

2017年10月31日

# 太平鸟三季报：Q3线上加速增长，存货减值包袱渐轻，业绩增长将进入快车道

## 买入(维持)

### 事件

公司公布三季报，17Q1-Q3收入同比增长9.73%至43.13亿元，归母净利同比下滑28.73%至1.70亿元，扣非归母净利下滑52.22%至7797万元。具体到三季度，公司收入同增4.51%至14.98亿元，归母净利润同比降20.27%至7597万元。

### 投资要点

■ **线上收入增速+毛利率提升表现亮眼：**电商市场竞争核心在于流量运营及供应链组织两方面，太平鸟作为线下龙头本身具备流量（高品牌认知度）&供应链压倒性优势，线上呈现高速增长，Q1-Q3线上收入同比增49.16%至9.68亿元，其中Q3单季收入同比增55.56%至3.00亿元，相较于17H1线上46.46%的线上收入增速进一步提速，同时17Q1-Q3线上销售毛利率同比增0.70pp至44.53%，充分反映成功的产品策划带来的销售走俏。

表1：太平鸟线上收入及毛利情况（百万元）

	2014	2015	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017 Q1-Q3
<b>线上收入</b>	<b>564.71</b>	<b>891.39</b>	<b>1,302.15</b>	<b>367.62</b>	<b>300.74</b>	<b>299.51</b>	<b>967.87</b>
YOY	77.29%	57.85%	46.08%	39.96%	55.28%	55.56%	49.16%
占比	11.66%	15.42%	20.99%	24.53%	23.55%	20.30%	22.77%
<b>毛利率</b>	<b>49.98%</b>	<b>44.57%</b>	<b>45.16%</b>	<b>46.36%</b>	<b>43.85%</b>	<b>42.97%</b>	<b>44.53%</b>
增减	6.81%	-5.41%	0.59%	5.46%	0.55%	-5.39%	0.70%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ **受线上占比提升影响，公司品牌服饰运营业务17Q1-Q3毛利率同比微下滑0.20pp至56.42%。**公司线下渠道本期较期初净减106家至4173家（其中净增直营店37家、净增加盟店103家、关闭联营店246家，期末联营店数量为0）、较去年同期增长23家，通过优化现有门店渠道、适当放缓拓展门店节奏，公司线下收入稳健增长2.36%至32.83亿元，其中Q3单季线下收入增速稍有下滑，同比降3.46%，主要由于加盟渠道收入下滑。

受益Q3单季线下销售毛利率提升，17Q1-Q3期间公司线下业务毛利率微升0.72pp至59.92%，但受低毛利率电商销售占比上升（17Q1-Q3期间达到22.77%），17Q1-Q3公司总体毛利率下滑0.20pp至56.42%。

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002

021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

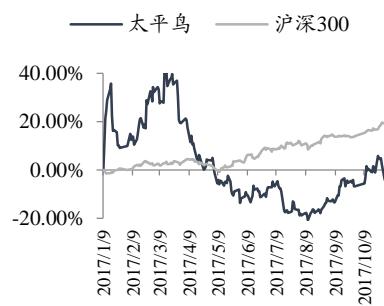
证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价（元）	28.90
一年最低/最高价	23.50/44.00
市净率（倍）	4.67
流通A股市值（百万元）	1,590

### 基础数据

每股净资产（元）	6.19
资产负债率（%）	41.26
总股本（百万股）	481
流通A股（百万股）	55

### 相关研究

- 太平鸟：携手阿里剑指线上线下双百亿！-20170921
- 太平鸟：存货大幅计提减值加速减负，下半年业绩指标剑指3.6亿+-20170828
- 太平鸟：股权激励方案高增长指引，快时尚龙头投资价值明显-20170705

表 2：太平鸟线下及整体毛利情况（百万元）

	2014	2015	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q1-Q3
<b>线下收入</b>	<b>4,279.65</b>	<b>4,888.19</b>	<b>4,902.48</b>	<b>1,131.23</b>	<b>976.55</b>	<b>1,175.65</b>	<b>3,283.42</b>
YOY	27.02%	14.22%	0.29%	3.88%	8.39%	-3.46%	2.36%
占比	88.34%	84.58%	79.01%	75.47%	76.45%	79.70%	77.23%
门店数量	3421	3794	4279		4199		4173
毛利率	55.51%	57.21%	58.01%	59.78%	60.62%	59.47%	59.92%
增减	0.97%	1.70%	0.80%	0.79%	-2.45%	2.95%	0.72%
<b>其中：直营收入</b>	<b>1,834.32</b>	<b>2,133.68</b>	<b>2,599.68</b>	<b>701.94</b>	<b>533.29</b>	<b>521.81</b>	<b>1,757.03</b>
YOY	17.03%	16.32%	21.84%	2.89%	8.16%	5.57%	5.24%
占比	37.87%	36.92%	41.90%	46.83%	41.75%	35.37%	41.33%
门店数量	743	943	1198		1202		1235
毛利率	64.59%	65.44%	65.80%	64.91%	67.20%	67.89%	66.49%
增减	-0.71%	0.85%	0.36%	-0.89%	-0.69%	3.71%	0.55%
<b>其中：加盟收入</b>	<b>2,335.34</b>	<b>2,637.96</b>	<b>2,156.62</b>	<b>389.81</b>	<b>416.95</b>	<b>642.43</b>	<b>1,449.19</b>
YOY	34.94%	12.96%	-18.25%	4.08%	9.45%	-6.34%	0.54%
占比	48.21%	45.64%	34.76%	26.01%	32.64%	43.55%	34.09%
门店数量	2523	2651	2835		2926		2938
毛利率	49.22%	51.50%	50.21%	53.00%	54.18%	53.16%	53.41%
增减	3.50%	2.28%	-1.29%	4.02%	-4.52%	1.00%	0.35%
<b>其中：联营收入</b>	<b>109.98</b>	<b>116.55</b>	<b>146.18</b>	<b>39.48</b>	<b>28.22</b>	<b>9.51</b>	<b>77.20</b>
YOY	54.49%	5.97%	25.43%	22.51%	-1.88%	-73.45%	-20.24%
占比	2.27%	2.02%	2.36%	2.63%	2.21%	0.64%	1.82%
门店数量	155	200	246		71		0
毛利率	37.80%	35.89%	34.53%	35.56%	31.36%	24.72%	32.69%
增减	5.85%	-1.91%	-1.36%	4.41%	-7.27%	-10.02%	-2.01%
<b>线上+线下</b>	<b>4,844.36</b>	<b>5,779.57</b>	<b>6,204.62</b>	<b>1,498.85</b>	<b>1,277.29</b>	<b>1,475.15</b>	<b>4,251.30</b>
YOY	31.36%	19.31%	7.35%	10.89%			10.23%
毛利率	54.87%	55.26%	55.31%	56.49%	56.69%	56.12%	56.42%
增减	1.31%	0.39%	0.05%	1.02%			-0.20%

数据来源：公司招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

■ 分品牌来看，17Q1-Q3 公司品牌服饰运营业务收入同比增 10.23%至 42.51 亿元，主要由童装品牌 Mini Peace 带动： Mini Peace 相较去年同期开店迅速，加之线上销售增长迅速，带动品牌销售同比增长 42.44% 至 4.52 亿元。此外，PEACEBIRD 女装、男装及乐町亦有稳健增长，主要由线上业务拉动。

分季度来看，除 MG 品牌外，其余品牌单 3 季度业绩增速落后于前两季度，猜想与 17 年中秋国庆双节合并，9 月缺少中秋假日消费，相对去年同比增速有限有关。

表 3：太平鸟旗下各品牌收入及毛利情况（百万元）

	2014	2015	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q1-Q3
PEACEBIRD 女装	2,157.95	2,542.04	2,424.04	560.00	507.91	602.69	1,670.59
YOY	35.29%	17.80%	-4.64%	6.59%	8.22%	-0.26%	4.48%
毛利率	56.96%	55.87%	56.52%	57.81%	57.35%	58.50%	57.92%
增减	0.14%	-1.09%	0.65%	1.55%	-2.77%	3.52%	1.01%
门店数量	1,377	1,448	1,626		1,593		未披露
PEACEBIRD 男装	1,801.46	2,083.82	2,264.12	541.08	407.72	448.33	1,397.12
YOY	24.48%	15.67%	8.65%	3.94%	12.77%	3.79%	6.32%
毛利率	55.40%	57.45%	58.19%	58.53%	60.83%	60.14%	59.72%
增减	1.92%	2.05%	0.74%	1.78%	-4.36%	0.30%	-0.37%
门店数量	1,089	1,139	1,196		1,162		未披露
乐町 LED'IN 女装	645.65	784.79	887.97	211.93	193.34	216.44	621.72
YOY	29.99%	21.55%	13.15%	16.62%	21.15%	-0.46%	11.27%
毛利率	46.93%	46.79%	46.45%	48.84%	47.83%	44.83%	47.13%
增减	1.54%	-0.14%	-0.34%	0.37%	-1.73%	-5.16%	-2.24%
门店数量	620	696	687		635		未披露
Mini Peace 童装	148.07	310.89	515.82	143.32	137.93	170.58	451.83
YOY	153.94%	109.97%	65.91%	41.40%	59.68%	31.75%	42.44%
毛利率	60.13%	54.53%	53.70%	57.11%	55.83%	52.19%	54.86%
增减	0.07%	-5.60%	-0.83%	1.07%	-1.50%	0.73%	0.34%
门店数量	245	441	635		675		未披露
MATERIAL GIRL 女装	20.49	48.26	96.48	42.53	30.40	37.13	110.05
YOY	1344.38%	135.56%	99.94%	87.82%	71.15%	35.52%	62.32%
毛利率	52.43%	71.92%	46.04%	49.12%	50.06%	52.83%	50.63%
增减	-3.64%	19.49%	-25.88%	-12.41%	17.23%	-4.27%	-1.59%
门店数量	34	57	118		133		
AMAZING PEACE 男装	未披露	5.697	16.19		(与 MG 品牌共同披露)		
YOY			184.16%				
毛利率	未披露	0.7077	0.6481				
增减			-5.96%				
门店数量	5	13	17		1		
合计	4,844.36	5,779.57	6,204.62	1,498.85	1,277.29	1,475.15	4,251.30
YOY	31.36%	19.31%	7.35%	10.89%	16.68%	4.59%	10.23%
毛利率	54.87%	55.26%	55.31%	56.49%	56.69%	56.12%	56.42%
增减	1.31%	0.39%	0.05%	1.02%	-2.92%	0.71%	-0.20%
门店数量	3421	3794	4279		4199		4173

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### ■ 前三季度费用率稳定，资产减值损失同比上升 80.15%至 2.21 亿元拖累净利润增长

17Q1-Q3 期间费用率较 16 年同期微降 0.32pp% 至 47.57%，主要来自销售费用率及财务费用率下降（同比降 0.23/0.29pp 至 38.15%/0.32%）。

表 4：公司期间费用率较去年同期有所下降（百万元）

	2013	2014	2015	2016	2017Q1-Q3
销售费用	1,276.72	1,480.64	1,852.72	2,202.07	1,645.53
销售费用率	<b>33.32%</b>	<b>29.62%</b>	<b>31.38%</b>	<b>34.84%</b>	<b>38.15%</b>
管理费用	235.27	366.92	463.66	513.21	392.19
管理费用率	<b>6.14%</b>	<b>7.34%</b>	<b>7.85%</b>	<b>8.12%</b>	<b>9.09%</b>
财务费用	18.49	19.29	28.09	36.83	13.90
财务费用率	<b>0.48%</b>	<b>0.39%</b>	<b>0.48%</b>	<b>0.58%</b>	<b>0.32%</b>
期间费用率	<b>39.95%</b>	<b>37.34%</b>	<b>39.71%</b>	<b>43.54%</b>	<b>47.57%</b>
增减	<b>0.30%</b>	<b>-2.60%</b>	<b>2.37%</b>	<b>3.83%</b>	<b>-0.32%</b>

数据来源：公司招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

但与此同时，17Q1-Q3 公司资产减值损失同比增 80.15%至 2.21 亿元。公司资产减值主要由存货跌价损失构成，其同比高增长主要由于本期过季商品较去年同期增加较多且库龄较长（对于过季一年及以上产品公司采取非常严格的计提政策），受此影响，公司前三季度资产减值损失达到 2.21 亿元，单 3 季度资产减值损失同增 20.33%至 4899 万元。

表 5：太平鸟 2016 年存货情况（百万元）

库龄	账面余额	跌价准备	账面价值
当季及下一季	680.87	0.42	680.45
过季一年以内	694.74	47.23	647.51
过季一至两年	332.39	164.74	167.65
过季两年以上	218.66	171.68	46.98
总计	1926.67	384.06	1542.61

数据来源：公司年报、东吴证券研究所

受到毛利率相比同期略有下降同时资产减值损失同比大幅上升影响，17Q1-Q3 公司净利润率相较同期降 2.12pp 至 3.85%，归母净利同比下滑 28.73%至 1.70 亿元。

表 6：资产减值损失成为 17Q1-Q3 净利润率下降的主要原因

	2013	2014	2015	2016	2017Q1-Q3
毛利率	<b>53.56%</b>	<b>54.87%</b>	<b>55.26%</b>	<b>55.31%</b>	<b>55.99%</b>
增减		1.31%	0.39%	0.05%	-0.30%
期间费用率	<b>39.95%</b>	<b>37.34%</b>	<b>39.71%</b>	<b>43.54%</b>	<b>47.57%</b>
增减		-2.60%	2.37%	3.83%	-0.32%
资产减值损失/收入	<b>3.08%</b>	<b>3.00%</b>	<b>2.84%</b>	<b>3.54%</b>	<b>5.12%</b>
增减		-0.08%	-0.15%	0.70%	2.00%
净利润率	<b>5.50%</b>	<b>8.62%</b>	<b>9.03%</b>	<b>6.67%</b>	<b>3.85%</b>
增减		3.11%	0.41%	-2.36%	-2.12%

数据来源：公司招股说明书、公司年报、东吴证券研究所

- 17Q1-Q3 经营性活动现金流较去年同期进一步下滑至-2.61 亿水平（去年同期为-1649 万元），主要与线上业务存货采购较去年同期有所增加导致现金流出较大有关（预付款项较 16 年末同比增 59.41%至 4.35 亿元）。

- 限制性股权激励高业绩增长指引，彰显公司对未来发展信心：**公司于 2017/7/24 完成限制性股票授予，以 13.96 元/股价格向 319 名员工授予 593.24 万股，从解禁考核目标来看，2017/2018/2019 年归母净利润不低于 4.5/6.5/8.5 亿元，三年复合增速达到 35% 以上，对应目前市值市盈率为 31/21/16 倍，高业绩增长目标体现公司对于自身发展的充足信心。另公司 8/14 发布公告，实际控制人张江平及控股股东太平鸟集团及其全资子公司鹏远资产拟在 6 个月内累计增持不低于 5000 万元公司股票，侧面反映对公司前景看好。

### ■ 盈利预测及投资建议

太平鸟出色的产品开发能力、逐步强化的全渠道运营能力、不断升级的供应链组织体系使其成为在当下时点我们认为最具成功潜力的大众时尚企业，加之 9/20 晚间公告与阿里达成战略合作意向，目标 2020 年线上线下零售规模双双破百亿，强强联合使公司发展更具想象空间。

考虑公司股权激励目标为归母净利润 4.5 亿，则 17Q4 公司需实现 2.8 亿归母净利润方能达标，较去年同期增长 48.15%。我们认为随公司渠道扩张及内部管理理顺，作为快时尚龙头投资价值将逐步体现，限制性股权激励业绩指标的可实现性较强，预计 2017/2018/2019 年归母净利润为 4.64/6.72/8.66 亿元，对应目前市值市盈率 30/21/16 倍，综合考虑成长性与估值水平，维持“买入”评级。

- 风险提示：**终端销售不及预期，库存消化不及预期。

表 7：太平鸟季度财务数据

	2016-03-31	2016-06-30	2016-09-30	2016-12-31	2017-03-31	2017-06-30	2017-09-30
<b>营业收入(百万元)</b>	<b>1,358.57</b>	<b>1,138.58</b>	<b>1,433.37</b>	<b>2,389.85</b>	<b>1,514.45</b>	<b>1,300.26</b>	<b>1,498.09</b>
YOY				11.75%	11.47%	14.20%	4.52%
<b>毛利率</b>	<b>53.96%</b>	<b>60.59%</b>	<b>55.10%</b>	<b>52.74%</b>	<b>54.40%</b>	<b>58.21%</b>	<b>55.68%</b>
销售费用(百万元)	491.78	497.95	518.74	693.60	550.44	549.42	545.66
销售费用率	36.20%	43.73%	36.19%	29.02%	36.35%	42.25%	36.42%
管理费用(百万元)	91.86	128.69	129.00	163.66	105.23	151.01	135.95
管理费用率	6.76%	11.30%	9.00%	6.85%	6.95%	11.61%	9.07%
财务费用(百万元)	7.64	8.09	8.43	12.66	6.18	3.12	4.60
财务费用率	0.56%	0.71%	0.59%	0.53%	0.41%	0.24%	0.31%
<b>期间费用率</b>	<b>43.52%</b>	<b>55.75%</b>	<b>45.78%</b>	<b>36.40%</b>	<b>43.70%</b>	<b>54.11%</b>	<b>45.81%</b>
<b>资产减值损失(百万元)</b>	<b>57.61</b>	<b>24.34</b>	<b>40.71</b>	<b>101.23</b>	<b>91.06</b>	<b>80.92</b>	<b>48.99</b>
YOY				566.86%	58.06%	232.46%	20.34%
<b>归母净利润(百万元)</b>	<b>61.43</b>	<b>81.77</b>	<b>95.29</b>	<b>189.04</b>	<b>58.61</b>	<b>35.40</b>	<b>75.97</b>
YOY				-27.48%	-4.59%	-56.71%	-20.27%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

太平鸟三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>3522.43</b>	<b>4609.61</b>	<b>5800.63</b>	<b>6396.61</b>	<b>营业收入</b>	<b>6320.37</b>	<b>6994.13</b>	<b>8468.37</b>	<b>10124.27</b>
现金	1110.44	2011.50	2348.06	2570.16	营业成本	2847.44	3168.32	3884.93	4686.80
应收款项	376.60	391.59	563.39	587.04	营业税金及附加	55.29	62.95	76.22	91.12
存货	1621.09	1804.11	2285.29	2648.18	销售费用	2202.07	2436.81	2878.47	3347.02
其他	19.68	44.03	43.23	35.65	管理费用	513.21	567.91	664.31	763.84
<b>非流动资产</b>	<b>1202.78</b>	<b>1249.65</b>	<b>1341.64</b>	<b>1438.66</b>	<b>财务费用</b>	<b>36.83</b>	<b>(39.39)</b>	<b>(46.67)</b>	<b>(51.99)</b>
长期股权投资	31.07	31.07	31.07	31.07	投资净收益	(1.92)	(0.96)	(1.28)	(1.39)
固定资产	446.05	432.06	410.06	384.81	其他	223.89	248.17	192.73	203.77
无形资产	212.29	202.12	191.96	181.79	<b>营业利润</b>	<b>439.72</b>	<b>548.39</b>	<b>817.09</b>	<b>1082.33</b>
其他	12.43	10.32	13.31	12.02	营业外净收支	98.95	70.63	85.80	85.13
<b>资产总计</b>	<b>4725.21</b>	<b>5859.26</b>	<b>7142.28</b>	<b>7835.26</b>	<b>利润总额</b>	<b>538.66</b>	<b>619.03</b>	<b>902.89</b>	<b>1167.46</b>
<b>流动负债</b>	<b>2380.40</b>	<b>2151.53</b>	<b>2959.87</b>	<b>3080.66</b>	所得税费用	117.34	154.76	225.72	291.86
短期借款	340.00	153.33	204.44	232.59	少数股东损益	(6.22)	0.00	5.00	10.00
应付账款	1211.81	1090.28	1809.55	1747.11	<b>归属母公司净利润</b>	<b>427.54</b>	<b>464.27</b>	<b>672.17</b>	<b>865.59</b>
其他	208.60	224.77	221.90	218.42	EBIT	757.65	821.08	1040.65	1326.62
<b>非流动负债</b>	<b>361.61</b>	<b>347.62</b>	<b>353.56</b>	<b>354.60</b>	EBITDA	831.02	878.36	1109.99	1409.52
长期借款	272.24	265.75	271.00	269.66					
其他	0.00	1.00	1.00	1.00	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>2742.01</b>	<b>2499.15</b>	<b>3313.43</b>	<b>3435.25</b>	每股收益(元)	1.02	0.97	1.40	1.80
少数股东权益	(13.46)	(8.35)	(9.68)	(10.49)	每股净资产(元)	4.75	6.99	7.96	9.15
归属母公司股东权益	1996.66	3360.12	3828.84	4400.01	发行在外股份(百万股)	420	481	481	481
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4725.21</b>	<b>5859.26</b>	<b>7142.28</b>	<b>7835.26</b>	ROIC(%)	22.83%	16.29%	18.13%	20.30%
					ROE(%)	22.77%	17.38%	18.70%	21.04%
					毛利率(%)	54.95%	54.70%	54.12%	53.71%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2016.00</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EBIT Margin(%)	11.99%	11.74%	12.29%	13.10%
经营活动现金流	630.17	656.48	924.57	961.03	销售净利率(%)	6.76%	6.64%	7.94%	8.55%
投资活动现金流	(212.50)	(566.24)	(431.41)	(495.47)	资产负债率(%)	58.03%	42.65%	46.39%	43.84%
筹资活动现金流	(21.33)	810.81	(156.61)	(243.46)	收入增长率(%)	7.06%	10.66%	21.08%	19.55%
现金净增加额	396.34	901.06	336.56	222.11	净利润增长率(%)	-20.22%	8.59%	44.78%	28.78%
折旧和摊销	73.37	57.27	69.35	82.90	P/E	32.51	29.94	20.68	16.06
资本开支	229.90	566.24	481.41	545.47	P/B	7.01	4.14	3.63	3.16
营运资本变动	(139.87)	(217.18)	(80.02)	(260.39)	EV/EBITDA	17.46	16.30	12.95	10.22
企业自由现金流	756.00	1022.14	1251.23	1362.94					

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

### 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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>