

商贸零售行业深度报告

草根直击美国通胀：必选消费品涨价触目惊心——暨中美超市行业思辨

增持（维持）

2025 年 02 月 04 日

证券分析师 吴劲草

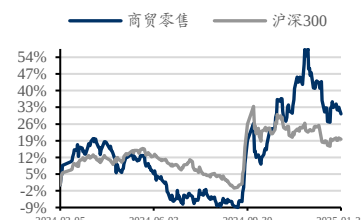
执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

投资要点

- 2025 年 1 月，我们在美国进行了一些消费的草根调研，非常直观的感受了美国【必选消费的上涨】，如肉蛋奶菜粮等品类。本文我们将针对美国必选消费的调研做一些对比，同时对于中美的超市行业，有一些思辨。
- 在我们调研的 6 个品类中，只有【牛奶】中美的单价差不多，【鸡蛋】【面包】【四季豆】【香菇】【小黄瓜】，基本上美国比中国都是 3x-8x 的价格，尤其蔬菜价格上，美国贵的程度更高。肉类因为不同品种价格差异比较大，没有办法平均故没有列举，但大体情况来讲，美国这边肉的情况类似于牛奶，没有比中国明显贵。
- 我们认为，对于超市品牌来说-【卖的便宜】不是核心竞争力，【卖的贵还让人觉得贵是有道理的】才是核心竞争力。怎样才能做成像【胖东来】或【山姆超市】这样很强的超市品牌？市场上的讨论，主要集中于超市的价格、供应链、自有品牌商品、员工服务、生鲜产品、烘焙&餐饮产品、到家服务等。而我们有不同的观点，我们认为，上述这些都是构成超市品牌的细节，价格，供应链，自有品牌等，都很难构成超市的核心竞争力和竞争壁垒，我们认为真正超市的核心壁垒和核心竞争力，是【品牌形象】，当然规模效应也很重要，但品牌形象才是最核心的竞争力。
- 【SKU 的不可比价性】是超市将产品卖出溢价的重要因素。加州 Trader Joe's 的 SKU，水果&菜&肉&蛋&鲜花等非品牌化商品，我们预估占比约 30%-50%，此外 Trader Joe's 是有自有品牌的，如咖啡，红酒，小吃等，而非自有品牌的其他包装品牌，如预制菜，零食，饮料等，SKU 的不可比程度也非常高，即 Trader Joe's 超市内卖的品牌，在别渠道不易找到，如可口可乐等易比价品牌，基本上在 Trader Joe's 里面是没有的。
【SKU 的不可比价】，是美国 Trader Joe's、国内的山姆会员店等超市品牌塑造的重要的一点。
- 【体验感&即时性】是线下零售渠道品牌塑造的核心点。对于超市这样的线下零售渠道来说，供应链&便利性上很难比线上电商更有优势。线下更有优势的点是【体验感】和【即时性】，这是线下零售的品牌塑造中，也是线下超市品牌塑造中与线上竞争核心差异点——现场体验感。
- 我们认为——中国和美国的超市行业，根本性的差异在于，【必选消费】价格机制的不同，美国超市的盈利非常依靠必选消费品种，而中国超市的盈利需要更依靠可选消费品种。美国超市中，必选消费的占比非常大，而美国必选消费的涨价也十分凶悍，美国超市通过品牌优势和规模优势，在必选消费的涨价中，获得了显著的利益。而中国超市层面，必选消费没有这么暴力的涨价，整体价格比较平稳。故中国的超市盈利主要还是要依靠可选消费品种。我们认为，不论是山姆超市，还是胖东来，都存在一个【品牌出圈】的契机，而中国的超市品牌，未来的发展方向，也是要以品牌塑造和出圈为发展方向，更具有特点的超市品牌，是超市行业未来发展的核心方向。
- 投资建议：SKU 的独特性和品牌塑造上，推荐名创优品，超市&连锁零售推荐地方认知度较强的标的，推荐永辉超市，建议关注红旗连锁等。
- 风险提示：调研样本与整体情况或有偏差、无法覆盖个别特殊情况，调改&自有品牌经营风险、行业竞争加剧等。

行业走势



相关研究

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

内容目录

1. 前言	4
2. 关于超市行业的讨论	4
3. 中美超市行业之间的差异	6
4. 美国加州【Trader Joe's】超市的调研实录	7
4.1. 【鸡蛋】——美国超市价格调研 1	9
4.2. 【牛奶】——美国超市价格调研 2	10
4.3. 【面包】——美国超市价格调研 3	11
4.4. 【四季豆】——美国超市价格调研 4	12
4.5. 【香菇】——美国超市价格调研 5	12
4.6. 【黄瓜】——美国超市价格调研 6	13
4.7. 实地调研总结	14
5. 投资建议	14
6. 风险提示	16

图表目录

图 1: 胖东来天使城商场.....	4
图 2: 2022 年, 胖东来百度搜索指数日均约 1000+	4
图 3: 2024 年胖东来百度搜索指数日均约 5000+	4
图 4: 山姆超市在中国也迎来了人气提升.....	5
图 5: 2022 年, 山姆超市百度搜索指数平均 1000+	5
图 6: 2024 年, 山姆超市百度搜索指数平均达到 4000+	5
图 7: 超市行业的一些思辨.....	6
图 8: 我们整理的美国部分知名超市品牌及其特点.....	7
图 9: 《坪效之王》描述了 Trader Joe's 超市发展成功历程	8
图 10: 我们去调研的加州 Trader Joe's 超市	8
图 11: Trader Joe's 的自有品牌, 如咖啡, 零食, 果汁等	8
图 12: Trader Joe's 的三方品牌, 如预制菜, 零食等。也存在很高的 SKU 不可比型	8
图 13: 美国超市鸡蛋, 基本上是 12 个一盒, 价格为 3.5-6.5 美元, 已是较低价格	9
图 14: 美国超市鸡蛋, 价格 3.5-6.5 美元, 2 小时就会被抢光	9
图 15: 中国上海盒马外送鸡蛋, 30 个 20 元, 平均一个 0.7 元.....	9
图 16: 美国超市牛奶, 非有机 4 美元一加仑 (3.8L)	10
图 17: 美国超市牛奶, 有机的 6.5 美元一加仑 (3.8L)	10
图 18: 中国蒙牛纯牛奶, 58 元 6L	10
图 19: 美国超市面包, 3.5 美元/680g	11
图 20: 美国超市另一种面包, 5 美元/680g	11
图 21: 中国京东全麦面包, 19 元/2kg	11
图 22: 美国超市四季豆, 2.99 美元/450g	12
图 23: 中国-上海, 叮咚买菜, 四季豆 5.3 元/300g	12
图 24: 美国超市一种类似于香菇的蘑菇, 3.5 美元/100g	12
图 25: 美国超市香菇, 3.5 美元/100g	12
图 26: 中国叮咚买菜香菇, 6.2 元/200g	13
图 27: 美国超市黄瓜, 3 美元/4 根约 200g	13
图 28: 中国叮咚买菜黄瓜, 5.3 元/400g	13
图 29: 中美部分必选消费品价格调研对比.....	14
图 30: 线下零售强于体验感和即时性.....	15

1. 前言

2025 年 1 月，我们在美国进行了一些消费的草根调研，非常直观的感受了美国【必选消费的上涨】，可以说是到了触目惊心的程度，如肉蛋奶菜粮等品类。本文我们将针对美国必选消费的调研做一些对比，同时对于中美的超市行业，有一些思辨。

2. 关于超市行业的讨论

2024 年 9 月份以来，关于【超市行业】的讨论迭起，和胖东来的爆火出圈有一定关系（如下图所示，百度搜索指数-2022 年 1 月，胖东来的搜索指数为 1000+，而在 2024 年，胖东来日均搜索指数为 5000+，峰值达到 30000+）。

图1：胖东来天使城商场



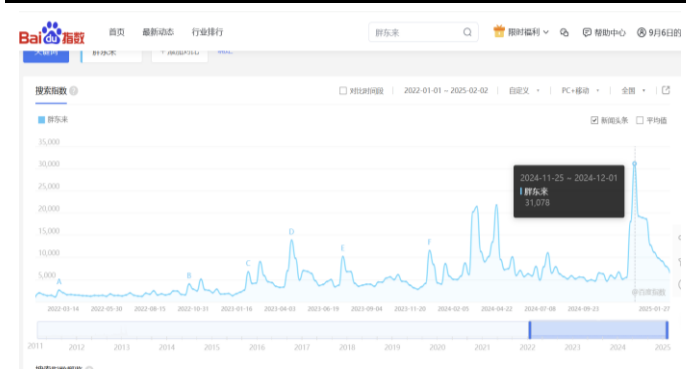
数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

图2：2022 年，胖东来百度搜索指数日均约 1000+



数据来源：百度指数，东吴证券研究所

图3：2024 年胖东来百度搜索指数日均约 5000+



数据来源：百度指数，东吴证券研究所

另一方面，山姆超市也在过去两年，实现了出圈。以百度搜索指数来看，2022 年，山姆超市的搜索指数约 1000+，2024 年，山姆超市的搜索指数达到了 4000+。

图4：山姆超市在中国也迎来了人气提升



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

图5：2022 年，山姆超市百度搜索指数平均 1000+



数据来源：百度指数，东吴证券研究所

图6：2024 年，山姆超市百度搜索指数平均达到 4000+



数据来源：百度指数，东吴证券研究所

山姆和胖东来这两个品牌，一个是外国品牌，一个是中国品牌，这两个超市品牌在 2024 年在中国的出圈爆火，让【超市这个业态】，重新进入了重点的讨论。因为“中国和国外的超市品牌都能火，说明超市这个业态有潜力，想要做成【胖东来】或【山姆超市】需要做哪些事情？”

怎样才能做成像【胖东来】或【山姆超市】这样强势达的超市品牌？市场上的讨论，主要集中于超市的价格、供应链、自有品牌商品、员工服务、生鲜产品、烘焙&餐饮产品、到家服务等。而我们有不同的观点，我们认为，上述这些都是构成超市品牌的细节，价格，供应链，自有品牌等，都很难构成超市的核心竞争力和竞争壁垒，我们认为真正超市的核心壁垒和核心竞争力，是【品牌形象】，当然规模效应也很重要，但品牌形象才是最核心的竞争力。**我们认为，【卖的便宜】不是核心竞争力，【卖的贵还让人觉得贵是有道理的】才是核心竞争力。**

图7：超市行业的一些思辨



超市行业核心竞争力和竞争壁垒？

【价格】——？
 【供应链】——？
 【自有品牌商品】——？
 【员工服务】——？
 【生鲜产品】——？
 【烘焙&餐饮产品】——？
 【到家服务】——？

【品牌形象】——！
【卖的便宜】不是核心竞争力，
【卖的贵还让人觉得贵是有道理的】
才是核心竞争力。——笔者

数据来源：东吴证券研究所绘制

3. 中美超市行业之间的差异

关于中国和美国的超市行业，2024年以来，讨论的非常多。但市场对于超市行业的讨论，**更多集中在【供应链】【品类】【自有品牌】这些问题上**，我们2025年1月底在美国进行了一些调研，经过调研，**我们认为——中国和美国的超市行业，根本性的差异在于，【必选消费】价格机制的不同。**

美国必选消费价格可以涨到很夸张，而中国的必选消费价格一定程度上是比较稳定的。我们认为，中国的零售行业主要是依靠可选消费来盈利的，必选消费如肉&蛋&奶等，不是盈利的核心，更多在于必须具备的引流要素。而超市，更强的定价权，在于对【必选消费】产品的定价。

我们常年生活在中国，对【必选消费的涨价】这个事情是没有概念的，如肉蛋奶等产品，而2025年1月底，我们在美国超市的调研，对于必选消费的涨价，有了非常直观的一线直击。

图8：我们整理的美国部分知名超市品牌及其特点

	美国部分知名超市品牌及其特点
 COSTCO (开市客)	必须要大量采购，采购要囤货，小批次日常采购不划算，若采购批次不够大，并不便宜，占地面积大（10000平+），包装食品，家电，家具，服装均有，生鲜产品也有，但并非主角 会员制
 Sams CLUB(山姆超市)	主要也是服务于囤货式采购，占地面积大（10000平+），耐用品，包装食品等均有，同样也需要较大规模采购，小批次采购并不算便宜 会员制
 Walmart(沃尔玛)	日常家庭采购，日用品，生鲜买菜等，服装家电也有，更日常更高频，占比面积较大（5000平-10000平），小批次采购价格也比较好 非会员制
 Trader Joe's	日常家庭采购，日用品，生鲜买菜等，有酒类，鲜花等，耐用品很少，面积小（1000平左右），基本上均为小批次采购 非会员制
 Whole foods(猴父子)	日常家庭采购，日用品，生鲜买菜等，重点在于生鲜&有机等产品定位，有餐饮产品，整体价格较高 非会员制

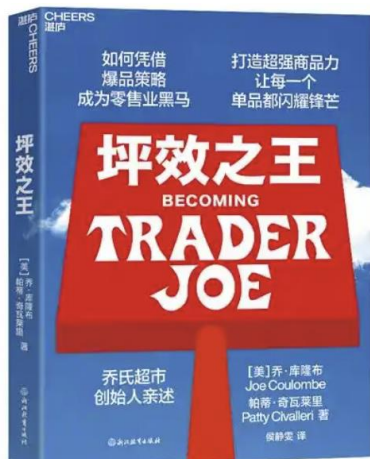
数据来源：东吴证券研究所

我们在美国调研了一些各品牌的超市门店，有一个非常直观的印象——【美国的必选消费非常贵】，也就是所谓“肉&蛋&奶&菜&粮”，通胀的影响，在消费端十分明显，接下来列举一些我们【一线直击美国通胀——必选消费涨价】的草根调研情况。

4. 美国加州【Trader Joe's】超市的调研实录

Trader Joe's 超市是美国日用品，包括肉蛋奶菜粮等必选消费品小批次高频采购的超市品牌，价格整体是比较低的，相比 Whole foods, Ranch99(大华超市)等，价格是比较低廉的。此外，Trader Joe's 超市，面积较小，单店大概一共只有 1000 平左右，商品更新速率也很快。此外，Trader Joe's 超市也是《坪效之王》一书的主角，以小门店，高坪效著称。

图9: 《坪效之王》描述了 Trader Joe's 超市发展成功历程



数据来源:《坪效之王》, 东吴证券研究所

图10: 我们去调研的加州 Trader Joe's 超市



数据来源: 实地拍摄, 东吴证券研究所

加州 Trader Joe's 的 SKU, 水果&菜&肉&蛋&鲜花等非品牌化商品, 我们预估占比约 30%-50%, 此外品牌化产品中, Trader Joe's 是有自己的自有品牌的, 如咖啡, 红酒, 小吃等, 而非自有品牌的其他包装品牌, 如预制菜, 零食, 饮料等, SKU 的不可比程度也非常高, 即 Trader Joe's 超市内卖的品牌, 在别的超市内并不容易找到。【SKU 的不可比价】, 是 Trader Joe's 这类超市品牌塑造的重要的一点。【不可比价】是超市将可选产品卖出溢价的重要因素。

图11: Trader Joe's 的自有品牌, 如咖啡, 零食, 果汁等



数据来源: 实地拍摄, 东吴证券研究所

图12: Trader Joe's 的三方品牌, 如预制菜, 零食等。也存在很高的 SKU 不可比性



数据来源: 实地拍摄, 东吴证券研究所

4.1. 【鸡蛋】——美国超市价格调研 1

因为禽流感，目前美国的鸡蛋处于供给不足的状态，加州 Trader Joe's 超市一天一人限购两盒鸡蛋，早上 9 点超市开门，基本上 11 点前鸡蛋就会被抢购完。**Trader Joe's 的鸡蛋，大概一盒十二个是 3.5-6.5 美元，平均 5 美元（折合人民币 36 元 12 个，人民币一个 3 元）。**需要说明的是，Trader Joe's 已经算是非常便宜的了，比如 Ranch99(大华超市)，Whole Foods（猴父子），鸡蛋 12 个 10 美元+是很正常的事情。鸡蛋价格，比我们六年前 2019 年来到加州的时候，上涨了一倍以上。

图13: 美国超市鸡蛋，基本上是 12 个一盒，价格为 3.5-6.5 美元，已是较低价格



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

图14: 美国超市鸡蛋，价格 3.5-6.5 美元，2 小时就会被抢光



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

作为对比，中国上海的鸡蛋价格，**盒马外送的鸡蛋，30 个 20 元，平均一个约 0.7 元。**

图15: 中国上海盒马外送鸡蛋，30 个 20 元，平均一个 0.7 元



数据来源：盒马 app，东吴证券研究所

4.2. 【牛奶】——美国超市价格调研 2

牛奶，同样 Trader Joe's 已经是比较便宜的。牛奶非有机的 4 美元（约 29 人民币）一加仑（3.8 升），有机的（organic）6.5 美元（约 47 人民币）一加仑（3.8 升），**平均算下来一加仑差不多 5.3 美元（约人民币 38 元），牛奶折合约 10 人民币一升。**牛奶价格，比我们 2019 年来加州这边相比，也上涨了一倍以上。

图16：美国超市牛奶，非有机 4 美元一加仑（3.8L）



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

图17：美国超市牛奶，有机的 6.5 美元一加仑（3.8L）



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

中国方面作为对比，选京东蒙牛官方旗舰店，蒙牛纯牛奶 1L*6 盒 58 元，平均下来**中国 1L 牛奶 9.7 元。**牛奶方面，中国的价格实际上和美国相近。

图18：中国蒙牛纯牛奶，58 元 6L



数据来源：京东 app，东吴证券研究所

4.3. 【面包】——美国超市价格调研 3

普通麦面包，没有什么馅的这种，大约 3.5-5 美元一袋（对应人民币 26-36 元），一袋约 680g，对应约人民币 54 元/kg。

图19：美国超市面包，3.5 美元/680g



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

图20：美国超市另一种面包，5 美元/680g



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

中国方面作为对比，选取京东搜索排名第一的全麦面包“轻食兽南瓜全麦面包”，2kg/19 元，平均 9.5 元/kg。

图21：中国京东全麦面包，19 元/2kg



数据来源：京东，东吴证券研究所

4.4. 【四季豆】——美国超市价格调研 4

美国的蔬菜价格，让我们觉得更为夸张，Trader Joe's 不强调有机等，价格还算便宜的，如果在 Whole foods 等地方应该会更贵。图中四季豆，**2.99 美元/450g（折合人民币 22 元），约合 49 元/kg。**

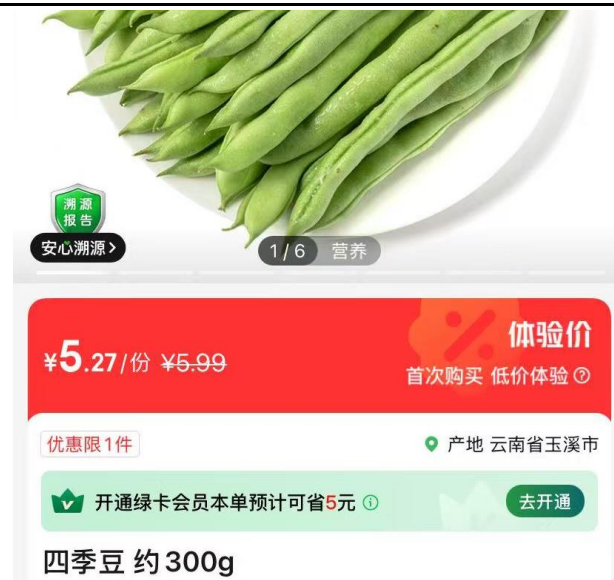
中国方面对比，上海地区，叮咚买菜上四季豆。**5.3 元/300g，约合 18 元/kg。**

图22: 美国超市四季豆，2.99 美元/450g



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

图23: 中国-上海，叮咚买菜，四季豆 5.3 元/300g



数据来源：叮咚买菜，东吴证券研究所

4.5. 【香菇】——美国超市价格调研 5

香菇 (SHIITAKE MUSHROOMS), 3.5 美元/100g, **约合人民币 26 元一盒 (100g), 算下来香菇差不多 260 元/kg。**

图24: 美国超市一种类似于香菇的蘑菇，3.5 美元/100g



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

图25: 美国超市香菇，3.5 美元/100g



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

作为对比，中国香菇，我们选取叮咚买菜-上海地区，6.2 元/约 200g，约合 31 元/kg。

图26: 中国叮咚买菜香菇，6.2 元/200g



数据来源：叮咚买菜，东吴证券研究所

4.6. 【黄瓜】——美国超市价格调研 6

小黄瓜（直译是波斯黄瓜），4 根，差不多 200g，3 美元，约合人民币 22 元，约合人民币 110 元/kg。

作为对比，选取中国-上海，叮咚买菜上的水果黄瓜，5.3 元/400g，约合人民币 13 元/kg。

图27: 美国超市黄瓜，3 美元/4 根约 200g



数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

图28: 中国叮咚买菜黄瓜，5.3 元/400g



数据来源：叮咚买菜，东吴证券研究所

4.7. 实地调研总结

我们调研的 6 个品种中，只有【牛奶】中美的单价差不多，【鸡蛋】【面包】【四季豆】【香菇】【小黄瓜】，基本上美国比中国都是 3x-8x 的价格，蔬菜价格上，美国贵的程度更高。肉类因为不同品质，不同品类的肉上下价格差异比较大，没有办法平均，故没有列举，但大体情况来讲，美国这边肉的情况类似于牛奶，没有比中国明显贵。

图29：中美部分必选消费品价格调研对比

中美部分必选消费品价格调研				
商品	美国规格	美国单价(已换算)	中国单价	美国/中国单价倍数
 鸡蛋	3.5-6.5美元 12个	RMB_3元/个	RMB_0.7元/个	4x
 牛奶	4-6.5美元 1加仑 (3.8L)	RMB_10元/L	RMB_9.7元/L	1x
 面包	3.5-5美元 660g	RMB_54元/kg	RMB_9.5元/kg	6x
 四季豆	3美元 450g	RMB_49元/kg	RMB_18元/kg	3x
 香菇	3.5美元 100g	RMB_260元/kg	RMB_31元/kg	8x
 小黄瓜	3美元 200g	RMB_110元/kg	RMB_13元/kg	8x

数据来源：实地拍摄，东吴证券研究所

备注：美国价格均为美国加州 Trader Joe's 超市，中国价格鸡蛋为盒马鲜生，牛奶为蒙牛包装奶京东渠道，面包为京东渠道轻食兽品牌，四季豆/香菇/小黄瓜，均为上海地区 叮咚买菜 APP

5. 投资建议

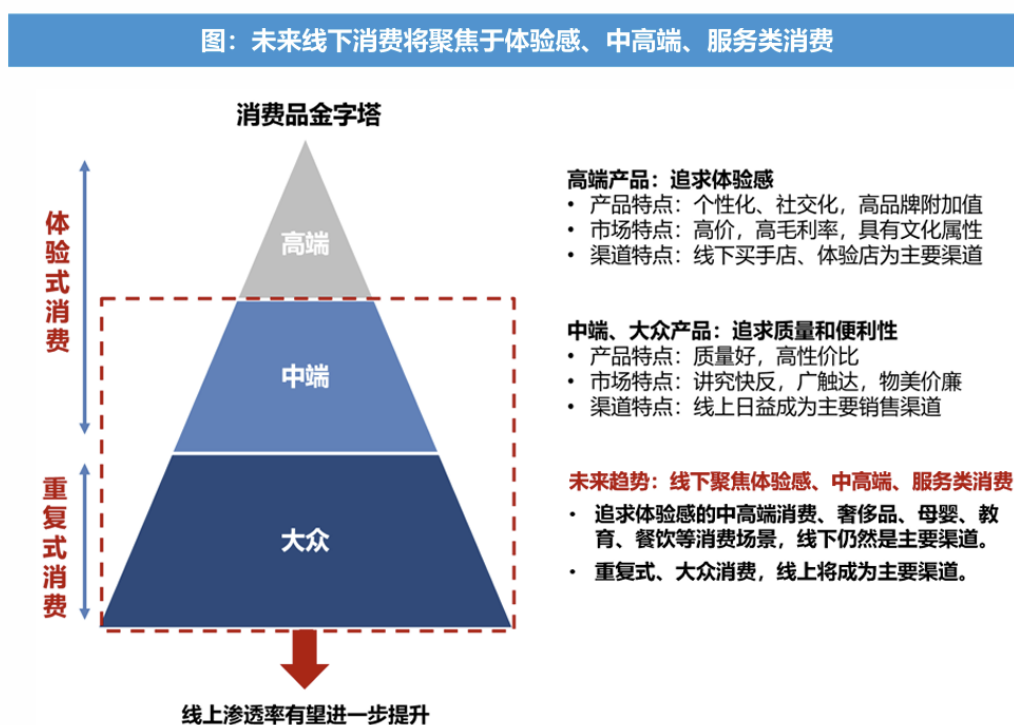
除了价格差异以外，一个明显的感受就是，美国超市中，必选消费的占比非常大，而美国必选消费的涨价也十分凶悍，

我们认为——中国和美国的超市行业，根本性的差异在于，【必选消费】价格机制的不同，美国超市的盈利非常依靠必选消费品种，而中国超市的盈利需要更依靠可选消费品种。美国超市通过品牌优势和规模优势，在必选消费的涨价中，获得了显著的利益。但中国必选消费相比美国来说，没有这么暴力的涨价，中国必选消费价格整体还是比较平稳的，中国的超市盈利，主要还是要依靠可选消费品种。而我们认为，不论是山姆超市，还是胖东来，都存在一个【品牌出圈】的契机，而中国的超市品牌，未来的发展方向，也是要以品牌塑造和出圈为发展方向，更具有特点的超市品牌，是超市行业未来发

展的核心方向。

另一方面，对于中国零售行业来说，在效率&供应链这些方面，线下零售与线上零售相比，是不具优势的。线下零售更有优势的地方，在于【体验感】和【即时性消费】，而并非【效率】和【便利性】。故我们认为，未来中国超市，发展破局之道在于提升体验感和品牌独特性，与超市场景文化塑造，而不是简单的商品流转效率。这一点中，如【场景布置】【文化传播】和【SKU独特性】都是很重要的，SKU的独特性，在于超市这个形象，是不可复制，和不可比价的。

图30：线下零售强于体验感和即时性



数据来源：东吴证券研究所

此外还有一点，是【超市本身的品牌】，而不是【超市内售卖的品牌商品】，这对【SKU的不可比性】是有要求的。如 Trader Joe's，其中生鲜等弱品牌商品占比很高，Trader Joe's 也有自己的自有品牌，如咖啡，红酒，饮料，小吃等。而在包装食品，预制菜等品牌商品中，Trader Joe's 的 SKU 可比性也非常低，即 Trader Joe's 超市内售卖的品牌，在其他零售渠道中是不易找到的，像可口可乐等易比价商品，在 Trader Joe's 里面是基本上没有的，【SKU 的不可比价性】有效地帮助 Trader Joe's 塑造了自己【超市本身的品牌】。

我们认为，中国超市&零售渠道的强势方向，在于独特的品牌塑造，包括品牌本身的认知度和差异性，以及地方品牌的认知度。在 SKU 的独特性和品牌塑造上，推荐【名创优品】，超市&连锁零售方面推荐地方认知度较强的标的，推荐【永辉超市】，建议关注【红旗连锁】等。

6. 风险提示

调研样本与整体情况或有偏差、无法覆盖个别特殊情况：本报告基于美国零售实地草根调研，由于调研所覆盖的地区和消费人群有限，文中论述和结论可能无法覆盖到一些特殊地区的个别情况。

调改&自有品牌经营风险：自有品牌相比纯零售，经营难度更大，可能带来存货、产品质量问题等经营风险；调改需要较大投入，但新模型成功与否存在不确定性。

行业竞争加剧：线下零售正处于变革期，行业格局尚未稳定，短期调改开支和行业竞争或对企业短期盈利造成不确定性。

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>