

## 商贸零售行业跟踪周报

# 本周新东方&好未来披露最新季度业绩，教培行业终端需求强劲

增持（维持）

2024年08月04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

- 本周，新东方/好未来分别发布 FY2024Q4/FY2025Q1 业绩，两者在收入端增长均有不错的表现，业绩则根据自身的费用投入节奏和部分一次性因素出现了季节性扰动。
- 新东方主营业务保持健康增长，FY2024Q4 实现净收入 11.37 亿美元，同比增长达 32.1%。公司 Non-GAAP 经营利润和 Non-GAAP 归母净利润分别为 0.36 亿美元和 0.37 亿美元，与去年同期相比有所减少，这主要是受到东方甄选剥离与辉同行，扩展和新整合的旅游相关业务上的支出，以及对管理层和员工的额外激励的短期影响。FY2025Q1（6-8 月），公司预计收入 12.55 亿美元-12.84 亿美元，同比增长 31%-34%。教培需求强劲，公司经营利润有望得到改善。
- 好未来 FY2025Q1 实现净收入 4.14 亿美元，同比增长 50.4%。公司 Non-GAAP 经营利润和 Non-GAAP 归母净利润分别为 0.01 亿美元和 0.30 亿美元，相较去年同期均实现扭亏。分业务来看，学习服务板块受学而思小班课程推动保持稳定增长；内容解决方案板块，受产品开发和市场能力的推动，学习机业务实现同比增长，且于今年 5 月推出了新的 SKU。FY2025Q2 预计营收增长势头将进一步延续。
- 教培行业政策趋于稳定，行业竞争格局改善。自 2021 年 7 月“双减”以来，原有行业教培机构大幅出清，主要头部学科类教培机构纷纷转型为非学科类培训，公司竞争格局大幅改善，非学科类培训机构的进入门槛有所提升，政策监管常态化趋于稳定。新东方和好未来两家公司的业绩已经验证终端需求的强劲，受益于行业需求的旺盛，头部机构未来仍将持续享受行业增长红利。
- 投资建议：教培行业需求依旧强劲，行业整体景气度较高，政策监管区域稳定，头部机构未来有望持续受益于行业强需求。推荐新东方，学大教育，建议关注好未来，思考乐教育，卓越教育集团等。
- 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

《美国“加征关税”对消费品出海，影响几何？》

2024-07-30

《金价再创新高利好黄金珠宝行业长期发展，关注低估值下板块配置机会》

2024-07-21

## 内容目录

1. 本周行业观点 .....	4
2. 细分行业观点及估值表 .....	6
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 .....	10
6. 风险提示 .....	11

## 图表目录

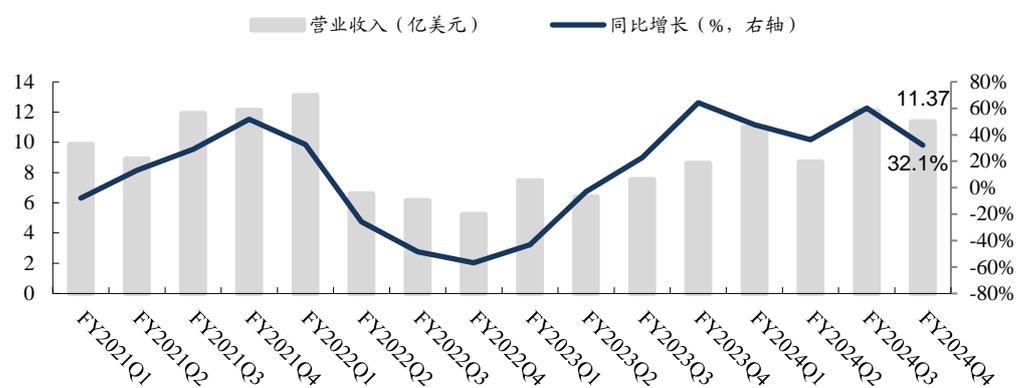
图 1:	FY2021Q1-FY2024Q4 新东方营业收入及增速 .....	4
图 2:	FY2021Q1-FY2024Q4 新东方 Non-GAAP 经营利润 .....	4
图 3:	FY2021Q1-FY2024Q4 新东方 Non-GAAP 归母净利润 .....	4
图 4:	FY2021Q1-FY2025Q1 好未来营业收入及增速 .....	5
图 5:	FY2021Q1-FY2025Q1 好未来 Non-GAAP 经营利润 .....	5
图 6:	FY2021Q1-FY2025Q1 好未来 Non-GAAP 归母净利润 .....	5
图 7:	本周各指数涨跌幅.....	10
图 8:	年初至今各指数涨跌幅.....	10
表 1:	行业公司估值表（更新至 8 月 2 日） .....	7

## 1. 本周行业观点

本周，新东方/好未来分别发布 FY2024Q4/FY2025Q1 业绩，两者在收入端增长均有不错的表现，业绩则根据自身的费用投入节奏和部分一次性因素出现了季节性扰动。

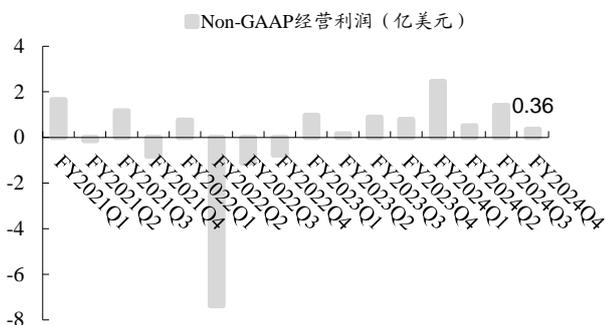
新东方主营业务保持健康增长，FY2024Q4 实现净收入 11.37 亿美元，同比增长达 32.1%。公司 Non-GAAP 经营利润和 Non-GAAP 归母净利润分别为 0.36 亿美元和 0.37 亿美元，与去年同期相比有所减少，这主要是受到东方甄选剥离与辉同行，扩展和新整合的旅游相关业务上的支出，以及对管理层和员工的额外激励的短期影响。FY2025Q1（6-8 月），公司预计收入 12.55 亿美元-12.84 亿美元，同比增长 31%~34%。教培需求强劲，公司经营利润有望得到改善。

图1: FY2021Q1-FY2024Q4 新东方营业收入及增速



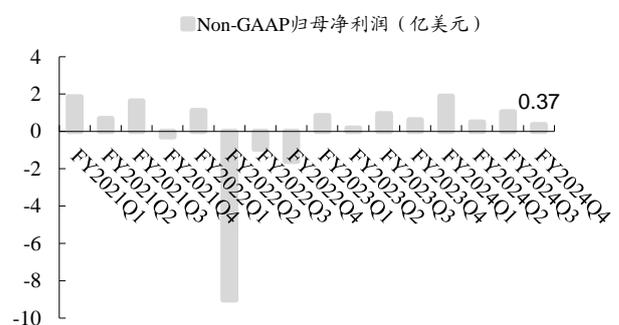
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2: FY2021Q1-FY2024Q4 新东方 Non-GAAP 经营利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3: FY2021Q1-FY2024Q4 新东方 Non-GAAP 归母净利润

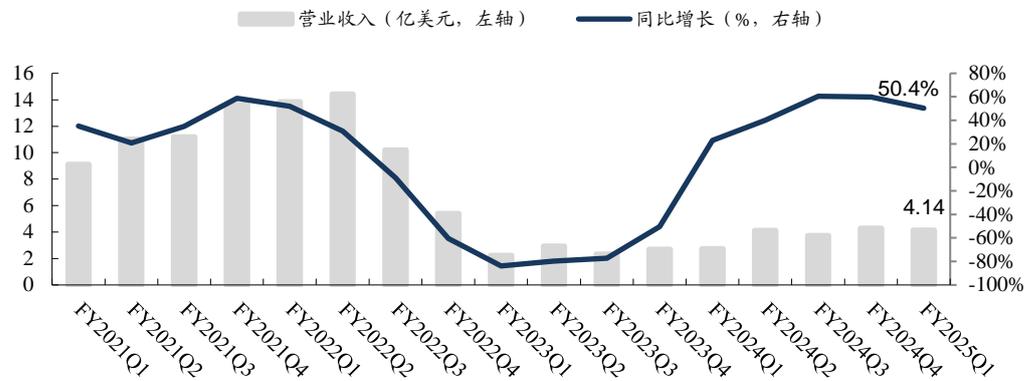


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

好未来 FY2025Q1 实现净收入 4.14 亿美元，同比增长 50.4%。公司 Non-GAAP 经营利润和 Non-GAAP 归母净利润分别为 0.01 亿美元和 0.30 亿美元，相较去年同期均实

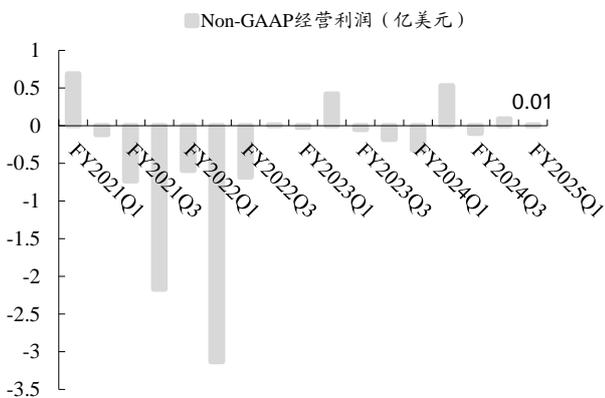
现扭亏。分业务来看，学习服务板块受学而思小班课程推动保持稳定增长；内容解决方案板块，受产品开发和市场能力的推动，学习机业务实现同比增长，且于今年5月推出了新的SKU。FY2025Q2 预计营收增长势头将进一步延续。

图4: FY2021Q1-FY2025Q1 好未来营业收入及增速



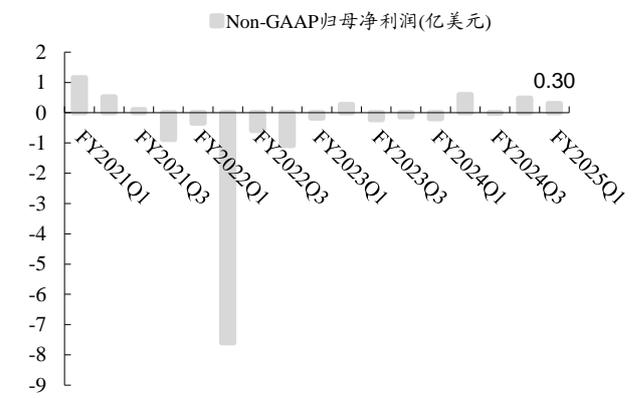
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5: FY2021Q1-FY2025Q1 好未来 Non-GAAP 经营利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6: FY2021Q1-FY2025Q1 好未来 Non-GAAP 归母净利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**教培行业政策趋于稳定。**自2021年7月“双减”以来，原有行业教培机构大幅出清，主要头部学科类教培机构纷纷转型为非学科类培训，公司竞争格局大幅改善，非学科类培训机构的进入门槛有所提升，政策监管常态化趋于稳定。新东方和好未来两家公司的业绩已经验证终端需求的强劲，受益于行业需求的旺盛，头部机构未来仍将持续享受行业增长红利。

**投资建议：**教培行业需求依旧强劲，行业整体景气度较高，政策监管区域稳定，头部机构未来有望持续受益于行业强需求。推荐新东方，学大教育，建议关注好未来，思考乐教育，卓越教育集团等。

## 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8月2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	
<b>化妆品&amp;医美</b>										
603605.SH	珀莱雅	344	86.67	11.94	15.08	18.68	29	23	18	买入
300957.SZ	贝泰妮	200	47.17	7.57	10.59	13.20	26	19	15	买入
603983.SH	丸美股份	89	22.28	2.59	3.92	4.80	34	23	19	未评级
600315.SH	上海家化	119	17.58	5.00	5.68	6.73	24	21	18	买入
600223.SH	福瑞达	65	6.39	3.03	3.45	4.15	21	19	16	买入
688363.SH	华熙生物	298	61.85	5.93	7.28	8.48	50	41	35	买入
300896.SZ	爱美客	519	171.65	18.58	25.12	32.55	28	21	16	买入
300792.SZ	壹网壹创	36	15.07	1.08	5.88	1.64	33	6	22	未评级
605136.SH	丽人丽妆	24	5.93	0.30	1.49	1.66	80	16	14	未评级
300856.SZ	科思股份	109	32.17	7.34	9.27	11.76	15	12	9	买入
2279.HK	雍禾医疗	4	0.82	-5.46	-1.79	0.26	-	-	16	未评级
300740.SZ	水羊股份	47	12.01	2.94	3.44	4.14	16	14	11	未评级
300132.SZ	青松股份	18	3.54	-0.68	3.09	1.95	-	6	9	未评级
2367.HK	巨子生物	366	38.55	14.52	17.23	21.57	25	21	17	买入
<b>培育钻石&amp;珠宝</b>										
000519.SZ	中兵红箭	186	13.37	8.28	9.81	11.95	22	19	16	未评级
301071.SZ	力量钻石	65	24.93	3.64	7.13	9.28	18	9	7	未评级
301177.SZ	迪阿股份	74	18.58	0.69	2.82	3.23	108	26	23	未评级
002867.SZ	周大生	127	11.62	13.16	15.29	18.15	10	8	7	买入
1929.HK	周大福	618	6.70	53.84	0.00	73.08	11	-	8	买入
002345.SZ	潮宏基	39	4.35	3.33	3.83	4.54	12	10	9	买入
600612.SH	老凤祥	262	50.12	22.14	26.01	30.76	12	10	9	买入
600916.SH	中国黄金	148	8.81	9.73	12.20	14.46	15	12	10	买入
<b>免税旅游出行</b>										
601888.SH	中国中免	1,378	66.60	67.14	68.10	78.94	21	20	17	买入
600009.SH	上海机场	854	34.33	9.34	21.06	30.03	91	41	28	增持
002163.SZ	海南发展	49	5.76	0.92	0.60	1.91	53	81	25	未评级
600258.SH	首旅酒店	139	12.41	7.95	9.10	9.84	17	15	14	买入
600754.SH	锦江酒店	252	23.56	10.02	14.87	18.36	25	17	14	买入
1179.HK	华住集团-S	648	21.85	-18.21	37.88	41.02	-	17	16	买入
600859.SH	王府井	168	14.82	7.09	8.54	10.04	24	20	17	增持
<b>产业互联网</b>										
603613.SH	国联股份	150	20.85	14.28	32.44	0.00	11	5	-	未评级
603713.SH	密尔克卫	81	49.17	4.31	7.83	9.38	19	10	9	未评级
600057.SH	厦门象屿	119	5.24	15.74	19.22	23.27	8	6	5	买入
9878.HK	汇通达网络	116	22.30	4.48	6.05	7.83	26	19	15	买入

600415.SH	小商品城	420	7.66	26.76	31.70	36.24	16	13	12	买入
600755.SH	厦门国贸	141	6.38	19.15	23.90	28.66	7	6	5	未评级
600153.SH	建发股份	226	7.68	131.04	58.70	68.53	2	4	3	未评级
000906.SZ	浙商中拓	45	6.29	7.11	9.28	11.31	6	5	4	未评级
<b>小家电</b>										
300866.SZ	安克创新	276	52.25	16.15	17.60	21.41	17	16	13	买入
688696.SH	极米科技	45	64.20	1.21	3.29	4.82	37	14	9	未评级
603486.SH	科沃斯	228	39.99	6.12	11.32	14.32	37	20	16	买入
688169.SH	石头科技	385	292.91	20.51	25.31	30.00	19	15	13	未评级
<b>超市&amp;其他专业连锁</b>										
9896.HK	名创优品	355	30.55	17.69	25.03	32.07	20	14	11	买入
601933.SH	永辉超市	202	2.23	-13.29	3.87	5.28	-	52	38	未评级
603708.SH	家家悦	53	8.30	1.36	2.47	2.94	39	21	18	未评级
002697.SZ	红旗连锁	58	4.24	5.61	5.94	6.30	10	10	9	未评级
301101.SZ	明月镜片	42	20.86	1.58	1.83	2.12	27	23	20	买入
603214.SH	爱婴室	15	10.74	1.05	1.15	1.29	14	13	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=0.92:1, 美元: 人民币=7.22:1 换算 (对应 2024.8.2 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 2023 对应 FY2024。

### 3. 本周发布报告

#### 《老铺黄金 2024H1 业绩预告点评: 净利润同比+180%~205%, 高端古法金市场需求旺盛》

公司 2024H1 预计净利润同比增速 180%~205%: 公司披露 2024 年 H1 业绩预告, 公司预计 2024 年 H1 将实现净利润约 5.5-6 亿元, 同比增速约为 180%-205%, 对比 2023 年 6 月末, 公司新增门店数 6 家。公司净利润实现较快增长主要来自于: 1) 行业层面更注重经典文化内涵和产品价值的高品质古法金受到更多消费者的欢迎; 2) 公司品牌影响力进一步扩大, 消费进一步扩圈, 同店实现了较快增长, 同时也有一定新开门店的贡献。

古法黄金特色品牌, 定位高净值客户, 镶嵌产品占比仍在提升, 公司盈利能力强: 老铺黄金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, 镶嵌类产品占比仍在提升, 在当前的消费大环境下展现出了较好的盈利能力。

全直营模式覆盖了较多高端购物中心，店均收入远高于传统黄金珠宝加盟门店：老铺黄金所有门店均为直营，店均收入和客单价远高于同行，公司目前的渠道主要在一线和新一线城市的高端购物中心中，截至 2024 年 4 月，老铺黄金在中国十大高端购物中心（包括北京 SKP、南京德基广场、北京国贸商城、上海国金中心商场、上海恒隆广场、杭州大厦、杭州万象城、西安 SKP、广州太古汇和成都国际金融中心）的覆盖率为 80%，在中国黄金珠宝品牌中排名第一。

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，镶嵌产品占比仍在提升，盈利能力维持在高位，我们上调在新股研究报告中预测的公司 2024-2026 年归母净利润 7.8/10/12.3 亿元至 10/12.5/14.8 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：同店销售恢复不及预期，门店调整风险，金价大幅波动风险，消费力走弱等。

### 《江苏吴中：率先布局再生水光 PDRN “婴儿针”，医美产品矩阵进一步完善》

公司与丽徕科技签署战略合作协议，以约 3000 万元取得“PDRN”婴儿针独家权益。24/7/29，公司公布旗下子公司吴中美学与北京丽徕科技签署战略投资及合作协议，将获得丽徕科技注射用透明质酸钠-多聚脱氧核糖核苷酸（下文简称 PDRN）复合溶液产品的独家权益，以及约 16.7%丽徕科技股权。目前丽徕科技研发的 PDRN 溶液已进入临床试验阶段，在国内进度相对靠前，有望成为国内首批上市的 PDRN 三类械产品，并进一步完善公司医美产品布局。

PDRN 具有抗炎、组织修复、胶原再生等功效，海外市场反馈较好。海外多国已有 PDRN 产品获批上市，国内尚无三类械产品获批上市。PDRN 市场前景广阔，有望为公司医美领域贡献显著增量。PDRN 凭借其抗炎、组织修复、胶原再生等多重功效，海外市场反馈较好，有望迅速成为水光针市场爆款。

公司医药产品和产业链布局完善，通过内生外延医美业务也得到全面布局，旗下 AestheFill 童颜针定位高端再生市场，24 年正式获批，4 月开始销售，机构终端反馈良好，合作机构持续增加；同时通过自研、合作研发和技术转让等方式继续布局重组胶原蛋白、PDRN、表麻等重点领域，长期有望贡献业绩增量。由于投资布局的 PDRN 产品尚处于临床阶段，我们维持公司 2024-26 年归母净利润预测 1.25/2.62/4.03 亿元，维持“买入”评级。

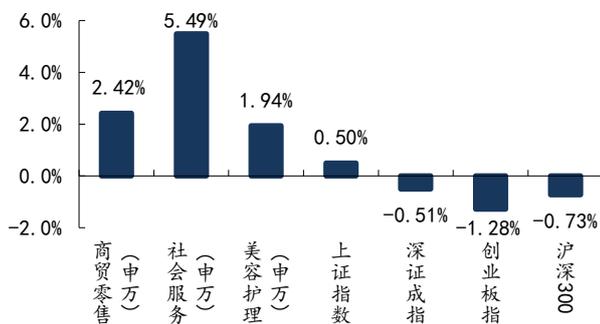
风险提示：在研产品进展不及预期，产品推广不及预期，政策变化风险。

## 4. 本周行情回顾

本周(7月29日至8月2日),申万商贸零售指数涨跌幅2.42%,申万社会服务5.49%,申万美容护理1.94%,上证综指0.50%,深证成指-0.51%,创业板指-1.28%,沪深300指数-0.73%。

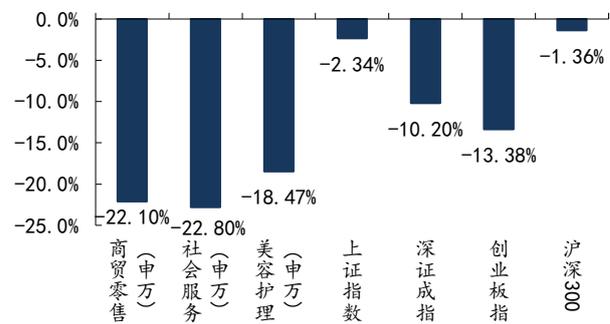
年初至今(1月2日至8月2日),申万商业贸易指数涨跌幅-22.10%,申万社会服务-22.80%,申万美容护理-18.47%,上证综指-2.34%,深证成指-10.20%,创业板指-13.38%,沪深300指数-1.36%。

图7: 本周各指数涨跌幅



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 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

**好未来:** 截至2024年5月31日的第一财季未经审计的财务业绩

报告期内,公司实现净营收4.142亿美元,同比增长50.4%;归母净利润为0.114亿美元,同比增长125.3%; Non-GAAP归母净利润为0.296亿美元,同比增长251.6%;经营活动现金流净额为2.468亿美元,同比增长96.6%;基本每股收益为0.06美元/股,同比增加128.6%。

**周大福:** 截至2024年6月30日止三个月未经审核主要经营数据

2024年4月1日至6月30日公司零售值同比下滑20%,中国内地市场零售值同降18.6%,中国港澳地区及其他地区零售值同降28.8%。中国内地同店销售同降26.4%,同店销量同降36.5%。中国港澳地区同店销售同降30.8%,同店销量同降36.1%,主因金价持续高位,黄金消费需求降低。

**密尔克卫:** 2024年半年度报告

报告期内,公司实现营业收入59.92亿元,同比增加32.35%;归母净利润为3.11亿

元，同比增加 22.74%；扣非归母净利润为 2.87 亿元，同比增加 19.55%；经营活动现金流净额为-2.32 亿元，同比减少 139.18%；基本每股收益为 1.89 元/股，同比增加 22.73%。

新东方：截至 2024 年 5 月 31 日止第四季度及年度的未经审核财务业绩

新东方 FY2024Q4 净营收为 11.367 亿美元，同比上升 32.1%；经营利润为 0.105 亿美元，同比下跌 78.1%；归母净利润为 0.27 亿美元，同比下跌 6.9%。FY2024 净营收为 43.136 亿美元，同比增加 43.9%；经营利润为 3.504 亿美元，同比增加 84.4%；归母净利润为 3.096 亿美元，同比增加 74.6%；Non-GAAP 归母净利润为 3.811 亿美元，同比增加 47.2%。截至 2024 年 5 月 31 日止，学校及学习中心的总数为 1,025 间（其中学校的总数为 81 间），同比增加 277 间。

上海家化：关于公司副总经理辞职的公告

董事会于近日收到公司副总经理叶伟敏先生的书面辞呈。叶伟敏先生因个人原因辞去公司副总经理及所有相关公司董事及其他相关职务。离职交接后，叶伟敏先生将受聘为公司外部顾问。

老铺黄金：正面盈利预告

集团预计 2024 年上半年实现净利润约 5.5 亿-6 亿元，同比增加约 180%至 205%。上述净利润增加的主要原因是：集团品牌影响力扩大，带来存量店铺营收包括线上线下整体营收的增长；集团品牌产品的持续优化、推新、迭代，促进了营收的持续增长；市场消费观念改变、消费理念升级，消费者更偏爱更具显著经典文化内涵和产品价值的高品质古法黄金产品；对比 2023 年同期，公司新增门店 6 家、扩容门店 1 家，产生增量营收贡献。

## 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>