

万联晨会

2025 年 09 月 18 日 星期四

概览

核心观点

【市场回顾】
周三 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.37%，深成指收涨 1.16%，创业板指收涨 1.95%。沪深两市成交额 23764.76 亿元。申万行业方面，电力设备、汽车、家用电器领涨，农林牧渔、商贸零售、社会服务领跌；概念板块方面，光刻机、同花顺果指数、铜缆高速连接领涨，免税店、猪肉、预制菜领跌。港股方面，恒生指数收涨 1.78%，恒生科技指数收涨 4.22%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收涨 0.57%，标普 500 收跌 0.1%，纳指收跌 0.33%。

【重要新闻】
【美联储降息 25 个基点】当地时间 17 日，美国联邦储备委员会结束为期两天的货币政策会议，宣布将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 4.00%至 4.25%之间。这是美联储 2025 年第一次降息，也是继 2024 年三次降息后再次降息。美联储决策机构联邦公开市场委员会 17 日发布声明称，今年上半年美国经济活动增长有所放缓，就业增长放缓，失业率小幅上升，通货膨胀率上升并在一定程度上保持高位。委员会寻求长期实现就业最大化和 2%的通货膨胀率，而经济前景的不确定性依然很高。

【李家超发表 2025 年施政报告】9 月 17 日，香港特区行政长官李家超在特区立法会发表其任期内第四份施政报告，围绕经济和民生两大主轴提出一系列措施。根据施政报告，香港将采取多项措施持续强化港股市场，包括通过“科企专线”协助内地科技企业在香港融资，加强对国家建设科技强国的金融支持；进一步完善主板上市和结构性产品发行机制；研究优化“同股不同权”上市规定；探索缩短股票结算周期至“T+1”；推动更多海外企业在港交所第二上市；协助中概股以香港为首选回归地；推动港股人民币交易柜台纳入港股通。综合来看，这些举措旨在从上市、交易、结算、产品及资金流动等多个维度，全面提升港股市场的活力、竞争力与吸引力。

研报精选

关注财政投放

2025H1 业绩向好，2025Q2 游戏板块表现突出

业绩增速明显放缓，只有啤酒、软饮料、调味品、肉制品营收利润双增长

SW 电子 2025H1 业绩向好，关注自主可控与 AI 算力双主线

国内市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,876.34	0.37%
深证成指	13,215.46	1.16%
沪深 300	4,551.02	0.61%
科创 50	1,370.43	0.91%
创业板指	3,147.35	1.95%
上证 50	2,952.78	0.17%
上证 180	9,930.08	0.45%
上证基金	7,124.07	0.15%
国债指数	224.91	0.10%

国际市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	46,018.32	0.57%
S&P500	6,600.35	-0.10%
纳斯达克	22,261.33	-0.33%
日经 225	44,790.38	-0.25%
恒生指数	26,908.39	1.78%
美元指数	96.87	0.25%

主持人： 叶柏良
Email: yeb1@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周三 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.37%，深成指收涨 1.16%，创业板指收涨 1.95%。沪深两市成交额 23764.76 亿元。申万行业方面，电力设备、汽车、家用电器领涨，农林牧渔、商贸零售、社会服务领跌；概念板块方面，光刻机、同花顺果指数、铜缆高速连接领涨，免税店、猪肉、预制菜领跌。港股方面，恒生指数收涨 1.78%，恒生科技指数收涨 4.22%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收涨 0.57%，标普 500 收跌 0.1%，纳指收跌 0.33%。

【重要新闻】

【美联储降息 25 个基点】当地时间 17 日，美国联邦储备委员会结束为期两天的货币政策会议，宣布将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 4.00% 至 4.25% 之间。这是美联储 2025 年第一次降息，也是继 2024 年三次降息后再次降息。美联储决策机构联邦公开市场委员会 17 日发布声明称，今年上半年美国经济活动增长有所放缓，就业增长放缓，失业率小幅上升，通货膨胀率上升并在一定程度上保持高位。委员会寻求长期实现就业最大化和 2% 的通货膨胀率，而经济前景的不确定性依然很高。

【李家超发表 2025 年施政报告】9 月 17 日，香港特区行政长官李家超在特区立法会发表其任期内第四份施政报告，围绕经济和民生两大主轴提出一系列措施。根据施政报告，香港将采取多项措施持续强化港股市场，包括通过“科企专线”协助内地科技企业在香港融资，加强对国家建设科技强国的金融支持；进一步完善主板上市和结构性产品发行机制；研究优化“同股不同权”上市规定；探索缩短股票结算周期至“T+1”；推动更多海外企业在港交所第二上市；协助中概股以香港为首选回归地；推动港股人民币交易柜台纳入港股通。综合来看，这些举措旨在从上市、交易、结算、产品及资金流动等多个维度，全面提升港股市场的活力、竞争力与吸引力。

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

研报精选

关注财政投放

——银行行业月报

事件：

中国人民银行发布 2025 年 8 月金融统计数据报告、社融增量以及存量统计数据报告。

投资要点：

8 月社融存量增速 8.8%，增速较 7 月回落 0.2%：8 月，社融新增 2.57 万亿元，同比少增 0.47 万亿元。8 月社融同比少增，受政府债发行放缓叠加信贷同比少增共同影响。8 月新增信贷和政府债净融资规模分别为 0.63 万亿元和 1.37 万亿元，分别同比少增 0.42 万亿元和 0.25 万亿元。8 月末，社融存量规模 433.66 万亿元，同比增速 8.8%，增速较 7 月回落 0.2%。其中，2025 年 1-8 月，社融新增合计 26.6 万亿元，同比多增 4.66 万亿元；政府债净融资额达到 10.3 万亿元，同比多增 4.63 万亿元，政府债是支撑社融同比多增最重要的力量。2024 年 9-12 月，政府债新增合计 5.65 万亿元，考虑 2025 年新增政府债的剩余额度，我们预计政府债净融资额或同比少增，同时对社融的支撑作用下降。

M1 同比增速 6%，增速环比继续回升：8 月，M2 同比增长 8.8%，增速环比持平；新口径 M1 同比增长 6%，增速环比回升 0.4%，主要原因是 2024 年同期防空转挤水分形成的较

低基数。考虑到未来财政资金的顺利投放使用，财政扩张或继续支撑经济增长，叠加 2024 年 2-3 季度 M1 环比持续负增长，我们预计 M1 改善或持续，不过需要注意的是货币增速升幅开始收窄。

投资建议：8 月，信贷需求仍然偏弱，贷款利率低位震荡；社融增速下行，贷款增速升幅收窄。后续关注财政存款的投放进度。考虑到存款重定价对息差的正向贡献以及债市波动或下降，我们预计银行板块营收和利润增速有望逐步修复。从人民币大类资产配置的角度看，考虑到当前银行板块股息率仍具有吸引力，以及监管鼓励保险资金加大入市力度以及《公募基金高质量发展行动方案》的推出，资金持续增配银行板块方向明确。另外，上述资金的持续配置有助于夯实板块估值下限。展望未来增量资金有助于支撑板块行情持续。

风险因素：宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响。

分析师 郭懿 执业证书编号 S0270518040001

2025H1 业绩向好，2025Q2 游戏板块表现突出 ——传媒行业 2025 上半年业绩综述

行业核心观点：

2025H1 业绩向好，2025Q2 业绩同比显著回暖。营收端，传媒行业 2025H1 营业收入同比由 2024H1 的增长 2.47% 扩大增长至 3.86%，总营收 2548.56 亿元，归母净利润也有所回升，同比增长 28.85% 至 217.80 亿元，整体业绩向好。毛利率保持平稳，同比上升 0.84pct 至 32.90%；费用端，管理费用率较为稳定，销售费用率持续上涨至 13.26%，净利率同比上升 1.64pct 至 8.65%；分季度同比来看，2025Q2 传媒行业整体营业收入同比增长 2.53% 至 1290.30 亿元。归母净利润同比大增 20.31% 至 107.03 亿元；分季度环比来看，2025Q2 传媒行业整体营业收入环比上升 2.55%，归母净利润保持平稳，符合周期趋势。

投资要点：

游戏：(1) 2025H1 营收扩大增长，归母净利润探底回升。2025H1 游戏板块实现营收 544.52 亿元，同比上涨 22.17%，持续扩大增长态势，归母净利润同比探底回升，上升 74.95% 至 80.52 亿元。利润端上升主要由于板块龙头公司 ST 华通、完美世界等在本期持续深耕核心产品运营与自研 IP 迭代，同时受爆款游戏贡献与新游版本更新影响产生收入规模大幅增长，同时冰川网络等公司通过降本增效策略使销售费用等大幅下降，促使 2025H1 游戏板块整体盈利能力增强。毛利率与净利率分别上升 0.37pct/4.13pct 至 67.80%/14.74%。(2) 2025Q2 营业收入大幅增长，归母净利润止跌回升。2025Q2 游戏板块实现营收 277.33 亿元，同比上涨 22.41%。归母净利润止跌回升，同比大涨 104.47% 至 45.69 亿元，其中 ST 华通旗下游戏表现突出，为游戏板块 2025 年 Q2 业绩回升贡献主要力量。盈利能力方面，毛利率小幅度增长，上升 2.25pct 至 68.55%，净利率回升 6.80pct 至 16.38%。

影视院线：(1) 2025H1 营收、归母净利润有所回升。2025H1 电影市场表现较为良好，影视院线板块实现营收 196.89 亿元，同比上升 15.24%。归母净利润回升，同比增长 7.67 亿元至盈利 17.76 亿元，主要原因是 Q1 光线传媒爆款电影《哪吒之魔童闹海》票房表现优异，公司业绩显著增长，拉动板块回升；毛利率与净利率分别上升 0.82pct/3.49pct 至 28.94%/8.98%。(2) 2025Q2 营业收入同比下降，归母净利润亏损扩大。2025Q2 影视院线板块营收缩减，同比下降 21.50% 至 55.73 亿元，归母净利润降至 -5.92 亿元，延续下跌趋势，从公司层面来看，相较于一季度，二季度头部、腰部作品均有所缺失，整体票房表现不及预期，导致营收和利润双双下跌。盈利能力方面，毛利率下降 7.64pct 至 18.18%，净利率亦延续下滑趋势，同比下降 5.79pct 至 -11.24%。

数字媒体：(1) 2025H1 营收稳定，归母净利润有所下滑。2025H1 数字媒体板块实现营收 119.38 亿元，同比下降 4.06%。归母净利润为 7.68 亿元，同比大幅下降 27.39%。主要原因在于板块内近 7 成公司归母净利润同比均有所减少。盈利能力方面，毛利率及净利率下滑 0.72pct/1.86pct 至 35.98%/6.51%。(2) 2025Q2 营收与归母净利润双双承压。2025Q2 数字媒体板块实现营收 63.96 亿元，同比下跌 3.60%。归母净利润为 4.02 亿元，同比下降 40.37%。盈利能力方面，毛利率同比上升 0.45pct 至 37.19%，净利率则同比下降 3.69pct 至 6.39%。

广告营销：(1) 2025H1 营收持续修复，归母净利润微幅下降。2025H1 广告营销板块实现营收 838.54 亿元，同比上涨 4.44%，归母净利润同比下降 4.20%至 29.85 亿元。盈利能力方面，毛利率下滑 0.87pct 至 11.55%，净利率同比下降 0.31pct 至 3.58%。(2) 2025Q2 营业收入增长，归母净利润有所下降。2025Q2 广告营销板块实现营收 452.22 亿元，同比上升 11.06%。归母净利润下降 14.50%至 14.84 亿元。盈利能力方面，毛利率延续下滑趋势，同比下跌 1.26pct 至 11.38%，净利率亦同比下降 0.99pct 至 3.32%。

广播电视：(1) 2025H1 营收持续下滑，归母净利润亏损进一步扩大。2025H1 广播电视板块实现营收 208.47 亿元，同比下跌 0.83%，归母净利润为-2.13 亿元，板块内多数公司业绩表现较差，亏损进一步扩大。其中，贵广网络 2025H1 由于应收账款周转停滞，信用减值放大亏损，导致归母净利润亏损进一步扩大至 5 亿元以上。盈利能力方面，毛利率上升 0.16pct 至 24.30%，净利率下滑 0.45pct 至-0.67%。(2) 2025Q2 营业收入、归母净利润同比仍处于下行区间，但下滑幅度已有所减缓。2025Q2 广播电视板块实现营收 110.55 亿元，同比下跌 0.01%，归母净利润为仍处于亏损，为-1.25 亿元，下滑幅度有所减缓。盈利能力方面，毛利率上升 1.46%至 24.57%，净利率下滑 0.54pct 至-0.59%。

出版：(1) 2025H1 营收下跌，归母净利润回升。2025H1 出版板块实现营收 640.76 亿元，同比下跌 8.44%。归母净利润为 84.12 亿元，同比增长 16.33%，子板块多数公司归母净利润表现较好。盈利能力方面，毛利率维持稳定，微幅上涨 0.04pct 至 34.64%，净利率上升 2.85pct 至 13.44%。(2) 2025Q2 营业收入下降，归母净利润止跌回升。2025Q2 出版板块实现营收 330.51 亿元，同比下跌 12.29%。归母净利润止跌回升，同比上 6.76%至 49.64 亿元。盈利能力方面，毛利率同比微幅下降 0.54pct 至 35.27%，净利率同比上涨 2.75pct 至 15.47%。

投资建议：2025H1 传媒板块整体业绩表现回升向好，板块表现有所分化，2025 年 Q2 游戏板块业绩表现显著回升，从中长期来看，预计随着内容供给逐步恢复，AI 等技术赋能持续深化，叠加政策支持及消费回暖预期，行业景气度有望得到修复。建议关注影视院线、游戏等领域业绩表现亮眼的公司，并关注布局数字资产、应用 AIGC 相关技术的公司。

风险因素：政策环境变化；消费复苏不及预期；市场竞争加剧；创新技术应用不及预期；商誉减值风险。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

分析师 李中港 执业证书编号 S0270524020001

业绩增速明显放缓，只有啤酒、软饮料、调味品、肉制品营收利润双增长 ——食品饮料行业 2025H1 业绩综述报告

投资要点：

整体：食品饮料板块业绩增速明显放缓，归母净利润同比转负，业绩增速排名下降。2025H1 食品饮料行业实现营收 5806.35 亿元 (YoY+2.41%)，归母净利润 1275.08 亿元 (YoY-0.56%)，营收和归母净利润增速3在中万级子行业中分别排名第 14 和第 20，营收增速较 2024H1 下降 1.30pcts，归母净利润增速较去年同期下降 14.52pcts，同时毛利率与净利率同比下降，费用率则相对稳健。

业绩增速：零食、软饮料和调味发酵品营收增速靠前，啤酒、调味发酵品和软饮料利润增速靠前。软饮料、调味发酵品、啤酒、肉制品营收和归母净利润均实现同比正增长。零食、软饮料和调味发酵品营收增速位居前列，营收增速分别为 36.36%、9.08%、4.66%；啤酒、调味发酵品和软饮料归母净利润增速排名前三，归母净利润增速分别为 12.06%、8.04%和 4.89%。

盈利能力：政策和全球政治格局震荡等影响下，食品饮料子板块盈利能力有所承压。2025 年上半年只有啤酒/调味发酵品的毛利率和净利率均同比提升，其中毛利率同比为啤酒 +1.86pcts/调味发酵品 +2.26pcts，净利率同比为啤酒 +1.25pcts/调味发酵品 +0.51pcts；白酒/其他酒类/乳制品/软饮料/肉制品毛利率提升，但净利率下降，其中毛利率同比 +0.26pcts/+0.24pcts/+0.81pcts/+1.30pcts/+0.16pcts，净利率同比 -0.10pcts/-1.01pcts/-0.29pcts/-0.74pcts/-0.01pcts；休闲零食/预加工食品/保健品毛利率和净利率均有所下降，毛利率同比 -8.36pcts/-1.31pcts/-7.60pcts，净利率同比 -2.88pcts/-0.90pcts/-1.57pcts。

白酒板块：营收同比略减，增速加速回落；归母净利润同比略减，自 2014H1 首次同比出现负增长。高端白酒最具韧性，次高端白酒整体业绩下滑最严重。2025 年上半年白酒业绩增速降为负，营收、归母净利润同比增速分别为 -0.86%/-1.18%，较去年同期增速减少 13.94pcts、15.49pcts。其中高端白酒最具韧性，市场占有率稳居高位，营收利润维持稳健增长。贵州茅台、五粮液和泸州老窖 2025H1 营收同比 +9.10%/+4.19%/-2.67%，归母净利润同比 +8.89%/+2.28%/-4.54%。次高端白酒企业业绩受冲击严重，行业整体下滑，2025 年上半年营收/归母净利润增速分别为 -14.32%/-20.93%，只有山西汾酒业绩相对较好，营收和归母净利润均保持正增长，而今世缘、山西汾酒、水井坊、舍得酒业、酒鬼酒和洋河股份营收和归母净利润均出现大幅下降。中低端白酒出现分化，整体业绩下滑，2025 年上半年营收/归母净利润增速分别为 -8.79%/-10.68%，11 家公司中，有 3 家公司（古井贡酒、老白干酒、金徽酒）营收和归母净利润同比正增长。目前行业处于去库存阶段，预计 2025 年业绩放缓仍会持续一段时间，但政策逐渐舒压和提振内需政策的实施有望加速库存的消化。

啤酒板块：啤酒营收利润同比均实现正增长，其中营收增速同比回升。2025H1 营收归母净利润，分别同比 +2.75%/+12.06%，啤酒板块营收增速从去年同期的负增长转为低个位数正增长，归母净利润维持增长态势但增速减缓。主要啤酒企业提升产品结构叠加小麦等原材料成本压力逐步缓解，啤酒板块盈利能力保持提升态势。其中龙头里面珠江啤酒、燕京啤酒业绩表现相对较好，营收正增长，归母净利润同比增长超 22%。预计在“苏超”等活动刺激和提振内需政策拉动下，2025 年行业营收能恢复正增长，同时产品结构升级、成本红利还将继续提升啤酒公司的盈利能力，净利润将仍能保持正增长。

大众品板块：业绩分化较为明显。2025 年上半年大众板块业绩分化明显。乳品中，妙可蓝多表现突出，营收和归母净利润同比增速均为行业第二，此外一鸣食品、新乳业营收和归母净利润也都实现了正增长；软饮料中，东鹏饮料表现最为亮眼，营收和归母净利润均取得 36%以上高增长；休闲零食中，有友食品、盐津铺子、西麦食品和立高食品表现亮眼，营收和归母净利润均取得 10%以上较高增长；调味品中，莲花控股营收和归母净利润均实现 32%以上高增长，另外安记食品也在营收取得增长的情况下，归母净利润实现 58%以上高增长；肉制品中，华统股份在营收取得增长的情况下，归母净利润实现 163%以上高增长；预加工食品中，春雪食品和巴比食品在营收增长的基础上，归母净利润实现 18%以上较高增长；保健品中，金达威和仙乐健康营收和归母净利润实现正增长。

投资建议：提振内需政策红利和理性消费、情绪消费、健康消费趋势下，食品饮料存在结构性投资机会：（1）成长赛道：可以关注饮料、零食、保健品行业的投资机会。其中，饮料行业重点关注能量饮料赛道的优质龙头；零食行业关注在渠道和品类创新方面与时俱进的优质龙头；保健品可以关注在年轻消费品类和高增长功效赛道布局的龙头。（2）边际改善赛道：可以关注啤酒、调味品、乳制品行业的投资机会。其中，啤酒行业可重点关

注产品结构偏低的龙头，其成长空间更大；调味品行业可关注在复合调味品和健康调味品方面布局较优的龙头；乳制品建议关注业绩表现较优的龙头。（3）筑底赛道：我们判断白酒行业处于筑底阶段，低估值+高分红为股价提供强支撑，因此向下空间有限，预计随着渠道库存逐步出清，市场有望提前于白酒企业报表端业绩拐点而迎来向上拐点，可以静待投资机会。

风险因素：1. 政策风险；2. 食品安全风险；3. 经济增速不及预期风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

SW 电子 2025H1 业绩向好，关注自主可控与 AI 算力双主线 ——电子行业跟踪报告

行业核心观点：

SW 电子 2025 年上半年业绩向好，盈利能力有所提升。营收端，SW 电子行业 2025 年上半年实现营业收入 18,460.95 亿元，同比上升 19.10%；成本费用端，整体期间费用率为 10.62%，同比下降 0.65pct，整体费用控制良好；利润端，上半年实现归母净利润 840.40 亿元，同比上升 29.29%，大于同期营收增幅；毛利率/净利率为 15.68%/4.45%，同比上升 -0.09pct/0.44pct，体现出行业整体盈利能力有所提升。

投资要点：

半导体：盈利能力提升，芯片设计、集成电路制造等板块表现较好。2025 年上半年，多数子板块业绩表现较好，营收方面半导体设备、数字芯片设计增幅居前，归母净利润方面，模拟芯片设计、分立器件、集成电路制造增速较高，主要系 AI 算力加速建设和终端设备需求复苏，同时国产替代持续推进，提振芯片设计、晶圆代工等细分赛道需求。

消费电子：国补政策推动消费电子需求增长，子板块业绩有所分化。2025 年上半年，消费电子行业整体需求受益于国补政策和补库存周期，推动零部件及组装子板块业绩回暖，但品牌消费电子受原材料成本压力影响，盈利能力有所承压。三、四季度大厂新品频发，叠加双十一旺季活动，消费电子板块下半年业绩有望进一步改善。

光学光电子：归母净利润同比大幅增长，面板盈利能力提升。2025 年上半年，各子板块营收和归母净利润均实现同比增长，其中面板子板块 2025 年 H1 归母净利润同比大幅增长 193.31%，盈利能力大幅提升，主要系面板供给端格局优化，中国大陆面板厂商掌握产业链话语权并维持“按需生产”策略，因而面板价格较为稳定，提升了行业整体盈利能力。

元件：业绩稳步增长，AI 算力建设提振服务器 PCB 需求。印刷电路板、被动元件子板块 2025 上半年营收及归母净利润均实现同比增长，其中印刷电路板子板块归母净利润同比增长 58.89%，主要系 AI 算力加速建设，AI 服务器出货增长提振服务器 PCB 需求。

投资建议：SW 电子行业 2025 年上半年业绩同比向好，在自主可控与 AI 算力双主线驱动下，多数板块的营收及归母净利润均实现正向增长，三级子板块中模拟芯片设计、数字芯片设计、印制电路板、面板等子板块的归母净利润实现同比大幅增长。细分板块上建议关注 PCB、模拟芯片设计、数字芯片设计、集成电路制造、面板等业绩强劲的子板块。

风险因素：中美科技摩擦加剧；AI 应用发展不及预期；国产技术突破不及预期；下游终端需求不及预期；市场竞争加剧；数据统计口径差异。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

分析师 陈达 执业证书编号 S0270524080001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场