

宏观深度报告 20260128

公积金改革可以撬动多少消费？

2026年01月28日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 占烁

执业证书：S0600524120005

zhansh@dwzq.com.cn

■ **核心观点：公积金改革可以释放多少消费潜力？** 公积金改革释放消费潜能的主要途径在于降低居住成本，节省更多资金用于消费。通过三条具体路径降低居住成本。一是租房提取扩容，通过降低门槛和放松限额，我们预计长期可增加提取 3214 亿元；二是拓展使用范围，比如允许提取公积金用于装修、物业费及水电燃料费，我们预计可盘活存量资金 1803 亿元；三是进一步降低贷款利率，假设下调 0.5 个百分点，可节省利息支出约 134 亿元。三项合计可释放约 5151 亿元资金，按 70% 的消费倾向计算，理论上可拉动 3606 亿元消费，提升居民消费增速 0.7 个百分点。

■ **一、公积金改革是适应房地产新发展模式的结构性重构。** 公积金改革的本质是配合房地产市场从“增量扩张”向“存量运营”转轨，旨在实现制度功能的根本性重构。旧模式下，公积金作为强制储蓄工具主要服务于购房和稳定就业群体，在一定程度上挤出了消费；新发展模式要求公积金降低门槛，从“重购轻租”转向“租购并举”及居住全周期覆盖。

■ 二、公积金现状与六大改革方向

■ **1、稳定刚需，给多孩家庭更高贷款上限。** (1) **现象：** 公积金缴纳者的购房需求比市场整体更稳定，公积金贷款降幅远小于商品房销售降幅（-6.6%VS-44.4%）。(2) **改革方向：** 精准支持刚需，将贷款额度与生育政策挂钩，二孩三孩家庭额度上浮。

■ **2、民企覆盖率偏低，有待扩容。** (1) **现象：** 公积金整体覆盖率提升，但私营及其他企业覆盖率仍远低于国企，以企业覆盖面计算，民企为 8.8%、以职员覆盖面计为 30.4%，均低于国企。(2) **改革方向：** 推行“低门槛、过渡期”机制，允许小微民企起步阶段以低费率（如 3%）缴纳，并设定 3-5 年过渡期逐步达标。

■ **3、盘活沉淀资金，提高资金使用效率。** (1) **现象：** 资金使用效率低，“缴存-提取”差额扩大，加上贷款净增额减少，导致闲置资金累积近 2.9 万亿。(2) **改革方向：** 从重购轻租到居住消费全覆盖，盘活沉淀资金，推动“商转公”落地，并探索提取用于装修、物业费等，疏通资金出口。

■ **4、扩围新市民：增强灵活就业人员参与度。** (1) **现象：** 灵活就业人员参与度极低，仅占实缴职工的 1.24%。(2) **改革方向：** 增强制度适应性，解决跨省账户衔接痛点，打破按月定额限制，允许按季或按年灵活缴纳。

■ **5、地区错配：跨区域统筹，进一步推进异地互认互贷。** (1) **现象：** 资金“早涝不均”，部分地区资金闲置，贷款和提取双低，而另一部分地区资金使用率太高，资金紧张。(2) **改革方向** 是推进跨区域统筹，深化异地互认互贷，将闲置地区的资金通过异地互认互贷调度至资金紧缺地区，实现“削峰填谷”。

■ **6、老龄化影响。** (1) **现象：** 离退休提取规模增长，2024 年占比升至 24.8%，长期将冲击资金池充裕度。(2) **改革方向** 是扩充资金来源，在老龄化影响较大的城市探索打通住房维修基金、国有住房租赁资产收益等多元渠道。

■ **风险提示：** (1) 改革内容和推进节奏不及预期，目前公积金更多用于住房消费，要拓展到其他居住领域，如物业费、装修等，大多还是地区性政策。(2) 如果其他因素出现变化，改革对消费的实质影响可能没有那么大。(3) 房地产市场出现新的变化。

相关研究

《“雨带北移”或推动 2026 年水利相关投资录得较高增长》

2026-01-28

《如何以量化策略增厚信用债收益？——多资产系列报告（三）》

2026-01-27

内容目录

1. 公积金改革可以释放多少消费潜能?	4
1.1. 改革方向: 从旧模式到新发展模式.....	4
1.2. 公积金改革可以释放多少消费潜能.....	5
2. 公积金现状和六大改革方向	7
2.1. 稳定刚需: 公积金缴纳者的购房需求更稳定.....	7
2.2. 扩容民企: 公积金覆盖率逐渐提升, 但民企覆盖率不足.....	8
2.3. 盘活存量: 资金使用效率低, 存在大量沉淀资金.....	9
2.4. 扩围新市民: 增强灵活就业人员参与度.....	11
2.5. 地区错配: 跨区域统筹, 推进异地贷款.....	12
2.6. 老龄化影响: 离退休提取有所增长.....	14
3. 风险提示	16

图表目录

图 1: 公积金改革要适应房地产发展模式的转变.....	4
图 2: 近几年租房提取快速增长.....	6
图 3: 租房提取金额的增长来自于覆盖面扩容和人均金额提升两方面.....	6
图 4: 公积金贷款降幅小于商品房销售额.....	8
图 5: 按缴纳单位数量看公积金覆盖面.....	9
图 6: 按照就业人数看公积金覆盖率.....	9
图 7: 2021 年后公积金的个贷率下降.....	10
图 8: 2021 年后年度结余资金明显增加.....	11
图 9: 2021 年后公积金资金不断累积.....	11
图 10: 2024 年全国和部分城市的灵活就业人员占实缴职工的比例.....	12
图 11: 公积金存在地区错配（如左下和右上象限）.....	13
图 12: 离退休提取资金近几年上升.....	14
图 13: 离退休提取资金占每年总提取的比例近几年上升.....	15

1. 公积金改革可以释放多少消费潜能？

1.1. 改革方向：从旧模式到新发展模式

2025年12月中央经济工作会议提出“深化住房公积金制度改革”，随后12月24日召开的全国住房城乡建设工作会议对此作出部署。

公积金改革的本质是配合房地产市场从“增量扩张”的旧模式向“存量运营”的新模式转轨，实现制度功能的根本性重构。

在旧模式下，公积金主要解决住房总量短缺问题，作为强制储蓄工具，且主要覆盖稳定就业群体，通过“高提取门槛、重购轻租”的制度设计，将居民购买力锁定于购房市场，强制储蓄对居民消费形成了一定程度上的挤出效应；同时，土地财政是本土化的，所以公积金也主要服务于当地的房地产市场。

在新发展模式下，解决结构性短缺和降低居住成本更加重要。存量房时代租购并举更加重要，要求公积金降低提取门槛，资金从买房分流至租房等领域。同时，解决了住房总量短缺问题后，需要重点解决结构短缺问题，面向人口流入地区的新市民住房需求，公积金覆盖面扩大至灵活就业人员。从财税来看，土地财政对公积金服务本地的约束有所减弱，异地贷款可以逐渐放开。从消费来看，在告别住房短缺后，此前长期通过强制储蓄方式锁定的购买力，也能更多释放到消费领域。

图1：公积金改革要适应房地产发展模式的转变

	旧发展模式的公积金	新发展模式的公积金
资金流向	资金流向新建商品房	分流向租赁、存量房等
提取门槛	高门槛，服务于买房	降低门槛，允许租房、装修、物业费等
覆盖人群	稳定就业者	扩容至灵活就业等新市民
跨区域流动	土地财政下的属地割裂	后土地财政时代，放开异地贷款
消费影响	强制储蓄，一定程度上挤出消费	降低生活成本，释放消费活力

数据来源：东吴证券研究所绘制

1.2. 公积金改革可以释放多少消费潜能

公积金改革释放消费潜能的核心机制，在于“现金流的替代效应”。必须认识到，公积金作为一种强制性的住房专项储蓄，其资金流向是被锁定的，难以流向住房之外的领域。要实现促消费的目标，不能指望公积金直接变为消费资金，而是通过改革，让公积金在居住领域承担更多支付责任，降低居民生活成本，从而有更多的钱用于其他消费。

基于公积金“免税工资、强制储蓄、低息互助”的制度特征，改革应聚焦于“盘活存量”与“降低负债”两条主线。一方面，相比于难以撬动的超 160 万亿¹居民存款，公积金体系内约 10 万亿²的沉淀资金具有更强的政策可控性，通过放宽提取限制，如租房、装修等，可有效激活这部分强制储蓄；另一方面，充分利用公积金的低息优势，可以直接降低居民的利息支出负担。通过“盘活存量”与“降低负债”，从资产端和负债端双向发力，从而释放出真实的消费购买力。

我们测算了三个主要的改革路径，带来的消费潜能释放效果。

一是租房提取扩容。租房提取扩容体现为两个方面，一方面是降低门槛，带来租房提取人数的增加；另一方面是放松租房提取限额，按照实际房租提取公积金。

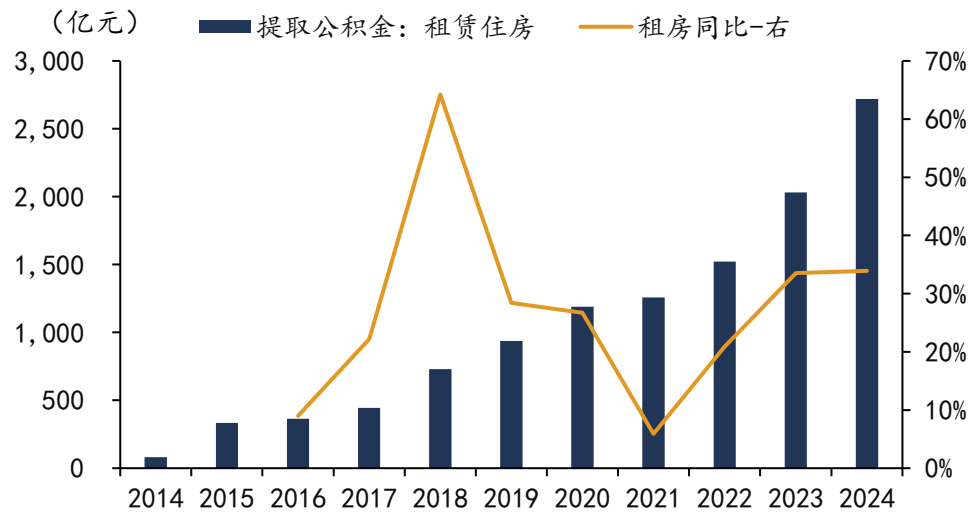
过去两年，租房提取公积金总额每年增长 34% 左右，提取人数增加贡献三分之二的增速，人均提取金额扩张贡献三分之一的增速。如 2024 年租房提取金额为 2720 亿元，同比增长 33.9%，其中提取人数 2257 万人，增长 22.3%，人均提取金额 1.2 万元，增长 9.5%。

长期来看，租房提取规模可能增加 3214 亿元、增长 1.2 倍。2024 年公积金缴纳人数 1.76 亿人，按照第七次人口普查的结果我国租房占比为 21.1%，对应其中 3720 万人租房，在 2024 年公积金租房人数基础上增长 65%。假设按前几年规律，人均提取金额增速为租房人数增速的一半，那么中长期将能从 2024 年的 2720 亿元增长到 5934 亿元，增加 3214 亿，增幅 1.2 倍。

¹ 2025 年 12 月

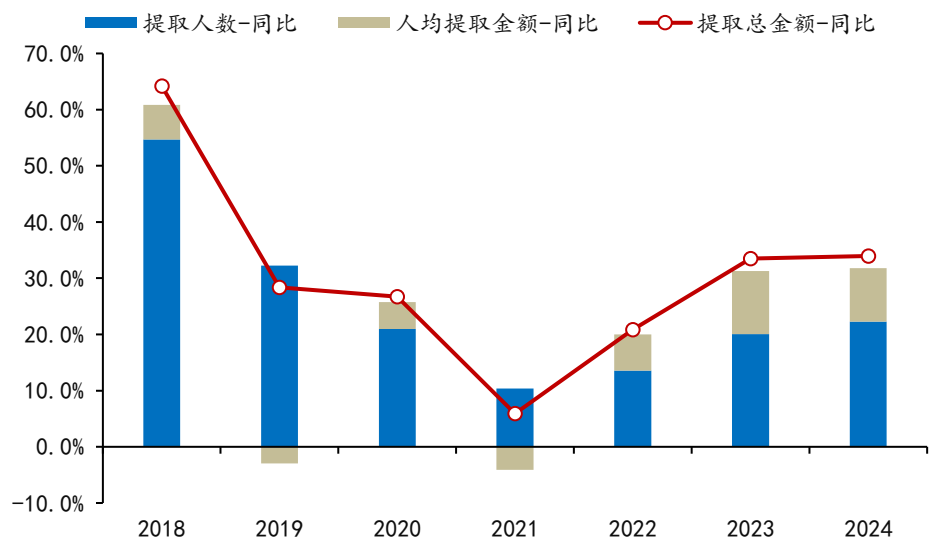
² 截至 2024 年底

图2：近几年租房提取快速增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：租房提取金额的增长来自于覆盖面扩容和人均金额提升两方面



数据来源：Wind，东吴证券研究所

二是拓展使用范围，盘活存量资金。目前公积金在购房、租房之外的用途较少，致使资金使用效率较低。如果改革将公积金扩展到更广义的居住用途，如可提取公积金用于水电燃料费、装修、物业费，将能盘活大量存量资金，同时减轻居民生活成本，节省更多资金用于消费。

我们以装修和水电燃料费为例来做一个测算。

装修：230 万人，按照 500 元/平米、上限 5 万元/人，考虑到部分双职工缴纳公积金情况，按 60% 计算， $230 \text{ 万} \times 5 \text{ 万元} \times 60\% = 690 \text{ 亿元}^3$

提取水电燃料费： $1054 \text{ 元/人} \times 1.76 \text{ 亿} \times 60\% = 1113 \text{ 亿元}。^4$

加起来 $1113 + 690 = 1803 \text{ 亿元}$

三是进一步降低公积金贷款利率。按照 2024 年公积金年报，贷款余额为 8.07 万亿元。目前 5 年以上的公积金贷款利率为 2.6%，假设再降低 0.5 个百分点，可以节省 403 亿元利息支出。考虑到大部分还贷是在公积金系统内封闭进行，假设三分之一的还贷涉及公积金之外的商贷，那么可以节省 134 亿现金流支出。

以上三项加总： $3214 + 1803 + 134 = 5151 \text{ 亿元}$

按照 70% 消费倾向计算，可以拉动 3606 亿元消费，2024 年居民消费 53.86 万亿，拉动 0.7 个点居民消费增速。

2. 公积金现状和六大改革方向

2.1. 稳定刚需：公积金缴纳者的购房需求更稳定

公积金贷款降幅小于商品房销售额。尽管 2024 年商品住宅销售额相比 2021 年高点下降 44.4%，但是公积金贷款发放额同期仅下降了 6.6%，甚至 2023 年贷款发放 1.47 万亿，还要超过 2021 年的 1.4 万亿。

这表明公积金缴纳者的购房需求更稳定。一方面是公积金贷款除了新房之外，还有二手房，这几年二手房销量并没有明显下降，并且存在新房向二手房的转移趋势。比如 2024 年新建商品住宅销售面积同比下降 14.1%，但二手房网签面积却从 7.08 亿平⁵增至 7.18⁶亿平。另一方面，公积金缴纳者大多有相对稳定的就业和收入，也保障了其购房需求。

改革方向：精准支持刚需。针对缴存群体的稳定购房需求，不再搞“一刀切”的贷款上限，将公积金贷款与生育政策挂钩，对二孩、三孩家庭在最高贷款额度上给予 20%-30% 的上浮。

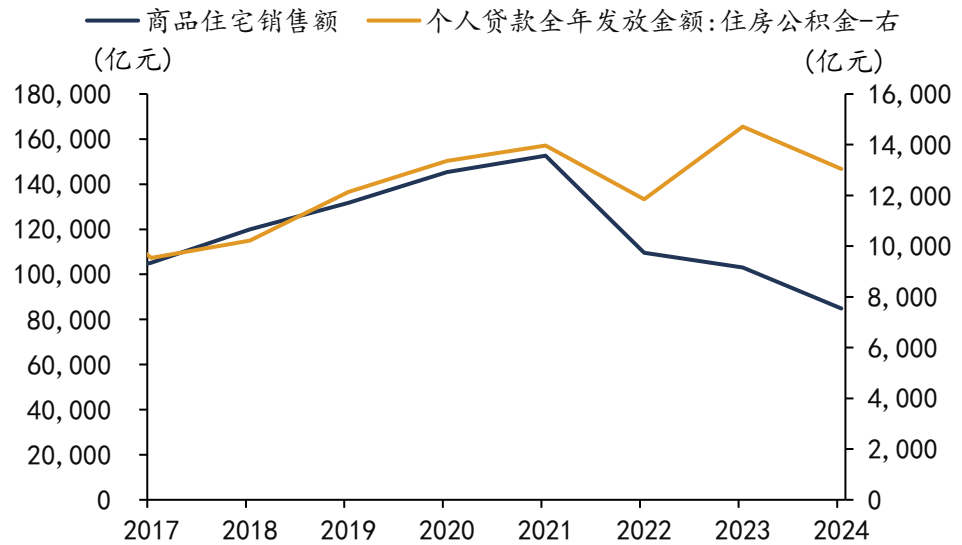
³ 230 万人是 2024 年购房提取数据，假设购房都需要装修；上限 5 万是参考各地试行规定；60% 是估算。

⁴ 1054 元是统计局住户调查 2023 年（最新）人均水电燃料支出，1.76 亿是公积金 2024 年缴纳人数，60% 是估算。

⁵ [中华人民共和国 2023 年国民经济和社会发展统计公报 - 国家统计局](#)

⁶ [中华人民共和国 2024 年国民经济和社会发展统计公报 - 国家统计局](#)

图4：公积金贷款降幅小于商品房销售额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

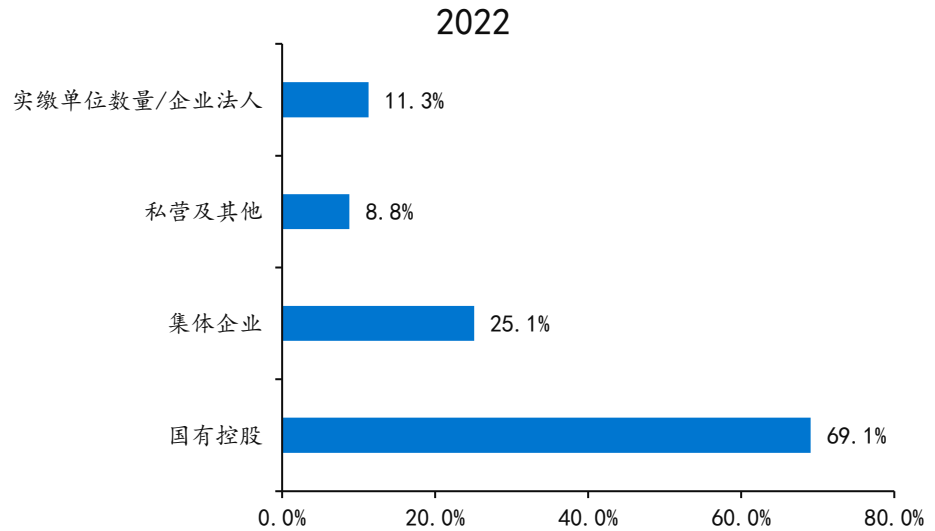
2.2. 扩容民企：公积金覆盖率逐渐提升，但民企覆盖率不足

2023年后，不再公布注册类型分类的缴纳单位情况。我们用2022年数据计算可以发现，2022年有452.7万个单位缴纳公积金，剔除非企业单位后，占全国企业法人单位的11.3%。分注册类型来看，各类企业的覆盖面分别为：国有企业69.1%、集体企业25.1%、私营及其他8.8%。

另一个角度是从就业人员来看，覆盖率要高得多。2024年我国公积金实缴职工数量为1.76亿人，按城镇就业4.73亿来看，覆盖37.2%的城镇就业人员。其中，非私营单位覆盖率为49.6%，私营和外资单位覆盖率为30.4%。

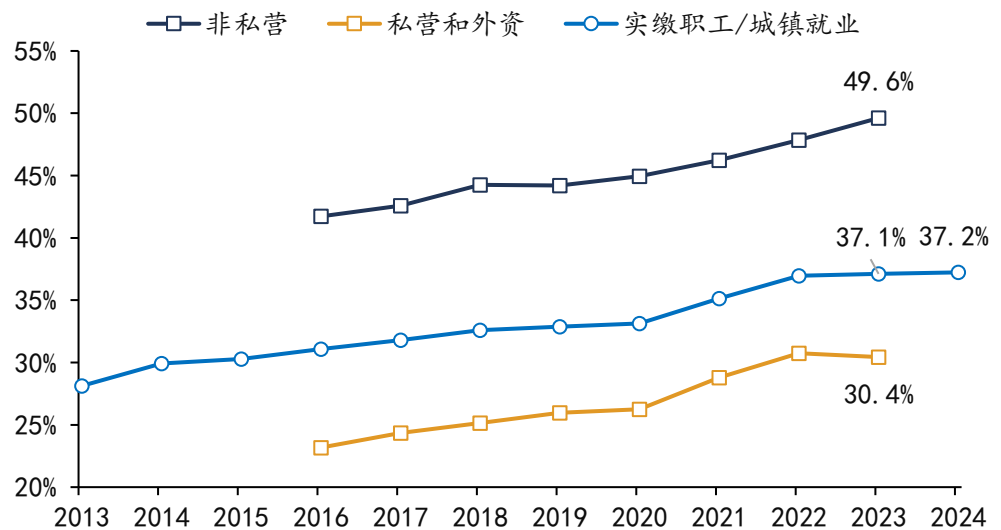
改革方向：推行“低门槛、过渡期”的公积金缴纳机制。对于小微民企，允许在起步阶段以低于5%（如3%）的费率缴纳公积金，设定3-5年的过渡期逐步达到法定下限，降低企业当期成本。

图5：按缴纳单位数量看公积金覆盖面



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：按照就业人数看公积金覆盖率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 盘活存量：资金使用效率低，存在大量沉淀资金

公积金的两个使用渠道，一是贷款，二是提取。如果有大量资金，既不用于贷款，也不被提取，那就意味着资金沉淀、使用效率低。

首先是提取率不高，2021年后公积金资金池每年新增约9100亿资金。2024年，我国公积金提取率为76.15%，缴存了3.6万亿，提取了2.8万亿公积金，二者的差额，变

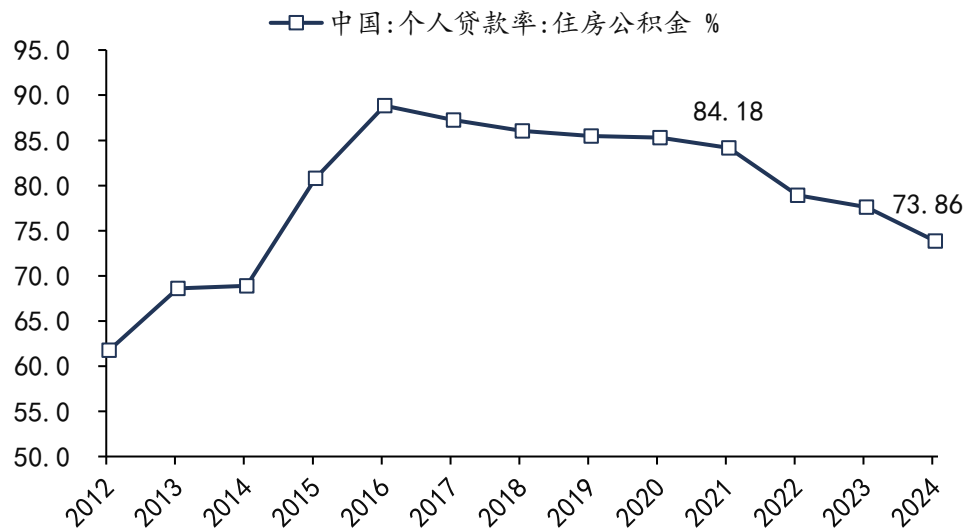
成资金池累积资金，即缴存余额增加 8663 亿元。2022-2024 年，“缴存-提取”差额年均 9100 亿左右，这代表着每年有近万亿新增的闲置资金。

其次是 2021 年后公积金个贷率降低，通过净贷款放出去的公积金资金减少。2021 年后，由于房地产市场压力加大，公积金个贷率明显下降，从 2021 年的 84.2% 降至 2024 年的 73.9%。个贷率的下降，意味着贷款余额的净增量是在下降的。2015-2021 年，地产销售较好的时候，贷款余额平均每年净增 6200 亿，2022-2024 年均值降至 3900 亿左右，2024 年只有约 2638 亿。

受上述提取和贷款两方面因素影响，2021 年后，公积金净留存资金不断增加，已近 2.9 万亿。将上述提取和贷款数据对冲分析，2024 年公积金资金池通过“缴存-提取”机制净留存了约 8663 亿元资金，而同期通过贷款业务仅净输出了约 2638 亿元资金。这意味着，仅在 2024 年一年内，就有超过 6000 亿元的新增资金被低效闲置，过去几年闲置资金不断累积，2024 年底已经接近 2.9 万亿。这意味着，对于公积金资金池而言，2021 年后，随着房地产市场的下行，存在“进水快、出水慢”的矛盾，资金使用效率降低，需要通过改革疏通资金出口。

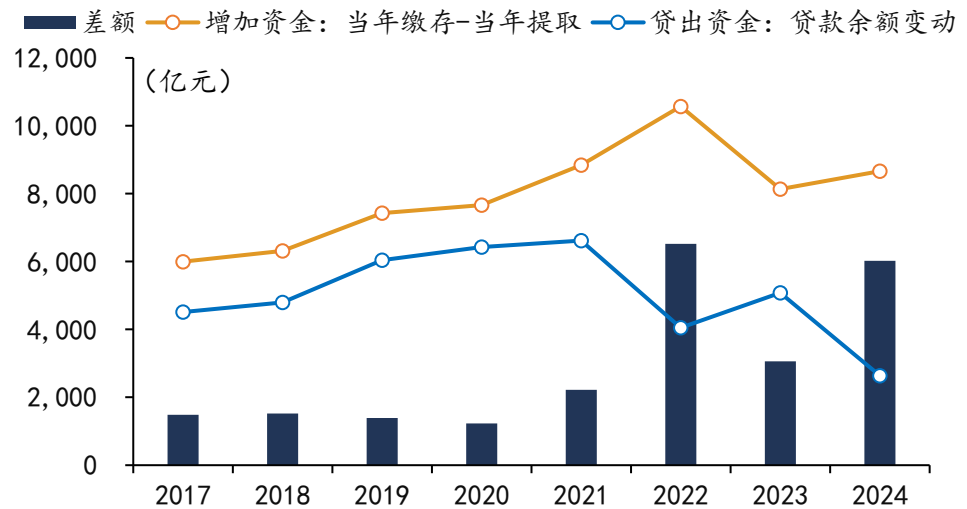
改革方向：从重购轻租到居住消费全覆盖，盘活沉淀资金。一是可以通过“商转公”来提高资金使用效率，在个贷率较低、净留存资金较多的城市，应尽快推动“商转公”落地。二是进一步降低租房提取的门槛，提高租房提取的金额上限，尽量按照实际租金提取房租。三是探索提取公积金用于装修、物业费、水电燃料费等渠道，让沉淀资金可以在更多领域发挥作用降低居住成本。

图7：2021年后公积金的个贷率下降



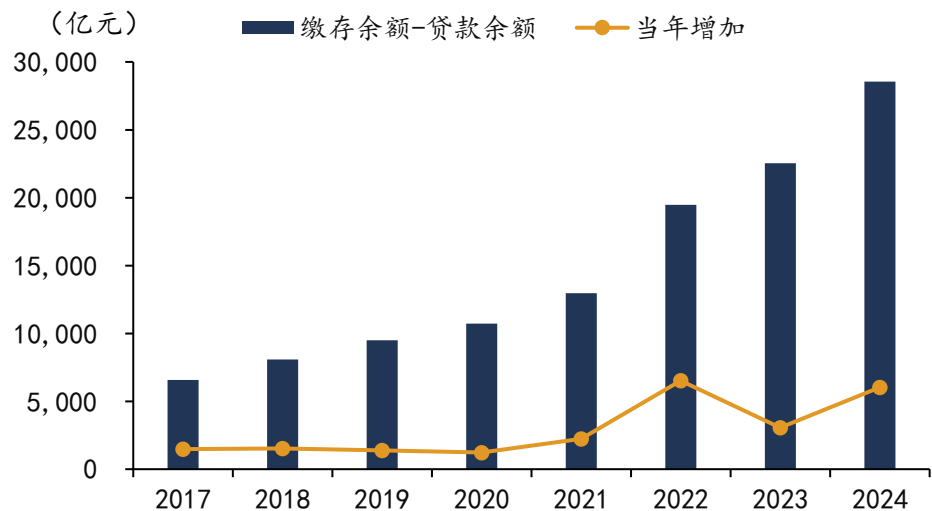
数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：个贷率=贷款余额/缴存余额

图8：2021年后年度结余资金明显增加



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2021年后公积金资金不断累积



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4. 扩围新市民：增强灵活就业人员参与度

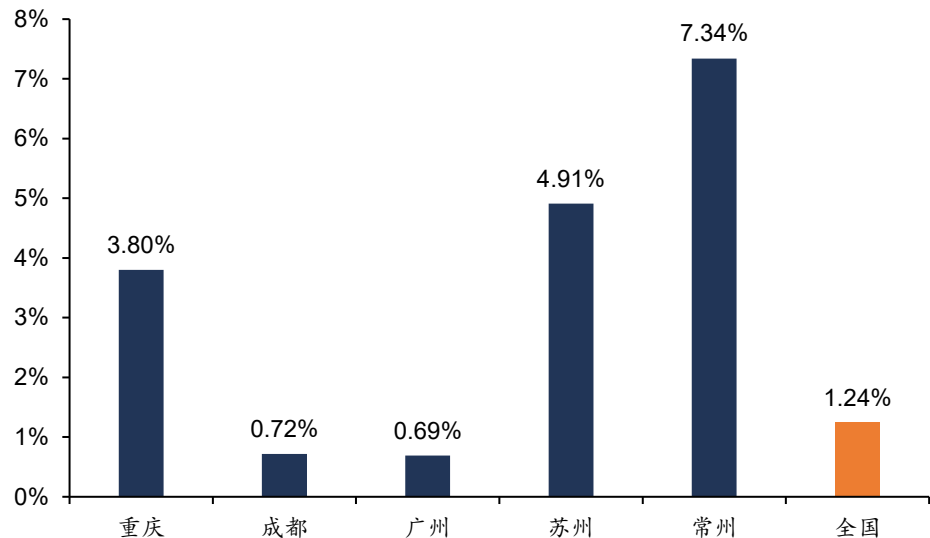
从2021年启动灵活就业人员参加住房公积金试点以来，截至2024年末，已有36个城市参与试点工作。

2024年有218.8万灵活就业人员参与公积金缴存，占全国实缴职工人数的1.24%，其中24万人已经使用住房公积金租房或购房。部分试点城市走在前面，如2024年常州

参与实缴的灵活就业人员占全部职工的 7.34%，苏州占 4.91%，高于全国平均水平。

改革方向：采取多种措施提高灵活就业人员缴存覆盖面。要更适应灵活就业人员的职业特点，比如考虑其流动性大，需要解决其“跨省流动后账户衔接不畅”的痛点；再比如针对灵活就业者收入不稳定的特点，打破“按月定额”限制，允许按季度或年度缴纳。

图10：2024年全国和部分城市的灵活就业人员占实缴职工的比例



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.5. 地区错配：跨区域统筹，推进异地贷款

分地区来看，住房公积金存在较为严重的“资源错配”，有的地方使用效率低，存在大量资金闲置，但另外一些地方公积金资金池水位告急，甚至需要排队轮候。

我们结合《全国住房公积金 2024 年年度报告》披露的“个贷率”和“提取率”两个指标，将全国 31 个省级地区分为 4 类。

第一类是“提贷两旺”，提取率和个贷率均高于全国整体水平（76.2%、73.9%），表明当地公积金资金周转极快，资金利用效率最高。代表地区如天津（提取率 81.9%、个贷率 83.8%）、浙江（提取率 77.7%、个贷率 85.0%）、重庆（提取率 77.5%、个贷率 95.8%）等。

第二类是“贷多提少”，个贷率高于全国、但提取率低于全国，显示资金主要通过贷款渠道流出，提取端相对沉寂。代表地区如江苏（提取率 74.4%、个贷率 86.8%）、陕西（提取率 70.0%、个贷率 80.5%）、安徽（提取率 75.6%、个贷率 77.3%）等。

第三类是“提贷双低”，提取率和个贷率均低于全国整体水平，表明资金既未大量用于贷款，也未被缴存人活跃提取，资金沉淀现象较为明显。代表地区如河南（提取率 69.7%、个贷率 69.0%）、河北（提取率 71.3%、个贷率 63.3%）、内蒙古（提取率 74.3%、

个贷率 60.5%) 等。

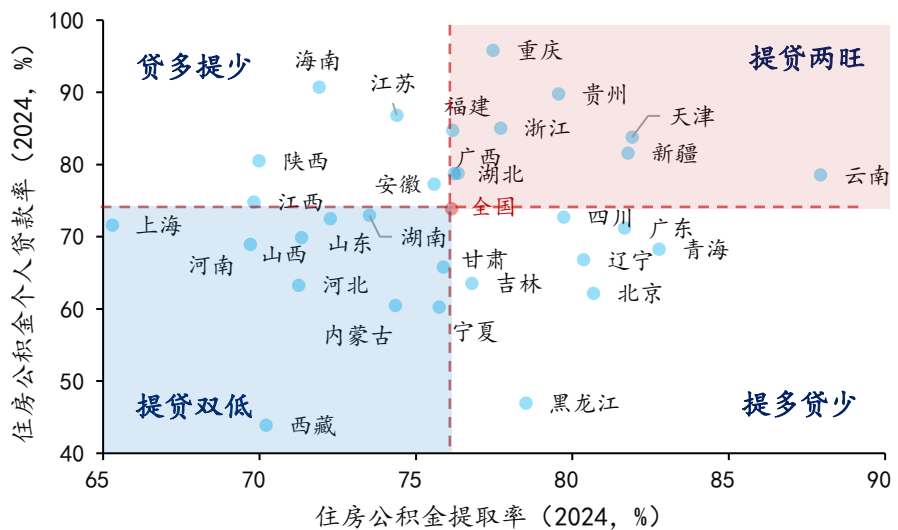
第四类是“提多贷少”，提取率高于全国、个贷率低于全国，说明公积金更多发挥了“现金通道”作用，通过租房或购房提取回流至居民手中，信贷支持力度小于全国。代表地区如北京(提取率 80.7%、个贷率 62.2%)、黑龙江(提取率 78.5%、个贷率 46.9%)、辽宁(提取率 80.4%、个贷率 66.8%) 等。

“提贷两旺”与“提贷双低”的并存，本质上是公积金资金在全国范围内“旱涝不均”的表现，需要通过跨区域调节机制打破僵局。从数据看，以天津、浙江、重庆为代表的第 一类地区资金使用效率高，资金链相对紧绷；而以内蒙古、河南为代表的第三类地区则面临大量低成本资金在账面沉睡的问题。

改革方向：深化异地互认互贷。打通两类地区，将第三类地区的闲置资金通过“异地贷款”形式输送至第一类地区，既能缓解资金流入地的购房信贷压力，又能提高资金流出地的资金增值收益，有助于实现资金“削峰填谷”。

异地贷款已经推行多年，但在现实中仍然面临诸多堵点。2024 年，全国已发放异地贷款 1119.64 亿元，累计发放贷款 7562.41 亿元。但在现实中仍然面临诸多堵点，导致资金“跨区域搬家”进展较慢。一是风控压力大。异地贷款面临“贷后管理难、抵押处置难”的痛点，资金流出地公积金中心难以对异地房产进行有效监控和违约处置，跨区域司法协作成本高企。二是流动性风险的顾虑。“提贷双低”地区虽暂时资金充裕，但担心一旦大规模通过异地贷款输出资金，未来本地提取需求(如租房提取放开)爆发时会面临“无钱可提”的流动性风险。三是缺乏地区利益平衡机制。公积金作为属地化管理的资金池，地方政府更倾向于将其服务于本地房地产去化和城市建设。将本地归集的廉价资金通过异地贷款“输血”外地楼市，在缺乏全国统一统筹机制和利益补偿机制的当下，缺乏足够的动力。

图 11: 公积金存在地区错配(如左下和右上象限)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

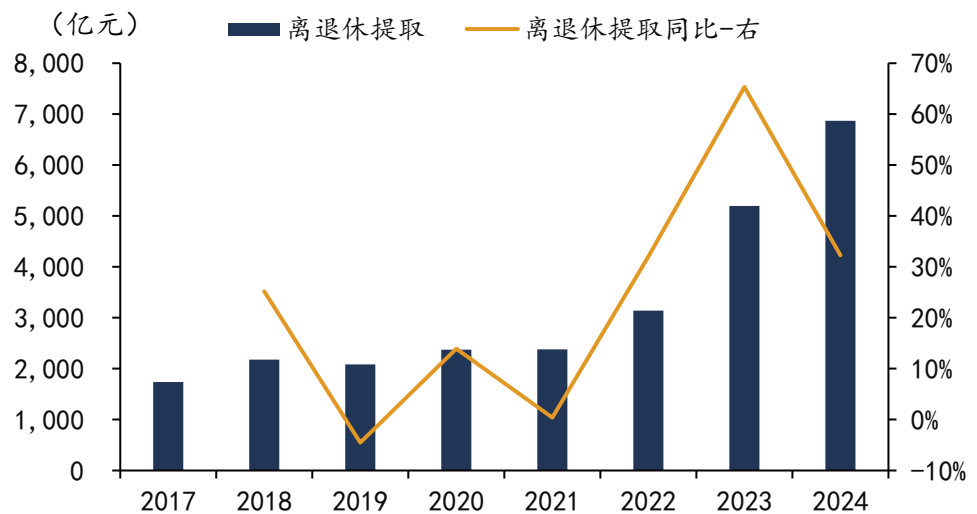
2.6. 老龄化影响：离退休提取有所增长

老龄化影响下，离退休提取近几年有所增长。2021年及以前，每年离退休提取金额尚处于3000亿元以下的平稳区间，占总提取的比例也没有超过15%。但2022年开始，离退休提取规模出现明显增长，2024年离退休等提取规模高达6870亿元，占总提取的比例上升至24.8%。

离退休提取意味着作为资金池“压舱石”的中老年净缴存者逐步退出，短期影响可能不大，但长期会对一部分地区的公积金流动性充裕度带来一定影响。按照2024年数据，分年龄段来看，40岁以上人群缴存多而使用少，40岁以下人群是主要的公积金使用者，40岁以下人群拿走了83.5%的贷款金额。

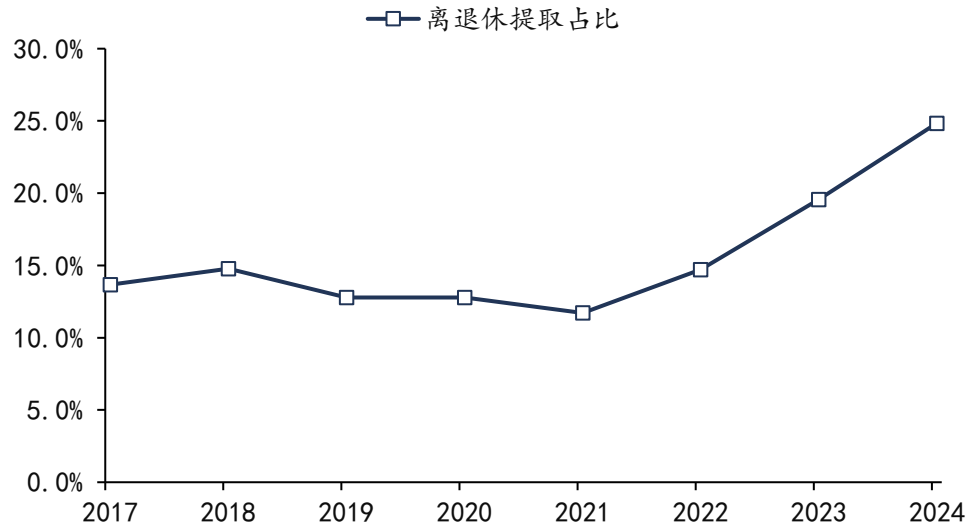
改革方向：在人口老龄化影响较大的城市，扩充资金来源，探索将公积金与住房维修基金、部分国有住房租赁资产收益打通，构建更多元的资金补充渠道。

图12：离退休提取资金近几年上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所；注：2024年没有单独公布离退休提取，公布数据为“离退休等提取”，包含终止劳动关系等其他提取。

图13: 离退休提取资金占每年总提取的比例近几年上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 注: 2024年没有单独公布离退休提取, 公布数据为“离退休等提取”, 包含终止劳动关系等其他提取。

3. 风险提示

(1) 改革内容和推进节奏不及预期，目前公积金更多用于住房消费，要拓展到其他居住领域，如物业费、装修等，大多还是地区性政策。(2) 如果其他因素出现变化，改革对消费的实质影响可能没有那么大。比如房贷利率下行虽降低购房成本，但也可能使家庭将公积金资金优先用于提前还贷；而消费市场复苏乏力、服务消费供给不足时，即便居民现金流改善，也难以形成持续消费动力。(3) 房地产市场出现新的变化。若房地产市场出现超预期调整，房价下行压力加大，可能导致公积金贷款违约率上升，同时抑制居民购房及配套消费意愿，使公积金提取规模、使用场景拓展不及预期。反之，若核心城市房价反弹，可能引发政策收紧，延缓公积金多元化改革进程，形成“改革节奏与市场周期错配”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>