

出口延续强势，结构重于趋势

——2023年6月进出口数据的背后

核心观点

6月出口继续承压主因是高基数扰动，符合预期，继续坚定提示关注供给优势带来的出口韧性，重点提示“结构重于趋势”、关注三大产业逻辑：

其一、发达经济体贫富差距扩大导致收入K型分化催生消费降级，和全球滞胀环境推动企业降本战略，我国供应链优势和产品性价比优势有望抢占份额，纺服、轻工、机械、家电及家具等领域的高端品类或将受益。

其二、新兴市场国家现代化的现实需求叠加近年来我国外交、外贸等领域开拓布局，有望推动“中国制造”出口新兴市场国家，一带一路、东盟等是重要出口对象。

其三、全球科技周期及碳中和进程的推进，有望在全球衰退环境下走出产业发展的独立趋势，带动我国机电产品和新能源品类（新能源车、光伏等）的出口增长。

□ 出口回落不慌，关注供给韧性

2023年上半年人民币计价出口增速3.7%，略低于市场预期，出口相对承压。其中，6月人民币计价出口同比增长-8.3%。结构层面，2023年上半年，我国机电产品出口6.66万亿元，同比增长6.3%，占出口总值的58.2%，同比提升1.4个百分点；同期，劳动密集型产品出口1.97万亿元，增长0.04%。

如我们此前提示，受2022年高基数影响，2023年5月至7月出口增速读数上将相对承压，在此背景下更应关注我国出口部门的供给侧韧性，结构重于趋势，关注结构背后的产业趋势。

高基数扰动仍存。2023年6月出口同比增速继续承压，主因仍是基数扰动，2022年4月意外冲击扰动国内供给受挫，拖累出口，进入5月国内积压订单开始集中出海，带动2022年5月至7月出口显著回升，美元计价同比分别达到16.4%、17%、18.1%，显著高于2022年4月的3.5%。2022年的高基数对2023年同期出口读数扰动较大。我们认为无需过度担心高基数对出口的扰动，从两年复合增速来看，2023年6月较2021年同期两年复合增速达到5%，仍有韧性。

继续关注供给韧性。结合前文可以看到，2022年5月至7月的高基数对2023年同期出口读数有一定扰动，从两年平均增速可以更准确的观察到出口部门的平稳增长。在海外滞胀背景下，我们继续提示关注我国供给韧性对出口的拉动：

其一是海外供给面临多重约束和冲击，脆弱性提升，而我国供应链优势随着经济修复有望进一步提升，今年以来民企出口显著改善可以找到验证。上半年，我国民营企业进出口10.59万亿元，同比增长8.9%，拉动整体增长4.4个百分点，占进出口总值的52.7%，同比提升3.3个百分点。此外，上半年我国有进出口实绩的外贸企业54万家，同比增加6.9%。其中，以中小微企业为主、充满活力的民营企业不断扩容，同比增加8.3%，外贸经营主体活跃度明显增强。

其二是在全球滞胀环境下，我国供给优势将在产品性价比、供应链成本、企业议价能力提升等层面有所凸显，成为出口韧性的重点来源，这种供给侧优势在产业层面更为突出，一方面在劳动密集型等我国传统优势行业领域（轻工、纺服、家具、家电等），2019年HS分类中我国相关领域占比份额超过30%；另一方面在我国产业政策鼓励以及高技术制造业持续发展下，机电产品出口也在全球占据重要地位。另外，得益于供给优势带来的议价能力提升，我国出口价格指数自2022年以来持续高于同期进口价格指数，也有体现，其中2023年4月出口及进口价格指数分别达到105.3和95（上年同期为100），出口与进口价格剪刀差超过10个百分点，是2016年以来的最高水平。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：张浩

执业证书号：S1230521050001

zhanghao1@stocke.com.cn

相关报告

- 《美国通胀的高基数蜜月期已结束——6月美国通胀数据传递的信号》 2023.07.12
- 《6月金融数据：总量较好，结构分化》 2023.07.11
- 《6月通胀解读：工业品价格较低》 2023.07.10

其三是海外供给受到不同程度的冲击。海外供给压力进一步提升，发达经济体货币政策的较快收紧导致短期出现了一系列的金融稳定问题，高利率环境对企业、非银机构等扰动还未消除，潜在的信用收缩对海外供给是增量冲击，罢工、供应链重塑等扰动仍存，海外供给脆弱性提升也侧面凸显我国供给优势。根据 2023 年 7 月 13 日国新办披露，贸易放缓是各个经济体面临的共同挑战，困难更多是全球性的，在此背景下，海关总署根据 WTO 公布的最新国际数据进行了测算，前 4 个月，我国出口产品占国际市场份额实现了小幅提升，反映出我国供给韧性。

□ 结构重于趋势，关注产业逻辑

结构层面，机电产品、劳动密集型产品继续保持较强增长。上半年，我国机电产品出口 6.66 万亿元，同比增长 6.3%，占出口总值的 58.2%，同比提升 1.4 个百分点；其中，电工器材、汽车及其零配件、通用机械设备分别出口 6360.6 亿、6211.9 亿、2004.4 亿元，分别增长 27.7%、58.5%、12.2%。同期，劳动密集型产品出口 1.97 万亿元，增长 0.04%；其中，服装及衣着附件、塑料制品、鞋靴分别出口 5169.4 亿、3434.2 亿、1729.3 亿元，分别增长 0.7%、3.2%、0.4%。

结构重于趋势，关注产业逻辑。结合前文逻辑，相比于整体出口趋势，我们提示更应关注结构表现，结合海外经济表现和产业发展走势，我们继续提示重点关注三大出口结构表现：

1) 重点关注海外消费降级和企业降本带来的出口机会。海外发达经济体天量流动性投放加剧全球贫富分化，发达经济体出现收入 K 型分化导致消费升级与消费降级并存，前者映射奢侈品的消费积极增长和涨价，后者则驱动消费者更加偏好“性价比高”的商品，此前在 20 世纪 70 年代美国面临高通胀背景下，日本生产的汽车、家具家电、影音设备等依赖性价比优势大幅抢占美国市场。此外，全球滞胀背景下企业经营面临挑战，积极推进降本战略，我们梳理美股超过四分之一公司在 2022 年 Q4 开始缩减营业成本。

在海外消费降级和企业降本的大背景下，我国供给优势背后的性价比优势带来的出口机会需重点关注，一方面是得益于我国供应链的强大稳定性，在生产、物流、仓储等环节的稳定性有助于降低总体供应链成本，另一方面我国作为全球第一大制造业强国，在装备制造和消费制造业领域有突出优势，特别是纺服、轻工、机械、家电、家具等高端品类有望受益。

2) 关注新兴市场国家经济发展与“中国制造”出海带来的出口支撑。新兴市场国家也是我国出口的重要新兴增长点，特别是一带一路国家及东盟地区，上半年，我国对第一大贸易伙伴东盟进出口 3.08 万亿元，同比增长 5.4%，占进出口总值的 15.3%；我国对“一带一路”沿线国家进出口增长 9.8%，高出整体增速 7.7 个百分点，占 34.3%，同比提升 2.4 个百分点；对 RCEP 其他成员进出口增长 1.5%。

我们认为，我国对新兴市场国家出口表现强势，一方面部分资源相对富裕的新兴市场国家，得益于大宗商品牛市带来的利好，经济处于快速增长阶段，结合雁阵理论和我国作为世界第一生产制造国的角度来看，新兴市场国家从产业发展和现实需求角度，对“中国制造”的依赖度不断提升，相应带动我国相关品类出口。

另一方面，近年来我国坚持对外开放和扩大进口战略，秉持“高举和平、发展、合作、共赢的旗帜，恪守维护世界和平、促进共同发展的外交政策宗旨，坚持在和平共处五项原则基础上发展同各国的友好合作，推动建设新型国际关系，推动构建人类命运共同体”的外交政策，作为第三世界和新兴市场国家的重要代表，在国际秩序体系中的话语权和分量逐年提升，大国地位和外交阵地的步步提升一定程度上也推动了“中国制造”出海，进而带动出口增长，2023 年上半年，除东盟及“一带一路”国家外，我国对拉美和非洲等新兴市场分别增长 7% 和 10.5%。我们认为，伴随着新兴市场国家的现代化进程推进，我国制造业产品及企业出海将有持续积极表现。

3) 关注新一轮科技周期和全球碳中和进程的演绎。全球碳中和科技革命具备独特的产业发展逻辑，与全球宏观经济周期不同步，当经济处于下行阶段而产业发展处于积极增长阶段，其相关品类出口也较为积极，机电产品占我国出口近六成比例，其产业变化与科技周期高度相关，特别是全球半导体周期；截止 2023 年

6月，全球半导体销售周期已经于3月筑底逐步回升，随着ChatGPT等终端应用场景和云计算、大数据、物联网等业态的进一步发展，未来库存筑底回升以及算力需求的大幅提升有望带动半导体销售周期进一步上行，带动我国相关品类机电出口增长。此外，费城半导体指数背后涵盖一系列人工智能领域的核心公司，并对半导体销售周期及我国机电产品出口有一定领先性，Q2以来费城半导体指数已经出现显著回升，背后蕴含着对未来半导体市场及算力需求的增长预期。综合来看，我们预计全球半导体销售周期进入上行阶段将对我国机电产品出口带来积极利好。

此外，全球碳中和进程下，我国的新能源制造领域在全球范围内具备超强能力，新能源车、光伏等新能源相关领域的出口保持较高的成长性，截至2023年上半年，电动载人汽车、锂电池、太阳能电池等三样产品，合计出口增长61.6%，拉动整体出口增长1.8个百分点。

□ 内需逐步企稳，进口渐进回升

2023年上半年以人民币计价进口同比增长-0.1%，其中6月人民币计价出口同比增长-2.6%。经济仍处于弱修复阶段，内需回升较慢决定了进口数据回升较慢，价格因素也有扰动，预计下半年随着内需回升和低基数的支撑，下半年进口将渐进回升。

经济弱修复，进口渐回升。内需决定进口，当前我国内需仍处于弱修复阶段，6月中采制造业PMI指数录得49%，较前值小幅回升0.2个百分点，但仍位于荣枯线下方，市场需求恢复速度较慢，经济内生增长动力偏弱，其中新订单指数上升0.3个百分点至48.6%，仍然位于荣枯线下方，地产投资依然承压，线下消费热度回归，6月产成品库存下行2.8个百分点至46.1%，原材料库存下降0.2个百分点至47.4%，呈现被动去库特征，且库存去化速度有所加快。我们认为2023年我国经济动能高点已过，经济处于弱修复状态，大规模逆周期政策难期，内需的渐进修复决定了进口增速大概率低位震荡、渐进回升。

展望2023年Q2至Q4，我们预计实际GDP增速分别为6.7%、4.1%和5.3%，Q2增速较高主要源于低基数影响，预计全年实际GDP增速略高于5%目标达到5.3%，结构层面，消费、基建和制造业投资相对较强。我们认为，随着内需平稳修复叠加2022年下半年低基数，预计下半年进口将保持稳步增长态势。

□ 6月贸易顺差边际回升

2023年6月贸易顺差边际回升。2023年6月贸易顺差706.2亿美元，较5月658.1亿美元有所回升，但仍处于较强水平，Q2整体顺差与2022年同期较为接近，预计对名义GDP的影响相对有限，此外，近期人民币汇率有一定贬值压力，我们认为在相对稳定的经常项目顺差下，有助于我国经济平稳增长、化解国际收支压力和缓解人民币汇率贬值预期。

□ 风险提示

中美贸易摩擦超预期恶化，海外经济超预期下滑。

正文目录

1 进出口数据跟踪	6
-----------------	---

图表目录

图 1: 进出口数据跟踪.....	6
图 2: 2022 年以来出口价格指数同比显著高于进口价格指数.....	6
图 3: 根据 2023 年一季报, 美股超 6000 家公司开启降本战略.....	6
图 4: HS 分类下中国出口供给占比.....	7
图 5: 机电产品背后的增长是全球科技产业的发展性增长.....	7
图 6: 6 月出口量价分析.....	8
图 7: 6 月进口量价分析.....	8

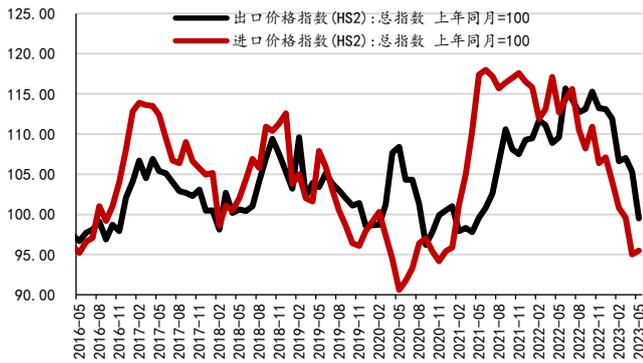
1 进出口数据跟踪

图1：进出口数据跟踪

进出口数据(当月)		单位	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07
进出口(美元)	%		-10.10	-6.20	1.10	7.40	1.30	-14.90	-8.82	-9.69	-0.57	3.10	3.94	10.66
出口(美元)	%		-12.40	-7.50	8.50	14.80	-1.30	-10.40	-10.05	-9.06	-0.40	5.50	7.40	18.13
进口(美元)	%		-6.80	-4.50	-7.90	-1.40	4.30	-21.00	-7.12	-10.48	-0.80	0.01	-0.39	1.38
贸易差额(美元)	亿美元		706.20	657.92	902.35	881.57	162.95	989.83	766.14	683.94	849.23	842.59	810.33	1,027.00
进出口(人民币)	%		-6.00	0.50	8.90	15.50	8.00	-6.80	0.67	-0.14	6.79	7.97	8.39	16.20
出口(人民币)	%		-8.30	-0.80	16.80	23.40	5.10	-1.90	-0.72	0.50	6.84	10.42	12.04	24.07
进口(人民币)	%		-2.60	2.30	-0.80	6.10	11.30	-13.40	2.59	-0.96	6.72	4.82	3.83	6.44
贸易差额(人民币)	亿元		4,912.5	4,522.3	6,186.0	6,007.6	1,087.7	6,909.3	5,403.1	4,839.0	5,842.7	5,701.7	5,469.7	6,923.3
中国与主要国家间贸易(当月)		单位	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07
美国	对美国出口	%	-23.73	-18.24	-6.50	-7.68	-31.75	-14.18	-19.51	-25.43	-12.56	-11.56	-3.77	10.97
	从美国进口	%	-4.12	-9.88	-3.11	5.64	17.18	-20.06	-7.12	-7.28	-1.54	-4.62	-7.38	-4.49
	贸易差额	亿美元	287.21	281.64	296.82	275.95	118.06	294.86	294.59	243.29	341.94	360.73	367.73	415.06
欧洲	对欧洲出口	%	-12.92	-7.03	3.87	3.38	-16.13	-9.53	-17.50	-10.62	-8.95	5.60	11.09	23.17
	从欧洲进口	%	-0.70	-0.94	-0.12	3.40	4.86	-14.39	-13.54	-16.25	-5.10	-8.37	3.13	-7.35
	贸易差额	亿美元	190.87	200.65	213.31	207.46	105.30	263.08	196.41	219.34	226.76	231.66	252.89	293.81
东盟	对东盟出口	%	-16.86	-15.92	4.49	35.43	33.69	-6.75	7.48	5.18	20.27	29.49	25.13	33.49
	从东盟进口	%	-4.06	-4.25	-6.25	-2.17	8.38	-20.21	-7.65	-3.72	4.56	4.95	5.19	9.58
	贸易差额	亿美元	92.19	104.16	154.74	231.47	101.45	170.85	168.69	132.51	155.32	142.88	149.36	194.03
日韩	对日韩出口	%	-17.77	-16.90	6.00	2.81	21.47	-13.94	-6.52	-8.70	5.35	6.33	6.30	17.24
	从日韩进口	%	-14.88	-18.59	-21.07	-19.98	-13.50	-36.49	-22.04	-25.23	-12.30	-9.04	-7.97	-5.06
	贸易差额	亿美元	-24.49	-3.71	20.14	-1.69	-10.24	40.18	-14.76	-20.84	-12.37	-57.46	-36.30	-23.27
主要国家PMI(当月)		单位	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07
美国	制造业PMI	%	46.00	46.90	47.10	46.30	47.70	47.40	48.40	49.00	50.20	50.90	52.80	52.80
	服务业PMI	%	53.90	50.30	51.90	51.20	55.10	55.20	49.20	56.50	54.40	56.70	56.90	56.70
欧元区	制造业PMI	%	43.40	44.80	45.80	47.30	48.50	48.80	47.80	47.10	46.40	48.40	49.60	49.80
	服务业PMI	%	52.00	55.10	56.20	55.00	52.70	50.80	49.80	48.50	48.60	48.80	49.80	51.20
日本	制造业PMI	%	49.80	50.60	49.50	49.20	47.70	48.90	48.90	49.00	50.70	50.80	51.50	52.10
	服务业PMI	%	54.00	55.90	55.40	55.00	54.00	52.30	51.10	50.30	53.20	52.20	49.50	50.30
全球	制造业PMI	%	48.80	49.60	49.60	49.60	49.90	49.10	48.70	48.80	49.40	49.80	50.30	51.10
	服务业PMI	%	54.00	55.50	55.40	54.40	52.60	50.00	48.10	48.10	49.20	50.00	49.30	51.10

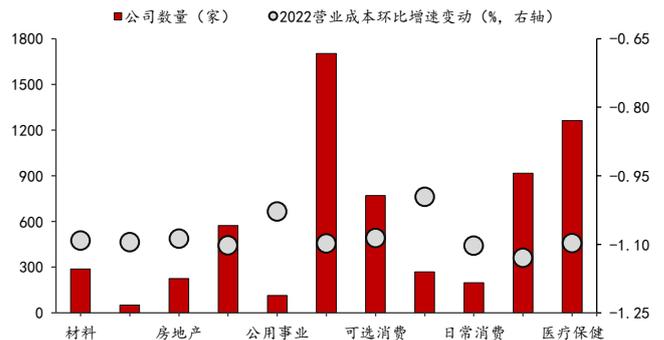
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：2022年以来出口价格指数同比显著高于进口价格指数



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：根据2023年一季报，美股超6000家公司开启降本战略



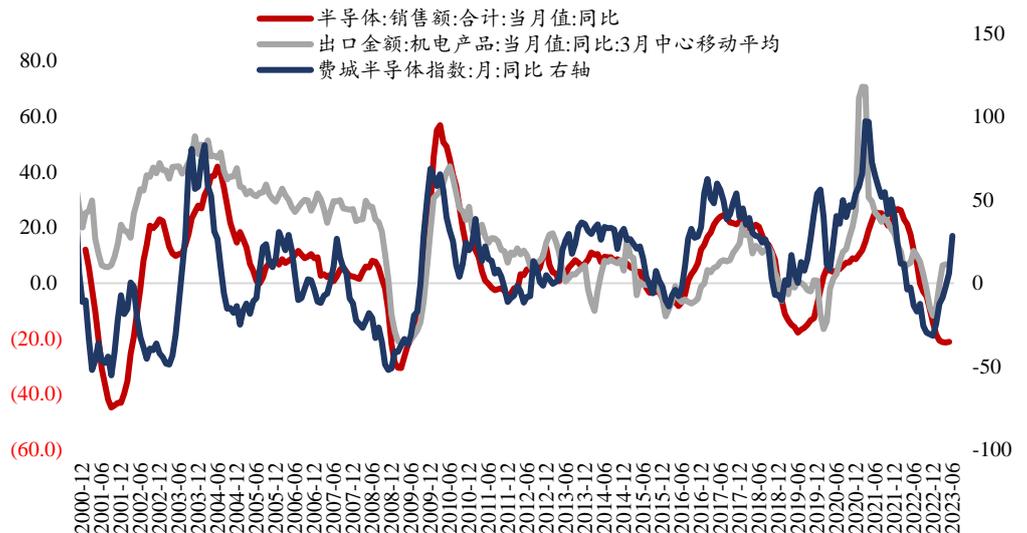
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：HS 分类下中国出口供给占比

全球主要商品供给分布 (HS分类下, 主要国家出口占全球出口比重)															
HS代码	名称	中国	美国	泰国	越南	印尼	新加坡	日本	韩国	巴西	印度	俄罗斯	南非	加拿大	欧盟
第一类	活动物: 动物产品	5.12	9.11	1.12	2.01	1.16	0.19	0.61	0.53	5.15	3.15	1.74	0.32	3.96	11.61
第二类	植物产品	5.87	13.78	2.36	2.87	0.71	0.11	0.20	0.23	8.74	3.47	2.18	1.02	4.21	6.66
第三类	动、植物油、脂及其分解产品; 精制的食用油脂; 动、植物蜡	1.36	3.54	0.54	0.23	20.09	0.31	0.26	0.09	1.18	1.35	3.94	0.25	3.70	6.79
第四类	食品; 饮料、酒及醋; 烟草及制品	5.74	8.11	3.69	1.08	1.34	2.24	0.79	1.01	3.59	1.32	1.01	0.71	2.74	16.97
第五类	矿产品	2.62	10.55	0.49	0.28	1.92	2.41	0.75	2.16	2.85	2.49	11.42	1.13	5.48	6.32
第六类	化学工业及其相关工业的产品	8.22	11.01	0.78	0.27	0.71	2.57	3.88	2.93	0.64	3.06	1.22	0.35	1.77	24.85
第七类	塑料及其制品; 橡胶及其制品	14.26	10.46	3.85	1.22	1.13	2.21	4.76	5.34	0.63	1.42	0.81	0.25	2.14	11.08
第八类	生皮、皮革、毛皮及其制品; 鞍具及挽具; 旅行用品、手提包	30.10	2.99	1.27	3.39	0.69	1.58	0.19	0.75	1.05	2.62	0.17	0.20	0.55	19.59
第九类	木及制品; 木炭; 软木; 编结品	11.68	6.44	1.85	2.89	3.04	0.07	0.25	0.07	2.25	0.41	6.67	0.40	9.09	12.36
第十类	木浆及其他纤维状纤维素浆; 纸及纸板的废碎品; 纸、纸板及其制品	10.73	11.42	0.71	0.51	2.95	1.14	1.48	1.35	3.92	1.00	1.71	0.51	5.81	14.35
第十一类	纺织原料及纺织制品	32.20	3.23	0.86	4.87	1.59	0.25	0.96	1.54	0.44	4.39	0.13	0.15	0.40	7.31
第十二类	鞋帽伞等; 已加工的羽毛及其制品; 人造花; 人造制品	39.58	1.34	0.42	12.11	3.02	0.38	0.15	0.42	0.68	1.95	0.19	0.13	0.21	8.40
第十三类	石料、石膏、水泥、石棉、云母及类似材料的制品; 陶瓷产品; 玻璃及其制品	30.68	6.51	1.12	1.07	0.41	0.29	4.06	1.68	0.96	2.47	0.90	0.25	1.08	13.44
第十四类	珠宝、贵金属及制品; 仿首饰; 硬币	3.19	9.01	2.26	0.34	1.02	2.73	1.76	0.46	0.65	5.64	2.35	2.30	3.22	11.78
第十五类	贱金属及其制品	16.41	6.10	0.93	1.02	1.20	0.68	4.79	4.22	1.47	2.31	3.37	0.88	2.71	11.15
第十六类	机电、音像设备及其零件、附件	25.51	8.89	1.59	2.59	0.32	4.22	5.63	5.26	0.38	0.85	0.34	0.17	1.13	13.77
第十七类	车辆、航空器、船舶及有关运输设备	5.95	14.63	1.52	0.22	0.46	0.66	8.93	4.50	0.85	1.33	0.38	0.65	3.89	17.95
第十八类	光学、医疗等仪器; 钟表; 乐器	12.94	15.13	0.94	0.87	0.20	3.69	6.60	3.44	0.17	0.57	0.31	0.10	1.20	20.17
第十九类	武器、弹药及其零件、附件	0.84	36.15	11.36	56.00	0.00	0.01	0.74	3.23	2.17	0.76	0.61	0.67	1.50	23.41
第二十类	杂项制品	46.94	4.96	0.68	0.64	0.78	0.30	2.02	0.71	0.25	0.75	0.31	0.15	1.98	9.89
第二十一类	艺术品、收藏品及古物	2.55	44.29	0.20	15.30	0.02	1.12	1.24	0.31	1.33	0.45	0.02	0.34	1.19	51.28

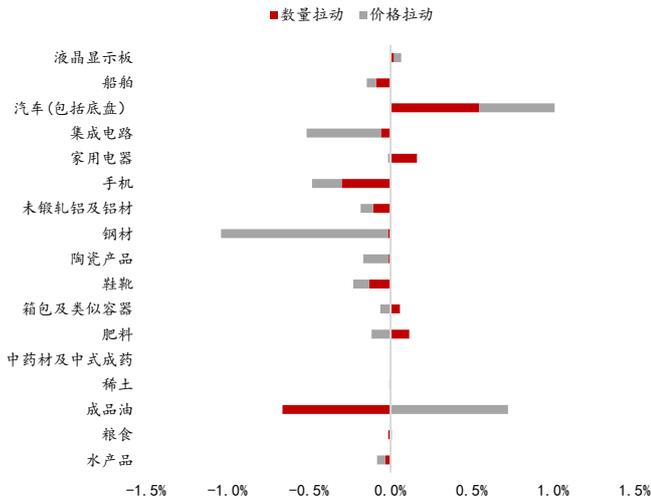
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图5：机电产品背后的增长是全球科技产业的发展性增长



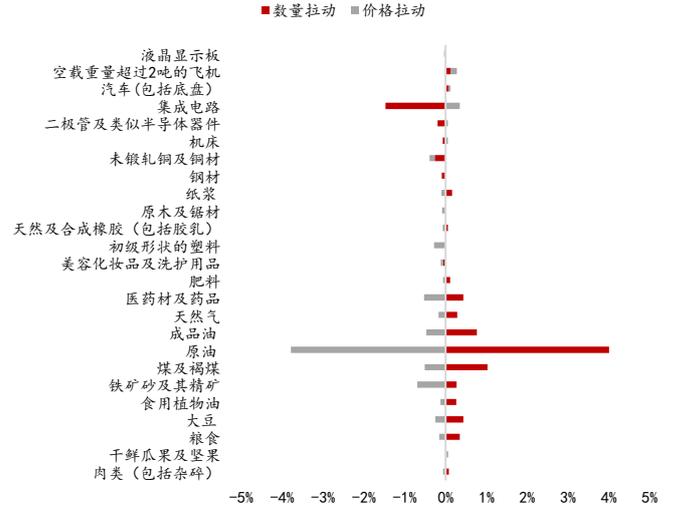
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图6：6月出口量价分析



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图7：6月进口量价分析



资料来源：Wind，浙商证券研究所

风险提示：

中美贸易摩擦超预期恶化，若中美在贸易领域摩擦超预期，外贸领域意识形态化冲突将导致我国对美国、欧盟、日韩等亲美的主要贸易对象国出口承压，冲击我国出口。

海外经济超预期下滑，若海外经济因风险事件出现大萧条，则外需大幅回落会大幅冲击我国出口。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>