东兴证券 DONGXING SECURITIES

大消费周观点：市场震荡回调，建议关注中报确定性细分龙头

——2020 年 7 月第四期周报

2020 年 07 月 26 日

看好/维持

大消费 | 行业报告

报告摘要：

食品饮料：短期回调不改变长期价值，看好经济复苏下高端白酒业绩弹性

本周食品饮料板块出现较大幅度回撤，一方面是前期新闻媒体评论文章对茅台批价上涨较快进行批评，导致市场情绪有恐慌；另一方面是大盘调整，北上资金撤离食品饮料板块，导致板块大幅回撤。

但是从基本面来看，短期回调未改变食品饮料企业长期价值。高端白酒批价继续上行，本周飞天茅台报价 2500-2550 元，五粮液水晶瓶批价全国范围内报 940-960 元，同时国窖、酒鬼酒、老白干等酒企也纷纷发布挺价政策，白酒企业淡季提价，为中秋旺季放量提供较好的准备。下半年经济不断复苏预期加强，高端白酒消费量与经济增长相关性更强，看好下半年经济复苏下高端白酒的业绩弹性。食品板块消费粘性较大，业绩更为平稳。短期受洪水、疫情影响下，部分企业成本有小幅上行，需求有一定的下滑。判断下半年国内总体物价水平上行，食品企业有进一步提价空间。

【重点推荐】双汇发展、今世缘、贵州茅台、五粮液、泸州老窖

风险提示：食品安全，原材料价格波动，终端渠道恢复不达预期。

社会服务：影院复工或带动餐饮新一轮复苏，中报临近关注确定性细分龙头

免税方面，海南上半年接待游客人数和旅游收入降幅比一季度分别收窄 12.9 和 10.3 个百分点，全省离岛免税品零售额 85.72 亿元，同比增长 30.7%。长期看好免税板块，跨省团队游开放叠加不断释放的政策红利，将引领消费回流，带动免税消费持续增长。餐饮酒店方面，呷哺呷哺预计上半年收入同比下降约 29%，净亏损约 2-3 亿元。随着北京二次疫情稳定、全国影院陆续复工以及跨省团队游的开放，餐饮酒店有望迎来新一轮复苏，近期华住旗下酒店平均入住率超 80%。教育方面，“保就业”政策持续落地，近日部分地区公务员省考笔试开考，全国共计划招录 16.3 万人，同比增长 28.7%，招考人数大幅增加。持续推荐职教龙头中公教育，随着考试落地，公司将在 Q3 至 Q4 初集中确认收入。同时关注一对一培训龙头紫光学大，公司筹划定增改善财务结构，未来业务发展可期。此外，随着国内疫情趋稳，企业经营恢复常态，用工需求有望逐步释放，以科锐为代表的灵活用工赛道持续向好。

【重点推荐】中国中免、中公教育、科锐国际、紫光学大、锦江酒店

风险提示：疫情控制超预期，突发性事件，超预期政策。

商贸零售：可选消费回暖，中报建议关注高确定性的超市行业

电商方面，电商行业二季度业绩或超预期。主要基于今年 618 大促各大平台交易额创纪录，同时疫情加速消费者线上消费习惯的培育与商家卖货向线上转移的趋势。重点推荐阿里巴巴、拼多多。超市方面，必选消费延续稳健增长，后疫情时代大型商超进入 mini 店新市场。相较于传统大型商超，小店更加考验企业在产品、门店经营能力。重点推荐，深耕生鲜食品供应链以及具备丰富门店管理经营的永辉超市、高鑫零售、红旗连锁。百货方面，百货拥抱免税开放新机遇。迎接

未来 3-6 个月行业大事

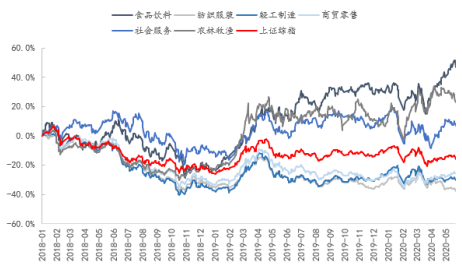
2020/07/29 贵州茅台：预计披露中报

2020/07/30 健盛集团：预计披露中报

2020/08/15 生物股份：预计披露中报

2020/08/08 今世缘：预计披露中报

行业指数走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳
010-66554087 zhangkl@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480518070001

分析师：程诗月
010-66555458 chengsy_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519050006

分析师：王习
010-66554034 wangxi @dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480518010001

分析师：王紫
010-66554104 wangzi@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480520050002

分析师：王长龙
010-66554045 wangcl@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480520050001

分析师：娄倩
010-66554008 louqian@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519020001

分析师：赵莹
010-66555446 zhaoying_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480520070001

分析师：王洁婷
wangjt@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480520070003

研究助理：刘田田
010-66554038 liutt@dxzq.net.cn

海外消费回流，国内市内免税、离岛免税政策逐步开放。牌照资质及运营能力成为考验，百货企业进入免税市场的关键因素。重点推荐，已获得免税牌照的王府井。珠宝方面，直播带货成为新亮点，金价企稳利好黄金珠宝消费回暖。珠宝品牌进入直播领域，一方面，直播带货成为珠宝销量增长新亮点；另一方面，网红营销下助力提升品牌影响力。我们建议关注积极探索线上渠道转型和拓展的龙头企业周大生。

【重点推荐】王府井、周大生

风险提示：疫情反复，线下渠道消费修复仍存风险。

农林牧渔：养殖盈利持续释放，持续看好饲料动保及替抗板块

生猪养殖：本周国内生猪价格整体回落，环比下降 1.72%至 37.65 元/kg。为顺利完成出栏计划，周内养殖端生猪出栏量明显增多；进入消费淡季，需求面持续呈现疲软走势，屠企亏损严重。7 月 23 日，中央储备冻猪肉再投放 1 万吨，增加市场供应。从 7 月底至 8 月来看，进口猪肉总量或因海外新冠疫情形势严峻而有所下滑，供给仍呈现偏紧局面，短期猪价或将维持高位。在非瘟疫情常态化的背景下，防疫体系完善、成本优势突出的公司有望持续享受高盈利并实现快速扩张，重点标的牧原股份、温氏股份。饲料动保：近日南方多省市持续降雨，非瘟疫情防控形势依旧严峻。哈兽研开发的非洲猪瘟疫苗环境释放和临床试验进展顺利，安全性方面表现良好。若未来非洲猪瘟疫苗商业化，行业有望实现大幅扩容。我们认为随着存栏逐步复苏，叠加限抗政策持续深化，具备配方和成本优势的饲料企业将持续迎来销量提升，优质平台动保企业强者恒强，持续推荐动保龙头生物股份，建议关注饲料龙头海大集团，替抗产品生产商溢多利。

【重点推荐】生物股份、温氏股份、牧原股份、海大集团、溢多利

风险提示：畜禽价格波动风险，极端天气影响，动物疫病影响等。

纺织服装：多家龙头公司中报预告超预期，行业基本面复苏在即复

社零数据和网上平台数据显示，服装销售持续回暖。6 月服装鞋帽、针纺织品零售总额同比仅下降 0.1%，增速环比提升 0.5pct，边际继续改善。其中运动板块整体延续高增长态势，国内双龙头公司增长突出。电商平台 6 月份数据显示，运动鞋、运动服网上销售增速较 Q1 有明显提速。4-6 月份增速分别为 26%、26%、41%和 30%、33%、55%。A 股方面，森马服饰拟剥离 KIDILIZ 亏损业务，比音勒芬公布上半年业绩快报，上半年业绩同比仅下滑 7.03%超市场预期。纺织制造端主要依靠国内支撑，出口压力仍大。截止 2020 年 6 月，中国纺织品/服装出口累计同比+27.8%/-19.4%，纺织品及服装出口表现分化。我们认为结合海外疫情发展进程，国内纺织企业的生产订单压力集中在二三季度，预计三季度会出现触底回升。投资策略方面仍建议重点关注较为景气的运动服饰产业链，A 股龙头率先复苏可加强关注。

【重点推荐】李宁、申洲国际、滔搏、安踏体育、健盛集团

风险提示：疫情导致消费复苏不及预期，品牌商战略变化，新渠道拓展受阻。

轻工制造：箱板瓦楞纸价短期回调，关注家居企业中报业绩回暖

龙头包装纸企降价带动箱板瓦楞纸价下跌，后续走势需观察下游需求情况。汛情或短期支撑废纸纸价，中期看好 2021 年废纸进口清零对废纸系价格的支撑。龙头拥有海外废纸浆布局和规模优势，行业竞争力和议价能力相对较强。文化纸方

执业证书编号: S1480119010012
研究助理：常子杰
010-66554040 changzj@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119070055
研究助理：张东雪
zhangdx@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480119070051

面陆续出现提价函，未来期待旺季需求对纸价的提振。在低浆价红利和产品结构升级助力下，维达和洁柔中报业绩高增，体现出龙头纸企强劲的竞争力。看好龙头借电商渠道持续扩大市占率。推荐维达国际、中顺洁柔。随着疫情缓解，Q2家居行业在B端和C端都有回暖迹象。工程渠道受竣工回暖带动，零售渠道亦有所复苏。建议关注头部家居企业中报业绩利好，同时依然看好下半年家居企业业绩修复。长期关注精装修渗透率提升为家居B端龙头企业创造发展机遇。同时C端龙头持续强化产品和渠道，看好其长期竞争力。

【重点推荐】维达国际、中顺洁柔、太阳纸业

风险提示：原材料价格大幅波动，下游需求不及预期，地产销售不及预期。

目　录

1. 市场回顾：市场大幅震荡 5
1.1 市场整体表现：市场悲观情绪下，宽幅震荡 5
1.2 大消费各板块表现：社服领涨，其余板块下跌 5
2. 行业追踪：市场震荡回调，建议关注中报确定性细分龙头 6
2.1. 食品饮料：短期回调不改变长期价值，看好经济复苏下高端白酒业绩弹性 6
2.2. 社会服务：影院复工或带动餐饮新一轮复苏，中报临近关注确定性细分龙头 8
2.3. 商贸零售：可选消费回暖，中报建议关注高确定性的超市行业 11
2.4. 农林牧渔：养殖盈利持续释放，持续看好饲料动保及替抗板块现 12
2.5. 纺织服装：多家龙头公司中报预告超预期，行业基本面复苏在即 15
2.6. 轻工制造：箱板瓦楞纸价短期回调，关注家居企业中报业绩回暖 16
3. 重点标的近期重要事项提醒 18
4. 风险提示 18

插图目录

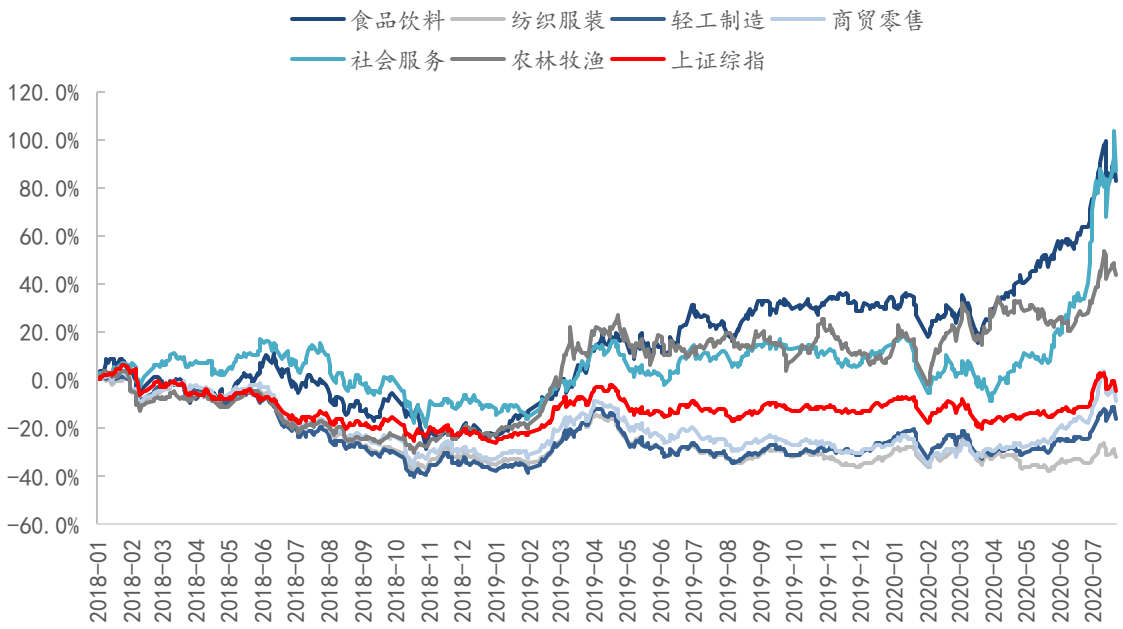
图 1：大消费行业指数变动情况 5
图 2：大消费各行业涨跌幅情况% 6
图 3：食品饮料子行业涨跌幅 6
图 4：食品饮料子行业市盈率 6
图 5：酒类板块涨跌前五的公司 7
图 6：乳制品板块涨跌前五的公司 7
图 7：调味品板块涨跌前五的公司 7
图 8：食品板块涨跌前五的公司 7
图 9：社会服务子行业涨跌幅 9
图 10：社会服务子行业市盈率 9
图 11：社会服务行业涨跌前五的公司 10
图 12：商贸零售子行业涨跌幅 12
图 13：商贸零售子行业市盈率 12
图 14：商贸零售行业涨跌前五的公司 12
图 15：农林牧渔子行业涨跌幅 14
图 16：农林牧渔子行业市盈率 14
图 17：农林牧渔行业涨跌前五的公司 14
图 18：纺织服装子行业涨跌幅 16
图 19：纺织服装子行业市盈率 16
图 20：纺织服装行业涨跌前五的公司 16
图 21：轻工制造子行业涨跌幅 17
图 22：轻工制造子行业市盈率 17
图 23：轻工制造行业涨跌前五的公司 18

1. 市场回顾：市场大幅震荡

1.1 市场整体表现：市场悲观情绪下，宽幅震荡

上周上证综指收于 3325.11 点，周跌幅 0.54%；深证成指收于 13661.504 点，周跌幅 1.37%；创业板收于 2799.67 点，周跌幅 1.30%。重要股指方面，沪深 300 收于 4712.44 点，周跌幅 0.86%；中证 500 收于 6620.09 点，周跌幅 0.96%；上证 50 收于 3284.11 点，周跌幅 0.87%。大消费行业加权周跌幅 1.59%，跑输上证综指 1.05pct，跑输深证成指 0.23pct，跑输大市。

图 1：大消费行业指数变动情况

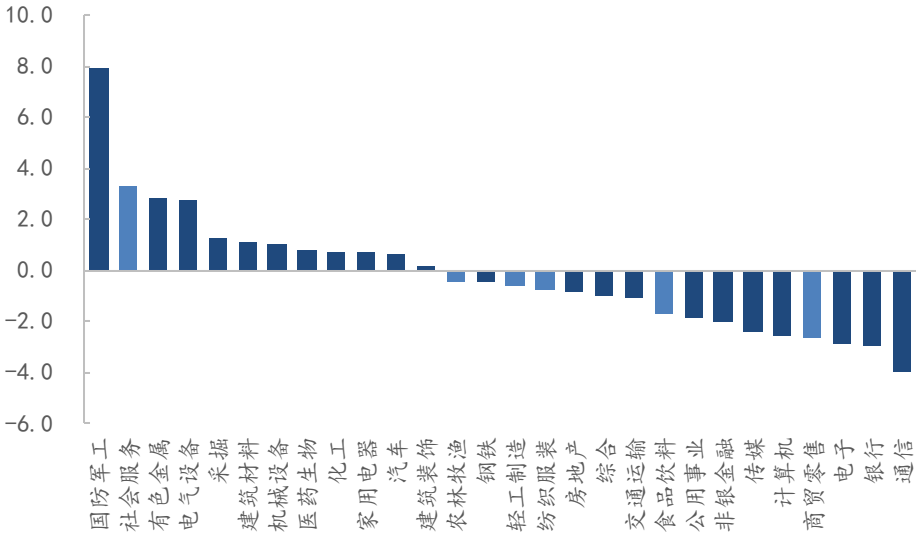


资料来源：Wind、东兴证券研究所

1.2 大消费各板块表现：社服领涨，其余板块下跌

大消费行业板块方面，本周社会服务上涨 3.34%、农林牧渔下跌 0.43%、轻工制造下跌 0.61%、纺织服装下跌 0.72%、食品饮下跌 1.70%、商贸零售下跌 2.64%，在申万一级行业中分别排名第 2，第 13，第 15，第 16，第 20 和第 25。申万一级行业涨跌幅前五位的板块依次为：国防军工 7.97%、社会服务 3.34%、有色金属 2.81%、电气设备 2.76%、采掘 1.30%。涨跌幅后五位的板块为：计算机-2.54%、商贸零售-2.64%、电子-2.90%、银行-2.96%、通信-3.99%。

图 2：大消费各行业涨跌幅情况%



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2. 行业追踪：市场震荡回调，建议关注中报确定性细分龙头

2.1. 食品饮料：短期回调不改变长期价值，看好经济复苏下高端白酒业绩弹性

本周食品饮料板块出现较大幅度回撤，一方面是前期新闻媒体评论文章对茅台批价上涨较快进行批评，导致市场情绪有恐慌；另一方面是大盘调整，北上资金撤离食品饮料板块，导致板块大幅回撤。

但是从基本面来看，短期回调未改变食品饮料企业长期价值。高端白酒批价继续上行，本周飞天茅台报价2500-2550元，五粮液水晶瓶批价全国范围内报940-960元，同时国窖、酒鬼酒、老白干等酒企也纷纷发布挺价政策，白酒企业淡季提价，为中秋旺季放量提供较好的准备。下半年经济不断复苏预期加强，高端白酒消费量与经济增长相关性更强，看好下半年经济复苏下高端白酒的业绩弹性。

食品板块消费粘性较大，业绩更为平稳。短期受洪水、疫情影响下，部分企业成本有小幅上行，需求有一定的下滑。判断下半年国内总体物价水平上行，食品企业有进一步提价空间。

【重点推荐】双汇发展、今世缘、贵州茅台、五粮液、泸州老窖

【建议关注】恒顺醋业

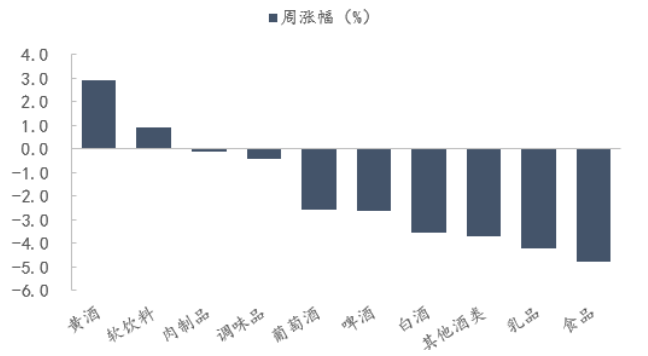
风险提示：食品安全，原材料价格波动，终端渠道恢复不达预期。

2.1.1 市场整体表现

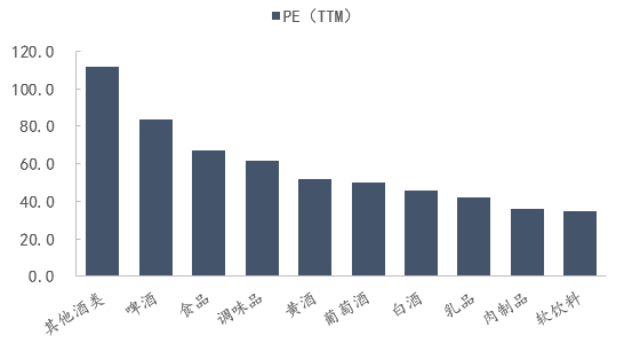
本周食品饮料各子行业中，周涨跌幅依次为：黄酒2.92%、软饮料0.93%、肉制品-0.13%、调味品-0.40%、葡萄酒-2.58%、啤酒-2.62%、白酒-3.57%、其他酒类-3.72%、乳品-4.22%、食品-4.80%。

图 3：食品饮料子行业涨跌幅

图 4：食品饮料子行业市盈率



资料来源：Wind、东兴证券研究所

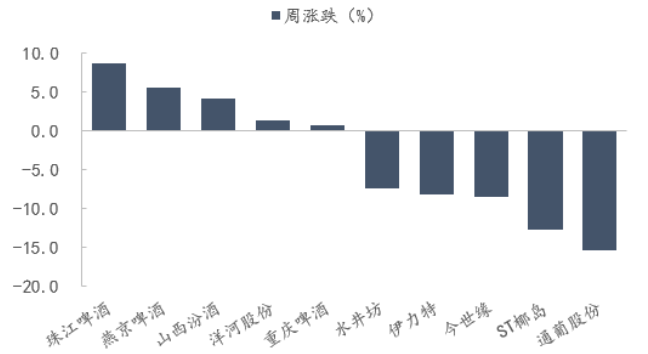


资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周**酒类**行业公司中，涨幅前五的公司为：珠江啤酒 8.56%、燕京啤酒 5.47%、山西汾酒 4.04%、洋河股份 1.33%、重庆啤酒 0.68%。表现后五的公司为：水井坊-7.41%、伊力特-8.24%、今世缘-8.52%、ST 椰岛-12.69%、通葡股份-15.37%。

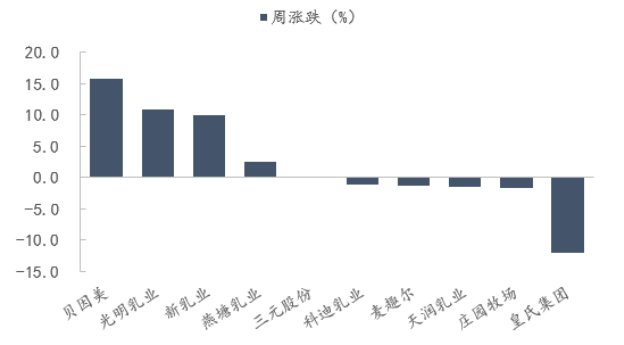
乳制品公司表现前五位：贝因美 15.80%、光明乳业 10.78%、新乳业 10.03%、燕塘乳业 2.53%、三元股份 0.19%，表现后五位：科迪乳业-1.11%、麦趣尔-1.34%、天润乳业-1.47%、庄园牧场-1.69%、皇氏集团-12.16%。

图 5：酒类板块涨跌前五的公司



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 6：乳制品板块涨跌前五的公司



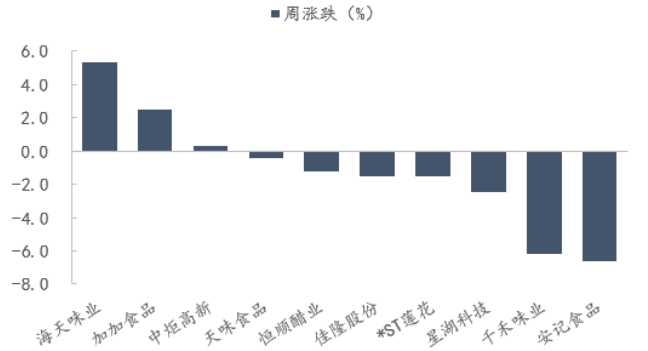
资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周**调味品**行业子板块涨幅前五的公司为：海天味业 5.36%、加加食品 2.45%、中炬高新 0.28%、天味食品-0.44%、恒顺醋业-1.25%；表现后五位的公司为：佳隆股份-1.50%、*ST 莲花-1.54%、星湖科技-2.49%、千禾味业-6.17%、安记食品-6.63%。

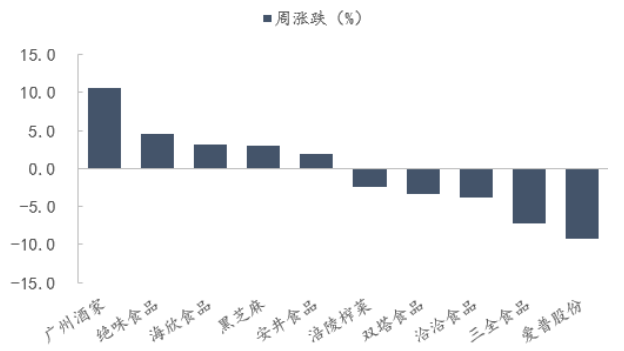
本周**食品**子板块涨幅前五的公司为：广州酒家 10.65%、味食品 4.59%、海欣食品 3.23%、黑芝麻 2.99%、安井食品 1.89%；表现后五位的公司为：涪陵榨菜-2.45%、双塔食品-3.42%、洽洽食品-3.76%、三全食品-7.27%、爱普股份-9.27%。

图 7：调味品板块涨跌前五的公司

图 8：食品板块涨跌前五的公司



资料来源：Wind、东兴证券研究所



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.2. 社会服务：影院复工或带动餐饮新一轮复苏，中报临近关注确定性细分龙头

免税方面，海南全省上半年接待游客人数 1966.43 万人次，旅游收入 227.68 亿元，降幅比一季度分别收窄 12.9 和 10.3 个百分点。全省上半年离岛免税品零售额 85.72 亿元，同比增长 30.7%。中国中免已在全国 33 个省市以及柬埔寨设立 200 多家免税店，并已正式入驻小红书，将在小红书平台发布旗下免税店的相关活动、购物攻略和免税政策。长期看好免税板块，随着我国免税规模化效应逐渐释放，叠加市内店政策持续推进，国内免税市场潜力依然巨大。跨省团队游开放叠加不断释放的政策红利，将引领消费回流，带动免税消费持续增长。

旅游方面，随着恢复低风险地区跨省团队旅游和机酒业务，上调景区限流至最大承载量的 50%，叠加暑期效应，将带动旅游产业复苏。北京市应急响应级别下调为三级，去哪儿网进出京机票搜索量迅速增长 7 倍。北京已经恢复跨省游，后续将逐步恢复会展、演出等。在此背景下，继续关注 1、宋城演艺：具有较强异地复制能力的演艺龙头，公司积极利用闭园停业期时间开展各个项目的优化升级，存量业务稳健发展，新项目助力中长期增长；2、中青旅：乌镇作为优质景区，跨省团队游开放将带动客流回暖。

酒店方面，根据《中国共享住宿发展报告》：我国 2019 年共享住宿行业的交易规模约为 225 亿元/+36.4%；行业的参与人数达到 2 亿人/+53.8%。由于跨省游开放与暑期亲子游的共同作用，7 月 14 日至今，华住旗下酒店平均入住率超 80%，其中上海、西安、杭州、成都等热门城市平均入住率已超过 85%。跨省游以及景区游客限制的放松，使得“机票+酒店”业务明显恢复，解压酒店业下半年业绩。此前商务需求是拉动酒店业回暖的一个重要动力，旅游业回暖也将带来酒店业新一轮的复苏。

餐饮方面，呷哺呷哺预计今年上半年收入同比下降约 29%，净亏损约 2-3 亿元。上半年受疫情影响，餐饮业受到严重冲击，但 6 月份餐饮收入下降幅度明显收窄，全国餐饮复苏超八成。此外，北京二次疫情稳定、全国影院陆续复工，将有望带动餐饮业进一步回暖。但我们认为，疫情强化行业马太效应，行业复苏将呈现两极分化，原本就有较强获客能力的头部品牌抗风险能力更强，拥有较强菜品“标签化”的品牌复苏情况或将更为乐观。大型连锁餐企纷纷布局低客单价赛道，我们认为，疫情之后的餐饮消费将转向“大品牌”、“好口味”、“高性价比”三者的结合。

教育方面，“保就业”政策持续落地，近日部分地区公务员省考笔试开考，全国共计划招录 16.3 万人，同比增长 28.7%，招考人数大幅增加。持续推荐职教龙头中公教育，随着考试落地，公司将在 Q3 至 Q4 初集中确认收入。此外，教育部通知将进一步加强中小学生全国性竞赛的管理，明确任何竞赛奖项均不作为基础教育阶段招生入学加分依据。关注一对一培训龙头紫光学大，公司筹划定增改善财务结构，未来业务发展可期。

人力资源服务方面，人社部表示，1-6 月全国城镇新增就业人口 564 万人；我国 6 月 PMI 为 50.9，连续 4 个月处于扩张区间，反映国内经济企稳复苏，随着企业经营恢复常态，用工需求有望逐步释放。关注以科锐为代表的灵活用工赛道，疫情或成为许多企业开启灵活用工模式的契机，推动灵工渗透率提升。我们认为公司收入端业务结构将持续优化，今年灵工有望实现近 80%的收入占比。

【重点推荐】中国中免、中公教育、科锐国际、紫光学大、锦江酒店

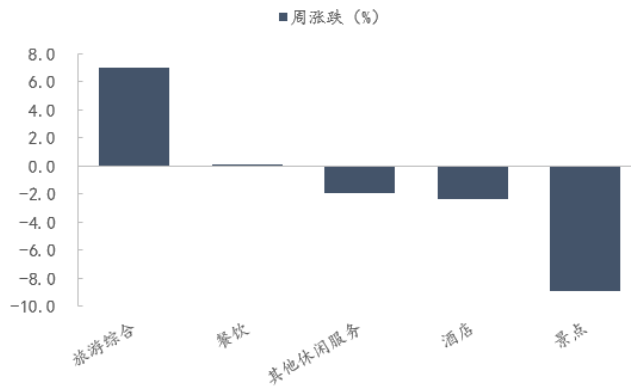
【建议关注】广州酒家、宋城演艺、凯撒旅业、首旅酒店

风险提示：疫情控制超预期，突发性事件，超预期政策。

2.2.1 市场整体表现

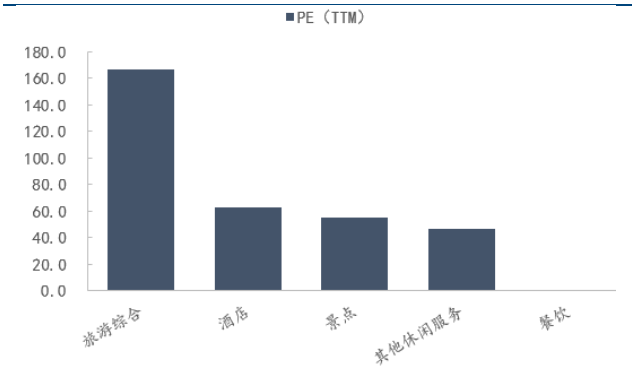
本周社会服务各子板块涨跌幅依次为：旅游综合 6.97%、餐饮 0.09%、其他休闲服务-1.97%、酒店-2.38%、景点-8.89%。

图 9：社会服务子行业涨跌幅



资料来源：Wind、东兴证券研究所

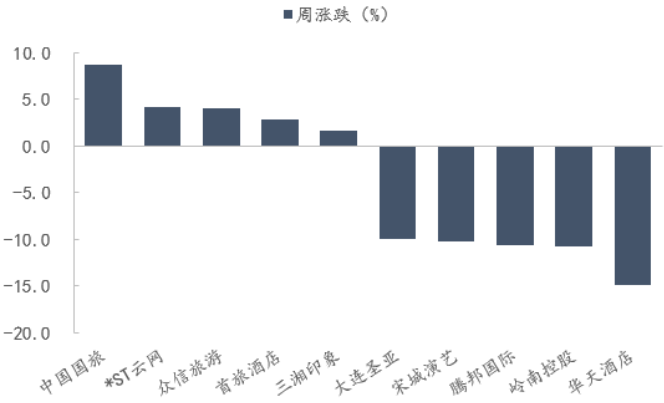
图 10：社会服务子行业市盈率



资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周社会服务涨跌幅前五的公司为：中国国旅 8.74%、*ST 云网 4.11%、众信旅游 4.03%、首旅酒店 2.87%、三湘印象 1.57%;排名后五位的公司为：大连圣亚-9.95%、宋城演艺-10.24%、腾邦国际-10.65%、岭南控股-10.79%、华天酒店-14.86%。

图 11：社会服务行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.2.2 重点公司追踪

- **1、紫光学大：定增预案落地，创始人将成实控人**

事件：拟定增融资 11 亿元，（1）3.7 亿元用于教学网点建设，公司共计划投入 4.7 亿元在未来 3 年增设 176 家教学点，届时公司将在全国拥有近 750 家教学点，较 2020Q1 截止的 572 家增长 30.8%，在全国各级城市覆盖面将进一步扩大。（2）3 亿元将用于教学网点改造优化，支撑公司线上教学板块，公司单校区使用效率有望进一步提升。此前学大平均单店营收由 2016 年的 441 万元逐年提升至 2019 年的 518 万元，我们认为，随着公司在教学网点优化改造的投入落地，未来单店模型持续优化。（3）OMO 教育平台建设项目计划投入包括 1 亿元融资在内的 2.3 亿元，公司将用 3 年时间升级现有平台，整合资源，未来将实现线上线下协同发展。学大于 2019 年提出以 OMO 为本质的“双螺旋”教学模式，长期看，随着 OMO 平台不断完善，公司有望借此实现下沉市场的进一步扩展。（4）剩余的 3.3 亿元将用于偿还股东紫光卓远借款。若此次偿还 3.3 亿元借款，这笔债务本金将减少至 12.15 亿元，公司资产负债率将从 97.5%下降至 72.7%，流动比率将由 0.42 提升至 0.70，偿债能力将有较大改善。同时，根据 4.35%的借款利率，3.3 亿本金偿还将节省 1435.5 万元利息支出，带来上市公司的利润增厚。我们认为，随着机制理顺和定增助力下的业务扩张，未来剩余债务问题有望逐步得到解决。

创始人间接认购 10%-45%，将成公司实控人。我们认为，从创始人成为第一大股东，到此次定增认购并成为公司实控人，叠加 18 个月的长期锁定，可以看出创始人对未来大力发展学大的决心，公司未来前景可期。公司定增方案验证了我们此前对公司的判断：短期关注创始人回归、公司机制理顺，债务逐步解决；中期关注门店加密和单店模型优化；未来长期关注 OMO 模式下实现进一步扩张。

风险提示：市场环境等原因导致定增被暂停或终止，疫情反复影响复课，政策监管趋严，行业竞争加剧。

- **2、睿见教育：学费、住宿费提价，对冲疫情影响**

事件：公司发布公告，集团将会增加入读东莞市光明中学等多所旗下学校中国课程的若干新学生的学费及住宿费，于来届 2020/2021 学年起生效，增幅为约 9%至约 38%。其中，东莞市光明中学及东莞市光明小学和东莞市光正实验学校新学生的学费及住宿费增幅约为 16%至 24%。

点评：睿见教育是华南地区经营高端中小学的民办教育集团之一。截至 2019 年 9 月，睿见教育共在 12 个校园内经营着 14 所寄宿制学校，分别位于广东、山东省等五个省份，招生总人数达到 60,116 名学生。此次学费的增加旨在对冲疫情影响，保证充足的资金，用于提供优质的教学设备和教师资源。

风险提示：疫情反复影响复课，政策监管趋严，行业竞争加剧。

- **3、中教控股：澳洲学校国际学生学额提升**

事件：中教控股旗下澳大利亚国王学院近日获当地监管机构批准，将国际学生总招生学额由 3255 人增加至 4255 人，增加约 31%。

点评：国王学院面向全球国际学生提供商业、会计、信息技术和国际英语教学等专业的学士及硕士学位课程。目前学校拥有三个校区。受益于澳大利亚成为全球饱受欢迎的国际学生市场，国王学院的国际学生招生数量持续增长，已接近原先获批的招生学额上限。这一扩大招生规模的许可，是对国王学院的办学质量的认可，将对未来的招生及业务拓展形成积极的影响。

风险提示：宏观经济波动，超预期政策，国内疫情反复。

2.3. 商贸零售：可选消费回暖，中报建议关注高确定性的超市行业

电商方面，受 618 影响电商业绩或将超预期，行业景气度持续提升。我们认为电商行业二季度业绩或超预期，主要基于今年 618 大促各大平台交易额创纪录，同时疫情将加速消费者线上消费习惯的培育与商家卖货向线上转移的趋势，看好电商行业未来发展前景。重点推荐阿里巴巴、拼多多。

超市方面，必选消费延续稳健增长，中报关注确定性高的超市行业。根据统计局公布，5 月限额以上社零粮油食品/饮料/日用品同比增长 11.4%/16.7%/17.3%，环比增长持续提升。后疫情时代，消费习惯改变以及疫情常态化的的影响，大型商超相继布局 mini 店。永辉、大润发、盒马等加速布局小店业态，持续深耕便捷型的社区 mini 店。我们认为，相较于传统商超业态，小店更加考验企业在产品、门店经营管理能力。重点推荐，深耕生鲜食品供应链以及具备深厚门店管理经验的永辉超市、高鑫零售、红旗连锁。

百货方面，百货拥抱免税开放新机遇。迎接海外消费回流，国内市内免税、离岛免税政策逐步开放。根据测算国内免税市场拥有百亿空间，百货龙头抓住政策开放机遇。伴随政策开放，牌照资质及运营能力成为考验百货企业进入免税市场的关键因素。在此逻辑下，我们重点推荐已获得免税牌照的王府井。

珠宝方面，直播带货成为新亮点，金价攀升利好黄金珠宝消费回暖。2019 年，国内直播电商规模达 4000 亿元，受疫情影响消费需求加速向线上转移。珠宝品牌进入直播领域，一方面，直播带货成为珠宝销量增长新亮点；另一方面，网红营销下助力提升品牌影响力。同时，金价持续攀升短期激发黄金消费需求，叠加上半年推迟的婚庆珠宝需求将在三四季度得以弥补。我们建议关注积极探索线上渠道转型和拓展的龙头企业 周大生。

【重点推荐】王府井、周大生

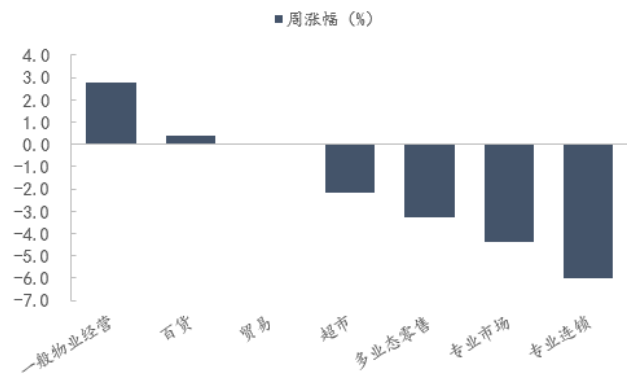
【长期推荐】永辉超市、高鑫零售、阿里巴巴、拼多多

风险提示：疫情反复，线下渠道消费修复仍存风险。

2.3.1 市场整体表现

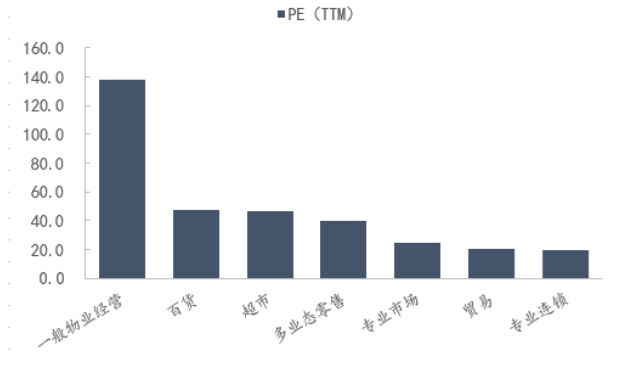
本周商贸零售各子板块涨跌幅依次为：一般物业经营 2.76%、百货 0.40%、贸易 0.06%、超市-2.16%、多业态零售-3.29%、专业市场-4.36%、专业连锁-6.03%。

图 12：商贸零售子行业涨跌幅



资料来源：Wind、东兴证券研究所

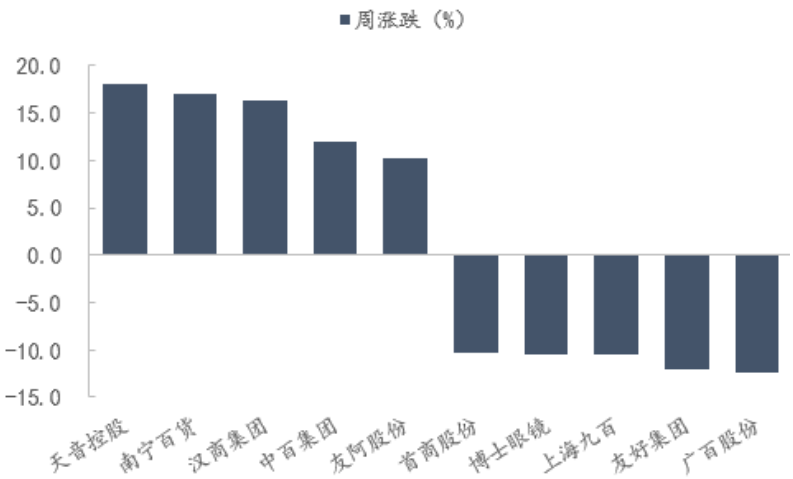
图 13：商贸零售子行业市盈率



资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周商贸零售涨幅前五的公司为：天音控股 18.09%、南宁百货 16.93%、汉商集团 16.40%、中百集团 11.97%、友阿股份 10.315%;排名后五位的公司为：首商股份-10.28%、博士眼镜-10.46%、上海九百-10.51%、友好集团-12.11%、广百股份-12.31%。

图 14：商贸零售行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.4. 农林牧渔：养殖盈利持续释放，持续看好饲料动保及替抗板块现

生猪养殖：本周国内生猪价格整体回落，环比下降 1.72%至 37.65 元/kg。为顺利完成出栏计划，周内养殖端生猪出栏量明显增多；进入消费淡季，需求面持续呈现疲软走势，屠企亏损严重。7 月 23 日，中央储备冻猪肉再投放 1 万吨，增加市场供应。从 7 月底至 8 月来看，进口猪肉总量或因海外新冠疫情形势严峻而有所下滑，供给仍呈现偏紧局面，短期猪价或将维持高位。在非瘟疫情常态化的背景下，防疫体系完善、成本优势

突出的公司有望持续享受高盈利并实现快速扩张，重点标的牧原股份、温氏股份。

饲料动保：生猪存栏逐步恢复并呈现结构分化情况，规模化养殖群体的增加将带动高品质疫苗需求提升，支撑动保行业业绩回暖，驱动行业集中度提升。近日南方多省市持续降雨，非瘟疫情防控形势依旧严峻。哈兽研开发的非洲猪瘟疫苗环境释放和临床试验进展顺利，安全性方面表现良好。若未来非洲猪瘟疫苗商业化，行业有望实现大幅扩容。我们持续看好随着存栏逐步复苏，叠加限抗政策持续深化，具备配方和成本优势的饲料企业将持续迎来销量提升，优质平台动保企业强者恒强，持续推荐动保龙头生物股份，建议关注饲料龙头海大集团，替抗产品生产商溢多利。

种业：长江中下游地区的持续强降雨和洪涝灾害对农业生产造成严重影响，农业生产恢复和动植物疫病防控是灾后工作的重点。近日，农业农村部会同财政部下达农业生产救灾资金 3.3 亿元，支持安徽、江西、湖南等七省（区）灾后恢复生产。隆平高科紧急分批调拨的应急水稻种子已累计达 13.5 万公斤，另有 5 万公斤早稻种子入库，随时做好后续救灾调拨应急准备。受水灾影响，我们认为农产品价格在下半年或将持续上涨趋势，农产品种植相关企业有望迎来收入提振。转基因种业商业化落地有望持续推进，推动行业技术升级。重点推荐转基因研发龙头企业大北农、隆平高科。

白羽肉鸡养殖：本周毛鸡均价低位震荡，环比下降 6.38%至 7.34 元/公斤。鸡苗市场运行平稳，总体均价环比上涨 1.05%至 2.90 元/羽。从供需层面来看，本周毛鸡出栏量增幅不大，养殖户惜售情绪渐浓；终端需求仍显平淡，学校放假食堂关闭，且多地受暴雨洪涝灾害影响，产品销量明显下滑，企业屠宰利润空间有限，高价收购毛鸡意向不足。长期来看毛鸡出栏总量将持续偏紧，新冠疫情防控形势转好，下游餐饮行业逐步复苏，或带动市场需求回暖。在供求博弈下，鸡价或保持平稳运行。圣农股份 2020H1 实现营业收入 65 亿元，同比下降 0.82%；实现归母净利润 13.32 亿元，同比下降 19.40%。上半年鸡肉价格大幅下降拖累公司业绩，公司积极向食品端转型，上半年 2C 渠道销售同比增长 137.40%，全产业链的布局有效提升了抵御价格波动的能力，公司盈利能力优于行业平均水平。

宠物：新冠疫情一定程度冲击宠物行业线下消费，同时刺激线上需求，海外需求也并未受到明显压制，多家企业持续推进海外销售进程。宠物食品成为养宠家庭刚需消费品，具有广阔的市场空间，未来或形成以干湿粮相结合的主粮再辅以宠物零食的多样化产品格局，充分满足各类消费者的需求。中宠股份、佩蒂股份立足产品研发，精准布局海内外销售渠道，在 2020 年上半年实现业绩高增，有望在疫情防控进一步稳定后把握市场机遇，实现持续快速扩张。推荐标的中宠股份、佩蒂股份。

【重点推荐】生物股份、温氏股份、牧原股份、海大集团、溢多利

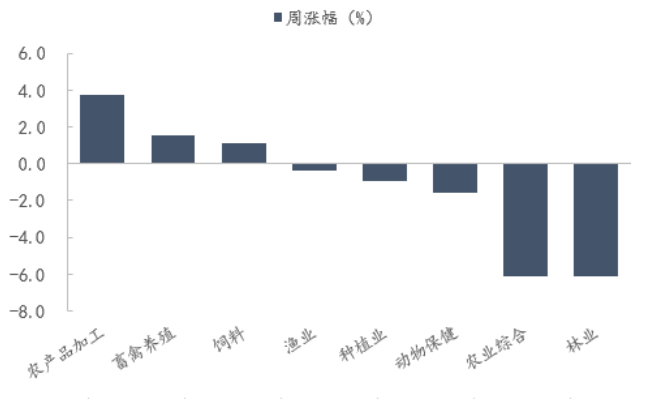
【建议关注】中牧股份、隆平高科、大北农、中宠股份、佩蒂股份

风险提示：畜禽价格波动风险，极端天气影响，动物疫病影响等。

2.4.1 市场整体表现

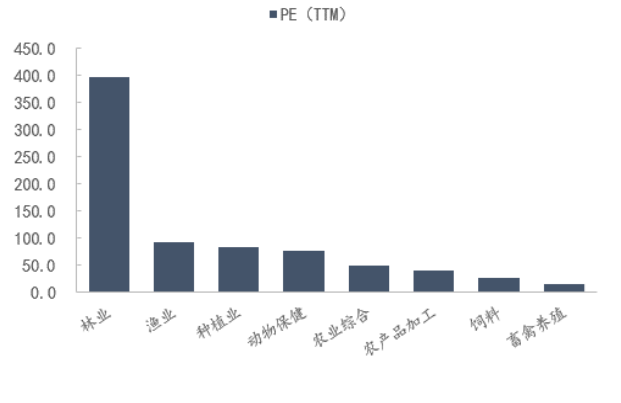
本周农林牧渔各子板块涨跌幅依次为：种植业 4.14%、渔业 2.60%、物保健 2.51%、农产品加工 2.39%、农业综合 1.05%、饲料 0.89%、畜禽养殖-3.81%、林业-4.463%。

图 15：农林牧渔子行业涨跌幅



资料来源：Wind、东兴证券研究所

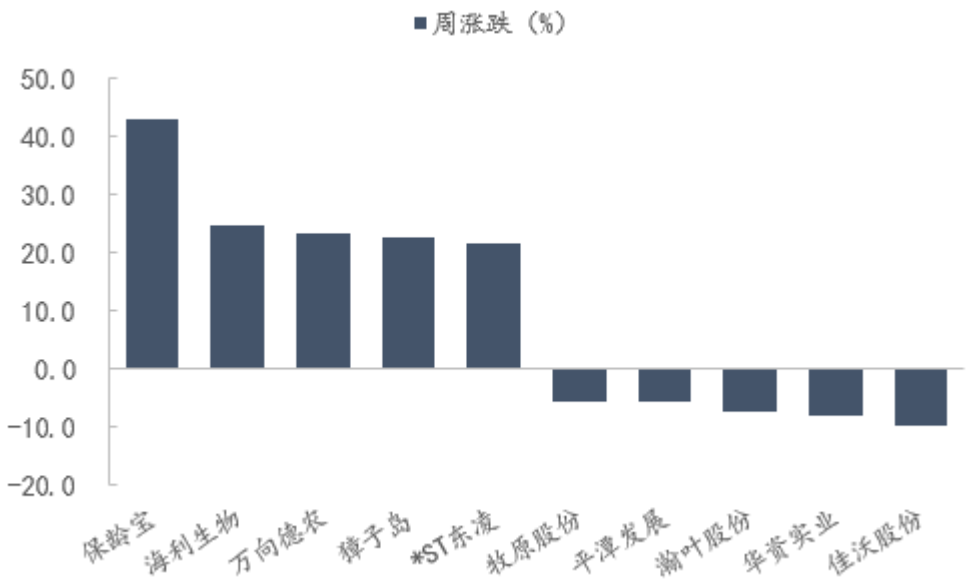
图 16：农林牧渔子行业市盈率



资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周农林牧渔涨幅前五的公司为：保龄宝 43.06%、海利生物 24.65%、万向德农 23.32%、獐子岛 22.77%、*ST 东凌 21.45%;排名后五位的公司为：牧原股份-5.54%、平潭发展-5.68%、瀚叶股份-7.50%、华资实业-7.99%、佳沃股份-9.91%。

图 17：农林牧渔行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.4.2 重点公司追踪

- **1、天康生物获得新兽药注册证书**

事件：农业农村部准予天康生物与其他单位联合申报的“布氏菌病活疫苗（A19-ΔVirB12 株）”为新兽药，核发《新兽药注册证书》。该疫苗是以布氏杆菌病活疫苗株（A19 株）为亲本株，应用基因同源重组方法，

缺失其毒力基因 VirB12 基因，获得的布氏菌基因缺失活疫苗。

点评：天康生物此次获批的疫苗与与市场上同类疫苗相比，在基因标记、安全性和免疫保护等方面具有明显优势。本次新兽药证书的取得，有望进一步丰富公司疫苗产品结构，形成多系列疫苗产品线，从而满足用户对各类疫病的防疫需求，对持续提升公司业绩、扩大市场份额产生积极的影响。

风险提示：非洲猪瘟疫情风险，转基因商用落地不及预期等。

2.5. 纺织服装：多家龙头公司中报预告超预期，行业基本面复苏在即

社零数据和网上平台数据显示，服装销售持续回暖。6 月服装鞋帽、针纺织品零售总额同比仅下降 0.1%，增速环比提升 0.5pct，边际继续改善。其中运动板块整体延续高增长态势，国内双龙头公司增长突出。电商平台 6 月份数据显示，运动鞋、运动服网上销售增速较 Q1 有明显提速。4-6 月份增速分别为 26%、26%、41%和 30%、33%、55%。A 股方面，森马服饰拟剥离 KIDILIZ 亏损业务，比音勒芬公布上半年业绩快报，上半年业绩同比仅下滑 7.03%超市场预期。纺织制造端主要依靠国内支撑，出口压力仍大。截止 2020 年 6 月，中国纺织品/服装出口累计同比+27.8%/-19.4%，纺织品及服装出口表现分化。我们认为结合海外疫情发展进程，国内纺织企业的生产订单压力集中在二三季度，预计三季度会出现触底回升。**投资策略方面仍建议重点关注较为景气的运动服饰产业链，A 股龙头率先复苏可加强关注。**

1）服装家纺板块：运动鞋服销售持续景气，A 股龙头表现出基本面改善。A 股森马服饰，拟剥离 KIDILIZ 业务，轻装上阵后续业绩及业绩的稳定性都将有大幅改善。森马服饰 2018 年以 1.1 亿欧元完成收购 KIDILIZ 集团，收购后亏损放大并拖累上市公司业绩表现。运动双龙头中，李宁：5 月整体线下流水有正增长，线上流水增速约为 20%-30%中段，折扣率明显改善。8 月份开 Q4 订货会，预计有个位数增长（目前 80%订货，20%快反）。全年利润率指引维持不变：10-10.5%。安踏体育：安踏和 FILA 品牌线下业务在 4、5 月份均恢复正在增长，6 月份线上销售良好（618 期间集团 GMV 增长 78%，6 月份安踏、FILA 旗舰店增长 47%和 74%）。

2）纺织制造板块：5 月海外部分国家陆续解封，海外订单的不确定性有所减弱，但仍待继续观察截止 2020 年 6 月，中国纺织品/服装出口累计同比+27.8%/-19.4%，由于防疫物品全球需求量大增，纺织品出口旺盛与服装出口呈现出分化状态。从跟踪数据看，几大代工厂的逐月数据显示，6 月份的订单收入已经有明显的环比改善，但是仍未有转正的迹象。但是另一方面，疫情也加速了供应商的整合，疫情之下品牌方对供应链的反应能力要求更高，垂直一体化和有成本优势的企业，例如申洲国际、健盛集团等，将受益于行业整合。

【重点推荐】李宁、申洲国际、滔搏、安踏体育、健盛集团

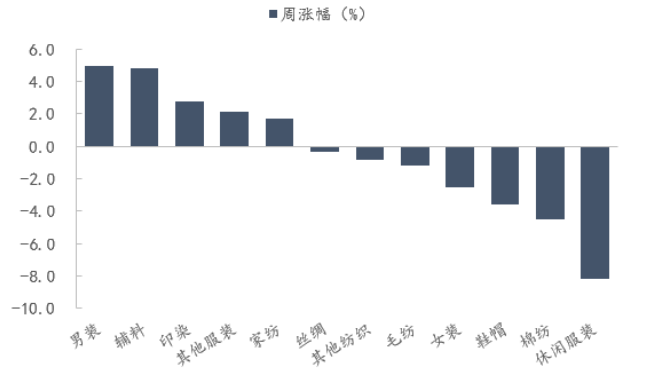
【建议关注】森马服饰、地素时尚

风险提示：疫情导致消费复苏不及预期，品牌商战略变化，新渠道拓展受阻。

2.5.1 市场整体表现

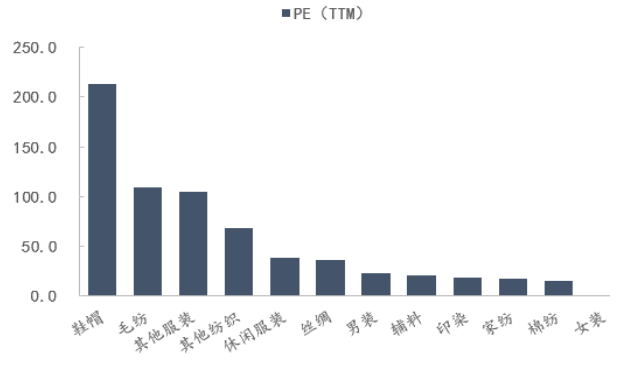
本周纺织服装各子板块涨跌幅依次为：男装 4.99%、辅料 4.84%、印染 2.79%、其他服装 2.12%、家纺 1.70%、丝绸-0.31%、其他纺织-0.85%、毛纺-1.19%、女装-2.50%、鞋帽-3.58%、棉纺-4.53%、休闲服装-8.14%。

图 18：纺织服装子行业涨跌幅



资料来源：Wind、东兴证券研究所

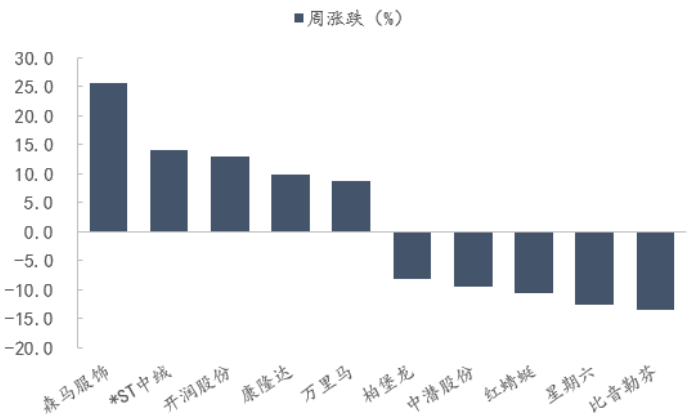
图 19：纺织服装子行业市盈率



资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周纺织服装涨幅前五的公司为：森马服饰 25.57%、*ST 中绒 14.04%、开润股份 12.90%、康隆达 9.83%、万里马 8.63%；排名后五位的公司为：柏堡龙-8.09%、潜股份-9.58%、红蜻蜓-10.54%、星期六-12.53%、比音勒芬-13.48%。

图 20：纺织服装行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind、东兴证券研究所

2.6. 轻工制造：箱板瓦楞纸价短期回调，关注家居企业中报业绩回暖

造纸：本周在龙头包装纸企降价带动下，箱板瓦楞纸价出现下跌；目前其纸价已恢复至疫情前的水平，后续走势需观察下游需求情况。汛情影响废纸供应，短期或支撑废纸系价格；2021 年废纸进口清零，预计废纸价格对箱板瓦楞纸等的支撑将在中期体现。龙头拥有海外废纸浆布局和规模优势，行业竞争力、对下游议价能力相对较强。

文化纸方面，陆续有厂商发布提价函。前期文化纸经过一轮下跌，价格已处低位，有望逐渐回暖。未来期待旺季需求对纸价的提振。当前木浆库存仍处高位，浆价预期将保持低水平运行，有利于文化纸企利润改善。关注太阳纸业。

在低浆价红利和产品结构升级助力下，维达和洁柔中报业绩高增，体现出龙头纸企强劲的竞争力。电商渠道仍是纸企稳步增长的关键，维达 H1 电商收入增速达 30%。随着消费者线上购物占比提升，龙头凭借产品力和品牌力优势发力电商渠道，有望持续扩大市占率。看好下半年浆价红利继续释放，推荐维达国际、中顺洁柔。

家居：随着疫情缓解，Q2 家居行业在 B 端和 C 端都有回暖迹象。工程渠道受竣工回暖带动，零售渠道亦有所复苏。建议关注头部家居企业中报业绩利好，同时依然看好下半年家居企业业绩修复。

中长期来看，随着精装修渗透率提升、地产竞争格局进一步集中，家居 B 端供应商迎来发展机遇。相比于 C 端消费，家居企业进入 B 端供应商名单的壁垒更高，与地产商合作关系相对稳定，或诞生数家工程渠道龙头。建议关注先行建立工程渠道供应能力和服务能力，与 TOP 房企建立稳定合作关系的企业。C 端龙头持续强化产品和渠道的方向，仍然看好其长期竞争力。

【重点推荐】维达国际、中顺洁柔、太阳纸业

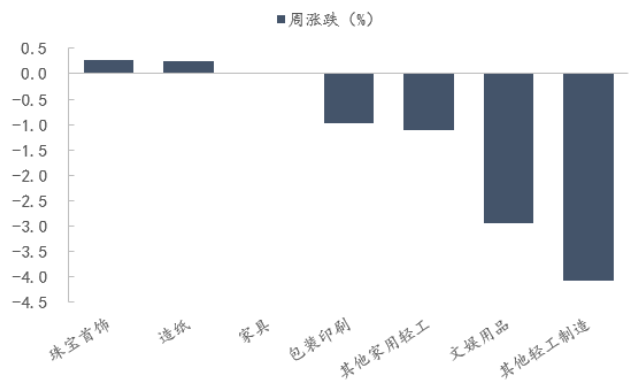
【建议关注】梦百合、索菲亚、江山欧派、公牛集团、晨光文具

风险提示：原材料价格大幅波动，下游需求不及预期，地产销售不及预期。

2.6.1 市场整体表现

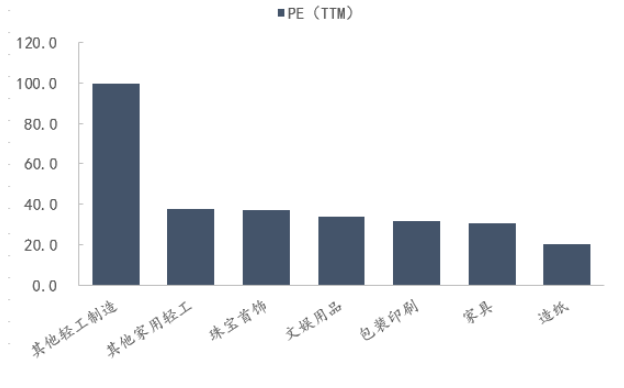
本周轻工制造各子板块涨跌幅依次为：珠宝首饰 0.27%、造纸 0.25%、家具 0.00%、包装印刷-0.98%、其他家用轻工-1.11%、文娱用品-2.95%、其他轻工制造-4.07%。

图 21：轻工制造子行业涨跌幅



资料来源：Wind、东兴证券研究所

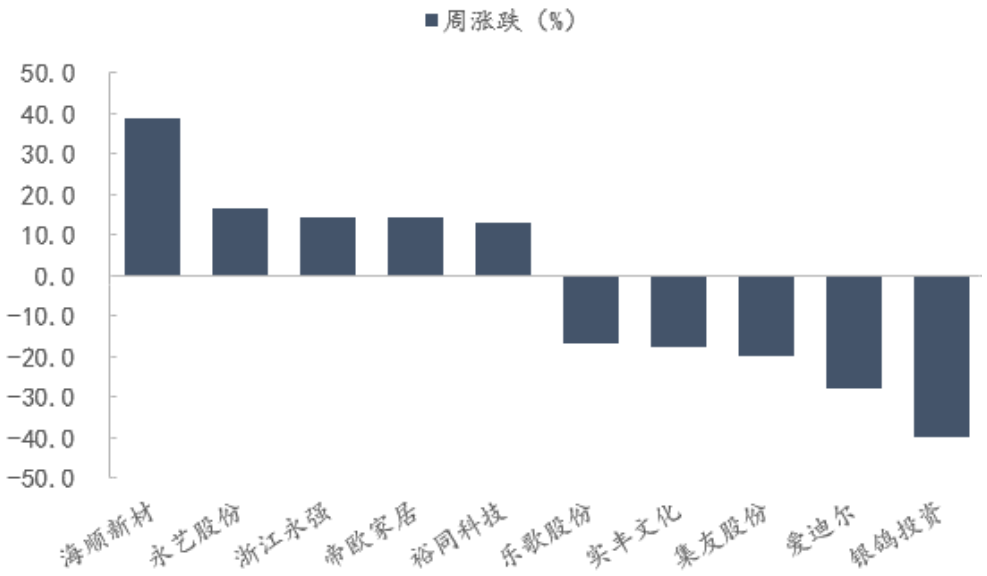
图 22：轻工制造子行业市盈率



资料来源：Wind、东兴证券研究所

本周轻工制造涨幅前五的公司为：海顺新材 29.54%、群兴玩具 25.30%、恒林股份 18.14%、飞亚达 A16.87%、倍加洁 13.15%；排名后五位的为：宝钢包装-8.76%、姚记扑克-9.26%、威华股份-9.78%、翔港科技-16.53%、银鸽投资-40.00%。

图 23：轻工制造行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind、东兴证券研究所

3. 重点标的近期重要事项提醒

表 1：重点标的近期重要事项提醒

公司代码	公司名称	时间	事项
食品饮料			
600519.SH	贵州茅台	2020/7/29	预计披露中报
603369 SH	今世缘	2020/8/8	预计披露中报
纺织服装			
603558.SH	健盛集团	2020/7/30	预计披露中报
农林牧渔			
600201.SH	生物股份	2020/8/15	预计披露中报

资料来源：Wind，东兴证券研究所

4. 风险提示

疫情控制时间超预期，经济增速下行，突发性事件，超预期政策。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	整装卫浴：行业春风已至，传统卫浴企业后来居上	2020-07-24
公司	紫光学大（000526）：定增预案落地，创始人将成实控	2020-07-22
行业	运动鞋服行业追踪：景气依旧，去库存状况良好	2020-07-19
公司	中国中免（601888）：Q2 复苏显著，政策加持未来有望持续发力	2020-07-17
公司	宋城演艺（300144）：疫情闭园拖累业绩，跨省团队游恢复助力回暖	2020-07-16
公司	科锐国际（300662）：Q2 利润改善显著，下半年有望持续向好	2020-07-16
公司	紫光学大（000526）：定增有望改善财务状况，创始人拟参与彰显信心	2020-07-15
公司	中公教育（002607）：上半年预亏，省考扩招强化全年确定性	2020-07-15
行业	农林牧渔行业报告：饲料禁抗给养殖链带来哪些变化	2020-07-10
公司	美吉姆（002621）：原制造业剥离，聚焦早教赛道快速发展	2020-07-09
公司	阿里巴巴（BABA.N）深度系列报告之四：如何看待阿里巴巴的组织狼性	2020-07-09
行业	免税行业：海南政策细则落地，助力免税市场蛋糕持续做大	2020-06-30
公司	Nike：第四财季大中华区销售韧性强，数字化业务是亮点	2020-06-29
公司	紫光学大（000526）：创始人回归有望改善困局，OMO 打开未来空间	2020-06-22
公司	双汇发展（000895）：站在新一轮盈利周期的起点上	2020-06-18
公司	滔搏（6110.HK）：管理优秀的运动鞋服零售商，现金流稳健凸显长期价	2020-06-10
行业	电商行业一季报总结：如何看三大平台的用户、物流与直播	2020-06-03
行业	免税行业：海南自贸港政策落地，离岛免税提额扩容	2020-06-02
行业	农林牧渔行业：两会聚焦“米袋子”和“菜篮子”	2020-05-25
行业	休闲食品产业：百舸争流	2020-05-19
公司	洽洽食品（002557）：在路上，瓜子龙头拓品坚果后的二次腾飞	2020-05-18
公司	南极电商（002127）：屡创新高之后怎么看商业模式的本质	2020-05-14
公司	公牛集团（603195）：渠道优势凸显动力十足，品类扩张迸发新机	2020-05-12
公司	红旗连锁（002697）：业态多元化发展，高速展店叠加门店升级经营效率持续提升	2020-05-07
公司	隆平高科（000998）： 种质、研发优势突出，持续引领生物育种时代	2020-05-07
公司	爱婴室（603214）：持续深化全渠道营销策略，产品结构持续优化	2020-05-07
公司	三只松鼠（300783）：拓品爆品带动线上重回高增，线下开店速度质量兼备	2020-04-29
公司	永辉超市（601933）：展店稳步推进，到家业务加速发展	2020-04-29
公司	广州酒家（603043）：业务结构持续优化，产能释放支撑业绩增	2020-04-29
公司	阿里巴巴（BABA.N）：钉钉的前世、今生与未来	2020-04-29
公司	宋城演艺（300144）：关注复工进度，异地扩张模式升级助力中长期发展	2020-04-28
公司	科锐国际（300662）：灵活用工持续发力，关注行业中长期发展红利	2020-04-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：张凯琳
香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于餐饮旅游领域研究。

分析师：程诗月
美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

分析师：王习
香港理工大学硕士，六年证券从业经验，曾任职于中航证券、长城证券，2017 年加入东兴证券，目前覆盖军工和零售行业。

分析师：王紫
对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018 年 5 月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。

分析师：王长龙
美国南加州大学经济学硕士，本科毕业于西安交通大学，2018 年加入东兴证券研究所，从事策略&轻工制造研究。

分析师：娄倩
曾就职于方正证券研究所、方正证券投资，于 2018 年 6 月加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师：赵莹
澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018 年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

分析师：王洁婷
美国俄亥俄州立大学学士，普渡大学硕士，四年证券研究经验，曾研究过策略，家电等行业，2020 年加入东兴证券，从事食品饮料行业研究。

研究助理简介

额
研究助理：刘田田
对外经济贸易大学金融硕士，曾就任于买方机构覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维，2019 年 1 月加入东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

研究助理：常子杰
中央财经大学金融学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究。

研究助理：张东雪
南开大学金融学硕士。2019 年加入东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526