

商贸零售行业跟踪周报

讲清“消费降级”：一个常见的理解上的误区 增持（维持）

2024 年 01 月 01 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

证券分析师 谭志千

执业证书：S0600522120001

tanzhq@dwzq.com.cn

证券分析师 阳靖

执业证书：S0600523020005

yangjing@dwzq.com.cn

投资要点

■ “消费降级”概念席卷：

近年来，关于“消费降级”这个概念，席卷了整个消费行业，包括一些电商平台，还有一些线下日用品零售品牌门店等，还有一些零食量贩品牌等，以其较低的件单价（单品约 5-50 元水平），均被认为是“消费降级”的代表。“消费降级”这个标签，也具备着非常强的话题性，引发了广泛的讨论。

■ “消费降级”？实际上是对不同主体的“消费升级”：

本文主要想谈的是，关于“消费降级”，可能存在一个常见的误区，即“主体”和“感受”上的误区。

■ 所谓“消费降级”，从客观现象上来看，是“件单价较低的产品对应的品牌和渠道广泛流行”，而被很多人解读为“消费降级”。但如果从不同主体的视角来看的话，感受可能是不同的。

■ 比如乡镇居民，无论是零售，还是物流，商品触达的基础设施并不发达，他们本身能够触及的渠道，如乡镇商店，里面的产品可能是经过 3-4 层渠道的商品，质量暂且不论，价格很多并不便宜。而在如拼多多，名创优品等平台或品牌的运营下，让这些居民，能够接触更多商品的选择，同时价格是他们平时可接受的价格，能够买到更多，更好的商品，这其实是一种“消费升级”。

■ 所以我认为，所谓“消费降级”，其实是通过渠道，品牌，供应链的改革，使得流转效率和触达能力的提升，实现的针对不同主体的“消费升级”。

■ 所谓“消费降级”是基于中国强大的供应链：

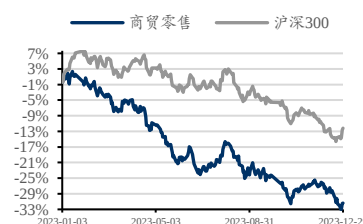
■ 上文中提到，所谓“消费降级”，其实是一种“针对不同主体的消费升级”，其核心竞争力是“好”，而不是“便宜”。中国的轻工业产品，如服装，美妆，饰品，家电，食品，玩具，工具，家具，电子产品等，具备相当强的产业基础，这是过去几十年的工业基础的积淀带来的，中国有很多“产业集群”，如福建鞋服产业集群，上海美妆产业集群，南通家纺产业集群，潮汕玩具产业集群，广东饰品产业集群等，都具备多年积累的相当强的供应链基础，这些强大的供应链基础，使得中国的质量优秀的产品，可以以相当实惠的价格触达到各个终端，渠道和品牌只是触达方式，而强大的供应链基础是中国消费品底层逻辑上的“核心竞争力”。

■ “消费降级”的发展方向：出海：上文提到，所谓“消费降级”，实际上是针对不同主体的一种消费升级，而之所以能做到以较低的价格，获得优质的商品，本质上是因为中国有多样化的，积淀多年的轻工业消费品强大供应链。所以这个“消费降级”的感知，其实本质是“中国强大消费品供应链的外化”，那么如何利用好“强大供应链”这个基础？我们认为其方向是“出海”，以 B2B 出口商贸。电商平台开店，线下品牌店，新建电商平台等多种方式，向海外输出中国的优质消费品商品，品牌可重点关注：服装，饰品，日用品，工具，电子产品，装修建材等方向。

■ 投资建议：推荐小商品城，名创优品，安克创新等。建议关注：致欧科技，华凯易佰，赛维时代，巨星科技，恒林股份等

■ 风险提示：品牌出海进程不及预期，海外经济下行风险

行业走势



相关研究

《华图山鼎拟拓展职业教育业务，关注公考行业高景气下头部公司投资机会》

2023-12-24

《11 月社零总额同比+10.1%低于预期，服务类表现较好，关注后续可选品零售恢复》

2023-12-18

内容目录

- 1. 本周行业观点：讲清“消费降级”：一个常见的理解上的误区4
- 2. 本周发布报告5
- 3. 细分行业公司估值表6
- 4. 本周行情回顾7
- 5. 本周行业重点公告8
- 6. 本周行业重点新闻10
- 7. 风险提示11

图表目录

图 1: 本周各指数涨跌幅..... 8

图 2: 年初至今各指数涨跌幅..... 8

表 1: 行业公司估值表（更新至 2023 年 12 月 29 日）..... 6

1. 本周行业观点：讲清“消费降级”：一个常见的理解上的误区

“消费降级”概念席卷：

近年来，关于“消费降级”这个概念，席卷了整个消费行业，包括一些电商平台，还有一些线下日用品零售品牌门店等，还有一些零食量贩品牌等，以其较低的件单价（单品约 5-50 元水平），均被认为是“消费降级”的代表。“消费降级”这个标签，也具备着非常强的话题性，引发了广泛的讨论。

“消费降级”？实际上是对不同主体的“消费升级”：

本文主要想谈的是，关于“消费降级”，可能存在一个常见的误区，即“主体”和“感受”上的误区。

所谓“消费降级”，从客观现象上来看，是“件单价较低的产品对应的品牌和渠道广泛流行”，而被很多人解读为“消费降级”。但如果从不同主体的视角来看的话，感受可能是不同的。

比如乡镇居民，无论是零售，还是物流，商品触达的基础设施并不发达，他们本身能够触及的渠道，如乡镇商店，里面的产品可能是经过 3-4 层渠道的商品，质量暂且不论，价格很多并不便宜。而在如拼多多，名创优品等平台或品牌的运营下，让这些居民，能够接触更多商品的选择，同时价格是他们平时可接受的价格，能够买到更多，更好的商品，这其实是一种“消费升级”。

所以我认为，所谓“消费降级”，其实是通过渠道，品牌，供应链的改革，使得流转效率和触及能力的提升，实现的针对不同主体的“消费升级”。

所谓“消费降级”是基于中国强大的供应链：

上文中提到，所谓“消费降级”，其实是一种“针对不同主体的消费升级”，其核心竞争力是“好”，而不是“便宜”。中国的轻工业产品，如服装，美妆，饰品，家电，食品，玩具，工具，家具，电子产品等，具备相当强的产业基础，这是过去几十年的工业基础的积淀带来的，中国有很多“产业集群”，如福建鞋服产业集群，上海美妆产业集群，南通家纺产业集群，潮汕玩具产业集群，广东饰品产业集群等，都具备多年积累的相当强的供应链基础，这些强大的供应链基础，使得中国的质量优秀的产品，可以以相当实惠的价格触达到各个终端，渠道和品牌只是触达方式，而强大的供应链基础是中国消费品底层逻辑上的“核心竞争力”。

“消费降级”的发展方向：出海：上文提到，所谓“消费降级”，实际上是针对不同主体的一种消费升级，而之所以能做到以较低的价格，获得优质的商品，本质上是因为中国有多样化的，积淀多年的轻工业消费品强大供应链。所以这个“消费降级”的感知，其实本质是“中国强大消费品供应链的外化”，那么如何利用好“强大供应链”这个基础？我们认为其方向是“出海”，以 B2B 出口商贸。电商平台开店，线下品牌店，新建

电商平台等多种方式，向海外输出中国的优质消费品商品，品牌可重点关注：**服装，饰品，日用品，工具，电子产品，装修建材**等方向。

投资建议：推荐小商品城，名创优品，安克创新等。建议关注：致欧科技，华凯易佰，赛维时代，巨星科技，恒林股份等

2. 本周发布报告

《中国中免：机场租金补充协议二次落地，兑现议价权》

2023 年 12 月 26 日，中国中免分别公告与上海机场、首都机场签署的机场租金补充协议。本次《补充协议二》将补充协议一中的“流量挂钩+封顶”模式改回为原协议的“保底+提成模式”，同时将保底及提成（较原协议）大幅调降。保底从原合同数十亿级别调降至数亿元级别；提成据免税商毛利率下降趋势从原合同 40%左右降至 18-36%区间。本次《补充协议二》在上次协议结果基础上进一步调降了实际租金。

近期上海机场国际客流吞吐量恢复至单月 200 万左右，原协议框架下收取月租金约 6.22 亿元；按“补充协议一”估算月租金 3 亿元以上；“补充协议二”下假设单客贡献仍为 361 元，综合提成率 22%，估算收取月租金 1.7 亿元，较“补充协议一”下降明显。

盈利预测与投资评级：将中国中免 2023-2025 年盈利预期下调至 67.6/82.8/96.7 亿元（前值为 68.39/101.63/125.21 亿元），对应 PE 为 24/20/17 倍，对应 2024 年估值已为合理偏低。维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险、居民奢侈品消费意愿不足的风险、行业竞争加剧的风险等。

《厦门象屿：中国的“商社巨头”，稳增长、强分红、高 ROE，商社巨头再起航》

厦门象屿是国内大宗供应链综合服务商龙头。公司在过去展现出强大的持续成长性、高 ROE、较稳定的盈利能力。2023 年因下游需求因素业绩短期承压，未来随制造业宏观数据回升，关注大宗供应链经营恢复布局机会。行业龙头企业市占率持续提升，近年来大宗供应链行业集中度提升显著，行业 CR4 市占率从 2018 年的 2%提升至 2022 年的 4%。未来随产业提效&数字化改造推进，我国行业集中度有望持续提升。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2023-25 年盈利预测为归母净利润 16.0/26.3/ 30.4 亿元，同比-40%/ +65%/ 16%，对应 2023 年 12 月 28 日收盘价为 9/

6/ 5 倍 PE，考虑公司市盈率处于历史较低位置，维持“买入”评级。

风险提示：大宗品价格波动，下游需求不佳，新品类、新模式不及预期、定增进度不及预期等

3. 细分行业公司估值表

表1：行业公司估值表（更新至 2023 年 12 月 29 日）

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）			P/E			投资 评级
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
化妆品&医美										
603605.SH	珀莱雅	394	99.40	8.17	10.77	13.50	48	37	29	买入
300957.SZ	贝泰妮	289	68.17	10.51	13.46	16.96	27	21	17	买入
603983.SH	丸美股份	101	25.27	1.74	3.43	3.92	58	30	26	未评级
600315.SH	上海家化	143	21.18	4.72	5.22	6.06	30	27	24	买入
600223.SH	福瑞达	98	9.63	0.45	4.11	5.33	215	24	18	买入
688363.SH	华熙生物	322	66.93	9.71	8.55	9.94	33	38	32	买入
300896.SZ	爱美客	637	294.33	12.64	19.67	28.05	50	32	23	买入
300856.SZ	科思股份	105	62.23	3.88	7.15	8.84	27	15	12	买入
2279.HK	雍禾医疗	12	2.56	-0.86	-1.62	0.69	-	-	18	买入
300740.SZ	水羊股份	65	16.67	1.25	3.00	3.98	52	22	16	未评级
832982.BJ	锦波生物	178	261.27	1.09	2.13	3.68	163	84	48	买入
2367.HK	巨子生物	317	35.05	10.02	13.33	17.51	32	24	18	买入
培育钻石&珠宝										
301177.SZ	迪阿股份	118	29.49	7.29	1.75	2.82	16	67	42	增持
002867.SZ	周大生	166	15.18	10.91	13.95	16.68	15	12	10	买入
1929.HK	周大福	1,049	11.54	53.84	85.00	100.00	19	12	10	买入
002345.SZ	潮宏基	61	6.81	1.99	4.00	4.99	30	15	12	买入
600612.SH	老凤祥	269	69.00	17.00	24.13	28.02	16	11	10	买入
600916.SH	中国黄金	166	9.87	7.65	10.02	12.14	22	17	14	买入
免税旅游出行										
601888.SH	中国中免	1,715	83.69	50.30	67.62	82.84	34	25	21	买入
600009.SH	上海机场	816	32.78	-29.95	10.19	35.11	-	80	23	增持
002163.SZ	海南发展	77	9.08	-1.45	3.33	7.42	-	23	10	未评级
600258.SH	首旅酒店	174	15.62	-5.82	8.26	10.07	-	21	17	买入
600754.SH	锦江酒店	287	29.90	1.13	12.11	18.05	253	24	16	买入
1179.HK	华住集团-S	782	26.30	-18.21	39.84	40.16	-	20	19	买入
600859.SH	王府井	181	15.97	1.95	8.34	12.07	93	22	15	增持
300144.SZ	宋城演艺	259	9.87	0.10	8.81	11.93	2,678	29	22	增持
出口链										

600415.SH	小商品城	401	7.32	11.05	26.57	29.54	36	15	14	买入
300866.SZ	安克创新	360	88.60	11.43	16.13	16.59	32	22	22	买入
9896.HK	名创优品	0	40.35	18.32	24.01	27.32	-	-	-	买入
产业互联网										
603613.SH	国联股份	159	22.01	11.26	19.07	32.44	14	8	5	未评级
603713.SH	密尔克卫	87	53.21	6.05	5.82	7.83	14	15	11	买入
600057.SH	厦门象屿	152	6.71	26.37	15.95	26.28	6	10	6	买入
600710.SH	苏美达	93	7.09	9.16	10.22	11.67	10	9	8	增持
9878.HK	汇通达网络	152	29.60	3.79	5.04	6.61	40	30	23	买入
小家电										
688696.SH	极米科技	79	112.98	5.01	1.77	3.29	16	45	24	增持
603486.SH	科沃斯	239	41.44	16.98	32.94	15.72	14	7	15	未评级
688169.SH	石头科技	372	282.95	11.83	18.67	22.15	31	20	17	未评级
超市&其他专业连锁										
600729.SH	重庆百货	115	28.20	8.83	14.47	16.37	13	8	7	买入
601933.SH	永辉超市	256	2.82	-27.63	0.96	3.87	-	267	66	未评级
300755.SZ	华致酒行	76	18.29	3.66	5.72	9.39	21	13	8	未评级
301101.SZ	明月镜片	84	41.86	1.36	1.68	2.06	62	50	41	买入
603214.SH	爱婴室	23	16.36	0.86	1.86	1.13	27	12	20	未评级

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：表中加粗部分 EPS 预测为东吴证券研究所预测；未加粗部分 EPS 预测采用 Wind 一致预期；

注 2：除收盘价为原始货币外，其余货币单位均为人民币。PE 按港币：人民币=0.91:1，美元：人民币=7.09:1 换算（对应 2023.12.29 汇率）；

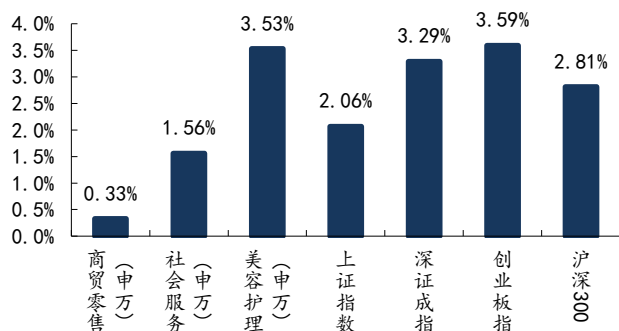
注 3：名创优品、汇通达网络的归母净利润项均采用经调整归母净利润；名创优品财年为 0630，表中 2022A 对应 FY2023A。

4. 本周行情回顾

本周(2023 年 12 月 25 日至 2023 年 12 月 31 日)，申万商业贸易指数涨跌幅+0.33%，申万社会服务+1.56%，申万美容护理+3.53%，上证综指+2.06%，深证成指+3.29%，创业板指+3.59%，沪深 300 指数+2.81%。

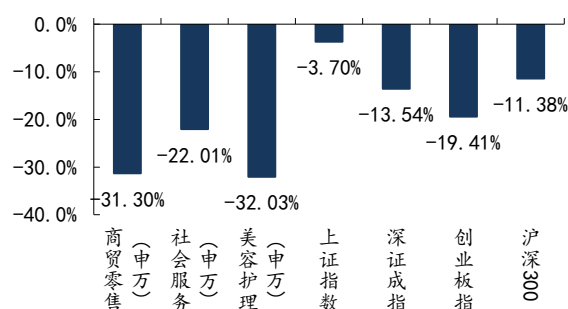
年初至今（2023 年 1 月 3 日至 2023 年 12 月 31 日），申万商业贸易指数涨跌幅-31.3%，申万社会服务-22.01%，申万美容护理-32.03%，上证综指-3.70%，深证成指-13.54%，创业板指-19.41%，沪深 300 指数-11.38%。

图1: 本周各指数涨跌幅



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 年初至今各指数涨跌幅



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 本周行业重点公告

建发股份: 关于取消关联交易的公告

2023年12月23日公司披露了《关于收购建发房产8%股权暨关联交易的公告》, 公司拟收购控股股东厦门建发集团有限公司持有的公司控股子公司建发房产yy8%股权, 收购价格为建发房产8%股权对应评估值275,101.09万元。建发股份目前经营情况正常, 建发房产盈利状况良好。现因外部因素影响, 公司召开第九届董事会2023年第三十七次临时会议, 决定终止前述交易事项, 待时机成熟后再择机启动。

科沃斯: 科沃斯股权激励限制性股票回购注销实施公告。

鉴于公司2019年限制性股票激励计划首次授予和预留授予、2021年限制性股票激励计划首次授予和预留、2023年股票期权与限制性股票激励计划首次授予的徐迅等36名激励对象因离职已不再符合《上市公司股权激励管理办法》及公司《2019年限制性股票激励计划(草案修订稿)》《2021年限制性股票激励计划(草案)》《2023年股票期权与限制性股票激励计划(草案)》规定的继续参与公司激励计划的资格, 公司拟对其持有的已获授但尚未解除限售的124,810股限制性股票予以回购注销。

明月镜片: 关于股份回购完成暨股份变动的公告

截至2023年12月25日, 公司以集中竞价交易方式累计回购本公司股份779,482股, 占公司现有总股本约0.39%。回购股份最高成交价39.07元/股, 最低成交价36.82元/股, 成交总金额29,997,588.36元(不含交易费用), 公司本次回购股份方案已实施完毕, 实际回购时间区间为2023年11月21日至2023年12月25日。

珀莱雅: 关于以集中竞价交易方式首次回购公司股份的公告

2023年12月26日, 公司通过集中竞价交易方式首次回购公司股份39.6万股, 占

公司目前总股本的比例为 0.0998%，回购成交的最高价为 99.40 元/股，最低价为 97.36 元/股，支付的资金总额为 3907.68 万元(不含印花税、佣金等交易费用)。

中国中免：中国旅游集团中免股份有限公司关于子公司签署免税业务项目合同书之补充协议的公告；上海机场：关于签订免税店项目经营权转让合同之相关补充协议的公告

(详见本周发布报告)

汇通达网络：自愿性公告

(1)授予受限制股份单位；(2)根据受限制股份单位计划购买 H 股

董事会宣布于 2023 年 12 月 27 日（交易时段后），薪酬与考核委员会决议及批准根据受限制股份单位计划向 259 名选定持有人授予 4,157,000 个受限制股份单位，惟须获选定持有人接纳。于 2023 年 12 月 27 日（‘授予日期’），向选定持有人授予合共 4,157,000 个受限制股份单位，即 4,157,000 股 H 股股份，约占于本公告日期已发行股份总数的 0.74% 及约占本公告日期 H 股股份的 2.31%。本公司将不会就授予发行或配发额外新股份，因此，授予不会对本公司现有股东的股权造成任何摊薄影响。

就前次授予受限制股份单位，受托人中诚信托有限责任公司于 2023 年 4 月 26 日至 2023 年 12 月 27 日期间，就受限制股份单位计划于市场上购买合共 3,426,600 股 H 股。

锦江酒店：锦江酒店关于为全资子公司海路投资提供担保的公告

被担保人名称：本公司全资子公司卢森堡海路投资有限公司。本次担保金额：5,800 万欧元，截至本公告日，公司为海路投资担保的余额为 96,900 万欧元。本次担保无反担保，无对外担保逾期的累计金额。特别风险提示：海路投资存在资产负债率超过 70% 的情形，请投资者注意投资风险。

小商品城：关于 2020 年限制性股票激励计划首次授予部分第二个解除限售期解除限售条件成就的公告

公司 2020 年限制性股票激励计划首次授予部分第二个解除限售期将于 2024 年 1 月 14 日届满，相应解除限售条件已经成就。本次可解除限售的激励对象共 317 人，可解除限售的限制性股票数量合计 1241.46 万股，占目前公司股本总额的 0.23%。本次限制性股票解除限售事宜办理完毕解除限售申请手续后，在上市流通前，公司将另行发布公告，敬请投资者注意。

6. 本周行业重点新闻

上海两机场迎出入境客流高峰，元旦假期客流量预计 23.4 万人次。

澎湃新闻记者从上海边检机关获悉，2024 年元旦假期期间（2023 年 12 月 30 日至 2024 年 1 月 1 日），上海浦东、虹桥两大国际机场口岸出入境客流总量预计将达到 23.4 万人次，日均客流量预计在 7.8 万人次左右，两大机场口岸的出入境客流总数预计将恢复至 2019 年同期的 79%。出境客流高峰预计将出现在 2023 年 12 月 29 日、30 日，入境客流高峰将出现在 2024 年 1 月 1 日。来源：澎湃新闻

京东采销等一线业务人员的年固定薪酬大幅上涨近 100%，零售全员将平均加薪不低于 20%。

2023 年 12 月 27 日，京东集团宣布，2024 年 1 月 1 日起京东采销等一线业务人员的年固定薪酬大幅上涨近 100%，2024 年初京东零售全员将平均加薪不低于 20%，而且业绩出色的一线团队，还将获得上不封顶的激励，将会出现几十倍月薪的情况。这是一个明确的信号。在经历了 2023 年的一系列密集调整后，以京东采销出圈为起点，京东正在重拾“创业时的热情”。这也让人对京东“低价战略”有了更多的信心。今日，京东采销在直播间回应涨薪一事，为庆祝涨工资，直播间集体打折。其中，京东服饰美妆采销的直播间打出了“5 折放价”的口号，京东国际采销直播间不仅宣布海量大牌进口好物真 5 折，京东国际还专门上线了“庆涨薪进口好物五折”专区。来源：快科技

淘宝、京东上线“仅退款”。

根据新规，卖家在淘宝平台上获得过多差评或违规记录，一旦收到投诉，可能面临直接退货退款或仅退款的判定。这一机制目的是给消费者提供更好的用户体验，同时对那些长期服务不到位、质量不可靠的商家采取更严格的举措。此次“仅退款”机制的推出，是淘天集团朝“回归用户”方向踏出的一大步。与此同时，京东开放平台也宣布对售后服务管理规则进行调整，其中最引人注目的是新增的退款不退货执行标准。该规则将于 2023 年 12 月 29 日正式生效。与此同时，《京东开放平台交易纠纷处理总则》也进行了更新，新增了对用户仅退款的支持，该调整已于今日生效。来源：封面新闻。

消费类 REITs 再扩容！华夏首创奥特莱斯 REIT、华安百联消费 REIT 来了。

2023 年 12 月 25 日，据中国证监会网站披露，华安百联消费 REIT 已推荐至证监会，状态显示为“接收材料”。另悉，物美消费 REIT 已于 2023 年 12 月 15 日获批，这也是首单民企消费基础设施 REITs，原始权益人为北京物美商业集团股份有限公司，底层资产为北京 4 个社区商业物业，当期目标不动产评估值总额为 10.02 亿元。以此推算，华夏首创奥特莱斯 REIT、华安百联消费 REIT 将是第 5 只、第 6 只申报的消费类 REITs。来源：赢商网

永辉超市在贵州成立酒业公司 注册资本 500 万。

近日，贵州悠藏酒业有限公司成立，法定代表人为林恩平，注册资本 500 万人民币，经营范围包括酒类经营、食品销售、涉外调查、城市配送运输服务、道路货物运输、食品互联网销售等。股权全景穿透图显示，该公司由永辉超市旗下永辉彩食鲜发展有限公司全资持股。来源：同花顺 7x24 快讯

拟 15 亿元剥离教育业务 东方甄选定位直播平台。

2023 年 12 月 27 日，港股公司东方甄选公告称，公司董事会批准向母公司新东方建议出售教育业务，合计代价 15 亿元，以现金支付。东方甄选公告称，此次出售事项旨在更明确地划分业务线，以及更好地使业务部门与运营环境保持一致。完成上述出售后，公司将不再经营在线教育业务，成为一家专门自营产品及直播业务的运营商。公司已经定位为一个直播平台，专注于通过尖端技术以寓教于乐的方式，为消费者甄选及提供优质产品。来源：中国证券网

7. 风险提示

品牌出海进程不及预期，海外经济下行风险

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>