

2025 年 6 月 9 日 星期一

分析师推荐

【东兴煤炭】煤炭行业 2025 年中期投资策略：高股息与多频次高分红兼备，煤炭防御性红利价值凸显（20250609）

2025 年以来，国内经济缓慢修复，煤炭板块跌幅明显。2025 年初至 6 月 3 日，煤炭板块累计跌幅 11.98%。沪深 300 指数累计跌幅 2.11%，煤炭跑输沪深 300 指数 9.87 个百分点。

基本面展望：动力煤供强需弱，政策加码叠加煤炭两协会发布倡议书，煤价仍将反弹修复。2025 年 1-5 月煤炭价格持续下跌。暖冬影响居民用电表现较差，同时受到风光发电出力，火电需求同比走弱，供给受到山西增产+新疆持续贡献增量，供强需弱导致煤价持续下跌。长协煤政策颁布稳定动力煤价，煤炭协会出台倡议以来，长协价稳定，及时应对市场价的下滑。长协煤政策仍然是煤价的稳定器。2025 年 2 月 28 日，中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会发布倡议书，面对煤炭市场价格快速下滑，倡议书从“严格执行电煤合同严格兑现”等五个维度对煤炭行业发展提出倡议，有助于减少煤价非理性波动。2025 年 3 月起长协价高于市场价，长协政策有助于稳定煤炭价格。受暖冬和清洁能源挤压，火电超预期下滑，随着电煤和非电煤需求的叠加释放，将带动煤炭价格的触底反弹。2025 一季度，主要受暖冬用电需求偏弱影响，六大发电集团电力用煤量 6917.25 万吨，同比下降 1.76%，环比下降 8.36%。清洁能源挤压是火电超预期下滑的核心原因，2025Q1 动力煤用煤量和销量同比环比均降。伴随夏天旺季到来，电煤和非电煤需求的叠加释放，将带动煤炭价格的触底反弹。进口方面：受内贸煤与进口煤价格倒挂影响，关税恢复明确政策导向，2025 年进口或难有增量。进口煤是调控国内煤价的重要手段，主要目的是实现“煤和电两个产业的盈利平衡”。2024 年 1 月 1 日起，中国恢复煤炭进口关税，2025 年 2 月 28 日中国煤炭工业协会与中国煤炭运销协会发出煤炭行业倡议书，强调要严格控制低卡劣质煤炭进口和使用，维护煤炭进口秩序，促进市场供需平衡，2025 年及以后有望贯彻政策的真实导向，中国进口煤或难有增量。动力煤具备反弹基础，动力煤属于政策煤种，我们判断价格仍将反弹修复。主要原因包括：一是较低煤价将使地方财政压力加大，有望促成自上而下减产；较低煤价将使煤企亏现金而自发减产；二是电厂受限于“煤电价格联动机制”，在一定程度上保煤价即是保电价。预计 2025 年煤炭价格仍将维持窄幅度、季节性波动，震荡走弱，且长协价格支撑性仍将偏强。

估值展望：估值有所上升但仍处于低位，叠加市值考核推进，核心价值有望提升。随着经济转型和政策加持，行业的决策模式，从依靠资本开支拉动净利润增长的决策模式，开始转向看重投入产出的投资回报率。资本市场的定

本期编辑

分析师：程诗月

010-66555458

执业证书编号：

chengsy_yjs@dxzq.net.cn

S1480519050006

东兴证券研究所金股推荐

证券代码	证券简称
000881.SZ	中广核技
000975.SZ	山金国际
002891.SZ	中宠股份
003000.SZ	劲仔食品
09992.HK	泡泡玛特
600426.SH	华鲁恒升
603565.SH	中谷物流
688095.SH	福昕软件
688531.SH	日联科技

数据来源：《六月金股汇》2025 年 05 月 28 日，东兴证券研究所

价机制，将从单纯以净利润单一指标，转向更加看重股东回报的自由现金流，进而周期股的重估。煤炭板块的估值虽然有所上升，当前煤炭板块 PE 仍然处于较低水平。2025 年 6 月 3 日，当前煤炭板块 PE 为 11.26 倍，相较于历史低位（8.35 倍）有所上涨，但小于中位数 13.10 倍，仍然处于较低水平。当前煤炭板块 PB 有所上升，仍处于较低水平。2025 年 6 月 3 日，煤炭板块市净率 PB（MRQ）为 1.32 倍，小于中位数 1.65 倍，仍处于较低水平。自 2024 年 9 月为进一步引导上市公司关注自身投资价值，切实提升投资者回报，中国证监会就《上市公司监管指引第 10 号-市值管理（征求意见稿）》公开征求意见并于 11 月完成修订正式印发。2024 年 4 月国务院发布“新国九条”提出强化上市公司现金分红监管。在煤炭行业持续盈利的背景下，提高分红比例已成为行业普遍共识，同时煤炭行业作为国资重地，随着市值管理考核在央企及地方国企间陆续推进，结合国务院国资委提出的“一利五率”且重视 ROE 的考核方向，高分红有助于提升 ROE，煤炭上市公司分红水平有望持续提升，核心资产价值有望提升。

投资建议：考虑到关税政策或对中国出口及国内经济造成影响，利率下行，市场调整的多重挑战下，多频次高分红和高股息标的，适合充当投资收益的坚实底盘。2024 年 9 月政治局会议开启经济支持新篇章，当前稳经济的政策已经在持续出台，国内政策推动中长期资金入市，红利资产资金池有望持续扩容。2025 年 1 月 22 日六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》主要举措包括推动商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金投资、企（职）业年金等股票类资产投资比例提升；推动以上资金全面实行三年以上的长周期考核；优化资本市场投资生态。引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策。我们认为政策持续的推动下，有望增加保险、社保等长线资金入市的规模，同时完善长期考核机制，使得资金从追求短期收益转变为注重长期价值创造，而红利资产作为稳定低风险稳定分红回报的资产，有望继续得到长线资金的青睐，红利资产的资金池有望持续扩容，继续利好红利的投资策略。

考虑到关税政策或对中国出口及国内经济造成影响，利率下行，市场调整的多重挑战下，煤炭作为稳态高股息（竞争格局稳定、增速低、现金流稳定、高分红）的代表，拟增加分红频次，且煤炭等红利板块且国资背景风险小，仍适合充当投资收益的坚实底盘，尤其值得重点配置。

2025 年中期配置建议遵循以下思路：（1）行业龙头煤企凭借高比例长协销售、吨煤成本管控、公司治理水平等优势，展现出区别于传统周期行业的平稳，积极发挥“压舱石”作用。长久期盈利稳定性与盈利可预见性的优质龙头受益标的：中国神华、陕西煤业；（2）煤电联营一体化受益标的：电投能源、新集能源；（3）成长性突出：广汇能源、华阳股份、兖矿能源、淮北矿业。

风险提示：宏观经济复苏程度不及预期，行业面临有效需求不足，政策对煤

炭供给影响不及预期、煤价波动不及预期的风险。

(分析师: 莫文娟 执业编码: S1480524070001 电话: 010-66555574)

**【东兴银行】银行: 业绩压力临近拐点, 盈利释放能力强的区域行更优——
2025 年银行业中期策略 20250605 (20250606)**

行情回顾: 稳健防御逻辑下, 板块走出相对收益。年初至 6 月 4 日, 银行板块累计涨幅 11.5 个百分点, 跑赢上证指数 10.7 个百分点, 兼具绝对收益和相对收益, 尤其是 1 月份到二月初、3 月中旬至 5 月初, 相对收益较显著。(1) 1 月份到二月初, 主要背景是人民币对美汇率贬值压力、中美利差扩大制约国内货币政策空间, 市场对经济预期较悲观; 在风险偏好较低资金追求确定性的逻辑下, 银行股高股息价值受青睐; (2) 3 月中旬至 5 月初主要背景是上市公司年报和一季报自 3 月中旬陆续披露, 银行板块业绩相对稳定性强; 此外, 4.2 美国“对等关税”加剧外部环境不确定性, 银行股防御价值更凸显。分板块来看, 3 月以来, 中小银行累计涨幅表现更好, 主要是补涨以及高股息扩散逻辑驱动。中小银行股息率并不低且估值历史地位, 安全边际高。国有大行有绝对收益、相对收益有限, 主要是股息率相较十年期国债仍有吸引力但估值达到近 5 年较高水平。

基本面回顾: 量质平稳, 息差收窄, 非息承压。25Q1 末, 上市银行生息资产同比+7.5%, 环比 24 年末提高 0.3pct。其中, 贷款、金融投资较 24A 分别持平、+1.1pct。城商行贷款增速领先 (yoy +12.9%、较 24 年末 +0.9pct); 农商行、股份行、国有行增速较为平稳。测算上市银行 25Q1 净息差(期初期末口径)为 1.37%, 同比收窄 13bp、降幅小于上年同期。其中, 受贷款重定价、存量房贷利率下调等影响, 生息资产收益率降幅仍较大; 但负债成本加速改善形成一定对冲。中收降幅继续收窄, 受 25Q1 债市调整影响其他非息增长承压。资产质量总体保持稳健, 拨备反哺力度有所减弱。25Q1 上市银行不良率、关注率环比下降, 24 年不良贷款生成率总体稳定, 资产质量压力总体稳健; 其中, 零售贷款不良生成压力相对更大。拨备方面, 25Q1 上市银行拨备覆盖率、拨贷比环比-2pct、4bp 至 238%、2.94%。

行业展望: 政策呵护息差, 业绩有望筑底。2025 年银行基本面仍然承压, 但临近拐点。预计净息差收窄幅度减小、规模保持平稳增长、其他非息收入压力加大; 资产质量平稳, 拨备仍有反哺空间。预计 2025 年上市银行营收和归母净利润同比增速在-1%、0%左右。从主要驱动因素来看: (1) 规模: 当前信贷需求未见明显修复, 在逆周期政策持续发力下, 预计 2025 年信贷增量基本同比持平, 信贷增速小幅放缓; 债券投资增速维持高位支撑平稳扩表。(2) 政策呵护息差力度在加大。当前制约货币政策宽松的因素主要是商业银行净息差过低影响信贷可持续投放能力, 预计央行将继续降准降息以缓解银行负债成本压力。5 月央行已实施降息降准, 后续二次降准降息概率仍大。

对比资产负债两端利率因素、结构因素，2025年净息差降幅有望收窄，主要是存量按揭贷款一次性调降因素消退、十年期国债收益率走平、存款挂牌利率加快调降。3) 非息：中收低基数叠加资本市场回暖，预计中收降幅收窄、同比增速有望转正。其他非息：债市由去年牛市转为震荡市，在去年高基数下，同比增长压力较大，全年预计负增长、拖累营收。综合量、价、非息，预计全年营收增速在-1%左右。(4) 资产质量：随着政策持续落地稳增长、提振内需，银行地产、城投产业链不良生成预期逐步好转，资产质量指标有望保持平稳。当前拨备覆盖率仍处于较高水平，拨备反哺利润有空间。拨备安全垫更厚实的银行反哺空间相对更大。资产质量稳定下，预计行业净利润增速将保持相对稳定。

投资建议：基本面+资金面推动板块配置价值增强。基本面：展望2025全年，银行基本面仍然承压，但具备一定韧性。其中净息差收窄压力、手续费净收入减少的压力相对减轻，其他非息收入压力加大；资产质量预计较为平稳，拨备仍有反哺空间，但会带来拨备覆盖率的下降。预计2025年上市银行营收和归母净利润同比增速在-1%、0%左右。资金面①：资产荒加剧+政策引导，险资配置确定性增强。资金面②：主动基金明显低配银行，公募新规下有望向基准靠拢。建议关注：(1) 锚定主动权益增量资金，关注重点指数权重股：招行、兴业、工行、交行；(2) 以保险资金为代表的中长期资金入市、指数化投资支撑银行板块绝对收益表现，高股息选股逻辑仍可延续。(3) 中小银行资本补充的角度，释放盈利促转股逻辑继续受认可。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

(分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013)

重要公司资讯

- 1. 蓝色光标：**蓝色光标公告，为推进公司“发展全球化”战略，打造国际化资本运作平台，董事会同意公司发行境外上市股份(H股)并申请在香港联交所主板挂牌上市。公司将在股东会决议有效期内择机完成本次发行上市。(资料来源：同花顺)
- 2. 龙佰集团：**龙佰集团公告，公司拟以5亿元至10亿元资金回购股份，回购价格上限为人民币24.82元/股，回购股份用于实施股权激励或员工持股计划。按回购价格上限测算，预计回购股份数量为2014.5万股至4029.01万股，占公司总股本的0.84%至1.69%。回购期限为董事会审议通过之日起12个月内，资金来源为自有资金及回购专项贷款。公司董事、监事、高级管理人员、控股股东、实际控制人及其一致行动人暂无明确的在回购期间的股份增减持计划。(资料来源：同花顺)
- 3. 三佳科技：**三佳科技公告，公司拟以支付现金的方式收购安徽十月新兴

成长股权投资合伙企业(有限合伙)、芜湖恒晟二号股权投资合伙企业(有限合伙)等合计持有的安徽众合半导体科技有限公司 51%股权,交易对价为 1.21 亿元。经评估,众合半导体股东全部权益价值评估值为 2.38 亿元,增值率为 181.27%。业绩承诺方承诺众合半导体 2025 年度、2026 年度、2027 年度实现的净利润分别不低于 1150 万元、2000 万元、2850 万元。本次交易不构成关联交易,亦不构成重大资产重组,需提交股东大会审议。(资料来源:同花顺)

4. 万科 A: 万科 A 公告,公司第一大股东深圳市地铁集团有限公司拟向公司提供不超过 30 亿元借款,用于偿还公司在公开市场发行的债券本金与利息,以及经深铁集团同意的指定借款利息。借款期限不超过 36 个月,借款利率为每笔借款提款日前一工作日全国银行间同业拆借中心公布的 1 年期贷款市场报价利率(LPR)减 66 个基点。本次交易已获得深圳证券交易所同意豁免提交公司股东大会审议。(资料来源:同花顺)

5. 宏辉果蔬: 宏辉果蔬公告,因控股股东、实际控制人黄俊辉先生正在筹划公司股份协议转让事宜,可能导致公司控制权变更,公司股票及可转换公司债券将于 2025 年 6 月 9 日起停牌,预计停牌时间不超过 2 个交易日。停牌期间,公司将根据事项进展及时履行信息披露义务,待事项确定后发布相关公告并申请复牌。(资料来源:同花顺)

经济要闻

1. 海关总署: 海关总署 6 月 9 日发布数据显示,2025 年前 5 个月,我国货物贸易进出口总值 17.94 万亿元人民币,同比增长 2.5%。其中,出口 10.67 万亿元,增长 7.2%;进口 7.27 万亿元,下降 3.8%。5 月份,我国货物贸易进出口总值 3.81 万亿元,增长 2.7%。其中,出口 2.28 万亿元,增长 6.3%;进口 1.53 万亿元,下降 2.1%。(资料来源:同花顺)

2. 统计局: 中国国家统计局 9 日公布,5 月份,中国居民消费价格指数(CPI)环比下降 0.2%,同比下降 0.1%。当月,扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.6%,涨幅比上月扩大 0.1 个百分点。国家统计局城市司首席统计师董蒨娟表示,5 月份 CPI 环比由涨转降主要受能源价格下降影响。能源价格环比下降 1.7%,影响 CPI 环比下降约 0.13 个百分点,占 CPI 总降幅近七成。当月,食品价格环比下降 0.2%,降幅小于季节性水平 1.1 个百分点,影响 CPI 环比下降约 0.04 个百分点。消费需求持续回暖,叠加假日和各地开展文体娱乐活动等因素影响,宾馆住宿和旅游价格环比分别上涨 4.6%和 0.8%,均高于季节性水平,其中宾馆住宿价格涨幅创近十年同期新高。(资料来源:同花顺)

3. 工信部、民政部: 工业和信息化部办公厅、民政部办公厅发布关于开展智能养老服务机器人结对攻关与场景应用试点工作的通知,坚持“政府引导、需求牵引、分步实施、持续迭代”的原则,重点聚焦提升老年人生活质量、缓解家庭养老照护压力、弥补机构和社区养老服务人力缺口、促进完善养老服务体系,分阶段实施一批智能养老服务机器人攻关和应用试点项目,促进研用双方结对开展攻关,推动产品在家庭、社区和养老机构等场景中应用验证和迭代升级,形成一批能够满足多层次、多样化养老服务需求的机器人产品,持续建立和完善标准规范及评价体系,加快推动机器人赋能智慧养老服务和银发经济发展。(资料来源:同花顺)

4. 发改委: 为深入贯彻落实《“十四五”冷链物流发展规划》《有效降低全社会物流成本行动方案》有关工作部署,近日国家发展改革委研究确定并发布新一批国家骨干冷链物流基地建设名单,广州、杭州、盐田等 19 个国家骨干冷链物流基地入选。此次纳入建设名单的 19 个基地,在健全冷链物流网络、满足居民消费需求、引领冷链物流数字化绿色化转型发展等方面具有良好的示范带动作用。(资料来源:同花顺)

5. 新华社: 6 月 8 日是第 17 个世界海洋日和第 18 个全国海洋宣传日。2024

年，我国海洋经济总量首次突破 10 万亿元。今年以来，海洋经济呈现向新向好发展态势，一季度海洋生产总值 2.5 万亿元，同比增长 5.7%。海洋产业发展稳中向好，新质生产力加快形成，涌动的蓝色新动能正成为我国经济发展的重要推动力。（资料来源：同花顺）

6. 工信部：工业和信息化部党组书记、部长，部两化融合工作领导小组组长李乐成主持召开部两化融合工作领导小组会议，会议要求，要完善工作机制，强化统筹协调，以改革创新精神推动两化融合各项任务落地见效。要推进数字化网络化智能化升级。加快落实重点行业数字化转型实施方案，场景化、图谱化推进制造业数字化转型。加快工业互联网规模化应用，强化网络、标识、平台、数据、安全五大功能体系建设。实施“人工智能+制造”行动，加快重点行业智能升级，打造智能制造“升级版”。（资料来源：同花顺）

7. 央行：央行数据显示，5 月末黄金储备报 7383 万盎司，环比增加 6 万盎司，为连续第 7 个月增持黄金。（资料来源：同花顺）

8. 财政部：财政部公告，2025 年第三期储蓄国债(电子式)和 2025 年第四期储蓄国债(电子式)将于近期发行。第三期国债和第四期国债均为固定利率、固定期限品种。第三期国债期限 3 年，票面年利率 1.63%，最大发行额 250 亿元；第四期国债期限 5 年，票面年利率 1.7%，最大发行额 250 亿元。（资料来源：同花顺）

9. 国务院国资委：国务院国资委印发《中央企业发展规划管理办法》。《办法》主要内容包含发展规划编制。一是明确国务院国资委统筹三级规划编制和组织实施，企业依据上位规划编制本企业总体发展规划、重点领域规划和子企业规划。二是对企业发展规划编制应当遵循的基本原则和工作要求作出规定。三是明确企业发展规划报送、审核等程序要求，强调企业发展规划应当履行前期研究、编制起草、专家论证、内部决策等程序。四是明确国务院国资委对企业发展规划的联动管理要求，强调将发展规划重点指标纳入中央企业负责人经营业绩考核范围等。（资料来源：同花顺）

10. 证监会：证监会核准中央汇金投资有限责任公司成为长城国瑞证券有限公司、东兴证券股份有限公司、信达证券股份有限公司、东兴基金管理有限公司、信达澳亚基金管理有限公司、长城期货股份有限公司、东兴期货有限责任公司、信达期货有限公司实际控制人，相关公司及相关主体应当按规定及时办理工商变更登记等相关事宜，完善公司治理结构，维护公司及投资者的合法权益。（资料来源：同花顺）

每日研报**【东兴基础化工】化工行业 2025 年中期策略：行业供需格局改善，成本压力缓解（20250606）**

我国化工行业景气有望底部回暖，行业供需格局预期改善。2025 年上半年，化工品价格指数小幅震荡下行，化工行业仍处于低景气阶段，但目前全球能源类成本已从高位回落，同时，从供给、需求、库存角度看，行业已出现积极变化。具体来说，供给端化工行业投资增速已经开始放缓，部分产品产能投放趋于尾声，行业新增产能投放对于市场供应端的冲击或有所减轻；需求端国内制造业需求改善、产品出口压力有望缓解，化工品需求存在边际改善的预期；库存端去库存周期结束，已现小幅补库迹象。综合来看，在行业供需格局预期改善的背景下，我国化工行业景气有底部回暖的迹象。

展望 2025 年下半年，随着化工品供需格局改善，以及原油、煤炭等大宗原材料价格回落、行业成本压力有所缓解，我们认为处于中游的化工行业景气度有望改善，有望迎来布局机会。因此，我们建议重点关注以下三大投资方向：

（1）供需格局有望改善、行业景气有望回升的子行业。结合前述我们对于国内化工供给和需求格局的分析，我们认为，从供给端来看，受到行业竞争加剧、市场价格下行、投资回报率降低等因素的影响，国内化工行业固定资产投资增速有所放缓，部分产品产能投放趋于尾声，产能扩张有望迎来阶段性拐点。此外，国家节能降碳政策的要求驱动相关高耗能行业落后产能逐步淘汰改造。叠加海外老旧化工品产能退出力度加大；从需求端来看，国内外需求均有改善预期，目前国内宏观经济政策持续发力，整体需求端有望持续改善；此外，大规模设备更新、消费品以旧换新等具体政策，也有助于拉动汽车、家电产业链相关化工品的需求。因此我们认为国内部分化工子行业的供需格局有改善趋势，我们看好钛白粉、添加剂（氨基酸和维生素）、化纤、制冷剂等子行业的供需格局有望逐步好转。

（2）资本开支和研发共同驱动中长期增长的龙头企业。经历供给侧改革之后，国内化工行业的集中度已经有了较大的提升。未来，受到环保、安全、能耗等政策限制，化工行业资本开支向龙头集聚，投资方向主要是聚焦原有产品产能扩张、围绕产业链向下游高附加值产品延伸、或通过研发驱动向更多高壁垒的精细化学品和新材料领域拓展，一批优质的国内龙头公司市场份额有望继续增加。资本开支方面，2024 年化工行业上市公司资本开支仍由“三桶油”、万华化学和几家民营大炼化企业为主导。除“三桶油”外，资本开支较高的上市公司包括万华化学、宝丰能源、新凤鸣、合盛硅业、华鲁恒升等。研发费用方面，除“三桶油”外，2024 年化工行业上市公司研发费用较高的上市公司包括万华化学、金发科技、卫星化学、龙佰集团、新和成、华鲁恒升等。

（3）受益于需求增加或国产替代持续推进的部分高端化工新材料。部分新兴产业发展拉动相关化工新材料的需求。5G、新型显示、生物医药、自动控制等终端应用逐步进入规模化发展，催生了各类配套材料的发展机遇。我国在本土企业的不断发展与追赶中，将持续推进高端材料的国产替代。以电子化工材料、陶瓷材料为代表的高端化工新材料市场需求有望增加，同时也处于国产替代机遇期。

投资策略：我们认为 2025 年下半年国内化工行业供需格局有改善预期，同时原油、煤炭等大宗原材料价格回落、行业成本压力有所缓解，我们认为处于中游的化工行业景气度有望改善。不论是从价格周期角度、还是行业竞

争格局边际变化的角度来看,我们认为部分细分领域存在较好的投资机会。我们建议重点关注:①供需格局有望改善、行业景气有望回升的子行业;②资本开支和研发共同驱动中长期增长的龙头企业;③受益于需求增加或国产替代持续推进的部分高端化工新材料。投资标的方面,我们推荐龙佰集团、华鲁恒升、扬农化工、新和成、国瓷材料。

风险提示:化工品需求不及预期;成本端大宗能源价格大幅上涨;产品价格大幅下滑;贸易摩擦导致出口大幅下滑;供给端行业新增产能投放超出预期。

(分析师:刘宇卓 执业编码:S1480516110002 电话:010-66554030)

【东兴通信】通信行业 2025 年半年度投资策略:算力产业链发展迅速,看好光模块&IDC&物联网模组——(20250606)

通信板块上半年涨幅排名第 25。2025 年年初至 6 月 3 日,A 股投资风格呈现震荡特征,其中美容护理、银行、有色、汽车等板块涨幅靠前。申万通信指数累计涨幅-4.0%,在 31 个一级行业中排名第 25。

通信板块估值处于合理水平。年初至今,通信板块 PE(TTM)估值区间 21.3X-24.8X,5 月底通信板块 PE(TTM) 23.0X。

通信行业产业链可以划分:1)运营商主导投资建设的有线以及无线通信网络;2)运营商及大模型厂商投资的 AI 算力产业链;3)以及通信网络与行业相结合的融合应用,具体包括物联网、车联网、工业互联网、企业通信、卫星互联网等。下半年,我们看好光模块、IDC、物联网模组板块投资机会。

光模块持续受益中美头部云计算企业加大 AI 资本开支。根据 LightCounting 报告,美国五大云厂商光模块开支规模增速将由 2024 年的 70%下降至 2025 年的 50%,而中国五大云厂商光模块开支规模增速将由 2024 年的 130%下降至 2025 年的 90%。我们认为,2025 年全球 AI 资本开支同比增速虽然下降,依然保持较快增长,光模块市场将保持较高增长。中美关税政策对行业影响有限。当前美国对中国出口光模块的适用税率由 7.5%增加至 27.5%。具体影响为:关税政策变动导致订单短期停滞、供应商承担部分税费影响光模块单价、中国国内产能逐步向东南亚转移。

政策或将进一步打开 AIDC 发展空间。从资本投资角度,2025 年 2 月,大型互联网平台阿里巴巴带头宣布加大 AI 基础设施投入;民营资本也陆续跟随,2025 年 3 月,奥飞数据计划定增募集 17.5 亿元,用于建设新一代云计算和人工智能产业园。从政策层面,当前工信部尚未联合国家能源局共同推出执行层面的用电保障措施。国家能源局《2025 年能源工作指导意见》指出 2025 年工作目标是:能源供应保障能力、绿色低碳转型以及发展质量效益三方面,并列出 21 项年度重点任务,但文件中尚未提及对智算中心在电力设施建设、电力供应及服务方面给予重点支持。从智算中心产业特点,其建设和运营离不开电力部门的支持。自上而下角度看,我们认为,工信部、发改委、国家能源局关于智算中心建设布局中的指导和支持文件不会缺席。

全球端侧 AI 市场将呈现爆发式增长。目前 AI 算力模组产品已经陆续在电动汽车、机器人、AI 玩具等领域初步应用。展望未来,AI 算力模组及 AI 解决方案产品将广泛应用于智慧交通、智慧能源、金融支付、智慧城市、无线网关、智慧农业与环境监控、智慧工业、智慧生活与医疗健康以及智能安全等领域。根据第三方弗若斯特

沙利文预测，全球端侧 AI 市场规模预计将从 2025 年的 3219 亿元增长至 2029 年的 12,230 亿元，复合年增长率高达 39.6%。与此同时，中国的端侧 AI 市场也将从 2025 年的 802 亿元攀升至 2029 年的 3,077 亿元，复合年增长率高达 39.9%。

通信行业投资策略：

美国星际之门计划表明海外云计算和 AI 企业继续加大算力资本支出。4 月美国关税新政策对光模块行业有所影响。我们认为，1.6T 光模块量产确定性高。看好光模块板块投资机会，相关标的：中际旭创、新易盛、天孚通信、华工科技、光迅科技。

AI 产业驱动国内智算中心进入快速建设期，IDC 进入新的发展阶段。我们认为，面对 AIDC 产业发展机遇，上层支持性政策尚未发力，值得关注。看好 IDC 板块投资机会，相关标的：润泽科技、光环新网、奥飞数据、科华数据、数据港、润建股份。

国内通信模组头部企业在海外占据有利格局，与此同时行业正面临端侧 AI 新的发展机遇。看好物联网模组行业投资机会，相关标的：移远通信、广和通、美格智能。

风险提示：(1) 国际关系不稳定；(2) AI 发展不及预期；(3) 市场竞争加剧；(4) 供应链变动。

(分析师：石伟晶 执业编码：S1480518080001 电话：021-25102907)

【东兴有色金属】金属行业 2025 半年度展望（II）：供需结构强化叠加流动性周期切换—贵金属行业进入强景气周期（20250606）

我们在 2025 年 6 月 6 日发布的报告《金属行业 2025 半年度展望-弱供给周期下的行业配置属性探讨-工业金属板块高景气度延续》中，对工业金属板块的铜、铝进行了讨论，发现铜供应缺口仍有趋势性放大可能，且铝土矿市场供需状况亦呈现结构性优化。本文中我们将对贵金属板块中黄金、白银及铂金的供需结构进行梳理分析及拟合预测，并对其定价逻辑进行解读。通过定性及定量的相关分析，我们发现黄金市场的定价逻辑已经发生质变，全球白银供需缺口或持续性放大，且铂金的供需状态或已进入结构性短缺。

全球金属行业仍然处于弱供给周期。全球矿端有效供给增量显现刚性化特征，2024 年全球矿业上游勘探投入在金属价格整体高位背景下延续第二年后回落，2024 年全球金属勘探投入已降 3%至 125 亿美元。尽管 3 年行业矿端平均资本投入周期数据暗示数年后金属行业的供给弹性或有释放空间，如 2021-2023 全球矿山领域年均勘探投入已升至 123.2 亿美元（累计上升 35.4%），该数据创 1997 年以来 9 个周期中第二高位，并触及 2009-2011 年该阶段水平（QE 时期）。但海外市场的高融资成本、有效矿山项目品位的弱化、全球政经环境挥发所带来的远期增长预期波动等，均令全球矿业项目上游支出环境恶化。从最新的数据角度观察，2024 年绿地勘探项目的数量占比已经降至创纪录低点（27.9 亿美元，占比降至 22.36%），但与之对应的在产矿区项目投入占比却持续增长（49.8 亿美元，占比 40%），数据充分显示全球矿业投资环境的复杂化令资本风险偏好出现的明显弱化（如 PAI 指数在 24Q3 已经降至 2016 年来最低）。考虑到绿地项目勘探投入的实质性减少将令实际产能释放的滞后效应更为显著，我们认为全球矿业的供给状态在 2028 年前或延续强刚性化特征。

全球金属行业供给增速整体刚性承压，全球矿端平均供给增速显著低于金属产出增速。从全球 28 种矿业项目年均产出增速观察，24 年矿端实际供给增速由 6.35% 降至 2.22%，仅为近 30 年供给增速均值的 49.8%（1995-2024 年全球矿端供给平均年增速为 4.45%）。而从中国的金属实际产出角度观察，中国 10 种有色金属月度累计产量供给增速 2023-2024 年间均值为 6.79%（24 年均值降至 5.95%），整体维持于 2012 年至今产出增速的波动区间内，显示金属产出的供给增速仍呈周期性的偏刚性特点。

关注行业周期性、成长性及对冲性的配置价值。考虑到金属行业景气度及周期性配置的攀升，结合 2025 下半年全球流动性市场的宽松切换，我们认为金属行业仍需关注三条主线，分别是库存周期低迷但供需状态仍显强韧性的工业金属，行业成长属性强化下的需求弹性外扩的小金属，以及具有强对冲属性且供需基本面延续紧平衡的贵金属。三条主线分别代表了周期性（供给周期及库存周期），成长性（需求长期扩张）以及对冲性（“胀”与风险）的配置机会。

铜金板块带动有色配置属性回归。2025 年一季度，有色行业公募基金持仓比例增至 4.34%，较 24Q4 提升 1.49PCT。从子板块观察，资金配置的提升主要来源于工业金属与贵金属两大板块，分别环比增长 1.17PCT 至 2.99% 和增长 0.36PCT 至 0.76%，其对应公募持仓市值亦分别环比增长 61% 至 711 亿元和增长 84% 至 196 亿元。细分到金属种类，铜板块公募持仓比例环比提升 1.04PCT 至 2.38%，黄金板块公募持仓比例环比提升 0.36PCT 至 0.76%，两者合计（+1.4PCT）贡献了有色板块 25Q1 持仓比例增长的 94% 份额。

黄金：黄金市场的定价逻辑已经发生质变。传统的纯金融属性定价方式显现弱化，而商品供需属性的定价方式明显强化，黄金金融属性决定价格弹性而供需属性决定价格韧性。黄金供需已进入商品定价层面上结构性偏紧状态，价格将呈现趋势性的易涨难跌，即供需基本面将决定黄金定价的底部中枢。全球矿产金供应已进入低增长阶段，矿金产出成本提升与供给增速承压相印证。黄金需求具有强韧性及强弹性。近三年全球黄金年均消费量均值已升至约 4616 吨，其央行购金连续三年升至 1000 吨之上，推动黄金需求曲线右移 20% 以上并带动黄金现货溢价攀升；随着利率环境的常态化回归，全球黄金实物持仓 ETF 的年增长量或有望恢复至 2016-2020 年均水平将带来黄金实物需求弹性的显现（约增长 451 吨/年）。黄金传统金融市场定价层面：避险溢价、汇率平价、流动性溢价及通胀平价四大核心要素均在发酵。我们认为本轮降息期间黄金或有 35.8% 的上涨空间，对应美元黄金目标价或至 3490 美元/盎司。

黄金板块相关标的：山金国际、赤峰黄金、四川黄金、紫金矿业、山东黄金。

白银：全球白银供需缺口或持续性放大。受生产成本上升及供给价格弹性下滑影响，白银矿端供应或已进入刚性低速增长新阶段；而回收银产量的增长难以抵消矿端供应增速缓慢的影响，白银总供应或将维持较低增速。2024-2027 年间，全球白银供应量或由 31529 吨增长至 32666 吨，期间 CAGR 仅为 1.2%。而全球白银则已进入结构性扩张阶段：随着光伏、新能源汽车与环氧乙烷催化剂行业持续发展，工业用银消耗量将作为白银需求上升的核心动力持续增长；摄影业白银需求将以东亚发展中国家为主延续结构性收缩；银饰与银器白银需求将维持印度市场的主导地位，银饰需求中枢上行，银器需求则相对稳定。2024-2027 年间全球白银需求 CAGR 将达到 2.9%，或由 2024 年的 36207 吨增长至 2027 年的 39457 吨。结合对白银供需状态的分析，我们认为全球白银供需缺口或持续放大，2025-2027 年间全球白银供需缺口或扩张至 5347/6223/6791 吨。

白银板块相关标的：兴业银锡，盛达资源。

铂金：供需状态或已进入结构性短缺。2024 年全球铂金供需缺口为 31 吨，根据我们的预测，2025 年或继续维持 39 吨的供应缺口，主因矿产铂金供应疲软、回收铂金增速缓慢，以及铂金需求复苏共振所致。在矿产铂金供应端，预计 2025 年全球矿产铂金供应量为 168.2 吨，同比下降 6.2%。需求方面，金价的持续高企仍将推动铂金首饰需求复苏，铂金的结构性短缺或使其投资价值持续显现；而工业需求及汽车催化剂需求或保持韧性，但仍将受美国关税政策带来的全球经济不确定性影响而小幅下滑，2025 年铂金需求或同比下降 0.5% 至 256.1 吨。考虑到全球铂金的供给刚性状态以及需求有弹性的预期，我们通过量化拟合相关数据发现，2025-2027 年间全球铂金市场或持续处于结构性短缺周期，平均每年供给缺口约 37 吨，占当年需求约 14% 左右。

铂金板块相关标的：贵研铂业。

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

（分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 研究助理：闵泓朴 执业编码：S1480124060003 电话：021-65462553）

【东兴有色金属】金属行业 2025 半年度展望（I）：弱供给周期下的行业配置属性探讨—工业金属板块高景气度延续（20250606）

全球金属行业仍然处于弱供给周期。全球矿端有效供给增量显现刚性化特征，2024 年全球矿业上游勘探投入在金属价格整体高位背景下延续第二年回落，2024 年全球金属勘探投入已降 3% 至 125 亿美元。尽管 3 年行业矿端平均资本投入周期数据暗示数年后金属行业的供给弹性或有释放空间，如 2021-2023 全球矿山领域年均勘探投入已升至 123.2 亿美元（累计上升 35.4%），该数据创 1997 年以来 9 个周期中第二高位，并触及 2009-2011 年该阶段水平（QE 时期）。但海外市场的高融资成本、有效矿山项目品位的弱化、全球政经环境挥发所带来的远期增长预期波动等，均令全球矿业项目上游支出环境恶化。从最新的数据角度观察，2024 年绿地勘探项目的数量占比已经降至创纪录低点（27.9 亿美元，占比降至 22.36%），但与之对应的在产矿区项目投入占比却持续增长（49.8 亿美元，占比 40%），数据充分显示全球矿业投资环境的复杂化令资本风险偏好出现的明显弱化（如 PAI 指数在 24Q3 已经降至 2016 年来最低）。考虑到绿地项目勘探投入的实质性减少将令实际产能释放的滞后效应更为显著，我们认为全球矿业的供给状态在 2028 年前或延续强刚性化特征。

全球金属行业供给增速整体刚性承压，全球矿端平均供给增速显著低于金属产出增速。从全球 28 种矿业项目年均产出增速观察，24 年矿端实际供给增速由 6.35% 降至 2.22%，仅为近 30 年供给增速均值的 49.8%（1995-2024 年全球矿端供给平均年增速为 4.45%）。而从中国的金属实际产出角度观察，中国 10 种有色金属月度累计产量供给增速 2023-2024 年间均值为 6.79%（24 年均值降至 5.95%），整体维持于 2012 年至今产出增速的波动区间内，显示金属产出的供给增速仍呈周期性的偏刚性特点。

有色金属全球总库存仍处近 35 年低位且再度显现去化迹象。金属的库存周期自 2013 年以来陷入长达十余年的趋势性去化，尽管 2024 年前三季度显现有效的周期性累库，但自 24M10 开始全球的显性库存再度显现趋势性的去化。当前全球显性总库存已经处于自 1990 年以来约 25% 分位水平，至 25M5 其已较 24 年内高点下降 -34.6%。显性库存的变动状态一方面显示了全球金属供给延续的刚性化特征，另一方面则暗示金属强势定

价中低库存交易逻辑的强化。

关注行业周期性、成长性及对冲性的配置价值。考虑到金属行业景气度及周期性配置的攀升，结合 2025 下半年全球流动性市场的宽松切换，我们认为金属行业仍需关注三条主线，分别是库存周期低迷但供需状态仍显强韧性的工业金属，行业成长属性强化下的需求弹性外扩的小金属，以及具有强对冲属性且供需基本面延续紧平衡的贵金属。三条主线分别代表了周期性（供给周期及库存周期），成长性（需求长期扩张）以及对冲性（“胀”与风险）的配置机会。

铜金板块带动有色配置属性回归。2025 年一季度，有色行业公募基金持仓比例增至 4.34%，较 24Q4 提升 1.49PCT。从子板块观察，资金配置的提升主要来源于工业金属与贵金属两大板块，分别环比增长 1.17PCT 至 2.99%和增长 0.36PCT 至 0.76%，其对应公募持仓市值亦分别环比增长 61%至 711 亿元和增长 84%至 196 亿元。细分到金属种类，铜板块公募持仓比例环比提升 1.04PCT 至 2.38%，黄金板块公募持仓比例环比提升 0.36PCT 至 0.76%，两者合计（+1.4PCT）贡献了有色板块 25Q1 持仓比例增长的 94%份额。

铜：供应缺口仍有趋势性放大可能。全球矿山产能增速受宏观周期、政策周期及产业周期共振而呈现趋势性刚性，而全球精铜需求端则受事件性扰动、政策性刺激及流动性收缩而经历了极端压力测试。实际铜矿供给相对冶炼需求仍承压偏紧，中国精炼铜产量增速或现阶段性弱化。经我们测算，2024-2027 年全球累计阶段性铜消费总量或上涨 11.3%至 11345 万吨，而至 2028 年中国的四大行业用铜量或累计增长 335 万吨至 1537 万吨（CAGR 6.3%）。供给增速相对需求增速的偏刚性则暗示供应缺口仍有放大可能，而库存周期的变化将对铜的供需平衡表起到显著影响。

铜板块相关标的：紫金矿业、金诚信、江西铜业、西部矿业；

铝：铝土矿市场供需结构性优化或推升行业高景气延续。中国铝土矿供给已显现结构性收缩，自给率可供消耗时间仅为 7.53 年，20-24 铝土矿产量年均复合增长率-12%，进口依赖度已升至 94%，且进口来源国呈现高集中性特点（CR2=95%）。铝土矿的需求增长源于全球氧化铝产业的显著扩张，按产能及消费占比计算，截止 25 年全球铝土矿年消费量或增至约 3.76 亿吨，中国铝土矿年消费量增至 2.06 亿吨；铝土矿需求总量较 2014 年分别增长 1.98 亿吨（+99%）及 2.63 亿吨（+398%）。

铝板块相关标的：中国铝业、云铝股份、神火股份、南山铝业；

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

（分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 研究助理：闵泓朴 执业编码：S1480124060003 电话：021-65462553）

【东兴机械】兰剑智能（688557.SH）：自研自产高筑壁垒，对标巨头空间广阔（20250606）

兰剑智能是国内少数具备软硬件自研自产能力的智慧物流系统领域优势企业。公司主要从事以智能机器人为核心的智慧物流系统的研发、设计、生产、销售及服务，面向不同行业提供成熟有效的全流程智慧物流系统解

决方案，是国内少数具备软硬件自研自产能力的智慧物流系统领域优势企业。兰剑智能的产品已出口至多个国家，并在多个行业获得广泛应用，此外，公司的搬运机器人在烟草、医药、电子商务等行业获得广泛认可，展现出强大的市场适应能力。

打造“核心系统+高毛利服务”收入结构。智能仓储物流自动化系统业务 2024 年实现收入 11.22 亿元，毛利率 30.74%。公司聚焦高端市场，提供覆盖仓储、分拣、搬运等环节的自动化解决方案，客户包括中国烟草、唯品会、宁德时代等头部企业；运营维护服务 2024 年实现收入 0.44 亿元，毛利率 52.05%随着系统交付规模扩大，该业务收入持续增长；公司提供仓储物流自动化系统的代运营服务，2024 年实现收入 0.39 亿元，毛利率 50.84%。

有望对标大福。在 2022 年美国 MMH 杂志发布的全球 20 大物流系统集成商营收榜单中，大福年销售额位居榜首。大福是世界自动化系统行业龙头企业，在物流自动化领域处于领先地位，其产品和服务广泛应用于全球多个行业和领域，包括仓储物流、洁净室、汽车装配线、机场运输设备、自动洗车、半导体搬运系统。对标大福，公司有望在以下三方面获得更广阔的发展空间：

公司海外营收占比有望持续提升。20 世纪 90 年代至 21 世纪初，随着日本经济的进一步发展和国际化的推进，日本大福的出海步伐明显加快。目前大福在 24 个国家构建据点网络，能够更好地了解当地市场需求，提供定制化的解决方案，降低关税等贸易壁垒的影响，提高市场竞争力。大福与丰田、本田等日本本土汽车企业在全世界范围内建立了广泛的生产网络，提升了其在全球市场的知名度和影响力，大福跟随其客户走向全球，大福非日本地区营收占比近年来始终保持在 65%以上。兰剑智能 2024 年海外营收占比 2.70%，未来提升空间较大。根据公司 2024 年度报告，比亚迪为公司前五大客户，未来随着我国汽车制造业出海提速，公司海外营收占比有望持续提升。兰剑智能 2024 年成功突破泰国、墨西哥、加拿大新市场，落地西班牙、泰国、新加坡项目，全球业务布局取得突破。完成德国子公司注册，新设匈牙利全资子公司（BlueSwordHungaryKft），海外项目签约额达 2.4 亿元，同比激增 281%。

服务咨询未来有望成为公司第二增长曲线。大福的优势在于其一站式支持结构，该结构涉及各种服务和运营，包括咨询、系统构建、制造、安装和售后服务，以实现长期稳定运行和更换，其服务收入占比近年来保持在 25%以上。大福凭借丰富的交货记录，拥有广泛的服务菜单，以确保产品在交货后多年稳定运行。在系统出现故障、设施老化以及客户产品或处理量发生变化的情况下，大福提供全面支持，包括升级以前提供的设备和改造。通过售后服务与客户建立信任，以发现赢得新订单的商机。兰剑智能提供基于智能机器人为核心的智慧物流系统，提供 RaaS 代运营、售后运营维护、技术咨询规划等服务，2024 年运营维护服务、代运营毛利率分别为 52.05%和 50.84%，远高于智能仓储物流自动化系统毛利率 30.74%，未来随着其产品销售规模扩大，服务咨询营收占比有望随之提升，进而改善公司盈利能力。兰剑智能服务咨询业务将依托技术优势与全球化布局，从“被动响应”转向“主动赋能”，通过智能化、定制化服务提升客户价值，未来有望成为公司第二增长曲线。

AI 技术普及将进一步推动物流行业向技术密集型转型。2013 年以来，伴随移动互联网浪潮，电子商务行业的快速发展，企业生产和配送产品的储存数量、品种类别、出入库频率不断增加，对企业的管理水平、拣选效率、准确性和及时性提出了更高的要求，导致其对仓储物流自动化系统需求大幅增长。同时，物流行业劳动力短缺也进一步提升了物流行业自动化渗透率，2019 年爆发的新冠疫情加剧了人工和原材料成本，进一步催生物流自动化投资需求以降低成本，大福业绩及股价再创新高。以此为启示，AI 对物流行业的重塑堪比移动互联网对消费端的颠覆，进一步推动物流行业向技术密集型转型。2015 年唯品会与兰剑智能合作的蜂巢系统在 2016

年“双 11”期间仅依靠 15 名作业人员、8 个拣选台，实现累积出库量 20 万件，日均 5 万件。未来随着 AI 赋能，电商对大规模、高效率、高准确性的拆零拣选解决方案需求迫切，兰剑智能有望凭借其技术迭代速度与规模化落地能力扩大市场份额。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.62、1.97 和 3.18 亿元，对应 EPS 分别为 1.59、1.92 和 3.11 元。当前股价对应 2025 年 PE 值 18.65 倍。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：行业政策出现重大变化、下游需求不及预期、市场拓展不及预期。

（分析师：任天辉 执业编码：S1480523020001 电话：010-66554037）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。