

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-02-25

宏观策略

2025 年 02 月 25 日

宏观量化经济指数周报 20250223：“抢出口”和外需回暖或支撑出口增长
货币市场资金供需紧平衡和商业银行负债紧俏或仍需一段时间缓解，货币政策操作的边际变化将是流动性的焦点。

海外周报 20250223：《美国优先投资政策》或打压市场风险偏好

核心观点：本周公布的美国经济数据疲软，除有噪音的非农和 CPI 以外，2 月至今公布的美国经济数据整体偏弱，叠加对“美国例外论”担忧情绪在风险资产的延续，美股和美债利率大跌，降息预期升温。2 月彭博分析师调查显示，海外分析师大幅上调 2025 年美国通胀和政策利率预期。本周五白宫发布的《美国优先投资政策》料对中国科技股情绪造成一定的冲击；下周关注 24Q4 美国 GDP 二次修正值、1 月 PCE 通胀，预计短期内美债利率仍有小幅下行空间。

晨会编辑 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20250224：春躁行情下的转债配置再思考

下周预测转债下修概率最大的前十名分别为：帝欧转债、文科转债、普利转债、紫银转债、首华转债、鲁泰转债、维尔转债、中装转 2、蓝帆转债、本钢转债。

固收周报 20250223：利率持续上行，需要等待何种信号破局？

本周（2025.2.17-2025.2.21）10 年期国债收益率明显上行，对应 10 年期国债期货价格下行，分别创 2025 年开年以来新高和新低。其中，10 年期国债收益率上行至 1.72%，10 年期国债期货价格下行至 108.16 元。本周（0217-0221）海外、国内方面格局上仍在演绎跨年行情，我们认为海外方面具有一定的可持续性，包括前期我们一直强调的美债、非美元货币的左侧机会（现在后者尤其日元或可接近表述为右侧机会，美债由于对通胀数据—无论来自于需求拉动还是供给推动—高度敏感，距离表述为右侧机会还有一定距离）、黄金的右侧机会，而国内方面本来我们预计的国内政策真空期叠加海外特朗普新任期的高度不确定性环境有所演化，相关思考如下：美国 1 月成屋销量、新屋开工折年数均略低于预期，1 月营建许可初值高于预期；美国 2 月 15 日当周首次申请失业救济人数上升，2 月 8 日当周持续领取失业金人数上升，密歇根大学消费者信心指数超下跌；美联储 3 月降息概率小幅回升。

固收点评 20250223：绿色债券周度数据跟踪（20250217-20250221）

本周（20250217-20250221）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 12 只，合计发行规模约 147.25 亿元，较上周减少 16.37 亿元。绿色债券周成交额合计 491 亿元，较上周增加 15 亿元。

固收点评 20250223：二级资本债周度数据跟踪（20250217-20250221）

本周（20250217-20250222）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级资本债周成交量合计约 1724 亿元，较上周增加 472 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

三花智控 (002050): 人形元年, 三花聚顶, 万象可期【勘误版】

热管理领域四十载, “技术+管理+全球化” 积淀深。公司 1984 年成立, 围绕热管理领域, 产品由截止阀拓展到电子膨胀阀、电磁阀、四通阀等。公司创立之初聚焦家电领域, 后拓展汽零业务, 24H1 营收占比近 40%, 此外, 公司 22/23 年加大在储能热管理、机器人机电执行器投入。公司 80 年代率先打破国外技术垄断, 先发优势打造规模优势, 23 年家电领域的四通换向阀/电子膨胀阀/微通道换热器/截止阀/电磁阀全球销量份额为 59%/58%/43%/37%/53%, 而车用电子膨胀阀全球市占率 53%, 同时公司在美国、墨西哥、越南、泰国等地建立海外生产基地, 全球化布局。2023 年公司营收/归母净利润达 246/29 亿元, 机器人业务放量在即, 25 年始有望贡献增量, 未来 3 年有望再造一个三花, 远期空间巨大。 机器人元年已至, 行业放量在即, 公司作为执行器主供利润弹性巨大。 以特斯拉为例, 按照其最新量产计划, 预计 25 年将有数千台人形机器人投入其汽车工厂, 26 年有望外售, 若一切顺利, 26 年放大到 10 倍量产至 5-10 万台, 27 年进一步放大 10 倍至 50-100 万台。三花聚焦机电执行器, 长期配合下游客户研发迭代且具备海外多地产能, 有望率先放量并获得主要份额。利润弹性方面, 当前执行器总成价值量我们预计约 10-20 万元, 大规模量产后有望降至 5 万元。若按照特斯拉 25 年 5000 台自用/26 年 5 万台 TOB 端外售/28 年 100 万台 TOC 端放量测算, 线性&旋转关节总成的净利率平均达 10%, 假设公司一供, 获得 60-70% 的份额, 对应利润空间有望达 0.3 亿/3.5 亿/38 亿, 到 2030 年公司机器人业务有望贡献 68 亿, 贡献较大利润弹性, 3-5 年内有望再造一个三花!

百度集团-SW (09888.HK): 2024Q4 业绩点评: 看好 2025 年云业务加速增长

我们看好 2025 年 AI 给公司云业务带来新的发展机遇, 但考虑到搜索业务竞争不确定性, 我们将公司 2025-2026 年 Non-GAAP 净利润预测由 260/283 亿元下调至 254/273 亿元, 新增 2027 年 Non-GAAP 净利润预测 288 亿元, 对应 2025 年 Non-GAAP PE 为 9 倍, 公司 AI 业务进展较好, 且持续回购体现注重股东回报, 维持“买入”评级。

苏州银行 (002966): 高股息+强业绩+低不良, 区域龙头蓄势待发

首次覆盖给予“买入”评级。我们认为, 苏州银行存贷规模增速稳定, 资产质量显著高于行业平均水平, 分红率位列同业领先水平且目前股息率超 6%, 同时苏州市稳定的经济发展环境能给予苏州银行强有力的业绩支撑。但目前 A 股股价对应 2025E PB 仅 0.63x, 属于上市城商行平均值, 估值较低。我们给予公司 0.75-0.85 倍 2025 年 PB, 合理价值区间 8.89-10.07 元, 给予“买入”评级。 风险提示: 1) 经济承压, 贷款规模增长受阻; 2) 息差下行超出预期; 3) 尾部不良风险暴露。

哔哩哔哩 (BILI): 2024Q4 业绩点评: 业绩超预期, 关注广告增长潜力释放

盈利预测与投资评级: 《三谋》流水稳健但较峰值有所自然回落, 我们略下调此前盈利预测并新增 2027 年预测, 预计 2025-2027 年公司营收 298.58/318.22/338.01 亿元(2025-2026 年前值为 302.29/325.69 亿元), Non-GAAP 归母净利润分别为 19.35/30.27/42.01 亿元(2025-2026 年前值为 19.35/30.27 亿元), 对应当前股价 PE 分别为 36/23/17 倍, 看好公司广告

业务潜力持续释放，盈利能力稳步提升，维持“买入”评级。 风险提示：游戏流水不及预期，商业化不及预期，行业监管风险。

佳缘科技 (301117): 特种信息安全领军者，军工信息化与卫星互联网带来持续动能

盈利预测与投资评级：佳缘科技是专注于网络信息安全产品和信息化综合解决方案的提供商，公司凭借深厚的技术积累和持续的研发投入，在网络信息安全领域形成了显著的竞争优势。此外，卫星互联网机遇叠加公司信息安全技术优势，公司业务开辟新局面，提供强劲增长动力。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.09/0.13/0.20 亿元，对应 PE 分别为 349/254/165 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：1) 创新风险；2) 豁免披露信息风险；3) 人才风险；4) 高估值风险。

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20250223：“抢出口”和外需回暖或支撑出口增长

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 2 月 23 日，本周 ECI 供给指数为 50.36%，较上周回升 0.14 个百分点；ECI 需求指数为 49.90%，较上周回升 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.97%，较上周回升 0.02 个百分点；ECI 消费指数为 49.60%，较上周回升 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.32%，较上周回升 0.05 个百分点。 月度 ECI 指数：从 2 月前三个周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.24%，较 1 月回落 0.21 个百分点；ECI 需求指数为 49.87%，较 1 月回落 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.92%，较 1 月回落 0.09 个百分点；ECI 消费指数为 49.60%，较 1 月回升 0.13 个百分点；ECI 出口指数为 50.27%，较 1 月回落 0.13 个百分点。从 ECI 指数来看，节后经济修复的趋势仍在延续，其中工业生产和出口呈现加速修复的态势，乘用车零售和地产销售也维持同比改善，整体来看 1-2 月经济数据有望录得开门红。地产方面，1 月份以来主要城市商品房销售面积同比增速虽然有所收窄，但较去年同期相比仍有改善，而 1 月份二线城市新房价格环比增速 19 个月来首次转正，也指向地产市场仍在延续复苏；出口方面，节后首周监测港口累计完成货物吞吐量改善幅度明显优于去年同期，虽然有三个工作日错位的影响，也一定程度上反映出“抢出口”或仍在延续。往后看，对华关税政策加码或至少等到特朗普“百日新政”后，3 月份出口或出现明显改善。 ELI 指数：截至 2025 年 2 月 23 日，本周 ELI 指数为 -0.70%，较上周回升 0.53 个百分点。聚焦货币政策操作。2025 年 1 月份以来，在同业存款自律机制倡议、春节假期前提现需求增加、贷款投放“开门红”等多种因素的影响下，资金供需持续收紧，货币市场关键期限 DR007 和 R007 均保持在 2.0%以上的高位，商业银行负债缺口持续扩大，本周国有大行 1 年期同业存单发行利率平均值达到 1.75%，但是央行公开市场操作也正在逐步加量，本周逆回购操作转向净投放，剔除掉本周到期的 5000 亿元 MLF 资金，逆回购操作合计净投放 4818 亿元。展望下周，临近跨月，货币政策操作仍是流动性的重点：（1）2 月 25 日将迎来本月 MLF 操作，鉴于近期商业银行负债资金紧缺，下周将有高达 1 万亿同业存单到期，或增大 MLF 报量需求；（2）2 月 28 日央行或披露本月买断式逆回购、国债买卖规模，由于 1 月份央行暂停国债交易，关注买断式逆回购交易规模。货币市场资金供需紧平衡和商业银行负债紧俏或仍需一段时间缓解，货币政策操作的边际变化将是流动性的焦点。 风险提示：短期出现“抢出口”现象；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋）

海外周报 20250223：《美国优先投资政策》或打压市场风险偏好

核心观点：本周公布的美国经济数据疲软，除有噪音的非农和 CPI 以外，2 月至今公布的美国经济数据整体偏弱，叠加强对“美国例外论”担忧情绪在风险资产的延续，美股和美债利率大跌，降息预期升温。2 月彭博分析师调查显示，海外分析师大幅上调 2025 年美国通胀和政策利率预期。本周五白宫发布的《美国优先投资政策》料对中国科技股情绪造成一定的冲击；下周关注 24Q4 美国 GDP 二次修正值、1 月 PCE 通胀，预计短期内美债利率仍有小幅下行空间。 大类资产：经

济数据疲软与对“美国例外论”担忧情绪的持续引发美债利率与美股大跌。本周美国的重磅经济数据较少但整体疲软，周五公布的标普PMI初值大幅跌至荣枯线以下，消费者信心指数不及预期、5-10年通胀预期大幅抬升，叠加对“美国例外论”的质疑情绪在风险资产延续，周五偏弱的数据公布后美股和美债利率大跌，降息预期升温。全周（2月17日至21日）来看，美债利率上涨后大跌，10年美债利率最高上至4.53%，最新收于4.43%，全周降4.6bps，2年美债利率降6bps至4.198%；标普500指数、纳斯达克指数分别下跌1.66%、2.51%；受日央行3月加息预期升温影响，10年期日本国债收益率大涨，日经225指数本周下跌0.95%。中国资产方面，阿里巴巴等中概股24Q4财报亮眼，除盈利好于预期增长外，AI相关资本开支增长提升估值空间，带动中国资产本周延续上涨，恒生指数、恒生科技、美股中概指数分别大涨3.79%、5.86%、1.57%。

海外经济：美国经济短期显疲态，分析师上调全年通胀预期。本周公布的美国经济数据整体不及预期，2月标普服务业PMI初值49.7，为2023年1月份以来新低，而消费者5年通胀预期3.5%，创1995年4月以来新高。综合来看，除有噪音的1月非农和CPI以外，2月至今公布的美国经济数据整体偏弱，前期美债利率阶段性高企对需求的抑制效应显现，加之特朗普上任对企业乐观情绪的提振效应逐步消退、政策不确定性对消费者信心和通胀预期的影响开始显现，美国经济阶段性承压。增长方面，分析师对美国衰退预期略有上调。

①模型：受本周偏弱的数据影响，截至2月19日，亚特兰大联储GDPNow模型将25Q1美国GDP预测小幅下调至+2.339%；截至2月21日，纽约联储Nowcast模型将25Q1美国GDP预测由2月14日的+3.02%下调至+2.95%。

②分析师：根据彭博在2月13-19日对91名分析师的调查问卷，当前分析师一致预期25Q1-25Q4美国GDP季环比年率增速分别为2.2→2.0→1.9→2.0%，其中对25Q1、25Q3预期分别上调、下调0.1%；预期未来1年美国陷入衰退概率25%，较上月的20%上调。通胀方面，分析师大幅上调2025年CPI预期。

①分析师：最新分析师一致预期25Q1-25Q4美国CPI同比增速分别为2.8→2.7→3.0→2.8%，PCE同比增速分别为2.4→2.3→2.6→2.6%，其中，2025各季度CPI预测值均较上月大幅上调0.2-0.3%不等，PCE预测值上调0.1-0.2%不等。

②交易员：最新通胀掉期显示，交易员预期2-3月CPI同比分别为+2.92%、+2.73%。短期看，预计2-4月美国通胀仍能在基数效应与居住通胀推动下走低，但5月以后特朗普减税、关税、移民政策的通胀效应逐步显现，通胀黏性料再度重现。货币政策方面，分析师大幅延后年内首次降息预期。

①模型：参考分析师对失业率与通胀率的最新预测，我们的泰勒规则指引2025年各季度美联储政策利率上限分别为4.03→3.83→3.93→3.83%。

②分析师：最新分析师一致预期25Q1-25Q4美联储政策利率上限分别为4.50→4.50→4.25→4.00%，即预期下一次降息在25Q3。从分布来看，预测25Q2降息0次、1次的分数分别为38、31人，分析师对二季度降息预期的分歧仍相持不下。

③交易员：最新联邦基金期货模型显示，交易员预期2025年6月降息概率为74%，到12月累计降息1.85次/46bps。向前看，我们预计移民、DOGE裁员将对非农就业造成冲击，2-4月通胀在基数影响下趋势性下行，降温预期仍有进一步升温空间，美联储降息仍有可能前置至5月，带动美债利率下行至4.2%附近。但5月以后，上述因素对通胀将反而构成逆风，25H2美联储或更难降息。

海外政治：特朗普加码关税和投资限制政策。本周特朗普在经贸议题上的行动加码，继周二宣布将对汽车、芯片和医药加征普遍25%关税政策之后，周五白宫进一步推出《美国优先投资政策（America First

Investment Policy》》备忘录，扩大对手国家尤其是中国对美投资领域的限制。从政策目标来看，出于对美国国家和经济安全考量，《政策》一方面鼓励为美国盟友在美投资提供便利，另一方面则侧重于限制竞争对手国家的投资，其中绝大部分篇幅集中于对中国的负面指责。在具体措施上，①扩大来自外国盟友的对美投资：确保美国盟友在美投资的开放环境，为盟友建立吸引外资的“快速通道”程序，以帮助人工智能和其他新兴技术在美国的发展，但必须避免与美国的对手国家合作；②限制包括中国在内的对手国家在美投资：限制中国关联人士投资美国的技术、关键基础设施、医疗保健等战略部门，对外国投资者将考察其与中国和其他对手国家的关联程度；③进一步阻止美国对华在特定领域的直接投资：方式包括根据 IEEPA 通过冻结资产或其他行动实施制裁等，并考虑对投资类型施加限制，包括养老基金、大学捐赠基金等与美国对手国家的投资合作；④审查 1984 年《美国-中华人民共和国所得税公约》，认为其与世界贸易组织的最惠国待遇共同造成了美国的去工业化和中国的技术进步，进而损害了美国的利益。综合来看，《美国优先投资政策》对中美之间在关键领域的直接投资进行了明确双向限制，涉及领域全面、从产业转向系统性遏制，并威胁暂停或取消中美所得税公约所实行的所得税优惠政策，中美技术脱钩进一步加速。短期看，这一政策将直接冲击中国科技股的风险情绪；中期看，关注美国外国投资委员会（CFIUS）后续可能出台的对华具体措施，以及中美关税谈判是否针对这一政策进行博弈及后续可能出现的关税升级风险。风险提示：特朗普政策超预期；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。

（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

固收周报 20250224：春躁行情下的转债配置再思考

上周（0217—0221）海外、国内方面格局上仍在演绎跨年行情，我们认为海外方面具有一定的可持续性，包括前期我们一直强调的美债、非美元货币的左侧机会（现在后者尤其日元或可接近表述为右侧机会，美债由于对通胀数据—无论来自于需求拉动还是供给推动—高度敏感，距离表述为右侧机会还有一定距离）、黄金的右侧机会，而国内方面本来我们预计的国内政策真空期叠加海外特朗普新任期的高度不确定性环境有所演化，体现在至少两方面：1）国内方面临近两会，跨年 deepseek 的横空出世所带动的科技浪潮让两会政策面超预期的概率有所收敛，大概率符合预期；2）海外方面美俄互动增加，泽连斯基被边缘化，一方面特朗普或着眼于在中东问题上同俄罗斯做筹码互换，加强合作，伊朗方面承压，另一方面特朗普或不同于其上一任期，打算在中期选举前以更快的节奏对中国施压，因此结合这两点边际演化，我们对风险类资产的乐观情绪有所弱化。同时，前周我们观察到的转债市场的跟随困境在中、低价标的层面表现更为突出，而高价标的跟随正股相关题材的发酵，上涨幅度甚至超过正股，交易属性有增无减。结合前周所表述的我们认为 2025 年转债市场三方面胜负手，即 1）信用评级是否下沉；2）能否把握 W 型（或 V 型）机会；3）如何选择仓位轻重和仓位结构这三方面，做如下补充表述：1）评级方面更为保守的倾向或导致高评级标的出现溢价，以及需要考虑同高评级内部的置换溢出效应；2）deepseek 带动的机器人、SoC、国产

云计算、AI 应用等方向的春躁行情，增加而非降低了后市的不确定性，转债仓位的择时变得更为重要，转债在大类配置中的低波动角色有增无减；3）2 月 17 日相关会议强调要“做好民营企业股债融资支持”，要“吸引更多优秀民营企业借助资本市场发展壮大”，转债发行作为上市公司再融资的重要手段之一，上市节奏上或优于 2024 年。下周预测转债下修概率最大的前十名分别为：帝欧转债、文科转债、普利转债、紫银转债、首华转债、鲁泰转债、维尔转债、中装转 2、蓝帆转债、本钢转债。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：中信转债、长信转债、鼎胜转债、海环转债、帝欧转债、伊力转债、今飞转债、大丰转债、海亮转债、核建转债。风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收周报 20250223：利率持续上行，需要等待何种信号破局？

观点 债券收益率持续上行，需要等待怎样的信号迎来反转？ A1：本周（2025.2.17-2025.2.21）10 年期国债收益率明显上行，对应 10 年期国债期货价格下行，分别创 2025 年开年以来新高和新低。其中，10 年期国债收益率上行至 1.72%，10 年期国债期货价格下行至 108.16 元。至于其背后的原因，与春节后的逻辑一脉相承，始于流动性紧张和股债跷跷板。一方面，以 DR001 和 DR007 为代表的银行间市场资金利率居高不下，另一方面，与 AI 相关的股市热点题材不断，为债市资金带来分流效应。同时，大多 1-2 月数据将于 3 月合并公布，当前无论是基本面还是与之紧密相关的政策都进入到观察期。回顾 2020 年至今，降准通常先于降息。我们预计今年降准有望在 4-5 月落地，降息或需要视海外情况而定，推迟至 6 月及之后的概率较大。在此情况下，债券收益率将保持低位震荡偏向上的态势，目前以“债持不炒”思路应对波动。美国 1 月成屋销量、营建许可初值、新屋开工，2 月密歇根大学消费者信心指数终值和当周失业救济等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？ A2：本周（0217—0221）海外、国内方面格局上仍在演绎跨年行情，我们认为海外方面具有一定的可持续性，包括前期我们一直强调的美债、非美元货币的左侧机会（现在后者尤其日元或可接近表述为右侧机会，美债由于对通胀数据—无论来自于需求拉动还是供给推动—高度敏感，距离表述为右侧机会还有一定距离）、黄金的右侧机会，而国内方面本来我们预计的国内政策真空期叠加海外特朗普新任期的不确定性环境有所演化，体现在至少两方面：1）国内方面临近两会，跨年 deepseek 的横空出世所带动的科技浪潮让两会政策面超预期的概率有所收敛，大概率符合预期；2）海外方面美俄互动增加，泽连斯基被边缘化，一方面特朗普或着眼于在中东问题上同俄罗斯做筹码互换，加强合作，伊朗方面承压，另一方面特朗普或不同于其上一任期，打算在中期选举前以更快的节奏对中国施压，因此结合这两点边际演化，我们对风险类资产的乐观情绪有所弱化。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国 1 月成屋销量、新屋开工折年数均略低于预期，1 月营建许可初值高于预期。2 月 19 日美国 1 月新屋开工和营建许可初值数据显示，美国 1 月营建许可初值 148.3 万套，预期 146 万套，前值 148.2 万套，环比上升 0.1%。1 月新屋开工 136.6 万套，预期 139 万套，前值 151.5 万套，环比下跌 9.8%。2 月 21 日公布的美国 1 月成屋销售总数年化数据显示，美国 1 月成屋销售总数年化 408 万套，预期 413 万套，前值 429 万套，环比下跌 4.9%。美国 1 月份新屋开工数

的下降出乎市场预期，对抵押贷款利率和未售出房屋越发担忧之下，建筑商减少了单户和多户型住宅的建造。尽管建筑许可稍微上升，但这也许不足以弥补开工数的下降给市场信心带来的冲击。（2）美国2月15日当周首次申请失业救济人数上升，2月8日当周持续领取失业金人数上升，密歇根大学消费者信心指数超下跌。美国劳工部2月20日公布的数据显示，截至2月15日当周，美国首次申请失业救济人数为21.9万人，高于前一周的21.3万人，也高于预期的21.5万人；2月8日当周美国持续申请失业救济人数为186.9万，高于前值185万，也高于预期值186.8万。2月21日的数据显示，美国2月密歇根大学消费者信心指数终值为64.7%，前值与预期值均为67.8%。美国2月份消费者信心指数跌至15个月新低，或许与民众对特朗普加征关税可能导致的高通胀有关。（3）美联储3月降息概率小幅回升。美国联邦储备委员会19日公布的1月货币政策会议纪要显示，美联储官员就特朗普政府的关税政策、减少监管和税收的政策等展开讨论，认为在贸易和移民政策变化以及消费者需求强劲等因素的影响下，“通胀存在上行风险”。关于通胀和继续降息问题。在劳动力市场仍较稳健的情况下，通胀在决策中的分量明显加重了。纪要指出，与会者注意到通货膨胀在过去两年中已明显缓解，然而相对于委员会2%的长期目标仍然较高，而且过去一年的进展有所放缓。同时，美联储已经注意到本轮通胀的一个规律：从2022年起，总是每年第一季度特别是1月份通胀率明显上升或反弹，下降则大多发生在剩余季度。今年1月美国CPI通胀数据也是全面超预期上升，但美联储的决策依据不是它，而是美国商务部的总体PCE通胀数据。绝大多数与会官员表示，当前货币政策“仍然是限制性的”，为美联储提供了“评估经济活动、劳动力市场和通胀前景的时间”。美联储希望在看到通胀形势进一步改善之后再对利率作出调整。会议纪要还显示，美国经济前景依然存在“高度不确定性”，美联储在考虑调整利率时需要采取谨慎态度。截至2月22日，Fedwatch预期3月降息25bp的概率上升至6.0%，上周为4.0%；2025年5月在3月份降息的基础上再次降息的可能性上升至1.7%，上周为0.5%。风险提示：

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250223：绿色债券周度数据跟踪（20250217-20250221）

观点 一级市场发行情况： 本周（20250217-20250221）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券12只，合计发行规模约147.25亿元，较上周减少16.37亿元。发行年限多为3年；发行人性质为地方国有企业、中央国有企业、央企子公司、中外合资企业、其他企业；主体评级多为AAA、AA、AA+级；发行人地域为北京市、上海市、广东省、天津市、江苏省、重庆市、河北省、境外；发行债券种类为交易商协会ABN、企业ABS、商业银行普通债、中期票据。 二级市场成交情况： 本周（20250217-20250221）绿色债券周成交额合计491亿元，较上周增加15亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为244亿元、160亿元和47亿元；分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约77.86%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为184亿元、112亿元和31亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、湖北省和广东省，分别为181亿元、45亿元和45亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250217-20250221）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交的比例小于溢价成交。 折价

个券方面，折价率前二的个券为 22 万科 GN003 (-1.0244%)、24 康富租赁 MTN004(碳中和债) (-0.3306%)，其余折价率均在 -0.25% 以内。主体行业以房地产和公用事业为主，中债隐含评级以 AA、AAA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、四川省、浙江省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 G 三峡 EB2 (1.6905%)、20 广东债 70 (1.1399%) 和 22 广东债 08 (1.0820%)，其余溢价率均在 1.00% 以内。主体行业以房地产、公用事业、金融、能源为主，中债隐含评级以 AA、AAA、AA+、AAA- 评级为主，地域分布以广东省、北京市居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收点评 20250223：二级资本债周度数据跟踪 (20250217-20250221)

观点 一级市场发行与存量情况：本周 (20250217-20250221) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至 2025 年 2 月 21 日，二级资本债存量余额达 43,617.75 亿元，较上周末 (20250214) 无变化。二级市场成交情况：本周 (20250217-20250221) 二级资本债周成交量合计约 1724 亿元，较上周增加 472 亿元，成交量前三个券分别为 24 建行二级资本债 03BC (168.12 亿元)、24 工行二级资本债 02BC (97.70 亿元) 和 24 浦发银行二级资本债 02A (93.64 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和浙江省，分别约为 1201.54 元、322.69 亿元和 35.22 亿元。从到期收益率角度来看，截至 2 月 21 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：34.72BP、20.37BP、34.73BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-11.68BP、12.56BP、31.95BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-7.16BP、17.94BP、37.35BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周 (20250217-20250221) 二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例大于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前四的个券为 24 天津农商行二级资本债 01 (-0.7856%)、24 长安银行二级资本债 01 (-0.6835%)、23 建行二级资本债 02B (-0.5986%)、20 华融湘江二级 01 (-0.5901%)，其余折价率均在 -0.58% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、AA 评级为主，地域分布以北京市、上海市居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 23 潍坊银行二级资本债 01 (0.6544%)、21 龙江银行二级 01 (0.5016%) 和 21 红塔银行二级 01 (0.4012%)，其余溢价率均在 0.30% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、A+ 评级为主，地域分布以北京市、浙江省和上海市居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

推荐个股及其他点评

三花智控 (002050)：人形元年，三花聚顶，万象可期【勘误版】

投资要点 热管理领域四十载，“技术+管理+全球化”积淀深。公司 1984 年成立，围绕热管理领域，产品由截止阀拓展到电子膨胀阀、电磁阀、四通阀等。公司创立之初聚焦家电领域，后拓展汽零业务，24H1 营收占比近 40%，此外，公司 22/23 年加大在储能热管理、机器人机电执行器投入。公司 80 年代率先打破国外技术垄断，先发优势打造规

模优势，23 年家电领域的四通换向阀/电子膨胀阀/微通道换热器/截止阀/电磁阀全球销量份额为 59%/58%/43%/37%/53%，而车用电子膨胀阀全球市占率 53%，同时公司在美国、墨西哥、越南、泰国等地建立海外生产基地，全球化布局。2023 年公司营收/归母净利润达 246/29 亿元，机器人业务放量在即，25 年始有望贡献增量，未来 3 年有望再造一个三花，远期空间巨大。 机器人元年已至，行业放量在即，公司作为执行器主供利润弹性巨大。以特斯拉为例，按照其最新量产计划，预计 25 年将有数千台人形机器人投入其汽车工厂，26 年有望外售，若一切顺利，26 年放大到 10 倍量产至 5-10 万台，27 年进一步放大 10 倍至 50-100 万台。三花聚焦机电执行器，长期配合下游客户研发迭代且具备海外多地产能，有望率先放量并获得主要份额。利润弹性方面，当前执行器总成价值量我们预计约 10-20 万元，大规模量产有望降至 5 万元。若按照特斯拉 25 年 5000 台自用/26 年 5 万台 TOB 端外售/28 年 100 万台 TOC 端放量测算，线性&旋转关节总成的净利率平均达 10%，假设公司一供，获得 60-70%的份额，对应利润空间有望达 0.3 亿/3.5 亿/38 亿，到 2030 年公司机器人业务有望贡献 68 亿，贡献较大利润弹性，3-5 年内有望再造一个三花！ 汽车增速 25 年恢复 20%左右增长，家电业务稳定 5-10%增长，贡献稳定现金流。 1) 汽车方面，公司热管理系统核心模块全品类布局，电子膨胀阀/集成市占率 50%+/60%+，24 年第一大客户销量持平、且欧美电动车销量低迷，公司汽零业务增速降至 10-15%，预计收入/利润 110-115/15-16 亿元，展望 25 年下游海外头部客户销量恢复 20%增长，叠加欧洲 25H2 新车型放量，且国内新势力华为、小米、理想等销量强劲，汽零板块营收增速恢复至 20%左右。 2) 家电方面，公司空调制冷阀类、微通道、Omega 泵等各品类份额基本全球第一，24 年受益于家电国补、以旧换新等带动全年营收实现同增 5-10%，预计贡献利润约 15 亿元，25 年营收增速维持 5-10%。综合看，24 年传统主业利润有望达 31-32 亿元，25 年维持 15-20%增长至 36-38 亿元，未来保持稳健增长。 盈利预测与投资评级：公司为全球热管理龙头，技术国际领先，成长空间较大。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 31.6/38.1/46.2 亿元，同比分别+8%/+21%/+21%，对应 PE 分别为 41/34/28 倍，考虑到公司传统业务稳健，人形机器人业务带来巨大弹性，给予 25 年 50x PE，目标价 51.0 元，维持“买入”评级。 风险提示：人形机器人推广不及预期，特斯拉人形机器人进展不及预期，新能源车销量不及预期，竞争加剧。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
 证券分析师：谢哲栋 研究助理：许钧赫)

百度集团-SW (09888.HK)：2024Q4 业绩点评：看好 2025 年云业务加速增长

投资要点 业绩概览：2024Q4 公司营业收入实现 341 亿元，同比下降 2%，Non-GAAP 经营利润为 50 亿元，Non-GAAP 净利润 67 亿元，均好于彭博一致预期。自 2024 年 Q4 以来百度股份回购金额 3.56 亿美元，自 2024 年以来累计回购金额超 10 亿美元，公司持续加强股东回报。 广告业务承压，期待 2025 年逐季改善。2024Q4 百度核心收入 277 亿元，同比增长 1%，略好于彭博一致预期的 268 亿元，其中在线营销收入为人民币 179 亿元，同比减少 7%。中小企业广告投放意愿暂未明显恢复，加上竞争激烈，百度广告业务 Q4 仍承压，但考虑到更多经济政策出台，生成式 AI 长期对公司搜索业务的赋能(12 月每位用户每日搜索查询量同比增长 2%)，以及对 AI 生成的搜索结果逐步进行商业化(Q4 搜索结果中 22% 包含生成式 AI 内容，Q2/Q3

分别为 18%/超过 20%)，我们预计公司广告业务将逐步改善，2025 年上半年表现或将好于 2024Q4，下半年表现或将好于上半年。非广告业务：云业务增长明显加速，看好 2025 年 AI 业务进展。1) 智能云业务：2024Q4 云收入实现强劲增长，同比增长加快至 26% (24Q1/24Q2/24Q3 为 12%/14%/11%)。2024 年 12 月，文心大模型处理的日均 API 调用量达到 16.5 亿次，外部 API 调用量环比增长 178%，主要受益于企业对文心大模型价值认可的提升以及推理成本下降带来采用率上升。后续公司将对文心大模型 4.5 系列开源，并向终端用户免费提供文心一言，企业及用户认知度有望进一步提升。DEEPSEEK 开源模型对国内 AI 应用落地的加速也会增加企业客户和开发者对百度云业务的需求。消费产品方面，12 月使用百度文库 AI 功能 MAU 达 9400 万，环比翻倍，成为全球付费用户数量最多的 AI 产品之一。Q4 百度文库与百度网盘进行整合，1 月推出“自由画布”功能，我们看好百度文库 AI 化转型，重新成长为 AI 时代用户创作平台。2) 智能驾驶业务：Q4 萝卜快跑提供的自动驾驶订单超过 110 万单，同比增长 36%。11 月，萝卜快跑获得在中国香港开放道路进行自动驾驶测试的许可，是该地区首家也是唯一一家获得该类自动驾驶测试授权的。萝卜快跑已证明其商业模式可行性，后续公司将继续通过提高运营效率和用户体验减少亏损。利润率同比下滑主要受一次性亏损影响，整体费用管控方向不变。24Q4 百度核心经营利润率同比下滑 4pct，主要由于一次性亏损人民币 10 亿元(包括计提的预期信用损失、存货减值及其他)所致。具体来看，Q4 百度毛利率同比下降 1.8pct，主要由于流量获取成本与智能云业务相关的成本及存货一次性减值增加，部分被人员相关费用及内容成本减少所抵消。销售及管理费用率同比提升 2.8pct，主要由于预期信用损失、渠道支出及市场推广费用增加，部分被人员相关费用减少所抵消。盈利预测与投资评级：我们看好 2025 年 AI 给公司云业务带来新的发展机遇，但考虑到搜索业务竞争不确定性，我们将公司 2025-2026 年 Non-GAAP 净利润预测由 260/283 亿元下调至 254/273 亿元，新增 2027 年 Non-GAAP 净利润预测 288 亿元，对应 2025 年 Non-GAAP PE 为 9 倍，公司 AI 业务进展较好，且持续回购体现注重股东回报，维持“买入”评级。风险提示：主业竞争风险，技术发展不及预期风险，经济恢复不及预期。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：郭若娜)

苏州银行(002966)：高股息+强业绩+低不良，区域龙头蓄势待发

投资要点 从农商行到城商行，历经近三十年发展，苏州银行已成为城商行中的佼佼者。1) 2010 年 9 月，经原银监会批准，江苏东吴农村商业银行正式更名为苏州银行股份有限公司。2011 年 3 月，经原银监会批准，苏州银行监管隶属关系由农村中小金融机构监管序列调整为中小商业银行监管序列，这意味着苏州银行正式从农商行转变为城商行。2) 公司股权结构较为分散，苏州国发集团为公司第一大股东，目前持股 14%。国发集团计划自 2025 年 1 月 14 日起 6 个月内拟继续增持苏州银行股份不少于 3 亿元人民币。3) 公司拥有一支经验丰富的管理团队，高级管理人员具有从业时间长、管理经验丰富、业务能力强等特点。4) 经营布局扎根苏州，辐射江苏。目前苏州银行在江苏省其余各市均有分支机构，根据 2024 年中报数据，苏州市网点占比 73.1%，员工占比 73.7%。上市后各项经营指标明显提升。1) 营业收入增长稳定，利息净收入跟随同业同向波动。2019-2020 年公司营收处于高增长期，同比分别+21.8%、+10.0%，2021-2024H 虽每年仍保持稳定增长，但增速下滑，2024H 营收同比+1.9%。苏州银行利息净收入波动较大，2019-2024H 同比增速分别为-2.5%、+17.1%、+0.1%、

+10.7%、+1.7%、-3.0%。2) 净利润保持较高增速。苏州银行 2019 年净利润 24.7 亿元，到 2023 年时已经 46.0 亿元，与 2019 年时比接近翻倍，期间复合增速 16.8%。苏州银行归母净利润增速在同业城商行中处于领先梯队，2024H 时增速仅落后于杭州银行。3) ROE 显著提升。苏州银行刚上市时，ROE 显著承压。但 2024H 时已提升至上市城商行平均水平。4) 苏州银行分红率稳定在 30%以上，且逐年小幅提升。资产质量显著优于同业。1) 苏州银行在不良率的认定标准上非常严格，且认定标准不断趋严。2018-2023 年，苏州银行逾期贷款与不良贷款之比基本处于下行通道中，这意味着苏州银行不良贷款的认定标准在日趋严格。2020 年后该比例已降至 100%以下，代表着逾期不良剪刀差已经为负。2) 在不良认定严格的情况下，不良率逐年走低，已处于同业城商行中优秀水平。2019-2023 年，苏州银行不良率分别为 1.53%、1.38%、1.11%、0.88%、0.84%。2023 年苏州银行不良率已低于绝大多数上市城商行，显示出了比同业更优秀的贷款质量。3) 公司贷款占比提升及其不良率持续下行是集团整体不良率下行主要原因。公司贷款业务占比近年来提升明显。2023、2024H 分别为 66.80%、70.85%。在占比提升的同时对公业务不良率却在走低，2019-2024H 公司贷款不良率分别为 2.02%、1.76%、1.47%、0.99%、0.75%、0.64%。首次覆盖给予“买入”评级。我们认为，苏州银行存贷规模增速稳定，资产质量显著高于行业平均水平，分红率位列同业领先水平且目前股息率超 6%，同时苏州市稳定的经济发展环境能给予苏州银行强有力的业绩支撑。但目前 A 股股价对应 2025E PB 仅 0.63x，属于上市城商行平均值，估值较低。我们给予公司 0.75-0.85 倍 2025 年 PB，合理价值区间 8.89-10.07 元，给予“买入”评级。风险提示：1) 经济承压，贷款规模增长受阻；2) 息差下行超出预期；3) 尾部不良风险暴露。

(证券分析师：孙婷)

哔哩哔哩 (BILI): 2024Q4 业绩点评: 业绩超预期, 关注广告增长潜力释放

投资要点 事件: 2024Q4 公司实现营收 77.34 亿元, yoy+22%, qoq+6%, 超出彭博一致预期的 76.39 亿元, 实现 Non-GAAP 归母净利润 4.53 亿元, 超过彭博一致预期的 3.93 亿元。毛利率、经营利润率稳步提升。2024Q4 公司毛利率达 36.1%, 同比+9.9pct, 环比+1.2pct, 实现连续 10 个季度的环比提升, 主要受益于高毛利率的游戏、广告收入占比提升, 以及收入增长摊薄类固定成本。费用端, 2024Q4 公司销售/管理/研发费用率分别为 16.0%/6.5%/11.9%, 同比变动-1.7pct/-1.5pct/-9.0pct, 环比变动-0.5pct/-0.4pct/-0.5pct, 研发费用率同比变动幅度较大主要系 2023Q4 公司若干游戏项目终止开发产生一次性开支。展望中长期, 公司预计随着广告及游戏收入占比提升, 毛利率有望达到 40-45%, 同时高效管控费用, 销售/管理/研发费用率仍有进一步下降的空间, 经营利润率有望达到 15-20%。广告增长潜力有望持续释放, 增值业务表现平稳。2024Q4 公司广告业务收入 23.89 亿元, yoy+24%, qoq+14%, 前五大广告主行业分别为游戏、数码家电、电商、网服、汽车。2024 年全年广告业务收入 81.89 亿元, yoy+28%, 其中高毛利率的效果广告收入同比增速超 40%, 带动广告业务及公司整体毛利率提升。我们看好公司继续推进“一横 N 纵”战略, 巩固优势行业广告预算, 同时挖掘新兴行业广告需求, 随着平台用户平均年龄逐步提升, 广告增长潜力将持续释放, 有望继续保持高于行业的增速。2024Q4 公司增值业务收入 30.83 亿元, yoy+8%, qoq+9%。游戏延续长线运营思路, 关注《三谋》表现。2024Q4 公司游戏业务收入 17.98 亿元, yoy+79%, qoq-1%, 《三国: 谋定天下》延续强劲表现,

S1-6 赛季 iOS 游戏畅销榜排名最高达第 3/3/2/2/4/3 名（截至 2025/2/23），公司持续推出新地图、新武将、新玩法，关注《三谋》国服长线运营情况及境外地区上线进展。同时公司持续关注品类年轻化，期待新爆款出现及代理产品陆续上线贡献业绩增量。盈利预测与投资评级：《三谋》流水稳健但较峰值有所自然回落，我们略下调此前盈利预测并新增 2027 年预测，预计 2025-2027 年公司营收 298.58/318.22/338.01 亿元（2025-2026 年前值为 302.29/325.69 亿元），Non-GAAP 归母净利润分别为 19.35/30.27/42.01 亿元（2025-2026 年前值为 19.35/30.27 亿元），对应当前股价 PE 分别为 36/23/17 倍，看好公司广告业务潜力持续释放，盈利能力稳步提升，维持“买入”评级。风险提示：游戏流水不及预期，商业化不及预期，行业监管风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
证券分析师：陈欣）

佳缘科技（301117）：特种信息安全领军者，军工信息化与卫星互联网带来持续动能

投资要点 特种信息安全行业领军者，军工网络信息安全产品主要供应商，竞争优势明显：公司业务专注于国防军工、商业密码、医疗健康和政务服务等行业的信息安全和信息化。在网络信息安全领域占据重要市场。在信息化领域，公司以自研数据平台系统为核心，主要为医疗健康、政务服务等领域的客户提供智能化系统建设和行业信息化定制应用的“软硬件一体”信息化综合解决方案。公司与传统的系统集成竞争对手相比，能更好的解决后续应用阶段的问题；与软件公司相比，公司具备更多、更完善的交付场景和项目解决方案。主营军工业务高壁垒+公司产品技术优势，主体业务有望回暖：军工行业在公司营收中占比常年保持在 80%左右，且网络信息安全产品方面，公司目前的客户主要为军工客户。军工高标准、严要求的资质认证体系，有效地增加了潜在竞争者进入的难度。公司加大研发投入保持技术优势，公司继续增加预研项目，研发费用率提升至较高水平。公司通过软硬结合的商业模式，可以全产业链覆盖智能信息化业务，保持优势，随着下游需求的逐步恢复，公司赛道前景有望打开。卫星互联网+各行业信息化政策，公司产品深度契合国家最新战略发展需要和政策需求，有望深度受益。卫星互联网已成为全球争抢的热点，目前形势下中国亟需加速发射低轨卫星，公司目前为通信安全赛道重要企业，考虑到未来卫星量产及设备替换，有望深度受益于低轨卫星放量，且未来卫星，导弹，飞机，还有舰上都需要信息互联，为公司业绩增长带来更大动能。此外，公司基于网络信息安全主业，推出了多款商用密码新产品，不断丰富产品矩阵，用以保障政府机构、金融、医疗、通信等场景的数据安全，新产品的发布将有助于巩固和提升公司的核心竞争力和技术创新力，对公司未来的发展将产生积极的影响。医疗、政务等行业信息化均有国家政策支持，将会带来大量信息化订单需求，公司有望抓住发展机遇，在新一轮政策红利中深度受益。盈利预测与投资评级：佳缘科技是专注于网络信息安全产品和信息化综合解决方案的提供商，公司凭借深厚的技术积累和持续的研发投入，在网络信息安全领域形成了显著的竞争优势。此外，卫星互联网机遇叠加公司信息安全技术优势，公司业务开辟新局面，提供强劲增长动力。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.09/0.13/0.20 亿元，对应 PE 分别为 349/254/165 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：1）创新风险；2）豁免披露信息风险；3）人才风险；4）高估值风险。

(证券分析师: 苏立赞 证券分析师: 许牧 研
究助理: 高正泰)

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>