

养老金双周报（2025.04.07-2025.04.13）

关税冲击导致美国公共养老金大规模浮亏

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
chenxiao397@pingan.com.cn

郝博韬 投资咨询资格编号
S1060521110001
haobotao973@pingan.com.cn

石艺 投资咨询资格编号
S1060524070003
SHIYI1262@pingan.com.cn



平安观点：

■ 本期重点：美国 25 大公共养老金浮亏 1700 亿美元

第一，关税冲击美股市场，美国 25 大公共养老金浮亏约 1700 亿美元。Equable Institute 发布报告，对特朗普关税政策落地后，美国公共养老金受到的影响进行了测算。报告中，Equable Institute 将美国的公共养老金的主要投资分为三大类资产进行讨论：公开市场股票、固收和私募、实物资产和房地产。他们认为，4 月 3 日至 8 日，美国前 25 大州和地方养老金基金损失达 1690 亿美元；2025 年初以来，这些养老金在公开市场股票上的损失已达 2488 亿美元。在考虑其他资产类别后，养老金浮亏规模可能更大。

第二，GPFG 称因市场动荡，基金规模缩水约 1.1 万亿挪威克朗。挪威财政部发布了《政府养老基金年度白皮书》，汇报了 GPFG 和 GPFN 在 2024 年的管理和业绩情况。2024 年，GPFG 投资回报率超过 13%，总规模接近 20 万亿挪威克朗。GPFN 投资回报率接近 8%，总规模接近 3800 亿挪威克朗。但同时，挪威财政部表示，由于关税政策不确定性导致的全球市场动荡，2025 年年初以来 GPFG 的总资产已下降约 1.1 万亿挪威克朗。挪威财政部认为，他们仍会保持冷静，坚持长期投资战略。

第三，加拿大养老金考虑增加欧洲市场投资。安大略大学养老金计划(UPP)表示，随着欧洲经济从“相对低增长走向更高增长”，某些资产类别可能会变得更具吸引力，例如基础设施、不动产和私募信贷。安大略教师养老金计划(OTPP)表示，该基金正在欧洲寻找投资机会。与美国市场相比，欧洲资产竞争较小，可能获得更好的选择和更低的价格。

■ 海外养老金融及养老产业相关动态：

- 1) 英国 LPFA 将投资 2.5 亿英镑，用于实现净零目标
- 2) 美国公共养老金基金加强 AI 治理问责
- 3) 美国 CRPTF 在 2024 年的投资回报率为 10.3%
- 4) 韩国 NPS 考虑在养老金管理中适用区块链技术

■ 海外养老金融及养老产业相关动态：

- 1) 商业养老金开户超 195 万户，规模突破千亿元
- 2) 金融监管总局放宽税延养老业务权益投资比例监管要求
- 3) 两部门提出增强银发市场服务能力
- 4) 辽宁提出提升老年服务质量
- 5) 浙江为 70 岁及以上老年人购买意外伤害险

■ 风险提示：

- 1) 宏观经济超预期下行；2) 资本市场波动；3) 政策超预期改变，老龄事业支持力度不足；4) 地缘政治形势恶化。

一、重点关注

1. 关税冲击美股市场，美国 25 大公共养老金浮亏约 1700 亿美元

4 月 8 日，Equable Institute 发布报告，对特朗普关税政策落地后，美国公共养老金受到的影响进行了测算。报告中，Equable Institute 将美国的公共养老金的主要投资分为三大类资产进行讨论：公开市场股票、固收和私募、实物资产和房地产。

公开市场股票方面：Equable Institute 基于美国前 25 大州和地方养老金基金的最新资产配置，以及 S&P500 指数走势，推算这些基金的表现。他们认为，4 月 3 日至 8 日，美国前 25 大州和地方养老金基金损失达 1690 亿美元；2025 年初以来，这些养老金在公开市场股票上的损失已达 2488 亿美元。

固收和私募方面：Equable Institute 观察了彭博美国综合债券指数（Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index），称该指数在 4 月 3 日-8 日期间下跌了 1.3%。同时，Equable Institute 还观察了知名私募股权公司如 KKR、阿波罗全球管理公司（Apollo Global Management）、凯雷集团（The Carlyle Group）的股价，称这些公司的股价在 4 月 3 日-8 日分别下跌了约 18%至 22%。基于此，Equable Institute 推断，公共养老金的损失不仅仅限于公共股票的初步下跌，固收和私募资产也均面临浮亏。

实物资产和房地产方面：Equable Institute 尚不清楚这些持仓是否会因关税政策而面临价格波动。但他们认为，由于 FTSE Nareit 全股票 REITs 指数（FTSE Nareit All Equity REITs Index）在 4 月 3 日-8 日期间下跌了 7.4%，因此 REITs 的价值可能正在下降。

此外，Equable Institute 还称，如果关税政策导致经济长期衰退，美国州和地方养老金在未来几年还可能面临现金流压力的风险。截至 2025 年初，美国州和地方养老金的整体资金状况依然脆弱，平均资金覆盖率仅为 80.2%，养老金债务总额高达 1.37 万亿美元。特朗普关税政策的影响仍然需要继续观察。

（资料来源：Equable Institute¹，平安证券研究所）

2. GPFG 称因市场动荡，基金规模缩水约 1.1 万亿挪威克朗

4 月 10 日，挪威财政部发布了《政府养老金基金年度白皮书》。在这份白皮书中，财政部汇报了 GPFG 和 GPFN 在 2024 年的管理和业绩情况。2024 年，政府养老金基金实现良好回报。其中，GPFG 投资回报率超过 13%，总规模接近 20 万亿挪威克朗。股市估值上升和汇率变动，是 GPFG 资产增值的主要推动因素。GPFN 投资回报率接近 8%，总规模接近 3800 亿挪威克朗。

但同时，挪威财政部长延斯·斯托尔滕贝格表示，由于关税政策不确定性导致的全球市场动荡，2025 年年初以来 GPFG 的总资产已下降约 1.1 万亿挪威克朗。挪威财政部认为，他们仍会保持冷静，坚持长期投资战略。

此外，这份白皮书还介绍了挪威养老金体系的一些其他改革。包括：第一，自 2025 年起，GPFN 需要每年将基金年初价值的 3% 划入财政预算。这一做法旨在限制政府养老金挪威基金在挪威股市中持股比例过高的问题。第二，GPFG 正在设立一个外部专家委员会，专门研究影响 GPFG 管理的相关议题。委员会的组建工作正在进行，成员构成及首项任务将在委员会正式成立后公布。第三，GPFG 股票基准指数中，中小公司数量将会调整。2021 年，财政部决定减少全球基金股票基准指数中的公司数量，部分原因是为了降低管理复杂度。然而，随着指数提供商 FTSE Russell 将更多公司纳入指数，尤其是新兴市场的公司，基金跟踪的公司数量持续上升，该过程仍在进行中。为维持 2021 年决策的初衷，财政部决定将新兴市场中的小型公司从基准指数中移除。此次调整将股票基准指数中的公司数量从约 7300 家减少至约 5700 家，减少约 22%。不过，这部分公司的市值合计不足股票指数的 1%。

（资料来源：Government.no²，平安证券研究所）

¹ [Issue-Brief_State-and-Local-Pension-Funds-Have-Lost-At-Least-249-Billion-in-Assets-in-2025.pdf](#)

² [Annual white paper on the Government Pension Fund - regjeringen.no](#)

3. 加拿大养老金考虑增加欧洲市场投资

4月11日，部分加拿大养老金表示，鉴于美加经贸关系恶化、美股市场表现不佳，他们正在考虑增加欧洲投资。

安大略大学养老金计划（UPP）表示，随着欧洲经济从“相对低增长走向更高增长”，某些资产类别可能会变得更具吸引力，例如基础设施、不动产和私募信贷。目前，UPP正在探索欧洲一些较少被大基金涉足的私募信贷领域，如不动产抵押贷款等。UPP认为，虽然私募信贷近年来增长迅速、规模庞大，但该领域中仍然具有相当多充满吸引力的细分市场。

安大略教师养老金计划（OTPP）表示，该基金正在欧洲寻找投资机会。与美国市场相比，欧洲资产竞争较小，可能获得更好的选择和更低的价格。OTPP曾经重点配置美国资产。截至2024年末，OTPP的AUM达到2663亿加元。其中，33%的资产配置在美国，17%配置在欧洲、中东和非洲地区。

（资料来源：Pensions & Investments³，平安证券研究所）

二、海外养老金融及养老产业动态

1. 英国 LPFA 将投资 2.5 亿英镑，用于实现净零目标

4月9日消息，作为向“净零排放”目标快速推进的战略举措，伦敦养老金管理局（LPFA）承诺将其80亿英镑投资组合中的3%——约2.5亿英镑，投入到环境解决方案相关投资中。这笔资金将用于启动一个新设的私募市场基金，以支持全球脱碳进程和气候相关资产的配置。但这不仅仅是一次性的举措，而是一个更广泛的金融与理念承诺的一部分。

LPFA的资产并非独立管理，而是与兰开夏郡养老基金和皇家伯克郡养老基金的资产一同，委托于总规模270亿英镑的地方养老金投资平台（Local Pensions Partnership Investments, LPPI）。这个气候解决方案基金，是LPPI推出的第八个联合投资工具，其余的投资工具涵盖全球股票、固定收益、基础设施、私募股权、不动产、信用和另类资产等。

据LPPI表示，他们与合作养老金基金的战略讨论已经取得初步成果。整个集团计划对该气候解决方案策略的首轮总投资达到5亿英镑，这是迈向更广泛系统性影响的重要一步。

该新设的LPPI基金为开放式基金，专注于私募市场资产——这是一个以长期视野和转型潜力著称的投资领域。其投资主线聚焦于三大主题：气候缓解（Climate Mitigation）：投资于直接减少温室气体排放的项目；气候适应（Climate Adaptation）：为社区和产业应对气候变化提供支持的解决方案；基于自然的解决方案（Nature-Based Solutions）：如生态恢复、保护和可持续生态系统管理的项目。

（资料来源：Sustainable Times⁴，平安证券研究所）

2. 美国公共养老金基金加强 AI 治理问责

4月7日消息，美国的公共养老金基金正日益关注公司在人工智能（AI）使用方面的董事会治理责任，全国已有三家基金在其投票政策中新增条款，以便在AI管理不善导致股东受损时，追责董事会成员。包括：

第一，旧金山员工退休系统（SFERS），其AUM约为330亿美元。2025年，SFERS的董事会投票通过了修改后的委托投票政策，其中写明：“若有证据表明对AI技术监管或管理不力，已对股东造成重大损害，基金可能投票反对相关董事的连任。”

第二，佛蒙特州养老金投资委员会（VPIC），其AUM约为70亿美元。该基金在3月修订政策，表示将在“AI监管失当对股东产生重大影响的前提下，按个案审查相关董事的选举”。

³ [Annual white paper on the Government Pension Fund - regjeringen.no](https://www.regjeringen.no)

⁴ [London Pensions Fund Commits £250 Million to Ambitious New Green Investment Drive](https://www.londonpensionsfund.com/press-releases/london-pensions-fund-commits-250-million-to-ambitious-new-green-investment-drive)

第三，佛罗里达州的州务委员会（SBA），其 AUM 高达 2570 亿美元，所制定的政策甚至被认为是最具前瞻性的。与旧金山政策不同，后者明确表示一般不会就 AI 问题投票反对董事，佛罗里达 SBA 的立场更为强硬，表示如果发现董事未建立 AI 风险管理准则、未评估管理层方案或董事会缺乏相关专业知

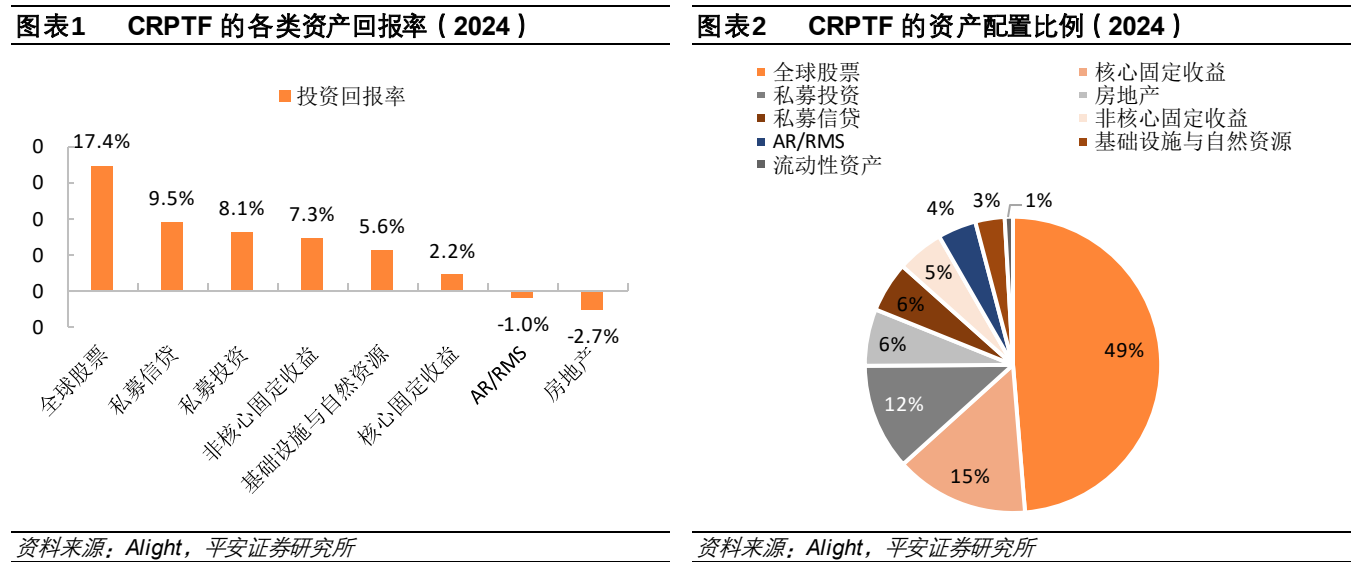
此外，佛罗里达 SBA 还表示，支持“合理”的 AI 使用披露提案。近年来，越来越多关于 AI 的提案在上市公司股东大会上被提议，尽管目前还未有提案获得多数支持。值得注意的是，Netflix 和 Apple 的 AI 透明度提案获得了 43.3%和 37.5%的股东支持，为目前最高。

（资料来源：PPI⁵，平安证券研究所）

3. 美国 CRPTF 在 2024 年的投资回报率为 10.3%

4 月 10 日，美国康涅狄格州退休计划与信托基金（Connecticut Retirement Plans & Trust Funds, CRPTF）公布了其 2024 年投资回报情况。2024 年该基金投资回报率为 10.3%，基准回报为 12.6%。近 10 年年化投资回报率为 7.0%。

康州财政部长兼基金首席受托人 Erick Russell 表示：“面对联邦贸易和经济政策带来的市场不稳定和成本上升，我们依然坚定地执行财政纪律和审慎的投资原则，以保护教师和其他公共服务人员的退休保障。”。



（资料来源：P&I⁶，平安证券研究所）

4. 韩国 NPS 考虑在养老金管理中适用区块链技术

4 月 7 日消息，韩国 NPS 正在研究如何在其基金交易系统中使用区块链技术，以提高管理其存款、取款和投资的透明度和安全性。

据相关媒体报道，韩国国家养老金服务机构（NPS）计划启动一个初步的信息公开程序，邀请区块链专家和企业在为如何在养老金管理中使用区块链技术提供意见。目前，NPS 正在特别研究区块链的共享账本如何帮助防止基金记录被篡改，这对于保障数百万退休人员的财务安全至关重要。

⁵ [US pension funds to target directors over AI oversight failings - Pension Policy International](#)

⁶ [NYC Comptroller Brad Lander to sue Tesla for securities fraud, citing Elon Musk's government role, falling stock price | Pensions & Investments](#)

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

4 / 8

NPS 此前曾使用区块链技术来追踪海外养老金领取者的情况。虽然该机构没有考虑直接投资比特币 (BTC) 或其他加密货币，但其已通过投资 Strategy 公司和 Coinbase 股票间接接触到加密资产领域。

(资料来源: Yahoo Financial⁷, 平安证券研究所)

三、国内养老政策和产业动态

1. 商业养老金开户超 195 万户，规模突破千亿元

商业养老金业务是养老保险公司开展的一类创新性商业养老保险业务，自 2023 年 1 月 1 日起在北京市、上海市、江苏省等 10 个省（市）开展试点。参与试点的有 4 家养老保险公司，包括人保养老、国寿养老、太平养老、国民养老。2024 年是试点的第二年。

4 月 8 日，试点商业养老金业务的 4 家养老保险公司悉数披露了 2024 年业务报告，截至 2024 年末，人保养老、国寿养老、太平养老、国民养老 4 家试点公司的商业养老金业务累计开立账户数为 195.5 万户，同比增逾 220%。

从各公司来看，国寿养老的商业养老金业务存量规模 and 有效账户数均领先。截至 2024 年末：第一，国寿养老的商业养老金业务累计开立账户数为 102.57 万户，有效账户数为 76.30 万户，存量规模约 490 亿元。第二，国民养老管理的商业养老金账户共计 43.8 万个，2024 年度商业养老金业务销售金额为 353.86 亿元。第三，太平养老商业养老金累计开立商业养老金账户 27.04 万个，其中有效账户数 15.76 万个；2024 年累计新增交费 228.93 亿元，成立以来累计新增交费 247.98 亿元，期末账户余额 142.84 亿元。第四，中国人商业养老金管理资产规模 75.04 亿元，服务客户 15.68 万户。

养老险公司披露的产品收益情况显示，现有的商业养老金产品风险等级以中低风险为主。尽管有混合类、固收类和流动性管理类的不同类别，但在 27 款产品中有 26 款自成立以来的年化收益率为正数。成立满一年的产品整体收益率较平稳，大多处于 3%~6% 区间。一位养老险公司人士表示，投资能力建设是养老险公司开展业务的主要压力所在，管理客户养老金时要谨慎，宁可稳一些，业务进展慢一点，也不能冒进。目前，养老险公司在管理企业年金等养老金方面已有一定基础和经验。

(资料来源: Wind, 平安证券研究所)

2. 金融监管总局放宽税延养老业务权益投资比例监管要求

4 月 8 日，金融监管总局近日印发《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》（以下简称《通知》），优化保险资金比例监管政策，加大对资本市场和实体经济的支持力度。

《通知》提到，保险公司开展个人税收递延型商业养老保险业务，其税延养老保险普通账户与其他保险产品普通账户合并计算投资比例，不再单独计算投资比例，助力第三支柱养老保险高质量发展。

(资料来源: 金融监管总局官网, 平安证券研究所)

3. 两部门提出增强银发市场服务能力

4 月 7 日，商务部、国家卫生健康委等 12 部门关于印发《促进健康消费专项行动方案》。其中提到，要增强银发市场服务能力。

包括支持面向老年人的健康管理、养生保健、健身休闲等业态深度融合，促进慢性病管理、生活照护等智慧养老服务产品研发应用。鼓励电商平台、商场超市等开发老年人适用版面或设施，设立银发消费专区，便利线上线下消费。支持老年人家庭适老化改造，研发适老化产品用品，提升居家养老安全性、便利性。推动景区设施设备适老化改造，开通老年旅游专线，丰

⁷ [South Korea's National Pension Service Eyes Blockchain for \\$890B Fund's Transactions](#)

富银发旅游产品供给。大力发展康复辅助器具产业，强化产业推广应用和服务体系建设，探索建设区域性综合服务中心并面向老年人提供科普展示、评估配置、租赁销售等服务，就近就便满足老年人对康复辅助器具的需求。提升老年人精神文化生活品质，积极开展“智慧广电+养老服务”，通过有线电视、广电 5G 等方式，开发场景式、体验式、互动式养老服务消费场景。

（资料来源：人民政府网，平安证券研究所）

4. 辽宁提出提升老年服务质量

4 月 10 日，辽宁省公开征求《辽宁省大力提振消费若干举措》的意见。其中提到要提升老年服务质量，推进全社会适老化改造，支持老旧小区加装电梯、加强无障碍环境建设，做好适老化产品“焕新”补贴工作，因地制宜发展老年助餐服务机构。还将积极发展抗衰老、银发旅游等产业，利用辽宁省智慧文旅平台为老年人提供线上线下融合服务。同时落实好扶持养老机构发展的相关政策和税费优惠，支持社会力量投入，发展多业态普惠养老服务。

（资料来源：Wind，平安证券研究所）

5. 浙江为 70 岁及以上老年人购买意外伤害险

4 月 9 日，浙江省民政厅、省财政厅、浙江金融监管局联合印发《浙江省 2025 年为 70 周岁以上户籍老年人购买意外伤害保险工作的实施方案》。

浙江要求，2025 年，为全省 70 周岁（含）以上户籍老年人购买一份意外伤害保险。保险缴费标准不得低于 20 元/年/人；保险期限从保险合同签订当日起 1 年。老年人意外伤害保险是被保险人在浙江范围内因发生意外伤害产生的医疗、住院（照护）费用以及意外身故、意外伤害伤残的，将由保险公司给予赔付。

主要赔付项目包括：

伤残或死亡保险金，对于老年人因意外伤害导致的残疾或死亡，给付伤残保险金或死亡保险金；医疗费用赔付，对于因意外事故产生的医疗费用，除基本医疗保险项目负担之外，自负自理部分的医疗费用按比例给予赔付；住院（照护）费用赔付，对于老年人因意外伤害所产生的住院（照护）费用，按赔付标准给予赔付。

老年人意外伤害保险统保资金由各地承担，各地财政可统筹省级现代养老服务体系建设资金保障 70 周岁以上老年人意外伤害保险统保所需资金。

（资料来源：Wind，平安证券研究所）

图表3 其他养老金融及养老产业动态汇总

产业类别	事件
老年用品	北京良品匠家政服务服务有限公司（简称“良品匠人”）宣布完成数百万元新一轮战略融资，由天泽资本领投，中投国创、多名天使投资人跟投，创投名堂担任本次交易独家财务顾问。资金将重点用于加速公司平台化生态建设等，推动家政服务业发展。良品匠人自成立以来，始终秉持“匠心服务、品质生活”理念，为家庭用户提供涵盖保洁、育婴、养老护理、高端家居养护等场景的高品质解决方案。
	天猫健康与联影集团旗下子公司联影微电子，在第 91 届中国国际医疗器械博览会上签署合作协议，双方将强化在医疗技术研发与电商平台运营领域的互补优势，围绕医疗级助听器产品及全周期服务展开合作，共同构建“医疗级助听器+医疗级服务”的医疗级听力康复新生态。展会期间，联影在天猫健康首发推出了一款全新的“医疗级”助听器 uOrigin 源系列 u12Lite。
医养照护	上海长润国际贸易有限公司与日本制纸珂蕾亚株式会社达成合作。日纸国际贸易（上海）有限公司正式授权长润国际贸易作为日本制纸珂蕾亚株式会社旗下品牌安顾宜的中国大陆官方代理商，开展旗下老人纸尿裤等产品的市场开拓与销售代理业务。日本制纸珂蕾亚株式会社成立于 1963 年，是日本制纸集团的全资子公司，专注于个人健康护理和失禁护理领域。
	国机精工在投资者互动平台就投资者关于外骨骼机器人的提问进行了答复。国机精工表示，截止目前，公司研发了智能上肢康复机器人和智能牵引治疗康复器两大类型智能医疗康养产品，下一步，公司将着手推进上述产品的注册并正式向市场推广

	大家保险集团创作的《“银发五阶”养老需求模型》获得国家版权局颁发的作品著作权登记证书。“银发五阶”养老需求模型将养老需求划分为生存保障、医疗保健、爱与家庭、人际交往、自我实现等五个阶次，其中“生存保障”主要包括饮食、居住、出行等基本养老生活保障。“医疗保健”涵盖基础就医和大病急救等医疗需求。“爱与家庭”强调养老过程中，子女陪伴等情感联结。“人际交往”更为注重平等社交及隐私保护等。“自我实现”是指老年人追求个人价值实现等。
老年文旅	绿叶制药集团宣布，公司自主研发的创新制剂利斯的明透皮贴剂（2次/W），获得日本厚生劳动省的新药上市批准，用于抑制轻至中度阿尔茨海默病痴呆症状的进展。利斯的明透皮贴剂（2次/W）在日本的商品名为 Rivaluen®LAPatch，是当前首款在日本市场获批上市的利斯的明缓释透皮贴剂产品。 森永乳业有限公司（森永乳业）宣布将于4月15日，在全国范围内推出一种功能性新食品“认知功能酸奶饮料类型”。该酸奶可以维持一些随着年龄增长而下降的认知功能（记忆和空间意识）。
老年地产	武汉爱连健康科技有限公司（简称“爱连健康”）完成Pre-A轮融资，夏尔巴投资独家注资，融资资金将重点投向爱连健康到家医护服务体系的升级与AI中台的建设。爱连健康已构建覆盖全国逾300个城市的服务网络，付费会员规模突破70万人。聚焦到家服务场景，提供包括医生到家、药品到家、护理到家、养老到家等服务。 长润养老与苏州敬诺养老产业发展有限公司合作，双方在养老人才培养、适老化设计与改造、产品供应链等多方面达成共识，将合力整合各自优势资源，携手探索养老产业新模式。苏州敬诺养老在苏州本地运营，拥有居家加社区养老领域经验，其创新性“移动养老院”模式，融合了居家上门康复、医疗、护理服务等。此外，双方还将在业务执行与落地上协同共进，特别是在老年营养健康定制化服务、适老化设计与养老照护人才培养等业务上，双方将共同探索创新。 海尔康养与广西旅发防城港投资有限公司、广西宏都智慧康养有限公司举行战略合作签约仪式。根据协议内容，三方就智慧康养体验中心、康养综合体、AI智慧睡眠酒店、适老化升级等方面加强合作，未来将协同资源，优势互补，助力打造智慧养老行业标杆项目。 贝壳公益基金会联合北京被窝整装发起“稳当当计划”项目。该项目为关注老年人出行安全的公益项目，目前“稳当当计划”一期26个试点楼道改造已经全部验收完成，二期项目即将开始正式施工，预计2025年在北京老旧小区完成1000个楼道内靠墙扶手、地面警示贴的安装，助力守护老年人的出行安全。 兆泰集团轻资产运营平台丰汇空间科技旗下的大健康板块汇家康养，联合松下中国东北亚公司共同打造的“松下住空间·汇家适老化体验中心”在北京金融街区启幕。该体验中心将日本适老化产品及设计与中国本土养老场景精准融合，推动居家养老迈入新阶段。该体验中心还将整合社区服务、中医理疗、健康管理、文化传播等多元化适老服务，助力“养老”向“享老”跨越升级。

资料来源：Age Club，平安证券研究所

四、风险提示

- 1.宏观经济超预期下行，影响各类资产风险偏好。
- 2.资本市场波动，流动性收紧，各类资产价格下滑。
- 3.政策超预期改变，老龄事业支持力度不足。
- 4.地缘政治超预期发展，影响相关产业链企业盈利预期或外资投资意愿。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所			电话：4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融 中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 26 楼 邮编：200120	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼 丽泽平安金融中心 B 座 25 层 邮编：100073	