

继续看好运动、化妆品、童装和珠宝四大赛道

——前三季度纺服及时尚消费品电商数据跟踪



核心观点

- **运动板块：李宁、FILA、安踏继续高增长。**2019年9月，我们跟踪的李宁、安踏（不包含FILA）、FILA和探路者在天猫店铺的销售额分别为1.70亿、1.70亿、0.98亿和720万，分别同比增长59%、43%、60%和-51%。2019年1-9月，李宁、安踏、FILA和探路者在天猫店铺的销售额分别为13.11亿、13.27亿、6.92亿和6078万，同比增长35%、42%、69%和-33%。
- **化妆品板块：珀莱雅Q3受爆品拉动加速明显，佰草集增速逐步恢复。**2019年9月，我们跟踪的珀莱雅、佰草集和六神在天猫店铺的销售额分别为0.93亿、2050万和350万，同比增长80%、48%和-20%。2019年1-9月，珀莱雅、佰草集和六神在天猫店铺的销售额分别为6.59亿、1.32亿和0.64亿，同比增长67%、18%和19%。
- **童装板块：巴拉巴拉绝对规模遥遥领先，行业第一地位日益稳固，且Q3增速进一步提升。**2019年9月，我们跟踪的巴拉巴拉和安奈儿在天猫店铺的销售额分别为1.51亿、0.25亿，同比增长26%和-6%。2019年1-9月，巴拉巴拉和安奈儿在天猫店铺的销售额分别为9.72亿和1.57亿，同比增长16%和-5%。
- **珠宝板块：周大生延续较快增长态势，周大福绝对规模保持行业领先。**2019年9月，我们跟踪的周大生在天猫店铺的销售额分别为3690万，同比增长58%。2019年1-9月，周大生在天猫店铺的销售额分别为3.95亿元，同比增长35%。
- **家纺板块：9月主流品牌销售增速环比有所回落。**2019年9月，我们跟踪的水星家纺和富安娜在天猫店铺的销售额分别为7390万和3940万元，同比增长28%和29%。2018年1-9月，水星家纺和富安娜在天猫店铺的销售额分别为4.60亿和2.61亿元，同比增长17%和33%。
- **羽绒服板块：淡季不淡，9月龙头品牌保持高速增长，双十一和双十二（冬季）销售十分关键。**2019年9月，我们跟踪的波司登（中高端）和雅鹿（中低端）在天猫店铺的销售额分别为1940万和3340万，同比增长52%和101%。2019年1-9月，波司登和雅鹿在天猫店铺的销售额分别为3.69亿和2.10亿，同比增长52%和101%。

投资建议与投资标的

- 受宏观经济整体减速影响，纺服及其他时尚消费品今年整体表现相对低迷，但运动服饰和化妆品增长一直较为强劲，童装和黄金珠宝增长也较为稳健，这四大赛道是我们今年重点看好的领域。随着近年来消费品的各个领域线上流量和销售日益向传统头部企业集中，各细分领域龙头受益也较为明显。落实到具体标的，我们继续看好电商领域表现优异且电商占收入比重较高的个股：安踏体育(02020, 买入)、李宁(02331, 买入)、珀莱雅(603605, 买入)、波司登(03998, 买入)和森马服饰(002563, 买入)，建议关注线上销售逐步好转或稳健增长的公司：上海家化(600315, 增持)、水星家纺(603365, 增持)和丸美股份(603983, 未评级)。

风险提示

- 经济持续减速、行业竞争加剧、电商经营成本上升、人口代际切换带来时尚变迁等。文中销售数据均来源于第三方数据平台魔镜，且仅为各品牌天猫官方旗舰店GMV，不代表相应公司实际整体的电商GMV和销售收入。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

纺织服装行业

报告发布日期

2019年10月10日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

证券分析师

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

联系人

张维益

021-63325888-7535

zhangweiyi@orientsec.com.cn

联系人

朱炎

021-63325888-6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

NIKE 最新财季大中华区增长 27%，四季度继续聚焦高景气品类龙头：	2019-09-29
8月零售化妆品继续表现亮眼，服装环比有所改善：	2019-09-22
国内化妆品行业：好赛道+好时间：	2019-09-17

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

2019 年 9 月电商数据追踪	4
运动板块：李宁、FILA、安踏继续高增长 探路者仍需恢复	4
化妆品板块：珀莱雅 Q3 强势加速，佰草集整固复苏	6
童装板块：巴拉巴拉继续快速增长，安奈儿增速下滑	8
珠宝板块：周大生保持较快增长，周大福绝对规模领先	9
家纺板块：9 月主流品牌增速有所回落，水星整体规模领先	11
羽绒服板块：淡季不淡，龙头品牌保持高增长	13
投资建议	15
风险提示	15

图表目录

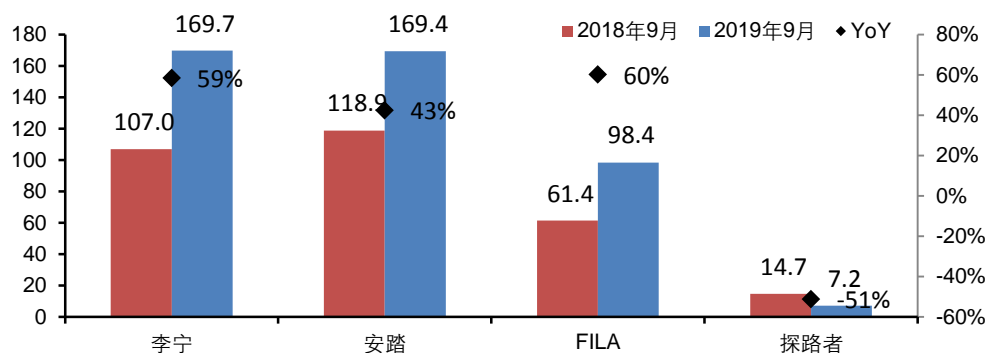
图 1: 运动板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额及同比增速 (百万元)	4
图 2: 运动板块重点跟踪企业天猫旗舰店 1-9 月累计销售额及累计同比增速 (百万元)	4
图 3: 运动板块重点跟踪企业天猫旗舰店近一年月度销售额分布 (百万元)	5
图 4: 运动板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额 (百万元)	5
图 5: 化妆品板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额及同比增速 (百万元)	6
图 6: 化妆品板块重点跟踪企业天猫旗舰店 1-9 月累计销售额及累计同比增速 (百万元)	6
图 7: 化妆品板块重点跟踪企业天猫旗舰店近一年月度销售额分布 (百万元)	7
图 8: 化妆品板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额 (百万元)	7
图 9: 童装板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额及同比增速 (百万元)	8
图 10: 童装板块重点跟踪企业天猫旗舰店 1-9 月销售额及同比增速 (百万元)	8
图 11: 童装板块重点跟踪企业天猫旗舰店近一年月度销售额分布 (百万元)	8
图 12: 童装板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额 (百万元)	9
图 13: 周大生天猫旗舰店 2019 年 9 月和 1-9 月销售额和同比增长率	9
图 14: 周大生天猫旗舰店近一年月度销售额分布 (百万元)	10
图 15: 珠宝板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额 (百万元)	10
图 20: 家纺板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额及同比增速 (百万元)	11
图 21: 家纺板块重点跟踪企业天猫旗舰店 1-9 月销售额及同比增速 (百万元)	11
图 22: 家纺板块重点跟踪企业天猫旗舰店近一年月度销售额分布 (百万元)	12
图 23: 家纺服饰板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额 (百万元)	13
图 24: 羽绒服板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额及同比增速 (百万元)	13
图 25: 羽绒服板块重点跟踪企业天猫旗舰店 1-9 月累计销售额及累计同比增速 (百万元)	14
图 26: 羽绒服板块重点跟踪企业天猫旗舰店近一年月度销售额分布 (百万元)	14

2019年9月电商数据追踪

运动板块：李宁、FILA、安踏继续高增长 探路者仍需恢复

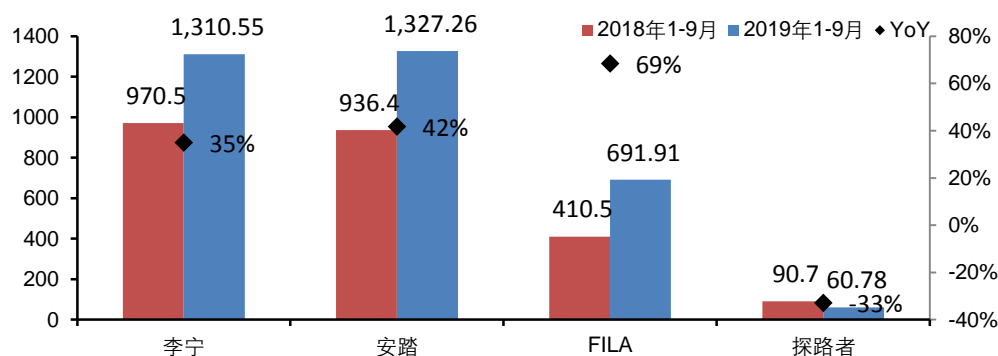
- ✓ **当月：**2019年9月，我们跟踪的李宁、安踏（不包含FILA）、FILA和探路者在天猫店铺的销售额分别为1.70亿、1.70亿、0.98亿和720万，分别同比增长59%、43%、60%和-51%。
- ✓ **累计：**2019年1-9月，李宁、安踏、FILA和探路者在天猫店铺的销售额分别为13.11亿、13.27亿、6.92亿和6078万，同比增长35%、42%、69%和-33%。

图1：运动板块重点跟踪企业天猫旗舰店9月销售额及同比增速（百万元）



数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

图2：运动板块重点跟踪企业天猫旗舰店1-9月累计销售额及累计同比增速（百万元）



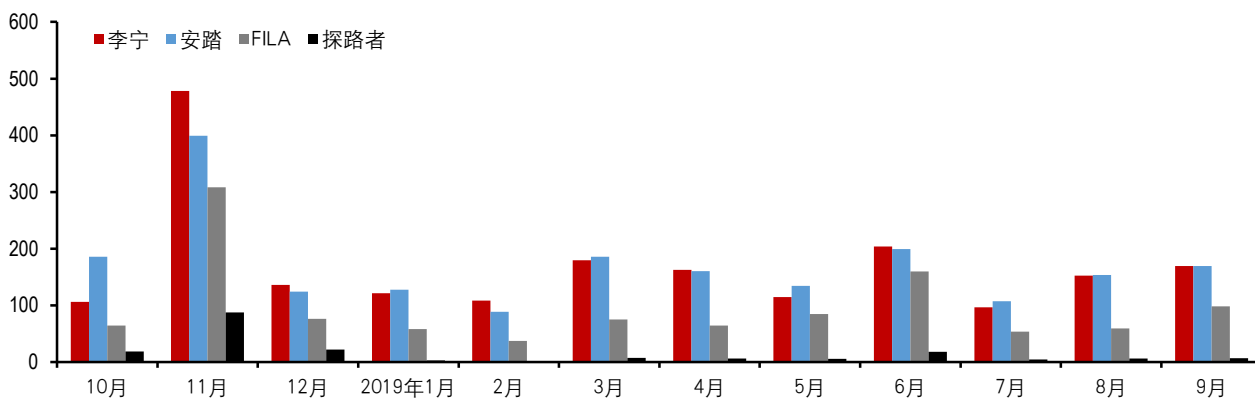
数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

板块整体继续蓬勃向上。从销售趋势来看：李宁表现继续向好，三季度月平均销售增速达到60%，较前季度29%的月平均增速有明显的提升；安踏三季度月平均销售达到65%，较前一季度月均43%的增速也有较大的提升；FILA表现突出，19年以来月均增速均超过50%，显示中高端运动服饰消费潜力巨大；探路者仍处调整期。

表1：运动板块重点跟踪企业天猫旗舰店近一年月度销售额及增速（百万元）

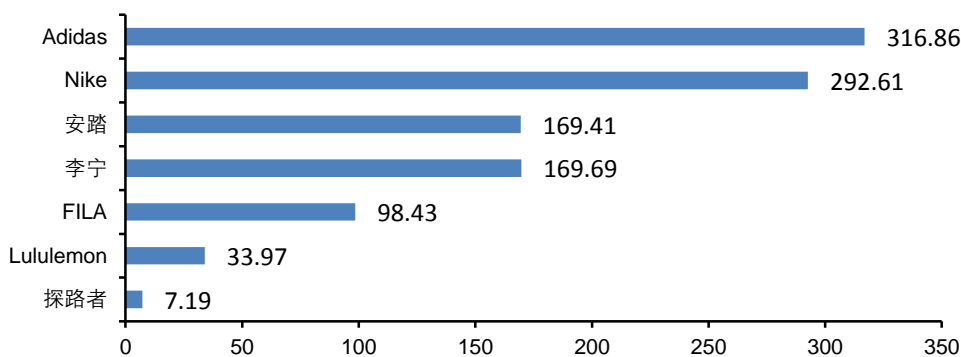
	2018年 10月	11月	12月	2019年 1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
李宁	106.2	478.0	136.1	121.7	108.4	179.8	162.9	114.8	203.7	97.0	152.6	169.7
YoY	3%	93%	32%	54%	21%	7%	25%	27%	34%	38%	82%	59%
安踏	186.1	399.1	124.1	127.8	88.7	185.7	160.5	134.4	199.6	107.4	153.8	169.4
YoY	56%	28%	53%	38%	4%	35%	43%	29%	50%	94%	58%	43%
FILA	64.5	308.5	76.6	58.4	37.3	75.4	64.6	84.7	159.9	53.7	59.6	98.4
YoY	78%	180%	103%	106%	73%	66%	69%	47%	86%	70%	47%	60%
探路者	19.0	87.4	22.3	3.2	1.5	7.3	6.6	5.9	18.0	4.9	6.2	7.2
YoY	-22%	17%	13%	-73%	-81%	-3%	10%	-29%	11%	-44%	-34%	-51%

数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

图 3：运动板块重点跟踪企业天猫旗舰店近一年月度销售额分布（百万元）


数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

横向比较来看，2019年9月，Adidas和Nike位于第一梯队，在天猫旗舰店销售额分别达到3.17亿和2.93亿元，安踏和李宁位于第二梯队，齐头并进，销售额分别为1.69亿和1.70亿元，余下的FILA有追赶之势，销售额接近1亿元，Lululemon和探路者销售额分别为3397万和719万元。

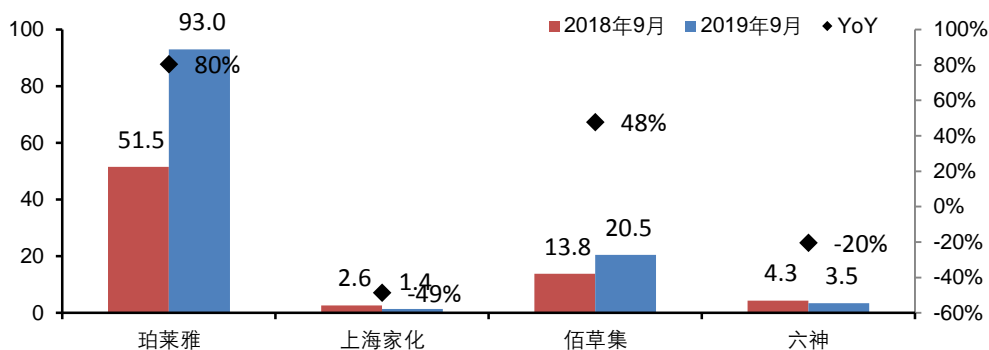
图 4：运动板块重点跟踪企业天猫旗舰店9月销售额（百万元）


数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

化妆品板块：珀莱雅 Q3 强势加速，佰草集整固复苏

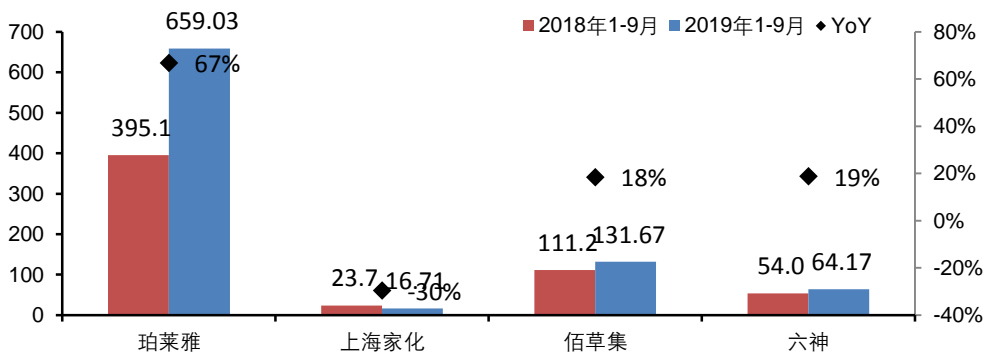
- ✓ **当月：**2019年9月，我们跟踪的珀莱雅、佰草集和六神在天猫店铺的销售额分别为0.93亿、2050万和350万，同比增长80%、48%和-20%。
- ✓ **累计：**2019年1-9月，珀莱雅、佰草集和六神在天猫店铺的销售额分别为6.59亿、1.32亿和0.64亿，同比增长67%、18%和19%。

图 5：化妆品板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额及同比增速（百万元）



数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

图 6：化妆品板块重点跟踪企业天猫旗舰店 1-9 月累计销售额及累计同比增速（百万元）



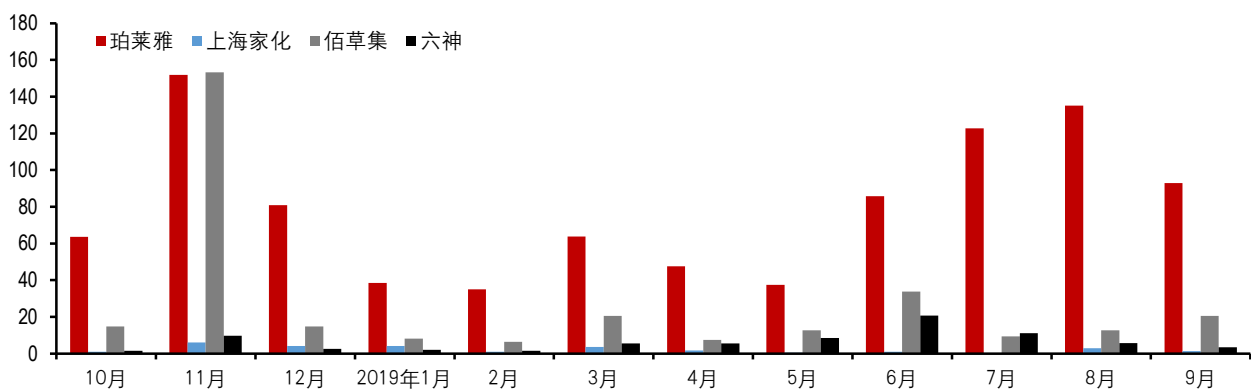
数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

从销售趋势来看：珀莱雅继续保持高速增长，且三季度增速受爆品黑海盐泡泡面膜等劳动有明显的提升，月均增速高达150%，佰草集增速继8月短暂回落后重启高增长，期待其在四季度的继续发力，六神9月销售下滑预计与天气等因素有关。

表 2：化妆品板块重点跟踪企业天猫旗舰店近一年月度销售额及增速（百万元）

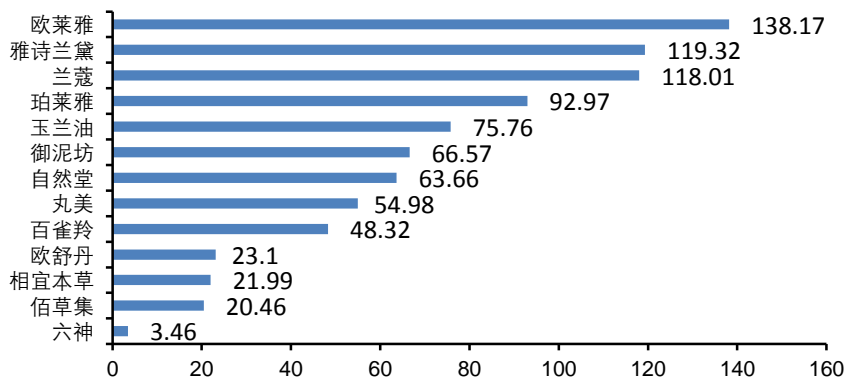
	2018年 10月	11月	12月	2019年 1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
珀莱雅	63.7	151.8	80.9	38.5	35.0	63.8	47.5	37.5	85.8	122.7	135.1	93.0
YoY	182%	37%	330%	116%	87%	41%	20%	-25%	5%	178%	190%	80%
佰草集	14.7	153.2	14.7	8.2	6.5	20.5	7.4	12.7	33.7	9.4	12.7	20.5
YoY	63%	59%	6%	-13%	4%	49%	-51%	74%	45%	67%	-24%	48%
六神	1.5	9.8	2.6	2.1	1.6	5.5	5.5	8.4	20.8	11.1	5.8	3.5
YoY	51%	18%	187%	151%	181%	32%	64%	12%	46%	-1%	-26%	-20%

数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

图 7：化妆品板块重点跟踪企业天猫旗舰店近一年月度销售额分布（百万元）


数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

横向比较来看，2019年9月，海外品牌欧莱雅、兰蔻和雅诗兰黛在天猫旗舰店销售额分别为1.38亿、1.18亿、和1.19亿元。第二梯队本土品牌珀莱雅、御泥坊、自然堂、丸美和百雀羚销售额分别为0.93亿、0.67亿、0.64亿、0.55亿和0.48亿，值得一提的是，珀莱雅9月销售额已超过海外品牌玉兰油，余下欧舒丹、相宜本草、佰草集、六神的销售额分别为2310万、2199万、2046万和346万。

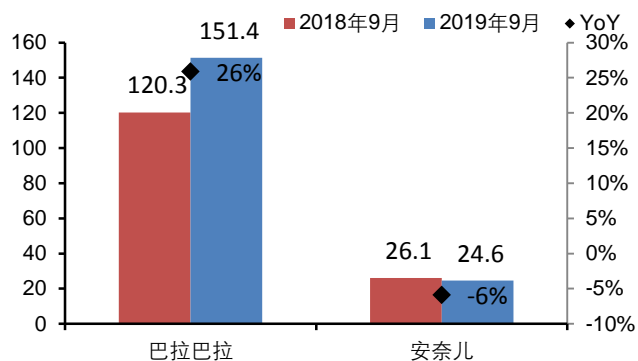
图 8：化妆品板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额（百万元）


数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

童装板块：巴拉巴拉继续快速增长，安奈儿增速下滑

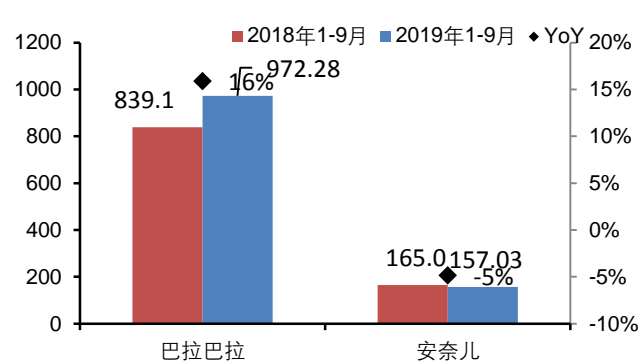
- ✓ **当月**：2019年9月，我们跟踪的巴拉巴拉和安奈儿在天猫店铺的销售额分别为1.51亿、0.25亿，同比增长26%和-6%。
- ✓ **累计**：2019年1-9月，巴拉巴拉和安奈儿在天猫店铺的销售额分别为9.72亿和1.57亿，同比增长16%和-5%。

图 9：童装板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额及同比增速（百万元）



数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

图 10：童装板块重点跟踪企业天猫旗舰店 1-9 月销售额及同比增速（百万元）



数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

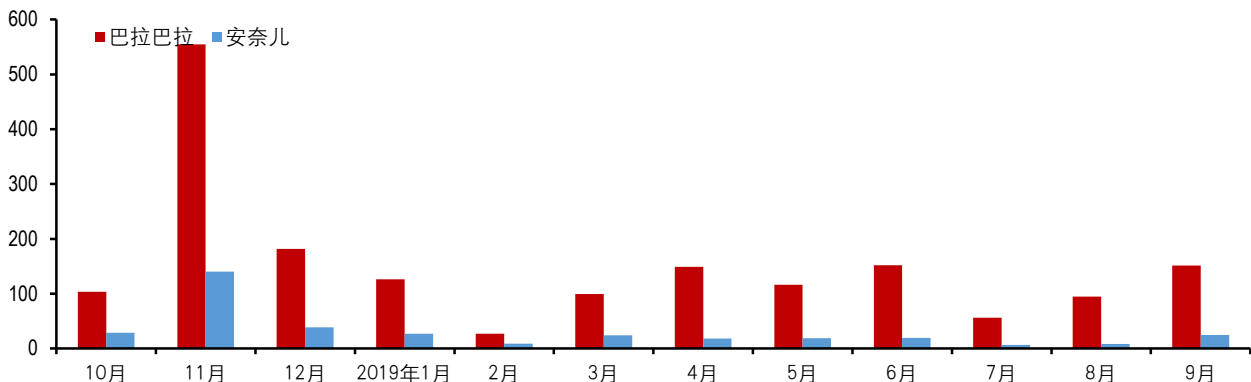
从销售趋势来看：巴拉巴拉自5月后增速回正，6月起强劲复苏，第三季度月均增速高达58%，远高于二季度21%的月均增速；安奈儿销售继续个位数下滑，但跌幅有所收窄。

表 3：童装板块重点跟踪企业天猫旗舰店近一年月度销售额及增速（百万元）

	2018年 10月	11月	12月	2019年 1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
巴拉巴拉	103.6	554.6	181.7	126.3	27.4	99.3	149.2	116.3	151.7	56.0	94.7	151.4
YoY	-22%	38%	18%	20%	-53%	-11%	-1%	3%	63%	74%	73%	26%
安奈儿	29.0	140.0	38.6	27.1	9.2	24.3	18.1	19.0	19.6	6.6	8.5	24.6
YoY	-7%	43%	69%	13%	-21%	2%	-9%	-17%	-9%	15%	-9%	-6%

数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

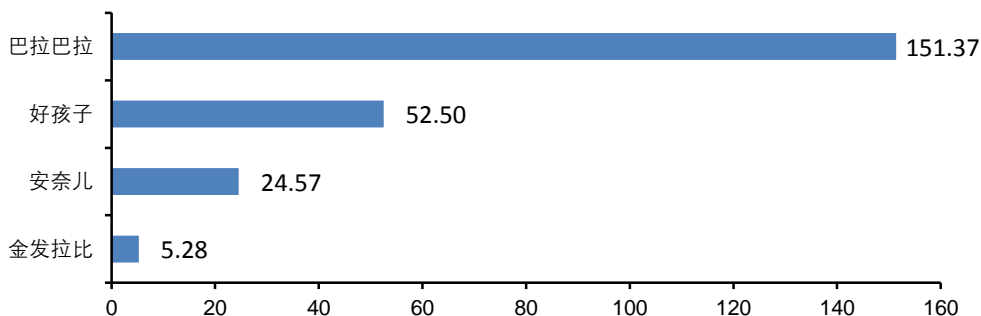
图 11：童装板块重点跟踪企业天猫旗舰店近一年月度销售额分布（百万元）



数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

横向比较来看，2019 年 9 月，我们跟踪的巴拉巴拉、好孩子、安奈儿和金发拉比在天猫店铺的销售
额分别为 1.51 亿、0.53 万、2457 万和 528 万元，巴拉巴拉作为行业第一在规模上遥遥领先。

图 12: 童装板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额 (百万元)

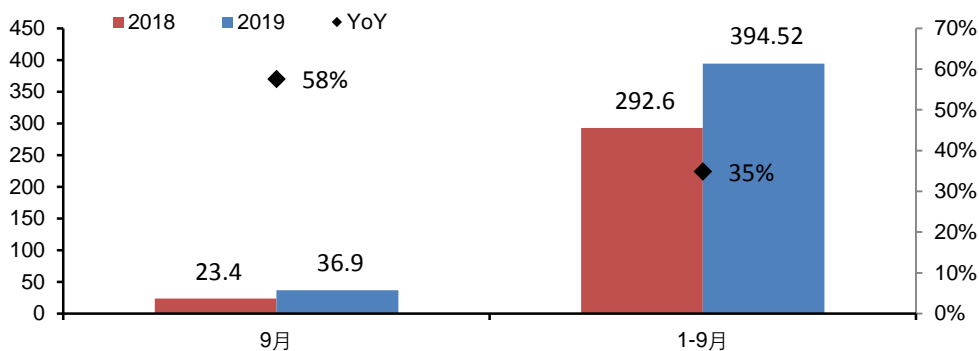


数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

珠宝板块：周大生保持较快增长，周大福绝对规模领先

- ✓ 当月：2019 年 9 月，我们跟踪的周大生在天猫店铺的销售额为 3690 万，同比增长 58%。
- ✓ 累计：2019 年 1-9 月，周大生在天猫店铺的销售额分别为 3.95 亿元，同比增长 35%。

图 13: 周大生天猫旗舰店 2019 年 9 月和 1-9 月销售额和同比增长率



数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

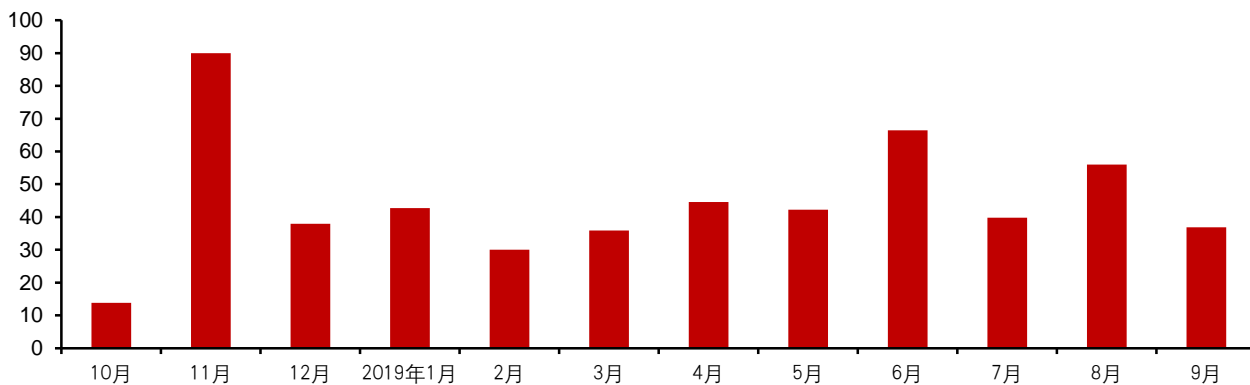
从销售趋势来看：周大生自 4 月后维持高增速，第三季度月均增速达到 59%，较二季度月均 49% 的增速有所提升。

表 4：周大生天猫旗舰店近一年月度销售额及增速（百万元）

	2018 年 10月	11月	12月	2019 年 1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
周大生	13.8	90.0	38.0	42.7	30.0	35.9	44.5	42.2	66.4	39.8	56.0	36.9
YoY	-3%	18%	8%	19%	-10%	22%	56%	52%	40%	102%	18%	58%

数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

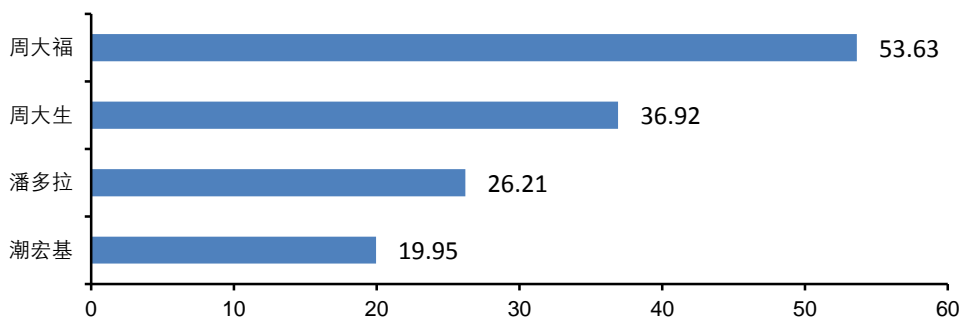
图 14：周大生天猫旗舰店近一年月度销售额分布（百万元）



数据来源：魔镜数据、东方证券研究所

横向比较来看，2019 年 9 月，我们跟踪的周大福、周大生、潘多拉和潮宏基在天猫店铺的销售额分别为 5363 万、3692 万、2621 万和 1995 万元。

图 15：珠宝板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额（百万元）

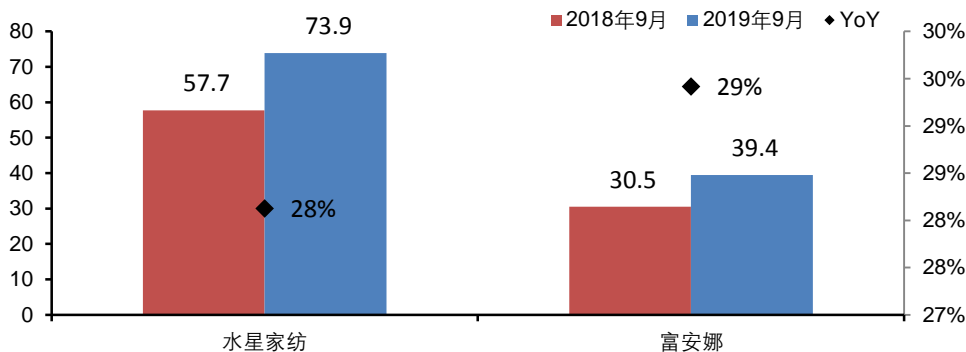


数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

家纺板块：9月主流品牌增速有所回落，水星整体规模领先

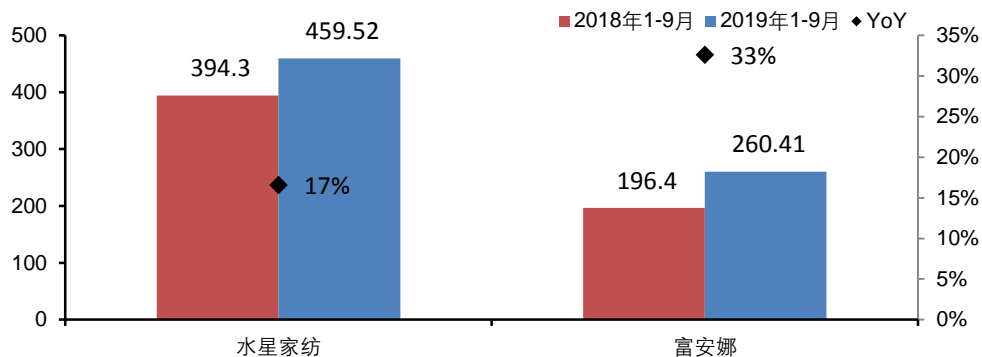
- ✓ **当月：**2019年9月，我们跟踪的水星家纺和富安娜在天猫店铺的销售额分别为7390万和3940万元，同比增长28%和29%。
- ✓ **累计：**2018年1-9月，水星家纺和富安娜在天猫店铺的销售额分别为4.60亿和2.61亿元，同比增长17%和33%。

图 16：家纺板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额及同比增速（百万元）



数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

图 17：家纺板块重点跟踪企业天猫旗舰店 1-9 月销售额及同比增速（百万元）



数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

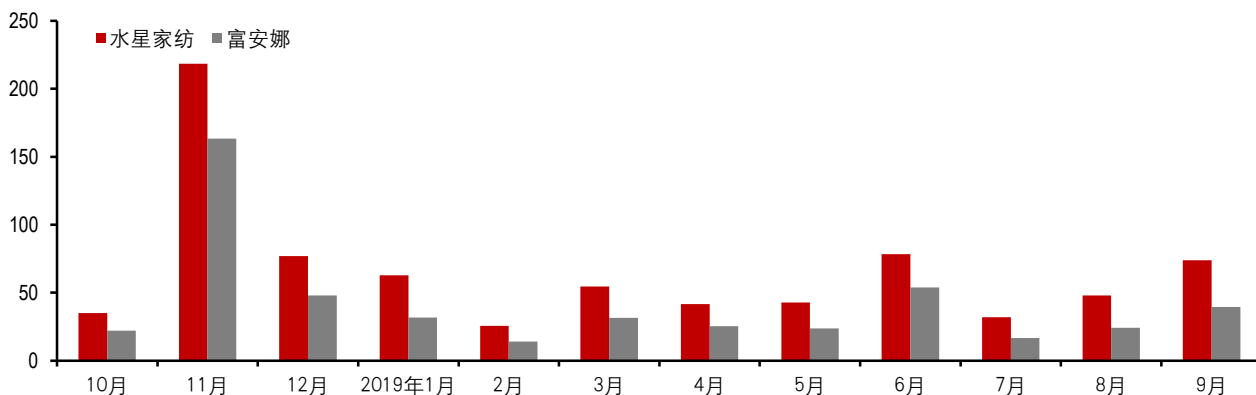
从销售趋势来看：水星家纺和富安娜在 9 月销售增速有所回落，预计与下半年家纺消费集中在双十一等大型电商活动有关。

表 5：家纺板块重点跟踪企业天猫旗舰店近一年月度销售额及增速（百万元）

	2018年 10月	11月	12月	2019年 1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
水星家纺	35.1	218.6	76.9	62.7	25.7	54.5	41.5	42.9	78.4	32.1	47.9	73.9
YoY	-46%	1%	-3%	-5%	-36%	15%	27%	23%	32%	26%	55%	28%
富安娜	22.1	163.4	47.9	31.8	14.0	31.4	25.4	23.8	53.8	16.7	24.1	39.4
YoY	-44%	32%	10%	2%	-23%	52%	28%	7%	99%	30%	73%	29%

数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

图 18：家纺板块重点跟踪企业天猫旗舰店近一年月度销售额分布（百万元）

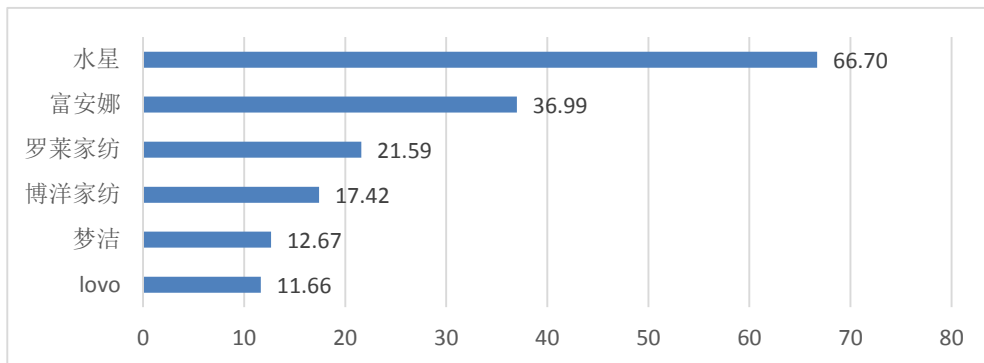


数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

横向比较来看，2019 年 9 月，水星家纺销售额遥遥领先，单月销售额为 6670 万元，富安娜、罗莱家纺、博洋家纺、梦洁和 lovo 的销售额分别为 3699 万元、2159 万元、1742 万元、1267 万元

和 1166 万元，其中罗莱家纺和 lovo 合计 3325 万元，与富安娜销售额较为接近。（因魔镜数据缺失，该数据来自淘数据平台）

图 19：家纺服饰板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额（百万元）

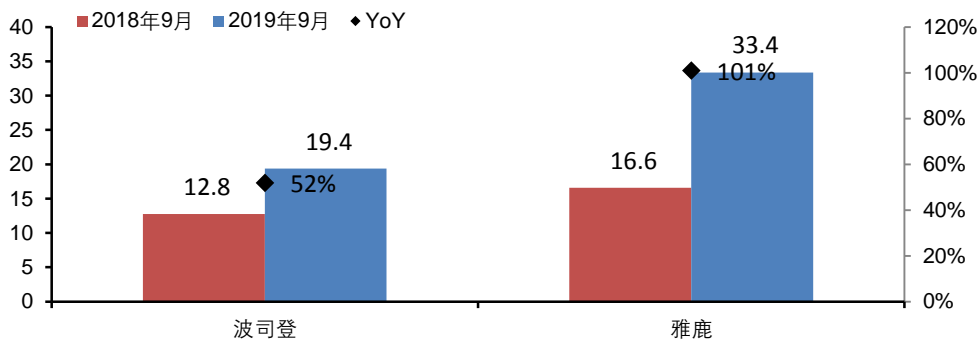


数据来源：淘数据，东方证券研究所

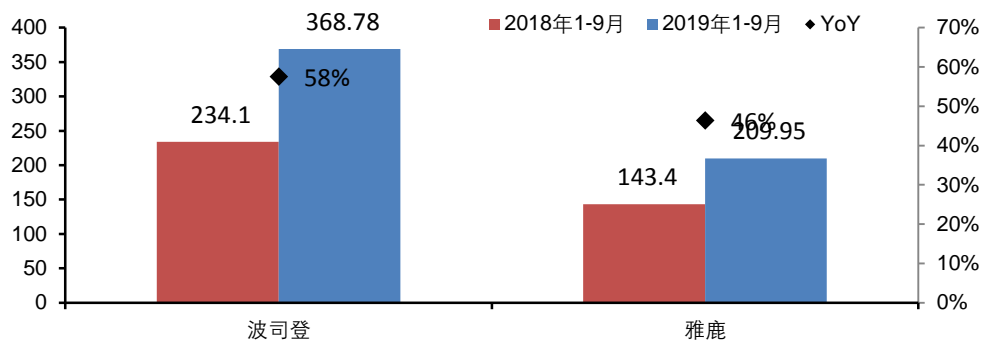
羽绒服板块：淡季不淡，龙头品牌保持高增长

- ✓ **当月：**2019 年 9 月，我们跟踪的波司登（中高端）和雅鹿（中低端）在天猫店铺的销售额分别为 1940 万和 3340 万，同比增长 52% 和 101%。
- ✓ **累计：**2019 年 1-9 月，波司登和雅鹿在天猫店铺的销售额分别为 3.69 亿和 2.10 亿，同比增长 58% 和 46%。

图 20：羽绒服板块重点跟踪企业天猫旗舰店 9 月销售额及同比增速（百万元）



数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

图 21：羽绒服板块重点跟踪企业天猫旗舰店 1-9 月累计销售额及累计同比增速（百万元）


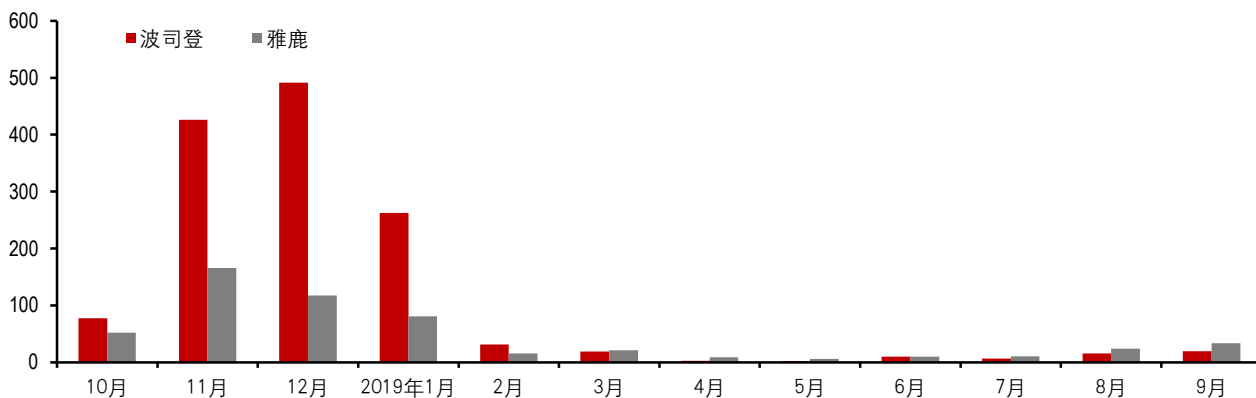
数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

从销售趋势来看：9 月羽绒服销售增速有所回落，预计与各大公司蓄力双十一大促有关。从销售周期来看，羽绒服在每年的 10、11、12 和 1 月是传统的销售旺季。2018 年，波司登、雪中飞和雅鹿在天猫店铺这四个月的销售额分别达到 11.2 亿、8,700 万和 4.07 亿元，占全年销售额比重高达 91.4%、74%和 85.3%。鉴于 9 月的重点品牌的优异增速表现，我们对羽绒服板块在下半年的旺季表现保持期待。

表 6：羽绒服板块重点跟踪企业天猫旗舰店近一年月度销售额及增速（百万元）

	2018年 10月	11月	12月	2019年 1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
波司登	77.2	426.0	491.1	262.6	31.2	19.0	2.5	1.8	10.1	6.6	15.6	19.4
YoY	113%	84%	151%	104%	-53%	280%	65%	-25%	28%	62%	188%	52%
雅鹿	52.2	165.5	117.2	80.9	15.5	21.2	8.7	5.7	10.1	10.4	24.2	33.4
YoY	3%	124%	98%	11%	-48%	302%	690%	453%	182%	143%	178%	101%

数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

图 22：羽绒服板块重点跟踪企业天猫旗舰店近一年月度销售额分布（百万元）


数据来源：魔镜数据，东方证券研究所

投资建议

受宏观经济整体减速影响，纺服及其他时尚消费品今年整体表现相对低迷，但运动服饰和化妆品增长一直较为强劲，童装和黄金珠宝增长也较为稳健，这四大赛道是我们今年重点看好的领域。随着近年来消费品的各个领域线上流量和销售日益向传统头部企业集中，各细分领域龙头受益也较为明显。落实到具体标的，我们继续看好电商领域表现优异且电商占收入比重较高的个股：安踏体育(02020, 买入)、李宁(02331, 买入)、珀莱雅(603605, 买入)、波司登(03998, 买入)和森马服饰(002563, 买入)，建议关注线上销售逐步好转或稳健增长的公司：上海家化(600315, 增持)、水星家纺(603365, 增持)和丸美股份(603983, 未评级)。

风险提示

- 1) 宏观经济持续减速
- 2) 行业竞争加剧
- 3) 电商经营成本上升
- 4) 人口代际切换带来时尚变迁等
- 5) 提示：文中数据均来源于第三方数据平台魔镜，且仅为品牌天猫官方旗舰店销售数据，不代表公司实际的 GMV 和电商收入

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

