

老凤祥 (600612)

穿越牛熊最长的河，黄金时代下的黄金珠宝品牌龙头

买入 (维持)

2024年10月18日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 谭志千

执业证书: S0600522120001

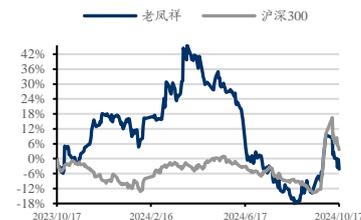
tanzhq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	63010	71436	73012	79597	85378
同比 (%)	7.36	13.37	2.21	9.02	7.26
归母净利润 (百万元)	1700	2214	2341	2620	2863
同比 (%)	(9.38)	30.23	5.73	11.92	9.26
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.25	4.23	4.48	5.01	5.47
P/E (现价&最新摊薄)	16.91	12.99	12.28	10.98	10.05

投资要点

- **2024年3月之后金价急涨令终端消费承压。**进入3月，金价急速上涨，从3月初到4月中旬，上海金交所金价从480元涨至接近570元，金价急速上涨使得消费者预期金价短期涨幅过大之后可能会出现回调，从而产生较重的观望情绪，从社零数据可以看到，5-7月份金银珠宝同比增速出现了明显的下滑，且明显弱于社零整体增速。
- **长期来看，黄金珠宝业绩趋势与金价同向，但短期业绩受金价上涨下跌的节奏影响也会出现较大波动：**长期来说，黄金珠宝公司主要采用加盟模式，直营门店占比低，其收入业绩受加盟商拿货节奏影响较大，且长期来看业绩趋势和金价是同向的，除部分品牌的品牌使用费是单克固定金额外，按照单克金价百分比收取的品牌使用费会因为单克金价上涨，绝对金额提升。中短期来看，拿货量的变动对短期业绩的影响较大：①金价急涨使得终端动销变慢，从而抑制加盟商拿货需求，②金价缓涨，消费者买涨不买跌，从而刺激需求，③金价下跌，加盟商观望情绪重，不论急跌缓跌都抑制需求，④横盘回补需求。
- **从行业属性来看，黄金珠宝品牌格局非常稳定，品牌力的势能和壁垒非常高，**开店节奏和天花板与品牌能效高度相关，我们认为，开店本身是释放品牌力的过程，而非品牌力形成的过程。水贝模式兴起多年，并未有太多强认知的黄金珠宝品牌出现，也反映出黄金珠宝品牌的壁垒之高。而“品牌使用费”的弹性，一定程度上也是取决和反映了该黄金珠宝品牌的品牌力情况。
- **老凤祥最新 PE (TTM) 为 12 倍，处于自 2010 年以来约 4.5% 的较低分位水平。**老凤祥在过去 15 年股票累计收益率超过 800%，成为真正穿越牛熊的股票，主要得益于 1) 百年黄金老品牌，品牌力强，品牌认知度高；2) 掌握了核心加盟商资源，与加盟商保持良好的合作共赢模式，利益绑定，共同发展；3) 在黄金交易层面有丰富的经验，能够享受部分金价上涨带来的库存收益；4) 分红稳定，持续为股东创造价值。公司历史 PE (TTM) 极少触及 10 倍及 10 倍以下
- **盈利预测与投资评级：**长期来看黄金珠宝品牌公司业绩与金价呈现出正相关，虽然短期会受到金价波动的影响，但目前老凤祥处于历史估值较低的水平，我们维持老凤祥 2024-2026 年归母净利润 23.4/26.2/28.6 亿元，最新收盘价对应 2024-2026 年 PE 为 12/11/10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**金价波动风险，渠道扩张不及预期，居民消费能力较弱的风险，行业竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	54.98
一年最低/最高价	46.71/89.49
市净率(倍)	2.40
流通 A 股市值(百万元)	17,434.69
总市值(百万元)	28,761.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	22.86
资产负债率(% ,LF)	45.39
总股本(百万股)	523.12
流通 A 股(百万股)	317.11

相关研究

《老凤祥(600612): 2024 年中报业绩点评: Q2 归母净利润同比+8.1%, 金价上涨下业绩仍保持了一定韧性》

2024-08-29

《老凤祥(600612): 2023 年报&2024 一季报点评: 2024Q1 归母净利润同比+12%, 金价上涨拉动盈利提升》

2024-04-30

内容目录

1. 2023 年金价上涨 VS2024 年金价上涨有何不同	4
2. 黄金珠宝行业品牌壁垒较深，格局稳定	5
3. 老凤祥复盘：如何成为 10 倍股	6
3.1. 老凤祥股价复盘：过去 15 年累计收益率达到约 862%	6
3.2. 老凤祥收入利润复盘：金价上涨+渠道扩张时公司收入利润的主要驱动力	8
3.3. 品牌壁垒高，品牌认知度高使得公司具备穿越周期的能力	9
3.4. 掌握核心渠道资源也是老凤祥长期能够业绩稳定增长的重要因素	10
3.5. 公司周转快 ROE 高，分红率高，是较好的防御标的	11
4. 盈利预测与投资评级	12
5. 风险提示	13

图表目录

图 1:	2022 年以来金价复盘.....	4
图 2:	社零金银珠宝消费.....	5
图 3:	克重黄金珠宝产业链价值分布（以一克黄金 590 元计算）.....	6
图 4:	老凤祥股价复盘.....	7
图 5:	老凤祥 2011 年以来的 PE（TTM）变化.....	8
图 6:	老凤祥 2010 年以来收入复盘.....	8
图 7:	老凤祥 2010 年以来扣非归母净利润复盘（亿元，yoy）.....	9
图 8:	2015-2023 年老凤祥黄金库存量.....	9
图 9:	2015-2023 年老凤祥黄金库存占销售量比例.....	9
图 10:	老凤祥品牌价值.....	10
图 11:	老凤祥掌握了核心的加盟商资源.....	10
图 12:	2011-2023 老凤祥门店总数.....	11
图 13:	2012-2023 老凤祥门店净增数量.....	11
图 14:	2010-2023 年老凤祥 ROE（摊薄）.....	11
图 15:	2012-2023 年老凤祥分红率.....	11
表 1:	A 股黄金珠宝公司估值表.....	13

1. 2023 年金价上涨 VS2024 年金价上涨有何不同

2023 年金价整体呈现出缓慢上涨的态势，对终端消费是正面促进：2022 年四季度以来，受到地缘政治，央行加大黄金购买，美联储降息预期，以及人民币贬值等多重因素的影响，金价保持持续上涨态势，但分阶段来看，2023 年除了 3 月金价有过短期较快增长以外，全年金价均保持了缓慢的上涨态势，且 3 月短期快速上涨之后，很快金价又重新回到了长期缓慢的上涨趋势，因此对比 2024 年，这次金价快涨对终端动销的影响较小，2023 年全年黄金珠宝终端消费在金价持续稳定上涨和积压需求恢复的背景下，保持了较好的销售。从社零数据中的金银珠宝增速分项也可以看到，2023 年中，金银珠宝的消费增速快于社零整体增速。

2024 年春节金价稳定使得黄金珠宝销售仍有不错的表现。进入 2024 年以来，年初金价在 480 元左右/克的价格震荡了 2 个月，金价稳定，使得年初春节黄金珠宝销售仍有不错的表现，据商务部商务大数据监测，2024 年春节期间,全国重点监测的企业中，金银珠宝销售额同比增长 20%左右。

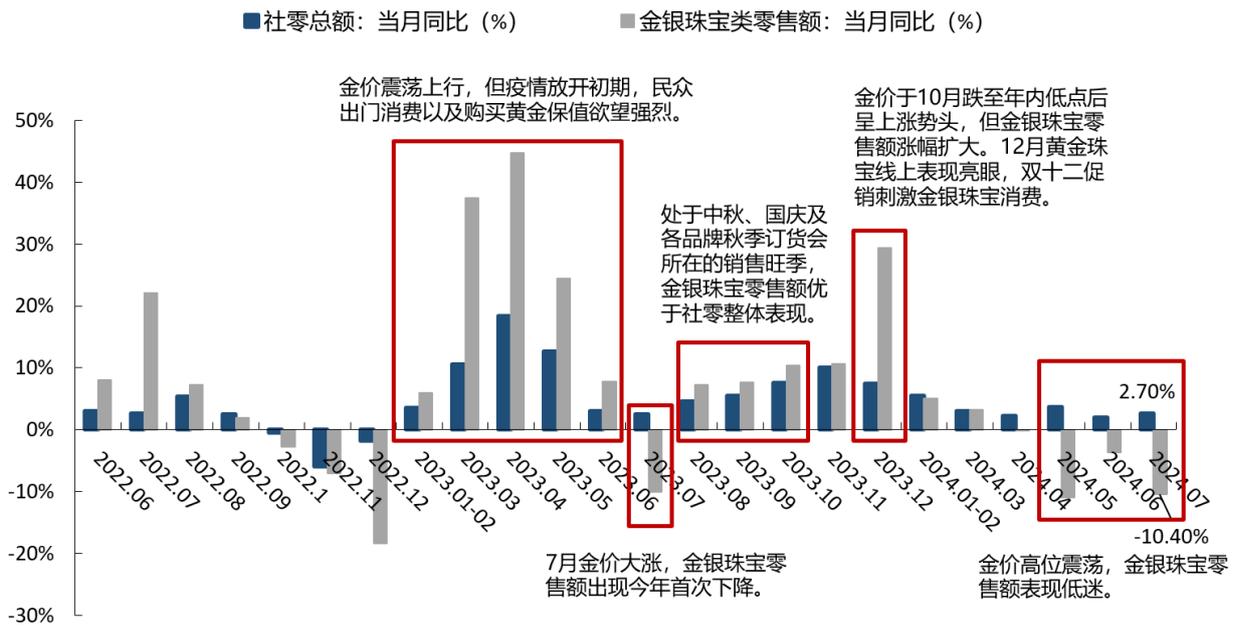
2024 年 3 月之后金价急涨令终端消费承压。进入 3 月，金价急速上涨，从 3 月初到 4 月中旬，上海金交所金价从 480 元涨至接近 570 元，金价急速上涨使得消费者预期金价短期涨幅过大之后可能会出现回调，从而产生较重的观望情绪，从社零数据可以看到，5-7 月份金银珠宝同比增速出现了明显的下滑，且明显弱于社零整体增速。

图1：2022 年以来金价复盘



数据来源：wind，东吴证券研究所

图2：社零金银珠宝消费



数据来源：wind，东吴证券研究所

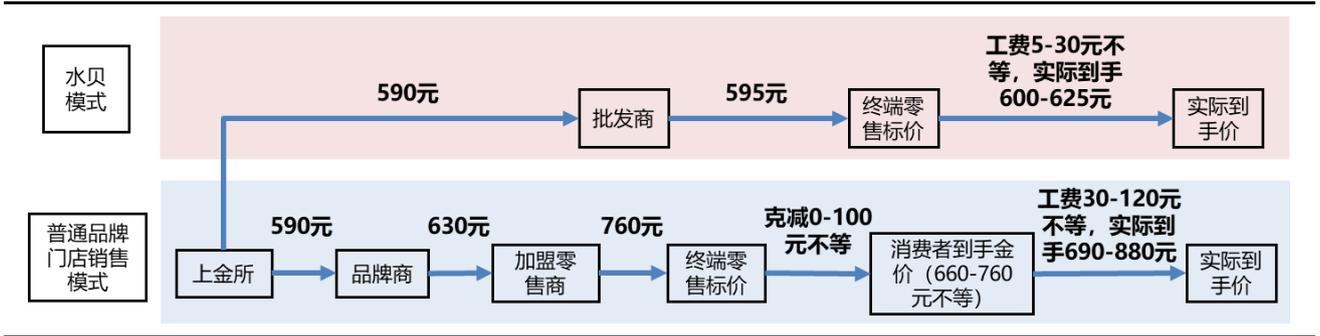
2. 黄金珠宝行业品牌壁垒较深，格局稳定

长期来看黄金价格上涨，黄金珠宝产业链上所有环节都长期受益：对于克重黄金而言，从上金所的黄金到终端消费者会经过品牌商，生产商，加盟商，消费者等多个环节，每个环节会有一定比例的加价。金价上涨，从上金所至终端零售标价均会大致同比例上涨，不同品牌或因成本加成或固定单克使用费的模式的不同略有差异。因此虽然短期终端零售会受到金价急速上涨的扰动，但长期来看黄金价格上涨，黄金珠宝产业链上所有环节都长期受益。

从行业属性来看，黄金珠宝品牌格局非常稳定，品牌力的势能和壁垒非常高，开店节奏和天花板与品牌能效高度相关，我们认为，开店本身是释放品牌力的过程，而非品牌力形成的过程。水贝模式兴起多年，并未有太多强认知的黄金珠宝品牌出现，也反映出黄金珠宝品牌的壁垒之高。而“品牌使用费”的弹性，一定程度上也是取决和反映了该黄金珠宝品牌的品牌力情况。

从商业模式来看，黄金珠宝品牌商主要采用加盟模式，自营门店占比较少，经营模式较轻，主要赚的是周转的钱，库存风险较小。

图3: 克重黄金珠宝产业链价值分布 (以一克黄金 590 元计算)



数据来源: 东吴证券研究所绘制

3. 老凤祥复盘: 如何成为 10 倍股

3.1. 老凤祥股价复盘: 过去 15 年累计收益率达到约 862%

自 2009 年 8 月“中国铅笔”完成重大资产重组, 证券名称变更为“老凤祥”以来, 公司股价从约 9 元/股涨至最高 86.58 元/股, 15 年累计涨幅达到约 862%。

分阶段来看, 老凤祥的股价涨跌主要来自于以下几种情况:

1) 金价持续上涨时, 公司股价大多情况下也会跟随上涨, 除了 2009 年因为重大资产重组, 公司更名带来一波大涨之后, 2011 年大涨, 2012 年回调, 2013 年触底反弹, 以及 2023 年大涨和 2024 年的大幅回撤均跟金价涨跌, 以及金价波动后带来的业绩波动相关。

2) 金价震荡时, 公司由于估值低分红稳定业绩稳定, 股价也有不错的表现。当金价处于震荡区间时, 由于公司估值低, 分红稳定, 以及公司业绩释放节奏的因素, 公司股价在每年的年末至下一年的 Q2, 均有一波行情, 主要因为估值切换, 春节销售旺季数据催化, 以及国企业绩开门红。

3) 渠道扩张加速也是公司股价的重要催化之一, 具体表现在 2018 年当渠道扩张加速的时候, 公司股价也将迎来一波行情。

图4：老凤祥股价复盘

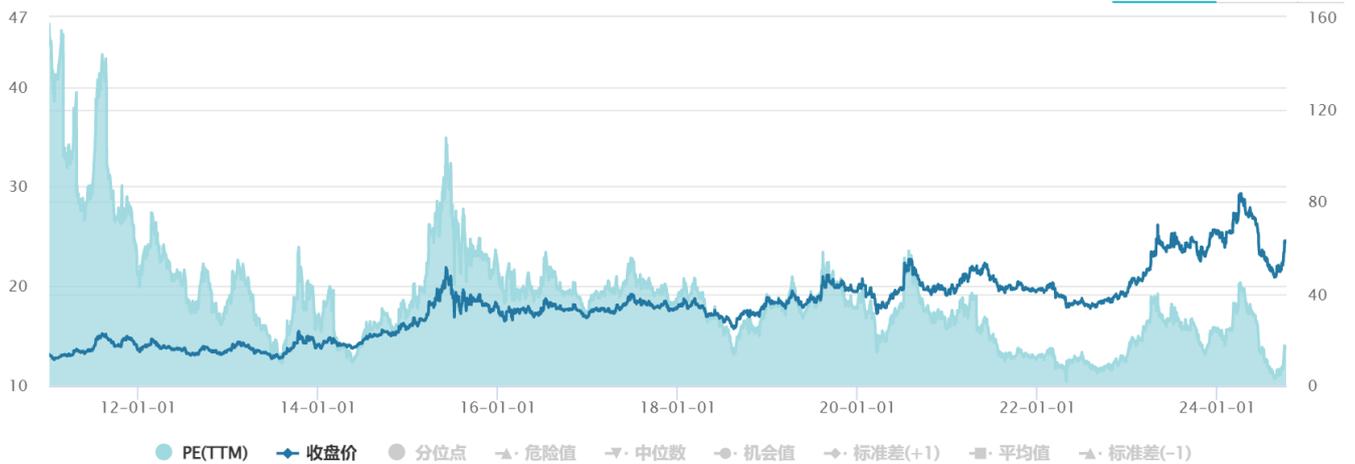


数据来源：wind，东吴证券研究所

复盘老凤祥的估值变化，2009年重大资产之后，由于公司资产注入，业绩持续维持高速增长，整体估值也在从高位逐步消化，从2012年开始，PE(TTM)已经回到了25倍以内，股价在2013年6月达到低点时PE(TTM)也回调到了12倍。

公司历史PE(TTM)极少触及10倍及10倍以下，最新PE(TTM)处于历史约15.75%的分位水平，历史上给到45%回撤的情况较少，目前属于预期比较悲观：在2015年牛市的最高点，公司PE(TTM)曾达到了30倍的水平，后进入2016年-2019年中的震荡期，PE(TTM)也在18-22倍之间震荡，2020年之后，虽然受疫情影响，但PE(TTM)也较少处于15X以下，在2022年封控期间达到了历史估值低位10X的水平，后随着金价上涨，业绩修复，迎来了戴维斯双击，PE(TTM)修复到最高时的20X，但随着2024年以来金价急涨对销售带来的影响，PE(TTM)估值又回到了历史低位10X左右的水平。截至2024年10月17日，老凤祥PE(TTM)为12倍，处于自2010年以来的历史分位约4.5%的水平。

图5: 老凤祥 2011 年以来的 PE (TTM) 变化

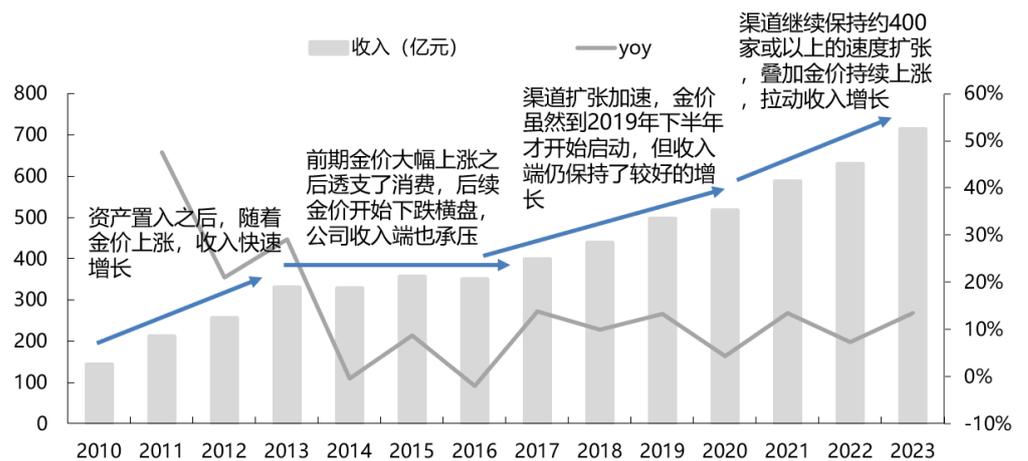


数据来源: wind, 东吴证券研究所

3.2. 老凤祥收入利润复盘: 金价上涨+渠道扩张时公司收入利润的主要驱动力

我们复盘老凤祥的历史收入和利润情况, 其收入增长主要来自于金价和渠道拓店, 金价缓慢上涨, 推动终端动销, 金价大幅下跌或在低位横盘时, 销售端也相对比较平稳, 没有明显的增长, 2017 年之后公司开始加速渠道扩张, 每年净增门店数超过 300 家, 其中 2022 年超过 600 家。从而拉动了收入的快速增长, 此时再叠加金价上涨, 公司收入增长进一步放大。

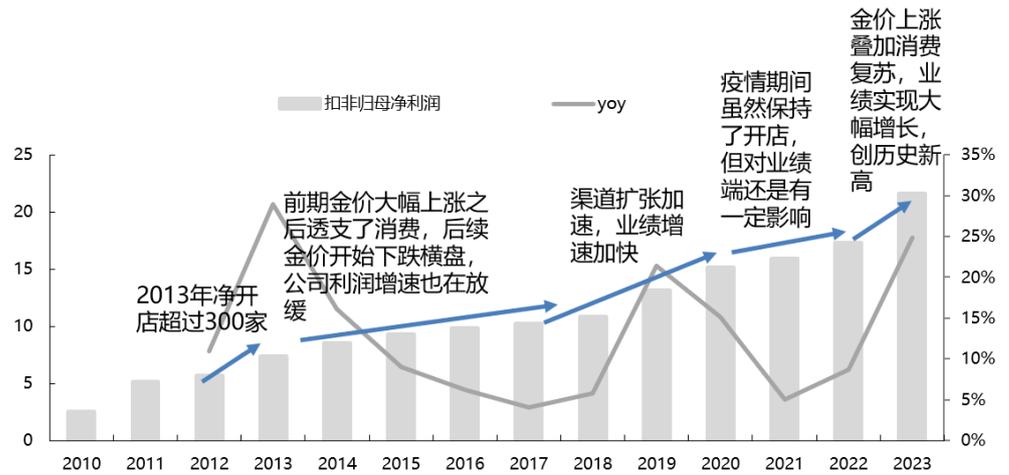
图6: 老凤祥 2010 年以来收入复盘



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从业绩复盘来看, 主要也是渠道扩张和金价上涨对业绩的拉动更为明显。主要因为经营杠杆, 以及可以享受金价上涨带来的库存收益。

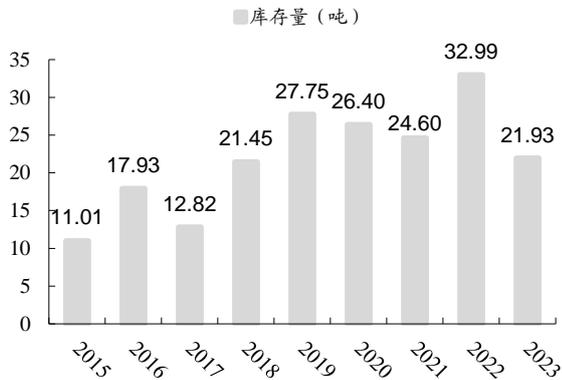
图7：老凤祥 2010 年以来扣非归母净利润复盘（亿元，yoy）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

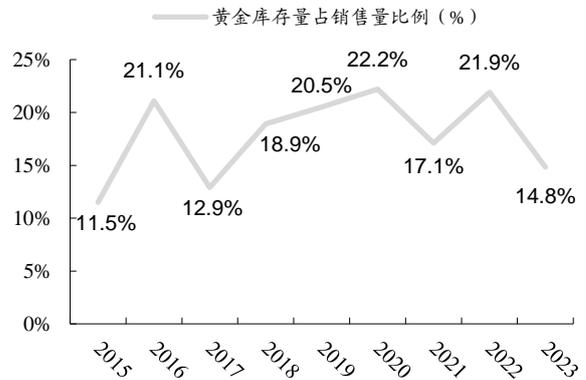
黄金库存收益带来业绩弹性：老凤祥的黄金珠宝销售主要为批发模式，加盟商主要通过一年四次的订货会拿货，在订货会前 1-2 个月，公司会开始采购储备黄金，公司会主要采用黄金租赁的模式采购备货，一方面黄金租赁的资金成本更低，另一方面也能对金价的波动形成一定程度的对冲，但考虑到公司账面上还是有黄金的库存，同时公司会通过黄金交易摊薄采购成本，因此在金价上涨时，公司能够享受一定的正收益，从而带来业绩弹性。

图8：2015-2023 年老凤祥黄金库存量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2015-2023 年老凤祥黄金库存占销售量比例



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 品牌壁垒高，品牌认知度高使得公司具备穿越周期的能力

老凤祥历史悠久，品牌价值处于同行业的领先地位。自创立之初，老凤祥品牌距今已有 175 年的历史。2022 年，“老凤祥”品牌第 18 次蝉联世界品牌大会“中国 500 最具价值品牌”，位居第 180 位，品牌价值达 454 亿元。2022 年，老凤祥再度入选由德勤发布的“全球奢侈品企业百强榜”，较 2021 年上升 3 名，荣列第 12 位，是排名上升

最快的企业之一。在“2022 全球高档和奢侈品牌价值 50 强”排行榜中，老凤祥位列 28 位，成为大中华地区珠宝首饰行业唯一入选的中国品牌，彰显了强大的品牌力量。

图10: 老凤祥品牌价值

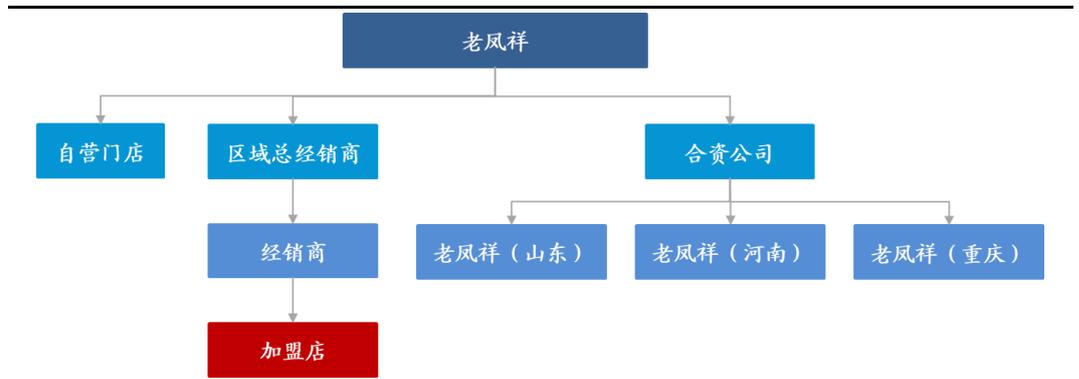


数据来源: 德勤, 世界品牌实验室, Brand Finance, 东吴证券研究所

3.4. 掌握核心渠道资源也是老凤祥长期能够业绩稳定增长的重要因素

掌握核心加盟商资源: 老凤祥作为我国较早实现了全国渠道布局的黄金珠宝品牌, 已经较早地掌握了核心省份的黄金珠宝加盟商资源, 与加盟商之间保持了较好的合作关系, 也形成了较深的利益绑定, 同时老凤祥在加盟商管理层面也保持了一定的灵活度, 在行业上行和下行期间均能够较好地分配好跟加盟商之间的利益。

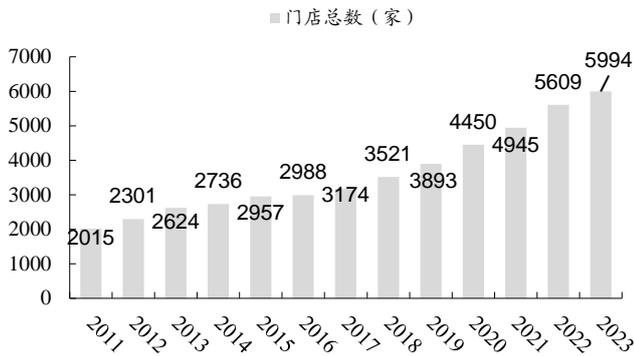
图11: 老凤祥掌握了核心的加盟商资源



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

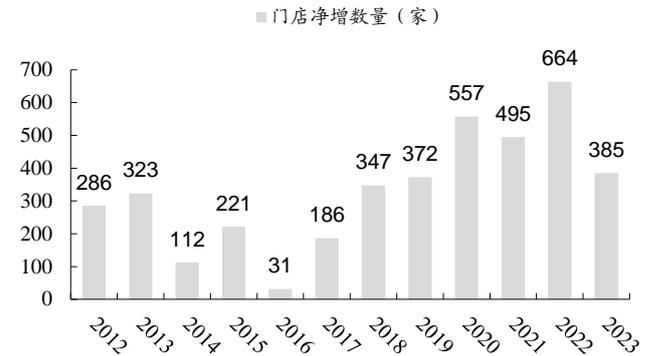
2018 年以来保持快速开店: 公司 2014 年以来因此金价大幅下跌, 黄金珠宝消费在前期出现了一定的透支, 因此整个黄金珠宝行业也在出清, 公司也放慢了渠道扩张的脚步, 从 2018 年开始, 金价已经震荡了 3 年左右时间, 品牌端也有一定的出清, 公司加速了开店了步伐, 渠道总门店数从 3000 家+扩张至 2023 年末的近 6000 家水平。公司渠道能够实现快速扩张, 一方面得益于公司较早地抓住了核心加盟商资源, 另一方面也来自于老凤祥作为百年老品牌在消费者心目中享有了较高的品牌认知。

图12: 2011-2023 老凤祥门店总数



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图13: 2012-2023 老凤祥门店净增数量

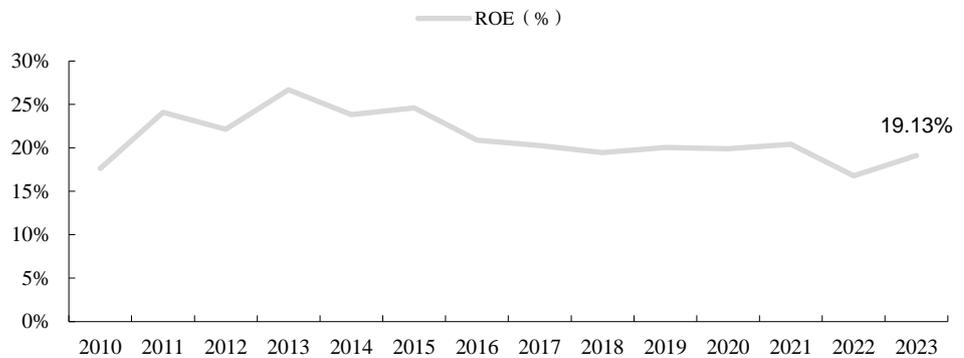


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.5. 公司周转快 ROE 高, 分红率高, 是较好的防御标的

公司 ROE 维持在较高水平, 为股东创造持续稳定的回报。公司以批发模式为主, 虽然利润率不高, 但公司资产周转较快, 使得整体 ROE 维持在较高的水平, 除了 2022 年受到了封控的影响, 2016 年以来, 公司 ROE 维持在 19% 以上, 为股东创造持续稳定的回报。

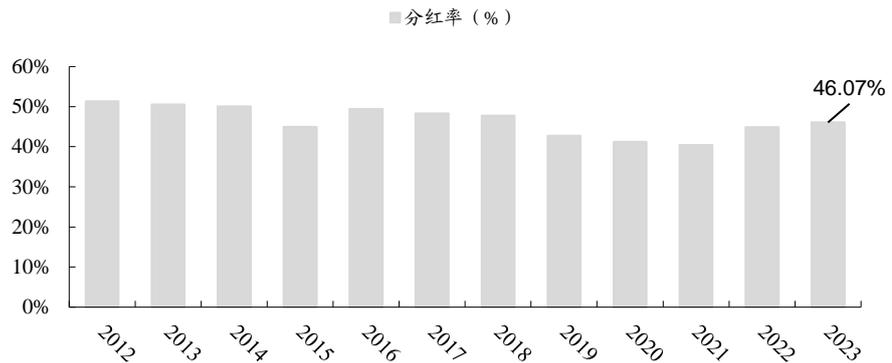
图14: 2010-2023 年老凤祥 ROE (摊薄)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司分红率维持高位, 股息率保持稳定。2023 年, 公司现金分红金额 (含税) 为 10.2 亿元, 合计分红金额占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 46.07%。从历史来看, 公司每年保持了稳定的分红, 持续回馈股东, 目前公司估值处于历史较低位置, 对应股息率也是处于较高的水平。

图15: 2012-2023 年老凤祥分红率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

考虑到 2024 年金价处于高位之后终端动销承压，我们同店收入将有一定下滑。新开门店方面，我们预测公司 2024-2026 年净增门店 300/300/300 家。综上，我们预计公司 2024-2026 年收入 730/796/854 亿元，同比增速 2%/9%/7%。

由于金价上涨，公司可享受一部分的库存收益，我们预计公司 2024 年毛利率将有所提升，2025-2026 年毛利率基本维持不变。

费用率方面，我们预计公司 2024 年销售费用率随着规模的增长，小幅优化，管理费用率略有提升。综上，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 23.4/26.2/28.6 亿元，同比增速 5.7%/11.9%/9.3%。

老凤祥作为我国较早完成上市和全国化布局的黄金珠宝品牌，在完成重组之后为资本市场投资者带来了丰厚的收益，虽然股价短期有波动，但长期来看公司凭借以下因素保持了持续收益：

- 1) 百年黄金老品牌，品牌力强，品牌认知度高；
- 2) 掌握了核心加盟商资源，与加盟商保持良好的合作共赢模式，利益绑定，共同发展；
- 3) 在黄金交易层面有丰富的经验，能够享受部分金价上涨带来的库存收益；
- 4) 分红稳定，持续为股东创造价值

公司最新收盘价对应 2024-2026 年 PE 为 12/11/10 倍，我们选取 A 股其他黄金珠宝公司作为可比公司，2024 年行业平均 PE 为 11 倍，我们认为老凤祥品牌认知度高，加盟商资源强，可享有一定的溢价，维持“买入”评级。

表1: A股黄金珠宝公司估值表

代码	简称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润(亿元)			PE		2023 年分 红率	最新股息 率	估值历史 分位
				2023	2024E	2025E	2024E	2025E			
600612.SH	老凤祥	288	54.98	22.14	23.41	26.20	12	11	46%	3.5%	4%
002867.SZ	周大生	129	11.75	13.16	13.90	15.69	9	8	78%	8.0%	5%
002345.SZ	潮宏基	44	4.92	3.33	3.83	4.54	11	10	67%	5.1%	5%
600916.SH	中国黄金	149	8.89	9.73	10.53	11.82	14	13	78%	5.1%	6%
605599.SH	菜百股份	83	10.61	7.07	7.43	8.41	11	10	77%	6.6%	5%
行业平均							11	10			

数据来源: wind, 东吴证券研究所, 数据更新至2024年10月17日, 上述公司盈利预测来自东吴证券研究所, 估值历史分位为2010年1月1日以来水平。

5. 风险提示

金价波动风险: 金价急速上涨会对黄金珠宝的终端动销产生负向影响, 从而影响加盟商资金回款, 拿货意愿, 从而进一步影响上市公司收入和利润率。

渠道扩张不及预期: 金价处于高位, 加盟商开店铺货成本增加, 或导致其开店意愿下降, 从而使得上市公司开店不及预期, 影响收入利润。

居民消费能力较弱的风险: 虽然黄金珠宝有一定的投资保值属性在, 但考虑到仍有消费属性在, 而短期内消费大环境承压, 消费者消费能力和消费意愿下降, 或影响终端动销, 从而影响上市公司收入利润。

行业竞争加剧的风险: 由于终端动销变慢, 行业竞争加剧, 可能会出现被迫降低折扣的情况, 从而影响上市公司利润。

老凤祥三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	23,046	25,594	29,305	33,325	营业总收入	71,436	73,012	79,597	85,378
货币资金及交易性金融资产	9,613	11,477	13,981	16,939	营业成本(含金融类)	65,505	66,825	72,841	78,128
经营性应收款项	369	378	412	442	税金及附加	257	219	239	256
存货	12,328	12,994	14,163	15,192	销售费用	1,054	1,059	1,154	1,238
合同资产	0	0	0	0	管理费用	490	584	557	512
其他流动资产	737	745	749	752	研发费用	37	37	40	43
非流动资产	1,287	1,289	1,296	1,302	财务费用	141	25	25	25
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	160	146	159	171
固定资产及使用权资产	728	732	736	741	投资净收益	(158)	(168)	(159)	(171)
在建工程	67	67	67	67	公允价值变动	48	0	0	0
无形资产	53	56	59	61	减值损失	(77)	(70)	(70)	(70)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	42	0	0	0
长期待摊费用	150	150	150	150	营业利润	3,968	4,172	4,672	5,106
其他非流动资产	289	283	283	283	营业外净收支	11	18	18	18
资产总计	24,334	26,883	30,601	34,627	利润总额	3,979	4,190	4,690	5,124
流动负债	10,083	9,430	9,570	9,694	减:所得税	1,004	1,056	1,182	1,291
短期借款及一年内到期的非流动负债	6,668	5,957	5,957	5,957	净利润	2,975	3,134	3,508	3,833
经营性应付款项	504	501	546	586	减:少数股东损益	761	793	887	970
合同负债	374	365	398	427	归属母公司净利润	2,214	2,341	2,620	2,863
其他流动负债	2,537	2,606	2,668	2,723	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.23	4.48	5.01	5.47
非流动负债	516	512	512	512	EBIT	4,177	4,215	4,714	5,149
长期借款	200	200	200	200	EBITDA	4,417	4,218	4,717	5,152
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	8.30	8.47	8.49	8.49
租赁负债	248	248	248	248	归母净利率(%)	3.10	3.21	3.29	3.35
其他非流动负债	69	65	65	65	收入增长率(%)	13.37	2.21	9.02	7.26
负债合计	10,599	9,942	10,083	10,206	归母净利润增长率(%)	30.23	5.73	11.92	9.26
归属母公司股东权益	11,574	13,986	16,677	19,610					
少数股东权益	2,161	2,954	3,842	4,811					
所有者权益合计	13,735	16,941	20,518	24,421					
负债和股东权益	24,334	26,883	30,601	34,627					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	7,212	2,759	2,680	3,146	每股净资产(元)	22.13	26.74	31.88	37.49
投资活动现金流	(306)	(160)	(151)	(163)	最新发行在外股份(百万股)	523	523	523	523
筹资活动现金流	(3,174)	(735)	(25)	(25)	ROIC(%)	15.04	14.27	14.03	13.34
现金净增加额	3,737	1,864	2,504	2,959	ROE-摊薄(%)	19.13	16.74	15.71	14.60
折旧和摊销	240	2	3	4	资产负债率(%)	43.56	36.98	32.95	29.47
资本开支	(149)	8	8	8	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.99	12.28	10.98	10.05
营运资本变动	3,585	(626)	(1,067)	(938)	P/B(现价)	2.48	2.06	1.72	1.47

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>