

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2018年09月06日

#### 分析师

杨超 0755-83663214

Email:yichao@cgws.com

执业证书编号:S1070512070001

联系人（研究助理）：

张潇 0755-83881635

Email:xiaozhang@cgws.com

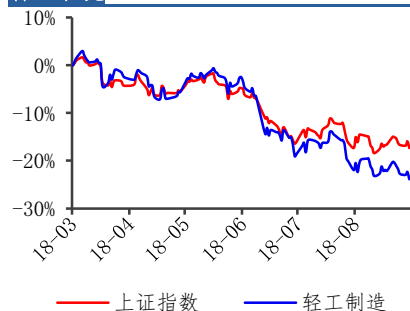
从业证书编号:S1070118050044

林彦宏 0755-83881635

Email:linyh@cgws.com

从业证书编号:S1070117010015

#### 行业表现



数据来源：贝格数据

## 床垫电商 Casper 如何颠覆床垫产业？

——轻工制造特别专题

#### 核心观点

- 专题背景：Casper 是美国一个异军突起的电商床垫品牌，在 Serta, Sealy 等品牌已牢牢占住线下渠道消费者心智的情况下，发明了盒子里的床垫电商模式，迅速抢夺市场份额。2017 年，Casper 成立的第四年，Casper 及拥有 1.9% 的市场份额，销售额达到 3 亿美元（约 18 亿人民币），市占率排名第 5 位超过了宜家床垫销售额。我们将探究：1) Casper 的产品有什么不同？2) Casper 如何解决床垫电商的痛点？3) Casper 如何获取流量？**
- 控制 SKU 数量，打造极致性价比单品。Casper 的产品有什么不同？** Casper 工程团队根据用户最青睐的材料、款式、规格等，千锤百炼打造极致单品，加大单品销售量。此外，市面上竞品乳胶床垫的价格通常在 2500 美元以上，而 Casper 实现和生产商直接对接，线上直销模式绕开了诸多中间参与者（比如零售商、仓储等），省去 2/3 的成本，一张 Casper 床垫价格根据大小从 500 美元到 950 美元，性价比优势明显。
- “mattress in the box” 创新模式解决物流痛点，贴心试睡服务零成本退货。Casper 如何解决床垫电商的痛点？** 针对大件商品床垫导致物流不便以及消费者对于线上购物低预期风险的担忧等情况，Casper 推出了创意压缩床垫，压缩后的盒子体积可以符合运输标准，极大节约了物流成本。消费者可以自行以盒子的形式搬到卧室后展开，床垫会在 60 秒内恢复原样。立足于优质的产品，Casper 提供 100 晚免费试睡服务，如果消费者对床垫不满意，可以直接免费退货，Casper 的员工会上门将床垫直接取走。
- 重金吸引初始流量，花式吸引流量。Casper 如何获取流量？** Casper 的主要销售网站为自营网站 casper.com，在初期公司投放大量引流费用，一个月投放的 PPC 每次点击付费引流预算高达 4-12 万美金/月。除了重金引流外，公司名其实自带流量。Casper 同时是 1995 年上映的动画真人电影名，也是美国北部一个城市的名称，但搜索 Casper 的所有用户第一个看到的网站都会是 Casper.com。此外，公司布局四个内容营销网站，通过睡眠话题获取流量点击。
- 投资建议：**目前我国中高端床垫销售对 KA 渠道过度依赖，线下拓展管理难度较大，而线上销售的模式管理、转型成本较低，不需要做大变革就可以快速起量。此外，中国居民有成熟的电商购买习惯，极致单品爆款营销模式在已经开始初见成效。我们认为品牌制造商适合去做电商发力和布局。建议关注我国床垫制造品牌商在电商方面如何破局。

## 目录

1. 进击的 Casper.....	4
1.1 Casper 如何在 4 年之中实现了从“0”到全美第五的跨越? .....	5
2. Casper 的产品有何不同? .....	6
2.1 打造极致单品 .....	6
2.2 工程师团队研发, 千锤百炼.....	8
2.3 产品性价比极高.....	9
3. Casper 模式如何解决了床垫电商痛点? .....	10
3.1 床垫电商痛点一: 体积大物流成本高, 入户服务链条长 .....	10
3.2 床垫电商痛点二: 没有体验过实物不放心, 购买后退货困难 .....	10
4. Casper 如何获取流量? .....	12
4.1 第一课: 砸钱买初始流量.....	12
4.2 第二课: 内容营销花式蹭流量.....	14
5. 总结: 品牌制造商有望在电商渠道破局 .....	15

## 图表目录

图 1: Casper 广告.....	4
图 2: Casper 床垫场景展示.....	4
图 3: 2017 美国床垫前 6 大品牌公司市场份额 (%) .....	5
图 4: 床垫品牌市占率 (%) .....	5
图 5: 美国床垫行业市场规模 (亿美元) 及增速 (%) .....	6
图 6: Casper 美国市场销售额 (亿美元) 及增速 (%) .....	6
图 7: 单品销量与 SKU 的关系 .....	7
图 8: 大多数电商床垫品太多带来挑选障碍 .....	7
图 9: Casper.com 的床垫款式数量只有 3 款方便挑选 (在原始款基础上扩至 3 款) .....	8
图 10: 美国用户对不同床垫满意度调查结果 .....	8
图 11: Casper 床垫结构设计 .....	8
图 12: 工程师在对 Casper 床垫做实验室压力测试 .....	9
图 13: tempur 乳胶床垫竞品售价在 2749-3749 美元之间 .....	9
图 14: 物流处理图例 .....	10
图 15: 不同品牌退货费对比 .....	11
图 16: Casper Nap Tour 现场 .....	12
图 17: Casper Nap Tour 现场 .....	12
图 18: CasperPPC 每次点击付费月度预算跟踪 .....	12
图 19: Ahrefs UR 评分排名 .....	13
图 20: Casper 的关键词覆盖面广而细 .....	13
图 21: Casper.com 流量来源 .....	14
图 22: Casper 不同内容营销部门解决用户核心诉求引流获客 .....	15
图 23: 美国家具电商渠道渗透率 .....	16
图 24: 03 年至今下降最快的线下渠道占比 .....	16
图 25: 2007 年至 2017 年电商渠道变迁 .....	17

# 1. 进击的 Casper

图 1: Casper 广告

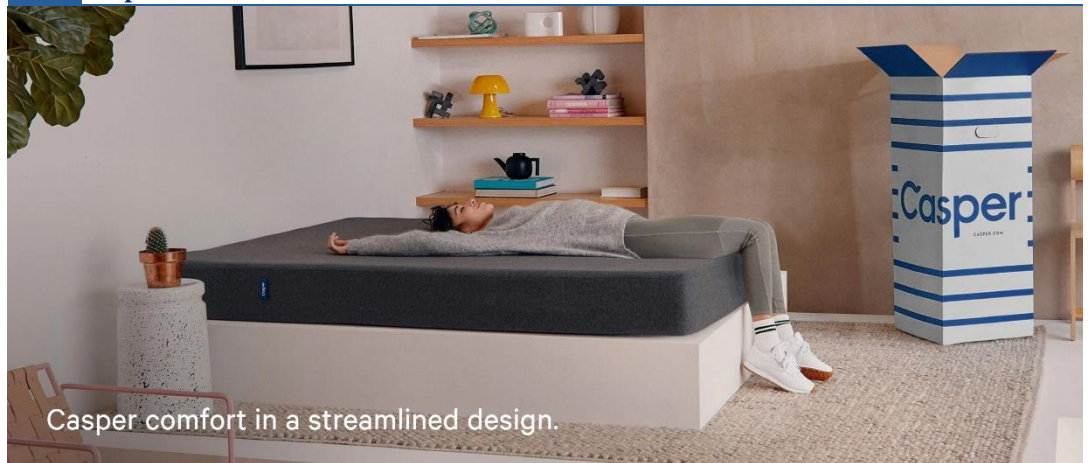


资料来源: Casper.com, 长城证券研究所

由于品类较高的相似度和产品概念较多，缺乏统一的客观质量标准，床垫存在较大的信息不对称，床垫是终端加价率较高的品类。美国市场的床垫终端零售价通常可较成本加价 8-10 倍，国内的床垫通常加价也在 4-5 倍左右。在过去 5 年中，床垫渠道的高毛利开始吸引一批电商玩家加入战局。

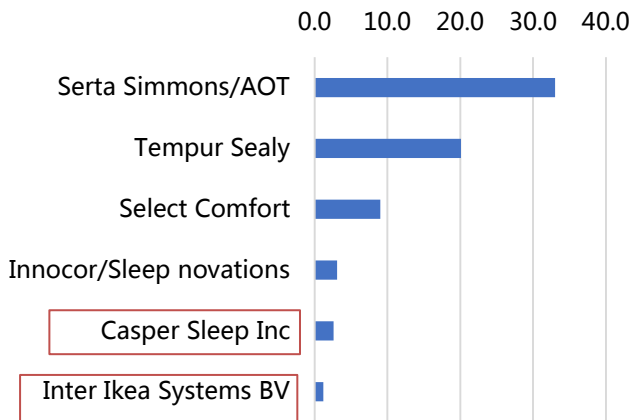
这一批电商中，Casper 异军突起。Casper 于 2014 年在纽约成立。在 Serta, Sealy 等品牌已牢牢占住线下渠道消费者心智的情况下，发明了盒子里的床垫“mattress in the box”的电商模式，迅速抢夺市场份额。在 2017 年，Casper 成立的第四年，Casper 在美国的床垫销售额排名第五，超过了宜家床垫销售额。

图 2: Casper 床垫场景展示



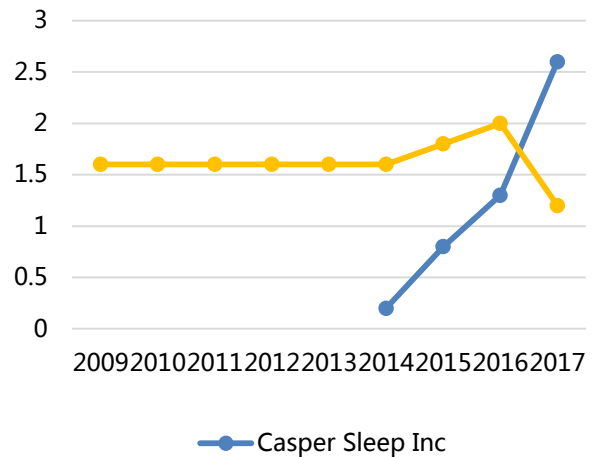
资料来源: Casper.com, 长城证券研究所

图 3: 2017 美国床垫前 6 大品牌公司市场份额 (%)



资料来源: 长城证券研究所整理

图 4: 床垫品牌市占率 (%)



资料来源: 长城证券研究所

从 2014 年创办至今, Casper 已完成了 C 轮融资:

2015 年 6 月, IVP 领投 5500 万美元 B 轮, 好莱坞明星雷昂纳多迪卡普里奥等跟投。

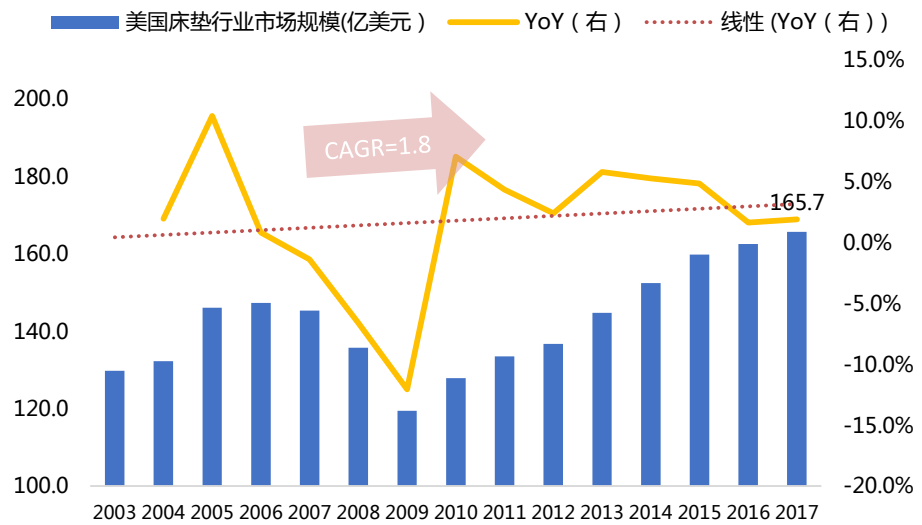
2017 年 6 月, Target 领投的 1.7 亿美元新一轮融资。

## 1.1 Casper 如何在 4 年之中实现了从“0”到全美第五的跨越?

**背景:** 美国床垫市场是几乎不增长的饱和市场。美国床垫市场规模为 162.7 亿美元, 约合 1000 亿人民币。2003-2017 年间床垫销售额复合增速为 1.8%, 期间的增长主要由提价带动, 销售量在 2003-2017 年间基本持平。头部公司格局较为稳定, CR4 保持在 69%-74%。线下渠道为主流渠道, 其中家居建材专卖店渠道占比超过 60%。在这样一个市场中, 市场份额的增加需要从竞争对手手中去抢夺。

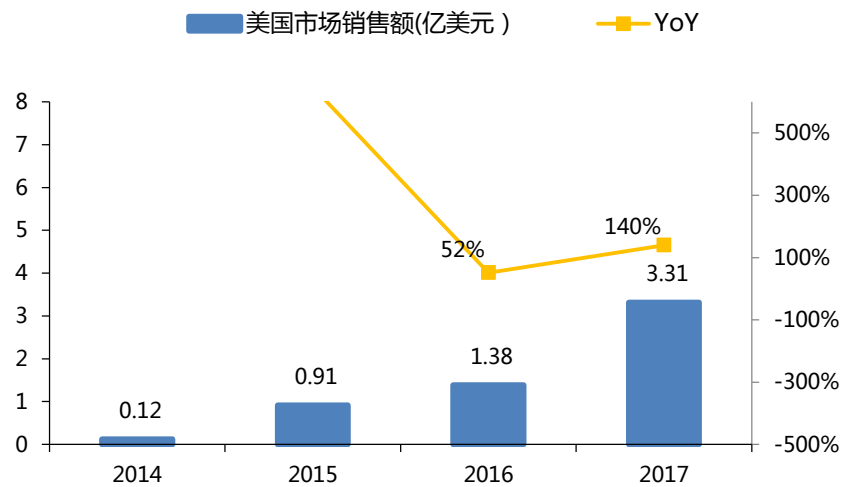
在这样一个线下渠道为主的存量竞争市场中, 在被认为不适合做线上销售的床垫品类里, Casper 仅仅在成立的第四年就取得了 1.9% 的市场份额, 销售额达到 3 亿美元 (约 18 亿人民币), 市占率排名第 5 位。

图 5: 美国床垫行业市场规模 (亿美元) 及增速 (%)



资料来源: 长城证券研究所整理

图 6: Casper 美国市场销售额 (亿美元) 及增速 (%)



资料来源: 长城证券研究所整理

## 2. Casper 的产品有何不同?

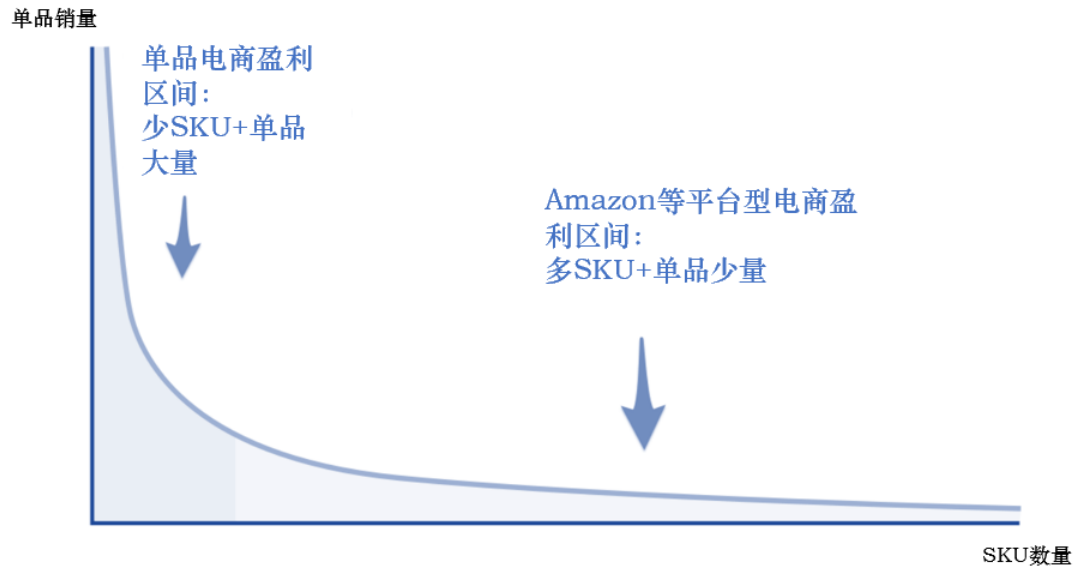
### 2.1 打造极致单品

“简洁”是 Casper 的创业宗旨：只有一个款式，打造极致单品。

首先，只有一个款式解决了消费者选择困难的问题。大部分公司床垫产品 SKU 虽然多，但缺乏差异化，外观、触感大同小异。而是通过材料、层次、概念、厚度等拉开 200-2000 美元的价格区间，导致消费者选择较为困难。

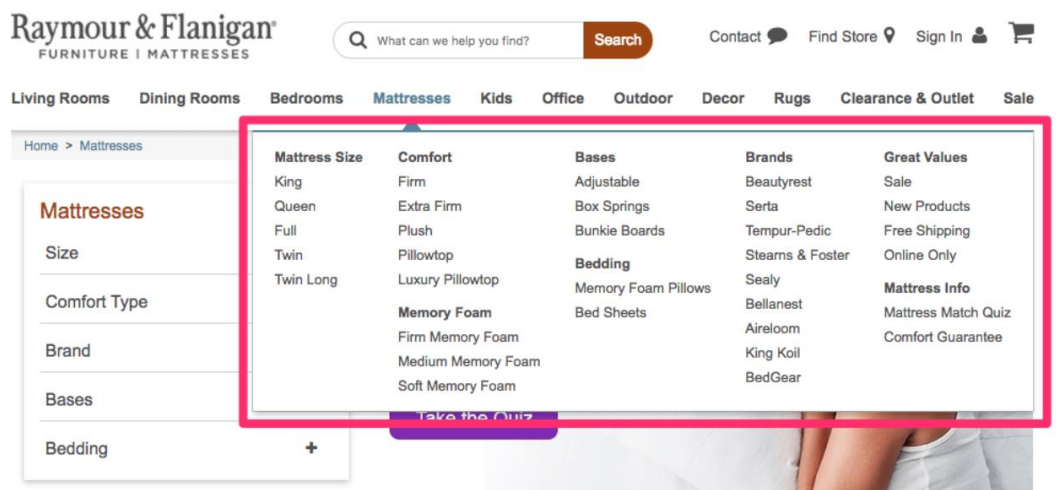
面对这一现状，Casper 果断做减法，秉承简洁的极致单品原则，致力于用一个款式，满足 99% 消费者的需求。

图 7：单品销量与 SKU 的关系



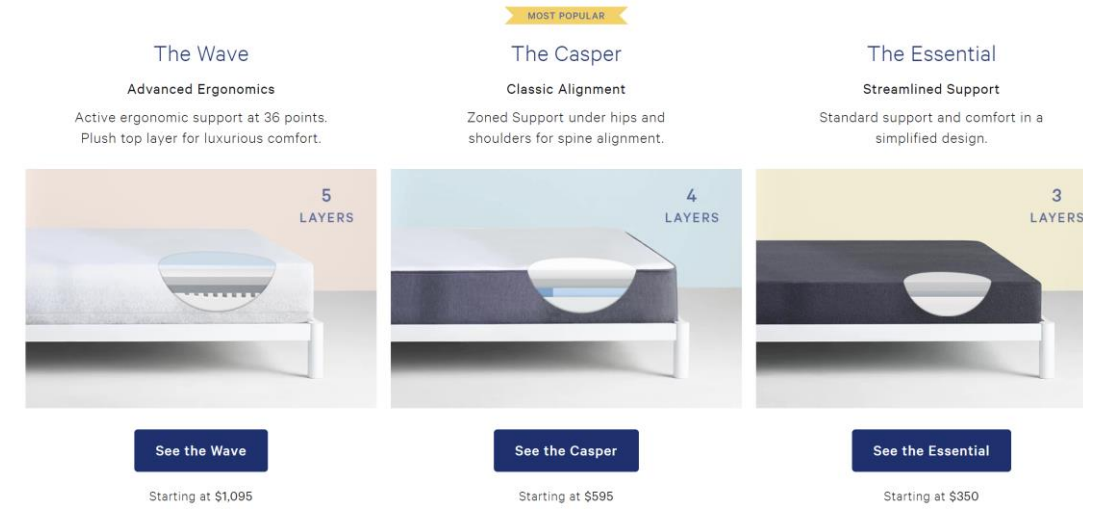
资料来源：Overthink，长城证券研究所

图 8：大多数电商床垫品太多带来挑选障碍



资料来源：Raymour&Flanigan，长城证券研究所

图 9: Casper.com 的床垫款式数量只有 3 款方便挑选 (在原始款基础上扩至 3 款)

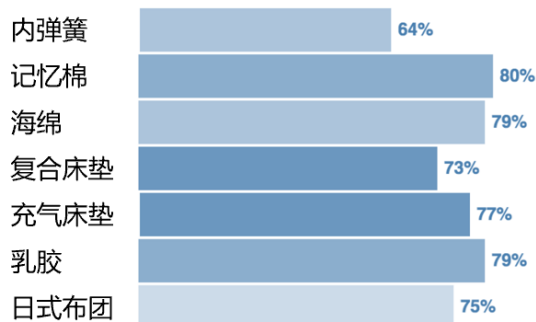


资料来源: Casper.com, 长城证券研究所

## 2.2 工程师团队研发, 千锤百炼

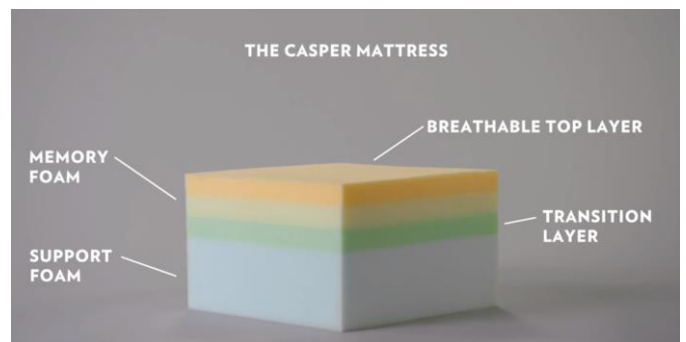
Casper 床垫经过工程师团队结合用户满意度调查选择了最受大众喜爱的材料, 采用多方案赛马制度, 以不同配比不断试错研发, Casper 2014 年推出了一个床垫款式 (The Casper Mattress): 采用四层海绵叠加的设计: 顶层透气海绵层、第二层为记忆棉、第三层为过渡棉、第四层为支撑棉。

图 10: 美国用户对不同床垫满意度调查结果



资料来源: Overthink, 长城证券研究所

图 11: Casper 床垫结构设计



资料来源: Casper.com, 长城证券研究所

图 12: 工程师在对 Casper 床垫做实验室压力测试







资料来源: Casper.com, 长城证券研究所

## 2.3 产品性价比极高

市面上竞品乳胶床垫的价格通常在 2500 美元以上，而 Casper 打破了产业链惯例，实现和生产商直接对接，线上直销模式绕开了诸多中间参与者（比如零售商、仓储等），省去 2/3 的成本，一张 Casper 床垫价格根据大小从 500 美元到 950 美元，性价比优势明显。

图 13: tempur 乳胶床垫竞品售价在 2749-3749 美元之间

 <p>Starting At <b>\$2,749.00</b> <del>\$3,299.00</del></p> <p><b>TEMPUR-Cloud<sup>®</sup> Supreme Breeze</b></p> <p>Soft Feel. Pillowy softness without a pillowtop.</p> <p>★★★★☆ 627 Reviews</p> <p><b>SPECIAL FINANCING AVAILABLE</b> \$45.82/mo.<sup>2</sup> for 60 months<sup>1</sup> (total payments of \$2,749.00)</p>	 <p>Starting At <b>\$2,749.00</b> <del>\$3,299.00</del></p> <p><b>TEMPUR-Flex<sup>®</sup> Supreme Breeze</b></p> <p>Medium Feel. A faster-adapting support with a hybrid bounce.</p> <p>★★★★☆ 160 Reviews</p> <p><b>SPECIAL FINANCING AVAILABLE</b> \$45.82/mo.<sup>2</sup> for 60 months<sup>1</sup> (total payments of \$2,749.00)</p>	 <p>Starting At <b>\$3,249.00</b> <del>\$3,799.00</del></p> <p><b>TEMPUR-Contour<sup>™</sup> Elite Breeze</b></p> <p>Firmer Feel. Perfect for hot sleepers who want a firm mattress that helps them feel cooler.</p> <p>★★★★☆ 275 Reviews</p> <p><b>SPECIAL FINANCING AVAILABLE</b> \$45.13/mo.<sup>2</sup> for 72 months<sup>1</sup> (total payments of \$3,249.00)</p>	 <p>Starting At <b>\$3,749.00</b> <del>\$4,299.00</del></p> <p><b>TEMPUR-Cloud<sup>®</sup> Luxe Breeze</b></p> <p>Softest Feel. Plush layers of comfort and deep levels of support in a cloud-like sleeping experience.</p> <p>★★★★☆ 427 Reviews</p> <p><b>SPECIAL FINANCING AVAILABLE</b> \$52.07/mo.<sup>2</sup> for 72 months<sup>1</sup> (total payments of \$3,749.00)</p>
--	---	--	--

资料来源: tempur 官方网站, 长城证券研究所

### 3. Casper 模式如何解决了床垫电商痛点？

#### 3.1 床垫电商痛点一：体积大物流成本高，入户服务链条长

床垫电商的物流一直是一个痛点，床垫物流的问题不在于重量重，是体积大。而且通常床垫尺寸不符合三方物流包装标准，运输成本显著高于标准件。针对床垫运输的特点，很多工厂都通过自建物流体系来取得一定运输优势。

**Casper** 则通过压缩床垫的创意解决了这一问题。**Casper** 床垫为纯发泡结构，没有传统的弹簧等不易压缩折叠的部件，可以压缩后折叠塞在盒子里，盒子只有一个迷你冰箱的大小。压缩后的盒子体积可以符合运输标准，极大节约了物流成本。

同时，盒子也很好的解决了体积大带来的入户问题。传统模式床垫搬运上楼梯、入门都非常困难，需要专业人员进行服务。而以盒子的形式搬到卧室后展开，床垫会在 **60** 秒内恢复原样，非常方便，用户可以 **DIY** 完成。

图 14：物流处理图例



资料来源：tempur 官方网站，长城证券研究所

#### 3.2 床垫电商痛点二：没有体验过实物不放心，购买后退货困难

美国床垫的平均使用年限是 8-10 年，购买床垫是一个长期决策，因此消费者对于实物的外观、质感、触感更为慎重。

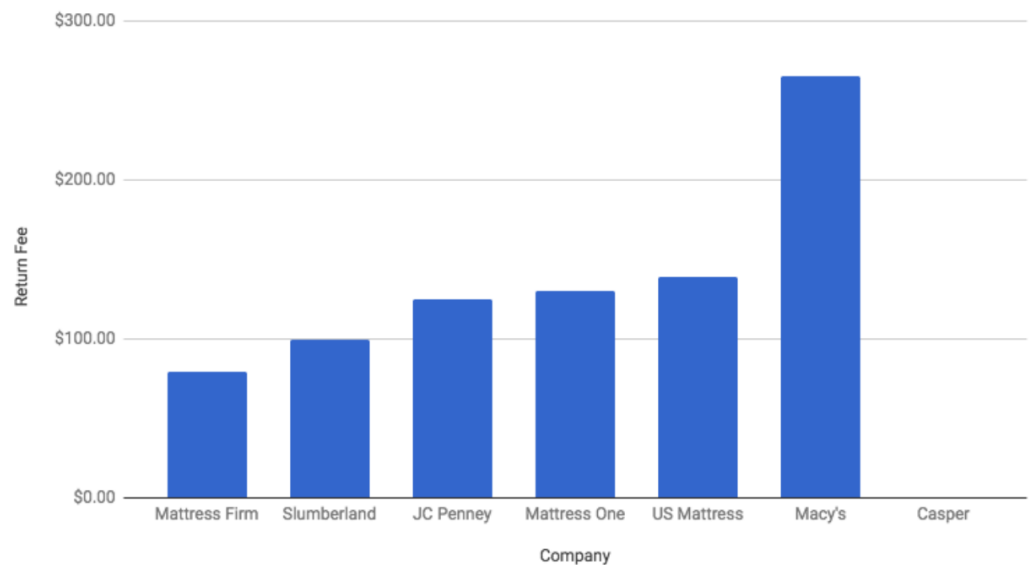
传统的床垫购买方式通常是顾客在几张床垫上躺下试睡几分钟后作出选择，然而仅仅躺下四五个分钟，消费者并不能发现床垫是否适合自己。同时商业地产租金成本高，一旦选择开线下门店，电商运营的成本优势可能消失。

为了消除消费者对于线上购物低预期风险的担忧，Casper 提供了 100 晚免费试睡服务。床垫运输免费，如果消费者睡后对床垫不满意，可以直接免费退货，Casper 的员工会上门将床垫直接取走。

免费退货服务是公司对产品下的一个赌注。因为一旦发生退货，成本非常高。（从盒子里取出的床垫无法不通过机器重新压缩回盒子，因此逆物流成本极高。大部分 Casper 退回的床垫直接捐给了当地慈善机构。）只有保持很低的退货率，才能保证这个模式的营利性。而这一模式也成为了对消费者传达的信号：Casper 对床垫的满意度有信心。

图 15：不同品牌退货费对比

Return Fee vs. Mattress Company



资料来源：Overthink，长城证券研究所

除此之外，Casper 还通过 Casper Nap Tour 提供体验机会：将房车改装成舒适封闭的试睡单间，在全美各个城市巡回提供试睡。消费者在线上预约任何时间参加试睡，时间不限。试睡单间设计十分私密舒适。试睡用良好的体验来消除消费者对于产品的顾虑。

图 16: Casper Nap Tour 现场



资料来源: sfdshop.com, 长城证券研究所

图 17: Casper Nap Tour 现场



资料来源: sfdshop.com, 长城证券研究所

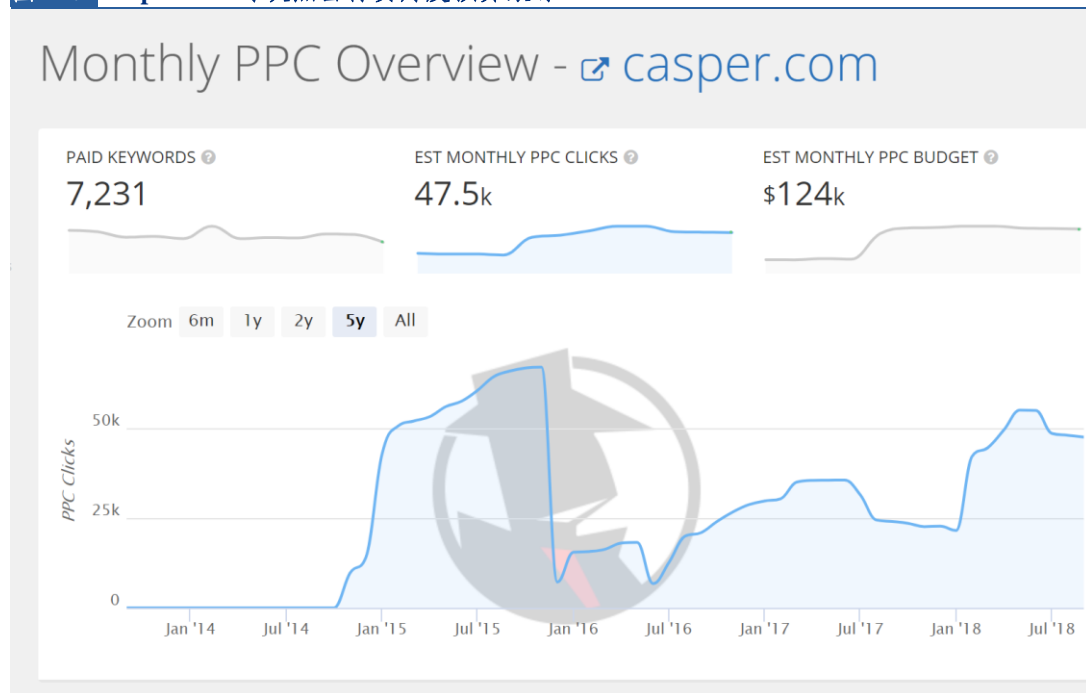
## 4. Casper 如何获取流量?

对于电商来说, 流量获取及留存决定了生死存亡。除了好产品之外, Casper 流量运作和内容营销也堪称时尚品牌的教科书。

### 4.1 第一课: 砸钱买初始流量

Casper 的主要销售网站为自营网站 [casper.com](http://casper.com), 在初期公司投放大量费用, 进行了凶猛的数字营销引流。根据 spyfu 数据, Casper 一个月投放的 PPC 每次点击付费引流预算高达 4-12 万美金/月。两轮融资带来的 2.4 亿美金给 Casper 带来了强大的买量实力。

图 18: CasperPPC 每次点击付费月度预算跟踪

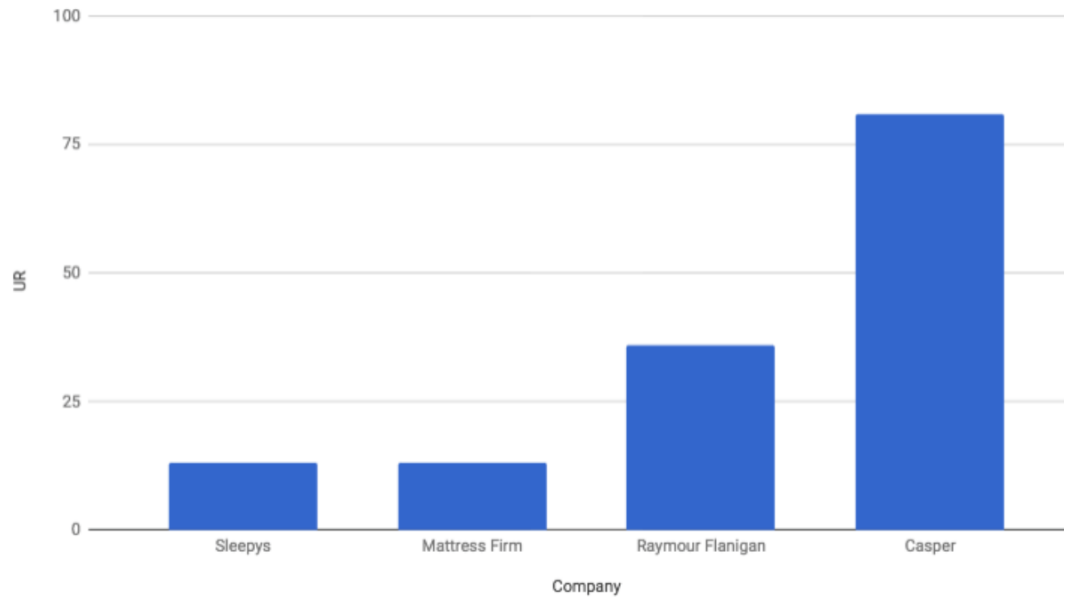


资料来源: Spyfu, 长城证券研究所

### Google 是 Casper 引流的主战场

通过铺设大量的关键词广告和 Backlink, Casper 提升了网站的 Google PageRank, 在搜索床垫购买相关词汇的时候, Casper 排名总是很靠前。根据三方公司 Ahrefs 模拟的 Google PageRank 排名, Casper 的 PR 评分高达 81。Casper 设置的搜索关键词覆盖面较竞争对手广而细, 几乎对于所有消费者购买床垫会搜索的问题都设置了引流页面。

图 19: Ahrefs UR 评分排名



资料来源: cbinsights, 长城证券研究所

图 20: Casper 的关键词覆盖面广而细

Top Landing Pages<sup>1</sup>

Search in results Q

US DE CA GB More 43 results

#	Traffic <sup>1</sup>	Keywords <sup>1</sup>	Ads <sup>1</sup>	Page URL	Top keyword <sup>1</sup>
1	19.5%	96	10	casper.com/mattresses/casper-essential/	tuft and needle
2	15.8%	1,011	59	casper.com/lease/	bed in a box
3	13.7%	329	46	casper.com/	casper
4	13.1%	289	15	casper.com/i/best-reviews/	mattresses
5	10.5%	195	29	casper.com/metal-bed-frame/	twin bed frame
6	9.2%	693	43	casper.com/mattress-foundation/	box spring
7	6.7%	371	9	casper.com/pillows/design/	best pillow
8	3.4%	207	7	casper.com/dog-beds/	dog beds
9	3.1%	34	7	casper.com/e/casper-vs-tp-reviews/	tempur pedic
10	1.3%	47	5	casper.com/adjustable-bed-frames/	adjustable bed frame
11	0.7%	46	11	casper.com/mattress-protectors/	casper mattress protector
12	0.6%	77	3	casper.com/mattress-protector/	mattress protector
13	0.6%	12	5	casper.com/pillows/	casper pillow
14	0.6%	41	14	casper.com/sheets/	casper sheets
15	0.3%	19	6	casper.com/duvet-inserts/	duvets
16	0.2%	52	24	casper.com/https://ad.atdmt.com/	foam mattresses
17	0.2%	184	16	casper.com/i/best-reviews-2/	best mattresses consumer reports
18	0.2%	60	14	casper.com/mattresses/casper-wave/	luxury beds
19	0.1%	40	11	casper.com/finance/	mattress financing

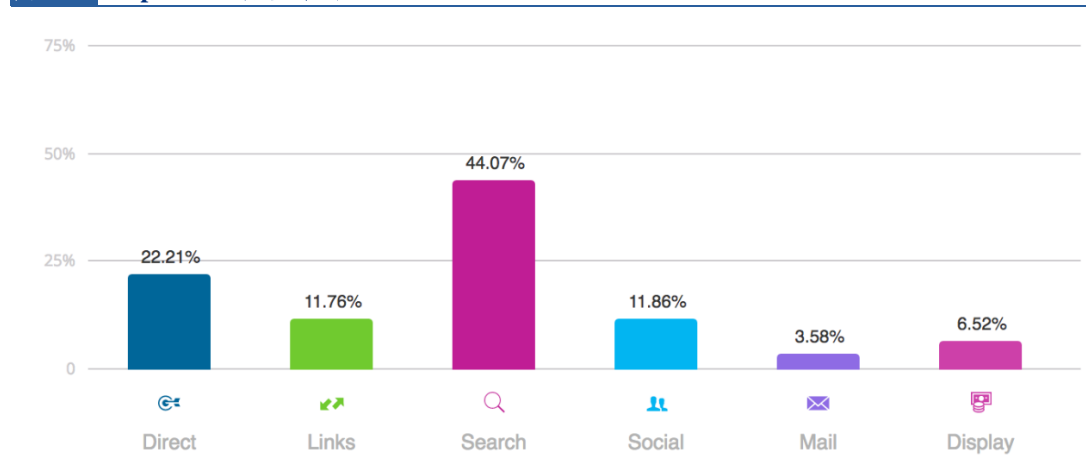
landing page URLs match top keywords perfectly

资料来源: overthink, 长城证券研究所

## 4.2 第二课：内容营销花式蹭流量

根据 SEMrush 的数据，搜索引擎是 Casper.com 最大的流量来源，有 44.70% 的流量是来自于搜索引擎。如果排除买量，76.93% 的自引流量来自于用户对“Casper”这一词汇的搜索引擎。在 2017 年，Google 关键词“Casper”的平均月搜索量为 11 万次。这当中不仅仅有 Casper 的流量，Casper 同时是 1995 年上映的动画真人电影名，也是美国北部一个城市的名称。但搜索 Casper 的所有用户第一个看到的网站都会是 Casper.com。

图 21: Casper.com 流量来源



资料来源: overthink, 长城证券研究所

内容营销：官方微博写大家关注的睡眠话题获取点击

Casper 一共有四个内容营销网站，这些网站通过分享睡眠相关文章吸引客户点击引流到主站 Casper.com。这四个营销网站分别是：

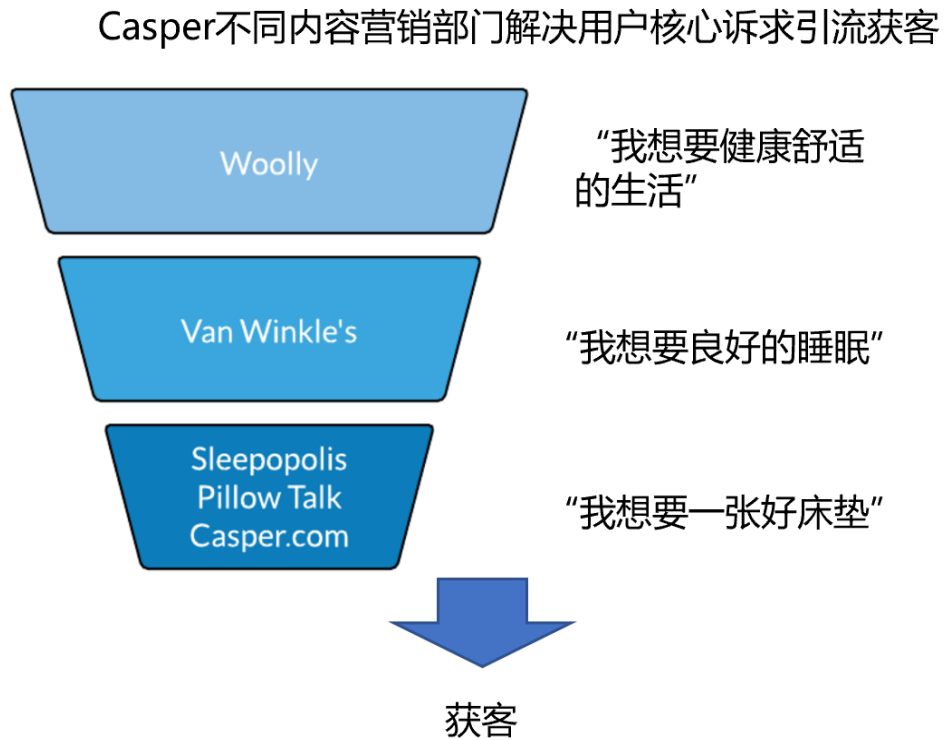
**Pillow Talk:** 官方微博

**Van Winkle's:** 睡眠主题杂志，探讨除了床垫之外的更广义睡眠话题。目前停办已停更，Woolly 取而代之；

**Woolly:** 印刷及电子杂志，主题为舒适、现代、安逸的生活方式。

**Sleepolis:** 三方网站，床垫界的大众点评，有大量不同品牌的用户测评文章，2017 年 6 月被 Casper 收购。

图 22: Casper 不同内容营销部门解决用户核心诉求引流获客



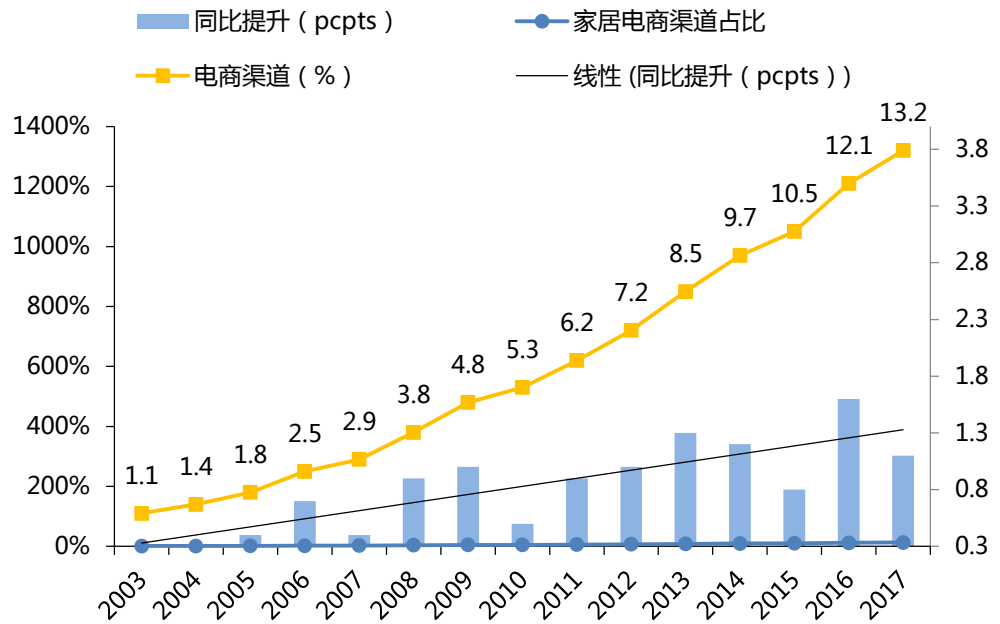
资料来源: overthink, 长城证券研究所

## 5. 总结：品牌制造商有望在电商渠道破局

千禧一代消费者喜欢用线上搜索研究+体验购买的消费模式，随着电商供给侧服务+产品的提升，家居电商渗透率提升。

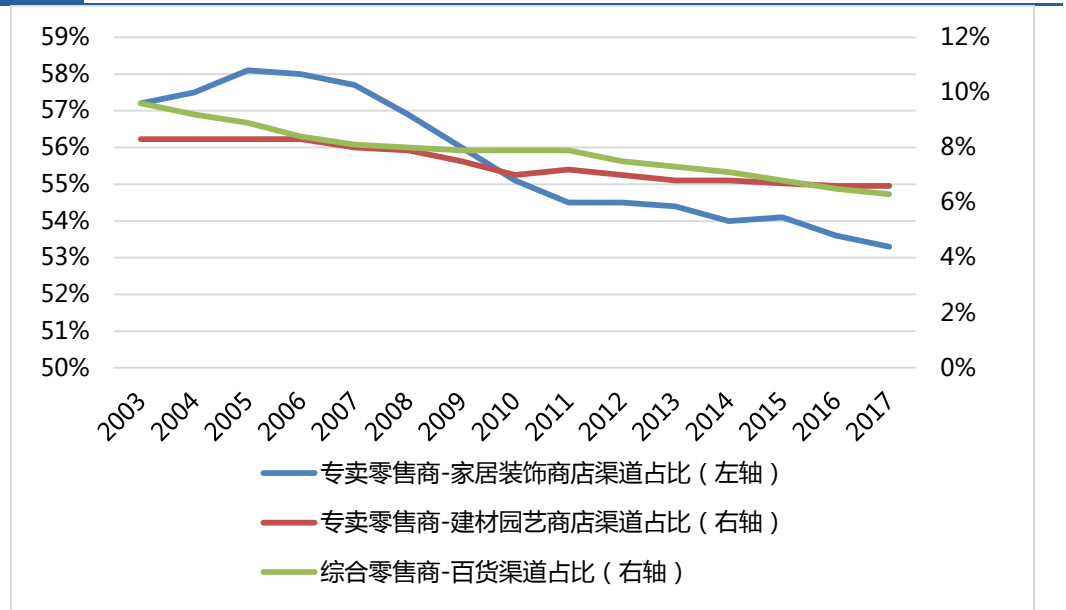
对于千禧一代而言，他们对于在线上买东西更加习以为常，喜欢方便快捷，同时对于线下床垫门店常见的高压销售技巧特别抵触。随着电商消费者逐渐摸索出如何弥补电商模式的同店和短板，电商渠道在家具销售中的占比在过去 3 年中加速提升。而跟踪数据显示，专卖零售商渠道及百货渠道都在丢失流量。

图 23: 美国家具电商渠道渗透率



资料来源: 长城证券研究所整理

图 24: 03 年至今下降最快的线下渠道占比



资料来源: 长城证券研究所整理

图 25: 2007 年至 2017 年电商渠道变迁

渠道占比 (%)	2017	2007
下线零售渠道	84.0	92.8
其中: 综合零售商 (Walmart Macy's 等)	23.7	22.5
家居建材专卖零售商 (Ashley Target 等)	59.5	68.3
线上零售合计	16.3	8.2
其中: 家庭购物	1.9	3.4
互联网电商	13.2	3.2
直销	1.3	1.2
合计	100	100

资料来源: 长城证券研究所整理

**我们认为品牌制造商适合去做电商发力和布局:**

首先, 目前我国中高端床垫销售主要集中在红星美凯龙、居然之家等 Mall 渠道, 绝大多数软体家具品牌对 KA 渠道过度依赖, 亟待破局;

其次, 以线下开大店的模式向零售端转型需要极大量的管理人才和成熟扁平化的管理体系, 需要时间酝酿沉淀, 而线上销售的模式则可以集中化管理, 符合制造商品牌的现有管理格局, 不需要做大变革就可以快速起量;

此外, 中国居民有成熟的电商购买习惯, 极致单品爆款营销模式在已经开始初见成效。

### 研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

#### 行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>