

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-05-14

宏观策略

2025 年 05 月 14 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 20250513：债券“科技板”他山之石：从海外经验看我国科创债市场建设（发展历程篇）

海外与国内科创债政策趋势对比：1）债券市场相关政策方面，美国、日本与欧洲均未受政策指引而在债券市场上单独设置“科创债”板块，故科创型债券的发展动能主要来源于相关产业政策的驱动、经济基本面的周期和债券市场的完善。例如，美国科创债的发展系伴随高收益债市场的发展、144A 规则等相关金融市场政策的完善；欧洲科创债的发展系伴随欧盟债券市场一体化程度的加深、中小企业私募债制度的推行；日本科创债系伴随公司债发行管制的放松、经济遭受冲击后的应对；而我国则在债券市场单独设立科创债板块，下设科创公司债和科创票据两大品种，并对发行人的科创属性、项目的科创含量予以明确规范。2）伴随我国高科技产业和新兴技术产业的快速崛起，自 2021 年开始，我国债券市场科创板从试点到正式施行，当前正处于持续创新与市场升级阶段。尽管在全球范围内来看，我国的科创债市场仍处于发展的初级阶段，但在政策层面的持续加码下，有望在市场体量上加速扩容、在市场结构上向成熟的海外市场加速并轨。 风险提示：海外市场衰退风险；债市超预期波动；政策信息

行业

推荐个股及其他点评

海天味业（603288）：经营稳扎稳打，保持战略定力

公司保持战略定力，维持 25-27 年收入预期为 297/328/363 亿元，同比 +10%/+11%/+11%；维持 25-27 年归母净利润预期为 70/78/86 亿元，同比 +11%/+11%/+11%，对应 25-27 年 PE 分别为 33/30/27x，维持“增持”评级。

浙江鼎力（603338）：中美贸易获 90 天窗口期，业绩兑现确定性增强

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 21 (+31%)/24 (+14%)/28 (+14%) 亿元，当前市值对应 PE 分别为 12/10/9X，维持“买入”评级。风险提示：竞争格局恶化、地缘政治冲突等

优必选（09880.HK）：与华为签署全面合作协议，助力人形机器人加速实现场景落地应用

盈利预测与投资评级 优必选与华为合作有望帮助公司发挥全栈式技术优势，加速实现人形机器人在现实应用场景落地。我们维持公司 2025-2027 年收入预测分别为 20.16/28.23/37.05 亿元，当前市值对应 PS 为 18/13/10 倍，维持公司“买入”评级。风险提示：人形机器人量产进度不及预期，技术进步不及预期，宏观经济风险

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 20250513：债券“科技板”他山之石：从海外经验看我国科创债市场建设（发展历程篇）

美国科创债发展历史：1）20 世纪 50 至 60 年代：科技企业尚处于萌芽阶段，新兴产业中有大量中小企业需要外部融资，但仅依赖银行贷款等传统融资渠道难以满足融资需求，因此 1958 年，美国中小企业管理局（SBA）设立小型企业投资公司（SBIC）项目，旨在通过 SBIC 模式设立政府引导型基金来为美国的小型创新企业提供融资和管理支持。2）20 世纪 70 至 80 年代：美国高收益债券迎来发行热潮，伴随着杠杆收购的兴起，处于新兴产业的初创企业由于规模较小、评级较低，大多只能通过以投机评级发行高收益债券为杠杆收购等行为融资，在此阶段，高收益债券市场中科创类企业大多为电子通信、计算机硬件和软件初创公司。3）20 世纪 90 年代：美国信息技术迎来高速发展时期，利好美国科创企业融资，1990 年美国证监会（SEC）出台 144A 规则，显著提高了私募证券市场的流动性，降低了发行人的融资成本，而由于私募债券发行系科创债的主要发行方式，故科创债的整体流动性和定价效率均实现有效提升，同时信用违约互换（CDS）等风险管理衍生品工具的发展助力高收益债券市场逐步走向规模化、成

熟化，初创企业迅速崛起，在高收益债券市场占比抬升，其中不乏新能源汽车、计算机、通信等行业的科技企业。4) 21 世纪初：互联网泡沫破裂，电信行业陷入困境，通信设备、软件与服务、半导体等行业债券发行量大幅下降，科创债发行持续低迷，但美国生物医药技术迎来快速发展，相关产业得到政府和风险投资的大力支持，在 2000-2005 年期间，生物医药领域成为了科创债发行的新增长点。5) 2008-2015 年：金融危机后，美国进入低利率环境，种子期、初创期、成长期和成熟期的科技公司纷纷发行低利率的长期债券来为公司提供充足的资金用于支持全球扩张、并购和创新投资，科创债发行量持续上升。6) 2015 年以来：随着美国债券市场监管强化，科创债配套制度逐渐完善，通过简化发行流程、投资者准入分层、强化投资者保护、提升交易流动性等一系列制度的协同设计，构建了支持科技创新的成熟融资生态，对科创企业发展融资形成更为合理的制度安排，进一步推动科创企业债券成为当前美国信用债市场的重要组成部分。

日本科创债发展历史：1) 20 世纪 70 年代后期至 80 年代初期：日本经济增速放缓，产业结构亟待转型升级，故日本政府加大对信息产业和电子产业的支持力度，1980 年开始推行金融自由化，1984 年对债券发行的管制进一步放松，1986 年废除对公司债发行业务的管制，科创企业可以通过发行债券等形式进行直接融资，科创债市场自此开始活跃。2) 20 世纪 80 年代后期：为缓解汇率剧烈波动带来的不利影响，日本进一步加大对电子等出口行业的扶持力度，新兴产业企业难以通过银行融资故转向发行债券融资，科创债市场进一步活跃，但受限于资本市场的发展程度，科创企业发债融资的数量并未得到大规模提升。3) 20 世纪 90 年代初：日本经济泡沫破裂，日本政府开始积极保护信息通讯等高科技产业的发展，1996 年，公司债发行市场完全自由化，进一步畅通新兴产业的融资渠道，科创债发行迎来阶段性上升，但此后地产危机引起的避险情绪促使投资者倾向于投资高评级债券，导致科创企业融资受阻，科创债市场低迷。4) 进入 21 世纪后：低利率环境叠加投资者的避险情绪和企业的财务稳健性追求，日本科技企业倾向于选择成本较低的银行贷款或在国际市场发行债券，以求在规避国内债券市场较高的发行成本的同时获得多元化的投资者基础，至此，日本科创债市场延续低迷态势。

欧洲科创债发展历史：1) 21 世纪之前：由于欧盟各成员国之间财政政策与产业结构存在较大差异，债券市场较为分散，故欧洲科创债发行数量较少，科创债市场起步较美国与日本稍晚。2) 进入 21 世纪后：欧盟债券市场一体化进程加快，2000 年，欧盟 15 国达成并通过欧盟十年经济发展规划，在此背景下，债券市场对高科技企业和高成长性企业表现出更大的兴趣，欧洲科创债发行日渐活跃。3) 2010 年至今：2015 年，欧洲中小企业私募债联合委员会（ECPP）成立，对于处于初创期的高科技型企业，私募债为其提供了一种较为简易的融资渠道，有助于提升科创型企业通过发行债券进行融资的积极性；2020 年，欧洲央行提出紧急抗疫购债计划，保证提供可负担信贷，确保资金流向实体经济，着力于推动人工智能、新能源等产业发展，科创债发行量有所增加。

海外与国内科创债政策趋势对比：1) 债券市场相关政策方面，美国、日本与欧洲均未受政策指引而在债券市场上单独设置“科创债”板块，故科创型债券的发展动能主要来源于相关产业政策的驱动、经济基本面的周期和债券市场的完善。例如，美国科创债的发展系伴随高收益债市场的发展、144A 规则等相关金融市场政策的完善；欧洲科创债的发展系伴随欧盟债券市场一体化程度的加深、中小企业私募债制度的推行；日本科创债系伴随公司债发行管制的放松、经济遭受冲击后的应对；而我国则在债

券市场单独设立科创债板块，下设科创公司债和科创票据两大品种，并对发行人的科创属性、项目的科创含量予以明确规范。2) 伴随我国高科技产业和新兴技术产业的快速崛起，自 2021 年开始，我国债券市场科创板块从试点到正式施行，当前正处于持续创新与市场升级阶段。尽管在全球范围内来看，我国的科创债市场仍处于发展的初级阶段，但在政策层面的持续加码下，有望在市场体量上加速扩容、在市场结构上向成熟的海外市场加速并轨。风险提示：海外市场衰退风险；债市超预期波动；政策信息统计偏差。

(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

海天味业 (603288)：经营稳扎稳打，保持战略定力

投资要点 近日我们参加海天味业线下调研，与管理层交流公司近况和未来战略，感受到公司内部状态积极、中长期战略规划稳健。品类、渠道齐头并进，收入端稳健增长可期。品类拓展方面，一方面，公司将持续巩固酱油、蚝油、调味酱等核心存量业务优势，通过产品迭代升级保持稳健增长；另一方面，公司将积极发展醋、料酒、复调等品类，布局有机、薄盐、无麸质等健康营养赛道，从粗放式发展转向精细化运营，从单一品类延伸到全品类覆盖。渠道拓展方面，公司将基于强大的渠道网络和丰富的产品矩阵，持续挖掘下沉市场潜力。随着品类拓展和渠道下沉，我们预计公司 25 年收入有望稳健增长，中长期发展潜力可期。成本红利释放+供应链优化，盈利能力有望稳中有升。成本方面，2025Q1 大豆期货价/白糖期货价/玻璃期货价/PET 切片现货价分别同比-12.6%/-7.2%/-24%/-13.4%，考虑到酱油产品酿造周期为 1-2 个季度，我们预计公司成本红利有望延续。供应链方面，公司推进供应链转型变革，打造柔性供应链体系以适配渠道和需求多元化，未来随着成本管控能力提升，公司规模效应有望持续释放。综合来看，我们预计 25 年公司净利率稳中有升，中长期收入、利润有望保持均衡增长。稳扎稳打应对竞争，海外布局循序渐进。公司坚持稳扎稳打的经营理念，注重长期发展。价格管理方面，公司注重价盘稳定，追求在各价格带内为消费者提供更具性价比产品。海外战略方面，公司坚持本地化，将自身优势和当地需求有效结合，开发差异化核心产品，循序渐进布局海外市场，注重投入有效性。推进港股上市，公司发展有望更上层楼。25 年 5 月 1 日公司港股发行上市获得证监会备案，拟发行不超过 7.11 亿股港股。我们认为公司港股上市利好内部人才、品牌等资源整合，助力中长期产能布局，有望强化公司国际竞争力，更好地回报股东。盈利预测与投资评级：公司保持战略定力，维持 25-27 年收入预期为 297/328/363 亿元，同比+10%/+11%/+11%；维持 25-27 年归母净利润预期为 70/78/86 亿元，同比+11%/+11%/+11%，对应 25-27 年 PE 分别为 33/30/27x，维持“增持”评级。风险提示：原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、消费复苏不及预期、食品安全问题，改革进展不及预期

(证券分析师：苏钺 证券分析师：周韵)

浙江鼎力 (603338)：中美贸易获 90 天窗口期，业绩兑现确定性增强

投资要点 事件：2025 年 5 月 12 日，中美日内瓦经贸会谈联合声明发布，美国修改 2025 年 4 月 2 日第 13257 号行政令对中国商品加征

的从价关税，其中 24%关税暂缓 90 天，保留剩余 10%关税；取消 2025 年 4 月 8 日第 14259 号行政令和 2025 年 4 月 9 日第 14266 号行政令对这些商品的加征关税。中美贸易获 90 天窗口期，业绩兑现确定性增强。此次合约落地后，90 天内中国出口往美国的产品关税为 30%（20%芬太尼+10%对等），90 天后提升至 54%。我们预计 54%关税下公司产品出口美国市场的盈利能力仍能保持一定水平，且关税全部落地稳定后，公司差异化产品有一定顺价能力。本次中美关税政策调整，（1）短期，继续提供发货备货窗口期，（2）中长期看，公司国内产能出口美国仍有望保持较好盈利水平，有望增强公司业绩兑现确定性。欧洲双反终裁税率 20.6%行业最低，总体影响可控。2025 年 4 月 25 日，欧盟委员会对原产于中国的移动式升降作业平台做出双反终裁，星邦、中联、Jenbacher、JLG、鼎力五家企业双反税率分别为 49.3%/41.7%/35.0%/22.5%/20.6%，配合调查的其他企业（含临工、徐工、柳工、杭叉等）税率为 42.2%。鼎力双反税率全行业最低，甚至优于外资品牌，充分体现欧盟对浙江鼎力合规经营和市场化运作的认可。我们认为该税率对公司实际出口欧盟产品的订单和盈利能力影响有限：（1）行业被普征关税情况下，涨价为确定性趋势，可将部分成本向终端客户转移；（2）高附加值产品持续推出，差异化竞争优势将进一步提升公司在欧洲市场的核心竞争力。展望后续，参照北美市场，我们认为行业高关税或成为壁垒，随着 2025 年公司新增产能释放，鼎力欧洲市场占有率有望持续提升。海外臂式放量+各地区维稳向好，看好公司业绩成长性。我们看好公司业绩增长持续性：（1）臂式随海外客户试用验证通过，快速放量支撑业绩增长；（2）北美地区此前已有部分备货，联合声明后备货窗口期再次延长；（3）欧洲双反关税行业最低+高附加值产品持续推出；（4）新兴市场、非高机板块业务持续拓展；（5）并购 CMEC 及美国备库带来的一次性费用计提影响消除。长期来看，公司美国市场的拓展有望通过本地建厂等方式实现，非美市场、船坞除锈机器人等新业务贡献增量，业绩有望稳健增长。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 21（同比+31%）/24（同比+14%）/28（同比+14%）亿元，当前市值对应 PE 分别为 12/10/9X，维持“买入”评级。风险提示：竞争格局恶化、地缘政治冲突等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

优必选（09880.HK）：与华为签署全面合作协议，助力人形机器人加速实现场景落地应用

投资要点 事件：华为与优必选科技签署全面合作协议。2025 年 5 月 12 日，华为与优必选科技在深圳签署全面合作协议，双方将围绕具身智能和人形机器人展开深度合作，共同推进技术创新与场景落地。根据协议，华为将发挥其在昇腾 AI、鲲鹏计算、华为云及大模型等领域的技术优势，结合优必选的全栈式人形机器人技术，加速人形机器人在工业、家庭等场景的商业化应用。华为将依托全栈 AI 基础设施能力，支持优必选建设具身智能创新中心，并基于场景打造“人形机器人+智慧工厂”联合示范方案，开发家庭服务人形机器人（包含双足和轮式人形机器人）等方面展开合作。优必选群体智能赋能工业场景，加速工业场景应用落地。优必选的群体智能技术是工业场景下人形机器人规模化落地的关键。优必选创新提出了人形机器人群脑网络（BrainNet）软件架构，并设计人形智能网联中枢 Internet of Humanoids (IoH)，为群体智能的软硬件实现提供了可借鉴的路径，通过云端协同的基于多模态推理大模型的“超级大脑”和基于 Transformer 模型的“智能小脑”的有机结合，攻克了复杂工业场景下的协同决策与控制难题。

目前该技术已在协同分拣、搬运和精密装配三大典型场景取得突破：分拣环节实现跨场域动态目标追踪，搬运任务支持多机轨迹协同规划，装配作业则依托灵巧手触觉自适应技术。这一突破为人形机器人集群在工业产线的高效协作提供了可复用的技术路径，展现了优必选在群体智能领域的技术领先优势。人形机器人多项关键技术持续突破，助力产品持续迭代升级。除创新研发“群脑网络”软件架构外，优必选在视觉导航、运动控制等关键技术领域持续突破，包括提升 Vslam 算法稳定性、优化特征提取能力等，关键技术的持续演进，显著提升了人形机器人的环境适应性和作业精准度，为人形机器人产业化提供了坚实的技术支撑。

盈利预测与投资评级 优必选与华为合作有望帮助公司发挥全栈式技术优势，加速实现人形机器人在现实应用场景落地。我们维持公司 2025-2027 年收入预测分别为 20.16/28.23/37.05 亿元，当前市值对应 PS 为 18/13/10 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示： 人形机器人量产进度不及预期，技术进步不及预期，宏观经济风险

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

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>