

宏观深度报告 20250508

基于 38 个国家的比较：为何我国消费率偏低

2025 年 05 月 08 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

相关研究

《关税迷雾深，联储降息更难择机——2025 年 5 月 FOMC 会议点评》

2025-05-08

《转口贸易能否支撑二季度出口增长——兼论后续关注出口变化的几条线索》

2025-05-07

■ 我们将居民消费率拆解为两类 6 个因素，并跟 38 个国家进行国际比较，通过比较我们发现我国居民消费率低的原因主要是消费倾向低，居民可支配收入比重并不低，但这可能并不意味着居民部门“有钱不愿花”，提高中低收入者收入仍然是促消费的重要选择。

■ 我们的主要结论如下：

■ 1、中国居民消费率仅为 37.2%，比 38 个国家的平均水平（53.8%）要低 16.6 个点。按照：居民消费率=居民消费支出/GDP=（居民消费支出/居民可支配收入）*（居民可支配收入/GDP）=消费倾向*居民收入比重，接下来我们分别从消费倾向和居民收入进行详细拆解。

■ 2、中国消费率低主要是消费倾向偏低。2022 年，我国居民消费倾向为 62%，而 38 个国家平均为 92.3%，最低是卢森堡的 82.1%。

■ 3、我国居民可支配收入并不低，2022 年，我国居民部门可支配收入占 GDP 比重为 60%，略高于 38 个国家平均水平（58.2%）。很多观点认为中国居民收入占比低于其他国家，源于两个问题：一是样本选择的误差，经常用来做比较的国家，居民收入比重都高于我国，如美国（75.2%）、日本（63.1%）、英国（63.7%）、法国（64.5%）、德国（63.2%），但不常比较的北欧或者欧盟 27 国整体来看，居民收入比重都低于我国。二是口径差别，很多观点使用中国微观收入口径，但 2022 年居民收入的微观数据比宏观数据要少 20 万亿。

■ 4、我国居民初次分配收入占 GDP 比重（61.4%）低于 38 国平均（63.2%），初次分配里非财产性收入特别是劳动收入并不低，按照“劳动报酬+营业盈余”来看，中国为 58.2%，38 国平均为 57%。

■ 5、财产净收入水平偏低是我国居民初次分配收入低于其他国家的主要原因，2022 年我国居民财产净收入占 GDP 比重为 3.2%，而 38 国平均为 6.2%。

■ 6、我国居民财产收入形式单一，主要依靠存款利息，企业给居民的分红收入严重低于全球平均水平。2022 年，我国财产收入中 76.2%来自于利息收入，只有 10.2%来自于企业分红，表明居民财产收入依赖于存款利息，企业分红太低。相比之下，38 个国家平均来看，利息收入占财产收入的比例只有 19.4%，而红利收入占财产收入的比例高达 55.7%。

■ 7、二次分配环节，2022 年，我国居民转移净收入占 GDP 比重为-1.4%，比 38 个国家均值-5.0%要高 3.6 个点。

■ 8、我国居民二次分配净收入偏高，主要原因是税负轻。居民转移净收入=居民缴纳所得税和财产税支出+除纳税外的转移净收入。2022 年，我国居民缴纳的所得税和财产税占 GDP 比例仅为 1.2%，比 38 国平均 8.1%的水平要低 6.9 个点；我国居民“除纳税外的转移净收入”占 GDP 比例为-0.1%，而 38 国平均为 3.1%，表明社保保障相对不足。

■ 9、既然我国居民可支配收入比重高于国际平均、消费倾向低于国际平均，是否说明我国居民部门“有钱不愿花”？并非如此，由于个税和财产税主要影响少数中高收入者，因此剔除中高收入者后，对大多数居民而言，我国跟其他国家居民收入比重的国际比较结果可能是 61.3%VS66.3%，而非 60%VS58.2%。即中高收入者存在“有钱不花”、消费倾向低的现象，但大多数居民仍然是有消费意愿但缺少消费能力，因此 2025 年 4 月政治局会议指出“要提高中低收入群体收入”是很有必要的。

■ 10、居民所得税和财产税的税负轻并不一定有利于消费。我国居民税负和社保净收入“双低”的格局，意味着二次分配环节没有充分发挥调节收入差距的作用，不利于促进消费。我们发现，如果将居民个税和财产

税的税负提高到跟 38 国平均水平一致，提高税负的同时提高转移支付水平，将增加的这部分税收以转移支付的形式全部给予中低收入者，可以实现居民部门总收入不变的情况下，居民消费增加 1.6 万亿，居民消费率提高 1.3 个点、消费倾向提高 2.2 个点。

- **风险提示：**（1）国际比较在细节上可能存在误差，比如各国统计制度的差异未能完全反映，我国可能将为居民服务的非盈利组织计入广义政府部门，而其他国家可能计入居民部门，这不影响我们的结论，但可能带来一定的统计差异风险。（2）数据相对滞后，官方发布的匹配收入分配的宏观消费数据目前仅更新到 2022 年，但受到外部冲击影响，2022 年是中国消费的次低谷（仅次于 2020 年），可能不能完全代表常态下的中国消费情况。（3）国际比较的广度仍有不足，如目前的 38 国数据没有包含东南亚国家，并且大部分国家的历史数据仅能追溯到 90 年代末或 00 年代初，样本覆盖面仍有不足，不能完全排除国际比较带来的结论片面性。

内容目录

1. 消费倾向比居民收入影响更大	5
2. 我国可支配收入略高于 38 国平均	8
3. 初次分配低于 38 国平均，主要是财产净收入偏低	9
3.1. 劳动报酬比重偏高，主要是统计口径问题	9
3.2. 财产收入低，主要是企业分红太少	11
4. 二次分配高于 38 国平均：税负和社保收入双低	12
5. 38 个国家比较的启示：我国居民部门“有钱不愿花”吗？	15
6. 风险提示	16

图表目录

图 1:	2022 年各国家和地区的居民消费倾向.....	6
图 2:	居民固定资本形成占可支配收入比例（2020-2021 平均）	7
图 3:	日韩的消费倾向.....	8
图 4:	2022 年各国家和地区的居民可支配收入占 GDP 比重.....	9
图 5:	2022 年中国居民可支配收入：宏观和微观口径数据的比较.....	9
图 6:	2022 年各国家和地区的初次分配收入占 GDP 比重.....	10
图 7:	2022 年各国家和地区的劳动报酬占 GDP 比重.....	10
图 8:	2022 年各国家和地区的“劳动报酬+营业盈余”占 GDP 比重	11
图 9:	2022 年各国家和地区的财产净收入占 GDP 比重.....	12
图 10:	2022 年各国家和地区的财产收入构成.....	12
图 11:	2022 年各国家和地区的转移净收入占 GDP 比重.....	13
图 12:	2022 年各国家和地区的居民所得税和财产税占 GDP 比重.....	14
图 13:	2022 年各国家和地区的社保净收入占 GDP 比重.....	14
图 14:	2022 年各国家和地区的居民收入占 GDP 比重.....	16
表 1:	2022 年我国和 38 个国家的消费率比较.....	5

我们选择了有可比数据的 38 个国家进行居民消费的拆解比较，包括亚洲 3 个（日本、韩国、土耳其）、欧盟 27 国、北美 3 个（美加墨）、中南美洲 3 个（巴西、智利、哥斯达黎加）、非洲 1 个（南非）、大洋洲 1 个（新西兰），最新为 2022 年截面数据¹。

整体来看，2022 年中国居民消费率仅为 37.2%，比 38 个国家的平均水平（53.8%）要低 16.6 个点。

为了研究中国消费率为何偏低，我们将居民消费率拆解为 6 个因素，并逐个因素进行国际比较。根据公式：

居民消费率=居民消费支出/GDP=(居民消费支出/居民可支配收入)*(居民可支配收入/GDP)=消费倾向*居民收入比重

第一个因素是消费倾向，另外是五个收入因素，包括初次分配环节的劳动报酬、营业盈余、财产净收入，以及二次分配环节的居民缴纳所得税和财产税、除纳税外的转移净收入。

表1：2022 年我国和 38 个国家的消费率比较

	中国	亚洲	欧盟27国	西欧	中东欧	北欧	美国	中南美洲	38个国家平均
样本国家数量		3个	27个	13个	10个	4个		3个	38个
居民消费/GDP	37.2%	53.9%	53.1%	51.4%	55.8%	42.9%	68.0%	58.6%	53.8%
(1) 消费倾向（消费支出/可支配收入）	62.0%	89.8%	88.7%	89.1%	94.7%	93.3%	90.5%	96.5%	92.3%
(2) 可支配收入/GDP	60.0%	60.0%	59.8%	57.5%	59.0%	46.1%	75.2%	60.7%	58.2%
初次分配收入/GDP	61.4%	64.4%	67.6%	64.6%	62.5%	54.9%	79.5%	60.5%	63.2%
① 劳动报酬	52.4%	41.2%	46.9%	44.4%	45.3%	44.0%	51.7%	38.0%	43.6%
② 营业盈余	5.8%	13.9%	14.3%	14.6%	13.7%	6.6%	17.5%	13.0%	13.4%
③ 财产净收入	3.2%	9.2%	6.4%	5.6%	3.4%	4.3%	10.3%	9.5%	6.2%
转移净收入/GDP（不含实物转移）	-1.4%	-4.4%	-7.8%	-7.2%	-3.4%	-8.8%	-4.3%	0.2%	-5.0%
④ 居民缴纳所得税和财产税	-1.2%	-4.9%	-9.9%	-9.6%	-5.1%	-15.0%	-12.5%	-2.3%	-8.1%
⑤ 除纳税外的转移净收入	-0.1%	0.5%	2.1%	2.4%	1.7%	6.2%	8.2%	2.5%	3.1%

数据来源：Wind，OECD，世界银行，东吴证券研究所；注：为跟分配数据保持一致，这里使用五经普修订前的 GDP 和消费数据

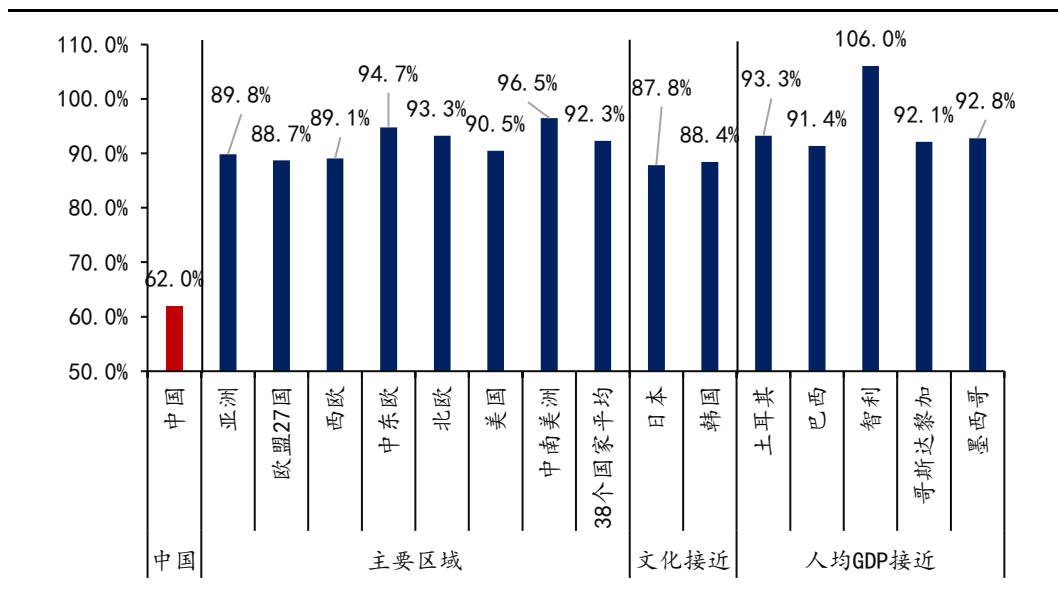
1. 消费倾向比居民收入影响更大

中国消费率低主要是消费倾向偏低。2022 年，我国居民消费倾向为 62%，而 38 个国家平均为 92.3%，最低是卢森堡的 82.1%。我国消费倾向比平均水平要低 30 个百分点左右，比 38 国最低水平低 20 个百分点左右。与我国地理和文化相近的日韩，消费倾向在 88% 左右；与我国人均 GDP 水平接近的 5 个国家（1 万美元上下，土耳其、巴西、智利、哥

¹ 哥斯达黎加、新西兰数据更新至 2021 年，罗马尼亚更新至 2020 年，其他国家均为 2022 年数据

斯达黎加、墨西哥)，消费倾向没有低于 90% 的。

图1：2022 年各国家和地区的居民消费倾向

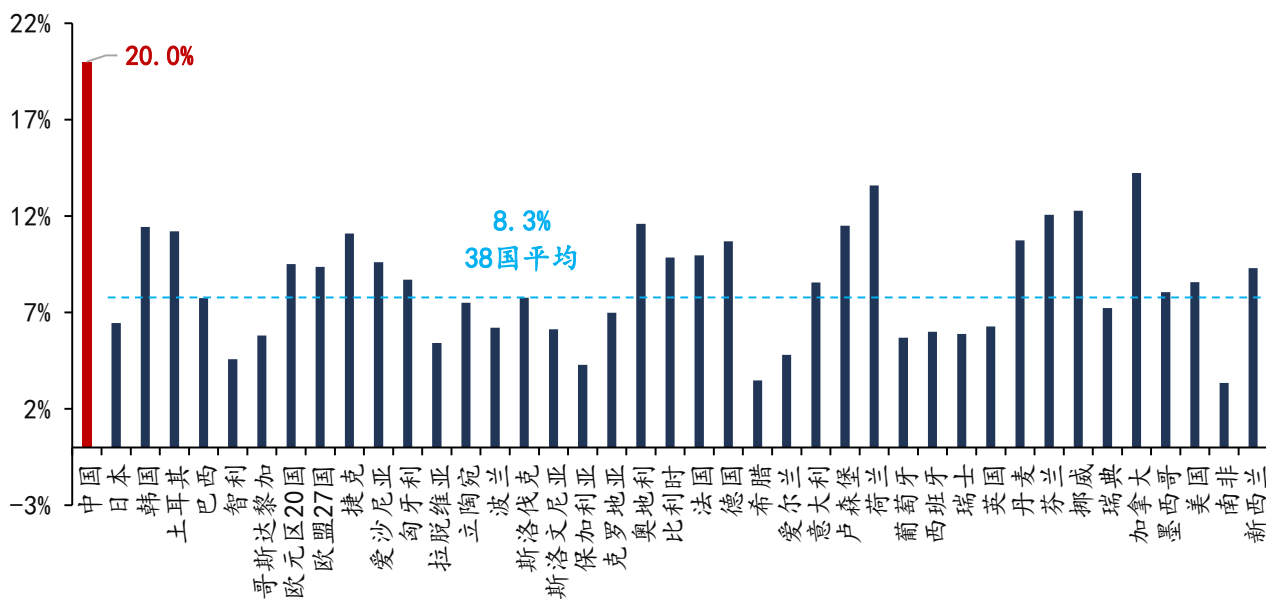


数据来源：OECD，东吴证券研究所

我国消费倾向偏低，不是某一个因素导致的，是多重因素影响的结果，包括：

一是房地产对消费倾向的影响较大，最多达到 11.7 个点。在 2021 年之前，我国房价收入比偏高，家庭需要长期储蓄很大一部分收入才能负担得起住房，直接减少了当前的消费；购房后要持续还贷，储蓄也不会停。用资金流量表的固定资本形成占可支配收入的比例，可以大致衡量房地产对消费倾向的影响。2020-2021 年，中国居民可支配收入中平均 20% 用于固定资产投资（主要是购房），而 38 个国家平均为 8.3%。如果超出全球平均的部分可以转化为消费，我国消费倾向可以提高 11.7 个点。但是，2021 年中以来的这轮房地产下行周期，虽然居民减少了购房支出（可支配收入中用于固定资产投资的比重从 20% 降至 15.9%），但是增加了预防性储蓄，从房地产市场释放出来的资金并没有进入消费，因而消费倾向没有多少变化。

图2：居民固定资本形成占可支配收入比例（2020-2021 平均）



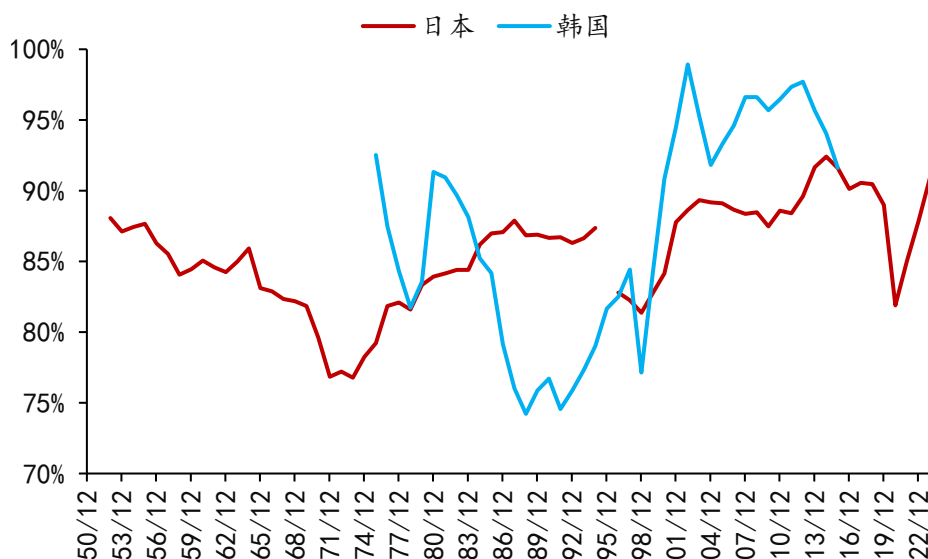
数据来源：Wind，东吴证券研究所

二是文化传统，勤俭节约、偏好储蓄的社会氛围也压低了消费倾向。比如文化相近的日韩 2022 年消费倾向也比其他国家低 4 个百分点左右，但这不足以解释中国消费倾向比日韩低二十多个点的差距。

三是社保不完善。社会保障体系的不足迫使家庭为未来的不确定性增加储蓄，从而降低了当前的消费水平。

四是投资重于消费的发展路径。消费倾向的反面是储蓄率，通常在发展早期，各项经济制度都更偏向于投资和积累，对应更高的投资率、储蓄率和更低的消费倾向。比如日韩的消费倾向呈现明显的 U 型趋势，在工业化前期，经济制度重投资轻消费，消费倾向下降；而在工业化后期，出现了投资型社会到消费型社会的制度变迁，如居民收入提升、休假、社保、消费环境等制度的改善，带来了消费倾向的回升。对于日韩而言，两国的消费倾向分别在 70 年代初、80 年代末降至低点，随后回升。

图3: 日韩的消费倾向



数据来源：日本统计局，OECD，Historical Statistics of Korea，东吴证券研究所；注：日本 1995 之前来自于日本统计局的早期统计数据，95 年之后来自于 OECD，数据有所差异

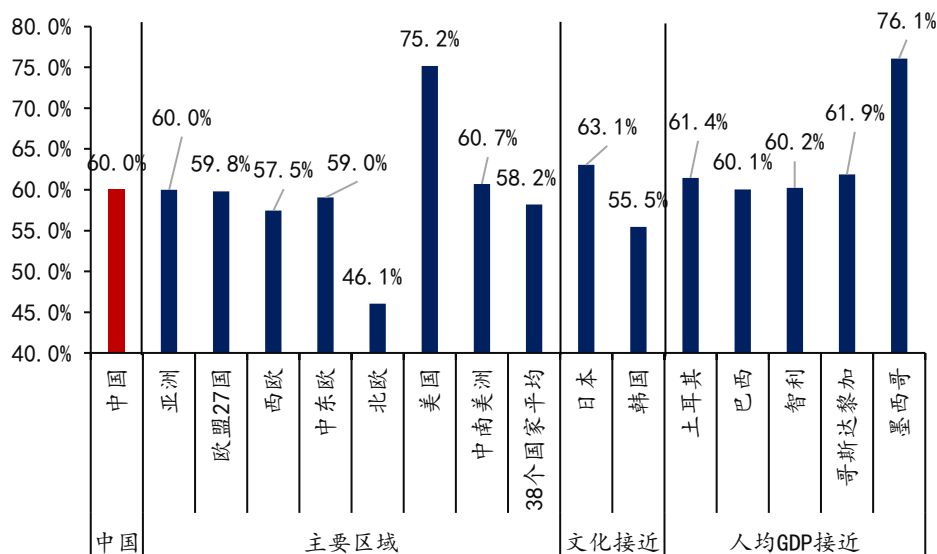
2. 我国可支配收入略高于 38 国平均

2022 年，我国居民部门可支配收入占 GDP 比重为 60%，略高于 38 个国家平均水平（58.2%）。很多观点认为中国居民收入占比低于其他国家，两方面原因导致了这一错误观点的广泛传播。

一是样本选择的误差，经常用来做比较的国家，居民收入比重都高于我国，如美国（75.2%）、日本（63.1%）、英国（63.7%）、法国（64.5%）、德国（63.2%）。但如果我们能看更多地区，就会发现还有很多国家的居民收入比重是低于我国的，如北欧 4 国的居民收入平均比重仅为 46.1%，欧盟 27 国平均为 59.8%，都低于我国。

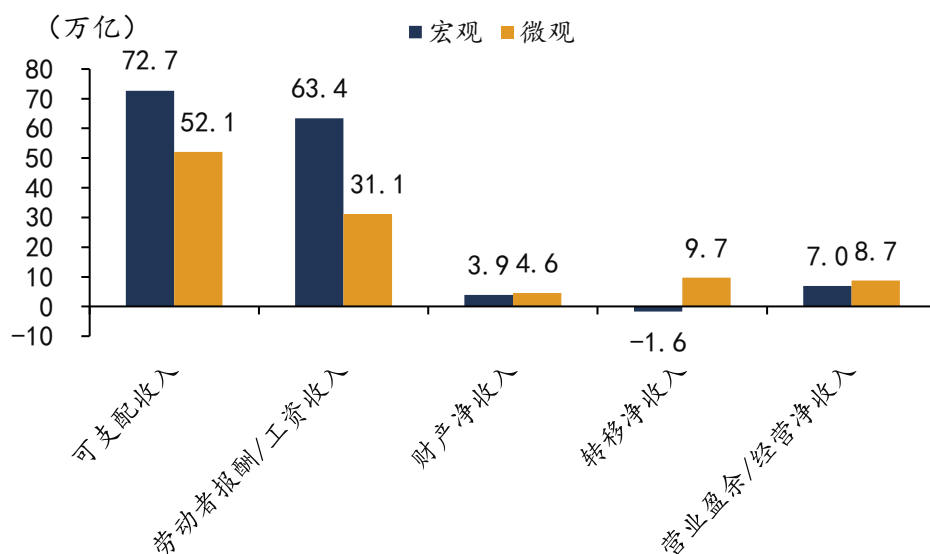
二是口径差别，很多观点使用中国微观收入口径，但 2022 年居民收入的微观数据比宏观数据要少 20 万亿。2022 年，根据统计局微观调查数据，中国居民人均可支配收入为 3.68 万元，按照 14.1 亿人口算，居民收入大约 52 万亿，五经普调整前的 GDP 为 121 万亿，微观口径的居民可支配收入占 GDP 比重为 43%。而宏观口径的居民可支配收入是 72.7 万亿，占 GDP 比重是 60%，收入规模相差 20 万亿、比重相差 17 个点。

图4：2022 年各国家和地区的居民可支配收入占 GDP 比重



数据来源：OECD，东吴证券研究所

图5：2022 年中国居民可支配收入：宏观和微观口径数据的比较



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 初次分配低于 38 国平均，主要是财产净收入偏低

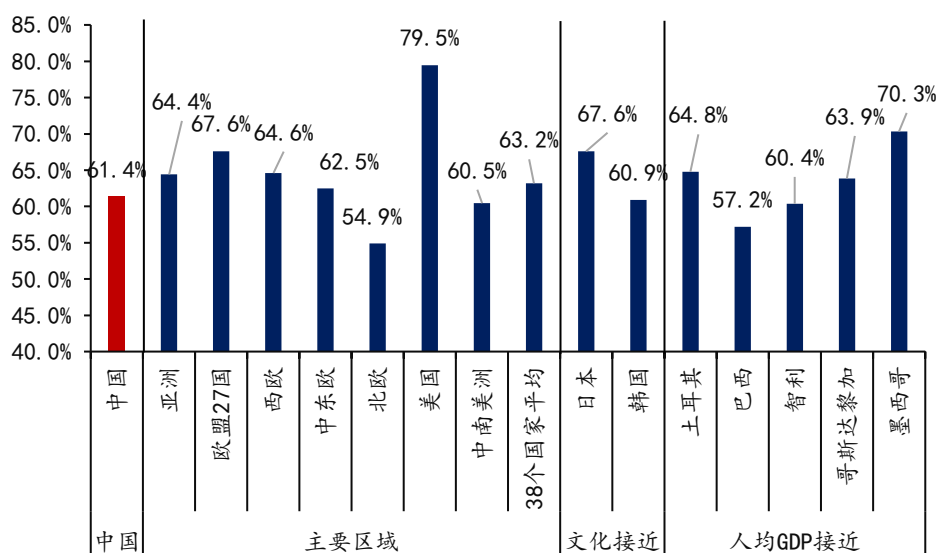
我国居民初次分配收入占 GDP 比重 (61.4%) 低于 38 国平均 (63.2%)，主要是财产净收入偏低，其他收入并不低 (劳动报酬+营业盈余)。

3.1. 劳动报酬比重偏高，主要是统计口径问题

中国劳动报酬比重偏高 (中国 52.4%VS 38 国平均 43.6%)，主要是统计口径带来的差异。SNA2008 设置了混合收入科目，包括自雇者在企业劳动所应获得的劳动报酬以

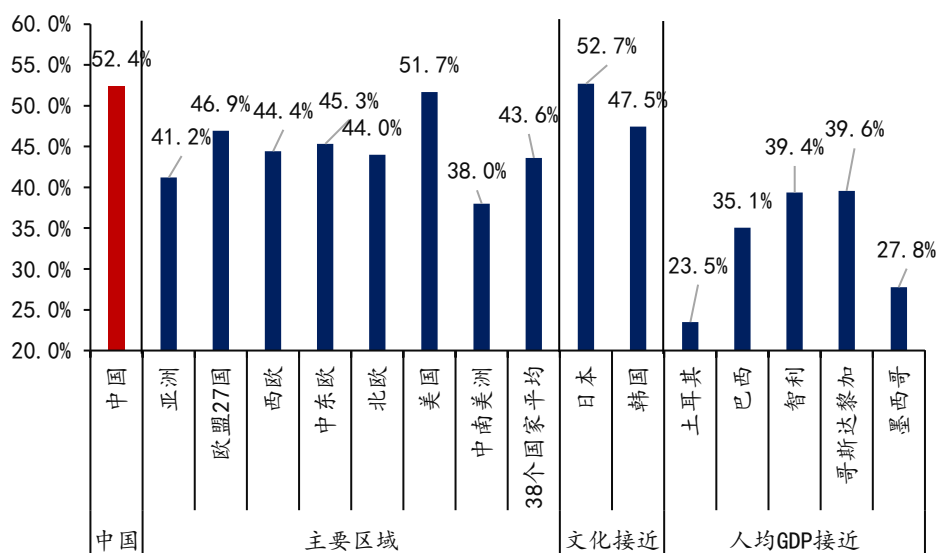
及这类企业所获得的盈余，混合收入通常跟营业盈余放在一起。而我国将自雇者（农户和个体经营户）的劳动报酬和盈余分开，分别计入居民收入的劳动报酬和营业盈余科目。也就是说，我国的居民劳动报酬在口径上比其他国家多了自雇者的劳动报酬，致使劳动报酬占 GDP 比重偏高，2022 年我国是 52.4%，而 38 国平均是 43.6%。但如果考虑到口径差别，合并来看“劳动报酬+营业盈余”占 GDP 比重则差别不大，中国为 58.2%，38 国平均为 57%。

图6：2022 年各国家和地区的初次分配收入占 GDP 比重



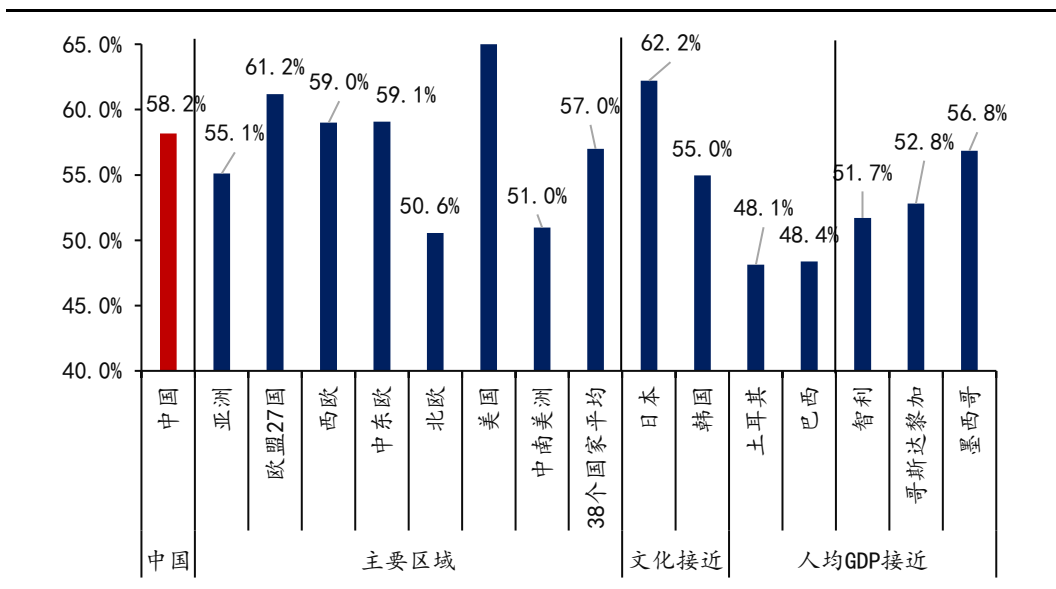
数据来源：OECD，东吴证券研究所

图7：2022 年各国家和地区的劳动报酬占 GDP 比重



数据来源：OECD，东吴证券研究所

图8：2022 年各国家和地区的“劳动报酬+营业盈余”占 GDP 比重



数据来源：OECD，东吴证券研究所

3.2. 财产收入低，主要是企业分红太少

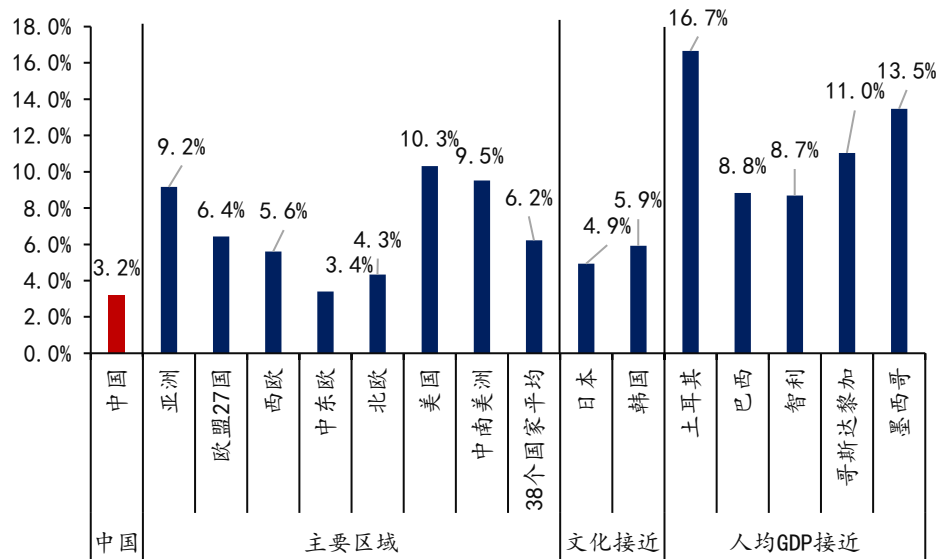
除了劳动报酬和营业盈余外，初次分配还包括财产净收入，我国财产净收入有两个特点。

第一，我国居民财产净收入比 38 国平均低 3.2 个点，是拖累初次分配收入的主要原因。2022 年我国居民财产净收入占 GDP 比重为 3.2%，而 38 国平均为 6.2%，我国居民财产收入偏低。财产净收入水平偏低是我国居民初次分配收入低于其他国家的主要原因。

第二，我国居民财产收入形式单一，主要依靠存款利息，企业给居民的分红收入严重低于全球平均水平。2022 年，我国财产收入中 76.2%来自于利息收入，只有 10.2%来自于企业分红，表明居民财产收入依赖于存款利息，企业分红太低。相比之下，38 个国家平均来看，利息收入占财产收入的比例只有 19.4%，而红利收入占财产收入的比例高达 55.7%。

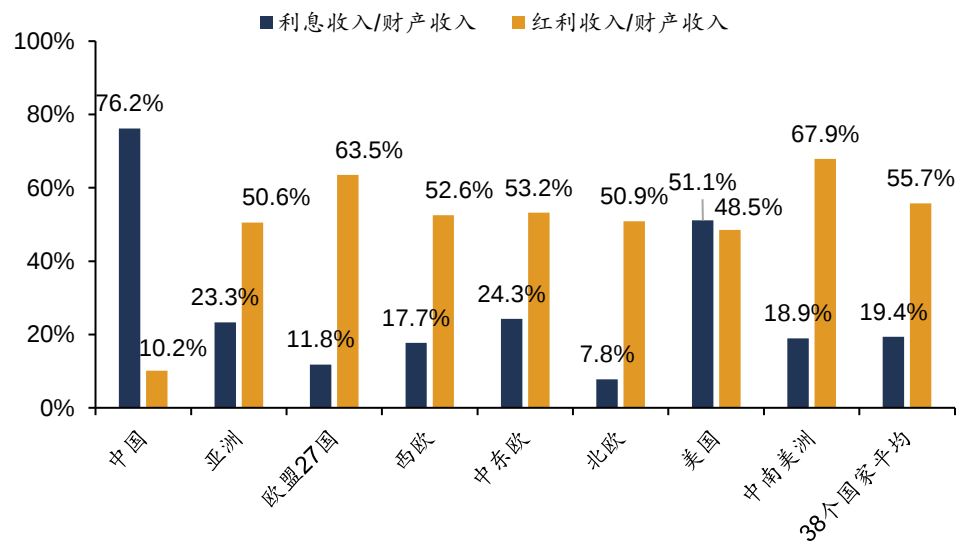
与我国文化接近的日韩两国，储蓄率也较高，因此财产收入中 20.4%和 25.4%来自于利息收入，高于 38 国平均，但是日韩居民的红利收入占财产收入的比重分别达到 30.5%和 49.6%。其他国家里，美国居民财产收入 51.1%来自利息、48.5%来自红利，这是因为 2022 年处于加息周期，居民利息收入随着利率走高。

图9：2022 年各国家和地区的财产净收入占 GDP 比重



数据来源：OECD，东吴证券研究所

图10：2022 年各国家和地区的财产收入构成



数据来源：OECD，东吴证券研究所

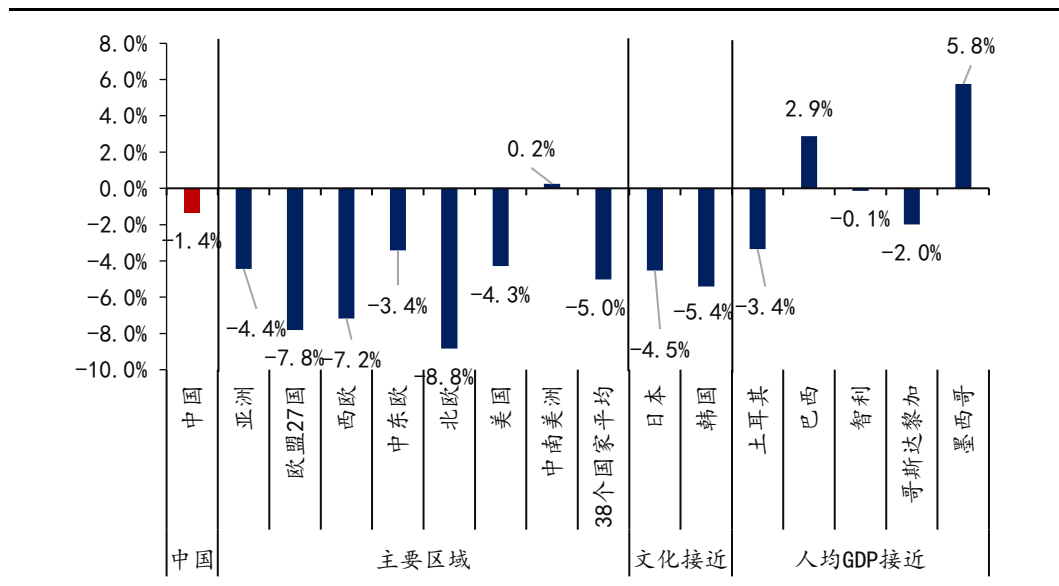
4. 二次分配高于 38 国平均：税负和社保收入双低

2022 年，我国居民转移净收入占 GDP 比重为-1.4%，高于 38 个国家均值-5.0%。

二次分配环节，居民获得的净收入为负，意味着是二次分配是居民收入转出环节，大多数国家都是如此。我们 38 个国家的样本里，只有 4 个国家 2022 年居民转移净收入占 GDP 比重为正，分别是巴西+2.9%、保加利亚+0.5%、葡萄牙+1.2%、墨西哥+5.8%。

除了葡萄牙外，其他三个国家 2022 年的人均 GDP 都没有达到世界银行高收入经济体的标准（1.38 万美元）。二次分配环节在大多数国家都是居民收入减少，这是因为有个人所得税和财产税两项税收的存在，只有当居民部门获得的社保收入，超过缴纳的“税收+社保”时，才有可能存在转移净收入大于 0。

图 11：2022 年各国家和地区的转移净收入占 GDP 比重



数据来源：OECD，东吴证券研究所

我国居民二次分配净收入高于 38 国平均，主要原因是个人所得税和财产税负担轻。将居民的转移净收入拆分为“居民缴纳所得税和财产税”和“除纳税外的转移净收入”两部分，后者主要是社保净收入。2022 年，我国居民缴纳的所得税和财产税占 GDP 比例仅为 1.2%，比 38 国平均 8.1% 的水平要低 6.9 个点。我国税制体系以间接税为主，2023 年增值税和消费税占税收收入的 47.2%，个人所得税仅占 8.2%，而居民房地产税目前仅在上海、重庆试点。可支配收入是税后收入，我国以间接税为主，个税和财产税等直接税低，自然有助于抬高居民税后收入。

税负轻的同时，社保收入偏低。2022 年，我国居民“除纳税外的转移净收入”占 GDP 比例为 -0.1%，而 38 国平均为 3.1%，并且 38 个样本国家里只有 6 个国家小于 0，大多国家都为正。这个指标大致是居民缴纳的社保和收到的转移支付之差，这个值为负，代表我国居民缴纳的社保要超过收到的转移支付。

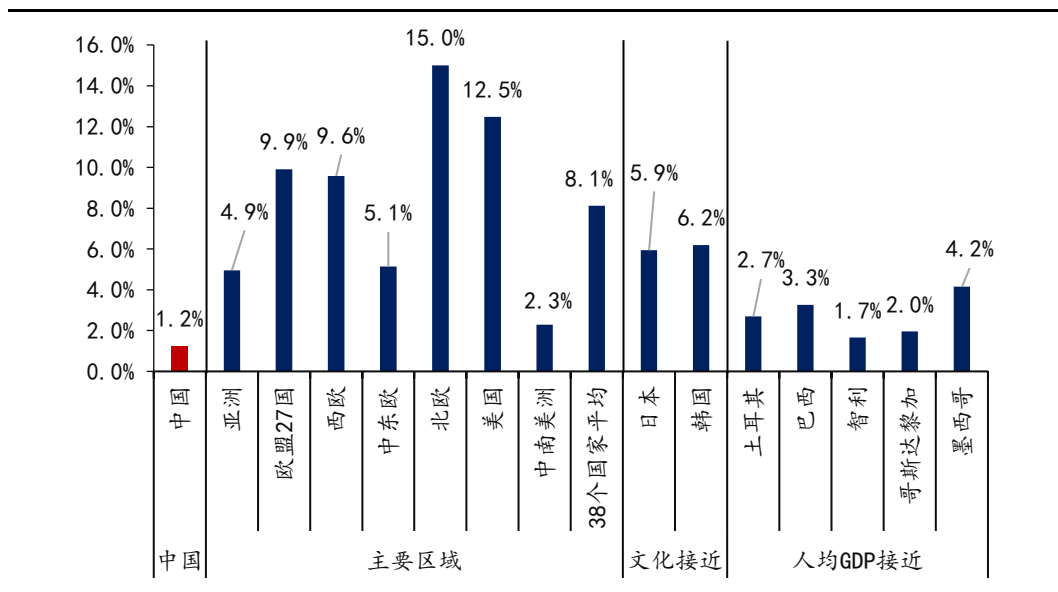
我国城镇居民的养老保险并不低，主要是农村养老金偏低，以及失业保险受益率偏低。根据《2023 年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》²，2023 年我国城镇职工养老保险支出 63757 亿元、领取人数 14196 万人，每人每年大约 44912 元；而基本养老保险支出 4613 亿、领取人数 17268 万人，每人每年大约 2671 元，主要是农村养老金偏低。失业保险受益率问题我们在此前报告中多次论述，从调查失业率口径来看，2023

² <https://www.mohrss.gov.cn/xxgk2020/fdzdgknr/ghtj/tj/ndtj/202406/W020240617617024381518.pdf>

年末 2400 万城镇调查失业人员里，只有 352 万人领取失业保险，受益率只有 14.7%。考虑到 2400 万人里有部分人没有参保，按 51.7% 的参保比例，估算参保受益率大约为 28.3%。这意味着在缴纳失业保险的人员里，也只有不到三分之一的人，失业后可以领取失业保险。（参见 2024 年 12 月外发报告《增加“特定群体”收入需要多少钱？——挖掘消费空间系列二》）

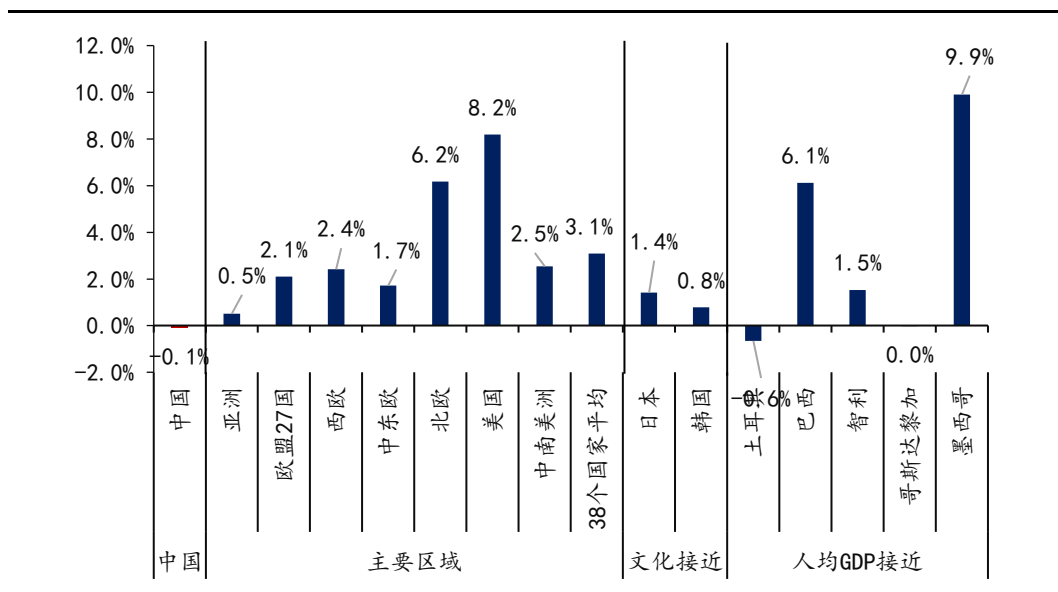
居民税负轻并不一定有利于消费。个人所得税和财产税通常是发挥调节过高收入、降低收入差距的作用。我国居民税负和社保净收入“双低”的格局，意味着二次分配环节没有充分发挥调节收入差距的作用，不利于促进消费。

图12：2022 年各国家和地区的居民所得税和财产税占 GDP 比重



数据来源：OECD，东吴证券研究所

图13：2022 年各国家和地区的社保净收入占 GDP 比重



数据来源：OECD，东吴证券研究所

5. 38个国家比较的启示：我国居民部门“有钱不愿花”吗？

跟 38 个国家相比，我国居民消费率低主要是消费倾向低（中国 62%VS38 国平均 92.3%），我国居民部门可支配收入占 GDP 比重并不低（中国 60%VS38 国平均 58.2%），通常前者代表消费意愿，后者代表消费能力。

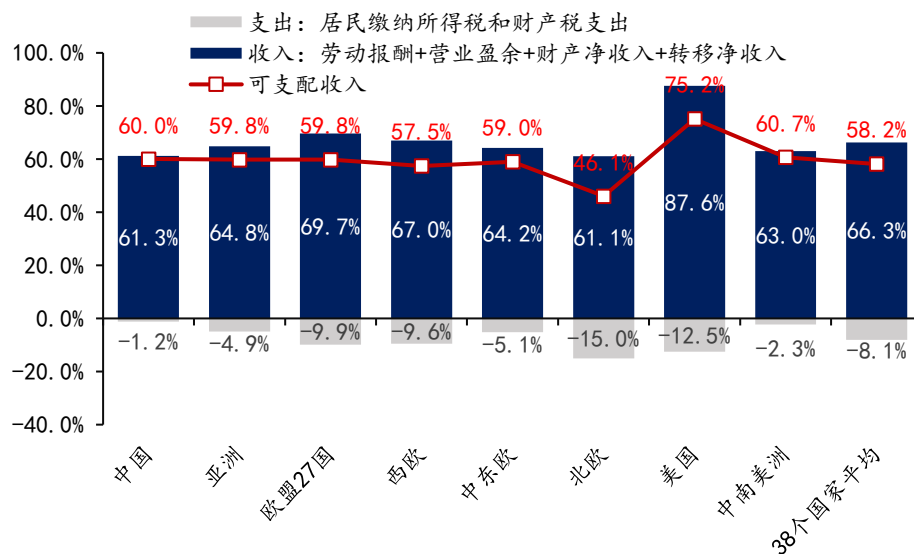
这是否意味着我国居民部门并不缺钱，而是“有钱不愿花”？

并非如此，我国居民整体收入不低于国际平均，但大多数居民收入还是偏低。我国居民部门收入比重略高于 38 国平均，代表着在居民、企业、政府三个部门之间分配的时候，居民部门作为一个整体，拿到的收入比重，并不比其他国家少。但如果我们详细拆解就会发现，我国居民获得的收入可能仍然是偏少的，按照“劳动报酬+营业盈余+财产净收入+转移净收入”占 GDP 比重，我国为 61.3%，明显低于 38 国平均水平 66.3%。只是我国居民交出去的收入偏低（居民所得税和财产税），因此经过税收调整后，居民收入比重变成：中国 60%VS38 国平均 58.2%。

由于所得税和财产税是中高收入者承担更多税负，少交所得税和财产税，影响更大的也是中高收入者。在 61.3%VS66.3%和 60%VS58.2%这两组数据里，前者可能更能反映大多数居民收入的国际对比，后者是加入少数中高收入者后的国际对比。因此，着眼大多数居民来看，收入比重可能仍然偏低，即中高收入者存在“有钱不花”、消费倾向低的现象，但大多数居民仍然是有消费意愿但缺少消费能力，因此 2025 年 4 月政治局会议指出“要提高中低收入群体收入”是很有必要的。

我们做一个政策假设，假设将居民个税和财产税的税负提高到跟 38 国平均水平一致，提高税负的同时提高转移支付水平，将增加的这部分税收以转移支付的形式全部给予中低收入者，预计可以提高居民消费率 1.3 个点。计算逻辑如下：我国居民个税和财产税占 GDP 比重，相比 38 国平均要低 6.9 个点，按照五经普调整前的 121 万亿 GDP 计算，这部分资金量约为 8.3 万亿。假设中低收入者和中高收入者的消费倾向分别为 82.6%和 61.7%，这是 2022 年乡村和城镇消费倾向。那么，我们可以计算出，8.3 万亿用于中高收入者，带来的消费是 5.3 万亿元；用于中低收入者带来的消费是 6.9 亿元。也就是说，通过完善二次分配环节的收入调节作用，可以实现居民部门总收入不变的情况下，居民消费增加 1.6 万亿，居民消费率提高 1.3 个点、消费倾向提高 2.2 个点。

图14：2022 年各国家和地区的居民收入占 GDP 比重



数据来源：OECD，东吴证券研究所

6. 风险提示

(1) 国际比较在细节上可能存在误差，比如各国统计制度的差异未能完全反映，我国可能将为居民服务的非盈利组织计入广义政府部门，而其他国家可能计入居民部门，这不影响我们的结论，但可能带来一定的统计差异风险。(2) 数据相对滞后，官方发布的匹配收入分配的宏观消费数据目前仅更新到2022年，但受到外部冲击影响，2022年是中国消费的次低谷(仅次于2020年)，可能不能完全代表常态下的中国消费情况。(3) 国际比较的广度仍有不足，如目前的38国数据没有包含东南亚国家，并且大部分国家的历史数据仅能追溯到90年代末或00年代初，样本覆盖面仍有不足，不能完全排除国际比较带来的结论片面性。

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>