

商业贸易行业跟踪周报 2021 年第 7 期

京东物流拟赴港 IPO，核心数据披露：20 年底员工总数 26 万，Q1-3 亏损收窄至 0.12 亿 增持（维持）

2021 年 02 月 21 日

证券分析师 吴劲草
执业证号：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇
执业证号：S0600520120002
zhangjx@dwzq.com.cn

研究助理 阳靖
yangjing@dwzq.com.cn

行业观点：

- 京东物流于 2021 年 2 月 16 日正式向港交所提交招股书。公司主要提供五大服务：仓配服务、快递快运服务、大件服务、冷链服务及跨境服务，并在此基础上开发了针对特定行业的供应链解决方案。
- 外部客户收入占比持续提升，一体化供应链客户收入增长空间广阔。京东物流已不再是专供京东使用的物流商了，20 年 Q1-3 外部客户收入占比已达 43.4%。2020 年公司为超过 19 万家企业提供了服务，包括快消、服装、家电、家具、生鲜等行业。一体化供应链物流服务是公司主要收入来源，指包括快递、整车运输、最后一公里配送、仓储及其他增值服务（上门安装和售后等）在内的全面物流服务，能帮助客户减少配送层级提高效率。2020Q1-3 一体化供应链服务收入增速为 33.8%，占比为 79.1%。
- 随着规模不断扩大及运营效率提升，盈利情况不断转好。物流是一个劳动密集的行业，在保证效率、质量的同时控制成本是具有一定难度的。近年来京东物流的盈利情况不断转好，毛利率从 2018 年的 2.9% 增至 2020Q1-3 的 10.9%，净亏损额从 2018 年的 28 亿元减少至 2020Q1-3 的 0.12 亿元。与此同时，公司收入也在快速增长，2020Q1-3 公司收入达 495 亿元，同比+43.2%。考虑到公司的收入规模的加速增长趋势，我们认为公司近期有望实现盈亏平衡。
- 运营超 800 个仓库&超 1400 个云仓，规模大效率高。公司已运营 800 多个仓库和 1400 多个云仓，总管理面积达 2000 万平米（包括云仓）；拥有 24 万名运营员工，其中配送人员超 19 万名。公司以轻资产模式运营，有 1700 万平米的仓储物流物业系租赁得来；主要负债为可转换可赎回优先股、租赁负债和应付关联方款项。在强大而高效的京东物流的帮助下，2020 年京东集团线上零售订单的 90% 可实现当日或次日送达。

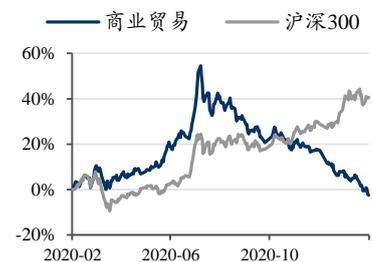
近期报告：

- 《爱美客点评：“嗨体”高增带动业绩高增，现金流强势+高比例分红》公司 2020 年实现营业收入 7.09 亿元（+27.18%），归母净利润 4.40 亿元（+43.93%），扣非归母净利润 4.24 亿元（+42.95%）。业绩增长的主要驱动是溶液类产品，全年销售收入达 4.5 亿元（占比 63%，同比+82.85%）。溶液类产品包括“嗨体”和“逸美”，因“逸美”占比较小（2019 年占总收入 0.37%），可近似认为溶液类体现“嗨体”收入情况，主要受益于颈纹治疗继续渗透及同系列产品“熊猫针”上市放量实现高增长。

投资建议：

- 看好京东物流上市后持续优化效率夯实护城河。京东是三大电商平台里唯一以“自营”模式为主的平台，我们认为自营模式主要赚的是流通效率的钱。而京东自营的流通效率，很大程度上是和京东物流相关的，可以说京东物流是京东集团核心竞争力的主要组成部分。看好京东物流上市后不断提升效率，夯实整个京东集团的核心竞争力。
- 建议关注：爱美客、华熙生物、京东集团等。
- 风险提示：行业竞争加剧，产品质量问题，宏观经济波动风险等

行业走势



相关研究

- 1、《中国品牌化崛起系列深度（一）：万元奢侈品包成本是多少？——深究“品牌溢价”的来源》2021-02-04
- 2、《商业贸易行业周报（2021 年第 5 期）：百花齐放的跨境电商—VeSync 巡礼》2021-01-31
- 3、《教育行业周报（2021 年第 5 期）：华立学院本周开始进入转设过渡期，高教独立学院转设持续推进中》2021-01-31

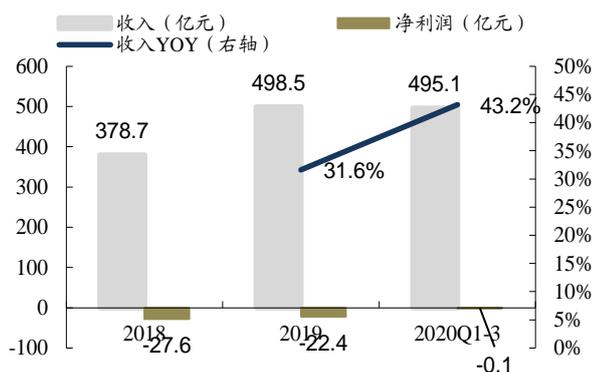
1. 本周行业点评

京东物流于 2021 年 2 月 16 日正式向港交所提交招股书，成为京东集团旗下第三家进行 IPO 的子公司。

京东物流是中国领先的技术驱动的供应链解决方案及物流服务商。公司主要提供五大服务：仓配服务、快递快运服务、大件服务、冷链服务及跨境服务，并在此基础上开发了针对特定行业（比如快消品、服装、家电及家具等）的供应链解决方案，满足行业垂直领域的特定物流需求。

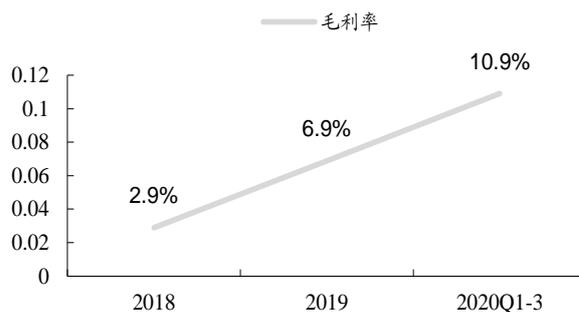
营收快速增长，止亏趋势向好，毛利率快速攀升。公司近三年收入规模快速提升，2020 年前三季度收入为 495 亿元/+43.2%，亏损幅度缩窄，2018/2019/2020Q1-3 公司分别亏损 28/22/0.12 亿元。此外，公司毛利率从 2018 年的 2.9% 快速提升到 2020Q1-3 的 10.9%，规模效应逐渐显现。

图 1: 2018-2020 前三季度公司收入快速增长



数据来源：招股书，东吴证券研究所

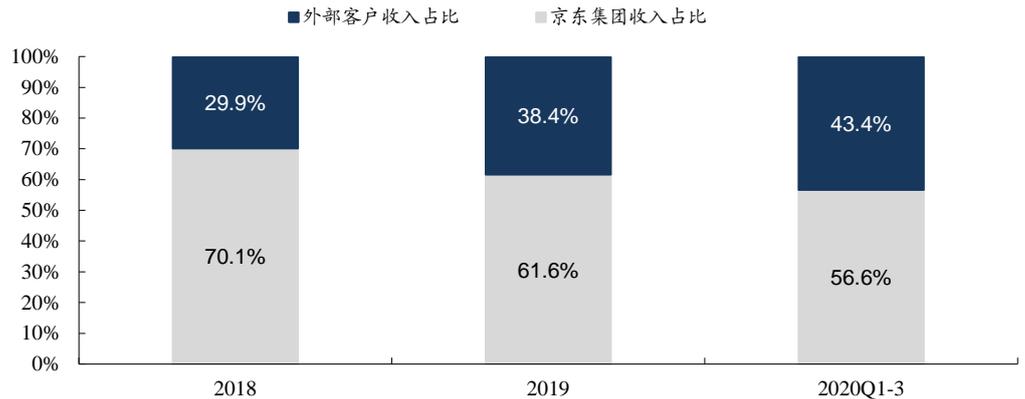
图 2: 2018-2020 前三季度公司毛利率快速提升



数据来源：招股书，东吴证券研究所

外部客户收入占比持续提升，运营独立性不断增强。自 2017 年起，公司开始向外部客户（除京东集团外客户）提供服务，为其供应链赋能。近三年公司外部客户收入占比持续快速提升，2018/2019/2020Q1-3 分别为 29.9%/38.4%/43.4%。

图 3: 2018-2020Q1-3 公司外部客户收入占比持续快速提升

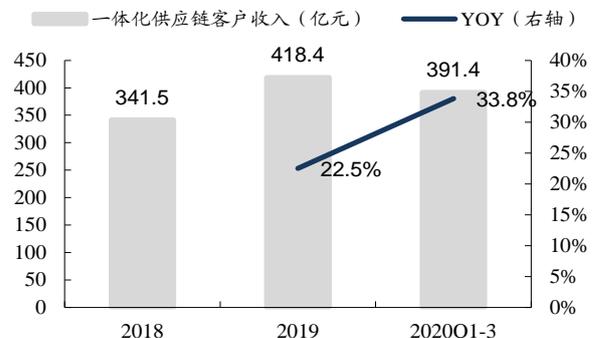
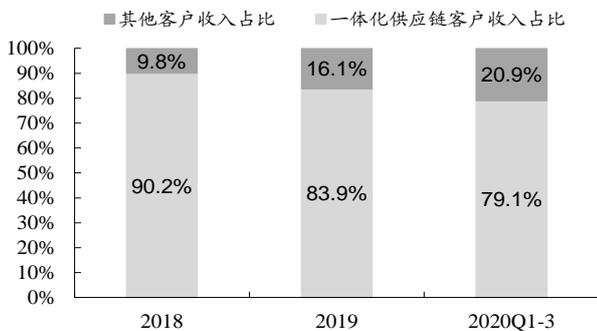


数据来源：招股书，东吴证券研究所

一体化供应链客户增长空间广阔。公司客户分为一体化供应链客户、其他客户。一体化供应链客户指近期使用过京东仓储或存货管理相关服务（即仓配服务）的客户，该部分收入规模不断提升，2018/2019/2020Q1-3 分别为 341.5/418.4/391.4 亿元，占收入比重分别为 90.2%/83.9%/79.1%。受益于中国经济数字化的快速发展，一体化供应链需求空间广阔，据灼识咨询估计，一体化供应链物流服务行业的市场规模将由 2020 年的 2.0 万亿元增加到 2025 年的 3.2 万亿元，规模增速 CAGR 为 9.5%，约为同期中国物流支出增速的 1.8 倍，且该行业市场分散，2019 年按收入计排行前十的企业仅占 7.9% 的市场份额。公司具备行业领先的供应链服务能力，有望受益行业需求增长拓宽外部客户边界。

图 4：一体化供应链客户收入占比 70% 以上

图 5：2020Q1-3 公司一体化供应链客户收入 391.4 亿元 /YOY+33.8%



数据来源：招股书，东吴证券研究所

数据来源：招股书，东吴证券研究所

超 800 个仓库&高效且优质的物流团队，铸就资源优势壁垒。截至 2020 年 9 月 30 日，京东物流已运营 800 多个仓库，超过 1400 个云仓，总管理面积约 2000 万平方米（包括云仓生态平台管理的面积）。截至 2020 年 12 月 31 日，京东物流的运营团队包括超 24 万负责配送、仓库运营和其他客服人员，其中配送人员超过 19 万名。完善的设施及团队资源为公司物流配送质量提供了保障，据中国国家邮政局，2020 年 12 月公司百万订单有效申诉率为 0.002，远超行业 0.22 的平均水平。强大的京东物流，也帮助京东集团在 2020 年实现线上零售订单的 90% 当日或次日送达。

表 1: 截至 2020 年 12 月 31 日公司员工构成

| 职能 | 员工人数 | 占比 |
|----------|---------|--------|
| 运营 | 246,818 | 95.4% |
| 其中: 配送人员 | 超过 19 万 | 超过 73% |
| 销售及市场推广 | 4,728 | 1.8% |
| 研发 | 3,703 | 1.4% |
| 一般行政 | 3,453 | 1.4% |
| 合计 | 258,702 | 100.0% |

数据来源: 招股书, 东吴证券研究所

看好京东物流上市后持续优化效率夯实护城河。京东是三大电商平台里唯一以“自营”模式为主的平台。我们认为淘系、拼多多是“平台”模式，赚的是“卖流量”的钱，而京东则主要是“自营”模式，赚的是流通效率的钱。而京东自营部分的流通效率，很大程度上是和京东物流相关的，可以说京东物流是京东集团核心竞争力的主要组成部分。我们看好京东物流上市后不断提升效率，夯实整个京东集团的核心竞争力。

2. 本周发布报告

【公司点评】希望教育 | 拟并购南昌共青学院: 再下一城, 省内本科+高职有效打通, 看好业绩高增长

2月7日晚公司公告以人民币5亿元收购南昌共青学院(下称“目标学校”), 目标学校属于南昌大学下的独立学院, 现在在校生规模约7500人, 经营稳健, 2020年实现净利润2020万元。目标学校是集团在江西省的首个本科学校, 未来有望持续受益于江西省毛入学率的提升, 收入利润保持高增速。集团之前在江西省已经布局了两所高职院校, 收购后目标学院与省内其他两所高职院校也将形成有效协同, 具体包括1) 专升本项目打通, 提升单个学生的ARPU值; 2) 教师资源, 管理团队资源的共同开发, 统筹管理, 提升运营效率。

【公司点评】爱美客 | “嗨体”高增带动业绩高增, 现金流强势+高比例分红

公司2020年实现营业收入7.09亿元(+27.18%), 实现归母净利润4.40亿元(+43.93%), 实现扣非归母净利润4.24亿元(+42.95%), 非经常性损益主要来源于政府补助、投资收益等。分产品看, 公司披露口径为溶液类注射产品、凝胶类注射产品、面部埋置线、化妆品, 2020年收入占比分别为63.07%、35.56%、0.26%、1.11%。其中, 溶液类销售收入4.47亿元(+82.85%), 驱动全年增长, 产品包括“嗨体”和“逸美”, 因“逸美”占比很小(2019年占总收入比为0.37%), 可近似认为溶液类体现“嗨体”收入情况, 主要受益于颈纹治疗继续渗透及同系列产品“熊猫针”上市放量实现高增长。

【深度报告】“品牌究竟是什么”深度研究框架PPT: 从“万元奢侈品包成本是多

少”说起

品牌是一种什么样的资产？在消费品的投资中，我们每天都会接触到品牌这个概念，而市场上对于“品牌究竟是什么”这个概念，其实是容易混淆的，经常把“品牌价值”归于“研发”，“设计”，“产品”，“营销”等具体的事情。本文希望通过一系列的论述，来更为全面的描述“品牌究竟是什么”这件事情，并搭建相应的研究框架范式——“品牌计分板”理论。在本文研究的基础上，我们提出“品牌研究范式”的三句话：1.品牌是消费者和商家间的一种信用契约2.渠道是消费者和商家间的一种反馈机制3.产品是商家对于消费者的一种需求翻译。我们提出，品牌本质上是一种信用契约，“品牌核心竞争力”是长期的认知的堆积，而不是“研发”，“设计”这些非常具体的东西。

【公司点评】科德教育 | 拟收购天津旅游外事职业学校，异地扩张第三城

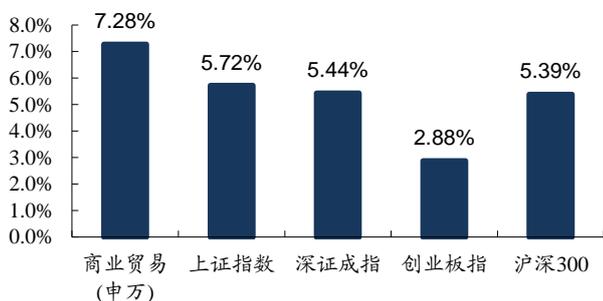
公司于2月18日晚公告拟收购天津市旅外职业高中有限公司（旗下学校为天津旅游外事职业学校）100%股权。交易对价为2700万人民币，以现金方式支付。目标学校主要针对复读生和未能考上高中的学生，是一所专注于春、秋季高考升学的高端职业高中。2020年以来公司先后布局湖南长沙、安徽合肥，以中职和复读类学校为主，通过“职普联合”的方式实现异地快速扩张。

3. 本周行情回顾

2月8日至19日，申万商业贸易指数涨跌幅+7.28%，上证综指+5.72%，深证成指+5.44%，创业板指+2.88%，沪深300指数+5.39%。

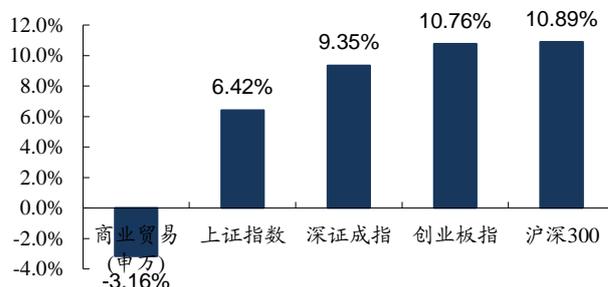
年初至今，申万商业贸易指数涨跌幅-3.16%，上证综指+6.42%，深证成指+9.35%，创业板指+10.76%，沪深300指数+10.89%。

图6：2月8日至19日各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：年初至今各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 本周行业重点公告

【地素时尚】(603587.SH)2月8日发布关于合作设立的新兴消费基金完成私募投资基金备案的公告。

公司全资子公司上海亿烁股权投资有限公司参股公司金浦地素(上海)股权投资基金管理有限公司已设立完成。

【爱美客】(300896.SZ)2月8日发布2020年年报。

公司2020年实现营收7.09亿元(+27.18%),实现归母净利润4.40亿元(+43.93%),实现扣非归母净利润4.24亿元(+42.95%),非经常性损益主要来源于政府补助、投资收益等。2020年Q4季度,实现营收2.45亿元(+51.03%),实现归母净利润1.49亿元(+75.24%),实现扣非归母净利润1.44亿元。

【大商股份】((600694.SH)2月8日发布大商股份有限公司股份质押公告。

公司控股股东大商集团截至公告披露日持有公司股票0.87亿股,持股比例29.51%,持有公司股票累计质押数量0.48亿股(含本次),占其持股比例54.81%。

【步步高】(002251.SZ)2月8日发布关于回购公司股份的方案。

公司拟使用自有资金通过集中竞价的方式回购公司部分人民币普通股A股股份。按回购金额上限人民币2亿元、回购价格上限12.19元/股测算,预计可回购股数约0.17亿股,约占公司总股本的1.90%;按回购金额下限人民币1亿元、回购价格上限12.20元/股测算,预计可回购股数约820.34万股,约占公司总股本的0.95%。

【天虹股份】(002419.SZ)2月8日发布关于首次回购公司股份的公告。

公司于2021年2月5日首次通过回购专用证券账户,以集中竞价方式回购公司股份184.3万股,占公司总股本的比例为0.15%;本次回购股份最高成交价为7.2元/股,最低成交价6.87元/股,已使用资金总额为0.13亿元(不含交易费用)。

【华熙生物】(688363.SH)2月10日发布关于持股5%以上股东减持超过1%的提示性公告。

截至2021年2月9日,赢瑞物源通过集中竞价交易减持本公司股份240.2万股,通过大宗交易的方式减持本公司股份327.5万股,合计减持本公司股份567.7万股,占本公司股份总数的1.18%,减持数量过半。本次权益变动后,赢瑞物源持有公司股份2741.2万股,占本公司股份总数的5.71%。

【丸美股份】(603983.SH)2月18日发布持股5%以上股东集中竞价减持股份结果公告。

截至公告披露日,L Capital通过集中竞价交易方式累计减持公司股份525.27万股,占公司总股本1.31%,另通过大宗交易方式累计减持公司股份348.70万股,占公司总股

本的 0.87%，L Capital 现持有公司股份 2726.03 万股，占公司总股本的 6.78%。

5. 本周行业重点新闻

福瑞达首款可食用玻尿酸产品正式发售

化妆品观察 2 月 8 日讯，福瑞达首款可食用的玻尿酸产品—善颜透明质酸钠液态饮于今日（2 月 8 日）正式发售。这是定位为“量肤定制，一人一方”的高端护肤品牌善颜在“内调外养”这一战略布局上，迈出的重要一步。同时，善颜也是国内首个拿到国家许可的口服玻尿酸牌照和首个推出口服玻尿酸的化妆品品牌。

橙心优选联合相关企业起草社区零售行业食品安全标准

财经网 2 月 8 日讯，2 月 8 日中国消费品质量安全促进会团体标准《社区零售平台食品安全管理规范》正式获批立项。这是社区零售行业首个食品安全标准，将由滴滴旗下电商平台橙心优选联合行业内有关企业、第三方技术服务机构共同制定，预计今年年中发布出台。

2021 年抖音电商业务全年 GMV 目标剑指万亿

联商网 2 月 10 日讯，2021 年 1 月，全平台直播电商主播排名 Top5 中，抖音平台一举拿下两席，仅次于淘宝（3 席）；而在前十名中，抖音平台与快手平台均有 3 人上榜，只较淘宝少 1 人。据《晚点 LatePost》报道，抖音电商 2020 年全年 GMV 超过 5000 亿元，是 2019 年的三倍多；2021 年，抖音电商业务全年 GMV 目标剑指万亿，直逼拼多多。

苏宁春节消费数据：家电、酒水高涨，家乐福线上同比增超 50%

新京报 2 月 19 日讯，苏宁易购发布的春节消费大数据显示：线下家电、3C 整体增长超 40%；5G 手机线上销量增长 121%；视频通话智慧屏电视同比增长 373.1%；家乐福线上到家订单量同比增长超 50%；白酒类目同比增长 95%。同比去年年货节，苏宁国际美妆增长 150.38%，保健品增长 101.87%，食品增长 825.2%，牛奶增长 475.8%。

eMarketer：2021 年中国电商销售将超过实体零售

亿邦动力网 2 月 19 日讯，eMarketer 数据显示，预计 2021 年中国零售总额中约 52.1% 将来自电子商务交易，远超去年的 44.8%。这意味着 2021 年中国将成为第一个电商销售超过实体零售的国家。

兴盛优选将完成 30 亿美元融资

亿欧网 2 月 19 日讯，据《晚点 LatePost》报道，兴盛优选将完成 30 亿美元融资，红杉资本领投，腾讯、方源资本、淡马锡、KKR、DCP、春华资本、恒大等跟投。兴盛优选成立于 2018 年，采用“预售+自提”的社区团购模式，依托社区实体便利店为用户

提供生疏、肉禽水产、日用百货等全品类商品，是一家互联网新零售平台。

跨境电商 SaaS 企业“船长 BI”完成近亿元 A 轮融资

36氪2月19日讯，“船长 BI”近日完成 A 轮融资，融资规模近 1 亿元。钟鼎资本领投，老股东同创伟业持续加注，纵腾集团跟投，山景资本担任独家财务顾问。船长 BI 是一家跨境电商 SaaS 企业，为在亚马逊平台上进行销售的中国卖家提供运营、财务、CPC 广告、CRM 管理、FBA 库存等数据智能分析服务。

6. 行业公司估值表

表 2: 公司估值表 (基于 2021 年 2 月 19 日收盘价)

| 代码 | 简称 | 总市值(亿元) | 收盘价(元/股) | EPS | | | PE | | | 投资评级 |
|----------------------|------|---------|----------|-------|-------|------|------|------|-----|------|
| | | | | 19A | 20E | 21E | 19A | 20E | 21E | |
| 电商&供应链品牌化 | | | | | | | | | | |
| 9988.HK | 阿里巴巴 | 45,913 | 257.00 | 7.10 | 7.00 | 8.50 | 30 | 31 | 25 | 买入 |
| 9618.HK | 京东集团 | 10,697 | 410.60 | 4.18 | 5.66 | 8.47 | 82 | 60 | 40 | 买入 |
| PDD.O | 拼多多 | 15,525 | 195.98 | -1.51 | -0.90 | 1.10 | -130 | -218 | 178 | 未评级 |
| 603613.SH | 国联股份 | 363 | 153.09 | 1.32 | 1.27 | 2.20 | 116 | 121 | 70 | 买入 |
| 300866.SZ | 安克创新 | 733 | 180.45 | 1.97 | 2.35 | 3.21 | 92 | 77 | 56 | 买入 |
| 002127.SZ | 南极电商 | 283 | 11.53 | 0.49 | 0.63 | 0.78 | 24 | 18 | 15 | 买入 |
| MNSO.N | 名创优品 | 580 | 29.54 | -0.26 | 0.61 | 1.06 | -114 | 48 | 28 | 未评级 |
| 超市 | | | | | | | | | | |
| 601933.SH | 永辉超市 | 727 | 7.64 | 0.16 | 0.26 | 0.32 | 48 | 30 | 24 | 未评级 |
| 603708.SH | 家家悦 | 129 | 21.24 | 0.75 | 0.89 | 1.07 | 28 | 24 | 20 | 未评级 |
| 002697.SZ | 红旗连锁 | 87 | 6.38 | 0.38 | 0.41 | 0.49 | 17 | 15 | 13 | 未评级 |
| 002251.SZ | 步步高 | 69 | 7.98 | 0.20 | 0.25 | 0.33 | 40 | 32 | 24 | 未评级 |
| 化妆品&医美 | | | | | | | | | | |
| 603605.SH | 珀莱雅 | 374 | 186.01 | 1.96 | 2.37 | 2.98 | 95 | 78 | 62 | 增持 |
| 603983.SH | 丸美股份 | 225 | 56.01 | 1.37 | 1.33 | 1.53 | 41 | 42 | 37 | 增持 |
| 600315.SH | 上海家化 | 354 | 52.20 | 0.83 | 0.63 | 0.69 | 63 | 83 | 76 | 买入 |
| 688363.SH | 华熙生物 | 924 | 192.50 | 1.34 | 1.41 | 1.91 | 144 | 137 | 101 | 买入 |
| 300896.SZ | 爱美客 | 1,365 | 1,135.88 | 3.40 | 3.66 | 5.76 | 335 | 310 | 197 | 买入 |
| 300740.SZ | 御家汇 | 80 | 19.43 | 0.07 | 0.29 | 0.49 | 278 | 66 | 40 | 未评级 |
| 300132.SZ | 青松股份 | 96 | 18.49 | 0.96 | 1.09 | 1.28 | 19 | 17 | 14 | 买入 |
| 300792.SZ | 壹网壹创 | 162 | 112.44 | 3.37 | 2.39 | 3.42 | 33 | 47 | 33 | 增持 |
| 605136.SH | 丽人丽妆 | 128 | 31.99 | 0.79 | 0.82 | 0.99 | 40 | 39 | 32 | 未评级 |
| 服饰&其他专业连锁 | | | | | | | | | | |
| 3998.HK | 波司登 | 329 | 3.66 | 0.11 | 0.13 | 0.16 | 27 | 23 | 19 | 买入 |

| | | | | | | | | | | |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|----|----|----|-----|
| 2331.HK | 李宁 | 1,077 | 52.00 | 0.62 | 0.65 | 0.85 | 70 | 66 | 51 | 未评级 |
| 2020.HK | 安踏体育 | 3,234 | 143.70 | 1.99 | 1.94 | 2.85 | 60 | 62 | 42 | 未评级 |
| 600398.SH | 海澜之家 | 305 | 7.05 | 0.72 | 0.48 | 0.71 | 10 | 15 | 10 | 未评级 |
| 002563.SZ | 森马服饰 | 261 | 9.69 | 0.58 | 0.26 | 0.56 | 17 | 38 | 17 | 未评级 |
| 603587.SH | 地素时尚 | 92 | 19.22 | 1.56 | 1.36 | 1.58 | 12 | 14 | 12 | 未评级 |
| 002867.SZ | 周大生 | 258 | 35.36 | 1.37 | 1.37 | 1.79 | 26 | 26 | 20 | 买入 |
| 600612.SH | 老凤祥 | 271 | 51.84 | 2.69 | 2.86 | 3.35 | 19 | 18 | 15 | 未评级 |
| 603214.SH | 爱婴室 | 32 | 22.47 | 1.10 | 0.92 | 1.25 | 20 | 25 | 18 | 未评级 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 1. 已评级公司 EPS 预测采用内部预测, 未评级公司 EPS 预测采用 Wind 一致预期; 2. 收盘价市值均为原始货币; 3. 阿里财期 0331, 名创优品财期 0630, 表中 2019A 对应 FY2020A)

7. 风险提示

行业竞争加剧, 产品质量问题, 宏观经济波动风险。

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>