

万联晨会

2025 年 04 月 29 日 星期二

概览

核心观点

【市场回顾】
周一 A 股三大指数集体调整，上证指数跌 0.2%报 3288.41 点，深证成指跌 0.62%，创业板指跌 0.65%，北证 50 跌 1.78%。沪深两市成交额 1.06 万亿元。申万行业方面，银行、钢铁等领涨，房地产、社会服务、汽车等领跌；概念板块方面，PEEK 材料、可燃冰、电子竞技等领涨，租售同权、乳业、赛马概念等领跌。港股方面，恒生指数跌 0.04%报 21971.96 点，恒生科技指数涨 0.12%；海外方面，美国三大股指收盘涨跌不一，道指涨 0.28%报 40227.59 点，标普 500 指数涨 0.06%报 5528.75 点，纳指跌 0.1%报 17366.13 点；欧洲三大股指收盘小幅上涨；亚太主要股指收盘多数上涨。

【重要新闻】
【我国将出台实施稳就业稳经济推动高质量发展的若干举措】在支持就业方面，主要包括鼓励企业积极稳定就业、加大职业技能培训力度、扩大以工代赈等支持、加强就业公共服务等举措；在稳定外贸发展方面，主要包括“一业一策”“一企一策”加大支持力度、帮助出口企业规避风险、扩大服务产品出海、鼓励外资企业境内再投资等；在促进消费方面，主要包括扩大服务消费、强化失能老年人照护、推动汽车消费扩容、构建技能导向的薪酬分配制度等；在积极扩大有效投资方面，主要包括完善消费基础设施、大力提振民间投资积极性、设立新型政策性金融工具等；在营造稳定发展的良好环境方面，主要包括持续稳定和活跃资本市场、持续巩固房地产市场稳定态势、加大对实体经济的金融支持等。这些若干举措将成熟一项、出台一项。

【中国人民银行行长潘功胜会见国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃】潘功胜强调，基金组织是以份额为基础的机构，份额占比调整是治理改革最重要的组成部分，考虑到份额占比调整的必要性和紧迫性，基金组织应加快推动并尽快实现份额占比调整，使其反映成员国在全球经济中的相对地位，增加新兴市场和发展中国家的代表性。

研报精选

科技、医药、消费板块基金关注度较高
预计理财市场或先抑后扬
业绩同比大幅增长，驱蚊和婴童护理类产品表现出色
2025 年平稳开局，渠道优化助力发展
25Q1 利润维持亮眼增长，上新美白和油皮产品线

国内市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,288.41	-0.20%
深证成指	9,855.20	-0.62%
沪深 300	3,781.62	-0.14%
科创 50	1,002.83	-0.17%
创业板指	1,934.46	-0.65%
上证 50	2,651.23	0.09%
上证 180	8,405.49	-0.01%
上证基金	6,762.08	-0.20%
国债指数	224.54	0.02%

国际市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	40,227.59	0.28%
S&P500	5,528.75	0.06%
纳斯达克	17,366.13	-0.1%
日经 225	35,839.99	0.38%
恒生指数	21,971.96	-0.04%
美元指数	99.01	-0.46%

主持人： 黄婧婧
Email: huangjj@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周一 A 股三大指数集体调整，上证指数跌 0.2% 报 3288.41 点，深证成指跌 0.62%，创业板指跌 0.65%，北证 50 跌 1.78%。沪深两市成交额 1.06 万亿元。申万行业方面，银行、钢铁等领涨，房地产、社会服务、汽车等领跌；概念板块方面，PEEK 材料、可燃冰、电子竞技等领涨，租售同权、乳业、赛马概念等领跌。港股方面，恒生指数跌 0.04% 报 21971.96 点，恒生科技指数涨 0.12%；海外方面，美国三大股指收盘涨跌不一，道指涨 0.28% 报 40227.59 点，标普 500 指数涨 0.06% 报 5528.75 点，纳指跌 0.1% 报 17366.13 点；欧洲三大股指收盘小幅上涨；亚太主要股指收盘多数上涨。

【重要新闻】

【我国将出台实施稳就业稳经济推动高质量发展的若干举措】在支持就业方面，主要包括鼓励企业积极稳定就业、加大职业技能培训力度、扩大以工代赈等支持、加强就业公共服务等举措；在稳定外贸发展方面，主要包括“一业一策”“一企一策”加大支持力度、帮助出口企业规避风险、扩大服务产品出海、鼓励外资企业境内再投资等；在促进消费方面，主要包括扩大服务消费、强化失能老年人照护、推动汽车消费扩容、构建技能导向的薪酬分配制度等；在积极扩大有效投资方面，主要包括完善消费基础设施、大力提振民间投资积极性、设立新型政策性金融工具等；在营造稳定发展的良好环境方面，主要包括持续稳定和活跃资本市场、持续巩固房地产市场稳定态势、加大对实体经济的金融支持等。这些若干举措将成熟一项、出台一项。

【中国人民银行行长潘功胜会见国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃】潘功胜强调，基金组织是以份额为基础的机构，份额占比调整是治理改革最重要的组成部分，考虑到份额占比调整的必要性和紧迫性，基金组织应加快推动并尽快实现份额占比调整，使其反映成员国在全球经济中的相对地位，增加新兴市场和发展中国家的代表性。

分析师 黄婧婧 执业证书编号 S0270522030001

研报精选

科技、医药、消费板块基金关注度较高

——策略跟踪报告

投资要点：

12025 年一季度股票型基金与混合型基金净值提升：截至 3 月 31 日，市场总体基金净值回落至 31.55 万亿元。其中，股票型基金、混合型基金净值分别为 4.03 万亿元和 3.22 万亿元，股票型基金净值较 2024 年年末提升 0.51%，混合型基金净值较 2024 年年末提升 1.22%。债券型基金净值为 10.05 亿元，债券型基金净值较 2024 年年末下降 4.70%。货币市场型基金净值为 13.33 亿元，货币市场型基金净值较 2024 年年末下降 2.07%。

1 各类型公募基金收益率表现不一：2025 年一季报显示，基金收益率变动幅度较小，三个月总体收益率为 2.07%。其中，QDII（3.93%）、混合型基金（3.31%）和股票型基金（2.93%）表现出色，较 2024 年四季度有所回升。QDII 上升幅度较大，较 2024 年四季度末上升 4.28pct。混合型基金和股票型基金上升幅度次之。货币型基金（0.36%）整体业绩保持稳健，收益率延续为正。

1 科技、医药、消费板块获得基金关注：根据公募基金披露的一季报数据，我们按持股市值占基金股票投资市值比来看基金重仓布局情况。前 20 大重仓股主要集中在电子、食品饮料、银行、非银金融等行业。从加仓情况看。前 20 大加仓股主要集中在

电子、医药生物行业，其中阿里巴巴-W（港股）、比亚迪、腾讯控股（港股）获得机构大幅加仓。互联网龙头公司受益于估值低位、AI 等技术应用加快与业绩改善预期回升，一季度受到公募基金加仓。创新药、医疗服务等医药细分方向在政策利好支持、盈利预期改善下，公募基金配置热度有所提升。

1 投资建议：从基金持仓看，截至一季度末，偏股混合型基金仓位为 76.8%，较 2024 年四季度末回升 1.24pct，普通股票型基金仓位为 82.98%，较 2024 年四季度末回升 2.44pct。截至 4 月 22 日数据，当前超七成基金的股票投资比例在 80%以上。政策持续加力推动中长期资金入市，多只规模指数型 ETF 基金份额增长。

1 从一季报基金重仓及加仓情况看，重仓股方面，前 20 大重仓股依然集中在电子、食品饮料、银行、非银金融等行业。加仓股方面，前 20 大加仓股集中于电子、医药板块，其中资金南下带动多家港股龙头公司股价明显上涨。在全方位扩大内需的政策下，内需被资金重视，医疗、消费等板块受益。从整体加仓情况看，汽车、有色金属、传媒板块在一季度受到公募基金的关注。受益于“以旧换新”政策刺激消费需求，同时人形机器人、AI 大模型的技术进步加速汽车智能化进程，叠加政策明确支持智能驾驶、新能源汽车产业链发展，上游核心零部件和整车企业成为资金布局重点方向。有色金属方向主要受地缘政治风险推高避险情绪影响，金价涨幅较大，涨价逻辑延续，部分个股成为加仓标的。

1 行业配置方面，普通股票基金及偏股基金主要加仓医药、科技板块，减持金融、周期行业。科技成长领域依然备受市场关注，配置热度较高。展望二季度，从国内产业发展看，当前我国新质生产力发展提速，硬科技领域持续突破，科技创新及应用落地将为资金提供更多配置机遇。从外部环境看，在地缘政治风险、美国关税政策等扰动下，我国或进一步加快核心技术及产品的国产替代进程。随着年报陆续披露，可进一步关注行业景气度回升、技术取得突破、业绩改善幅度较大的科技创新细分行业。

风险因素：数据统计偏差；国内经济表现不及预期；企业盈利不及预期；监管政策变化。

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

预计理财市场或先抑后扬

——银行行业跟踪报告

事件：

银行业理财登记托管中心发布《中国银行业理财市场季度报告（2025 年一季度）》。截至 1Q25 末，理财存续规模 29.14 万亿元，同比增长 9.41%。

投资要点：

11Q25 风险偏好保持低位：从相关数据看，1Q25 理财呈现以下特点：第一，固收类产品存续规模 28.33 万亿元，占比 97.22%，仍保持高位，反映市场整体风险偏好仍较低；第二，大类资产配置方面，受 2024 年存款利率下调以及高息存款的整改等措施的影响，对现金及存款继续减配。从全年趋势看，存款端收益仍存在下行可能，理财配置存款的仓位或持续下行。

1 预计 2025 年全年理财规模仍有望保持稳健增长：展望 2025 年，考虑到经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，货币政策有望保持宽松，仍有降准降息的可能。另外，观察理财产品净值的回撤幅度，我们预计前期理财浮盈仍有一定的托底。短期看，市场风险偏好受外部因素的影响有所降低，但是考虑到存款收益的持续下行趋势，以及市场回暖后，风险偏好的上升，仍有望加速存款向理财的流动。

12025 年关注监管政策推进方向及节奏：在 2022 年债市负反馈之后，大幅压低了居民端整体的风险偏好。市场新增资金主要流向低波稳健型产品，使得理财机构对收益回撤控制与负债端稳定性关注度明显提升。在净值稳定性方面，从配置无风险存款到信托委外平滑，再到收盘价估值以及自建估值等措施逐步推出，均为了满足降低波动和回撤幅度的

目的。不过，结合资管行业监管思路，避免收益调节相关要求看，预计监管整改仍将持续，后续仍要关注政策推进方向以及节奏。

1 投资策略：截至 1Q25 末，理财存续规模 29.14 万亿元，同比增长 9.41%，较年初下降约 0.81 万亿元。展望 2025 年，考虑到经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，货币政策有望保持宽松，仍有降准降息的可能。另外，观察理财产品净值的回撤幅度，我们预计前期理财浮盈仍有一定的托底。此外，估值差异化、监管政策的推进方向以及节奏等相关问题值得关注。

1 风险因素：行业监管整改压力超预期。关注宏观经济变化、相关政策变化以及风险事件等，对理财短期净值波动的影响。

分析师 郭懿 执业证书编号 S0270518040001

业绩同比大幅增长，驱蚊和婴童护理类产品表现出色

——润本股份（603193）点评报告

报告关键要素：

2024 年，公司实现营收 13.18 亿元（同比+27.61%），归母净利润 3.00 亿元（同比+32.80%）。拟向全体股东每 10 股派发股息 2.30 元（含税），加上此前的半年度分红，本年度公司现金分红金额占 2024 年归母净利润的比例为 55.26%。

投资要点：

25Q1 业绩延续快速增长。2024 年，公司实现营收 13.18 亿元（同比+27.61%），归母净利润 3.00 亿元（同比+32.80%），扣非归母净利润 2.89 亿元（同比+32.28%），业绩大幅增长主因：1）公司持续加大研发，品类和产品矩阵进一步丰富，品牌知名度提升；2）积极拓展线上和线下渠道，线上直销、线上经销和非平台经销渠道均实现了较快增长；3）运营管理效率提升，管理费用率下降。2025Q1，公司实现营收同比+44.00%，归母净利润同比+24.60%。

盈利能力同比提升，销售费用率有所增加。2024 年，公司毛利率同比+1.83pcts 至 58.17%，净利率同比+0.89pcts 至 22.77%，盈利能力同比提升。费用率方面，销售费用率同比+2.78pcts 至 28.80%，主因推广费和职工薪酬同比增加；管理/研发/财务费用率分别为 2.45%/2.66%/-2.33%，同比分别-0.74%/+0.17%/-0.86pcts。2025Q1，公司毛利率/净利率分别同比+1.98/-2.87pcts 至 57.67%/18.41%。

新品推出不断，积极开发线下渠道。分产品：2024 年，公司驱蚊/婴童护理/精油系列产品分别实现收入 4.39/6.90/1.58 亿元，同比分别+35.39%/+32.42%/+7.88%，毛利率分别同比+3.87%/+1.52%/+0.73pcts。此外，公司产品不断推陈出新，2024 年升级/新推出了 90 余款新产品，包括蛋黄油系列、儿童防晒乳、定时加热器等新品。分渠道：公司以线上销售为驱动，产品在天猫、京东、抖音、拼多多等电商平台保持较高的市场占有率。润本京东自营旗舰店获得 2024 年京东母婴 11.11 巅峰店铺，润本品牌获得抖音 2024 年 618 大促 TOP 品牌。此外，公司通过非平台经销商开发合作线下渠道，包括胖东来、永辉、大润发、沃尔玛、7-11、名创优品、屈臣氏、美宜佳、华润超市等 KA 渠道以及 WOWCOLOUR 等特通渠道。

盈利预测与投资建议：公司是国内知名婴童护理及驱蚊日化企业，凭借自建产线形成供应链优势，叠加团队精简、高效运营，产品在保质保量的前提下打造出明显的价格优势，广受消费者青睐。随着未来研发赋能产品，新品不断推出上新，线下 KA 和特通渠道的拓展，未来公司业绩有望保持快速增长。我们根据公司最新经营数据，调整此前的盈利预测并新增 2027 年预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.93/1.17/1.45 元/股（调整前 2025-2026 年 EPS 分别为 0.90/1.12 元/股），对应 2025 年 4 月 25 日收盘价的 PE 分别为 38/31/24 倍，维持“买入”评级。

风险因素：宏观经济波动及消费复苏不及预期风险、行业竞争加剧风险、新品拓展不及预期风险、渠道过于集中风险。

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

2025 年平稳开局，渠道优化助力发展

——五粮液（000858）2024Q4&2025Q1 业绩点评报告

报告关键要素：

4 月 25 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。

投资要点：

业绩略低于预期，分红率提升。2024 年，公司实现营业收入 891.75 亿元（YoY+7.09%），实现归母净利润 318.53 亿元（YoY+5.44%），实现扣非归母净利润 317.42 亿元（YoY+5.40%）；其中 Q4 单季实现营业收入 212.60 亿元（YoY+2.53%），实现归母净利润 69.22 亿元（YoY-6.17%），实现扣非归母净利润 69.09 亿元（YoY-6.31%）。2025 年一季度，公司实现营业收入 369.40 亿元（YoY+6.05%），实现归母净利润 148.60 亿元（YoY+5.80%），实现扣非归母净利润 148.61 亿元（YoY+5.86%）。此外，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 31.69 元（含税），合计拟派发现金红利为 123 亿元，叠加已实施的 2024 年中期现金分红 100 亿元，现金分红比率达 70%，与公司制定的《2024-2026 年度股东回报规划》相一致，较 2023 年进一步提升。

白酒销量增速下滑，直销渠道表现更优。分产品：受外部宏观经济因素影响，白酒行业承压，公司产品销量增速下滑拖累收入端表现。2024 年，公司核心大单品第八代五粮液销量同比增长 7.06%，营收同比增长 8.07%；其他酒产品销量同比增长 0.12%，营收同比增长 11.79%。五粮液产品毛利率同比提升 0.38pct 至 87.72%，其他酒产品毛利率同比提升 0.65pct 至 60.81%。公司持续向中高价位产品聚焦，低价位产品产量及销量下降，产能利用率有所下滑。分渠道：直销渠道表现优于经销渠道，直销收入同比增长 12.89%，毛利率提升 0.26pct 至 87.01%；经销收入同比增长 5.99%，毛利率提升 0.11pct 至 78.82%。

1 加大市场投入，销售费用大幅提升。2024 年：公司毛利率提升 1.26pct 至 77.06%，销售费用首次突破 100 亿元，销售费用率大幅提升 2.63pct 至 11.99%，管理/研发/财务费用率分别为 3.99%/0.45%/-3.18%，分别同比持平/+0.07/-0.21pct，净利率为 37.22%，同比下滑 0.63pct。2025Q1：毛利率下滑 0.68pct 至 77.74%，销售费用率同比下滑 1.01pct 至 6.52%，管理费用率同比下降 0.23pct 至 2.83%，净利率微降，同比下滑 0.41pct 至 41.60%。

盈利预测与投资建议：当前白酒行业处于库存去化阶段，2025 年白酒商务需求在经济刺激政策下有望回暖，公司作为高端白酒龙头，品牌护城河较深，分红比例提升后中长期投资价值显现。我们根据公司 2024 年年报及 2025 年一季报调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 336.06/358.92/385.54 亿元，（更新前 2025-2026 年为 372.72/412.26 亿元），同比增长 5.50%/6.80%/7.42%，对应 EPS 为 8.66/9.25/9.93 元/股，4 月 25 日收盘价对应 PE 为 15/14/13 倍，维持公司“增持”评级。

风险因素：政策风险、高端酒需求不及预期风险、行业竞争加剧风险。

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

25Q1 利润维持亮眼增长，上新美白和油皮产品线

——珀莱雅（603605）点评报告

投资要点：

25Q1 归母净利润维持亮眼增长。2024 年，公司实现营收 107.78 亿元（同比+21.04%），归母净利润 15.52 亿元（同比+30.00%），扣非归母净利润 15.22 亿元（同比+29.60%），业绩维持亮眼增长，其中，2024Q4 实现营收/归母净利润同比分别+4.28%/+23.42%。2024 年，公司经营活动产生的现金流净额为 11.07 亿元（同比-24.63%），同比下滑主因应收账款占收入比例增加以及应付账款减少。2025Q1，公司实现营收同比+8.13%，归母净利润同比+28.87%，扣非归母净利润同比+29.76%，利润维持亮眼增长。

主品牌珀莱雅推出油皮和美白新产品线，多个子品牌体量提升。（1）珀莱雅：主品牌珀莱雅持续夯实“大单品策略”，全方位升级核心大单品。源力面霜 2.0 首次应用全球独创成分“XVII 型重组胶原蛋白”，聚焦抗初老，源力精华 3.0 升级，加入全球独家成分“XVII 型重组胶原蛋白”；红宝石精华 3.0 将中国美妆领域首款专利环肽新原料与专研双 A（A 醇+HPR）组合结合，引领行业在肽 A 领域的应用变革。同时，公司推出全新油皮产品线“净源系列”和美白产品线“光学系列”。2024 年，主品牌珀莱雅收入 85.81 亿元（同比+19.55%），占主营业务收入比例为 79.69%。珀莱雅品牌 2024 年在天猫平台表现优异，精华品类、面霜品类均排名第 1，贴片面膜排名第 2，面部护理套装排名第 2，眼霜排名第 5。（2）彩棠：在面部彩妆大单品持续发力基础上，不断向底妆类目扩张。24 年，彩棠收入 11.91 亿元（同比+19.04%），占主营业务收入比例 11.07%。（3）OR：OR 持续深化品牌“亚洲头皮健康养护专家”心智，同步提升大单品和核心品类的市占率。2024 年，“OR 蓬松洗发水 2.0”和第二单品“OR 育发液”排名前列，OR 实现收入 3.68 亿元（同比+71.14%），占主营业务收入比例提升至 3.42%。（4）悦芙媞：持续深化“油皮护肤专家”品牌认知，推出多款新品，全面完善品牌产品矩阵，打造 all-in-one 护肤解决方案。2024 年，悦芙媞实现收入 3.32 亿元（同比+9.41%），占主营业务收入比例 3.08%。

线上渠道延续快速增长，线下持续优化门店结构。（1）线上：2024 年，公司线上渠道实现收入 102.34 亿元（同比+23.68%），延续高速增长，占主营业务收入比例提升至 95.06%。其中，线上直营/分销渠道分别同比+20.35%/38.40%至 81.22 亿元/21.12 亿元。2024 年，珀莱雅天猫旗舰店成交额首次在天猫美妆排名第 1，珀莱雅品牌成交额在抖音、京东美妆分别排名第 2、第 5。（2）线下：2024 年，公司持续优化门店结构，推进头部系统向直营模式的转变。持续开拓新型商城集合店合作，升级消费体验。公司线下渠道营收 5.32 亿元（同比-13.63%），占主营业务比例为 4.94%。

盈利能力同比提升，形象宣传推广费增加拉升销售费用率。2024 年，公司毛利率同比提升 1.46 个 pct 至 71.39%，主因运费费率下降和客单价同比提升；净利率同比提升 0.89 个 pct 至 14.71%。费用率方面，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 47.88%/3.39%/1.95%/-0.33%，同比分别+3.27/-1.72/+0.00/+0.33 个 pct。其中，销售费用率同比提升主因形象宣传推广费增加，管理费用率降低主因股份支付费用减少。2025Q1，公司毛利率/净利率分别同比+2.67/+2.75 个 pct 至 72.78%/17.19%。

盈利预测与投资建议：公司是国货化妆品龙头企业，坚定实施 6*N 战略，能够敏锐洞察市场消费者需求，近年来实现主品牌珀莱雅稳健增长，多个子品牌体量不断提升。我们根据公司最新经营数据，调整此前的盈利预测并新增 2027 年的预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 18.53/21.71/25.16 亿元（调整前 2025-2026 年归母净分别为 19.70/24.06 亿元），对应 2025 年 4 月 25 日收盘价的 PE 分别为 18/15/13 倍，维持“增持”评级。

风险因素：宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、品牌孵化不及预期风险。

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场