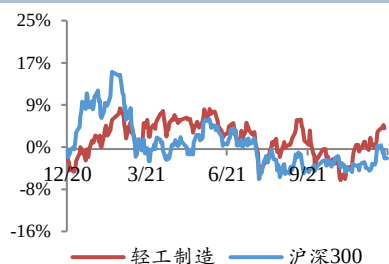


珠宝：明星杠杆与短视频费效比或面临重估

行业评级：增持

报告日期：2021-12-20

行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：马远方

执业证书号：S0010521070001

邮箱：mayf@hazq.com

相关报告

1. 电子烟：解读管理办法七大要点 2021-12-03
2. 华安证券_行业研究_行业周专题_轻工制造：电子烟：长坡厚雪，监管规范后行业迎高质量发展 2021-11-29

主要观点：

● 明星杠杆与短视频费效比或面临重估。

钻石婚戒巨头 DR 登陆深交所；明星“塌房”事件后品牌宣布不再合作。**事件一：**12月15日迪阿股份登陆深交所创业板，上市首日上涨41.18%，市值达660亿。公司主营求婚钻戒和结婚对戒，依靠品牌营销驱动增长，凭借品牌及营销理念获取高用户转化率，在2020年营销结构优化加码布局短视频后，凭借抖音营销出圈。**事件二：**2021年12月18日中国妇女报评论王力宏事件，代言人“塌房”事件后，品牌迅速解约及停止后续合作。

结合近期两起事件，我们尝试回答两个市场关注的问题：（1）短视频流量红利的持续性及珠宝品牌营销费效比后续如何演绎？（2）频繁的明星“塌房”事件后珠宝品牌撬动明星代言人杠杆的价值如何评估？

我们认为随着渗透率触底，短视频当前处于流量红利衰退期，随着品牌加码布局后续流量红利或加速退潮，长期终局或将步入“全渠道红利期”。另一方面，2018年以来明星“塌房”事件频繁发生，代言人作为品牌力提升的慢变量，短期提振有限+下行风险较大+风险敞口扩大，其商业价值或面临重估。

短视频红利：流量成本攀升，后续或将步入“全渠道红利期”。复盘短视频的发展历程，我们认为行业发展经历（1）**流量红利增长期**

（2016-2021），2016年9月抖音上线，随着基础设施平台快速完善，其模式逐渐被用户认可，用户渗透率快速提升带动流量增长。在**流量红利期**，短视频营销同时具备成本低、触达面广及精准触达客户的优势，费效比优势显著，珠宝品牌积极进行线上布局。在直播带货的驱动下，电商渠道规模增长，2020年规模达到679.5亿元，五年CAGR达到25%，并且向线下引流成效显著。2018至2020年末，短视频类APP的MAU从4.1亿增长至7.9亿，渗透率（设备口径）由57.2%提升至74.5%；**（2）流量红利退潮（2021年以来）：**我们认为2021年以来随着短视频渗透率趋于饱和，MAU的持续增长或支撑剩余流量红利，但随着各品牌商加码短视频布局，行业整体或将加速进入红利衰退期。2020年以迪阿为代表的珠宝品牌优化营销结构，增加短视频投入迅速出圈，迪阿2020年视频媒介推广占比达25.2%，同比增长22.6pct，其视频媒介流量成本（单位点击/访问量成本）为0.14元/次，同比增长7.7%，但仍大幅低于其他渠道流量成本。**企业层面，**我们认为随着MAU增长边际放缓，流量红利由增加走向衰退，企业也逐渐由资源粗放式投放过渡到比拼精细化内容运营阶段。消费者触达效率更高（需求连接更加精准）、能够实现精细化内容运营，O2O融合、全渠道营销（线上营销向线下引流或线下体验向线上引流）的珠宝品牌有望持续受益。**（3）全渠道红利期（终局）：**我们

猜想随着短视频流量红利的持续退潮、短视频流量成本的持续攀升，而传统营销由于竞争者的减少，竞争弱化，其流量成本将会（尤其相对于短视频流量成本的上升趋势）呈现持续下降态势。从终局来看，我们认为长期看短视频营销和传统营销的流量成本或将逐渐趋同，行业由此进入全渠道红利期；（4）全渠道营销：从消费者购买商品的全链条来看，其过程涉及商品比对（信息流）→资金交付（资金流）→物流配送（物流），我们认为传统零售、电商平台、直播电商等模式本质是信息流、资金流和物流的排列组合。结合钻石珠宝高客单价、低复购率的产品特性，我们认为线上直播/短视频宣传引流+线下门店销售的O2O融合模式（即线上引流→线下销售，信息流在线上，资金、物流在线下）或成为珠宝品牌商的主流。

品牌商的代言人杠杆：风险敞口增加，品牌商撬动代言人杠杆或面临价值重估。品牌商撬动明星杠杆风险和收益并存。（1）长期收益：代言人作为“慢变量”，短期提振流量，长期提升品牌知名度。珠宝作为高端可选消费品，消费者在产品选择上的成本相对较高（购前成本）。同时品牌商与消费者之间存在较大的信息不对称成本，因此通常需要线下场景进行试戴。因此对于珠宝品牌，品牌力/代言人背书作用更为重要（降低高额的购前成本），其价值也更大，因此选择合适的代言人更为重要。我们以李冰冰、王一博、肖战代言为例，通过分析我们认为明星代言人更多是作为慢变量，中长期作用于品牌力提升。而短期提振流量、销量能力有限，除少数顶流明星能为品牌带来短期高流量+高销售外（如2021年4月王一博代言安踏、2021年3月肖战代言李宁），但大多情境下，明星为品牌短期带来流量和销售增长有限。且根据淘数据，周大福、周大生天猫旗舰店中，明星同款产品销量并未比非明星同款产品销量高，产品力或为更关键因素；（2）重估风险：风险敞口增加+下行风险较大，明星杠杆性价比或面临重估。风险敞口增加：近年来明星“塌房”事件频发，带来明星杠杆风险敞口增加；下行风险较大：我们以郑爽代言雅优泉以及吴亦凡代言宝格丽事件为例，认为“塌房”事件发生后，短期内品牌销量承压，中期来看流量承压。而珠宝品牌作为奢侈品，品牌形象更为重要。同时奢侈品代言人费用支出占收入比重较小，但代言人的负面新闻对品牌产生的不良影响边际效应更大，因此面临着更高的代言人风险；（3）价值重估：明星商业价值或“K型”分化，具备头部资源品牌或持续受益。趋势上看，我们认为随着近年来明星代言人翻车事件逐渐增加导致品牌撬动明星杠杆的风险敞口逐渐增加，进而对签约前背调深入程度提出高要求。背调难度及成本的增加或导致腰部代言人的性价比降低，而头部优质明星代言资源的稀缺，其价值将进一步推高。2018年-2020年头部明星代言品牌数逐渐增加，TOP5明星代言品牌数分别为128、156、187个。综合来看，我们认为未来品牌商明星杠杆性价比或面临价值重估。常年保持行业前列的优质、稀缺代言人与腰部代言人代言费用、代言品牌数量，连同其商业价值或进一步分化。而现有具备优质头部代言人资源的品牌或持续受益。

● 本周观点。

家居板块：11月全国住宅销售面积同比下降16.3%至1.27亿平方米，较2019年同期下降6.8%，月度销售数据持续下行；11月全国住宅竣工面积4.95亿平方米，同比增长13.23%，增速由负转正。且较2019年同期增长9.51%。12月8日发改委提出鼓励实施家具家装下乡补贴，促进农村居民耐用消费品更新换代，在政策端利好家居板块终端需求复苏回暖。此外，12月10日中央经济工作会议中再次强调房住不炒，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。随着地产信用风险逐渐释放，以及近期央行降准等行为将缓解市场对于地产的悲观预期，家居板块估值有望得到修复。

造纸板块：（1）**文化纸：**近期文化纸纸价保持稳定。规模纸厂挺价意愿较强但下游成交有限，价格补涨动力不足，市场供需博弈态势显现；纸浆价格震荡整理，成本面支撑尚存。（2）**箱瓦纸：**箱瓦纸价格受龙头取消提价计划影响，市场心态偏悲观。近期下游补库需求平稳，包装厂消化库存为主，受制于下游订单无明显起色与局部疫情反复，纸企拉涨阻力较大，废纸价格上扬对成本面支撑面有限。

纺织服装：（1）**纺织制造：**在疫情反复大背景下，我们认为出口景气度较高、以出口制造为主的纺织制造板块或具备结构性机会，其整体景气度优于以内需为主的品牌服饰，龙头公司Q3订单高景气延续。板块整体预期较为悲观+基金处于低持仓状态+目前板块估值偏低具备性价比，我们认为当前市场整体或是行业细分龙头左侧布局的较好时间点。（2）**运动鞋服：**近期部分地区疫情反复，品牌服饰在短期缺乏催化+疫情反复等外生冲击下，估值持续回落，我们认为当前可适当左侧布局。后续板块整体景气度回暖需静待疫情、经济催化落地。（3）**羽绒服：**从线上数据看，今年Q4羽绒服线上销售品类市占率显著提升，头部品牌集中度提升，后续冷冬有望提振羽绒服销售。（4）**户外运动：**海外的户外运动需求增长带动了国内相应产品出口量的提升，我国头部的专业户外运动装备及产品企业业绩2020年以来表现亮眼，行业景气度向上。

● 投资建议

持续推荐以纸代塑大时代下的高成长纸基材料领军企业**五洲特纸**，立足高景气大空间赛道，产能跨越式提升打开瓶颈，当前公司估值接近历史低点，具备高安全边际以及较大修复空间。推荐木浆系造纸龙头**太阳纸业**，公司多元化经营、成本管控领先行业，当前估值已在历史底部，建议左侧配置；此外，建议关注拥有海外产线布局和固废渠道建设的箱板纸龙头**山鹰国际**。

重点推荐**万顺新材**，锂电铝箔在高景气窗口期投产，在产业链中依然处于估值洼地。当前市场存在预期差，最底部坚定推荐。

建议优先选择当前行业背景下，有较强能力通过渠道变革、品类扩张带来高成长的公司。建议关注定制家居龙头**欧派家居**，整装收入持续高增长，在家居消费流量分化背景下持续强化前端流量入口，目前新

渠道的商业模式逐步捋顺。软体家居持续推荐**顾家家居**，建议关注**敏华控股**。顾家家居渠道改革逐步兑现到业绩，基于原有的强势沙发渠道，新的品类如床垫、定制家居开始起量；敏华控股在内销渠道处于持续高速开店阶段，市场份额和业绩处于比较强的上升通道，中长期功能沙发渗透率依然有比较大的提升空间。

● 风险提示

宏观经济增长不及预期导致居民购买力下降；地产调控严峻对下游家居需求产生负面影响。培育钻石行业竞争加剧导致价格波动，行业渗透率提升不及预期。

正文目录

1 本周事件：钻石婚戒巨头 DR 登陆深交所，代言人“塌房”事件后品牌迅速解约	7
2 短视频红利：流量成本攀升，后续或将步入“全渠道红利期”	7
3.1 流量红利退潮：品牌加码短视频布局，流量红利或加速退潮	7
3.2 精细化内容运营：红利衰退期精细化内容运营能力或成为品牌比拼要素	11
3.3 全渠道营销：珠宝品牌 O2O 融合，形成全渠道营销	14
3 明星杠杆：风险敞口增加，品牌商撬动代言人杠杆或面临价值重估	15
3.1 珠宝代言人：珠宝品牌商撬动明星杠杆风险和收益并存	15
3.2 长期收益：代言人作为“慢变量”长期提升品牌知名度	16
3.3 风险扩大：风险敞口增加+下行风险较大，奢侈品承担风险或更多	19
3.4 价值重估：明星商业价值或“K 型”分化，具备头部资源品牌或持续受益	22
4 本周发布报告	23
5 本周观点	24
5.1 家居板块	24
5.2 造纸板块	25
5.3 必选及其他轻工板块	25
5.4 纺织服装板块	25
6.本周轻工制造板块走势	26
7.本周纺织服装板块走势	27
8.本周重要公告	29
风险提示:	30

图表目录

图表 1 短视频流量红利或达到拐点	9
图表 2 中国珠宝饰品电商渠道规模及占比	10
图表 3 抖音 TOP100 主播带货品类分布情况（销售额口径）	10
图表 4 天猫旗舰店各珠宝饰品销售额占比（%）	10
图表 5 天猫旗舰店珠宝饰品客单价分布（元）	10
图表 6 主要珠宝品牌布局短视频营销时间轴	11
图表 7 迪阿股份流量成本及变化（元/次）	12
图表 8 迪阿股份各推广渠道单位点击/访问量成本（元/次）	12
图表 9 迪阿股份各推广渠道投入占比变化（%）	12
图表 10 品牌商逐渐进入比拼精细化内容运营阶段	13
图表 11 移动互联网流量向短视频迁移（%）	13
图表 12 短视频渗透率（活跃设备口径）及 MAU 持续提升	13
图表 13 新零售背景下的 O2O 融合和全渠道营销	15
图表 14 各珠宝品牌明星合作资源	16
图表 15 明星代言人对于品牌商具有多重商业价值	17
图表 16 王一博安踏代言官宣前后淘宝销量及粉丝量变化	18
图表 17 肖战李宁代言官宣前后淘宝销量及粉丝量变化	18
图表 18 李冰冰安踏周大福官宣前后淘宝销量及粉丝量变化	18
图表 19 李冰冰代言周大福宣传照	18
图表 20 周大福天猫旗舰店部分产品近一个月销量	19
图表 21 周大生天猫旗舰店部分产品近一个月销量	19
图表 22 近三年影响较大的艺人“塌房事件”及相关品牌代言	20
图表 23 郑爽事件前后稚优泉淘宝品牌销售量变化	20
图表 24 郑爽事件前后稚优泉淘宝品牌流量变化	20
图表 25 吴亦凡事件前后宝格丽淘宝品牌销售量变化	21
图表 26 吴亦凡事件前后宝格丽微博转赞评数量变化	21
图表 27 近三年影响较大的艺人“塌房事件”涉及艺人及相关品牌代言费占比	21
图表 28 2018-2020 年头部明星代言品牌数量增加	22
图表 29 头部明星与腰部、尾部明星粉丝数、代言费均呈现显著分层	22
图表 30 轻工制造指数周涨跌幅	26
图表 31 轻工制造板块个股周度涨跌幅 TOP10	26
图表 32 轻工制造指数年走势	26
图表 33 轻工重点公司估值	27
图表 34 纺织服装指数周涨跌幅	28
图表 35 纺织服装板块个股周度涨跌幅 TOP10	28
图表 36 纺织服装指数 2021 年初以来累计增幅	28
图表 37 纺服重点公司估值	29
图表 38 上市公司重要公告	29

1 本周事件：钻石婚戒巨头 DR 登陆深交所，代言人“塌房”事件后品牌迅速解约

事件一：新晋钻石巨头迪阿股份于 2021 年上市。迪阿股份于 12 月 15 日登陆深交所创业板。首日上漲 41.18%，市值达 660 亿。公司营收主要来源于求婚钻戒和结婚对戒，2021H1 求婚钻戒营收占比 78.86%，结婚对戒营收占比 19.4%；求婚钻戒产品均价为 0.78 万元，略有下滑，结婚对戒均价为 0.46 万元，略有上升。主要客群年龄段为 25-29 岁，近年占比略有下滑，但始终保持在 50% 以上。迪阿与同业普遍渠道驱动不同的是，迪阿依靠品牌营销驱动增长，凭借其克制的品牌及营销理念（“男士一生仅能定制一枚”），强化钻石婚戒象征“永恒唯一”的附加价值，与钻石婚戒低消费频次、较高客单价的产品特征相契合，进而增加品牌区隔，以牺牲复购率换取高用户转化，筛选相同价值观的年轻消费群体，形成高用户转化。

迪阿在营销投入上：1) 通过撬动真爱代言人杠杆为品牌增加向上势能；2) 搭乘短视频红利快速营销出圈

事件二：2021 年 12 月 18 日中国妇女报评论王力宏事件，代言人“塌房”事件后，品牌迅速解约及停止后续合作。2021 年 12 月 18 日，中国妇女报评论明星涉嫌社会伦理问题，次日，品牌方出于维护社会价值等因素的考虑，第一时间发布解约声明，终止与其合作关系。品牌方与代言人发布相关联名款，包括吊坠、戒指等产品均已下架。由于明星粉丝基础较为雄厚，此次事件相关合作品牌除可能带来的销量损失外，还存在推广费用等损失。根据规定，在代言人言行错误、形象受损的情况下，品牌方主动提出解约，代言人应按照合同规定条款给予赔偿，上述品牌所获赔偿金额是否能够覆盖损失，需根据合同条款决定。

结合近期两起事件，我们尝试回答两个市场关注的问题：

1) 随着各珠宝品牌加码短视频布局，短视频流量红利退潮后，珠宝品牌商费效比的持续性后续如何演绎？

2) 珠宝品牌通过撬动明星代言人杠杆为品牌力增加向上势能，但随着近年来越来越多明星“塌房”，明星代言人的商业价值是否将面临重估？

2 短视频红利：流量成本攀升，后续或将步入“全渠道红利期”

3.1 流量红利退潮：品牌加码短视频布局，流量红利或加速退潮

历史复盘 & 终局推演：品牌加码布局+渗透率接近饱和，短视频流量红利退潮后或步入全渠道红利期。通过分析梳理，我们将短视频行业的流量分为一下三个阶段：

➤ **红利增长期（2016-2021 年）：**在短视频刚刚兴起的时候，由于布局短

视频流量的品牌相对较少，随着用户渗透率快速提升，因此短视频流量营销成本比传统营销成本低很多。2016年9月抖音上线，随着相关平台企业（供给端）及短视频模式逐渐被用户接受（需求端），短视频用户渗透率快速上升带动流量增长，单位流量成本的快速下降，行业进入红利增长期；

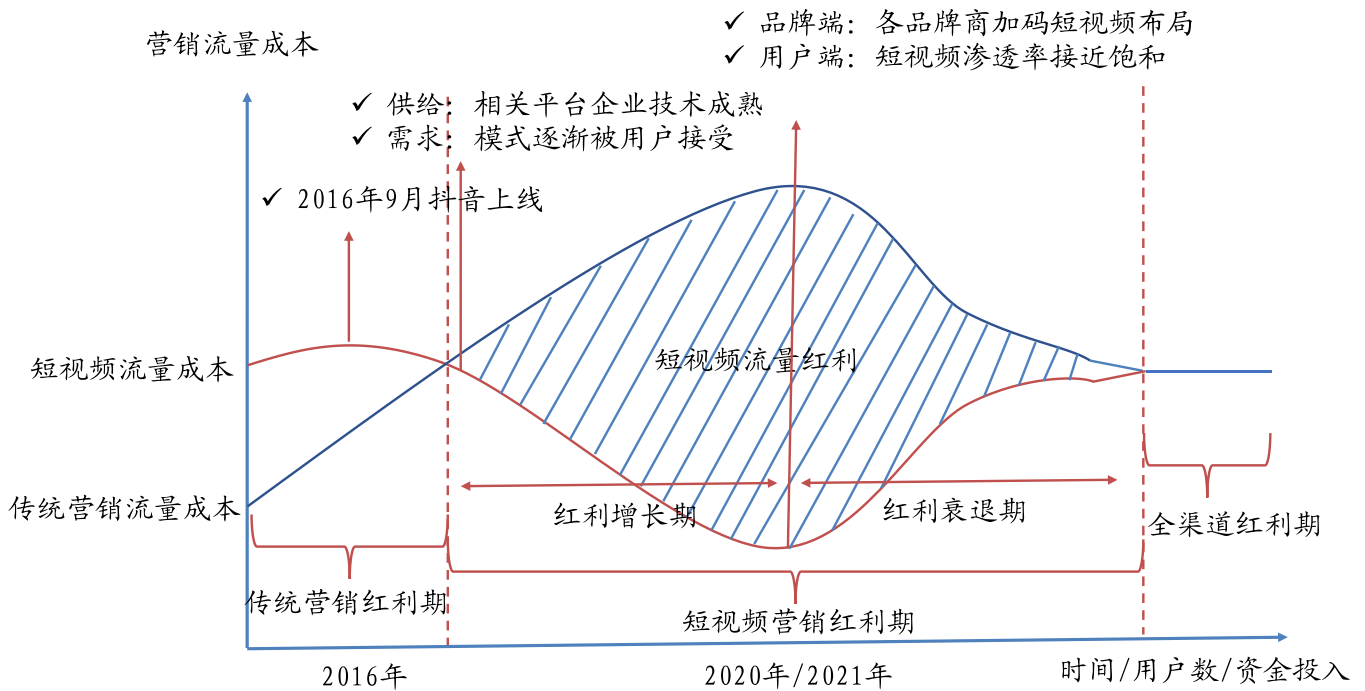
- **红利衰退期(2021-至今):** 短视频更低的营销成本以及更精准的用户触达吸引了大量企业加码布局短视频行业，资金投放、人员投入、优质资源的争夺推高了短视频营销的流量成本。流量红利期逐渐退潮。2021年短视频渗透率接近饱和（设备渗透率口径，后文论述），但 MAU 仍保持增长，随着用户端流量增长边际放缓，以及各品牌加码布局，争夺优质流量内容，推高流量成本，行业逐渐步入流量衰退期；
- **全渠道红利期（终局）:** 我们猜想随着短视频流量红利的持续退潮、短视频流量成本的持续攀升，而传统营销由于竞争者的减少，竞争弱化，其流量成本将会（尤其相对于短视频流量成本的上升趋势）呈现持续下降态势。从终局来看，我们认为长期看短视频营销和传统营销的流量成本将逐渐趋同，行业由此进入全渠道红利期。

流量红利期的短视频营销优势：更低成本/更精准的用户触达。

细分来看，

- 碎片化、时长短→传播效率高
- 营销方法门槛低（初始）→高费效比
- 流量红利期传播速度快→用户触达面广
- 生态丰富多元→用户触达更精准
- 垂直化内容输出→用户转化率高
- 互动性强→用户体验好+高需求敏感度

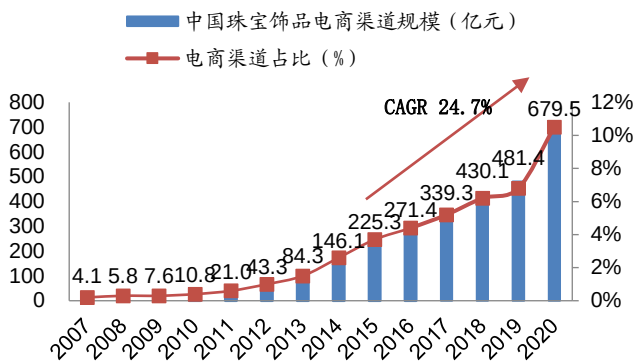
图表 1 短视频流量红利或达到拐点



资料来源：华安证券研究所整理

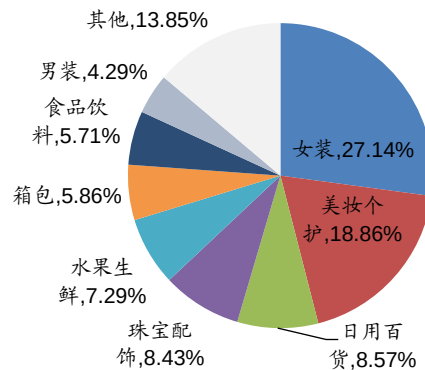
直播带货驱动珠宝电商渠道规模持续扩大。由于直播带货场景能够对珠宝更充分展示（较传统电商）以及主播背书利于消除信息不对称，珠宝电商渠道规模及占比持续增长。据 Euromonitor 数据显示，中国珠宝饰品电商渠道交易规模呈上升趋势，近五年 CAGR 达到 24.7%，2020 年受疫情催化消费者购物习惯发生改变，规模同比增长 41.2% 到达 679.5 亿元，占中国珠宝市场规模比重达到 10.5%。（1）从驱动因素来看，近年来珠宝电商渠道交易规模主要受直播电商等新渠道推动增长。据卡思数据显示，2020 年统计样本区间抖音 TOP100 主播带货品类中珠宝配饰销售额占比达到 8.4%，在所有品类中排名第四。采用艾瑞咨询统计的 2020 年直播电商市场规模 9610 亿元且假设珠宝配饰占比 6% 估算得到直播电商贡献珠宝销售额约 550 亿元，占珠宝电商渠道规模比重超过 80%。

图表2 中国珠宝饰品电商渠道规模及占比



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

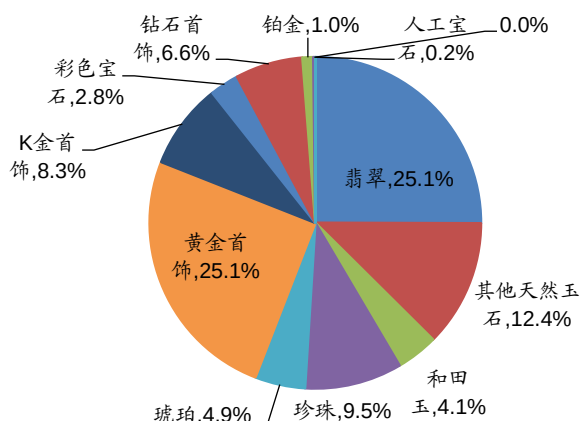
图表3 抖音 TOP100 主播带货品类分布情况 (销售额口径)



资料来源: 卡思数据, 前瞻产业研究院, 华安证券研究所; 注: 数据统计时间区间为 2020 年 7 月 1 日至 2020 年 7 月 7 日, 在此期间没有电商促销节等力度较大的促销活动, 数据较具参考性

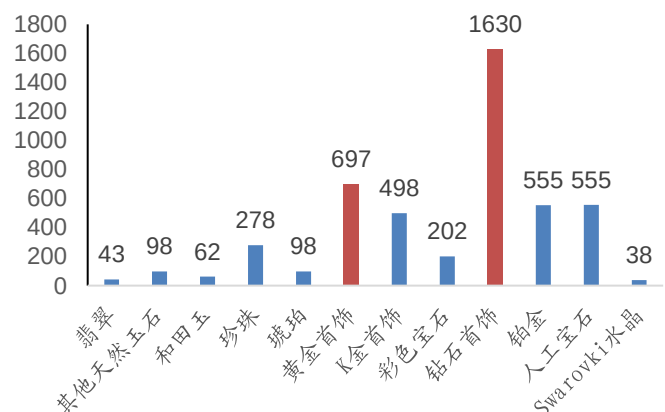
钻石饰品: 短视频及直播起到商品展示及向线下门店引流的作用。对于钻石饰品, 我们认为由于其客单价较高, 消费者消费频次较低等产品特性, 对于线下渠道试戴需求较高, 因此对线下服务与体验更加看重, 线上直播等场景主要起到商品展示、品牌营销及向门店引流的作用 (1) 从客单价看, 天猫旗舰店珠宝首饰中, 钻石及黄金首饰客单价较高, 分别为 1630 元、697 元, 其他时尚首饰客单价偏低, 均低于 600 元; (2) 从分品类销售额占比看, 钻石首饰天猫旗舰店销售额占比仅为 6.6%, 黄金首饰仅为 25.1%, 其他时尚饰品占比 68.3%。我们认为银饰等时尚首饰具备客单价较低, 消费频次较高的特征, 信息不对称带来的成本较小, 线下试戴需求小, 因此直播/短视频起到商品展示+销售的作用; 而钻石及黄金珠宝客单价高, 消费频次低, 信息不对称带来的成本较大, 客户看重线下试戴体验, 因此直播/短视频主要起到商品展示以及向线下门店引流的作用。

图表4 天猫旗舰店各珠宝饰品销售额占比 (%)



资料来源: 淘数据, 华安证券研究所; 注: 时间为 2020 年 9 月-2021 年 9 月

图表5 天猫旗舰店珠宝饰品客单价分布 (元)



资料来源: 淘数据, 华安证券研究所; 注: 时间为 2020 年 9 月-2021 年 9 月

3.2 精细化内容运营：红利衰退期精细化内容运营能力或成为品牌比拼要素

珠宝首饰加码短视频布局，或带动行业整体费效比边际递减。珠宝品牌的短视频布局始于2016年，周大生较早开始淘宝直播并取得一定成效。2020年，品牌线上渠道布局由购物平台延伸至微信、微博、抖音等社交平台，并在2020年形成了品牌扎堆的现象：DR、周大福、莱绅通灵等品牌争相入场，利用短视频低成本和高渗透率的特点进行线上营销，并取得成功，周大福2020年内地电商平台增幅达到100%。2021年，国内主流珠宝品牌几乎都进行了短视频投放，单DR在2021上半年的短视频播放量就达到11亿。延续前文结论，我们认为由于短视频渗透率饱和，行业总体市场有限等原因，当前珠宝行业短视频营销步入红利衰退期，未来或面临营销成本增加、顾客转化率减少等问题，随着行业红利下行短视频投放或呈现边际效益递减的状态。

图表 6 主要珠宝品牌布局短视频营销时间轴

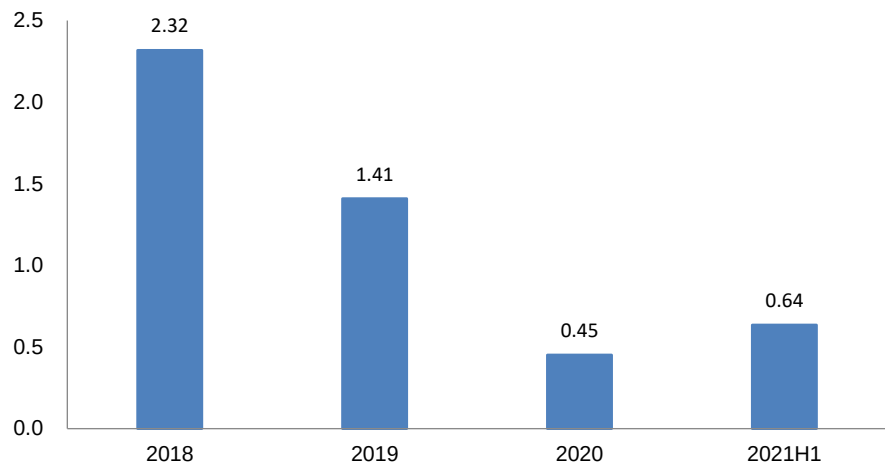
各品牌扎堆于2020年布局短视频/直播电商		
2019年及更早	2020年	2021年
 周大福 CHOW TAI FOOK	2020年，周大福在疫情中看到直播领域新机遇，并积极布局网红直播、私域流量、智慧零售等领域。公司管理层表示，2020财年周大福产品在内地电商平台品骏售价上升至1400元，增幅为100%。伴随零售模式的创新，预计新财年电商占零售值增长20%-25%	
 老凤祥 SINCE 1848		2021年上半年，面对双循环新发展格局以及国内疫情的反复，老凤祥在坚持自营银楼、合资公司、总经销、经销商、专卖店“五位一体”立体营销模式的同时，其零售部门也在积极创新营销模式，充分利用节日元素打造消费热点，借助云游博物馆、直播带货等形式给客户带来全新消费体验。
 周大生 CHOW TAI SENG	2016年，开始试水淘宝直播，与淘宝官方及明星柳岩合作直播小有成效。2017年在珠宝业内率先开展店铺直播，并在PGC节目合作领域大胆尝试。	
 DR 求婚钻戒	截止2020年5月数据显示，DR在微信、微博、抖音等新媒体平台上的活跃度和受欢迎程度均领先于国内外知名品牌。相对于其他品牌，DR在直播销售、短视频营销等线上营销领域投入更多，效果也更好。	2021年，DR携手快手磁力聚星，通过创作者组合、内容玩法、流量激励三大法宝打造全新短视频内容营销模式。上半年DR商业短视频播放总量达11亿，优质作品率达55%+。
 Leysen 莱绅通灵	2020年深度布局新零售，打通小程序、抖音、淘宝达人等全域引流链路。通过与头部网红合作直播带货、明星&CEO直播等活动，不断创新营销模式。	2021年情人节期间，Leysen在微信、抖音、小红书等社交平台与多位知名头部KOL合作深度原创内容，实现流量的精准投放和转化。

资料来源：国际珠宝网，金投珠宝网，VOGUE时尚网，中国科技网，各公司年报，各公司官网，华安证券研究所整理

短视频流量红利期营销结构优化，2020年迪阿营销出圈。我们以2020年凭借短视频营销快速出圈的迪阿股份为例。从公司流量成本纵向变化看，公司流量成本（单位点击/访问量成本）自2018年以来总体下降，2020年同比下降68%至最低点之后，在2021H1呈现提升趋势，这是前文探讨的红利衰退期费效比边际递减的结果。从分渠道流量成本看，2020年公司视频媒介的流量成本为0.1，显著低于社交媒体（1.2）、搜索引擎（1.6）和电商平台（0.9），视频媒介成本尽管纵向比较有所增加，但横向比较依然处于较低位。从公司在细分渠道的投入占比看，视频媒介和电商平台的推广投入占比最高，分别为34%和25%，并且近年来逐渐增加，2020年公司营销渠道优化，加码短视频布局投入。各渠道

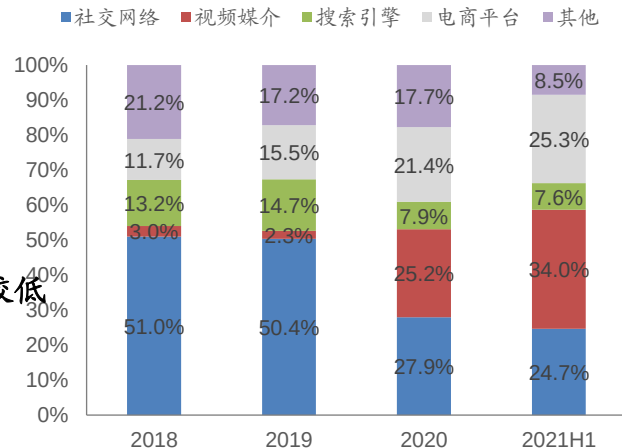
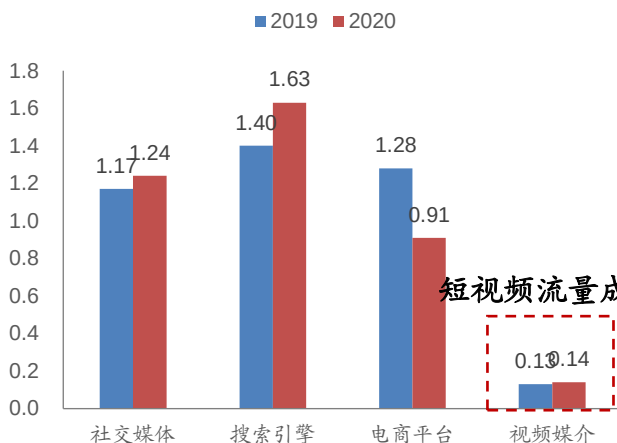
2021H1 投入占比与 2020 年推广成本大体呈反比，公司在通过推广成本不断调整渠道投入，实现更低成本的消费者触达，费效比提升。

图表 7 迪阿股份流量成本及变化（元/次）



资料来源：招股书问询函，华安证券研究所；注：单次点击成本=推广费用/点击次数

图表 8 迪阿股份各推广渠道单位点击/访问量成本（元/次） 图表 9 迪阿股份各推广渠道投入占比变化（%）



资料来源：招股书问询函，华安证券研究所

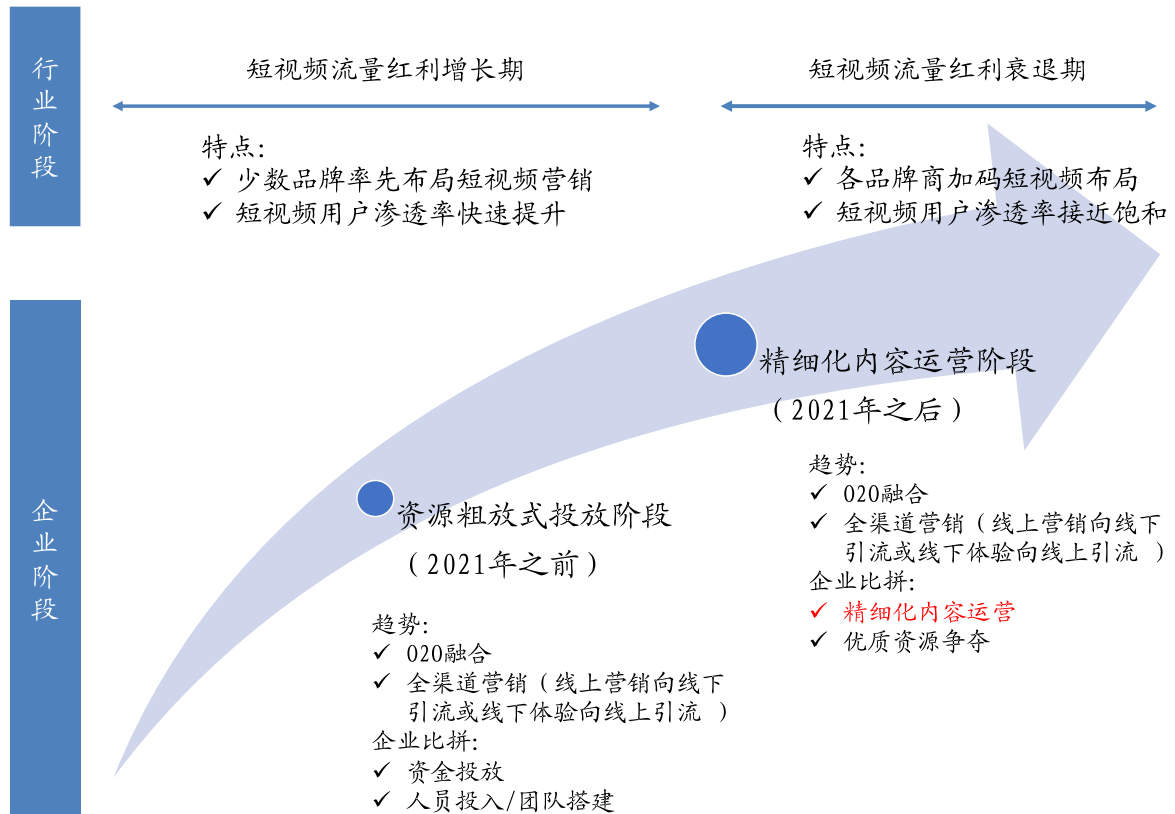
资料来源：招股书问询函，华安证券研究所

企业阶段：短期 MAU 提升支撑短期营销费效比，长期企业步入精细化内容运营阶段。据极光《移动互联网行业数据研究报告》统计数据显示，2018 年末至 2020 年末，短视频类 APP 的 MAU 和渗透率均迎来快速增长，MAU 从 4.1 亿增长至 7.9 亿，上升比例明显；渗透率由 57.2% 提升至 74.5%，迅速上升到较高水平，2019 年增长趋势尤其明显。**趋势上看**，线上流量逐渐由移动互联网向短视频迁移。受疫情影响，2020 年消费者上网时间增加。短视频类 APP 使用时长占比持续提升并在 2020 年 Q2 开始超越即时通讯类 APP，2020 年 Q4 已达到 27.3%，较即时通讯类 APP 高出 6.3%，成为了移动互联网第一流量入口。

展望未来，随着 2020 年以来珠宝龙头纷纷加大投入电商直播渠道，与头部主播、KOL、KOC 建立深入合作。我们认为当前直播电商渗透率已接近饱和，短期内 MAU 提升支撑行业剩余红利，未来随着 MAU 增长边际放缓，流量红利由增加走向衰退，企业也逐渐由资源粗放式投放过渡到比拼精细化内容运营阶

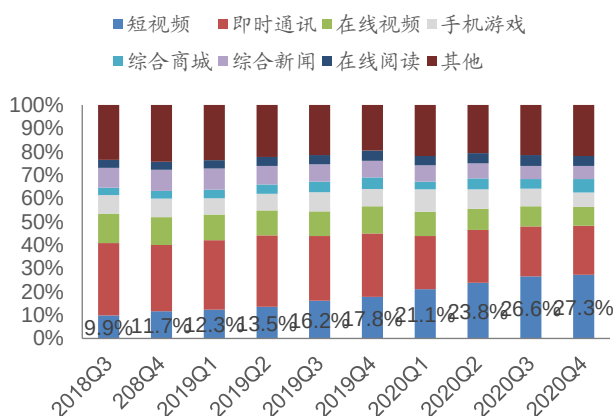
段。消费者触达效率更高（需求连接更加精准）、能够实现精细化内容运营，020 融合、全渠道营销（线上营销向线下引流或线下体验向线上引流）的珠宝品牌有望持续受益。

图表 10 品牌商逐渐进入比拼精细化内容运营阶段



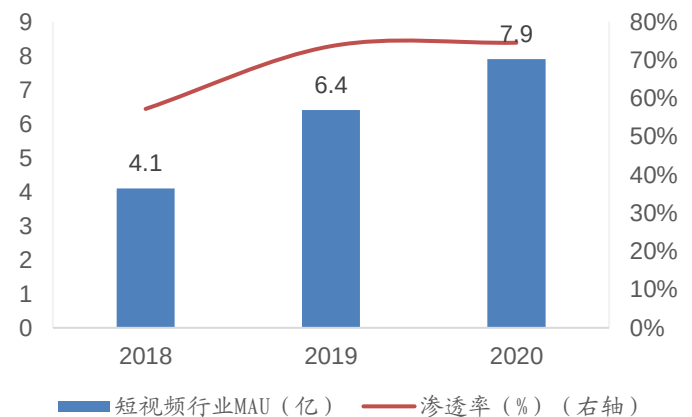
资料来源：华安证券研究所整理

图表 11 移动互联网流量向短视频迁移（%）



资料来源：极光，华安证券研究所

图表 12 短视频渗透率（活跃设备口径）及 MAU 持续提升



资料来源：极光，华安证券研究所；注：渗透率=安装有目标 app 的活跃设备数/活跃设备总数

3.3 全渠道营销：珠宝品牌 O2O 融合，形成全渠道营销

新零售背景下，珠宝品牌线上渠道如何定位？

O2O 融合与全渠道营销。随着 2010 年之后移动互联网的快速崛起，移动支付等基础设施快速普及，淘宝、京东等电商平台的出现对线下传统零售造成冲击。而 2016 年 9 月之后抖音的快速出圈带动短视频/直播带货，在 2020 年疫情催化下，移动互联网流量加速向短视频迁移。从消费者购买商品的全链条来看，其过程涉及商品比对（信息流）→资金交付（资金流）→物流配送（物流），我们认为传统零售、电商平台、直播电商等模式本质是信息流、资金流和物流的排列组合。

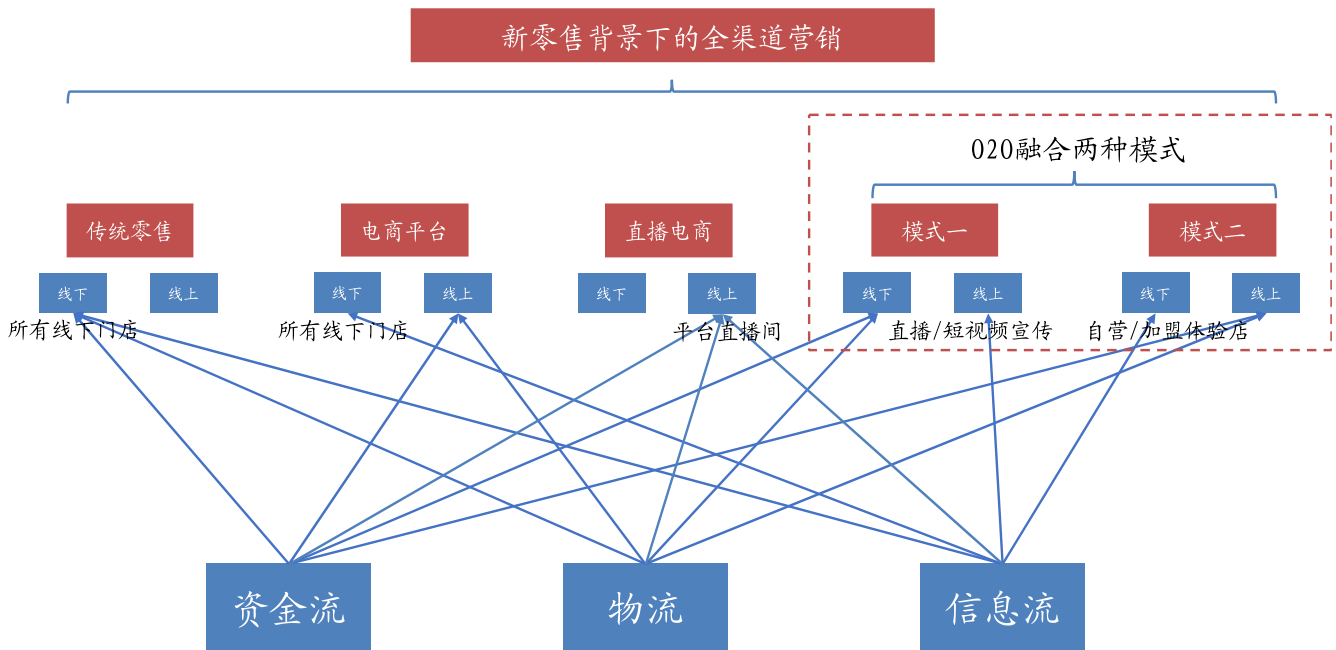
- **传统零售（信息、资金、物流均在线下）：**消费者在传统线下门店中购买商品，在线下场景中经历信息检索，商品比对，门店付款同时带走商品；
- **电商平台（信息流在线下，资金、物流在线上）：**消费者通过传统线下门店进行商品检索、比对，然后在链条更短、价格更低的电商平台店铺中购买商品；
- **直播电商（信息、资金、物流均在线上）：**消费者借直播场景，通过主播推荐（激发兴趣），明星背书（基于信任），一次性完成了信息检索、产品比对以及付款等流程。

新零售背景下的两种 O2O 融合模式。在新零售模式下企业通常打造两种渠道模式对冲电商以及直播电商的冲击：

- **线下体验→线上销售：**线下开设体验店+线上电商/直播销售（信息流在线下，资金、物流在线上）。
- **线上引流→线下销售：**线上直播/短视频宣传引流+线下门店销售（信息流在线上，资金、物流在线下）。

结合产品特性，钻石珠宝由于客单价较高+消费频次低等特点，高信息不对成本以及试戴需求，或更多采用线上宣传引流→线下购买的模式。珠宝品牌通过打造线上直播场景，增强与消费者的互动，提升需求敏感度，同时直播场景利于对钻石珠宝的展示。随着品牌商线下门店面对传统电商以及 2020 年以来以直播电商为代表的新零售模式的冲击，通常会采取两方面，即线上营销向线下引流 或 线下体验向线上引流）

图表 13 新零售背景下的 O2O 融合和全渠道营销



资料来源：华安证券研究所整理

3 明星杠杆：风险敞口增加，品牌商撬动代言人杠杆或面临价值重估

3.1 珠宝代言人：珠宝品牌商撬动明星杠杆风险和收益并存

珠宝品牌撬动代言人杠杆，中期品牌力风险和机遇并存。珠宝品牌通过与明星合作提高品牌形象。明星之所以能助力品牌提升，(1)能提升消费安全感和认同感，名人的身份可以为品牌的品质背书，得到消费者信赖。二是将受众对名人的关注转移到对产品的关注，提高品牌关注度和知名度，利用受众对名人的喜爱，产生爱屋及乌的移情效果，增加品牌的喜好度。企业需要用尽可能低的广告代言费用获得尽可能好的品牌提升效果，带来更高的市场收益。国内各大珠宝品牌均有长期合作的代言人、品牌大使和品牌挚友等。据微博数据显示，许多珠宝品牌官方微博宣布与代言人或大使合作的微博点赞、评论、转发量都远高于珠宝品牌其他微博，由此可见，与名人合作往往能为公司带来一定流量和关注度。

明星代言是把双刃剑，选择名人作为品牌代言人，机遇与风险并存。明星形象具有双面性，带来高流量和关注度的同时也随时有可能会被负面新闻缠身，而品牌在选择其作为代言人时不仅能够分享明星流量带来的品牌转化，更有可能需要承担随之而来的负面危机，这对品牌风险控制能力和形象维护能力提出考验。

目前诸多珠宝品牌均与明星进行合作，或提升自身流量，进行引流，或通过明星背书。起到品牌宣传，建立品牌形象的作用。周大生于 2014 年起签订代言人杨颖，官宣微博获 818 万转发，为品牌带来巨大流量；2019 年与王力宏发布联名款，现已到期。周大福与 5 位明星保有合作关系，自 2019 年起与王凯合作，自 2020 年起与张梓琳、林允、张新成合作，其中与林允合作的官宣微博获

转发 7020 万，2021 年 5 月起，与李冰冰合作，官宣微博获转发 2238 万；迪阿并未设置代言人，但与多对明星夫妻合作宣传，例如朗朗、吉娜夫妇，以及国家级体育运动员；老凤祥 2021 年起与陈数建立合作关系。

图表 14 各珠宝品牌明星合作资源

品牌	代言人	代言	联名	时间	官宣微博			经历	照片
					点赞	评论	转发		
周大生	Angelababy	✓		2014年1月至今	179	247	818w	生于1989年，2003年以模特身份出道，2014年，凭借真人秀《奔跑吧兄弟》赢得广泛关注。2015年与黄晓明结婚。参演作品有：夏日乐悠悠、第一次、微微一笑很倾城、鬼吹灯之寻龙诀、狄仁杰之神都龙王、摆渡人、摩天大楼等。	
	王力宏		✓	已到期				1976年出生于美国，华语流行乐男歌手。2013年11月27日，王力宏与李靓蕾登记结婚。2021年12月15日，台媒曝王力宏与李靓蕾离婚。12月17日，李靓蕾发文控诉王力宏。代表作：大城小爱、花田错等。	
周大福	王凯	✓		2019年1月至今	6851	4382	6.4w	1982年8月18日出生于湖北省武汉市，中国内地影视男演员。代表作：大江大河、北平无战事、伪装者、琅琊榜、清平乐、欢乐颂等。	
	李冰冰	✓		2021年5月至今	2265	617	2238w	1973年出生，华语影视女演员、歌手。代表作：风声、云水谣、过年回家、独自等待、生化危机5：惩罚、雪花与秘扇、狄仁杰之通天帝国、巨齿鲨。	
	张梓琳	✓		2020年7月至今	1057	224	320w	1984年出生，中国内地时尚模特、影视演员。2007年，张梓琳获得第57届世界小姐选美大赛总决赛冠军，继而成为中国在世界级选美赛事中夺冠的第一人。	
	林允	✓		2020年8月至今	1636	551	7020w	1996年出生，中国内地影视女演员。2016年，在周星驰的电影作品《美人鱼》中饰演女主角，从而正式进入演艺圈。代表作：美人鱼、爵迹、西游伏妖篇、斗破苍穹、彼岸花。	
	张新成	✓		2020年4月至今	6.1w	1.9w	2.5w	1995年出生，中国内地影视男演员。代表作：你好，旧时光、大宋少年志、冰糖炖雪梨、以家人之名、变成你的那一天。	
迪阿	郎朗、吉娜夫妇			不设代言人，但与名人夫妻合作宣传				中国最著名钢琴演奏者/德国钢琴演奏者。	
	体育运动员苏炳添、谌利军等							国家级体育运动员。	
老凤祥	陈数	✓		2021年4月至今	42	33	4w	陈数，原名陈澍，1977年3月9日出生于湖北省黄石市，中国内地女演员，毕业于中央戏剧学院。代表作：暗算、旅人的故事、新上海滩、倾城之恋、铁梨花、我爱男闺蜜、夫妻那些事	

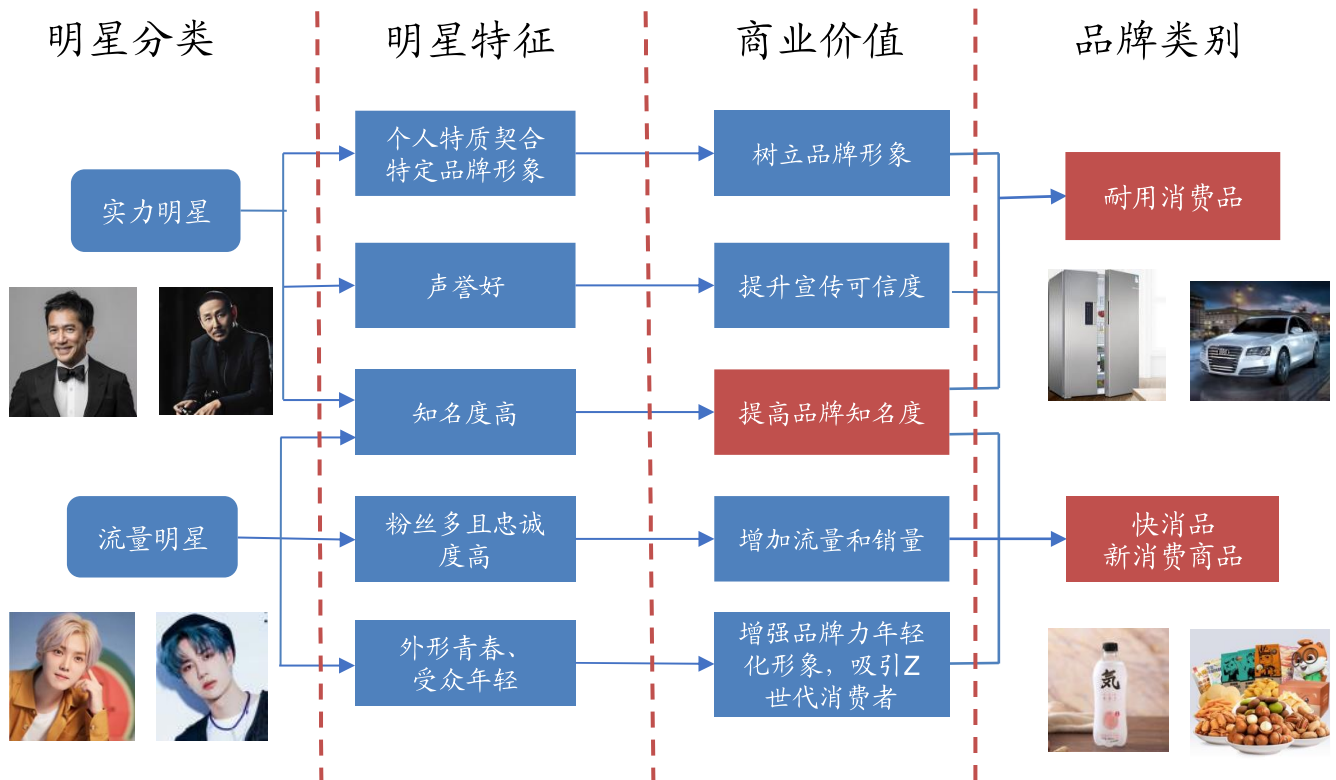
资料来源：各品牌微博官方号，微信公众号，华安证券研究所

3.2 长期收益：代言人作为“慢变量”长期提升品牌知名度

商业价值：明星代言人作为慢变量，短期提振流量，长期为品牌形象背书提升品牌力。分明星类型来看，（1）**实力明星**具备知名度高且受众群体分布广、可靠性好、形象特质各异等特点，作为代言人有助于增加品牌知名度和可信度、扩大市场规模、树立品牌形象，因此实力明星往往更加受到耐用消费品的青睐，并以长期代言为主。（2）**流量明星**在具备知名度的同时，能够拉动粉丝经济、提高话题度，有助于品牌在短时间内增加讨论度和提升销量，因此代言多为快消品。同时，流量明星大多具备青春活泼的特点，粉丝群体以年轻人为主，符合新消费品牌的形象和受众需求。

作为高端可选消费品，珠宝产品具备高客单价、低消费频次的特点，消费者在产品选择上的成本相对较高（购前成本）。同时品牌商与消费者之间存在较大的信息不对称成本，因此通常需要线下场景进行试戴。因此我们认为对于珠宝品牌，品牌力/代言人背书作用更为重要（降低高额的购前成本），其价值也更大，因此选择合适的代言人更为重要。

图表 15 明星代言人对于品牌商具有多重商业价值

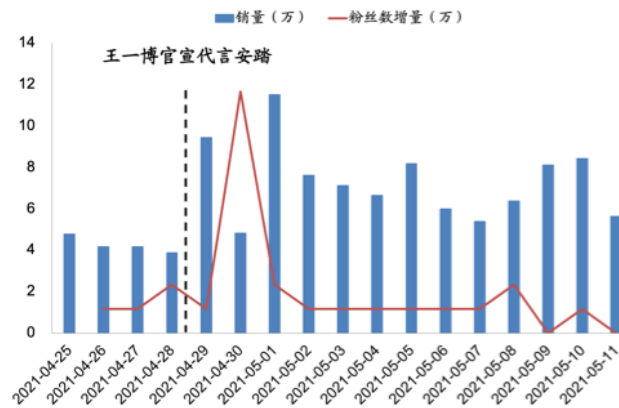


资料来源：华安证券研究所整理

品牌在流量时代进行品牌营销，除品牌本身的影响力外，想要获取更广泛的流量加持，签约明星代言不可避免。但明星代言人不一定总是为品牌带来高效益，除少数顶级流量明星外，其他名人为品牌带来的流量和销售短期增长有限。

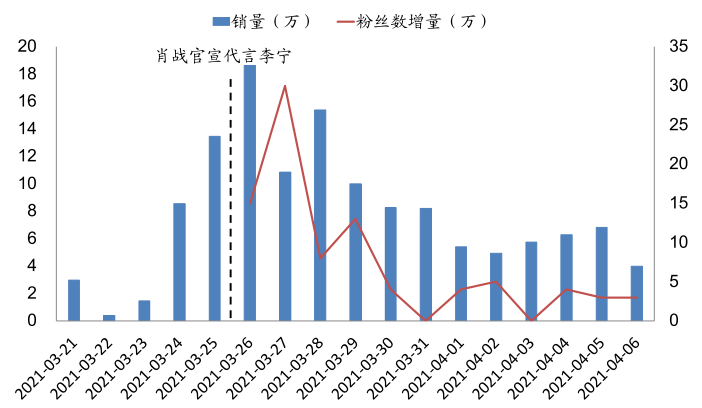
少数顶级流量明星能为品牌带来短期高流量+高销售。安踏于 2021 年 4 月 29 日官宣王一博为其品牌代言人，当天安踏天猫旗舰店销量由 3.88 万提升至 9.44 万，提高了 2 倍多，第二日安踏天猫官方旗舰店粉丝量暴增 10 万，与一般情况下日均增长 1 万粉丝相比，增速提高了 10 倍。2021 年 3 月 26 日，李宁官宣肖战为其品牌代言人，当日李宁天猫旗舰店的销量由前一日的 13.47 万增至 18.62 万，销量提高 38.2%，官宣当日和第二日天猫李宁旗舰店粉丝量分别增长 15/30 万，与一般情况下 1-5 万的日均粉丝增长量相比，增速提高了数倍。

图表 16 王一博安踏代言官宣前后淘宝销量及粉丝量变化



资料来源: 淘数据, 华安证券研究所

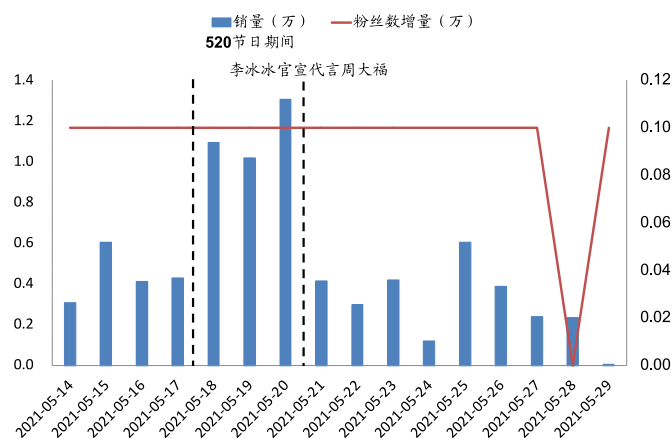
图表 17 肖战李宁代言官宣前后淘宝销量及粉丝量变化



资料来源: 淘数据, 华安证券研究所

短期提振有限: 大多情景下, 明星代言人作为慢变量, 为品牌短期带来流量和销售增长有限。以周大生代言人为例, 周大福于 2021 年 5 月 20 日官宣李冰冰为其品牌代言人, 时值 520 节日期间, 由淘数据可以看出, 5 月 20 日前几日周大福天猫旗舰店销量大幅上升, 520 节日过后, 销量回归正常, 并未因代言人官宣而有销售额的大幅提高, 且旗舰店粉丝增量始终维持在日均 0.1 万。数据显示明星同款与基础款销量差距不大, 产品力才是决定因素。根据淘宝销售数据, 周大福与周大生天猫旗舰店中, 明星同款产品销量并未比非明星同款产品销量高, 甚至一些设计新颖、符合消费者偏好的产品比明星同款产品销量要高出许多。

图表 18 李冰冰安踏周大福代言官宣前后淘宝销量及粉丝量变化



资料来源: 淘数据, 华安证券研究所

图表 19 李冰冰代言周大福宣传照



资料来源: 淘数据, 华安证券研究所

图表 20 周大福天猫旗舰店部分产品近一个月销量

系列	产品名称	月销量 (件)	价格 (元)
明星同款	杨颖同款A	1	1814
	杨颖同款B	0	2590
非明星同款	宇航员系列A	93	804
	宇航员系列B	18	804
	宇航员系列C	100+	1090
	宇航员系列D	15	804
	宇航员系列E	8	266
	中国牛系列A	5	978
	中国牛系列B	10	600
	中国牛系列C	3	1300
	中国牛系列D	1	696
	中国牛系列E	0	687.5
	牛魔王系列A	3	1744
	牛魔王系列B	5	978
	牛魔王系列C	10	600
	牛魔王系列D	3	1300
	牛魔王系列E	1	696

资料来源：周大福天猫旗舰店，华安证券研究所；注：2021 年 11 月 19 日-12 月 19 日数据

图表 21 周大生天猫旗舰店部分产品近一个月销量

系列	产品名称	月销量 (件)	价格 (元)
明星同款	王凯同款A	1	1814
	王凯同款B	0	2590
	李冰冰同款A	2	11200
	李冰冰同款B	0	26335
	李冰冰同款C	10	4603
	李冰冰同款D	0	4476
	玄彬同款A	23	1381
	玄彬同款B	3	1628
	玄彬同款C	10	1222
	玄彬同款D	1	1867
	玄彬同款E	1	3626
	谭松韵同款A	5	468
	谭松韵同款B	1	1761
非明星同款	招财猫系列A	64	1460
	招财猫系列B	76	1200
	招财猫系列C	24	1460
	招财猫系列D	3	1460

资料来源：周大生天猫旗舰店，华安证券研究所；注：2021 年 11 月 19 日-12 月 19 日数据

3.3 风险扩大：风险敞口增加+下行风险较大，奢侈品承担风险或更多

风险敞口增加：近三年一线明星“塌房”事件增加，带来风险敞口增加。

“顶流”明星固然为品牌带来流量加持和形象背书，但近年来由于网络传播速度加快，明星丑闻无处遁形，代言人“塌房”将带来更大的风险。通常而言，代言人出现负面新闻且核实为真后，品牌基于 1) 维护商业形象；2) 维护社会价值等因素的考虑，第一时间发布解约声明，随后删除或撤下与代言人有关的宣传物料、产品等。在这种情况下，不仅不能获得预期收益，还会导致公司口碑下滑、公关和人力成本增加以及其它后续影响。我们认为，近年来明星“塌房”事件增加使得品牌通过增加明星杠杆提升品牌力的风险敞口逐渐增加。

“塌房”事件频发对代言人的尽调工作提出高要求。2018 年，吴秀波可能涉嫌社会伦理问题均对合作品牌造成不小影响，2020 年，罗志祥由于可能涉嫌社会伦理问题，目前已不在大陆活动，对相关合作品牌的流量造成不良影响，2021 年 1 月，郑爽作为知名女演员，由于可能涉嫌代避税行为，已被禁止在娱乐圈活动，合作品牌迅速终止合作，2021 年，吴亦凡被刑事拘留，作为流量明星，与之合作的不乏奢侈品牌，品牌形象受到负面影响，2021 年 8 月，张哲瀚由于参拜靖国神社，被禁止在娱乐圈活动，2021 年 12 月，中国妇女网报评论，王力宏可能涉嫌婚内不忠、转移婚后财产等，目前合作品牌均已终止与其合作。

图表 22 近三年影响较大的艺人“塌房事件”及相关品牌代言

“塌房”艺人	合作品牌总数 (截至2021.11.30)	历史主要合作品牌	合作形式		合作开始日期	合作终止日期	事件爆出时间	事件描述	微博粉丝数 (截止2021.12.18)	图片
			代言	联名						
王力宏	5	英菲尼迪	✓		2021.12.16	2021.12.18	2021.12.17	可能涉嫌家庭纠纷	6779.8万	
		读书郎	✓		2019.12.13	2021.12.18				
		周大生	✓	✓	2019.11.21	2021.11.30				
张哲瀚	0	塔思琦	✓		2021.08.02	2021.08.13	2021.08.13	参拜日本靖国神社	0	
		可口可乐	✓		2021.07.05	2021.08.14				
		潘多拉	✓		2021.04.21	2021.08.13				
吴亦凡	0	保时捷	✓		2021.04.17	2021.07.20	2021.06.02	可能涉嫌社会伦理问题	0	
		路易威登	✓		2018.10.31	2021.07.23				
		宝格丽	✓		2017.03.16	2021.07.20				
郑爽	0	Prada	✓		2021.01.11	2021.01.19	2021.01.18	可能涉嫌偷税漏税	0	
		Lola Rose	✓		2020.06.02	2021.01.19				
		雅优泉	✓		2020.03.24	2021.01.19				
罗志祥	6	蒙牛	✓		2020.04.22	2020.04.23	2020.04.23	可能涉嫌社会伦理问题	6329.3万	
		G-SHOCK	✓	✓	2019.12.19	2020.04.23				
		纽西之谜	✓		2019.11.10	2020.04.23				
吴秀波	4	安居客	✓		2016.01.29	2019.03.18	2018.09.24	可能涉嫌家庭纠纷	866.6万	
		神州专车	✓		2015.06.01	2019.04.22				
		北极绒	✓		2014.10.08	2019.01.20				

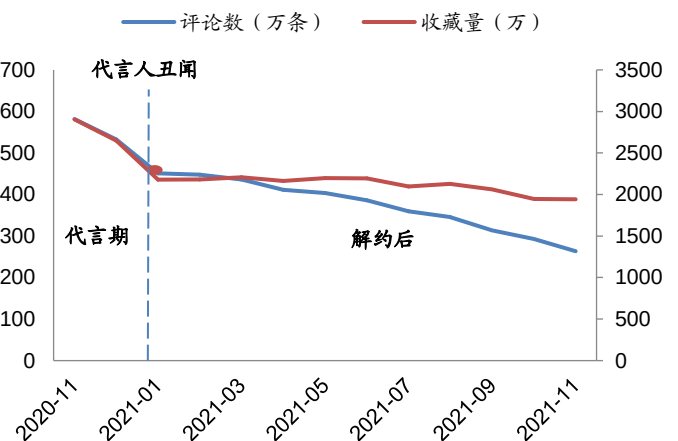
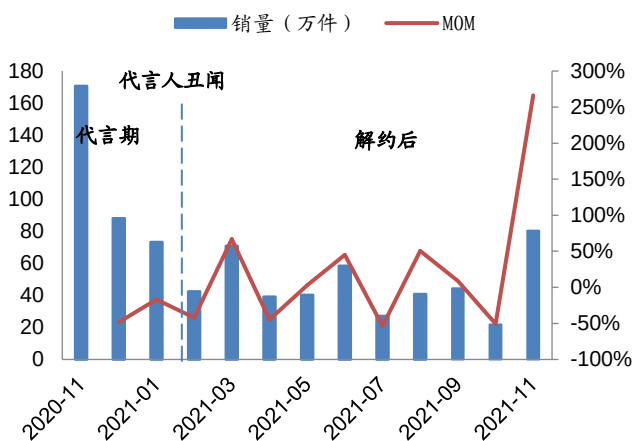
资料来源：AIMAN 娱乐指数、搜狐网、新浪微博等，华安证券研究所整理

下行风险较大：“塌房”事件短期对品牌产品销量造成影响，中期对流量造成影响。以郑爽代言雅优泉为例，在“塌房”事件爆出的 2021 年 1 月，销量环比下降 17%，次月下降 42%，短期之内销量下降明显。之后几个月出现震荡式回调，在网购高峰期十一月份有所恢复，但同比 2020 年依旧下降了 53%。

从流量角度来看，网购评论和收藏次数是消费者对商品喜好程度和关注程度的体现，对提升品牌影响力和体现店铺流量有一定的作用，我们可以看出雅优泉网店评论量自丑闻事件之后一直呈现下降趋势，21 年 1 月环比下降 15%，在解约之后趋势延续，11 月评论数同比下降 55%。店铺收藏量下降趋势与之类似，2021 年 1 月份环比下降最高，达到 17%，11 月同比下降 33%。

图表 23 郑爽事件前后雅优泉淘宝品牌销售量变化

图表 24 郑爽事件前后雅优泉淘宝品牌流量变化



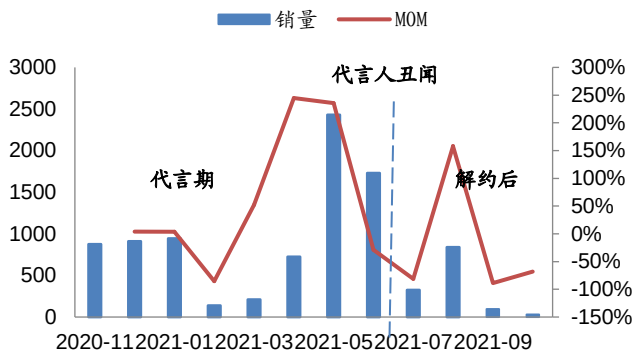
资料来源：淘数据，华安证券研究所

资料来源：淘数据，华安证券研究所

珠宝产品特性决定其品牌价值更高，明星杠杆风险或更大。以宝格丽为例，在时任代言人吴亦凡爆出“塌房”事件的 6 月份销售量环比减少 29%，次月解约，销售量环减 81%。考虑到珠宝品牌线上旗舰店份额有限，我们从微博流量出发，选取了吴亦凡代言前、代言期间以及代言后各一个月的微博数据进行对比（为了数据尽可能真实，我们避开了官宣当月以及带有其他明星内容的微博）。

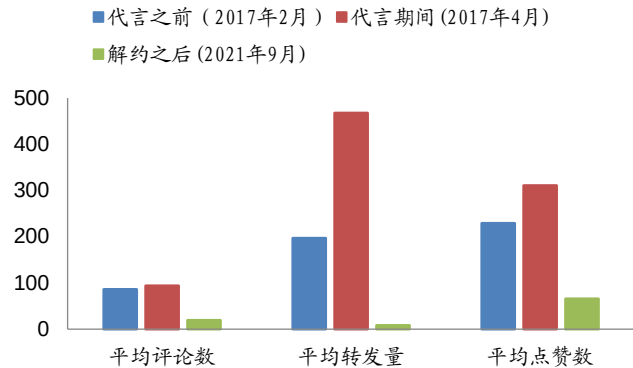
可以看出，由于代言人相关丑闻影响，品牌微博互动数据急剧减少，转赞评平均值仅为 31 条，远低于代言期间的 291 条，甚至低于代言之前的 171 条。我们认为珠宝行业由于其客单价高的特殊性，明星效应带来的粉丝购买力有限，同时珠宝行业对于。但明星丑闻引发的品牌形象受损，导致对销量和流量的影响却是深远的。

图表 25 吴亦凡事件前后宝格丽淘宝品牌销售量变化



资料来源：淘数据，华安证券研究所

图表 26 吴亦凡事件前后宝格丽微博转赞评数量变化



资料来源：宝格丽官方微博，华安证券研究所

奢侈品代言人费用占比较小，但承担风险却更多。由于奢侈品品牌整体营收水平较高，其代言费用占营收比例较小，例如，吴亦凡签约路易威登尽管代言费为 4250 万元/年，但仅占路易威登 2020 年营收 3579.9 亿元营收的 0.012%，郑爽签约的 Prada 代言费 650 万元/年，代言费占公司 2020 年营收比重为 0.033%。因此当代言人出现负面新闻时，对品牌产生的不良影响边际效应更大，品牌面临的损失也越多。对于珠宝等奢侈品牌而言，其品牌溢价更高，因而品牌价值的维护和提高对公司业绩的影响至关重要，品牌签约明星为代言人，也面临着更高的风险。

综合来看，我们认为近年来明星“塌房”事件增加使得品牌通过增加明星杠杆提升品牌力的风险敞口逐渐增加，同时头部珠宝等奢侈品品牌由于营收规模较大，代言人费用占比相对较小，但由于其品牌价值更大，承担的风险却更多。

图表 27 近三年影响较大的艺人“塌房事件”涉及艺人及相关品牌代言费占比

艺人	代言品牌	代言费 (百万元/年)	2020年代言品牌营业收入 (亿元)	代言费占比 (%)
王力宏	周大生、读书郎	4.20	58.39	0.072%
吴亦凡	路易威登	42.50	3579.87	0.012%
	良品铺子	8.33	78.94	0.106%
	康师傅	10.00	679.96	0.015%
	水星家纺	5.00	30.35	0.165%
郑爽	Prada	6.50	194.42	0.033%
范冰冰	黑芝麻	4.41	38.41	0.115%

资料来源：Wind、腾讯网、搜狐网、新浪网等，华安证券研究所；注：周大生和读书郎各项目数据根据公开资料合并测算，路易威登代言费根据汇率 6.3748 折算，康师傅、水星家纺、Prada 根据公开数据估算；标黄区域为奢侈品品牌

3.4 价值重估：明星商业价值或“K型”分化，具备头部资源品牌或持续受益

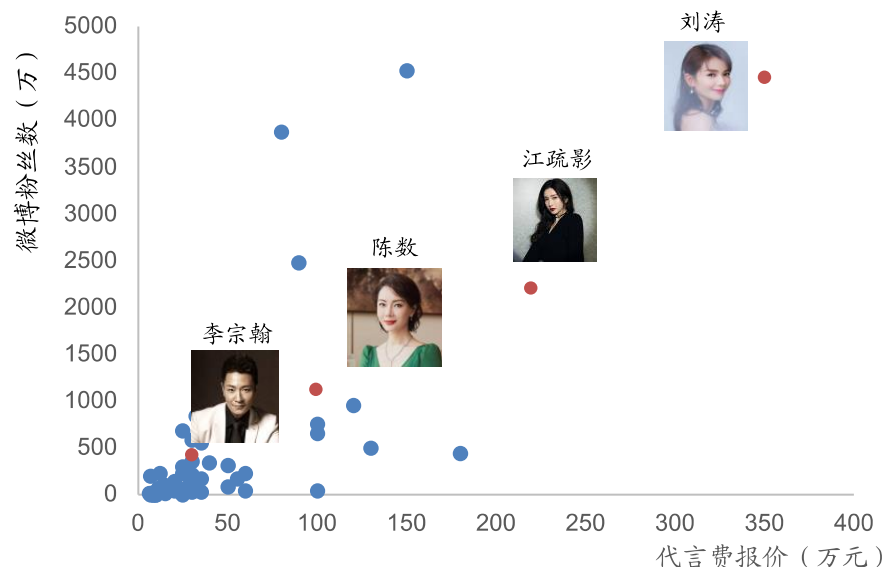
价值重估：明星杠杆性价比或面临价值重估，具备稀缺代言人资源品牌或持续受益。尽管明星代言（尤其是流量明星）在短期内能够为品牌带来品牌流量、产品销量的显著提升，长期带来品牌力的提升。珠宝品牌通过撬动明星杠杆为品牌增加向上势能；**但另一方面**，由于“塌房”、“翻车”等风险对品牌而言具备内生的不确定性、难以量化和估计，对代言人的背调提出高要求；**趋势上看**，我们认为随着近年来明星代言人翻车事件逐渐增加导致品牌撬动明星杠杆的风险敞口逐渐增加，进而需要对签约前背调更加深入。而背调难度及成本的增加或导致腰部代言人的性价比降低，而头部优质明星代言资源的稀缺，其价值将进一步推高。2018年-2020年头部明星代言品牌数逐渐增加，TOP明星代言品牌数分别为128、156、187个。**综合来看**，我们认为未来品牌商明星杠杆性价比或面临价值重估。常年保持行业前列的优质、稀缺代言人与腰部代言人代言费用、代言品牌数量，连同其商业价值或进一步分化。而现有具备优质头部代言人资源的品牌或持续受益。

图表 28 2018-2020 年头部明星代言品牌数量增加

排名	2018年		2019年		2020年	
	明星	代言品牌数（个）	明星	代言品牌数（个）	明星	代言品牌数（个）
1	赵丽颖	27	迪丽热巴	35	刘涛	57
2	迪丽热巴	26	邓伦	33	迪丽热巴	41
3	杨颖	26	杨洋	32	易烊千玺	36
4	杨洋	25	陈伟霆	28	李现	27
5	周冬雨	24	杨颖	28	王一博	26
TOP5合计	-	128	-	156	-	187

资料来源：尼尔森网联媒介研究，艾漫数据明星榜单，华安证券研究所

图表 29 头部明星与腰部、尾部明星粉丝数、代言费均呈现显著分层



资料来源：大麦星空文化传媒，新浪微博，华安证券研究所；注：代言费报价未为2021年两年期肖像代言报价，微博粉丝数为截至2021年12月19日

4 本周发布报告

《五洲特纸：以纸代塑大时代下的高成长纸基材料领军企业》

特种纸是造纸行业中的“特种兵”，下游定价体系同大宗纸品不同。特种纸源于 1945 年美国国立现金出纳机公司研制成功的无碳复写纸，产品性质属于“纸基材料”，相比大宗纸品具有以下特点：（1）独特技术和专门制造，对生产设备要求高，技术难度大，资金投入多，附加值比较高；（2）用途的针对性较强，与普通纸相比市场容量偏小；（3）具有独特的性能，客户专业化。基于以上特点，特种纸在下游定价同大宗纸品不同，具备一定自主定价而非完全市场定价的特质，附加值更高，传导原材料波动能力更强，不受销售半径制约，最终带来特种纸与大宗纸品估值体系不同。

基于良好供需关系，主要增长驱动来自于扩产。我国特种纸产业发展晚于欧美，在中小企业出清、头部企业成长的结构变化下，特种纸增速高于大宗纸品，头部特纸公司增速高于特纸行业。2019 年我国特种纸及纸板生产量 709 万吨，同比增长 2.01%；2010-2019 年产量 CAGR 为 13.32%，而我国造纸产业整体 2014-2019 年产量由 1.05 亿吨提升至 1.08 亿吨，CAGR 约 0.56%。我们以五家特纸公司为例，2015-2020 年收入 CAGR 达 11%，核心产品产能利用率饱满，五洲及仙鹤资本开支加大。同时值得关注的是，在国产化设备及技术进步背景下，我国特纸产业贸易顺差在 2009 年出现，并且持续扩大，近 10 年出口 CAGR 可达约 17%，全球目前有 2000 多种特种纸，我国特种纸品种仅有 600 多种，横向、纵向提升空间广阔。

食品包装纸是特纸中高增长、大空间赛道，将长期受益于以纸代塑等趋势。食品包装是特种纸第一大细分领域：2019 年占比近 26%，2011 年至 2019 年市场规模从 107.38 万吨增长至 205.40 万吨，CAGR 为 8.45%，并且呈现加速趋势。食品包装是特纸行业高景气赛道，未来有三大长期驱动力，分别是响应碳中和碳达峰政策，愈发频繁临近的限塑禁塑政策、连锁快餐及新式茶饮增长，以及电子、药品包装等领域延伸，纸基材料具有原材料资源丰富、成本低、产品易回收降解、无污染的特点，是性价比最合适的替代材料。从格局角度，具备新进入者壁垒高特点：1）生产端，对于横向切入，大宗造纸厂大型纸机不具备成本优势，食品包装纸以销定产，规格型号众多，根据小批量多批次需要灵活排产；对于新进入者，设备高度定制、生产高度依赖技改及灵活调整；2）销售端，基于下游客户对自身品牌及食品包装安全高度重视特点，具备高度定制、合作粘性及磨合成本高，尤其是欧美系客户，要求 FSC 认证等，已有供应商有合作壁垒，在大客户体系内有多 SKU 扩张先发优势。

五洲是特纸中食品包装龙头，高景气赛道产能跨越式提升，效率优势持续放大。从 ROE 和 ROA 角度，五洲近年持续位居行业首位，效率优势及壁垒凸显。我们不能无视各公司战略，对财务指标一概而论。（1）从生产形态角度，仙鹤股份具备优异的多品类生产能力，单产线至少能适应 2-3 种纸基材料切换，经营策略以多品类推进为主，稳健抗风险能力强；五洲着力推动优势拳头产品食品包装，根据赛道容量大、增速高特性重点发力，避免纸机频繁改

动、切换，从而在生产车速、单线产值、人均产值表现亮眼。（2）技改要求高是行业特性，新设备定制化要求高，旧设备成本大幅低于新设备但依赖技改，公司特点是拥有以创始人为核心，专业涵盖机械、设备、自动化、产品研发的一只年富力强的团队，通过进口二手设备实现降低投入及生产成本，故在ROA角度领跑行业。

估值接近历史低点，市场并未给公司新一轮高成长及壁垒合理预期。公司核心产品食品包装 2017-2020 年产能利用率分别为 97%/100%/102%/100%，2021 年总体在手产能 85 万吨，此外，2021 年 12 月，公司 50 万吨高端食品包装产能投产，预计在 2022 年集中释放，20 万吨牛奶液包项目预计 23H2 投产，公司 2021-2024 年进入产能集中释放期，订单承接能力获得阶梯式提升。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.29/6.96/9.22 亿元，同比 +26.7%/62.4%/32.4%，增速跑赢行业，对应 PE 分别为 17.1X、10.5X、8.0X。公司当前估值接近历史低点，市场并未给公司特纸壁垒以及成长性合理预期，根据市场一致预期，文化纸龙头太阳纸业 21-23 年 PE 分别为 9.2X、8.2X、7.5X，特种纸中，仙鹤股份对应 PE 分别为 21X、18X、15X，华旺科技由于市场给与地产链估值，对应 PE 分别为 11.5X、9.7X、8.3X，公司估值在绝对和相对位置，具备高安全边际以及较大修复空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产能进度不及预期、原材料大幅波动、行业竞争加剧

5 本周观点

5.1 家居板块

家居板块：

11 月全国住宅销售面积同比下降 16.3%至 1.27 亿平方米，较 2019 年同期下降 6.8%，月度销售数据持续下行；11 月全国住宅竣工面积 4.95 亿平方米，同比增长 13.23%，增速由负转正。且较 2019 年同期增长 9.51%。12 月 8 日发改委提出鼓励实施家具家装下乡补贴，促进农村居民耐用消费品更新换代，在政策端利好家居板块终端需求复苏回暖。此外，12 月 10 日中央经济工作会议中再次强调房住不炒，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。随着地产信用风险逐渐释放，以及近期央行降准等行为将缓解市场对于地产的悲观预期，家居板块估值有望得到修复。

建议优先选择当前行业背景下，有较强能力通过渠道变革、品类扩张带来高成长的公司。建议关注定制家居龙头【**欧派家居**】，整装收入持续高增长，在家居消费流量分化背景下持续强化前端流量入口，目前新渠道的商业模式逐步将顺。软体家居持续推荐【**顾家家居**】，建议关注【**敏华控股**】。顾家家居渠道改革逐步兑现到业绩，基于原有的强势沙发渠道，新的品类如床垫、定制家居开始起量；敏华控股在内销渠道处于持续高速开店阶段，市场份额和业绩处于比较强的上升通道，中长期功能沙发渗透率依然有比较大的提升空间。

5.2 造纸板块

造纸板块：

(1) 文化纸：近期文化纸纸价保持稳定。规模纸厂挺价意愿较强但下游成交有限，价格补涨动力不足，市场供需博弈态势显现；纸浆价格震荡整理，成本面支撑尚存。(2) 箱瓦纸：箱瓦纸价格受龙头取消提价计划影响，市场心态偏悲观。近期下游补库需求平稳，包装厂消化库存为主，受制于下游订单无明显起色与局部疫情反复，纸企拉涨阻力较大，废纸价格上扬对成本面支撑面有限。

持续推荐以纸代塑大时代下的高成长纸基材料领军企业【五洲特纸】，立足高景气大空间赛道，产能跨越式提升打开瓶颈，当前公司估值接近历史低点，具备高安全边际以及较大修复空间。推荐木浆系造纸龙头【太阳纸业】，公司多元化经营、成本管控领先行业，当前估值已在历史底部，建议左侧配置；此外，建议关注拥有海外产线布局 and 固废渠道建设的箱板纸龙头【山鹰国际】。

5.3 必选及其他轻工板块

10月文化办公用品零售额为323.9亿元，与2020年同期相比增长11.5%；与2019年同期相比增长20.5%。双减冲击以及去年同期高基数影响，板块基本面有所承压。持续推荐具备完善产品供应和一体化服务能力的文具领域龙头 p 晨光文具。

重点推荐【万顺新材】，锂电铝箔在高景气窗口期投产，在产业链中依然处于估值洼地。当前市场存在预期差，最底部坚定推荐。

5.4 纺织服装板块

投资建议：

纺织制造板块：在疫情反复大背景下，我们认为出口景气度较高、以出口制造为主的纺织制造板块或具备结构性机会，其整体景气度优于以内需为主的服饰品牌服饰，龙头公司 Q3 订单高景气延续。受越南疫情影响部分越南代工厂关闭，龙头代工厂由于疫情控制良好，生产经营首受影响较少，其产能具备稀缺性及比较优势。考虑到板块整体预期较为悲观+基金处于低持仓状态+目前板块估值偏低具备性价比，我们认为当前市场整体或是行业细分龙头左侧布局的较好时间点，建议关注运动鞋产业制造龙头【华利集团】。

功能性鞋服赛道：(1) 运动鞋服：近期部分地区疫情反复，品牌服饰在短期缺乏催化+疫情反复等外生冲击下，估值持续回落，我们认为当前可适当左侧布局。后续板块整体景气度回暖需静待疫情、经济催化落地。建议关注确定性较强的运动鞋服赛道，建议关注【安踏】、【李宁】、【特步】；(2) 羽绒服：从线上数据看，今年 Q4 羽绒服线上销售品类市占率显著提升，头部品牌集中度提升，后续冷冬有望提振羽绒服销售，波司登推出新款风衣羽绒服奠定羽绒服龙头领先地位。建议关注产品创新、研发水平行业领先，新品风衣羽绒服销售表现超预期的【波司登】。

户外运动：海外的户外运动需求增长带动了国内相应产品出口量的提升，我国户外的专业户外运动装备及产品企业业绩 2020 年以来表现亮眼。建议关注【哈尔斯】、【牧高笛】、【浙江自然】、【华生科技】等相关细分户外休闲体育运动

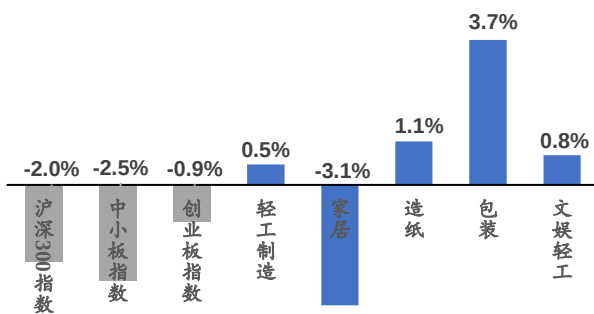
场景产品供应商。

6.本周轻工制造板块走势

本周沪深 300 指数下跌 1.99%，中小板指数下跌 2.49%，创业板指数下跌 0.94%，轻工制造板块上涨 0.53%。从细分板块看，家居、造纸、包装、文娱轻工涨跌幅分别为-3.11%、+1.12%、+3.75%、+0.77%。

个股来看，本周涨幅前三分别为陕西金叶、中锐股份、松发股份，涨幅分别为 60.94%/45.14%/22.80%；本周跌幅前三的个股分别为龙竹科技、顶固集创、昇兴股份，跌幅分别为-18.58%/-14.06%/-8.22%。

图表 30 轻工制造指数周涨跌幅



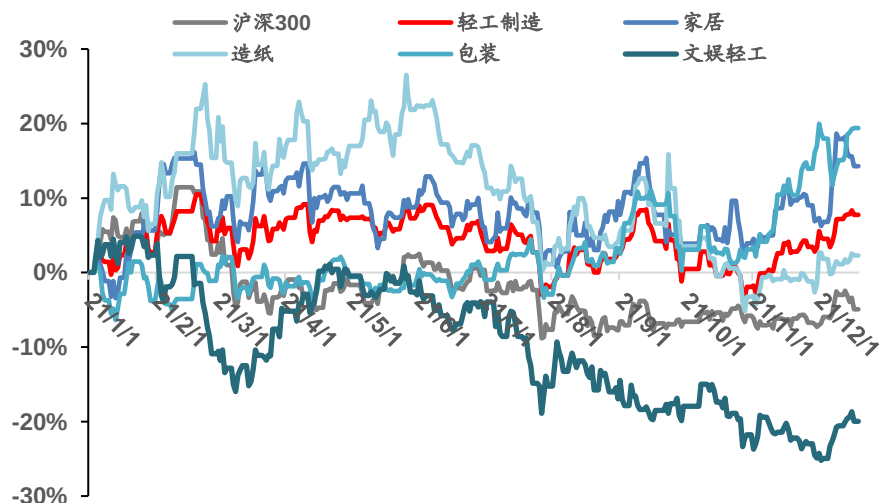
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 轻工制造板块个股周度涨跌幅 top10

涨幅TOP10	%	跌幅TOP10	%
陕西金叶	60.94	龙竹科技	-18.58
中锐股份	45.14	顶固集创	-14.06
松发股份	22.80	昇兴股份	-8.22
梦天家居	21.00	蒙娜丽莎	-7.31
民丰特纸	19.10	顾家家居	-6.77
环球印务	18.74	江山欧派	-6.66
齐心集团	14.21	紫江企业	-6.52
滨海能源	13.06	欧派家居	-6.39
安妮股份	12.78	亚振家居	-5.90
德艺文创	10.31	尚品宅配	-5.84

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 32 轻工制造指数年走势



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 33 轻工重点公司估值

【华安轻工】轻工重点公司估值														
	公司	市值 (亿元)	周涨跌幅	年初至今涨跌幅	EPS				PE				BVPS	PB
					20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
家居	欧派家居	798	-6.4%	-1.8%	3.5	4.5	5.5	6.5	43.6	29.0	23.9	20.1	20.4	6.4
	索菲亚	176	-1.9%	-23.7%	1.3	1.5	2.0	2.4	23.2	122.4	9.8	8.4	6.6	2.9
	尚品宅配	85	-5.8%	-6.5%	0.5	1.8	2.3	2.8	83.4	23.3	18.5	15.5	17.7	2.4
	金牌厨柜	55	-1.7%	0.6%	3.1	2.2	2.8	3.5	23.3	16.9	12.3	9.2	13.7	2.6
	志邦家居	86	1.1%	18.0%	1.8	1.6	2.0	2.4	15.4	14.6	11.8	10.0	7.1	3.9
	顾家家居	435	-6.8%	-1.3%	1.4	2.7	3.3	4.1	59.2	30.9	25.0	20.1	11.0	6.2
	慕尚门	135	1.2%	80.6%	0.8	1.3	1.7	2.2	43.4	25.9	19.9	15.5	7.9	4.4
	梦百合	85	-4.2%	-29.5%	1.1	0.4	1.2	1.7	15.6	44.3	14.4	10.1	7.0	2.5
	江山欧派	62	-6.7%	-3.1%	4.1	4.8	6.0	7.5	14.5	12.2	9.7	7.8	17.6	3.3
	公牛集团	991	-2.3%	8.9%	3.9	4.9	5.7	6.6	42.4	33.7	28.7	24.9	15.6	10.5
造纸	中顺洁柔	219	-2.7%	-9.9%	0.7	0.6	0.9	1.1	23.8	26.8	22.4	18.3	3.7	4.5
	太阳纸业	312	0.5%	-8.9%	0.8	1.3	1.6	1.8	15.5	9.2	8.3	7.5	6.7	1.7
文具	晨光文具	565	-3.0%	-30.8%	1.4	1.6	2.2	2.8	68.0	42.2	33.1	25.8	5.6	10.8
电子烟	思摩尔国际	2,455	-9.6%	-1.0%	0.4	0.8	1.1	1.5	120.3	56.7	41.2	30.9	3.6	15.9

资料来源：wind 一致预期，华安证券研究所

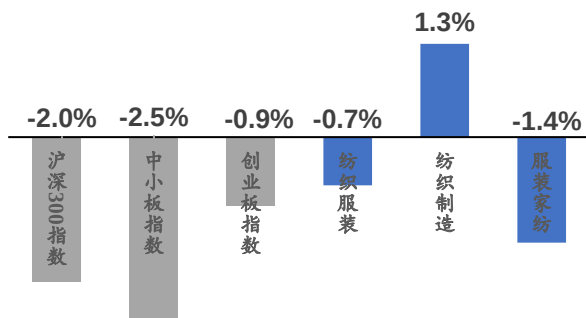
注：其中索菲亚、晨光文具、金牌厨柜、顾家家居、思摩尔国际、中顺洁柔、太阳纸业、万顺新材为华安证券最新估值预期

7.本周纺织服装板块走势

本周沪深 300 指数下跌 1.99%，中小板指数下跌 2.49%，创业板指数下跌 0.94%，纺织服装板块下跌 0.66%。从细分板块看，纺织制造、服装家纺涨跌幅分别为+1.28%、-1.45%。

个股来看，本周涨幅前三分别为特步国际、江苏阳光、酷特智能，涨幅分别为 17.30%/12.45%/11.82%；本周跌幅前三的个股分别为都市丽人、安踏体育、太平鸟，跌幅分别为-28.57%/-11.09%/-10.63%。

图表 34 纺织服装指数周涨跌幅



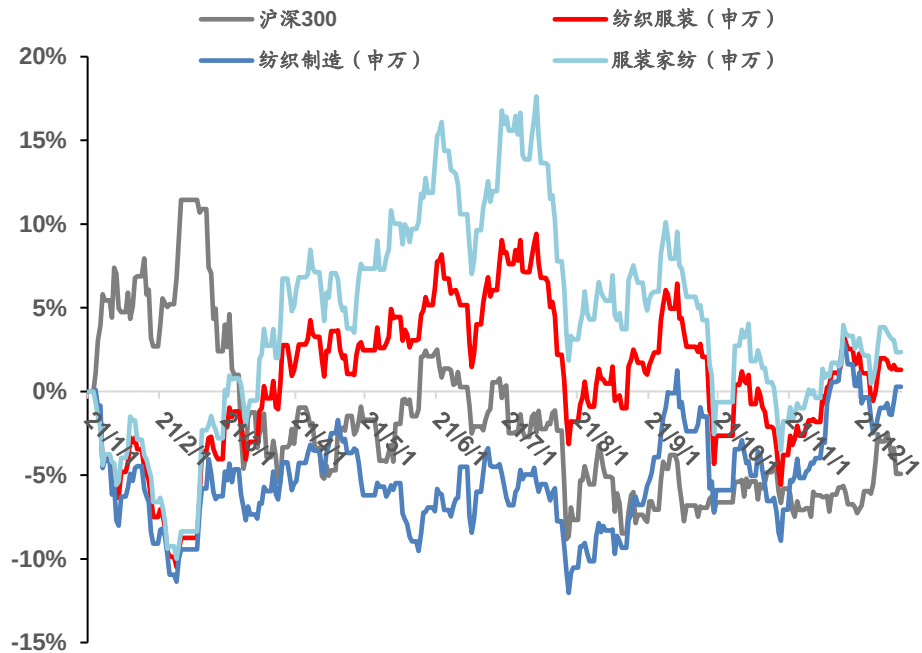
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 35 纺织服装板块个股周度涨跌幅 top10

涨幅TOP10	%	跌幅TOP10	%
特步国际	17.30	都市丽人	-28.57
江苏阳光	12.45	安踏体育	-11.09
酷特智能	11.82	太平鸟	-10.63
众望布艺	11.00	李宁	-10.40
星期六	10.30	富安娜	-9.86
万里马	10.07	慕尚集团控股	-9.84
万事利	7.66	健盛集团	-8.79
天创时尚	7.01	报喜鸟	-8.00
如意集团	5.88	维珍妮	-7.40
中银绒业	5.18	拉夏贝尔	-7.02

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 36 纺织服装指数 2021 年初以来累计增幅



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 37 纺服重点公司估值

【华安轻工】纺服重点公司估值														
	公司	市值 (亿元)	同 增 跌 幅	年初至 今 跌 幅	EPS				PE				BVPS	PB
					20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
运动鞋服	安踏体育	3,101	-0.1%	-6.0%	2.3	3.5	4.5	5.6	50.3	32.6	25.5	20.4	11.9	9.6
	李宁	2,198	-0.4%	-58.1%	0.8	1.4	1.7	2.2	102.1	60.4	48.5	39.0	5.0	16.9
	特步国际	325	17.3%	225.4%	0.2	0.3	0.4	0.5	49.9	37.7	29.6	23.5	3.5	3.6
纺织制造	中洲国际	2,253	-3.2%	-0.2%	4.0	###	4.5	5.3	37.1	42.1	33.6	28.5	22.4	6.7
	华利集团	1,024	-3.5%	-11.2%	1.8	2.3	2.9	3.6	49.0	37.7	29.9	24.6	9.1	9.6
	健盛集团	43	-3.8%	35.9%	-1.3	0.6	0.8	1.0	-8.3	18.2	13.6	10.7	5.8	1.9
	伟星股份	102	3.0%	103.0%	0.5	0.6	0.7	0.8	25.2	22.1	18.8	16.0	3.2	4.1
大众休闲	森马服饰	197	-3.8%	-22.8%	0.3	0.6	0.7	0.8	24.4	12.7	10.7	9.1	4.3	1.7
	海澜之家	276	-3.3%	3.0%	0.4	0.7	0.8	0.9	15.6	9.5	8.1	7.1	3.2	2.0
	天华鸟	142	-0.6%	0.8%	1.5	2.2	2.7	3.2	19.7	13.7	11.2	9.2	8.2	3.6
西裤服饰	地素时尚	88	-3.9%	-0.1%	1.3	1.5	1.8	2.1	14.0	12.1	10.4	9.0	7.9	2.3
	狄利股份	45	-3.0%	14.4%	0.5	0.8	1.0	1.3	19.8	12.9	10.3	8.3	6.8	1.5
	歌力思	54	-2.8%	14.2%	1.3	1.0	1.2	1.4	11.0	15.3	12.8	10.8	6.2	2.4
	比音勒芬	132	-3.3%	49.6%	0.9	1.1	1.4	1.7	26.4	21.6	17.1	13.9	5.0	4.8
男装	九牧王	73	-3.1%	17.0%	0.6	0.5	0.6	0.7	20.0	25.7	19.9	17.1	7.0	1.8
	七匹狼	46	3.7%	17.7%	0.3	0.4	-	-	21.8	17.2	-	-	7.8	0.8
家纺	水星家纺	42	-4.4%	22.1%	1.0	1.4	1.6	1.8	15.2	11.6	9.9	8.7	9.1	1.7
	罗莱生活	110	-3.1%	15.0%	0.7	0.9	1.0	1.2	18.6	15.3	13.1	11.3	4.9	2.7
	富安娜	70	-3.9%	16.3%	0.6	0.7	0.9	1.0	13.6	11.4	9.6	8.3	4.0	2.1

资料来源：wind 一致预期，华安证券研究所

注：盈利预测为 Wind 一致预期；其中港股公司 EPS 单位为港元

8.本周重要公告

图表 38 上市公司重要公告

时间	上市公司	公告
2021-12-15	金牌橱柜	关于拟推股权激励计划公告：公司拟通过定向发行方式，向高级管理人员、中层管理人员及核心骨干等 124 名激励对象，授予股票期权 300 万份，占股本总额的 1.94%，行权价格为 27.47 元/份。根据考核目标，以 2021 年为基数，公司 2022/2023 年归母净利润增长率不低于 20%/44%。
2021-12-16	红豆股份	关于拟推股权激励计划公告：公司拟以每股 2.07 元向 38 名激励对象授予 1220 万股公司限制性股票。公司业绩考核指标为以 2021 年净利润为基数，2022、2023、2024 年度的净利润增长率分别不低于 50%、150%、260%。
2021-12-17	仙鹤股份	关于签订投资意向协议公告：公司与山东省莱州市人民政府签订了《投资意向协议》，投资项目名称为“莱州市高性能纸基新材料产业园项目”，总投资约 80 亿元人民币。由于本次项目投资资金较大，远高于目前公司账面货币资金水平，同时支付期间较长，目前尚未具体明确投资安排。
2021-12-19	安踏体育	关于拟派特别中期股息公告：为庆祝集团成立 30 周年，考虑到集团现金盈余充足，自由现金流稳定，集团将于 2021 年 12 月 30 日举行会议上提呈一项决议案，以考虑宣派及派付截至 2021 年 12 月 31 日止财政年度特别中期股息每股普通股 30 港分。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示:

宏观经济增长不及预期导致居民购买力下降、整体消费景气度低迷;地产调控严峻对下游家居需求产生负面影响。培育钻石行业竞争加剧导致价格波动,行业渗透率提升不及预期。

分析师与研究助理简介

分析师：马远方，新加坡管理大学量化金融硕士，曾任职国盛证券研究所，2020年新财富轻工纺服第4名团队。2021年加入华安证券研究所，以龙头白马确立研究框架，擅长挖掘成长型企业。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。