

商贸零售行业跟踪周报

高端特色古法黄金品牌老铺黄金上市，全直营模式下盈利能力领先于行业

增持（维持）

2024年06月30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

- 2024年6月28日，老铺黄金股份有限公司成功在香港上市，每股发售价40.50港元，收盘价70港元，大涨72.84%，总市值约113.47亿港元。老铺黄金成立于2009年，是我国定位高端客群的黄金珠宝品牌，具备奢侈品属性，公司凭借着兼具文化、时尚属性和高级感调性的古法黄金产品和优质的客户服务吸引了高净值客户的青睐。2023年老铺黄金共计实现收入31.8亿元，同比+146%，实现归母净利润4.16亿元，同比大幅提升。
- 古法金产品占比高，镶嵌一口价占比高，使得公司产品定价远高于普通克重黄金产品。老铺黄金的古法黄金产品主要分为足金黄金产品和足金镶嵌产品两类，分别占总营业收入的43.9%/56%。公司采用一口价对所有产品进行定价，售价范围在1-5万元的产品贡献大部分收入。其产品毛利率处于行业较高的水平，其中，足金镶嵌产品由于工艺的复杂性，售价和毛利率水平较足金黄金产品更高。
- 全自营+场景化运营线下门店，单店收入领跑行业。老铺黄金采用全自营和场景化模式运营线下门店，截止最后实际可行日期，老铺黄金在中国14个城市的知名商业中心开设了33家自营门店，多数位于一线和新一线城市。根据弗若斯特沙利文，2022-2023年在中国所有的黄金珠宝品牌中，老铺黄金的单店销售额领跑行业。2023年店均收入为0.939亿元，同比增长超过100%。
- 投资建议：老铺黄金是我国古法金品类的头部品牌，在高净值客户中有较好的口碑，以较好的产品品质设计和服务保持了较好的行业地位，推荐老铺黄金。
- 风险提示：消费恢复不及预期，宏观经济波动，行业竞争加剧等。

行业走势



相关研究

《24年618整体呈稳健增长，国货美妆品牌表现靓丽、领跑行业》

2024-06-24

《品牌系列深度3：为什么烟和酒都有强品牌，茶没有？》

2024-06-17

内容目录

1. 本周行业观点	4
2. 细分行业观点及估值表	5
3. 本周发布报告	8
4. 本周行情回顾	10
5. 本周行业重点公告	11
6. 风险提示	12

图表目录

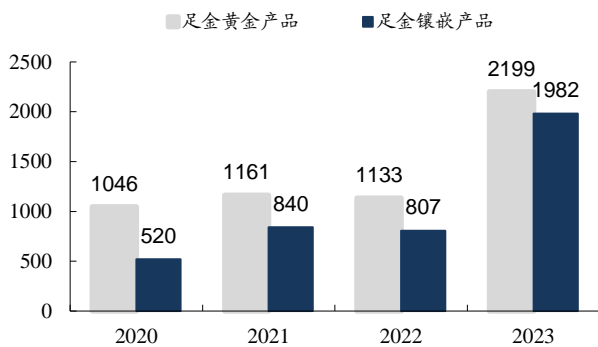
图 1:	2020-2023 年按产品类型划分销量 (千克)	4
图 2:	2020-2023 年按产品类型划分平均售价 (人民币元/克)	4
图 3:	2020-2023 年按产品类型划分销量增速	4
图 4:	2020-2023 年按产品类型划分平均售价增速	4
图 5:	2020-2023 年按产品类型划分的收入占比	5
图 6:	2020-2023 年按产品类型划分的毛利率情况	5
图 7:	公司门店网络分布	5
图 8:	2020-2023 年同店销售额增长率	5
图 9:	本周各指数涨跌幅	10
图 10:	年初至今各指数涨跌幅	10
表 1:	行业公司估值表 (更新至 6 月 28 日)	6

1. 本周行业观点

2024年6月28日，老铺黄金股份有限公司成功在香港上市，每股发售价40.50港元，收盘价70港元，大涨72.84%，总市值约113.47亿港元。老铺黄金成立于2009年，是我国定位高端客群的黄金珠宝品牌，具备奢侈品属性，公司凭借着兼具文化、时尚属性和高级感调性的古法黄金产品和优质的客户服务吸引了高净值客户的青睐。2023年老铺黄金共计实现收入31.8亿元，同比+146%，实现归母净利润4.16亿元，同比大幅提升。

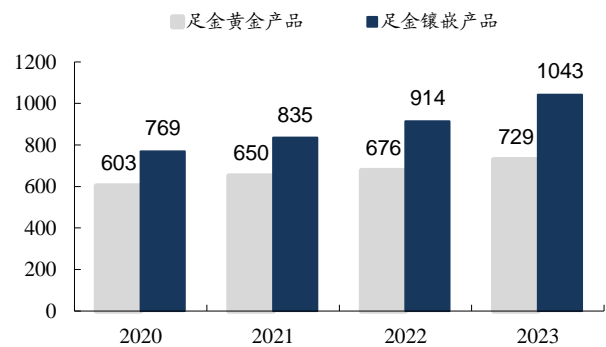
古法金产品占比高，镶嵌一口价占比高，使得公司产品定价远高于普通克重黄金产品。老铺黄金的古法黄金产品主要分为足金黄金产品和足金镶嵌产品两类，分别占总营业收入的43.9%/56%。公司采用一口价对所有产品进行定价，售价范围在1-5万元的产品贡献大部分收入。其产品毛利率处于行业较高的水平，其中，足金镶嵌产品由于工艺的复杂性，售价和毛利率水平较足金黄金产品更高。

图1：2020-2023年按产品类型划分销量（千克）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图2：2020-2023年按产品类型划分平均售价（人民币元/克）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图3：2020-2023年按产品类型划分销量增速

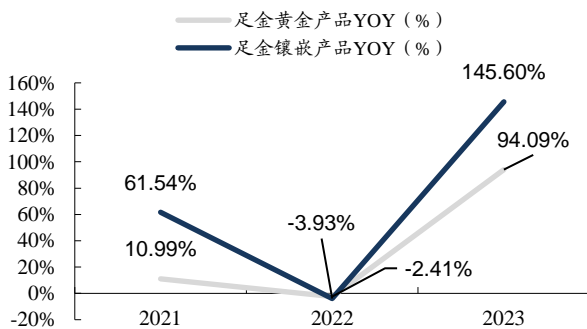
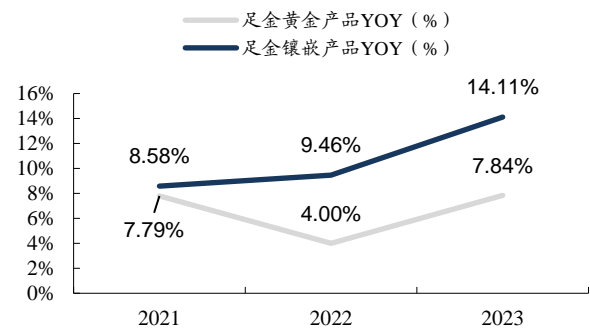
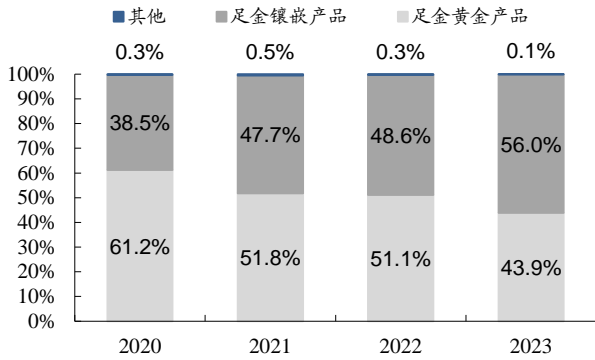


图4：2020-2023年按产品类型划分平均售价增速



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

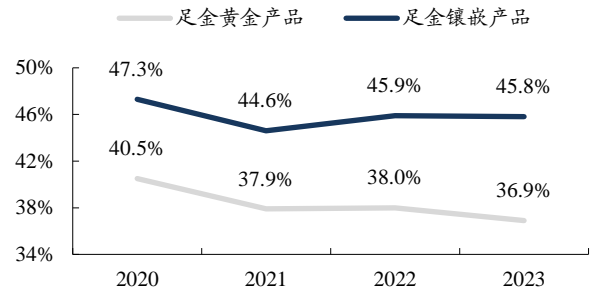
图5：2020-2023年按产品类型划分的收入占比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

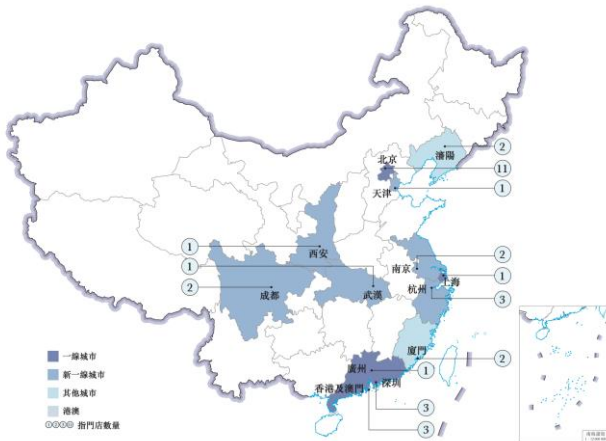
图6：2020-2023年按产品类型划分的毛利率情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

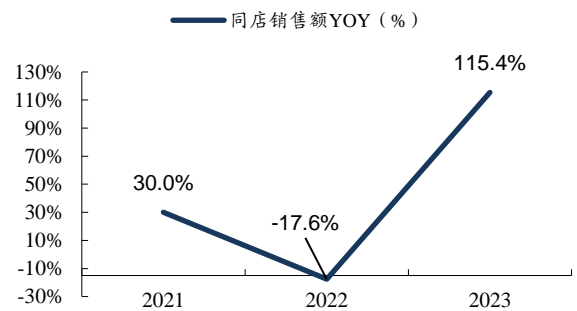
全自营+场景化运营线下门店，单店收入领跑行业。老铺黄金采用全自营和场景化模式运营线下门店，截止最后实际可行日期，老铺黄金在中国 14 个城市的知名商业中心开设了 33 家自营门店，多数位于一线和新一线城市。根据弗若斯特沙利文，2022-2023 年在中国所有的黄金珠宝品牌中，老铺黄金的单店销售额领跑行业。2023 年店均收入为 0.939 亿元，同比增长超过 100%。

图7：公司门店网络分布



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图8：2020-2023年同店销售额增长率



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

投资建议：老铺黄金是我国古法金品类的头部品牌，在高净值客户中有很好的口碑，以较好的产品品质设计和服务保持了较好的行业地位，推荐老铺黄金。

2. 细分行业观点及估值表

【医美化妆品板块】医美部分，渗透率处于持续提升的过程当中，95后&00后接受程度更高，随着年轻人群消费能力增强，市场有望进一步扩容。3大逻辑，渗透率提升+轻医美提升+国产化提升。水光针合规化要求下迎来机会，再生针剂推广效果好，肉毒素等待国产合规产品批复中，胶原蛋白护肤品+注射双管齐下，多产品类目均值得期待。

化妆品部分，随着2021年新规推行以来，对于上游的披露要求变得越来越严格，整个行业的准入门槛大幅提升，可以说化妆品行业入场门票已经握在现有的几个大集团当中，新进壁垒越来越高。电商依然是最重要的渠道，天猫层面更注重品牌力塑造，抖音渠道更倾向于品牌力变现，近年来化妆品集团向抖音倾向显著。

推荐：爱美客，雍禾医疗，贝泰妮，珀莱雅，华熙生物，科思股份，上海家化。

【电商板块】持续推荐产业互联网板块。2C电商内卷严重，渗透率已经到了更高的地步，而淘系的男女两位超头主播也不可复制。产业互联网渗透率低，在持续提升的过程当中，增速快，空间大，目前产业互联网还有非常大的改善空间，工业品类电商也空间广阔。

推荐：密尔克卫，汇通达网络，厦门象屿。

【黄金珠宝板块】2024年以来金价持续上涨，带动黄金消费高景气，国内主要黄金珠宝品牌在2023年以来均实现了较好的销售，订货会数据表现亮眼。中长期来看黄金珠宝市场集中度还有提升空间，看好黄金珠宝板块投资机会。

推荐：潮宏基、老凤祥，周大生，周大福，中国黄金等。

【免税旅游出行板块】2023年以来国内出行有望逐步恢复，带动产业链相关公司业绩回暖。赴海南岛跟团游+自由行游客数有望逐月向好。看好国内疫情复苏带来的旅游零售景气度提升。

推荐：中国中免、上海机场、海南机场；建议关注：海南发展、美兰空港、海汽集团、北京首都机场、白云机场。

【教育板块】教培行业目前政策趋于稳定，头部机构基本已经转型，非学科类培训需求旺盛。此外公考培训行业同样需求旺盛，

推荐新东方，学大教育，华图山鼎，粉笔，中公教育，中教控股等。

【线下零售及专业零售板块】超市仍然具备重要的供应链能力和价值，在社区团购补贴退坡以后，有望迎来恢复。

推荐：名创优品，明月镜片。

表1：行业公司估值表（更新至6月28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	440	110.99	11.94	15.08	18.68	37	29	24	买入
300957.SZ	贝泰妮	205	48.32	7.57	10.59	13.20	27	19	16	买入
603983.SH	丸美股份	110	27.53	2.59	3.92	4.78	43	28	23	未评级
600315.SH	上海家化	120	17.78	5.00	5.68	6.73	24	21	18	买入
600223.SH	福瑞达	72	7.07	3.03	3.45	4.15	24	21	17	买入
688363.SH	华熙生物	272	56.57	5.93	7.28	8.48	46	37	32	买入
300896.SZ	爱美客	520	172.10	18.58	25.12	32.55	28	21	16	买入
300792.SZ	壹网壹创	36	15.05	1.08	5.88	1.64	33	6	22	未评级
605136.SH	丽人丽妆	22	5.51	0.30	1.49	1.66	75	15	13	未评级
300856.SZ	科思股份	108	32.01	7.34	9.27	11.76	15	12	9	买入
2279.HK	雍禾医疗	5	0.97	-5.46	-1.79	0.26	-	-	19	买入
300740.SZ	水羊股份	57	14.68	2.94	3.92	4.72	19	15	12	未评级
300132.SZ	青松股份	18	3.48	-0.68	3.09	1.59	-	6	11	未评级
2367.HK	巨子生物	439	45.85	14.52	17.21	21.59	30	25	20	买入

培育钻石&珠宝

000519.SZ	中兵红箭	204	14.67	8.28	9.81	11.95	25	21	17	未评级
301071.SZ	力量钻石	72	27.71	3.64	7.13	9.28	20	10	8	未评级
301177.SZ	迪阿股份	74	18.60	0.69	2.82	3.23	108	26	23	未评级
002867.SZ	周大生	143	13.06	13.16	15.29	18.15	11	9	8	买入
1929.HK	周大福	785	8.45	53.84	72.91	89.89	15	11	9	买入
002345.SZ	潮宏基	42	4.72	3.33	3.83	4.54	13	11	9	买入
600612.SH	老凤祥	304	58.19	22.14	26.01	30.76	14	12	10	买入
600916.SH	中国黄金	162	9.62	9.73	12.20	14.46	17	13	11	买入

免税旅游出行

601888.SH	中国中免	1,293	62.49	67.14	81.96	95.57	19	16	14	买入
600009.SH	上海机场	803	32.25	9.34	21.06	30.03	86	38	27	增持
002163.SZ	海南发展	46	5.48	0.92	0.60	1.91	51	77	24	未评级
600258.SH	首旅酒店	138	12.35	7.95	9.10	9.84	17	15	14	买入
600754.SH	锦江酒店	246	22.98	10.02	14.87	18.36	25	17	13	买入
1179.HK	华住集团-S	777	26.00	-18.21	37.88	41.02	-	21	19	买入
600859.SH	王府井	133	11.74	7.09	8.54	10.04	19	16	13	增持

产业互联网

603613.SH	国联股份	142	19.61	14.28	32.44	0.00	10	4	-	未评级
603713.SH	密尔克卫	88	53.52	4.31	7.83	9.38	20	11	9	未评级
600057.SH	厦门象屿	155	6.80	15.74	19.22	23.27	10	8	7	买入
9878.HK	汇通达网络	136	25.90	4.48	6.05	7.83	30	22	17	买入
600415.SH	小商品城	407	7.42	26.76	31.70	36.24	15	13	11	买入
600755.SH	厦门国贸	158	7.17	19.15	25.06	29.78	8	6	5	未评级
600153.SH	建发股份	268	8.93	131.04	58.70	68.53	2	5	4	未评级
000906.SZ	浙商中拓	47	6.74	7.11	9.28	11.31	7	5	4	未评级

小家电										
300866.SZ	安克创新	376	71.21	16.15	17.60	21.41	23	21	18	买入
688696.SH	极米科技	54	77.24	1.21	3.29	4.82	45	16	11	未评级
603486.SH	科沃斯	272	47.18	6.12	11.32	14.32	44	24	19	买入
688169.SH	石头科技	517	392.60	20.51	25.07	29.67	25	21	17	未评级
超市&其他专业连锁										
9896.HK	名创优品	439	37.45	17.69	25.03	32.07	25	18	14	买入
601933.SH	永辉超市	225	2.48	-13.29	3.87	5.28	-	58	43	未评级
603708.SH	家家悦	52	8.11	1.36	2.51	3.00	38	21	17	未评级
002697.SZ	红旗连锁	63	4.63	5.61	6.02	6.41	11	10	10	未评级
301101.SZ	明月镜片	45	22.34	1.58	1.83	2.12	29	25	21	买入
603214.SH	爱婴室	16	11.29	1.05	1.15	1.29	15	14	12	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=0.93:1，美元：人民币=7.27:1 换算（对应 2024.6.28 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。

3. 本周发布报告

《天目湖：平桥石坝项目落地，政企合作开新篇》

天目湖与政府合作开发平桥石坝公园。天目湖于 2024 年 6 月 17 日发布公告，董事会同意子公司溧阳市天立源农业发展有限公司与溧阳市天目湖镇人民政府签订《平桥石坝公园合作协议》，双方共同开发平桥石坝公园。未来平桥石坝项目将与公司旗下三大景区形成联动，进一步完善公司产业布局，优化产业结构，符合公司整体战略布局和业务拓展的需要。

预计 Q2 客流恢复增长，关注沪苏湖高铁通车。Q1 受天气影响客流承压，预计 4 月开始已恢复增长，五一假期天目湖旅游度假区接待游客 60.2 万人次，同比+16%，假期表现较好。沪苏湖高铁计划 2024 年底开通运营，届时上海到溧阳高铁交通时间将由 2 小时缩短至 1 小时左右，我们预计对客流有一定拉动作用。

天目湖作为国内一站式旅游模式先行者，资源禀赋稀缺，项目开发运营能力优异，国资入主赋能发展。随着旅游行业全面复苏，公司盈利能力加速恢复，未来新项目将陆续投运，公司成长性可观。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.8/2.2/2.5 亿，维持“增持”评级。

风险提示：需求不及预期，储备项目建设进度不及预期，自然灾害、极端天气等影

响经营的风险。

《免税行业深度：免税商机场租金历史复盘拆解，及 2024 口岸免税展望》

以机场为主要销售点位的口岸免税历经 2016-2019 高速发展、2020-2022 疫情、到 2023 年进入逐步复苏的发展新阶段。口岸免税市场的经营主体（机场、免税商）之间的合作关系也历经几轮谈判调整，终于在 2024 年初综合疫后流量和消费形态形成租金方案共识。

免税商与机场历次协议调整复盘：1) 2020 年前“高保底+高提成”模式特殊时期改为“客流与保底挂钩”，2019-2022 年日上上海向上海机场支付的租金分别为 52.1/11.6/4.9/3.6 亿元。2) 2024 最新调整，改为“低保底+低提成”模式鼓励做大销售额：将“流量挂钩+封顶”模式改回为原协议的“保底+提成模式”，保底方面从原合同的数十亿级别调降至数亿元级别，提成方面从原合同的 40%左右降至 18-36%区间。截至 2024 年 6 月，三大机场合同除广州白云机场部分标段外，均已调为“低保底+低扣点”模式。

未来口岸免税销售形态及销售展望：1) 2024 年合同调整以来实际租金情况：合同调整后首个完整季度来看，上海机场、首都机场 Q1 营收环比有所下降。2) 2024 机场免税店销售额租金测算：北京首都机场，悲观/中性/乐观假设下分别对应 2024 年租金 5.6/7.0/10.8 亿元；上海机场，悲观/中性/乐观假设下对应 2024 年租金 11.0/18.5/27.5 亿元；白云机场，悲观/中性/乐观假设下对应 2024 年租金 5.0/5.4/7.1 亿元。推算 2024 年免税商保持 33%左右毛利率水平，及机场扣点率降至 23%左右的情况下，日上系 2024 年净利率有望回到高单位数区间。3) 未来口岸免税店形态及格局展望：政策细则为关键考量因素，免税市场主导方——免税商的供给倾向是决定性因素。

免税行业虽然在 2023-2024 年的居民消费意愿低迷、海外奢侈品消费分流背景下呈现出承压状态，但长期来看仍然是跟随中国居民奢侈品消费大盘增长的重要渠道。在海南离岛免税走稳后，若出入境免税政策出现进一步放开，有望促使免税大盘整体企稳、重回增长，而核心机场口岸也将有望成为重要受益方。我们建议密切关注市内免税政策落地时间及细则，兑现免税行业下一阶段发展红利。

风险提示：居民出行消费需求走弱，居民奢侈品消费分流，免税政策落地不达预期的风险，行业竞争加剧等风险。

《老铺黄金深度：定位高净值客户盈利能力强，古法黄金奢侈品代表》

古法黄金特色品牌，定位高净值客户盈利能力强：公司凭借古法黄金产品和优质服务吸引了高净值客户的青睐，同店保持了高速增长，截止 2023 年底，公司门店总数 30 家，且均为直营门店，2023 年共计实现收入 31.8 亿元，同比+146%，实现归母净

利润 4.2 亿元，同比大幅提升。

古法黄金市场规模仍在保持高速增长：据行业协会统计，我国古法黄金珠宝按销售收入计的市场规模由 2018 年的 130 亿元飙升至 2023 年的 1573 亿元，复合年增长率为 64.6%，且根据弗若斯特沙利文预计，2024-2028 年，古法黄金市场规模还将保持平均 20% 以上的增速。而老铺作为古法黄金的引领者，2023 年单店销售额破 1 亿元，远高于同行单店销售额。

全直营模式覆盖了较多高端购物中心，已经形成了较好的品牌展示：截至 2024 年 4 月，老铺黄金在中国十大高端购物中心的覆盖率为 80%，在中国黄金珠宝品牌中排名第一。2024-2026 年，公司还将计划在内地新增自营门店 10 家，在境外如中国香港，中国澳门和新加坡等地新开门店 5 家。

老铺黄金是我国古法金品类的头部品牌，在高净值客户中有较好的口碑，以较好的产品品质设计和服务保持了较好的行业地位，2024 年以来金价上涨较为明显，但公司依然能保持在较高定价，盈利能力维持在高位，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 7.8/10/12.3 亿元（+88%/+29%/+22%）。IPO 发行价格为 40.5 港币。

风险提示：消费降级下终端消费疲软，金价波动风险，古法黄金品类拓展不及预期，开店不及预期。

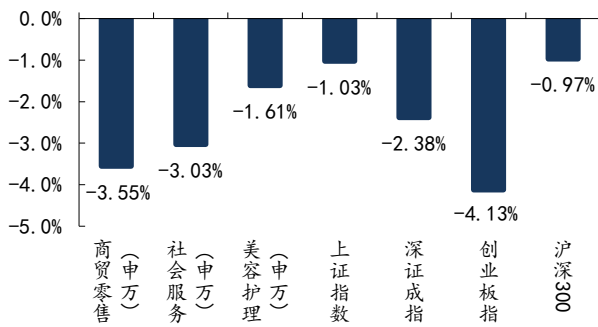
4. 本周行情回顾

本周（6 月 24 日至 6 月 28 日），申万商贸零售指数涨跌幅-3.55%，申万社会服务-3.03%，申万美容护理-1.61%，上证综指-1.03%，深证成指-2.38%，创业板指-4.13%，沪深 300 指数-0.97%。

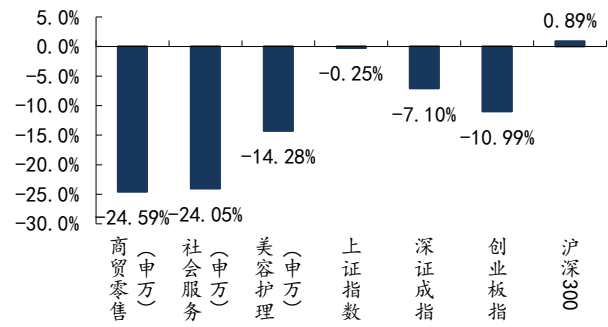
年初至今（1 月 2 日至 6 月 28 日），申万商业贸易指数涨跌幅-24.59%，申万社会服务-24.05%，申万美容护理-14.28%，上证综指-0.25%，深证成指-7.10%，创业板指-10.99%，沪深 300 指数 0.89%。

图9：本周各指数涨跌幅

图10：年初至今各指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 本周行业重点公告

波司登：2024 年 Q1 业绩快报公告

公司 2024 年 Q1 实现营收 232.14 亿元，同比增长 38.4%；归属于上市公司股东的净利润为 30.74 亿元，同比增长 43.7%；基本每股收益 0.28 元。

极米科技：2023 年年度权益分派实施公告

公司于 2024 年 6 月 7 日召开 2023 年年度股东大会审议通过《关于 2023 年年度利润分配方案的议案》，同意公司以实施权益分派股权登记日登记的总股本扣除回购专用证券账户的股份为基数，向全体股东派发现金红利，每 10 股派发现金股利 3 元(含税)。截至 2024 年 4 月 25 日，公司扣除回购专用证券账户的总股本为 6797.6 万股，依据上述计算方式合计派发现金红利约 2039.3 万元，剩余的未分配利润结转以后年度分配。

上海家化：减少注册资本通知债权人公告

鉴于公司 2020 年限制性股票激励计划部分激励对象已离职，以及第三个解除限售期公司层面业绩考核未达标；公司 2022 限制性股票激励计划部分激励对象已离职，以及第二个解除限售期公司层面业绩考核未达标，公司拟回购注销相应部分限制性股票，本次共计回购注销 303 万股限制性股票，并相应减少公司注册资本 400 万元。

黄河旋风：公司收到河南监管局警示函的公告

2024 年 4 月 30 日，公司披露《关于前期会计差错更正的公告》，对 2023 年一季度报告、半年度报告、三季度报告营业收入、营业成本进行差错更正。其中，2023 年一季度报告营业收入、营业成本分别调减 6,331.9 万元，2023 年半年度报告营业收入、营业成本分别调减 1.79 亿元，2023 年三季度报告营业收入、营业成本分别调减 2.07 亿元。公司 2023 年一季度报告、半年度报告、三季度报告信息披露不准确，违反《上市公司信息披露管理办法》(证监会令第 182 号)第三条第一款规定。公司时任董事长庞文龙，

时任总经理陈治强，时任财务总监郭会、董安文对上述违规行为负有主要责任。

6. 风险提示

消费恢复不及预期，宏观经济波动，行业竞争加剧等。

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>