

## 商贸零售行业跟踪周报

### 2024Q1 总结：“海底捞月”与“再创辉煌”，关注出口，教育，供应链，酒店，美护，黄金等板块增持（维持）

2024年05月13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

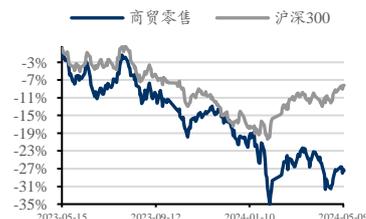
研究助理 郝越

执业证书：S0600122080022  
xiy@dwzq.com.cn

#### 投资要点

- 2024Q1 商社板块整体思路：**2023 年报和 2024Q1，是放开后首个正常基数的一年，各板块整体来说分化较大，我们投资主线主要是两条思路：①【海底捞月】选择位置偏低，业绩有韧性或者有弹性的板块，这类板块需要深入研究其产业思路，找到市场争议点并辩明，我们称为“海底捞月”思路。如美护，大宗供应链，酒店等板块。②【再创辉煌】即 2023 年报和 2024Q1 业绩突出的部分板块，而我们认为其有行业持续景气的动力和环境，那么就有望持续兑现好的业绩，我们称为“再创辉煌”思路，主要包括出口，教育，黄金等板块。
- 消费品出口：板块景气度较高，关注行业优质标的：**据海关总署，2023 年，我国跨境电商出口额为 1.83 万亿元，同比+19.6%。基于我国消费品供应链的优势，我们认为未来消费品出海将会是消费行业的重要发展方向。**推荐安克创新、小商品城、致欧科技等具备一定壁垒的行业优质标的。**
- 教育板块：2023 年是教育行业复苏的重要的一年，“双减”近 3 年后，K9 机构大幅出清，行业竞争格局大幅改善，高中培训则受政策影响本身较小，现得益于终端需求，头部公司也表现出了较好业绩。公考行业同样需求旺盛，现阶段行业头部机构以共同做大市场，提高参培率为主要目标，目前行业招录考试竞争激烈，报考者参培意愿提升，头部机构或持续享受行业增长红利。推荐学大教育，新东方，华图山鼎，粉笔等。**
- 大宗供应链：行业经营或已触底，业绩环比持续改善，长期仍看好龙头公司市占率提升。**由于大宗品下游有效需求不足，行业在 2023 年整体遭遇较大幅度的下滑；而 2024Q1 行业公司景气度环比已有所好转，或预示经营拐点来临。长期仍看好行业龙头企业集中度提升的机遇：随我国 B2B 供应链提质增效不断推进，效率更高的龙头公司市占率持续提升。**推荐标的：厦门象屿、苏美达等。**
- 酒店：RevPar 同比增速分化，关注商旅需求修复。**2024Q1 锦江（大陆有限服务）/首旅（整体）/君亭（直营）RevPar 分别较 2019 年同期 +1.0%/-4.4%/+21.0%，各集团 RevPar 同比增速分化。**推荐国内中高端精选酒店龙头君亭酒店，加速扩张的高端连锁酒店集团亚朵，以及国内酒店龙头华住集团、锦江酒店和首旅酒店。**
- 化妆品：2023 年国货龙头在行业分化中崛起，头部化妆品品牌维持高增态势，大单品升级迭代贡献规模增长，关注龙头及边际改善逐渐兑现的公司。推荐巨子生物、珀莱雅、科思股份等。**
- 医美：2023 年业绩稳健兑现，新兴赛道如再生、胶原蛋白等持续火热，保持快速成长，主要上市公司产品管线储备充足，未来医美上游业绩兑现取决于管线产品获批和推广节奏。推荐爱美客、江苏吴中等。**
- 黄金珠宝：2024 年春节后，金价快速上涨，对于终端消费和加盟商拿货有一定的抑制作用，叠加 2023 年 Q1 高基数，2024 年 Q1 各黄金珠宝公司在利润端增速方面表现相对平稳，其中黄金产品占比高的公司如菜百股份，老凤祥等一季报业绩增速更优。推荐老凤祥，潮宏基，菜百股份，周大生，中国黄金，周大福等。**
- 风险提示：**行业竞争加剧，消费需求不及预期，消费品出海跨境经营风险等。

#### 行业走势



#### 相关研究

《商社板块分红派息梳理：关注大宗供应链、百货、景区、黄金等板块》

2024-04-29

《旅游行业五一前瞻：国内游稳中有增，出境游显著修复》

2024-04-21

## 内容目录

1. 一周行业观点 .....	4
1.1. 消费品出口：板块景气度较高，关注行业优质标的.....	4
1.2. 教育板块观点.....	5
1.3. 大宗供应链：行业经营或已触底，业绩环比持续改善.....	5
1.4. 酒店&旅游免税板块 .....	6
1.5. 医美&化妆品板块 .....	7
1.6. 黄金珠宝行业年报一季报总结.....	8
1.7. 人服行业年报一季报总结.....	9
1.8. 线下零售行业：整体景气度一般，关注价值&边际变化 .....	9
2. 本周发布报告 .....	11
3. 细分行业公司估值表 .....	11
4. 本周行情回顾 .....	14
5. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1: 消费品出口链行业公司业绩 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币) .....	5
图 2: 教培行业公司业绩 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币) .....	5
图 3: 供应链公司业绩 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币) .....	6
图 4: 免税酒旅公司业绩 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币) .....	7
图 5: 医美化妆品公司业绩 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币) .....	8
图 6: 黄金珠宝公司业绩 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币) .....	9
图 7: 人服行业公司业绩 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币) .....	9
图 8: 线下零售公司业绩 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币) .....	9
图 9: 商社板块 2024Q1 公司业绩总结 (市值、收入及利润单位: 亿元人民币) .....	10
图 10: 本周各指数涨跌幅.....	14
图 11: 年初至今各指数涨跌幅.....	14
表 1: 行业公司估值表 (更新至 5 月 10 日) .....	11

## 1. 一周行业观点

**2024Q1 商社板块整体思路:** 2023 年报和 2024Q1, 是放开后首个正常基数的一年, 各板块整体来说分化较大, 我们投资主线主要是两条思路: ①【海底捞月】选择位置偏低, 业绩有韧性或者有弹性的板块, 这类板块需要深入研究其产业思路, 找到市场争议点并辨明, 我们称为“海底捞月”思路。如美护, 大宗供应链, 酒店等板块。②【再创辉煌】即 2023 年报和 2024Q1 业绩突出的部分板块, 而我们认为其有行业持续景气的动力和环境, 那么就有望持续兑现好的业绩, 我们称为“再创辉煌”思路, 主要包括出口, 教育, 黄金等板块。

### 1.1. 消费品出口: 板块景气度较高, 关注行业优质标的

**消费品出口整体景气度较高, 我们认为这是我国消费行业未来的重要发展方向:** 据海关总署, 2023 年, 我国跨境电商出口额为 1.83 万亿元, 同比+19.6%。基于我国消费品供应链的优势, 我们认为未来消费品出海将会是消费行业的重要发展方向。2024Q1 消费品出口链仍然维持较高的行业景气度, 如 2024 年 1-2 月, 义乌市出口总值达 1027.7 亿元, 同比增长 41%。

**行业上市公司收入高增, 利润端关注汇率&海运费波动影响。**2024Q1, ①安克创新: 收入同比+30%, 扣非归母净利润同比+29%, 均超预期; 储能、安防、耳机等品类或继续贡献增长势能; 线下渠道收入整体提速。②致欧科技: 公司收入同比+45%; 扣非净利润同比+14%, 收入超预期但利润受欧线海运运价上涨等因素拖累; 2024 年公司将集团主品牌 SONGMICS HOME 作为品牌归一化的方向, 实现流量转化更集中、更高效。③小商品城: 2024Q1, 公司收入同比+26%; 归母净利润为 7.13 亿元, 同比-42%; 扣除投资收益和非经常损益后, 来自主业的归母净利润同比增长 114%。

**推荐安克创新、小商品城、致欧科技等具备一定壁垒的行业优质标的。**安克创新: 品牌认知&经营实力&渠道布局突出的跨境消费数码品牌, 未来储能、安防、耳机等品类有望带动公司增长。小商品城: 我国小商品出海的枢纽, 近年来国企改革成效不断释放, 未来随①新市场扩建, ②原有市场涨租, ③线上平台&跨境人民币支付等新业务发展, 业绩有望高增。致欧科技: 具备品牌&物流壁垒的家具品类跨境电商企业, 公司将逐步推进品牌归一化增厚品牌壁垒, 未来有望随美国等新地区的进一步开拓而打开成长空间。名创优品: 海外业务正在成为公司的第二曲线, 2023Q4 海外收入占比达 39%, 同比增速达 51%, 未来有望借助国内供应链优势在海外保持较高增速。

图1：消费品出口链行业公司业绩（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	2023年报					2024Q1				2024E			投资评级
		总市值	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	P/E	
小商品城	600415.SH	477	113	48%	26.8	142%	27	26%	7.1	-42%	31.7	18%	15	买入
安克创新	300866.SZ	376	175	23%	16.1	41%	44	30%	3.1	2%	17.6	9%	21	买入
致欧科技	301376.SZ	111	61	11%	4.1	65%	18	45%	1.0	15%	5.0	20%	22	买入
赛维时代	301381.SZ	104	66	34%	3.4	81%	18	45%	0.9	66%	4.5	33%	23	未评级
恒林股份	603661.SH	69	82	26%	2.6	-25%	24	39%	1.0	31%	5.6	111%	12	买入
名创优品	9896.HK	559	115	14%	17.7	177%	-	-	-	-	24.9	41%	22	买入

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-05-10，yoy 数据均为调整前；已评级标的的 2024E 预测为东吴预测，未评级标的采用 wind 一致预测；名创优品表中数据均为财年口径；港股按港币：人民币=0.91:1 换算。

## 1.2. 教育板块观点

2023 年是教育行业复苏的重要的一年，政策方面“双减”之后教培行业政策趋于稳定，各培训机构通过向非学科类培训转型，目前业务均已正常开展，非学科类培训行业同样需求旺盛，而“双减”近 3 年后，K9 机构大幅出清，行业竞争格局大幅改善，高中培训则受政策影响本身较小，现得益于终端需求，头部公司也表现出了较好业绩，其中学大教育 2024 年 Q1 实现归母净利润 5018.5 万元，超预期兑现。推荐学大教育，新东方等。

公考行业同样需求旺盛，过去几年行业竞争加剧，协议班比例较高，叠加疫情影响，使得各机构的业务均受到了一定程度的影响，经历过这个阶段之后，现在行业头部机构以共同做大市场，提高参培率为主要目标，目前行业招录考试竞争激烈，报考者参培意愿提升，头部机构还将持续享受行业增长红利。

A 股方面华图山鼎成功拓展教育业务，一季报中现金流量表比利润表更能反映实际经营情况，2024Q1 公司实际收款 9.8 亿元，经营性现金流净额 3.37 亿元。截止 2024 年一季度末，公司合同负债 5.4 亿元。反映出公司教育板块业务实现了较好的开展。粉笔则在 2023 年年报中表现出了较好的盈利能力的提升，经调整归母净利润 4.45 亿元，同比+134.1%。推荐华图山鼎，粉笔等。

图2：教培行业公司业绩（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	2023年报					2024Q1				2024E			投资评级
		总市值	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	P/E	
华图山鼎	300492.SZ	152	2	131%	-0.9	-941%	7	4494%	0.7	扭亏	5.0	扭亏	31	买入
学大教育	000526.SZ	77	22	23%	1.5	1312%	7	36%	0.5	886%	2.8	79%	28	买入
科德教育	300192.SZ	35	8	-3%	1.4	87%	2	10%	0.4	14%	1.7	22%	21	未评级

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-05-10，yoy 数据均为调整前；已评级标的的 2024E 预测为东吴预测，未评级标的采用 wind 一致预测。

## 1.3. 大宗供应链：行业经营或已触底，业绩环比持续改善

由于大宗品下游有效需求不足，行业在 2023 年整体遭遇较大程度的下滑；而 2024Q1 行业公司景气度环比已有所好转，或预示经营拐点来临。2024Q1，厦门象屿收入 1046

亿元，qoq+15.7%；归母净利润 4.1 亿元，qoq+3.8%，收入及归母净利润连续两个季度实现环比增长。厦门国贸实现收入 969 亿元，qoq+43%；归母净利润 4.1 亿元，qoq+734%。

**长期仍看好行业龙头企业集中度提升的机遇：**随我国 B2B 供应链提质增效不断推进，效率更高的龙头公司市占率持续提升。据厦门象屿公司年报，以货量口径测算，我国大宗供应链 CR5 市占率从 2021 年的 4.81%快速提升至 2023H1 的 5.46%。龙头企业在 2023 年仍实现市占率提升，如厦门象屿大宗商品经营业务的经营货量（按吨计）同比+13.74%。

**推荐标的：**①**厦门象屿：**估值低（对应 2024E P/E 约为 8 倍）、分红率股息率高（2023 年分红率为 43%）、短期业绩有望触底修复业绩环比持续改善、长期市占率成长逻辑明确。②**苏美达：**分红高，2020~23 年分红率均超 40%；具备治理优势，公司是商贸领域员工持股激励的央企改革标杆。

图3：供应链公司业绩（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	2023年报					2024Q1				2024E			投资评级
		总市值	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	P/E	
厦门象屿	600057.SH	158	4,590	-15%	15.7	-40%	1,046	-19%	4.1	-25%	19.2	22%	8	买入
苏美达	600710.SH	113	1,230	-13%	10.3	12%	237	-23%	2.7	5%	11.1	8%	10	增持
厦门国贸	600755.SH	174	4,682	-10%	19.1	-47%	969	-22%	4.1	-45%	25.4	33%	7	未评级
建发股份	600153.SH	312	7,637	-8%	131.0	109%	1,313	-22%	6.0	-24%	59.7	-54%	5	未评级
物产中大	600704.SH	256	5,802	1%	36.2	-8%	1,329	4%	8.3	-15%	41.2	14%	6	未评级
浙商中拓	000906.SZ	55	2,031	5%	7.1	-29%	446	3%	2.4	-8%	9.4	33%	6	未评级

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-05-10，yoy 数据均为调整前；已评级标的的 2024E 预测为东吴预测，未评级标的采用 wind 一致预测。

#### 1.4. 酒店&旅游免税板块

**居民出行意愿高位稳增，服务消费景气，商品消费承压。**2024Q1 全国铁路/民航运送旅客量分别为 10.14/1.77 亿人次，同比+28.5%/37.7%，较 2019 年同期+18.9%/10.3%；2024 年五一假期全社会跨区域人员流动量为 13.58 亿人次，同比+2.1%，居民出行意愿高位稳增。2024Q1 社会消费品零售总额 12.03 万亿元，同比+4.7%；按消费类型分，商品零售/餐饮收入 Q1 同比增速分别为 4.0%/10.8%，3 月服务消费景气，商品消费承压。

**免税、机场：海南免税销售承压，机场国际旅客继续爬坡。**1) 中国中免 Q1 实现营业收入 188.07 亿元，同比-9.45%；归母净利润为 23.06 亿元，同比+0.25%。免税销售占比提升和商品结构优化带动毛利率持续提升，机场租金调降使销售费用率环比改善。Q1 离岛免税销售额 128 亿元，同比-25%，海南免税销售承压。未来市内免税店政策落地和出境游逐步恢复有望带动行业规模扩张再提速。2) 上海机场 Q1 实现营收 30.29 亿元，同比+40.6%；归母净利润为 3.86 亿元，去年同期亏损 0.99 亿元，免税租金合同调整或影响业绩。Q1 国际+地区航线旅客吞吐量/起降架次分别为 2019 年同期的 81%/89%，恢复程度仍然领先全国。2024 年国际客流继续爬坡，口岸免税有较大发展潜力。推荐或将受益市内免税政策的中国中免、王府井、上海机场，建议关注北京首都机场、白云机场。

**酒店：RevPar 同比增速分化，关注商旅需求修复。**2024Q1 锦江（大陆有限服务）/首旅（整体）/君亭（直营）RevPar 分别为 242/131/315 元，同比-1.6%/+0.1%/+12.2%，较 2019 年同期+1.0%/-4.4%/+21.0%，各集团 RevPar 同比增速分化。结合 Q1 及往年正常季节性情况测算，我们综合得出 2024 年酒店集团 RevPar 同比增速将在-5~2%区间，其中从单季同比来看，由于 2023Q1 基数相对低而 2023Q3 基数相对高，同比增速呈现两边高中间低的走势，其中同比增长压力最大的季度将在 2024Q3。后续观察商旅需求表现。推荐国内中高端精选酒店龙头君亭酒店，加速扩张的高端连锁酒店集团亚朵，以及国内酒店龙头华住集团、锦江酒店和首旅酒店。

**景区：基数差异及天气原因导致业绩分化。**Q1 宋城演艺/黄山旅游/众信旅游/峨眉山 A/天目湖/九华旅游的营收同比增速分别为+139%/+0%/+643%/+7%/-11%/-6%，归母净利润同比增速分别为+317%/-61%/+175%/+6%/-43%/-16%。景区公司业绩分化，一是因为基数差异，宋城演艺和众信旅游 2023 年客流恢复进度较慢，Q1 业绩低基数；二是因为雨雪天气影响客流，黄山旅游、九华旅游和天目湖等收入同比下滑，利润端由于低基数和成本费用刚性，净利润显著下滑。五一假期，国内旅游出游人次同比+8%，出游总花费同比+13%，旅游需求热度仍在。后续持续关注公司经营数据及估值消化情况，建议关注低基数的天目湖、众信旅游和宋城演艺等。

图4：免税酒旅公司业绩（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	2023年报					2024Q1				2024E			投资评级
		总市值	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	P/E	
中国中免	601888.SH	1532	675	24%	67.1	33%	188	-9%	23.1	0%	82.0	22%	19	买入
上海机场	600009.SH	920	110	102%	9.3	扭亏	30	41%	3.9	扭亏	21.1	125%	44	增持
首旅酒店	600258.SH	167	78	53%	8.0	扭亏	18	11%	1.2	56%	9.1	14%	18	买入
锦江酒店	600754.SH	316	146	33%	10.0	783%	32	10%	1.9	46%	14.9	48%	21	买入
华住集团-S	1179.HK	917	219	58%	40.9	扭亏	-	-	-	-	42.1	3%	22	买入
王府井	600859.SH	153	122	13%	7.1	264%	33	-2%	2.0	-11%	8.5	20%	18	增持
宋城演艺	300144.SZ	280	19	321%	-1.1	130%	6	139%	2.5	317%	11.9	扭亏	24	增持
君亭酒店	301073.SZ	46	5	56%	0.3	3%	2	67%	0.0	14%	1.4	346%	34	增持
天目湖	603136.SH	34	6	71%	1.5	624%	1	-11%	0.1	-43%	1.8	23%	19	增持
众信旅游	002707.SZ	65	33	551%	0.3	扭亏	10	643%	0.3	扭亏	1.4	339%	46	未评级
九华旅游	603199.SH	38	7	118%	1.7	扭亏	2	-6%	0.5	-16%	2.0	16%	19	未评级
黄山旅游	600054.SH	87	19	141%	4.2	扭亏	3	0%	0.3	-61%	4.8	13%	18	未评级
峨眉山A	000888.SZ	62	10	142%	2.3	扭亏	3	7%	0.7	6%	2.8	25%	22	未评级
长白山	603099.SH	57	6	219%	1.4	扭亏	1	84%	0.1	扭亏	1.9	39%	30	未评级

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-05-10，yoy 数据均为调整前；港股按港币：人民币=0.91:1 换算；已评级标的的 2024E 预测为东吴预测，未评级标的采用 wind 一致预测。

## 1.5. 医美&化妆品板块

**化妆品：2023 年国货龙头在行业分化中崛起，头部化妆品品牌维持高增态势，大单品升级迭代贡献规模增长，关注龙头及边际改善逐渐兑现的公司。**（1）珀莱雅：大单品增速亮眼，子品牌高增延续，2023 年营收/归母净利润分别同比+39.5%/+46.1%，2024Q1 营收/归母净利润分别同比+34.6%/+45.6%，大单品各系列增速均较为亮眼：双抗/红宝石系列同比均实现翻倍以上增长、源力系列增速亦较为靓丽。（2）贝泰妮：员工持股计划保障长期发展，2023 年营收/归母净利润分别同比+10.1%/-28.0%，2024Q1 营收/归母净利润分别同比+27.1%/+11.7%，公司发布员工持股计划，深度绑定公司人才，彰显未来发展信心。（3）福瑞达：大健康产业提效可期，2023 年营收/归母净利润分别同比-

64.7%/+567.4%，2024Q1 营收/归母净利润分别同比-30.0%/-54.4%，公司聚焦大健康产业，通过组织架构调整 and 战略聚焦逐步提效。(4) 上海家化：24Q1 战略转型成效初显，2023 年营收/归母净利润分别同比-7.2%/+5.9%，2024Q1 营收/归母净利润分别同比-3.8%/+11.2%，组织架构转型后期待未来经营持续提效。(5) 科思股份：结构性产品升级驱动持续成长，2023 年营收/归母净利润分别同比+36.0%/+89.0%，2024Q1 营收/归母净利润分别同比+21.1%/+37.2%，23 年公司超额完成股权激励目标，成长性持续验证。

**医美：2023 年业绩稳健兑现，新兴赛道如再生、胶原蛋白等持续火热、保持快速增长，主要上市公司产品管线储备充足，未来医美上游业绩兑现取决于管线产品获批和推广节奏。**(1) 爱美客：“濡白天使”实现高速增长，2023 年营收/归母净利润分别同比+48.0%/+47.1%，2024Q1 营收/归母净利润分别同比+28.2%/+27.4%，核心大品种“濡白天使”持续放量，基本盘“嗨体”保持较快增长。(2) 锦波生物：薇旖美持续放量，修丽可合作落地强强联合，2023 年营收/归母净利润分别同比+100%/+174.6%，2024Q1 营收/归母净利润分别同比+76.1%/+135.7%，重组 III 型人源化胶原蛋白冻干纤维增长贡献较大，针剂布局“3+17”治疗方案，和修丽可合作落地强强联合；原料和欧莱雅达成战略合作，在研布局顺利。(3) 华熙生物：24Q1 业绩逐渐改善，期待公司战略调整成果，2023 年营收/归母净利润分别同比-4.5%/-39.0%，2024Q1 营收/归母净利润分别同比+4.2%/+21.4%，持续积极进行战略调整，产品端优化大单品为核心的品类体系，渠道端调整渠道结构、提高自营渠道占比。

图5：医美化妆品公司业绩（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	2023年报					2024Q1				2024E		投资评级	
		总市值	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy		P/E
珀莱雅	603605.SH	450	89	39%	11.9	46%	22	35%	3.0	46%	15.1	26%	30	买入
贝泰妮	300957.SZ	254	55	10%	7.6	-28%	11	27%	1.8	12%	10.6	40%	24	买入
丸美股份	603983.SH	125	22	29%	2.6	49%	7	39%	1.1	41%	3.9	51%	32	未评级
上海家化	600315.SH	145	66	-7%	5.0	6%	19	-4%	2.6	11%	5.7	14%	25	买入
福瑞达	600223.SH	89	46	-65%	3.0	567%	9	-30%	0.6	-54%	3.4	14%	26	买入
华熙生物	688363.SH	300	61	-4%	5.9	-39%	14	4%	2.4	21%	7.3	23%	41	买入
爱美客	300896.SZ	652	29	48%	18.6	47%	8	28%	5.3	27%	25.1	35%	26	买入
科思股份	300856.SZ	145	24	36%	7.3	89%	7	21%	2.2	37%	9.3	26%	16	买入
水羊股份	300740.SZ	74	45	-5%	2.9	136%	10	-1%	0.4	-23%	3.9	33%	19	未评级
锦波生物	832982.BJ	154	8	100%	3.0	175%	2	76%	1.0	136%	5.5	84%	28	买入
巨子生物	2367.HK	476	35	48%	14.5	45%	-	-	-	-	17.2	19%	28	买入

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-05-10，yoy 数据均为调整前；港股按港币：人民币=0.91:1 换算；已评级标的的 2024E 预测为东吴预测，未评级标的采用 wind 一致预测。

### 1.6. 黄金珠宝行业年报一季报总结

2023 年是黄金珠宝的消费大年，金价持续上涨，叠加疫后线下消费场景的恢复，婚庆等方面挤压需求的恢复，使得黄金消费得到了明显的增长，各黄金珠宝公司在 2023 年收入利润端均有较好的表现。

2024 年春节后，金价快速上涨，对于终端消费和加盟商拿货有一定的抑制作用，叠加 2023 年 Q1 高基数，2024 年 Q1 各黄金珠宝公司在利润端增速方面表现相对平稳，其中黄金产品占比高的公司如菜百股份，老凤祥等一季报业绩增速更优。推荐老凤祥，潮宏基，菜百股份，周大生，中国黄金，周大福等。

图6：黄金珠宝公司业绩（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	2023年报					2024Q1				2024E			投资评级
		总市值	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	P/E	
老凤祥	600612.SH	412	714	13%	22.1	30%	256	4%	8.0	12%	26.0	17%	16	买入
周大生	002867.SZ	177	163	47%	13.2	21%	51	23%	3.4	-7%	15.3	16%	12	买入
周六福	1929.HK	967	950	-4%	53.8	-20%	-	-	-	-	86.9	61%	11	买入
潮宏基	002345.SZ	53	59	34%	3.3	67%	18	18%	1.3	5%	3.8	15%	14	买入
中国黄金	600916.SH	190	564	20%	9.7	27%	183	13%	3.6	21%	12.2	25%	16	买入

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-05-10，yoy 数据均为调整前；港股按港币：人民币=0.91:1 换算；已评级标的的 2024E 预测为东吴预测，未评级标的采用 wind 一致预测。

### 1.7. 人服行业年报一季报总结

2023 年人服行业整体面临了一定的压力，企业用工需求减少，使得猎头和灵活用工需求均受到了一定影响，行业内公司在猎头端的利润承压尤为明显，科锐国际归母净利润出现一定程度的下滑，北京人力因为人事管理板块业务较为稳健，使得整体营收利润稳健增长。

2024 年 Q1，人服行业的猎头和灵活用工均有一定程度的恢复，主要表现新增岗位数增长，猎头的盈利能力也有恢复，行业内公司实现稳定增长，其中科锐国际实现归母净利润 22% 的增长，北京人力在扣除补贴影响之后，也实现了正增长，我们预期 2024 年 Q2 在业绩端或有更加明显的恢复，推荐科锐国际，北京人力等。

图7：人服行业公司业绩（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	2023年报					2024Q1				2024E			投资评级
		总市值	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	P/E	
科锐国际	300662.SZ	44	98	8%	2.0	-31%	26	10%	0.4	22%	2.7	32%	17	买入
北京人力	600861.SH	124	383	7820%	5.5	扭亏	106	6818%	2.1	扭亏	9.0	65%	14	买入
外服控股	600662.SH	108	192	31%	5.9	7%	54	16%	1.9	6%	6.5	10%	17	未评级

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-05-10，yoy 数据均为调整前；已评级标的的 2024E 预测为东吴预测，未评级标的采用 wind 一致预测。

### 1.8. 线下零售行业：整体景气度一般，关注价值&边际变化

由于线下消费向旅游出行等场景分流，2024Q1 线下零售景气度整体较为一般，出现收入下滑。根据 wind 一致预测，申万百货板块收入同比-6.8%，归母净利润同比-23.5%；申万超市板块收入同比-6.3%，归母净利润同比+15%。

投资建议：①关注经营质量较好、分红率&股息率较高的标的，推荐重庆百货，建议关注富森美等；②关注具备经营边际变化潜力的标的，建议关注永辉超市等。

图8：线下零售公司业绩（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	2023年报					2024Q1				2024E			投资评级
		总市值	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy	P/E	
重庆百货	600729.SH	117	190	4%	13.1	49%	49	-5%	4.3	-8%	14.5	10%	8	买入
永辉超市	601933.SH	232	786	-13%	-13.3	-52%	217	-9%	7.4	5%	3.9	扭亏	60	未评级
家家悦	603708.SH	67	178	-2%	1.4	152%	52	6%	1.5	7%	2.5	83%	27	未评级
红旗连锁	002697.SZ	74	101	1%	5.6	16%	27	5%	1.6	16%	6.0	8%	12	未评级
富森美	002818.SZ	108	15	3%	8.1	3%	4	-2%	1.9	-17%	8.3	3%	13	未评级
百联股份	600827.SH	160	305	-5%	4.0	-42%	88	-7%	1.9	-9%	6.3	57%	26	未评级
天虹股份	002419.SZ	57	121	0%	2.3	89%	33	-1%	1.5	-28%	2.4	7%	23	未评级
杭州解百	600814.SH	49	20	2%	2.6	10%	5	-12%	1.2	9%	2.9	11%	17	未评级

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-05-10，yoy 数据均为调整前；已评级标的的 2024E 预测为东吴预测，未评级标的采用 wind 一致预测。

图9：商社板块 2024Q1 公司业绩总结（市值、收入及利润单位：亿元人民币）

简称	代码	2023年报				2024Q1				2024E			投资评级	
		总市值	收入	yoy	归母净利润	yoy	收入	yoy	归母净利润	yoy	归母净利润	yoy		P/E
<b>消费品出海</b>														
小商品城	600415.SH	477	113	48%	26.8	142%	27	26%	7.1	-42%	31.7	18%	15	买入
安克创新	300866.SZ	376	175	23%	16.1	41%	44	30%	3.1	2%	17.6	9%	21	买入
致欧科技	301376.SZ	111	61	11%	4.1	65%	18	45%	1.0	15%	5.0	20%	22	买入
赛维时代	301381.SZ	104	66	34%	3.4	81%	18	45%	0.9	66%	4.5	33%	23	未评级
恒林股份	603661.SH	69	82	26%	2.6	-25%	24	39%	1.0	31%	5.6	111%	12	买入
名创优品	9896.HK	559	115	14%	17.7	177%	-	-	-	-	24.9	41%	22	买入
<b>教育</b>														
华图山鼎	300492.SZ	152	2	131%	-0.9	-941%	7	4494%	0.7	扭亏	5.0	扭亏	31	买入
学大教育	000526.SZ	77	22	23%	1.5	1312%	7	36%	0.5	886%	2.8	79%	28	买入
科德教育	300192.SZ	35	8	-3%	1.4	87%	2	10%	0.4	14%	1.7	22%	21	未评级
<b>大宗供应链</b>														
厦门象屿	600057.SH	158	4,590	-15%	15.7	-40%	1,046	-19%	4.1	-25%	19.2	22%	8	买入
苏美达	600710.SH	113	1,230	-13%	10.3	12%	237	-23%	2.7	5%	11.1	8%	10	增持
厦门国贸	600755.SH	174	4,682	-10%	19.1	-47%	969	-22%	4.1	-45%	25.4	33%	7	未评级
建发股份	600153.SH	312	7,637	-8%	131.0	109%	1,313	-22%	6.0	-24%	59.7	-54%	5	未评级
物产中大	600704.SH	256	5,802	1%	36.2	-8%	1,329	4%	8.3	-15%	41.2	14%	6	未评级
浙商中拓	000906.SZ	55	2,031	5%	7.1	-29%	446	3%	2.4	-8%	9.4	33%	6	未评级
<b>免税酒店景区</b>														
中国中免	601888.SH	1,532	675	24%	67.1	33%	188	-9%	23.1	0%	82.0	22%	19	买入
上海机场	600009.SH	920	110	102%	9.3	扭亏	30	41%	3.9	扭亏	21.1	125%	44	增持
首旅酒店	600258.SH	167	78	53%	8.0	扭亏	18	11%	1.2	56%	9.1	14%	18	买入
锦江酒店	600754.SH	316	146	33%	10.0	783%	32	10%	1.9	46%	14.9	48%	21	买入
华住集团-S	1179.HK	917	219	58%	40.9	扭亏	-	-	-	-	42.1	3%	22	买入
王府井	600859.SH	153	122	13%	7.1	264%	33	-2%	2.0	-11%	8.5	20%	18	增持
宋城演艺	300144.SZ	280	19	321%	-1.1	130%	6	139%	2.5	317%	11.9	扭亏	24	增持
君亭酒店	301073.SZ	46	5	56%	0.3	3%	2	67%	0.0	14%	1.4	346%	34	增持
天目湖	603136.SH	34	6	71%	1.5	624%	1	-11%	0.1	-43%	1.8	23%	19	增持
众信旅游	002707.SZ	65	33	551%	0.3	扭亏	10	643%	0.3	扭亏	1.4	339%	46	未评级
九华旅游	603199.SH	38	7	118%	1.7	扭亏	2	-6%	0.5	-16%	2.0	16%	19	未评级
黄山旅游	600054.SH	87	19	141%	4.2	扭亏	3	0%	0.3	-61%	4.8	13%	18	未评级
峨眉山A	000888.SZ	62	10	142%	2.3	扭亏	3	7%	0.7	6%	2.8	25%	22	未评级
长白山	603099.SH	57	6	219%	1.4	扭亏	1	84%	0.1	扭亏	1.9	39%	30	未评级
<b>美护</b>														
珀莱雅	603605.SH	450	89	39%	11.9	46%	22	35%	3.0	46%	15.1	26%	30	买入
贝泰妮	300957.SZ	254	55	10%	7.6	-28%	11	27%	1.8	12%	10.6	40%	24	买入
丸美股份	603983.SH	125	22	29%	2.6	49%	7	39%	1.1	41%	3.9	51%	32	未评级
上海家化	600315.SH	145	66	-7%	5.0	6%	19	-4%	2.6	11%	5.7	14%	25	买入
福瑞达	600223.SH	89	46	-65%	3.0	567%	9	-30%	0.6	-54%	3.4	14%	26	买入
华熙生物	688363.SH	300	61	-4%	5.9	-39%	14	4%	2.4	21%	7.3	23%	41	买入
爱美客	300896.SZ	652	29	48%	18.6	47%	8	28%	5.3	27%	25.1	35%	26	买入
科思股份	300856.SZ	145	24	36%	7.3	89%	7	21%	2.2	37%	9.3	26%	16	买入
水羊股份	300740.SZ	74	45	-5%	2.9	136%	10	-1%	0.4	-23%	3.9	33%	19	未评级
锦波生物	832982.BJ	154	8	100%	3.0	175%	2	76%	1.0	136%	5.5	84%	28	买入
巨子生物	2367.HK	476	35	48%	14.5	45%	-	-	-	-	17.2	19%	28	买入
<b>黄金珠宝</b>														
老凤祥	600612.SH	412	714	13%	22.1	30%	256	4%	8.0	12%	26.0	17%	16	买入
周大生	002867.SZ	177	163	47%	13.2	21%	51	23%	3.4	-7%	15.3	16%	12	买入
周大福	1929.HK	967	950	-4%	53.8	-20%	-	-	-	-	86.9	61%	11	买入
潮宏基	002345.SZ	53	59	34%	3.3	67%	18	18%	1.3	5%	3.8	15%	14	买入
中国黄金	600916.SH	190	564	20%	9.7	27%	183	13%	3.6	21%	12.2	25%	16	买入
<b>人服</b>														
科锐国际	300662.SZ	44	98	8%	2.0	-31%	26	10%	0.4	22%	2.7	32%	17	买入
北京人力	600861.SH	124	383	7820%	5.5	扭亏	106	6818%	2.1	扭亏	9.0	65%	14	买入
外服控股	600662.SH	108	192	31%	5.9	7%	54	16%	1.9	6%	6.5	10%	17	未评级
<b>线下零售</b>														
重庆百货	600729.SH	117	190	4%	13.1	49%	49	-5%	4.3	-8%	14.5	10%	8	买入
永辉超市	601933.SH	232	786	-13%	-13.3	-52%	217	-9%	7.4	5%	3.9	扭亏	60	未评级
家家悦	603708.SH	67	178	-2%	1.4	152%	52	6%	1.5	7%	2.5	83%	27	未评级
红旗连锁	002697.SZ	74	101	1%	5.6	16%	27	5%	1.6	16%	6.0	8%	12	未评级
富森美	002818.SZ	108	15	3%	8.1	3%	4	-2%	1.9	-17%	8.3	3%	13	未评级
百联股份	600827.SH	160	305	-5%	4.0	-42%	88	-7%	1.9	-9%	6.3	57%	26	未评级
天虹股份	002419.SZ	57	121	0%	2.3	89%	33	-1%	1.5	-28%	2.4	7%	23	未评级
杭州解百	600814.SH	49	20	2%	2.6	10%	5	-12%	1.2	9%	2.9	11%	17	未评级

数据来源：wind，东吴证券研究所；注：数据截至 2024-05-10，yoy 数据均为调整前；港股按港币：人民币=0.91:1 换算；已评级标的的 2024E 预测为东吴预测，未评级标的采用 wind 一致预测；名创优品表中数据均为财年口径。

## 2. 本周发布报告

### 《五一假期旅游人次同比略增，国际客流恢复疫情前8成》

文旅部测算，2024年五一假期国内旅游出游2.95亿人次，同比+7.6%，按可比口径较2019年同期+28.2%(2023年五一/中秋国庆/2024年春节/清明分别+19%/4%/19%/12%);国内游客出游总花费1668.9亿元，同比+12.7%，按可比口径较2019年同期+13.5%(2023年五一/中秋国庆/2024年春节/清明分别+1%/2%/8%/13%);客单价为566元，同比+4.7%，为2019年同期的88.5%。五一假期旅游人次同比增长8%，客单价为2019年同期9成。根据国家移民管理局数据，五一假期全国边检机关保障846.6万人次人员出入境，同比+35.1%，日均通关人次为2019年的80.1%。

投资建议：建议关注酒店核心标的君亭酒店、锦江酒店、华住集团-S、首旅酒店，受益旅游市场高景气的宋城演艺、天目湖、黄山旅游、九华旅游，以及受益出境游修复的众信旅游等。

风险提示：居民消费不及预期、宏观经济波动等。

### 《酒店行业深度二：从规模化到品质化，中国酒店行业或进入发展新阶段》

投资建议：酒店集团RevPar增长出现分化，酒店行业存在低估。我们认为酒店行业已由规模化提升连锁渗透率阶段，开始过渡至品质化成长阶段，具备打造品质化酒店的集团有望受益。推荐国内中高端精选酒店龙头君亭酒店，加速扩张的高端连锁酒店集团亚朵，以及国内酒店龙头华住集团、锦江酒店和首旅酒店。

风险提示：居民出行消费需求走弱，行业竞争加剧，门店增长不及预期。

## 3. 细分行业公司估值表

表1：行业公司估值表（更新至5月10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
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
化妆品&医美										
603605.SH	珀莱雅	450	113.40	11.94	15.08	18.68	38	30	24	买入
300957.SZ	贝泰妮	254	59.91	7.57	10.59	13.20	34	24	19	买入
603983.SH	丸美股份	125	31.13	2.59	3.92	4.80	48	32	26	未评级
600315.SH	上海家化	145	21.38	5.00	5.68	6.73	29	25	21	买入
600223.SH	福瑞达	89	8.74	3.03	3.45	4.15	29	26	21	买入
688363.SH	华熙生物	300	62.30	5.93	7.28	8.48	51	41	35	买入
300896.SZ	爱美客	652	215.54	18.58	25.12	32.55	35	26	20	买入
300856.SZ	科思股份	145	85.80	7.34	9.27	11.76	20	16	12	买入

2279.HK	雍禾医疗	6	1.21	-5.46	-1.79	0.26	-	-	23	未评级
300740.SZ	水羊股份	74	19.12	2.94	3.93	4.73	25	19	16	未评级
832982.BJ	锦波生物	154	174.00	3.00	5.51	7.64	51	28	20	买入
2367.HK	巨子生物	476	52.55	14.52	17.21	21.59	33	28	22	买入

## 培育钻石&amp;珠宝

301177.SZ	迪阿股份	98	24.60	0.69	2.82	3.23	143	35	30	未评级
002867.SZ	周大生	177	16.15	13.16	15.29	18.15	13	12	10	买入
1929.HK	周大福	967	10.64	53.84	86.89	98.88	18	11	10	买入
002345.SZ	潮宏基	53	6.02	3.33	3.83	4.54	16	14	12	买入
600612.SH	老凤祥	307	78.70	22.14	26.01	30.76	14	12	10	买入
600916.SH	中国黄金	190	11.32	9.73	12.20	14.46	20	16	13	买入

## 免税旅游出行

601888.SH	中国中免	1,518	74.03	67.14	81.96	95.57	23	19	16	买入
600009.SH	上海机场	920	36.99	9.34	21.06	30.03	99	44	31	增持
600258.SH	首旅酒店	167	14.95	7.95	9.10	9.84	21	18	17	买入
600754.SH	锦江酒店	287	29.55	10.02	14.87	18.36	29	19	16	买入
1179.HK	华住集团-S	917	31.40	40.85	42.12	42.20	22	22	22	买入
600859.SH	王府井	153	13.51	7.09	8.54	10.04	22	18	15	增持
300144.SZ	宋城演艺	280	10.70	-1.10	11.93	14.66	-	24	19	增持
301073.SZ	君亭酒店	46	23.76	0.31	1.36	2.06	151	34	22	增持
603136.SH	天目湖	34	18.44	1.47	1.81	2.17	23	19	16	增持
002707.SZ	众信旅游	65	6.61	0.32	1.42	2.62	201	46	25	未评级
603199.SH	九华旅游	38	34.29	1.75	2.03	2.28	22	19	17	未评级
600054.SH	黄山旅游	73	11.98	4.23	4.79	5.31	17	15	14	未评级
000888.SZ	峨眉山 A	62	11.77	2.28	2.84	3.27	27	22	19	未评级
603099.SH	长白山	57	21.38	1.38	1.92	2.32	41	30	25	未评级

## 出口链

600415.SH	小商品城	477	8.70	26.76	31.70	36.24	18	15	13	买入
300866.SZ	安克创新	376	92.49	16.15	17.60	21.41	23	21	18	买入
301376.SZ	致欧科技	111	27.76	4.13	4.97	6.20	27	22	18	买入
301381.SZ	赛维时代	104	25.97	3.36	4.46	5.79	31	23	18	未评级
603661.SH	恒林股份	69	49.40	2.63	5.55	6.64	26	12	10	买入
9896.HK	名创优品	559	48.75	18.32	25.44	32.04	30	22	17	买入

## 产业互联网

603713.SH	密尔克卫	104	63.11	4.31	7.83	9.38	24	13	11	买入
600057.SH	厦门象屿	158	6.95	15.74	19.22	23.27	10	8	7	买入
600710.SH	苏美达	113	8.66	10.30	11.07	11.71	11	10	10	增持
9878.HK	汇通达网络	148	28.85	4.48	6.05	7.83	33	24	19	买入

## 小家电

688696.SH	极米科技	63	90.45	1.21	3.29	4.82	53	19	13	未评级
603486.SH	科沃斯	331	57.42	6.12	11.32	14.32	54	29	23	买入

688169.SH	石头科技	609	463.30	20.51	25.02	29.60	30	24	21	未评级
<b>超市&amp;其他专业连锁</b>										
600729.SH	重庆百货	117	26.05	13.15	14.49	15.94	9	8	7	买入
600814.SH	杭州解百	49	6.73	2.60	2.89	3.20	19	17	15	未评级
002419.SZ	天虹股份	57	4.86	2.27	2.43	2.75	25	23	21	未评级
601933.SH	永辉超市	232	2.56	-13.29	3.87	5.28	-	60	44	未评级
002697.SZ	红旗连锁	74	5.44	5.61	6.03	6.44	13	12	11	未评级
603708.SH	家家悦	67	10.54	1.36	2.50	2.98	49	27	23	未评级
300755.SZ	华致酒行	75	17.89	2.35	2.87	3.47	32	26	21	买入
301101.SZ	明月镜片	56	27.55	1.58	1.83	2.12	35	30	26	买入
301078.SZ	孩子王	71	6.38	1.05	2.73	3.56	67	26	20	未评级
603214.SH	爱婴室	19	13.62	1.05	1.15	1.29	18	16	15	未评级

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注 1：表中已评级标的的净利润预测为东吴证券研究所预测；未评级标的采用 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 换算（对应 2024.5.12 汇率）；

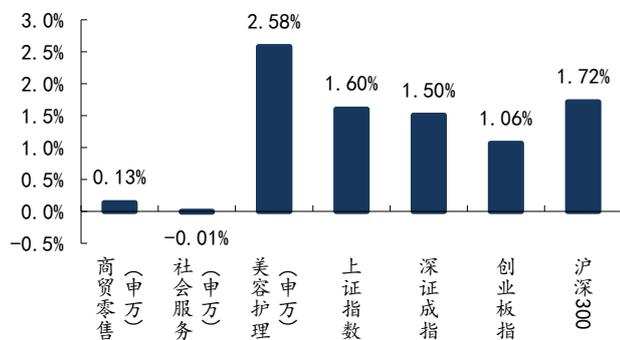
注 3：名创优品、汇通达网络的归母净利润项均采用经调整归母净利润；名创优品财年为 0630，表中 2023A 对应 FY2023A。

#### 4. 本周行情回顾

本周（5月6日至5月12日），申万商业贸易指数涨跌幅+0.13%，申万社会服务-0.01%，申万美容护理+2.58%，上证综指+1.60%，深证成指+1.50%，创业板指+1.06%，沪深300指数+1.72%。

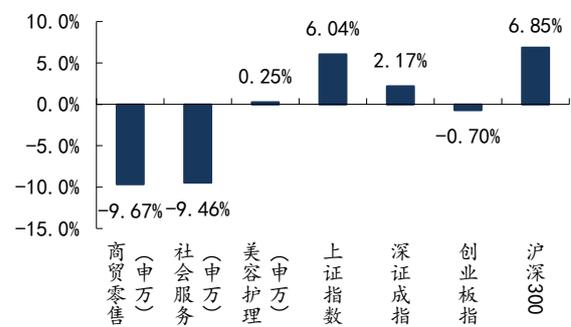
年初至今（1月2日至5月12日），申万商业贸易指数涨跌幅-9.67%，申万社会服务-9.46%，申万美容护理+0.25%，上证综指+6.04%，深证成指+2.17%，创业板指-0.7%，沪深300指数+6.85%。

图10：本周各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：年初至今各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

#### 5. 风险提示

行业竞争加剧，消费需求不及预期，消费品出海跨境经营风险等。

## 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>