

电商驱动，直播助力，家纺行业蓄势待发

——家纺行业跟踪报告

证券分析师：王立平A0230511040052

研究支持：戎姜斌

2020.8.25



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。。



本期投资提示：

- **渠道历经变迁，电商逐步成为家纺行业主战场。1) 线上渗透率持续提升，家纺线上占比遥遥领先。**家纺行业电商收入占比较高，19年底基本为25%-40%，远高于纺织服装其他子行业。2020年家纺电商收入占比有望进一步提升，预计到2020年底，水星家纺电商占比达45%-50%，富安娜电商占比超40%，罗莱生活电商占比达25%-30%。**2) 家纺适合电商直播，爆款打造带动增速上行。**家纺相对更加标品，较为适合直播带货。同时直播爆款持续作为引流产品带动整体线上增速持续提升。各品牌均大力发展直播带货渠道，联合大主播打造爆款。**3) 竣工面积复苏增长利好家纺行业，催化需求端回暖。**2020年竣工面积改善趋势延续，有望拉动家纺行业消费，推动行业复苏。
- **二季度来，家纺电商持续保持高速增长，表现明显好于其他子行业。1) 二季度起家纺电商增速明显回暖。**根据独道数智数据显示，2020年5月起，家纺线上呈现快速增长趋势，天猫平台上家纺品类增速恢复至20%左右。其中龙头品牌呈现爆发增长，据统计水星家纺5/6月天猫官方旗舰店GMV增速达80%/44%；罗莱生活5/6月天猫官方旗舰店GMV增速达92%/26%，线上增速遥遥领先。**2) 7月消费品线上增速放缓，但家纺龙头品牌逆势高增，表现大超预期。**预计由于今年618大促表现良好，对7月电商产生一定虹吸效应（19年618表现一般，对7月影响较弱），故大部分消费品电商增速有一定放缓。但家纺龙头企业仍维持高速增长趋势，增速优于5月，大超预期。其中水星家纺7月天猫官方旗舰店GMV增速达88%，罗莱生活7月天猫官方旗舰店GMV增速达127%。
- **投资建议：电商驱动，板块复苏明显，但估值仍处于底部，推荐家纺龙头企业。1) 水星家纺：**电商收入占比有望接近50%，且二季度来提速发展，表现超预期。预计20年实现净利润3.5亿元，对应PE为13倍；**2) 罗莱生活：**多品牌、多梯度覆盖全市场，品牌影响力不断提升。电商渠道经过调整后20年恢复高速增长。预计20年实现净利润超5.5亿元，对应PE为18倍。
- **风险提示：**若新型冠状病毒感染肺炎疫情持续时间较长，消费行业业绩可能不及预期。

主要内容

1. 家纺复盘：主战场逐步从线下向线上转移
2. 电商驱动，二季度来表现持续超预期
3. 地产竣工复苏，催化行业需求向好
4. 投资建议

1 家纺复盘：主战场逐步从线下向线上转移

■ 家纺行业根据渠道变迁主要分为四个阶段：

- 1) 2012年之前：跑马圈地；
- 2) 2012年-2017年：线上线下融合；
- 3) 2018年-2019年：线上阵痛；
- 4) 2020年开始：线上再次发力。

图1：家纺行业18年至今线上销售额增速

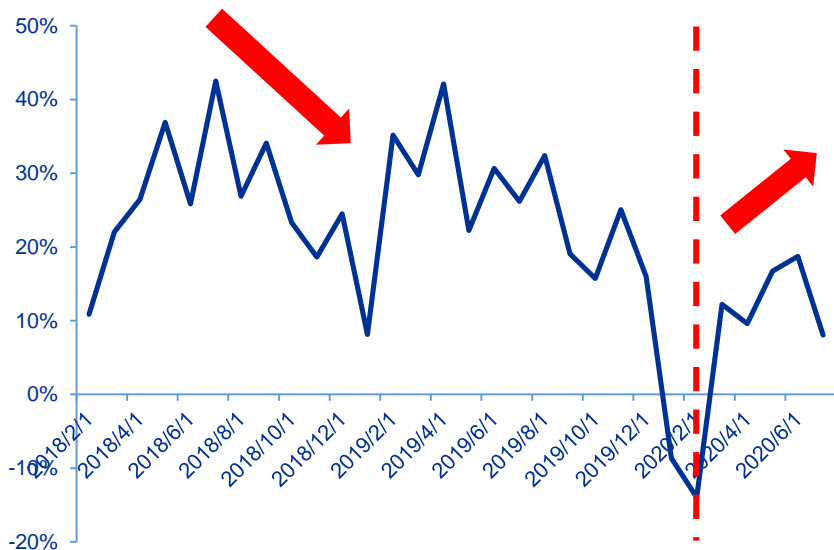
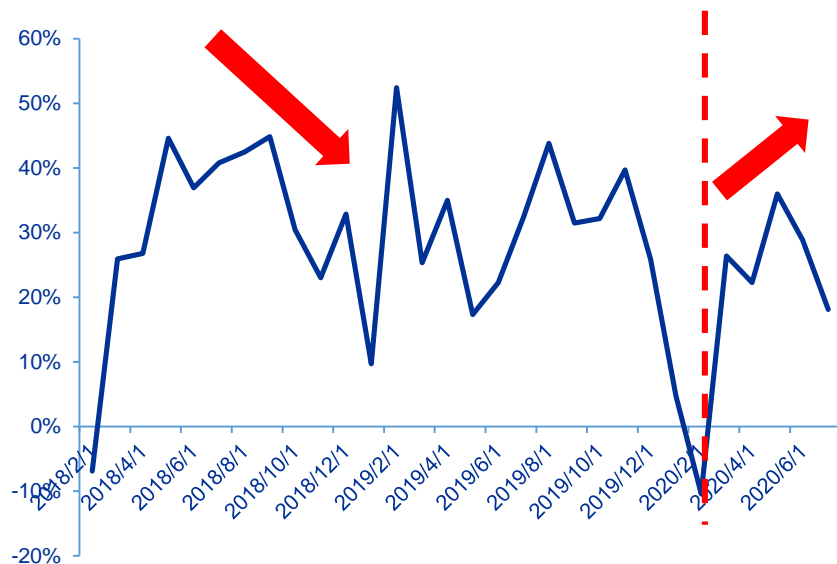


图2：家纺行业18年至今线上销售量增速



1 家纺复盘：主战场逐步从线下向线上转移

■ 2012年之前：跑马圈地

- 家纺各品牌均快速扩张线下渠道（以街边店为主），业绩实现快速增长。

图3：罗莱生活业绩情况

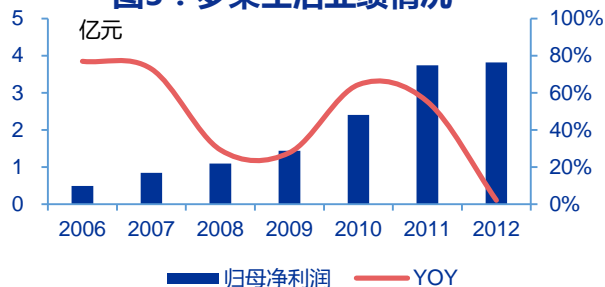


图4：富安娜业绩情况



■ 2012年-2017年：线上线下的融合

- 行业渠道库存危机，品牌加大库存清理力度，到2017年渠道逐步进入补库存阶段。
- 逐步发力电商，电商占比持续提升，到2017年家纺品牌电商占比基本达到20%-40%。

图5：家纺品牌存货情况

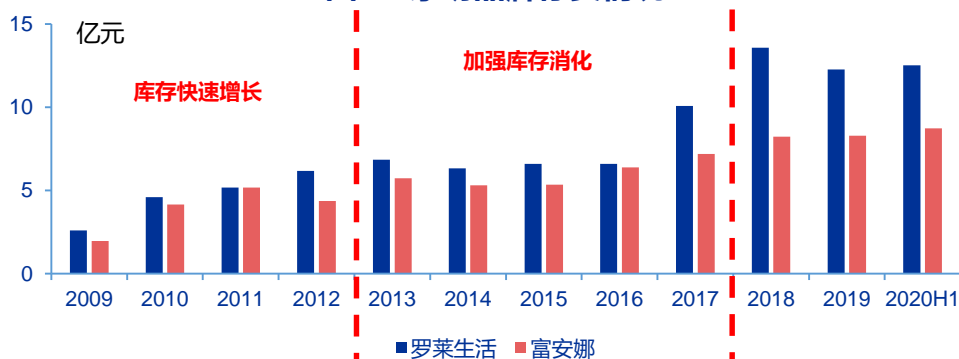
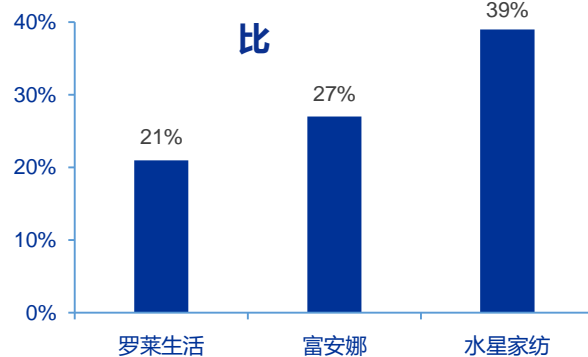


图6：2017年各品牌电商收入占比



1 家纺复盘：主战场逐步从线下向线上转移

■ 2018年-2019年：线上阵痛

- 1) **2018年电商市场竞争结构发生变化**。2018年上半年社交电商快速崛起，以低价为主的社交电商如拼多多、云集等爆发式增长，使得原本以阿里为电商主战场的家纺品牌流量明显下滑。18年二三季度，各品牌电商均出现不同程度的下滑。
- 2) **各品牌积极调整电商业务**。**a) 水星家纺**：调整百丽丝品牌定位，主打产品高性价比，积极入驻拼多多、云集、贝店等社交电商平台。同时对电商团队进行组织架构调整。**b) 罗莱生活**：18Q3将LOVO与罗莱主品牌切分，独立运营，保证罗莱主品牌的调性，同时也促进LOVO自身品牌影响力的提升

图7：水星家纺18-19年电商增速

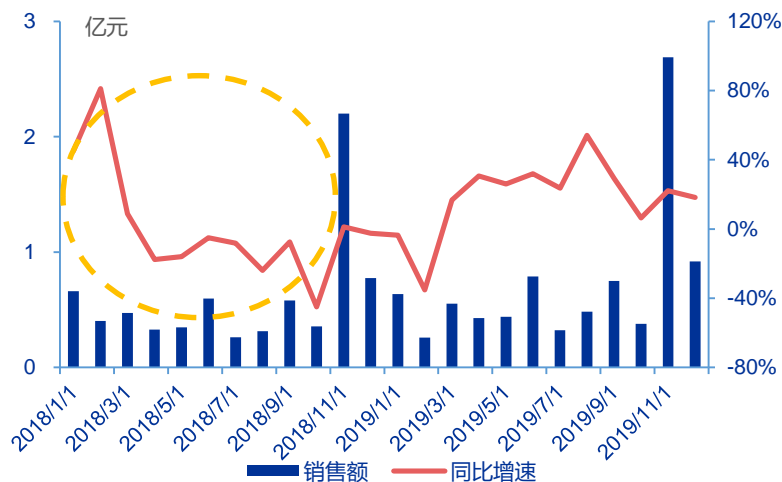
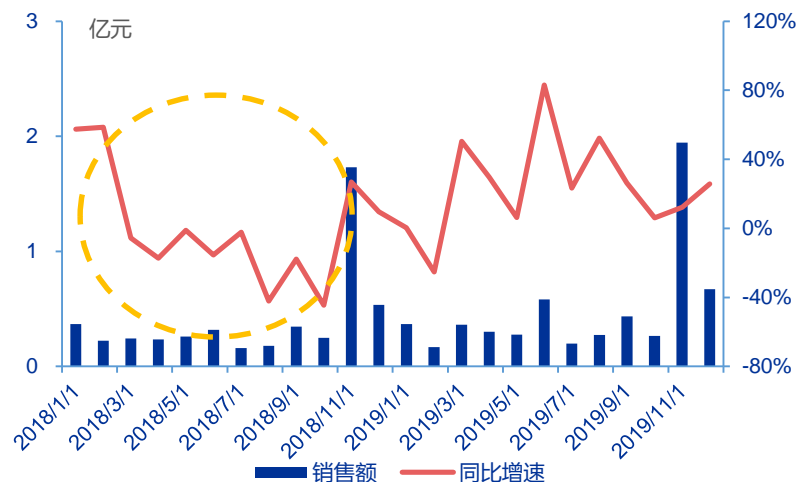


图8：富安娜18-19年电商增速



1 家纺复盘：主战场逐步从线下向线上转移

■ 2020年开始：线上再次发力

- 随着各品牌电商渠道调整近2年时间，逐步恢复增长，20年二季度开始明显提速。
- 水星家纺：根据独道数智数据显示，水星家纺2020年5月电商增速约80%，6月增速超40%，7月增速近90%，表现强势。
- 罗莱生活：根据独道数智数据显示，罗莱生活（罗莱主品牌）2020年5月电商增速超150%，6月增速约80%，7月增速近300%，逆势爆发增长。

图9：水星家纺20Q2开始电商提速

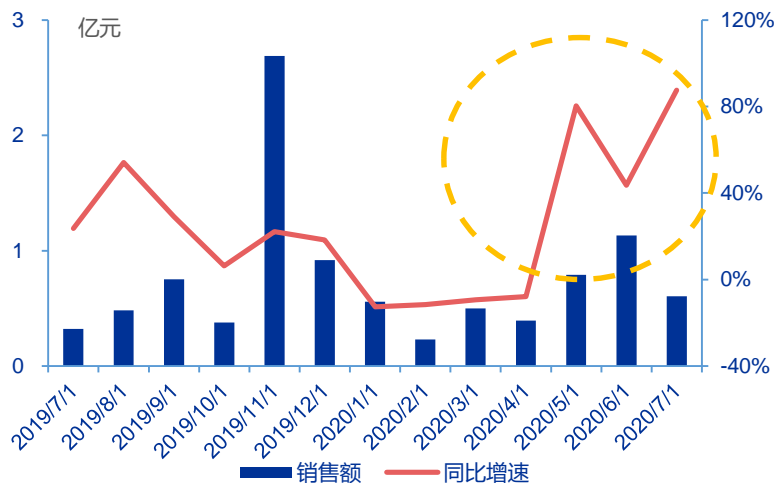
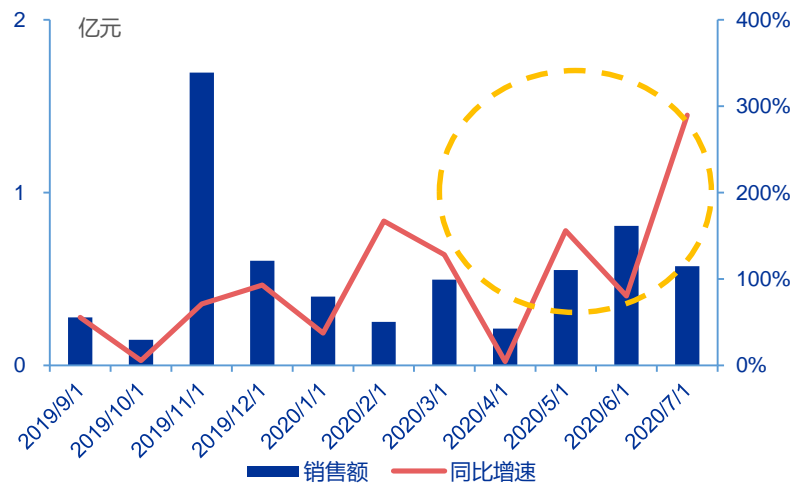


图10：罗莱生活20Q2开始电商提速



主要内容

1. 家纺复盘：主战场逐步从线下向线上转移
2. 电商驱动，二季度来表现持续超预期
3. 地产竣工复苏，催化行业需求向好
4. 投资建议

2.1 家纺适合电商直播，线上占比提升带动增速上行

■ 家纺电商占比明显高于纺织服装其他子行业

- 家纺行业电商收入占比较高，基本为25%-40%，遥遥领先。而服装中主要以运动服饰电商收入占比较高，大部分超20%。
- 疫情影响下，2020年家纺品牌电商收入占比有望进一步提升，**预计到2020年底，水星家纺电商占比近50%，富安娜电商占比超40%，罗莱生活电商占比近30%。**

表1：家纺电商收入占比较高

(单位：百万元)		公司	19年收入	19年线上	线上占比	18年收入	18年线上	线上占比
大众服饰	600398. SH	海澜之家	21,970	1,325	6.19%	19,090	1,151	6.03%
	002563. SZ	森马服饰	19,337	5,335	27.59%	15,719	4,069	25.89%
运动	2331. HK	李宁	13,870		22.50%	10,527	2,218	21.07%
	2020. HK	安踏体育	33,926		预计20%+	24,121		预计近20%
	300005. SZ	探路者	1,511	284	18.82%	1,992	240	12.05%
中高端男装	002029. SZ	七匹狼	3,623		预计近40%	3,517	1,400	39.81%
	601566. SH	九牧王	2,857	301	10.75%	2,733	310	11.34%
家纺	002293. SZ	罗莱生活	4,860		预计20%+	4,813		预计20%+
	002327. SZ	富安娜	2,789	1,006	36.05%	2,918	831	28.47%
	603365. SH	水星家纺	3,002	1,218	40.58%	2,719	1,022	37.59%
女装	603808. SH	歌力思	2,613	114	5.12%	2,436	114	4.69%
	603839. SH	安正时尚	2,438	367	15.04%	1,649	292	17.73%
	603877. SH	太平鸟	7,928	2,312	29.52%	7,712	1,997	25.90%

2.1 家纺适合电商直播，爆款打造带动增速上行

■ 直播带货兴起，家纺是较好的带货品类

- 家纺更加标品，较为适合直播带货。同时直播爆款持续作为引流产品带动整体线上增速持续提升。
- 各品牌均大力发展直播带货渠道，联合大主播打造爆款。

表2：水星家纺2020年5月以来主要直播带货合作情况

时间	主播	爆款产品
5月10日	快手直播 (小沈龙、水星董事长李来斌)	50多个GMV
5月10日	李佳琦	水星家纺四件套
5月25日	李佳琦	60支天丝夏被夏凉被空调薄被午睡被子夏被
6月1日	京东直播 (水星董事长李来斌)	67个SKU、GMV259万
6月12日	薇娅	抗菌夏被冰沁舒爽抗菌凉感可水洗亲肤夏凉被
6月15日	李佳琦	全棉提花100%桑蚕丝夏被单双人空调被薄被
7月5日	李佳琦	长绒棉简约四件套1.5/1.8米床品
7月15日	薇娅	抗菌夏被冰沁舒爽抗菌凉感被可水洗夏凉薄被
7月26日	李佳琦	60支天丝夏被
8月2日	薇娅直播间	60s长绒棉贡缎桑蚕丝春秋被

表3：罗莱生活2020年5月以来主要直播带货合作情况

时间	主播	爆款产品
5月24日	李佳琦	黑科技物理防螨乳胶枕单人家用宿舍枕头
5月31日	薇娅	夏季空调凉席席子宿舍双人床藤席三件套
6月12日	薇娅	夏季专利凉感抗菌单双人3A凉感床垫软席
6月16日	薇娅	床品60s长绒棉四件套
6月18日	薇娅	夏凉被水洗抑菌天丝莱赛尔100%蚕丝被子
6月29日	李佳琦	冰皮小凉被空调被单人双人夏被凉感毯
7月1日	刘涛	夏凉被水洗抑菌天丝100%蚕丝被
7月5日	薇娅	2020新品罗莱凉感夏被
7月26日	李佳琦	物理防螨乳胶枕
8月8日	李佳琦	罗莱小凉被

2.1 家纺适合电商直播，爆款打造带动增速上行

■ 直播带货打造爆款，种草收割再提增速

- 以水星近期直播带货的产品为例（天丝夏被），近30天销量超1.8万件，销售额超1000万元，均为第一，且明显领先。同时爆款产品单价较高，带动线上均价提升。
- 同时以爆款引流，提高转化率，带动店铺整体销售持续提升。

图11：水星直播带货产品持续引流

【李佳琦推荐】水星家纺60支天丝夏被夏凉被芯单双人被空调薄被子
60支天丝贡缎 含蚕丝蛋白助剂

价格 ¥4419.00-1339.00
促销价 **¥559.00-579.00**

运费 上海 至 深圳 快递: 0.00

月销量 **1.5W+** 累计评价 **7876** 送天猫积分 **279**起

尺寸 150x200cm 200x230cm

颜色分类

数量 1 件 库存5775件

花呗分期 **登录后确认是否有该服务 什么是花呗分期**

¥190.61起x3期 (含手续费) ¥97.35起x6期 (含手续费) ¥50.07起x12期 (含手续费)

立即购买 **加入购物车**

图12：水星直播带货产品近30天销售额超1000万

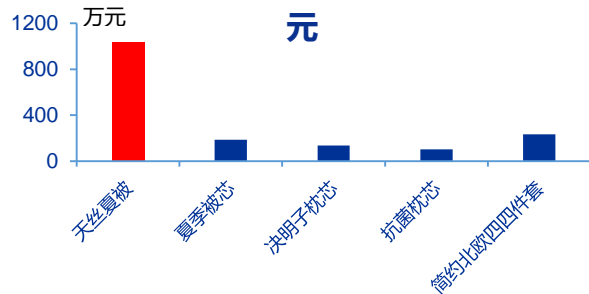


图13：水星直播带货产品近30天销售量超1.8万件

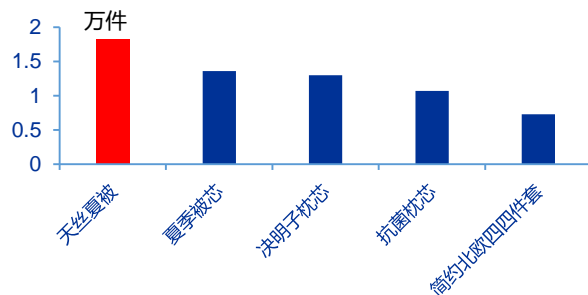
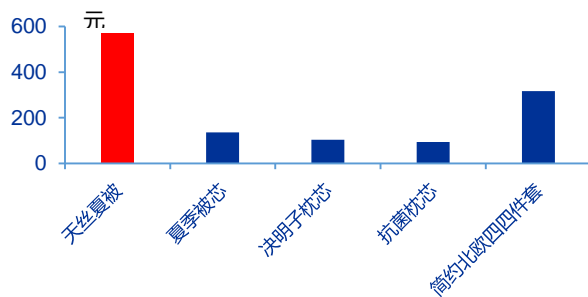


图14：水星直播带货产品均价约570元



2.2 家纺复苏明显，二季度表现超预期

- 从业绩上来看，2020年二季度家纺业绩增速基本转正，也增速良好
- 水星家纺、罗莱生活二季度电商快速增长，线下零售逐步恢复；
- 富安娜优于19年加强渠道库存清理，今年线下压力较小。

表4：家纺行业二季度盈利预测

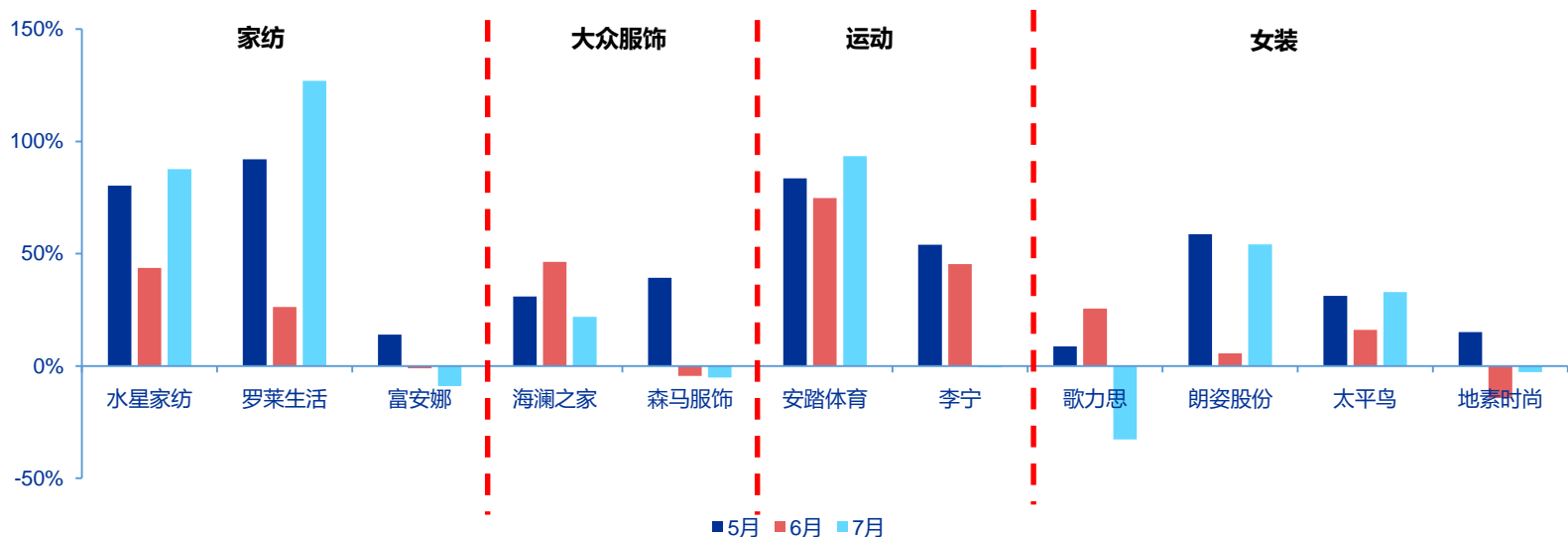
		整体收入增速	整体净利润增速	线下零售增速	线上零售增速
水星家纺	20Q1	-20.0%	-45.4%	-35%	10%
	20Q2	6.0%	6.0%	-15%	30%+
	20H1	-6.0%	-23.0%	-20%	20%左右
		整体收入增速	整体净利润增速	线下零售增速	线上零售增速
罗莱生活	20Q1	-21.9%	-48.6%	-35%	8%
	20Q2	-2.9%	52.8%	-15%	预计40%
	20H1	-12.9%	-19.3%	-20%	25%左右
		整体收入增速	整体净利润增速	线下零售增速	线上零售增速
富安娜	20Q1	-2.0%	-6.0%	-10%	7%
	20Q2	1.0%	23.5%	-2%	15%
	20H1	-0.4%	8.1%	-5%	13%

备注：标黄区域为预测值

2.2 家纺复苏明显，二季度表现超预期

- 根据独道数智数据显示，2020年5月开始家纺品牌线上增速呈现快速增长趋势，且持续保持高增长，势头明显好于其他子行业
- 家纺中，水星家纺、罗莱生活7月线上逆势增长，GMV增速分别达88%/127%，远超其他品牌增速。

图15：各子行业品牌5-7月电商增速



备注：各品牌增速为抓取旗下品牌在天猫旗舰店GMV增速，与公司实际增速有所差异

2.2 电商持续发力，带动家纺二季度超预期

■ 水星家纺：7月电商逆势高增

- 2020年7月水星家纺天猫销售GMV达6061万元，同比增长88%，增速表现优于5月；
- 2020年7月水星家纺天猫销售量达21万件，同比增长65%。
- 2020年7月水星家纺天猫销售单价294元。

图16：水星家纺销售单价

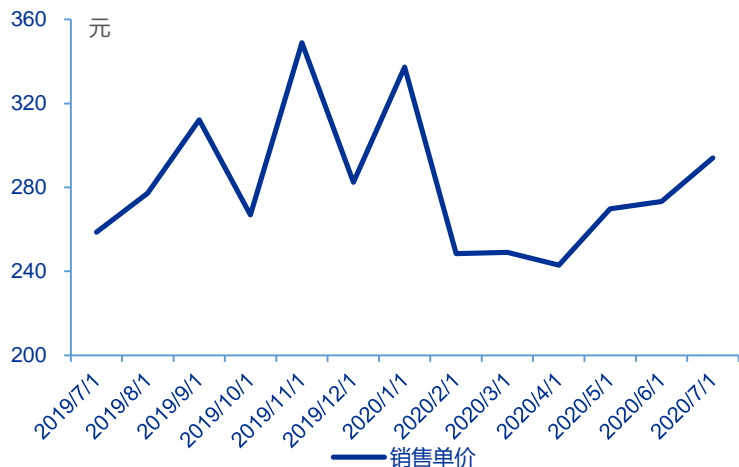


图17：水星家纺销售额

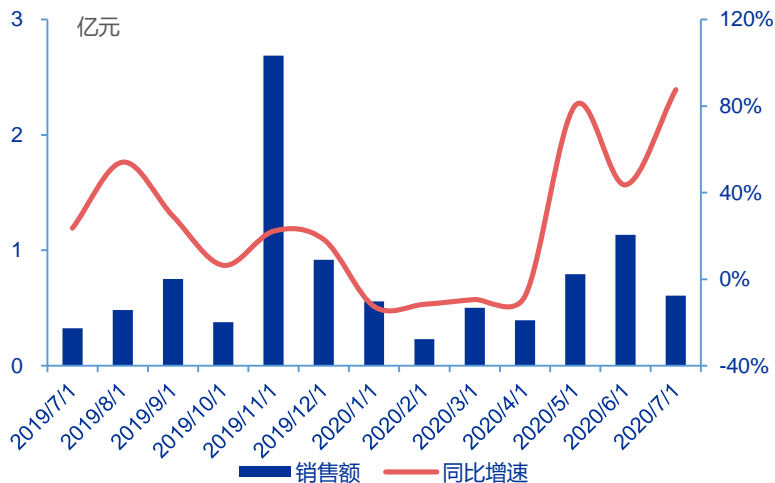
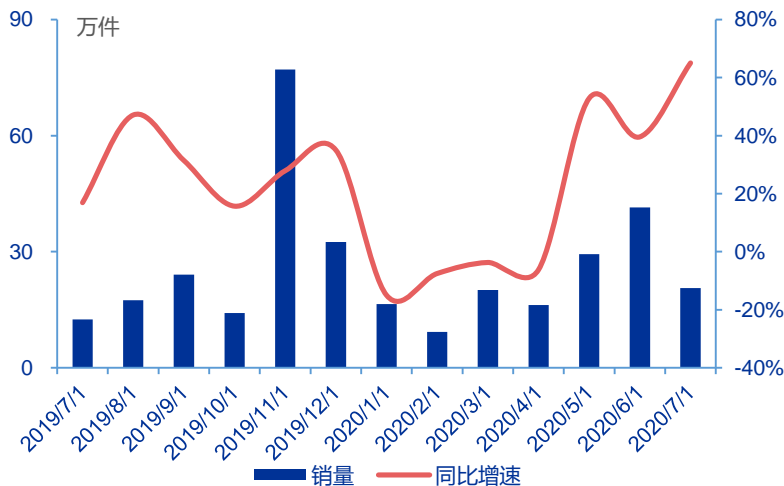


图18：水星家纺销售量



2.2 电商持续发力，带动家纺二季度超预期

- 水星家纺：纺热销长三角（销售占比15%）及珠三角地区；
- 水星家纺销售前三大城市包括上海市（8.5%）、杭州市（4.5%）、北京市（4.4%）；
- 水星家纺用户年龄层以20-39岁为主，占比71.3%。

图20：水星家纺销售热点城市

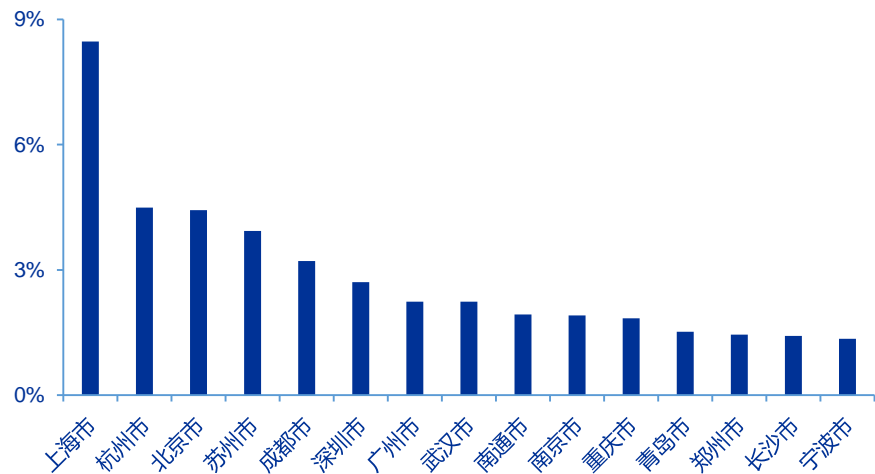


图19：水星家纺销售区域分布

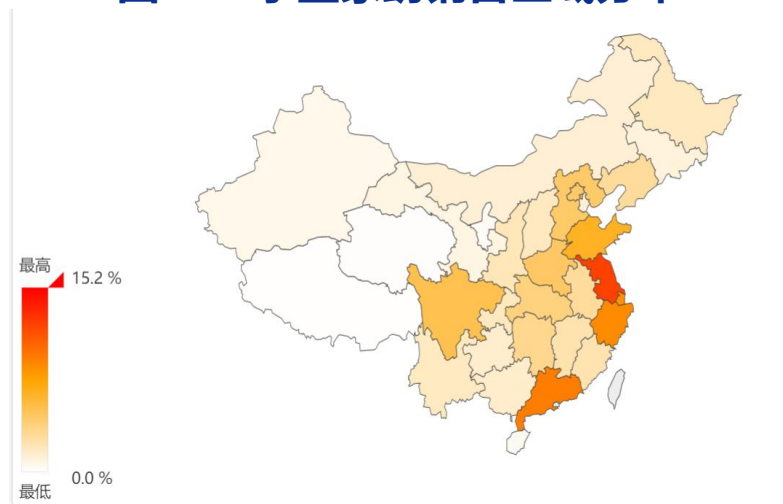
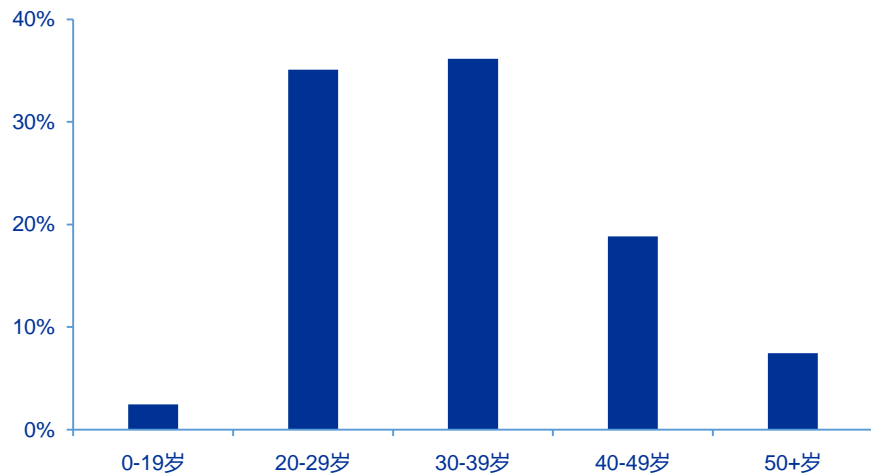


图21：水星家纺销售用户年龄构成



2.2 电商持续发力，带动家纺二季度超预期

■ 富安娜：电商增速有所放缓

- 2020年7月富安娜天猫销售GMV达1792万元，同比下降9%；
- 2020年7月富安娜天猫销售量达7万件，同比下降7%；
- 2020年7月富安娜天猫销售单价257元。

图22：富安娜销售单价



图23：富安娜销售额

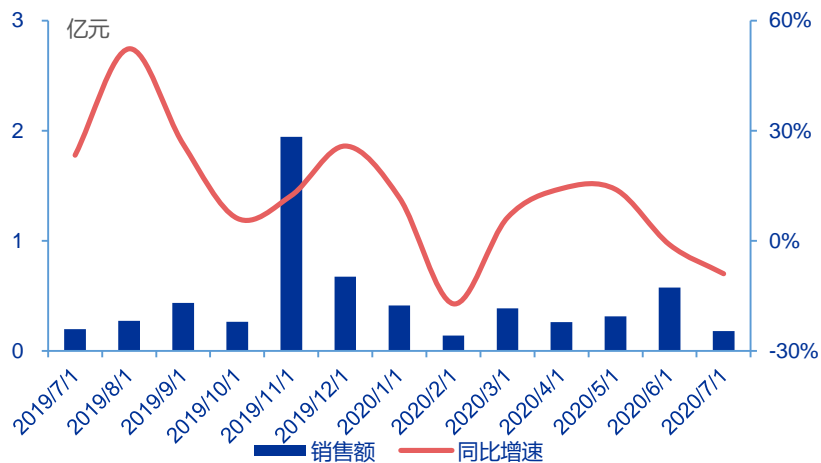
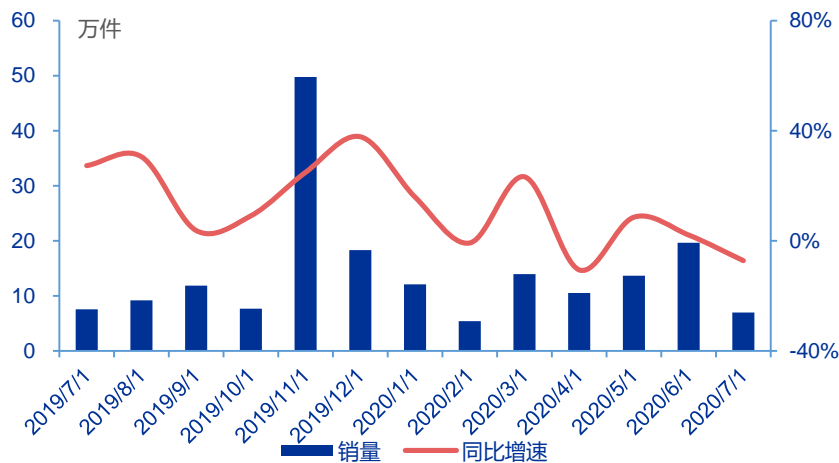


图24：富安娜销售量



2.2 电商持续发力，带动家纺二季度超预期

- **富安娜：以珠三角地区为重点，销售占比达30%；**
- 富安娜热销前三大城市包括深圳市（11.1%）、北京市（5.1%）、广州市（5.0%）；
- 富安娜用户年龄层以20-39岁为主，占比87.6%。

图25：富安娜销售区域分布

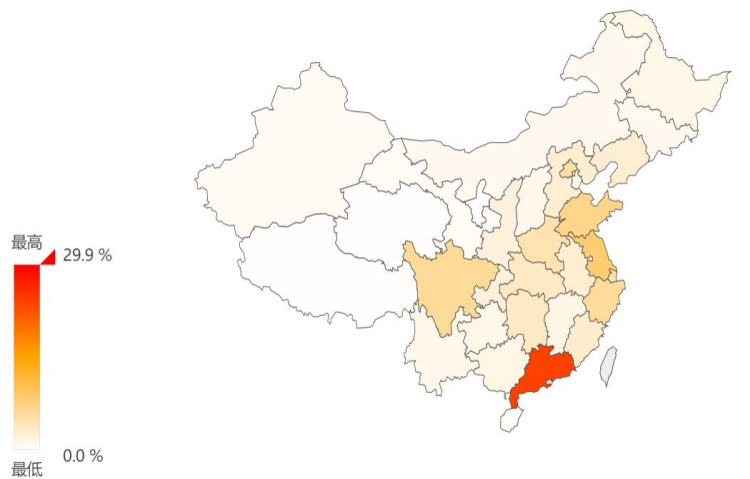


图26：富安娜销售热点城市

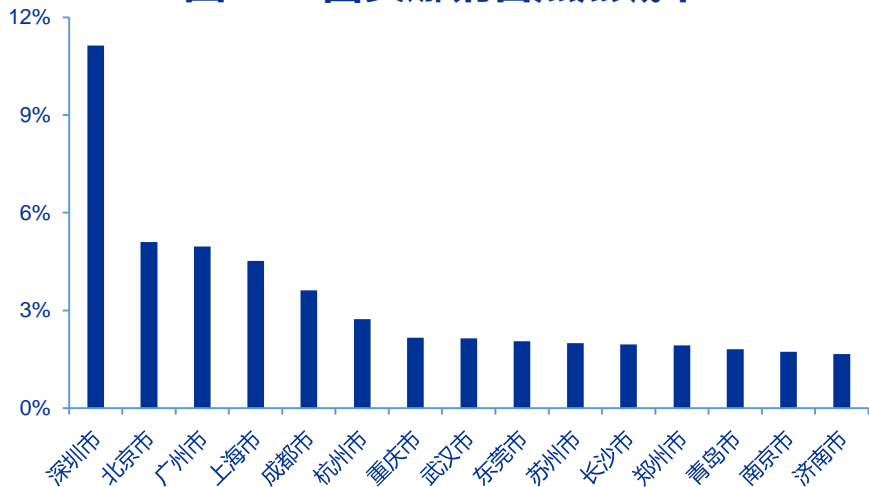
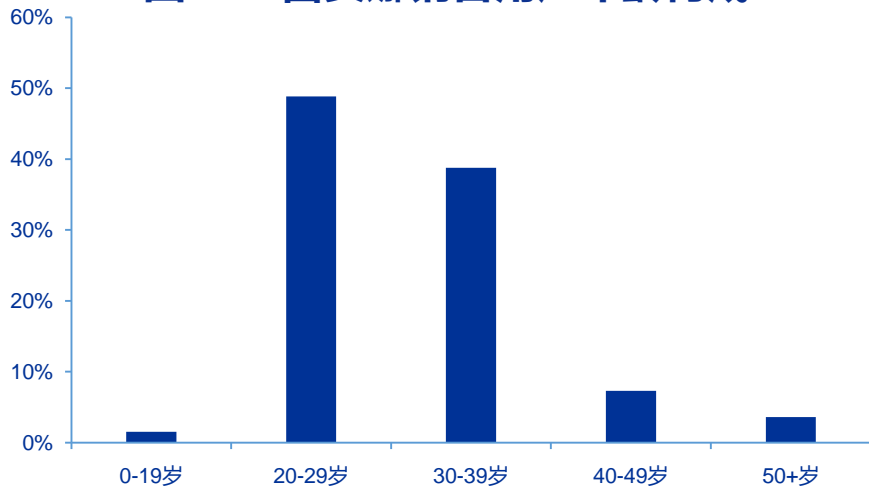


图27：富安娜销售用户年龄构成



2.2 电商持续发力，带动家纺二季度超预期

■ 罗莱生活：主品牌连续高增速，单价回升明显

- 2020年7月罗莱主品牌（罗莱家纺+罗莱儿童）天猫销售GMV达5734万元，同比增长290%；
- 2020年7月罗莱主品牌天猫销售量达16万件，同比增长381%；
- 2020年7月罗莱主品牌天猫销售单价366元。

图29：罗莱主品牌销售额

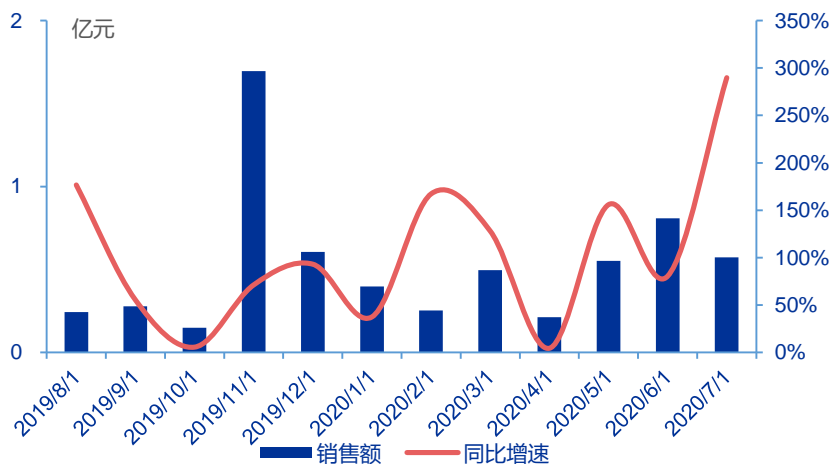


图28：罗莱主品牌销售单价

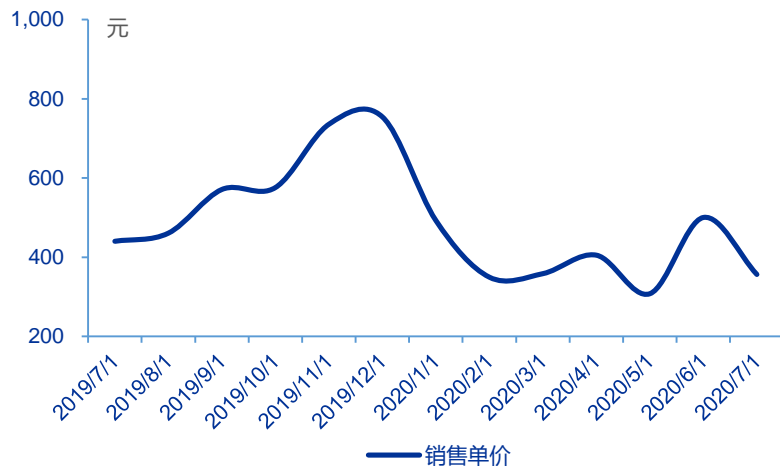
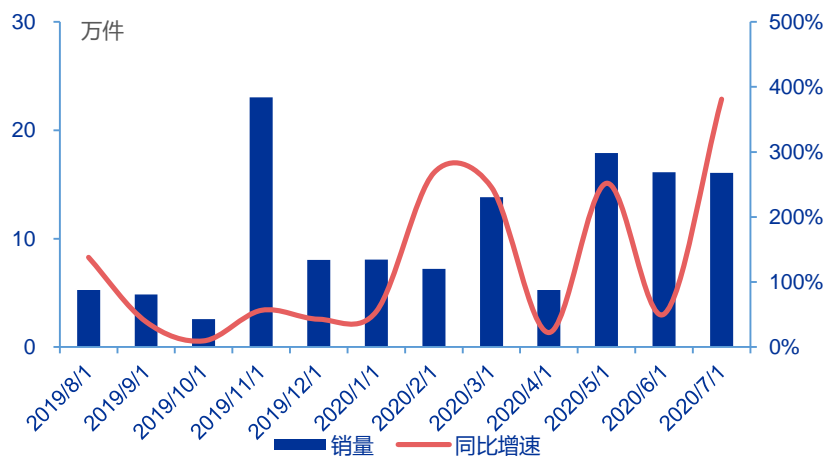


图30：罗莱主品牌销售量



2.2 电商持续发力，带动家纺二季度超预期

- 罗莱生活：主品牌热销长三角（销售占比18%）及珠三角地区；
- 罗莱主品牌销售前三大城市包括上海市（11.5%）、北京市（5.5%）、宜春市（4.5%）；
- 罗莱主品牌用户年龄层以20-39岁为主，占比88.1%。

图31：罗莱主品牌销售区域分布

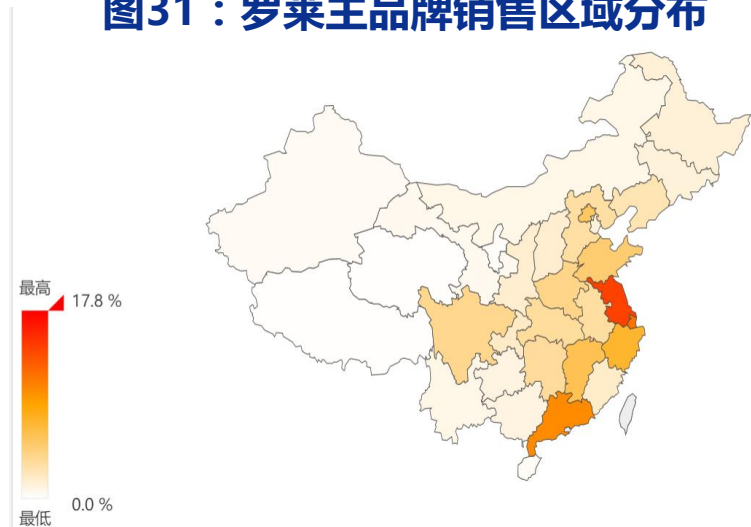


图32：罗莱主品牌销售热点城市

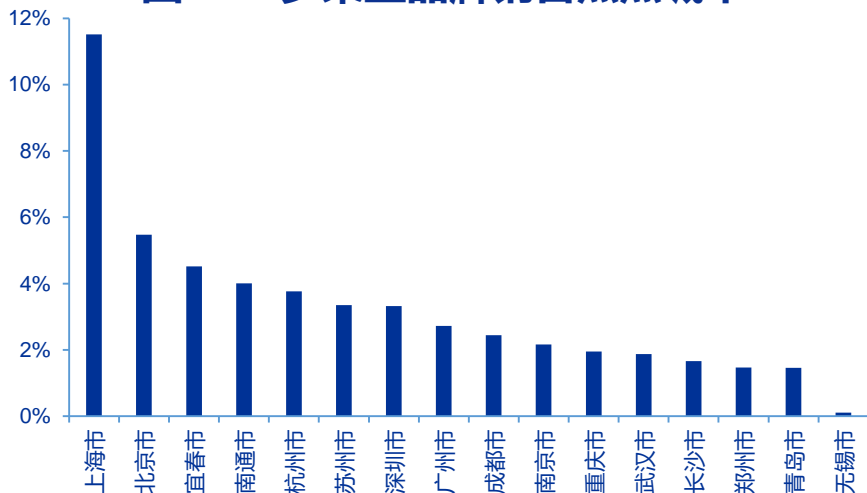
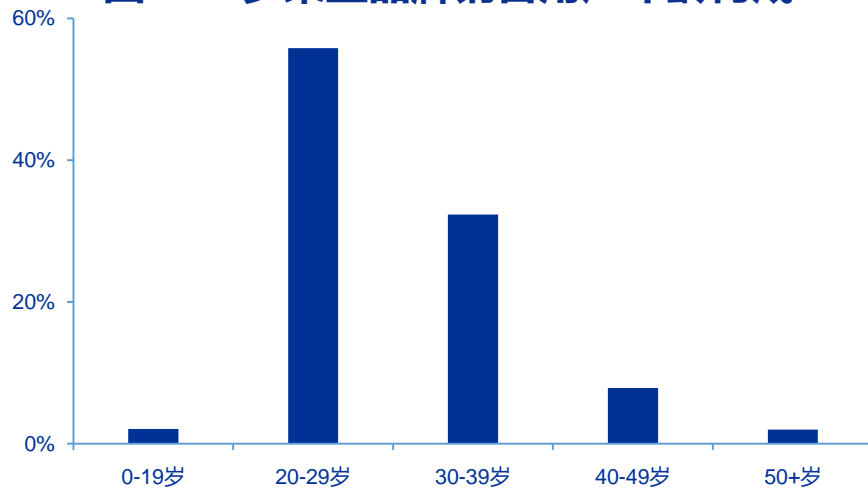


图33：罗莱主品牌销售用户年龄构成



主要内容

1. 家纺复盘：主战场逐步从线下向线上转移
2. 电商驱动，二季度来表现持续超预期
3. 地产竣工复苏，催化行业需求向好
4. 投资建议

3 地产后周期利好家纺行业，需求端有望回暖

- 房地产销售对于处在产业链下游的家纺行业经营业绩影响约有一年的滞后期，对PE约三个季度的滞后。

表5：房地产销售对罗莱、富安娜、水星家纺 PE、收入增速、净利润增速的影响回归结果

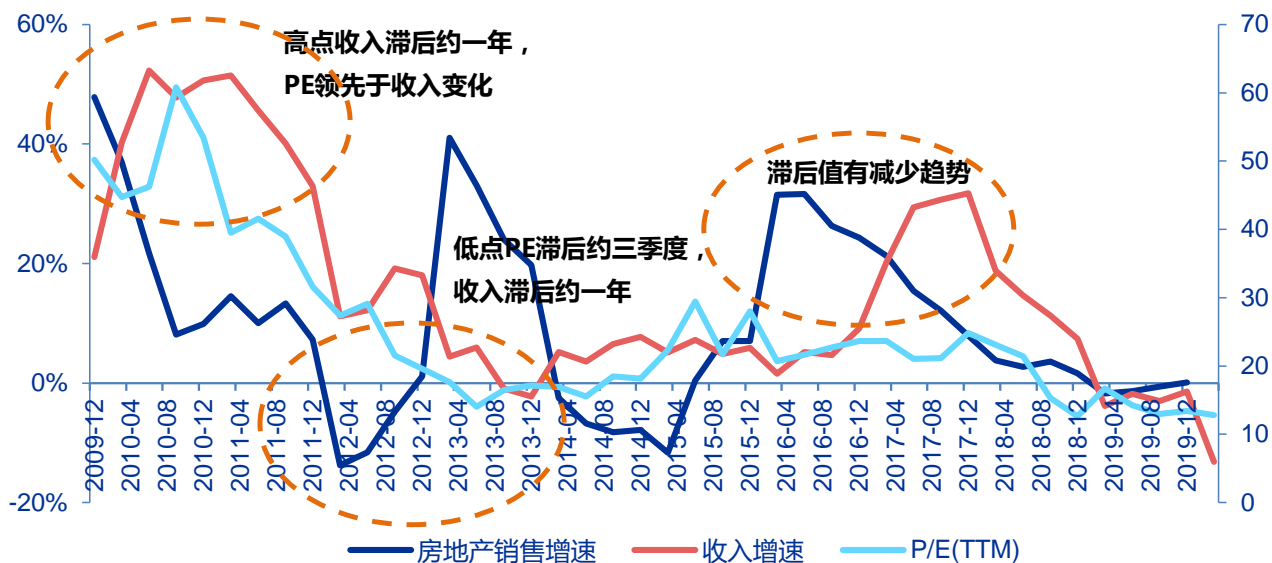
罗莱生活	R ² （当季）	R ² （滞后 1 季度）	R ² （滞后 2 季度）	R ² （滞后 3 季度）	R ² （滞后 4 季度）
PE（TTM）	0.12	0.18	0.28	0.30	0.27
收入增速	0.34	0.06	0.14	0.32	0.39
净利润增速	0.05	0.02	0.05	0.13	0.18
富安娜	R ² （当季）	R ² （滞后 1 季度）	R ² （滞后 2 季度）	R ² （滞后 3 季度）	R ² （滞后 4 季度）
PE（TTM）	0.37	0.48	0.45	0.45	0.30
收入增速	0.26	0.35	0.43	0.44	0.40
净利润增速	0.21	0.19	0.24	0.27	0.34
水星家纺	R ² （当季）	R ² （滞后 1 季度）	R ² （滞后 2 季度）	R ² （滞后 3 季度）	R ² （滞后 4 季度）
PE（TTM）	0.63	0.33	0.27	0.65	0.96
收入增速	0.84	0.84	0.38	0.44	0.45
净利润增速	0.95	0.87	0.38	0.33	0.33

3 地产后周期利好家纺行业，需求端有望回暖

■ 房地产销售好转推动家纺行业复苏：

- **1) PE回升：**当房地产销售好转时，资本市场按照其与家纺的相关性，逻辑上判断公司估值会有所提升，因此PE先行；
- **2) 收入增速提升：**房产销售的增加会通过联动效应反应至家纺公司收入增速上，稍滞后于PE变化，同时估值会进一步提升；
- **3) 净利润体现：**公司净利润涉及因素较广，由于还涉及费用、税率等因素，其增速提升要依靠公司收入情况的好转，因此其反应相对与收入会更滞后一些。

图34：房地产销售对于家纺行业的PE与收入的影响



3 地产后周期利好家纺行业，需求端有望回暖

■ 房屋竣工面积恢复增长，地产后周期利好家纺行业

- 自2014年始，我国房屋竣工面积和开工面积之间的差额不断增大。2019年我国房屋竣工面积重新恢复正增长，差额近五年来首次出现减小趋势。从月度数据来看，竣工面积改善趋势仍在延续，地产后周期有望拉动家纺行业消费，推动行业复苏。

图35：竣工房屋面积增速有所提升

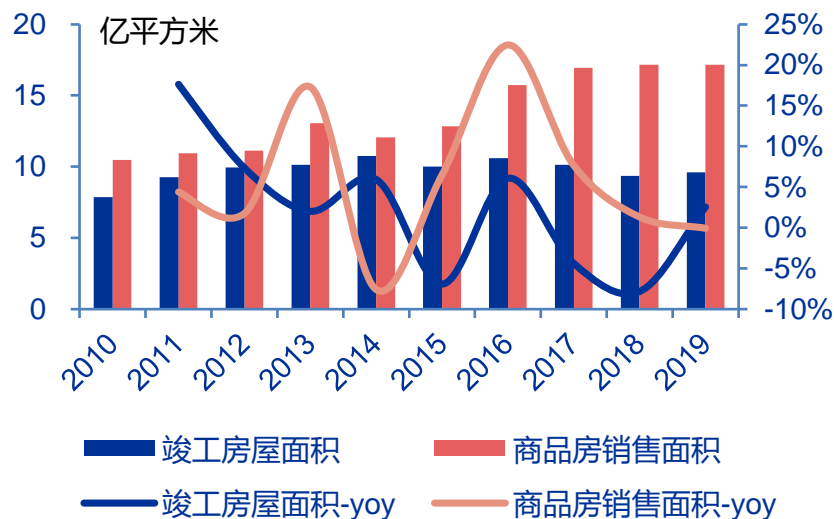
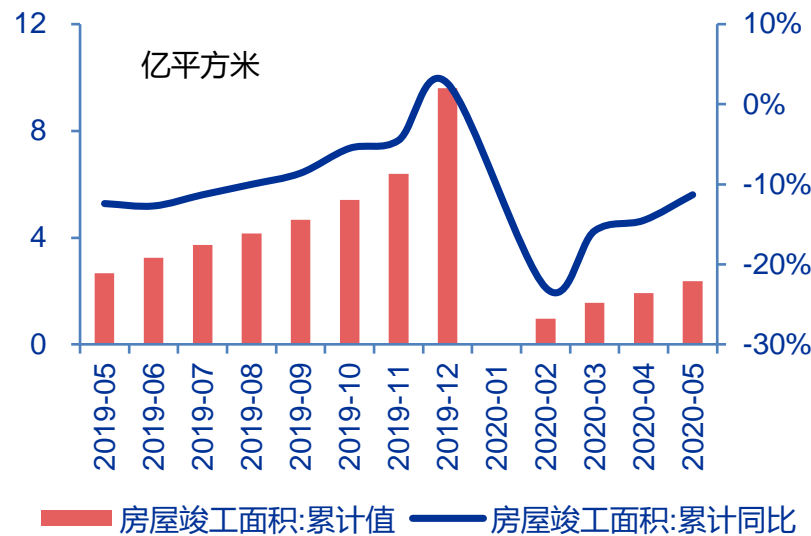


图36：2020年以来房屋竣工复苏明显



主要内容

1. 家纺复盘：主战场逐步从线下向线上转移
2. 电商驱动，二季度来表现持续超预期
3. 地产竣工复苏，催化行业需求向好
4. 投资建议

4.1 水星家纺：电商快速增长，边际改善明显

■ 线上保持良好增长，5月改善明显，领先行业。

- 预计公司20Q1电商收入约2.2亿元，保持两位数增长，收入占比达45%。
- 预计公司二季度电商增速逐月提速，5-7月均保持较高增速。同时将百丽丝品牌重新定位，以授权模式在拼多多平台上快速扩张，GMV有望快速增长。

■ 公司是家纺行中的龙头企业，电商市场优势明显，未来将持续受益于线上家纺品牌集中度的提高，持续高速增长。

- 预计20-22年归母净利润为3.5/3.9/4.3亿元，对应PE为13/11/10倍，维持买入评级。

图37：2015-2020年一季度公司营收

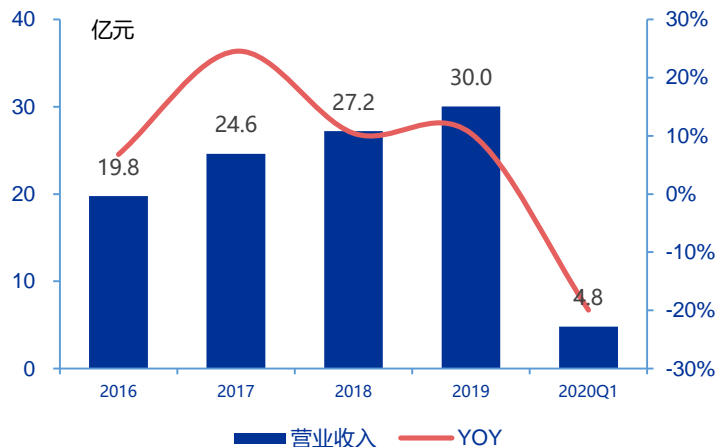
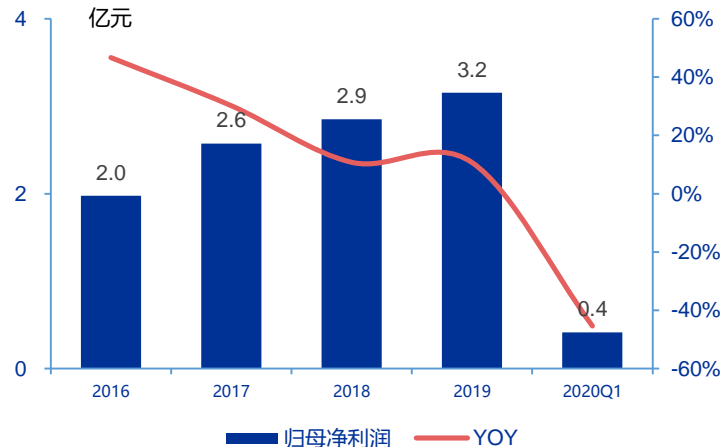


图38：2015-2020年一季度公司净利润



4.2 罗莱生活：主品牌电商爆发增长，直播带货推动增速

■ 线下渠道继续渗透，线上积极入驻新兴销售渠道。

- 公司终端门店约2600家，持续淘汰低效店铺的同时积极向三四线市场辐射渗透。门店形象不断升级，19年全年罗莱七代店面形象更新完成近700家，“私享家”开设近400家。
- 线上在继续与天猫、京东、唯品会等传统电商平台开展紧密合作基础上，积极布局电商直播，开拓新兴销售渠道，完成微博、微信、抖音与小红书全平台触达。

■ 公司多品牌、多梯度覆盖全市场，品牌影响力不断提升。预计电商渠道在经过去年的调整后能有明显复苏。

- 预计20-22年归母净利润为5.5/6.4/7.4亿元，对应PE为18/15/13倍，维持增持评级。

图39：2015-2020年上半年公司营收



图40：2015-2020年上半年公司净利润



4.3 盈利预测与估值

表11：纺织服装行业估值比较表

纺织服装	证券代码	公司简称	股价	总股本	市值	EPS			PE			评级
			2020/8/25	(亿股)	(亿元)	20E	21E	22E	20E	21E	22E	
电商	002127.SZ	南极电商	19.09	24.5	468.6	0.63	0.82	1.02	30	23	19	买入
	300792.SZ	壹网壹创	158.72	1.4	229.0	2.16	2.96	4.19	74	54	38	增持
	300577.SZ	开润股份	30.97	2.2	67.3	1.15	1.41	1.75	27	22	18	增持
运动服饰	2020.HK	安踏体育	86.75	27.0	2,344.9	2.24	2.92	3.72	35	27	21	
	2331.HK	李宁	34.20	24.8	849.1	0.61	0.81	0.99	50	38	31	
	300005.SZ	探路者	5.37	8.8	47.5	0.03	0.10	0.12	176	54	45	增持
大众服饰	600398.SH	海澜之家	7.13	43.2	308.0	0.56	0.67	0.80	13	11	9	买入
	002563.SZ	森马服饰	7.43	27.0	200.5	0.41	0.53	0.62	18	14	12	买入
	603877.SH	太平鸟	22.49	4.8	107.7	0.98	1.16	1.33	23	19	17	增持
	002029.SZ	七匹狼	5.54	7.6	41.9	0.28	0.32	0.36	20	17	16	增持
	601566.SH	九牧王	9.53	5.7	54.8	0.46	0.55	0.64	21	17	15	增持
	002875.SZ	安奈儿	11.31	1.7	19.3	0.18	0.30	0.38	64	38	30	增持
中高端服饰	3998.HK	波司登	2.40	107.6	258.2	0.13	0.16	0.20	17	13	11	
	002832.SZ	比音勒芬	16.58	5.2	86.9	0.89	1.10	1.37	19	15	12	买入
	603587.SH	地素时尚	18.33	4.8	88.2	1.38	1.60	1.80	13	11	10	增持
	603808.SH	歌力思	15.01	3.3	49.9	1.51	1.08	1.22	10	14	12	增持
	603839.SH	安正时尚	12.27	4.0	49.1	0.84	0.93	1.08	15	13	11	增持
家纺	002293.SZ	罗莱生活	11.63	8.3	96.3	0.66	0.77	0.89	18	15	13	增持
	603365.SH	水星家纺	16.58	2.7	44.2	1.32	1.46	1.62	13	11	10	买入
	002327.SZ	富安娜	7.44	8.4	62.7	0.62	0.66	0.74	12	11	10	增持
纺织制造	2313.HK	申洲国际	110.50	15.0	1,661.1	3.46	4.15	4.77	29	24	21	
	603558.SH	健盛集团	9.33	4.2	38.8	0.65	0.86	1.08	14	11	9	
	000726.SZ	鲁泰 A	7.95	8.6	56.4	0.73	0.97	1.09	11	8	7	增持
	601339.SH	百隆东方	3.85	15.0	57.8	0.20	0.24	0.27	19	16	14	增持

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@swhyse.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhyse.com
华南	梁皓凯	0755-23832050	18188609757	lianghaokai@swhyse.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhyse.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，可以向我们的销售人员索取。

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



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

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)

王立平
wanglp@swsresearch.com



START YOUR FINANCE



起点财经，网罗天下报告