

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-05-09

宏观策略

2025 年 05 月 09 日

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

宏观深度报告 20250508: 基于 38 个国家的比较: 为何我国消费率偏低
我国居民可支配收入比重高于国际平均、消费倾向低于国际平均, 是否说明我国居民部门“有钱不愿花”? 并非如此, 由于个税和财产税主要影响少数中高收入者, 因此剔除中高收入者后, 对大多数居民而言, 我国跟其他国家居民收入比重的国际比较结果可能是 61.3%VS66.3%, 而非 60%VS58.2%。即中高收入者存在“有钱不花”、消费倾向低的现象, 但大多数居民仍然是有消费意愿但缺少消费能力, 因此 2025 年 4 月政治局会议指出“要提高中低收入群体收入”是很有必要的。 10、居民所得税和财产税的税负轻并不一定有利于消费。我国居民税负和社保净收入“双低”的格局, 意味着二次分配环节没有充分发挥调节收入差距的作用, 不利于促进消费。我们发现, 如果将居民个税和财产税的税负提高到跟 38 国平均水平一致, 提高税负的同时提高转移支付水平, 将增加的这部分税收以转移支付的形式全部给予中低收入者, 可以实现居民部门总收入不变的情况下, 居民消费增加 1.6 万亿, 居民消费率提高 1.3 个点、消费倾向提高 2.2 个点。 风险提示: (1) 国际比较在细节上可能存在误差, 比如各国统计制度的差异未能完全反映, 我国可能将为居民服务的非盈利组织计入广义政府部门, 而其他国家可能计入居民部门, 这不影响我们的结论, 但可能带来一定的统计差异风险。(2) 数据相对滞后, 官方发布的匹配收入分配的宏观消费数据目前仅更新到 2022 年, 但受到外部冲击影响, 2022 年是中国消费的次低谷 (仅次于 2020 年), 可能不能完全代表常态下的中国消费情况。(3) 国际比较的广度仍有不足, 如目前的 38 国数据没有包含东南亚国家, 并且大部分国家的历史数据仅能追溯到 90 年代末或 00 年代初, 样本覆盖面仍有不足, 不能完全排除国际比较带来的结论片面性。

宏观点评 20250508: 关税迷雾深, 联储降息更难择机——2025 年 5 月 FOMC 会议点评

核心观点: 5 月 FOMC 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, 因此当前市场计价的全年 3 次降息预期面临进一步向下修正的风险。 风险提示: 特朗普政策落地节奏与预期相差较大; 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; 通胀下行速率不及预期。

宏观深度报告 20250507: 转口贸易能否支撑二季度出口增长——兼论后续关注出口变化的几条线索

在乐观情形下, 若中美贸易谈判在二季度有所缓和, 且在年内加征的对等关税逐步被取消 (因芬太尼问题被加征的 20% 关税仍存在), 则预计对我国全年出口增速的影响大约在 2.7%, 对应拖累 GDP 增速约 0.6%

固收金工

固收点评 20250507：双降之后，债券市场怎么走？

降准和降息落地后，日内短端利率下行而长端利率上行。一方面，短端利率对于流动性松紧更加敏感，降准释放的长期流动性和降息带来的资金成本降低均有利于短端。另一方面，长端利率走出利多出尽行情，引导“保持正常倾斜向上的收益率曲线”仍是央行关注的重点，抢跑的长端利率出现上行修复。在 2025 年 3 月 12 日发布的报告《1.9%以上的 10 年期国债具有配置价值》中，我们提及从曲线陡峭性角度，60bp 的 10Y-1Y 国债利差是合理的，而截至 2025 年 5 月 6 日，这一利差为 17bp，压缩最明显的一段时间便是 4 月初对等关税落地后出现的降准预期发酵，带动长端利率下行。长期来看，利率下行仍是进行时，只是降息预期抢跑过多，仍需要时间消化。2024 年 4 月 3 日，央行货政委员会例会通稿中提到，“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”，当时 10 年期国债收益率在 2.3% 左右。在那之后，7 天期逆回购利率累计下调 40bp，10 年期国债收益率的合意点位对应下调，则为 1.9%。当前的收益率蕴含 20-30bp 的降息空间，需要等待年内进一步的降息消化，若出现政策推动下的“股债跷跷板”，建议投资者当前合理布局。

行业

AI+汽车智能化系列之十一——以地平线为例，探究第三方智驾供应商核心竞争力

看好头部第三方智驾供应商突破机遇：智驾平权需求+性能追赶/量产验证共同驱动。Ø 第三方智驾供应商或成为二三线车企智驾平权最优方案：展望终局，我们认为头部车企与头部智驾供应商都有望依托智能驾驶领域的积累拓展至具身智能大赛道，头部智驾供应商或成为二三线车企智驾平权最优方案，预计头部智驾供应商的潜在市场份额为全部新车销量的 50% 左右。Ø 理解本轮智能化对国产芯片端影响：智驾平权是主线，系统降本为暗线。车企竞争加剧/智驾方案内卷的大背景下【全栈自研】成为车企当下考虑的次要因素，我们认为城市级别 NOA 的智驾平权正在加速到来。车企对于功能上车的思路永远兼顾性能和成本，目前看即将落地的基于国产芯片的智驾方案或为当下高阶智驾方案的成本最优解。n 如何衡量国产芯片的比较优势？Ø 英伟达凭借 Orin 系列智驾芯片在当下高阶智驾市场独领鳌头，据我们观察国产芯片供应商经过近五年的追赶在产品性能、量产验证、客户获取多个维度开始比肩英伟达 n 如何看待第三方芯片供应商的核心价值？Ø 先发的重要性：智驾芯片普遍需要三年以上研发制造周期，同时具备持续迭代能力的芯片设计厂商才能实现芯片性能的成本的平衡。Ø 设计制造成本视角：据我们测算，7nm 智驾芯片在出货 150 万片时全生命周期制造成本打平直接采购成熟芯片方案（以直接购买 OrinX 芯片的成本来衡量），故对于车企来说自研芯片需要兼具大出货量及芯片快速迭代能力，给车企提出很高的要求。Ø 算法视角：以“BEV+Transformer”为核心的“重感知、轻地图”的智驾算法思路被验证且大规模应用，对于 Tier1 而言路径选择带来的风险大大减小，强化学习提供新的“解题思路”，智驾供应商包袱更轻更容易跟上前沿技术 n 风险提示：智能驾驶相关技术迭代/产业政策出台低于预期，华为/小鹏等头部车企新车销量低于预期。

建筑材料行业深度报告：居住产业链 2025Q1 公募基金持仓仍处低位，建筑、建材低配比例缩小

居住产业链重仓持股市值占 A 股比仍处低位，建材小幅加仓。本季度全部 A 股中居住产业链（申万新分类下地产、建筑、建材行业）基金重仓持股市值占 A 股比为 2.03%，环比上一季度-0.11pct，超配比例-1.94%（近 10 年百分比排位 59%），环比上一季度+0.16pct。地产、建筑、建材行业本季度基金重仓持股市值占 A 股比分别为 0.87%、0.54%、0.63%（近 10 年百分比排位分别为 0%、33%、21%），环比上一季度分别-0.09pct、-0.09pct、+0.08pct，地产、建筑及建材三个行业基金重仓持股市值占 A 股比均处于 10 年以来相对低位；建筑、建材低配比例缩小，地产、建筑和建材行业超配比例分别为-0.45%、-1.37%、-0.12%（近 10 年百分比排位分别为 46%、85%、49%），环比上一季度分别+0.01pct、+0.08pct、+0.07pct，三个行业低配比例均有所缩小。本季度居住产业链基金重仓持股市值占流通盘比为 0.87%（近 10 年百分比排位 10%），环比上一季度-0.05pct。其中，申万新分类下地产、建筑、建材行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比分别为 1.12%、0.48%、1.44%（近 10 年百分比排位 26%、28%、23%），环比上一季度分别-0.11pct、-0.07pct、+0.08pct。此外我们在一级行业下加入轻工、家电行业进行对比，轻工行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比为 1.44%，环比上一季度-0.35pct；家电行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比为 3.91%，环比上一季度-0.60pct。轻工、家电行业本季度重仓持股市值占流通盘比位于近 10 年的百分比排名分别为 0%、56%。建筑、建材行业持仓集中度有所提升。本季度居住产业链（申万新分类下地产、建筑、建材行业）341 支 A 股中获公募基金重仓持有的股票共有 91 支（占全行业 27%），环比上一季度-8 支，持仓集中度上升。其中，申万分类下地产、建筑和建材行业获样本基金重仓持有的股票分别为 30 支、41 支、20 支（占各自行业的 29%、25%、27%），环比上季度分别-4 支、-1 支、-3 支。风险提示：数据统计存在允许范围内偏差的可能；化债政策落地及财政加杠杆力度不及预期的风险；行业竞合态势超预期恶化的风险。

房地产行业点评报告：三部委发布会点评：公积金贷款利率下调，货币政策支持行业止跌回稳

投资建议：随增量政策陆续出台及住房贷款利率下调，行业有望逐步企稳。我们看好布局核心城市，土地储备充裕的优质开发房企以及经营稳健积极分红回馈股东的物业管理公司。开发商推荐华润置地、越秀地产、滨江集团，建议关注绿城中国、建发国际集团等。物业公司推荐华润万象生活、绿城服务，建议关注滨江服务。风险提示：房地产政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；房企流动性恶化超预期。

通用自动化 2024 年报&2025 年一季报总结：通用设备需求筑底静待复苏，挖掘机器人&FA 自动化等 α 机会

投资建议：1) 人形机器人：灵巧手整手重点推荐【兆威机电】【雷赛智能（东吴电新组覆盖）】；灵巧手微型丝杠重点推荐【恒立液压】，建议关注【浙江荣泰】【雷迪克】；灵巧手触觉传感器&电子皮肤建议关注【汉威科技】【日盈电子】【福莱新材】。机器人轻量化建议关注【星源卓镁】【旭升集团】【中欣氟材】【肇民科技】等。2) 通用自动化：重点推荐 FA 自动化【怡合达】；注塑机行业【海天国际】【伊之密】。机床刀具行业推荐【纽威数控】【科德数控】【海天精工】【华中数控】【华锐精密】，建议关注【鼎泰高科】【沃尔德】。风险提示：行业景气度不及市场预期；零部件断供风险；大宗商品涨价风险。

食品饮料行业深度报告：大众品 2024 年报及 2025 年一季报总结：需求筑底，细分突围

1) 乳制品：板块投资逻辑多样，乳业周期有望上行，看好盈利兑现，推荐伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多，建议关注新乳业、天润乳业。2) 调味品：需求弱复苏，优选成本红利释放和渠道调整已见效个股，推荐海天味业，关注中炬高新、千禾味业。3) 软饮料：推荐能量饮料赛道龙头，第二曲线势能强劲、增长潜力充足的东鹏饮料；威士忌业务具备潜力的百润股份；成本拐点下，板块较为领先的强回购标的承德露露，建议关注农夫山泉。4) 保健品：建议关注有新消费基因的品牌及代工厂，H&H 控股、仙乐健康、百合股份；5) 港股餐饮：建议关注成本优化、经营企稳的海底捞；拓店成长期、势能强劲的达势股份。

推荐个股及其他点评

锦江酒店（600754）：2024 年报及 2025 一季报点评：业绩持续承压，关注整合改革效果

盈利预测与投资评级：锦江酒店作为中国第一大酒店连锁集团，品牌、运营和管理持续赋能网络扩张。背靠锦江国际协同整合资源。随着商旅需求回暖，公司盈利能力将持续修复。基于 RevPAR 表现承压下调盈利预期，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 10.3/12.6/14.4 亿元（2025/2026 年前值为 14.2/15.3 亿元），对应 PE 估值为 25/21/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：需求恢复不及预期，行业竞争加剧，门店增长不及预期等。

福达股份（603166）：曲轴龙头，新能源+机器人打开全新增长曲线

曲轴龙头，新能源+机器人打开全新增长曲线：公司成立于 1995 年，于 2014 年上市，产品布局涉及曲轴、离合器、精密锻件、齿轮、螺栓等，为国内曲轴龙头。2022 年公司以电驱动齿轮切入新能源赛道；2024 年开发机器人减速器产品。新能源+机器人有望成为公司后续增量来源。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现营收 24.34/30.19/33.94 亿元，实现归母净利润 3.01/3.85/4.60 亿元，EPS 分别为 0.47/0.60/0.71 元/股，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 38/30/25 倍。新能源时代带来混动曲轴及电动齿轮增量，第二增长曲线得到兑现，机器人业务开拓第三增长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：1) 新能源混动车型销量不达预期；2) 曲轴业务产能爬坡不达预期；3) 新能源齿轮进度不达预期；4) 机器人产业进度不达预期

百普赛斯（301080）：2024 年报&2025 年一季报点评：24Q4 拐点已过，营收利润逐季同环比提升

事件：2024 年，公司实现营业收入 6.45 亿元（括号内为同比，下同，+18.65%），归母净利润 1.24 亿元（-19.38%）；2024Q4 单季度营收 1.82 亿元（+38.50%），归母净利润 40.34 百万元（+58.63%）。2025Q1 营收 1.86 亿元（+27.73%），归母净利润 40.58 百万元（+32.31%）。24Q4 拐点已过，收入规模效应逐渐显现：剔除新冠影响后，公司 2024 年营收 6.2 亿元（+24%）。分地区来看，2024 年国内营收 2.16 亿元（+16.8%）；国外营收 4.29 亿元（+19.6%）。公司毛利率持续稳定在 90%以上；24 年利润下滑主要系公司 1) 加强海外市场布局，24 年销售费用率为 32.1%（+1.3pct），销售效率有所提升；2) 持续加大研发投入，加强在技术产品开发及布局新业务，24 年研发费用率为 25.63%（+2.7pct）；3) 汇兑收益减少。25Q1 随收入增加，规模效应将逐渐显现，期间费用率为 62.7%（-

1.0pct), 销售费用率为 28.7% (-3.7pct), 管理费用率为 15.3% (-0.6pct), 研发费用率为 22.6% (-2.6pct)。风险提示: 地缘政治, 新品研发及市场拓展不及预期等。

宏景科技 (301396): 2025 年一季报点评: 算力租赁业绩亮眼, 算力新秀正当时

盈利预测与投资评级: 国内算力租赁需求刚刚开始, 2025 年一季度多家公司已经布局算力租赁赛道, 我们预计 2025 年中报会有更多家公司体现算力租赁业务业绩。同时, H20 被禁, 下游客户需求会转向算力租赁和国产算力卡。公司是算力租赁行业头部公司, 2025 年 Q1 算力租赁业务已经帮助公司实现业绩反转。基于此, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润预期从 0.51/2.92 亿元上调至 1.18/3.09 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 4.12 亿元, 维持“买入”评级。风险提示: 技术发展不及预期; 中美地缘政治风险; 行业竞争加剧。

飞龙股份 (002536): 新能源热管理细分龙头, 非车业务进入爆发期

深耕汽配数十载, 发动机冷却减排赛道龙头: 公司于 1952 年建厂, 1964 年开始生产汽车配件, 以机械水泵、排气歧管等传统燃油车配件起家。2009 年, 公司顺应时代变化切入新能源汽车板块。当前, 公司已形成涡壳、排气歧管、机械水泵三大主导产品+新能源电子泵+民用领域冷却部件三位一体的产品矩阵。公司 2024 年/2025Q1 营收分别达 47.23/11.10 亿元, 同比+15.34%/-10.55%, 归母净利润达 3.30/1.23 亿元, 同比+25.92%/+3.06%, 规模效应带动盈利能力上行。主业稳中向好, 热管理产品百花齐放: 公司机械水泵、排气歧管、涡壳三大产品基本盘稳固: 1) 机械水泵是公司发家业务, 2020 年认定为制造业单项冠军产品, 当前公司汽车水泵市占率达 25%, 坐稳市场头部交椅; 2) 排气歧管在双碳背景下催生出更新迭代需求, 公司近年来加大研发投入, 着力开发耐热钢排气歧管, 叠加原材料成本下降及产能充沛, 公司此业务受电动化转型的影响较小; 3) 涡壳为公司主要收入来源, 占比公司营收超 45%, 市占率为 20%, 现有铸造产能 800 万只, 2024 年公司涡壳被认定为制造业单项冠军产品。受益于混动车型的放量, 2024 年销量超 500 万只。盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2025-2027 年实现营收 54.47/62.68/69.42 亿元, 实现归母净利润 4.55/6.31/7.89 亿元, EPS 分别为 0.79/1.10/1.37 元/股, 当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 20/15/12 倍。传统热管理龙头加速新能源和民用领域转型, 期权兑现, 打开第二增长曲线。首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 新能源渗透率不达预期, 非车业务不达预期, 原材料价格上行风险

宏观策略

宏观深度报告 20250508：基于 38 个国家的比较：为何我国消费率偏低

我们将居民消费率拆解为两类 6 个因素，并跟 38 个国家进行国际比较，通过比较我们发现我国居民消费率低的原因主要是消费倾向低，居民可支配收入比重并不低，但这可能并不意味着居民部门“有钱不愿花”，提高中低收入者收入仍然是促消费的重要选择。我们的主要结论如下：

- 1、中国居民消费率仅为 37.2%，比 38 个国家的平均水平（53.8%）要低 16.6 个点。按照： $\text{居民消费率} = \text{居民消费支出} / \text{GDP} = (\text{居民消费支出} / \text{居民可支配收入}) * (\text{居民可支配收入} / \text{GDP}) = \text{消费倾向} * \text{居民收入比重}$ ，接下来我们分别从消费倾向和居民收入进行详细拆解。
- 2、中国消费率低主要是消费倾向偏低。2022 年，我国居民消费倾向为 62%，而 38 个国家平均为 92.3%，最低是卢森堡的 82.1%。
- 3、我国居民可支配收入并不低，2022 年，我国居民部门可支配收入占 GDP 比重为 60%，略高于 38 个国家平均水平（58.2%）。很多观点认为中国居民收入占比低于其他国家，源于两个问题：一是样本选择的误差，经常用来做比较的国家，居民收入比重都高于我国，如美国（75.2%）、日本（63.1%）、英国（63.7%）、法国（64.5%）、德国（63.2%），但不常比较的北欧或者欧盟 27 国整体来看，居民收入比重都低于我国。二是口径差别，很多观点使用中国微观收入口径，但 2022 年居民收入的微观数据比宏观数据要少 20 万亿。
- 4、我国居民初次分配收入占 GDP 比重（61.4%）低于 38 国平均（63.2%），初次分配里非财产性收入特别是劳动收入并不低，按照“劳动报酬+营业盈余”来看，中国为 58.2%，38 国平均为 57%。
- 5、财产净收入水平偏低是我国居民初次分配收入低于其他国家的主要原因，2022 年我国居民财产净收入占 GDP 比重为 3.2%，而 38 国平均为 6.2%。
- 6、我国居民财产收入形式单一，主要依靠存款利息，企业给居民的分红收入严重低于全球平均水平。2022 年，我国财产收入中 76.2% 来自于利息收入，只有 10.2% 来自于企业分红，表明居民财产收入依赖于存款利息，企业分红太低。相比之下，38 个国家平均来看，利息收入占财产收入的比例只有 19.4%，而红利收入占财产收入的比例高达 55.7%。
- 7、二次分配环节，2022 年，我国居民转移净收入占 GDP 比重为 -1.4%，比 38 个国家均值 -5.0% 要高 3.6 个点。
- 8、我国居民二次分配净收入偏高，主要原因是税负轻。居民转移净收入 = 居民缴纳所得税和财产税支出 + 除纳税外的转移净收入。2022 年，我国居民缴纳的所得税和财产税占 GDP 比例仅为 1.2%，比 38 国平均 8.1% 的水平要低 6.9 个点；我国居民“除纳税外的转移净收入”占 GDP 比例为 -0.1%，而 38 国平均为 3.1%，表明社保保障相对不足。
- 9、既然我国居民可支配收入比重高于国际平均、消费倾向低于国际平均，是否说明我国居民部门“有钱不愿花”？并非如此，由于个税和财产税主要影响少数中高收入者，因此剔除中高收入者后，对大多数居民而言，我国跟其他国家居民收入比重的国际比较结果可能是 61.3%VS66.3%，而非 60%VS58.2%。即中高收入者存在“有钱不花”、消费倾向低的现象，但大多数居民仍然是有消费意愿但缺少消费能力，因此 2025 年 4 月政治局会议指出“要提高中低收入群体收入”是很有必要的。
- 10、居民所得税和财产税的税负轻并不一定有利于消费。我国居民税负和社保净收入“双低”的格局，意味着二次分配环节没有充分发挥调节收入差距的作用，不利于促进消费。我们发现，如果将居民个税和财产税的税负提高到

跟 38 国平均水平一致，提高税负的同时提高转移支付水平，将增加的这部分税收以转移支付的形式全部给予中低收入者，可以实现居民部门总收入不变的情况下，居民消费增加 1.6 万亿，居民消费率提高 1.3 个点、消费倾向提高 2.2 个点。风险提示：（1）国际比较在细节上可能存在误差，比如各国统计制度的差异未能完全反映，我国可能将为居民服务的非盈利组织计入广义政府部门，而其他国家可能计入居民部门，这不影响我们的结论，但可能带来一定的统计差异风险。（2）数据相对滞后，官方发布的匹配收入分配的宏观消费数据目前仅更新到 2022 年，但受到外部冲击影响，2022 年是中国消费的次低谷（仅次于 2020 年），可能不能完全代表常态下的中国消费情况。（3）国际比较的广度仍有不足，如目前的 38 国数据没有包含东南亚国家，并且大部分国家的历史数据仅能追溯到 90 年代末或 00 年代初，样本覆盖面仍有不足，不能完全排除国际比较带来的结论片面性。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

宏观点评 20250508：关税迷雾深，联储降息更难择机——2025 年 5 月 FOMC 会议点评

核心观点：5 月 FOMC 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，因此当前市场计价的全年 3 次降息预期面临进一步向下修正的风险。FOMC 声明：如期维持利率不变，特朗普关税带来更多不确定性。与 3 月比，5 月 FOMC 声明变化不大。变化主要体现在：①强调经济扩张仍然稳健，尽管净出口对近期经济数据有扰动（swings in net exports have affected the data）；②经济前景不确定性进一步增大（uncertainty about the economic outlook has increased further）；③判断失业率与通胀风险提升（judges that the risks of higher unemployment and higher inflation have risen）。②与③主要体现特朗普关税给美国经济带来的更大不确定性与滞胀风险。发布会：滞胀风险令美联储对降息更谨慎。相对于简短的声明，发布会上 Powell 表达了由特朗普关税等政策带来的对经济前景更大不确定性与滞胀风险的担忧，这也导致美联储对降息更谨慎的态度与更大的判断难度。①增长方面，Powell 认为经济现状不错（doing fine），尚未看见经济真实数据的放缓迹象（We're not seeing a slowdown show up in actual economic data, yet.）。Q1 美国 GDP 的负增长主要来自抢进口扰动，预期 Q1 消费与库存分项将会被上修，且外贸给 Q1 的负贡献将在 Q2 反转为正贡献。但 Powell 也关注到调查指标/软数据的恶化，企业与居民的担忧较为广泛且在延后决策（Businesses and households are very broadly concerned and postponing decisions）。若担忧没有缓解，则预期将在未来数周到数月经济数据中体现（If nothing happens to alleviate those concerns, would expect that to show up in data in weeks or months）。②通胀方面，Powell 认为关税带来的通胀可能是一次性的（one-time shift），也可能是持续的（persistent），表达了对通胀更大不确定性与上行风险的担忧。Powell 认为持续的关税将带来滞胀风险（generate a rise in inflation, a slowdown in economic growth）。③货币政策方面，从政策方向看 Powell 承认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。从置信区间看，Powell 认为不确定性飙升（uncertainty is extremely elevated），对合理的政策利率路径没有信心（can't confidently say I know the appropriate rate path），但认为等待成本较低（costs of waiting are fairly low），不急于降息（don't

think we need to be in a hurry)。策略启示：市场降息预期过于乐观，美债利率存在进一步上行的风险。FOMC 声明公布后，市场反应较为平淡；而发布会结束后，美元指数上涨，降息预期有所回落。截至最新联邦基金期货显示市场预期美联储 7 月降息概率为 82%，全年降息 3.12 次/78bps。对美联储而言，当下货币政策决策难点既在方向上（滞胀风险让美联储陷入两难，“降也不是，不降也不是”），也在置信区间上（关税政策与其影响均充满不确定性，加大对经济前景判断难度）。向前看，除非短期爆发尖锐的流动性或衰退风险，否则当下通胀更大的上行风险与经济更大的不确定性均意味着美联储更谨慎的货币政策，目前市场定价的全年 3 次降息仍过于乐观，美债利率存在上行风险。风险提示：特朗普政策落地节奏与预期相差较大；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；通胀下行速率不及预期。

（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）

宏观深度报告 20250507: 转口贸易能否支撑二季度出口增长——兼论后续关注出口变化的几条线索

转口贸易的两种形式 其一是出口商品属于最终产成品，仅在中转国的港口或保税仓库进行存储、分类、再包装等工序，这种方式更多的适用于劳动密集型产品，如纺织服装、家具和玩具等；其二是出口商品属于原材料或中间品，在中转国进行加工或组装等相关工序，使中间品的形态及用途等发生实质性改变，这种方式更多的适用于技术密集型产品，如手机、汽车等。美国或通过原产地规则限制转口贸易 而无论是通过何种形式，转口贸易能否顺利进行的一个核心关键点是原产地规则，如果出口商品在经过转口贸易后仍旧被认定为原产地属于我国，那就意味着我国出口商品无法通过转口贸易规避关税的影响。相较于其他国家和地区，美国本身对于原产地认定便更为苛刻，尤其在优惠原产地原则下，从墨西哥或加拿大进口转口贸易的货物更加难以通过原产地认定。而在本轮对等关税落地后，为限制他国通过转口贸易出口商品到美国，美国海关于 4 月 15 日启用全新的原产地核查系统，从升级审查标准与流程、明确重点监管对象和制定严格监管措施出台了一系列举措，后续各国通过转口贸易出口货物到美国的渠道或面临更大风险与挑战。上轮贸易摩擦以来我国转口贸易出口增量约占出口总额的 8.4%，对应 2024 年我国转口贸易规模约在 3001 亿美元 考虑到地理位置及劳动力成本等多方面因素，东盟更加适合我国进行转口贸易，因此我们以东盟为例，测算我国对东盟转口贸易的占比，以衡量我国整体转口贸易的比重。首先，我们测算了 2018 年中美贸易摩擦以来 HS2 位分类下我国对东盟出口以及美国从东盟进口商品的年均增速，若我国对东盟出口商品的年均增速与美国从东盟进口商品的年均增速差值小于 5%，则可以认为这些行业存在对美转口贸易。从结果来看，转口贸易主要存在于机械设备、电子设备、家具、钢铁、玩具、化学品、塑料及其制品等行业，而这些行业均为 2018 年美国重点对我国加征关税的行业，从逻辑上讲符合转口贸易规避关税的目的。其次，在得到以上行业后，我们以这些行业在 2020 年（香港被取消出口优惠待遇）后对东盟出口值与历史趋势值的偏离值衡量其通过东盟转口贸易的规模。粗略估算，我国 2021 年、2022 年和 2024 年对东盟的转口贸易分别约为 546 亿美元、538 亿美元和 289 亿美元，分别占当年我国对东盟出口的比重分别为 11.3%、9.5%和 4.9%。最后，若以 2021 年、2022 年和 2024 年这些行业对东盟出口与历史趋势偏离值的累计值占对我国这三年对东盟出口的

比重衡量我国转口贸易占出口的比重，则对应我国对转口贸易额占全部出口额的比重约为 8.4%，对应 2024 年我国转口贸易规模约在 3001 亿美元。此外，我们可以从全球价值链视角对我国转口贸易的规模进行佐证。从美国进口的角度出发，2022 年美国从中国进口金额占比为 16.5%，而美国从中国获得的增加值占比为 19.4%，而与 2018 年相比，2022 年美国从中国进口金额占比降低了 4.7 个百分点，从中国获得的增加值占比反而增加了 2.7 个百分点。从以上数据可以看出，2018 年以来我国产品部分通过加工后经转口贸易出口至美国，因此最后出口到美国的产品中，增加值由我国贡献，而出口额则体现在其他国家和地区，且从 2018 年到 2022 年变化来看，我国对美国转口贸易规模约占美国进口规模的 7.4% 左右，即 2024 年我国对美国转口贸易规模约为 3040 亿美元，与前文测算方法较为接近。后续关注出口变化的几个线索

(1) 对等关税落地后“抢转口”较为明显 自 4 月 9 日对等关税正式落地以来，我们可以看到出口端出现了明显的“抢转口”现象，主要得益于美国在同日宣布对其他 75 个国家给予 90 天的关税豁免。具体数据来看，一方面，我国对美直接出口出现明显下滑，截至 2025 年 5 月 1 日，由我国发往美国的集装箱船数（15 日滚动）较 4 月 9 日下滑达 33.8%；另一方面，我国出口货物总量仍保持相对平稳，无论是从二十大港口离港船舶载重吨数还是从重点监测港口货物吞吐量数据来看，均呈现 4 月 9 日对等关税落地后首周回落，而后两周明显反弹的趋势，且从绝对值来看均明显高于对等关税落地前的水平。两方面数据一定程度上体现出我国短期明显出现了“抢转口”行为。而东盟国家港口数据的变化进一步佐证了我国“抢转口”的行为。包括印尼、越南等在内的东南亚国家 4 月港口出入境船舶数量同比增速均较 3 月份出现明显改善，其中越南港口出入境船舶数量同比增速分别由 3 月的 3.2% 和 -0.6% 大幅增长至 4 月的 24.0% 和 26.3%。

(2) 美方态度松动下航运价格开始回暖 近期，美方对华加征关税的强硬态度开始逐步松动，4 月 22 日，特朗普声称不会对中国采取“强硬态度”，关税不会一直高达 145%，美国财政部部长贝森特也认为中国与美国在关税问题上的僵局将会缓和。而 5 月 2 日，商务部也回应称美方近期多次主动传递谈判意愿，并会进行相关评估，后续若中美关税谈判出现实质性进展，对于我国二季度及全年出口增速均会形成明显利好。而中美关税谈判缓和的预期在航运价格上已经有所体现，从集装箱运价指数来看，在我国集装箱运价指数整体趋于下行的背景下，4 月末美西和美东航线出口集装箱运价指数均有所改善，在目前船运运力较为充足的情况下，运价的改善更多的反映出对美出口预期的好转，后续可继续观察运价指数改善的持续性。

(3) 全年出口形势的三种情形判断 在乐观情形下，若中美贸易谈判在二季度有所缓和，且在年内加征的对等关税逐步被取消（因芬太尼问题被加征的 20% 关税仍存在），则预计对我国全年出口增速的影响大约在 2.7%，对应拖累 GDP 增速约 0.6%；在中性情形下，若美方维持对中国对等关税，但并不严格限制转口贸易，在 90 天豁免期内转口贸易或对我国出口增速有所支撑，则预计对我国全年出口增速的影响大约在 5.2%，对应拖累 GDP 增速约 1.1%；在悲观情形下，若美方维持对中国对等关税，且严格限制转口贸易，在此情境下我国转口贸易规模难以增长，则预计对我国全年出口增速的影响大约在 7.3%，对应拖累 GDP 增速约 1.5%。

风险提示：(1) 考虑到对其他国家和地区转口贸易比例可能较东盟偏低，则转口贸易测算数据可能存在一定高估；(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) 测算基于较多假定，且基于历史数据，可能存在一定误差。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李昌萌)

固收金工

固收点评 20250507: 双降之后, 债券市场怎么走?

事件 2025年5月7日, 在国新办举行的“一揽子金融政策支持稳市场预期”新闻发布会上, 央行行长潘功胜宣布三大类共十项货币政策措施, 其中总量型政策包括降低存款准备金率0.5个百分点, 以及下调政策利率0.1个百分点。

观点 降准是货币与财政配合的重要手段: 降准为银行提供了无期限的零成本的资金, 降准50bp可以为金融市场提供约1万亿元的流动性。此次降准符合预期。一方面, 就降准节奏而言, 2022年以来, 央行便维持着上半年一次, 下半年一次, 大约间隔半年降准的频率, 对应银行资产负债表的扩张。上一次降准是2024年9月底, 从间隔时长来说, 接近降准窗口。另一方面, 降准也需要配合债券的发行, 用来给银行释放资金用以承接债券供给。在2025年4月27日发布的报告《年初以来, 货币和财政的发力节奏如何?》中, 我们曾对新增专项债的发行进度进行了判断。去除专门用于化债的8000亿元后, 2025年新增专项债额度为3.6万亿元, 截至4月底, 新增专项债的发行进度为33%。落后于2022年和2023年。财政部长蓝佛安在亚洲开发银行理事会第58届年会上表示, 中方将采取更加积极有为的宏观政策, 我们预计二季度新增专项债的发行进度将有所提速。同时, 总计5000亿元的注资特别国债将在5-7月发行, 总计1.3万亿元的超长期特别国债将在4-10月发行。多种债券供给放量之下, 降准释放长期流动性成为了货币和财政配合的重要手段。

降息前置应对关税带来的潜在冲击: 从2024年12月9日召开的政治局会议提及“适度宽松的货币政策”起, 市场就开始期待降息, 而随后央行的态度变为“择机降准降息”。在今天的发布会上, 潘行长提及适度宽松的货币政策内涵, 其中有一点为政策实施需要相机抉择, 综合评估国内外经济金融形势和金融市场运行情况。我们认为当前降息有两大条件已经成熟, 一是4月PMI回落至荣枯线之下, 其中新出口订单指数回落幅度最大, 由3月的51.8%环比下行5.5个百分点至46.3%。关税战的冲击初步显现, 国内经济需要降息来维持一季度GDP的良好开局。二是人民币汇率趋稳。中美经贸会谈有所进展, 加之美元指数偏弱运行, 人民币汇率被动贬值的压力缓和。

债券市场短期走出利多出尽行情, 长期利率下行仍是进行时: 降准和降息落地后, 日内短端利率下行而长端利率上行。一方面, 短端利率对于流动性松紧更加敏感, 降准释放的长期流动性和降息带来的资金成本降低均有利于短端。另一方面, 长端利率走出利多出尽行情, 引导“保持正常倾斜向上的收益率曲线”仍是央行关注的重点, 抢跑的长端利率出现上行修复。在2025年3月12日发布的报告《1.9%以上的10年期国债具有配置价值》中, 我们提及从曲线陡峭性角度, 60bp的10Y-1Y国债利差是合理的, 而截至2025年5月6日, 这一利差为17bp, 压缩最明显的一段时间便是4月初对等关税落地后出现的降准预期发酵, 带动长端利率下行。长期来看, 利率下行仍是进行时, 只是降息预期抢跑过多, 仍需要时间消化。2024年4月3日, 央行货政委员会例会通稿中提到, “在经济回升过程中, 也要关注长期收益率的变化”, 当时10年期国债收益率在2.3%左右。在那之后, 7天期逆回购利率累计下调40bp, 10年期国债收益率的合意点位对应下调, 则为1.9%。当前的收益率蕴含20-30bp的降息空间, 需要等待年内进一步的降息消化, 若出现政策推动下的“股债跷跷板”, 建议投资者当前合理布局。

风险提示：经济基本面变化超预期，货币政策工具创新，历史经验不代表将来。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

行业

AI+汽车智能化系列之十一——以地平线为例，探究第三方智驾供应商核心竞争力

n 看好头部第三方智驾供应商突破机遇：智驾平权需求+性能追赶/量产验证共同驱动。Ø 第三方智驾供应商或成为二三线车企智驾平权最优方案：展望终局，我们认为头部车企与头部智驾供应商都有望依托智能驾驶领域的积累拓展至具身智能大赛道，头部智驾供应商或成为二三线车企智驾平权最优方案，预计头部智驾供应商的潜在市场份额为全部新车销量的 50%左右。Ø 理解本轮智能化对国产芯片端影响：智驾平权是主线，系统降本为暗线。车企竞争加剧/智驾方案内卷的大背景下【全栈自研】成为车企当下考虑的次要因素，我们认为城市级别 NOA 的智驾平权正在加速到来。车企对于功能上车的思路永远兼顾性能和成本，目前看即将落地的基于国产芯片的智驾方案或为当下高阶智驾方案的成本最优解。n 如何衡量国产芯片的比较优势？Ø 英伟达凭借 Orin 系列智驾芯片在当下高阶智驾市场独领鳌头，据我们观察国产芯片供应商经过近五年的追赶在产品性能、量产验证、客户获取多个维度开始比肩英伟达 n 如何看待第三方芯片供应商的核心价值？Ø 先发的重要性：智驾芯片普遍需要三年以上研发制造周期，同时具备持续迭代能力的芯片设计厂商才能实现芯片性能的成本的平衡。Ø 设计制造成本视角：据我们测算，7nm 智驾芯片在出货 150 万片时全生命周期制造成本打平直接采购成熟芯片方案（以直接购买 OrinX 芯片的成本来衡量），故对于车企来说自研芯片需要兼具大出货量及芯片快速迭代能力，给车企提出很高的要求。Ø 算法视角：以“BEV+Transformer”为核心的“重感知、轻地图”的智驾算法思路被验证且大规模应用，对于 Tier1 而言路径选择带来的风险大大减小，强化学习提供新的“解题思路”，智驾供应商包袱更轻更容易跟上前沿技术 n 风险提示：智能驾驶相关技术迭代/产业政策出台低于预期，华为/小鹏等头部车企新车销量低于预期。

(证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊)

建筑材料行业深度报告：居住产业链 2025Q1 公募基金持仓仍处低位，建筑、建材低配比例缩小

投资要点 我们筛选了 198 支居住产业链 A 股（其中地产行业 52 支、建筑行业 92 支、建材行业 54 支）作为样本标的，并进一步细分为 3 大类 10 个二级行业（基建地产前周期：房地产开发、设计咨询、基建房建、水泥；基建地产后周期：玻璃玻纤、装修、装修建材、房地产服务；其他：其他材料、专业工程），进行 2025 年一季度产业链行情回顾和公募基金重仓持股分析。行业持仓：我们选取了股票型基金中的普通股票型基金（剔除被动指数型基金和指数增强型基金）、混合型基金中的偏股混合型、平衡混合型和灵活配置型基金作为样本基金。居住产业链重仓持股市值占 A 股比仍处低位，建材小幅加仓。本季度全部 A 股中居住产业链（申万新分类下地产、建筑、建材行业）基金重仓持股市值占 A 股比为 2.03%，环比上一季度-0.11pct，超配比例-1.94%（近 10 年百分比排位 59%），环比上一季度+0.16pct。地产、建筑、建材行业本季度基金重仓持股市值占 A 股比分别为 0.87%、0.54%、0.63%（近 10 年百分比排位分别为 0%、33%、21%），环比上

一季度分别-0.09pct、-0.09pct、+0.08pct，地产、建筑及建材三个行业基金重仓持股市值占 A 股比均处于 10 年以来相对低位；建筑、建材低配比例缩小，地产、建筑和建材行业超配比例分别为-0.45%、-1.37%、-0.12%（近 10 年百分比排位分别为 46%、85%、49%），环比上一季度分别+0.01pct、+0.08pct、+0.07pct，三个行业低配比例均有所缩小。本季度居住产业链基金重仓持股市值占流通盘比为 0.87%（近 10 年百分比排位 10%），环比上一季度-0.05pct。其中，申万新分类下地产、建筑、建材行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比分别为 1.12%、0.48%、1.44%（近 10 年百分比排位 26%、28%、23%），环比上一季度分别-0.11pct、-0.07pct、+0.08pct。此外我们在一级行业下加入轻工、家电行业进行对比，轻工行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比为 1.44%，环比上一季度-0.35pct；家电行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比为 3.91%，环比上一季度-0.60pct。轻工、家电行业本季度重仓持股市值占流通盘比位于近 10 年的百分比排名分别为 0%、56%。建筑、建材行业持仓集中度有所提升。本季度居住产业链（申万新分类下地产、建筑、建材行业）341 支 A 股中获公募基金重仓持有的股票共有 91 支（占全行业 27%），环比上一季度-8 支，持仓集中度上升。其中，申万分类下地产、建筑和建材行业获样本基金重仓持有的股票分别为 30 支、41 支、20 支（占各自行业的 29%、25%、27%），环比上季度分别-4 支、-1 支、-3 支。个股持仓：个股持仓市值：本季度居住产业链公募基金重仓持仓总市值前五的股票依次是保利发展（39.8 亿元）、海螺水泥（26.1 亿元）、中国建筑（25.2 亿元）、鸿路钢构（24.4 亿元）、三棵树（23.1 亿元）。建筑行业前五的股票分别为中国建筑（25.2 亿元）、鸿路钢构（24.4 亿元）、金诚信（7.4 亿元）、隧道股份（3.7 亿元）、中国中铁（2.5 亿元）。建材行业前五的股票分别为海螺水泥（26.1 亿元）、三棵树（23.1 亿元）、中国巨石（8.3 亿元）、东方雨虹（6.6 亿元）、北新建材（4.7 亿元）。（2）个股持仓变动：按基金重仓持股占流通盘比计算，环比上一季度加仓幅度前五名依次为滨江集团（+1.88pct）、三棵树（+1.09pct）、金地集团（+1.05pct）、深桑达 A（+0.95pct）、中钢国际（+0.94pct）；减仓幅度前五名依次为瑞尔特（-5.03pct）、志特新材（-4.43pct）、兔宝宝（-2.89pct）、金诚信（-1.73pct）、城建发展（-1.48pct）。其中，建筑行业：环比上一季度加仓幅度前五名依次为深桑达 A（+0.95pct）、中钢国际（+0.94pct）、华阳国际（+0.36pct）、龙元建设（+0.14pct）、四川路桥（+0.11pct）；减仓幅度前五名依次为金诚信（-1.73pct）、三联虹普（-1.09pct）、中材国际（-0.82pct）、深城交（-0.65pct）、鸿路钢构（-0.65pct）。建材行业：环比上一季度加仓幅度前五名依次为三棵树（+1.09pct）、华新水泥（+0.61pct）、北新建材（+0.33pct）、中国巨石（+0.26pct）、中材科技（+0.23pct）；减仓幅度前五名依次为瑞尔特（-5.03pct）、志特新材（-4.43pct）、兔宝宝（-2.89pct）、科顺股份（-1.37pct）、海螺水泥（-0.26pct）。风险提示：数据统计存在允许范围内偏差的可能；化债政策落地及财政加杠杆力度不及预期的风险；行业竞合态势超预期恶化的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊

证券分析师：石峰源）

房地产行业点评报告：三部委发布会点评：公积金贷款利率下调，货币政策支持行业止跌回稳

投资要点 事件：5 月 7 日，国新办举行新闻发布会。央行行长潘功胜在会议上表示：1）降低存款准备金率 0.5pct，向金融市场提供长期流动性约 1 万亿元；2）下调政策利率 0.1pct，公开市场 7 天期逆回购利率由 1.5%下降至 1.4%，预计将带动 LPR 下行 0.1pct；3）下调所有

结构性货币政策工具 0.25pct；4）降低个人住房公积金贷款利率 0.25pct，其中五年期以上的首套房利率由 2.85%降至 2.6%，其他期限的利率同步调整。金融监管总局局长李云泽表示要加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，助力持续巩固房地产市场稳定态势。公积金贷款利率下调有助于解决行业核心堵点，商贷利率下调空间或随之打开。央行表示降低个人住房公积金贷款利率 0.25pct，5 年期以上首套住房公积金贷款利率由 2.85%降至 2.6%。我们认为公积金贷款利率对于商业贷款利率具备一定的锚定作用，过往公积金贷款与商业贷款利率差持续收窄，导致商业贷款利率下调空间受限，因此此次公积金贷款利率的下调对于解决行业核心堵点具有重要意义。2025Q1 全国新发放商业性个人住房贷款加权平均利率为 3.11%，我们预计此次公积金贷款利率调整有望带动商业贷款利率随之下调，且商贷利率的下调幅度有望超过此次 LPR 的下调幅度。房地产融资协调机制扩围增效，加快出台与房地产新模式相适配的系列融资制度。截至目前，商业银行审批通过的“白名单”贷款增至 6.7 万亿元，支持了 1600+万套住宅的建设及交付，为房地产市场止跌回稳提供了重要支撑。金融监管总局表示将加快完善与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，包括房地产开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法，指导金融机构继续保持房地产融资稳定，有效满足刚性和改善性住房需求，强化对高品质住房的资金供给，助力持续巩固房地产市场稳定态势。目前政策细则尚未出台，后续政策具体落地及执行情况值得期待。投资建议：随增量政策陆续出台及住房贷款利率下调，行业有望逐步企稳。我们看好布局核心城市，土地储备充裕的优质开发房企以及经营稳健积极分红回馈股东的物业管理公司。开发商推荐华润置地、越秀地产、滨江集团，建议关注绿城中国、建发国际集团等。物业公司推荐华润万象生活、绿城服务，建议关注滨江服务。风险提示：房地产政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；房企流动性恶化超预期。

（证券分析师：房诚琦）

通用自动化 2024 年报&2025 年一季报总结：通用设备需求筑底静待复苏，挖掘机器人&FA 自动化等 α 机会

u 工业自动化：2025Q1 需求/业绩有所改善，推荐业绩拐点已至的工业 FA 板块。我们选取 10 家工业自动化标的，包括【埃斯顿】【汇川技术】（东吴电新组覆盖）【埃夫特】【新时达】【拓斯达】【机器人】【怡合达】【绿的谐波】【国茂股份】【中大力德】进行分析。2024 年合计实现营收 592.48 亿元，同比+6%，中位数收入同比增速分别为-3%/-10%。2024 年工业自动化行业合计归母净利润为 34.18 亿元，同比-40%，中位数归母净利润同比增速分别为-33%和-26%。整体来看，工业自动化行业利润增速正逐步下滑，一方面受收入端增速放缓影响，另一方面价格竞争情况仍未有明显改善。重点推荐工业自动化细分板块：工业 FA。怡合达作为工业 FA 龙头，2024 年逐步减轻光伏/锂电低毛利业务拖累，2025Q1 归母净利润同比+26.5%，业绩重回增长区间，拐点已至。u 注塑机：国内集中度提升，千亿海外市场未来可期。我们选取 3 家注塑机行业标的，包括【海天国际】【伊之密】【泰瑞机器】，2024 年分别实现营收 161.3/50.6/11.5 亿元，分别同比+23%/+24%/+15%。利润端：2024 年海天国际、伊之密和泰瑞机器归母净利润分别为 30.8/6.08/0.82 亿元，分别同比+24%/+27%/-4%。海天国际、伊之密利润/收入增速高于泰瑞机器，注塑机行业呈现出头部集中强者恒强的态势。展望未来，注塑机国内市场已比较成熟，未来行业看点主要在于行业龙头提高市场份额和国产注塑机出海。海外市场

国产注塑机性价比优势突出，未来可拓展市场空间广阔。 u 机床&刀具：看好国产化&出海进程加速的机床刀具行业。 我们选取 8 家机床行业标的，包括【国盛智科】【科德数控】【创世纪】【海天精工】【浙海德曼】【秦川机床】【沈阳机床】【纽威数控】【华辰装备】进行分析。2024 年合计实现营收 171 亿元，同比+10%。2024 年机床行业合计归母净利润为 14.85 亿元，同比-5.2%。利润端与收入端增速背离，主要系行业竞争加剧，产品价格端承压。展望未来，我们认为国内看点主要来自于高端领域国产替代和存量更新，海外市场将成为重点，国产机床具有性价比&服务优势，随着机床企业海外布局逐步完善，份额有望快速提升。 我们选取 5 家刀具行业标的，包括【华锐精密】【欧科亿】【沃尔德】【恒锋工具】【鼎泰高科】进行分析，2024 年合计实现营收 47.53 亿元，同比+10%。利润端：2024 年刀具行业合计归母净利润为 6.20 亿元，同比-20%。整体来看，2024 年刀具行业受下游需求偏弱影响产能利用率降低，毛利率有所下滑。展望未来刀具行业短期有望受益于制造业景气复苏，开工率提升；中长期有望受益于整硬刀具等新品放量和海外市场开拓。 u 人形机器人：量产落地渐行渐近，灵巧手与轻量化环节值得重视。 人形机器人行业正迎来行业发展黄金期，建议关注灵巧手与轻量化两大环节。①灵巧手：灵巧手是人形机器人与现实交互的媒介，系最优环节。特斯拉二代灵巧手采用微型丝杠+腱绳的方案，赋予灵巧手更高的自由度和灵活性，建议关注微型丝杠环节投资机会。另外传感器为灵巧手实现灵巧操作的关键，看好视觉、电容式、电磁式、电阻式传感器在机器人领域应用。②轻量化：人形机器人轻量化可以提高机器人的运动灵活性和续航，人形机器人马拉松比赛后轻量化逐步被市场重视，建议关注 PEEK 材料与镁合金在机器人领域应用。 u 投资建议：1) 人形机器人：灵巧手整手重点推荐【兆威机电】【雷赛智能(东吴电新组覆盖)】；灵巧手微型丝杠重点推荐【恒立液压】，建议关注【浙江荣泰】【雷迪克】；灵巧手触觉传感器&电子皮肤建议关注【汉威科技】【日盈电子】【福莱新材】。机器人轻量化建议关注【星源卓镁】【旭升集团】【中欣氟材】【肇民科技】等。2) 通用自动化：重点推荐 FA 自动化【怡合达】；注塑机行业【海天国际】【伊之密】。机床刀具行业推荐【纽威数控】【科德数控】【海天精工】【华中数控】【华锐精密】，建议关注【鼎泰高科】【沃尔德】。 u 风险提示：行业景气度不及市场预期；零部件断供风险；大宗商品涨价风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天)

食品饮料行业深度报告：大众品 2024 年报及 2025 年一季报总结：需求筑底，细分突围

投资要点 乳制品：板块盈利向好，上游呈现出清趋势。1) 行业：24 年以来行业供大于求矛盾突出，24 年/25Q1 主产区生鲜乳均价分别同比-13.5%/-13.8%，奶价低迷致上游经营承压，行业逐步呈现出清加速态势；2) 收入端：行业供需矛盾突出致 24 年板块收入承压，25Q1 伊利/新乳业/妙可蓝多等乳企收入增速边际改善；3) 利润端：24 年至今成本红利提振板块毛利率和毛销差，但行业供大于求致 24 年减值扰动板块盈利，25Q1 行业供需改善下主要乳企减值损失边际改善，板块盈利能力优化。 调味品：行业需求仍疲软，板块成本红利显著。1) 收入端：低基数+龙头调整到位推动 24 年板块收入同比改善，其中复调表现好于基调，25Q1 春节前置+主动调整短期扰动部分企业收入，24 年&25Q1 龙头海天增长稳健，经营韧性突出；2) 利润端：24 年&25Q1 大豆等原材料价格同比下降，成本红利提振板块毛利率，行业费投力度加大不改毛销差提升趋势，板块盈利能力强化，其中海天、

中炬盈利优化领先行业。 软饮料：收入增速放缓，东鹏一骑绝尘。 1) 收入端：春节错期扰动季度节奏+较长经济弱表现致板块需求疲弱，板块收入增速放缓，2024 年板块收入同比+5.1%；24Q4 板块收入同增 6.9%，25Q1 收入同增 3.8%，24Q4+25Q1 板块合计收入同比+5.3%。 2) 利润端：消费整体疲弱致个股显著分化，24H2 企业受益于成本红利毛利率同比提升，受费用率拖累多数企业利润率表现仍相对偏弱，其中东鹏受益于成本回落、规模效应放大，利润弹性释放明显，24 年/25Q1 销售净利率同比+2.9、+1.1pct，华润饮料 2024 年基本完成瓶坯自有化建设，并通过实施全国统一的瓶坯调配运营方案，推动 24 年销售净利率同比+2pct。 保健品：表现分化，积极调整。 1) 整体表现：线上转型期，电商品牌气势如虹，传统线下品牌积极调整；生产端同样分化，24H2 内需掣肘致大客户下单周期放缓，国内市场略有承压，25 年以来代工企业国内迎来修复。 2) 25 年展望：①H&H 控股迎来拐点式增长：婴配粉压制解除，公司发展恢复正轨，成人保健增势依旧，利息支出进一步优化。②仙乐健康积极调整，行稳致远：25H2 国内市场低基数+大客户补库+新零售贡献增量，业绩有望进一步转好。③百合股份蓄势待发：会员商超等新渠道可期，宠物保健品代工平稳启航，海外子公司或承接跨境电商增量。 港股餐饮：砥砺前行，静待风至。随着消费刺激政策落地，限额以上餐饮企业收入总额环比修复或更为明显，建议关注修复弹性：1) 海底捞持续强化供应链及成本管控能力，夯实业绩；同时得益于红石榴计划，其他餐厅有望持续贡献增量，期待客单价及翻台率进一步改善。 2) 达势股份品牌力、产品力突出，外送差异化显著，看好开店扩张后规模效应及成本摊薄，随着新增门店日益成熟，每笔订单平均销售金额有望企稳回升。 3) 颐海国际机制升级、推新加速、渠道细化，25 年第三方收入有望维持低双位数增长，关联方有望同比改善。 投资建议： 1) 乳制品：板块投资逻辑多样，乳业周期有望上行，看好盈利兑现，推荐伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多，建议关注新乳业、天润乳业。 2) 调味品：需求弱复苏，优选成本红利释放和渠道调整已见效个股，推荐海天味业，关注中炬高新、千禾味业。 3) 软饮料：推荐能量饮料赛道龙头，第二曲线势能强劲、增长潜力充足的东鹏饮料；威士忌业务具备潜力的百润股份；成本拐点下，板块较为领先的强回购标的承德露露，建议关注农夫山泉。 4) 保健品：建议关注有新消费基因的品牌及代工厂，H&H 控股、仙乐健康、百合股份； 5) 港股餐饮：建议关注成本优化、经营企稳的海底捞；拓店成长期、势能强劲的达势股份。 风险提示：消费修复不及预期风险、竞争格局恶化风险、食品安全风险、成本端上涨风险。

(证券分析师：苏钺 证券分析师：周韵 证券分析师：邓洁 研究助理：于思淼)

推荐个股及其他点评

锦江酒店 (600754)：2024 年报及 2025 一季报点评：业绩持续承压，关注整合改革效果

投资要点 业绩持续承压：锦江酒店 2024 年实现收入 140.63 亿元，yoy-4%；归母净利润为 9.11 亿元，yoy-9%；扣非归母净利润 5.39 亿元，yoy-30%。单 Q4 营收为 32.73 亿元，yoy-9%；归母净利润为-1.95 亿元，23 年同期 0.27 亿元；扣非归母净利润-0.99 亿元，23 年同期-0.28 亿元。2025 年单 Q1 营收为 29.42 亿元，yoy-8%；归母净利润 0.36 亿元，yoy-81%；扣非归母净利润 0.27 亿元，yoy-57%。业绩持续承压，系行业需求走弱、直营店和海外亏损影响等。 境内有限服务扣

非净利同降 20%: 分业务看, 酒店业务实现营收 138.2 亿元, yoy-4%, 分部净利润 7.9 亿元, yoy+3%; 其中境内全服务营收 2.4 亿元, yoy+50%, 归母净利润分别为 0.3 亿元, yoy+163%; 境内有限服务收入 93.3 亿元, yoy-6%, 扣非归母净利润 8.6 亿元, yoy-20%, RevPAR 下滑业绩承压; 境外有限服务收入 5.6 亿欧元, yoy-2%, 归母净利润 -5689 万欧元, 增加亏损 339 万欧元。餐饮业务营收为 2.4 亿元, yoy-3%, 分部净利润 1.9 亿元, yoy-38%, 系肯德基公允价值变动损益同比减少。 大陆房量同增 10%: 2024 年新开 1515 家, 关店 (退出+转筹建) 547 家, 净开 968 家, 超越全年开店 1200 家目标。25Q1 新开 226 家, 关店 129 家, 净开 97 家。截至 2025 年 Q1 末, 大陆门店总数达到 12348 家, yoy+8%, 其中加盟门店占比 96%; 境外业务门店 1165 家, yoy-2%。大陆门店房量达到 121.4 万间, yoy+10%, 其中加盟门店占比 94%; 境外业务房量 9.5 万间, yoy-1%。 Q1 大陆有限服务 RevPAR 维持同降 5%: 24Q4 境内有限服务酒店平均 OCC 为 63.27%, 同比基本持平; 平均 ADR 为 233 元, yoy-5%; 平均 RevPAR 为 148 元, yoy-5%。25Q1 境内有限服务平均 OCC 为 60.90%, yoy+0.98pct; ADR 为 226 元, yoy-7%; RevPAR 为 138 元, yoy-5%。 25 年计划新开店 1300 家, 收回少数股东权益增厚利润: 公司预计 2025 年实现营收 143~150 亿元, 同增 2%~7%, 其中大陆境内营收同增 5%~7%。全年公司计划新开 1300 家, 新签约 2000 家。少数股东权益收回增厚公司利润, 需求回暖或带动 RevPAR 降幅收窄, 债务优化助力海外减亏, 深化中国区改革提质增效。 盈利预测与投资评级: 锦江酒店作为中国第一大酒店连锁集团, 品牌、运营和管理持续赋能网络扩张。背靠锦江国际协同整合资源。随着商旅需求回暖, 公司盈利能力将持续修复。基于 RevPAR 表现承压下调盈利预期, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 10.3/12.6/14.4 亿元 (2025/2026 年前值为 14.2/15.3 亿元), 对应 PE 估值为 25/21/18 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 需求恢复不及预期, 行业竞争加剧, 门店增长不及预期等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石旻瑄

研究助理: 王琳婧)

福达股份 (603166): 曲轴龙头, 新能源+机器人打开全新增长曲线

投资要点 曲轴龙头, 新能源+机器人打开全新增长曲线: 公司成立于 1995 年, 于 2014 年上市, 产品布局涉及曲轴、离合器、精密锻件、齿轮、螺栓等, 为国内曲轴龙头。2022 年公司以电驱动齿轮切入新能源赛道; 2024 年开发机器人减速器产品。新能源+机器人有望成为公司后续增量来源。 混动放量带来曲轴需求上行: 曲轴与内燃机的配置比例为 1: 1, 新能源时代, 纯电车型不配备曲轴, 但插混 (包含增程) 仍需配备一根曲轴。近年来, 混动车型迎来销量大爆发, 2024 年其在新能源车中的渗透率达 40%, 使得乘用车曲轴市场再度成为增量市场。公司曲轴业务过去以商用车为主, 近 2-3 年内通过卡位比亚迪、理想、赛力斯等混动客户, 实现向乘用车曲轴业务的转型。其中, 2024 年公司在比亚迪曲轴配套中占比超过 50%。当前, 公司曲轴迎来新一轮周期, 具备 100 万根新能源混动曲轴产能的产线预计在 2025 年 5 月投产, 叠加稳定的客户结构, 公司曲轴业绩有望实现进一步提升。 新能源齿轮拓宽成长空间: 公司在螺旋锥齿轮深耕多年, 2022 年 5 月, 公司成立新能源电驱科技分公司, 并投资 4.08 亿元开拓新能源电驱精密齿轮业务, 该项目于 2024 年 7 月正式投产, 当前处于运营初期, 预计在 2025-2026 年为公司实现营收突破。满产后将具备 60 万套总成的配套能力。同时, 公司将股权激励与新能源电驱齿轮营收挂钩, 彰显公司决心。2023 年公司已获比亚迪、联电、吉利等客户的多个项目

定点，部分已量产，叠加后续尚处前期的新项目的期权兑现，公司新能源齿轮有望在 2025-2026 年迎来大规模放量。深度布局机器人赛道，带来第二增长曲线：公司于 2024 年布局机器人业务板块：3 月，通过增资收购获长坂（扬州）机器人科技 35% 股权，正式进军机器人领域；7 月，完成机器人行星减速器首个样件，11 月通过台架试验，推进搭载验证。作为传统汽配企业，公司入局人形机器人有以下优势：1) 客户协同：在当前车企入局机器人赛道的背景下，公司主业客户和机器人客户具有较强的协同性；2) 技术层面，公司的精密齿轮产品与机器人减速器具备产品协同性；自动化产线、检测中心、磨床等设备与机器人所需具备协同性；自制毛坯锻件+磨具与机器人的工艺协同。客户基础带来的开拓业务优势叠加技术基础带来的降本能力有望助力公司在机器人领域站稳脚跟。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现营收 24.34/30.19/33.94 亿元，实现归母净利润 3.01/3.85/4.60 亿元，EPS 分别为 0.47/0.60/0.71 元/股，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 38/30/25 倍。新能源时代带来混动曲轴及电动齿轮增量，第二增长曲线得到兑现，机器人业务开拓第三增长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：1) 新能源混动车型销量不达预期；2) 曲轴业务产能爬坡不达预期；3) 新能源齿轮进度不达预期；4) 机器人产业进度不达预期

(证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙)

百普赛斯 (301080)：2024 年报&2025 年一季报点评：24Q4 拐点已过，营收利润逐季同环比提升

投资要点 事件：2024 年，公司实现营业收入 6.45 亿元（括号内为同比，下同，+18.65%），归母净利润 1.24 亿元（-19.38%）；2024Q4 单季度营收 1.82 亿元（+38.50%），归母净利润 40.34 百万元（+58.63%）。2025Q1 营收 1.86 亿元（+27.73%），归母净利润 40.58 百万元（+32.31%）。24Q4 拐点已过，收入规模效应逐渐显现：剔除新冠影响后，公司 2024 年营收 6.2 亿元（+24%）。分地区来看，2024 年国内营收 2.16 亿元（+16.8%）；国外营收 4.29 亿元（+19.6%）。公司毛利率持续稳定在 90%以上；24 年利润下滑主要系公司 1) 加强海外市场布局，24 年销售费用率为 32.1%（+1.3pct），销售效率有所提升；2) 持续加大研发投入，加强在技术产品开发及布局新业务，24 年研发费用率为 25.63%（+2.7pct）；3) 汇兑收益减少。25Q1 随收入增加，规模效应将逐渐显现，期间费用率为 62.7%（-1.0pct），销售费用率为 28.7%（-3.7pct），管理费用率为 15.3%（-0.6pct），研发费用率为 22.6%（-2.6pct）。产品丰富度不断提升，深化全球布局：我们认为①公司积极推进新产品的研发与推出，保持市场竞争力，2024 年拥有超过 5000 种产品，产品丰富度进一步增加；公司持续关注临床及科研端需求，其中，GMP 级别产品已经成功开发近 50 款，苏州 GMP 级细胞因子厂房已于 2024 年正式投产；同时，公司持续探索前沿技术，已成功将 AI 技术应用于蛋白产品改造，看好公司长期发展前景。②公司去除新冠影响后 2024 年海外业务营收增长 25%，海外营收占总收入比例 66%，在欧洲和亚太等地新设多家海外子公司，目前拥有全球 4 地仓储中心（美国、中国、瑞士和韩国），90%以上的订单能够在三天内送达；公司计划进一步建立海外生产基地，提升全球供应链韧性。海外市场空间远大于国内市场且公司海外市场覆盖率仍可进一步提升，随着公司海外团队建设及品牌打造，伴随全球生物医药投融资回暖，海内外业绩有望保持较高增速。盈利预测与投资评级：考虑行业复苏及公司紧抓行业机会，我们将公司 2025-2026 年营收从 7.99/9.59 亿元上调至 8.01/9.70 亿元，同时考虑公司仍处于研发及销售

投入阶段，将归母净利润从 2.16/2.70 亿元下调至 1.61/2.16 亿元，我们预测 2027 年营收和归母净利润分别为 11.59 亿元和 2.64 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 36/27/22×，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治，新品研发及市场拓展不及预期等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：刘若彤）

宏景科技（301396）：2025 年一季报点评：算力租赁业绩亮眼，算力新秀正当时

事件：2025 年 4 月 29 日，公司发布 2025 年一季报。2025 年一季度，公司实现营收 4.89 亿元，同比增长 958.26%；归母净利润 0.22 亿元，同比增长 334.14%。业绩超出市场预期。投资要点 算力租赁业务促进业绩实现反转：2025 年一季度，公司收入和利润大幅增长，主要系算力验收业务增加所致。由于公司 Q1 租赁收入主要确收的是 2024 年 Q4 的三年合约订单，对应的算力项目设备折旧年限为 3 年，如果按照行业平均折旧年限 5 年计算，2025 年 Q1 公司实际盈利能力更高。累计订单 29 亿，预付款增加明显：截至 2025 年 4 月底，公司累计公告算力相关订单约 29 亿。2025 年一季报显示，公司预付款项为 1.74 亿元，同比增长 454%，主要系算力业务预付款项增加，该部分是公司买设备和配件提前支付的金额。公司算力业务正在积极开展，后续订单和确收值得期待。2025 年是国内 AI 基建元年，海外大厂资本开支指引持续乐观：2025 年第一季度，海外大厂资本开支指引乐观：Meta 将 2025 年的资本支出预期上调至 640 亿-720 亿美元；微软表示，数据中心供给很紧张，到今年年底，仍会有短缺。谷歌表示维持 2025 年资本支出 750 亿美元。2025 年是国内 AI 基建元年，年初，大厂和国家提出加快 AI 算力建设。2025 年一季报，算力租赁板块率先体现业绩。AI 基建第一步是采购算力卡，特别是高性能算力卡，算力租赁板块率先受益。盈利预测与投资评级：国内算力租赁需求刚刚开始，2025 年一季度多家公司已经布局算力租赁赛道，我们预计 2025 年中报会有更多家公司体现算力租赁业务业绩。同时，H2O 被禁，下游客户需求会转向算力租赁和国产算力卡。公司是算力租赁行业头部公司，2025 年 Q1 算力租赁业务已经帮助公司实现业绩反转。基于此，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预期从 0.51/2.92 亿元上调至 1.18/3.09 亿元，预计 2027 年归母净利润为 4.12 亿元，维持“买入”评级。风险提示：技术发展不及预期；中美地缘政治风险；行业竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：王世杰）

飞龙股份（002536）：新能源热管理细分龙头，非车业务进入爆发期

投资要点 深耕汽配数十载，发动机冷却减排赛道龙头：公司于 1952 年建厂，1964 年开始生产汽车配件，以机械水泵、排气歧管等传统燃油车配件起家。2009 年，公司顺应时代变化切入新能源汽车板块。当前，公司已形成涡壳、排气歧管、机械水泵三大主导产品+新能源电子泵+民用领域冷却部件三位一体的产品矩阵。公司 2024 年/2025Q1 营收分别达 47.23/11.10 亿元，同比+15.34%/-10.55%，归母净利润达 3.30/1.23 亿元，同比+25.92%/+3.06%，规模效应带动盈利能力上行。主业稳中向好，热管理产品百花齐放：公司机械水泵、排气歧管、涡壳三大产品基本盘稳固：1）机械水泵是公司发家业务，2020 年认定为制造业单项冠军产品，当前公司汽车水泵市占率达 25%，坐稳市场头部交椅；2）排气歧管在双碳背景下催生出更新迭代需求，公司近年来加大研发投入，着力开发耐热钢排气歧管，叠加原材料成本下降及产能充沛，公司此业务受电动化转型的影响较小；3）涡壳为公司主要收入来源，占比公司营收超 45%，市占率为 20%，现有铸造产能 800

万只，2024 年公司涡壳被认定为制造业单项冠军产品。受益于混动车型的放量，2024 年销量超 500 万只。 新能源&非车业务步入收获期，打开第二增长曲线：1)公司新能源业务收入主要来源于电子泵和热管理部件(阀类和模块)，2024 年营收达 5.26 亿元，同比+40.44%。其中，公司电子水泵为主打产品，功率范围覆盖 13W-3500W，现有产能 560 万只，2024 年市占率超 10%，居市场第四；2)非车业务方面，公司主要通过 IDC 液冷打开市场，目前已实现批量供货，预计未来 1-2 年内能够为公司带来持续性的增量。 海外工厂投产在即，公司持续迈向国际化：公司深度布局东南亚市场，在泰国和新加坡设立子公司。其中，泰国子公司龙泰主营产品为涡壳、排气管类、机械水泵、电子水泵、电子机油泵、温控模块，其工厂预计 2025 年 9 月投产，总投资额 5 亿元人民币，预计投产后最高可为公司带来 15 亿元的收入增量。通过东南亚地区向周围地区辐射，公司国际化知名度将得到持续提升。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现营收 54.47/62.68/69.42 亿元，实现归母净利润 4.55/6.31/7.89 亿元，EPS 分别为 0.79/1.10/1.37 元/股，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 20/15/12 倍。传统热管理龙头加速新能源和民用领域转型，期权兑现，打开第二增长曲线。首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：新能源渗透率不达预期，非车业务不达预期，原材料价格上行风险

(证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙)

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>