谁让基金亏大钱:“假摔”的龙头与遗忘的“弃子”——十倍股系列（3）

2021 年 02 月 21 日

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

核心结论:

■ ①过去 10 年让公募基金亏损严重的 30 只个股包括 21 只龙头股及 9 只基金“弃子”。②亏损股下跌前估值贵，下跌后 1 年内绝对收益差且无相对收益，应果断离场。③亏损股下跌主因估值下杀，根源是具有行业特性的事件冲击导致业绩增速不及预期，其中消费：产品质量&渠道变革；科技制造：高位减持；金融地产：监管&流动性。④市场对事件冲击事前无预期，事后影响预期不足，导致公募下跌前加仓，下跌后减仓不果断。⑤基金弃子因所处赛道及自身问题共同影响导致基本面趋势性改变，被公募抛弃。⑥投资建议：甄别个股辨识龙头，抱团背景下，警惕高估值下的意外事件冲击，若出现相关事件冲击应果断止损离场。

正文摘要

■ **30 只基金重仓亏损股。**复盘 2011-2020 年各季度，主动管理型基金前十大重仓股中净值贡献度最小（负值）的个股，选取当季出现次数最多的 5 只个股为亏损股榜单，并从中选取上榜次数最多的 30 只个股作为样本股。其中 7 只消费龙头、7 只金融地产龙头、7 只科技制造龙头，另有 9 只已被公募所抛弃的基金“弃子”。此外，17 只亏损股为十倍股。

■ **亏损股下跌前估值贵，下跌后应果断离场。**①下跌前估值贵：30 只亏损股上榜前估值所处近 3 年分位数平均都在 50%以上，其中 34%的亏损股估值分位超过 80%。②下跌后收益差：亏损股上榜后 1 年内，仅消费龙头和科技制造龙头实现正收益 13%、2%，四大类型均无相对收益，继续持有的时间成本高，建议投资人果断止损减仓/离场。

■ **下跌主因杀估值，根源在于业绩增速不及预期。**①估值下杀：78%的亏损股下跌是估值下降所拖累。②事件冲击导致业绩增速下滑不及市场预期：87%的亏损股在上榜季度的净利润增速出现环比下滑，下跌后市场不断下修盈利预测，表明先前预测过于乐观，实际业绩增速不及预期。

■ **龙头下跌元凶多具行业特性，部分事件具有共性。**①消费龙头下跌元凶：产品质量&渠道变革。②科技制造龙头下跌元凶：高管/大股东高位减持。③金融地产龙头下跌元凶：监管&流动性变化。④跨行业共性：上市公司不合理融资或激励行为引致市场抛售。

■ **市场对事件冲击预期不足，公募错误加减仓。**①市场预期不足：冲击事件带有意外性，下跌前未被市场预期，下跌后市场对其影响预期不足，切香肠式下调预测。②公募错误加减仓：由于预期不足，公募在下跌前加仓，抱团强化，持股比例平均达 20.2%，下跌后渐进式减持，1 年后基金持股平均降至 11.1%，高位加仓且减仓不果断势必拖累净值表现。

■ **基金“弃子”：崎岖赛道里的“问题公司”。**①基金持股低、股价跌幅大，最新基金持股低于 1%，历史峰值超 9.2%，20 年末股价较十年高位回撤 63%。②赛道崎岖：同质化竞争、集中度难提升、景气下行、盈利波动大。③自身问题：缺乏护城河优势，品牌力及研发实力不足；非理性扩张，大规模收购。④大股东持股低、质押高、高管薪酬高、研发投入低。

■ **投资建议：甄别个股，警惕高估值下的意外冲击。**①辨识龙头，规避“弃子”。②警惕高估值下的意外冲击，高位估值下，股价对于负面信息更为敏感，当下机构“抱团”延续背景下，建议密切跟踪个股基本面，警惕意外冲击事件。③重仓股上榜后应果断减仓离场，若重仓股上榜当季度亏损榜单，鉴于上榜后 1 年内无相对收益，应果断减仓/离场。

■ **风险提示:** 疫情二次爆发；宏观经济不及预期；历史经验不能代表未来。

相关研究

1、《东吴策略·通胀加速归来——策略周聚焦》2021-02-16
2、《东吴策略·牛年有牛基吗？——2021 年公募基金业绩测算》2021-02-15
3、《东吴策略·公募抱团趋弱，风格偏向价值——市场温度计》2021-02-08
4、《策略点评 20210204：南下资金定价权在两类板块最凸显》2021-02-07
5、《东吴策略·若南水趋缓，港股如何演绎？——行业风火轮》2021-02-05

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 30 只基金重仓亏损股 4
2. 基金亏损股上榜前估值贵，继续持有时间成本高 6
2.1. 上榜前估值普遍处于历史高位 6
2.2. 继续持有时间成本高，建议果断减仓/离场 7
3. 龙头“假摔”：事件冲击导致业绩增速不及预期拖累估值 9
3.1. 下跌主要源于杀估值 9
3.2. 消费龙头下跌元凶：产品质量&渠道变革 10
3.3. 科技制造龙头下跌元凶：高管/大股东高位减持 10
3.4. 金融地产龙头下跌元凶：监管&流动性 10
3.5. 事件冲击导致业绩增速不及预期&ROE 下滑 11
3.6. 市场对事件冲击预期不足，公募减仓不及时 13
3.7. 复盘“大华股份”：行业竞争倒逼转型，阵痛期基本面不佳 14
4. 基金“弃子”：崎岖赛道里的“问题”公司 15
4.1. 从大受追捧到无人问津 15
4.2. 崎岖赛道：同质化、大行业小公司、景气下行、业绩波动大 16
4.3. 自身问题：缺乏护城河优势、非理性扩张、财务造假 17
4.4. 治理&研发：大股东持股低、质押高、高管薪酬高、研发投入低 20
4.5. 复盘“蓝色光标”：外延并购+内生增长的双轮扩张遭遇瓶颈 21
5. 投资建议：甄别个股辨识龙头，警惕高估值下的意外冲击 22
6. 风险提示 23

图表目录

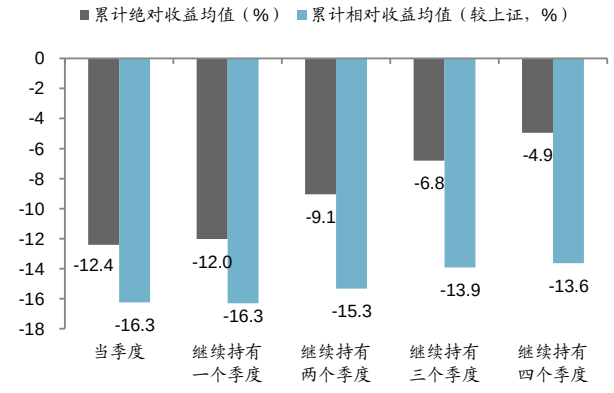
图 1：基金重仓亏损股上榜后 1 年内无绝对/相对收益 4
图 2：上榜次数前 30 只基金重仓亏损股可分为四类 4
图 3：全部基金重仓亏损股名单及当季度跌幅（%） 5
图 4：2011-2020 年各季度基金重仓亏损股前 5 榜单上榜次数最多的 30 只个股 5
图 5：30 只基金重仓亏损股上榜前估值分位的区间分布 6
图 6：消费龙头上榜前 PE 平均为近 3 年 50%分位 7
图 7：科技制造龙头上榜前 PE 平均近 3 年 60%分位 7
图 8：金融地产龙头上榜前 PB 平均近 3 年 54%分位 7
图 9：基金“弃子”上榜前 PE 平均近 3 年 50%分位 7
图 10：上榜后 1 年内金融地产龙头&基金“弃子”无绝对收益、四大类型均无相对收益 8
图 11：消费龙头股价下跌拆分 9
图 12：科技制造龙头股价下跌拆分 9
图 13：金融地产龙头股价下跌拆分 9
图 14：基金“弃子”股价下跌拆分 9
图 15：12-13 年塑化剂事件及反腐政策冲击白酒股价 11
图 16：13 年 6 月/12 月“钱荒”致银行地产股下跌 11
图 17：净利润增速普遍下滑，消费龙头&基金“弃子”ROE 下滑明显 12
图 18：上榜季度毛利率及费用率影响不大，事件冲击滞后反映 12
图 19：市场对事件冲击预期不足，下跌前基金仍在加仓、下跌后减仓不果断 13
图 20：大华股份初次上榜前股价及估值均处高位 14
图 21：大华股份上榜后业绩增速明显下滑 14
图 22：大华股份上榜后费用率升利润率降 15
图 23：大华股份上榜后盈利预期及基金持股明显下降 15
图 24：近 10 年“弃子”的基金持股比例下降明显 16
图 25：20 年末“弃子”较近十年最高价平均回撤 63% 16
图 26：2019 年零售板块整体毛利率居 A 股后 5 名 17
图 27：装饰装修行业呈现“大行业小公司”格局 17
图 28：基建、汽车行业景气度近年下滑明显 17
图 29：传媒影视行业业绩不确定性较高 17
图 30：东阿阿胶产品销量持续下滑拖累业绩 19
图 31：双鹭药业产品销量下滑&研发强度下降 19
图 32：上汽集团合资品牌销量占比仍高达 82% 19
图 33：苏宁易购主业长期亏损 19
图 34：蓝色光标商誉仍高达总资产 1/4 19
图 35：慈文传媒 2018 年商誉减值侵蚀过去 6 年利润 19
图 36：基金“弃子”大股东持股普遍较低 20
图 37：基金“弃子”股权质押比例普遍较高 20
图 38：多数“弃子”高管薪酬占比利润高于全 A 21
图 39：多数“弃子”研发支出占比营收低于全 A 21
图 40：蓝色光标上榜前后股价表现 22
图 41：蓝色光标上榜后收入及扣非利润增速下滑 22
图 42：蓝色光标上榜后费用率升利润率降 22
图 43：蓝色光标上榜后基金持股及盈利预测下滑 22

东吴策略十倍股系列前两篇分别聚焦 A 股十倍股及基金重仓十倍股，刻画优质公司画像及基金持仓收益。系列三筛选过去十年造成公募基金较大亏损的 30 只个股复盘下跌原因，发现样本股亏损季度普遍出现带有行业特性的冲击事件拖累公司业绩增速及 ROE 表现，龙头公司后续摆脱影响强者恒强，但部分公司受行业及自身问题影响已逐渐被公募基金所抛弃。市场普遍对于优质公司的长期股价表现有较为充分认识，但对于曾经造成亏损的股票或时期较少研究，我们认为以史为鉴可以更好认识龙头、甄别个股。

1. 30 只基金重仓亏损股

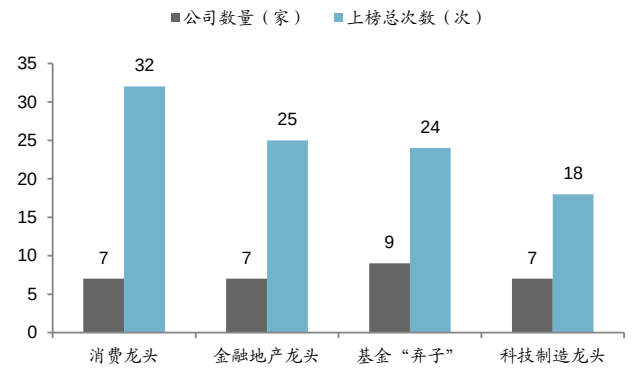
以净值贡献度筛选 30 只基金重仓亏损股。首先，定义净值贡献度，“个股当季度净值贡献度=季度末持股市值占净值比例*个股当季度涨跌幅”。选取 2011-2020 年主动管理型公募基金（普通股票型+偏股混合型+灵活配置型），筛选各季度每只基金前十大重仓股中净值贡献度最小（负值）的个股，统计出现次数最多的 5 只个股作为当季度公募基金亏损榜单。为避免指数快速下跌对大市值股票的影响，剔除 11Q3、15Q3、16Q1、18Q2、18Q4 等 5 个指数快速下跌的季度，将剩余 35 个季度上榜个股作为全部基金重仓亏损股。分析发现，全部基金重仓亏损股上榜当季度平均跌幅为-12.4%，较上证综指相对跌幅为-16.3%，上榜后继续持有 1 年既无绝对收益也无相对收益。进一步，筛选全部亏损股中上榜次数最多的前 30 只个股作为重点研究样本，其中 21 只最新基金重仓持股占比仍然较高，多为消费、科技制造、金融地产等细分行业龙头公司，9 只个股基金重仓持股在 1%以下，多数为过去热门股票，如今已被机构所抛弃。此外，30 只样本股中 17 只出现在系列 1 筛选出的 A 股 120 只十倍股名单中。

图 1：基金重仓亏损股上榜后 1 年内无绝对/相对收益



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：上榜次数前 30 只基金重仓亏损股可分为四类



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

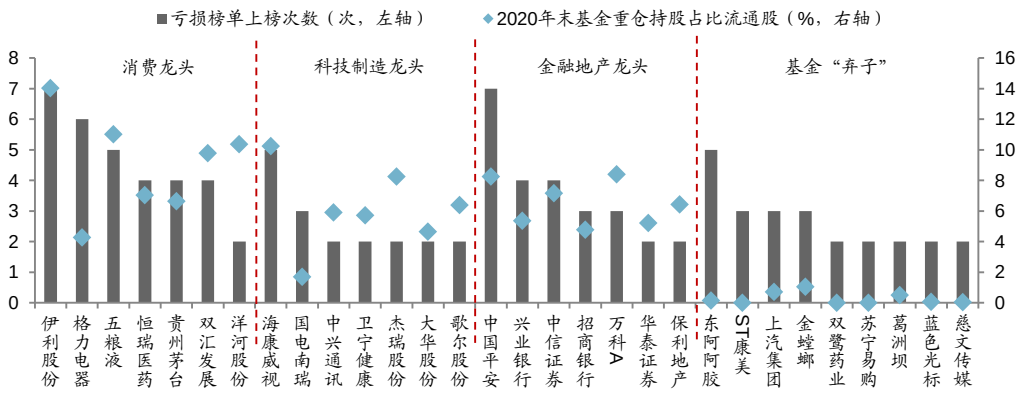
图 3：全部基金重仓亏损股名单及当季度跌幅（%）

	第一名			第二名			第三名			第四名			第五名		
	简称	绝对跌幅	相对跌幅	简称	绝对跌幅	相对跌幅	简称	绝对跌幅	相对跌幅	简称	绝对跌幅	相对跌幅	简称	绝对跌幅	相对跌幅
2011Q1	中国平安	-10.4	-16.5	恒瑞医药	-21.3	-27.4	东阿阿胶	-14.4	-20.5	莱宝高科	-29.2	-35.3	ST康美	-14.3	-20.4
2011Q2	兴业银行	-15.9	-9.3	招商银行	-6.7	-0.2	双汇发展	-15.2	-8.7	中材国际	-26.1	-19.5	攀钢钒钛	-18.6	-12.1
2011Q4	ST康美	-19.3	-12.3	苏宁易购	-20.0	-13.0	五粮液	-8.6	-1.6	冀中能源	-29.8	-22.8	国电南瑞	-10.6	-3.5
2012Q1	张裕A	-12.7	-15.6	威孚高科	-13.2	-16.1	双鹭药业	-19.1	-22.0	东阿阿胶	-6.1	-9.0	恒瑞医药	-10.9	-13.8
2012Q2	伊利股份	-5.6	-3.9	国电南瑞	-10.9	-9.3	双汇发展	-9.4	-7.8	苏宁易购	-12.5	-10.9	招商银行	-4.8	-3.2
2012Q3	中国平安	-7.5	-1.2	金地集团	-22.4	-16.1	招商地产	-15.2	-8.9	金种子酒	-14.7	-8.5	洋河股份	-7.1	-0.8
2012Q4	贵州茅台	-15.0	-23.7	ST康美	-16.9	-25.7	洋河股份	-25.3	-34.1	五粮液	-16.7	-25.5	国电南瑞	-9.6	-18.4
2013Q1	贵州茅台	-20.5	-20.6	保利地产	-12.8	-12.9	上汽集团	-13.5	-13.6	中国太保	-14.0	-14.2	金螳螂	-17.6	-17.8
2013Q2	格力电器	-12.3	-0.8	中国平安	-16.2	-4.7	东阿阿胶	-25.8	-14.2	海康威视	-8.3	3.2	兴业银行	-14.6	-3.1
2013Q3	贵州茅台	-29.3	-39.2	万科A	-7.3	-17.2	上海家化	-3.5	-13.4	双鹭药业	-4.7	-14.6	招商银行	-4.1	-13.9
2013Q4	伊利股份	-11.4	-9.4	蓝色光标	-18.9	-16.8	海康威视	-12.8	-10.8	歌尔股份	-15.4	-13.4	东方明珠	-22.3	-20.3
2014Q1	大华股份	-31.9	-28.9	伊利股份	-9.2	-6.2	杰瑞股份	-22.8	-19.8	海康威视	-22.7	-19.6	双汇发展	-16.5	-13.5
2014Q2	伊利股份	-5.5	-5.8	新华医疗	-20.0	-20.3	汇川技术	-9.6	-9.9	卫宁健康	-26.2	-26.5	易华录	-15.6	-15.9
2014Q3	东华软件	-11.6	-27.6	华策影视	-7.9	-23.9	格力电器	-5.6	-21.6	蓝色光标	-9.1	-25.1	杰瑞股份	-3.0	-19.0
2014Q4	金螳螂	-13.5	-50.7	华东医药	-11.4	-48.6	省广集团	-12.2	-49.4	香雪制药	-26.5	-63.7	牧原股份	-17.1	-54.3
2015Q1	海通证券	-2.0	-20.4	中信证券	-1.9	-20.3	达实智能	-3.3	-21.7	交通银行	-3.3	-21.7	光大银行	-2.3	-20.7
2015Q2	卫宁健康	-13.0	-25.9	金螳螂	-19.2	-32.2	招商地产	-4.4	-17.4	兴业银行	-4.0	-17.0	三六五网	-18.6	-31.5
2015Q4	怡亚通	-37.0	-53.5	招商蛇口	-10.0	-9.3	长江电力	-5.5	-22.0	通策医疗	-11.2	-27.7	海南海药	-22.2	-38.7
2016Q2	大华股份	-8.0	-5.7	ST网力	-20.8	-18.5	宋城演艺	-10.2	-7.8	新文化	-40.3	-37.9	航天信息	-14.0	-11.6
2016Q3	伊利股份	-2.1	-4.6	科恒股份	-37.2	-39.7	四创电子	-18.7	-21.2	奇信股份	-22.4	-24.9	慈文传媒	-13.9	-16.4
2016Q4	网宿科技	-23.1	-26.6	宇通客车	-11.0	-14.5	东阿阿胶	-9.7	-13.2	东方园林	-8.7	-12.2	双汇发展	-10.5	-14.0
2017Q1	通化东宝	-7.4	-11.3	民生银行	-6.6	-10.4	慈文传媒	-14.3	-18.1	欣旺达	-10.1	-13.9	金风科技	-6.1	-10.0
2017Q2	葛洲坝	-3.4	-2.8	神雾退	-5.4	-4.9	长电科技	-14.8	-14.3	北京银行	-4.0	-3.4	山东黄金	-18.8	-18.2
2017Q3	格力电器	-2.0	-7.0	上汽集团	-1.8	-6.8	葛洲坝	-7.5	-12.5	东阿阿胶	-8.7	-13.8	索菲亚	-5.8	-10.9
2017Q4	中国银行	-3.6	-2.4	先导智能	-23.6	-22.4	跨境通	-17.7	-16.5	华泰证券	-23.7	-22.4	万华化学	-10.0	-8.7
2018Q1	五粮液	-16.9	-12.7	伊利股份	-11.5	-7.3	中国平安	-6.7	-2.5	中兴通讯	-17.1	-12.9	分众传媒	-8.5	-4.3
2018Q3	美的集团	-22.8	-21.9	格力电器	-14.7	-13.8	恒瑞医药	-16.2	-15.3	华友钴业	-23.0	-22.1	海康威视	-22.6	-21.7
2019Q1	上汽集团	-2.2	-26.2	辰安科技	-11.0	-34.9	中金黄金	-0.3	-24.3	华能国际	-11.1	-35.0	万达电影	-1.4	-25.4
2019Q2	中信证券	-3.9	-0.3	温氏股份	-10.5	-6.9	海康威视	-19.4	-15.8	万科A	-9.5	-5.9	东方财富	-16.0	-12.4
2019Q3	伊利股份	-14.6	-12.2	中信证券	-4.1	-1.6	中国平安	-0.9	1.5	华泰证券	-13.1	-10.6	永辉超市	-12.9	-10.5
2019Q4	中国平安	-3.2	-7.2	隆基股份	-6.2	-10.2	迈瑞医疗	-4.2	-8.2	中国中免	-4.4	-8.4	五粮液	-0.6	-4.6
2020Q1	中国平安	-19.5	-9.9	格力电器	-20.4	-10.9	万科A	-18.8	-9.2	贵州茅台	-6.3	3.2	五粮液	-13.3	-3.7
2020Q2	兴业银行	-2.6	-11.2	中兴通讯	-6.1	-14.8	海螺水泥	-1.7	-10.4	邮储银行	-9.5	-18.1	顺鑫农业	-4.7	-13.4
2020Q3	长春高新	-12.8	-21.5	恒瑞医药	-2.6	-11.3	格力电器	-5.6	-14.3	恒生电子	-5.0	-13.7	完美世界	-9.6	-18.3
2020Q4	立讯精密	-1.4	-9.1	中信证券	-2.8	-10.6	歌尔股份	-8.2	-15.9	保利地产	-1.6	-9.3	新华保险	-9.1	-16.8

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：相对收益比较基准为上证指数

图 4：2011-2020 年各季度基金重仓亏损股前 5 榜单上榜次数最多的 30 只个股



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

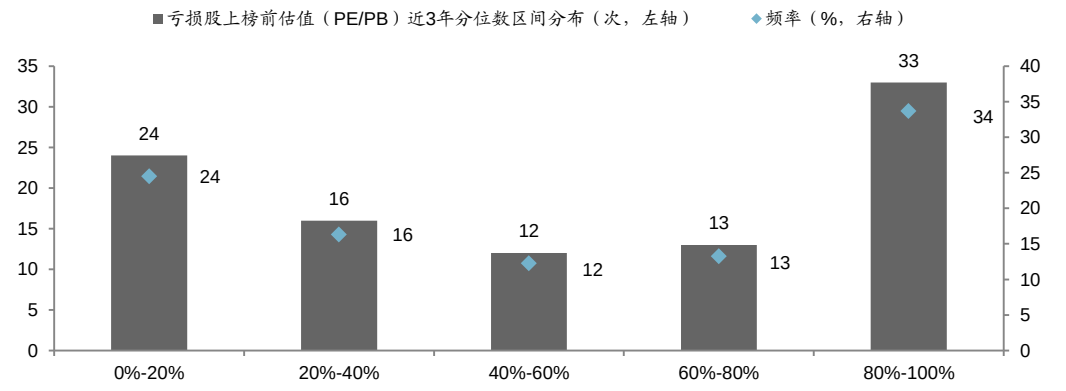
2. 基金亏损股上榜前估值贵，继续持有时间成本高

基金亏损股下跌前估值是否已在高位，下跌后收益表现如何，投资人应该减仓还是继续持有？本节主要对上述问题进行讨论，结论发现亏损股下跌前估值已普遍较贵，下跌后收益表现不佳，1 年内无相对收益，投资人应果断减仓/离场。

2.1. 上榜前估值普遍处于历史高位

估值贵：34%的亏损股上榜前估值为近 3 年 80%以上分位。30 只亏损股共上榜 98 次，其中 13 次（占比 13%）估值分位在 60%-80%，33 次（占比 34%）估值分位超过 80%。分类型看，四大类型亏损股上榜前估值（PE/PB）分位数均值都在 50%以上，其中消费龙头 32 次上榜记录中，分位数超过 80%的共 13 次（占比 41%），恒瑞医药（均值 75%）、双汇发展（均值 67%）估值分位居前；科技制造龙头 18 次上榜记录中，分位数超过 80%的共 4 次（占比 22%），卫宁健康（均值 97%）、歌尔股份（均值 84%）估值分位居前；金融地产龙头 25 次上榜记录中，分位数超过 80%的共 8 次（占比 32%），中信证券（均值 97%）、华泰证券（均值 76%）估值分位居前；基金“弃子”24 次上榜记录中，分位数超过 80%的共 8 次（占比 33%），蓝色光标（均值 67%）、东阿阿胶（均值 64%）估值分位居前。

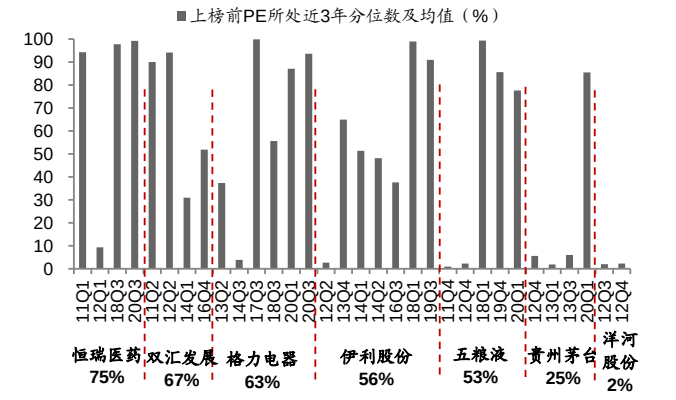
图 5：30 只基金重仓亏损股上榜前估值分位的区间分布



数据来源：Wind，东吴证券研究所

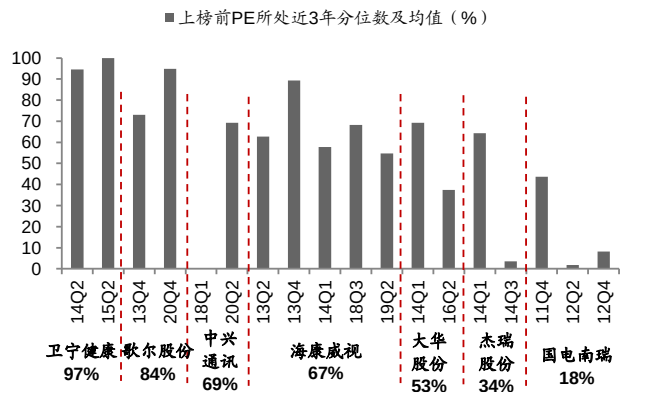
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 6：消费龙头上榜前 PE 平均为近 3 年 50%分位



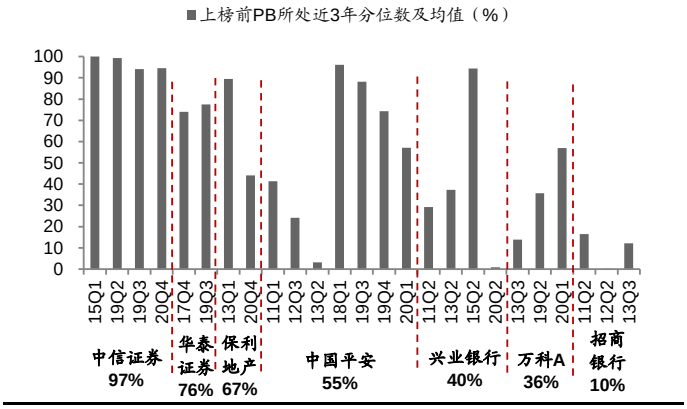
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：科技制造龙头上榜前 PE 平均近 3 年 60%分位



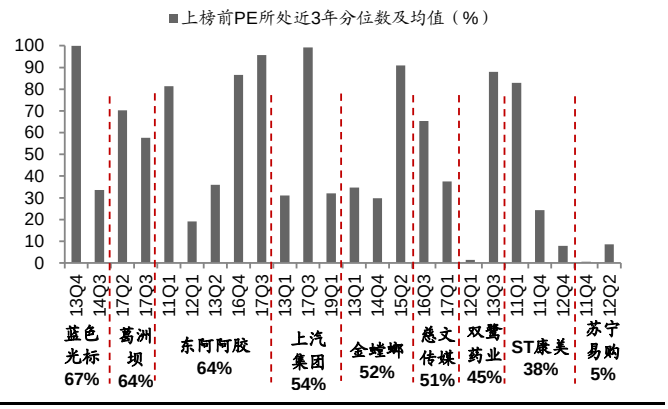
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：金融地产龙头上榜前 PB 平均近 3 年 54%分位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：基金“弃子”上榜前 PE 平均近 3 年 50%分位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2. 继续持有时间成本高，建议果断减仓/离场

建议果断减仓/离场：上榜后 1 年内金融地产&基金“弃子”无绝对收益，四大类型均无相对收益。鉴于重仓亏损股多为优质行业龙头，具备长期配置价值，短期内面临下跌压力如何操作需谨慎，因此有必要对继续持有的时间成本进行分析。分类型统计亏损股上榜当季度跌幅及继续持有四个季度的累计收益表现。

①消费龙头，继续持有四个季度累计收益 13%，相对收益基本为零。其中双汇发展、洋河股份累计收益始终为负，仅五粮液、恒瑞医药 1 年后可产生相对收益。

②科技制造龙头，继续持有四个季度累计收益 2%，大幅落后市场 26pct。其中仅卫宁健康、大华股份 1 年后可产生正收益，仅卫宁健康可小幅战胜市场。

③金融地产龙头，继续持有四个季度累计收益-10%，相对收益仅-8%。其中仅兴业银行在第三个季度可实现正收益，四个季度小幅战胜市场。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

④基金“弃子”，继续持有四个季度累计收益-14%，相对收益仅-16%。其中仅双鹭药业 1 年后实现正收益并战胜市场。

操作建议：长跑型选手及时减仓，成长型选手果断止损离场。根据上述统计，基金重仓亏损股上榜后的四个季度普遍表现不佳，仅消费龙头表现尚可，但无相对收益，继续持有的时间成本高，拉长时间看龙头公司长期战胜市场，但仍建议长跑型价值投资者短期内及时减仓，根据资金属性把握仓位；科技制造龙头上榜后 1 年内大幅跑输市场，基本无参与机会，建议成长风格投资者果断止损离场。

图 10：上榜后 1 年内金融地产龙头&基金“弃子”无绝对收益、四大类型均无相对收益

	上榜当季度		上榜后继续持有一个季度		上榜后继续持有两个季度		上榜后继续持有三个季度		上榜后继续持有四个季度	
	跌幅	相对收益	跌幅	相对收益	跌幅	相对收益	跌幅	相对收益	跌幅	相对收益
伊利股份	-8.6	-7.1	-5.0	-4.2	-1.7	-9.4	12.3	-6.3	31.0	-3.4
格力电器	-10.1	-11.4	1.9	-8.6	13.2	-5.4	31.5	9.7	10.5	0.8
五粮液	-11.2	-9.6	-6.2	-2.4	7.7	11.3	21.1	22.8	42.8	37.7
恒瑞医药	-12.8	-16.9	-6.2	-7.7	1.9	-0.1	-2.1	2.0	7.3	12.0
贵州茅台	-17.8	-20.1	-11.5	-11.8	-7.6	-7.8	-6.6	-10.8	6.6	-0.4
双汇发展	-12.9	-11.0	-13.0	-7.3	-10.8	-9.3	-2.6	-12.9	-0.9	-13.8
洋河股份	-16.2	-17.5	-40.4	-44.9	-54.4	-52.1	-61.2	-57.8	-66.5	-66.1
消费龙头	**-12.0**	**-12.3**	**-8.1**	**-9.1**	**-2.1**	**-6.7**	**6.1**	**-2.9**	**13.2**	**0.5**
海康威视	-17.2	-12.9	-11.4	-5.5	-7.7	-9.6	-15.2	-24.9	-1.4	-25.1
国电南瑞	-10.4	-10.4	-14.2	-12.6	-8.0	-4.4	-12.9	-10.0	-4.0	1.1
中兴通讯	-11.6	-13.8	-43.2	-44.8	-35.3	-41.1	-36.7	-38.7	-19.7	-13.1
卫宁健康	-19.6	-26.2	-32.6	-30.8	-1.3	-27.2	75.8	44.4	47.4	4.0
杰瑞股份	-12.9	-19.4	-23.1	-51.3	-14.5	-62.9	-15.0	-97.2	-13.0	-77.3
大华股份	-20.0	-17.3	-13.4	-12.2	-19.0	-27.1	-17.7	-48.5	24.1	-18.4
歌尔股份	-11.8	-14.6	-31.3	-33.1	-35.5	-30.3	-33.3	-42.8	-40.6	-90.4
科技制造龙头	**-14.9**	**-15.5**	**-21.5**	**-22.8**	**-14.0**	**-24.0**	**-8.0**	**-28.1**	**2.4**	**-25.6**
中国平安	-9.2	-5.8	-11.5	-8.6	-13.1	-8.3	-15.8	-9.9	-8.4	-9.4
兴业银行	-9.3	-10.2	-9.2	-2.9	-0.2	2.6	7.0	13.2	-12.7	5.8
中信证券	-3.2	-8.2	-7.3	-17.6	-20.2	-16.0	-15.9	-16.3	-5.7	-5.6
招商银行	-5.2	-5.8	-12.2	-5.2	-2.9	4.6	-4.9	2.1	-5.2	0.8
万科A	-11.8	-10.8	-16.0	-15.7	-5.6	-8.0	-10.1	-12.3	-5.8	-16.6
华泰证券	-18.4	-16.5	-15.7	-14.2	-27.7	-16.4	-22.4	-14.6	-16.2	-7.5
保利地产	-7.2	-11.1	-18.2	-17.3	-23.5	-20.9	-36.1	-30.9	-41.1	-32.1
金融地产龙头	**-8.7**	**-8.8**	**-12.0**	**-10.7**	**-11.2**	**-6.9**	**-11.1**	**-6.8**	**-10.0**	**-7.3**
东阿阿胶	-12.9	-14.1	-10.3	-12.2	-8.4	-4.5	-13.4	-8.3	-12.3	-7.2
ST康美	-16.8	-19.5	-6.3	-7.3	5.9	14.4	0.3	9.6	-4.7	2.2
上汽集团	-5.8	-15.5	-7.6	-11.6	-4.3	-8.7	-1.9	-4.0	-6.7	-8.3
金螳螂	-16.8	-33.6	6.8	-2.6	-7.5	-31.6	-34.9	-36.0	-31.8	-38.0
双鹭药业	-11.9	-18.3	-7.9	-11.9	-12.0	-10.8	-1.4	-4.7	32.1	21.5
苏宁易购	-16.3	-11.9	-17.6	-11.5	-24.9	-22.1	-33.3	-26.9	-41.6	-38.3
葛洲坝	-5.4	-7.7	-18.8	-22.9	-25.7	-26.9	-29.0	-23.0	-34.2	-22.8
蓝色光标	-14.0	-21.0	-21.0	-47.5	10.5	-29.0	-2.3	-62.1	-12.7	-62.5
慈文传媒	-14.1	-17.2	-11.5	-15.9	-17.2	-26.1	-21.5	-29.2	-14.3	-22.4
基金“弃子”	**-12.8**	**-17.9**	**-9.4**	**-14.4**	**-8.2**	**-13.7**	**-14.6**	**-17.7**	**-13.9**	**-16.4**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：相对收益比较基准为上证指数

请务必阅读正文之后的免责声明部分

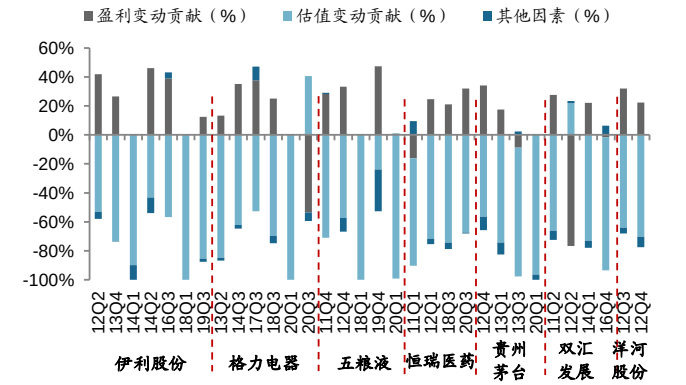
3. 龙头“假摔”：事件冲击导致业绩增速不及预期拖累估值

亏损股为何下跌，是基本面恶化还是估值拖累，能否从其下跌原因中找出共性作为经验？本节主要对上述问题进行重点研究，结论发现亏损股下跌主要受估值下杀的拖累，而杀估值的根源在于具有行业共性的事件冲击导致业绩增速下滑不及市场预期，市场普遍对于事件冲击及影响预期不足，公募错误地在下跌前加仓，而在下跌后减仓不果断。

3.1. 下跌主要源于杀估值

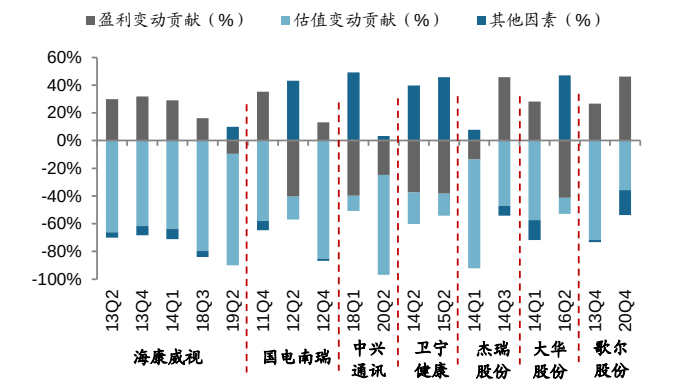
78%的亏损股下跌源于杀估值。根据估值模型 P=PE*EPS，个股季度涨跌幅可拆分为：股价涨跌幅=盈利变动贡献（EPS-TTM）+估值变动贡献（PE-TTM）+其他因素；对于金融地产等采取 PB 法估值的公司，上述公式变为：股价涨跌幅=盈利变动贡献（BPS）+估值变动贡献（PB-LF）+其他因素。分类型对 30 只基金亏损股上榜季度跌幅进行拆分，结果显示亏损股下跌主要源于估值的下杀，消费龙头 32 次上榜记录中仅 5 例盈利下滑；科技制造龙头 18 次上榜记录中 8 例盈利下滑，为四大类型最多，但占比尚未过半；金融地产龙头 25 次上榜记录中 5 例净资产环比下滑；基金“弃子”24 次上榜记录中仅 4 例盈利下滑。

图 11：消费龙头股价下跌拆分



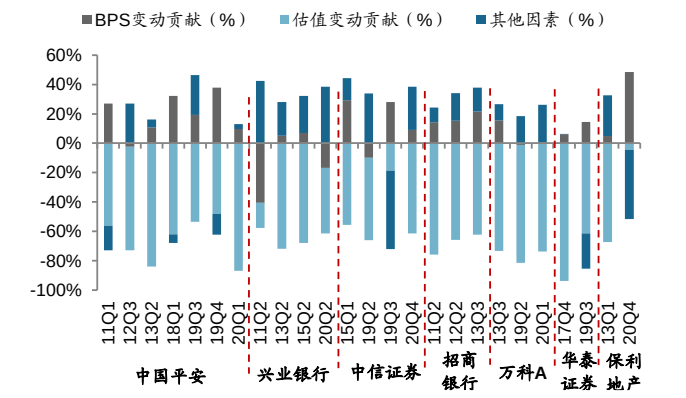
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 12：科技制造龙头股价下跌拆分



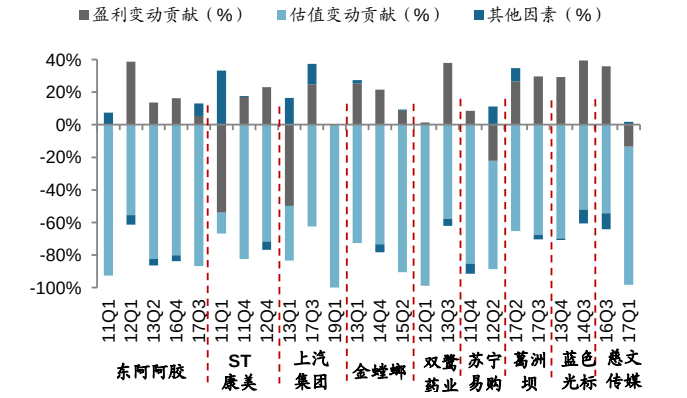
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 13：金融地产龙头股价下跌拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14：基金“弃子”股价下跌拆分



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

我们复盘了 30 只基金重仓亏损股上榜当季度下跌原因，多数事件性冲击具有明显行业特征，部分事件具有跨行业共性。基金“弃子”被抛弃的原因已在上榜季度有所体现，只是在当时并未形成市场一致预期，具体原因分析见后文 4.2 及 4.3。

3.2. 消费龙头下跌元凶：产品质量&渠道变革

消费龙头下跌元凶：产品质量&渠道变革。①产品质量是消费类公司基本竞争力，尤其对于食品饮料行业更为重要，30 只亏损股中消费龙头下跌原因多与产品质量有关，如恒瑞医药 11Q1 召回问题药“达宁”、双汇发展 11Q2“瘦肉精”事件、伊利股份 12Q2 召回汞含量超标奶粉、12Q4 白酒“塑化剂”事件（五粮液、贵州茅台、洋河股份）。②渠道同样是消费品公司关键一环，行业政策变动/自身渠道调整都会引致资本市场抛售，如格力电器 13Q2 渠道变革；18Q3 第一批带量采购清单公布（恒瑞医药）；12 年底中央出台八项规定限制公款消费，13Q1 高端白酒销售遇冷（贵州茅台）。

3.3. 科技制造龙头下跌元凶：高管/大股东高位减持

科技制造龙头下跌元凶：高管/大股东高位减持。科技制造龙头下跌原因的共性更多集中在交易层面，市场对于高位估值下的高管/大股东减持较为敏感。①海康威视：13Q2 第二、三大股东频繁减持套现合计 49 亿元，上榜前公司估值已处于近 3 年 63%分位。②国电南瑞：11Q4 二股东国电电力自 Q2 以来累计减持 4.1%，12Q4 国电电力自 5 月以来累计减持 2.4%。③中兴通讯：20Q2 控股股东减持 1.1%，上榜前公司估值已处于近 3 年 69%分位。④卫宁健康：15Q2 股东刘宁累计减持 2.3%，上榜前公司估值已处于近 3 年最高水平。

3.4. 金融地产龙头下跌元凶：监管&流动性

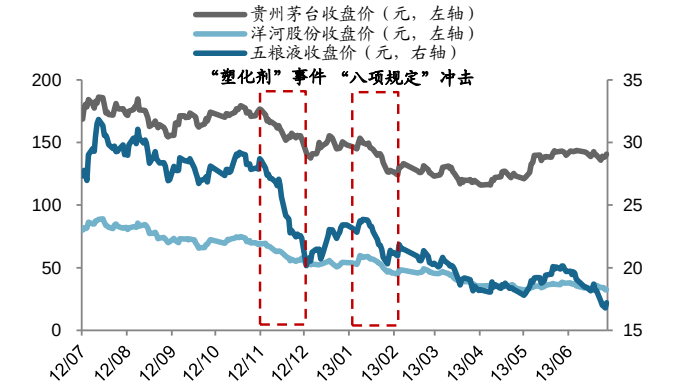
金融地产龙头下跌元凶：监管&流动性。金融地产行业高杠杆特征明显，天然对于流动性变化较为敏感，同时受到监管部门严格监管，上述两者的超预期变动均将影响金融地产公司的股价表现。**监管方面**，①中国平安：11Q1 开门红个险新单受到银保新政影响出现负增长、13Q2 平安证券被证监会暂停保荐资格。②兴业银行：13Q2 银监会下发 8 号文规范银行理财投资运作，20Q2 监管提出银行让利实体经济。③中信证券：15Q1 被证监会暂停新开两融账户三个月。④保利地产：13Q1 国家出台楼市“新国五条”，20Q3-Q4 出台房地产“三道红线”、央行表示稳步扩大重点房企融资新规适用范围。**流动性方面**，13 年 6 月及 12 月分别出现严重“钱荒”，兴业银行、招商银行、万科股价受到影响。

跨行业共性：投资者用脚投票回应不合理融资或激励行为。除上述具有明显行业特性的下跌原因外，上市公司不合理的融资或激励行为同样会引致股价下跌。①伊利股份：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

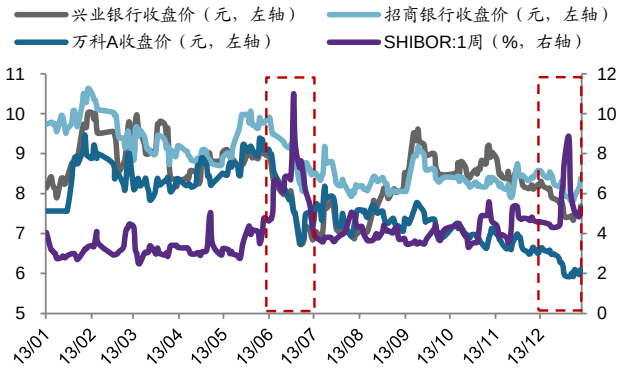
19Q3 推出股票激励计划，授予价格较市价折价 50%。②中兴通讯：18Q1 拟折价 39%增发融资 130 亿。③招商银行：13Q3 A+H 股 350 亿元配股融资。

图 15：12-13 年塑化剂事件及反腐政策冲击白酒股价



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：13 年 6 月/12 月“钱荒”致银行地产股下跌



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.5. 事件冲击导致业绩增速不及预期&ROE 下滑

87%的亏损股上榜季度业绩增速环比下滑。上文提到基金亏损股上榜当季度跌幅主要源于杀估值，盈利仍然保持增长支撑股价，但在事件冲击下利润增速普遍出现下滑不及市场预期，最终导致杀估值。统计 30 只基金重仓亏损股在上榜当季度及前后各 4 个季度中单季度归母净利润增速的均值，我们发现 17 只个股上榜当季度利润增速环比之前 1 个季度出现下滑，若放宽条件，则有 26 只个股当季度利润增速环比之前 1-2 个季度出现下滑。

消费龙头&基金“弃子”上榜季度 ROE 环比下滑明显，科技制造&金融地产未见明显特征。统计 30 只基金重仓亏损股上榜当季度及前后各 4 个季度的 ROE（TTM）均值，7 只消费龙头中 4 只当季度 ROE 环比前 1 个季度下滑、2 只个股环比持平；7 只科技制造龙头中，仅中兴通讯、杰瑞股份当季度 ROE 下滑；7 只金融地产龙头中，仅中国平安、招商银行当季度 ROE 下滑；9 只基金“弃子”有 6 只个股当季度 ROE 环比下滑。我们认为，科技制造及金融地产龙头 ROE 对于股价下跌诱因不敏感，主要因为其下跌元凶如减持、监管政策、流动性等更多在于影响情绪面及业务规模扩张速度，对于业务盈利能力影响较小。

上榜季度毛利率及费用率受影响较小，事件冲击可能滞后反映。因金融股无毛利率及费用率的概念，所以仅统计剩余 23 只亏损股上榜前后单季度毛利率及期间费用率（销售费用+管理费用+财务费用）。23 只亏损股中仅 8 只（占比 35%）在上榜季度出现毛利率下滑，仅 6 只（占比 26%）在上榜季度的费用率有所上升，整体看事件冲击对于亏损股上榜当季度的毛利率及费用率影响不大。但观察下跌后的第一个季度，12 只（占比

52%）亏损股毛利率下滑，主要集中在基金“弃子”，17 只（占比 74%）亏损股费用率有所提升，主要集中在科技制造龙头及基金“弃子”，事件冲击影响可能滞后反映。

图 17：净利润增速普遍下滑，消费龙头&基金“弃子”ROE 下滑明显

类型	公司	上榜前后单季度归母净利润同比增速环比变动（pct）										上榜前后ROE（TTM）环比变动（pct）									
		-4Q	-3Q	-2Q	-1Q	当季度	+1Q	+2Q	+3Q	+4Q	正负图	-4Q	-3Q	-2Q	-1Q	当季度	+1Q	+2Q	+3Q	+4Q	正负图
消费龙头	伊利股份	59	19	-12	-10	-32	-5	-27	27	22		-0.7	0.4	1.2	1.2	0.0	0.0	-1.3	-0.4	0.9	
	格力电器	-5	15	-17	-8	0	6	8	2	-7		-0.8	0.0	-1.1	0.2	-1.0	1.2	-0.4	4.4	-0.6	
	五粮液	-5	10	15	-5	-13	-5	-8	2	-14		0.0	1.0	1.7	0.4	0.0	0.4	1.0	-0.4	-0.7	
	恒瑞医药	4	7	4	-18	13	-3	1	7	-8		-0.5	0.0	-0.3	-0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0	-0.3	
	贵州茅台	15	-51	9	-12	-13	-5	-12	13	-5		0.8	1.6	0.4	-0.1	-1.9	0.6	-1.3	0.5	-2.1	
	双汇发展	-43	38	48	-64	18	-1	33	-49	68		0.0	-0.1	3.6	-0.5	2.0	-5.9	3.5	-1.5	3.5	
	洋河股份	-10	-23	-8	-19	-15	-22	-12	-17	-29		1.1	0.5	2.6	1.3	-2.0	-3.7	-1.1	-1.3	-5.5	
科技制造龙头	海康威视	0	-4	5	-9	5	7	-10	4	5		1.0	-0.3	0.1	0.6	0.7	0.1	-0.1	0.6	0.9	
	国电南瑞	61	-70	13	-23	14	-11	-6	6	-5		0.0	1.1	1.5	0.5	0.9	-0.3	0.4	-0.5	-0.4	
	中兴通讯	501	125	-43	-107	-286	38	131	7	174		6.9	3.9	2.0	6.6	-10.8	-10.7	-20.9	-1.5	27.5	
	卫宁健康	16	-3	21	-16	-1	-28	24	-1	12		1.0	0.6	1.2	0.2	1.2	-0.5	0.2	-3.2	8.2	
	杰瑞股份	32	-66	13	-14	-2	-25	-32	-45	-19		1.5	0.6	-4.4	0.4	-4.8	0.1	-0.8	-3.2	-3.4	
	大华股份	47	-21	4	35	-45	-16	-14	-2	-11		0.7	-4.2	0.8	1.4	0.2	-1.4	-0.8	-0.7	-0.7	
	歌尔股份	51	-29	-7	54	-60	-7	-14	8	-5		1.8	0.7	0.9	2.0	4.2	0.2	0.2	0.1	-1.2	
金融地产龙头	中国平安	-25	3	0	46	-63	10	-29	38	29		0.5	0.4	0.4	0.2	-0.5	-0.9	-0.7	0.2	0.2	
	兴业银行	-12	6	-8	1	-7	4	-5	17	-14		-1.2	0.1	-1.1	-0.1	0.2	-0.1	1.8	0.0	0.3	
	中信证券	-48	18	32	16	38	9	-99	21	-13		-0.2	-0.2	0.5	0.8	1.0	0.9	-0.2	-0.2	-0.1	
	招商银行	7	-3	-20	11	-8	-1	11	-13	-4		0.9	0.5	-0.3	0.6	-0.4	0.1	-0.1	0.0	0.4	
	万科A	32	-30	-6	-3	1	-1	-14	7	-8		0.7	0.3	-0.2	-0.5	0.3	-0.2	-0.5	0.0	-0.4	
	华泰证券	-14	-15	66	-31	152	56	-213	86	-119		-1.4	-1.9	0.5	-0.5	2.1	1.0	-0.3	-0.1	-1.9	
	保利地产	14	-21	50	-19	8	-2	-43	41	-22		0.0	-0.6	0.5	0.7	1.5	1.1	-0.8	0.5	-0.2	
基金“弃子”	东阿阿胶	13	3	-13	-8	6	-12	14	-14	7		0.1	0.4	0.8	-0.2	-0.2	-0.2	0.6	-0.4	-0.4	
	ST康美	-3	-1	6	-16	1	12	-13	12	-14		0.8	-1.2	0.7	0.5	-1.5	0.8	0.6	0.7	0.4	
	上汽集团	7	-3	-7	-5	4	-11	17	2	-33		-0.1	0.7	-0.9	-1.0	-0.7	-0.4	-0.3	0.3	-1.3	
	金螳螂	-7	-5	-14	-6	-8	2	-21	17	-17		0.6	0.3	-0.2	-0.7	-0.9	-0.5	-1.6	-0.8	-1.4	
	双鹭药业	44	116	-114	-20	5	-50	61	1	-13		0.8	5.5	0.2	-0.2	-0.7	-5.8	0.7	0.2	0.3	
	苏宁易购	2	-7	2	-23	-9	-15	-33	16	-31		0.3	-0.3	0.2	-1.1	-1.2	-3.1	-3.0	-3.1	-2.9	
	葛洲坝	11	12	-16	-3	-4	29	-3	-30	-2		-2.7	-1.6	0.3	0.3	0.2	1.0	1.0	0.3	0.2	
	蓝色光标	-35	186	-149	4	155	-159	-107	68	-47		-4.3	1.9	0.1	-3.1	2.1	0.5	-1.1	0.4	-0.9	
	慈文传媒	229	-23	-129	88	-223	-25	58	-15	98		0.7	7.0	2.0	-0.6	2.0	-2.7	0.2	-3.3	1.0	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：红色底纹代表正值，绿色底纹代表负值

图 18：上榜季度毛利率及费用率影响不大，事件冲击滞后反映

类型	公司	上榜前后单季度毛利率环比变动（pct）										上榜前后单季度期间费用率环比变动（pct）									
		-4Q	-3Q	-2Q	-1Q	当季度	+1Q	+2Q	+3Q	+4Q	正负图	-4Q	-3Q	-2Q	-1Q	当季度	+1Q	+2Q	+3Q	+4Q	正负图
消费龙头	伊利股份	0.1	0.2	-0.7	-0.3	1.5	0.3	-0.2	1.8	-0.8		-0.7	0.0	-1.5	0.8	0.5	0.1	0.0	1.3	-1.2	
	格力电器	-0.2	0.9	-0.9	-2.6	1.3	3.9	-0.2	-1.9	2.4		-0.7	1.3	-0.8	-0.9	0.0	3.9	-0.7	-3.6	1.9	
	五粮液	2.5	-1.6	-2.9	6.0	-0.6	-0.4	-3.9	6.4	0.2		-1.4	-1.4	0.5	-0.8	-1.2	0.0	1.7	-1.5	10.1	
	恒瑞医药	1.9	0.5	-1.2	0.2	-0.1	0.5	-0.8	-0.8	1.3		-0.3	1.1	-2.4	4.7	-4.7	2.9	0.3	1.2	-4.3	
	贵州茅台	0.1	0.5	-0.4	0.5	0.7	-0.6	0.4	-0.1	-0.5		1.6	-0.1	-2.3	4.1	-1.7	1.1	-1.2	3.0	1.0	
	双汇发展	-1.7	0.4	6.3	-6.3	-0.2	2.9	5.7	-5.4	0.4		0.3	-1.7	2.8	-2.3	0.8	-0.2	3.2	-2.8	-0.2	
	洋河股份	5.0	3.6	-1.5	-0.1	5.1	-0.4	-5.1	0.6	-3.1		-2.0	-0.3	4.2	1.8	-3.3	-2.2	1.2	3.5	-0.3	
科技制造龙头	海康威视	0.6	-0.6	0.2	-0.6	0.5	0.1	-1.0	-0.4	0.6		-0.8	0.3	0.2	0.1	-0.6	0.6	0.5	-0.3	0.1	
	国电南瑞	9.3	-9.4	7.2	-7.1	5.4	-7.5	5.4	-2.6	0.5		-2.1	3.8	-5.2	3.4	-3.3	3.9	-4.9	3.5	-4.1	
	中兴通讯	1.0	-0.7	-2.7	2.6	-6.3	4.4	3.9	-2.3	5.7		0.8	-1.7	1.4	1.1	-5.3	11.9	-6.9	-2.6	4.8	
	卫宁健康	5.1	-4.7	-2.1	2.5	5.4	-7.0	-0.6	0.5	4.1		-11.4	-5.1	1.4	12.7	-8.1	0.4	-8.0	21.4	-16.3	
	杰瑞股份	0.1	-0.6	0.5	-0.3	0.6	3.0	-7.1	0.4	-8.0		0.4	-0.2	-0.6	-0.1	-0.3	5.5	0.5	6.1	0.3	
	大华股份	-0.3	1.3	-2.4	1.2	-0.3	-2.9	-0.2	2.3	-0.7		-2.2	0.5	-3.9	6.6	-3.7	1.2	0.8	3.0	-2.0	
	歌尔股份	-2.4	3.8	0.4	-0.3	2.3	1.6	1.6	-1.1	0.2		0.8	2.2	-0.5	-1.4	-0.8	2.9	0.8	-1.3	-1.0	
基金“弃子”	东阿阿胶	-3.1	2.3	0.6	-0.7	0.8	0.2	0.2	1.2	-0.1		-4.0	0.9	5.4	-1.9	-2.3	-0.4	0.7	6.3	-7.1	
	ST康美	-0.9	-3.9	-2.5	1.5	-1.4	-1.2	-0.7	-1.5	0.0		0.0	-2.1	0.0	1.4	-1.9	-1.4	1.9	-0.3	-1.4	
	上汽集团	-0.2	0.1	-0.7	-0.1	-1.2	-0.1	0.0	1.6	-1.9		0.3	0.1	0.3	0.1	-0.5	0.3	-0.1	0.3	0.3	
	金螳螂	0.1	-0.2	1.3	-1.3	1.2	-1.0	0.7	-0.8	-1.0		-0.1	0.1	-0.3	0.3	0.6	0.3	-0.3	-0.5	1.0	
	双鹭药业	4.1	-1.9	3.2	-3.4	4.3	-7.6	2.9	-0.1	1.1		-9.6	11.3	-10.9	6.9	-5.5	3.6	-7.0	8.1	-5.2	
	苏宁易购	1.3	-0.8	0.9	-0.4	0.0	-0.4	-1.4	-0.1	-1.9		0.2	1.0	-0.1	1.8	-0.2	0.7	0.5	-0.4	-0.1	
	葛洲坝	-1.2	0.6	-0.6	-0.7	0.9	1.8	1.3	0.2	1.1		-0.3	0.2	-0.5	-0.5	1.0	1.7	0.5	-0.4	1.5	
	蓝色光标	-9.2	6.7	-1.7	-3.6	1.7	0.2	-2.3	-0.8	0.5		0.9	0.2	-0.8	-2.9	0.0	2.4	1.3	-1.4	2.4	
	慈文传媒	6.7	-0.1	-10.4	2.4	0.2	0.0	14.4	-9.7	-3.0		0.1	-1.6	3.3	-6.5	13.0	-9.8	18.7	-17.1	6.5	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：红色底纹代表正值，绿色底纹代表负值

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.6. 市场对事件冲击预期不足，公募减仓不及时

市场对事件冲击预期不足，切香肠式下修盈利预测。回顾 30 只亏损股上榜前后市场对于上榜当年 EPS 的一致预测，上榜当季度的三个月分别有 20 只（占比 67%）、14 只（占比 47%）、22 只（占比 73%）亏损股的盈利预测出现下调，上榜后的 6 个月内下调盈利预测的个股仍然分别达到 67%、77%、60%、67%、57%、47%。市场切香肠式下调盈利预测，表明对于事件冲击影响的认识明显不足，且在下跌前对于公司盈利过度乐观。

下跌前公募仍在加仓，下跌后减仓不果断。由于市场在亏损股下跌前对于事件冲击没有预期，同时盈利预测过于乐观，公募基金在高仓位情况下继续加仓，亏损股上榜前一个季度基金持股比例均值达到 20.2%，环比提升 1.1pct，机构抱团进一步强化。亏损股下跌后，由于市场普遍对于事件冲击的影响预期不足，导致盈利预测未能迅速调整到位，公募基金采取渐进式减持操作，直到上榜后第四个季度亏损股基金持股比例均值降至 11.1%。上文 2.2 提到，亏损股在上榜后 1 年内无相对收益，因此基金高位加仓且减持不果断势必将拖累其净值表现。

图 19：市场对事件冲击预期不足，下跌前基金仍在加仓、下跌后减仓不果断

类型	公司	上榜前后基金持仓比例环比变动（pct）										上榜前后wind一致预期EPS环比变动（分/股）												
		-4Q	-3Q	-2Q	-1Q	当季度	+1Q	+2Q	+3Q	+4Q	正负图	-6M	-5M	-4M	-3M	-2M	-1M	当季度末	1M	2M	3M	4M	5M	6M	正负图
消费龙头	伊利股份	3.2	-0.2	3.8	-2.7	-3.1	-4.7	-1.6	-4.0	0.6		0.3	2.2	2.3	2.7	3.2	0.4	-0.2	-7.2	-1.5	1.0	-13.0	-1.1	5.6	
	格力电器	-1.3	1.2	-1.9	0.5	-3.0	-0.2	-0.3	-1.3	0.3		-0.2	-4.4	-1.2	0.3	-2.4	3.0	-0.6	-15.0	-2.0	-1.1	-17.0	-1.7	-0.1	
	五粮液	1.2	-0.9	2.1	-0.4	-0.8	-1.3	0.8	-1.0	-0.4		3.9	5.4	3.1	4.1	3.6	-0.5	-0.1	43.2	2.4	0.4	39.3	1.9	-0.2	
	恒瑞医药	-8.0	6.2	-4.8	5.1	-7.0	4.5	-3.0	6.3	-7.0		0.1	0.4	-14.4	-0.4	0.0	-1.1	-2.2	-11.1	-2.6	-0.4	-0.4	-2.5	0.0	
	贵州茅台	-0.1	-0.2	-1.7	0.5	-3.8	0.0	-1.0	-0.7	-0.6		-33.9	8.5	1.0	-1.4	-54.3	-7.9	-77.8	-48.7	-6.7	228.4	-4.6	-0.3	357.9	
	双汇发展	9.1	-14.5	5.4	-5.3	1.3	-3.8	2.9	-5.0	3.1		17.1	21.4	-2.4	48.3	-8.8	-1.6	-32.0	-4.0	-69.2	21.9	-15.3	-3.7	-4.1	
	洋河股份	2.2	2.6	0.2	-0.3	-1.1	-6.3	-4.1	-0.9	-2.7		-52.4	0.0	4.1	-53.9	0.5	3.9	0.0	1.2	0.8	0.0	1.5			
科技制造龙头	海康威视	1.7	-7.3	2.3	-4.3	-1.6	-1.5	0.2	-3.7	0.2		-0.6	-11.0	-0.2	0.0	-3.2	0.2	-0.2	-4.6	0.2	-0.1	-0.2	-3.8	0.1	
	国电南瑞	9.8	-9.5	9.5	-9.4	8.6	-11.6	10.6	-12.8	11.5		1.0	0.5	-0.6	0.5	-14.2	0.2	-0.1	0.1	-3.1	-0.1	-1.7	1.3	0.0	
	中兴通讯	0.5	0.4	1.4	2.4	-2.3	-3.5	-1.5	5.4	-3.3		0.5	-1.9	-6.4	-1.0	-0.4	1.0	-0.1	0.1	-0.6	-0.3	-37.5	-26.2	-68.8	
	卫宁健康	15.3	-27.8	17.4	-4.2	2.7	-31.8	10.7	-9.4	1.7		0.9	0.2	2.9	-3.9	-53.5	0.0	0.0	-0.7	-0.7	0.0	-0.6	0.1	0.2	
	杰瑞股份	-22.0	21.8	-13.4	12.4	-15.3	2.2	-14.3	-0.9	-5.9		1.7	-0.1	-0.2	-38.5	-1.4	-5.2	0.4	-1.2	-0.2	-39.9	-2.6	4.1	-0.6	
	大华股份	-6.3	8.0	-7.8	6.2	-11.7	2.9	-10.0	-1.5	6.6		0.0	1.0	-0.8	-2.6	-47.3	0.2	-1.8	2.4	-1.2	-0.7	-1.4	-6.6	-1.1	
	歌尔股份	11.6	-11.5	11.7	-3.7	-1.4	-7.3	9.6	-12.4	-1.9		0.0	0.5	4.5	-0.1	6.9	0.5	-0.4	2.1						
金融地产龙头	中国平安	-1.2	1.6	-0.8	1.0	-1.8	-0.5	-0.6	0.3	0.2		-0.4	6.2	6.2	0.2	2.8	1.9	10.2	-3.0	-43.1	0.6	0.5	-74.4	45.0	
	兴业银行	0.4	-2.9	3.2	-1.9	-0.5	-1.5	0.7	-1.2	0.8		-1.0	-3.2	2.9	5.7	-3.7	-40.8	-2.1	-22.1	-6.1	-1.7	0.9	0.3	0.4	
	中信证券	-0.4	0.9	0.3	0.8	0.0	0.2	-0.9	0.4	0.1		1.9	0.7	2.5	6.1	1.5	0.9	6.7	2.7	-1.3	-2.0	5.8	2.1	5.5	
	招商银行	-0.8	-1.9	0.4	-0.7	-0.2	-2.4	1.3	-1.6	-0.8		3.3	3.0	-1.3	1.7	1.8	0.1	-0.4	0.2	1.0	-3.3	-0.4	-13.0	0.1	
	万科A	-1.9	1.9	0.0	2.1	-4.1	0.7	-0.8	0.2	-0.2		-0.3	1.8	-1.1	-6.0	-4.6	0.7	-9.8	-1.6	0.3	-3.9	0.4	-1.6	77.9	
	华泰证券	0.4	1.9	-1.1	0.6	-2.0	1.7	-0.3	1.2	1.7		-4.9	-0.7	-3.1	-4.3	-0.8	-1.4	-0.7	2.4	-3.4	0.5	0.1	0.8		
	保利地产	-2.3	4.1	-4.3	1.1	-7.6	10.2	-12.3	5.5	-9.0		0.2	0.3	-0.7	-0.7	0.0	-0.6	0.2	-59.4	-0.1	0.3	0.0	-0.2	0.3	
基金"弄子"	东阿阿胶	-5.5	4.0	0.1	4.1	-9.3	1.5	-3.0	1.5	-3.5		0.9	-0.2	1.0	-0.2	3.2	-2.3	-0.6	-2.9	-0.3	-15.4	-1.1	-4.0	-38.6	
	ST康美	4.7	-6.3	5.4	-0.4	-3.8	-2.0	6.9	-5.0	0.2		-0.3	-0.1	0.2	0.7	-4.0	0.7	-0.3	0.0	0.1	0.1	-5.3	0.3	0.0	
	上汽集团	-1.1	2.4	-2.3	2.7	-3.0	1.8	-2.6	2.2	-2.0		-0.5	-3.9	-0.1	0.1	-1.8	-2.3	-2.3	-4.9	-0.6	-0.9	-4.6	-11.6	-21.5	
	金螳螂	4.4	-0.6	0.2	3.2	-4.5	-1.0	-4.9	-1.5	-2.4		-20.3	-0.4	-1.7	-0.9	-7.6	0.5	-1.0	-0.9	-20.5	-1.0	-1.5	-0.2	-0.8	
	双鹭药业	-14.7	17.4	-9.4	15.2	-22.1	13.6	-13.5	13.4	-15.1		1.1	-2.7	-14.5	-1.0	-0.6	-3.0	-0.3	-5.5	-0.6	0.0	0.6	-8.0	-0.1	
	苏宁易购	2.4	-11.7	6.2	-9.0	4.1	-8.2	4.7	-8.2	4.5		-1.6	-0.2	-2.6	-1.5	-3.7	-0.3	-2.7	-6.6	-8.6	-1.6	-7.0	0.0	-0.8	
	葛洲坝	1.3	2.9	1.7	0.6	-2.6	-4.0	0.1	0.6	0.4		0.5	0.8	1.3	0.5	-0.5	-0.5	-0.2	-0.6	-0.6	-0.2	-0.7	-0.8	1.3	
	蓝色光标	7.2	-7.2	4.8	1.9	-10.3	-5.0	-1.7	-18.6	2.2		-2.5	3.8	-34.2	-1.2	-0.6	0.4	1.6	-0.3	-7.2	0.3	-0.4			
	慈文传媒	-2.6	17.9	-16.3	16.4	-17.6	17.8	-16.7	20.0	-14.1		0.0	4.2	-0.9	3.3	0.3	-1.8	0.4	0.9	-1.8	-0.5	-0.1	20.4	-0.1	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：wind 一致预期 EPS 为上榜季度所属年份的 EPS 预测值；Q 表示季度，M 表示月；红色底纹代表正值，绿色底纹代表负值

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.7. 复盘“大华股份”：行业竞争倒逼转型，阵痛期基本面不佳

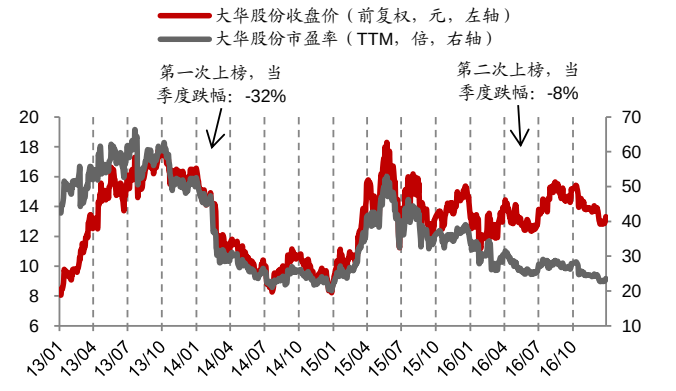
选取龙头股中上榜季度跌幅最大的大华股份进行简要复盘。

下跌前股价及估值均处高位。大华股份分别于 2014Q1 和 2016Q2 上榜当季度基金亏损股榜单并位列第一名，当季度跌幅分别达到-32%、-8%。2014Q1 初次上榜前，股价已经历连续 6 个季度上涨后的小幅回调（-10%），2013 年底 PE 处于过去 3 年 69%分位，股价及估值均处于较高水平。

转型阵痛：竞争倒逼转型，业绩增速及盈利能力下滑。大华股份自 2008 年上市后保持高速增长，2010-2013 年净利润增速均在 40%以上。2013 年政府客户采购放缓，对当时以城市道路监控为主的安防行业造成影响，行业规模增速下滑 0.8pct 至 16.98%，同时市场以产品为主的同质化竞争日趋激烈，大华股份下半年毛利率连续下滑。为寻找新的增长点，2013 年大华明确提出由产品供应商向解决方案提供商转型，研发投入明显加大，2014Q1 单季度研发费率由之前 13%左右提升至 18%，同时由于转型初期新业务收入不足叠加行业价格战延续，单季度业绩增速下滑 19pct，毛利率继续下滑拖累单季度净利润率下滑 6.3pct 至 17.6%，市场普遍对于公司未来转型及增长持不确定态度，机构大幅减仓导致当季下跌 32%。

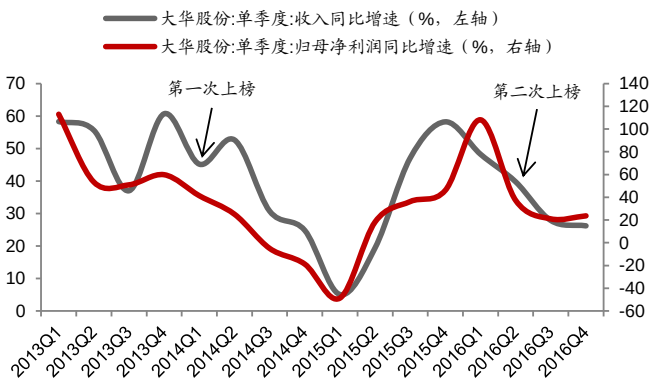
第二次上榜属于业绩拐点后的小幅调整。2014Q1 后转型阵痛不断加深，2014Q3-2015Q1 单季度归母净利润连续负增长，净利润率降至 8.6%的历史低位。2015Q2 之后随着费用投入高峰已过，新业务开始逐渐放量，公司毛利率趋稳，单季度利润增速恢复正增长，业绩拐点显现。对应地，基金持股比例缓慢提升。2016Q2 公司基本面未见明显问题，单季度股价下跌-8%，上榜当季度亏损股榜单的原因可能与基金持股比例恢复及其他重仓股表现相对更好有关。

图 20：大华股份初次上榜前股价及估值均处高位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

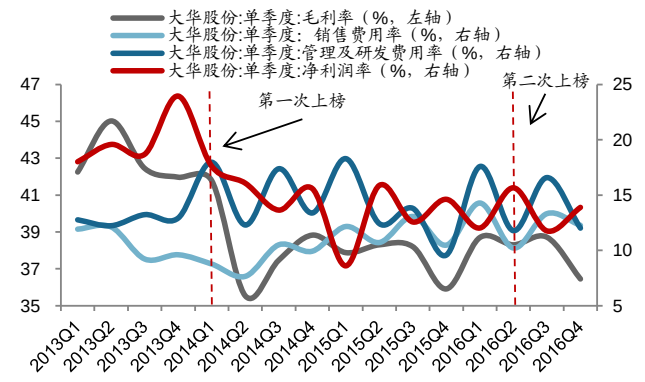
图 21：大华股份上榜后业绩增速明显下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

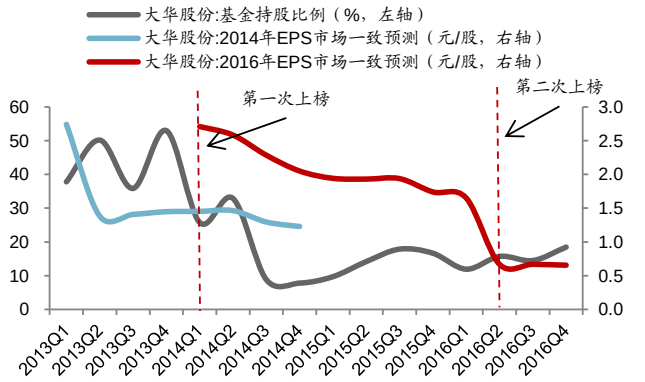
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 22：大华股份上榜后费用率升利润率降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 23：大华股份上榜后盈利预期及基金持股明显下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 基金“弃子”：崎岖赛道里的“问题”公司

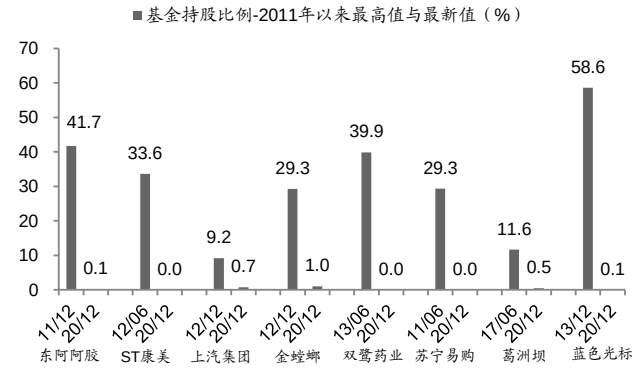
基金“弃子”为何会被抛弃，是行业影响还是自身问题？本节对此进行重点研究，结论发现“弃子”被弃是赛道及自身问题共同影响的结果，其所处赛道多具有同质化、大行业小公司、景气下行、业绩波动大等特点，而自身普遍具有缺乏护城河优势、非理性扩张、股权质押比例高、研发投入占比低等问题。

4.1. 从大受追捧到无人问津

“弃子”最新基金持股低于 1%，20 年末股价较近十年最高价平均回撤-63%。30 只基金重仓亏损股中 20Q4 基金重仓持股比例低于 1%的股票共有 9 只，反观其历史数据，过去十年基金持股比例峰值最高的蓝色光标达到 58.6%，最低的上汽集团也有 9.2%，作为曾经公募基金追捧的热门股，这 9 只个股如今已基本被抛弃。伴随基金持股下降的是其股价的大幅下跌，基金“弃子”2020 年末股价较近十年最高价回撤幅度平均达到-63%，其中最高的造假股 ST 康美回撤 90%，最低的上汽集团回撤 24%。这背后是其所处的崎岖赛道及自身问题共同导致基本面出现趋势性变化，此外“弃子”具有大股东持股低、股权质押比例高、高管薪酬占比利润大、研发投入占比营收低等特点。

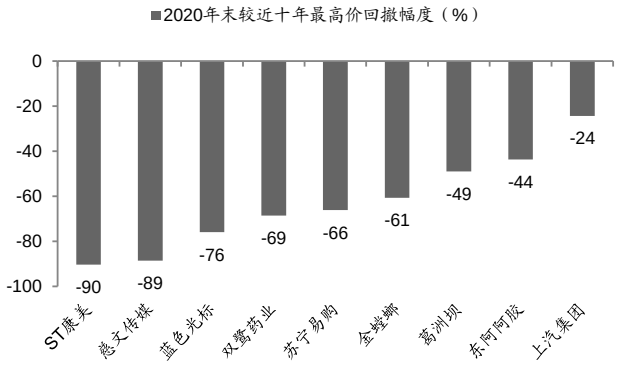
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 24：近 10 年“弃子”的基金持股比例下降明显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 25：20 年末“弃子”较近十年最高价平均回撤 63%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.2. 崎岖赛道：同质化、大行业小公司、景气下行、业绩波动大

复盘基金“弃子”发展历程，我们发现其所处的行业普遍具有以下几点特征：

①同质化竞争激烈，企业盈利空间小，如零售行业。苏宁易购所处的零售行业进入门槛低，业务同质化程度高，随着线上消费的快速发展，线下实体零售商盈利空间被不断压缩，同时线上线下结合的新零售业态迅速迭代创新，多数商业模型仍处于烧钱试跑的初始阶段，行业竞争异常激烈。除少数巨头凭借强大资本实力抢占份额外，多数零售企业处境艰难，2019 年申万商业贸易板块整体毛利率仅 14%，居 27 个行业的倒数第 5 名，净利率仅 2.5%，居倒数第 4 名。

②行业空间大，但集中度难以提升，如装饰装修行业。金螳螂所处的装饰装修行业总产值已达到 1.2 万亿元，但由于上游基建投资及房地产开发增速放缓，行业增长进入停滞。装饰装修行业非标准化、地域性特征明显，因而导致行业集中度长期难以提升，目前 A 股上市公司营收在行业总产值中的占比仅 10.4%，即便龙头金螳螂的市占率长期仅在 2%附近波动。

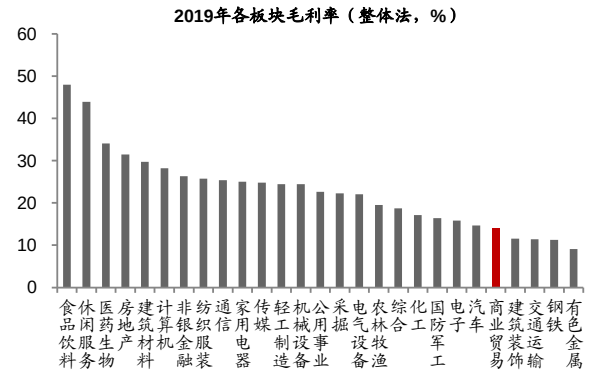
③行业景气度出现趋势性下行，如基建、汽车行业。葛洲坝所处的基建行业，受国家政策影响大，2018 年后基建刺激经济的政策倾向明显转变，行业投资增速由 20%高位降至目前 2-3%。上汽集团所处的汽车行业，在过去十年充分享受中国汽车普及度快速提升带来的增长红利，但 2018 年下半年以来由于经济增长压力和产业政策等影响，汽车销量持续下滑，新能源汽车逆势崛起，传统车企面临更大的经营压力。

④商业模式面临不确定性，盈利波动大，如传媒影视行业。蓝色光标、慈文传媒所处的传媒影视行业，在 2014-2016 年经历大规模投资并购后，上市公司业绩实现快速增长。2018 年后行业监管政策不断收紧，阴阳合同、演员限薪、减量提质、游戏版号叠加影响，前期激进并购产生的巨额商誉集中暴雷，导致行业连续两年亏损。整体来看，传

请务必阅读正文之后的免责声明部分

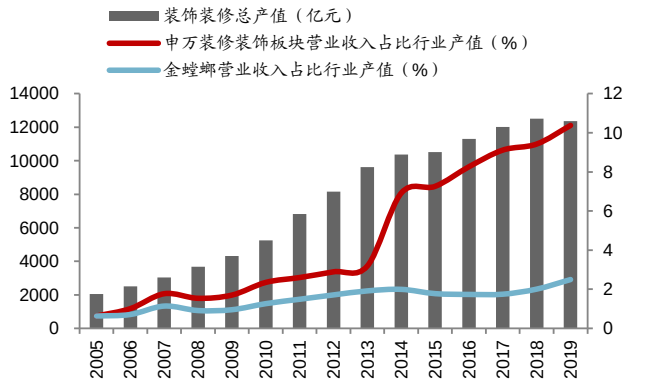
媒影视行业产品审批进度、推广效果、变现程度均面临重大不确定性，盈利难以保持稳定，在个别极端事件（如疫情、主演丑闻等）冲击下可能遭受严重亏损。

图 26：2019 年零售板块整体毛利率居 A 股后 5 名



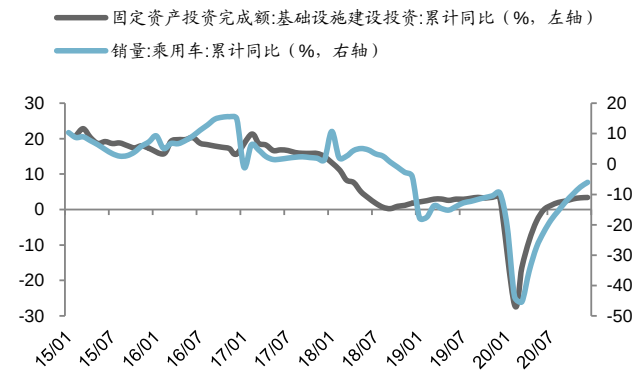
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 27：装饰装修行业呈现“大行业小公司”格局



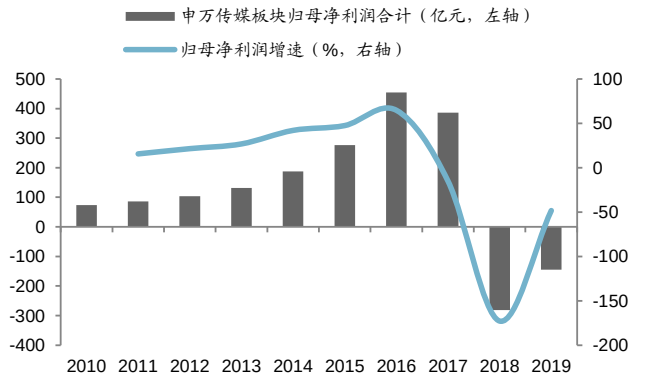
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 28：基建、汽车行业景气度近年下滑明显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 29：传媒影视行业业绩不确定性较高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.3. 自身问题：缺乏护城河优势、非理性扩张、财务造假

除行业通病外，基金“弃子”自身的竞争优势及发展战略也多有问题，典型如下：

1、缺乏护城河优势，难抵变革性冲击

①东阿阿胶：错误提价，库存积压。公司是全国最大的阿胶产品生产企业，凭借品牌优势占据高端市场主要份额。2005 年至今公司提出“价值回归”，产品不断提价，一方面经销商长期通过囤货赚取可观收益，另一方面消费者粘性不足导致价升量跌，常年积聚的渠道及库存问题在近几年集中暴露，产品销量自 2017 年持续下滑，拖累收入连续三年负增长，2019 年扣非归母净利润亏损 5.37 亿元。

②双鹭药业：过度依赖单品，研发实力不足。公司以研发生产生化药物为主业，曾凭借明星产品“复合辅酶”将归母净利润由 2001 年的 1900 万增加至 2014 年的 6.95 亿元，复合辅酶在收入中的贡献最高可达 70%-80%。2015 年后各省市开始限制辅助用药滥用情况，2019 年复合辅酶被国家列入重点监控药品名单，并从医保目录中移除，双鹭药业产品销量大幅下滑。由于公司研发实力不足，在一线产品受限情况下，二线产品未能有效补位造成业绩下滑，同时业绩压力进一步影响公司研发投入，研发强度降至 2019 年 8.4%，行业龙头恒瑞医药则高达 16.7%。

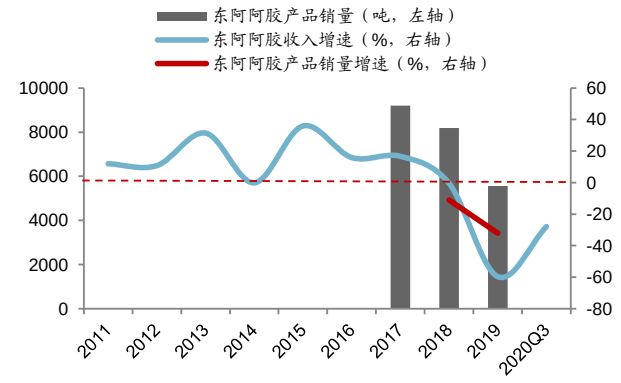
③上汽集团：合资占比仍高，自主任重道远。上汽集团旗下拥有上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱三个合资品牌，以及荣威、名爵等自主品牌。公司自 2006 年开始自主品牌研发，2008 年投产上汽乘用车工厂，在国内车企中较早开始自主之路的探索。2014 年后国产 SUV 的爆发使得自主销量占比有所提升，但 2020 年三大合资品牌销量占比仍然高达 82%。2018 年发改委表示将于 2022 年取消乘用车外资股比限制，同时取消合资企业不超过 2 家的限制。国内车企对于合资品牌的过度依赖或许会在未来与合作外方谈判时影响其议价权。

2、非理性扩张拖累主业，商誉减值侵蚀利润

①苏宁易购：持续扩张效果不佳，主业长期亏损。苏宁作为老牌家电 3C 零售龙头，不断扩充品类及业态，推进线上线下全渠道发展，收入规模持续增长，但扣非归母净利润已连续 6 年亏损。公司于 2010 年上线电商平台，彼时淘宝、京东已具规模，自身追赶优势并不突出。2012 年苏宁与京东、国美展开价格战，份额竞争异常激烈。公司先后收购红孩子、天天快递、万达百货、家乐福（中国）等资产，尝试自营生鲜、苏宁小店等新业态，但扩张步伐太快导致效果不佳。公司在家电 3C 领域的传统优势如今也被对手超越，据中国电子信息产业发展研究院数据，2020 年前三季度苏宁在全国家电零售市场份额 21%居第 2 名，落后京东 6pct。

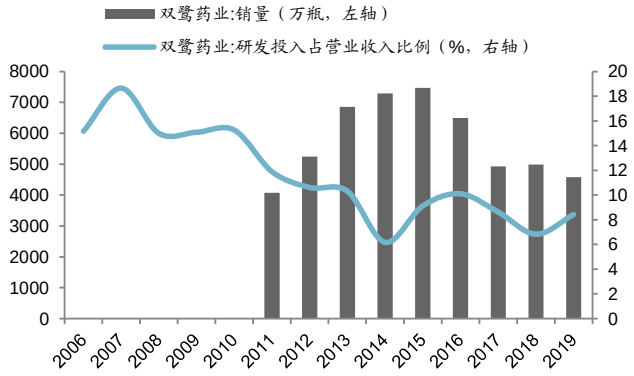
②蓝色光标/慈文传媒：大规模收购产生巨额商誉。蓝色光标主营业务为营销服务、数字广告及国际业务，2010 年上市后开启外延式扩张战略，先后并购思恩客、美广互动等众多公司，2015 年后并购步伐放缓，2019 年商誉仍然高达 49 亿元，在总资产中的占比达 26%，若收购标的业绩下滑将产生巨大的商誉减值压力。慈文传媒主业包括影视制作、游戏开发及艺人经纪业务，曾推出多部爆款影视剧。2015 年公司以 11 亿元溢价收购北京赞成科技切入移动游戏领域，产生商誉 9.9 亿元，2018 年公司对该笔商誉计提减值 8.66 亿元，造成当年归母净利润亏损 10.94 亿元，超过 2012-2017 年利润总和。

图 30：东阿阿胶产品销量持续下滑拖累业绩



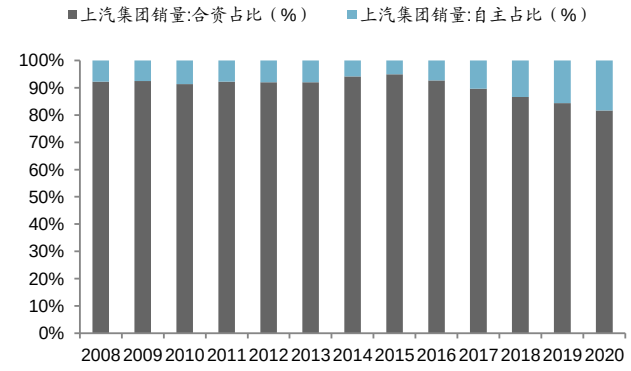
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 31：双鹭药业产品销量下滑&研发强度下降



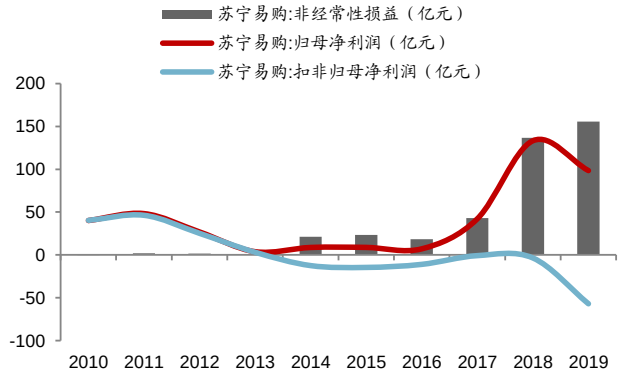
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 32：上汽集团合资品牌销量占比仍高达 82%



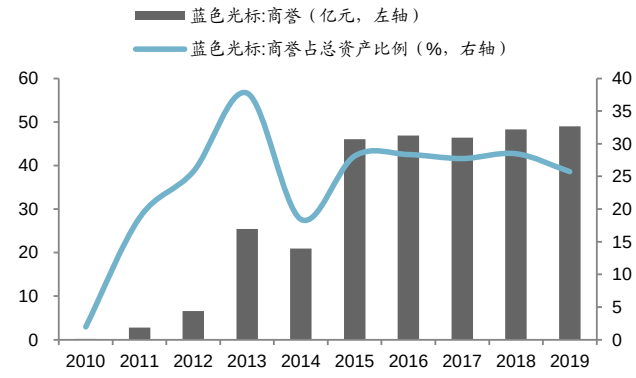
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 33：苏宁易购主业长期亏损



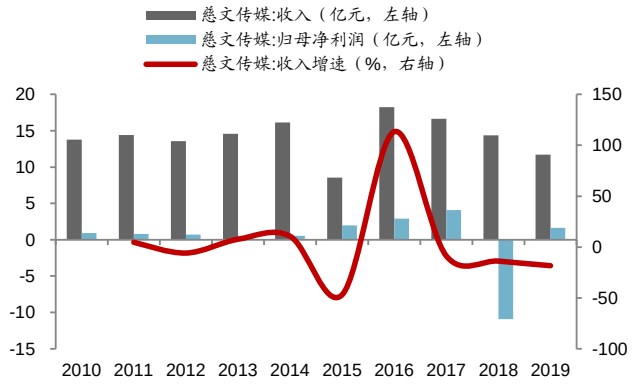
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 34：蓝色光标商誉仍高达总资产 1/4



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 35：慈文传媒 2018 年商誉减值侵蚀过去 6 年利润



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3、财务造假，突破道德及法律底线

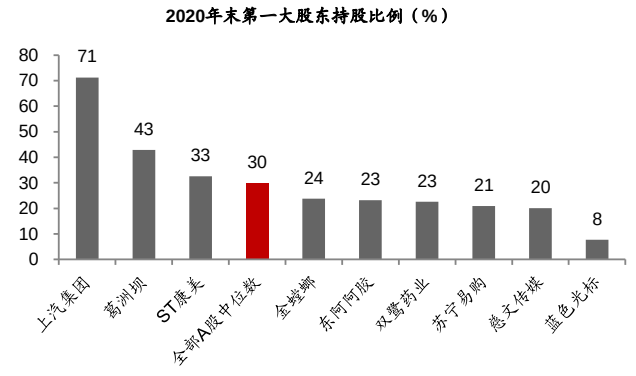
康美药业虚增数百亿收入及资产，2012 年已被质疑造假。康美药业以中药饮片为核心，布局中医药全产业链。2019 年 8 月证监会下发行政处罚，查明康美药业于 2016 年报、2017 年报、2018 半年报及年报中分别虚增收入 90 亿、100 亿、85 亿、16 亿，虚增资产 225 亿、299 亿、362 亿、36 亿。而早在 2012 年，中能兴业就曾发文质疑康美药业在土地购买和项目建设上至少虚增 18.5 亿元资产。

4.4. 治理&研发：大股东持股低、质押高、高管薪酬高、研发投入低

股东：第一大股东持股低，股权质押比例高。2020 年末 9 只基金“弃子”的第一大股东持股比例均值为 29.4%，略低于全部 A 股的中位数 30%，其中作为国企的上汽集团、葛洲坝，以及 ST 康美的第一大股东持股比例较高，其余 6 只均低于全 A 中位数。2020 年末除东阿阿胶、上汽集团、葛洲坝三家国企及金螳螂外，其余 5 只弃子均存在股权质押，且质押比例均高于全部 A 股的中位数 5.3%，其中最高的 ST 康美高达 45.4%，表明“弃子”的股东普遍面临较大融资压力。

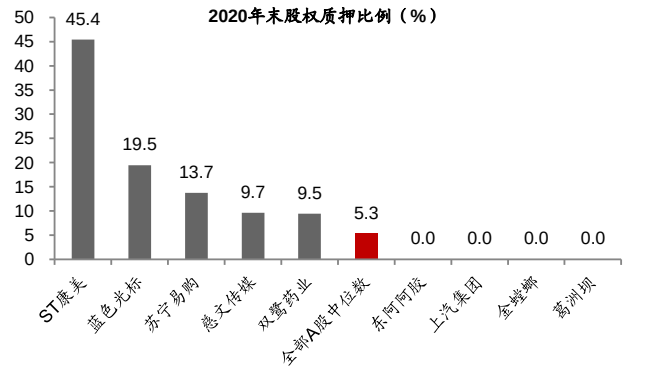
治理：高管薪酬占利润比重大，研发投入占营收比例低。2010-2019 年管理层薪酬占归母净利润比重的均值，5 只“弃子”高于全部 A 股（整体法，剔除负值）的 0.55%，其中最高的慈文传媒及蓝色光标分别达到 4.54%、4.44%。2010-2019 年研发支出占营收比例的均值，5 只“弃子”低于全部 A 股（整体法）的 1.66%，其中最低的 ST 康美为 0.63%，最高的双鹭药业达到 9.73%。

图 36：基金“弃子”大股东持股普遍较低



数据来源：Wind，东吴证券研究所

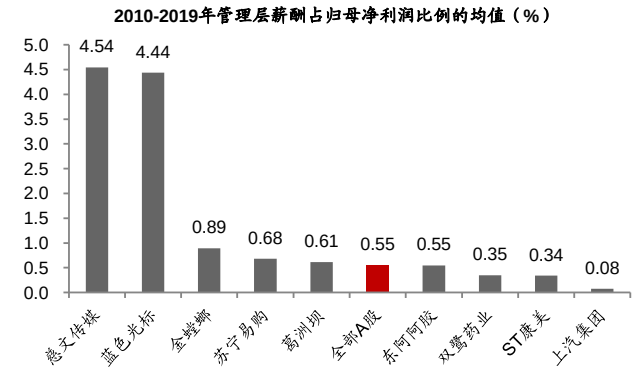
图 37：基金“弃子”股权质押比例普遍较高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

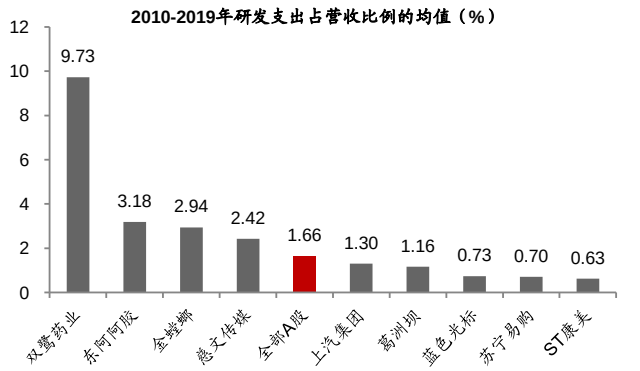
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 38：多数“弃子”高管薪酬占比利润高于全 A



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 39：多数“弃子”研发支出占比营收低于全 A



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.5. 复盘“蓝色光标”：外延并购+内生增长的双轮扩张遭遇瓶颈

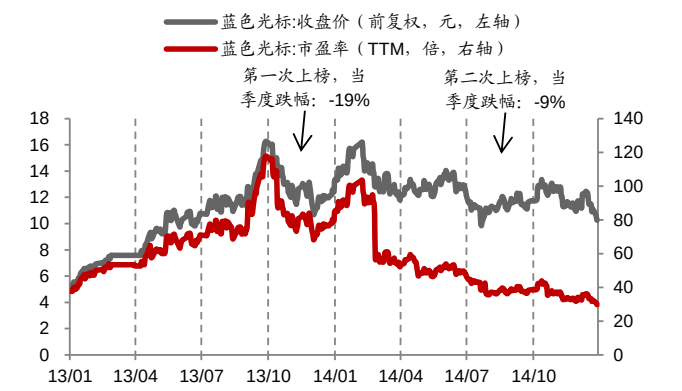
选取基金“弃子”中曾受高度关注且上榜季度距今较近的蓝色光标进行简要复盘。

初次上榜前股价创新高，再次上榜时高估值已消化。蓝色光标分别于 2013Q4、2014Q3 两次上榜亏损股榜单，当季度跌幅分别为-19%、-9%。2013Q4 初次上榜，蓝色光标股价创出历史新高后出现明显回调，后经过两个季度的横盘震荡，高估值得以部分消化，2014Q3 再次上榜时其估值已降至过去三年 34%分位。

扩张遇瓶颈：外延并购贡献递减，内生增长渐显乏力。蓝色光标自 2010 年上市后即开启内生增长+外延并购的双轮驱动战略，先后密集收购多家公司，其并购模式也逐渐被市场所共识。2012Q4-2013Q2 公司单季度收入增速出现下滑，2012Q4 单季度扣非归母净利润同比下滑 51%，2013Q3 再次下滑 5%，同时公司溢价收购新增 14.52 亿商誉，导致商誉在总资产中的比重攀升至 38%，2013Q4 股价即出现回调。初次上榜后公司业绩增速出现强劲反弹，但在 2014Q3 后再次拐头向下，单季度收入增速降至 20%-30%，扣非利润增速在 2015 年连续四个季度为负，表明一方面并购所能带来的增量收入在边际递减，另一方面其自身盈利大幅下滑，支撑过去高增长的双轮驱动逻辑被打破。同时，2014Q3 后公司毛利率整体回落，费用率提升，拖累净利润率表现并出现亏损季度。对应地，市场在 2014Q2-Q3 大幅下调盈利预测，基金持股比例从 52%下降至 18%，2014Q3 股价回调 9%，并上榜亏损股榜单。

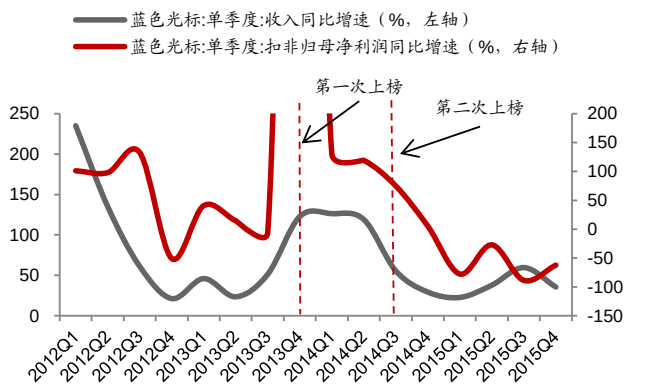
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 40：蓝色光标上榜前后股价表现



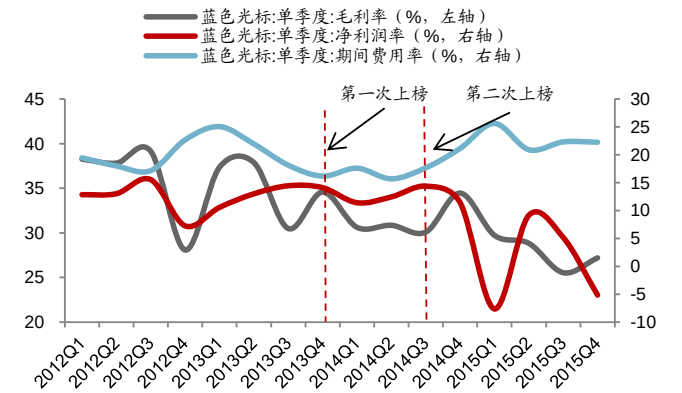
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 41：蓝色光标上榜后收入及扣非利润增速下滑



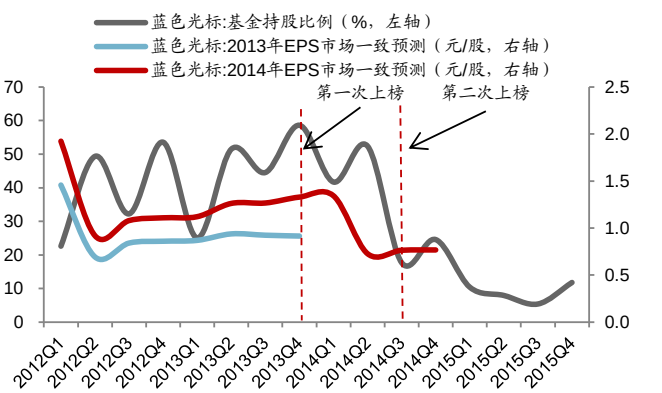
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 42：蓝色光标上榜后费用率升利润率降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 43：蓝色光标上榜后基金持股及盈利预测下滑



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 投资建议：甄别个股辨识龙头，警惕高估值下的意外冲击

1、甄别个股辨识龙头，规避“弃子”型公司。长周期视角下，建议投资人聚焦优质赛道里的真龙头，即在行业增长空间确定、集中度可提升的赛道中，寻找拥有真正护城河优势，如研发实力突出、产品力强大、渠道掌控良好、精细化运营、具备资源整合优势的公司。同时尽量规避上述“弃子”型公司，即同质化竞争激烈、集中度难以提升、景气趋势性下行、商业模式不确定的细分赛道中的“问题”公司，如缺乏核心研发实力、产品力不足、非理性扩张的公司。

2、警惕龙头股高位估值下的意外事件冲击。高位估值下，股价对于负面信息更为敏感，本文 30 只基金亏损股下跌前估值普遍处于历史高位，在事件冲击，如产品质量&渠道变革、高管/大股东减持、监管&流动性变化、不合理融资/激励等影响下，业绩增

请务必阅读正文之后的免责声明部分

速下滑不及市场预期，从而导致估值下杀。在当下机构重仓股高度重合，“抱团”趋势延续的背景下，建议投资人密切跟踪个股基本面，警惕上述类似事件冲击导致的杀估值。

3、若重仓股上榜亏损榜单，应果断减仓/离场，无需恋战。市场在亏损股下跌前对于冲击事件没有预期，在下跌后普遍对其影响预期不足，从而导致公募基金在下跌前继续加仓、下跌后减仓不果断。本文统计发现，基金重仓亏损股上榜后 1 年内，仅消费龙头和科技制造龙头拥有正收益，但四大类型均无相对收益，继续持有的时间成本高。因此，建议投资人在重仓股上榜当季度亏损榜单后果断减仓/离场，其中长期价值型选手可根据资金属性控制仓位，短跑成长型选手应果断止损离场。

6. 风险提示

风险提示：中美关系恶化；疫情二次爆发；宏观经济不及预期；样本股特征是历史数据统计结果，历史经验不能代表未来。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

