

轻工制造行业动态点评

解析电子烟管理办法及电子烟国标，仍看好行业中长期发展

增持（维持）

投资要点

- **事件：**2022/3/12，国家烟草局发布《电子烟管理办法》及《电子烟国家标准（第二次征求意见稿）》，其中《电子烟管理办法》将于2022年5月1日正式执行。
- **重点差异梳理：**1) 明确禁止销售除烟草口味以外的调味电子烟，允许添加的调味剂种类有所减少；2) 新增要求：不得排他性经营上市销售的电子烟产品；3) 明确禁止举办电子烟展会、论坛等；4) 电子烟企业上市需经国家烟草局审查同意；5) 国家烟草局将下达烟叶、复烤烟叶、烟丝等烟草专卖品的购销计划；6) 删除关于外商投资需经审查的要求、关于征税的表述以及关于免税电子烟的相关表述。
- **调味禁令：**短期有扰动，但中长期仍看好替烟属性下渗透率的提升。两大核心因素值得关注：1) 烟草口味的丰富度和体验感将不断提升。例如悦刻已推出包含八种烟草口味的一溪云系列，可还原多种传统卷烟风味。2) 减害属性是电子烟的核心优势。从增量用户角度看，烟草口味的不断丰富，对于转化老烟民有更加积极的作用。从存量用户角度看，核心需求是尼古丁的摄入，水果口味是锦上添花，在传统卷烟等其他产品也没有水果口味选择的情况下，我们认为存量用户将有较高的留存率。美国口味禁令后，2019年8月至2020年5月期间，换弹式电子烟中，薄荷醇销量比例从10.7%上升至61.8%，烟草口味从22.8%上升至37.1%。电子烟总体销量降幅有限，由2019年8月每月2200万支，降至2020年5月的1710万支。
- **渠道端：**现有专卖店布局或受影响，但渠道总数或大幅提升，头部品牌有望延续优势。明确不得排他性经营，未来电子烟门店或以集合店、电子烟+传统卷烟形式存在。此外，电子烟不设单独的专卖许可，而是并入烟草专卖许可证范围，意味着：1) 大量的传统卷烟渠道有望转化为电子烟渠道。拥有烟草专卖许可的传统卷烟渠道可申请增加电子烟销售，消费者可以更便捷地购买电子烟产品，对于培养使用习惯、提升渗透率或有积极作用。2) 现有电子烟门店或面临大量关闭。电子烟门店需要满足传统卷烟区位限制（如商场、学校周边等）和距离限制，我们预计大量的门店将面临关闭或重新择址。头部品牌现有的渠道布局或受影响，但有望凭借用户群体数量优势、品牌优势覆盖更多的传统烟草零售渠道。此外，正式管理办法中强调了对于知识产权的保护，对于头部品牌份额提升有较为积极作用。
- **其他要点：**1) **税收：**删除相关表述，静待后续细则。我们认为电子烟征税是大势所趋，但涉及法律修订需要一定时间。2) **零尼古丁产品是否受监管尚待明确**。国标（二稿）中对电子烟的定义为“用于产生气溶胶供人抽吸等的电子传送系统”（原表述为“烟碱电子传送系统，用于产生含烟碱的气溶胶供人抽吸”）；但同时说明“雾化物应含有烟碱”。3) **尼古丁：**延续仅允许提取尼古丁的规定，并明确烟叶等原材料实行购销计划制，但对于进口的表述从“审查批准”修改为“提报需求”。
- **投资建议：**行业走向合法化、规范化，短期市场规模或受政策落地扰动，但中长期渗透率有望持续提升。推荐回调后估值性价比凸显的【思摩尔国际】；建议关注产业链布局较广泛的【劲嘉股份】；国内雾化品牌龙头【雾芯科技】。
- **风险提示：**政策管控力度超预期，PMTA 审核标准变化，行业竞争加剧，产品质量风险等。

2022年03月13日

证券分析师 张潇

执业证号：S0600521050003

zhangxiao@dwzq.com.cn

证券分析师 邹文婕

执业证号：S0600521060001

zouwj@dwzq.com

行业走势



相关研究

- 1、《轻工制造行业动态点评：俄乌冲突、海运及罢工催化木浆价格上涨，关注装饰原纸后续提价机会》2022-3-09
- 2、《轻工制造行业周报：俄乌冲突或提振造纸板块，浆纸系盈利能力有望触底回升》2022-03-07
- 3、《轻工制造行业周报：看好索菲亚整套套餐提升客单价，关注电子烟回调下布局机会》2022-02-28

表 1：电子烟管理办法修订内容一览

第一章 总则		
序号	内容	重要变化内容小结
第一条	为加强电子烟管理，规范电子烟市场秩序，根据《中华人民共和国烟草专卖法》《中华人民共和国未成年人保护法》《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》等法律法规，制定本办法。	
第二条 原第三条	在中华人民共和国境内从事电子烟生产经营和进行监督管理活动，适用本办法。	
第三条 原第二条	删除：本办法所称电子烟，是指产生含烟碱尼古丁，下同的气溶胶供人抽吸的电子传送产品。本办法所称电子烟包括烟弹、烟具以及烟弹与烟具组合销售的产品等。删除：不包括已纳入卷烟管理的加热卷烟。不含烟碱或者不用于传送烟碱的类似电子烟的产品不应标称为电子烟并应当在包装上以明显的方式标明“本产品不含有烟碱尼古丁成分”或“本产品不用于传送烟碱尼古丁”。	删除零尼古丁产品不属于电子烟的表述。
第四条	国务院烟草专卖行政主管部门主管全国电子烟监督管理工作，负责制定并组织实施电子烟产业政策等。省、自治区、直辖市烟草专卖行政主管部门负责落实相关产业政策，主管本行政区域内的电子烟监督管理工作。设有烟草专卖行政主管部门的市、县，由市、县烟草专卖行政主管部门主管本行政区域内的电子烟监督管理工作。	
第五条	电子烟产品应当符合电子烟强制性国家标准。删除：电子烟国家标准包括电子烟、雾化物、电子烟烟液、电子烟烟具、电子烟组件、烟弹、雾化剂、雾化物添加剂、电子烟烟用材料、电子烟释放物、释放量等的规范和技术要求。电子烟生产经营主体应当诚实守信，依法开展生产经营活动。	
第六条	国家和社会加强吸电子烟危害健康的宣传教育，劝阻青少年吸电子烟，禁止中小学生吸电子烟。	强调对未成年人的保护。
第二章 生产与质量管理		
序号	内容	重要变化内容小结
第七条 原第六、七、八条	国务院烟草专卖行政主管部门应当组织专业机构根据检验检测报告等申请材料对电子烟产品进行技术审评。 国务院烟草专卖行政主管部门认证的电子烟检验检测机构，承担监督管理所需的检验、检测、监测与评价等工作。 烟草专卖行政主管部门建立电子烟抽检检测制度，定期或者不定期地对取得许可证的企业、个人及其产品进行检查或检验。 原表述： 第六条 对电子烟产品实行登记制度。电子烟产品在中国境内上市销售前，应当经烟草专卖行政主管部门登记。对符合条件的，准予登记并纳入电子烟产品目录。对不符合条件的，不予登记并书面说明理由。 申请电子烟产品登记，应当确保提交的材料合法、真实、完整。 第七条 对申请登记的电子烟产品，国务院烟草专卖行政主管部门应当组织专业机构或相关专家根据检验检测报告等申请材料对其安全性进行审查，并出具技术审评结论。 第八条 上市销售的电子烟产品与登记的产品信息应当保持一致。	取消了上市前登记及电子烟产品目录的表述仍需进行技术审评，明确了抽检制度和检测机构资质经主管部门认证。
第八条 原第九条	设立电子烟生产企业含产品生产、代加工、品牌持有企业等，下同、雾化物生产企业和电子烟用烟碱生产企业等，应当报经国务院烟草专卖行政主管部门审查同意后，方可按照国家有关规定批准立项。上述企业设立必须经国务院烟草专卖行政主管部门批准，取得烟草专卖生产企业许可证，并经市场监督管理部门核准登记；其分立、合并、撤销，必须经国务院烟草专卖行政主管部门批准，并向市场监督管理部门办理相关登记手续。未取得烟草专卖生产企业许可证的，市场监	新增要求：IPO 需经烟草局审查同意。

	督管理部门不予核准登记。 前款规定的企业首次公开发行股票并上市应当报经国务院烟草专卖行政主管部门审查同意。	
第九条 原第十条	从事电子烟产品、雾化物、电子烟用烟碱等生产经营活动，取得烟草专卖生产企业许可证，应当具备下列条件： 一有与生产相适应的资金； 二有生产所需删除：固定生产经营场所技术和设备条件； 三符合国家电子烟产业政策要求； 四国务院烟草专卖行政主管部门规定的其他条件。 上述生产企业需要经其他有关部门许可的，还应当取得相应许可。 原表述：电子烟用烟碱生产企业还需取得国家相关部门的许可等。 电子烟品牌持有企业申请办理烟草专卖生产企业许可证的，除应当具备第一款第一项、第三项、第四项规定的条件外，还应当提交有关电子烟委托经营协议等申请材料。 申请人应当对其申请材料内容的合法性、真实性、完整性负责。	雾化物和电子烟用烟碱从包含关系调整为并列关系； 删除了对于生产企业固定生产经营场所的要求；
第十条 原第十二条	持有烟草专卖生产企业许可证的电子烟经营主体改变许可范围或者具有国务院烟草专卖行政主管部门规定的其他情形的，应当重新申领烟草专卖许可证原表述：应当向原发证机关申请变更登记；其他登记事项发生改变的，应当及时变更烟草专卖许可证。删除：未经批准，不得从事相关生产经营活动。	
第十一条	电子烟生产企业、雾化物生产企业和电子烟用烟碱生产企业等为扩大生产能力进行基本建设或者技术改造，必须经国务院烟草专卖行政主管部门批准。	
第十二条 原第十三条	电子烟产品生产企业、电子烟品牌持有企业、雾化物生产企业和电子烟用烟碱生产企业等所用的烟叶包括再造烟叶和烟梗，下同、复烤烟叶、烟丝等烟草专卖品应当从有烟叶、复烤烟叶、烟丝等经营权的烟草企业购进，不得非法购进烟叶、复烤烟叶、烟丝等烟草专卖品以及烟草废弃物。 国务院烟草专卖行政主管部门下达烟叶、复烤烟叶、烟丝等烟草专卖品的购销计划。	烟叶原料实行购销计划制度
第十三条 第十四条	电子烟产品应当使用注册商标，使用和管理适用烟草制品商标使用管理规定。原表述：电子烟产品商标标识应当由省级市场监督管理部门指定的企业印制；非指定的企业不得印制电子烟产品商标标识。	明确商标适用烟草制品管理规定
第十四条 原第十五条	电子烟产品应当符合电子烟产品包装标识和警语的相关规定。	
第十五条 原第十六条	从事电子烟生产经营活动的，应当建立产品质量保证体系，对其产品质量负责。 委托生产电子烟产品的，电子烟品牌持有企业应当对所委托生产的电子烟产品质量负责，并加强对受托代加工企业生产行为的管理，保证其按照法定要求进行生产。	
第十六条 原第十七条	国务院烟草专卖行政主管部门应当建立统一的电子烟产品追溯制度，以加强对电子烟的全流程管理。	
第三章 销售管理		
序号	内容	重要变化内容小结
第十七条 原第十八条	取得烟草专卖批发企业许可证的企业，应当经烟草专卖行政主管部门批准，变更许可范围后方可从事电子烟产品批发业务。	

第十八条 原第十九条	从事电子烟零售业务，应当依法向烟草专卖行政主管部门申请领取烟草专卖零售许可证或者变更许可范围。 取得烟草专卖零售许可证从事电子烟零售业务，应当具备下列条件： 一有与经营电子烟零售业务相适应的资金； 二有与住所相独立的固定经营场所； 三符合当地电子烟零售点合理布局的要求； 四国务院烟草专卖行政主管部门规定的其他条件。 普通中小学、特殊教育学校、中等职业学校、专门学校、幼儿园周边不得设置电子烟产品销售网点。	
第十九条 原第二十条	国务院烟草专卖行政主管部门建立全国统一的电子烟交易管理平台。 依法取得烟草专卖许可证的电子烟生产企业、雾化物生产企业、电子烟用烟碱生产企业、电子烟批发企业、电子烟零售经营主体等应当通过电子烟交易管理平台进行交易。 未通过技术审评的电子烟产品，不得上市销售。上市销售的电子烟产品与通过技术审评的产品信息应当保持一致。	
第二十条 原第二十一条	依法取得烟草专卖许可证的电子烟产品生产企业、电子烟品牌持有企业等应当通过电子烟交易管理平台将电子烟产品销售给电子烟批发企业。 电子烟批发企业不得向不具备从事电子烟零售业务资格的单位或者个人提供电子烟产品。 取得烟草专卖零售许可证具备从事电子烟零售业务资格的企业或者个人应当在当地电子烟批发企业购进电子烟产品， 并不得排他性经营上市销售的电子烟产品。	新增要求：不得排他性经营
原第二十二条	删除：电子烟产品在进入统一的电子烟交易管理平台销售前，应按要求核定计税基价。	
第二十一条 原第二十三条	电子烟广告的监督管理适用有关法律法规、规章中关于烟草广告的规定。 禁止举办各种形式推介电子烟产品的展会、论坛、博览会等。	新增要求：不得举办展会
第二十二条 原第二十四条	禁止向未成年人出售电子烟产品。电子烟经营者应当在显著位置设置不向未成年人销售电子烟的标志；对难以判明是否是未成年人的，应当要求其出示身份证件。	
第二十三条 原第二十五条	禁止利用自动售货机等自助售卖方式销售或者变相销售电子烟产品。 任何个人、法人或者其他组织不得通过本办法规定的电子烟交易管理平台以外的信息网络销售电子烟产品、雾化物和电子烟用烟碱等。	
第二十四条 原第二十六条	电子烟产品、雾化物、电子烟用烟碱等的运输，应当接受烟草专卖行政主管部门的监管。 寄递、异地携带电子烟产品、雾化物、电子烟用烟碱等实行限量管理，不得超过国务院有关主管部门规定的限量。	新增要求：运输也受烟草监管
第二十五条 原第二十七条	个人进入中国境内携带电子烟产品实行限量管理，不得超过国务院有关主管部门规定的限量。	
第二十六条 原第二十八条	禁止销售除烟草口味外的调味电子烟 （原表述：禁止销售添加大麻等容易诱导未成年人吸食的调味电子烟） 和可自行添加雾化物 （原表述：烟液）的电子烟。	禁止全部调味电子烟，仅允许烟草原味
第四章 进出口贸易和对外经济技术合作		
序号	内容	重要变化内容小结
第二十七条 原第二十九条	国务院烟草专卖行政主管部门对电子烟的进出口贸易和对外经济技术合作依法进行监督管理。	
原第三十条	设立外商投资的电子烟生产企业、电子烟代加工企业、电子烟品牌持有企业和电子烟用烟碱生产企业，应当报经国务院烟草专卖行政主管部门审查同意后，方可按照国家有关规定批准立项。	删除关于外商投资审查的规定
第二十八条 原第三十一条	持有烟草专卖批发企业许可证的企业，经国务院烟草专卖行政主管部门批准，变更许可范围后，方可从事进口产品的批发业务。	

第二十九条 原第三十二条	进口电子烟产品、雾化物和电子烟用烟碱等，应当向国务院烟草专卖行政主管部门 提报需求 （原表述：审查批准），并符合国家有关规定。 进口的电子烟产品、雾化物和电子烟用烟碱等应当通过本办法规定的电子烟交易管理平台销售给电子烟批发企业、电子烟产品生产企业和电子烟品牌持有企业。 在中国境内销售的进口电子烟产品，应当通过技术审评，并使用在中国核准注册的商标。 （原表述：进口的电子烟产品，应按照本办法规定进行产品登记。）	进口产品从“审查批准”修改为“提报需求”
原第三十三条	删除：免税进口的电子烟产品应当存放在海关指定的保税仓库内，并由国务院烟草专卖行政主管部门指定的地方烟草专卖行政主管部门与海关共同加锁管理。海关凭国务院烟草专卖行政主管部门批准的免税进口计划分批核销免税进口电子烟产品的数量。	删除关于免税产品规定
第三十条	进口电子烟产品应按国家有关规定实施商品检验。	新增要求：进口产品需检验
第三十一条 原第三十四条	进口的电子烟产品应当在包装上标注 国务院烟草专卖行政主管部门规定的字样 。（原表述：标注“中国烟草总公司专营”字样） 删除：在海关监管区内经营免税电子烟产品的，只能零售，并应当在销售包装上标注国务院烟草专卖行政主管部门规定的专门标志。	删除关于免税产品规定
第三十二条 原第三十五条	专供出口的电子烟产品的包装 应当符合国务院烟草专卖行政主管部门规定的要求 。（原表述：标注“专供出口”字样）	出口产品无需印刷专供出口字样
第三十三条 原第三十六条	删除：生产不在中国境内销售、仅用于出口的电子烟产品的企业，应按照本办法规定进行产品登记，取得烟草专卖生产企业许可证。 不在中国境内销售、仅用于出口的电子烟产品，应当符合目的地国家或地区的法律法规和标准要求；目的地国家或地区没有相关法律法规和标准要求的，应当符合我国的法律法规和标准相关要求。	表述优化
第五章 监督检查		
序号	内容	重要变化内容小结
第三十四条 原第三十七条	烟草专卖行政主管部门依法对执行本办法的情况进行监督、检查，查处违反本办法的案件，并会同有关部门查处 生产、销售伪劣电子烟产品、雾化物和电子烟用烟碱等及侵犯知识产权、非法经营、走私等行为 。（原表述：制假售假、走私贩私、假冒伪劣等行为。） 烟草专卖行政主管部门或者烟草专卖行政主管部门会同有关部门，可以依法对非法运输电子烟产品、雾化物和电子烟用烟碱等的活动进行检查、处理。	强调了对知识产权的保护，以及跨部门检查处理
第三十五条 原第三十八条	烟草专卖行政主管部门查处违反本办法的案件时，可以行使下列职权： （一）询问违法案件的当事人、嫌疑人和证人； （二）检查违法案件当事人的经营场所，依法对违法生产或者经营的电子烟产品、雾化物和电子烟用烟碱等进行处理； （三）查阅、复制与违法活动有关的合同、发票、账册、单据、记录、文件、业务函电和其他资料。	
第三十六条 原第三十九条	对违反本办法的个人、法人和其他组织，烟草专卖行政主管部门可采取监管谈话， 中止平台交易资格 （原表述：通报批评，信用管理，将产品移出电子烟产品目录，），责令暂停生产经营业务、进行整顿，直至依法取消其从事电子烟产品、雾化物和电子烟用烟碱等生产经营业务资格等措施。	
第三十七条 原第四十条	烟草专卖行政主管部门建立信用管理制度，将失信市场主体列为重点监督检查对象，加强监管，同时将失信信息纳入全国信用信息共享平台和国家企业信用信息公示系统，依法予以公示。	

第三十八条 原第四十一条	电子烟的产品质量监督检验和假冒注册商标电子烟产品、伪劣电子烟产品等的鉴别检测工作，由国务院烟草专卖行政主管部门 认证 的电子烟检验检测机构或由 符合法律规定的 电子烟检验检测机构进行。（原表述：设置或指定的）	
第三十九条 原第四十二条	对检举非法生产、销售电子烟产品、雾化物和电子烟用烟碱等案件有功的单位和个人，给予奖励。	
第六章 附则		
序号	内容	重要变化内容小结
第四十条 原第四十三条	本办法所称的烟弹是指含有雾化物等的电子烟组件；烟具包括电子烟烟具、 加热卷烟烟具 和用于其他新型烟草制品的烟具，电子烟烟具是指将烟液等通过雾化等方式供人抽吸、吸吮、咀嚼或者鼻吸等的装置；烟弹与烟具组合销售的产品包括一次性电子烟、按照国家有关标准在一个包装单元内销售的电子烟产品等；雾化物是指可被电子装置等全部或部分雾化为气溶胶的混合物及辅助物质。删除：烟液是指液体形态的雾化物	优化分类表述
原第四十四条	删除：本办法所称的电子烟品牌持有企业是指取得电子烟产品登记、不实际从事生产业务的企业；电子烟生产企业是指取得电子烟产品登记并自行生产的企业；电子烟代加工企业是指未取得电子烟产品登记，仅受委托加工电子烟产品的企业；电子烟用烟碱生产企业包括烟用烟碱、雾化物等生产、加工企业。	
原第四十五条	电子烟税收征缴按照国家税收法律法规执行。	删除关于征税的表述
第四十一条	本办法中经营主体取得或变更相关许可事项，应依法向市场监督管理部门办理有关登记手续。	
第四十二条 原第四十六条	违反本办法的，由烟草专卖行政主管部门等部门按照职责分工依据《中华人民共和国烟草专卖法》《中华人民共和国未成年人保护法》《中华人民共和国烟草专卖法实施条例》等法律法规中有关法律责任的规定处罚。	
第四十三条	加热卷烟纳入卷烟管理。 其他新型烟草制品按照本办法有关规定执行。	
第四十四条 原第四十七条	本办法由国务院烟草专卖行政主管部门负责解释。	
第四十五条	本办法自 2022 年 5 月 1 日起施行。	

数据来源：国家烟草专卖局，东吴证券研究所

表 2：电子烟国标（第二次征求意见稿）中添加剂增删情况

名称	用途
新增	
N,2,3-三甲基-2-异丙基丁酰胺	凉味剂
N-乙基-2-异丙基-5-甲基环己烷甲酰胺	凉味剂
N-[N-(3,3-二甲基丁基)]-L-α-天门冬氨-L苯丙氨酸 1-甲酯(又名纽甜)	甜味剂
删除	
γ-壬内酯	具有强烈的椰子香味，冲淡时，具有似桃、似杏香气，用于配制果香型饮料香精，如椰子香精、苦杏仁香精等，还用作高级化妆品调香用的香料
γ-癸内酯	香料

L-香芹酮	L-香芹酮是薄荷油的主要成分，且合成方法制取的香芹酮，也与天然薄荷油一起使用
顺式-茉莉酮	香气很似茉莉花香，是茉莉油的重要香成份之一，可以广泛应用于茉莉系列香精中
玫瑰醇	香料
橙花醇	GB 2760—1996 规定为允许使用的食用香料。主要用以配制树莓、草莓和柑橘类等水果型香精。
橙花叔醇	该品呈玫瑰及苹果香气。GB2760-88 规定为允许使用的食用香料。主要用来配制苹果、杂锦水果和柑桔类等香精。
金合欢醇	GB 2760 - 96 规定为允许使用的食用香料。为配制杏、香蕉、樱桃、黄瓜、桃、草莓等香精的优良组分。
乙酸己酯	用作纤维素酯和树脂的溶剂。
乙酸芳樟酯	该品具有清美而幽雅的似香柠檬的香气，是茉莉、依兰、桂花、紫丁香等香型精的主要成分。
乙酸橙花酯	主要用以配制生梨、柠檬、桃子、苹果、树莓、柑橘类等水果型香精。
苯甲酸乙酯	用作玫瑰、橙花、香石竹等化妆香精的调配，也用作纤维素酯、纤维素醚、树脂等的溶剂。
朗姆醚	具有强烈的朗姆酒似香气
梅子提取物	香料
香柠檬油	香料
亚洲薄荷油	作食品香料，是薄荷型香精的主要原料。在水溶性薄荷香精中用量达 10%，在油溶性薄荷香精中可高达 38%。也可直接用于饮料、清凉型糖果或酒中。
薰衣草油	香料
桔子油	香料
苦橙花	香料
甜橙油	香料
玫瑰油	香料
留兰香油、	香料
依兰依兰油	香料

数据来源：国家烟草专卖局，东吴证券研究所

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>