亿元	

资料来源: shopify、有赞、淘宝、拼多多、美团年报、西部证券研发中心

注: 具体测算流程详见微信电商系列报告——《加速视频化、电商化, 第三方 SaaS 平台畅享微信电商 alpha》(上)、(下)

四、投资建议

SaaS 主要作为商家开店工具, 为商户提供线上线下经营解决方案, 助力商家的日常经营开展。而电商生态中一些成熟的电商生态如淘宝、拼多多等拥有完整的 SaaS 技术方案, SaaS 工具厂商的发展空间几乎为 0, 私域电商的崛起重新让 SaaS 工具厂商看到希望。

1、微盟集团 (2013.HK)

国内电商 SaaS 领跑者，SaaS 与精准营销业务双轮驱动发展。目前，集团两大业务板块处于持续发展阶段，2019 年总收入达到 14.37 亿元，同比增长 66.1%，其中微盟集团的精准营销业务收入占比逐年上涨，在 2017 年，精准营销业务收入就已超过总收入的 50%，2019 年达到总收入的 64.7%。先后收购雅座、海鼎，智慧零售和酒店业务锦上添花。线下业务是公司 SaaS 业务未来最大的增长点，公司正通过内部孵化和外部并购完善线下布局，2020 年智慧零售业务营收有望达到去年 2 倍以上。精准营销服务与腾讯体系深度绑定有望进一步增长。

微信“电商化+视频化”大势所趋，微盟 SaaS 未来空间 14.7-22.1 亿元。微信今年先后布局视频号、小程序直播、腾讯智慧零售、小鹅拼拼、微信小商店、搜一搜、视频号直播等，明年将进一步得到完善，打造生态闭环，微信电商迎来新的发展拐点。

表 3：微盟集团核心指标概览

会计年度	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额（百万）	534.01	865.03	1436.79	2274.73	3463.37	5275.81
增长率	182%	62%	66%	58%	52%	52%
归属于母公司股东利润（百万）	2.83	-1089.21	311.98	-350.58	591.31	965.30
增长率	104%	-38574%	129%	-212%	269%	63%
每股收益 EPS(元)	0.00	-0.48	0.14	-0.15	0.26	0.42
市盈率(P/E)	187.09	-166.49	98.71	60.47	187.09	-166.49
市净率(P/B)	29.33	35.60	26.16	18.26	29.33	35.60

资料来源：微盟财报、西部证券研发中心

注：微盟为 2021 年 1 月 20 日收盘价

2、中国有赞（8083.HK）

SaaS 与支付业务双轮驱动，中国版 Shopify 发展潜力巨大。1) 从 2020 年 Q1-Q3 来看，SaaS 及延伸业务收入占比达 73%，支付业务拥有支付牌照成为核心竞争力之一，公司亏损处于持续收窄状态，随着有赞产品线的成熟和对成本费用的进一步控制，有赞业绩会持续好转；2) 从费用端来看，公司重视布局销售网络，高度重视产品研发，公司 2020 年前三季度研发费用/营收达到 23%；3) 整体 ROE 由 2018 年 H1-5.33%变为 2020 年 H1-2.90%，同比+2.43pct，未来有赞 ROE 和净利率将继续持续向好发展。

SaaS 端业务全流量平台覆盖，强大分销系统助力商户抬升 GMV。1) 有赞在 B 端布局微商城、有赞零售等开店模式，较低的开店成本+低佣金率+系统稳定使得商户数逐年增长；2) C 端为个人提供免费开店工具以及中心化电商平台为商家增加引流渠道；3) 有赞不断接入各大流量 APP，中心化+去中心化双向打通；4) 有赞未来将大力发展线下业务，成为重要增量市场；5) 顺应微信电商化+视频化趋势，联合众多直播平台帮助商户推广卖货。

五、风险提示

微信电商渗透、用户增长不及预期；微信电商成交额增长不及预期；SaaS 技术更新迭代不及预期。

行业专题报告 | 计算机应用

西部证券—行业投资评级说明

超配：行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上
中配：行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于大盘（沪深 300 指数）-10%到 10%之间
低配：行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过大盘（沪深 300 指数）10%以上

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C
联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。

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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。