仅供内部参考，请勿外传！

海外消费服务

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 10 月 30 日

海外教育：新东方——电商、教育双主业增速回升，盈利质量改善确立高质量增长

——海外消费周报（20261023-20261029）

看好

相关研究

-

证券分析师
黄哲 A0230513030001
huangzhe@swsresearch.com
周文远 A0230518110003
zhouwy@swsresearch.com
贾梦迪 A0230520010002
jiamd@swsresearch.com
研究支持
胡梦婷 A0230524060004
humt@swsresearch.com
联系人
胡梦婷 A0230524060004
humt@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **海外教育：新东方——电商、教育双主业增速回升，盈利质量改善确立高质量增长**

  新东方 1QFY27 收入 18.7 亿美元，同比增长 23.1%。其中教育业务实现收入 14.7 亿美元，同比增长 16.6%。其他业务（主要为东方甄选）收入 4.04 亿美元，同比增长 54%。归属母公司的 Non-GAAP 净利润为 3 亿美元，同比上升 16.5%，业绩符合我们预期。

  教育业务增长提速。新东方 1QFY27 的 K12 业务保持强劲增长，留学业务增速恢复。1QFY27 K9 业务即新业务（K9 素养教培+学习机业务等）收入同比增长 24.7%至 5.02 亿美元，非学科素养业务的高增得以持续。高中教培业务收入同比增长 14%至 4.73 亿美元。1QFY27 留学考试培训及咨询业务收入 3.53 亿美元，同比增 7.7%。撇除汇率影响，K9 业务、高中教培、留学考试培训及咨询业务的收入增速同比分别提升 4.8、2.6、2.5 个百分点。各教育业务收入增长呈现加速状态。1Q 教学网点增至 1565 个，同比增长 16.2%，环比增长 2%。公司将通过挖掘现有教学网点产能利用率，提升运营效率，带动利润率进一步扩张。

  电商业务增收增利。自营产品数量快速增加，配合矩阵垂类直播间拓展，助力 GMV 增长。我们预计东方甄选 1QFY27 GMV 约为 31.4 亿元，同比增长 74%，增速相较 4QFY26 的 29%大幅提升 45.3 个百分点。同时东方甄选拓展品类至高毛利的保健类产品，并推动大单品销售降低采购成本。我们预计甄选毛利率同比有较大幅度的提升。此外，与教培网点合作拓展线下门店，也将有助于提升甄选产品的实体体验，进一步促进产品的销售转化。

  电商、教育经营利润率分别改善。1QFY27 Non-GAAP 经营利润率同比收缩 0.3 个百分点至 21.7%。主要由于业务构成变化。相比处于旺季中的 Non-GAAP 经营利润率高达 23.6%的教育业务，同期甄选的 Non-GAAP 经营利润率预计在 11.3%。而由于甄选营收增长更快，其收入以及 Non-GAAP 经营利润的占比同比分别提升约 4.9 和 3.6 个百分点，从而拉低了整体 Non-GAAP 经营利润率。由于教育业务季节性强，我们预计进入 2 季度淡季，教育业务 Non-GAAP 经营利润率将显著低于甄选。届时甄选营收、利润占比的提升将提振利润率。

- **海外医药：关注港股医药三季度业绩**
- **海外社服：小菜园深度报告—现炒中式家常菜，标准连锁启征程**
- **风险提示：**非学科培训监管政策加码；海外地缘政治因素导致境外留学签证受阻，业务恢复放缓。创新药研发和商业化进展低于预期；核心产品价格降幅超预期；地缘政治风险；投融资环境波动风险。行业竞争加剧风险，降价促销策略可持续性风险，原材料价格波动风险。

仅供内部参考，请勿外传！

1．海外教育：新东方——电商、教育双主业增速回升，盈利质量改善确立高质量增长

1.1 市场回顾

本周（10/23-10/29）教育指数下跌 4%，跑输恒生国企指数 4.7 个百分点。年初至今，教育指数累计涨幅为 6.2%，跑赢恒生国企指数 19.2 个百分点。

1.2 新东方——电商、教育双主业增速回升，盈利质量改善确立高质量增长

新东方 1QFY27 收入 18.7 亿美元，同比增长 23.1%。其中教育业务实现收入 14.7 亿美元，同比增长 16.6%。其他业务（主要为东方甄选）收入 4.04 亿美元，同比增长 54%。归属母公司的 Non-GAAP 净利润为 3 亿美元，同比上升 16.5%，业绩符合我们预期。

教育业务增长提速。新东方 1QFY27 的 K12 业务保持强劲增长，留学业务增速恢复。1QFY27 K9 业务即新业务（K9 素养教培+学习机业务等）收入同比增长 24.7%至 5.02 亿美元，非学科素养业务的高增得以持续。高中教培业务收入同比增长 14%至 4.73 亿美元。1QFY27 留学考试培训及咨询业务收入 3.53 亿美元，同比增 7.7%。撇除汇率影响，K9 业务、高中教培、留学考试培训及咨询业务的收入增速同比分别提升 4.8、2.6、2.5 个百分点。各教育业务收入增长呈现加速状态。1Q 教学网点增至 1565 个，同比增长 16.2%，环比增长 2%。公司将通过挖掘现有教学网点产能利用率，提升运营效率，带动利润率进一步扩张。

电商业务增收增利。自营产品数量快速增加，配合矩阵垂类直播间拓展，助力 GMV 增长。我们预计东方甄选 1QFY27 GMV 约为 31.4 亿元，同比增长 74%，增速相较 4QFY26 的 29%大幅提升 45.3 个百分点。同时东方甄选拓展品类至高毛利的保健类产品，并推动大单品销售降低采购成本。我们预计甄选毛利率同比有较大幅度的提升。此外，与教培网点合作拓展线下门店，也将有助于提升甄选产品的实体体验，进一步促进产品的销售转化。

电商、教育经营利润率分别改善。1QFY27 Non-GAAP 经营利润率同比收缩 0.3 个百分点至 21.7%。主要由于业务构成变化。相比处于旺季中的 Non-GAAP 经营利润率高达 23.6%的教育业务，同期甄选的 Non-GAAP 经营利润率预计在 11.3%。而由于甄选营收增长更快，其收入以及 Non-GAAP 经营利润的占比同比分别提升 4.9 和 3.6 个百分点，从而拉低了整体 Non-GAAP 经营利润率。由于教育业务季节性强，我们预计进入 2 季度淡季，教育业务 Non-GAAP 经营利润率将显著低于甄选。届时甄选营收、利润占比的提升将提振利润率。

仅供内部参考，请勿外传！

1.3 数据更新

本周（10/22-10/28）东方甄选及其子直播间在抖音平台的 GMV 约 3.4 亿元，日均 GMV4831 万元，同比增长 74.3%。

各直播间 GMV 构成情况方面：销售前五直播间 GMV 占比 59.5%，其中东方甄选 0.95 亿元，占比 28%；美丽生活 0.42 亿元，占比 12.4%；自营产品 0.25 亿元，占比 7.2%；生鲜 0.21 亿元，占比 6.2%；家居馆 0.19 亿元，占比 5.5%。

东方甄选及子直播间粉丝数累计 5961 万人，本周粉丝人数环比增加 78.8 万人，增幅 1.3%。

1.4 投资分析意见

1) 我们建议关注**东方甄选（01797.HK）**。公司 26 年 GMV 增长强劲。爆款高复购产品开发策略令公司销售放量同时利润率得以提升，盈利能力快速修复。

2) 我们建议关注中概教培公司，行业竞争格局改善，重点公司暑期招生增长强劲。关注秋季续班带动招生人数持续增长。同时头部公司受益 AI 技术运用于教学、营销以及中后台后提升运营效率，利润率扩张值得期待。**推荐新东方（09901.HK）；关注好未来（TAL.N）**，卓越教育（03978.HK），高途（GOTU.N），思考乐教育（01769.HK）。

3) 我们建议关注港股职教公司，**首推中国东方教育（00667.HK）**。针对高考落榜生数量增长，公司适时推出针对此类学生的培训课程，高中生培训人次维持高增，进而保证了培训总人数的增长。同时公司推进精细化管理，严控成本及费用，利润率有望持续扩张。

4) 我们同时建议关注港股高教公司。各省民办高校营利性选择有望重启，民办高校办学收益分配确定性提升，扩张动力恢复可期。关注中教控股（00839.HK），中国科培（01890.HK），东软睿新（09616.HK），中汇集团（00382.HK），宇华教育（06169.HK），新高教（02001.HK），希教国际控股（01765.HK），华夏控股（01981.HK）。

1.5 风险提示

非学科培训监管政策加码；海外地缘政治因素导致境外留学签证受阻，业务恢复放缓。

仅供内部参考，请勿外传！

2．海外医药：关注港股医药三季度业绩

2.1 市场回顾

本周恒生医疗保健指数下跌 0.26%，跑输恒生指数 0.36 个百分点。

2.2 港股医药三季度业绩

药明康德：9M26，公司实现收入 455.4 亿元，同比增长 38.6%；经调整 non-IFRS 归母净利润 183.8 亿元，同比增长 74.4%。3Q26，公司实现持续经营业务在手订单 767.4 亿元，同比增长 36.4%。此外，公司预计全年整体收入指引由 585-605 亿元提升至 610-619 亿元；持续经营业务收入同比增速由 35-39%上调至 40-42%；资本开支由 75-85 亿元调整至 80-85 亿元。

信达生物：3Q26，公司实现产品收入超过 47 亿元，同比增长超过 40%。其中，综合管线重磅新品信尔美（玛仕度肽注射液）、信必乐（托莱西单抗注射液）及信必敏（替妥尤单抗 N01 注射液）市场渗透持续提升；肿瘤产品线中多款酪氨酸激酶抑制剂（TKI）产品均实现快速销售增长。

荣昌生物：9M26，公司实现营业收入 67.64 亿元，同比大幅增长，主要由于销售收入增长，以及公司与艾伯维就 RC148 签署独家授权许可协议，技术授权收入大幅增加；归母净利润 52.73 亿元；扣非归母净利润 44.12 亿元。

诺诚健华：9M26，公司实现营业收入 20.99 亿元，同比增长 88.21%，主要由于核心产品奥布替尼持续放量、坦昔妥单抗和佐来曲替尼新增贡献，以及与 Zenas 的授权许可协议完成后续里程碑交付；归母净利润 6.56 亿元；扣非归母净利润 5.86 亿元。

2.3 建议关注

1) 创新药：商业化持续放量，出海交易活跃，持续关注 BD 机会，以及重点管线临床进展（百济神州（06160.HK）、信达生物（01801.HK）、科伦博泰生物（06990.HK）、康方生物（09926.HK）、荣昌生物（09995.HK）、复宏汉霖（02696.HK）、康诺亚（02162.HK）等）；

2) Pharma：创新管线逐步收获，持续推进创新转型（三生制药（01530.HK）、翰森制药（03692.HK）、中国生物制药（01177.HK））。

2.4 风险提示

创新药研发和商业化进展低于预期；核心产品价格降幅超预期；地缘政治风险；投融资环境波动风险。

仅供内部参考，请勿外传！

3．海外社服：小菜园深度报告—现炒中式家常菜，标准连锁启征程

3.1 小菜园深度报告—现炒中式家常菜，标准连锁启征程

小菜园于 2013 年在安徽成立，按照 2023 年的门店收入计算，是中国大众便民中式餐饮（客单价 50-100 元）排名第一的品牌。截至 1H26 末，小菜园的门店数量达 824 家，采用纯直营模式，其中约 43%的门店位于三线及以下城市，在下沉市场的影响力尤为显著。我们看好小菜园的标准化运营能力，自建全冷链供应链的竞争壁垒，以及深度员工激励机制带来的组织活力。

标准化与数字化打造“锅气”中餐的千店一味。小菜园主打新徽菜家常风味，菜单精简至 45-50 道菜，明确承诺“不使用预制菜”。公司建立了全流程的标准化 SOP 体系，包括在后厨端使用自研标准料包，实现了中餐领域的标准化和可复制能力。公司持续通过数字化系统赋能门店管理，例如采用 KDS 后厨看板系统优化堂食和外卖订单配比，提升出餐效率。小菜园的主力门店约 220 平米，单店投资约 120 万元，平均回本周期约 12 个月。截至 2026 年 8 月，超过 30%的门店已配备炒菜机器人，进一步提升口味标准化和智能化水平。

自建全冷链供应链体系提升竞争壁垒。小菜园于 2021 年开始自建中央工厂，目前已形成了完整的供应链体系，包括集中采购，2 个中央工厂，16 个区域分仓，200 多辆车辆组成的自建运输车队，实现每家门店每日补货，确保食材新鲜度和食品安全可追溯，为门店的快速扩张和品质一致性提供了坚实保障。2021-2025 年，原材料成本率从 34.5%下降至 29.6%，规模效应持续显现。2026 年上半年，马鞍山中央工厂正式投产，强化了深加工和智能化生产能力。

激励机制高效，人才内生成长。小菜园建立了股权激励、薪酬激励和成长激励相结合的多层次体系。截至 2025 年底，员工持股平台合计持股约 48.58%，覆盖总部管理人员、区域管理人员及骨干员工等 130 人；2025 年 11 月进一步采纳为期 10 年的股份激励计划。公司现有股东中 90.4%从门店基层员工成长而来，所有区域经理均为内部培养提拔，门店关键员工的薪酬由基本工资和按所负责门店利润一定比例计算的酌情奖金构成，形成了可自我复制的人才裂变体系。

3.2 风险提示

行业竞争加剧风险，降价促销策略可持续性风险，原材料价格波动风险。

仅供内部参考，请勿外传！

4. 盈利预测与估值

表 1：海外教育重点公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	市值（亿元）	PE		利润预测（百万元）			利润复合增速
			26E	27E	25A	26E	27E	(2 年)
EDU.N	新东方	488	12.8	10.5	2,685	3,809	4,646	32%
TAL.N	好未来	378	14.8	7.6	610	2,557	4,999	186%
GOTU.N	高途集团	36	157.7	19.2	(323)	23	187	-
03978.HK	卓越教育集团	17	4.8	4.3	301	353	395	15%
01769.HK	思考乐教育	4	2.0	3.0	(78)	201	135	-
06169.HK	宇华教育	12	-	-	930	-	-	-
01765.HK	希教国际控股	10	-	-	385	-	-	-
02001.HK	新高教集团	7	0.9	0.8	829	787	862	2%
01981.HK	华夏控股	8	3.0	-	301	287	-	-
00382.HK	中汇集团	4	-	-	514	-	-	-
09616.HK	东软睿新集团	10	2.8	2.3	405	348	409	1%
00839.HK	中教控股	43	2.4	2.3	977	1,804	1,895	39%
01890.HK	中国科培	14	-	-	748	-	-	-
00667.HK	中国东方教育	77	8.0	6.7	756	965	1,142	23%
02469.HK	粉笔	5	1.2	1.0	198	390	471	54%
中概平均			***19.1***	***5.8***				***44%***
DUOL.O	多邻国	428	42.9	35.3	2,975	998	1,212	-36%
COUR.N	COURSERA	83	7.9	6.7	(366)	1,041	1,234	-
美股平均			***25.4***	***21.0***				***-***
01797.HK	东方甄选	234	43.1	31.6	6	543	739	1035%

资料来源：彭博、Wind，申万宏源研究（盈利预测使用彭博一致预期）。注：单位为人民币；数据截至 2026/10/29。

表 2：海外医药重点公司盈利预测与估值

子行业	公司代码	公司名称	市值（亿港元）	PE		收入（百万元）		归母净利润（百万元）		收入 YoY（%）		归母净利润 YoY（%）	
				26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
创新药	06160.HK	百济神州	3,527	47	35	45,358	52,317	6,204	8,448	19%	15%	325%	36%
	01801.HK	信达生物	1,425	52	34	18,361	22,979	2,335	3,615	41%	25%	187%	55%
	06990.HK	科伦博泰生物	1,046	639	150	2,548	4,424	140	598	24%	74%	-	326%
	09926.HK	康方生物	786	-	84	4,681	7,109	(245)	799	53%	52%	-	-
	09995.HK	荣昌生物	521	8	41	7,365	4,370	4,037	746	127%	-41%	469%	-82%
	01877.HK	君实生物	309	15	17	7,645	7,912	927	838	15%	4%	12%	-10%
	02696.HK	复宏汉霖	272	-	189	3,428	4,173	(184)	123	37%	22%	-	-
	09969.HK	诺诚健华	253	67	69	2,417	2,903	264	258	2%	20%	-59%	-2%
	09688.HK	再鼎医药	221	-	-	2,915	3,573	(1,630)	(1,526)	-12%	23%	-	-
	02162.HK	康诺亚-B	200	18	-	1,682	2,071	959	5	135%	23%	-	-99%
	00013.HK	和黄医药	185	45	36	4,166	4,724	349	445	6%	13%	-89%	27%
	09606.HK	映恩生物-B	101	-	-	1,697	1,847	(549)	(527)	-8%	9%	-	-
Pharma	03692.HK	翰森制药	2,006	27	25	16,972	18,667	6,315	6,736	13%	10%	14%	7%
	01093.HK	石药集团	926	17	17	36,179	38,855	4,591	4,798	14%	7%	96%	5%
	01177.HK	中国生物制药	906	9	13	32,677	30,668	8,345	5,766	26%	-6%	115%	-31%
	01530.HK	三生制药	349	12	11	9,701	10,392	2,505	2,706	-45%	7%	-70%	8%
	02096.HK	先声药业	267	13	11	10,007	11,569	1,749	2,086	29%	16%	30%	19%
	00867.HK	康哲药业	242	10	9	9,666	11,507	1,979	2,339	18%	19%	33%	18%
	03933.HK	联邦制药	135	12	9	12,365	13,303	1,004	1,279	-6%	8%	-52%	27%
CXO	02359.HK	药明康德	5,202	22	19	59,998	72,574	22,528	26,617	32%	21%	17%	18%
	02269.HK	药明生物	1,855	25	21	25,631	30,652	6,372	7,701	18%	20%	30%	21%
	02268.HK	药明合联	863	37	29	16,681	19,758	1,998	2,574	18%	18%	20%	29%
	03759.HK	康龙化成	787	20	15	8,146	10,898	2,074	2,825	37%	34%	40%	36%
	06821.HK	凯莱英	553	24	18	8,084	9,805	1,380	1,832	21%	21%	22%	33%
	03347.HK	泰格医药	459	54	26	7,762	8,903	519	1,078	14%	15%	-42%	108%
医疗服务	02273.HK	固生堂	66	13	11	3,737	4,308	435	499	15%	15%	23%	15%
	01951.HK	锦欣生殖	61	21	16	2,869	3,100	241	322	8%	8%	-	33%
	06078.HK	海吉亚医疗	58	10	9	4,238	4,565	506	574	6%	8%	208%	13%

资料来源：彭博、Wind，申万宏源研究（盈利预测使用彭博一致预期）。注：收入和归母净利润为人民币单位；汇率使用当日汇率；数据截至 2026/10/29。

表 3：海外社服重点公司盈利预测与估值

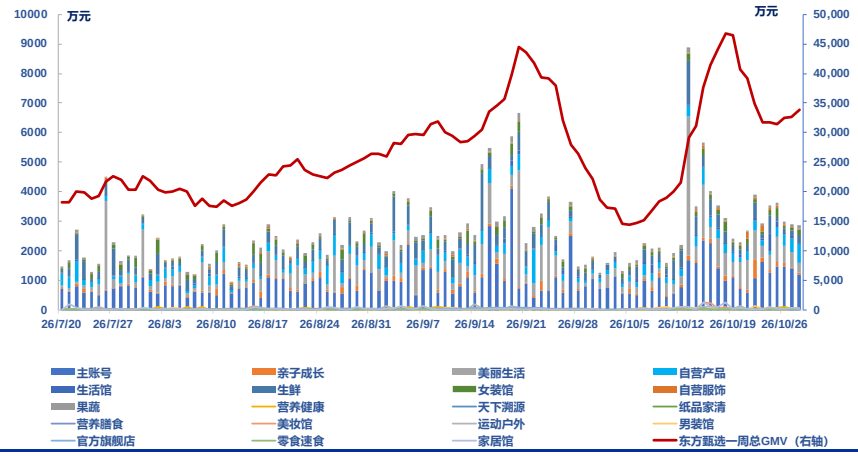
子板块	公司代码	公司名称	市值（亿港元/美元）	PE		财报单位	收入（亿元）			净利润（亿元）		
				26E	27E		25A	26E	27E	25A	26E	27E
在线旅游	09961.HK	携程集团	2,141	10	8	人民币	624	709	801	333	192	218
	00780.HK	同程旅行	226	5	4	人民币	194	218	241	24	39	44
餐饮	09987.HK	百胜中国	1,182	14	13	人民币	848	865	915	67	70	76
	06862.HK	海底捞	506	9	9	人民币	432	464	497	40	46	51
	01579.HK	颐海国际	150	14	12	人民币	66	71	76	9	9	10
	01405.HK	达势股份	41	15	11	人民币	54	66	80	1	2	3
	02517.HK	锅圈	33	5	4	人民币	78	96	115	4	6	7
	09658.HK	特海国际	51	13	11	人民币	60	63	70	3	3	4
	09922.HK	九毛九	12	5	4	人民币	52	55	59	1	2	3
	02097.HK	蜜雪集团	599	8	7	人民币	336	374	420	59	64	73
	01364.HK	古茗	494	13	11	人民币	129	164	198	31	33	40
	02555.HK	茶百道	60	6	5	人民币	54	60	67	8	9	10
	02589.HK	沪上阿姨	62	9	8	人民币	45	50	58	5	6	7
	02150.HK	奈雪	12	-	16	人民币	43	44	47	-2	0	1
	LKNCY.OO	瑞幸咖啡	89	13	10	人民币	493	594	683	36	47	59
	CHA.O	霸王茶姬	23	8	7	人民币	124	146	167	24	19	21
子板块	公司代码	公司名称	市值（亿港元/美元）	EV/EBITDA		财报单位	收入（亿元）			EBITDA（亿元）		
				26E	27E		25A	26E	27E	25A	26E	27E
博彩	00027.HK	银河娱乐	1,362	8.9	7.9	港币	492	527	502	135	151	166
	01928.HK	金沙中国	848	9.6	8.7	美元	74	81	86	20	24	26
	02282.HK	美高梅中国	339	6.0	5.3	港币	348	361	329	88	89	93
	01128.HK	永利澳门	239	8.0	7.4	港币	290	312	286	70	78	83
	00880.HK	澳博控股	81	9.5	8.0	港币	282	261	242	33	42	47
	MLCO.O	新濠博亚娱乐	15	6.2	5.5	美元	52	53	54	12	13	14

资料来源：彭博，申万宏源研究（盈利预测使用公司业绩预告/公告及彭博一致预期）。注：餐饮和在线旅游的收入和净利润为人民币单位；博彩的收入和 EBITDA 单位为财报单位；汇率使用当日汇率；数据截至 2026/10/29。

仅供内部参考，请勿外传！

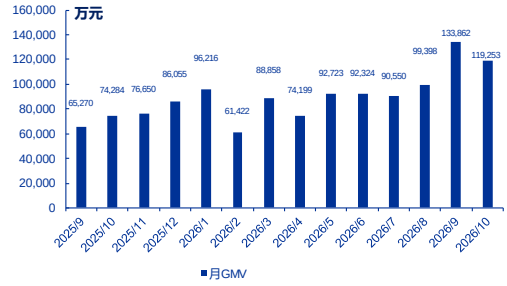
5．东方甄选数据

图 1：东方甄选 GMV（日）



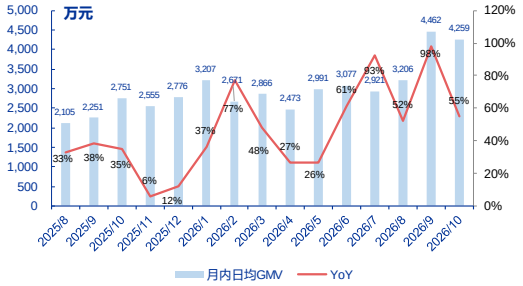
资料来源：灰豚数据，申万宏源研究。注：数据截至 2026/10/29。

图 2：月度总 GMV 有所波动



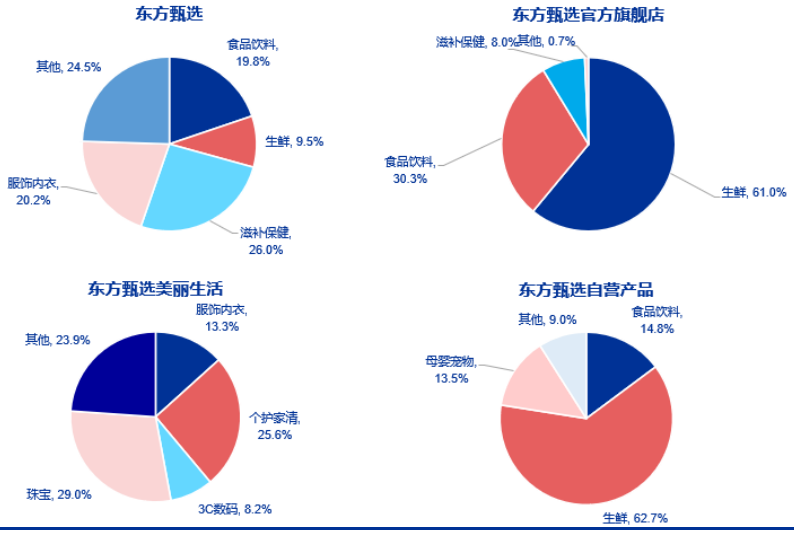
资料来源：灰豚数据，申万宏源研究。注：数据截至 2026/10/29。

图 3：10 月日均 GMV 同比仍然维持高增



资料来源：灰豚数据，申万宏源研究。注：数据截至 2026/10/29。

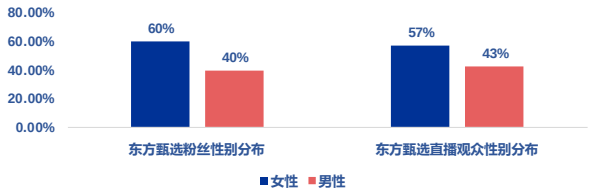
图 4：直播商品情况（过往 30 天）



资料来源：灰豚数据，申万宏源研究。注：数据截至 2026/10/29。

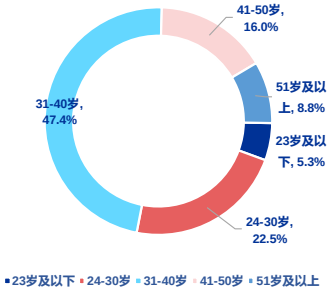
仅供内部参考，请勿外传！

图 5：东方甄选及子直播间累计粉丝数以女性居多（过往 30 天）



资料来源：灰豚数据，申万宏源研究。注：数据截至 2026/10/29。

图 6：东方甄选粉丝年龄分布（过往 30 天）



资料来源：灰豚数据，申万宏源研究。注：数据截至 2026/10/29。

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。