



纺织服装业

2016.01.19

网络红人，网罗天下

——纺织服装行业“网红经济”投资机会专题报告

	吕明 (分析师)	汲肖飞 (研究助理)
	0755-23976166	0755-23976177
	lvming@gtjas.com	jixiaofei@gtjas.com
证书编号	S0880514080005	S0880115100006

本报告导读：

网红经济市场空间大，仅服装就有逾 1,000 亿规模；除了网红经纪公司受益外，预计服装设计公司及电商代运营服务公司将受益于经纪公司相关业务的外包。

摘要：

- **佳人有价，秀色可餐，网红经济空间大。**2014 年中国服装网购交易规模可达 6,153 亿元，我们保守估计网红服装市场规模有望超过 1,000 亿，考虑到电竞、旅游、整容等相关行业网红经济的空间巨大。2014 年“双十一”活动中，销量前十名的淘宝女装店铺中红人店铺占据七席，部分店铺销售额超千万，此外还会刺激医疗美容等市场发展。
- **网红经纪公司兴起，运营模式有待改进，有服装设计、生产、物流以及电商运营外包的趋势。**

1) 网红经纪公司商业模式：以行业龙头公司杭州如涵为例，其模式简而言之可称为“供应链+代运营+经纪人”三重功能。供应链：自身建代工厂等服装供应链体系对接网红品牌；代运营：在店铺经营、ERP 管理、产品上新等方面对红人店铺提供支持；经纪人：在网红孵化和红人营销方面所做的工作。

2) 网红经纪公司模式弊端：不具备服装供应链的比较优势：服装行业供应链包括服装设计、面料采购、服装生产再到物流配送，网红经纪公司并非具有优势，并且会耗费大量人力物力；不具备电商品牌运营的比较优势。每个网红都对应一个小的淘品牌，单个品牌体量较小、样式多，较难做到可针对客户的柔性供应链模式。

3) 第三方服装设计公司及电商综合运营服务公司会受益。网红经纪公司的优势应该是孵化网红，网红要通过拍照、视频等多数手段包装并需要大量时间精力与粉丝互动，如果将服装供应链环节以及电商运营环节部分业务外包，将大大提升整个网红产业链的营运效率，第三方设计公司柏堡龙及电商综合服务公司新民科技将受益。

- **建议增持新民科技、柏堡龙、朗姿股份，受益标的有华斯股份。**

1) 新民科技：电商综合服务公司，可帮助网红经济下的淘宝品提升供应链效率，受益于网红经济电商运营外包；同时公司拟成立“明星港商城”，拟建设集明星交流与明星商品购买于一体的综合平台。

2) 柏堡龙：第三方服装设计龙头公司，受益于网红淘品牌设计外包。

3) 华斯股份：社交电商和网红经济龙头公司，借助“微卖”的资源有望更高层次切入网红经济。

4) 朗姿股份：投资韩国整容医院，未来有望借助现有中高端女性客户资源、韩国技术优势快速切入医疗美容行业，成为行业龙头公司。

- **风险提示：**行业竞争加剧，与社交平台合作存在不确定性等。

评级： 增持

上次评级： 增持

细分行业评级

服装业 增持

相关报告

纺织服装业：《百变霓裳，不是“皇帝的新装”（一）》

2016.01.08

服装业：《服装设计，“日新月异”》

2016.01.04

服装业：《她想衣裳她想容，品牌并购别样红》

2015.12.14

纺织服装业：《时“裳”升级，凤凰涅？》

2015.11.26

服装业：《内衣行业的秘密：空间丰满，并购美艳》

2015.11.04

目 录

1. 网络时代，红颜倍出	4
1.1. 网红狭义上指高颜值的网络美女	4
1.2. 网红发展为粉丝经济，形成品牌有效进行电商导流	5
2. 佳人有价，秀色可餐	6
2.1. 佳人有价，市场容量巨大	6
2.2. 秀色可餐，未来仍有成长空间	7
3. 美人之美，出于蜜巢	9
3.1. 如涵：网红张大奕的蜜巢，网红经纪龙头公司	9
3.2. 如涵商业模式：供应链+代运营+经纪人三重角色	10
3.3. 如涵缺陷：电商行业的重资产	11
4. 移花接木，术业专攻	11
4.1. 网红经济利好服装设计和电商运营平台公司	11
4.2. 新民科技：基于共享经济的电商综合服务平台龙头	12
4.2.1. 南极电商模式利于微小电商快速发展	12
4.2.2. 南极电商模型嫁接网红经济轻而易举	13
4.2.3. 打造明星港商城，未来有望孵化自己的网红及网红品牌	13
4.2.4. 盈利预测与投资建议	14
4.3. 柏堡龙：第三方服装设计行业龙头公司	14
5. 华美斯人，摇曳生“姿”	15
5.1. 华斯股份：社交电商和网红经济潜在龙头公司	15
5.1.1. 微卖：对接微博/微信/QQ 的开放社交电商平台	15
5.1.2. 联姻微博，B2C2C 模式下商家开店零门槛	15
5.1.2.1. 与新浪微博战略合作，实践社交电商新模式	15
5.1.2.2. B2C2C 模式最适用于掌握品牌粉丝等资源的商家	16
5.1.3. 借微博东风，畅想网络红人经济	16
5.1.3.1. 网红变现依赖于社交电商	17
5.1.3.2. 社交电商基于兴趣和弱关系，是网红经济最佳土壤	18
5.1.4. 主业触底，预计未来可低速稳定增长	19
5.2. 朗姿股份：医疗美容行业潜在龙头公司	19
5.2.1. 网红带动中国医美行业快速发展	19
5.2.2. 坐拥优质医疗资源，受益网红经济影响	20
5.2.3. 盈利预测与投资建议	21
6. 投资建议	21
7. 风险提示	22

图表目录

图 1: 网红雪梨 cherie 微博粉丝数接近 119 万	4
图 2: 郭富城的网红女友方媛粉丝数超过 64 万	4
图 3: 网络红人施薇靓整容前路人形象	5
图 4: 网络红人施薇靓整容后女神形象	5
图 5: “呛口小辣椒”与 zowzow 淘宝店	5
图 6: “呛口小辣椒”粉丝接近 470 万	5
图 7: 淘宝钱夫人店铺双金冠销量惊人	6
图 8: 网红雪梨淘宝商品配图	6
图 9: 2015 年淘宝女装品类中网红店铺排名靠前	7
图 10: 网红模式缩短了供应链反应时间, 实现快速周转	8
图 11: 如涵电商发展历程	9
图 12: 如涵第一位签约红人张大奕及其网店	9
图 13: 如涵商业模式: 供应链+代运营+经纪人	10
图 14: 如涵电商运营方式	10
图 15: 张大奕微博应用了抽奖、转发等互动营销	11
图 16: 张大奕微博图片体现亲近粉丝的风格	11
图 17: 网红经纪公司的服装设计、生产及电商运营环节有外包趋势	12
图 18: 微卖采用 B2C2C 模式	16
图 19: 2015Q2 三大社交平台月均活跃用户(百万)	17
图 20: 2015Q2 各 B2C 电商平台月均活跃用户(百万)	17
图 21: 新浪微博 MAU 及同比增速	18
图 22: 新浪微博各类用户比例	18
图 23: 我国医疗美容市场将迎来快速发展期	19
图 24: 我国赴韩整形的人数快速增长	20
图 25: 公司和 DPS 医院优势互补, 共同开拓医美市场	21
 表 1: 网红店铺的盈利能力较强	 8
表 2: 南极电商募集配套资金用途(万元)	14
表 3: 主要推荐公司的盈利预测、目标价及评级	22

1. 网络时代，红颜倍出

1.1. 网红狭义上指高颜值网络美女

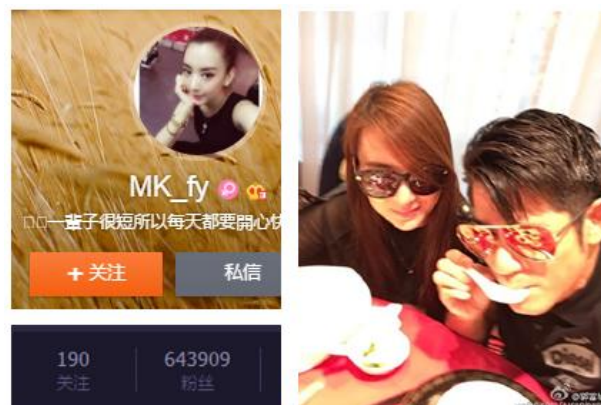
网红原指在互联网或现实中由于某事件行为被网民关注而走红的人，如今狭义定义为高颜值且善于自我营销的网络美女。在这个看脸的时代，高颜值的网络红颜总是倍加吸睛。伴随与娱乐明星、大咖的绯闻以及媒体的传播炒作，网红被狭义定义为高颜值且善于自我营销的网络美女。例如，比较著名的网红有“国民老公”王思聪的女友雪梨，以及新晋天王嫂“方媛”等。

图 1：网红雪梨 cherie 微博粉丝数接近 119 万



数据来源：新浪微博

图 2：郭富城的网红女友方媛粉丝数超过 64 万



数据来源：新浪微博

网红是依靠互联网的快速传播与放大效应以及众人的追捧综合出现的结果。互联网核心作用之一就是放大效应，而现实或网络上的某些人因为自身某种特质在无意或有意中通过互联网快速传播而放大，这种特质与一部分网民的审美观、价值观、娱乐观甚至是审丑观相互契合，通过从众心理与羊群效应受到追捧，最终成为“网络红人”。网红的快速发展，已从原来无意变为自发再变成如今专业化运作，它的产生是网络红人、网络推手、媒体以及受众心理需求等利益共同体综合作用下的结果。

大众对高颜值美女的追逐造就了一批整容网红。由于美女网红是最为典型的网红，许多追求快速成名的年轻女孩，除了不断提高自己的化妆技术，更是通过整容来提升自己颜值，满足大众对美女的要求。于是网络上快速出现了一批“路人变女神”的整容网红。据钱江晚报报道，网络红人施薇靓，非诚勿扰女嘉宾潘奕、《昕薇》杂志的首席模特刘羽琦、瑞丽当红模特张子萱等 50 位网红都疑似整容，从而颜值得到提升。

图 3：网络红人施薇靓整容前路人形象



数据来源：钱江晚报

图 4：网络红人施薇靓整容后女神形象



数据来源：钱江晚报

1.2. 网红发展为粉丝经济，形成品牌有效进行电商导流

“网红”从一个社会现象，演变为一种经济行为。“网红”的快速发展已经不仅仅是过去的单纯分享与受人追捧，目前也已出现相应服装、化妆品、外设店等，通过上述手段将社交资产变现。其中著名的有“呛口小辣椒” Vividand 和 Miumiu，以服装搭配为主，并成立了自己的淘宝店，创造了无数“呛口小辣椒同款”；“国民老公”王思聪的女友朱宸慧，即“网红”雪梨的淘宝店“钱夫人”，目前销售额超过 2 亿。这表明“网红”从一个社会现象，演变为一种经济行为，即网红经济的出现。

图 5：“呛口小辣椒”与 zowzow 淘宝店



数据来源：百度百科，淘宝

图 6：“呛口小辣椒”粉丝接近 470 万



数据来源：新浪微博

图 7：淘宝钱夫人店铺双金冠销量惊人



数据来源：淘宝

图 8：网红雪梨淘宝商品配图



数据来源：淘宝

网红的本质是个性化品牌的表现形式。网红经济是粉丝经济的一种。网红也从单一的美女延伸到各个细分领域，比如游戏、健身、旅游、美食、动漫等等。这种从单领域到多领域及细分市场的行为，表明了网红本质是一种品牌，是针对满足个性化需求的令类品牌的表现形式。目前很多网红开始做公司化经营，少则十几人，多则四五百人，他们开始经营网红品牌，并向后端的整个供应链体系渗透。

网红的的作用之一是为电商平台导流，目前已演变成内容运营。网红通过自身对粉丝的影响力逐渐把外国的、站外的流量变现，除了开拓淘宝站内的粉丝经济之外，还发动粉丝大量地从站外拉很多流量进入淘宝。以前的网红可能更多的分享爆款，而现在的网红更多的是自己开店，经营自己的品牌，开始管供应链。网红比以前表现得更加专业化，开始走向企业家形式。

2. 佳人有价，秀色可餐

2.1. 佳人有价，市场容量巨大

网红经济迅速崛起，淘宝上趋势显现。与淘品牌的崛起类似，网红们自发在淘宝、天猫上发展起来。2014 年“双十一”活动中，销量前十名的淘宝女装店铺中红人店铺占据七席，部分店铺销售额超千万。2015 年 12 月阿里巴巴 CEO 张勇表示，在淘宝平台上有数百位网红，拥有超过 5,000 万粉丝，他们依靠微博、QQ 等社交平台快速引进时尚风潮，在淘宝上进行预售、定制，配上淘宝商家强大的生产链形成网红经济的商业模式。2015 年 9 月起淘宝为网红开始 iFashion 平台。2015 年在淘宝女装店铺中网红店铺占了绝大部分。

图 9：2015 年淘宝女装品类中网红店铺排名靠前

排名	店铺	排名	店铺
1	戎美	11	ALU
2	张大奕	12	MALI
3	毛菇小象	13	笑涵阁
4	CC皮草	14	茉莉雅集
5	小虫米子	15	妍儿家
6	大喜	16	vcruan
7	于MOMO	17	林珊珊
8	dimplehsu	18	云上生活
9	LIN	19	BOB
10	MIUCO	20	Titi小静

数据来源：淘宝，国泰君安证券研究

不仅是服装，网红经济空间巨大。人们的生活包罗万象，互联网时代有一技之长且在某些领域有影响力的人都有可能成为网红。除了美女，游戏高手、摄影达人、职业驴友都有特定的粉丝群体，均有潜力影响粉丝消费行为并变现。因此除了服装，网红经济还包括电子竞技、视觉素材、旅游、母婴用品等行业，影响巨大。2014 年中国服装网购交易规模可达 6,153 亿元，我们保守估计网红服装市场规模有望超过 1,000 亿，考虑到电竞、旅游、整容等相关行业网红经济的空间巨大。

2.2. 秀色可餐，未来仍有成长空间

暴利吸引新进入者，网红经济还有增长空间。凭借漂亮的脸蛋、姣好的身材、独特的时尚眼光与选款能力，知名网红的服装生意“令人眼红”。他们利用微博、微信等数量庞大的粉丝群体，通过淘宝、微卖等平台实现流量变现。例如知名模特、网红张大奕拥有 377 万名粉丝，当其淘宝店铺上新时，店铺的当日销售额常常是淘宝女装类目的第一名，月销售额在百万级别。另一知名网红雪梨吸金能力不逊一线女星，据统计其淘宝店年销售额可超 2 亿，估算净收入达 1 亿人民币以上。如此丰厚的回报将吸引众多气质接近的网红投身行业中，带动网红经济进一步扩张。

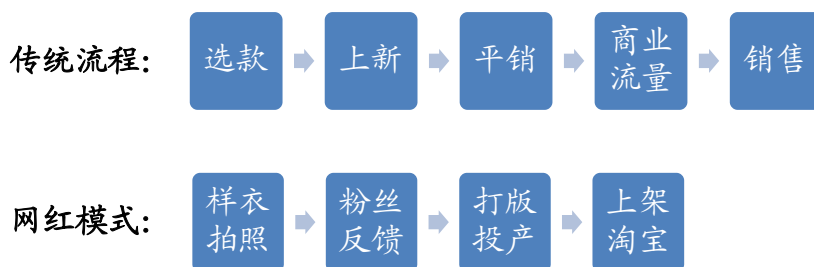
表 1: 网红店铺的盈利能力较强

网红	淘宝店铺情况
张大奕	知名模特、微博网红张大奕拥有 377 万名粉丝,其淘宝店铺于 2014 年 5 月份开张,不到一年即达到五颗皇冠。每当店铺上新,其当日销售额常常是淘宝女装类目的第一名。
雪梨	据淘宝后台数据显示,截至 2015 年 8 月份雪梨的淘宝店当年有评价的成交单超过 87 万,产品单价在 220-240 元之间,销售额超 2 亿元。按照服装零售 50% 的利润率全年可净赚 1.5 亿元。
赵大喜	大学时开始开网店,每天花大量时间在微博与用户互动,挑选受欢迎的款式打版投产上架淘宝店。2013 年毕业后她已经拥有一个 100 多人的工厂。
张林超	张林超开的红人店铺 LIN 家,在 2015 年 4 月的一次上新中,仅仅 1 一分钟就有数万人进店抢购,15 款新品现货被抢购一空,平均客单价超千元。
金怜佳	签约莉家后粉丝迅速扩张,供应链得到改善,店铺年销售额少则百万,多则过亿。

数据来源: 中国经济网, 站长之家, 国泰君安证券研究

线上“Zara”符合服饰消费潮流,未来有望进一步扩张。传统服饰企业的运作流程是设计师设计产品、厂家生产、实体店上货,商品周转时间长。以 Zara 等为代表的快时尚品牌采用买手模式,将品牌店畅销的款式下单生产,快速配送上货,迎合了消费者快速变化的时尚需求。网红店铺采用类似的模式,通过线上粉丝评论反馈进一步压缩了挑选款式的时间,在有现成面料的情况下最快一周时间粉丝即可穿上网红同款。快速的周转满足了年轻消费者冲动消费和感性消费的特质,未来网红模式将快速发展。

图 10: 网红模式缩短了供应链反应时间,实现快速周转



数据来源: 国泰君安证券研究

此外,网红还将打开整容市场空间。淘宝平台提供的数据显示,红人店铺的女性用户占 71%,其中 76% 的女性年龄介于 18-29 岁,集中在上

海、北京、杭州等一线城市，网红经济的火爆有望进一步带动女性医美行业的发展。1) 网红以面容精致、身材姣好的年轻女性为主，她们通常思想较为开放，注重外表，接受运用医疗手段整容塑形。而新进入者为了实现“网红梦”往往也会选择整容，展现更好的搭配效果。2) 网红对粉丝的影响使得整容逐渐被人们所接受，更多的年轻群体有望尝试整形等手术，医美行业需求增加。

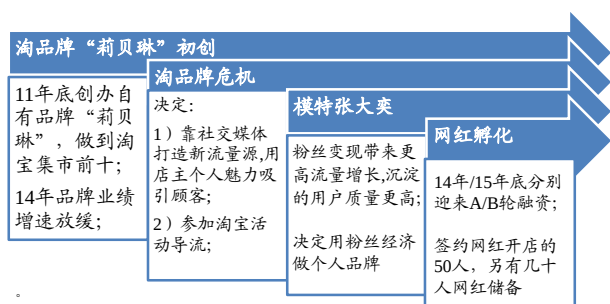
3. 美人之美，出于蜜巢

专业孵化网红的经纪公司兴起，为行业壮大提供新血液。网红成名并非易事，需要通过相片、视频、旅行、才艺、话题等各种手段包装，展示与众不同的个性，才能吸引到足够多的粉丝，目前国内网红经济愈发专业化，已经产生众多孵化网红的专业公司，如涵、莉家等是其中的代表。

3.1. 如涵：网红张大奕的蜜巢，网红经纪龙头公司

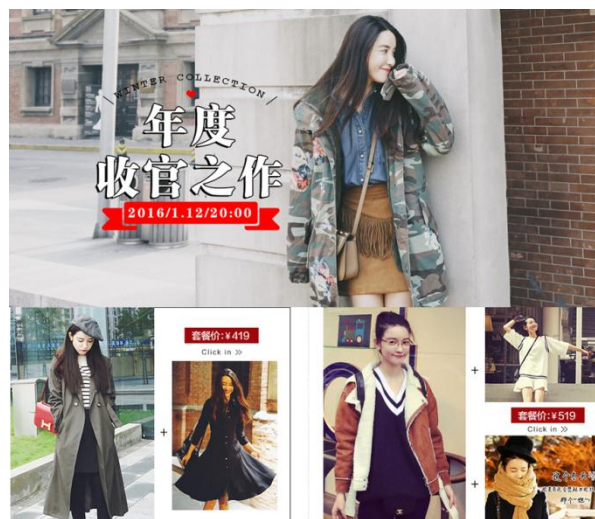
如涵成为网红经纪龙头公司。杭州如涵电商是国内领先的网络红人电商平台综合服务商和网红孵化器，目前已获得君联资本数千万元级别的B轮融资。公司创业团队2012年起从事自有淘品牌“莉贝琳”的设计、制作和销售，2014年为模特张大奕打造独立品牌后，逐渐退出淘品牌运营。如涵电商曾创造出一个月内从建店到月销售过百万的行业领先速度，部分红人店铺2015年销售额增长超过500%。

图 11：如涵电商发展历程



数据来源：国泰君安证券研究

图 12：如涵第一位签约红人张大奕及其网店



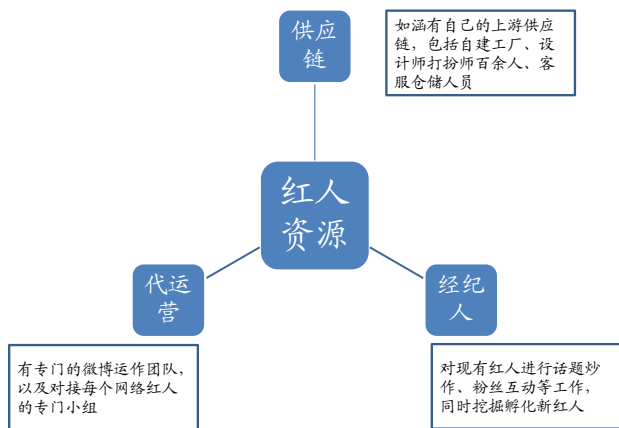
数据来源：新浪微博，国泰君安证券研究

如涵模式一方面把网红人气做高，为其谋划最佳变现方向；另一方面寻找有潜质的新人，助其成为网红。目前如涵签约网络红人中，已经开店的人数近50位，另有同等数量级的未开店网络红人储备。预计到2016年底，如涵电商将运营逾百家红人网上店铺，并积累过2亿社交媒体粉丝，成为国内社交电商的领导者。

3.2. 如涵商业模式：供应链+代运营+经纪人三重角色

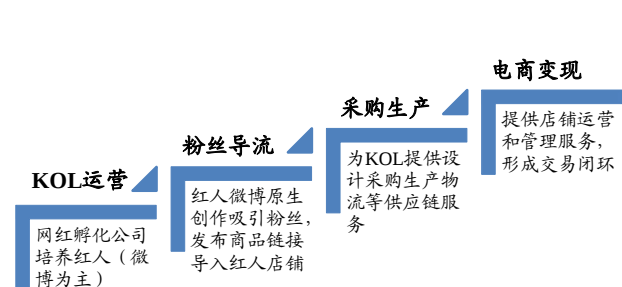
如涵的商业模式简而言之可称为“供应链+代运营+经纪人”三重功能。供应链就是说如涵自身建有代工厂等服装供应链体系，因而能够对接网红的品牌，直接输出产品。代运营是指如涵在店铺经营、ERP管理、产品上新等方面对红人店铺提供的支持。经纪人则表明公司在网红孵化和红人营销方面所做的工作，主要还是为了进一步促使现有红人资源变现，并培育下一批有商业价值的红人。

图 13：如涵商业模式：供应链+代运营+经纪人



数据来源：网易，国泰君安证券研究

图 14：如涵电商运营方式



数据来源：网易，国泰君安证券研究

网红的商业价值毋庸置疑，但缺乏供应链管理 and 专业团队的短板也很明显。对于网红或时尚领域的意见领袖来说，其自媒体的独特属性就可以吸引到很多粉丝，达到高度的黏性，基本上都具备一定的商业化价值。然而尽管网红店有清晰的商业模式，但其短板也非常明显，典型的挑战包括缺乏供应链支持、团队管理不规范。

如涵早期利用“莉贝琳”淘品牌优势，帮助网红进行供应链整合。网红常用的变现手段主要是通过做自媒体社会化的电商品牌，而如涵是做服装电商品牌出身，资源上与此完美对接。公司坚持自建一定的产能，因而拥有从设计、打样、生产到仓储的各环节资源，为网红提供上游的配套服务。

店铺代运营解放网红，精细化分工。实物拍摄、物流、美工、客服、财务、ERP等代运营服务能够彻底解放红人的精力，让其不再受困于经营的种种琐事。同时，由于目前消费者强调购物体验，一家好的代运营公司才是能够实现电商端源源不断变现的基础。如涵在网红背后扮演代运营这样的角色，能使得网红集中精力应对粉丝需求，精细分工提高了产业链运作效率。

经纪人角色帮助红人维护粉丝资源，同时培育新晋红人。类似如涵的网红孵化器是网红电商的服务方案提供商，帮助网络红人与粉丝互动、进行广告营销。如涵孵化红人方法更为多元。与专注于对微博现有网红的淘宝店铺的管理、提供高效的供应链服务的网红电商平台相比，如涵更多通过多元化的手段、广告营销、内容策划、风格塑造，

为网红打造出独特的 IP 价值，同时，通过供应链完全系统化整合资源，在交易平台上实现网红价值变现和粉丝消费的闭环模式。

图 15：张大奕微博应用了抽奖、转发等互动营销



数据来源：新浪微博，国泰君安证券研究

图 16：张大奕微博图片体现亲近粉丝的风格



数据来源：新浪微博，国泰君安证券研究

可以说，红人店铺这个生态链“是真正的快时尚”，而网红经济公司要做的是，帮助打通数据营销通路，同时在设计和供应链等方面提供支持。

3.3. 如涵缺陷：电商行业的重资产

我们认为，如涵完成了网红经纪公司从 0 到 1 的飞跃，但向未来看，不具备服装供应链方面和电商品牌运营上的比较优势有可能成为牵制其发展壮大的因素之一。

公司缺乏服装供应链比较优势。目前公司在上游服装供应链中拥有完整的设计团队和制造工厂，但随着未来公司所管理的网红规模从几十人扩大至百人甚至千人级别，那么公司自行设计和制造就会显得力不从心。与专业的设计公司相比，网红经纪公司缺乏比较优势。首先国内人力资源成本不断上升影响公司盈利水平；其次过于庞大的管理团队也不利于网红电商这种快时尚行业发展。长期看来，将生产端或设计端外包提高效率将是大型网红经纪公司的最佳选择。

公司缺乏电商品牌运营的比较优势。目前每个网红都对应一家店面，单个网红店铺规模相对较小，而借鉴快时尚的模式其款式较多，因此较难做到可针对客户的柔性供应链模式。与专业的运营平台相比，公司不具备战略咨询、店铺运营、视觉体验等方面的比较优势，限制了公司的成长。

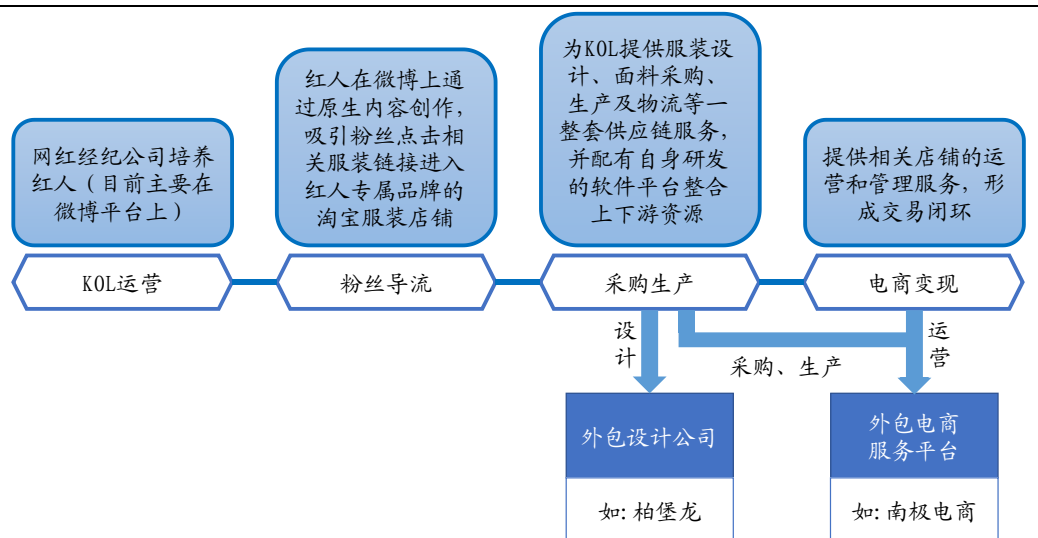
4. 移花接木，术业专攻

4.1. 网红经济利好服装设计和电商运营平台公司

网红经纪公司现有模式待升级，设计、生产及电商运营有外包趋势。术业有专攻，网红经纪公司的优势应该是“孵化”网红，网红要付出大量精力使自己成为产品让粉丝喜欢，要通过旅行、拍照、视频等多数手段包装并需要大量时间与粉丝互动，而服装设计、面料采购、生产、物流以及网店运营已经有非常专业的公司，如果将这部分业务外包，将大大提升整个网红产业链的营运效率。

- **第三方服装设计公司崛起，可满足网红品牌快速、个性化的设计要求。**网红千变万化的造型和无时无刻不时尚的服装是吸引和维护粉丝最重要的因素，因此催生大量服装设计需求，如果依赖网红经纪公司自己的设计团队，则较难满足风格多变的设计需求，第三方服装设计公司将可大大提高设计质量和效率。
- **以南极电商为代表的基于“共享经济”的电商综合服务平台已经成熟，可以大大提高网红变现的效率。**南极电商（新民科技）是一家向千万家小微电商及供应商提供品牌授权服务、电商生态综合服务、柔性供应链园区服务的电商综合服务商。南极电商可帮助网红品牌此组织供应商生产、商品代发、售后服务，以及战略咨询服务（从品牌定位、产品定位、消费者定位等方面制定店铺运营计划，并在运营计划的框架下进一步提供流量获取、视觉定位、用户体验、活动策划等专项服务），依赖平台可以解放网红经纪公司大量精力。

图 17：网红经纪公司的服装设计、生产及电商运营环节有外包趋势



数据来源：第一财经，国泰君安证券研究

4.2. 新民科技：基于共享经济的电商综合服务平台龙头

4.2.1. 南极电商模式利于微小电商快速发展

南极电商商业模式实际上是“共享经济”的一种，我们认为公司商业模式的发展潜力有望超出市场预期。南极电商目前主业有：品牌授权服务、综合电商服务、柔性供应链园区，实际上均属于“共享经济”模式。我们套用大家熟悉的 Uber 模式，Uber 模式解决了上游闲置车辆资源与下游打车乘客的效率问题，南极电商解决了上游供应商闲置生产能力和下游经销商闲置分销能力的问题，并通过向上下游客户提供电商综合服务，提高整体供应链效率，尤其有利于像网红经济下的淘

品牌快速发展。

- **品牌授权服务与 Uber 模式异曲同工。**上游供应商的生产能力相当于 Uber 模式下的闲置车辆，下游经销商的分销能力相当于 Uber 模式下的打车用户，南极电商平台相当于 Uber，实现上下游资源的分享并完成品牌授权。此外，Uber 可以为客户提供其他增值服务，南极电商提供的增值服务就叫“电商生态综合服务”。
- **柔性供应链园区是 Uber 模式升级版。**柔性供应链园区就是打造多品牌、多品类的共享经济开放式平台，南极电商现有的“综合电商服务”也可以完全复制给柔性供应链园区，最终使南极电商从运营“南极人”品牌，转变成运营多品牌、多品类的“园区共生生命体”。
- **南极电商模式利于网红经济下的淘品牌快速发展。**网红经济下的淘品牌大多相当于小的经销商，对接上游供应商的能力和资源、对于电商运营的经验都不足，南极电商基于共享经济的模式可以帮助淘品牌获得丰富的供应链资源和电商运营经验。

4.2.2. 南极电商模型嫁接网红经济轻而易举

南极电商的“共享经济”模式可以复制到大消费行业以及钢铁等周期性行业，也可以较容易嫁接网红经济。只要存在行业产能过剩、产品标准化程度高的行业均适用此模式。

- **大消费行业：**如大纺织服装行业（男装、女装、内衣、户外服饰、体育服饰、家纺、鞋子、珠宝首饰、化妆品等）、家电行业、轻工行业、消费电子行业等。
- **部分周期性行业：**例如钢铁、有色、煤炭等行业，找钢网的成功证明“共享经济”适用周期性行业。
- **嫁接“网红经济”轻而易举。**嫁接网红经济，实际上只是现有商业模式的一个品类扩张。1) **帮助“网红”搭建电商品牌。**网红的优势是拥有数量庞大的粉丝和影响力，但是不具备产品设计、生产等能力，网红可以将电商运营环节都交给南极电商的“电商生态综合服务”，南极电商则可以从中获得综合电商服务费。2) **可以低成本、批量化孵化网红品牌。**南极电商具有丰富的互联网运营、营销经验，深谙消费者心理，有优势孵化有潜力的各领域达人成为网红，继而打造自己体系下的网红品牌。
- **预计外延并购是南极电商进入其他行业的主要手段。**南极电商在互联网公司运营管理上积累的经验是可以输出的，且拥有融资能力。南极电商在非消费品行业并无经验，但可以通过收购利用原有公司的行业经验，再输出自己电商公司运营管理经验进入其他行业，未来想像空间巨大。

4.2.3. 打造明星港商城，未来有望孵化自己的网红及网红品牌

南极电商将开发“明星港商城”项目，计划打造南极电商旗下网红经济。南极电商拟建设的集明星交流与明星商品购买于一体的综合平

台，以明星和高颜值红人为吸引点建立 PC 端和 APP 移动端商城。通过明星、高颜值红人的产品售卖、分享及互动，实现和广大粉丝交流、互动并打通购物渠道的一站式大众服务体系。

明星港商城项目潜力具大。南极电商具有电商综合运营管理的优势以及互联网基金，可以通过整合全渠道的资源优势，打造以明星及高颜值红人为定位的社区和精准独立商城，并以平台效应带动高收益。

表 2：南极电商募集配套资金用途（万元）

项目名称	是否包括募集 资金投资（万元）	项目投资总额 （万元）	自筹资金投入金额 （万元）
电商生态服务平台建设	是	10,221.93	2,221.93
柔性供应链服务平台建设	是	30,490	16,490
品牌建设项目	是	10,288.22	2,288.22
we mall 项目	否	10,000	10,000
明星港商城建设项目	否	10,200.15	10,200.15
合计		71,200.30	41,200.30

数据来源来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.2.4. 盈利预测与投资建议

维持“增持”评级，目标价 26 元。考虑到 2016 年 1 月 18 日公告新增股份上市，按 7.69 亿总股本计算，我们维持预测 2015-17 年 EPS 为 0.22/0.35/0.50 元，对应增速 1544%/57%/43%。南极电商借壳新民科技获批成为 A 股第一家电商服务企业，未来有望发展成为多品牌、多品类、开放式电商服务平台。参考 A 股市场中同为电商平台的苏宁云商、快乐购和跨境通的估值水平，给予公司 200 亿目标市值，目标价 26 元，对应 2016 年 74 倍 PE。

4.3. 柏堡龙：第三方服装设计行业龙头公司

A 股唯一第三方服装设计公司，标的稀缺。公司是 A 股唯一一家、也是业内最具规模的第三方服装设计公司之一，平台化属性明显，在 A 股具有稀缺性。2014 年实现营业收入 5.5 亿元，净利润 1.07 亿元，服装设计主业毛利率接近 90%，未来有望成为服装设计龙头企业。

“快时尚”品牌崛起催生第三方服装设计行业快速发展。1) ZARA、H&M 等国际“快时尚”巨头的成功吸引着更多企业涉足“快时尚”领域，在 2015 年第 3 季度最受关注服饰品牌 TOP50 排行榜中，“快时尚”品牌独揽前 10。2) “快时尚”品牌注重“多款式，时尚性”。目前 ZARA 每年可开发 4 万种新款服装，大量新款的推出，增加了对前端设计环节的需求，应运而生的服装设计企业增长空间巨大。

公司停牌拟定向增发，此前发债+成立投资子公司，已为业务多元化储备好弹药，多元化布局有望超市场预期。

- 公司 2016 年 1 月 18 日公告拟定向增发；2015 年 11 月出资 1 亿元设立了投资子公司，计划公开发行不超过 3.8 元公司债券，我们认为皆是为了借力资本市场，推动公司业务多元化。
- **服装设计行业互联网是必然趋势，公司也有望在互联网上有所布局。**服装设计需求多样化，线上展示成本更低；个体服装设计师及小型设计工作室缺乏上下游资源，借助互联网可以更方便打通上下游产业链。
- 预计多元化的方向是设计行业相关的上下游以及新模式拓展，董事长有望带领公司探索新商业模式。公司董事长出生于 1978 年，带领公司不到 10 年时间就成为 A 股上市公司。随着 90 后崛起以及互联网时代的快速发展，我们正面临一个新的消费时代，年轻的管理层更容易去接受、理解新鲜事物，我们认为年轻的管理层有助于公司跟上新消费时代的节奏，未来在公司互联网化、开发新模式方面具有优势。

维持“增持”评级，目标价 100.64 元。考虑到公司未来募投项目的进展以及业务多元化的布局，我们预测公司 2015-2017 年的收入分别为 6.06、7.57、9.84 亿，净利润分别为 1.176、1.55、2.14 亿，对应 EPS 分别为 1.11、1.48、2.04 元。维持目标价为 100.64 元，对应 2016 年 68 倍 PE。

5. 华美的斯人，摇曳生“姿”

5.1. 华斯股份：社交电商和网红经济潜在龙头公司

华斯股份借助微卖有望成为网红经济龙头公司。拥有社交电商 app “微卖” 30% 的股权，微卖是基于网红经济最具代表性的社交电商，华斯股份虽然持有微卖的股权比例不高，但借助微卖积累了社交电商与网红经济的经验与行业资源，未来有望成为网红经济的龙头公司。

5.1.1. 微卖：对接微博/微信/QQ 的开放社交电商平台

微卖是国内领先的集进货，分销管理，交易于一体的社交电子商务平台。基于移动互联网利用社交网络里的兴趣圈子以及海量达人，提供 B2C 和 B2C2C 等多种商业模式。任何人都可以方便的使用微卖平台，利用社交信息共享的优势，安全有效的售卖各种商品。

微卖 APP 可在微博、微信和 QQ 空间广泛分享，是社交电商最佳入口之一。微卖店铺可以将商品链接通过微博链接、微信朋友圈或微信一对一链接、QQ 空间分享以及短信发送 web 链接的形式分享出去，从而实现了广泛的流量入口。值得注意的是，微信和微博目前都仅允许部分外部 APP 链接共享，因而从这种意义上说，微卖是稀缺的流量入口之一。

5.1.2. 联姻微博，B2C2C 模式下商家开店零门槛

5.1.2.1. 与新浪微博战略合作，实践社交电商新模式

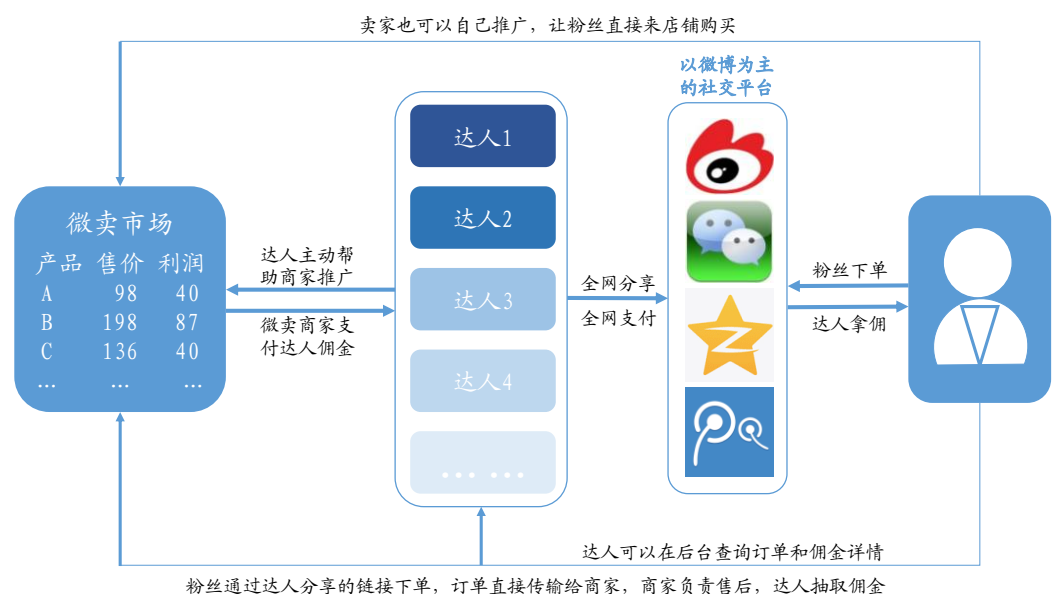
微卖与新浪微博战略合作，实践社交电商新模式。2015年6月底，微卖与合作伙伴新浪微博签订《微博与微卖战略合作协议》，并联合推出社交电商产品“达人通”。商家使用这款产品在微博开店并发布商品信息后，微博上的导购达人即可认领销售任务，并将商品信息通过自己社交关系链扩散，每完成一单交易，都能从商家处获得相应提成。而其在交易过程中只扮演传播节点的角色，更符合微博以兴趣建立社交关系的特点。这是一种区别于传统B2C、C2C模式的新型销售模式——B2C2C模式，打破了目前社交电商行业常见的囤货模式，为商家提供了更科学的全网社交电商解决方案。

5.1.2.2. B2C2C模式最适用于掌握品牌粉丝等资源的商家

B2C2C(Business To Channel To Customers)即商家→渠道→顾客，为企业提供网络直销渠道，导购达人们仅作为渠道，顾客（终端消费者）购买后，由商家直接发货。对于达人来说，可以充分将自己的社交影响力变现，并且没有库存，只收取销售提成，风险几乎为零。对于供货厂家来说，这是一个网上直销的平台，免去了传统供货渠道的繁琐。

该模式为拥有品牌、粉丝等资源的商家提供最强供应链。相比于传统的B2C模式单一的订单接受途径，B2C2C模式下商家接受订单的途径增加了很多，每一个导购达人都是一个销售终端，相当于一个小型B2C网站的销售经理，可以有很多自己发挥的空间。而相比于传统C2C模式，B2C2C模式下导购达人（包括拥有众多粉丝网红等）的产品图片、库存、发换货等各项事宜，商家和网站平台方面都已经料理周全，而且比普通的个人卖家有更良好的信誉。所以总体来说，B2C2C是一种更加灵活的模式，比B2C有更多样的渠道，更高的自由度；又比C2C有更统一的标准和更高的可信度。

图 18：微卖采用 B2C2C 模式



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

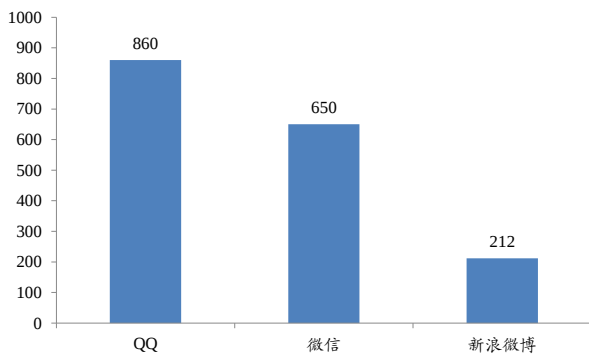
5.1.3. 借微博东风，畅想网络红人经济

5.1.3.1. 网红变现依赖于社交电商

社交电商与传统电商相比存在三大优势。近年来，虽然电子商务在我国的发展依然迅猛，但随着竞争加剧，以及信息传播、客户社群的碎片化，使商家获得用户的成本大幅度提高。在这样的背景下，“社交+电商”的组合也理所应当的被认为是更理想的商业模式，而这主要取决于其拥有的三大优势。

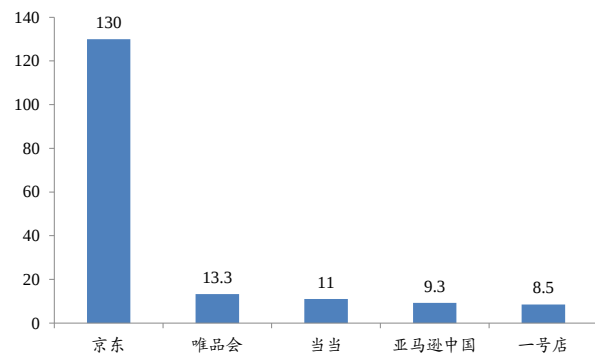
社交平台的流量优势显著。社交电商之所以会被看作是电商的未来方向，很大程度上是因为其模式之下潜藏的巨大爆发力性消费能力，能够解决传统电商模式现存的流量供给不足等问题。比如，2015 年二季度，国内三大社交平台 QQ、微信、新浪微博的月均活跃用户数分别为 8.6 亿、6.5 亿和 2.12 亿，相比之下，电商平台的活跃用户数则远远落后。电商平台与社交平台合作，就能充分利用社交平台庞大的用户群，而且进一步讲，社交平台的所有活跃用户的是可触及的潜在消费者。

图 19: 2015Q2 三大社交平台月均活跃用户(百万)



数据来源：国泰君安证券研究

图 20: 2015Q2 各 B2C 电商平台月均活跃用户(百万)



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

以网红为代表的商家将有更强的营销主动性，产品针对性。社交的基础是人以群分，依赖于以网络红人为代表的 KOL(Key Opinion Leader, 关键意见领袖)群体，以兴趣或者主题聚集人群，这样的前提决定了社交电商更加适合垂直细分领域。一个用户可能会交叉横跨关注几个不同的主题领域，但是每个领域之间几乎都是独立的，同样 KOL 也是极具垂直属性的存在，这就更容易培养出令人感到舒适的社区环境。正是这样的属性赋予了商家和导购达人更强的营销主动性，并能极大的提高针对性，降低营销成本。

粉丝经济是社交属性带来的又一红利。每个粉丝都是品牌的拥趸者传播者。社交电商的优势并不在于商家或达人变成客服和粉丝去沟通，而是打通粉丝内部的沟通渠道，让粉丝去自由交流，粉丝在里面获得的不仅仅是购物的体验，会有更多的是互帮互助。因此，当你的品牌足够优秀，所有的粉丝将对你的产品无限忠诚并且乐于向其他人传播。

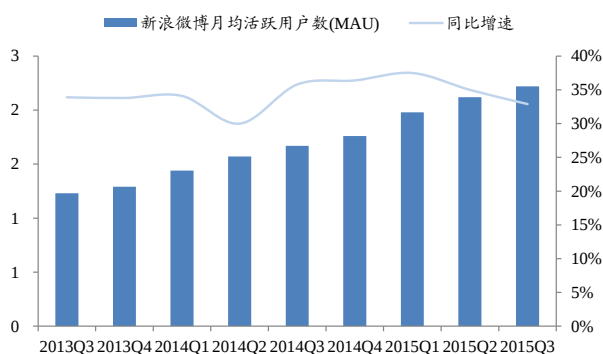
其实以前很多淘宝的中小商家就在微博上做营销，然后他们再把流量

倒到淘宝上去，而现在，不需要离开微博，直接在这里宣传、购买、分享，这就形成了一个完美的营销闭环。

5.1.3.2. 社交电商基于兴趣和弱关系，是网红经济最佳土壤

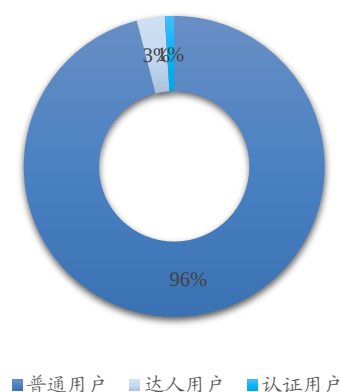
裂变式传播带来更多有效流量。截止 2015 年三季度，微博月均活跃用户达到 2.22 亿，还有近 700 万活跃于各行业的导购达人，其在各自领域的专业性和影响力更有利于促成商品成交，微博裂变式的传播优势能让商品信息在相关兴趣圈子中得到更充分的传播。商家通过“达人通”销售，动销率可以达到其他电商平台的数倍。

图 21: 新浪微博 MAU 及同比增速



数据来源：微博数据中心，国泰君安证券研究

图 22: 新浪微博各类用户比例



数据来源：微博数据中心，国泰君安证券研究

弱关系强影响力才是社交电商的本成功的本质。我们可以看到，微信用户数虽多，但微信微商可用流量却不大。因为微信产品中社交氛围过于深入和封闭，导致用户对商业化的接受度不高，一旦商业信息泛滥就会导致朋友圈人人喊打的情况。所以朋友圈的这种封闭形态是强关系弱影响力，只能为电商带来长尾后端的小流量，起不到决定性作用。社交电商要想成功最终还是要回到弱关系强影响力的本质，而这正是微博所擅长的。

行业领先的 B2C2C 模式具有天然优势。与其他社交平台上的微商不同，“达人通”的 B2C2C 模式不是层层分销。微博导购达人在认领分销任务后，只需要通过自己的社交关系链扩散商品信息。消费者是从商家直接购买商品，物流和售后服务也都由商家负责，这样就有利于保护消费者利益，同时也避免了层层分销带来的潜在风险。这种模式也有利于导购达人将其社交资产更合理的变现。

网红开店零门槛，无偿接入支付，无需繁琐认证。入驻达人通的商家仅需要提供营业执照或天猫、淘宝开店链接，以证明其合法身份。相比于腾讯微商繁琐的认证程序，在保证消费者安全的前提下能吸引到更多的商家。微博相关负责人还表示，对于入驻达人通的商家，微博

将提供购物频道入口、信息流广告等推广资源，让商家获得充分的曝光机会。

5.1.4. 主业触底，预计未来可低速稳定增长

皮革主业或迎来转机。皮革出口业务受俄罗斯及周边地缘政治负面影响，但我们预测 2015 年已经触底，未来主业将迎来转机。

预计华斯裘皮城将开始贡献利润。华斯裘皮城具有行业地缘优势和生产设计能力，主要辐射京津冀（海宁皮城辐射长三角）。目前华斯裘皮城一期 5 万平、二期 10 万平，一期已经开始收租金，二期也开始部分收取租金，租金为 700-800 元/平米/年，预计开始逐渐贡献利润。

5.2. 朗姿股份：医疗美容行业潜在龙头公司

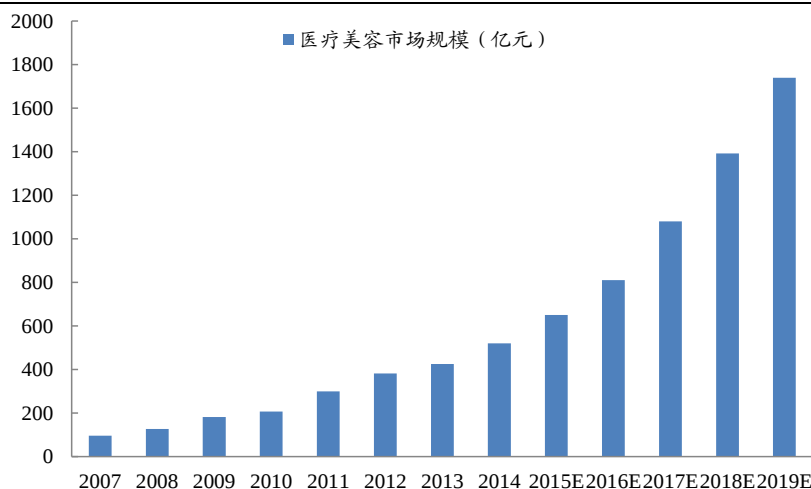
5.2.1. 网红带动中国医美行业快速发展

网红示范效应打开整容市场空间。在这个看脸的世界，一张美丽的面庞能给女性的择偶、求职及生活带来巨大的优势，将颜值变现为价值的网红证明了这一点。在网红们的示范效应下，中国年轻女性更加注重外表美，网红经济的火爆有望进一步带动女性医美行业的发展，新晋网红和庞大的粉丝群都有望成为新的整容消费群体。在衣食住行等需求基本满足后，部分女性已经开始增加对姣好面容和体型的消费，割双眼皮、隆胸等医疗美容需求有望增加。

制约中国医美市场发展的阻碍正逐渐被移除，千亿市场布局正当时。

1) 随着消费的升级，中国国民对整容的接受度迅速提升，“外貌协会”日益壮大，外表美成为居民下一个需要满足的需求；2) 更多优秀的医疗资源逐渐进入市场，满足消费需求；3) 监管部门有望再次出台相关政策，引导行业正规化发展。在一系列利好逐渐形成后，医美市场将迎来快速发展期。我们预计 2015 年医美行业增速将达到 25%，市场规模为 650 亿，2017 年市场有望突破千亿，未来五年行业增速有望在 25% 以上。

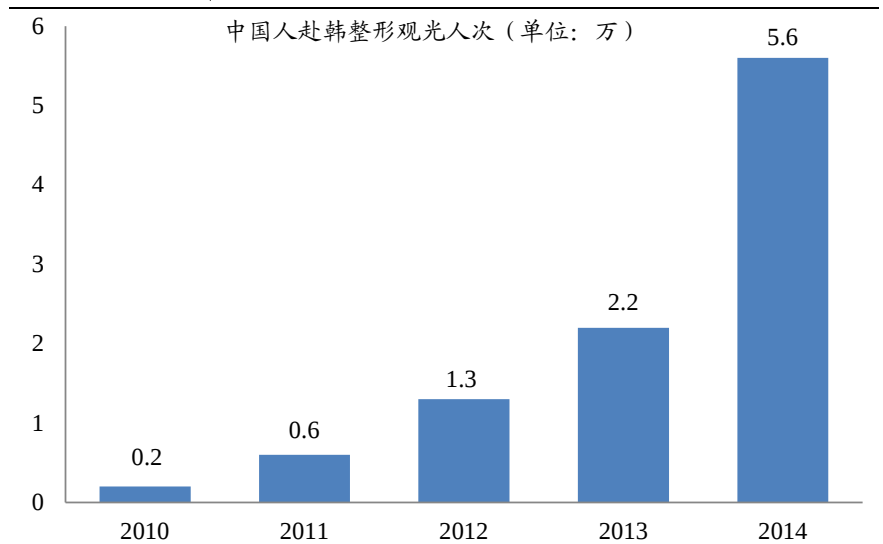
图 23: 我国医疗美容市场将迎来快速发展期



数据来源：智研数据中心，国泰君安证券研究

技术先进的正规医美机构将分享行业规范发展的大蛋糕。整容会给身体带来长期的影响，因此安全性尤为重要。随着众多医美行业事故被曝光，消费者对不规范机构的警惕性提高，打着“低收费”旗号或资质不完善的机构将逐渐出局。目前国内优质医美资源不足，赴韩整形的人数快速增长，2014 年有 5.6 万中国人到韩国整容，同增 155%。在国内行业不断整合规范的过程中，拥有优良资质的整容机构将迎来发展良机。

图 24：我国赴韩整形的人数快速增长



数据来源：前瞻产业研究院，国泰君安证券研究

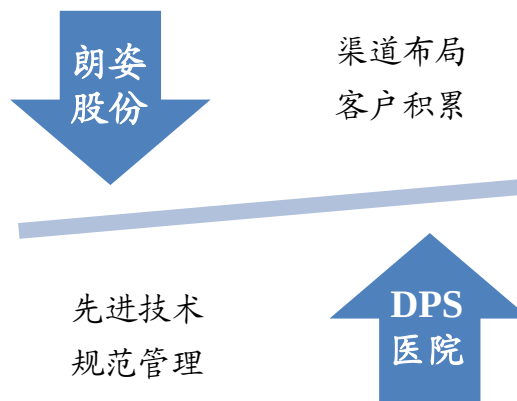
5.2.2. 坐拥优质医疗资源，受益网红经济影响

公司投资全球领先的医美机构，坐拥优质医疗资源。公司投资韩国 DKH 集团，进军医美行业，间接持有韩国整形美容集团 DMG16.5% 的股权。DMG 旗下拥有设立于韩国首尔的整形美容机构 DPS，后者是由韩国整形外科领域水平最高的首尔国立大学专业外科医生所创建。目前 DPS 共有 13 名专科医生和 100 多名职员，年接诊量接近 3 万人次，其中非韩籍客户占 40%。医院给很多韩国明星做过整形手术，技术业内领先，经验丰富。

优势互补，公司整形美容布局前景广阔。DPS 技术水平全球领先，医院的管理能力、服务意识、医院形象等值得借鉴。而朗姿股份则在国内市场拥有较强的品牌影响力、高质量的中高端女性客户以及近 500 家线下门店，主业资源可以为医美业务提供客源及引流通道，预计并购

后双方的协同效应明显，有望在国内医美市场破局。

图 25: 公司和 DPS 医院优势互补，共同开拓医美市场



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

泛时尚生态圈的重要组成部分，预计公司大概率收购国内整形医院。国内整形医院及医生需要申请牌照，考虑到可行性，我们预计公司布局国内医美市场有两个方向，未来公司有望持续受益于网红经济拉动医美行业需求增长：

- **收购国内整形医院。**如果能成功并购国内整形医院标的，将快速获得整形医院牌照及部分有经验的医护人员，并且能较快引进韩国 DPS 机构先进的整容技术以及优秀医生，并吸引公司原有的中高端女性客户，线下 500 家左右门店也可以帮助整形医院宣传，持续为医院导流。
- **借助现有渠道优势，铺设微型诊所。**朗姿目前有约近 500 家门店，主要分布的购物中心及百货，微型诊所，引进高端的医疗设备，实施仪器祛痘、打美容针等简单的医美手术。我们认为公司为抓住国内整容行业高速发展的机遇，将寻找优质标的快速布局医美业务，泛时尚生态圈有望增砖添瓦。

5.2.3. 盈利预测与投资建议

维持“增持”评级。投资韩国整容医院，未来有望借助现有中高端女性客户资源、韩国技术优势快速切入医疗美容行业，成为行业龙头公司。我们预测公司 2015-2017 年 EPS 为 0.44/0.58/0.75 元，分别对公司服装/婴童/医美/化妆品板块估值，对应合理市值 175 亿，目标价 87.5 元。

6. 投资建议

看好网红经济方兴未艾的发展潜力，建议增持新民科技、柏堡龙、朗姿股份，受益标的有华斯股份。

- **新民科技：**电商综合服务公司，可帮助网红经济下的淘宝品提升供应链效率，受益于网红经济电商运营外包；同时公司拟成立“明星港商城”，拟建设集明星交流与明星商品购买于一体的综合平台。
- **柏堡龙：**第三方服装设计龙头公司，受益于网红淘品牌设计外

包。

- **华斯股份**：社交电商和网红经济龙头公司，借助“微卖”的资源有望更深层次切入网红经济。
- **朗姿股份**：投资韩国整容医院，未来有望借助现有中高端女性客户资源、韩国技术优势快速切入医疗美容行业，成为行业龙头公司。

表 3：主要推荐公司的盈利预测、目标价及评级

公司名称	代码	盈利预测 (EPS)			PE			评级	目标价
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E		
新民科技	002127.SZ	0.22	0.35	0.50	118.18	74.29	52.00	增持	26.00
朗姿股份	002612.SZ	0.44	0.58	0.75	198.86	150.86	116.67	增持	87.50
柏堡龙	002776.SZ	1.12	1.48	2.03	89.86	68.00	49.58	增持	100.64

数据来源：WIND，国泰君安证券研究；数据截至 2016 年 1 月 19 日

注：考虑到新民科技于 2016 年 1 月 18 日公告新增股份上市，我们按 7.69 亿总股本计算 EPS

7. 风险提示

行业竞争加剧。网红经济发展前景好，正吸引越来越多的资本进入该行业，未来行业可能会竞争加剧，影响目前公司的经营。

与社交平台合作存在不确定性。网红经济主要依附于社交平台，像微博、微信这样大的社交平台对合作伙伴要求较高，如果突然中止与相关标的公司合作，会带来重大负面影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		