

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-06-03

宏观策略

2025 年 06 月 03 日

宏观点评 20250530: 市场进入快速轮动末期, 行业风格向稳定板块切换

资金流向的指引 成交额成为市场短期交易的重要指引因素, 换手率和成交额均值的持续下行反映出资金面的分歧, 即使市场指数出现了突破式上涨, 但上涨的当日未见明显的成交额突破。从行业来看, 各板块无论是否突破前高, 都出现了明显的成交额收缩, 说明行业上行的动力有待加强, 短期市场进入蓄势期。本轮行情的结构性特征较为明显, 因此, 近期市场变化的方向也更倾向于结构性轮动调整。目前, 市场大盘相对小盘表现有所提升, 也说明场内资金风格在逐步发生变化, 近期市场风格可能由结构性上涨进入再均衡的阶段。轮动变化的节奏来看, 当前资金形态和风格节奏与 2024 年末以及 2025 年 3 月末的风格轮动或有类似。初期均以 TMT 板块表现为主, 随后在量能逐步收窄的过程中, 向上游资源、金融轮动, 随后短期向消费、制造板块和 TMT 等相对强势的板块略反弹, 最后轮动回资源和金融板块。参考 2024 年末的市场变化, 当前宏观经济基本面相对 2024 年末和 2025 年 3 月末并未发生根本性改变, 尽管关税有扰动, 但市场已在价格修复中有所反应, 因此, 后续的行业轮动变化的节奏可能延续前期的资金端行为主导, 经历过小盘的提升后, 随着小盘轮动到极值, 逐步向大盘价值、稳定板块切换。当前高股息等本轮未明显上涨、相对估值处于低位、赔率较高的板块有望成为下一轮上行的驱动力, 为后续市场的全面上行积蓄能量。 风险提示: 经济数据改善节奏不及预期, 海外关税政策超预期变化, 地缘政治风险

宏观深度报告 20250530: 老龄化进程下的消费变迁和银发经济

我国老龄化程度加深对消费的影响或弱于日本

固收金工

固收点评 20250528: 恒帅转债: 车用微电机领域先锋

我们预计恒帅转债上市首日价格在 117.07~130.43 元之间, 我们预计中签率为 0.0011%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到恒帅转债的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右, 对应的上市价格在 117.07~130.43 元之间。我们预计网上中签率为 0.0011%, 建议积极申购。 风险提示: 申购至上市阶段正股波动风险, 上市时点不确定所带来的机会成本, 违约风险, 转股溢价率主动压缩风险。

行业

推荐个股及其他点评

军信股份 (301109): 龙出湘江——长沙固废一体化龙头, 先发布局垃圾焚烧+IDC

盈利预测与投资评级: 湖南省垃圾焚烧发电龙头, 积极推进垃圾焚烧+IDC 合作, 收购仁和环环&国内外新项目投产贡献业绩增量, 我们预计 25-27 年公司归母净利润为 7.50/7.97/8.41 亿元, 同比增长 39.8%/6.3%/5.6%, 对

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

应 25-27 年 PE 为 15.7/14.7/13.9 倍。考虑公司受益于湖南长沙区位优势，具备优质固废资产，现金流长期有保障+高分红，对标可比公司应存估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：电价补贴政策风险；特许经营权项目到期风险；应收风险。

快手-W (01024.HK): 2025Q1 业绩点评: 业绩符合预期, 可灵 AI 商业化进展亮眼

我们维持公司 2025-2027 年经调整净利润预测 200/245/296 亿元, 对应 PE 为 11/9/7x, 维持“买入”评级。

九毛九 (09922.HK): 优化门店, 梳理提质

基本面底部或已现, 公司积极梳理调整, 且趋势向好、拐点可期。

小米集团-W (01810.HK): 2025 年一季度业绩点评: 各业务表现亮眼, 看好 IoT 与汽车持续增厚业绩

投资要点 事件: 公司发布 2025 年一季度业绩: 营收 1112.9 亿元, 同比+47.4%, 环比+2.1%, 创历史新高; 调整后净利润 106.8 亿元, 同比+64.5%, 环比+28.4%, 营收及净利润均创历史新高; 毛利率 22.8%, 同比+0.5pct, 环比+2.2pct。创新业务: 汽车毛利率再度提升, AI 扩大场景优势。25Q1 汽车实现营收 185.8 亿元, 环比+11.5%, 分部亏损收窄至 5 亿元; 毛利率 23.2%, 环比+2.8pct 再创新高。SU7 系列交付量达 75869 辆, 环比+8.9%; 汽车销售门店扩至 235 家, 覆盖 65 个城市。公司依托产品力、供应链能力及爆品模式实现行业领先的毛利率, 并有望随销量提升、新品发布后产品结构优化继续提升。公司维持 25 年 75 亿研发费用投入 AI 的指引, 2025M4 公司开源首个推理大模型 Xiaomi MiMo 性能表现优异, 公司有望利用丰富的数据场景, 不断优化迭代产品与服务提升用户体验。手机市占率重回第一, 高端化持续推进。25Q1 手机实现营收 506.1 亿元, 同比+8.9%, 环比-1.4%; 毛利率 12.4%, 同比-2.4pct, 环比+0.4pct。25Q1 手机出货量 41.8 百万台, 同比+3.0%。市占率稳步提升, 全球市占率同比+0.3pct 至 14.1%维持第三; 中国市占率同比+4.7pct 至 18.8%重回第一; 线下渠道市占率同比+3.2pct 至 12.1%。高端化持续推进, 25Q1 手机 ASP 同比+5.8%至 1211 元; 中国市场 3000 元以上手机出货量占比同比+3.3pct 至 25.0%; 4000 元以上价位市占率同比+2.9pct 至 9.6%。继自研操作系统后, 公司在芯片领域的突破有望进一步打开产品力天花板, 助力高端产品立足 4000-6000 元价格带, 我们看好公司后续继续践行提份额+高端化路线。空冰洗及平板等延续高增, 新零售驱动增长。25Q1 IoT 实现营收 323.4 亿元, 同比+58.7%, 环比+4.8%; 毛利率 25.2%, 同比+5.3pct, 环比+4.7pct。25Q1 空冰洗出货量超 110/88/74 万台, 同比增速超 65%/+65%/100%, 推动科技家电收入同比+113.8%, 平板电脑销量同比+56%达 310 万台, 首次位列全球第三。目前公司新零售店已扩至 1.6 万家, 25 年底有望实现 2 万家, 我们认为 IoT 与生活消费产品业务有望在“人车家”生态赋能及海

金山软件 (03888.HK): 【勘误版】2025Q1 业绩报点评: 关注《解限机》上线进展, 办公聚焦 AI、协作和国际化

盈利预测与投资评级: 我们维持此前盈利预测, 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.33/1.65/1.95 元, 对应当前股价 PE 分别为 24/20/17 倍。我们看好公司双主业稳健发展, 期待游戏新品类新赛道突破, 办公 AI 及出海持续落地, 维持“买入”评级。风险提示: 存量流水下滑风险, 新游流水不及预期风险, 办公业务进展不及预期风险, 行业监管风险

美团-W (03690.HK): 2025Q1 业绩点评: 业绩超预期, 竞争干扰短期业绩但长期影响有限

考虑到短期外卖行业竞争对公司利润的影响, 我们将公司 2025-2027 年经调整利润由 480/610/777 亿元下调至 434/541/684 亿元, 对应 2025-2027 年经调整 PE 为 18/15/12 倍, 我们看好公司核心业务和海外长期空间, 维持“买入”评级。

香飘飘 (603711): 官宣新代言人, 品牌建设持续强化

我们维持 2025-2027 年归母净利润为 2.6、3.0、3.2 亿元, 分别同比 +2.5%/15.2%/+8.1%, 当前市值对应 PE 为 22/19/18 倍, 期待后续收入逐步恢复, 维持“增持”评级。

南亚新材 (688519): 高端覆铜板领跑行业复苏, 南亚新材成长加速度

公司高端覆铜板产品矩阵完善, 随着 AI 服务器、交换机和路由器等硬件需求有望大幅提升, 公司有望实现高频高速覆铜板规模放量, 带来业绩成长新增长极。此外在普通板系列、无卤板系列、无铅板系列等基本盘业务方面, 我们认为随着覆铜板行业周期性修复, 整体销售额有望迎来扩张, 带动公司业绩提升。

宏观策略

宏观点评 20250530：市场进入快速轮动末期，行业风格向稳定板块切换

观点 风格：小盘成交占比上行，行业轮动再加速 5月中旬以来，市场进入震荡调整区间，以小盘股为代表的概念风格轮动速度达到顶峰，小盘成交占比接近历史高位，波动持续放大。近期一二级估值极化系数维持在稳定状态而市场指数呈现震荡，说明行业在当前并未呈现估值扩散，但呈现持续轮动的态势。4月8日以来的领涨行业重复度在下行通道中，近期轮动速度与3月末较为相似。 逻辑演绎：风险事件的定价告一段落 我们在3月末的报告《权益市场风格如何切换？》中曾提示过，科技板块交易拥挤度连续达到历史极值的情况下，短期内市场交易情绪较为脆弱，负面事件容易成为估值压力释放的导火索。4月初海外基本面变化及加关税预期再起，海外市场可能出现连续大幅调整，情绪传导影响港股、A股市场风险偏好。4月的关税事件引发了市场负面情绪的极致释放，同时也为市场提供了交易机会，自4月7日中美报复性互征关税以来，全球权益资产已经几乎完整演绎了“关税灰犀牛”的冲击和逆转交易。5月28日美国国际贸易法院阻止关税政策生效并裁定特朗普越权标志着短期内由关税引起的利好预期几乎释放完毕，市场对于关税的定价可能已经进入“免疫模式”，资产价格修复至关税冲击前，重演4月初未及时完成的资产交易逻辑。 国内外基本面变化的关注点 国内来看，在3月超预期增长后，4月各项经济指标增速均有小幅下行。4月经济分成两面，一面表现出强烈的出口驱动和政策驱动特点，转口贸易和“两重两新”是最大的两个亮点，但在此之外的另一面，房地产和没有补贴的消费品类等更偏内生的需求，表现相对较差。短期来看，5-7月美国抢进口预计仍然将支撑我国出口韧性、两新支撑设备投资和消费，尽管房地产可能延续小幅走弱趋势，但经济景气度不会下行太多。关税可能仍然是未来最大的扰动因素，国内两新对设备投资和耐用品需求的透支效应，可能也将在下半年逐步显现。整体来看，对于国内基本面的评价与4月初市场担心的问题基本保持一致，即内需的抓手可能仍然不足以支撑外需的下行，但下行幅度仍然在可控范围内，导致市场对于未来政策力度的预期和基本面改善的预期都趋向保守，难以在短期内看到根本性的变化。宏观层面上国内短期可能暂时难以见到新的变化来引导市场预期，因而更趋向于跟随海外变化和资金流动来进行交易。 海外来看，近期的关注点一方面集中在特朗普的关税政策能否继续实施上，特朗普政府为了尽快推动在7月90天限期前与全球各国政府达成关税协议可能会继续向欧洲、亚洲等主要贸易国家施压，一定程度上会在目前的最乐观情景交易完毕后边际效用递减，向市场传递的新信息交易方向可能会逆转，带来全球资产的不确定性加强，可能会向A股传导。另一方面，近期美债、日债的利率持续上行已经引起了美国“股债汇”三杀的局面，尽管本轮A股上涨更多由于自身产业变化，与美债的关联度较之前明显减弱，美债存量滚动的期限结构大概率也不会在短期内发生大规模违约风险，但若风险进一步升级引发全球流动性危机重演，A股仍然将小幅承压。因此，海外基本面因素和资产价格传导因素的影响偏向负面，但影响的力度可能小于之前。 资金流向的指引 成交额成为市场短期交易的重要指引因素，换手率和成交额均值的持续下行反映出资金面的分歧，即使市场指数出现了突破式上涨，但上涨的当日未见明显的成交额突破。从行业来

看，各板块无论是否突破前高，都出现了明显的成交额收缩，说明行业上行的动力有待加强，短期市场进入蓄势期。本轮行情的结构性特征较为明显，因此，近期市场变化的方向也更倾向于结构性轮动调整。目前，市场大盘相对小盘表现有所提升，也说明场内资金风格在逐步发生变化，近期市场风格可能由结构性上涨进入再均衡的阶段。轮动变化的节奏来看，当前资金形态和风格节奏与 2024 年末以及 2025 年 3 月末的风格轮动或有类似。初期均以 TMT 板块表现为主，随后在量能逐步收窄的过程中，向上游资源、金融轮换，随后短期向消费、制造板块和 TMT 等相对强势的板块略反弹，最后轮动回资源和金融板块。参考 2024 年末的市场变化，当前宏观经济基本面相对 2024 年末和 2025 年 3 月末并未发生根本性改变，尽管关税有扰动，但市场已在价格修复中有所反应，因此，后续的行业轮动变化的节奏可能延续前期的资金端行为主导，经历过小盘的提升后，随着小盘轮动到极值，逐步向大盘价值、稳定板块切换。当前高股息等本轮未明显上涨、相对估值处于低位、赔率较高的板块有望成为下一轮上行的驱动力，为后续市场的全面上行积蓄能量。风险提示：经济数据改善节奏不及预期，海外关税政策超预期变化，地缘政治风险

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

宏观深度报告 20250530：老龄化进程下的消费变迁和银发经济

我国人口老龄化进程有所加速 近些年以来，我国人口结构进一步发生变化，65 岁以上老年人口占比有所增加，2020 年-2024 年我国 65 岁以上人口占比年均提升约 0.6 个百分点，纵向比较来看，2015-2019 年该比重年均提升约 0.5 个百分点，而 2010-2015 年该比重年均提升约 0.3 个百分点；而横向比较来看，在主要经济体中，包括我国、韩国和日本在内的亚洲国家从进入老龄化社会到转换为深度老龄化社会所经历的时间相对偏短，而英国、美国和德国等欧美发达经济体经历时间相对较长。而从人口年龄分布来看，截至 2023 年底，50-60 岁年龄段人口已成为目前我国人口构成的主要组成部分，但值得注意的是，现阶段我国老年人口整体仍相对低龄，在护理、旅游等服务消费领域有较强诉求，未来 5-10 年或是我国发展银发经济的重要窗口期。

日本老龄化后的消费结构变化 在进入深度老龄化社会之后，日本在 1994 年-2006 年间的私人消费年均复合增速仅录得 0.8%，较 1981 年-1993 年下滑明显，但此期间日本经济还受到消化泡沫经济所导致的债务问题拖累。而在 2006 年人口负增长且老龄化问题进一步加重后，日本私人消费增速中枢进一步下滑，2007 年-2024 年日本私人消费年均增速录得 0.2%。老龄化程度加深后作为消费主力群体的青年人口减少是导致私人消费整体下行的主要原因。从个体消费的角度来看，尽管老年人口的消费倾向更高，但其收入水平较青年人口偏低，因此从个体来看青年人口对消费的贡献要大于老年人口，尤其是当人口进入负增长区间后，老龄人口消费的增量要小于青年人口消费的流失，最终对整体消费造成拖累。从结构变化来看，日本人口进入负增长及老龄化进程加快后，日本家庭消费支出中食品和医疗保健等必选消费占比不断提升，表现明显优于可选消费。而具有年轻化消费特征的住房相关消费支出以及服装和鞋类消费支出占比有所降低；从增速来看，随着老龄化程度的不断加深，医疗保健相关消费则一直呈现较快速增长，青年人口的减少则使得服装鞋类、交通通信以及文化娱乐等可选消费增速显著放缓。老龄化进程加深后消费结构的变化反映出不同年龄段人口在消费支出偏好方面的不同。对于青年家庭而言，由于自有住房率低，因此其在住房租金方面相对支出更高。此外，对于社交活动的需求使得青年家庭在服装鞋帽、文化娱乐方面的支出

要明显高于中年和老年家庭；对于中年家庭而言，在购置住宅后，其在租房方面的支出大幅缩减，取而代之的是子女教育方面支出的提升，对于服装鞋帽、文化娱乐等方面的需求有所下滑，而对于个人护理方面的需求开始有所提升；对于老年家庭而言，其消费结构基本趋于稳定，对于饮食、个人护理以及医疗等健康相关消费的需求大幅提升，占据了老年家庭消费的绝大部分，而对于享受型消费也有一定的诉求。我国老龄化程度加深对消费的影响或弱于日本。其一，从决定消费水平的核心因素居民收入来看，自 20 世纪 90 年代初日本房地产泡沫破裂以来，日本家庭可支配收入长期以较低速度增长，而进入人口负增长时家庭人均可支配收入增速甚至经历了一段时间的负增长。而我国在 2022 年后，居民人均可支配收入仍以 5% 以上的中枢平稳增长，居民收入的持续增长为消费的平稳增长提供了坚实的经济基础；其二，从城镇化率的角度出发，与日本相比，我们在城镇化方面仍有较大提升空间。从人均消费支出的维度来看，城镇人口的消费支出大约是农村的 1.8 倍，城镇化率的提高有助于在总量红利晚期继续释放结构性人口红利，即人口流动带来消费支出的增长。日本进入人口负增长时，其城镇化率已接近 90%，而截至 2022 年，我国城镇化率水平仅有 65%，现阶段我国城镇化率速度虽在逐步放缓，但仍有较大空间，从历史数据来看我国城镇化率与居民最终消费支出呈现明显的正相关关系，高城镇化率空间下我国消费仍有较大潜力。人口老龄化加剧下如何发展银发经济 梳理日本银发经济发展脉络来看，日本银发经济发展的关键举措是 2000 年《介护保险法》的实施，其顺利推动了日本银发经济市场化发展，使得政府、企业和社会组织共同参与到了银发服务和银发产业的发展之中。此外，在介护保险制度之下，老年群体的护理支出压力大大缓解，可用于享受型消费的资金占比也随之提高，对于缓解老龄化加深后出现的国内消费收缩亦有重要意义。借鉴日本的经验，我国可从以下两个方面推动银发经济的发展：其一，建立完善长期护理保险制度。一方面，从资金来源来看，目前我国长期护理保险资金主要依赖医保基金和财政补贴，可借鉴日本经验，在建立长期护理保险制度时，可根据未来人口结构变化选择合适的参保人群范围，并根据收入差异采取累进式缴纳比例，在调节居民收入差异的同时缓解医保支付压力；另一方面，目前我国长期护理保险资金覆盖范围主要为基础护理服务，且各试点城市标准并不统一。应尽快构建统一的长护险资金支付范畴，且根据养老产品供给端的变化（如护理机器人、健康监测设备等）进行适当扩围。其二，着力提升低龄老年群体的再就业。针对老年人就业难的问题，可借鉴日本经验促进老年群体的再就业，通过改善老年群体收入带动老年群体消费增长。老年群体的消费边际倾向要明显高于青年群体，因此改善老年群体就业以增加其收入，对于促进老龄化下的消费增长具有重要意义。在制度保障方面，日本出台了包括《老年人福利法》、《高龄者雇佣安定法》等一系列法律措施，从制度层面为老年人就业提供了充分保障；在就业渠道方面，日本地方政府会针对性提供适合老年群体就业的相关信息，并提供适合老年群体的“轻就业”岗位；在就业能力方面，日本出台的《终身学习振兴法》，为有意愿再就业的老年群体提供技能培训。此外，为了促进老年人就业，日本还针对雇佣老年群体的企业发放相关补贴。风险提示：（1）部分数据基于历史数据进行测算，且数据维度较长，可能存在测算误差；（2）日本进入老龄化社会的时间较早，国际环境的变化可能会使得人口结构对消费的影响有所不同；（3）我国银发经济的发展仍处于初级阶段，市场空间仍需供给端和需求端的改革来推动扩张。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李昌萌)

固收金工

固收点评 20250528: 恒帅转债: 车用微电机领域先锋

事件 恒帅转债(123256.SZ)于2025年5月29日开始网上申购: 总发行规模为3.28亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于泰国新建汽车零部件生产基地项目、年产1954万件汽车微电机、清洗冷却系统零部件改扩建及研发中心扩建项目、研发中心改扩建项目。当前债底估值为83.89元, YTM为2.97%。恒帅转债存续期为6年, 联合资信评估股份有限公司资信评级为A+/A+, 票面面值为100元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%, 公司到期赎回价格为票面面值的114.00%(含最后一期利息), 以6年A+中债企业债到期收益率6.08%(2025-05-27)计算, 纯债价值为83.89元, 纯债对应的YTM为2.97%, 债底保护一般。当前转换平价为98.93元, 平价溢价率为1.08%。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即2025年12月05日至2031年05月28日。初始转股价62.55元/股, 正股恒帅股份5月27日的收盘价为61.88元, 对应的转换平价为98.93元, 平价溢价率为1.08%。转债条款中规中矩, 总股本稀释率为4.47%。下修条款为“15/30, 85%”, 有条件赎回条款为“15/30、130%”, 有条件回售条款为“30、70%”, 条款中规中矩。按初始转股价62.55元计算, 转债发行3.28亿元对总股本稀释率为4.47%, 对流通盘的稀释率为14.71%, 对股本摊薄压力较小。观点 我们预计恒帅转债上市首日价格在117.07~130.43元之间, 我们预计中签率为0.0011%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到恒帅转债的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在25%左右, 对应的上市价格在117.07~130.43元之间。我们预计网上中签率为0.0011%, 建议积极申购。公司主要从事车用微电机及以微电机为核心组件的汽车清洗泵、清洗系统产品的研发、生产与销售, 致力于成为全球领先的汽车微电机技术解决方案供应商。公司专注于为整车厂和汽车零部件供应商提供车用微电机、清洗泵、清洗系统产品; 有着技术沉淀和生产经验, 熟悉汽车行业对汽车零部件在一致性、功能性与稳定性方面的高要求。2019年以来公司营收稳步增长, 2019-2023年复合增速为29.24%。自2019年以来, 公司营业收入总体呈现稳步增长态势, 同比增长率“倒V型”波动, 2019-2023年复合增速为29.24%。2023年, 公司实现营业收入9.23亿元, 同比增加24.99%。与此同时, 归母净利润逐步上升, 2019-2023年复合增速为32.67%。2023年实现归母净利润2.02亿元, 同比增加38.87%。恒帅股份营业收入主要来源于微电机和高压清洗泵, 产品结构年际调整。2021年以来, 伟测科技微电机业务收入逐年增长, 2021-2023年项目运营业务收入占主营业务收入比重分别为30.17%、36.39%和39.43%, 同时产品结构年际调整, 其他主营业务规模占比稳定, 其他收入、其他业务占比趋于稳定。恒帅股份销售净利率和毛利率维稳, 销售费用率下降, 财务费用率和管理费用率维稳。2019-2023年, 公司销售净利率分别为19.71%、19.45%、19.78%、19.70%和21.89%, 销售毛利率分别为39.05%、38.56%、34.65%、33.15%和36.25%。风险提示: 申购至上市阶段正股波动风险, 上市时点不确定所带来的机会成本, 违约风险, 转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师: 李勇 证券分析师: 陈伯铭)

行业

推荐个股及其他点评

军信股份 (301109): 龙出湘江——长沙固废一体化龙头，先发布局垃圾焚烧+IDC

投资要点 湖南省垃圾焚烧发电龙头，业绩稳定增长。公司是湖南省固废处理龙头，聚焦垃圾焚烧发电。2019-2024 年营收/归母净利润复合增速达 19.5%/11.0%，业绩稳定增长。2025Q1 业绩持续强劲增长，公司实现营业收入 7.67 亿元，同比增长 54.2%；归母净利润达 1.73 亿元，同比增长 39.4%，主要系收购仁和环境叠加新项目投产贡献增量。垃圾焚烧+IDC 协同，长沙项目合作潜力大&海外项目复制推广。2025 年湖南省发布绿色智算系列政策，要求到 2030 年全省智算中心平均 PUE 控制在 1.3 以内，并明确多重补贴推动产业发展。公司业务深耕湖南，单项目规模 1000 吨/日及以上产能占比达 95%，且核心城市长沙产能占比 85%，长沙一/二期项目的少数股东浦发环保已有落地案例黎明智算中心，未来在推进垃圾焚烧+IDC 合作中将具备显著优势。2025 年公司先后签订吉尔吉斯奥什市、伊塞克湖州垃圾科技处置项目，构建“垃圾焚烧发电+蒸汽供热+算力服务”的一体化业务模式，在海外市场积极推进垃圾焚烧+IDC 协同。掌握长沙优质固废资产，并购实现产业链协同。国内产能：截至 2025Q1，公司垃圾焚烧发电处理能力达 1.18 万吨/日（入厂），2022-2024 产能利用率维持 86.9%/88.6%/87.7%。2023 年公司在湖南省垃圾焚烧市场占有率 46.31%，排名第一。随着平江、浏阳项目建成投产，省内优势将进一步扩大。海外产能：公司积极拓展海外市场，海外在建+筹建产能合计 7000 吨/日，比什凯克一期在建 1000 吨/日，预计 2025 年底投产。并购：2024 年底公司收购仁和环境 63% 股权，标的公司主要从事生活垃圾中转处理、餐厨垃圾收运等，年日均可处理其他垃圾 8000 吨/厨余垃圾 2800 吨，实现产业链上下游协同互补。受益于高吨上网&高电价，盈利能力显著领先。吨上网稳居第一：2024 年吨上网高达 460 度/吨，较 10 家同业公司均值高出 33%。标杆电价全国第二：公司主要项目地处长沙，湖南省燃煤标杆电价以 0.45 元/度居全国第二，显著高于全国平均水平 0.37 元/度。盈利能力领先同业：2024 年公司单吨毛利 246 元/吨，垃圾焚烧运营毛利率 68.45%，均为行业最高。2024 年实现加权 ROE 12.25%（同比+0.05pct），高出同业均值 1.22pct。现金流持续优化支持高分红。2019-2024 年经营性现金流净额稳健增长，CAGR 为 7.5%，2024 年经营性现金流净额达到 9.71 亿元。公司自由现金流于 2022 年实现转正，2024 年实现自由现金流 0.51 亿元，较 2023 年 3.00 亿元有所下滑，主要系新项目建设所需的资本开支增加。2022-2024 年分红比例分别为 79.2%/71.8%/94.6%，累计分红总额超 12 亿元。2025 年 4 月，公司长期分红规划明确现金分红比例不低于 50%，长期分红有保障。盈利预测与投资评级：湖南省垃圾焚烧发电龙头，积极推进垃圾焚烧+IDC 合作，收购仁和环境&国内外新项目投产贡献业绩增量，我们预计 25-27 年公司归母净利润为 7.50/7.97/8.41 亿元，同比增长 39.8%/6.3%/5.6%，对应 25-27 年 PE 为 15.7/14.7/13.9 倍。考虑公司受益于湖南长沙区位优势，具备优质固废资产，现金流长期有保障+高分红，对标可比公司应存估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：电价补贴政策风险；特许经营权项目到期风险；

应收风险。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 陈孜文)

快手-W (01024.HK): 2025Q1 业绩点评: 业绩符合预期, 可灵 AI 商业化进展亮眼

投资要点 公司业绩符合预期: 25Q1 收入为 326.1 亿元, yoy+10.9%, 略高于一致预期。经调整净利润为 45.8 亿元, yoy+4.4%, 略好于一致预期。经调整净利润率为 14.0%, yoy-0.9pct, 符合一致预期。 用户基本盘稳健。25Q1 DAU 和 MAU 分别达 4.08 亿 (连续第三个季度超过 4 亿) 及 7.12 亿, 分别同比增长 3.6% 和 2.1%。DAU/MAU 比例 57.3%, 环比稳定, 用户粘性较高, DAU 日均使用时长同比提升至 133.8 分钟。用户总使用时长同比增长 5.9%。 AI 业务进展: 可灵 AI 收入超预期, 期待长期表现。可灵 AI 持续迭代, Q1 收入攀升至 1.5 亿人民币; 其中, P 端付费会员收入贡献接近 70%, 数量和 ARPU 值均呈现较高增速, 且仍有较大潜力; 2B 业务迅速推进, 已为超 1 万家企业客户提供 API 服务。AI 亦持续赋能公司广告业务: Q1 AIGC 营销素材带来的日均消耗约 3000 万元人民币, 内循环全站推广 Agent4.0 推动内循环投流商家数同比加速增长。我们继续看好可灵 AI 作为国内头部视频生成模型保持高速增长趋势, 同时公司主业在 AI 赋能下进一步优化效率。 短剧等新内容消费行业继续贡献广告增量, 电商 GMV 增长稳健。1) 25Q1 快手直播业务收入 98.14 亿元, yoy+14.4%, 高于一致预期, 主要由于精细化运营和多元化的优质内容。2) 线上营销服务收入同比增长 7.97% 到 179.77 亿元, 略好于一致预期, 主要由于智能产品投放解决方案及 AI 技术在线营销解决方案的应用, 推动营销客户投放消耗增加。外循环广告仍是主要增量来源, 以短剧、小游戏和小说等为代表的消费行业实现高双位数同比增长。内循环广告方面, 随着数据基建进一步完善, 公司预计 Q2 开始泛货架场域广告消耗增长将有一定提速。我们预计 Q2 线上营销服务总体收入同比增速有望回到双位数。3) 包括电商收入在内的其他收入同比增长 15.2% 达 48.17 亿元, 电商 GMV 同比增长 15.4% 达 3323 亿元, 均符合一致预期。公司持续深化内容场和泛货架场的协同, 泛货架 GMV 持续超大盘增长, 商城场域日均动销商家同比增长超 40%; 短视频电商 GMV 亦实现同比增长超 40.0%。我们预计 Q2 公司电商业务将继续保持稳健增长。 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年经调整净利润预测 200/245/296 亿元, 对应 PE 为 11/9/7x, 维持“买入”评级。 风险提示: 市场竞争风险, 消费不及预期, 商业化不及预期

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖
 证券分析师: 郭若娜)

九毛九 (09922.HK): 优化门店, 梳理提质

投资要点 2024 年同店承压主要系外因 (餐饮平淡、消费力掣肘)、内部调整共同作用的结果。分品牌看, 2024 年九毛九/太二/怂火锅同店收入同比分别-13%/-19%/-32%, 九毛九由于客单价较低 (2024 年九毛九/太二/怂火锅客单价分别为 55/71/103 元), 受到经济下行影响相对更小。此外, 开店节奏、菜品丰富度、预制菜舆论及装修风格亦对经营产生短期影响。虽多歧路, 但公司调整积极, 边际改善: (1) 优化门店模型: 整改装修, 整体更加温馨时尚, 更加适配家庭聚餐等场景; (2) 优化菜单结构: 更换非核心菜品, 增加活鱼到店、门店现杀, 以及热炒类、特色小吃甜点等。门店调改以太二先行, 新店型表现可喜, 趋势向好, 后续怂火锅、九毛九或考虑升级调改。 优化门店, 梳理提质。有别于前序积极的拓店策略, 2024 年以来公司放慢扩张脚

步，侧重调改升级、梳理闭店，我们认为闭店或带来门店端经营利润率的直接提升。2024 年归母净利润 0.56 亿元，受非经包括减值计提、汇兑损益、政府补助等因素扰动，核心经营利润为 2.52 亿元，我们认为 2025 年有望迎来修复：（1）关闭经营利润率为负的门店，收窄亏损；（2）优化后新的门店模型有望贡献增量、改善门店结构及盈利水平。供应链布局陆续落地，打开中长期天花板。2025 年广州南沙供应链（中央厨房）有望投入使用，2026-2027 年期待上海、重庆等其他地区供应链布局，而后考虑加速门店的省外扩张蓝图。盈利预测与投资评级：基本面底部或已现，公司积极梳理调整，且趋势向好、拐点可期。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 1.35/1.64/2.03 亿元，同比增速分别为 142.37%/20.97%/24.05%，EPS 分别为 0.10/0.12/0.15 元，对应当前 PE23.39x、19.33x、15.59x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁）

小米集团-W(01810.HK): 2025 年一季度业绩点评: 各业务表现亮眼, 看好 IoT 与汽车持续增厚业绩

关键词: #高端化、#新产品 投资要点 事件: 公司发布 2025 年一季度业绩: 营收 1112.9 亿元, 同比+47.4%, 环比+2.1%, 创历史新高; 调整后净利润 106.8 亿元, 同比+64.5%, 环比+28.4%, 营收及净利润均创历史新高; 毛利率 22.8%, 同比+0.5pct, 环比+2.2pct。创新业务: 汽车毛利率再度提升, AI 扩大场景优势。25Q1 汽车实现营收 185.8 亿元, 环比+11.5%, 分部亏损收窄至 5 亿元; 毛利率 23.2%, 环比+2.8pct 再创新高。SU7 系列交付量达 75869 辆, 环比+8.9%; 汽车销售门店扩至 235 家, 覆盖 65 个城市。公司依托产品力、供应链能力及爆品模式实现行业领先的毛利率, 并有望随销量提升、新品发布后产品结构优化继续提升。公司维持 25 年 75 亿研发费用投入 AI 的指引, 2025M4 公司开源首个推理大模型 Xiaomi MiMo 性能表现优异, 公司有望利用丰富的数据场景, 不断优化迭代产品与服务提升用户体验。手机市占率重回第一, 高端化持续推进。25Q1 手机实现营收 506.1 亿元, 同比+8.9%, 环比-1.4%; 毛利率 12.4%, 同比-2.4pct, 环比+0.4pct。25Q1 手机出货量 41.8 百万台, 同比+3.0%。市占率稳步提升, 全球市占率同比+0.3pct 至 14.1%维持第三; 中国市占率同比+4.7pct 至 18.8%重回第一; 线下渠道市占率同比+3.2pct 至 12.1%。高端化持续推进, 25Q1 手机 ASP 同比+5.8%至 1211 元; 中国市场 3000 元以上手机出货量占比同比+3.3pct 至 25.0%; 4000 元以上价位市占率同比+2.9pct 至 9.6%。继自研操作系统后, 公司在芯片领域的突破有望进一步打开产品力天花板, 助力高端产品立足 4000-6000 元价格带, 我们看好公司后续继续践行提份额+高端化路线。空冰洗及平板等延续高增, 新零售驱动增长。25Q1 IoT 实现营收 323.4 亿元, 同比+58.7%, 环比+4.8%; 毛利率 25.2%, 同比+5.3pct, 环比+4.7pct。25Q1 空冰洗出货量超 110/88/74 万台, 同比增速超 65%/+65%/100%, 推动科技家电收入同比+113.8%, 平板电脑销量同比+56%达 310 万台, 首次位列全球第三。目前公司新零售店已扩至 1.6 万家, 25 年底有望实现 2 万家, 我们认为 IoT 与生活消费产品业务有望在“人车家”生态赋能及海内外销售渠道不断完善背景下持续助力业绩增长。盈利预测与投资评级: 我们认为公司手机×AIoT 业务将持续受益于高端化及全球化布局, 汽车业务将凭借领先的产品号召力、供应链管理能力、产能部署能力持续提高市场地位。我们将公司 2025/2026/2027 归母净利润上调至 396/534/659 亿元, 2025 年 5 月 29 日收盘对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 32/23/19 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧, 宏观经济波动,

下游需求不及预期。

(证券分析师: 张良卫 研究助理: 李博韦)

金山软件 (03888.HK): 【勘误版】2025Q1 业绩报点评: 关注《解限机》上线进展, 办公聚焦 AI、协作和国际化

投资要点 事件: 2025Q1 公司实现营业收入 23.38 亿元, yoy+9.41%, qoq-16.28%, 归母净利润为 2.84 亿元, yoy-0.24%, qoq-38.32%。 游戏业务: 存量产品稳健运营, 期待《解限机》上线表现。2025Q1 公司网络游戏及其他收入为 10.37 亿元, yoy+13.71%, qoq-19.73%, 占收入比 44.33%, 收入同比增长主要系《尘白禁区》《剑网 3》贡献收益, 环比下降主要系《剑网 3》Q1 商业化内容发布较少所致。展望后续, 我们看好公司存量产品延续长线运营, 2024 年 6 月《剑网 3 无界》推出, 有效促进《剑网 3》用户增长和活跃度提升, 看好公司持续更新迭代游戏内容,《剑网 3》《尘白禁区》等存量产品有望稳健贡献业绩, 新游方面, 科幻机甲射击游戏《解限机》测试期间 Steam 同时在线人数最高超 31.7 万人, 产品计划于 2025 年夏季上线, 持续关注产品定档节奏、上线表现, 看好《解限机》成为公司新品类新赛道的一大突破。 办公业务: 持续聚焦 AI、协作、国际化, 关注出海进展。2025Q1 公司办公软件及服务收入 13.01 亿元, yoy+6.21%, qoq-13.30%, 占收入比 55.67%, 收入同比增长主要系 WPS 个人和 WPS 365 业务增长, 部分被 WPS 软件业务下滑所抵消, 环比下降主要系 WPS 软件业务的减少。WPS 个人业务收入稳健增长主要得益于以提升 AI 活跃用户数为核心的运营策略以及丰富的会员权益, 驱动用户基数及付费用户数增长, WPS 365 业务增长主要来自公司持续助力组织级客户实现数智化办公, 并加速覆盖民营企业及地方国企。WPS 软件业务的减少主要受信创 2025 年新采购流程影响。截至 2025Q1, 公司办公软件主要产品月活跃设备数为 6.47 亿, 同比增长 8%, 环比增长 2%。展望后续, 公司将聚焦 AI、协作和国际化, 期待海外 WPS 个人业务通过本地化运营及差异化功能, 有望快速增长贡献增量。 持续研发投入, 推进 AI 及新游品类开发。2025Q1 公司研发、销售、管理费用分别为 8.28、3.40、1.60 亿元, yoy+16.14%、30.30%、0.01%, qoq+13.34%、+0.06%、+4.96%, 其中研发费用同比增长主要系员工人数及 AI 相关开支的增加, 以支持金山办公集团发展 AI 及协作能力, 以及游戏新品类投入, 环比增长主要系人员相关开支 (包括计提的绩效奖金) 增加所致, 销售费用同比增加主要系新游推广所致。 盈利预测与投资评级: 我们维持此前盈利预测, 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.33/1.65/1.95 元, 对应当前股价 PE 分别为 24/20/17 倍。我们看好公司双主业稳健发展, 期待游戏新品类新赛道突破, 办公 AI 及出海持续落地, 维持“买入”评级。 风险提示: 存量流水下滑风险, 新游流水不及预期风险, 办公业务进展不及预期风险, 行业监管风险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖

证券分析师: 陈欣)

美团-W (03690.HK): 2025Q1 业绩点评: 业绩超预期, 竞争干扰短期业绩但长期影响有限

投资要点 业绩超预期: 美团 25Q1 实现营业收入 865.57 亿元, 同比增长 18%, 经调整净利润 109.49 亿元, 业绩好于彭博一致预期。 核心本地商业利润好于预期, 新业务减亏趋势延续。核心本地商业 Q1 收入 643 亿(yoy+17.8%); 运营利润为 135 亿(yoy+39.1%), 经营利润率同比提升 3pct 至 21.0%。新业务 Q1 收入 222 亿(yoy+19.2%); 运营亏损同比收窄至 23 亿, 运营亏损率同比收窄 4.6pct 至 10.2%, 略好于彭博一致预期。 核心本地商业: 预计 Q2 利润受到竞争扰动, 长期格

局无虞。1) 餐饮外卖: Q1 维持健康增长, 用户黏性及购买频次有所提升, 尤其是中高频用户。同时公司继续改善生态环境, 计划在未来三年投入 1000 亿元推动行业高质量发展。虽然 4 月份以来京东外卖入局给行业格局带来扰动, 我们预计公司 Q2 外卖业务利润同比有所下滑; 但长期公司在履约、供给和运营效率上的优势显著, 我们看好公司保持行业领先地位。2) 闪购: Q1 继续高增, 交易用户总数超过 5 亿人, DAU 峰值接近 650 万人。Q1 非餐品类订单同比增长超过 60%, 情人节当天订单量同比增长接近翻倍。供给进一步拓展, 闪电仓数量及订单占比持续提升。我们继续看好即时零售业务的增长潜力。3) 到店酒旅: 行业线上化率稳健提升, GMV 及利润均保持较快增长, 其中低线城市增长强劲。酒旅方面, 「美团会员」推出以来公司升级更多酒旅方面会员权益, 有效强化在酒旅行业品牌认知, 带来更多交叉销售。在需求更加追求性价比、公司业务间协同和会员体系价值进一步增强的背景下, 我们继续看好公司到店酒旅业务长期保持较快增长。新业务: Keeta 出海成效显著, 看好长期成长空间。Q1 社区团购继续优化效率减少亏损, 部分被海外业务 Keeta 投入加大所抵消。Keeta 进展顺利, 已成为中国香港地区最大的外卖平台, 在沙特覆盖全部 9 个人口超百万的城市并迅速跃升为当地备受欢迎的餐饮外卖平台之一。同时公司将在未来 5 年投资 10 亿美元以进军潜力巨大的巴西市场, 并逐步在全球拓展即时配送业务。我们看好公司在国内积淀的外卖业务能力在海外复用, 打开长期业绩和估值想象空间。盈利预测与投资评级: 考虑到短期外卖行业竞争对公司利润的影响, 我们将公司 2025-2027 年经调整利润由 480/610/777 亿元下调至 434/541/684 亿元, 对应 2025-2027 年经调整 PE 为 18/15/12 倍, 我们看好公司核心业务和海外长期空间, 维持“买入”评级。风险提示: 消费不及预期, 减亏不及预期, 出海不及预期, 竞争格局恶化

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 郭若娜)

香飘飘 (603711): 官宣新代言人, 品牌建设持续强化

投资要点 事件: 5 月 27 日, 香飘飘旗下 Meco 杯装果茶宣布时代少年团为品牌代言人, 并发布主题短片《时代在召唤》。加速布局年轻消费市场, 持续推新贡献增量。公司近年通过现代化营销手段持续激发品牌力, 包括线下快闪店、线上小红书等平台种草, 本次代言人引流和销量推动作用较为显著, 官宣当日部分线上平台产品售罄, 抖音开播 10 分钟登顶冲饮榜 Top1, Meco 主打“真果汁+真茶汤”, 我们认为, 时代少年团青春无畏的形象与品牌“真品质、敢创新”理念高度契合, 新代言人官宣和 618 大促双重催化下, 预计销量有望进一步抬升。此外, 公司茉莉新口味已在线上线下试销、铺货, 目前反馈较优, 且目前已开发出专供餐饮产品在湖州、杭州进行试销, 考虑 1 则产品杯装形态和产品口味佐餐适配度较高 (如火锅、烧烤等场景的产品解腻效果), 2 则当前产品渠道价值链可跑通, 未来餐饮渠道销售潜力十足。积极开拓国际市场, 东南亚地区潜力充足。公司较早成立独立海外业务部门, 销售地域以泰国、越南等东南亚国家及中国台湾和中国香港等地区为主, 并逐步拓展至美国等北美国家, 业务模式主为产品小范围试销。考虑东南亚国家地理环境和消费基础 (天气炎热、甜食偏爱度高), 预计未来公司海外产品布局以饮料为主, 同时公司考虑通过产品口味及内容物调整使其更符合当地消费者偏好。根据灼识咨询, 东南亚现制饮品市场规模将以 19.8% 的复合增速从 2023 年 201 亿美元增至 2028 年 495 亿美元, 在全球市场中增速最快, 公司 Meco 果茶杯装形态和产品口味不输现制茶饮, 且品质把控更为严格, 参考现制茶饮出海逻辑, 亦具备海外市场发展潜力。盈利预测与投资评

级：我们维持 2025-2027 年归母净利润为 2.6、3.0、3.2 亿元，分别同比+2.5%/15.2%/+8.1%，当前市值对应 PE 为 22/19/18 倍，期待后续收入逐步恢复，维持“增持”评级。风险提示：行业竞争加剧，成本费用支出超预期，新品推广不及预期，食品安全问题。

（证券分析师：苏钺 研究助理：于思淼）

南亚新材(688519)：高端覆铜板领跑行业复苏，南亚新材成长加速度
投资要点 覆铜板行业领军企业，近年盈利能力稳步提升。南亚新材成立于 2000 年，从事覆铜箔板和粘结片等复合材料及其制品设计、研发、制造及服务。2024 年起，公司加强内部管理，降本增效，产能持续扩张，随着通讯、服务器、AI 等市场的发展与深化，高端产品放量，业绩逐步改善，盈利能力稳步提升：2024 年，公司实现营业收入 33.62 亿元，同比增长 12.70%，实现归母净利润 5032.02 万元，扭亏为盈；2025 年 Q1，公司实现毛利率 9.97%，同比+1.67pct，实现销售净利率 2.22%，同比+0.68pct。覆铜板行业兼具周期性和成长性，AI 高景气带来新机遇。覆铜板产业链上下游特性导致覆铜板行业周期性波动，当下周期呈修复态势：上游原材料价格稳中有升，覆铜板销售单价提高；下游主要产品需求回暖，推动覆铜板需求增长。同时 AI 产业蓬勃发展，为高频高速覆铜板成长注入新的动力，带来结构性成长机遇：AI 服务器持续升级，覆铜板单机价值量提升显著；800G 交换机将迎来大规模放量，为高频高速覆铜板价值量提升赋能。公司全品类布局，受益行业周期性回暖和结构性成长双重机遇。公司高端覆铜板产品矩阵完善，随着 AI 服务器、交换机和路由器等硬件需求有望大幅提升，公司有望实现高频高速覆铜板规模放量，带来业绩成长新增长极。此外在普通板系列、无卤板系列、无铅板系列等基本盘业务方面，我们认为随着覆铜板行业周期性修复，整体销售额有望迎来扩张，带动公司业绩提升。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025/2026/2027 年实现营业收入 51.36/70.01/81.62 亿元，归母净利润分别达到 2.88/5.50/8.55 亿元，归母净利润同比增速达到 473%/91%/56%，2025-2027 年归母净利润对应 5 月 27 日 PE 倍数为 28/15/9 倍。可比公司方面，目前 A 股覆铜板企业主要包括生益科技、南亚新材、华正新材及金安国纪，但目前暂无华正新材及金安国纪盈利预测，万得一致预期下，生益科技 2025-2027 年归母净利润对应 5 月 27 日 PE 倍数为 23/19/15 倍，考虑公司高端覆铜板逐步放量带来的成长性，我们认为南亚新材应享有估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，上游原材料波动影响成本，市场竞争加剧。

（证券分析师：陈海进 研究助理：解承堯）

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>