

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-28

宏观策略

2025 年 07 月 28 日

宏观点评 20250725：改革有力度，创新有突破

科创板改革的现实意义 2025 年 7 月 22 日是科创板开市 6 周年。6 年以来，科创板历经多次改革，始终不变的是以资本市场注册制改革为抓手，支持新质生产力发展。从当前科创板公司行业分布来看，科创板已经成为国内“硬科技”企业的大本营，未来，科创板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。本次科创板改革是资本市场服务新质生产力的关键突破，通过分层管理、专业机构参与和领域拓展，既能化解未盈利企业融资困境，又能引导资金精准投向硬科技。这一政策推动资本市场向“长期价值”转型，引导资本流向新质生产力领域，为投资者提供分享科技红利的窗口。各企业也将在政策的指引下继续加大研发投入，借助政策红利通过科创板将赋能“硬科技”企业成长。通过资本市场“耐心资本”的长线布局，为前沿科技企业提供长周期的研发支持，帮助更多的创新企业孵化新技术，加速企业技术转化，为中国经济向高科技、高质量发展转型提供支点。风险提示：政策落实存在时滞，科技研发进展突破效率不及预期，地缘政治风险

晨会编辑 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250723：从国际到本土：物价低迷应对策略及中国趋势分析—低利率时代系列（七）

“通缩”是货币供应量持续下降、物价持续下行且经济衰退的现象，表现为价格普遍且持续环比下行、货币信贷收缩、经济衰退。其与正常价格波动的显著区别是会自我强化，形成费雪的“债务-通缩”循环。产能过剩或需求不足导致的供需关系失衡及名义货币供给或货币流通速度的持续下降是通缩的主要成因。1999 年 9 月至 2003 年 9 月，日本因货币供应量增长速度下降叠加泡沫破裂导致需求减少引发通缩，政府采取大规模财政扩张政策，尤其是大幅增加公共事业费支出；2009 年 2 月至 2013 年 5 月，受美国经济危机溢出效应等影响引发通缩，引入通货膨胀目标制度，提出 2% 的“物价稳定目标”，实行量化宽松货币政策，大规模购买政府债券以降低实际利率。2008 年金融危机期间，美国因房地产泡沫破碎导致社会需求降低和货币流通速度放缓引发通缩，采取宽松的货币政策，如多次降低利率至接近零，执行量化宽松政策和财政政策如大幅退税、减债及资助濒临破产公司等。2025 年以来，我国通胀整体维持低位运行，CPI 同比略有下降，1-6 月平均-0.07%；PPI 同比持续走弱，1-6 月间始终维持在负值区间，平均-2.77%。CPI 受食品和交通通信拖累，整体维持低位。食品持续显著负拉动，1-6 月平均-0.24 个百分点，系生猪产能恢复、蔬菜产量增长及基数效应；交通通信持续深度负增长，1-6 月平均-0.33 个百分点，系全球原油供需宽松、车企价格战及通信资费改革；居住、衣着、医疗等分项温和正贡献，但拉动有限。生产资料 PPI 低迷，受房地产和基建投资低迷及国际价格走低影响，采掘工业跌幅最深且持

续扩大，原材料工业和加工工业也呈下跌态势；生活资料 PPI 跌幅较稳定，受居民收入预期偏弱及行业价格战影响，耐用消费品跌幅最深；政策刺激传导受阻，PPI 难以回升。CPI 结构上，食品烟酒（28.31%）、居住（24.03%）、能源相关（12.46%）等高权重板块价格下行，对 CPI 形成核心压制；PPI 结构上，能源和原材料行业价格大幅下跌，拖累整体 PPI；部分中下游行业和高技术产业价格有一定抗跌性，但未能抵消上游下跌影响。我们建立通胀预测模型对 CPI 与 PPI 进行长期预测，预计 2025 下半年 CPI 或温和回升，PPI 仍维持相对低位但降幅收窄。

行业

推荐个股及其他点评

瑞芯微（603893）：AIoT SoC 芯片领军者，拥抱端侧 AI 新机遇

瑞芯微是国内 AIoT SoC 芯片领域的领军企业。公司依托二十余年集成电路设计经验，围绕大音频、大视频、大感知、大软件持续创新，构建了覆盖高端旗舰、机器视觉、音频专用等全场景处理器矩阵，深度赋能智能座舱、机器视觉、工业控制等近百条产品线，并协同比亚迪、科沃斯等头部客户推动各行业智能化升级。受益于 AIoT 需求强劲复苏，2024 年营收创新高，净利润达 5.95 亿元，智能应用处理器芯片是核心增长引擎。公司业务从复读机芯片起步，2014 年后战略转型布局智能物联市场。公司通过“榕树战略”持续迭代自研 IP，其 NPU 支持 3B 参数级端侧模型部署，视频处理 IP 实现多维度突破。同步深化“阴阳互补”生态，主 SoC 芯片（阳片）与电源管理、无线连接等周边芯片（阴片）协同，形成覆盖工业、汽车电子、消费电子等百行百业的完整解决方案。汽车电子领域公司聚焦智能座舱、车载音频、仪表中控及车载视觉四大产品线协同布局。智能座舱市场规模高速扩张，技术向先进制程和 AI 化演进，瑞芯微 RK3588M 芯片已量产多款车型，服务广汽、上汽等主流车企。车载音频市场智能化加速，国产化潜力较大，公司 RK2118M 等方案获超 20 个定点项目。车载视觉市场达千亿规模，单车摄像头量达 4.4 颗，RV 系列芯片提供高性能 AI 视觉方案。瑞芯微通过多产品线推进国产智能化方案落地，深化与车企合作。中国机器人产业高速发展，公司布局极具前瞻性。公司构建了覆盖主控、视觉、音频三大方向的完整芯片方案。旗舰主控芯片 RK3588 和 RK3576 提供高算力低功耗，分别支持工业服务机器人实时决策和割草机器人视觉识别。视觉芯片 RV1126K 具备宽温特性与 AI 感知，用于电力巡检等场景，RV1109 则专为扫地机避障导航优化。音频芯片 RK2118 和 RK3308 提升语音交互体验。公司与科沃斯等企业深度合作，其芯片方案广泛应用于工业自动化、消费服务及特种机器人，支撑多场景智能化升级。

中科蓝讯（688332）：端侧赋能可穿戴 SoC，跨领域拓展新蓝海

国内音频 SoC 龙头厂商，下游客户广泛。中科蓝讯专注于无线音频 SoC 芯片的研发、设计与销售，形成涵盖蓝牙耳机芯片、蓝牙音箱芯片、智能穿戴芯片等八大产品线，广泛应用于 TWS 耳机、智能可穿戴设备等无线互联终端，客户包括小米、TCL 等知名品牌。公司持续加大研发投入、优化库存周转，未来将围绕“AI 赋能、技术领先”战略拓展 Wi-Fi 和视频芯片领域，向十大产品线迈进。TWS 市场复苏，公司持续深耕。TWS 白牌市场正处于新兴需求与海外市场共同驱动的复苏阶段。2016 年

AirPods 开启 TWS 时代，行业曾迅猛扩张，后因消费电子需求放缓及市场高渗透率增长趋缓。但办公、游戏等场景新需求，加上印度、非洲等新兴地区因消费水平提升与价格下探，推动市场复苏。技术上，蓝牙技术改进让白牌 TWS 音质接近有线耳机，契合价格敏感消费者；新兴市场智能手机渗透加速，为高性价比白牌 TWS 带来增长动力。企业通过与小米等品牌合作筑基，优化降噪算法、研发音效技术，以技术创新破局，提升产品认可度。全球蓝牙音箱市场稳定增长，公司竞争力不断提升。全球市场中，蓝牙音频传输设备出货量及便携式音箱市场规模稳步增长，市场集中度高，中国在全球市场中占据领先地位。公司在芯片量产方面成果显著，讯龙三代 BT896X 系列芯片应用于多款智能设备，具备高品质音频体验和 AI 语音交互等功能，推出的 LE Audio 方案及相关技术可满足中高阶音箱市场需求，与多个品牌合作推出的产品获得行业认可。多维度深耕新兴领域，构建技术与市场双驱动格局。智能穿戴领域，全球可穿戴腕带设备市场稳步增长，中国及新兴市场需求强劲，公司完成智能穿戴方案全产品布局，高低阶芯片系列满足不同客户需求；无线麦克风市场应用场景广泛且全球销售额持续增长，品牌竞争激烈且低价产品占比高，公司推出多系列芯片适配不同需求，其无线麦克风方案成行业领先；其他领域，中国 AIoT SoC 芯片市场规模持续扩大，公司形成八大产品线架构并推出 Wi-Fi 和视频产品线，在 AI 玩具领域打造“芯片+算法+内容”一体化方案，与百度智能云、火山引擎合作引入大模型，AI 眼镜作为下一代个人终端，公司芯片应用于多款智能眼镜支持多种功能，未来持续布局 AI 端侧领域。

宏观策略

宏观点评 20250725：改革有力度，创新有突破

2024 年以来，科创板改革的成效显著 “硬科技” 定位强化：科创板创立初期，监管层发布的第五套上市标准已经允许境内资本市场未盈利企业发行上市，至“科八条”时期，明确提出支持具有关键核心技术、市场潜力大、科创属性突出的未盈利企业上市，科创板在硬科技企业支持方面的包容性进一步提升。 并购重组活力增强：2025 年开年以来，并购活跃度持续攀升，科创板新增披露 73 单交易均已完成，重大交易单数 13 起，接近 2019 年至 2023 年五年单数总和。2025 年新规实施后，还出现了首单定向可转债重组、为盈利标的收购等一批创新案例，资产对价支付方式的包容程度进一步提升。 研发投入增大与成果转化加速：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。 市场生态持续优化：428 家科创板公司累计推出股权激励计划，板块覆盖率达 73%，分红力度与频次显著提升。在科创板配套规则的指引下，科创板公司的股权激励、分红、回购形成良性循环，构建研发投入-盈利增长-分红提升-回购股份的正反馈机制，为科技企业构建健康的资本市场生态。 本次科创板改革的突破与创新 重启未盈利企业上市，科创企业包容性提升：根据产业特点推广、实施第五套标准的做法，全面扩大到其他科技产业，半导体、商业航天等领域企业将获得境内上市通道，避免被迫出海融资，为硬科技企业进一步拓宽融资渠道，也为资本市场留住境内优质企业打开空间。 预先审阅提升审核效率，保护企业核心技术：本土市场具备与境外成熟市场同等的制度包容性时，优质科技企业无需借助海外“秘密递交”机制，即可在本土获得适配的上市服务。这一制度创新持续优化着科技与资本的对接效率，为关键核心技术攻关注入市场化动能，让技术安全与上市效率不再是企业面临的“单选题”，推动中国科技企业的资本化路径迈向更具包容性的新阶段。 资深专业机构投资者提升资源配置效率：资深专业投资者具备对研发管线、技术壁垒的深度研判能力，可减少信息不对称，一方面可避免市场因短期盈利缺失导致的低估问题，构建技术估值新生态，另一方面，专业投资者的定价锚定效应可以降低发行估值泡沫或破发风险，提高资本市场的定价效率。资深专业机构投资者通常具有长期投资的倾向，引导市场形成价值投资氛围，推动 A 股市场投资者结构向更成熟、理性的方向发展。 科创板改革的现实意义 2025 年 7 月 22 日是科创板开市 6 周年。6 年以来，科创板历经多次改革，始终不变的是以资本市场注册制改革为抓手，支持新质生产力发展。从当前科创板公司行业分布来看，科创板已经成为国内“硬科技”企业的大本营，未来，科创板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。 本次科创板改革是资本市场服务新质生产力的关键突破，通过分层管理、专业机构参与和领域拓展，既能化解未盈利企业融资困境，又能引导资金精准投向硬科技。这一政策推动资本市场向“长期价值”转型，引导资本流向新质生产力领域，为投资者提供分享科技红利的窗口。各企业也将在政策的指引下继续加大研发投入，借助政策红利通过科创板将赋能“硬科技”企业成长。通过资本市场“耐心资本”的长线布局，为

前沿科技企业提供长周期的研发支持，帮助更多的创新企业孵化新技术，加速企业技术转化，为中国经济向高科技、高质量发展转型提供支点。风险提示：政策落实存在时滞，科技研发进展突破效率不及预期，地缘政治风险

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

固收金工

固收深度报告 20250723：从国际到本土：物价低迷应对策略及中国趋势分析——低利率时代系列（七）

事件 2025 年上半年，我国 CPI 当月同比均值为-0.1%，PPI 当月同比均值为-2.8%，分别较 2024 年下行 0.3 和 0.6 个百分点。在央行货币政策委员会 2025 年第二季度例会中，也提出“我国经济仍面临国内需求不足、物价持续低位运行、风险隐患较多等困难和挑战”。虽然当前我国并未陷入“通缩”的困境，但在低利率和低物价的时代，分析海外经济体应对“通缩”时的应对举措仍然有其意义和价值，我们将从“通缩”的表现形式和成因展开，并结合实际案例对 2025 年下半年的物价形势进行展望。观点 “通缩”的表现形式及成因：“通缩”是货币供应量持续下降、物价持续下行且经济衰退的现象，表现为价格普遍且持续环比下行、货币信贷收缩、经济衰退。其与正常价格波动的显著区别是会自我强化，形成费雪的“债务-通缩”循环。产能过剩或需求不足导致的供需关系失衡及名义货币供给或货币流通速度的持续下降是通缩的主要成因。海外国家陷入“通缩”困境时如何应对：1) 日本：1999 年 9 月至 2003 年 9 月，因货币供应量增长速度下降叠加泡沫破裂导致需求减少引发通缩，政府采取大规模财政扩张政策，尤其是大幅增加公共事业费支出；2009 年 2 月至 2013 年 5 月，受美国经济危机溢出效应等影响引发通缩，引入通货膨胀目标制度，提出 2% 的“物价稳定目标”，实行量化宽松货币政策，大规模购买政府债券以降低实际利率。2) 美国：2008 年金融危机期间，因房地产泡沫破碎导致社会需求降低和货币流通速度放缓引发通缩，采取宽松的货币政策，如多次降低利率至接近零，执行量化宽松政策和财政政策如大幅退税、减债及资助濒临破产公司等。2025 年下半年中国物价展望：2025 年上半年物价特征：2025 年以来，我国通胀整体维持低位运行，CPI 同比略有下降，1-6 月平均-0.07%；PPI 同比持续走弱，1-6 月间始终维持在负值区间，平均-2.77%。1) CPI 表现：受食品和交通通信拖累，整体维持低位。食品持续显著负拉动，1-6 月平均-0.24 个百分点，系生猪产能恢复、蔬菜产量增长及基数效应；交通通信持续深度负增长，1-6 月平均-0.33 个百分点，系全球原油供需宽松、车企价格战及通信资费改革；居住、衣着、医疗等分项温和正贡献，但拉动有限。2) PPI 表现：生产资料 PPI 低迷，受房地产和基建投资低迷及国际价格走低影响，采掘工业跌幅最深且持续扩大，原材料工业和加工工业也呈下跌态势；生活资料 PPI 跌幅较稳定，受居民收入预期偏弱及行业价格战影响，耐用消费品跌幅最深；政策刺激传导受阻，PPI 难以回升。CPI 和 PPI 结构分析：1) CPI 结构：食品烟酒（28.31%）、居住（24.03%）、能源相关（12.46%）等高权重板块价格下行，对 CPI 形成核心压制；服务消费复苏不均衡，生活用品及服务权重较低且价格承压，政策效果更多体现在销量而非价格。2) PPI 结构：生产资料占比约 75.34%，价格波动对 PPI 影响显著；生活资料占比约 24.66%；能源和原材料行业价格大幅下跌，拖累整体 PPI；部分中下游行业和高技术产业价格有一定抗跌性，但未能抵消上游下

跌影响。PPI 向 CPI 传导存在结构性障碍，效果减弱。 2025 年下半年通胀展望：我们建立通胀预测模型对 CPI 与 PPI 进行长期预测，预计 2025 年下半年 CPI 或温和回升，PPI 仍维持相对低位但降幅收窄。风险提示：经济复苏不及预期风险、政策传导效果滞后风险、大宗商品价格超预期波动风险、模型假设偏离实际风险、外部经济环境恶化风险、产能过剩化解进度滞后风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳）

行业

推荐个股及其他点评

瑞芯微（603893）：AIoT SoC 芯片领军者，拥抱端侧 AI 新机遇

投资要点 瑞芯微是国内 AIoT SoC 芯片领域的领军企业。公司依托二十余年集成电路设计经验，围绕大音频、大视频、大感知、大软件持续创新，构建了覆盖高端旗舰、机器视觉、音频专用等全场景处理器矩阵，深度赋能智能座舱、机器视觉、工业控制等近百条产品线，并协同比亚迪、科沃斯等头部客户推动各行业智能化升级。受益于 AIoT 需求强劲复苏，2024 年营收创新高，净利润达 5.95 亿元，智能应用处理器芯片是核心增长引擎。公司业务从复读机芯片起步，2014 年后战略转型布局智能物联市场。公司通过“榕树战略”持续迭代自研 IP，其 NPU 支持 3B 参数级端侧模型部署，视频处理 IP 实现多维度突破。同步深化“阴阳互辅”生态，主 SoC 芯片（阳片）与电源管理、无线连接等周边芯片（阴片）协同，形成覆盖工业、汽车电子、消费电子等百行百业的完整解决方案。汽车电子领域公司聚焦智能座舱、车载音频、仪表中控及车载视觉四大产品线协同布局。智能座舱市场规模高速扩张，技术向先进制程和 AI 化演进，瑞芯微 RK3588M 芯片已量产多款车，服务广汽、上汽等主流车企。车载音频市场智能化加速，国产化潜力较大，公司 RK2118M 等方案获超 20 个定点项目。车载视觉市场达千亿规模，单车摄像头量达 4.4 颗，RV 系列芯片提供高性能 AI 视觉方案。瑞芯微通过多产品线推进国产智能化方案落地，深化与车企合作。中国机器人产业高速发展，公司布局极具前瞻性。公司构建了覆盖主控、视觉、音频三大方向的完整芯片方案。旗舰主控芯片 RK3588 和 RK3576 提供高算力低功耗，分别支持工业服务机器人实时决策和割草机器人视觉识别。视觉芯片 RV1126K 具备宽温特性与 AI 感知，用于电力巡检等场景，RV1109 则专为扫地机避障导航优化。音频芯片 RK2118 和 RK3308 提升语音交互体验。公司与科沃斯等企业深度合作，其芯片方案广泛应用于工业自动化、消费服务及特种机器人，支撑多场景智能化升级。

盈利预测与投资评级：我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 43.80/55.14/68.71 亿元，归母净利润为 10.6/14.3/18.5 亿元，对应当前 P/E 倍数为 63/47/36 倍，当前股价及市值对应可比公司平均 P/E 为 67/49/38 倍。考虑到公司作为国内 SoC 行业领军企业所具备的竞争优势，旗舰芯片 RK3588 领衔的多条 AIoT 产品线在下游市场占有率正稳步攀升，我们看好公司凭借高算力芯片的卓越性能，在汽车电子、机器人、机器视觉等新兴智能应用领域抢占市场先机、开拓崭新增长点的战略布局。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险，核心人才流失风险，供应链稳定性风险，下游需求持续性风险。

(证券分析师: 陈海进 研究助理: 李雅文)

中科蓝讯 (688332): 端侧赋能可穿戴 SoC, 跨领域拓展新蓝海

投资要点 国内音频 SoC 龙头厂商, 下游客户广泛。中科蓝讯专注于无线音频 SoC 芯片的研发、设计与销售, 形成涵盖蓝牙耳机芯片、蓝牙音箱芯片、智能穿戴芯片等八大产品线, 广泛应用于 TWS 耳机、智能可穿戴设备等无线互联终端, 客户包括小米、TCL 等知名品牌。公司持续加大研发投入、优化库存周转, 未来将围绕 “AI 赋能、技术领先” 战略拓展 Wi-Fi 和视频芯片领域, 向十大产品线迈进。TWS 市场复苏, 公司持续深耕。TWS 白牌市场正处于新兴需求与海外市场共同驱动的复苏阶段。2016 年 AirPods 开启 TWS 时代, 行业曾迅猛扩张, 后因消费电子需求放缓及市场高渗透率增长趋缓。但办公、游戏等场景新需求, 加上印度、非洲等新兴地区因消费水平提升与价格下探, 推动市场复苏。技术上, 蓝牙技术改进让白牌 TWS 音质接近有线耳机, 契合价格敏感消费者; 新兴市场智能手机渗透加速, 为高性价比白牌 TWS 带来增长动力。企业通过与小米等品牌合作筑基, 优化降噪算法、研发音效技术, 以技术创新破局, 提升产品认可度。

全球蓝牙音箱市场稳定增长, 公司竞争力不断提升。全球市场中, 蓝牙音频传输设备出货量及便携式音箱市场规模稳步增长, 市场集中度高, 中国在全球市场中占据领先地位。公司在芯片量产方面成果显著, 讯龙三代 BT896X 系列芯片应用于多款智能设备, 具备高品质音频体验和 AI 语音交互等功能, 推出的 LEAudio 方案及相关技术可满足中高阶音箱市场需求, 与多个品牌合作推出的产品获得行业认可。

多维度深耕新兴领域, 构建技术与市场双驱动格局。智能穿戴领域, 全球可穿戴腕带设备市场稳步增长, 中国及新兴市场需求强劲, 公司完成智能穿戴方案全产品布局, 高低阶芯片系列满足不同客户需求; 无线麦克风市场应用场景广泛且全球销售额持续增长, 品牌竞争激烈且低价产品占比高, 公司推出多系列芯片适配不同需求, 其无线麦克风方案成行业领先; 其他领域, 中国 AIoT SoC 芯片市场规模持续扩大, 公司形成八大产品线架构并推出 Wi-Fi 和视频产品线, 在 AI 玩具领域打造 “芯片+算法+内容” 一体化方案, 与百度智能云、火山引擎合作引入大模型, AI 眼镜作为下一代个人终端, 公司芯片应用于多款智能眼镜支持多种功能, 未来持续布局 AI 端侧领域。

盈利预测与投资评级: 我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 23.34/28.61/34.32 亿元, 归母净利润分别为 3.9/4.9/6.0 亿元, 对应当前 P/E 倍数为 31/25/20 倍。可比公司 2025-2027 年平均 P/E 估值达 53/39/29 倍, 公司估值低于行业均值。考虑到公司在技术积累和客户资源等方面具备显著优势, 叠加产品多矩阵布局带来的业绩弹性。首次覆盖, 给予 “买入” 评级。

风险提示: 终端市场发展不及预期的风险, 技术迭代风险, 宏观环境风险

(证券分析师: 陈海进 研究助理: 李雅文)

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>