

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-05-15

宏观策略

2025 年 05 月 15 日

宏观点评 20250512：关税超预期下调，股债市场怎么走？

根据联合声明发表的最新关税政策，中美之间最高 145% 的关税在 5 月 14 日之前降至 30%（由 10% 的对等关税和 20% 的芬太尼关税组成），7 月 9 日视情况恢复至 54% 或再协商，91% 的报复性关税完全取消，出口的不确定性影响进一步降低。中美发布联合声明是一个较为重要的举措，关税商谈的进展顺利程度和发布效率远超市场预期。美国在此次对我方做出了较大让步后，后续的贸易框架协定有望在年内谈成。最终达成的完整版协议可能仍然将通过以打促谈的模式，也有可能再迎来具体行业的关税反复，需要观察未来针对部分产品名录的惩罚性关税和 232 调查最终的结果。本次谈判超预期的主要原因在于美国国内日渐增长的政治压力和经济压力。考虑到明年 11 月的中期选举投票，今年对其他主要贸易国家的框架协议将作为特朗普的“政绩”，7 月的缓和期到期后将进入框架协议的谈判高峰，时间较为紧迫。另外，关税冲突对经济数据的不确定性依旧高企，3 月美国商品和服务贸易逆差环比增长 14%，消费品进口创历史新高，美国消费品库存压力大，“抢进口”效应愈发明显，美国对于关税下降的诉求相对中国来说更为紧迫。风险提示：美国关税政策反复；欧洲及其他国家对中国施压；政策落地执行效率不及预期

宏观深度报告 20250512：新动能驱动“科特估”为资本市场“排头兵”

全球化定价权提升：随着年初以来中国科技企业在人工智能等领域取得系列重大突破，越来越多外资金融机构将目光聚焦中国市场。外资机构不只是发表看好的观点，有更多的外资机构已经增加中国股票持仓，并给予超配。与此同时，外资机构对 A 股科技公司的调研热情不断升温。今年以来，中国涌现出一批现象级的科技企业，来自人工智能、机器人、智能驾驶等不同领域的科技新动能正在发展壮大。A 股优质上市公司代表了中国经济发展的优势产业部分，在全球经济不确定性提升的背景下，低估值、高质量的 A 股上市公司成为了全球最关注的投资品。目前，境外投资者对中国企业的全球化战略和技术突破表现出高度关注，中国企业通过全球化布局、资本开支提升和科技水平的飞跃能够有效对冲全球贸易形势不确定性带来的负面影响，用稳健的业绩为经济发展提供持续的动力，进一步提升了中国科技企业的全球竞争力。同时，中国庞大的人口带来科技下游的消费应用市场提升空间广阔，线上购物、数字支付、平台经济等与广阔线下消费场景结合的市场是中国的发展强项，在人工智能技术的进一步突破下，科技消费有望成为中国企业的“第二增长曲线”。“科特估”的“含科量”范围划定：随着科技企业估值逐步提升，科技股的估值逻辑需要逐步从“渗透率驱动”转向“市占率与国产化率支撑”，后期通过业绩兑现消化高估值，头部企业也将因技术壁垒和订单增长获得持续溢价。因此，我们需要进一步筛选“含科量”更高的、公司发展持续性更强、盈利潜在增速更高、风险收益比合适的企业。因此，我们建议，从科技发展的主要产业入手，结合新质生产力范围进行“缩圈”，以人工智能为依托，从科技基础设施、数据要素、国际领先标准和 AI+ 应用生态方向入手，进一步收缩至“产业链安全”+“竞争力”+“业绩验证的可能

晨会编辑 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

性”三维度的筛选，在当前科技企业中加入“政府订单转化率”、“重要会议出席率”、“国产化率”、“人工智能相关度”、“业务模式成型”、“市场占有率连续提升”等多维度指标进行筛选，进一步识别“科特估”概念下的长期发展能消化估值的硬科技企业。 风险提示：（1）科技产业发展效率提升不及预期；（2）美国关税政策不确定性仍较高，中美关税谈判达成共识或需较长时间；（3）科技产业对下游行业的辐射影响有限。

宏观深度报告 20250512：地方国企债券融资都去哪了？——项目投资由基建地产转向科创

2025 年前 4 个月，地方国企“新增债券”用于股权或基金投资的规模同比增长 31.41%，用于基建或地产项目投资的规模同比减少 47.85%。此外，地方国企“新增债券”用于“科创领域投资”的规模及占比均明显提高。

海外周报 20250511：美国 4 月 CPI 前瞻：开始验收关税冲击幅度

核心观点：受中美贸易谈判初见进展、美英贸易协定初步达成提振影响，本周后半段，10 年美债利率回升至 4.378%，美元指数随之走强，美股跌幅收窄，黄金回调。本周公布美国经济数据显示“抢进口”效应下未来通胀预期再度抬升，5 月 FOMC 会议上 Powell 也强调关税带来的滞胀风险令美联储对降息将更加谨慎。向前看，我们预期关税冲击对 4 月 CPI 的预期影响尚不明显，而放眼整个 Q2，我们预期关税带来的价格抬升将一定程度被美国贸易商等部门分摊，减弱美国核心商品 CPI 的上行压力，同时居住、工资与能源通胀的回落将对其形成对冲，进而弱化 25Q2 美国 CPI 的上行压力。 风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

宏观量化经济指数周报 20250511：特别国债发行前置或推升 4 月社融增速

预计一揽子增量金融政策和 5 月份发行渐入高峰的政府债将继续推动二季度实体经济融资向好

固收金工

固收深度报告 20250514：债券“科技板”他山之石：从海外经验看我国科创债市场建设（市场现状篇）

我国科创债市场发展潜力：1）与海外科创债市场相比，我国科创债市场正处于发展的初级阶段，整体呈现市场体量不大、发行期限偏短、评级较高、发行主体集中于传统行业等特点，而美国作为成熟科创债市场的代表，其科创债期限分布较为均匀且相对集中于中长端，债项评级主要分布于中高评级且对低评级亦具有一定的包容性，科创债对于促进其高科技行业和新产业的发展与进步大有帮助。2）展望未来，随着我国科创债市场的不断完善，一方面在市场体量上或实现快速增长，另一方面在市场结构上或向美国等成熟海外市场靠拢，例如科创债发行期限预计将进一步拉长，发债主体信用资质预计将进一步多元化，发行主体中从事高科技行业、高新技术产业的企业数量预计将进一步增多，不仅助力资金期限与科创型企业较长的研发周期、投资回收期更为匹配，还可助力畅通科创型中小企业在资本市场的直接融资渠道，加快隶属科技创新领域的企业从成长到成熟的发展进程。 风险提示：数据统计偏差；海外市场衰退风险；债市超预期波动。

行业

推荐个股及其他点评

航天宏图（688066）：2024 年年报和 2025 年一季报点评：24 年业绩低于预期，积极拓展数据要素服务

考虑需求端影响，我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 1.10/1.62 元下调至 0.48/0.81 元，预测 2027 年 EPS 为 1.26 元。预计随着下游客户订单恢复，公司有望实现业务恢复，维持“买入”评级。

盛业（06069.HK）：拟配售引入战略股东，新业务拓展有望加速

公司所服务核心企业信用较高，新兴行业有望驱动未来持续的高增长，且平台收入占比持续提升，带来整体经营质量提升。我们看好公司深耕供应链金融及金融科技服务，带来业绩持续快速增长，本次配售落地后，战略投资人产业层面的合作也将加速公司新业务拓展，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20250512：关税超预期下调，股债市场怎么走？

事件 5月10日至11日，中美双方在瑞士日内瓦举行经贸高层会谈。会谈氛围是坦诚的、深入的、具有建设性的，取得了实质性进展，达成了重要共识。双方一致同意建立中美经贸磋商机制，就各自关切的经贸问题开展进一步的磋商。5月12日发布会谈达成的联合声明宣布，美国对中国24%的关税在初始的90天内暂停实施，同时保留按该行政令的规定对这些商品加征剩余10%的关税；采取必要措施，暂停或取消自2025年4月2日起双方的非关税反制措施。观点 根据联合声明发表的最新关税政策，中美之间最高145%的关税在5月14日之前降至30%（由10%的对等关税和20%的芬太尼关税组成），7月9日视情况恢复至54%或再协商，91%的报复性关税完全取消，出口的不确定性影响进一步降低。中美发布联合声明是一个较为重要的举措，关税商谈的进展顺利程度和发布效率远超市场预期。美国在此次对我方做出了较大让步后，后续的贸易框架协议有望在年内谈成。最终达成的完整版协议可能仍然将通过以打促谈的模式，也有可能再迎来具体行业的关税反复，需要观察未来针对部分产品名录的惩罚性关税和232调查最终的结果。本次谈判超预期的主要原因在于美国国内日渐增长的政治压力和经济压力。考虑到明年11月的中期选举投票，今年对其他主要贸易国家的框架协议将作为特朗普的“政绩”，7月的缓和期到期后将进入框架协议的谈判高峰，时间较为紧迫。另外，关税冲突对经济数据的不确定性依旧高企，3月美国商品和服务贸易逆差环比增长14%，消费品进口创历史新高，美国消费品库存压力大，“抢进口”效应愈发明显，美国对于关税下降的诉求相对中国来说更为紧迫。关税调降后，权益市场如何演绎？4月底以来，政治局会议召开定调全年经济政策措施，A股上市公司2024年年报和2025年一季报业绩基本披露完毕，5月初“一行一局一会”召开金融政策发布会后，主要指数在关税冲击下产生的缺口基本已经回补完毕。5月7日发布谈判消息至今日发布联合声明后，市场情绪将在短期内快速演绎拉升，风险偏好上行利好前期跌幅较多的出口链继续回补，情绪层面上科技板块会受到风险偏好的提升加速演绎。由于市场对关税缓和已有预期，超预期下降幅度的消化时间可能在1-2天内结束，后续的市场关注重点不再集中于海外变化，更倾向于国内的经济基本面状况。当前，随着关税政策的缓和，后续的出口数据有望延续高增，在其他托底政策的支持下，二季度有可能经济数据仍然能维持不错的增长，因此，市场对国内政策的预期可能有所下降，导致估值已有修复的市场再次进入到重新选择方向的轮动环境中，五月市场在利好落地后，可能仍然呈现震荡趋势。从当前的市场流动性来看，在主要的利空、利好都基本尘埃落定后，战略资金托底的预期可能也将进一步走弱，市场自发维持的流动性仍然能保持在1.2万亿左右的成交额，流动性相对较为充裕。公募基金行业的新规有望引导机构资金向大盘主流的沪深300和中证800基准的风格靠拢，而非机构资金交易的关注点可能仍然集中在自主可控和AI+等有发展空间的TMT行业中，5月市场风格可能将呈现大盘向指数基准靠拢、中小盘往TMT产业趋势靠拢的双边交易风格。中美贸易谈判取得实质性进展能否打破利率僵局？4月初关税政策风险结束一季度后半期中债利率的上行调整，分别从经济增长预期、货币宽松预期和风险偏好情绪三个方面推动利率快速下行，关键期限10年期利率应声下行至1.70%

以下并直至5月7日“降准降息”落地，也未能重新回到4月初的水平。5月中旬中美贸易谈判取得“实质性进展”，在风险偏好上形成“利多人民币股票、利多新兴市场汇率、压制债券”的组合，或短期推动利率上行，然而5月初货币政策落地“降准降息”后，债券市场面临的环境与4月份已然不同，风险偏好推升利率或迎来短期高点：（1）“降准降息”推动资金面走向宽松，在新“利率走廊”形式下，DR001的波动区间下移至“上限为1.90%、下限为1.20%”的范围内，隔夜回购利率一度下行至1.50%以下，同时央行在第一季度货币政策执行报告中对“择机”重启国债买卖的讨论，也令市场对短端走低、曲线走陡的预期显著升温，在“降准降息”后，资金面仍然是中长端利率走势的重要锚定，并且“降准”资金的投放和后续可能出现新一轮存款利率下调，均继续从“降负债成本”方面限制利率上行空间。（2）资金利率“年线”或继续构成10年期利率上行的“强阻力”，以7天期质押回购利率的250日均线为10年期利率做定位，一季度利率上行调整未能收复“年线”构成的阻力，5月8日“降息”10bps之后，7天期回购利率下行从边际上牵引“年线”保持下探的态势，从空间上压制10年期利率的调整空间。从“预期”角度看，中美贸易谈判的积极成果超出债券市场的预期，短期风险偏好情绪改善或推动利率上行，但是“降准降息”的政策效应尚未完全显现，或出现“宽资金引领短端利率下行、风险偏好短暂抬升长端利率”，收益率曲线或继续走向“陡峭”。风险提示：美国关税政策反复；欧洲及其他国家对中国施压；政策落地执行效率不及预期

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京 证券分析师：王洋）

宏观深度报告 20250512：新动能驱动“科特估”为资本市场“排头兵”
 新旧动能转换下，内需扩张迫在眉睫：关税战是一场遭遇战、持久战，全球需求承压：“遭遇战”之下，各国的应对方式和手段在贸易战后期的很长一段时间内都将影响各自经济增长的实际走向。中美的“大国之争”在美国内在经济问题和全球经济增长问题暂未得到明显缓解之前仍将持续，“关税战”可能将是一场“持久战”，作为以打促谈的手段，关税的议题可能将贯穿较长的时间周期。关税战不仅是短期的贸易摩擦，更对全球经济结构造成深远影响，进一步抑制全球投资与消费需求。科技产业经济占比提升，经济新动能打开内需新市场：截至2024年底，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重10%左右。2022年，中国的KTI制造业产出比2012年翻了一倍多，全球份额从2012年的22%增至2022年的34%。数字经济技术应用和数字产品制造是引领当前经济发展的主要方向，也是激发内需潜力、驱动产业创新、塑造发展新优势的主要抓手，而科技相关服务业目前占比相对低，与海外主流国家也存在一定差距，未来仍有广阔的提升空间。通过科技新动能为内需提供多样化的供给，既是应对全球产业链重构的战略选择，也是实现高质量发展的必由之路，科技消费正当时。“国产化”面临的内需空间广阔，“出口转内销”正在进行时：随着中国强力反制措施的落地，额外关税将会导致美国商品终端价格竞争力锐减，国内产品的国产化空间有望进一步打开。我国高科技产品和农产品的国产化空间有望进一步打开。近期，为助力外贸企业开拓国内市场，相关的部门、协会、企业已经纷纷开始行动。从假期期间市场火热程度来看，“出口转内销”的渠道已逐步打通，从“救急”转向常态化运营，外贸企业转内销逐见成效。科技赋能之下内需扩张的新路径 科技新动能的基础设施构建：科技基础设施构建不仅是技术问题，更是国家竞争力重塑的战略工程。经济层面来看，算力与

数据开放共享是数字经济增长的土壤与血脉，基础设施不完备将导致产业升级动力不足。安全层面来看，自主算力与可控数据流通体系是应对地缘政治风险的防护盾。抢占算力与数据规则制高点，构建“算力充沛、数据畅通、自主可控”的科技基础设施新体系，是我国从数字大国迈向数字强国的必经之路，将为高质量发展注入持久动能。

科技赋能产品全球竞争力提升：中国通过持续的研发投入、政策支持、产业链整合及全球化布局，在多个高科技领域实现了专利、销量与标准的全面领先。随着技术迭代加速和国际标准话语权提升，中国科技产品的全球竞争力将进一步提升。

AI应用的拓展与内需生态的整合：当前，AI+下游应用空间广阔，中国产品市场有待挖掘。科技及耐用消费品市场持续回升，以手机和穿戴设备为代表的个人消费电子场景成为市场增长的核心驱动力。智能家居、新能源汽车等产品的普及，使消费者从功能需求向体验需求转化。老年人口催生庞大的智能辅具、远程医疗等银发科技消费市场，年轻人群体则推动了电竞、虚拟现实（VR）等新兴市场快速增长。未来，技术创新突破与应用场景拓展有望形成科技消费的双轮驱动，人工智能、5G、量子计算等新领域的技术积累和创新突破为消费场景拓展奠定了基础，科技消费场景正在从传统的通讯、家电领域向智能家居、智能穿戴、健康医疗等多元化方向拓展，为科技消费市场带来新的增长点。

资本市场机制与价值发现 全球化定价权提升：随着年初以来中国科技企业在人工智能等领域取得系列重大突破，越来越多外资金融机构将目光聚焦中国市场。外资机构不只是发表看好的观点，有更多的外资机构已经增加中国股票持仓，并给予超配。与此同时，外资机构对A股科技公司的调研热情不断升温。今年以来，中国涌现出一批现象级的科技企业，来自人工智能、机器人、智能驾驶等不同领域的科技新动能正在发展壮大。A股优质上市公司代表了中国经济发展的优势产业部分，在全球经济不确定性提升的背景下，低估值、高质量的A股上市公司成为了全球最关注的投资品。目前，境外投资者对中国企业的全球化战略和技术突破表现出高度关注，中国企业通过全球化布局、资本开支提升和科技水平的飞跃能够有效对冲全球贸易形势不确定性带来的负面影响，用稳健的业绩为经济发展提供持续的动力，进一步提升了中国科技企业的全球竞争力。同时，中国庞大的人口带来科技下游的消费应用市场提升空间广阔，线上购物、数字支付、平台经济等与广阔线下消费场景结合的市场是中国的发展强项，在人工智能技术的进一步突破下，科技消费有望成为中国企业的“第二增长曲线”。

“科特估”的“含科量”范围划定：随着科技企业估值逐步提升，科技股的估值逻辑需要逐步从“渗透率驱动”转向“市占率与国产化率支撑”，后期通过业绩兑现消化高估值，头部企业也将因技术壁垒和订单增长获得持续溢价。因此，我们需要进一步筛选“含科量”更高的、公司发展持续性更强、盈利潜在增速更高、风险收益比合适的企业。因此，我们建议，从科技发展的主要产业入手，结合新质生产力范围进行“缩圈”，以人工智能为依托，从科技基础设施、数据要素、国际领先标准和AI+应用生态方向入手，进一步收缩至“产业链安全”+“竞争力”+“业绩验证的可能性”三维度的筛选，在当前科技企业中加入“政府订单转化率”、“重要会议出席率”、“国产化率”、“人工智能相关度”、“业务模式成型”、“市场占有率连续提升”等多维度指标进行筛选，进一步识别“科特估”概念下的长期发展能消化估值的硬科技企业。

风险提示：（1）科技产业发展效率提升不及预期；（2）美国关税政策不确定性仍较高，中美关税谈判达成共识或需较长时间；（3）科技产业对下游行业的辐射影响有限。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 潘京)

宏观深度报告 20250512: 地方国企债券融资都去哪了? ——项目投资由基建地产转向科创

2024 年我国地方国资委监管企业完成固定资产投资 7 万亿元, 同比增长 4.2%, 增速高于全国平均水平 1 个百分点。面对日趋复杂的国内外经济环境, 2025 年多省国资委发文强调属地国企要继续发挥经济增长的压舱石作用。因此, 我们通过拆解 6044 只 2025 年 1-4 月及上年同期地方国企公募发行信用债的募集资金用途, 归纳总结地方国企投资的重点投向变化。

一、地方国企发行公募信用债有何特征? 2025 年 1-4 月, 地方国企累计发行公募信用债 21203.51 亿元, 同比下降 17.47%。分募集资金用途看, ①用于偿还存量债务的债券规模达 18661.92 亿元, 发行规模占比为 88.01%, 同比提高 0.47 个百分点; ②用于补充营运资金的债券规模达 619.10 亿元, 发行规模占比为 2.92%, 同比下降 1.86 个百分点; ③用于支持项目建设的债券规模达 508.95 亿元, 发行规模占比为 2.40%, 同比小幅提高 0.17 个百分点。事实上, 地方国企公募信用债对项目支持力度有所抬升。2024 年 1-4 月, 地方国企累计发行公募信用债支持项目建设 571.77 亿元, 占同期地方国企公募信用债发行总规模的 2.23%。2025 年 1-4 月, 地方国企累计发行公募信用债支持项目建设 508.95 亿元, 虽然发行规模同比有所下降, 但占同期地方国企公募信用债发行总规模的比例反而有所提高——同比提高 0.17 个百分点至 2.40%, 因此从这一角度衡量, 地方国企公募信用债对项目支持力度实际上有所抬升。

二、地方国企公募信用债支持了哪些领域的项目建设? 地方国企“新增债券”用于股权或基金投资的规模同比增长 31.41%, 用于基建或地产项目投资的规模同比减少 47.85%。若仅统计披露了底层项目明细的地方国企公募信用债 (以下简称“新增债券”), 则 2024 年 1-4 月、2025 年 1-4 月地方国企分别发行新增债券 571.77 亿元、508.35 亿元。其中, 2024 年 1-4 月, 地方国企新增债券约 252.26 亿元资金被投向基建或地产项目, 约 227.12 亿元资金被用于股权投资或基金投资, 二者占同期新增债券发行规模的比例分别为 44.12%、39.72%。但 2025 年 1-4 月, 在地方国企新增债券中, “股权投资或基金投资”取代“基建或地产项目”成为发行规模最多的细分领域, 前者对应约 298.46 亿元的发行规模, 同比增长 31.41%; 后者仅对应约 131.56 亿元的发行规模。同比下降 25.88%。地方国企“新增债券”用于“科创领域投资”的规模及占比均明显提高。如果将①“股权投资或基金投资”中投向科创方向的新增债券、②用于支持新能源项目建设的新增债券合并为“科创领域投资”进行统计, 那么在 2025 年 1-4 月, 用于“科创领域投资”的地方国企新增债券发行规模高达 250.74 亿元, 占同期新增债券发行规模的近五成, 同比增速高达 16%。值得关注的是, 科创领域投资取代基建或地产项目成为地方国企新增债券的最大投向或将导致固定资产投资数据与建材、工程机械等高频数据指标趋势并不一致。此外, 用于“股权投资或基金投资”的地方国企新增债券发行规模提高还可能导致“利息本金化”更加隐蔽。

风险提示: (1) 地方国企公募信用债的募集资金用途可能整理有误; (2) 部分债券未披露募集资金用途可能导致本文统计结果失真; (3) 未统计不进行公开信息披露的地方国企私募债信息可能导致本文结论不够准确。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 刘子博)

海外周报 20250511: 美国 4 月 CPI 前瞻: 开始验收关税冲击幅度

核心观点: 受中美贸易谈判初见进展、美英贸易协定初步达成提振影响, 本周后半段, 10 年美债利率回升至 4.378%, 美元指数随之走强,

美股跌幅收窄，黄金回调。本周公布美国经济数据显示“抢进口”效应下未来通胀预期再度抬升，5月FOMC会议上Powell也强调关税带来的滞胀风险令美联储对降息将更加谨慎。向前看，我们预期关税冲击对4月CPI的预期影响尚不明显，而放眼整个Q2，我们预期关税带来的价格抬升将一定程度被美国贸易商等部门分摊，减弱美国核心商品CPI的上行压力，同时居住、工资与能源通胀的回落将对其形成对冲，进而弱化25Q2美国CPI的上行压力。

大类资产：中美贸易谈判与美英贸易协定提振市场情绪，美股跌幅收窄，美债利率上行。本周初（5月5日至9日），受特朗普对外国制作电影加征关税和美国贸易逆差大超预期的影响，美股下跌，美债利率走低；但随后受中美开启关税谈判和美英达成贸易协定利好消息对市场情绪提振的影响，美股跌幅收窄，美债利率大涨。整体来看，全周10年期美债利率升7.01bps至4.378%，2年期美债利率升6.70bps至3.891%，美元指数升0.31%至100.34；标普500、纳斯达克指数分别收跌0.47%、0.27%；现货黄金价格回升至3325美元/盎司，全周收涨2.61%。

海外经济：关税冲突对经济数据的不确定性依旧高企，Powell强调通胀风险将令美联储对降息更加谨慎。景气指标方面，4月美国ISM服务业PMI录得51.6，为2023年1月以来新高，预期50.2，前值50.8；贸易赤字方面，3月美国商品和服务贸易逆差环比+14%至1405亿美元，预期1372亿美元；其中消费品进口创历史新高，石油和天然气出口额创历史新高，旅游出口下降11.2%，整体来看“抢进口”效应愈发明显。通胀预期方面，4月纽约联储未来1年通胀预期录得3.63%，前值3.58%；未来3年通胀预期由3%上升至3.17%，未来5年通胀预期由2.86%下降至2.74%。货币政策方面，本周的5月FOMC会议上美联储如期维持利率水平不变。发布会中Powell表达了对经济前景更大不确定性与滞胀风险的担忧，同时Powell也表示关税带来的滞胀风险让美联储在就业与通胀目标中的抉择将更具挑战性，这意味着美联储择机降息难度将更大，对待货币政策也将采取更加谨慎的态度（详见报告《关税迷雾深，联储降息更难择机——2025年5月FOMC会议点评》）；而本周四英国央行再度降息25bps，将基准利率从4.5%下调至4.25%，英国央行行长贝利表示在通胀压力缓解的情况下降息是允许的，同时循序渐进、且小心谨慎的货币政策仍然是合适的。增长方面，截至5月8日，亚特兰大联储GDPNow模型对25Q2美国GDP最新预测值为+2.3%；截至5月9日，纽约联储Nowcast模型对25Q2美国GDP预测值为+2.42%。

海外政治：美英贸易磋商取得阶段性成果，中美高层接触释放缓和信号。英国和美国于本周四（5月8日）宣布一项降低部分商品关税的协议。虽然特朗普此前宣布的对世界各国进口产品征收10%的关税仍然有效，并且仍然适用于进入美国的大多数英国商品，但该协议降低或取消了英国部分出口产品的关税，包括汽车、钢铁和铝。特朗普在社交媒体平台将此协议定性为“公平、开放、互惠”的贸易安排，并借机宣示其贸易谈判策略的成效。白宫国家经济委员会主任凯文·哈塞特亦同步透露，另有二十余项贸易协议正处于谈判收尾阶段。需注意的是，美英贸易谈判的特殊性限制了其外推价值：其一，美国对英贸易长期保持顺差，特朗普政府核心关切的贸易失衡问题在此次谈判中并非核心议题；其二，协议内容仅针对特定商品条款展开，而非如英印自贸协定般构建全面经贸框架。因此，美英谈判进展或难以直接映射美国与其他经济体的谈判逻辑。在中美关系方面，双方高层于5月11日在瑞士日内瓦举行近8小时的实质性磋商，系4月2日美国宣布对华加征对等性关税措施后首次公开高层接触，为两国关系边际改善释放积极信号。磋商前后，特朗普也通过非

正式渠道释放关税政策调整意向，包括提及“拟将对华关税税率下调至 80%”及“谈判取得重大进展”等表述。但截至目前，中美业务官员和官方媒体均未就磋商结果做出直接回应，且经贸问题作为国际经济秩序重构和大国关系调整的核心议题，其复杂性和博弈深度决定了单次会谈的成果尚不足以支撑政策转向的结论。单从此次会晤得出美国将大幅调整对华关税的结论略显操之过急，后续仍需持续观察双方的互动轨迹与表态变化。

4 月 CPI 前瞻：逐步体现关税冲击，落地通胀风险。北京时间 5 月 13 日 20:30，BLS 将公布美国 4 月 CPI 数据。①当前彭博分析师一致预期 4 月 CPI/核心 CPI 环比+0.3%/+0.3%，同比+2.4%/2.8%；②美联储 Inflation Nowcasting 预测 4 月 CPI/核心 CPI 环比+0.22%/+0.23%，同比+2.34%/2.76%；③交易员预期 4 月 CPI 同比+2.34%，环比+0.14%。整体来看，当前多方预期显示关税冲击对于 4 月 CPI 的影响尚不明显。向前看，从不同的环比增长中枢外推的路径来看，4 月大概率是美国 CPI 同比增速的底部，如果关税带来的冲击显著，则美国通胀环比增长中枢落回到+0.4%，同比或向+5%回升。但在基数效应利好用尽的前提下，未来关税对美国通胀的影响或仍将有限。横向看，关税冲击可能被其他部门对冲。在出口链利润率 = 美国商品 CPI - 美国商品 PPI - 汇率 - 外国商品 PPI 的前提下，关税最终是被美国居民、美国贸易商、外国贸易商、外国制造商四个部门共同吸收。另外，Q1 的抢进口、库存周期前置也意味着关税给 Q2 美国通胀的压力将部分被库存缓冲。纵向看，美国核心商品（占比 20%）的上涨料会被居住（占比 35%）、工资（占比 25%）与能源通胀（占比 3%）的回落对冲，最终我们看到的可能是更分化的美国通胀结构。

风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎 研究助理：王茁）

宏观量化经济指数周报 20250511: 特别国债发行前置或推升 4 月社融增速

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 5 月 11 日，本周 ECI 供给指数为 50.25%，较上周回升 0.01 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较上周回落 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.99%，较上周回升 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.75%，较上周环比持平；ECI 出口指数为 50.19%，较上周回落 0.04 个百分点。

月度 ECI 指数：从 5 月前两周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.25%，较 4 月回落 0.10 个百分点；ECI 需求指数为 49.94%，较 4 月回升 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.98%，较 4 月回升 0.04 个百分点；ECI 消费指数为 49.75%，较 4 月回升 0.03 个百分点；ECI 出口指数为 50.21%，较 4 月回落 0.05 个百分点。从 ECI 指数来看，5 月初经济整体呈现生产端放缓，需求端小幅回暖的态势，除五一假期对工业生产造成的扰动以外，对于后续出口不确定性的担忧也使得企业开工有所放缓，而地产销售和汽车零售的回暖预计将对 5 月份内需形成一定支撑。地产方面，截至 5 月 10 日，30 大中城市商品房销售面积同比增速录得 2.0%，较 4 月份的-12.1%明显回暖，而 5 月 7 日央行宣布调降政策利率和公积金贷款利率，有望暂缓地产销售转弱的趋势。出口方面，美国方面继续传递针对关税缓和的信号，特朗普 8 日在白宫表示对华征收的 145%高额关税不可持续，而对这两天正在进行的中美经贸高层会谈特朗普也在社交媒体上表态相对乐观，短期中美经贸谈判或存在一定缓和余地，而叠加近期明显加速

的“抢转口”，二季度出口增速或不会出现明显下行，但基于特朗普政府对于制造业回流美国的诉求，仍需警惕中长期出口下行的压力和风险。 ELI 指数：截至 2025 年 5 月 11 日，本周 ELI 指数为-1.00%，较上周回升 0.06 个百分点。预计特别国债发行前置或推升 4 月社融增速。2024 年 4 月由于有效贷款需求不足和政策性融资收缩，以及治理资金沉淀空转的影响，实体经济新增贷款和新增社融出现了罕见的双负增长，并且去年 4 月新增金融口径人民币贷款也以票据冲量为主。2025 年 4 月在经过一季度的“开门红”后，实体经济融资或较去年更加稳健，预计 2025 年 4 月新增人民币贷款 7000 亿-7500 亿元，与去年同期基本持平，并且由于超长期特别国债发行节奏前置，推动社融增量和增速回升，具体来看：（1）4 月份虽然是传统的贷款投放“小月”，但是新增贷款面临的扰动因素较多，从国股银票转贴现利率看，4 月份不同期限票据利率环比下行，且利率在月末出现翘尾，3 个月期票据利率均值环比回落 47bps 至 1.0445%，6 个月期票据利率均值环比回落 13bps 至 1.1036%，环比回升幅度均超过同期限同业存单利率，显示 4 月新增贷款或仍有票据冲量特征，但全月贷款投放或相对稳健；（2）4 月份政府债券融资继续扩张，根据 Wind 统计数据显示，4 月份包括国债和地方政府债在内的政府净融资达到 0.79 万亿，而去年同期政府债则是净偿还，同时由于 4 月份市场利率回落，非金融企业债券融资或继续与短期贷款形成跷跷板，预计 4 月社会融资规模新增 1.5-1.6 万亿，考虑到去年同期社融负增长的低基数，预计 2025 年 4 月社融增速或回升至 8.8%。2025 年 5 月初人民银行推出一揽子增量金融政策，既有总量上 0.5 个百分点的“降准”和 10bps 的“降息”，也有新创设的服务消费专项再贷款，且各项结构性再贷款均“降息”25bps 至 1.50%，预计一揽子增量金融政策和 5 月份发行渐入高峰的政府债将继续推动二季度实体经济融资向好。 风险提示：短期出现“抢出口”现象；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋）

固收金工

固收深度报告 20250514：债券“科技板”他山之石：从海外经验看我国科创债市场建设（市场现状篇）

美国科创债市场现状：1) 美国科创型债券存量余额为 25,731.16 亿美元。2) 剩余期限整体以中长期品种为主，3 年以上的债券占比达 75.97%，加权平均剩余期限约 9.97 年；票面利率主要分布在较高水平区间，平均约 4.48%；债项评级分布较广，各评级存量规模差异显著，但整体以中高评级为主，低评级债券规模较小，投资级债券占比约 76.90%，信用资质总体处于中上水平；发行主体所属行业以高科技产业为主，不同行业的债券规模差距尚可，市场发展确为高科技产业的资金融通提供显著支持。3) 对比中美两国科创债市场现状，可以发现 a) 当前美国科创债市场体量较大，存量规模约 10 倍于我国科创债市场，表明美国科创债市场成熟度明显领先我国。b) 债券期限方面，美国科创债期限偏中长期，而我国科创债期限则偏中短期，加权平均剩余期限较美国短约 6 年，表明美国科创债市场在期限匹配上优于我国，能够为科创类企业提供更多的长期资本、耐心资本；债券票面利率方面，美国科创债融资成本较我国高约 170BP，一方面与两国基准利率和发行时点差异有关，当前美国基准利率较我国高近 300BP，且美国

大量科创债曾发行于过去的加息周期期间，而我国大量科创债发行于过去3年的降息周期期间，另一方面与两国市场参与主体的企业性质差异有关，美国科创债市场的参与主体主要为中小型公司，所处阶段更偏成长期，而我国则主要为大中型地方国企，所处阶段更偏成熟期；债券评级方面，美国科创债发行主体与我国科创债同样具备相对良好的信用资质，但美国科创债市场中资质一般的个券显著多于我国，资质分布跨度较大，而我国科创债市场中基本不存在低评级发行主体，表明美国科创债市场对于风险较高的科创型企业的支持力度高于我国；债券发行人行业方面，美国科创债发行主体多来源于新兴产业，公司更倾向于募资用于科技创新，而我国科创债发行主体则多来源于传统产业，公司更倾向于募资用于升级优化，表明美国科创债市场较我国更符合“科创”主题，“科技含金量”相对更高。

日本科创债市场现状：1) 日本科创型债券存量余额为1,383.41亿美元。2) 剩余期限分布相对均衡，整体以中短期品种为主，5年以内的债券占比达58.14%，加权平均剩余期限约4.67年；票面利率主要分布在较低水平区间，平均约0.86%；债项评级分散程度较欧美明显降低，基本集中于中高评级，没有低评级债券，表明日本市场对科创企业的信用资质要求较高；发行主体所属行业呈现出传统制造业与高科技产业融合的特征，其中制药、化工产品、硬件等在日本具有较强的技术积累和产业基础的行业较多发债募资，而生物科技、可再生能源等新兴领域则较少。3) 对比中日两国科创债市场现状，可以发现a) 尽管日本科创债市场起步较早，但当前市场体量相对较小，约为我国科创债市场体量的2/3。b) 债券期限方面，日本与我国科创债期限都集中分布在中短期，但日本的加权平均剩余期限较我国科创债稍长约1年，表明日本科创债市场在期限匹配上略优于我国，但对于科创类企业的长期资金支持力度同样不足；债券票面利率方面，日本科创债融资成本较我国低近200BP，主要系量化宽松的货币政策致使日本长期处于低利率环境所致，科创类企业利息负担较轻；债券评级方面，日本科创债市场对发行主体的资质要求与我国同样较高，以投资级居多，但日本科创债市场中资质一般的个券数量稍多于我国，即日本科创债融资渠道同样向低评级发行人开放；债券发行人行业方面，日本科创债发行主体所属行业呈现出在传统产业与新兴产业之间相平衡之势，不仅有公司倾向于募资用于产业升级，亦有公司募资用于技术创新，而对比我国科创债发行主体大多来源于传统产业，且募资用途更偏产业升级，技术创新方面用途仍显缺乏，表明我国虽与日本科创债发行主体行业结构上具有一定的相似性，更倾向于在已有产业基础上进行改良优化，但“科技含金量”相比依然有所不及。

欧洲科创债市场现状：1) 欧洲科创型债券存量余额为10,599.11亿美元。2) 剩余期限整体分布均衡，长端与短端的存量债券规模基本相当，相较于美国的中长期为主的分布，欧洲科创型债券剩余期限较短，而相较于日本的中短期为主的分布，欧洲科创型债券剩余期限则较长，5年以内的债券占比约56.04%，加权平均剩余期限约为5.45年；票面利率分布跨度较大，平均约为4.08%；债项评级分布较广，各评级的存量规模差异显著，整体以中等评级居多，高评级和低评级的债券规模均相对较小，信用资质大体处于中上水平，中等资质的债券相对较多；发行主体所属行业以欧洲优势行业为主，例如电力行业和制药行业，与欧洲注重能源转型与可持续发展的战略规划契合，市场对科创型企业的支持亦较多。3) 对比中欧两地科创债市场现状，可以发现a) 当前欧洲科创债市场体量介于美国和日本之间，其存量规模约4.5倍于我国科创债市场，表明欧洲科创债市场虽起步晚于美国、日本，但发展速度较快，

成熟度亦高于我国科创债市场。b) 债券期限方面，欧洲科创债期限分布较我国科创债更为均匀，加权平均剩余期限较我国长约 2 年，表明尽管欧洲科创债同样呈现中短期较长期稍多的格局，但在期限匹配上仍优于我国；债券票面利率方面，欧洲科创债融资成本较我国高约 130BP，与美国相似，或系基准利率、发行时点以及发债主体信用资质等方面的差异所致；债券评级方面，欧洲科创债同样以投资级评级为主，但亦不乏投机级评级的债券参与，表明欧洲债市中，风险较高的低评级科创型企业通过科创债渠道募资的可行性和意愿度显著高于我国；债券发行人行业方面，欧洲科创债发行主体的行业结构主要受区域内产业优势影响，发债募资用途既包含科技创新，又包含升级优化，存量科创债的“科技含金量”相较我国而言更高。海外与国内科创债估值收益率和利差对比：1) 从整体估值收益率来看，由于欧美科创债市场与高收益债市场存在较高重叠度，债券信用资质差异较大，低评级科创债数量显著多于中日科创债市场，叠加当前欧美债市基准利率水平显著高于日本与我国，因此欧美科创债整体的静态收益水平明显高于我国约 300BP。结合信用利差来看，我国科创债信用利差水平介于欧美与日本之间，约为 59BP，较欧美分别低约 200BP、60BP，提示欧美科创债整体的相对收益空间较我国科创债更为可观，利差下行所可能带来的资本利得收益较我国科创债更为丰厚。2) 进一步聚焦高评级科创债来看，若剔除债券信用资质差异的干扰，我国高评级科创债收益空间与欧美之间的差距明显缩小，利差显著收窄至 190BP，一方面提示市场主体信用资质的多元化对于抬升科创债品种的二级市场吸引力效果突出，另一方面提示基准利率处于加息通道或降息通道对于科创债品种在全球债券市场中的竞争力影响深远。3) 进一步聚焦中短端科创债来看，我国存量科创债不同久期品种的收益空间均较欧美存在显著差距，但该差距在短端表现相对稳定，而随着久期拉长，该差距呈现走阔态势，或主要系我国当前科创债收益率曲线较欧美相对平坦、曲线斜率不及欧美陡峭所致，提示我国科创债在中长端的收益空间在较大程度上或受投资者整体对于国家宏观基本面的判断以及板块内中长端品种的供给影响，换言之，中长端科创债的收益空间可能伴随经济基本面预期的边际变化和市场规模的放量增长而逐步扩展。我国科创债市场发展潜力：1) 与海外科创债市场相比，我国科创债市场正处于发展的初级阶段，整体呈现市场体量不大、发行期限偏短、评级较高、发行主体集中于传统行业等特点，而美国作为成熟科创债市场的代表，其科创债期限分布较为均匀且相对集中于中长端，债项评级主要分布于中高评级且对低评级亦具有一定的包容性，科创债对于促进其高科技行业和新产业的发展与进步大有助益。2) 展望未来，随着我国科创债市场的不断完善，一方面在市场体量上或实现快速增长，另一方面在市场结构上或向美国等成熟海外市场靠拢，例如科创债发行期限预计将进一步拉长，发债主体信用资质预计将进一步多元化，发行主体中从事高科技行业、高新技术产业的企业数量预计将进一步增多，不仅助力资金期限与科创型企业较长的研发周期、投资回收期更为匹配，还可助力畅通科创型中小企业在资本市场的直接融资渠道，加快隶属科技创新领域的企业从成长到成熟的发展进程。风险提示：数据统计偏差；海外市场衰退风险；债市超预期波动。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

推荐个股及其他点评

航天宏图（688066）：2024 年年报和 2025 年一季报点评：24 年报业绩低于预期，积极拓展数据要素服务

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营收 15.75 亿元，同比-13.39%；归母净利润-13.93 亿元，亏损同比增加 272.23%，扣非净利润-14.53 亿元，亏损同比增加 220.19%；低于市场预期。2025 年 Q1 实现营收 1.24 亿元，同比-44.10%，归母净利润-1.15 亿元，亏损同比减少 23.91%，低于市场预期。 投资要点 业绩低于市场预期：2024 年公司业绩低于市场预期，主要由于宏观经济环境压力，2023 年和 2024 年订单数量减少，导致 2024 年收入同比下降；此外，由于军采暂停，未签约项目计提了存货跌价准备。经营活动产生的现金流量净额-2.22 亿元，主要由于支付的项目款项减少以及公司优化人员组织架构，实现成本降低和效率提升，导致职工薪酬等各项支出同比下降，进而使得经营活动产生的现金流出有所减少。 切实加强核心产品竞争力：2025 年，公司将有序推进产业发展模式的升级迭代以及对核心产品竞争能力的优化提升。截至 2024 年 12 月，女娲星座已完成 12 颗雷达遥感卫星组网，全球重访周期最快可达 6 小时，在国土测绘、防灾减灾、自然资源监管等领域发挥了较大价值。公司将不断强化云平台的基础设施建设，推动核心产品全面向云端转型，进一步拓宽并优化云服务能力，旨在让客户能够更轻松地享受到卫星产业发展的红利，促进更多产业端用户实现从线下到线上的无缝迁移。特种应用领域，公司在遥感影像处理和智能解译、北斗精准导航等技术成果的基础上，将深化研究空间态势感知、仿真训练引擎等关键技术，探索新形势下特种应用需求预研化、工程化、装备化发展道路。 拓展数据要素服务，开启数字化应用新时代：以数据要素为核心生产要素的数字经济，对于高质量的中国式现代化发展意义重大。2023 年 8 月，公司作为国内领先的卫星互联网企业，在上海数据交易所成功挂牌了 6 大系列共 14 类数据产品，这些产品覆盖了从标准到专题的多个类别，旨在为测绘、国土、减灾、海洋、林草、交通、水利、农业等多个领域提供重要的数据支撑。公司紧抓数据要素时代机遇，深化创新，探索大数据应用与价值转化新路径，致力于成为顶尖“数商”，凭借卓越数据处理能力，助力数字政府、数字经济、数字社会建设，为各行业提供精准、实时、全域的“数字地球”感知能力。 盈利预测与投资评级：考虑需求端影响，我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 1.10/1.62 元下调至 0.48/0.81 元，预测 2027 年 EPS 为 1.26 元。预计随着下游客户订单恢复，公司有望实现业务恢复，维持“买入”评级。 风险提示：政策推进不及预期；技术推进不及预期；竞争加剧影响。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

盛业（06069.HK）：拟配售引入战略股东，新业务拓展有望加速

投资要点 事件：公司公告，于 5 月 13 日与配售代理订立配售协定，公司已委任配售代理促使不少于六名承配人认购最多 17,480,000 股配售股份。假设根据配售协定配售最高数目配售股份，配售股份占公告日公司已发行股本约 1.77%，配售所得款项总额将约为 209.59 百万港元。本次配售每股配售价为 11.99 港元，相比 5 月 12 日（即最后交易日期）所报每股股份收市价折让约 6.91%，相比最后交易日期前五个连续交易日联交所所报每股股份平均收市价 13.104 港元折让约 8.50%。 配售认购情况积极，超额认购明显。根据披露，公司原计划募集资金约 1.56 亿港元，但获得超过 10 倍超额认购，最终将募集资

金提高约 35%。预计配售股份将配售予不少于六名承配人，包括晶泰控股的一间附属公司及交个朋友。当中，五大承配人（为战略及机构投资者）预计将认购本次配售下配售股份中的超过 88.6% 部分。本次引战的快速落地，进一步奠定了战略股东——晶泰科技、交个朋友与公司开展长期合作的战略基础，以及对公司新业务开拓的协同效应和业务增长确定性的认可。根据规划，战略股东有望加速公司新业务拓展。未来战略合作伙伴晶泰科技将基于自身领先的 AI 研发平台及自动化机器人系统，并结合公司十多年的产业数据积累，为公司研发产业 AI Agent 提供全方位的技术支持。2024 年度交个朋友全渠道商品交易总额（GMV）约 150 亿元，合作商家超过 1.2 万家，与公司电商业务也具有协同潜力。公司拟将配售所得款项净额主要用于：1、加速拓展平台科技服务，重点聚焦创新驱动领域，包括但不限于电商、AI 应用、机器人及跨境业务，通过生态系统数据整合、投资孵化、订单撮合及资金周转撮合服务推进发展；2、加大研发投入，包括但不限于“盛易通云平台”的智能化升级，以及基于产业数据的 AI 应用研发及商业化推广；3、其他一般营运资金用途。维持公司“买入”评级。公司所服务核心企业信用较高，新兴行业有望驱动未来持续的高增长，且平台收入占比持续提升，带来整体经营质量提升。我们看好公司深耕供应链金融及金融科技服务，带来业绩持续快速增长，本次配售落地后，战略投资人产业层面的合作也将加速公司新业务拓展，维持“买入”评级。风险提示：行业政策监管风险；核心企业信用风险外溢；贸易真实性风险；外汇风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖）

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>