

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-06

宏观策略

2025 年 08 月 06 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 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@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 20250805: 城投挖系列(十五)之科创兴陕, 三秦奋进: 陕西省城投债现状 4 个知多少

观点: 2025 年以来, 债市因宏观经济基本面不确定性较大、权益市场扰动较多而整体处于震荡下行态势, 但信用债及城投债板块在宽松资金面和票息收益安全垫的护航下仍具备较强的配置价值, 叠加信用债 ETF 扩

容带来的成分券行情催化，陕西省城投债收益率总体延续下行走势、信用利差总体延续收窄态势。市场当前对陕西省城投债信用风险的预期在此前发生的舆情已基本消化后有所改善，区域信用环境优化与政策支持效应逐步显现，推升投资者对陕西省城投债的关注热度。但鉴于陕西省城投债的等级利差已压缩至历史低位，中低资质个券的信用风险补偿或有不足，当前点位入场性价比有限，故建议谨慎过度下沉，底仓配置仍以 AA+及以上核心平台的个券为主，并适度保持久期，优选 3-5 年期流动性较优、业务市场化进度良好、固定资产充裕的主体个券，若博弈弱资质主体超额收益则可缩短久期至 2 年附近，在“防守”中保持“进攻”的机动性。风险提示：城投政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

行业

计算机行业点评报告：Scale AI：AI 时代卖水人

Scale AI 收入持续高增长，海外大厂和政府需求旺盛，反应 AI 发展对于高质量数据刚需。AI 训练数据产品服务专业性强，有规模效应，第三方厂商优势显著。持续推荐高质量数据集相关领军企业：海天瑞声、深桑达 A。风险提示：政策推进不及预期，行业竞争加剧，技术发展不及预期。

推荐个股及其他点评

小马智行 (PONY)：革新交通运输，Robotaxi 驶向未来

盈利预测与投资评级：公司作为 Robotaxi 技术领跑者，有望充分受益于政策体系完善、自动驾驶技术突破以及产业链降本，单位经济模型转正后有望快速规模化实现扭亏。可比公司 2025-2027 年平均 PS 分别为 13.3/7.4/4.7 倍（截至 2025 年 7 月 31 日）。公司技术底蕴深厚，立足北上广深一线核心城市，与合作伙伴积极开拓海外市场，发展潜力巨大。我们预计小马智行公司 2025-2027 年营业总收入分别为 0.78/1.05/3.42 亿美元，当前市值对应 PS 分别为 61.5/45.5/13.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：竞争加剧、硬件价格降低不及预期、政策监管变动。

宇通客车 (600066)：7 月销量同环比下降，淡季加库或为后续放量做库存准备【勘误版】

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025~2027 年营业收入预测为 429/499/567 亿元，同比+15%/+16%/+14%，维持 2025~2027 年归母净利润为 46.3/55.2/66.8 亿元，同比+12%/+19%/+21%，对应 PE 为 12/10/9 倍，维持“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

宇通客车 (600066)：7 月销量同环比下降，淡季加库或为后续放量做库存准备

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025~2027 年营业收入预测为 429/499/567 亿元，同比+15%/+16%/+14%，基本维持 2025~2027 年归母净利润为 46.3/55.2/66.8 亿元，同比+12%/+19%/+21%，对应 PE 为 13/11/9 倍，维持“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

锅圈 (02517.HK)：2025 年中报业绩点评：规模效应下利润超预期，单店改善有延续性

公司盈利水平持续优化，经营基本面稳健，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年的营收为 72.9/83.9/95.5 亿元（此前预期为 72.9/83.8/95.5 亿

元)，同比+13%/15%/14%；归母净利为 4.2/5.0/5.8 亿元（此前预期为 4.0/4.7/5.6 亿元），同比+81%/19%/17%；对应 PE 为 21/18/15X。维持“买入”评级。

嘉和美康（688246）：电子病历龙头，深度拓展 AI 应用

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 7.55/9.65/12.37 亿元，同比增长 28%/28%/28%，归母净利润分别为 0.42/0.81/1.29 亿元，同比增长 116%、94%、60%。我们看好嘉和美康作为电子病历龙头，有望深度受益于电子病历考评标准升级，AI 应用将持续提升项目价值量，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期，行业竞争加剧，股价波动风险，订单落地不及预期。

中国儒意（00136.HK）：2025 年上半年业绩预告点评：扭亏为盈，税后净利大幅提升

盈利预测与投资评级：由于公司 25H1 税后净利润大增，且游戏储备较为丰富，我们将公司 2025-2026 年 Non-GAAP 归母净利润从 21/25 亿元人民币上调至 22/26 亿元，并预计 2027 年 Non-GAAP 归母净利润为 28 亿元。当前股价对应 2025-2027 年 PE（经调整口径）分别为 21/18/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：政策变化风险，市场竞争加剧风险，消费者需求变化风险，技术变革风险。

九号公司（689009）：2025 年半年报点评：归母净利润同比+108%超预期，电动两轮车延续高增趋势

盈利预测与投资评级：Q2 业绩再超预期，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 20.23/25.98/32.85 亿元（原值为 16.31/22.51/29.47 亿元），对应当前市值 PE 分别为 21/16/13x，维持“买入”评级。风险提示：新品推广不及预期，海外开拓不及预期，国际贸易摩擦等

仕净科技（301030）：光伏配套+制造双轮驱动，拓展多元业务板块

盈利预测与投资评级：设备端：根据订单释放节奏，预计 2025 年配套设备订单同比修复，随下游扩张后续稳健增长，制程污染防控设备/末端污染治理设备毛利率有望修复回升。光伏电池片：随着产能爬坡收入提升，行业出清中先进产能更具优势，盈利有望逐步修复。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润 0.22/1.53/2.55 亿元，公司对应 2025-2027 年 PE 166/24/15 倍，考虑公司为光伏配套设备龙头，下游客户多元化拓展，布局先进电池片产能，随行业出清&海外拓展，有望迎经营拐点，首次覆盖，给予“增持”评级。（估值日期：2025/8/1）风险提示：设备订单不及预期，应收账款风险，市场价格波动等。

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 20250805：城投挖系列（十五）之科创兴陕，三秦奋进：陕西省城投债现状 4 个知多少

观点 陕西省概况：1）经济：2024 年 GDP 总量约 3.55 万亿元，同比增速达 5.30%，增速位于全国中上水平，高于全国平均增速 4.54%。2）财政：2024 年一般公共预算收入 3,393.08 亿元，位列全国第 15，同比下降 1.30%，预算收入同比小幅下滑的同时预算支出同比小幅增长，地方财政收入有所承压，对中央转移支付的依赖度相应提升，且下辖地市分化显著，西安市作为陕西省省会，其财政收支规模具有领先优势。3）产业：第三产业占比较高，近 7 年占比已逐渐升逾 45%，第二产业占比总体稳定并略有下降，第一产业占比较低，近年来已不足 8%，表明陕西省经济结构正加速向以服务业为主导的高质量发展方向转型，但作为西北地区重要的能源基地和制造业中心，第二产业在全省经济体系中仍占据核心地位。4）地方债务：2018 年以来债务率呈上升趋势，地方债务加重，当前债务负担居全国中游水平，或主要受期间地方政府专项债发行规模扩大及地方政府综合财力波动等因素影响；但 2021 年以来城投债“遏增化存”有效，一方面城投存量债规模占比几无变化，另一方面财政收入通过转移支付叠加税收恢复来弥补土地出让收入大幅下降的方式小幅回升，故城投债务率近年来有所下降，处全国中游水平。 存量城投债及主体现状：1）存量城投债总量方面，陕西省存续城投债余额约为 2,327.48 亿元，位列全国第 12，平均票面利率约为 4.14%，位列全国第 10，数据表明陕西省城投主体因历史举债较多以发展区域内基建和产业，故存量债券规模和债券融资成本均处于全国中上游水平，但其作为西北地区经济发展的核心省份，承担着“一带一路”建设、能源保障、先进制造等多重战略职能，相关产业的前期布局将随着企业的成长和建设的推进而逐步进入后期获利阶段，叠加地方政府对债务化解重视程度较高，隐债清零和市场化转型的相关工作均持续推进，同时积极协调地方金融机构参与对存量高息债务进行展期、降息、置换工作并提供资金支持，预计陕西省未来债务结构将逐步优化，负债压力将逐步缓释，融资成本有望随化债进程和利率环境改善而趋于下行。3）存量城投债结构方面，主体信用评级以 AAA 和 AA+ 为主，信用资质较好；债券剩余期限主要集中在 1-3 年区间，以中短期为主；债券种类以公司债为主，偏好于交易所市场募资或与私募债发行需求有关；票面利率以 3-5% 的区间为主，票面利率在 7% 以上的存量城投债余额经过化债工作的压降和基准利率处于下行通道的加持而明显减少。4）城投主体方面，陕西省内的发债主体主要为高评级地市级城投平台和高新区、开发区域城投平台，且尽管 AA 级主体数量较多，但整体存量债券余额占比仅 24.51%，提示陕西省城投发债募资能力呈现显著的集聚效应，各地市或区县内的核心平台为债券融资主力，因存续债券规模较大而更适宜作为区域内择券标的，而其他资质一般、规模较小的城投平台的偿债负担或相对可控，但因存续债券规模较小而交易相对拥挤。 一级市场发行情况：1）发行总量方面，2025 年上半年共发行城投债 557.25 亿元，在全国各省中排名第 12，处于中上游水平，同期累计净融资额

为-1.09 亿元：2025 年上半年陕西省城投债发行呈现“总量稳定、净融转负”特征，资金流进出平衡，与全国其他区域城投平台的融资趋势一致，反映“化债”仍为地方政府和城投平台的关注焦点，控新增得到有力执行。预计全年陕西省城投债募资用途将继续以“借新还旧”为主，融资端维持紧平衡格局，但平台在完成退平台后可能开始尝试新增发债，故随着 2027 年退平台节点的临近，地方城投的增量融资空间或有望打开。2) 发行成本方面，2025 年上半年陕西省城投债发行平均票面利率为 3.01%，显著低于其存量票面利率且同比亦有下降：结合化债政策和利率下行总体来看，陕西省城投主体的融资成本仍具备进一步压降的空间，并且降低综合融资成本亦是各城投平台的重要任务，下降幅度基本由地方政府或公司管理层予以指引。3) 新发城投债结构方面，主体评级中 AAA 级发债城投的发行规模占比过半，进一步向高评级集中；发行期限以 3-5 年居多且规模占比同比有所上升，即发行期限整体有所拉长，或反映在融资成本持续下行的背景下，城投平台倾向于通过拉长期限以提前锁定低成本资金，同时降低滚续融资的频率，促使资金期限与项目期限的匹配度优化抬升；债券种类以公司债和中期票据为主，企业债发行占比较低；主体行业集中于工业行业，表明多数陕西省发债平台的业务定位与基建和工业贸易相关。未来 3 年兑付情况：1) 陕西省城投债整体偿债压力呈阶梯式下行趋势，但 2025 年第 3 季度因到期兑付规模相对集中，或将引发阶段性再融资需求增加，尤其对部分资质较弱或负债较多的平台而言，信用风险可能有所抬升，因此需重点关注其流动性管理及外部支持能力变化。2) 整体兑付结构与前文分析的存量债券结构相符，以公司债、AAA 级为主。二级市场成交与收益表现：1) 成交表现：2025 年上半年二级市场成交量约 951.07 亿元，换手率为 62.14%，低于全国均值 66.09%，可能因区域内曾发生信用舆情导致投资者对于其城投债个券持观望态度，换手率表现一般。当前交易活跃度与存续债券规模相比仍有提升空间，一方面或反映市场对区域个券的配置意愿尚待进一步增强，另一方面或因投资者倾向于持有区域内个券而非交易。2) 到期收益率表现：2018 年 7 月至 2025 年 7 月期间，陕西省城投债到期收益率整体呈现震荡下行趋势，走势与 3 年期 AAA 级城投债及 3 年期国开债收益率高度同步，但自 2022 年末的“股债跷跷板”效应引发的理财赎回负反馈冲击调整结束以来，陕西省城投债收益率进入快速下行阶段，且下行速度显著快于基准利率。3) 信用利差表现：2022 年末的理财负反馈冲击致使陕西省城投债信用利差由 260BP 走阔至近 380BP，系信用债流动性弱于利率债背景下，市场情绪扰动带来的超调压力所致。而在进入 2023 年后，陕西省城投债迎来较长的修复阶段和走强阶段：其中，2023 年前三季度受益于前期信用债估值错杀带来的套利机会，收益率持续下行，信用利差收窄至约 318BP；而 2023 年四季度至 2024 年四季度，受“一揽子化债政策”密集出台、“近年来最大力度化债”预期强化以及市场对 2025 年货币政策适度宽松的降息预期推动，尽管 2024 年三季度期间因权益市场在政策刺激下短暂反弹并导致债市整体有所回调，但陕西省城投债收益率仍跟随基准利率保持“下行”基调，信用利差由 2023 年四季度末的 318BP 大幅收窄至 2024 年四季度末的 126BP，估值修复动能强劲。2025 年以来，债市因宏观经济基本面不确定性较大、权益市场扰动较多而整体处于震荡下行态势，但信用债及城投债板块在宽松资金面和票息收益安全垫的护航下仍具备较强的配置价值，叠加信用债 ETF 扩容带来的成分券行情催化，陕西省城投债收益率总体延续下行走势、信用利差总体延续收窄态势。4) 市场当前对陕西省城投债信用风险的预期在此前发

生的舆情已基本消化后有所改善，区域信用环境优化与政策支持效应逐步显现，推升投资者对陕西城投债的关注热度。但鉴于陕西城投债的等级利差已压缩至历史低位，中低资质个券的信用风险补偿或有不足，当前点位入场性价比有限，故建议谨慎过度下沉，底仓配置仍以 AA+及以上核心平台的个券为主，并适度保持久期，优选 3-5 年期流动性较优、业务市场化进度良好、固定资产充裕的主体个券，若博弈弱资质主体超额收益则可缩短久期至 2 年附近，在“防守”中保持“进攻”的机动性。风险提示：城投政策超预期收紧；数据统计偏差；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

计算机行业点评报告：Scale AI：AI 时代卖水人

投资要点 Scale AI 是美国人工智能数据标注领域头部公司之一。公司成立于 2016 年，主要业务可以分为三大类：AI 构建、AI 应用和 AI 评估。Data Engine 是公司的核心产品，提供数据标注、数据管理、模型评估等服务。AI 应用主要包括为国防部打造的 Donovan、全栈式的 AI 开发平台 Scale GenAI Platform。AI 评估业务通过多元化的专家网络来执行 LLM 评估和识别风险。公司发展经历了从早期类似“劳动力成本套利”的纯人工标注，到强化 AI 标注能力，落地 AI 大模型厂商和政府客户，目前已经和政府、头部大厂深入合作。Scale AI 收入持续高增长，尚未盈亏平衡。公司 2022 年收入为 2.9 亿美元，2024 年已达到 8.7 亿美元。公司 2024 年毛利率为 49%，EBITDA 亏损超过 1.5 亿美元，尚未实现盈亏平衡。公司预计 2025 年收入达到 20 亿美元，并实现 EBITDA 盈利，2026 年销售额接近 40 亿美元。公司订单主要来自大厂和政府。公司部分高管具备政府背景，2020 年以来，公司多次获得百万美元级以上的美国国防部订单。Scale AI 最新估值 290 亿美元。但 Meta 进入后中立性受损。2025 年 6 月，Scale AI 宣布已获得一笔来自 Meta Platforms 的重大投资，相应投资令该公司估值达到 290 亿美元，在获得投资的同时，该公司联合创始人兼首席执行官 Alexandr Wang 将加入 Meta。Meta 此次支付了 143 亿美元。客户普遍担心，在数据标注过程中泄露的专有数据与技术路线给 Meta 这一竞争对手，如谷歌已计划停止合作。Scale AI 启示：质量优先、价值链延伸、保持中立。生成式 AI 时代需要完成的任务不止图像识别，而是写诗、编程、数学证明、美学鉴赏等，生成式 AI 时代所需要的数据质量没有上限。未来 AI 训练需要的数据会越来越复杂，如强化学习环境，环境中的轨迹通常非常丰富且漫长，并且需要多个奖励信号。以 AI 训练数据为核心，可以提供包括自动标注平台、模型评估等多项附加产品和服务，并且可以向下游应用落地延伸。在合作中，客户通常会与 Scale AI 共享包括专有数据和产品原型在内的商业机密，因此服务商中立性非常重要。Scale AI 收入持续高增长，海外大厂和政府需求旺盛，反应 AI 发展对于高质量数据刚需。AI 训练数据产品服务专业性强，有规模效应，第三方厂商优势显著。持续推荐高质量数据集相关领军企业：海天瑞声、深桑达 A。风险提示：政策推进不及预期，行业竞争加剧，技术发展不及预期。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：张文佳）

推荐个股及其他点评

小马智行 (PONY): 革新交通运输, Robotaxi 驶向未来

投资要点 成本下探安全性提升, Robotaxi 商业化拐点渐进。随自动驾驶套件量产降本, Robotaxi BOM 成本下探 30 万元量级: 百度发布第六代无人车 Apollo RT6, 售价 20.5 万元; 小马智行自动驾驶套件 BOM 成本较上一代降低 70%。其中车载计算单元/激光雷达成本降幅达 80%/68%, 整车成本控制在 30 万元以内。我们认为得益于以下因素, Robotaxi 仍有一定降本空间: 1) 规模化降低采购成本、摊薄费用; 2) 芯片国产化; 3) 车队密度与消费者接受度提升, 从而提高车辆收费里程占比; 5) 远程安全员人车比限制逐步放开。政策支持、安全性提升与硬件降本有望助力 Robotaxi 迈过商业化拐点, 触达千亿级市场空间。

技术积累深厚, 商业化进程领先。公司核心团队汇聚无人驾驶领域顶尖技术人才, 业务与技术经验丰富, 为公司发展奠定坚实基础。公司率先推出 PonyWorld, 应用“世界模型”技术已近六年, 实现了自动驾驶系统实践学习的闭环训练, 目前 PonyWorld 已生成超过百亿公里的测试数据。公司构建的安全冗余系统具备超过 20 项功能安全冗余机制、超过 1000 项实时检测设计以及多重降级运行策略, 车队安全性达到人类驾驶水平的 10 倍以上。目前公司商业化运营区域总面积已突破 2000 平方公里, 单车日均订单量超过 15 单; Robotaxi 车队已实现累计超 50 万小时的全场景、全天候、全无人安全运营。公司计划于 2025 年底前将车队规模扩展至千辆, 规模效应有望显现。立足北上广深, 合作共拓海外市场。在 Robotruck 领域, 公司与中国外运联合打造青骓物流平台、与三一重卡合作开发重卡产品。截至 2025 年 4 月公司自动驾驶卡车累计路测里程超 600 万公里, 货物运输量达 9.4 亿吨公里, 已完成从商业化运营到无人编队运营的进阶。在国内 Robotaxi 领域, 公司与如祺出行、支付宝、高德打车、腾讯云等平台合作, 与上海锦江出租、广州公交集团等运营方合作拓展市场。公司聚焦北上广深一线核心城市发展业务, 同时积极推进海外布局, 目前已持有美国、韩国、卢森堡等国家 Robotaxi 牌照, 并在多国开展测试与运营。公司与新加坡康福德高集团、卢森堡出行公司 Emile Weber 以及全球出行巨头 Uber 达成合作, 2025 年下半年将在中东接入 Uber 平台并逐步推广至全球范围, 打开市场空间。

盈利预测与投资评级: 公司作为 Robotaxi 技术领跑者, 有望充分受益于政策体系完善、自动驾驶技术突破以及产业链降本, 单位经济模型转正后有望快速规模化实现扭亏。可比公司 2025-2027 年平均 PS 分别为 12.8/7.2/4.6 倍 (截至 2025 年 8 月 1 日)。公司技术底蕴深厚, 立足北上广深一线核心城市, 与出行巨头 Uber 等合作伙伴积极开拓海外市场, 发展潜力大。我们预计小马智行公司 2025-2027 年营业总收入分别为 0.78/1.05/3.42 亿美元, 当前市值对应 PS 分别为 59.7/44.2/13.5 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 竞争加剧、硬件价格降低不及预期、政策监管变动。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 黄细里
证券分析师: 李博韦 研究助理: 孙仁昊)

宇通客车 (600066): 7 月销量同环比下降, 淡季加库或为后续放量做库存准备【勘误版】

投资要点 公司公告: 宇通客车 2025 年 7 月总销量 3219 辆, 同环比-4%/-46%; 7 月传统淡季符合预期; 7 月产量 3849 辆, 加库 630 辆, 今年 1-7 月累计加库 722 辆, 公司系以销定产模式, 短期加库或意味着为后续订单交付做提前储备。

7 月销量同环比下降, 淡季加库或为后续放量做库存准备。整体来看, 7 月产量同环比提升, 销量同环比下降; 7 月市场进入传统淡季, 国内市场公交车交

付节奏集中在年底或对行业景气度有一定影响，但出口仍旧维持增长态势。

细分销量环比均降，轻客销量占比同比提升。分车辆长度看，2025 年 7 月大中轻客销量 1570/943/706 辆，同比分别-21.22%/+8.39%/+43.50%，环比分别-52.68%/-43.87%/-23.34%，轻客销量同比增速较快，轻客销量占比 21.93%，同比+7.27pct，大中客车占比 78.07%，环比-6.37pct。

欧洲市占率稳步提升，巴基斯坦新能源大单支撑下半年销量。根据 sustainable-bus 数据，宇通 25H1 欧洲销量 852 台，市占率 16%再上一个台阶（24 年为 14%），欧洲市场延续景气态势。公司近期与巴基斯坦合作伙伴 WIL 签署 400 辆纯电动巴士采购协议，为巴基斯坦史上最大单笔新能源公交订单，订单为下半年销量增长提供了有力支撑。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025~2027 年营业收入预测为 429/499/567 亿元，同比 +15%/+16%/+14%，维持 2025~2027 年归母净利润为 46.3/55.2/66.8 亿元，同比+12%/+19%/+21%，对应 PE 为 12/10/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

宇通客车（600066）：7 月销量同环比下降，淡季加库或为后续放量做库存准备

投资要点 公司公告：宇通客车 2025 年 7 月总销量 3219 辆，同环比-4%/-46%；，7 月传统淡季符合预期；7 月产量 3849 辆，加库 630 辆，今年 1-7 月累计加库 722 辆，公司系以销定产模式，短期加库或意味着为后续订单交付做提前储备。7 月出口 920 辆，同环比+46%/-57%，新能源出口 100 辆，同环比+335%/-75%，略超预期。

7 月销量同环比下降，淡季加库或为后续放量做库存准备。整体来看，7 月产量同环比提升，销量同环比下降；7 月市场进入传统淡季，参照宇通 Q2 的销量节奏来看，八月出口及内销或有望呈现环比增长态势，九月则可能成为季度内的销量高点。

细分销量环比均降，轻客销量占比同比提升。分车辆长度看，2025 年 7 月大中轻客销量 1570/943/706 辆，同比分别-21.22%/+8.39%/+43.50%，环比分别-52.68%/-43.87%/-23.34%，轻客销量同比增速较快，轻客销量占比 21.93%，同比+7.27pct，大中客车占比 78.07%，环比-6.37pct。

欧洲市占率稳步提升，巴基斯坦新能源大单支撑下半年销量。根据 sustainable-bus 数据，宇通 25H1 欧洲销量 852 台，市占率 16%再上一个台阶（24 年为 14%），欧洲市场延续景气态势。公司近期与巴基斯坦合作伙伴 WIL 签署 400 辆纯电动巴士采购协议，为巴基斯坦史上最大单笔新能源公交订单，订单为下半年销量增长提供了有力支撑。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025~2027 年营业收入预测为 429/499/567 亿元，同比+15%/+16%/+14%，基本维持 2025~2027 年归母净利润为 46.3/55.2/66.8 亿元，同比+12%/+19%/+21%，对应 PE 为 13/11/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

锅圈（02517.HK）：2025 年中报业绩点评：规模效应下利润超预期，单店改善有延续性

投资要点 事件：2025H1 实现营收 32.4 亿元，同比+21.6%；实现归母净利 1.83 亿元，同比+113.2%；实现核心经营利润 1.90 亿元，同比+52.3%。

单店营收持续改善，乡镇门店逐步落地。2025H1 销售予加盟商 / 其他销售渠道 / 服务收入业务分别实现营收

26.0/5.6/0.8 亿元，同比+11.0%/96.2%/8.3%。企业客户业务在低基数下有较大增长。2025H1 加盟/直营门店分别为 10386/14 家，相比 2024 年底净增加 251/净减少 1 家。加盟门店中，乡镇门店净增 270 家，城市门店净减少 19 家。我们测算 2025H1 加盟门店数量同增 7.6%，平均单店营收同增高个位数。盈利端超预期，效率释放是核心因素。2025H1 公司毛利率 22.1%，同比-1.7pct，环比 24H2+1.7pct，公司 2024H2 开始推广性价比套餐，从品类结构来看，2024H2、2025H1 套餐营收占比稳定，但 2025H1 套餐的毛利率有提升、带动毛利率环比改善。2025H1 销售/管理费率分别为 9.5%/6.4%，同比-1.7/-1.7pct，随着规模增长费用端效率优化明显。受益于费用端优化，25H1 核心经营利润率达到 5.9%，同比+1.2pct；净利率 5.9%，同比+2.7pct。净利率提升逻辑兑现，H2 关注开店落地。费用端规模效应释放，自产比例提升帮助稳定毛利率，后续净利率有向上空间。乡镇开店逻辑较顺，全国 3-4 万个乡镇容量大，供给端竞争不充分，公司乡镇模型具备吸引力。盈利预测与投资评级：公司盈利水平持续优化，经营基本面稳健，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年的营收为 72.9/83.9/95.5 亿元（此前预期为 72.9/83.8/95.5 亿元），同比+13%/15%/14%；归母净利为 4.2/5.0/5.8 亿元（此前预期为 4.0/4.7/5.6 亿元），同比+81%/19%/17%；对应 PE 为 21/18/15X。维持“买入”评级。风险提示：食品安全问题，行业竞争加剧，消费力改善不及预期。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

嘉和美康（688246）：电子病历龙头，深度拓展 AI 应用

投资要点 嘉和美康是国内最早从事医疗信息化软件研发与产业化的企业之一，国寿、阿里系参股。公司以电子病历为基础，拓展了医疗临床、运营管理、医疗数据、生命科学等业务板块。业务模式以自制软件销售和定制化开发服务为主。2024 年公司营业收入 5.92 亿元，同比下滑 15%。归母净利润由盈转亏，主要受医疗行业招投标节奏短期波动，确收周期延长影响。政策推动医院电子病历系统持续升级。IDC 预计医疗应用软件解决方案市场规模 2024 至 2029 年的年复合增长率为 11.5%，到 2029 年将达到 397.5 亿元，区域医疗市场需求快速增长。电子病历系统是医院运营的核心基础设施，电子病历信息情况是医院评审的重要评估依据。政策持续加强对医院电子病历系统考核，2025 年升级为智慧医疗分级评价，从单一病历管理向全面智慧化转型，重点新增对闭环管理、区域协同、人工智能等要求。公司市占率领先，深度拓展 AI 应用。根据 IDC，嘉和美康在中国电子病历系统市占率 2013-2024 年连续 11 年蝉联市场第一，2019-2024 年在中国医疗大数据解决方案市场中排名均为前三。公司加强扩展医联体区域信息平台，平台覆盖医联体内各级医疗机构。同时积极拓展 AI 应用，加速临床辅助决策、科研支持、AI 教学、病历自动生成、药学知识问答、病历内涵质控、手术规划推荐等智能化应用水平，日前已在北京大学第三医院等头部医院实现多个核心业务场景的落地应用，公司医疗信息化项目价值量有望持续提升。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 7.55/9.65/12.37 亿元，同比增长 28%/28%/28%，归母净利润分别为 0.42/0.81/1.29 亿元，同比增长 116%/94%/60%。我们看好嘉和美康作为电子病历龙头，有望深度受益于电子病历考评标准升级，AI 应用将持续提升项目价值量，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期，行业竞争加剧，股价波动风险，订单落地不及预期。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：张文佳）

中国儒意 (00136.HK): 2025 年上半年业绩预告点评: 扭亏为盈, 税后净利大幅提升

投资要点 事件: 中国儒意于 2025 年 7 月 30 日发布正面盈利预告。公司预计, 2025H1 收入将达 21~23 亿元人民币, 相较于 24H1 同比增长约 14%~25%; 并预计 25H1 税后综合净利润约 10~12 亿元人民币, 相较于去年同期 1.23 亿元的税后净亏损相比, 实现显著的扭亏为盈。此次收入与利润的显著增长主要归因于核心业务的稳健增长与协同效应、过往收购事项影响的消除。1) 业绩提升主要得益于集团整体业务的稳健增长以及各核心板块协同效应的持续释放。产业布局的优势正在显现, 不仅有效提升了变现效率, 也直接带来了收入和利润的增长, 体现了公司战略布局的前瞻性与持续增长潜力。2) 过往收购事项影响的消除: 此前, 因 2021 年收购 Virtual Cinema Entertainment Limited 而产生的或然应付对价的公允价值变动持续影响集团利润。随着作为收购对价的认股权证已被行权, 该公允价值变动将不再对集团利润产生影响, 为本次业绩扭亏为盈创造了有利条件。入股快钱金融, 商业版图再扩张。中国儒意于 7 月 22 日宣布, 其间接全资附属公司将以 2.4 亿元人民币现金收购快钱金融服务(上海)有限公司 30% 的股权。交易完成后, 中国儒意将成为快钱金融的单一最大股东, 快钱金融也将不再隶属于“万达系”。买方为中国儒意, 卖方为万达集团旗下的上海万达网络金融服务有限公司。交易总价 2.4 亿元, 分三期支付。此次交易对快钱金融的估值约为 8 亿元。快钱金融通过其全资子公司持有由中国人民银行颁发的首批第三方支付牌照之一, 业务范围涵盖互联网支付、移动支付和银行卡收单等, 是国内少数拥有全牌照的支付机构。由于央行多年未发放新牌照且存量牌照持续缩减, 支付全牌照的稀缺性是其核心价值所在。盈利预测与投资评级: 由于公司 25H1 税后净利润大增, 且游戏储备较为丰富, 我们将公司 2025-2026 年 Non-GAAP 归母净利润从 21/25 亿元人民币上调至 22/26 亿元, 并预计 2027 年 Non-GAAP 归母净利润为 28 亿元。当前股价对应 2025-2027 年 PE(经调整口径)分别为 21/18/16 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 政策变化风险, 市场竞争加剧风险, 消费者需求变化风险, 技术变革风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖

证券分析师: 张文雨)

九号公司 (689009): 2025 年半年报点评: 归母净利润同比+108%超市场预期, 电动两轮车延续高增趋势

投资要点 事件: 2025 年 8 月 2 日, 公司发布 2025 年半年度报告。归母净利润同比+108%超市场预期, 电动两轮车延续高增趋势。2025H1 公司实现营业收入 117.4 亿元, 同比+76.1%, 归母净利润 12.4 亿元, 同比+108.5%, 业绩超市场预期; 2025Q2 公司实现营业收入 66.2 亿元, 同比+61.5%, 实现归母净利润 7.9 亿元, 同比+70.8%。分国内外来看, 2025 上半年公司国内收入 73.2 亿元, 同比+89.5%。受益于新国标推行及以旧换新政策, 25H1 公司电动两轮车销量达 239 万辆, 同比+99%, 核心业务大幅增长; 海外收入 44.2 亿元, 同比+57.7%, 欧洲市场贡献了主要海外收入, 割草机器人与全地形车在海外销量营收增长强劲。分产品看, ①电动两轮车业务 2025H1 实现收入 68.2 亿元, 同比+101.7%, 高增趋势延续。②电动滑板车与电动平衡车 2025 上半年实现收入 21.8 亿元, 同比+37.2%。③全地形车 2025 上半年实现收入 5.4 亿元, 同比+6.2%。公司依托 Segway 品牌旗下三条产品线, 覆盖多场景复杂需求。④配件收入 2025 上半年实现收入 7.7 亿元, 同比+26.8%。盈利能力持续优化, 降本增效成绩斐然。

2025 上半年公司销售毛利率为 30.4%，同比-0.06pct，销售净利率为 10.7%，同比+1.7pct，规模效应释放盈利能力持续提升。分国内外来看，2025 上半年公司国内毛利率 25.4%，同比+0.6pct；海外毛利率 38.7%，同比+0.4pct。费用端来看，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.6%/5.5%/4.5%/-2.7%，同比-2.0/-0.1/-0.8/-1.7pct。规模效应下公司议价能力和效率提升，工厂制造费用、采购成本降低。当下主营业务电动两轮车毛利率依托品类中部分热门型号上升较快。此外，随着公司高附加值的服务机器人、全地形车业务的持续增长，我们预计公司毛利率有望进一步提升。两轮车产品&渠道共振带动业绩高增，新业务实现盈利未来可期

(1) 电动两轮车：2024 年起国内旧换新政策大幅展开，刺激电动两轮车替换需求，2025 年政策影响力持续。同时，在新国标驱动下，电动两轮车市场已进入强监管、高质量发展阶段。在行业大趋势下，品牌竞争逐渐从价格战转化为价值战，将持续推动电动两轮车产品向高端化、智能化方向发展。公司产品定位中高端，智能化水平行业领先，随着公司品牌势能的逐步扩张，门店数量和效能同时提升，有望迎来产品&渠道共振，带动业绩规模与盈利能力持续增长。

(2) 新业务：①Navimow 智能割草机器人欧洲市场开拓顺利，2024 年成为全球首个拥有 10 万家庭用户的无边界割草机器人品牌，市场领先地位明显，2025 年有望贡献业绩增量。②全地形车、E-bike 智能化融合顺利，欧美市场持续开拓下有望实现盈利。

盈利预测与投资评级：Q2 业绩再超预期，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 20.23/25.98/32.85 亿元（原值为 16.31/22.51/29.47 亿元），对应当前市值 PE 分别为 21/16/13x，维持“买入”评级。

风险提示：新品推广不及预期，海外开拓不及预期，国际贸易摩擦等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞）

仕净科技（301030）：光伏配套+制造双轮驱动，拓展多元业务板块

投资要点 积极拓展多元业务板块，降低单一业务依赖风险。从收入结构看：1）制程污染防控设备作为公司的传统核心业务，2024 年实现收入 11.15 亿元，占营业收入比重为 54.31%（上年同期：94.42%），占比显著下滑，但仍为公司的主要收入来源之一。2）末端污染治理设备 2024 年收入 2.19 亿元，较上年 1.49 亿元同比增长 47.49%，增速较快。3）公司积极拓展光伏产品新业务，2024 年在光伏产品的营业收入为 6.44 亿元，占比达到 31.35%，迅速崛起为公司营业收入的重要组成部分。

技术壁垒巩固龙头地位，新兴需求驱动订单放量。公司凭品牌、技术、成本优势巩固光伏电池制程废气治理设备龙头地位受益于新技术路线&一体化品类扩张带动公司单位价值量提升，在手订单充裕。1）制程污染防控设备领军者：深耕泛半导体领域，凭借 262 项专利（截至 2024 年，分别 60 项发明专利和 202 项实用新型专利，其中 2024 年授权的实用新型专利 25 个，授权发明专利 18 个）及 LCR 低温液态催化脱硝技术等自研关键技术，实现 95%脱硝效率及多污染物协同处理。全球光伏电池出货量前五大、光伏组件出货量前十大均为合作客户，光伏行业的制程污染防控设备市占率领先；2）订单充沛支撑业绩弹性：公司客户广泛分布于泛半导体产业、精细化工、汽车制造、钢铁冶金、水泥建材等多个行业，具备丰富的多行业领域客户资源，避免了客户行业集中度较高的风险，依托高效全面的工业污染防控技术和一体化解决方案能力，向半导体、汽车等高端制造领域延伸，对冲光伏行业波动风险。

布局先进电池片产能，强化成本优势。1）高效电池指标领先：公司在宁国建设了高效太阳能电池片及其产业配套生产基地，项目引进全球最先进自动化生产设备，产品实现

行业主流尺寸全覆盖，从 2024 年生产端数据来看，电池转换效率 $\geq 26.5\%$ ，双面率 $\geq 80\%$ 、光致衰减为“0”、优越的抗 PID 性能、功率温度系数低至 $-0.30\%/K$ ，产品指标全球领先。采用当前全球最主流的 TOPCon 技术路线，光电转换效率可提升 0.2%，可明显降低公司电池非硅制造成本。公司首个 TOPCon 电池项目，一期项目设备与工艺调试完成全线贯通后整线指标爬坡全部在控制范围内且效率、良品率、碎片率和成本均达到领先水平。2) 依托多行业经验和技术优势，一体化布局综合降本：仕净光能依托上市公司主业在废水、纯水、氨水回收、特气化学品等领域积累的经验和优势，能够有效降低电池片生产成本，节约水耗、能耗。

钢渣捕集 CO2 资源化，碳市场扩容催生蓝海。1) 创新固碳商业模式：利用钢渣等非碳原料原位捕集烟气 CO2，生成固碳胶凝材料，用于低碳水泥/混凝土生产，能够有效提升工业固废钢渣利用率、为混凝土提供优质高活性掺和料以及减少水泥及混凝土生产碳排放，兼具环保与经济性。2) 固碳需求有望加速：凭借协同主业积累的催化技术优势，固碳项目可低成本捕集烟气 CO2&处置钢渣&资源化制建筑材料，三方共赢。

盈利预测与投资评级：设备端：根据订单释放节奏，预计 2025 年配套设备订单同比修复，随下游扩张后续稳健增长，制程污染防控设备/末端污染治理设备毛利率有望修复回升。光伏电池片：随着产能爬坡收入提升，行业出清中先进产能更具优势，盈利有望逐步修复。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润 0.22/1.53/2.55 亿元，公司对应 2025-2027 年 PE 166/24/15 倍，考虑公司为光伏配套设备龙头，下游客户多元化拓展，布局先进电池片产能，随行业出清&海外拓展，有望迎经营拐点，首次覆盖，给予“增持”评级。（估值日期：2025/8/1）

风险提示：设备订单不及预期，应收账款风险，市场价格波动等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

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>