

2025 年 5 月 21 日 星期三

分析师推荐

【东兴商社】黄金珠宝行业：金价上行带来业绩分化，关注行业发展新趋势（20250520）

金价上行压抑黄金珠宝消费需求，行业 2024 年度和 2025 年一季度收入和业绩表现较弱，港股公司表现好于 A 股公司。2024 年 A 股黄金珠宝行业营收同比下降 4.73%，归母净利润同比下降 17.75%。A 股+港股黄金珠宝行业营收同比增长 3.28%，归母净利润同比增长 9.87%。根据中国黄金协会数据，上海黄金交易所 Au9999 黄金价格全年上涨 27.87%，催生黄金投资需求但压抑消费需求，行业收入和利润表现整体偏弱，但港股公司表现明显好于 A 股公司。2025 年一季度 A 股黄金珠宝行业营收同比下降 25.22%，归母净利润同比增长 3.46%。2025 年 Q1 金价延续上行态势，行业收入表现疲软，但受益于部分公司利润端改善明显，行业整体盈利能力有所恢复。

行业内公司业绩表现分化严重，金价持续上行总体来看对消费的需求影响是负向的，但仍有部分公司取得较快的业绩增长表现，我们将业绩表现较好的公司分为两大类：（1）投资金条产品占比高因此受益于金价上行的公司——莱百股份。公司贵金属投资产品营收 129 亿元，同比增长 45.28%。（2）品牌属性更强、产品差异化设计的公司——老铺黄金、潮宏基、曼卡龙等。这些品牌的产品设计属性更强，通过打造出具有差异化设计和卖点的大单品，从而形成独特竞争优势。与此同时，设计属性较强的产品更多为一口价销售模式，而非克重+加工费模式，在金价持续上行的背景下更具性价比和吸引力。

通过对比各公司经营和业绩表现，我们总结近 1-2 年来在金价持续上行背景下，行业呈现以下几大趋势：

金价上行通道中，渠道的驱动性减弱，产品和品牌的重要性提升。行业拓店速度明显减慢，2024 年部分公司如中国黄金、周大生、老凤祥等甚至出现了门店总数量下降的情况。传统依靠拓展渠道拉动增长的模式不再可行，新环境对品牌的产品设计、工艺打造等提出更高要求。

高端品牌引领行业孵化出新模式，探索出品牌化发展之路。以老铺黄金为代表的品牌的崛起，带领行业探索出新的商业模式，即从传统的黄金贸易商转变为品牌商。老铺的崛起是对黄金珠宝行业走品牌化和高端化发展之路的有益探索和成功验证，或有望带动行业整体向品牌化方向发展。

消费客群年轻化和消费的情绪化持续显现，与黄金加工技术的提升同频共振。年轻客群占比快速提升，且黄金珠宝消费的悦己属性持续增强。黄金制造工艺的突破性进展以及产品设计的持续创新，使得黄金产品在时尚度和设计感上实现了质的飞跃，与消费客群的年轻化趋势实现了同频共振。

展望未来，金价：各国央行购金需求旺盛有望对金价长期上行形成支撑，但

本期编辑

分析师：刘田田

010-66554038

执业证书编号：

liutt@dxzq.net.cn

S1480521010001

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
002436.SZ	兴森科技
09992.HK	泡泡玛特
300496.SZ	中科创达
300547.SZ	川环科技
600519.SH	贵州茅台
601168.SH	西部矿业
603605.SH	珀莱雅

数据来源：《五月金股汇》2025 年 04 月 28 日，东兴证券研究所

中短期看，金价或在小幅回调后呈现大幅震荡走势，后续还要关注 90 天关税豁免期结束后各国的贸易政策和美联储降息预期等。黄金珠宝消费：金价的急速上行暂告一段落，其对黄金珠宝消费需求的压制或有所缓解，但考虑到金价仍在相对高位，消费者或仍持观望态度，投资类消费需求表现或持续好于消费类需求表现，部分产品力和品牌力强的品牌仍有望延续较好表现。

投资策略：（1）金价持续上行背景下，行业呈现新的发展趋势和增长逻辑，一方面，黄金产品的保值属性凸显，持续拉动以投资金条为代表的具有投资保值属性产品销售增长，具有高性价比属性、投资类产品占比较高的品牌或有望受益，获得较好的销售增长；另一方面，产品设计能力和品牌力的价值被放大，渠道的驱动作用减弱，品牌化发展道路也得到了有益探索，具有差异化定位、较强产品研发设计能力的品牌或能持续走出独立行情。（2）长期看，居民消费水平提高，黄金工艺改进以及国潮崛起背景下国货黄金珠宝行业增长动力十足，看好技术领先，品牌力打造能力较强的品牌。

风险提示：金价走势的不确定性、黄金珠宝消费需求疲软、市场竞争加剧。

（分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038，分析师：魏宇萌 执业编码：S1480522090004 电话：010-66555446）

【东兴交运】快递 4 月数据点评：通达系单价继续下探，但“以价换量”效果或开始减退（20250520）

事件：4 月全国快递服务企业业务完成量 163.15 亿件，同比增长 19.1%。通达系总部单票价格继续下探。

点评：

淡季需求端偏弱，顺丰延续高增长：4 月全国快递服务企业业务完成量 163.15 亿件，同比增长 19.1%。行业处于淡季，需求端偏弱，导致虽然通达系单价下探，但件量增速依旧环比略降。分类型看，4 月同城件业务量同比增长 8.4%，异地件业务量增长 20.0%。

顺丰业务量近期明显增长，4 月顺丰业务量增速提升至 30.0%，高于其他通达系上市公司。结合其单票收入的下降，可以看出顺丰将业务向电商件延伸，承接了更多高端电商件的业务。4 月顺丰市场份额同比提升 0.7pct。

通达系中，圆通、申通增速高于行业均值，其中圆通增速较高，可以看出圆通近期对于市场份额的诉求较为强烈，4 月圆通市场份额同比提升 0.8pct；韵达虽然单价还在下探，但业务量增速低于行业均值，市场份额下降 0.7pct。

通达系总部单票收入继续下探：价格方面，价格竞争依旧激烈。申通、韵达与圆通 4 月单票收入同比降幅分别为 3.9%、6.8%和 7.0%。环比看，申通、韵达与圆通 4 月单票收入分别环比下降 0.04 元、0.05 元和 0.04 元/票，其中

韵达单票收入水平再创新低，申通也已经很接近 21 年 8 月时 1.95 元/票的最低值，圆通单票收入也降至 22 年以来最低水平，可见行业目前的价格竞争激烈度还在提升。顺丰 4 月单票收入同比下降 13.9%，环比下降 2.4%，我们认为主要系公司拓展物流场景，电商件占比上升，导致件均收入有所下降。

“以价换量”难以长期维持，边际效应递减：从通达系 4 月的表现来看，我们认为目前低价件领域“以价换量”策略表现出一定程度的边际效应递减，表现为件量增速与单票收入双降。在价格战烈度持续提升的情况下，行业对价格敏感型客户的挖掘已经较为充分，继续降低价格能够带来的增量需求可能已经较为有限。若低价件领域由增量市场向存量市场转变，则行业中长期的竞争逻辑或将有所改变。

但即使行业需求端发生一定变化，价格战在近期出现缓和的概率也不大。考虑到行业龙头需要通过持续的价格战将自身竞争优势转化为市场份额，我们预计价格竞争激烈度在未来几个月还会维持较高水平。

投资建议：随着行业竞争的加剧，电商件内部的分化已经较为明显。低端电商件领域，单纯的成本优势能够为企业带来利润贡献会越来越有限，而中高端的电商件对服务质量提出更高的要求。行业的变化在倒逼企业重视服务质量，走向转型升级的道路，“生存靠份额，赚钱靠服务”会是行业趋势。因此我们建议重点关注服务品质领先的行业龙头中通和圆通。

风险提示：行业价格战加剧；人力成本攀升；政策面变化等。

（分析师 曹奕丰 联系方式：021-25102904 执业证书编号：S1480519050005）

重要公司资讯

1. 美力科技：长江资本和王光明计划在公告披露之日起 3 个交易日后的 3 个月内，通过集中竞价或大宗交易方式减持公司股份。长江资本拟减持不超过 568.99 万股，占公司总股本比例 2.6957%。王光明拟减持不超过 446.18 万股，占公司总股本比例 2.1138%。减持原因均为自身资金需求。（资料来源：同花顺）

2. 粤桂股份：公司拟向特定对象发行 A 股股票，募集资金总额不超过 9 亿元，用于 10 万吨/年精制湿法磷酸项目、下太石英矿开发建设项目、云硫矿业碎磨系统大型化项目。发行对象为不超过 35 名符合条件的特定投资者。该议案尚需提交公司股东会审议。（资料来源：同花顺）

3. 九华旅游：公司拟向特定对象发行 A 股股票，发行对象包括控股股东文旅集团在内的不超过 35 名特定投资者。文旅集团拟以现金方式认购股份总数不低于本次发行总股数的 32%，认购价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价的 80%。本次发行股票数量不超过发行前总股本的 30%，即不超过 3320.4 万股。募集资金将用于九华山狮子峰景区客运索道项目、聚龙大酒店改造项目、中心大酒店北楼客房升级改造项目及交通设备提升项目。（资料来源：同花顺）

4. 哔哩哔哩:2025年第一季度净营业额总额达人民币 70.03 亿元(9.65 亿美元), 同比增加 24%。其中, 广告营业额为人民币 19.98 亿元(2.75 亿美元), 同比增加 20%; 移动游戏营业额为人民币 17.31 亿元(2.39 亿美元), 同比增加 76%。毛利润为人民币 25.39 亿元(3.50 亿美元), 同比增加 58%。经调整净利润为人民币 3.62 亿元(49.8 百万美元), 去年同期则录得经调整净亏损人民币 4.56 亿元。(资料来源: 同花顺)

5. 华懋科技:因筹划发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金, 公司股票及可转债自 2025 年 5 月 21 日起停牌, 预计停牌时间不超过 10 个交易日。交易标的资产包括深圳市富创优越科技有限公司 19.4519%股权、深圳市润锐科技有限公司 100%股权及深圳市富创优越壹号企业管理合伙企业(有限合伙)100%出资份额。交易完成后, 华懋科技将直接及间接持有富创优越 100% 股权。。(资料来源: 同花顺)

经济要闻

1. 人民财讯:全国多地加大生育养育保障力度, 研究建立育儿补贴制度。5 月 20 日,《长春市提振消费专项行动实施方案(征求意见稿)》公开征求意见, 提出加大生育保障力度, 落实国家育儿补贴和全省二孩、三孩生育奖励。支持普惠托育服务发展, 对差额补助公办托育服务机构, 长春市城区按 2400 元/年/孩补助, 其他地区按 1800 元/年/孩补助; 对自收自支类公办、普惠民办托育服务机构, 长春市城区按 3600 元/年/孩补助, 其他地区按 2400 元/年/孩补助。同时, 陕西省神木市政府官网 5 月 20 日印发《神木市生育补贴、育儿补贴实施方案(试行)》, 生育二孩的家庭, 给予一次性生育补贴 5000 元; 生育三孩的家庭, 给予一次性生育补贴 10000 元。生育二孩的家庭, 每年给予 3000 元育儿补贴, 发放至孩子 2 周岁; 生育三孩的家庭, 每年给予 10000 元育儿补贴, 发放至孩子 3 周岁。(资料来源: 同花顺)

2. 成都发改委:成都市发展和改革委员会等 6 部门印发《2025 年成都市提振消费专项行动实施方案》。其中提到, 促进入境消费升级。提升入境旅游环境的国际化水平, 加快天府国际机场“乐游成都”咨询中心建设, 推动市内重点景区景点、商圈商街提升语言服务水平, 提升重点餐饮企业双语菜单覆盖率, 开设境外熊猫旅游驿站 30 个。持续完善境外来宾支付服务中心功能, 重点区域实现外币兑换点(机)全覆盖, 组织支付宝、财付通更大规模投放移动支付服务指南, 服务境外消费者快捷使用移动支付。发展免税经济, 推动市内免税店年内建成投运, 推广“即买即退”商店, 持续优化离境退税服务流程。加大退税政策宣传推广力度, 进一步提升境外旅客离境退税便利度和满意度。(资料来源: 同花顺)

3. 商务部:中国—东盟经贸部长特别会议 5 月 20 日以线上方式举行, 双方经贸部长共同宣布全面完成中国—东盟自贸区 3.0 版谈判。3.0 版谈判于 2022 年 11 月启动, 历经近两年时间、9 轮正式谈判, 于 2024 年 10 月实质性结束。在各国经贸部长全力协调和共同推动下, 双方全面完成谈判, 向签署升级议定书的目标又迈出关键一步。(资料来源: 同花顺)

4. 商务部:商务部部长助理唐文弘在国新办新闻发布会上表示, 2024 年, 中非贸易额达到了 2956 亿美元, 同比增长了 4.8%, 连续第 4 年创历史新高。中国连续 16 年保持非洲第一大贸易伙伴国地位。其中, 中国自非洲进口 1168 亿美元, 增长 6.9%, 对非洲出口 1788 亿美元, 增长 3.5%。(资料来源: 同花顺)

5. 商务部:支持非洲国家用足用好 100%税目产品零关税政策。国务院新闻办今天举行新闻发布会, 商务部有关负责人表示, 将支持包括 33 个非洲国家

在内的所有与中国建交的最不发达国家用足用好 100%税目产品零关税这一优惠政策，共享中国大市场带来的发展机遇。据介绍，零关税政策自去年 12 月 1 日启动到今年 3 月，中国自非洲最不发达国家进口额达 214.2 亿美元，同比增长 15.2%。去年 9 月中非合作论坛北京峰会闭幕以来，已经有赞比亚大豆、尼日利亚花生等 18 个非洲国家的 22 种农产品新获得输华准入。(资料来源：同花顺)

6. 中国金融时报：5 月 20 日，新一轮存款降息来袭，包括工行、中行、建行等多家银行纷纷下调了活期存款、定期存款以及通知存款等多个产品利率。随着银行存款“降息潮”的延续，曾被视为“揽储利器”的大额存单产品，正在逐渐“失宠”。近期，有多家银行在调降定期存款利率的同时，也同步下调了大额存单产品利率。目前，大额存单产品即将全面迈入“1 时代”。(资料来源：同花顺)

7. 科创板日报：CINNO Research 数据显示，2025 年一季度国内消费级 AI/AR 眼镜市场销量达 9.6 万台，同比增长 45%。其中带屏 AR 眼镜(包含一体式和分体式)占据 80%市场份额，无屏 AI 眼镜占比达 20%，市场呈现显著结构性分化特征。(资料来源：同花顺)

8. 新浪财经：摩根士丹利上调了中国股市的指数目标，因结构持续改善以及关税和盈利方面的最新积极进展，对 MSCI 中国指数、恒生指数、恒生中国企业指数和沪深 300 指数 2026 年 6 月基准情景指数目标分别为 78 点、24500 点、8900 点和 4000 点。(资料来源：同花顺)

9. 新浪财经：根据 TrendForce 集邦咨询最新统计，2025 年第一季全球纯电动车 (BEV)、插电混合式电动车 (PHEV) 和氢燃料电池车等新能源车合计销量达 402 万辆，年增 39%，新能源车占第一季全球汽车销售比例为 18.4%。(资料来源：同花顺)

10. 央视新闻：外媒记者提问，欧委会昨天表示，将计划对进入欧盟的小包裹征收 2 欧元的税，这些包裹大多来自中国。欧委会认为这些包裹对欧盟的管控和安全构成了新的挑战。中方对此有何评论？毛宁对此回应，具体的问题建议你向中方的主管部门了解。我可以告诉你的是，中方始终认为，营造一个开放包容的国际贸易环境，符合各方的共同利益。我们希望欧方能够恪守开放的承诺，为中国企业提供公平、透明、非歧视的营商环境，为中欧经贸合作创造有利条件。(资料来源：同花顺)

每日研报

【东兴电力设备及新能源】光伏行业：24 年全行业盈利能力下滑，抢装带动 25 年 Q1 业绩回暖——24 年年报及 25 年一季报业绩综述（20250520）

24 年光伏全行业营收下滑盈利转负，25 年 Q1 亏损幅度环比缩减。随着行业供需错配，主产业链价格下跌，24 年光伏板块营收利润大幅下滑。24 年，光伏全行业实现总营业收入 8410.82 亿元，下滑 24.4%，实现归母净利润-347.98 亿元，下滑 140.0%。2024 年全年光伏行业毛利率中值 8.07%，同比下降 9.47 个百分点，净利率中值 0.22%，同比下降 5.49 个百分点，创下近年来低点。2025Q1 在政策带动的抢装下，行业需求排产复苏，带动业绩回暖，2025Q1 全行业实现归母净利润-68.38 亿元，环比减亏 72.2%，行业毛利率环比上升 1.91 个百分点至 6.76%，净利率环比上升 2.66 个百分点至-3.46%。

24 年主产业链全面由盈转亏，支架/逆变器板块逆势增长。2024 年，光伏板块收入普遍下滑，各细分领域中，仅银浆/铝边框/支架/焊带/逆变器实现营收正增长，收入同比增速分别为 39.6%/37.2%/31.4%/20.4%/6.3%，归母净利润方面，由于主产业链供需失衡，价格大幅下挫，硅料、硅片、电池、组件四大环节全面由盈转亏，而辅材由于竞争格局、供需情况好于主产业链，业绩表现也优于主产业链，其中支架/逆变器板块归母净利润增速分别为 40.4%/4.6%，实现逆势正增长。光伏支架板块营收与利润双增，因组件价格下跌释放海外集中式地面电站需求，24 年钢材等原材料价格趋稳，且行业公司稼动率提升，多重因素推高盈利能力。逆变器板块收入利润增长，一是凭借品牌、渠道、技术等竞争壁垒，行业高盈利维持；二是企业多布局储能 PCS 或系统集成，受益储能高景气，储能业务成业绩增长关键动力。

25 年 Q1 抢装带动光伏业绩环比回暖，焊带/接线盒/胶膜等边际改善领先。2025 年 Q1，各细分领域中，接线盒/电池片/玻璃/银浆板块实现营收正增长，收入环比增速分别为 21.7%/17.0%/5.3%/2.5%，归母净利润方面，Q1 主产业链价格有所修复，带动硅料、硅片、电池、组件四大环节分别环比减亏 32.7%、65.5%、79.3%、52.8%。而辅材改善幅度更大，焊带/接线盒/胶膜/金刚线/光伏玻璃等净利润环比增长 313.5%/194.9%/169%/98.4%/94.5%，其中焊带/接线盒/胶膜改善幅度领先。主要是焊带、接线盒、胶膜作为组件封装的关键辅材，在主产业链触底的背景下，这些细分的盈利能力受到压制，业绩处于微利或微亏状态。25 年 Q1 在抢装的带动下，行业排产上行，组件封装类辅材的需求弹性较好，配合上游原材料价格保持相对稳定，成本端压力减轻，共同驱动净利润改善。

投资策略：新政驱动了“531”光伏抢装，使得当前产业链的价格略有回升，边际上将带来产业链上下游各环节的利润修复。但由于抢装是下半年的需求前置，新政实施后，电价的不确定性叠加整体上网均价的下降预期，或使得下半年分布式项目投资意愿大幅下降，且当前来看，整体产业链仍处于产能过剩的大格局之下，在需求没有大幅增长的背景下，落后产能出清尚待时日，产业链利润修复的力度和持续性仍有待观察。我们认为，一、技术迭代快的电池片和高启停成本的硅料环节，尾部产能有望加速出清；二、随着行业供给侧自律力度加码，优势辅材龙头也将受益；三、关注需求高景气的储能 PCS 领域。推荐关注阳光电源，相关标的德业股份也有望受益。

风险提示：需求端增长不及预期、行业竞争加剧超预期、公司成本/盈利改善不及预期、海外政策/地缘政治影响超预期。

资料来源：各公司财报、iFinD 一致预期、东兴证券研究所

(分析师：洪一 执业编码：S1480516110001 电话：0755-82832082 分析师：侯河清 执业编码：S1480524040001 电话：010-66554108 分析师：吴征洋 执业编码：S1480525020001 电话：010-66554045)

【东兴新能源光伏】国轩高科 (002074.SZ)：多项新品发布，固态电池产业化进程提速 (20250520)

事件：5月16-17日，公司举办国轩高科2025全球科技大会，在大会上集中发布包括“G垣”准固态电池、“启晨”二代电芯、“G行”重卡电池标准箱、“乾元智储”20MWh储能电池系统、Axtrem数智化解决方案与“金石”全固态电池共6款新品及产品进展情况更新。

点评：

公司固态电池产业化进程持续提速。本次公司科技大会上共发布2款固态电池技术相关产品，其中新发布的“G垣”准固态电池，采用197Ah方形电芯设计，电芯能量密度可达300Wh/kg以上，系统能量密度超235Wh/kg，搭载新能源车可实现1,000km续航里程，同时应用场景覆盖eVTOL、人形机器人等新领域，目前该产品已进入客户验证阶段，完成超5家客户电芯送样测试与超4家客户上车测试，搭载G垣准固态电池的“001”号样车总里程已经超1万公里；公司在大会上还宣布去年发布的硫化物“金石”全固态电池的产业化已取得明显进展，现阶段该产品电芯与电池能量密度分别可达350/280Wh/kg并且已开始装车路测。固态电池产品产能建设方面，公司已规划12GWh“G垣”准固态电池产能，同时首条0.2GWh全固态电池中试线已完成建设，该生产线由公司自主设计，核心设备国产化率100%，通过高精密涂布等关键技术实现产品良品率超90%，此外公司已全面启动第一代2GWh全固态电池量产线设计工作。我们认为公司当前已逐步进入固态电池技术的产业化落地阶段，与诸多客户开展前瞻性产品验证有望加速相关产品的商业化应用，公司有望在固态电池技术革新浪潮中维持领先地位。

产品矩阵升级，公司出货量有望维持高增。公司此次发布包括“启晨”二代电芯、“G行”重卡电池标准箱以及“乾元智储”20MWh储能电池系统等动力与储能多领域全新产品，其中“启晨”二代与“G行”两大产品分别针对乘用车与商用车领域续航与快充性能进行了迭代，并重点加强了循环寿命与安全性能，“乾元智储”储能系统凭借全球最大单舱容量与25年设计寿命等核心优势已获超6GWh在建与意向项目订单。公司凭借近年在产品矩阵维度的持续扩容升级，不断拓展全球优质客户，实现了产品出货规模的快速提升，根据动力电池产业创新联盟与SNEResearch数据，公司2025Q1中国与海外装机量增速+205%/108%市占率分别为5.0%与2.0%，同比+1.3/+0.8pct。我们认为相较过去产品单一集中配套于小型新能源车型，当前公司已具备覆盖多领域多车型的丰富产品体系，可充分满足下游客户多样化产品需求，结合自身在电池技术的持续创新，公司产品出货规模有望维持高增。

投资评级：公司在产品端的矩阵扩容与迭代升级有望为其持续带来利润增量，结合公司固态电池技术产业化进程的加速推进，以及海外布局逐步结果落地，未来公司竞争优势有望持续显现，我们看好公司的长期成长性，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：汽车与储能行业需求增长、公司与大众合作进度/大众销量、公司全球产能建设不及预期，原材料价格上涨、行业竞争加剧超预期等风险。

（分析师：洪一 执业编码：S1480516110001 电话：0755-82832082 分析师：吴征洋 执业编码：S1480525020001 电话：010-66554045 分析师：侯河清 执业编码：S1480524040001 电话：010-66554108）

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。