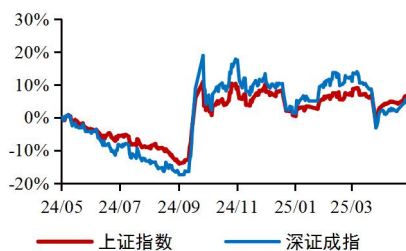


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 5 月 12 日 星期一

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,342.00	-0.30
深证成指	10,126.83	-0.69
沪深 300	3,846.16	-0.17
中小板指	6,294.71	-0.62
创业板指	2,011.77	-0.87
科创 50	1,006.32	-1.96

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

【行业评论】通信：周跟踪（20250428-20250504）-北美 CSP 资本开支展望不变，再论 AI 算力的需求逻辑

【山证纺服】浙江自然 2024 年报及 2025Q1 季报点评-箱包产品营收快速增长，盈利能力显著提升

【公司评论】华恒生物(688639.SH)：华恒生物 2024 年年报及 25 年一季度季报点评-一季度业绩显著改善，新品推广取得积极进展

【山证非银】东吴证券 2024 年报点评-投资业务驱动增长，轻资产质效提升

【公司评论】鼎捷数智(300378.SZ)：鼎捷数智（300378.SZ）：业绩保持稳健增长，AI 商业化落地加速

【行业评论】【山证医药】药品观点更新：医保持续支持创新药商业化，药品创新与出海仍是主旋律



【今日要点】

【行业评论】通信：周跟踪（20250428-20250504）-北美 CSP 资本开支展望不变，再论 AI 算力的需求逻辑

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

➤ 行业动向：

- 1) 从北美五大 CSP 一季度财报看，AI 已成为云业务增长的核心驱动力，CSP 均对 AI 投入保持坚定。
- 1.1 微软表示，Azure 及其他云服务当季收入增长了 33%，创近一年新高，AI 服务对 Azure 增长的贡献达 16 个百分点。AI 业务年华收入已超 130 亿美元，同比增长 175%，并且 Copilot 付费用户渗透率也达 35%。当季微软资本支出为 168 亿美元，同比增长 53%，主要用于扩建数据中心和采购 AI 芯片。公司计划 2025 财年投入总计 800 亿美元在 AI 基础设施，目标 2026 年前将 AI 训练算力提升 5 倍。
- 1.2 谷歌方面，得益于 AI 概览等功能的互动度，目前谷歌搜索月活用户达到了 15 亿。Gemini 2.5 pro 得到了市场积极反馈，自年初以来 AI Studio 和 Gemini API 活跃用户增长了 200% 以上。公司在内部提交的代码中有 30% 涉及 AI 辅助完成。此外得益于 AI 对营销的驱动，广告转化率得到了提升。谷歌当季资本开支为 172 亿美元，远高于去年的 120 亿，对于 2025 年谷歌的指引为 750 亿美元。
- 1.3 亚马逊方面，公司表示 AI 业务年化应收突破数十亿美元，同比增速超三位数百分比，公司正在加速部署基于英伟达芯片的 P5 实例以及全力扩充自研 Trainium2 芯片的算力资源，公司将全力推动 Trainium 部署降低推理成本。公司 1Q25 的资本支出为 243 亿美元，主要投入 AWS 等，预计 2025 年资本支出为 1000 亿美元。
- 1.4 META 方面，公司通过引入先进的生成式模型和推荐算法，显著提升了广告投放的效率和精准度。AI 创新还体现在多模态融合技术多用户带来更为沉浸和个性化的体验。META 未来计划将 MetaAI 打造为一个广告变现平台，探索高级付费服务。META 将 2025 资本开支指引提升至 640-720 亿美元，重点投资数据中心和 AI 算力。
- 1.5 Oracle 方面，公司在今年 3 月的 2025 财年第三财季报告中指出，Oracle 云增长的核心动力来自 AI，公司在 2024 财年三、四季度就与 OpenAI 签署了重磅销售合同，期间还签订了超 125 亿美元的 30 多份 AI 云基础设施合同。2025 财年一、二季度，Oracle 又先后签署了总价值 30 亿美元的 42 份云合同。Oracle 表示 25 财年预计实现 160 亿美元的资本支出，较上一财年翻倍以上。
- 2) AI 需求可持续性如何
- 我们认为 CSP 算力需求主要来自三个方面，一是来自大模型训练、微调、数据处理等应用，这是 LLM 爆发以来纯增量需求，虽随着 Scalinglaw 收益边际下降占比下降但训练需求仍举足轻重；二是来自

chatbot、AIGC 等纯增量应用的推理需求，这些应用如 chatGPT、豆包、DeepSeek、元宝日活量已不低于传统社交应用。目前主要需求来自于对于传统软件和 SaaS 应用的各种 API 接入和智能体嵌套，这是当前 token 增长的主要来源；第三是来自私有云专有云对于算力的独占，比如企业部署智能体、知识库等，这些应用由于要实现安全隔离，对于 GPU 虚拟化、token 池化技术运用较少，也带来较大的算力需求。展望 2026 乃至更长时间，我们认为一是多模态模型对于物联网需求的拉动，二是推理需求对于传统软件和 SaaS 的渗透仍在持续进行（该逻辑类似于企业上云的渗透逻辑，持续了十年之久），三是企业内部部署，四是对于较早存量 GPU 开启折旧替换。因此算力投资或保持绝对韧性，产业链相关公司业绩亦不会有太大波动。



➤ 建议关注：光通信：中际旭创、新易盛、仕佳光子、光库科技、剑桥科技、源杰科技、华工科技、光迅科技；铜连接：沃尔核材、鼎通科技、金信诺、华丰科技、意华股份；国产算力：寒武纪、海光信息、超讯通信、盛科通信、紫光股份；军工信息化：铖昌科技、臻镭科技、长盈通、邦彦技术、智明达。

➤ 市场整体：本周（2025.4.28-2025.4.30）科创板指数涨 0.78%，申万通信指数涨 0.59%，创业板指数涨 0.04%，深圳成指跌 0.17%，沪深 300 跌 0.43%，上证综指跌 0.49%。细分板块中，周涨幅最高的前三板块为物联网（+9.95%）、连接器（+5.23%）、控制器（+3.65%）。从个股情况看，博创科技、美格智能、移远通信、瑞可达、数据港涨幅领先，涨幅分别为+30.16%、+7.88%、+6.95%、+6.74%、+6.46%。震有科技、永贵电器、电连技术、中国卫通、光迅科技跌幅居前，跌幅分别为-7.66%、-5.98%、-5.01%、-4.63%、-4.24%。

➤ 风险提示：

➤ 海外算力需求不及预期，国内运营商和互联网投资不及预期，市场竞争激烈导致价格下降超出预期，外部制裁升级。

【山证纺服】浙江自然 2024 年报及 2025Q1 季报点评-箱包产品营收快速增长，盈利能力显著提升

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

➤ 公司披露 2024 年年报及 2025 年 1 季报，2024 年，公司实现营业收入 10.02 亿元，同比增长 21.75%，实现归母净利润 1.85 亿元，同比增长 41.67%，实现扣非归母净利润 1.71 亿元，同比增长 25.04%。2025Q1，公司实现营业收入 3.57 亿元，同比增长 30.40%，实现归母净利润 0.96 亿元，同比增长 148.29%，实现扣非归母净利润 0.86 亿元，同比增长 53.80%。

➤ 事件点评

➤ **2024 年营收及业绩快速增长，2025Q1 增长进一步提速。**营收端，2024 年，公司实现营业收入 10.02 亿元，同比增长 21.75%，其中 2024Q4 营收为 2.12 亿元，同比增长 39.44%。2025Q1，公司实现营业收入 3.57 亿元，同比增长 30.40%。业绩端，2024 年，公司实现归母净利润 1.85 亿元，同比增长 41.67%，其中 2024Q4 归母净利润为 0.22 亿元，同比增长 849.63%。2025Q1，实现归母净利润 0.96 亿元，同比增长 148.29%。

➤ **箱包产品收入快速增长、盈利能力显著提升。**分产品看，2024 年，气床、箱包、枕头坐垫、其他产品营收分别为 5.86、2.04、0.70、1.34 亿元，同比增长 13.87%、30.85%、15.70%、48.00%。分区域看，国外、国内分别实现营收 8.00、1.94 亿元，同比增长 23.07%、13.08%。2024 年，气床、箱包、枕头坐垫、其他产品毛利率分别为 44.66%、21.51%、21.47%、10.21%，同比提升 0.70pct、7.07pct、-5.21pct、-3.76pct。

➤ **2025Q1 费用管控成效显著、归母净利率显著提升。**盈利能力方面，2024 年，公司毛利率同比下滑 0.12pct 至 33.72%，2025Q1 毛利率同比提升 0.46pct 至 38.83%。费用率方面，2024 年，公司期间费用率合计下滑 0.95pct 至 11.79%，主因研发费用率同比下滑 0.69pct 至 3.64%。2025Q1，公司期间费用率合计下滑 4.04pct 至 7.98%，主因管理费用率下滑 2.64pct 至 4.82%、销售费用率下滑 0.90pct 至 1.40%。综合影响下，2024 年，公司归母净利润率为 18.47%，同比提升 2.60pct，2025Q1，公司归母净利润率为 26.92%，同比提升 12.78pct。存货方面，截至 2024 年末，公司存货 2.90 亿元，同比增长 34.39%，存货周转天数 137 天，同比减少 20 天。经营现金流方面，2024 年，经营活动现金流净额为 1.57 元，同比下降 34.59%，主因订单增长推动原材料采购增长所致；2025Q1，经营活动现金流净额为 0.13 亿元，同比下降 62.30%。

➤ 投资建议

➤ **2024 年，受益于海外子公司越南大自然、柬埔寨美御等子公司的产能释放、自动化生产升级及信息化平台建设，公司营收及业绩均实现快速增长，新品类保温箱明显放量且盈利能力提升。**我们预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 1.91、2.47 和 3.13 元，4 月 30 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 为 13.6、10.5、8.3 倍，维持“买入-B”评级。

➤ 风险提示

➤ 关税风险；产能扩张不及预期；原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动。

【公司评论】华恒生物(688639.SH)：华恒生物 2024 年年报及 25 年一季报点评—一季度业绩显著改善，新品推广取得积极进展

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 公司公布 2024 年年报及 2025 年一季度数据。2024 年公司实现营收 21.78 亿元，同比增长 12.37%，实现归母净利润 1.90 亿元，同比下降 57.80%。第四季度公司实现营收 6.39 亿元，同比增长 11.29%，环比增长 22.21%。实现归母净利润 0.20 亿元，同比下降 84.80%，环比下降 2.78%。2024 年全年毛利率为 24.92%，同比下降 15.60pct；净利率为 8.47%，同比下降 14.57pct。2024 年第四季度毛利率为 17.20%，同比下降 21.47pct，环比下降 4.20pct；净利率为 2.59%，同比下降 19.57pct，环比下降 1.24pct。2025 年一季度，公司实现营收 6.87 亿元，同比增长 37.20%，环比增长 7.54%。实现归母净利润 0.51 亿元，同比下降 40.98%，环比增长 160.36%。毛利率为 24.31%，同比下降 9.27pct，环比增长 7.11pct；净利率为 7.15%，同比下降 10pct，环比上升 4.56pct。

➤ 事件点评

- 市场竞争加剧，缬氨酸等主要产品价格下跌影响业绩。2024 年公司多个项目按计划推进，核心产品产销量延续增长态势，受市场竞争加剧影响，公司缬氨酸产品价格较去年同期下降，利润承压。
- 新品推广取得积极进展。公司基于生物制造全产业链能力，在新产品布局方面持续加大投入，1,3-丙二醇、丁二酸、色氨酸、精氨酸等一系列新产品取得关键突破，有望开拓新市场空间；由公司牵头的“生物基聚酯纺织产业联盟”在安徽合肥正式成立，能够加速原材料国产替代和核心材料产业破局；与东华大学共建“生物基化学纤维联合实验室”，推动 1,3-丙二醇—PTT 纤维产业快速发展；与巴斯夫农业解决方案业务部签署战略合作协议，有望在植物营养这一重要市场共同发力深化合作为全球种植者带来可持续的增值收益。

➤ 投资建议

- 我们预测 2025 年至 2027 年，公司分别实现营收 25.36/29.05/32.85 亿元，同比增长 16.4%/14.6%/13.1%；实现归母净利润 2.66/3.97/5.06 亿元，同比增长 40.2%/49.3%/27.6%，对应 EPS 分别为 1.06/1.59/2.03 元，PE 为 26.0/17.4/13.6 倍，考虑到缬氨酸等小品种氨基酸市场供需情况有所承压，给予公司“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 原材料价格波动风险；行业产能过剩风险；新品销售不及预期风险；下游需求增长不及预期风险；境外销售风险。

【山证非银】东吴证券 2024 年报点评-投资业务驱动增长，轻资产质效提升

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 2024 年公司实现营业收入 115.34 亿元,同比增长 2.24%,实现归母净利润 23.66 亿元,同比增长 18.19%。加权平均净资产收益率 5.81%,提升 0.65pct。2025 年一季度实现营业收入 30.92 亿元,同比增长 38.95%,归母净利润 9.80 亿元,同比增长 114.86%。
- 事件点评
- 投资业务成为业绩增长重要驱动。固定收益类投资业务,采用配置和交易并重的投资策略,连续多年实现投资收益率领先市场水平。丰富交易品种及策略,扩大交易对手范围,专业化投资交易能力有效提升。2024 年投资业务实现收入 27.34 亿元,同比增长 16.36%,一季度实现投资业务收入 11.20 亿元,同比增长 104.08%。
- 公募管理规模大幅提升。通过渠道拓展与机构合作,落地多笔机构委外专户,积极拓展债券投顾,年末受托管理规模 595.27 亿元,同比增长 4.01%。东吴基金规模大幅增长 55.81%达到 398.57 亿元,其中权益类基金增长 75.66%,债券类基金增长 105.27%,通过打造中长期绝对收益优势和销售体系转型推动品牌建设,资管业务实现收入 1.69 亿元,同比增长 52.76%,基金业务实现收入 1.28 亿元,同比增长 24.86%。
- 财富管理转型纵深推进,经营质效明显提升。2024 年公司经纪业务实现收入 17.94 亿元,同比增长 9.33%,通过服务模式升级与技术创新,推动财富管理转型,财富管理相关指标全面增长,总客户数 287.34 万户,同比增长 12.87%,客户资产规模 6613.94 亿元,同比增长 3.16%,股基交易额市占率提升 0.03pct。深化科技赋能,完善交易、数据、运营等体系,完善投顾团队建设,优化客户分层经营,代销产品规模 237.71 亿元,同比增长 1.91%,非货类增长 23.40%,两融余额 200.97 亿元,同比增长 4.41%,利息净收入 13.04 亿元,同比增长 35.11%。
- 股权承销业务承压。拓展并购重组、北交所等业务,IPO 承销单数行业第 10 位,北交所 IPO 项目数位居行业第 2 位。深耕债券融资,公司债江苏市场领先,规模连续三年保持行业第 8 位,获准开展非金融企业债务融资工具主承销资格,跻身债券业务全牌照,受整体市场规模收缩影响,投行业务收入下滑 34.61%。
- 投资建议
- 公司深耕区域市场,已形成一定品牌竞争力,同时财富管理核心指标全面增长,大资管业务快速发展,核心竞争力持续提升。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 26.94 亿元、30.17 亿元、34.90 亿元,同比增长 13.88%/11.98%/15.65%,PB 分别为 0.90/0.85/0.81,维持“增持-A”评级。
- 风险提示
- 金融市场大幅波动,资本市场改革政策推进不及预期,公司出现较大风险事件,业务推进不及预期。
-

【公司评论】鼎捷数智(300378.SZ)：鼎捷数智(300378.SZ)：业绩保持稳健增长，AI 商业化落地加速

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 4月25日，公司发布2024年年报和2025年一季报，其中，2024年全年公司实现收入23.31亿元，同比增长4.62%，全年实现归母净利润1.56亿元，同比增3.59%，实现扣非净利润1.38亿元，同比增13.18%；2025年一季度公司实现收入4.23亿元，同比增长4.33%，一季度实现归母净利润-833万元，同比增长14.04%，实现扣非净利润-952万元，同比高增31.92%。

➤ 事件点评

- **24年下游需求疲软导致中国大陆地区收入放缓，而在中企出海趋势下东南亚市场保持高增。**分区域看，1)受下游需求波动影响，2024年以来公司在大陆地区营收增速放缓，全年实现收入11.77亿元，同比微增1.92%。但随着公司聚焦低空经济、人工智能等高景气细分市场并深化生态合作伙伴体系，25年一季度中国大陆地区贡献收入1.75亿元，同比增长6.46%；2)2024年公司在非中国大陆地区实现收入11.54亿元，同比增长7.53%，其中，公司在中国台湾地区重点布局AI产品，24年中国台湾地区的AI业务营收同比增长135.07%；同时，公司把握中企出海及东南亚当地市场数智化转型机遇，通过构建本地化团队加速拓展海外市场，24年越南的在地收入实现翻倍增长，泰国和马来西亚市场也均实现高增。而受汇率波动影响，25年一季度公司非中国大陆地区收入为2.49亿元，同比增长2.87%，剔除汇率因素后同比增速为7.08%。
- **费用管控持续加强，今年一季度净利润显著改善。**2024年公司毛利率达58.25%，较上年同期降低3.65个百分点，我们认为主要是受产品结构变动影响。随着公司通过优化内部管理体系、增强管理提效等方式加强费用管控，2024年公司销售和管理费用率分别较上年同期降低1.34和1.21个百分点，而虽然公司持续投入研发，但由于公司重点加强数智相关的投入，导致研发资本化占比提升，推动研发费用下降，2024年公司研发费用率较上年同期降低2.86个百分点。受益于费用管控，公司净利率保持稳定，2024年净利率为6.80%，较上年同期仅降低0.17个百分点。而今年以来公司加速推行降本增效，并开始借助AI技术赋能提升内外部运营效率，推动今年一季度公司扣非净利润亏损显著收窄。
- **持续完善AI能力布局，加速推进AI产品商业化落地。**公司持续升级迭代鼎捷雅典娜数智原生底座不断丰富AI应用，其中，在平台底座方面，今年公司升级了IndepthAI，提升其任务理解和Agent协同能力，同时发布首个制造业多智能体协议MACP，为构建多智能体生态奠定基础；在AI应用方面，公司已累计开发数十款AI Agent应用，并在库存管理、供应链协同等场景中实现显著的降本提效，包括AI数智售服能够降低设备厂商18%的售后服务成本以及预测透镜将长周期物料周转天数从300天缩短至95天。与此同时，公司正加速推动AI产品的商业化落地，今年一季度，公司将AI技术融入PLM，

推动 PLM 销售占比大幅提升，并带动研发设计类业务签约金额同比增长超 20%，目前鼎捷雅典娜及 AI 应用已覆盖近千家客户。

➤ 投资建议

➤ 公司作为国内领先的智能制造解决方案提供商，将伴随着下游行业景气度回升而持续增长，同时出海及 AI 将打开中长期成长空间。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.76\0.93\1.17 元，对应公司 5 月 8 日收盘价 37.17 元，2025-2027 年 PE 分别为 49.1\39.9\31.7 倍，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- AI 商业化落地不及预期：若公司 AI 产品与客户需求不匹配或客户对 AI 赋能业务仍保持谨慎态度，公司鼎捷雅典娜平台以及 AI Agent 应用的商业化落地可能会受阻，进而导致 AI 相关收入增长不达预期；
- 宏观经济波动风险：目前公司客户主要集中在制造业和流通行业，受宏观经济波动影响较大，若宏观经济增长放缓，下游客户需求可能会减少，进而公司经营将受到不利影响；
- 行业拓展不及预期：目前工程建设等行业需求低迷，若公司未能有效拓展高性能计算、低空经济等高景气行业，或行业拓展受阻，公司将面临一定的业务增长压力；
- 汇率波动风险：公司境外收入占比接近 50%，主要涉及中国台湾、越南、马来西亚、泰国等地区，若相关汇率出现波动，可能会对公司营收增长产生不利影响。

【行业评论】【山证医药】药品观点更新：医保持续支持创新药商业化，药品创新与出海仍是主旋律

魏贇 weiyun@sxzq.com

- 【山证医药】药品观点更新：医保持续支持创新药商业化，药品创新与出海仍是主旋律
- 全民参保带来旺盛的医疗需求，医改促进基金高效使用，医保结余稳步增长。2024 年，中国参保人数已达 13.3 亿人，全民医疗需求旺盛。2018 年至 2024 年医保基金累计支出 16.48 万亿元，年均增速达 11%。截至 2024 年底，按病种付费的医保基金支出占统筹地区内住院医保基金支出超八成，基金使用效率明显提高。2024 年，基本医疗保险基金总收入、总支出分别为 3.5 万亿元、3.0 万亿元，医保基金持续结余。
- 医保、商保有望创新药商业化，license out 驱动药品出海。医保对创新药支持持续，2018 年至 2024 年，医保谈判新增药品协议期内销售额超过 5400 亿元，其中医保基金支出超过 3700 亿元。随着商业保险的逐步完善，丙类目录有望推出，开拓新的支付力量。中国创新药同时通过对外授权实现新药出海，2024 年 1-11 月 BD 总金额已经达到 665.7 亿美元（+85.7%），BD 金额与项目数高速增长。
- 肿瘤和免疫新药驱动市场增长，神经精神疾病、GLP-1 是新的方向。创新药推动中国肿瘤、自免、神经科学、心血管代谢药物市场增长。肿瘤市场 2028 年将达到 4484 亿元，CAGR 13%，小分子靶向药、双抗、ADC 持续迭代。免疫和呼吸市场 2028 年将达到 2044 亿元，CAGR 13%，IL-23、IL-4R 等重磅生物

制剂商业化。代谢和心血管市场 2028 年将达到 4143 亿元，CAGR 7%，减重降糖、降脂、MASH 药物布局丰富。神经科学市场 2028 年将达到 2288 亿元，CAGR 6%。新型麻醉药及 AD、PD、抑郁新药陆续商业化。

- **麻醉药、血液制品市场稳步增长，创新产品不断推出。**老龄化及麻醉诊疗舒适化趋势下，ICU、腔镜、癌痛等麻醉用药需求旺盛。镇痛的 μ 阿片受体激动剂和镇静的 GABA_A RA 上市，安全性和起效时间有优势。中国血液制品板块营收从 2019 年的 112.2 亿元提升到 2023 年的 207.5 亿元，CAGR 16.5%。关税背景下人血白蛋白、凝血 VIII 因子仍有增长潜力。第四代层析静丙、重组凝血 VIII 因子等持续获批带来盈利能力提升。
- **重点公司：**国产双抗、ADC 等生物创新药实现了弯道超车，通过 BD 加速出海。中国药品制造的成本、工艺优势突出，原料药出口稳步增长。我们看好拥有大品种、商业化优秀的药企，相关公司：1)A 股创新药：恒瑞医药、海思科、贝达药业、一品红等。2) 港股创新药：百济神州、信达生物、三生制药、宜明昂科等。3) 制剂：人福医药、派林生物、健友股份、立方制药等。4) 原料：川宁生物、普洛药业、国邦医药、威尔药业等。
- **风险提示：**市场流动性风险、医药政策风险、汇率波动风险、地缘政治风险等

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）。

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家
嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大
百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

