

宏观点评 20250818

高质量发展孕育“创新牛”

2025年08月18日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 潘京

执业证书：S0600524120011

panj@dwzq.com.cn

■ 2025年8月13日，上证指数突破2024年10月8日的高点，随后两日站稳3700点整数关口，截至2025年8月15日，指数年涨幅达10.29%，跑赢标普500和道琼斯工业指数。今年4月7日以来，市场在经历关税政策冲击后的这轮回升持续性强、稳定程度高，已经走出“慢牛”格局。我们认为，本轮“慢牛”正是宏观政策、资本市场政策、资金结构和科技产业的四重创新趋势的叠加，本轮“慢牛”实质上是经济高质量发展转型的过程所孕育的“创新牛”。

■ 跟随政策导向，2024年6月开始，我们就旗帜鲜明地提出“科特估”是发展新质生产力的“排头兵”，并坚定认为科技板块的行情有一定的持续性。**2025年，“科特估”已见成效，科技板块成为资金主攻方向，截至8月15日，科创综指年内涨幅27.21%，显著跑赢沪深300(+6.80%)。**估值体系重构尤为显著，科创板动态PE从2024年的45倍修复至2025年的65倍，接近纳斯达克科技股估值水平，“科特估”逐步得到市场验证。整体来看，与2024年初提重塑“科特估”时期相比，无论是从科技板块上市公司数量、上市公司市值还是各行业估值整体水平都实现了明显提升，尤其是“硬科技”板块的提升更加明显，说明“科特估”重塑估值体系成效显著。未来，“科特估”体系也将继续坚持改革创新、完善标准、拓宽渠道，孵化更多的新质生产力企业，为创新企业提供成长的土壤，为更加包容、更趋稳健的中国资本市场新生态提供新动能，进一步助力新兴产业蓬勃发展。

■ 宏观政策创新：以新质生产力为核心的逆周期调节

近年来，为了更好地实现经济的高质量发展，政府的政策调控持续创新，操作更加精细，在稳固经济大盘的同时以结构性工具大力支持新质生产力的发展。今年以来，为了实现总量和结构的平衡，宏观领域政策积极创新。财政政策工具方面，**今年新增的“准财政”新型政策性金融工具**，更强调结构优化与功能拓展，覆盖科技创新、消费升级、外贸稳定等多元领域。货币政策工具方面，**新的结构性货币政策工具引导资金流向科技创新领域**，货币政策工具的总量和结构双重功能，为宏观环境稳定和降低实体经济融资成本提供有力支持。

■ 资本市场政策创新：制度重构与生态优化

2024年4月国务院发布新“国九条”，拉开了本轮资本市场改革的序幕。在本轮市场改革的过程中，一方面完善资本市场从上市、交易到退出和各项参与主体各方面的规则，另一方面注重提升企业科技含量，为高科技企业发展提供全链路的资金支持。**资本市场的“科特估”体系重塑中国高科技企业在资本市场上科学合理的估值，为符合高质量发展、经济增长转型方向、国家产业链安全的需求、顶尖科技发展方向的企业赋予更多的价值。**

■ 资金结构创新：长期活水成为增量资金

六部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，给A股市场带来了大量的长线增量资金。今年权益类ETF规模突破3万亿元，中央汇金公司明确表态提出类“平准基金”定位。按照中长期资金入市的规则要求来看，后续资金进场有望进入加速期。在“国家战略资金”、保险资金和公募机构资金的共同作用下，长线机构投资者已经成为市场的重要稳定器。

■ 科技产业创新：国产科技产业趋势突破

在宏观政策工具与内容不断创新的协同效应下，财政政策资本金和货币政策配套的资金支持下，新兴产业蓬勃发展。目前，中国在人工智能、消费电子、新能源、通信等各产业链均在全球技术专利、产品销量、设计标准等方面占据全球领先地位，为科技产业国际化做出全球化的规范表率。2025年伊始，DeepSeek带来了大模型的效率革命，中国科技稳

相关研究

《中国出口增速或持续超市场预期》

2025-08-18

《美联储全年降息预期仍存在回调风险》

2025-08-17

定向外共享技术、训练模式和输出产品，龙头企业的全球化步伐加快，中国高端科技产业正在重塑全球供应链格局。

■ 四重“创新”带来流动性和估值的双重改善

2025 年的“创新牛”本质是政策引导下资本定价后产业落地的正向循环。宏观政策通过财政货币工具锚定产业方向，资本市场通过制度创新实现价值发现，增量资金提供流动性支撑，最终产业趋势通过技术突破兑现盈利。当前，这一闭环仍在强化：宏观政策的落地仍在进程中、“科特估”体系在逐步完善、中长期资金入市将逐年完成指标要求、技术国产化盈利尚未完全释放潜力。

当前，市场的流动性和估值已有改善，随着 2025 年 8 月 13 日 A 股成交额再次突破 2 万亿元，成交额持续抬升的过程中市场仍在向上突破，呈现交易结构和情绪的正向循环。融资余额超过 2 万亿创历史新高，保险资金持续举牌仍在增持金融股，在市场情绪持续向好、增量资金持续入场和科技产业创新持续突破的背景下，“创新牛”的初期，市场风格大概率沿着长线资金偏好的金融板块和科技产业有趋势的板块的机器人、海内外算力、创新药等方向继续延伸。未来随着 AI+ 的应用场景落地，科技产业发展进一步带动需求回升，价格和企业盈利回升趋势明确后，“创新牛”有望从金融结构性行情演变为全面牛市。

- **风险提示：**企业盈利上行幅度不及预期；外需超预期下行；结构化行情演绎趋向极致

内容目录

1. 高质量发展孕育权益市场“创新牛”5

 1.1. 宏观政策创新：以新质生产力为核心的逆周期调节5

 1.2. 资本市场政策创新：制度重构与生态优化6

 1.3. 资金结构创新：长期活水成为增量资金7

 1.4. 科技产业创新：国产科技产业趋势突破8

2. 四重“创新”带来流动性和估值的双重改善 11

3. 风险提示 11

图表目录

图 1: 并购重组政策脉络.....7

图 2: 权益 ETF 规模大幅提升8

图 3: 2023 年人形机器人技术专利（件）10

图 4: 2025 人形机器人运动会宇树科技夺冠.....10

图 5: 2025Q2 全球智能手机市场份额.....10

图 6: 2023 年中国动力电池专利占全球 74%10

图 7: 科创板研发投入持续提升.....11

图 8: 科创板研发投入占比较高.....11

表 1: 专项债投向和资本金适用范围的变化.....5

表 2: 今年以来险资举牌明显提速.....7

1. 高质量发展孕育权益市场“创新牛”

2025年8月13日，上证指数突破2024年10月8日的高点，随后两日站稳3700点整数关口，截至2025年8月15日，指数年涨幅达10.29%，跑赢标普500和道琼斯工业指数。今年4月7日以来，市场在经历关税政策冲击后的这轮回升持续性强、稳定程度高，已经走出“慢牛”格局。我们认为，本轮“慢牛”正是宏观政策、资本市场政策、资金结构和科技产业的四重创新趋势的叠加，本轮“慢牛”实质上是经济高质量发展转型的过程所孕育的“创新牛”。

1.1. 宏观政策创新：以新质生产力为核心的逆周期调节

近年来，为了更好地实现经济的高质量发展，政府的政策调控持续创新，操作更加精细，在稳固经济大盘的同时以结构性工具大力支持新质生产力的发展。今年以来，为了实现总量和结构的平衡，宏观领域政策积极创新。

财政政策工具方面，提高赤字率、利用更多财政空间扩大财政支出规模，同时扩大超长期特别国债规模，加力扩围实施“两新”政策，加大逆周期调节力度，为经济发展注入动力，为稳增长、调结构提供支撑。专项债额度进一步提升，新增收储用途，并强调新增专项债可投向数智化基建，重点支持新兴产业领域。另外，今年新增的“准财政”新型政策性金融工具，与传统政策性开发性金融工具仅以稳投资为核心不同，更强调结构优化与功能拓展，覆盖科技创新、消费升级、外贸稳定等多元领域，为重点领域的项目补充资本金。

货币政策工具方面，2025年4月25日的政治局会议明确提出创设新的结构性货币政策工具，新工具旨在引导资金流向科技创新领域，助力关键技术突破，同时激发消费活力、稳定外贸，推动经济从总量调控向结构优化转型。2025年政府工作报告重申实施适度宽松的货币政策，提到“适时降准降息”，强调发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，为宏观环境稳定和降低实体经济融资成本提供有力支持。

表1：专项债投向和资本金适用范围的变化

类别	描述	变化
正负面清单管理	将完全无收益的项目，楼堂馆所，形象工程和政绩工程，除保障性住房、土地储备以外的房地产开发，主题公园、仿古城（镇、村、街）等商业设施和一般竞争性产业项目纳入专项债券投向领域“负面清单”	专项债券投向领域由原先的“正面清单”+“负面清单”管理，改为“负面清单”管理，扩大专项债可投向领域
资本金适用范围扩大	在专项债券用作项目资本金范围方面实行“正面清单”管理，将信息技术、新材料、生物制造、数字经济、低空经济、量子科技、生命科学、商业航天、北斗等新兴产业基础设施，算力设备及辅助设备基础设施，高速公路、机场等传统基础设施安全性、智能化改	增加新兴产业基础设施、传统基础设施智能化改造、城市更新、保障房等领域，并将各省资本金使用上限从25%提升至30%

	造，以及卫生健康、养老托育、省级产业园区基础设施等纳入专项债券用作项目资本金范围	
--	--	--

数据来源：《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，国务院办公厅，东吴证券研究所

1.2. 资本市场政策创新：制度重构与生态优化

2024 年 4 月国务院发布新“国九条”，拉开了本轮资本市场改革的序幕。在本轮市场改革的过程中，一方面完善资本市场从上市、交易到退出和各项参与主体各方面的规则，另一方面注重提升企业科技含量，为高科技企业发展提供全链路的资金支持。资本市场的“科特估”体系重塑中国高科技企业在资本市场上科学合理的估值，为符合高质量发展、经济增长转型方向、国家产业链安全的需求、顶尖科技发展方向的企业赋予更多的价值。

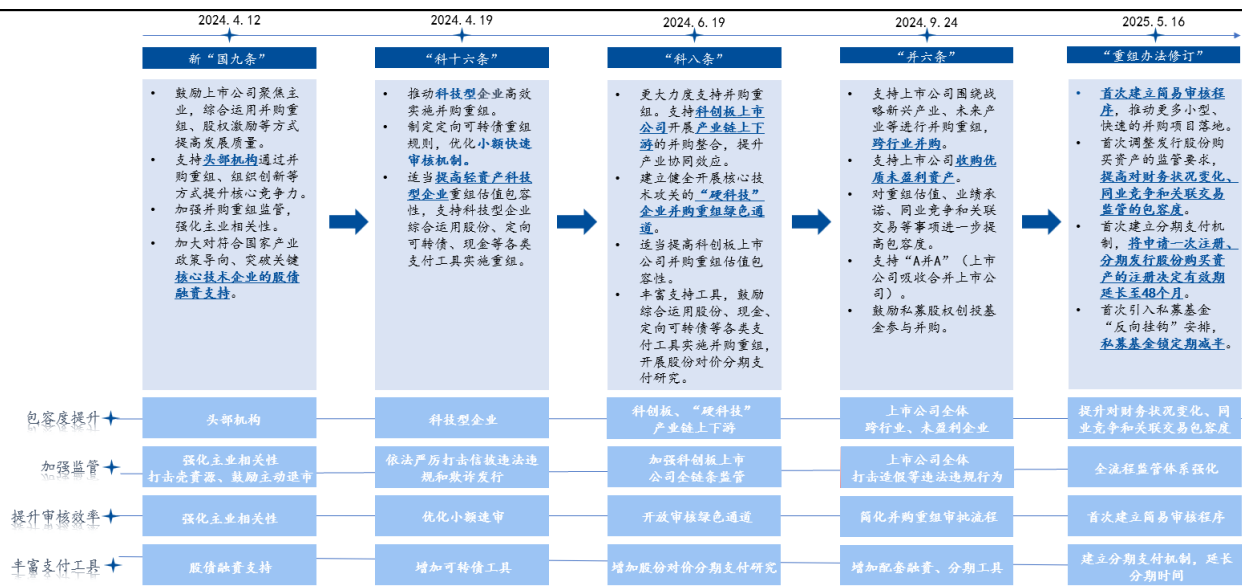
一级市场来看，从企业孵化到上市退出，监管层面为企业提供更多的资金来源和更完善的退出机制。支持科技型企业上市前设立股权激励计划，重启未盈利科技企业上市，设立科创成长层，允许优质科技型企业试点 IPO“预先审阅”机制，是资本市场的一次重要突破。明确提高主板、创业板上市标准，完善科创板“硬科技”评价体系。退市制度常态化，截至 8 月已强制退市 23 家公司。

二级市场方面，对控股股东、实际控制人实施“破发破净不得减持”硬约束，锁定二级市场资金流出。实施《证券市场程序化交易管理规定》，要求高频交易投资者提前报备，实施重点监控，平抑市场波动。建立转融通证券出借负面清单，抑制过度杠杆。沪深港通机制扩容，增加南北向可交易 ETF 总数和 REITs 产品。衍生品市场新增期货期权品种，为科技企业提供风险管理工具。国际合作深化，推动与香港建立高频交易跨境监测机制，推动 A50 指数期货纳入新加坡交易所衍生品体系，境内外市场联动性显著增强。

并购重组方面，提高对并购对象的包容度，拓宽并购资金来源，对新兴产业、跨行业并购的支持，对亏损资产进一步包容，首次建立分期支付机制，资产对价支付方式的包容程度进一步提升，2025 年科技型企业并购交易大幅增长。

区域股权市场方面，江苏省出台国内首个省级区域性股权市场高质量发展意见，设立“专精特新”专板，1226 家企业入驻，4 家通过绿色通道登陆新三板。同时试点私募股权份额转让，完成首单 6930 万元交易，打通 PE/VC 退出堵点。

图1：并购重组政策脉络



数据来源：证监会，上交所，深交所，东吴证券研究所整理

1.3. 资金结构创新：长期活水成为增量资金

2024年9月24日，中国人民银行推出股票回购再贷款和互换便利两项结构性工具，拉开了长线资金入市的序幕。六部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，明确养老金、保险资金权益投资比例上限提升至40%，并允许通过衍生品对冲风险，给A股市场带来了大量的长线增量资金。今年权益类ETF规模突破3万亿元，2025年年内新发产品212只。中央汇金公司明确表态将“坚定增持各类市场风格的ETF，加大增持力度，均衡增持结构”，并首次提出类“平准基金”定位。按照中长期资金入市的规则要求来看，后续资金进场有望进入加速期。险资每年新增保费的30%定向投资A股，公募基金持有A股的流通市值每年至少增长10%。“国家战略资金”、保险资金和公募机构资金的共同作用下，长线机构投资者已经成为市场的重要稳定器。

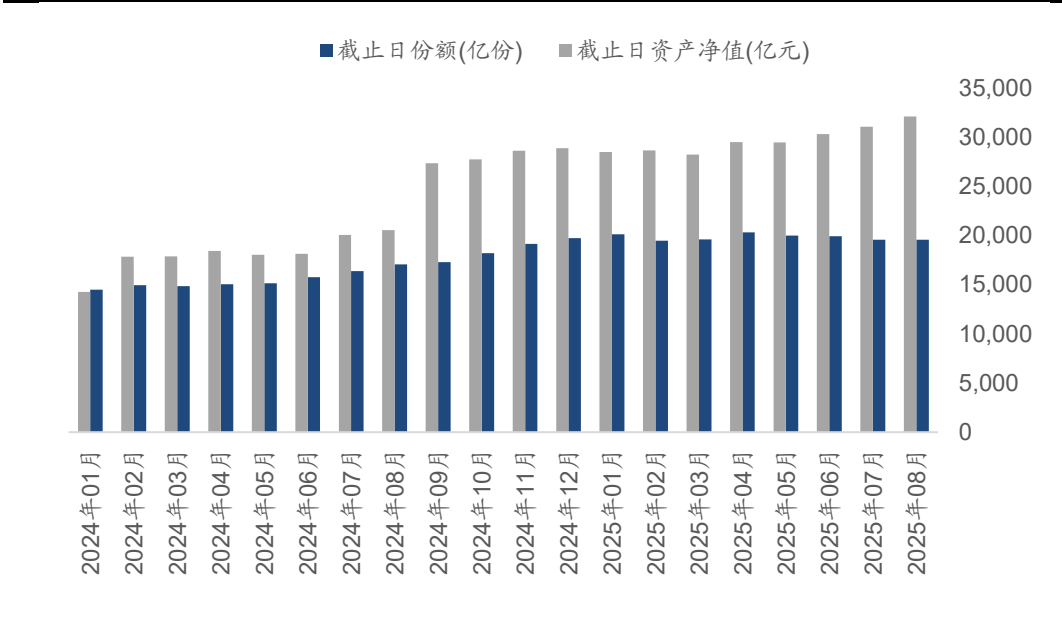
表2：今年以来险资举牌明显提速

举牌时间	被举牌公司	股票代码	所属行业	举牌险企	关键特征
2025/8/13	中国太保	02601. HK	保险	中国平安	保险龙头
2025/8/13	浙商银行	601916. SH	银行	民生通惠	区域银行
2025/8/13	东阳光药	06887. HK	医药	太保寿险、太保产险	吸收合并私有化
2025/8/8	邮储银行	01658. HK	银行	平安人寿	低估值、高股息、战略定增预期
2025/8/8	郑州银行	06196. HK	银行	弘康人寿	区域银行，时隔4年恢复分红
2025/7/16	峰昭科技	02282. HK	电子	泰康人寿	IP0基石，关节芯片
2025/7/14	绿色动力环保	01130. HK	环保	中邮保险	垃圾焚烧发电项目装机容量同比增长20%
2025/7/3	华菱钢铁	000932. SZ	钢铁	信泰人寿	国企、区域龙头

2025/7/1	江南水务	601199.SH	公用事业	利安人寿	连续 6 年净利润增长，高分红
2025/6/27	郑州银行	06196.HK	银行	弘康人寿	区域银行，时隔 4 年恢复分红
2025/6/18	秦港股份	03369.HK	交通运输	长城人寿	港口龙头，分红稳定
2025/5/12	农业银行	01288.HK	银行	平安人寿	国有大行，高股息
2025/5/9	邮储银行	01658.HK	银行	平安人寿	低估值、高股息、战略定增预期
2025/5/1	东航物流	601156.SH	物流	中邮人寿	航空物流龙头，战略协同
2025/2/17	农业银行	01288.HK	银行	平安人寿	国有大行，高股息
2025/1/8	邮储银行	01658.HK	银行	平安人寿	低估值、高股息、战略定增预期
2025/1/3	农业银行	01288.HK	银行	平安资管	国有大行，高股息
2025/1/3	招商银行	03968.HK	银行	平安人寿	股份行龙头，估值修复
2025/1/3	杭州银行	600926.SH	银行	新华人寿	城商行，综合持股突破 5%

数据来源：wind，东吴证券研究所

图2：权益 ETF 规模大幅提升



数据来源：wind，东吴证券研究所

1.4. 科技产业创新：国产科技产业趋势突破

2023 年开始，国家统计局根据《数字经济及其核心产业统计分类（2021）》，利用第五次全国经济普查结果，核算了全国数字经济核心产业增加值。2023 年我国数字经济核心产业增加值为 127555 亿元，占 GDP 的比重为 9.9%。其中，数字技术应用业占 43.6%，数字产品制造业占 33.8%，数字要素驱动业占 19.4%，数字产品服务业占 3.2%。4 月 29 日，在第八届数字中国建设峰会主论坛上，国家数据局发布《数字中国发展报告（2024 年）》显示，近三年数字中国发展指数保持 10%以上的稳步增长，数字经济发展提质增效，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重 10%左右。

目前，中国在人形机器人、消费电子、新能源、通信等各产业链均在全球技术专利、

产品销量、设计标准等方面占据全球领先地位，为科技产业国际化做出全球化的规范表率。2023 年人民网发布《人形机器人技术专利分析报告》显示，中国人形机器人技术专利累计申请量达 6618 件，专利覆盖本体结构、驱动控制、智能感知等领域。全球人形机器人本体企业超 300 家，中国企业占比超 50%；通信产业来看，华为在 5G NR、6G 太赫兹通信等领域的技术提案被 3GPP、ITU-R 采纳，推动全球统一标准制定，在 6G 技术上中国标准也领先于世界，在太赫兹通信、通感一体化、AI 原生网络等领域取得突破；消费电子产业来看，2025 年第二季度，中国手机品牌（小米、OPPO、vivo 等）全球出货量占比达 33%，在亚洲、非洲、欧洲市场均表现强劲；新能源产业来看，中国动力电池专利占全球 74%，2025 年工信部发布全球最严电池安全新规，推动中国标准成为全球标杆，麒麟电池、刀片电池等在全球均处于技术领先地位。

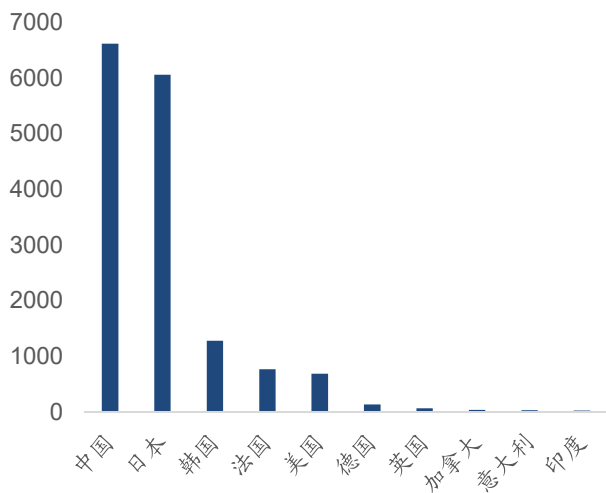
2025 年伊始，DeepSeek 带来了大模型的效率革命，以极低的成本，实现了与海外顶级人工智能同行相当的竞争性能，降低了全球使用人工智能的门槛，同时获得更高的效率。Deepseek 将技术向全球公司开源，进一步获取更多的数据信息来进行迭代训练，将大幅加速 AI 的训练进程，同时，AI 可以接入更多下游的应用端产品、企业、政府平台等，增加全球对中国 AI 产业链的基础设施配套需求。中国科技稳定向外共享技术、训练模式和输出产品，阿里云、华为、百度等龙头企业的全球化步伐加快，宇树机器人在 100 米障碍赛再摘金牌，人形机器人大规模铺开使用，智能驾驶搭载价格也进入历史新低。新能源与智能制造突破方面，宁德时代全球市占率继续攀升，比亚迪电动车出口同比翻倍。中国高端科技产业正在重塑全球供应链格局。

在宏观政策工具与内容不断创新的协同效应下，资本市场对科技企业的支持也在持续加强。资本市场以注册制改革为抓手，支持新质生产力发展。“科特估”体系下，创业板已经成为国内“硬科技”企业的大本营，当前科创板已支持 54 家上市时未盈利企业上市，覆盖生命科技、芯片、新能源、智能装备等新兴产业。2024 年，科创板全年研发投入总额达 1680.06 亿元，同比增长 6.4%，占全部 A 股研发投入比例从 2019 年的 6%逐年提升，占营业收入比例中位数达 12.67%，持续领跑 A 股各板块。在上交所 2024 年 10 月发布相关指引细化“轻资产、高研发投入”企业认定标准、鼓励科创板公司加大研发后，已陆续有企业按此标准申请再融资。在政策红利与长期资本加持下，多项关键技术加速落地，涉及生物医药、新能源、半导体等多个产业。

跟随政策导向，2024 年 6 月开始，我们就旗帜鲜明地提出“科特估”是发展新质生产力的“排头兵”，并坚定认为科技板块的行情有一定的持续性。2024 年 6 月-7 月市场震荡的过程中，科创指数整体相对上证指数超额收益已在逐步提升；在随后的“924”行情中，科创指数涨幅也大幅跑赢大盘；进入 2025 年，科技板块成为资金主攻方向，截至 8 月 15 日，科创综指年内涨幅 27.21%，显著跑赢沪深 300（+6.80%）。估值体系重构尤为显著，科创板动态 PE 从 2024 年的 45 倍修复至 2025 年的 65 倍，接近纳斯达克科技股估值水平，“科特估”逐步得到市场验证。整体来看，与 2024 年初提重塑“科特估”时期相比，无论是从科技板块上市公司数量、上市公司市值还是各行业估值整体水

平都实现了明显提升，尤其是“硬科技”板块的提升更加明显，说明“科特估”重塑估值体系成效显著。未来，“科特估”体系也将继续坚持创新改革、完善标准、拓宽渠道，孵化更多的新质生产力企业，为创新企业提供成长的土壤，为更加包容、更趋稳健的中国资本市场新生态提供新动能，进一步助力新兴产业蓬勃发展。

图3：2023 年人形机器人技术专利（件）



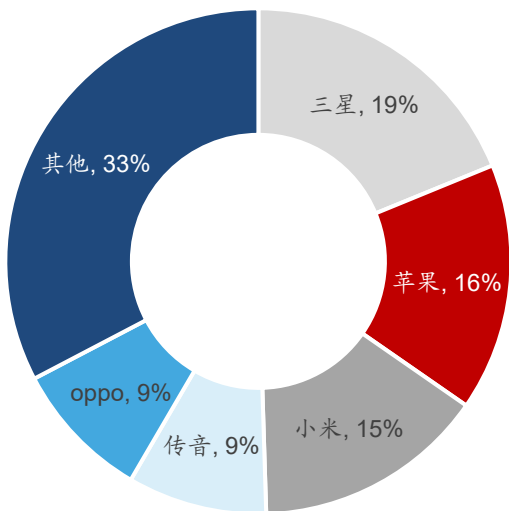
数据来源：人民网，东吴证券研究所

图4：2025 人形机器人运动会宇树科技夺冠



数据来源：宇树科技，东吴证券研究所

图5：2025Q2 全球智能手机市场份额

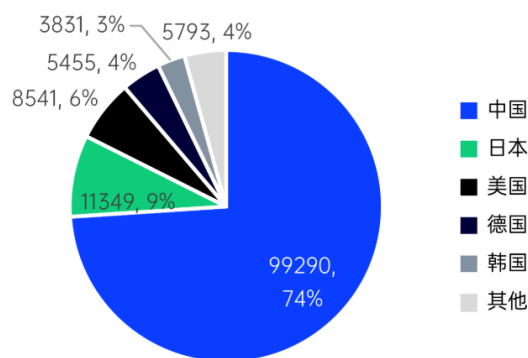


数据来源：canalys，东吴证券研究所，2025 年 7 月初步出货量统计

图6：2023 年中国动力电池专利占全球 74%

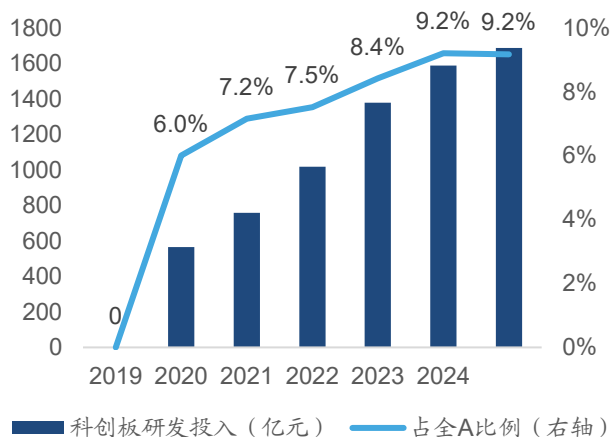
动力电池专利原始申请国分布

(单位：件)



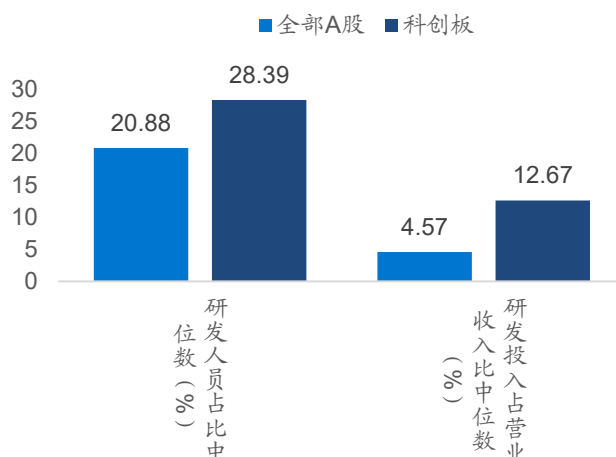
数据来源：智慧芽，东吴证券研究所

图7：科创板研发投入持续提升



数据来源：wind，东吴证券研究所

图8：科创板研发投入占比较高



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 四重“创新”带来流动性和估值的双重改善

2025 年的“创新牛”本质是政策引导下资本定价后产业落地的正向循环。宏观政策通过财政货币工具锚定产业方向，资本市场通过制度创新实现价值发现，增量资金提供流动性支撑，最终产业趋势通过技术突破兑现盈利。当前，这一闭环仍在强化：宏观政策的落地仍在进程中、“科特估”体系在逐步完善、中长期资金入市将逐年完成指标要求、技术国产化盈利尚未完全释放潜力。

当前，市场的流动性和估值已有改善，随着 2025 年 8 月 13 日 A 股成交额再次突破 2 万亿元，成交额持续抬升的过程中市场仍在向上突破，呈现交易结构和情绪的正向循环。融资余额超过 2 万亿创历史新高，保险资金持续举牌仍在增持金融股，在市场情绪持续向好、增量资金持续入场和科技产业创新持续突破的背景下，“创新牛”的初期，市场风格大概率沿着长线资金偏好的金融板块和科技产业有趋势的板块的机器人、海内外算力、创新药等方向继续延伸。未来随着 AI+ 的应用场景落地，科技产业发展进一步带动需求回升，价格和企业盈利回升趋势明确后，“创新牛”有望从金融结构性行情演变为全面牛市。

3. 风险提示

企业盈利上行幅度不及预期；外需超预期下行；结构化行情演绎趋向极致

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>