

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-10

宏观策略

2025 年 03 月 10 日

宏观点评 20250307：财政扩张令德国国债利率飙升

德国国债利率飙升：德国新领导人在周二提出了一项激进扩张的财政政策，据德银，这是“战后历史上最大的持续赤字”，受此影响，德国国债利率飙升 30bps，1990 年以来最大。风险提示：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；通胀下行速率不及预期。

晨会编辑 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250307：理财市场的规范化会否对信用债形成冲击？

监管要求推动理财市场的发展与变革：1）在银行理财市场监管方向持续深化的过程中，未持牌理财机构已经处于转型为设立理财子公司独立运营理财产品的轨道上，叠加 2024 年监管为未持牌理财机构完成产品规模压降提出“2026 年底”这一明确的时间节点，且在产品规模压降幅度上提出需压降至“2021 年 8 月底以前的水平”这一明确的体量限制，因此我们预计未持牌理财机构因面临需尽快完成向成立理财子公司独立运营理财产品的经营模式转型否则其产品可能遭遇清零处理的压力，故其产品规模占比或将持续降低，并对债券市场估值造成负面影响。2）未持牌理财机构的持仓中信用债的比重较利率债和同业存单更高，且持仓金融债的比重同样不低，而金融债中存在较大比例的商业银行普通债券及次级债券，其中的次级债券亦属于信用债投资者的可选标的范围，因此，因监管要求趋紧而导致的未持牌理财机构在压降产品规模方面承压可能会对信用债板块带来较利率债板块、同业存单板块更多的冲击。3）银行理财子公司与未持牌理财机构在债券持仓的结构上有所差异，即未持牌理财机构在信用债和金融债的配置力量上较理财子公司稍多，银行理财子公司在利率债和同业存单的配置力量上较未持牌理财机构稍多，故若未来未持牌理财机构的产品规模被动压降，或转而流入理财子公司产品，或转而流入以公募基金产品为代表的其他投资渠道，信用债估值或将面临一定程度的抛压，部分持仓资金可能涌向利率债、金融债和同业存单等品种。风险提示：数据统计偏差；理财市场监管政策超预期；市场波动风险。

行业

汽车行业深度报告：人形机器人重塑汽零估值，2025 进入量产元年

投资建议 1）高价值量、高确定性的 Tier 1 环节（执行器、灵巧手）：

【拓普集团】、【三花智控】、【鸣志电器】、【双环传动】； 2）格局好、高壁垒、需国产化降本 Tier 2 环节（谐波减速器、丝杠、力矩传感器）：

【绿的谐波】、【中大力德】、【恒立液压】、【北特科技】、【震裕科技】、【双林股份】、【五洲新春】、【贝斯特】等； 3）技术升级、变化较大的环节（灵巧手、传感器）：

【柯力传感】、【安培龙】、【兆威机电】、【凌云股份】、【恒帅股份】、【均胜电子】等； 4）轻量化材料升级，确定性强：

【旭升集团】、【肇民科技】、【爱柯迪】。段，处于行业爆发前期，特斯拉、华为、小米等企业的入局加速产业落地。风险提示：人形机器人进展不及预期，零部件业务拓展不及预期，零部件前期投入带来的盈利风险。

传媒行业点评报告：Manus 发布点评：积极关注 AI Agent 及应用渗透率提升

投资建议：海内外大厂积极布局，特别是国内厂商大模型能力持续追赶海外，推理侧算力成本大幅下降，看好 2025 年成为 AI 应用快速落地、渗透率提升元年，产业趋势加速推进中。我们坚定看好 AI 大模型、应用相关标的，及巨头产业链标的。我们推荐港股的腾讯控股，阿里巴巴-W，小米集团-W，快手-W，美团-W，美图等；A 股的焦点科技、极米科技，巨人网络，恺英网络，分众传媒，值得买，创业黑马等，其他 AI 应用公司如奥飞娱乐、实丰文化等持续关注。同时，AI 景气度提升，大厂加大投资力度是确定性事件，算力订单已进入落地兑现阶段，关注大厂算力建设相关标的，建议关注润建股份、数据港、万国数据、世纪互联、顺网科技、南兴股份等。风险提示：产业进展不及预期，主业竞争风险，短期投入致盈利能力承压风险。

保险Ⅱ行业深度报告：他山之石可攻玉——低利率下保险业的困境与出路系列报告（二）

负债端资产端均有改善，低估值+低持仓，攻守兼备。1) 我们认为当前市场储蓄需求依然旺盛，在监管持续引导险企降低负债成本趋势下，保险公司利差压力预计逐渐得到缓解。2) 近期十年期国债收益率略回升至 1.75% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若企稳或修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 2024Q4 公募基金对保险股持仓环比减少 0.4pct 至 0.6%，持仓与估值均处于历史低位，负面因素反映充分。2025 年 3 月 6 日保险板块估值 0.49-0.77 倍 2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级 风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

推荐个股及其他点评

柯力传感（603662）：力传感器龙头企业，平台化拓展新兴应用领域

公司是力传感器龙头企业，下游应用场景广泛 柯力传感是国内传感器龙头企业，致力于打造国内品种最多、融合最深、场景最多的传感器公司。2019-2023 年公司营业收入从 7.40 亿元增长至 10.72 亿元，CAGR=10%；2019-2023 年公司归母净利润从 1.83 亿元增长至 3.12 亿元，CAGR=14%。利润率方面，2019-2023 年公司毛利率维持在 40% 上下，较为稳定；销售净利率从 24.75% 提升至 31.27%，主要系公司费用端管控有效，净利率同步提高。拆分公司业务结构看，公司主业力传感器与系统集成近年来营收稳健增长，其中力传感器收入从 2019 年 4.68 亿元提升至 2023 年 6.63 亿元；系统集成业务收入从 2019 年 1.43 亿元增长至 2023 年 3.14 亿元，实现翻倍增长。2023 年公司力传感器/系统集成业务分别占收入比重的 61.88%/29.33%。围绕传感器生态布局，加速打造平台型企业 公司依托丰富的传感器产品矩阵，打造传感器生态闭环。通过控股子公司与参股子公司开展业务的形式，公司初步形成了工业检测与计量、环境设备测量、能源设备、设备监测、物流、平台等六大领域的投资布局，初步奠定了柯力集团打造传感器森林的战略形态。此外，公司致力于打造传感器生态循环平台，投资柯力云鲸以打造工业互联网、企业数字化科技

平台，服务于设备智能运维、自动化产线数字化改造、仓储物流数字化、畜牧物联网、智能园区等应用场景；投资德柯智能专业从事传感器精密自动化设备及生产线的研发和生产，以实现传感器产线自动化。公司平台化布局有望引领公司业务打开更高天花板。

盈利预测与投资评级：公司传感器生态平台加速布局，人形机器人打开长期需求天花板。预计公司2024-2026年归母净利润分别为2.84/3.18/3.73亿元，当前股价对应动态PE分别为73/65/56倍，考虑到公司为国内力传感器龙头企业，产品已经通过国内龙头客户测试，未来有望加强与其机器人业务合作，维持“增持”评级。

风险提示：人形机器人技术进展不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

海光信息(688041)：2024年报点评：研发投入大幅提升，关注大厂CapEx机会

盈利预测与投资评级：公司拥有CPU和DCU两大国内领先产品。CPU方面，随着行业信创稳步推进，公司CPU产品收入会稳健增长。DCU方面，AI算力需求释放叠加国产化趋势加快，国产AI芯片厂商迎来历史性机遇。公司DCU产品性能生态位列第一梯队，新产品不断迭代。基于此，我们略微上调2025-2026年归母净利润分别为29.07/43.48亿元（前值：23.79/31.70亿元），新增2027年归母净利润预测为58.36亿元。维持“买入”评级。

风险提示：AI需求不及预期风险、研发工作不及预期的风险、供应商集中度较高且部分供应商替代困难、客户集中度较高的风险。

中烟香港(06055.HK)：2024年业绩公告点评：业绩略超预期，结构优化抬升利润表现

盈利预测与投资评级：中烟香港作为中国烟草“走出去”业务平台中烟国际旗下唯一上市公司，主营业务烟叶类产品进出口稳健发展，卷烟及新型烟草产品出口打开向上弹性，进一步整合境外产业链资源空间可期。我们上调2025/2026年、新增2027年盈利预期，预计2025-2027年归母净利润分别为9.6/10.6/11.9亿港元（2025/2026年前值为9.3/10.2亿港元），对应PE为20/18/16倍，维持“买入”评级。

风险提示：各国对烟草相关产品管控政策变化、各国烟叶种植及购销政策变化、地缘政治带来的进出口贸易受阻风险等。

禾赛科技(HSAI)：助力智驾平权，泛机器人再添成长曲线

投资要点 车企竞争进入智能化下半场，激光雷达搭载车型下沉。根据NE时代2024年中国乘用车激光雷达配套装机量达159.5万颗，实现翻倍式增长，行业集中度提升，CR4进一步提升至近100%。车企竞争已进入智能化下半场。2024M2比亚迪宣布天神之眼智驾系统10/15/20万级车型将全系标配，10万以下车型多数搭配；同月长安宣布10万元级别车型搭载激光雷达；零跑、广汽丰田也相应推出15万级别搭载激光雷达车型。龙头智能化战略有望发挥鲶鱼效应，加速激光雷达搭载车型下沉。考虑新能源车主力价格带为15-20万元，20万元以下销量占比超6成，激光雷达25年装机增量空间可观。具身智能空间广阔，割草机智能化提速。激光雷达在机器人领域有广泛应用，激光雷达降本及性能提升有望提高其在机器人感知方案中的渗透率。随机器人应用向复杂、开放环境拓展，高精度、零盲区、高可靠性感知需求提升，单台机器人配备的激光雷达数量有望提升。2023年全球割草机器人市场规模约15亿美元，北美渗透率不足5%。智能割草机具备使用便捷、产生噪音低、维护便利的优势。目前随国内厂商技术突破，智能割草机前期布线痛点得到解决，渗透率有望

快速提升，带动机器人领域激光雷达销量增长。公司 JT 系列新品具有外形小、视野广、分辨率高、探测距离远的优势，目前已率先应用于 MOVA 智能割草机器人与 Agtonomy 无人农业作业车，有望拓展应用场景实现放量。自建产能+自研芯片，保持技术卡位优势。公司麦克斯韦智造中心为全球首个研发与制造一体化激光雷达智造中心，实现设计、研发、测试与生产全栈通链，通过严苛测试保障车规级品质。公司自研并不断迭代收发芯片，突破激光安全阈值限制、产品功耗与发热限制，提升能量利用率和单点测距能力，通过专用芯片架构平台、集成化设计实现降本增效。目前公司第四代芯片已应用于 ATX 产品中实现量产。截至 2024H2 公司在激光雷达核心技术领域已申请专利 1565 项，获授权专利 486 项，覆盖光学、机械、芯片、算法等多个关键领域。我们认为公司具备技术基因，自建产能与自研芯片打通产品研发迭代闭环，有望保持技术卡位优势。盈利预测与投资评级：公司为激光雷达龙头，技术实力领先，与下游客户合作广泛。截至 2025M2，公司已累计获得来自 22 家主机厂客户 100+款前装量产定点车型，有望充分受益于国内汽车及机器人激光雷达需求增长。可比公司 2024-

安琪酵母（600298）：酵母领军，踏浪前行

酵母龙头积厚流光，踏浪前行。中国酵母行业起步略晚，但比学赶超，至 2023 年市场规模已达 133 亿元，2021-2023 年 CAGR 为 8.21%，增速高于世界平均水平。安琪酵母于国内市场一家独大，2023 年市占率高达 55%，外资品牌乐斯福、英联马利仅为 14%、11%。公司较早布局海外市场，主要以出口形式，2010 年前后海外市场收入占比一度达到 40%；随着国内市场启动，公司重心回归：2010-2020 年国内市场营收复合增速达 17.38%，领先海外市场的 11.96%；随着国内市场增长趋缓，且已于国内市场取得大幅领先的身位，公司从容加速海外布局（海外建厂），2022 年海外市场收入同比增长 39.02%、2023 年同比增速为 21.99%，同期国内市场同比增速分别为 13.92%，-1.20%。海外市场攻势已起，且气势如虹，我们预计海外市场有望保持双位数高增速，成为未来增长引擎。酵母行业单一原料占比高，2025 年原料糖蜜价格进一步下探，公司凭借资金、技术、渠道优势，有望充分享受成本红利。同时，公司本轮的产能投放接近尾声，2025 年资本开支有望触顶回落。

宏观策略

宏观点评 20250307：财政扩张令德国国债利率飙升

1.美国 2 月 ADP 就业暴跌：2 月 ADP 美国私营单位就业+7.7 万人，预期+14 万，前值+18.3 万。其中制造和建筑业逆势增加，教育医疗业、贸易/运输业走弱。 2.近期美股波动：标普 500 指数的 1 个月与 3 个月期 VIX 波动之差转正，从历史看，美股可能正在触及短期低点。 3.科技股下跌的广泛性：当前标普 500 信息技术指数中，仅有 33% 股票在 200MA 之上，即每 3 只标普 500 科技股中就有 2 只的交易价格低于 200MA。此外，等权重标准普尔 500 科技板块在过去 2 周下跌了 10.5%，这是自 2022 年 9 月以来最大的连续 2 周滚动跌幅。科技股的疲软并不限于大型股。 4.德国国债利率飙升：德国新领导人在周二提出了一项激进扩张的财政政策，据德银，这是“战后历史上最大的持续赤字”，受此影响，德国国债利率飙升 30bps，1990 年以来最大。 5.欧元看涨期权走高：当前欧元期权市场的看涨情绪非常高，“欧元-美元”一周风险逆转指标出现与 2020 年相似的上冲态势（2020 年的高点汇率录得 1.20）。 6.美国汽车关税的影响：隔夜报道称特朗普考虑暂缓加、墨的汽车进口关税。特朗普曾威胁要向进口汽车加征 25% 关税，但北美汽车产业链高度融合，美国汽车制造商 80% 以上关键汽车零部件进口依赖加拿大和墨西哥。因此彭博认为，对这些商品征收关税意味着美国实际上是在对自己征税。 7.美国对加墨加征 25% 关税的影响推演：据 Brookings 测算，对加、墨加征 25% 关税影响美国 GDP 增长下降约 0.25 个百分点，如果采取报复措施，GDP 将下降超过 0.3 个百分点；就业方面，25% 的进口关税将导致就业岗位下降 0.11%；如果采取报复性措施，就业损失将上升至 0.25%。关税将导致美国通胀率上升超过 1.3 个百分点；如果采取报复措施，通胀率增幅将会有所降低，约为 0.77 个百分点。 风险提示：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；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 研究助理：韦祎 研究助理：王茁）

固收金工

固收深度报告 20250307：理财市场的规范化会否对信用债形成冲击？

观点 当前理财市场整体规模与产品结构：1) 截至 2025 年 2 月 26 日，目前约有逾 23 万亿元的资金以理财产品的形式活跃在金融市场中，其中固定收益类产品的存续规模占比高达 98%，系理财市场业务的核心品类。2) 信用债和同业存单系理财产品相对偏好的资产品种，截至 2025 年 3 月 6 日，二者合计占比约 70.99%，其中信用债占比达 41.27%，几乎占据固收类投资的“半壁江山”，而利率债占比则明显较低，或主要与银行理财产品倾向于采取持有到期策略、采取封闭期机制管理流动性以及采取资金池运作调节收益等特点相关。而这一债券持仓结构亦提示若理财市场逐步趋于规范化管理和标准化管理，其可能产生的影响将更多波及信用债板块，故关注信用债配置机会的投资者或可对理财市场的后续改革进度加以关注，在择时方面匹配监管要求冲击下的节奏变化。 监管要求推动理财市场的发展与变革：1) 若将理财市场的全部产品规模按照由银行理财子公司或未持牌理财机构发行管理进行分类并观察二者之间的产品规模占比变化情况，可以

发现理财子公司近年来的产品规模占比由 2022 年末的 91.66%持续上升至当前的 94.40%，与之相对应的是未持牌理财机构的产品规模占比由 2022 年末的 8.34%持续下降至当前的 5.60%，表明在银行理财市场监管方向持续深化的过程中，未持牌理财机构已经处于转型为设立理财子公司独立运营理财产品的轨道上，叠加 2024 年监管为未持牌理财机构完成产品规模压降提出“2026 年底”这一明确的时间节点，且在产品规模压降幅度上提出需压降至“2021 年 8 月底以前的水平”这一明确的体量限制，因此我们预计未持牌理财机构因面临需尽快完成向成立理财子公司独立运营理财产品的经营模式转型否则其产品可能遭遇清零处理的压力，故其产品规模占比或将继续降低，并对债券市场估值造成负面影响。2) 若进一步筛选理财市场中以债券为底仓资产的产品规模，并按照由银行理财子公司或未持牌理财机构持仓进行分类，从二者持仓债券的比例可以发现尽管银行理财子公司的各类债券持仓占比显著多于未持牌理财机构，但倘若切换至债券持仓类型视角来看，则未持牌理财机构的持仓中信用债的比重较利率债和同业存单更高，且持仓金融债的比重同样不低，而金融债中存在较大比例的商业银行普通债券及次级债券，其中的次级债券亦属于信用债投资者的可选标的范围，因此，因监管要求趋紧而导致的未持牌理财机构在压降产品规模方面承压可能会对信用债板块带来较利率债板块、同业存单板块更多的冲击。3) 就固定收益类产品而言，银行理财子公司与未持牌理财机构在债券持仓的结构上有所差异，即未持牌理财机构在信用债和金融债的配置力量上较理财子公司稍多，银行理财子公司在利率债和同业存单的配置力量上较未持牌理财机构稍多，故若未来未持牌理财机构的产品规模被动压降，或转而流入理财子公司产品，或转而流入以公募基金产品为代表的其他投资渠道，信用债估值或将面临一定程度的抛压，部分持仓资金可能涌向利率债、金融债和同业存单等品种。未持牌理财产品规模压降会对信用债产生多少冲击：1) 转流入银行理财子公司：不论是从理财产品类别的维度还是从底层资产品种的维度，银行理财子公司与未持牌理财机构在债券市场的配置力量实际上基本处于相似水平、差异不大，因此当资金从未持牌理财机构的产品转而流向理财子公司的产品，则由于两类机构在配置债券的选择上基本相同，故对债券市场、尤其是信用债品种形成的抛压或相对有限，即信用债可能受到的冲击程度或总体可控。此外，若资金流转集中在较短时间内发生，则短期内可能会造成信用债估值的“脉冲式”小幅调整；但若资金流转这一过程的持续时间拉长，则可能有助于平滑估值调整的幅度、缓释波动加剧的风险。2) 转流入理财市场以外的其他投资渠道（压力测试）：假设当前存续的未持牌理财机构在 2026 年底以前均无法设立理财子公司，且所释放的资金均未流入债券投资领域相关的其他产品，那么在此相对极端的情境中，大约 1 万亿元的资金流出可能带来约 5BP-20BP 的日估值跌幅（分别对应 50%-95%的卖出交易量占比），该跌幅较近期约 5BP 以内的日均跌幅有所抬升，表明在相对极端的假设条件下，信用债估值或将面临至多 15BP 左右的超额损失，一方面意味着若未持牌理财机构未积极在未来两年内布局设立理财子公司或主动平滑产品规模压降节奏，则信用债投资者或需在 2026 年下半年提前部署“防御”措施、抵御冲击；但另一方面亦提示即便未持牌理财机构在两年后集中压降产品规模，信用债可能受到的冲击程度仍相对可控，其资本利得收益上的损失或可由票息收益吸收弥补。3) 建议投资者可密切关注监管政策的最新动态以及未持牌理财机构的理财产品迁移进度，通过准确把握未持牌理财机构存续产品的压降节奏来相应调节信用债的仓位水平，以降低外部环境变

化对组合表现的影响。 风险提示：数据统计偏差；理财市场监管政策超预期；市场波动风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

行业

汽车行业深度报告：人形机器人重塑汽零估值，2025 进入量产元年

投资要点 人形机器人板块行情复盘：从交易产业进展/高壁垒逐步聚焦确定 2021 年 8 月特斯拉在 AI Day 上首次发布人形机器人 Optimus 概念，我们构建特斯拉机器人板块指数+华为机器人板块指数，复盘特斯拉机器人板块行情来看，分为四个阶段：1) 2022.2-2023.1 概念阶段，交易 0-1 相关性；2023.1-2023.12 卡位阶段，趋势确认，交易产业进展/高壁垒；2024.10-2025.2 T 链聚焦阶段，具身智能主机厂发散，产业进展为核心催化因素，带动板块轮动。人形机器人与新能源汽车发展阶段类似，新能源汽车渗透率及汽车零部件 PE-TTM 复盘来看，新能源汽车渗透率<5%，零部件 PE (TTM) $\approx 30-50X$ ，2025 年进入人形机器人量产元年，建议关注减速器、灵巧手等核心环节。 人形机器人潜在发展空间广阔，多方玩家入局 AI 赋能人形机器人，机器人远期将具备最强的泛化能力，能够链接人类生活中的各个场景和现有工具，增强规模效应，来使得成本最低。基于对人形机器人产业前景的看好，车企、机器人企业、互联网/科技企业多方入局，各方玩家均有独到优势，其中车企的优势在于车端智驾能力迁移+工厂应用场景优势+强大供应链支持。马斯克 2027 年目标 100 万台人形机器人，据测算，人形机器人年销量 400-500 万台阶段处在 B 端全面应用，开始向 C 端渗透阶段，处于行业爆发前期，特斯拉、华为、小米等企业的入局加速产业落地。 人形机器人供应链与汽零高度协调，重塑板块估值 优质汽零行业公司向机器人延伸，三花智控、拓普集团等特斯拉汽车供应链中的核心玩家通过能力迁移和延伸，布局人形机器人执行器总成赛道，有望打开新的成长空间。 **投资建议** 2025 年人形机器人板块进入量产元年，T/HW/NV 等多条主线共振，特斯拉人形机器人供应链进入确定性交易阶段，核心环节如下： 1、高价值量、高确定性的 Tier 1 环节（执行器、灵巧手），绑定人形机器人头部玩家，推荐【拓普集团】、【三花智控】、【鸣志电器】、【双环传动】、【瑞鹤模具】； 2、格局好、高壁垒、需国产化降本的 Tier 2 环节（谐波减速器、丝杠、力矩传感器），个股弹性大，推荐【绿的谐波】、【中大力德】、【恒力液压】、【北特科技】、【双林股份】、【豪能股份】，建议关注【震裕科技】、【贝斯特】等； 3、技术升级、变化较大的环节（灵巧手、传感器）：建议关注【柯力传感】、【安培龙】、【兆威机电】、【凌云股份】、【恒帅股份】等； 4、轻量化材料升级，推荐【旭升集团】、【爱柯迪】，建议关注【肇民科技】。 段，处于行业爆发前期，特斯拉、华为、小米等企业的入局加速产业落地。 风险提示：人形机器人进展不及预期，技术迭代的风险，零部件前期投入带来的盈利风险

（证券分析师：黄细里）

传媒行业点评报告：Manus 发布点评：积极关注 AI Agent 及应用渗透率提升

投资要点 事件：1) 2025 年 3 月 6 日，AI 初创公司 Monica.im 发布 AI Agent 产品 Manus。据其团队介绍，Manus 是一个真正自主的 AI Agent，能够解决各类复杂多变的任务。与传统 AI 助手不同，Manus 不仅能提供建议或答案，还能直接交付完整的任务成果。2) 同日凌晨，

阿里巴巴正式发布最新的开源推理模型通义千问 QwQ-32B, 整体性能比肩 DeepSeek-R1, 同时大幅降低了部署使用成本, 在消费级显卡上也能实现本地部署。3) 同日, 腾讯混元发布图生视频模型并对外开源, 同时上线对口型与动作驱动等玩法, 并支持生成背景音效及 2K 高质量视频。国产大模型能力追赶海外, 奠定 AI 应用落地基础。DeepSeek 通过算法创新在算力受限的背景下实现模型能力突破, 并通过模型开源缩小国产大模型与海外差距, 同时带动大模型服务成本大幅下降, DeepSeek API 输入为 0.14 美元/百万 token (缓存命中)、0.55 美元/百万 token (缓存未命中), 输出为 2.19 美元/百万 token (输出), 仅为 OpenAI 4o 价格的 11%/22%/22%。同时大厂也在持续跟进迭代大模型, 性能持续突破, 比如 1) 3 月 6 日的阿里巴巴发布并开源的推理模型通义千问 QwQ-32B, 拥有 320 亿参数, 但通过大规模强化学习, 其数学、代码及通用能力上实现质的飞跃, 性能比肩 DeepSeek-R1 (6710 亿参数, 其中 370 亿被激活), 同时部署成本进一步下降; 2) 3 月 6 日腾讯混元发布并开源图生视频模型, 用户只需上传一张图片, 并简短描述希望画面如何运动、镜头如何调度等, 混元就可以按要求将图片转化为 5 秒的短视频, 此外还能实现对口型等功能, 赋能视频制作、动漫制作等。关注 AI 应用渗透率跃升, AI Agent 有望迎来 GPT 时刻。国产 AI 大模型能力持续突破, 同时调用/部署成本大幅下降, 催化各领域各细分赛道 AI 应用落地推广, 2025 年以来, 先后有 DeepSeek、腾讯元宝等 App 火速出圈, 根据点点数据, DeepSeek、腾讯元宝的日活跃用户规模从 2025/1/11 的不足 2 万、135 万快速增长至 3 月 4 日的 2570、686 万。应用细分赛道方面, 我们多次强调看好 AI Agent 作为大模型落地的重要方式, 在 2025 年 1 月 23 日 OpenAI 发布首批智能体 Operator 时, 我们即外发点评, 重申看好 AI Agent 集合了大模型、规划、记忆能力和工具属性, 有望弥补大模型幻觉、记忆力差的短板, 更具实用性。3 月 6 日 Monica.im 发布 AI Agent 产品 Manus, 从实机操作来看, Manus 已基本具备 AI Agent 特性, 且部分场景下效果超过 OpenAI 的 Operator: 1) 自主执行任务, 并直接交付结果, 逐步实现市场所展望的“个人助理”功能; 2) 通用功能强, 具备跨领域工具调用能力, 具备浏览网页、编写代码、操作应用等能力。我们认为 Manus 是中国厂商强工程化能力、强应用落地能力的验证, 期待 2025 年有望成为国内 AI Agent 广泛落地元年。投资建议: 海内外大厂积极布局, 特别是国内厂商大模型能力持续追赶海外, 推理侧算力成本大幅下降, 看好 2025 年成为 AI 应用快速落地、渗透率提升元年, 产业趋势加速推进中。我们坚定看好 AI 大模型、应用相关标的, 及巨头产业链标的。我们推荐港股的腾讯控股, 阿里巴巴-W, 小米集团-W, 快手-W, 美团-W, 美图等; A 股的焦点科技、极米科技, 巨人网络, 恺英网络, 分众传媒, 值得买, 创业黑马等, 其他 AI 应用公司如奥飞娱乐、实丰文化等持续关注。同时, AI 景气度提升, 大厂加大投资力度是确定性事件, 算力订单已进入落地兑现阶段, 关注大厂算力建设相关标的, 建议关注润建股份、数据港、万国数据、世纪互联、顺网科技、南兴股份等。风险提示: 产业进展不及预期, 主业竞争风险, 短期投入致盈利能力承压风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖

证券分析师: 陈欣)

保险 II 行业深度报告: 他山之石可攻玉——低利率下保险业的困境与出路系列报告 (二)

投资要点 日本: 增配海外证券对冲国内低利率压力。1) 日本寿险业采取激进的经营策略, 导致在 1990s 泡沫经济破灭后出现严重利差损。

在 1980s，日本寿险业通过提高产品预定利率、大量配置股票等高风险资产，推动了业务短期高增长。但是泡沫经济破灭后，利率水平大幅下行，寿险行业陷入严重利差损，多家寿险公司破产倒闭，因此行业不得不通过多种手段展开自救。2) 负债端：下调预定利率、调节险种结构；增配国债与海外资产。①持续下调预定利率。日本金融厅将寿险公司预定利率与历史十年期国债收益率水平挂钩，由 1990 年的 6.25%持续下调至 2000 年的 2%，目前预定利率已经降至 0.25%。②调整产品结构，业务重心从储蓄理财型产品转向纯保障型产品，扩大死差益占比。死差益更高的第三领域保险产品（健康保险/医疗保险）成为日本寿险业增长的主动力，医疗险业务占比由 1995 年的 12%攀升至 2023 年的 34%。1999-2002 年，在利差继续亏损，且利差损对三差的贡献高达负 60%以上的情况下，日本寿险业实现了较大规模的死差益和费差益。3) 投资端：通过大量配置海外资产对抗国内低利率。在 20 世纪 90 年代破产潮之后，日本寿险业资产配置采取平衡投资策略，有价证券占比从 1998 年的 52.2%增加到 2023 年的 83.0%，其中海外证券是第二大投资标的，占有价证券比重在 17%-31%之间。日本海外资产以债券为主，2023 年末占海外证券投资比重已达 95.2%，保证了整体投资的稳健性。4) 2013 年起日本寿险业已经扭转了利差损。目前日本险企平均负债成本已降至 1.5%-2.0%左右，投资收益率企稳并保持在 2.5%上下，利差损转为利差益。

美国：针对不同账户采取差异化配置策略。1) 负债端：增加独立账户产品占比，建立动态调整的评估利率机制。①美国寿险资金分为一般账户和独立账户。一般账户资金主要来自传统寿险、定期寿险和保证收益年金等，利差风险由保险公司承担；独立账户资金主要来自投资连结险、变额年金等。在 21 世纪初利率快速下降的阶段，美国寿险行业负债结构中独立账户的占比由 2002 年的 28%快速提高至 2007 年的 38%，近年来一直保持在 38%左右的水平。②2000-2024 年，美国传统寿险最高法定评估利率从 4.5%一路下降至 3%，从而降低了保险公司的经营压力。2) 投资端：基于不同账户进行资产配置，整体增配权益类资产。从整体数据看，美国寿险业持续加配权益资产，占比由 1980 年的 10%显著增至 2023 年的 26%。分账户来看：①一般账户资产配置整体基本保持稳定，固收资产保持在 65%-70%左右，权益资产保持在 2.2%至 2.5%之间，美国寿险公司通过适当的信用下沉和拉长久期获取更高收益，2023 年新增债券中 10 年期以上合计占比 73.4%。②独立账户的风险由投资者承担，一般为追求高收益，权益投资占比维持在 80%左右，近年来比例有所下降，但仍在 70%以上。

德国：降低保证利率，拉长资产久期，增配另类资产。1) 负债端：下调保证利率水平，降低负债成本压力。德国安联在负债端主要面临本土业务保证利率较高的压力，但自 2010 年起持续下调保险保证利率，年下调幅度为 10~20 个基点，2022 年末较 2010 年已经下降了超过一半。业务结构上，安联保险持续减少保证收益产品占比，2017-2024 年保证收益型产品占比从 23.9%下降至 7.2%。2) 资产端：区域分散+信用下沉+增配另类的组合拳。安联固收投资主要配置于政府债券和企业债券，通过区域分散化投资降低单一市场利率风险，并且将资产信用评级逐步下沉。此外还持续增加另类投资配置，目前保险资金中占比已近 30%。

风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期

（证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锐）

推荐个股及其他点评

柯力传感 (603662): 力传感器龙头企业, 平台化拓展新兴应用领域

投资要点 公司是力传感器龙头企业, 下游应用场景广泛 柯力传感是国内传感器龙头企业, 致力于打造国内品种最多、融合最深、场景最多的传感器公司。2019-2023 年公司营业收入从 7.40 亿元增长至 10.72 亿元, CAGR=10%; 2019-2023 年公司归母净利润从 1.83 亿元增长至 3.12 亿元, CAGR=14%。利润率方面, 2019-2023 年公司毛利率维持在 40%上下, 较为稳定; 销售净利率从 24.75%提升至 31.27%, 主要系公司费用端管控有效, 净利率同步提高。拆分公司业务结构看, 公司主业力传感器与系统集成近年来营收稳健增长, 其中力传感器收入从 2019 年 4.68 亿元提升至 2023 年 6.63 亿元; 系统集成业务收入从 2019 年 1.43 亿元增长至 2023 年 3.14 亿元, 实现翻倍增长。2023 年公司力传感器/系统集成业务分别占收入比重的 61.88%/29.33%。围绕传感器生态布局, 加速打造平台型企业 公司依托丰富的传感器产品矩阵, 打造传感器生态闭环。通过控股子公司与参股子公司开展业务的形式, 公司初步形成了工业检测与计量、环境设备测量、能源设备、设备监测、物流、平台等六大领域的投资布局, 初步奠定了柯力集团打造传感器森林的战略形态。此外, 公司致力于打造传感器生态循环平台, 投资柯力云鲸以打造工业互联网、企业数字化科技平台, 服务于设备智能运维、自动化产线数字化改造、仓储物流数字化、畜牧物联网、智能园区等应用场景; 投资德柯智能专业从事传感器精密自动化设备及生产线的研发和生产, 以实现传感器产线自动化。公司平台化布局有望引领公司业务打开更高天花板。 传感器是人形机器人感知的媒介, 市场有望伴随人形机器人量产扩容 力传感器是人形机器人感知现实世界并完成精密操作的媒介, 是人形机器人感知与执行技术走向成熟过程中起决定性作用的零部件。六维力传感器是人形机器人感知部件的优选, 一台人形机器人需要在手腕与脚腕处搭载共 4 个六维传感器, 在人形机器人量产进程中六维力传感器需求空间将同步增长。柯力传感作为国内力传感器龙头企业, 在机器人领域用传感器领域技术领先。2024 年 12 月 30 日柯力传感在投资者互动平台上公告, 公司六维力传感器样品已经通过华为测试并成功交付, 证实公司产品实力较强。公司有望在国内人形机器人产业链走向量产过程中充分受益。 盈利预测与投资评级: 公司传感器生态平台加速布局, 人形机器人打开长期需求天花板。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.84/3.18/3.73 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 73/65/56 倍, 考虑到公司为国内力传感器龙头企业, 产品已经通过国内龙头客户测试, 未来有望加强与其机器人业务合作, 维持“增持”评级。 风险提示: 人形机器人技术进展不及预期, 人形机器人量产进度不及预期, 宏观经济风险。

(证券分析师: 周尔双 研究助理: 钱尧天)

海光信息 (688041): 2024 年报点评: 研发投入大幅提升, 关注大厂 CapEx 机会

投资要点 业绩基本符合预告中值, 研发投入大幅提升。24 年公司实现营收 91.6 亿元 (略高于预告中值: 91.2 亿元), yoy+52.4%, 24Q4 营收 30.3 亿元, yoy+46%, qoq+27%。24 年实现归母净利润 19.3 亿元, yoy+52.7%, 24Q4 归母 4.0 亿元, yoy+12%, qoq+40%。24 年实现扣非净利润 18.1 亿元, yoy+59.6%。公司 2024 年度大力扩充研发人员队伍, 截至 2023/2024 年末, 公司研发人员分别达到 1641/2157 人, yoy+31%, 研发费用分别为 19.9/29.1 亿元, yoy+46%。公司通过加速新产品研发进程并增加研发项目投入, 以强化技术储备并提升市场竞争力。 阿里 CapEx 提振算力链信心, 海光信息客户禀赋不断加持。

继字节 CapEx 自 24 年 800 亿元飙升至 25 年 1600 亿元后，阿里巴巴宣布 FY25Q3 资本开支达到人民币 318 亿元，环增 80%。在云和 AI 的设施上，未来三年计划投入人民币 3,800 亿元，将超越过去十年的总和。海光信息 23H1 半年报显示，公司已与国内包括文心一言等大模型全面适配，达到国内领先水平。24H1 半年报，公司公告口径新增适配通义千问，展现 AI 领域不俗进展。建议持续关注公司 25 年在头部大厂的卡位进展。CPU 需求或边际好转，DCU 逐渐显现通用架构优势。1) CPU 方面，我们预计党政信创即将迎来招标行情，2025 年是党政信创未来三年的关键一年，规模较大。海光作为信创 CPU 的核心标的，2025 年或将迎来业绩提振。2) DCU 方面，海光凭借自身研发优势，于 2 月初完成 DeepSeek V3 和 R1 模型、DeepSeek-Janus-Pro 多模态大模型的适配，在国产算力芯片中进展居前，我们认为海光 GPGPU 架构兼容通用的“类 CUDA”环境，有望在 2025 年层出不穷的 AI 端侧推理场景中取得领先优势。盈利预测与投资评级：公司拥有 CPU 和 DCU 两大国内领先产品。CPU 方面，随着行业信创稳步推进，公司 CPU 产品收入会稳健增长。DCU 方面，AI 算力需求释放叠加国产化趋势加快，国产 AI 芯片厂商迎来历史性机遇。公司 DCU 产品性能生态位列第一梯队，新产品不断迭代。基于此，我们略微上调 2025-2026 年归母净利润分别为 29.07/43.48 亿元（前值：23.79/31.70 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 58.36 亿元。维持“买入”评级。风险提示：AI 需求不及预期风险、研发工作不及预期的风险、供应商集中度较高且部分供应商替代困难、客户集中度较高的风险。

（证券分析师：陈海进 证券分析师：王紫敬
研究助理：李雅文）

中烟香港（06055.HK）：2024 年业绩公告点评：业绩略超预期，结构优化抬升利润表现

投资要点 H2 业绩略超预期：2024 年中烟香港实现营收 130.7 亿港元，yoy+10%；毛利 13.8 亿港元，yoy+27%；归母净利润 8.5 亿港元，yoy+43%。2024H2 营收 43.7 亿港元，yoy+6.8%，归母净利润 2.1 亿港元，yoy+47.1%。产品结构变化带动毛利率提升：分业务部门，2024 年烟叶类进口/烟叶类出口/卷烟出口/巴西经营/新型烟草制品出口业务收入分别为 82.5/20.6/15.7/1.4/10.5 亿港元，yoy+2%/25%/30%/4%/37%。拆分量价来看，各业务进/出口量同比-4%/+18%/+19%/+12%/-2%，价同比+7%/+5%/+9%/-8%/+40%。公司毛利率为 10.5%，yoy+1.3pct，各业务毛利率分别为 10%/4%/18%/5%/18%。烟叶进口量因船季有所波动：2024H2 烟叶类进口/烟叶类出口/卷烟出口/巴西经营/新型烟草制品出口业务收入分别为 14.5/11.4/10.3/0.9/6.6 亿港元，yoy-11%/+26%/+6%/-5%/+34%。拆分量价来看，各业务进/出口量同比-28%/+33%/+22%/+40%/+16%，价同比+24%/-5%/-13%/-32%/+16%。公司 2024H2 毛利率为 9.5%，yoy+1.1pct，各业务毛利率分别为 6%/5%/15%/5%/18%。烟叶进口业务量因船只到港节奏有所波动。盈利预测与投资评级：中烟香港作为中国烟草“走出去”业务平台中烟国际旗下唯一上市公司，主营业务烟叶类产品进出口稳健发展，卷烟及新型烟草产品出口打开向上弹性，进一步整合境外产业链资源空间可期。我们上调 2025/2026 年、新增 2027 年盈利预期，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 9.6/10.6/11.9 亿港元（2025/2026 年前值为 9.3/10.2 亿港元），对应 PE 为 20/18/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：各国对烟草相关产品管控政策变化、各国烟叶种植及购销政策变化、地缘政治带来的进

出口贸易受阻风险等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石旂瑄

研究助理: 王琳婧)

禾赛科技 (HSAI): 助力智驾平权, 泛机器人再添成长曲线

投资要点 车企竞争进入智能化下半场, 激光雷达搭载车型下沉。根据 NE 时代 2024 年中国乘用车激光雷达配套装机量达 159.5 万颗, 实现翻倍式增长, 行业集中度提升, CR4 进一步提升至近 100%。车企竞争已进入智能化下半场。2024M2 比亚迪宣布天神之眼智驾系统 10/15/20 万级车型将全系标配, 10 万以下车型多数搭配; 同月长安宣布 10 万元级别车型搭载激光雷达; 零跑、广汽丰田也相应推出 15 万级别搭载激光雷达车型。龙头智能化战略有望发挥鲶鱼效应, 加速激光雷达搭载车型下沉。考虑新能源车主力价格带为 15-20 万元, 20 万元以下销量占比超 6 成, 激光雷达 25 年装机增量空间可观。具身智能空间广阔, 割草机智能化提速。激光雷达在机器人领域有广泛应用, 激光雷达降本及性能提升有望提高其在机器人感知方案中的渗透率。随机器人应用向复杂、开放环境拓展, 高精度、零盲区、高可靠性感知需求提升, 单台机器人配备的激光雷达数量有望提升。2023 年全球割草机器人市场规模约 15 亿美元, 北美渗透率不足 5%。智能割草机具备使用便捷、产生噪音低、维护便利的优势。目前随国内厂商技术突破, 智能割草机前期布线痛点得到解决, 渗透率有望快速提升, 带动机器人领域激光雷达销量增长。公司 JT 系列新品具有外形小、视野广、分辨率高、探测距离远的优势, 目前已率先应用于 MOVA 智能割草机器人与 Agtonomy 无人农业作业车, 有望拓展应用场景实现放量。自建产能+自研芯片, 保持技术卡位优势。公司麦克斯韦智造中心为全球首个研发与制造一体化激光雷达智造中心, 实现设计、研发、测试与生产全栈通链, 通过严苛测试保障车规级品质。公司自研并不断迭代收发芯片, 突破激光安全阈值限制、产品功耗与发热限制, 提升能量利用率和单点测距能力, 通过专用芯片架构平台、集成化设计实现降本增效。目前公司第四代芯片已应用于 ATX 产品中实现量产。截至 2024H2 公司在激光雷达核心技术领域已申请专利 1565 项, 获授权专利 486 项, 覆盖光学、机械、芯片、算法等多个关键领域。我们认为公司具备技术基因, 自建产能与自研芯片打通产品研发迭代闭环, 有望保持技术卡位优势。盈利预测与投资评级: 公司为激光雷达龙头, 技术实力领先, 与下游客户合作广泛。截至 2025M2, 公司已累计获得来自 22 家主机厂客户 100+款前装量产定点车型, 有望充分受益于国内汽车及机器人激光雷达需求增长。可比公司 2024-2026 年平均 PS 分别为 22.9/14.2/12.2 倍 (截至 2025 年 3 月 5 日收盘)。我们预计禾赛科技公司 2024-2026 年营业总收入分别为 20.9/32.7/46.6 亿元, 对应 2.9/4.5/6.4 亿美元, 当前市值对应 PS 分别为 7.6/4.9/3.4 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。风险提示: 智驾发展不及预期、技术路径变更、地缘政治风险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 黄细里

研究助理: 李博韦 研究助理: 孙仁昊)

安琪酵母 (600298): 酵母领军, 踏浪前行

投资要点 酵母行业增长稳健, 结构分化。全球酵母行业发展成熟, 规模增速稳定在 6%左右、趋于稳健; 中国酵母行业起步略晚, 但比学赶超, 至 2023 年市场规模已达 133 亿元, 2021-2023 年 CAGR 为 8.21%, 高于世界平均水平。分结构来看, (1) 传统的烘焙、面食酵母在完全渗透的假设下需求超过 50 万吨, 为国内酵母需求夯底; (2) 酵母提取物 (YE) 降盐增鲜、符合健康化趋势, 有望为酵母行业发展注

入新动能。经测算，2023 年为例，国内 YE 市场空间约 78 万吨，我国产量仅 20 万吨，空间充足。原料价格扰动行业盈利，安琪酵母成本优势明显：糖蜜是酵母生产中最主要的原材料，占生产成本的比重约 30-40%。供给端，据测算，我国糖蜜供应预计围绕 353 万吨的中枢呈周期性波动；需求总量平稳，酵母已成为糖蜜最大需求方，占比由 2015 年的 30% 提升至 2021 年的 65%，中长期糖蜜的价格主要由供给端决定。2024 年以来糖蜜供给回暖，我们预计 2025 年糖蜜价格或同比下滑 10% 以上，龙头安琪酵母于国内酵母市场一家独大，有望凭借其灵活的调价机制、水解糖替换技术及产能、全球化的采购能力平抑糖蜜价格波动，在 2025 年享受成本端红利。踏浪出海，海外市场已成为公司增长新引擎：公司加速海外产能扩建、解决供需矛盾：（1）埃及工厂干酵母产能共计 3.8 万吨+YE 产能 1.7 万吨；（2）俄罗斯工厂酵母产能 4 万吨；（3）印尼拟建年产 2 万吨酵母产线（预计 2026H2 投产）、巴西设立子公司，搭建销售团队，加大中东、非洲、东南亚产能建设及市场开拓进度。随着全球化战略不断深化，2023 年海外市场实现收入 47.86 亿元，2001-2023 年 CAGR 高达 26.09%，收入占比由 12% 增至 35%。对标国内，海外市场渗透率提升空间更为充足，我们认为公司海外市场有望保持双位数高增速。资本开支或触顶回落，2025 年原材料价格走低：（1）复盘近二十年公司四次产能投放阶段的财务表现，安琪的产能建设周期约 2-3 年，在建工程转固带来较高的折旧费，致短期资本开支增加，但一般在产能密集投放后的 1-2 年左右，规模效应显现、净利率触底向上，且近年来该周期明显缩短，新增折旧对净利率的影响减弱、利润兑现加速。随着德宏、普洱、埃及以及俄罗斯的新增产能于 2024Q4 投产完毕，2025 年资本开支有望触顶回落。（2）糖蜜价格与公司毛利率呈负相关，当前糖蜜价格仍处下行区间，据测算，假定水解糖/糖蜜替代比率在 20%，若 2025 年糖蜜价格同比继续下滑 10%，公司毛利率有望提升 2.4pct。盈利预测与投资评级：我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 13.66/16.31/18.57 亿元，同比增速为 7.51%/19.41%/13.87%，EPS 分 1.57/1.88/2.14 元，对应当前 PE 为 22.27x、18.65x、16.38x，对比可比公司当下估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：市场竞争的风险、原材料成本上涨、产品销售不达预期的风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁）

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>