

晨会纪要

数据日期: 2025-09-15	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3860.50	13005.77	4533.05	14121.86	3830.14	1340.39
涨跌幅度(%)	-0.26	0.63	0.24	0.30	0.85	0.17
成交额(亿元)	9861.71	12912.12	6133.14	4732.14	6165.41	976.44

晨会主题

【重点推荐】

行业与公司

西子洁能(002534.SZ) 财报点评: -资深余热锅炉装备制造商, 打造光热发电设备龙头+核电设备供应商

【常规内容】

宏观与策略

宏观月报: 宏观经济宏观月报-8月经济超预期回落, 政策加码窗口打开

行业与公司

传媒行业9月投资策略: 持续看好游戏板块新品周期, 关注IP潮玩及AI应用布局机会

公用环保行业周报: 公用环保202509第3期-新型储能规模化发展推进, 新能源发电就近消纳电价机制完善

食品饮料周报(25年第37周): 高端白酒价格延续压力, 关注传统旺季动销表现

社会服务行业双周报(第114期): 预制菜国标草案通过审查, 港股高教板块行情强势

上声电子(688533.SH) 财报点评: 单二季度收入同比增长14%, 车载声学系统产品持续放量

扬杰科技(300373.SZ) 公司快评: 现金收购贝特电子100%股权, 内生与外延增长并进

路维光电(688401.SH) 财报点评: 1H25营收同比增长37.48%, 中高端产品多维拓展

美团-W(03690.HK) 海外公司财报点评: 补贴加大拖累经营表现, 持续跟踪竞争格局变化

金融工程

金融工程周报: 基金周报-公募基金销售保有规模百强名单出炉, 易方达推出“指数直通车”

金融工程周报: ETF周报-本周股票型ETF收益中位数近2%, 科技ETF领涨

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 09月16日

	收盘指数	涨跌幅
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	26446.56	0.22

基金指数 09月16日

	收盘指数	涨跌幅
债券基金指数	3265.00	0.02
股票基金指数	12330.21	0.04
混合基金指数	11473.65	-0.16

汇率 09月16日

	收盘指数/价	涨跌幅
欧元兑美元	1.17	0.21
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.77	-0.01
美元兑日元	147.42	-0.15

非流通股解禁 09月16日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
国信证券	47358.75	100.00	2025-08-14
西南证券	33000.00	100.00	2025-07-22
鹏欣资源	22026.56	100.00	2025-06-12
内蒙一机	412.50	82.58	2025-06-03
华电重工	408.34	100.00	2025-06-02
宁波银行	7581.90	95.06	2025-05-16
新点软件	15651.92	100.00	2025-05-16
华兰股份	3782.78	100.00	2025-04-30

【重点推荐】

行业与公司

◆ 西子洁能(002534.SZ) 财报点评:资深余热锅炉装备制造制造商,打造光热发电设备龙头+核电设备供应商

资深余热锅炉装备制造制造商,进军核能和清洁能源装备制造。西子洁能成立于1955年,前身为中国余热锅炉企业杭州锅炉集团股份有限公司,是国内最早从事余热锅炉研发和制造的企业之一。1998年公司进入核电常规岛设备制造领域,现已成为中广核集团、中核集团合格供应商,并且拥有民用核安全2、3级设备制造许可证,进入核级设备制造领域,2025年8月设立杭州西子核能科技有限公司。上市后,公司加大新能源领域投入,2017年完成国内首套光热发电熔盐系统的研发。

成立核能公司拓展核电装备制造领域。公司2018年获颁“民用核安全设备制造许可证(核2、3级压力容器、储罐、热交换器)”。截至目前,公司先后为全国多座核电站提供186台常规岛压力容器和换热器,435台核2、3级压力容器和储罐,成为中广核集团、中核集团等长期战略合作伙伴。2025年8月,西子洁能设立合资公司杭州西子核能科技有限公司,打造公司核电领域关键技术平台,Wind数据显示西子洁能持股比例为60%,目前,西子洁能加快推进崇贤制造基地核电专用清洁车间建设,该车间规划面积6480平方米,可承接核级压力容器、储罐、换热器等高端产品制造。项目分两期推进,一期预计2025年9月底投入使用。此外,公司积极向三代核电、四代核电及核聚变领域拓展,打造公司未来新的增长点。

光热发电设备制造龙头,光热发电和熔盐储能有望成为业绩增长点。公司我国光热发电领域龙头,在目前光热发电项目中市占率超40%。2021年12月,公司发行11.10亿元可转债,募集资金中10.3亿元用于建设浙江西子新能源有限公司新能源科技制造产业基地,项目建设期2.5年,投产期2.5年。基地建成后形成580台套光热太阳能吸热器、换热器及导热油换热器、锅炉的生产能力。

我国积极推进光热发电发展,市场空间广阔。“积极发展光热发电”已写入《能源法》;《国家能源局综合司关于推动光热发电规模化发展有关事项的通知》指出光热发电规模化利用将成为我国新能源产业新增长点,力争“十四五”期间,全国光热发电每年新增开工规模达到3GW左右,推动“光热+光伏+储能”一体化项目落地。目前光热发电单位千瓦投资约为1.4-1.7万元/kW,预计随着技术发展,建设成本将逐步下降。假设我国未来每年新增3GW光热发电,按照光热发电投资强度1.4万元/kW计算,预计光热发电建设领域市场空间约为420亿元/年,其中熔盐储能约占光热发电系统成本的20%-30%,对应市场空间约为84-126亿元。

熔盐储能是光热发电重要系统,可用于火电灵活性改造和工商业储能。熔盐储能是一种基于高温熔盐显热特性的大规模长时储能技术,通过将电能或热能转化为熔盐的热能储存,实现能源的时空转移。其核心原理是利用熔盐在290-600℃温度区间的高比热容特性,通过冷热双罐循环系统完成能量储存与释放。熔盐储能有能量密度高、储热时间长、规模化成本低等诸多优势,与新能源特性互补性强,具有一定推广潜力。除作为光热发电核心系统外,熔盐储能还可用于火电灵活性改造、工商业储能等应用场景。

风险提示:市场竞争风险、原材料涨价风险、订单不及预期、项目投产及产能爬坡不及预期。

投资建议:首次覆盖,给予“优于大市”评级。综合考虑公司现有业务发展,光热发电和熔盐储能订单增长和核电车间投产等因素,我们预计2025-2027年公司营业收入分别为71.6/85.8/97.2亿元,同比增速11%/20%/13%;归母净利润分别为4.26/5.91/7.04亿元,同比增长-3%/39%/19%;2025-2027年EPS分别为0.58/0.80/0.96元。综合绝对估值和相对估值结果,我们认为公司股票价值在19.10-20.11元之间,较当前股价有30%-37%的溢价。

证券分析师: 黄秀杰(S0980521060002)、郑汉林(S0980522090003)、刘汉轩(S0980524120001)、崔佳诚(S0980525070002)

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观月报:宏观经济宏观月报-8 月经济超预期回落，政策加码窗口打开

2025 年 9 月 15 日国家统计局发布 2025 年 8 月份经济增长数据，重点关注的经济增长类数据如下：

- 1、8 月份，规模以上工业增加值同比增长 5.2%，比 7 月回落 0.5 个百分点；
- 2、8 月份，社会消费品零售总额 39668 亿元，同比增长 3.4%，比 7 月回落 0.3 个百分点；
- 3、1-8 月，全国固定资产投资（不含农户）326111 亿元，同比增长 0.5%，比 1-7 月回落 1.1 个百分点；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资同比增长 4.2%；
- 4、8 月份，进出口总额 38744 亿元，同比增长 3.5%。其中，出口 23035 亿元，增长 4.8%；进口 15709 亿元，增长 1.7%；
- 5、8 月份，全国城镇调查失业率为 5.3%，较上月上升 0.1 个百分点，持平上年同月。

8 月国内经济增速约 3.8%，明显低于全年经济增速目标值。

基于生产法测算的月度 GDP 同比增速在 8 月份约为 3.8%，较 7 月继续回落 0.5 个百分点，明显低于全年经济增速目标值。其中建筑业拖累约 0.3 个百分点，工业拖累 0.1 个百分点，服务业拖累 0.1 个百分点。

8 月经济超预期回落，政策加码窗口打开

8 月中国经济增速未能止跌回稳，月度 GDP 同比增速进一步下滑至 3.8% 左右，显示出经济增长动能继续走弱。此次回落呈现出需求全面趋冷的特征，消费、投资与出口“三驾马车”增速同步放缓，这与 7 月仍有出口增速上升支撑的局面截然不同，表明经济下行压力从局部向全局扩散。从生产端看，建筑业仍是主要拖累，但工业与服务业增速亦同步走弱，后者尤其值得警惕。

导致 8 月经济进一步回落的原因可能主要有两方面。其一，政府的逆周期调节政策仍处于观望与蓄力阶段，未能及时有效对冲经济下行压力。其二，服务业生产指数持续走弱将直接导致服务业吸纳就业的能力下降，这无疑会推高失业率，8 月国内的失业率上升已经印证了这一点，而失业率的升高不仅会抑制居民收入预期与消费信心，更将严重削弱任何旨在刺激消费的“国补”类政策的效果，因为消费者可能会将补贴用于储蓄而非支出，形成“政策空转”的风险。

展望后续经济增长，核心焦点在于稳增长政策是否会果断加码。当前经济下行压力已较为明显，单纯依靠观望或小幅调节可能难以扭转趋势。前期积蓄的财政存款能否加快支出步伐将成为关键。此外，加快地方政府专项债券的发行与使用速度、中央财政考虑发行特别国债或提前下达明年额度、以及推动政策性金融工具加大对基建项目的支持力度等等措施也可以直接推动实物工作量增长，提振总需求，从而推动经济企稳回升。综合来看，当前经济正处于一个关键的政策窗口期，亟需宏观政策在力度和节奏上做出更积极的响应，以避免经济惯性下滑，并助力经济增速尽快重回合理区间。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策不确定性。

证券分析师： 田地（S0980524090003）、李智能（S0980516060001）、董德志（S0980513100001）

行业与公司

◆ 传媒行业 9 月投资策略：持续看好游戏板块新品周期，关注 IP 潮玩及 AI 应用布局机会

8 月跑赢市场。1) 25 年 8 月份传媒板块（申万传媒指数）上涨 10.70%，跑赢沪深 300 指数 0.37 个百分点，在申万一级 31 个行业中排名第 9 位；2) 吉视传媒、果麦文化、利欧股份、ST 惠程、智度股份涨幅居前，ST 华扬、金逸影视、上海电影、北京文化等跌幅居前；3) 估值来看，当前申万传媒指数对应 TTM-PE

47.9x，处于过去5年87%分位数。

游戏市场1-7月营收持续较快增长，持续看好关注政策、景气度与AI应用驱动下的板块机会。1) 8月份共有166款国产游戏和7款进口游戏过审，1-8月份累计发放游戏版号1119个，同比增长20.8%；8月游戏版号发放数量创新高、进口版号持续发放；2) 7月中国游戏市场收入291亿元，同比增长4.7%；移动游戏市场实际销售收入214亿元，同比增长0.9%；3) 板块估值处于低位，新品、监管政策以及AI应用驱动之下，板块具备向上修复可能，重点关注新品表现。

暑期档收官同比向上，综艺市场爱腾芒领先。1) 25年8月总票房59.90亿元人民币，同比增长48.6%，关注《731》等新片表现；2) 剧集市场，《生万物》15.00亿播放量问鼎榜首。紧随其后的是《凡人修仙传》和《锦月如歌》，分别取得10.22亿和9.48亿的成绩；3) 综艺市场腾讯《心动的信号 第八季》全网正片市占率12.35%、腾讯的《地球超新鲜》正片市占率6.74%排名第二、腾讯《王牌对王牌 第九季》全网正片市占率6.20%；网综方面，前十的综艺中芒果/爱奇艺/腾讯分别占据4/2/5个。

AI应用：8月AI应用下载量环比上涨7%，AI模型持续突破。1) 《2025全球独角兽榜》发布，SpaceX、字节跳动和OpenAI排名前三；2) DeepSeek-V3.1大模型发布，腾讯、特斯拉均已接入；3) 谷歌推出第三代通用世界模型Genie3、发布Nano Banana可以将2D图像转为3D；4) 《生成式人工智能服务安全管理办法》2.0发布、《人工智能生成合成内容标识办法》实施，国内AI行业将更为规范。

投资观点：持续看好景气改善与IP/AI驱动下的板块机会。1) 持续看好产品周期推动下的游戏板块机会，关注广告媒体、影视等板块底部向上机会，寻找个股α。游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐巨人网络、恺英网络、三七互娱、吉比特、心动公司等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、哔哩哔哩、芒果超媒等）；影视内容关注供给端底部改善可能、推荐渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；2) 行业β持续看好高景气的IP潮玩以及从0到1阶段的AI应用。IP潮玩高景气持续、受众及品类持续泛化，推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；AI应用处于加速落地的阶段，重点把握应用场景机会，关注游戏、玩具、广告、教育、电商、社交、等方向；2B/2G关注营销、教育等领域落地可能；2C关注AI游戏（恺英网络、巨人网络、姚记科技等）、AI玩具（上海电影、奥飞娱乐、汤姆猫等）等领域；

重点推荐组合：8月投资组合为分众传媒、哔哩哔哩、巨人网络、心动公司、泡泡玛特，9月投资组合为哔哩哔哩、巨人网络、心动公司、芒果超媒、吉比特。

风险提示：业绩低于预期、技术进步低于预期、监管政策风险等。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 公用环保行业周报：公用环保 202509 第 3 期-新型储能规模化发展推进，新能源发电就近消纳电价机制完善

市场回顾：本周沪深300指数上涨1.38%，公用事业指数上涨0.80%，环保指数上涨1.00%，周相对收益率分别为-0.58%和-0.38%。申万31个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第20和第18名。电力板块子板块中，火电上涨2.24%；水电下跌0.50%，新能源发电上涨0.33%；水务板块上涨0.85%；燃气板块上涨2.08%。

重要事件：国家发改委、国家能源局印发《关于完善价格机制促进新能源发电就近消纳》提出，就近消纳项目电源应接入用户和公共电网产权分界点的用户侧，新能源年自发自用电量占总可用发电量比例不低于60%，占总用电量比例不低于30%、2030年起新增项目不低于35%。国家发改委、国家能源局印发《新型储能规模化建设专项行动方案（2025—2027年）》提出到2027年，新型储能基本实现规模化、市场化发展，全国新型储能装机规模达到1.8亿千瓦以上，带动项目直接投资约2500亿元，打造一批典型应用场景。

专题研究：近期，多家上市公司公告于8月收到国家可再生能源发电补贴资金，2025年1-8月新能源发电公司收到的可再生能源补贴资金金额较2024年同期大幅增加，且较2024年全年收到的可再生能源补贴资金亦大幅增加。2025年1-8月发放的可再生能源补贴发为第一批合规清单中的项目，可再生能源补贴发放有助于新能源发电企业现金流和资产状况改善。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源，区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源，以及开展新能源与智算中心一体化深化算电协同标的金开新能；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源；环保：1. 水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境，中山公用；2. 中国科学仪器市场份额超过 90 亿美元，国产替代空间广阔，推荐聚光科技；3. 欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能；4. 煤价下行背景下，秸秆价格同步下降，农林生物质发电行业成本端改善明显，推荐长青集团。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）、崔佳诚（S0980525070002）

◆ 食品饮料周报（25 年第 37 周）：高端白酒价格延续压力，关注传统旺季动销表现

本周（2025 年 9 月 8 日至 2025 年 9 月 12 日）本周食品饮料板块上涨 1.21%，跑输上证指数 0.31pct。本周食品饮料板块涨幅前五分别为*ST 西发（11.07%）、煌上煌（10.87%）、金字火腿（10.71%）、ST 通葡（6.15%）和酒鬼酒（5.57%）。

白酒：高端产品价格延续压力，建议关注传统旺季动销表现。本周飞天茅台、第八代五粮液批价下降，高度国窖持平略增。当前看传统双节消费氛围尚未起势，需求仍然偏弱，飞天批价延续下跌；我们预计随着品价比持续凸显，动销将环比改善，飞天批价同比值或将触底。本周（9/8-9/12）白酒 SW 上涨 1.71%，酒鬼酒、古井贡酒、山西汾酒、泸州老窖、贵州茅台涨幅领先。情绪面看，美国降息预期加强，白酒板块作为顺周期优质资产跟随大盘情绪上涨，扩张型次高端酒企涨幅更大；后市伴随重要会议政策预期升温，板块估值有望继续震荡上升。基本面看，酒企中报集中反映需求压力，场景缺失对渠道和酒企的压力预计将在第三季度报表进一步体现，市场对酒企全年增速下修预期较为充分；伴随旺季临近和政策影响边际减弱，白酒市场动销环比有所回暖但同比预计延续承压；基本面的修复有赖于需求的实质性改善。个股推荐方面，把握三条投资主线：1）业绩抗周期能力较强，在优势区域、优势价位带份额仍能持续提升的山西汾酒、古井贡酒、贵州茅台等；2）顺周期属性较强，调整阶段夯实自身产品、渠道能力的泸州老窖及次高端酒企；3）库存包袱较小，有望率先出清反弹的迎驾贡酒等；也建议关注五粮液、口子窖等的改革成效。

大众品：啤酒需求静待回暖，关注后续业绩表现。啤酒：行业库存良性，静待需求回暖，推荐燕京啤酒、华润啤酒等优质啤酒龙头。零食：优选确定性强的 alpha 型个股，重点关注魔芋零食品类红利的渗透。调味品：餐饮需求平稳，中报基本面已有改善迹象。推荐复调板块龙头颐海国际以及基础调味品板块龙头海天味业。速冻食品：预制菜标准逐渐完善，行业工业化趋势不改。推荐产能及渠道布局全国化的安井食品，关注新渠道有望带来增量的立高食品、千味央厨。乳制品：需求平稳复苏，供给渐进出清，布局 2025 年供需改善带来的向上弹性。饮料：旺季龙头提速，业绩分化明显。

投资建议：本周推荐组合为贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、农夫山泉、东鹏饮料、安井食品等。

风险提示：需求恢复较弱；原材料价格大幅上涨；市场竞争加剧。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）、柴苏苏（S0980524080003）、张未艾（S0980525070005）

联系人： 王新雨

◆ 社会服务行业双周报（第 114 期）：预制菜国标草案通过审查，港股高教板块行情强

势

板块复盘：消费者服务板块报告期内上涨 0.69%，跑赢大盘 0.13pct。报告期内（2025 年 9 月 1 日-2025 年 9 月 14 日），国信社服板块涨幅居前的股票为宇华教育（43.14%）、新高教集团（23.85%）、中教控股（22.81%）、长白山（14.77%）、岭南控股（14.77%）、凯撒旅业、海伦司、大连圣亚、希教国际控股、张家界。国信社服板块跌幅居前的股票为东方甄选（-16.65%）、奈雪的茶（-16.33%）、西藏旅游（-11.95%）、科德教育（-11.10%）、全聚德（-9.93%）、科锐国际、中国东方教育、兰生股份、粉笔、同道猎聘。

行业与公司动态：预制菜国标草案通过审查，首次明确不添加防腐剂并强制餐饮门店披露使用情况。高德地图推出“扫街榜”，基于真实用户行为动态更新餐饮酒店景区榜单，上线首日用户突破 4000 万。哈啰出行发布 Robotaxi 战略及量产车型 HR1，计划两年内计划实现规模化无人驾驶运营。幸运咖门店数突破 8000 家，果咖系列热销带动单店月均销售额达 50 万元。广东强化教辅管理，小学一二年级禁荐教辅，三至六年级免费发放数字教材。海底捞首开社区店，推出早餐及全天候服务，探索复合型社区餐饮模式。

港股通持股比例：社服港股核心标的海底捞、天立国际控股、蜜雪集团、古茗获增持。报告期内（2025 年 9 月 1 日-2025 年 9 月 14 日），海底捞持股比例增 1.49pct 至 24.48%，天立国际控股持股比例增 0.54pct 至 59.21%，茶百道持股比例减 0.76pct 至 27.43%，蜜雪集团持股比例增 2.53pct 至 14.36%，古茗持股比例增 1.95pct 至 15.70%。

风险提示：政策变动、行业竞争加剧、消费环境修复不及预期等。

投资建议：维持“优于大市”评级。伴随国家不断出台扩大内需的利好政策，报告期内社服板块估值有望持续修复。目前经济环境和市场风格下建议配置亚朵、携程集团-S、小菜园、BOSS 直聘、古茗、蜜雪集团、卓越教育集团、中国东方教育、豆神教育、长白山等。中线优选中国中免、美团-W、蜜雪集团、古茗、亚朵、华住集团-S、卓越教育集团、学大教育、立国际控股、中国东方教育、携程集团-S、海底捞、同程旅行、北京人力、BOSS 直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、海南机场、君亭酒店、峨眉山 A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、东方甄选、曹操出行等。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

联系人： 周瑛皓

◆ 上声电子(688533.SH) 财报点评:单二季度收入同比增长 14%，车载声学系统产品持续放量

2025Q2 上声电子实现营收 7.3 亿元，同比增长 14.0%。公司 2025H1 实现营业收入 13.67 亿元，同比增长 10.35%，归母净利润 0.85 亿元，同比减少 23.96%。拆单季度看，2025Q2，公司实现营收 7.31 亿元，同比增长 14.03%，环比增长 14.85%，实现归母净利润 0.57 亿元，同比增长 8.34%，环比增长 110.40%。分产品看，2025H1，公司车载扬声器收入 10.52 亿元，同比增长 11.6%，毛利率 19.39%，车载功放收入 2.38 亿元，同比增长 15.2%，毛利率 21.50%，AVAS 收入 0.60 亿元，同比增长 2.4%，毛利率 27.85%。2025H1，公司营业收入同比+10.35%，主要原因系汽车市场发展及公司产品综合竞争优势，归母净利润同比-23.96%，主要系：1）合肥工厂投入使用，产能爬坡期经营成本上升；2）产品整体毛利下降。

2025Q2 公司净利率环比提升 3.5pct，四费率同比下降。2025Q2，公司毛利率 19.9%，同比-5.5pct，环比-0.7pct，净利率 7.6%，同比-0.5pct，环比+3.5pct，公司四费率为 10.24%，同比-4.39pct，环比-4.94pct。

声学优质赛道，随着公司声学系统放量，综合竞争力提升。1）价升：随着产品品类从扬声器向扬声器+功放+AVAS 的声学组合升级，公司单车配套价值从 100-200 元（单车 4-6 个扬声器），中档配置可以提升至 300-500 元，部分车型单车价值量提升至 1000 元左右。2025 年上半年，公司对外展示了应用 AI 全景声音响系统技术。公司实现从硬件到软件，从扬声器、功放算法到算法的全自研，彰显了上声电子在汽车声学产品领域的领导地位。公司将继续深化纯数字音频技术链布局，构建自研芯片+智能算法+车规验证的三维技术体系，持续推进智能座舱纯数字链路全景声场方案商业化落地。2）量增：2020-2024 年公

司车载扬声器在全球乘用车及轻型商用车市场占有率分别为 12.64%、12.92%、12.95%、13.11%、15.24%。2025H1，公司已获得多家知名汽车制造厂商的新项目定点信。公司合肥新工厂于 2024 年底投入生产，当期产能逐步爬坡。公司申请向不特定对象发行可转换公司债券，拟使用募集资金对苏州本部的扬声器生产线进行技术改造升级，全面提升公司智能制造能力。

风险提示：汽车行业销量不及预期、客户拓展风险、原材料涨价风险。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年营收 32.62/37.02/42.02 亿元，归母净利润 2.46/3.05/3.98 亿元，维持优于大市评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）

◆ 扬杰科技(300373.SZ) 公司快评:现金收购贝特电子 100%股权，内生与外延增长并进

公司公告：拟通过支付现金的方式购买东莞市贝特电子科技有限公司 100%股份，标的估值为 22.18 亿元，并对贝特电子业绩承诺方设置业绩承诺：2025-2027 年累计扣非净利润不低于 5.55 亿元。贝特电子产品主要为电子电路系统的过流和过温保护元器件，2024 年营收 8.37 亿元，净利润 1.48 亿元；2025 年 Q1 营收 2.18 亿元，净利润 0.41 亿元。

国信电子观点：1) 本次交易方案分三期支付，其中业绩承诺方拟以持股平台形式购买扬杰科技股票并质押担保，自愿锁定至 2028 年 6 月 30 日以作为业绩承诺的履约保障，实现了核心团队的绑定；2) 产品矩阵方面，贝特电子产品对扬杰保护器件产品可进行补充，24 年贝特电子已实现 2024 年营收 8.37 亿元，净利润 1.48 亿元，此前在熔断器领域 22 年全球市占率已超 4%；若收购完成，扬杰在保护器件领域产品矩阵完整度将提升并增厚 EPS。3) 在客户与市场方面，贝特电子与扬杰科技客户重叠度高，产品方案渐完整有助于公司在头部客户的份额加速做大。若本次收购顺利，我们认为对公司产品矩阵、海外布局及盈利能力均有正向推动；我们看好公司国内外双循环的业务模式，内生与外延并进的业务扩展能力及中长期 IDM 产品与产能的规模优势，维持“优于大市”评级。

证券分析师：胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）、连欣然（S0980525080004）

◆ 路维光电(688401.SH) 财报点评:1H25 营收同比增长 37.48%，中高端产品多维拓展

1H25 公司营收同比增长 37%，扣非净利润同比增长 28%。公司主要生产显示与半导体掩膜版产品，1H25 公司平板显示掩膜版与半导体掩膜版均实现了良好的增长态势：OLED 用掩膜版带动平板显示掩膜版结构改善、盈利能力提升，半导体 IC 制造及 IC 器件掩膜版增速较快；公司实现营收 5.44 亿元 (YoY+37.48%)，扣非归母净利润 0.95 亿元 (YoY+27.59%)。其中 2Q25 单季度公司实现营收 2.84 亿元 (YoY+29.71%，QoQ+9.18%)，扣非归母净利润 0.5 亿元 (YoY+35.35%，QoQ+11.98%)，毛利率 33.29% (YoY+0.2pct，QoQ-0.8pct)。

显示掩膜版高世代产品保持优势，产能持续布局。公司作为国内唯一具备 G2.5-G11 全世代掩膜版生产能力的厂商，高世代产品优势持续巩固。2024 年公司 G11 掩膜版销售收入全球市占率达 25.52%，位列全球第二。公司在高世代 AMOLED 领域取得关键突破，已成为京东方 G8.6 AMOLED 产线掩膜版的主力供应商，计划于 2025 年三季度交付首套产品，未来随京东方、维信诺的 G8.6 AMOLED 产线陆续投产，公司显示掩膜版有望量价齐升。此外，公司在厦门投资 20 亿元建设高世代高精度光掩膜版生产基地，一期规划 5 条 G8.6 及以下 AMOLED 高精度掩膜版产线，预计 26 年下半年开始贡献收入。

半导体掩膜版先进节点多点突破，先进封装需求驱动收入增长。公司半导体掩膜版已量产 180nm 制程节点，150nm/130nm 节点产品已通过客户验证并小批量量产。通过投资路芯半导体，公司加速切入先进节点：90nm 产品已获部分客户验证通过，40nm 产品计划 25 年下半年启动试生产。同时，公司产品可满足 CoWoS、FOPLP 等多种新型封装技术需求，该领域对掩膜版在套刻精度、CD 精度等方面要求更严苛、门槛高，公司目前已成为华天科技、通富微电等国内头部封测厂商的主要供应商，未来随先进封装需求起量，公司掩膜版收入有望同步快速增长。

1H25 公司研发投入占 3.31%，掩膜版技术多维布局。1H25 公司在半导体方面推进了 IC 掩膜版可靠性研

究测试、3D 玻璃盖板用掩膜版产品开发等研发项目，加快开发配套国内 G8.6 AMOLED 面板产线及 FOPLP、TGV 等先进封装工艺产线配套所需的光掩膜版产品。未来随下游新产品、新技术不断出现，掩膜版的精度要求提升，掩膜版平均价格有望呈现稳中有升的态势。

投资建议：中长期我们看好公司在平板显示掩膜版份额持续提升，半导体掩膜版下游扩产与国产替代带来的增量空间，预计 25-27 年公司有望实现归母净利润 2.59/3.53/5.18 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 20.5/15.0/10.2 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）、连欣然（S0980525080004）

◆ 美团-W(03690.HK) 海外公司财报点评:补贴加大拖累经营表现，持续跟踪竞争格局变化

2025Q2 经调整溢利同降 89%。2025Q2，公司实现收入 918.4 亿元，同比+11.7%；经营溢利 2.3 亿元，同比-98.0%，经营利润率为 0.2%，同比-13.4pct；经调整溢利为 14.9 亿元，同比-89.0%，经调整净利率为 1.6%，同比-14.9pct。

到店业务系核心本地商业的主要盈利来源。2025Q2，核心本地商业收入 653.5 亿元/+7.7%，其中配送服务/佣金/在线营销/其他服务分别实现收入 237/250/136/32 亿元，分别同增+2.8%/+12.9%/+10.5%/-2.9%，受补贴增加冲减收入影响，配送服务收入增速同环比均下滑。经营溢利 37.2 亿元/-75.6%，经营利润率为 5.7%/-19.4pct。分月度来看，4 月影响预计可控，但伴随竞争程度加剧，5-6 月预计盈利受影响较大。到家业务方面，外卖业务订单量同比预计双位数增长，但 AOV 预计同比小幅下滑，最终导致收入低单位数同比增长；闪购业务订单量预计同增超 30%，收入预计同样保持较快增长。受补贴扰动到家业务本季度预计亏损。到店业务方面，到店酒旅业务收入预计同增约 15%，盈利能力相对稳定，短期到店取代到家业务成为公司的主要利润来源。

新业务亏损幅度环比收窄。2025Q2，新业务收入 264.9 亿元/+22.8%，经营亏损 18.8 亿元，经营亏损率 7.1%，环比改善 3.1pct，亏损幅度环比 24Q4/25Q1（-21.8/-22.7 亿元）收窄。2025 年 6 月，美团优选退出表现不佳的亏损区域，聚焦核心区域发展；同时计划加速小象超市扩张，逐步覆盖国内所有一二线城市；Keeta 继续维持强劲增长。

2025Q2 盈利能力承压走低。2025Q2，毛利率同比-8.1pct，系骑手补贴增加及海外业务扩张所致；销售/研发/管理费率各+6.5/+0.3/-0.4pct，竞争加剧推广投放增加；经调整净利率 1.6%，同比-14.9pct。

预计第三季度核心本地商业会出现较大规模亏损。考虑到当下竞争加剧现状，公司持续加大战略性投入，公司核心本地商业业务在第三季度仍将出现较大规模亏损。一方面，公司会增加激励以确保价格竞争力与行业领先的配送服务，其次会加大营销投入以强化品牌认知。

风险提示：行业竞争加剧、骑手成本等相关风险，垄断监管、舆情风险等。

投资建议：综合考虑赛道竞争动态以及公司应对举措，短期核心本地商业预计亏损幅度会有所加大，故我们下调公司 2025-2027 年经调整净利润至-77/318/466 亿元（调整幅度为-117%/-46%/-35%），对应 2026-27 年 PE 估值 16.9/11.6x，维持公司中线“优于大市”评级，后续持续跟踪赛道竞争动态演变。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）、王颖婕（S0980525020001）

金融工程

◆ 金融工程周报:基金周报-公募基金销售保有规模百强名单出炉，易方达推出“指数直通车”

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数走势全线上涨，科创 50、中小板指、中证 500 指数收益靠前，收益分别为 5.48%、3.66%、3.38%，沪深 300、上证综指、创业板指指数收益靠后，收益分别为 1.38%、1.52%、2.10%。

从成交额来看，除科创 50 指数外，上周主要宽基指数成交额均有所下降。行业方面，上周电子、房地产、农林牧渔收益靠前，收益分别为 5.98%、5.82%、4.52%，银行、综合金融、医药收益靠后，收益分别为-0.64%、-0.58%、-0.28%。

截至上周五，央行逆回购净投放资金 1961 亿元，逆回购到期 10684 亿元，净公开市场投放 12645 亿元。不同期限的国债利率均有所上行，利差扩大 3.69BP。

上周共上报 46 只基金，较上上周申报数量有所减少。申报的产品包括 3 只 FOF，3 只 QDII，天弘国证港股通科技 ETF、嘉实中证细分化工产业主题 ETF、兴业中证价值 ETF、鹏华中证价值 ETF、鹏华恒生生物科技 ETF 等。

9 月 8 日，华商港股通价值回报发行首日便结束募集，募集总规模超过 10 亿元人民币，认购申请确认比例为 32.95%。

9 月 10 日，易方达基金推出“指数直通车”小程序，汇集市场上全部已发行的 ETF 和场外指数基金，为投资者构建一站式指数投资服务闭环。

开放式公募基金表现。上周主动权益、灵活配置型、平衡混合型基金收益分别为 2.18%、1.73%、0.91%。今年以来主动权益基金业绩表现最优，中位数收益为 27.40%，主动权益型、灵活配置型和平衡混合型基金的中位数收益分别为 27.40%、20.09%、11.51%。

上周指数增强基金超额收益中位数为-0.04%，量化对冲型基金收益中位数为-0.08%。今年以来，指数增强基金超额中位数 3.32%，量化对冲型基金收益中位 0.65%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 243 只、目标日期基金 119 只、目标风险基金 152 只。今年以来，目标日期基金中位数业绩表现最优，累计收益率为 13.94%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 40 只基金，合计发行规模为 217.94 亿元，较前一周有所减少。此外，上周有 55 只基金首次进入发行阶段，本周将有 27 只基金开始发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、陈梦琪（S0980524070009）

◆ 金融工程周报:ETF 周报-本周股票型 ETF 收益中位数近 2%，科技 ETF 领涨

ETF 业绩表现

上周（2025 年 09 月 08 日至 2025 年 09 月 12 日，下同）股票型 ETF 周度收益率中位数为 1.88%。宽基 ETF 中，科创板 ETF 涨跌幅中位数为 4.03%，收益最高。按板块划分，科技 ETF 涨跌幅中位数为 4.38%，收益最高。按主题进行分类，芯片 ETF 涨跌幅中位数为 7.25%，收益最高。

ETF 规模变动及净申购

上周股票型 ETF 净赎回 82.95 亿元，总体规模增加 589.29 亿元。在宽基 ETF 中，上周中证 500ETF 净申购最多，为 10.79 亿元；按板块来看，周期 ETF 净申购最多，为 133.11 亿元；按热点主题来看，证券 ETF 净申购最多，为 62.55 亿元。

ETF 基准指数估值情况

在宽基 ETF 中，创业板类 ETF 的估值分位数相对较低；按板块来看，消费、大金融 ETF 的估值分位数相对温和；按照细分主题来看，酒、光伏 ETF 的估值分位数相对较低。

ETF 融资融券情况

上周一至周四股票型 ETF 融资余额由前周的 458.17 亿元下降至 456.79 亿元，融券余量由前周的 23.25 亿份上升至 24.68 亿份。在日均融资买入额、融券卖出量最高的前 10 只 ETF 中，创业板类 ETF 和科创板 ETF 的日均融资买入额较高，中证 1000ETF 和科创板 ETF 的日均融券卖出量较高。

ETF 管理人

截至上周五，华夏、易方达、华泰柏瑞三家基金公司的已上市、非货币 ETF 总规模排名前三。本周将有天弘恒生科技 ETF、永赢中证红利低波动 ETF、鹏华中证金融科技主题 ETF、富国中证金融科技主题 ETF、

创金合信中证国有企业红利 ETF、华宝港股通恒生中国(香港上市)30ETF、富国上证科创板 100ETF、广发上证科创板 200ETF、国泰上证科创板人工智能 ETF、景顺长城恒生港股通 50ETF10 只 ETF 发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、杨昕宇（S0980525040001）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	820.82	-1.40	ICE 布伦特原油	66.99	0.93
白银	9956.00	0.92	铜	80870.00	0.19
铝	21000.00	-0.19	铅	17170.00	1.83
豆一	3942.00	-3.40	锌	22240.00	0.00
豆粕	3022.00	-0.03	镍	123340.00	1.70
玉米	2178.00	-3.45	锡	273540.00	-0.15
螺纹钢	2941.00	0.00	SR511	5546.00	0.05

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	100.4	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
002736.SZ	国信证券	47358.75	961242.93	100.00	2025-08-14
600369.SH	西南证券	33000.00	664510.91	100.00	2025-07-22
600490.SH	鹏欣资源	22026.56	221288.70	100.00	2025-06-12
600967.SH	内蒙一机	412.50	170338.18	82.58	2025-06-03
601226.SH	华电重工	408.34	116701.00	100.00	2025-06-02
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24

601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	45883.45	0.107423	62.08	62.08	62.08	62.08	40.34
德国 DAX 指数	23748.86	0.213983	86.45	-2.50	0.98	27.00	54.71
法 CAC40 指数	7896.93	0.916138	2.09	-0.33	2.76	5.78	46.47
恒生指数	26446.56	0.221311	3.17	4.65	10.68	52.26	62.00
沪深 300 指数	4533.05	0.244500	1.46	7.86	17.30	43.48	58.42
美国 SP500 指数	6615.28	0.470666	1.84	2.56	10.67	17.58	48.35
纳斯达克综合指数	22348.75	0.937849	2.52	3.35	15.15	26.37	51.45
日经 225 指数	44768.12	0.891588	4.06	4.79	17.27	21.54	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	300750.SZ	宁德时代	354.7000	9.1385	无数据	603083.SH	剑桥科技	109.0000	7.3997	无数据
2	603083.SH	剑桥科技	109.0000	7.3997	无数据	603259.SH	药明康德	107.0000	1.4506	无数据
3	603259.SH	药明康德	107.0000	1.4506	无数据	601138.SH	工业富联	59.9000	-3.2310	无数据
4	601138.SH	工业富联	59.9000	-3.2310	无数据	603986.SH	兆易创新	190.9400	0.3838	无数据
5	603986.SH	兆易创新	190.9400	0.3838	无数据	002241.SZ	歌尔股份	34.1100	5.4731	无数据
6	002241.SZ	歌尔股份	34.1100	5.4731	无数据	600418.SH	江淮汽车	58.1400	6.6789	无数据
7	600418.SH	江淮汽车	58.1400	6.6789	无数据	600580.SH	卧龙电驱	46.2100	0.1300	无数据

8	600580.SH	卧龙电驱	46.2100	0.1300	无数据	300476.SZ	胜宏科技	329.5600	-2.9507	无数据
9	300476.SZ	胜宏科技	329.5600	-2.9507	无数据	002475.SZ	立讯精密	52.7400	0.0569	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	408.0200	-3.3334	无数据	300308.SZ	中际旭创	408.0200	-3.3334	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	2609.HK	佰泽医疗	10.2400	0.50588235	106451.78	9988.HK	阿里巴巴-W	154.6000	0.02316347	386086.78
2	6681.HK	富康汇理八零四A	10.1200	0.34933333	145029.27	1810.HK	小米集团-W	56.2000	0.01903898	273369.49
3	6681.HK	脑动极光-B	10.1200	0.34933333	145029.27	9992.HK	泡泡玛特	259.0000	-0.06430636	263486.70
4	0981.HK	中芯国际	63.0000	0.00398406	182688.81	0700.HK	腾讯控股	643.5000	0E-8	220729.26
5	0700.HK	腾讯控股	643.5000	0E-8	201250.22	2617.HK	平安德银八零六C	415.0000	1.15584416	195502.36
6	1810.HK	小米集团-W	56.2000	0.01903898	201472.33	2617.HK	药捷安康-B	415.0000	1.15584416	195502.36
7	3690.HK	美团-W	97.3500	0.00828586	204753.91	0981.HK	中芯国际	63.0000	0.00398406	170797.67
8	2617.HK	平安德银八零六C	415.0000	1.15584416	209735.98	3690.HK	美团-W	97.3500	0.00828586	137528.93
9	2617.HK	药捷安康-B	415.0000	1.15584416	209735.98	6681.HK	富康汇理八零四A	10.1200	0.34933333	118414.19
10	9992.HK	泡泡玛特	259.0000	-0.06430636	218276.98	6681.HK	脑动极光-B	10.1200	0.34933333	118414.19
11	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	284894.99	2609.HK	佰泽医疗	10.2400	0.50588235	95265.26
12	9988.HK	阿里巴巴-W	154.6000	0.02316347	914580.11	9926.HK	康方生物	128.9000	-0.04870849	71722.34

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032