

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-11

宏观策略

2025 年 08 月 11 日

宏观深度报告 20250805: 跨越百年的产能调整经验: 如何从失衡到再平衡

晨会编辑 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

我们选择历史上跨越百年的三个典型的产能调整案例进行分析, 来看对供需再平衡有何启示。一是 19 世纪后期美欧的长期萧条, 由于技术进步、新兴产业过度投资, 引起产能失衡; 二是 1929 大萧条, 政策经历了从不干预到干预的转变; 三是日本在 20 世纪 70 年代和 90 年代两次去产能, 产能政策经历了相反的变化, 从干预到不干预。主要结论如下: (1) 产能失衡存在负反馈循环机制, 若不加控制可能持续二三十年。产能失衡容易形成自我强化, 如物价下跌→企业利润减少→企业降低劳动成本→居民就业和收入走弱→消费需求下降→物价下跌。因此, 依靠市场自发出清的话, 可能耗时良久, 甚至不乏持续二三十年的案例, 如 1873-1896 年长期萧条、日本失去的三十年。(2) 面对产能失衡, 政府干预比不干预要好。1929 大萧条后, 从胡佛到罗斯福, 政策加强了对工农业生产的干预, 同时积极刺激需求, 较快走出萧条。而日本面临供需失衡, 产业政策从“干预”到“不干预”, 使得萧条时间大幅拉长。在 70 年代, 企业无法完成过剩设备的处理时, 日本政府通过“共同行动”组建萧条卡特尔, 帮助企业顺利去产能; 90 年代后, 面临产能失衡, 政府减少了“共同行动”等供给端的直接干预, 直到泡沫破灭十多年后, 即 2003 年后, 僵尸企业才逐渐出清, 供需不平衡持续很久。(3) 供需再平衡, 需要在控制产能、修复信用、稳定就业等多个环节同步发力, 单靠供给政策或是单靠需求政策, 可能都是不够的。欧文费雪的“债务通缩理论”将通缩循环分为 9 个步骤: ①债务清算和资产抛售→②银行存款收缩与货币流通速度下降→③价格水平下降→④企业净值下降→⑤破产增加与利润减少→⑥产出下降与失业上升→⑦悲观情绪蔓延→⑧货币窖藏加剧→⑨名义利率下降但实际利率上升进一步抑制需求。从我们的案例来看, 1933 年罗斯福新政, 控制价格下跌、修复信用、稳定就业等多方面采取了有效政策。日本 70 年代产能过剩, 至少也在控制产能、稳定就业、稳定资产价格等方面及时出手; 相比之下, 日本 90 年代泡沫破灭后, 供给端政策干预不多、需求端政策犹豫反复, 导致了失去的三十年。风险提示: (1) 部分历史案例间隔较远, 历史的细节可能有所缺失, 如 1930 年之前的案例; (2) 不同时期、不同国家, 产能失衡时面临的环境并非完全相同, 这些不同点我们可能未能完全囊括; (3) 在使用国际比较和历史比较的经验时, 应注意结合实际情况。

固收金工

固收深度报告 20250807: 债券增值税新规实施, 对信用债及二永债有何影响?

债券增值税新规对信用债市场的影响: 从资产比价角度来看, 国债、地方政府债和金融债的配置性价比下降, 而由于信用债利息收入本身即不免征增值税, 故其相对比价优势凸显, 信用债板块中的城投债、产业债等品

种的配置价值均相应增加。相较于新规前,按照新规所实行的增值税率调整后,自营部门所持有的信用债与其他利率债、金融债品种之间的利差水平差距大约收窄 10BP 左右,考虑不同机构对于信用成本的估算参数差异,故对于自营部门来说,信用债的相对价值或可提升约 5-15BP,对于资管产品和公募基金来说,信用债的相对价值或可提升约 3-10BP。债券增值税新规对银行二永债市场的影响:短期内对于存续老券而言,基于老券的免税优势,其二级市场收券需求的增加将带动银行二永债收益率的下行,若按新规实施前后的增值税率分别测算经过税收成本和资本占用成本调整后的银行二永债到期收益率水平,比较可知新规实施后,5 年期二级资本债 (AAA-) 和 5 年期永续债 (AAA-) 的调整后收益率较新规实施前进一步分别下行 11.07BP 和 11.44BP,即当前若抢配银行二永债老券则可以攫取 10BP 以内的利差空间。长期来看,此次新规或对银行二永债影响较小。风险提示:数据统计偏差;债市超预期波动;信用风险发酵超预期。

行业

推荐个股及其他点评

禾望电气 (603063): 2025 年中报点评: 新能源业务驱动高增, 传动有望受益 AIDC 增长

盈利预测与投资评级: 我们基本维持预计公司 25-27 年归母净利润 5.9/7.1/8.2 亿元, 同比+34%/+21%/+15%, 对应 PE 分别为 31/25/22x。考虑到公司下游 AI 相关大功率电源设备市场广阔, 海外市场不断突破, 我们维持“买入”评级。

同惠电子 (833509): 2025 中报点评: 消费电子与新能源需求结构性增长, Q2 归母净利润环比高增+95%

公司发布 2025 半年度报告, 2025H1 营收 1.01 亿元, 同比+16.81%; 归母净利润 0.29 亿元, 同比+55.40%; 扣非归母净利润 0.28 亿元, 同比+58.09%。2025Q2 营收 0.61 亿元, 同环比+12.74%/+57.31%, 归母净利润 0.19 亿元, 同环比+34.08%/+95.31%。业绩增长主要受益于新一轮“以旧换新”政策落地及国内工业品需求逐步恢复, 消费电子、新能源等领域测试需求呈现结构性增长, 公司重点布局功率半导体器件测试、新能源及电池测试领域, 着力构建系统性解决方案, 同时持续优化产品结构, 带动 2025H1 销售毛利率同比+2.11pct 至 57.69%, 销售净利率同比+7.31pct 至 29.11%。上调公司 2025~2027 年归母净利润预测为 0.71/0.87/1.06 亿元 (前值为 0.62/0.75/0.91 亿元), 对应最新 PE 为 59/48/40x, 考虑公司具备长期成长性, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 技术迭代不及预期; 2) 宏观经济波动; 3) 市场竞争加剧。

宏观策略

宏观深度报告 20250805: 跨越百年的产能调整经验: 如何从失衡到再平衡

我们选择历史上跨越百年的三个典型的产能调整案例进行分析, 来看对供需再平衡有何启示。一是 19 世纪后期美欧的长期萧条, 由于技术进步、新兴产业过度投资, 引起产能失衡; 二是 1929 大萧条, 政策经历了从不干预到干预的转变; 三是日本在 20 世纪 70 年代和 90 年代两次去产能, 产能政策经历了相反的变化, 从干预到不干预。主要结论如下: (1) 产能失衡存在负反馈循环机制, 若不加控制可能持续二三十年。产能失衡容易形成自我强化, 如物价下跌→企业利润减少→企业降低劳动成本→居民就业和收入走弱→消费需求下降→物价下跌。因此, 依靠市场自发出清的话, 可能耗时良久, 甚至不乏持续二三十年的案例, 如 1873-1896 年长期萧条、日本失去的三十年。(2) 面对产能失衡, 政府干预比不干预要好。1929 大萧条后, 从胡佛到罗斯福, 政策加强了对工农业生产的干预, 同时积极刺激需求, 较快走出萧条。而日本面临供需失衡, 产业政策从“干预”到“不干预”, 使得萧条时间大幅拉长。在 70 年代, 企业无法完成过剩设备的处理时, 日本政府通过“共同行动”组建萧条卡特尔, 帮助企业顺利去产能; 90 年代后, 面临产能失衡, 政府减少了“共同行动”等供给端的直接干预, 直到泡沫破灭十多年后, 即 2003 年后, 僵尸企业才逐渐出清, 供需不平衡持续很久。(3) 供需再平衡, 需要在控制产能、修复信用、稳定就业等多个环节同步发力, 单靠供给政策或是单靠需求政策, 可能都是不够的。欧文费雪的“债务通缩理论”将通缩循环分为 9 个步骤: ①债务清算和资产抛售→②银行存款收缩与货币流通速度下降→③价格水平下降→④企业净值下降→⑤破产增加与利润减少→⑥产出下降与失业上升→⑦悲观情绪蔓延→⑧货币窖藏加剧→⑨名义利率下降但实际利率上升进一步抑制需求。从我们的案例来看, 1933 年罗斯福新政, 控制价格下跌、修复信用、稳定就业等多方面采取了有效政策。日本 70 年代产能过剩, 至少也在控制产能、稳定就业、稳定资产价格等方面及时出手; 相比之下, 日本 90 年代泡沫破灭后, 供给端政策干预不多、需求端政策犹豫反复, 导致了失去的三十年。(4) 困境中蕴含着机会, 大规模供需失衡往往也是劳动工资改善和内需回升的契机, 治理供需失衡的改革政策, 有助于推动生产型社会向消费型社会转变。第二次工业革命后, 西方国家接连经历了 1873-1896 长期萧条、1929 大萧条, 供需失衡频发, 扩大需求的重要性越来越突出, 这带来了工人权益、劳动工资等状况的改善, 加快了从生产型社会向消费型社会的转型。(5) 对新兴产业而言, 去产能和反垄断可能交替出现, 根本上需要规范政府跟市场的关系, 规范竞争秩序。新兴产业经历产能去化后, 往往会带来市场集中度的提高, 可能形成垄断组织, 如美欧长期萧条后形成的托拉斯、卡特尔。这种市场结构的变化, 可能会重塑政府跟市场的关系。美国在 1887 年通过了《州际商业法》(Interstate Commerce Act), 成立了州际商业委员会 (ICC), 开始对铁路运费和竞争行为进行监管; 1890 年《谢尔曼反托拉斯法》拉开了反垄断的序幕。治理新兴产业的产能过剩, 既要推动低价低效企业自动退出市场, 营造产能有效出清的市场环境, 也要防止形成市场垄断, 从根本上来讲是要规范竞争秩序, 规范地方政府补贴、银行贷款, 规范企业公平竞争行为。风险提示: (1) 部分历史案例间隔较远, 历史的细节可能有所缺失, 如 1930 年之前的案例; (2) 不同时

期、不同国家，产能失衡时面临的环境并非完全相同，这些不同点我们可能未能完全囊括；（3）在使用国际比较和历史比较的经验时，应注意结合实际情况。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

固收金工

固收深度报告 20250807：债券增值税新规实施，对信用债及二永债有何影响？

事件 2025年8月1日，财政部和税务总局发布《关于国债等债券利息收入增值税政策的公告》，自2025年8月8日起，对在该日期之后（含当日）新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。对在该日期之前已发行的国债、地方政府债券、金融债券（包含在2025年8月8日之后续发行的部分）的利息收入，继续免征增值税直至债券到期。在此之前，根据财税〔2016〕36号、财税〔2016〕70号文规定，我国国债、地方政府债和金融债券免征增值税，债券增值税调整政策出台后，对于自2025年8月8日（含当日）后发行的国债、地方政府债券、金融债券，普通自营机构和资管产品（含公募基金）所得利息收入将分别按照6%和3%的税率征收增值税。

观点 债券增值税调整政策解读：1）对于本次新规出台的核心目的，我们认为或包含两方面：其一，对利率债的债券利息收入征收增值税可缩小不同债券品种之间的税收差异，有助于统一债券市场的税收制度，有效发挥国债收益率曲线的定价基准作用；其二，在2025年上半年财政收入端持续承压的背景下，对早期因助力债券市场发展而给予的免征增值税优惠政策进行调整可以增加政府税收收入，在一定程度上缓解财政压力。2）恢复征收债券增值税的举措或可视为未来债券市场乃至资本市场投资需求端税收优惠政策逐步减少的信号，可能涉及除债券以外的其他风险偏好较低的大类资产以及相关的市场参与者，而减少的节奏一方面或受相关资产品类自身发展的成熟度影响，即若某一资产品类市场发展已完成从初期阶段到成熟阶段的过渡，则可能优先面临税收优惠的降低或取消，另一方面或受宏观经济基本面及财政综合收入增长速度影响，即若资本市场活跃度一般、社会投融资意愿仍偏低迷、实体经济修复缓慢，则可能在相关资产品类之间进行税收优惠的切换，从政策端引导市场参与者的资金布局方向。

债券增值税新规对信用债市场的影响： 1）影响逻辑与幅度测算：a）利率债品种利息收入失去增值税免税优势后，从资产比价角度来看，国债、地方政府债和金融债的配置性价比下降，而由于信用债利息收入本身即不征收增值税，故其相对比价优势凸显，信用债板块中的城投债、产业债等品种的配置价值均相应增加。b）若分别按照新规实施前后不同的增值税征收税率来测算不同类型债券资产在经过信用成本、税收成本、资本占用成本调整后的到期收益率并进行品种利差比较，可以发现相较于新规前，按照新规所实行的增值税率调整后，自营部门所持有的信用债与其他利率债、金融债品种之间的利差水平差距大约收窄10BP左右，考虑不同机构对于信用成本的估算参数差异，故对于自营部门来说，信用债的相对价值或可提升约5-15BP，对于资管产品和公募基金来说，信用债的相对价值或可提升约3-10BP。c）由于在新规实施之前，信用债的信用利差中已包含未被减免的税收溢价补偿，而在新规实施后，新发国债、地方政府债及金融债的发行成本预计将有所抬升以覆盖额外增加的税收成本，因此信用债相较于国债计算

的信用利差中枢或将因基准利率上升而逐步下行，进而可能导致信用债较国债展现的相对配置价值或低于其较地方政府债和金融债展现的相对配置价值，叠加新发国债的发行频率明显小于地方政府债和金融债，则增值税新规对信用债带来的相对利好效果在吸引部分原本倾向于配置地方政府债和金融债的资金转而配置信用债的概率上可能高于吸引原本倾向于配置国债的资金，但该过程的发展快慢取决于债市整体情绪以及后续其他宏观政策的配套出台情况。d) 当前新规对信用债市场的长期影响或有限，且相较不同的债券细分品种的优势程度亦有所差异；短期来看，若市场情绪尚可，则信用利差可能因机构积极抢配利率债老券而被动走阔，若后期伴随新券的逐步发行加之市场情绪较弱，信用利差则可能因利率债新老券收益率上行而被动收窄，新规落地后的市场情绪表现将较大程度影响信用债配置的择时窗口，震荡走势或延续。

2) 对不同金融机构影响：a) 对公募基金而言，债券利息收入增值税率由 0% 上升至 3%，虽然税负增加，但相较于银行等机构自营部门而言，其税率仍然较低，叠加其在利息收益和资本利得收益上的企业所得税以及资本利得收益上的增值税仍拥有免征优惠，因此其投债优势依然存在且略有放大，这一优势将吸引更多资金通过公募基金渠道流入信用债市场，而鉴于公募基金系信用债市场的主要买盘力量之一，预计将为信用债中的各细分品种带来交易增量。b) 对自营部门而言，债券利息收入增值税率由 0% 上升至 6%，税负增加相对显著，但由于自营部门在仓位上以利率债居多，信用债仓位有限且多以委外等方式参与，因此未来可能会增加通过基金等渠道配置信用债以增厚收益的可能性，对于具有一定票息收益的城投债和流动性较好的产业债的关注度或将上升以增厚票息收益。c) 对其他资管机构而言，债券利息收入增值税率由 0% 上升至 3%，上升幅度低于自营部门但与公募基金一致。此次调整对于如银行理财子公司类的资管机构资金投向中占比较大的同业存单品种不产生影响，但考虑到其资金在利率债品种上的配置力量不弱，故政策调整后可能通过委外投资公募基金或私募资管产品来间接获取免税优势。同时，资管机构可能在出现较好买入机会的时点小幅增加信用债和同业存单的仓位比例，以对冲利率债品种的税收成本。

债券增值税新规对银行二永债市场的影响：1) 影响逻辑与幅度测算：a) 短期内对于存续老券而言，基于老券的免税优势，其二级市场收券需求的增加将带动银行二永债收益率的下行，若按新规实施前后的增值税率分别测算经过税收成本和资本占用成本调整后的银行二永债到期收益率水平，比较可知新规实施后，5 年期二级资本债 (AAA-) 和 5 年期永续债 (AAA-) 的调整后收益率较新规实施前进一步分别下行 11.07BP 和 11.44BP，即当前若抢配银行二永债老券则可以攫取 10BP 以内的利差空间。b) 长期来看，此次新规或对银行二永债影响较小，一方面主要系银行二永债的风险权重较高，现下的收益水平已处于较低位置，表明银行配置二永债并非仅基于获取收益，故新规对其影响有限；另一方面，因银行二永债具备“利率波动放大器”属性以及流动性较好的特点，因此仓位以信用债为主的机构投资者往往倾向于选择交易该品种以取得价差收益而非持有该品种以取得利息收益，故新规对其影响有限。

2) 对不同金融机构影响：a) 对公募基金而言，尽管取得的利息收入需缴纳 3% 增值税，但公募基金投资银行二永债仍享受利息收入免企业所得税、资本利得收入免企业所得税和增值税的优惠，其相对于银行、保险自营的税收优势扩大，因此基金仍具备配置高流动性二永债的动机，并通过信用债 ETF 提升组合流动性。b) 对自营部门而言，持有银行二永债利息收入需缴纳 6% 增值税，考虑到新规后利率债税

收收益不足，因此可能更倾向于增配流动性较好的银行二永债以在增厚票息收益的同时把控流动性风险。此外，自营部门可能加大委外投资力度，通过委托公募基金投资来降低额外的自营投资税负成本。c) 对其他资管机构而言，持有银行二永债利息收入需缴纳 3% 增值税，税率低于自营部门但与公募基金一致，故相较于自营部门，此次增值税新规对资管机构影响或更为可控。预计资管机构可能采取“缩短久期+挖掘个券”的配置与交易搭配策略来应对税收政策变化，优先配置高评级、短久期城农商行二永债，并辅以交易流动性良好、中长久期国股大行二永债，从而保障税后收益安全垫。风险提示：数据统计偏差；债市超预期波动；信用风险发酵超预期。

(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

禾望电气 (603063): 2025 年中报点评: 新能源业务驱动高增, 传动有望受益 AIDC 增长

投资要点 公司发布 2025 年中报，实现营收 18.84 亿元，同比+36.39%；归母净利润 2.43 亿元，同比+56.79%；扣非归母净利润 2.28 亿元，同比+40.11%。其中 Q2 实现营收 11.11 亿元，同环比+33.33%/+43.60%；归母净利润 1.37 亿元，同环比+38.11%/+30.34%；扣非归母净利润 1.31 亿元，同环比+42.65%/+35.52%。新能源电控业务拉动增长、全产线覆盖助力国际扩张。25H1 公司新能源电控业务实现收入 15.24 亿元，同比+44.97%，毛利率 32.46%，同比-3.23pct。我们预计上半年风电变流器出货 9.28 亿元，约 20GW；光伏逆变器出货 4.20 亿元，约 4.2GW；储能 PCS 出货 1.76 亿元，约 2.2GW。公司持续加强海外市场开拓布局，25H1 海外收入 1.48 亿元，同增 54%，占比提升至 8%，毛利率 54.65%，同比+7pct。公司产品线覆盖风电、光伏和储能三大领域，具备多元化应用场景，其中风电变流器已实现海外批量发货，海外业务占比有望持续提升。大功率技术优势领先、传动业务大有可为。25H1 工程传动业务实现收入 2.26 亿元，同比+11.5%，毛利率 47.71%，同比+8.26pct，主要由于变频器出海及国产化替代，营收和毛利率齐升。公司变频器功率覆盖 0.75kW~22.4MW、4MVA~102MVA (单机)，竞争优势明显；同时有望受益于海外数据中心龙头公司订单。成本控制能力强、期间费用率稳中有降。公司 25H1 销售毛利率 36.66%，同比+1pct，期间费用率 22.25%，同比-0.61pct；25H1 经营活动产生的现金流量净额为-1.73 亿元，同比-79.85%，主因购买商品、接受劳务支付的现金增加。盈利预测与投资评级：我们基本维持预计公司 25-27 年归母净利润 5.9/7.1/8.2 亿元，同比+34%/+21%/+15%，对应 PE 分别为 31/25/22x。考虑到公司下游 AI 相关大功率电源设备市场广阔，海外市场不断突破，我们维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、新产品拓展不及预期等

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男)

同惠电子 (833509): 2025 中报点评: 消费电子与新能源需求结构性增长, Q2 归母净利润环比高增+95%

投资要点 消费电子与新能源领域需求结构性增长，2025H1 归母净利润同比劲增 55%。公司发布 2025 半年度报告，2025H1 营收 1.01 亿元，同比+16.81%；归母净利润 0.29 亿元，同比+55.40%；扣非归母净利润 0.28 亿元，同比+58.09%。2025Q2 营收 0.61 亿元，同环比+12.74%/+57.31%，归母净利润 0.19 亿元，同环比+34.08%/+95.31%。业绩增长主要受益于新一轮“以旧换新”政策落地及国内工业品需求逐步恢复，消费电子、新能源等领域测试需求呈现结构性增长，公司重点布局功率半导体器件测试、新能源及电池测试领域，着力构建系统性解决方案，同时持续优化产品结构，带动 2025H1 销售毛利率同比+2.11pct 至 57.69%，销售净利率同比+7.31pct 至 29.11%；销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.04%/8.54%/13.56%/-0.49%，同比+0.28/-5.39/-0.19/-0.24pct。

半导体行业需求增长驱动下，微弱信号检测仪器量利齐升，系统集成设备实现高速增长。1) 元件参数测试仪：2025H1 该业务营收同比+9.14%至 0.45 亿元，占总营收的比重为 45%，毛利率同比+0.47pct 至 65.04%。2) 安规线材测试仪器：2025H1 该业务营收同比+10.74%至 0.23 亿元，占总营收比重为 22.54%，毛利率同比+0.57pct 至 43.93%。3) 微弱信号检测仪器：受益于半导体行业需求增加，产品销量大幅增长，2025H1 该业务营收同比+37.59%至 0.20 亿元，占比同比+3pct 至 19.84%，毛利率同比+8.36pct 至 57.25%。4) 其他：电力电子产品/系统集成测试设备/仪器附件及其他分别实现营收 0.06/0.01/0.05 亿元。其中，系统集成测试设备营收同比+154.88%，主要系 TH300 系列产品销售收入增长。

先进技术打造多元产品矩阵，显著受益政策利好叠加市场复苏。1) 产品矩阵完善：公司多年来持续优化产品结构，不断推出具有核心竞争力且适应市场的新产品，向中高端领域迈进。2024 年，公司推出包括电池包电芯内阻测试系统、小电感脉冲式线圈测试仪、模块化线束线缆综合测试系统和电池绝缘电阻测试仪等在内共 7 款新品，并进入小批量生产阶段。2) 产能充足：公司自 2021 年 9 月整体搬迁至新竹路新厂区，满产可达到年产 65000 台套智能化电子测量仪器的能力，有效突破产能瓶颈，未来可通过天山路 3 号厂区改造满足更大空间的市场需求。3) 境外市场开拓：公司将投资 10 万欧元在德国慕尼黑设立境外全资子公司，有助于公司进一步提高欧洲市场份额和拓展海外业务，为公司持续发展培育新的利润增长点。

盈利预测与投资评级：新一轮“以旧换新”政策落地及国内工业品需求恢复，公司业绩有望保持高速增长，上调公司 2025~2027 年归母净利润预测为 0.71/0.87/1.06 亿元（前值为 0.62/0.75/0.91 亿元），对应最新 PE 为 59/48/40x，考虑公司具备长期成长性，维持“买入”评级。

风险提示：1) 技术迭代不及预期；2) 宏观经济波动；3) 市场竞争加剧。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申
证券分析师：余慧勇 证券分析师：薛路熹 研究助理：武阿兰）

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>