

策略深度报告 20250508

5月港股金股：关税阴霾渐退

2025年05月08日

观点

■ 我们对港股整体持谨慎乐观态度，港股外部风险边际改善，但整体压力仍在。

1、短期出现中美关税阶段性缓和信号。中美高层将于瑞士会晤，但谈判以及谈判过程中仍有诸多变数。从本质上，我们依旧认为特朗普把关税作为一种谈判手段，现在看关税策略对中国有所失效，不排除特朗普为加快进程采取其他策略。

2、美股短期反弹主要基于情绪博弈，仍有下探风险。标普 500 已基本收复对等关税以来所有跌幅，继续反弹有压力。特朗普关税策略可能反复，美股企业盈利二季度仍有压力，以及美联储降息时点不及预期等都会持续干扰市场。如果美股反弹进程不及预期，甚至出现大幅回调，仍会影响港股风险偏好。

3、港股反弹还需增量资金和政策刺激。当前增量资金主要以南向为主，香港本地资金和海外资金还有增配空间。此外，尽管 5 月 2 日，美元兑港币汇率触及 7.75 强方兑换保证，仍需继续观察外资流入情况。

■ 我们相对看好 AI 科技、内需，同时建议配置部分高股息用作防御：

1、看好 AI 科技：一是，美股科技业绩部分亮眼，一定程度上对全球科技叙事有所提振；二是，业绩进入真空期，业绩干扰减少，利好主题行情，AI 科技东升仍是重点；三是，港交所和香港证监会推出“科企专线”，进一步利好科创风偏。

2、考虑配置部分高股息：一是，整体海外风险还在，如果美股科技大跌可能传导至港股科技；二是，二季度部分港股可能提前派息潮。为避免下半年可能的在岸人民币压力，部分企业可能提前支付股息。三是，近期港币流动性有宽松信号，若资金成本继续下降，进一步利好高股息。

3、内需消费仍是全年主线。4 月底政治局会议，明确表示要扩大消费，大力发展服务消费，增强消费对经济拉动作用，所以持续建议关注内需消费。

■ 我们的金股组合如下

代码	简称	行业	市值 (亿元)	25EPS (元)	26EPS (元)	25PE	26PE
700.HK	腾讯控股	传媒互联网	45594	22.9	25.5	21.7	19.4
9988.HK	阿里巴巴-W	传媒互联网	23629	8.1	8.8	15.2	14.0
9868.HK	小鹏汽车-W	汽车	1430	0.6	4.0	134.1	18.8
9660.HK	地平线机器人-W	汽车	989	-0.2	-0.1	/	/
2020.HK	安踏体育	纺服	2571	4.7	5.3	19.4	17.4
9896.HK	名创优品	商社	440	2.2	2.7	16.3	13.0
2097.HK	蜜雪集团	商社	1938	14.2	16.0	36.1	31.8
0270.HK	粤海投资	环保	405	0.7	0.7	9.5	9.2
2688.HK	新奥能源	环保	688	6.5	7.0	9.3	8.7
1801.HK	信达生物	医药	895	0.4	1.3	155.1	40.8

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：对应市值、PE 收盘价截止 2025/05/06，盈利预测源于东吴证券研究所。

■ 风险提示：经济和政策不及预期；地缘政治风险；海外政策不确定性等。

证券分析师 陈梦

执业证书：S0600524090001

chenm@dwzq.com.cn

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

相关研究

《对等关税 vs 科技——全球市场观察系列》

2025-05-06

《并购重组跟踪（十八）》

2025-05-06

内容目录

1. 本月十大金股推荐	4
1.1. 传媒互联网：腾讯控股.....	4
1.2. 传媒互联网：阿里巴巴-W	5
1.3. 汽车：小鹏汽车-W	5
1.4. 汽车：地平线机器人-W	7
1.5. 纺服：安踏体育.....	8
1.6. 商社：名创优品.....	8
1.7. 商社：蜜雪集团.....	9
1.8. 环保：粤海投资.....	10
1.9. 环保：新奥能源.....	11
1.10. 医药：信达生物.....	11
2. 本月十大金股财务数据	13
3. 风险提示	13

图表目录

表 1： 十大金股财务信息.....13

1. 本月十大金股推荐

1.1. 传媒互联网：腾讯控股

投资建议：

腾讯控股在多业务领域优势突出，且依托强应用生态加速 AI 商业化进程，后发潜力显著。游戏层面，24 年 7 月 DNF 手游稳坐全球手游排行榜榜首，王者荣耀、和平精英分列第二、第六，彰显头部产品竞争力；广告业务上，混元模型持续升级广告技术平台，强化推荐能力，同时 AIGC 应用“元宝”覆盖公众号等场景，注入新动能。企业服务收入将随企业微信与视频号商业化深入而增长，云业务聚焦利润优化，毛利改善可期。此外，25 年公司加速 AI 整合，腾讯元宝、微信 AI 搜索、办公应用 ima 等接入 DeepSeek 模型，自研推理模型混元 Thinker (T1) 开启灰测。凭借微信、企业微信等超级入口，融合社交、游戏、办公等多元场景生态，实现 AI 应用价值快速验证与商业化闭环。游戏、广告等高毛利业务增长将驱动 EPS 提升，其“流量 + 场景”的生态壁垒构筑长期增长动能，具备重点推荐价值。

关键假设及驱动因素：

- 1.视频号流量持续上升，广告和直播业务商业化加速，贡献增量收入
- 2.DNF 等新游拉动流水增长，游戏增速持续提升

有别于大众的认识：

- 1.市场担心视频号受到抖音、快手等直播电商挤压,我们认为微信生态和 AI 赋能将持续为视频号带来流量；
- 2.市场担心受其他新游发行影响,腾讯现有游戏用户流失,导致游戏业务增速下降我们认为腾讯游戏精细化运营水平较高，现有用户存量流失可能较低，同时 DNF 等新游将贡献大量收入。

股价催化剂：

- 1、游戏流水增长叠加会计确认的季度性调整影响，预计游戏业务数据与市场存在预期差；
- 2、美联储降息可能提升，海内外资金有望大幅回流港股市场

风险提示：游戏业务及金融科技企业服务仍受监管政策制约；美联储推迟降息提升流动性风险；视频号变现节奏低于预期；运营数据不达预期；与 ios 应用商店的合作存在风险

1.2. 传媒互联网：阿里巴巴-W

投资建议：

大模型技术领先，云业务受益 AI 浪潮提速。阿里在 AI 大模型与云计算领域持续巩固龙头地位，4 月 29 日，阿里云发布通义 Qwen3 系列大模型，其中旗舰模型 Qwen3-235B 在代码生成、数学推理及通用能力等多项基准测试中表现显著领先行业，进一步夯实其国内企业级 AI 开发核心基座的技术优势；云业务方面，阿里云凭借完善的 AI 基础设施，2020-2024 年 AI 相关产品消费额激增超 20 倍，2024 年增速进一步攀升。当前，AI 驱动算力需求结构性转向 GPU 主导，叠加 DeepSeek 等开源生态降低应用开发门槛，阿里云作为国内最大公有云厂商，将持续受益于模型训练、推理及智能体部署的增量需求。此外，与苹果等头部企业的合作深化，有望进一步打开国际市场空间。预计 2025 年，伴随 AI 应用开发爆发与混合云战略推进，阿里云收入增速有望突破新高。

关键假设及驱动因素：

1)我们预计未来政策监管趋缓，将继续释放市场积极信号，互联网板块发展健康向好，市场信心增强，阿里有望从中受益。

2)阿里巴巴短期更加注重毛利和效率的提升，亏损业务收窄后将释放利润空间盈利能力增强。

有别于大众的认识：

阿里各业务板块毛利率，效率有所改善，云计算业务实现年度盈利，核心商业板块淘特，淘菜菜投入收缩，减少业务亏损，进一步释放盈利空间，我们预计下半年阿里巴巴有望业绩盈利上调。

股价催化剂：

各板块盈利质量上升;政策底部明确提振市场信心。

风险提示：互联网政策风险，疫情加剧风险。

1.3. 汽车：小鹏汽车-W

投资建议：

我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 990/1678/2493 亿元，同比分别+142%/+70%/+49%，预计 2025/2026/2027 年归母净利润为 11/76/120 亿元，2026/2027 年同比+608%/+58%。2025/2026/2027 年 EPS 分别为 0.56/3.99/6.30 元，对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 155/22/14 倍，考虑公司预计 2025 年归母净利润实现扭亏，维持公司“买入”评级。

关键假设及驱动因素：

1、小鹏汽车的核心竞争力是要打造批量爆款能力：

【单一品类爆款能力】VS【多品类批量爆款能力】一直是不同车企的追求所在，两者各有千秋。【单品爆款能力】往往“小成功”相对容易实现但“大成功”还是需要“千锤百炼”，【批量爆款能力】在很长一段时间容易被理解成“车型杂乱-品牌低端-管理不善”等标签，但一旦爆发能量巨大。回顾小鹏过去十年创业历程，我们理解小鹏选择是修炼【批量爆款能力】。国内车企 20 余年历史，油车时代【吉利汽车】，电车时代【比亚迪】，均实现了【批量爆款能力】，年销量 0—50 万辆变化要花 10 年左右时间，但 50—200 万辆+变化只需 2-3 年时间，轿车-SUV-MPV 全品类均获得成功。

2、【品类创新占领用户心智】是批量爆款能力的锦上添花：

放弃对标思路，走向品类创新，是小鹏汽车过去 2 年为回答“如何将好的技术转换成好的销量”的问题做出的重大的改变，这也得益于公司组织变革，引入凤英总等核心人才。基于扶摇架构基础上，D—F—H 三大子平台支持“轿车-SUV-MPV”全品类且“一车双能”多款新车型陆续上市，在各个细分市场小鹏新车能够做到【性能最优且成本定价具备竞争优势】，真正意义做到“用科技平权占领用户心智”，开创 AI 智能汽车大品类。

有别于大众的认识：

打造平台化技术底座是批量爆款能力的真正内核。“平台化造车”这个理念众所周知，背后差异是：能否有底层核心技术且在比较长一段时间内领先于市场。SEPA2.0 扶摇架构平台是小鹏汽车核心技术底座，重新定义 AI 智能汽车标准，涵盖三大类技术：1) X-EEA 电子电气架构，云端-芯片-算法-域控制器等全栈自研，实现算力-算法-数据闭环研发体系，让智驾体验足够安全/足够范围/足够便宜。2) 三电系统技术，全域 800V 高压快充-X-Power 电驱-智能热管理-一车双能，解决充电效率-电耗效率-低温用电-里程焦虑等问题。3) 硬件一体化技术，前后一体化压铸+CIB 电池车身一体化技术，实现车身释放空间-降低车重-底盘多元。智能化技术领先是扶摇架构的核心但不是唯一，电动化技术持续突破也是扶摇架构的亮点之一。

股价催化剂：

2025 年公司将迎来车型周期与智驾迭代的共振，推动长期发展行稳致远。

1) 新车维度，小鹏 2025 年每季度将推出重磅新车型/改款，覆盖 10 万-50 万元价格带，覆盖紧凑型至大型主流细分市场。新车上市方面，公司将发布 P7+同平台 SUV 小鹏 G7 及智驾版 Mona M03 Max，下半年同步推进增程新车型落地。

2) 智驾维度，小鹏训练了数百亿参数规模的云端基座模型，采用上亿公里真实驾驶数据预训练，强化模型泛化能力与长尾场景处理能力。图灵芯片 2024 年量产，应用

于汽车、飞行汽车及人形机器人。公司目标 2025 下半年在中国率先实现 L3 级智能驾驶体验，2026 年量产支持 L4 低速智驾车型。

风险提示：1) 乘用车价格战超预期；2) 终端需求恢复低于预期；3) L3 级别自动驾驶政策推出节奏不及预期。

1.4. 汽车：地平线机器人-W

投资建议：

1、深耕汽车智驾解决方案，技术领先助力收入持续高增：地平线公司成立于 2015 年，自成立以来就聚焦于开发汽车智驾解决方案，当前公司产品覆盖高级辅助驾驶到高阶自动驾驶的软硬一体解决方案，下游汽车客户包括上汽、比亚迪、理想、奇瑞、广汽埃安等知名车企。

2、高阶智驾渗透提速，智驾解决方案迎量价齐升机遇：高阶智驾车型渗透提速，智驾解决方案作为高阶智驾车型中最重要的组成环节，迎来量价齐升机遇。据灼识咨询统计，全球高阶辅助驾驶和高阶自动驾驶解决方案的市场规模有望从 2023 年的 619 亿元提升至 2030 年的 10171 亿元，2023-2030 年 CAGR 达 49%。当前英伟达及特斯拉占据较高市场份额，从国内市场来看，华为、地平线、黑芝麻等国产厂商智驾芯片正加速开启国产替代，市场份额逐步提升。据地平线招股说明书，截至 2024 年上半年，公司在中国所有全球高级辅助驾驶和高阶自动驾驶解决方案提供商中排名第 4，市场份额为 15.4%。

3、国内智驾解决方案领军企业，围绕汽车智驾实现软硬件全方位布局：当前地平线汽车智驾解决方案主要有三种，Horizon Mono、Horizon Pilot 及 Horizon SuperDrive，分别定位主动安全高级辅助驾驶、高速公路 NOA 及全场景城市 NOA。公司智驾芯片已经从征程 1 迭代至征程 5，新一代产品征程 6 正在加速落地，代表地平线最高能力的征程 6P 芯片和高阶智驾解决方案 HSD 有望在今年下半年实现量产，公司进入一轮新产品加速向上周期。

关键假设及驱动因素：

汽车行业智能驾驶渗透率持续提升，地平线最新一代芯片产品征程 6 量产顺利。

有别于大众的认识：

市场认为车企自研芯片趋势或挤压第三方芯片公司市场份额，我们认为智能化行业趋势加速背景下，软硬结合的第三方智驾解决方案供应商优势会更加明显。

股价催化剂：

征程 6 芯片量产，HSD 智驾系统量产。

风险提示：汽车智能化渗透率提高不及预期、新产品市场接受程度不高。

1.5. 纺服：安踏体育

投资建议：

25Q1 安踏品牌保持韧性，FILA 超预期，其他品牌持续强劲。25Q1 安踏品牌、FILA、其他品牌流水分别同比增长高单位数、高单位数、65-70%，多品牌矩阵驱动增长优势持续发挥。

收购狼爪扩充户外品类，进一步实现全球化布局。2025 年 4 月 10 日公司公告以 2.9 亿美金收购德国户外鞋服品牌 Jack Wolfskin（狼爪）业务（100%权益）。据交易卖方 Topgolf Callaway 披露公告，预计 2025 年 Jack Wolfskin 收入 3.25 亿欧元，EBITDA1200 万欧元，其中上半年收入 1.15 亿欧元，EBITDA-1800 万欧元；下半年收入 2.1 亿欧元，EBITDA+3000 万欧元。公司持续扩充品牌矩阵，有助于增厚公司业绩，提升集团整体竞争力。

预计 25-27 年归母净利润分别为 132.3/147.6/164.3 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 18/16/15X。

关键假设及驱动因素：

2025 年国内消费企稳复苏；户外及运动赛道渗透率持续提升

有别于大众的认识：

户外及运动赛道与消费降级环境并不冲突，而是类“新消费品”，满足消费者在健康、追求精神价值方面的需求。

股价催化剂：

国内出台刺激消费政策

风险提示：

国内消费不及预期，竞争加剧。

1.6. 商社：名创优品

投资建议：

1. 全球 IP 潮流零售龙头企业，受益于 IP 潮流零售的行业增长及出海，未来空间广阔。

2. 公司核心能力：名创优品是一个品牌企业而非渠道，其门店出售的大部分商品都是名创优品自有品牌。公司具备行业领先的选品能力和供应链管理能力和供应链管理能力，满足 IP 潮流

零售“快速迭代上新、输出高品质产品”的需求。

3. IP 出海趋势强，海外业务持续高增：公司近年来海外业务保持 40%+以上的同比高增，主要受益于快速开店、代理模式转为自营提升运营效果、海外 IP 策略的良好反馈等。

4. 国内业务是现金牛，高利润率&稳中有增：公司在国内处于行业领先地位，门店基数大利润率高，加盟商单店模型优于竞对，具备经营壁垒和盈利能力。

关键假设及驱动因素：

1. 2025 年门店数量增长 900 家左右至 8300 家，其中海外开店速度较快，门店净增 550 家左右至 3650 家左右。

2. 公司国内同店收入和利润率基本保持稳定，通过开 miniso land 大店实现规模增长。

3. 海外直营经营优化，利润率持续改善。

有别于大众的认识：

名创优品是一个品牌公司，而非渠道公司。公司的选品&供应链能力具备核心竞争力，能持续贡献较高的利润率。

股价催化剂：

暑期等销售旺季开店加速、以及更火热的新 IP 产品上市刺激销售。

风险提示：地缘风险影响海外业务，开店数不及预期，新 IP 表现的不确定性等

1.7. 商社：蜜雪集团

投资建议：

蜜雪集团作为平价现制饮品龙头，自建端对端全流程供应链体系打造核心壁垒，IP 化品牌营销塑造品牌心智。公司以加盟模式深耕下沉市场，推进品牌出海，持续巩固行业地位。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 53.7/60.9/68.8 亿元，对应 2025-2027 年 PE 为 34/30/26 倍。

关键假设及驱动因素：

2025-2027 年门店增速 17%/14%/12%，稳健增长；同店增速-3%/-1%/-1%，受经济环境及行业竞争格局影响。

有别于大众的认识：

当前蜜雪集团海外业务阶段性受阻，但我们认为蜜雪基于平价大众现制饮品的稳固格局及规模化优势，打开海外市场是未来3年会兑现的事情，向上仍有空间。

股价催化剂：

近期京东外卖、淘宝闪购进入即时零售市场，以茶饮消费券对茶饮行业同店有显著拉动，同店有望超预期。同时6月份蜜雪集团有望通过季度检讨进入港股通，流动性改善。

风险提示：市场竞争加剧，消费需求增长不足，海外门店扩张不及预期，品牌价值和形象受损。

1.8. 环保：粤海投资

投资建议：

1、2025年剥离粤海置地&聚焦主业。23/24年归母持续经营业务净利润42.21/41.03亿港元，归母已终止经营业务净利润-10.99/-9.61亿港元。25年1月剥离粤海置地，盈利稳健性提升。

2、资本开支下降，自由现金流大增，维持65%高分红。24年剔除粤海置地后经营性现金流净额为91.50亿港元（+29%），资本支出为18.57亿港元（-76%），自由现金流大幅转正至73亿港元。现金分红总额20.42亿港元，分红比例65%。

3、对港供水为核心增长来源，过去10年每年涨超2%，对标市场化美国水业，估值空间3倍。

东深供水：1）定价保障持续增长：24-26年每年供水量上限/下限分别8.2/6.15亿立方米，每年基本水价51.36/52.59/53.85亿港元。2）东深项目经营稳健：15-24年收入复增1.6%，税前利润复增2.8%。其中，24年东深对港供水收入51.36亿港元（+2.4%），15-24年复增2.2%。

其他水资源业务：以供水为主，建造高峰已过，期待水价改革推进。截至24年底，供水在建/已建为13%，污水在建/已建为2%。

4、盈利预测：预计25-27年归母42.74/43.57/44.53亿港元（+36.0%/2.0%/2.2%），对应25年PE 9.5倍。若25年维持65%分红，对应股息率将达6.9%。

关键假设及驱动因素：

- 1、对港供水市场化提价，其他业务盈利稳健，25年剥离粤海置地后盈利修复；
- 2、资本开支持续下降，保障高分红；

3、东江水 2030 年到期后按合理价格续期。

有别于大众的认识：

粤海投资掌握稀缺对港供水资产，真正实现水价市场化：对港供水价过去 10 年每年涨超 2%，预计对应 25 年股息率 6.9%，对标市场化美国水业，估值空间 3 倍。

股价催化剂：

- 1、对港供水量价保持持续增长，东江水以合理价格续期消除不确定性；
- 2、内地水资源业务价格改革加速；
- 3、美联储降息利好港股红利资产。

风险提示：

特许经营延续风险，汇率风险等。

1.9. 环保：新奥能源

投资建议：

城燃龙头利润结构改善，私有化定价锚定估值回归空间 30%。

关键假设及驱动因素：

新奥股份拟私有化新奥能源并在港股上市，对价为 2.9427 股新奥股份 H 股（估价 18.86 港元/股）+24.50 港元的现金，对应总价值 80 港元，估值回归空间 30%。

有别于大众的认识：

盈利结构大幅改善估值有望提升。在手 LNG 长协 116 万吨/年；在 22~23 欧洲高气价背景下，长协转口销售分别取得 23.4、15.0 亿元利润，占当年核心利润 29.3%、19.7%；因该部分利润可持续性较差，导致公司估值回落。2024，公司海外转售利润仅为 2.4 亿元，占核心利润的 3.5%，接驳利润占比降至 14%；不可测利润消化，估值有望回升。

股价催化剂：

新奥股份拟私有化新奥能源，估价 80 港元/股。

风险提示：

宏观经济变化。

1.10. 医药：信达生物

投资建议：

我们基本维持 2025-2026 年营业收入预测 114.9/151.8 亿元，归母净利润预测 5.7/21.9 亿元，预计 2027 年营业收入 200.9 亿元，归母净利润 30.3 亿元，当前市值对应 2025-2027 年 PE 估值 157/41/30 倍。我们预计随着产品组合的不断放量和费用的有效控制，信达有望持续盈利，国际化进程加速，维持“买入”评级。

关键假设及驱动因素：

慢病管线进入兑现期，打造公司第二增长曲线。25 年慢病管线有望形成玛仕度肽（GLP-1/GCGR）、替妥尤单抗（IGF1R）、托莱西单抗（PCSK9）、匹康奇拜单抗（IL23p19）的产品矩阵，助力除肿瘤领域外第二成长曲线。

IBI363（PD1/IL2）价值凸显，BD 有望年内落地：肿瘤免疫领域大单品，有望在 IO 耐药、冷肿瘤乃至 PD-L1 低表达人群中取得突破，已获得 FDA 两项 FTD 认证。

有别于大众的认识：

1、玛仕度肽国内销售峰值有望超过 50 亿元；2、管线中预计有 2-3 个 BD 今年能落地。

股价催化剂：

1、玛仕度肽国内获批；2、IBI363 用于治疗 IO 经治鳞状 NSCLC 的 III 期临床研究；启动联合贝伐珠单抗治疗 3L MSS mCRC 的 III 期临床。海外临床 III 期临床启动。今年 ASCO 针对 3 个适应症口头汇报更新数据以及 BD 落地。

风险提示：

集采等政策风险；临床结果不佳；商业化不及预期。

2. 本月十大金股财务数据

表1: 十大金股财务信息

股票代码	股票简称	营业收入（百万元）			归母净利润（百万元）			EPS（元）		
		25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
0700.HK	腾讯控股	716550	782730	854621	210262	234571	266681	22.86	25.50	29.00
9988.HK	阿里巴巴-W	1019815	1104619	1194600	116050	124462	134062	8.14	8.82	9.55
9868.HK	小鹏汽车-W	98988	167841	249341	1072	7584	11968	0.56	3.99	6.30
9660.HK	地平线机器人-W	3659	5365	8047	-2450	-1471	338	-0.19	-0.11	0.03
2020.HK	安踏体育	78173	86079	94239	13232	14763	16431	4.71	5.26	5.85
9896.HK	名创优品	20983	24688	28231	2699	3370	3962	2.16	2.70	3.17
2097.HK	蜜雪集团	28275	31997	35900	5374	6085	6879	14.16	16.03	18.12
0270.HK	粤海投资	18535	18644	18856	4274	4357	4453	0.65	0.67	0.68
2688.HK	新奥能源	116765	122191	128260	7372	7920	8480	6.52	7.00	7.50
1801.HK	信达生物	11491	15178	20089	574.47	2187.99	3026.89	0.35	1.33	1.84

数据来源：Wind，盈利预测来源于东吴证券研究所

3. 风险提示

- 1) 经济增长不及预期：**经济复苏不及预期可能会影响企业盈利修复，加剧市场不确定性。
- 2) 政策推进不及预期：**政策落实不及预期影响经济复苏进程，可能加大资金外流压力，影响股市表现。
- 3) 地缘政治风险：**极端地缘事件的发生会压制整体市场风险偏好，加大股市波动性。
- 4) 海外政策不确定性：**海外降息节奏及特朗普政府关税政策不确定性风险。

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>