

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-09-09

宏观策略

2025 年 09 月 09 日

海外周报 20250907: 9 月 FOMC 前看点: 非农校准与 8 月通胀

核心观点: 本周全面降温的美国就业数据令 9 月降息几无悬念, 降息交易带动美债收益率降至 4 月以来的低位。而叠加欧元区财政担忧引发的国债市场动荡, 黄金价格在本周迎来两轮大涨, 突破 3600 美元/盎司关口、再创新高。下周关注美国非农就业数据年度校准, 以及 8 月 PPI、CPI 数据, 二者将决定 9 月 FOMC 会议的基调, 即 9 月降息幅度以及点阵图指引的年内降息空间。基准情形下, 预计 9 月降息 25bps, 点阵图指引全年额外 1-2 次降息。但近期密集的就业与通胀数据令市场波动性加大, 全年降息预期仍存在调整空间。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

宏观量化经济指数周报 20250907: 主要城市商品房成交延续改善

预计 8 月新增贷款或延续同比少增、社融增速或小幅回落

宏观点评 20250906: 9 月 FOMC 前的主角团——2025 年 8 月美国非农就业数据点评

核心观点: 8 月美国新增非农 2.2 万, 较预期的 7.5 万偏离-2.68x 标准差, 前值由 7.3 万上修至 7.9 万, 前两月累计下修 2.1 万。本次修正后的 6 月新增非农由初值的 14.7 万下调至-1.3 万, 为 2021 年以来首次转负。失业率 4.324%, 预期 4.3%, 前值 4.248%。结合多个数据, 我们认为当前美国劳务需求延续有序走弱, 同时保持供需双弱的畸形平衡, 这导致非农新增就业的走弱程度较失业率的走高程度更加明显。8 月非农数据作为 9 月 FOMC 会议前的主角团之一已经亮相, 剩余三位(9 月 9 日的非农初值校准、9 月 10 日的 PPI、9 月 11 日的 CPI) 的表演将决定 9 月 FOMC 会议将转向更鸽派(9 月降息 50bps) 还是更鹰派(9 月降息 25bps, 但点阵图指引鹰派)。向前看, 未来两周市场仍然处于数据密度更大、质量更差的宏观环境中, 建议关注处于低位的 VIX 和过于乐观且可能回落的降息预期。风险提示: 特朗普政策超预期; 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机。

固收金工

固收点评 20250906: 绿色债券周度数据跟踪 (20250901-20250905)

一级市场发行情况: 本周 (20250901-20250905) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 19 只, 合计发行规模约 87.67 亿元, 较上周增加 16.51 亿元。二级市场成交情况: 本周 (20250901-20250905) 绿色债券周成交额合计 482 亿元, 较上周减少 40 亿元。

固收周报 20250907: 从股债性价比角度看债市点位

本周股市大幅回调, 但债券收益率的下行幅度相对有限, 印证上周提到的“股债跷跷板”不对称性。股市和债市间的联动关系, 仍将是今年的重要主线。在此, 我们应用 ERP 指标来衡量股债性价比, 计算方法为 (1/沪深 300 市盈率-10 年期国债收益率)。截至 2025 年 9 月 4 日, ERP 指标处于 2015 年以来的 0-1 倍标准差内, 且处于下行趋势中。2015 年以来, ERP 从该位置逐步回落到中枢的过程中, 10Y 国债收益率表现均为上行,

但上行幅度不一。2016 年 9-12 月约为 70bp，2019 年 2-3 月约为 10bp，2020 年 6-7 月约为 20bp，2022 年 12 月-2023 年 2 月约为 10bp。若后续 ERP 持续下探至-2 倍标准差，则表明股市情绪更加火热，10Y 国债收益率的上行幅度更大。鉴于当前对“反内卷”政策效果存在分歧，我们预计 ERP 趋向于仅仅回落至中枢值，10Y 国债收益率的上行幅度将较为温和，顶部或是 1.85%。

固收周报 20250906：转债市场迎来新能源标的配置窗口

本周（0901 - 0905）海外方面同美国实债收益率负相关的黄金上涨显著，由于潜在降息预期将拉低名义利率并抬高通胀预期，我们认为黄金在当前具有较强的配置价值，叠加联储独立性潜在被削弱及在能源交易市场美元地位边际弱化等叙事，黄金市场或正迎来一场“完美风暴”。上周同期，美债收益率曲线接近平行下移，未见明显趋陡变化，目前期限利差约 50 - 60bp，我们认为当前短端胜率更大、长端赔率更大，后市长端更高的波动性叠加长久期或成配置的胜负手。

固收点评 20250906：二级资本债周度数据跟踪（20250901-20250905）

一级市场发行情况：本周（20250901-20250905）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况：本周（20250901-20250905）二级资本债周成交量合计约 1469 亿元，较上周减少 113 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

海博思创（688411）：2025 年中报点评：25Q2 出货高增、海外加速起量，未来独储+运维空间巨大

盈利预测与投资评级：考虑确收节奏，我们下调 25 年盈利预测至 9.2 亿元（原值 9.3 亿元），上调 26 年盈利预测至 12.7 亿元（原值 12.5 亿元），新增 27 年归母净利润预期 18.2 亿元，同比+41%/+38%/+43%，对应 PE 为 29/21/15 倍，维持“买入”评级。

晶盛机电（300316）：英伟达新一代 GPU 有望采用碳化硅中介层，SiC 衬底新应用打开公司成长空间

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 10.1/12.5/15.4 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 46/37/30 倍，考虑到公司多业务仍具备成长性，维持“买入”评级。风险提示：碳化硅导入 CoWoS 工艺不及预期，技术研发不及预期。

中微公司（688012）：发布多款刻蚀、薄膜新品，平台化布局持续加速

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 24.3/34.0/44.5 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 51/37/28 倍，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂扩产节奏不及预期，新品研发&产业化不及预期等。

迈威生物-U（688062）：IL-11 单抗全球领先，战略布局抗衰老及病理性瘢痕等【勘误版】

盈利预测与投资评级：我们维持对公司 2025-2027 年的营收预测，分别为 11.08/12.37/20.92 亿元，在研管线进展顺利，后续临床开发和商业化等多方面有望兑现，维持“买入”评级。风险提示：研发进度不及预期的风险；药品审批和上市时间不及预期的风险；竞争格局加剧的风险。

宏观策略

海外周报 20250907: 9 月 FOMC 前看点: 非农校准与 8 月通胀

核心观点: 本周全面降温的美国就业数据令 9 月降息几无悬念, 降息交易带动美债收益率降至 4 月以来的低位。而叠加欧元区财政担忧引发的国债市场动荡, 黄金价格在本周迎来两轮大涨, 突破 3600 美元/盎司关口、再创新高。下周关注美国非农就业数据年度校准, 以及 8 月 PPI、CPI 数据, 二者将决定 9 月 FOMC 会议的基调, 即 9 月降息幅度以及点阵图指引的年内降息空间。基准情形下, 预计 9 月降息 25bps, 点阵图指引全年额外 1-2 次降息。但近期密集的就业与通胀数据令市场波动性加大, 全年降息预期仍存在调整空间。

大类资产: 财政担忧、避险情绪与降息预期推动黄金大涨、再创新高; 降息交易令美债收益率大跌。本周, 先后受欧洲国债市场动荡、美联储降息交易两股因素拉动, 伦敦现货黄金突破 3600 美元/盎司关口, 再创新高。前半周, 对政局和财政前景的担忧引致英债收益率飙升, 30 年期英国国债收益率创 1998 年以来新高, 英镑单日贬值逾 1%; 避险情绪的蔓延令法、德等欧元区多国国债收益率飙升, 黄金大涨。与此同时, 本周陆续公布的美国就业数据普遍降温, 周五非农就业再度遇冷, 令市场完全定价 9 月降息, 并推动黄金上涨、美元与美债收益率大跌; 美股则受大幅走弱的非农数据影响, 先因“坏消息是好消息(非农差→降息→软着陆)”而高开, 随后切换至“坏消息是坏消息(非农差→降息→仍不能缓解经济压力)”并下跌。全周(9 月 1 日至 9 月 5 日)来看, 10 年期美债利率降 15.4bps 至 4.07%, 2 年期美债利率降 10.8bps 至 3.51%, 均为 4 月以来新低; 标普 500、纳斯达克指数分别收涨 0.3%、1.1%; 现货黄金价格大涨 4% 至 3586.7 美元/盎司。

海外经济: 美国就业供需双弱、全面降温, 9 月降息几无悬念。本周公布的美国景气数据喜忧参半, 就业数据则进一步降温。景气指数方面, 8 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 48.7, 略逊于预期的 49, 好于前值的 48; 其中, 新订单指数升至 51.4, 前值 47.1; 价格指数降至 63.7, 前值 64.8。ISM 服务业 PMI 升至 52, 预期 51, 前值 50.1; 其中, 新订单升至 56, 前值 50.3。就业数据方面, 本周公布的周度首申失业金、职位空缺、ADP 就业数据均差于预期, 周五公布的非农就业数据更是进一步走弱: 8 月新增非农 2.2 万, 预期 7.5 万, 前两月累计下修 2.1 万, 修正后的 6 月新增非农由初值的 14.7 万下调至 -1.3 万, 为 2021 年以来首次转负。失业率 4.324%, 预期 4.3%, 前值 4.248%。且从数据结构来看, 行业结构、3 个月均趋势、扩散指数等均走弱, 鲍威尔所称“就业的下行风险”突显。而劳务市场供需双弱的局面导致非农的走弱程度较失业率的走高程度更明显。总量方面, 截至 9 月 4 日, 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q3 美国 GDP 最新预测值为 +3.0%; 截至 9 月 5 日, 纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为 +2.1%。

非农年度校准与 8 月 CPI 前瞻: 就业与通胀的变数将决定 9 月 FOMC 会议基调。就业数据方面, 北京时间 9 月 9 日 22 点, BLS 将根据当日公布的 25Q1 美国季度就业与薪资普查数据(QCEW)对非农数据进行年度初步校准, 然后将在 2026 年 2 月进行最终校准。QCEW 中的失业税收记录为普查数据, 覆盖 97% 的企业, 相较于月度的非农问卷调查覆盖面更广、客观性更高。2024 年 8 月, BLS 将 2024 年 3 月的非农总就业人数下修 81.8 万, 为 1979 年以来第二大下修, 一定程度上促成了 2024 年 9 月美联储 50bps 的降息。根据已公布的 24Q2-24Q4 的 QCEW 数据, 非农或被高估 85.7 万, 而考虑到一季度 QCEW 数据

一般会有所改善，预期 50 万以上的下修幅度可能令市场加码押注就业的疲软。通胀数据方面，北京时间 9 月 10 日 20:30，BLS 将公布美国 8 月 PPI 数据。7 月大超预期的美国 PPI 曾一度令关税对通胀的上行风险再度引发市场关注，而此次 PPI 数据在 CPI 数据之前公布，将给 8 月 CPI 数据一定的指引。9 月 11 日 20:30，BLS 将公布美国 8 月 CPI 数据。①当前彭博分析师一致预期 8 月 CPI/核心 CPI 环比+0.3%，前值+0.2%/+0.3%，同比+2.9%/+3.1%，前值+2.7%/+3.1%；②美联储 Inflation Nowcasting 预测 8 月 CPI/核心 CPI 环比+0.3%/+0.25%，同比+2.84%/+3.05%；③交易员预期 8 月 CPI 同比+2.9%，环比+0.31%。整体来看，市场各方预期 8 月核心 CPI 环比保持在+0.3%左右的温和但仍有黏性的路径，即认为关税对核心 CPI 的影响将逐步显现、但幅度相对温和。向前看，根据论文<Tracking the Short-Run Price Impact of U.S. Tariffs>截至 8 月 31 日的数据，高频数据显示自 8 月 20 日以来，美国商品价格经历了一次性的显著下行，近期仅略有反弹。综合来看，考虑到特朗普的“对等关税 2.0”于 8 月 7 日起开始生效，8 月进口商品价格对核心商品通胀的影响预计将进一步显现；而另一方面，美国就业数据的进一步走弱显示国内需求延续下行，对工资通胀乃至服务通胀也施加了下行压力，一定程度上或可对冲关税对核心通胀的上行影响。对于市场策略而言，由于全年降息预期接近 3 次、已较为乐观，这意味着通胀超预期的风险大于通胀不及预期的风险。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证

券分析师：韦祎 研究助理：王茁）

宏观量化经济指数周报 20250907：主要城市商品房成交延续改善

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 9 月 7 日，本周 ECI 供给指数为 50.03%，较上周回落 0.02 个百分点；ECI 需求指数为 49.90%，较上周持平。从分项来看，ECI 投资指数为 49.90%，较上周持平；ECI 消费指数为 49.71%，较上周回落 0.02 个百分点；ECI 出口指数为 50.21%，较上周环比回升 0.01 个百分点。月度 ECI 指数：从 9 月第一周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.03%，较 8 月回落 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.90%，较 8 月回升 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.90%，较 8 月回落 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.71%，较 8 月回升 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.21%，较 8 月回升 0.01 个百分点。从 ECI 指数来看，9 月初经济保持较为平稳的运行态势，“反内卷”对工业生产的扰动仍主要体现在中下游行业，汽车和化工相关开工率环比和同比增速均有所下行。需求端整体变化不大，随着暑期结束居民出行数据有所回落，而补贴资金的逐步到位使得汽车等在内的商品销售有所回暖。出口方面，监测港口货物吞吐量等高频数据仍强，海运价格指数也边际企稳，指向外需仍是当前经济增长的较强支撑力。地产方面，9 月 5 日深圳发布《关于进一步优化调整本市房地产政策措施的通知》，至此北京、上海和深圳均已出台地产新政，适度放开“限购”，或推动地产销售逐步回稳。从高频数据来看，截止前 9 月前 6 日 30 大中城市商品房成交面积已同比转正，有望继 8 月降幅收窄后继续改善。ELI 指数：截至 2025 年 9 月 7 日，本周 ELI 指数为-0.68%，较上周回升 0.01 个百分点。预计 8 月新增贷款或延续同比少增、社融增速或小幅回落。作为季初月和季末月的过渡期，8 月份新增贷款或继续处于季节性“大月”之前的低景气阶段，2025 年 1 月至 7 月份合计新增贷款规模占全年的比例已经达到 75%，远远高于 2016 年至 2024 年同期均值 66%，也高

于 2023 年同期比例 71%，新增贷款靠前发力和季节性发力的特点较为明显。预计 2025 年 8 月新增贷款或小幅同比少增，并且由于政府债融资同比回落，社融增速或出现小幅回落，具体来看：（1）8 月票据利率稳中有降，从国股银票转贴现利率看，8 月份不同期限票据贴现利率月度均值小幅回落，3 个月期票据利率均值环比回落 12bps 至 0.98%，6 个月期票据利率均值环比回落 13bps 至 0.67%，同期同业存单利率仅在 ± 0.1 个百分点的幅度内波动，表明 8 月尽管仍有“票据冲量”的诉求，但是先比 7 月份或边际降温，预计 8 月份新增人民币贷款 8,000-8,500 亿元，相比去年同期小幅同比少增 1,000-500 亿元，若考虑到过去 5 年非银贷款季节性缩量约 1,000 亿元左右，那么 8 月份社融口径新增贷款或高于金融口径贷款，社融口径新增贷款或达到 9,000 亿元；（2）8 月份政府债券融资较同期回落，根据 Wind 统计数据显示，8 月份包括国债和地方政府债在内的政府净融资 1.33 万亿，相比去年同期政府债融资同比少增 0.51 万亿，因政府债融资同比少增，预计 8 月社会融资规模新增 2.5 万亿，较去年同期少增约 0.5 万亿，预计 2025 年 8 月末社融增速或环比回落至 8.8%，经过 7 月份由于政府债发行节奏错位引起的贷款和社融增速分化之后，预计 8 月至 9 月两者将趋于一致。风险提示：美国关税政策仍有不确定性；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋）

宏观点评 20250906：9 月 FOMC 前的主角团——2025 年 8 月美国非农就业数据点评

核心观点：8 月美国新增非农 2.2 万，较预期的 7.5 万偏离 -2.68x 标准差，前值由 7.3 万上修至 7.9 万，前两月累计下修 2.1 万。本次修正后的 6 月新增非农由初值的 14.7 万下调至 -1.3 万，为 2021 年以来首次转负。失业率 4.324%，预期 4.3%，前值 4.248%。结合多个数据，我们认为当前美国劳务需求延续有序走弱，同时保持供需双弱的畸形平衡，这导致非农新增就业的走弱程度较失业率的走高程度更加明显。8 月非农数据作为 9 月 FOMC 会议前的主角团之一已经亮相，剩余三位（9 月 9 日的非农初值校准、9 月 10 日的 PPI、9 月 11 日的 CPI）的表演将决定 9 月 FOMC 会议将转向更鸽派（9 月降息 50bps）还是更鹰派（9 月降息 25bps，但点阵图指引鹰派）。向前看，未来两周市场仍然处于数据密度更大、质量更差的宏观环境中，建议关注处于低位的 VIX 和过于乐观且可能回落的降息预期。8 月非农：大幅不及预期，市场风格由降息交易切换至衰退交易。8 月美国新增非农 2.2 万，较预期的 7.5 万偏离 -2.68x 标准差，前值由 7.3 万上修至 7.9 万，前两月累计下修 2.1 万。本次修正后的 6 月新增非农由初值的 14.7 万下调至 -1.3 万，为 2021 年以来首次转负。失业率 4.324%，预期 4.3%，前值 4.248%。劳动参与率 62.33%，预期 62.2%，前值 62.22%。时薪 0.27%，预期 0.3%，前值 0.33%。非农就业数据发布后，市场交易“坏消息是好消息（非农差→降息→软着陆）”，美元指数与美债利率下跌，黄金、美股和美铜价格上涨。随后市场交易逻辑切换至“坏消息是坏消息（非农差→降息→仍不能缓解经济压力）”，美股与美铜价格转跌，其余大类资产震荡。截至最新，交易员预期美联储 9 月降息 1.1 次，全年降息 2.9 次。供需结构：劳务市场维持供需双弱的“畸形平衡”。仅从 CES 机构调查的非农就业来看，当前美国劳务需求确实很弱：① 6 月非农新增就业人数在本次下修为负数，且除了教育医保与政府外的其余一级行业就业全部负增长；② 平滑后的三个月均新增非农就业人数录得 2.9 万，虽较前值的 2.8 万边际改善，但前值是 2020 年 7 月

以来最差，若剔除疫情时期则本次数据为 2010 年 10 月以来最差；③一年期就业扩散指数录得 58.4，前值 58.2，即与一年前相比，只有 58.4% 的企业在扩招，是非衰退时期的最低区间。一个月期就业扩散指数录得 49.6，较前值的 48 边际改善，但低于荣枯线且同样处于非衰退时期的最低区间。结合多个数据，我们认为劳务需求延续有序走弱，同时保持供需双弱的畸形平衡：①刻画劳务市场均衡的供需缺口转负，8 月跌至 -20.3 万，为 2021 年 5 月以来首次，背后是劳务供给与需求的双弱所致；②劳务供给在提前退休与驱赶非法移民的影响下仍然边际走弱，55 岁以上群体劳动参与率较疫情前仍低出 2.2%，外国出生劳动力从 3372 万回落至 3323 万；③劳务需求在前期 DOGE、关税冲击与持续高利率限制环境下延续有序走弱，8 月非农总就业的同比增速录得 0.93%，保持有序下行的趋势。而供需双弱、相对平衡的劳务市场则导致非农的走弱程度较失业率的走高程度更加明显。货币政策：9 月 FOMC 前还有三个重要数据将决定美联储更加鸽派还是鹰派。9 月 FOMC 会议前的主角团已亮相一位，剩余三位（9 月 9 日的非农初值校准、9 月 10 日的 PPI、9 月 11 日的 CPI）的表演将决定 9 月 FOMC 会议将转向更鸽派（9 月降息 50bps）还是更鹰派（9 月降息 25bps，但点阵图指引鹰派）。我们认为当前基准情景下，9 月 FOMC 会议上美联储将降息 25bps，点阵图指引全年额外 1-2 次降息，与市场预期大致相符，对应中规中矩的增长与通胀数据组合。但同时需要警惕可能出现的风险情形。风险情景 A：衰退交易。非农校准出现 70-100 万的大幅下修，引发对增长的更大担忧，且通胀略不及预期，则美联储将重复去年的 9 月 50bps，Q4 连续两个 25bps 的降息路径。风险情景 B：鹰派降息。非农校准温和，但通胀超预期，尤其是反映关税的贸易服务 PPI 与反映通胀趋势的核心 CPI，则美联储为回应弱非农将降息 25bps，但为回应高通胀，点阵图或指引今年不再降息。此情景下，全年 3 次的降息预期将面临显著回调风险。交易策略：数据密度较大且难以预测，关注做多 VIX 和做空降息交易。未来两周市场仍然处于数据密度更大、质量更差的宏观环境中，判断数据无异于赌博，因此我们需关注两个交易：① $VIX < 11.66$ （历史 -1x 标准差）时做多，同时在 20、40、60 三个水平设置止盈条件单，主要用于应对更大的数据不确定性与市场波动率，缓解仓位压力；② 我们仍然倾向于全年近 3 次的降息预期过于乐观。如果真降息 3 次，则美债利率对应的额外下行幅度也仅有 3bps，而任何不及 3 次的降息都意味着美债利率将再度上行（全年 2 次降息对应美债利率 22bps 的上行，美元指数触及 100），叠加近期 ONRRP 接近耗尽，美股 9 月多跌的日历效应和长端美债长期难压缩的期限溢价，建议关注逢跌买入美股和 2 年期美债，逢高做空 30 年期美债的交易策略。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎 研究助理：王茁）

固收金工

固收点评 20250906：绿色债券周度数据跟踪（20250901-20250905）

观点 一级市场发行情况：本周（20250901-20250905）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 19 只，合计发行规模约 87.67 亿元，较上周增加 16.51 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、大型民企、中外合资企业、央企子公司；主体评级多为 AAA、

AA+级；发行人地域为福建省、湖北省、广东省、重庆市、新疆维吾尔自治区、江苏省、上海市、天津市、浙江省；发行债券种类为超短期融资券、商业银行普通债、交易商协会 ABN、企业 ABS、中期票据、私募公司债。 二级市场成交情况： 本周（20250901-20250905）绿色债券周成交额合计 482 亿元，较上周减少 40 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 261 亿元、158 亿元和 43 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 79.41%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、房地产，分别为 179 亿元、117 亿元和 15 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、湖北省，分别为 145 亿元、53 亿元和 51 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250901-20250905）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交比例小于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 25 水能 G1（-0.6462%）、21 临川绿色债 02（-0.5684%）、22 富源绿色债 02（-0.5051%），其余折价率均在 -0.50% 以内。主体行业以金融、公用事业、建筑为主，中债隐含评级以 AA+、AAA-、AAA+ 评级为主，地域分布以北京市、山东省、广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前四的个券为 G22 大足 1（2.0199%）、GC 天轨 02（1.1265%）、24 康富租赁 MTN004（碳中和债）（0.4752%）、19 广东债 03（0.3835%），其余溢价率均在 0.35% 以内。主体行业以金融、交运设备、建筑为主，中债隐含评级以 AA+、AA、AAA- 评级为主，地域分布以广东省、天津市、江西省、福建省居多。 风险提示： Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收周报 20250907：从股债性价比角度看债市点位

观点 9 月以来，股市出现震荡回调，债券收益率略受益于“股债跷跷板”效应而下行，但并不明显，如何评估股债性价比？本周（2025.9.1-2025.9.5），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.78% 下行 1.25bp 至 1.7675%。周度复盘：周一（9.1），受上周五证监会主席吴清“持续巩固资本市场回稳向好势头”影响，开盘利率有所上行，随后资金面均衡偏松带动利率下行。午后，国债期货涨势明显，带动现券利率下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 1.15bp。周二（9.2），央行月初延续净投放，利率小幅震荡。午后对于央行公开市场买入国债的预期再度发酵，利率有所下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.1bp。周三（9.3），股市明显下跌，受“股债跷跷板”情绪推动，利率一路下行，10 年期国债活跃券收益率跌破 1.7%，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 2bp。周四（9.4），前一日晚间发布财政部与中国人民银行联合工作组召开第二次组长会议的新闻，会中就央行国债买卖操作进行探讨。市场对重启买入国债的利好定价，利率下行。尾盘股票跌幅收窄，加之债券市场止盈情绪高涨，利率转而上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.6bp。周五（9.5），受股市修复上涨和 30 年期国债续发影响，利率全天震荡上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.4bp。周度思考：本周股市大幅回调，但债券收益率的下行幅度相对有限，印证上周提到的“股债跷跷板”不对称性。股市和债市间的联动关系，仍将是今年的重要主线。在此，我们应用 ERP 指标来衡量股债性价比，计算方法为（1/沪深 300 市盈率-10 年期国债收益率）。截至 2025 年 9 月 4 日，ERP 指标处于 2015 年以来的 0-1 倍标准差内，且处于下行趋势中。2015 年以来，ERP 从该位置逐步回落到中枢的过程中，10Y 国债收益率表现均为上行，但上行幅度不一。2016 年 9-12 月约为 70bp，2019 年 2-3 月约为 10bp，2020 年 6-7 月约为 20bp，2022

年12月-2023年2月约为10bp。若后续ERP持续下探至-2倍标准差，则表明股市情绪更加火热，10Y国债收益率的上行幅度更大。鉴于当前对“反内卷”政策效果存在分歧，我们预计ERP趋向于仅仅回落至中枢值，10Y国债收益率的上行幅度将较为温和，顶部或是1.85%。

美国2025年8月ISM PMI指数、非农就业、ADP就业、失业金申领人数等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周（0901-0905）海外方面同美国实债收益率负相关的黄金上涨显著，由于潜在降息预期将拉低名义利率并抬高通胀预期，我们认为黄金在当前具有较强的配置价值，叠加联储独立性潜在被削弱及在能源交易市场美元地位边际弱化等叙事，黄金市场或正迎来一场“完美风暴”。上周同期，美债收益率曲线接近平行下移，未见明显趋陡变化，目前期限利差约50-60bp，我们认为当前短端胜率更大、长端赔率更大，后市长端更高的波动性叠加长久期或成配置的胜负手。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国ISM制造业PMI连续六个月收缩，服务业PMI创半年以来最快扩张，超出市场预期。9月4日公布的美国8月ISM PMI指数数据显示，ISM制造业指数48.7，预期49，前值48.50为荣枯分界线。这是ISM制造业PMI连续六个月低于荣枯线，表明美国制造业持续处于收缩区间。服务业PMI指数为52，预期51，前值为50.1。50为荣枯分水岭。最新的ISM服务业PMI数据超过媒体调查的几乎所有经济学家的预测。回顾上个月的数据，美国服务业PMI在7月几乎陷入停滞。新订单指数51.4，预期48，前值47.1。这是新订单指数自今年年初以来首次扩张，单月大幅跃升4.3点，为去年年初以来的最大涨幅。物价支付指数63.7，预期65，前值64.8。虽然价格指数仍处高位，但已是2月以来的最低水平，这是7月下降4.9点之后的再次下降，表明关税引发的价格波动正在减退。（2）美国8月新增非农就业人数仅为2.2万人，ADP就业增长大幅放缓至5.4万人，均不及市场预期；8月30日当周首次申请失业救济人数升至23.7万人，8月23日当周持续领取失业金人数降至194.0万人。9月5日公布的美国8月非农就业数据显示，美国8月非农就业人口增加2.2万人，预期7.5万人，前值7.3万人，8月失业率4.3%，预期4.3%，前值4.2%。同时9月4日公布的ADP就业数据显示，美国8月ADP就业人数增加5.4万人，大幅低于市场预期的6.8万人，也较7月修正后的10.4万增幅明显放缓。其中，制造业、运输业和教育等领域的就业人数实际出现了负增长。从领取失业金数据来看，8月30日当周首次申请失业救济人数为23.7万人（前值22.9万人），高于预测值23万人；8月9日当周持续申请失业救济人数为194万人（前值195.4万人），低于预测值195.9万人。美国劳动力市场正在发出迄今为止最明确的降温信号，进一步巩固了市场对美联储本月降息的预期。（3）威廉姆斯表示，目前尚未看到白宫提高进口关税对整体通胀趋势造成明显影响，为9月降息扫清了潜在障碍。9月4日，美国纽约联储主席威廉姆斯在纽约经济俱乐部发表讲话时指出，“没有看到关税在整体通胀趋势上引发放大效应或二轮冲击”。威廉姆斯强调，高利率已导致劳动力市场明显降温。劳工部最新数据显示，自5月以来就业增长速度几乎停滞。他警告称：“如果‘过度紧缩的政策’维持时间过长，可能会不必要地破坏就业市场的稳定与健康。”他预计，美国经济将在未来数月持续放缓，贸易和移民政策的不确定性将继续压制经济增长，失业率将在明年逐步升至约4.5%。展望未来，威廉姆斯称，“如果我们的双重任务目标继续像我的基线预测那样取得进展，我预计随着时间的推移，将利率向更中性的立场调整将是合适的。”截至9月5日，Fedwatch预期2025年9月降

息 25bp 的概率为 89%，上周 85.2%；10 月份降息的可能性降至 71.0%，上周为 43.7%；12 月份在 10 月份降息的基础上再次降息的可能性为 65.3%，上周为 36.4%。

风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险；经济基本面变化超预期；历史经验不代表将来。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
证券分析师：徐津晶）

固收周报 20250906：转债市场迎来新能源标的配置窗口

本周（0901—0905）海外方面同美国实债收益率负相关的黄金上涨显著，由于潜在降息预期将拉低名义利率并抬高通胀预期，我们认为黄金在当前具有较强的配置价值，叠加联储独立性潜在被削弱及在能源交易市场美元地位边际弱化等叙事，黄金市场或正迎来一场“完美风暴”。上周同期，美债收益率曲线接近平行下移，未见明显趋陡变化，目前期限利差约 50—60bp，我们认为当前短端胜率更大、长端赔率更大，后市长端更高的波动性叠加长久期或成配置的胜负手。国内方面科创板（AI 算力）在前期持续上涨后，势头暂缓，创业板（新能源）在周五续力，我们认为受到来自储能出货量高增及固态电池中试线落地等因素催化，新能源板块存在成长为后市主线的潜力，相较高标更加集中的 AI 算力题材，新能源标的中低价标的更多，更贴合转债投资人风险偏好，叠加近期转债市场刚完成了一波主动杀估值，当前新能源标的其配置排序优于周期，建议投资人积极参与。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：浦发转债、烽火转债、希望转债、利群转债、金能转债、恩捷转债、金田转债、和邦转债、首华转债、希望转 2。风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20250906：二级资本债周度数据跟踪（20250901-20250905）

观点 一级市场发行情况：本周（20250901-20250905）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况：本周（20250901-20250905）二级资本债周成交量合计约 1469 亿元，较上周减少 113 亿元，成交量前三个券分别为 25 工行二级资本债 02BC（75.27 亿元）、25 工行二级资本债 01BC（59.84 亿元）和 25 中信银行二级资本债 01BC（46.86 亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和浙江省，分别约为 1111 亿元、115 亿元和 64 亿元。从到期收益率角度来看，截至 9 月 5 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-1.94BP、-0.84BP、-0.84BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.24BP、-2.45BP、-2.45BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.04BP、-0.03BP、-0.03BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250901-20250905）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 21 长春发展农商二级（-2.7283%）、23 瓯海农商行二级资本债 01（-0.8854%）、24 临安农商行二级资本债 01（-0.8482%），其余折价率均在 -0.60% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、福建省、浙江省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 24 丽水莲都农商行二级资本债 01（0.6923%）、22 安吉农商行二级资本债 01（0.4933%）、22 金华成泰农商二级 01（0.4881%）、25 瓯海农商行二级资本债 01（0.4050%），其余溢价率均在 0.40% 以内。中债隐含评级以 AAA-、

AA、AA+评级为主，地域分布以北京市、上海市、山东省居多。 风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。
(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

推荐个股及其他点评

海博思创(688411): 2025 年中报点评: 25Q2 出货高增、海外加速起量, 未来独储+运维空间巨大

投资要点 事件: 公司公布 2025 年中报, 25 年 H1 营收 45.2 亿元, 同+22.7%, 归母净利润 3.2 亿元, 同+12.1%, 毛利率 17.5%, 同-1.9pct, 归母净利率 7%, 同-0.7pct; 其中 25Q2 营收 29.7 亿元, 同环比+27.2%/+92.1%, 归母净利润 2.2 亿元, 同环比+79.3%/+136.5%, 毛利率 16.9%, 同环比+0.5/-1.8pct, 归母净利率 7.5%, 同环比+2.2/+1.4pct, 略超市场预期。 25Q2 出货高增、海外加速起量。25H1 公司储能系统销售确收约 9.5GWh, 同增 111%, 其中 25Q2 销售确收约 6.57GWh, 环增 127%, 其中独储约 2.2GWh。分市场看, 国内 136 号文抢装带来高速增长, Q2 国内销约 6.37GWh; 海外进入元年, Q1 确收约 60MWh, Q2 确收约 200MWh; 我们预计 Q3 出货 7-9GWh, 其中海外有望提升至 1GWh, 全年看出货 30GWh+, 其中海外有望出货 3GWh。未来公司参与高质量独立储能项目、创新储能集成供应+轻资产运维模式, 潜力较好。 费用率略降、现金流改善。公司 25 年 H1 期间费用 4 亿元, 同+16.3%, 费用率 8.8%, 同-0.5pct, 其中 Q2 期间费用 2.2 亿元, 同环比+8%/+18.7%, 费用率 7.3%, 同环比-1.3/-4.5pct; 25 年 H1 经营性净现金流-16.5 亿元, 同+79.8%, 其中 Q2 经营性现金流-8.7 亿元, 同环比-0.2%/+11.5%; 25 年 H1 资本开支 2.1 亿元, 同+54.6%, 其中 Q2 资本开支 1.7 亿元, 同环比+107.6%/+265.7%; 25 年 H1 末存货 14 亿元, 较年初-1.3%。 盈利预测与投资评级: 考虑确收节奏, 我们下调 25 年盈利预测至 9.2 亿元(原值 9.3 亿元), 上调 26 年盈利预测至 12.7 亿元(原值 12.5 亿元), 新增 27 年归母净利润预期 18.2 亿元, 同比+41%/+38%/+43%, 对应 PE 为 29/21/15 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 竞争加剧、行业需求不及预期、国际贸易及行业政策变动

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男)

晶盛机电(300316): 英伟达新一代 GPU 有望采用碳化硅中介层, SiC 衬底新应用打开公司成长空间

投资要点 事件: 英伟达计划在新一代 GPU 芯片的 CoWoS 工艺中以碳化硅取代硅中介层, 预计 2027 年导入。 英伟达高阶 GPU 均采用 CoWoS 结构, 后续高性能版本散热需求更高: 英伟达 GPU 芯片从 H100 到 B200 均采用 CoWoS 封装(芯片-晶圆-基板)技术。CoWoS 通过将多个芯片(如处理器、存储器等)高密度地堆叠集成在一个封装内, 显著缩小了封装面积, 并大幅提升了芯片系统的性能和能效。但随着 GPU 芯片功率增大, 将众多芯片集成到硅中介层容易导致更高的散热需求。 SiC 凭借其高热导率和高工艺窗口, 有望显著提升 CoWoS 结构散热并降低封装尺寸: ①单晶碳化硅是一种具有高导热性的半导体, 其热导率达到 490 W/m·K, 比硅高出 2-3 倍, 是高性能 CoWoS 结构中介层的理想材料。②与硅中介层相比, 单晶 SiC 还具有更好的耐化学性, 因此可以通过刻蚀制备出更高深宽比的

通孔，进一步缩小 CoWoS 封装尺寸。美国尼尔森科学采用的 350 μ m 碳化硅能够制备出 109:1 的碳化硅中介层，显著高于常规硅中介层的 17:1 深宽比。SiC 新应用场景打开，带来增量市场：以当前英伟达 H100 3 倍光罩的 2,500 mm² 中介层为例，假设 12 英寸碳化硅晶圆可生产 21 个 3 倍光罩尺寸的中介层，2024 年出货的 160 万张 H100 若未来替换成碳化硅中介层，则对应 76,190 张衬底需求。台积电预计 2027 年推出 7 $\times$ 光罩 CoWoS 来集成更多处理&存储器，中介层面积增至 1.44 万 mm²，对应更多衬底需求。晶盛积极扩产 6&8 寸衬底产能，已具备 12 寸能力：公司目前已经攻克 12 英寸碳化硅晶体生长中的温场不均、晶体开裂等核心难题，实现了 12 英寸超大尺寸晶体生长的技术突破，成功长出 12 英寸导电型碳化硅晶体。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 10.1/12.5/15.4 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 46/37/30 倍，考虑到公司多业务仍具备成长性，维持“买入”评级。风险提示：碳化硅导入 CoWoS 工艺不及预期，技术研发不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

中微公司（688012）：发布多款刻蚀、薄膜新品，平台化布局持续加速
投资要点 事件：9 月 4 日中微公司在第十三届半导体设备与核心

部件及材料展上推出六款新设备，涵盖高深宽比&选择比刻蚀、ALD、EPI 等设备。刻蚀新品高深宽比 CCP 与金属刻蚀 ICP，有望充分

受益于制程演进：（1）公司新一代高深宽比 CCP 刻蚀机 Primo UD-RIE® 基于成熟架构升级，配备六个反应腔，通过更高功率更低频率射频偏压电源，提供更高离子轰击能量，可以满足极高深宽比刻蚀的严苛要求，兼顾刻蚀精度与生产效率。目前我国 NAND 已实现 200 层+量产，并向 300 层发展；其通道孔深度超过 5 微米、深宽比大于 60:1，显著推升对极高深宽比通孔刻蚀的需求。（2）高选择比 ICP 刻蚀 Primo Menova™ 设备擅长金属 Al 线、Al 块刻蚀，广泛适用于先进逻辑和存储芯片制造，在刻蚀均一性、选择比与低底层损伤等方面表现突出，并集成高效腔体清洁及高温水蒸气除胶腔室设计，提升效率与稳定性；25 年 6 月首台机已付运客户验证，进展顺利。先进逻辑与存储芯片的金属互连层数不断增加（28nm 工艺约 8-10 层，7nm/5nm 节点达 13-14 层），对金属刻蚀的精度和均一性提出更严苛要求，公司 ICP 设备有望充分受益。新品 ALD 覆盖多种先进制程金属，双腔 EPI

满足客户降本增效需求：（1）Preforma Uniflash® 系列 ALD：覆盖 TiN、TiAl、TaN 三大材料，独创双反应台与多级混气设计，薄膜均一性和效率达到国际先进水平。金属栅作为先进逻辑器件的关键环节，对栅极薄膜的厚度控制、台阶覆盖率及颗粒污染提出极高要求，推动晶圆厂对高精度 ALD 设备需求加速释放。（2）PRIMIO Epita® RP 双腔减压外延：具备全球最小反应腔体积与多腔灵活扩展（至多可配置 6 腔），降低 OPEX 与化学品消耗的同时，实现高生产效率，可满足先进逻辑、存储等多领域外延工艺需求。24 年 8 月，该设备已付运到客户进行成熟制程和先进制程验证。平台化布局加速落地：公司平台化布局

覆盖刻蚀、薄膜、量检测及显示设备。截至 2025 年上半年末，已有 6,800 台等离子体刻蚀与化学薄膜反应腔在国内外 155 条产线实现量产，并形成规模化批量订单。同时，公司设立超微公司切入电子束检测领域，引入领军人才，加速检测设备布局。此次发布多款先进薄膜与刻蚀设备，平台化布局再次加速。盈利预测与投资评级：我们

维持公司 2025-2027 年归母净利润为 24.3/34.0/44.5 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 51/37/28 倍，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂扩产节奏不及预期，新品研发&产业化不及预期等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 李文意)

迈威生物-U (688062): IL-11 单抗全球领先, 战略布局抗衰老及病理性瘢痕等【勘误版】

投资要点 9MW3811 为迈威生物自主研发的 IL-11 单抗, 全球进展领先且获硅谷巨头布局: 9MW3811 通过高亲和力结合 IL-11, 阻断 IL-11/IL-11Ra 下游信号通路, 干预相关病理进程, 聚焦抗纤维化与抗衰老领域未满足需求。其临床进度国内第一、全球前二, 已获中美澳三国临床准入, 中国及澳洲 I 期临床已完成且安全性良好。2025 年 6 月, 迈威将该产品除大中华区外全球开发及商业化权利独家许可 Calico Life Sciences (由 Alphabet 及谷歌母公司旗下的抗衰老子公司, 和 Abbvie 深度合作), 获 2500 万美元一次性不可退还首付款、最高 5.71 亿美元里程碑付款及阶梯式特许权使用费。 9MW3811 抗衰老机制明确, 后续有望拓展病理性瘢痕适应症: 9MW3811 (IL-11 单抗) 的衰老逻辑清晰且扎实, 它通过精准靶向抑制 IL-11 信号, 可直接阻断其下游 ERK-mTORC1、JAK-STAT3 等促衰老通路的异常激活, 进而减少 p16/p21 等关键衰老标志物的表达, 从分子层面改善代谢功能衰退、慢性炎症等核心衰老相关病理表现; 在适应症拓展方面, 9MW3811 同步瞄准临床需求迫切且市场空间广阔 (美国 2030 年预计 186 亿美元, 中国 59 亿美元) 的病理性瘢痕领域, 上海九院研究证实 “CD39 + 成纤维细胞 - IL-11 轴” 是病理性瘢痕形成核心通路, 该产品已申报 II 期临床, 有望年底前启动入组, 临床周期短, 可快速获取人体 POC 数据; 针对 IL-11 介导的肺成纤维细胞活化、胶原异常沉积等核心病理环节, MW3811 也能从源头抑制肺纤维化进展, 精准契合该领域未被满足的治疗需求。 多款重磅管线厚积薄发: 1) 9MW1911: 国内进度最快、全球第二的 ST2 单抗 COPD 患者的 Ib/IIa 期 80 例患者已全部入组, 预计 2025 年 H2 完成随访, 力争年底前后读出有效性数据; 2) 9MW2821: 全球进度领先、具 BIC 潜力的 Nectin-4 ADC, 临床数据优异 —— 1.25mg/kg 推荐剂量下, 对尿路上皮癌、宫颈癌、食管癌、三阴性乳腺癌的疾病控制率分别达 91.9%、81.1%、67.4%、80%, 多个肿瘤适应症 III 期临床推进中, 最早 2026 年有望提交 BLA; 3) 7MW4911 与 7MW3711: 基于 IDDC 平台的 ADC 药物, 分别靶向 CDH17 与 B7-H3, 采用毒素升级的新结构喜树碱衍生物, 具备抗毒素耐药疗效, 更好满足临床需求; 4) TCE 平台管线: 自主搭建 TCE 平台, 2MW7061 (CD3; LILRB4) 为公司首款预计进入临床的 TCE 药物, 适应症为 AML。 盈利预测与投资评级: 我们维持对公司 2025-2027 年的营收预测, 分别为 11.08/12.37/20.92 亿元, 在研管线进展顺利, 后续临床开发和商业化等多方面有望兑现, 维持 “买入” 评级。 风险提示: 研发进度不及预期的风险; 药品审批和上市时间不及预期的风险; 竞争格局加剧的风险。

(证券分析师: 朱国广)

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>