

非金融行业跟踪周报

长债利率持续上行，利好保险股
增持（维持）

2025年03月09日

证券分析师 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

研究助理 罗宇康

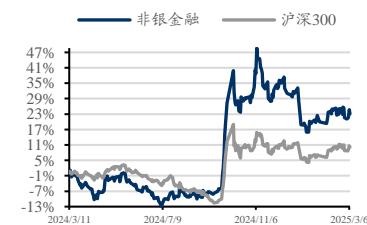
执业证书: S0600123090002

luoyk@dwzq.com.cn

投资要点

- **非银行金融子行业近期表现:** 最近5个交易日(2025年03月03日-2025年03月07日)非银板块各子行业中仅有保险板块跑赢沪深300指数。保险行业上涨1.69%，多元金融行业上涨1.17%，证券行业上涨0.70%，非银金融整体上涨0.97%，沪深300指数上涨1.39%。
- **证券: 2025年03月至今交易量同比大幅提升；证监会主席就资本市场热点答记者问。** 1) 3月交易量同比大幅提升。截至2025年03月07日，2025年03月日均股基交易额为19018亿元，较上年3月上涨71.15%，较上月下降6.66%。截至03月06日，两融余额19207亿元，同比提升28.30%，较年初提升3.01%。截至2025年03月07日，3月IPO发行1家，募集资金6.66亿元。2) **证监会主席吴清在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上答记者问。** ①加快推进新一轮资本市场改革开放。证监会将坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，持续推动新“国九条”和“1+N”政策体系落地见效，以深化资本市场投融资综合改革为牵引，加快推进新一轮资本市场改革开放，不断筑牢股市健康发展的根基。②加快推进新一轮资本市场改革开放，不断筑牢股市健康发展的根基。③健全专门针对科技企业的支持机制。下一步证监会将加快健全专门针对科技企业的支持机制，大力度培育长期资本、耐心资本，加大支持科创的金融产品服务供给。④长周期考核制度更加健全。证监会在即将推出的公募基金改革方案中，将进一步提高公募基金三年以上长周期考核比重。3) **2025年03月07日券商行业(未包含东方财富)平均估值1.7x 2024EP/B，推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头，如中信证券、华泰证券、同花顺、东方财富等。**
- **保险: 关注长债利率上行。** 1) 李云泽参加全国两会“部长通道”集体采访，提及保险资金长期投资改革试点。前期试点规模超过1000亿元，今年会进一步加大力度，近日再新增600亿元，这不仅为资本市场带来实实在在的中长期增量资金，而且进一步壮大了机构投资者群体。2) “车险好投保”平台运行1个月，已有超11万辆新能源汽车成功投保。上海保险交易所搭建“车险好投保”平台于1月25日上线。截至2月25日，平台累计注册用户18.5万，首批接入的10家大中型财险公司已通过平台承保11.4万辆新能源汽车，提供保险保障944.9亿元。2月底第二批20家左右财险公司将陆续接入平台。3) 保险业经营具有显著顺周期特性，近期长债利率已持续上行，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2025年03月07日保险板块估值0.52-0.81倍2024E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。
- **多元金融:** 1) **信托:** 金监总局发布《关于加强监管防范风险推动信托业高质量发展的若干意见》，强监管、防风险成发展主题。截至2024年2季度末，全行业信托资产规模27万亿元，同比增长24.5%。2024H1信托行业利润总额为196亿元，同比降幅为40.6%。2) **期货:** 2025年1月全国期货交易市场成交量为5.53亿手，成交额为48.87万亿元，同比分别增长0.1%和增长10.9%。2025年1月全国期货公司净利润5.63亿元，同比增长943%。
- **行业排序及重点公司推荐:** 非金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计显著改善，长期仍看好健康险和养老保险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国太保、中国人寿、中信证券、华泰证券、同花顺等。
- **风险提示:** 1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

行业走势



相关研究

《权益 ETF 系列：短期谨慎，中期乐观》
2025-03-08

《他山之石可攻玉——低利率下保险行业的困境与出路系列报告（二）》
2025-03-07

2025-03-07

内容目录

1. 非银行金融子行业近期表现	4
2. 非银行金融子行业观点	5
2.1. 证券: 2025年03月至今交易量同比大幅提升; 证监会主席就资本市场热点答记者问	5
2.2. 保险: 关注长债利率上行	6
2.3. 多元金融: 政策红利时代已经过去, 信托行业进入平稳转型期; 期货行业成交规模保持高位, 创新业务或是未来发展方向	7
2.3.1. 信托: 24H1 资产规模回升明显, 行业整体业绩仍较承压	7
2.3.2. 期货: 2025年1月成交额同比提升	8
3. 行业排序及重点公司推荐	9
4. 风险提示	12

图表目录

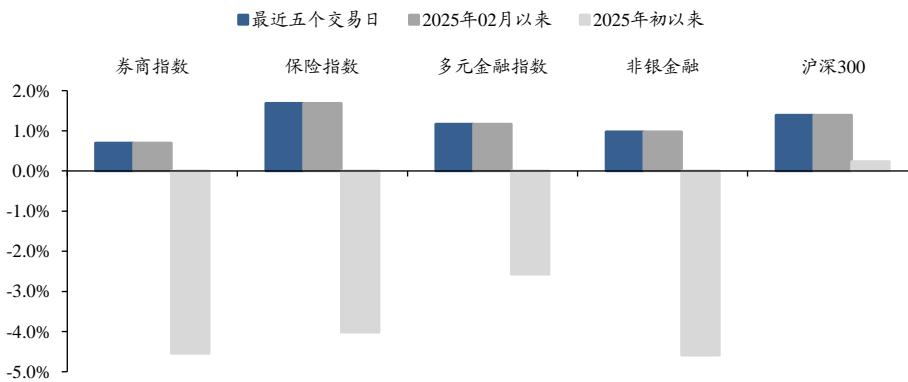
图 1: 最近 5 个交易日 (2025.03.03-2025.03.07) 非银金融子行业表现.....	4
图 2: 2025 年以来非银各子板块均跑输沪深 300	4
图 3: 2023-2025 年各月日均股基交易额 (亿元)	5
图 4: 10 年期中债国债到期收益率 (%)	7
图 5: 信托行业经营收入和利润	7
图 6: 信托资产种类分布 (%)	7
图 7: 期货行业市场成交量及增速	8
图 8: 期货行业市场成交额及增速	8
图 9: 期货公司营业收入及增速	9
图 10: 期货公司净利润及增速	9

表 1: 各指数涨跌情况	5
表 2: 上市券商估值表 (2025 年 03 月 07 日)	10
表 3: 上市保险公司估值及盈利预测	11

1. 非银行金融子行业近期表现

最近 5 个交易日（2025 年 03 月 03 日-2025 年 03 月 07 日）非银板块各子行业中仅有保险板块跑赢沪深 300 指数。保险行业上涨 1.69%，多元金融行业上涨 1.17%，证券行业上涨 0.70%，非银金融整体上涨 0.97%，沪深 300 指数上涨 1.39%。

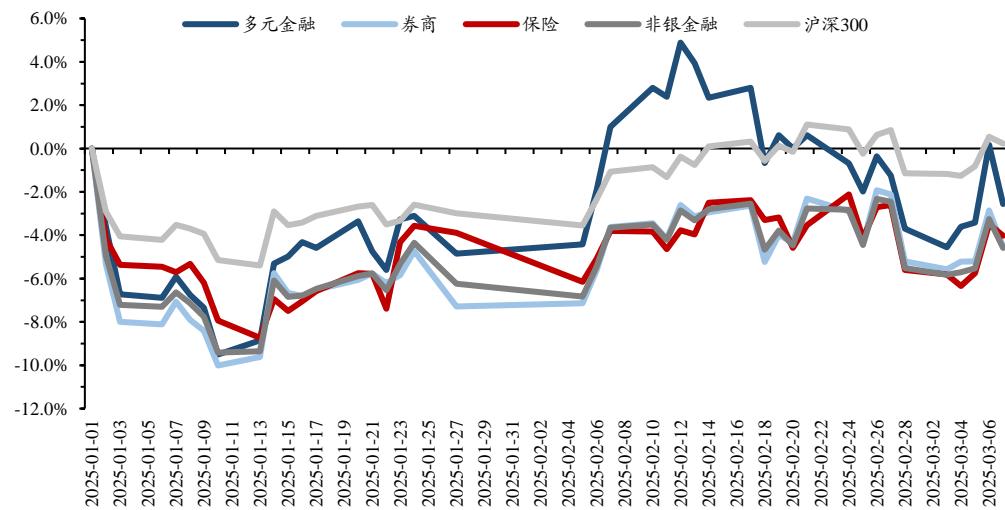
图 1：最近 5 个交易日（2025.03.03-2025.03.07）非银金融子行业表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2025 年以来（截至 2025 年 03 月 07 日），多元金融行业表现最好，其次为保险行业。多元金融行业下跌 2.57%，保险行业下跌 4.02%，证券行业下跌 4.54%，非银金融整体下跌 4.59%，沪深 300 指数上涨 0.23%。

图 2：2025 年以来非银各子板块均跑输沪深 300



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2025 年 03 月 07 日）

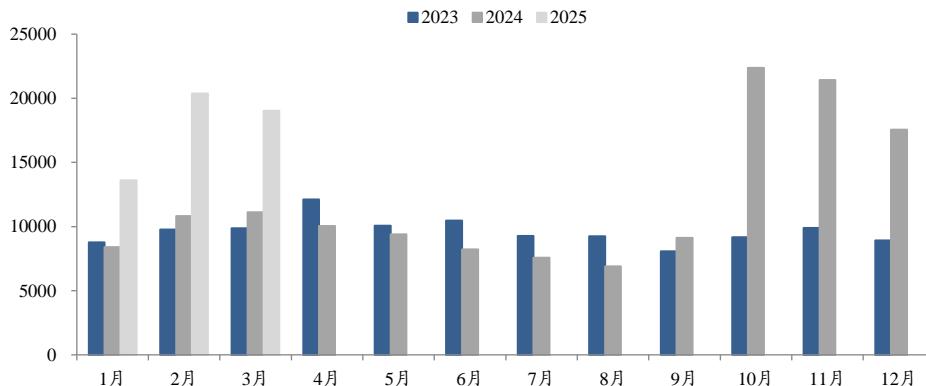
公司层面，最近 5 个交易日中，保险行业中，中国平安表现较好，天茂集团相对落后；证券行业中，国泰君安、信达证券表现较好，国盛金控、中国银河表现较差；多元金融行业中，海南华铁、四川双马表现较好，*ST 仁东、海德股份表现较差。

2. 非银行金融子行业观点

2.1. 证券：2025年03月至今交易量同比大幅提升；证监会主席就资本市场热点答记者问

2025年03月至今交易量同比大幅提升。截至2025年03月07日，2025年03月日均股基交易额为19018亿元，较上年3月上涨71.15%，较上月下降6.66%。截至03月06日，两融余额19207亿元，同比提升28.30%，较年初提升3.01%。截至2025年03月07日，3月IPO发行1家，募集资金6.66亿元。

图3：2023-2025年各月日均股基交易额（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至2025年03月07日）

3月权益市场上涨。截至2025年03月07日，2025年03月沪深300指数上涨1.39%，上年3月上涨0.61%，2025年02月上涨1.91%；创业板指数上涨1.61%，上年3月上涨0.62%，2025年02月上涨5.16%；上证综指上涨1.56%，上年3月上涨0.86%，2025年02月上涨2.16%；中债总全价指数下跌0.36%，上年3月下跌0.06%，2025年02月下跌1.00%；万得全A指数上涨2.43%，上年3月上涨1.35%，2025年02月上涨4.74%。

表1：各指数涨跌情况

	沪深300指数	创业板指	上证综指	中债总全价指数	万得全A
2025年3月	1.39%	1.61%	1.56%	-0.36%	2.43%
2025年2月	1.91%	5.16%	2.16%	-1.00%	4.74%
2024年3月	0.61%	0.62%	0.86%	-0.06%	1.35%
2024年全年累计	14.68%	13.23%	12.67%	5.43%	10.00%
2025年至今累计	0.23%	2.97%	0.62%	-1.29%	4.80%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至2025年03月07日）

证监会主席吴清在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上答记者问。1) 加快推进新一轮资本市场改革开放。证监会将坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，持续推动新“国九条”和“1+N”政策体系落地见效，以深化资本市场投融资综合改革为牵

引，加快推进新一轮资本市场改革开放，不断筑牢股市健康发展的根基。下一步，一是要进一步增强多层次市场体系的包容性，二是要进一步增强投融资发展的协同性，三是要进一步增强监管执法的有效性，四是要进一步增强市场基础制度的适配性。2) 加快健全专门针对科技企业的支持机制。吴清表示，2024年，科创板、创业板、北交所新上市公司中高新技术企业占比均超过9成，目前全市场战略性新兴产业上市公司市值占比已超过4成，先进制造、新能源、新一代信息技术、生物医药等重点领域涌现出一批龙头企业。下一步，将加快健全专门针对科技企业的支持机制，大力度培育长期资本、耐心资本，加大支持科创的金融产品服务供给。3) 长周期考核制度更加健全。吴清介绍，去年9月以来，各类中长期资金所持A股流通市值从14.6万亿元增长到17.8万亿元，增幅达22%，努力实现中长期资金保值增值和资本市场健康发展的良性互动。证监会在即将推出的公募基金改革方案中，将进一步提高公募基金三年以上长周期考核比重。

券商板块有望进一步提升，建议关注。目前(2025年03月07日)券商行业(未包含东方财富)平均估值 $1.7 \times 2024EP/B$ 。我们认为，考虑到行业发展政策积极，一批优质特色券商有望脱颖而出。

重点推荐：中信证券、华泰证券、同花顺、东方财富等。

风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力。

2.2. 保险：关注长债利率上行

李云泽参加全国两会“部长通道”集体采访，提及保险资金长期投资改革试点。前期试点规模超过1000亿元，今年会进一步加大力度，近日再新增600亿元，这不仅为资本市场带来实实在在的中长期增量资金，而且进一步壮大了机构投资者群体。

“车险好投保”平台运行1个月，已有超11万辆新能源汽车成功投保。上海保险交易所搭建“车险好投保”平台于1月25日上线。截至2月25日，平台累计注册用户18.5万，首批接入的10家大中型财险公司已通过平台承保11.4万辆新能源汽车，提供保险保障944.9亿元。2月底第二批20家左右财险公司将陆续接入平台。

负债端改善大趋势不变，资产端承压；安全边际高，攻守兼备。我们认为，保险业经营具有显著顺周期特性，随着经济复苏，基本面改善已在进行中。1) 2023年以来新单保费持续高增长，预计在宏观经济改善趋势下，保险产品消费需求逐步复苏。2)十年期国债收益率处于低位，保险公司普遍面临“资产荒”。伴随国内稳增长政策持续落地，未来宏观经济预期改善，新增固收类投资收益率压力或将有所缓解。3) 保险业经营具有显著顺周期特性，近期长债利率已持续上行，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2025年03月07日保险板块估值 $0.52-0.81倍2024E P/EV$ ，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

图 4：10 年期中债国债到期收益率 (%)



2.3. 多元金融: 政策红利时代已经过去, 信托行业进入平稳转型期; 期货行业成交规模保持高位, 创新业务或是未来发展方向

2.3.1. 信托: 24H1 资产规模回升明显, 行业整体业绩仍较承压

信托行业 2024H1 利润同比下滑。2024 年上半年信托行业经营收入和利润总额与 2023 年同期相比均出现明显下滑。2024H1 信托业经营收入为 332.53 亿元, 较上年同期减少 161.79 亿元, 同比降幅为 32.73%; 利润总额为 195.88 亿元, 较上年同期减少 134.03 亿元, 同比降幅为 40.63%。行业回归本源背景下, 处于转型深化阶段的信托行业的整体业绩表现仍相对承压。

图 5：信托行业经营收入和利润

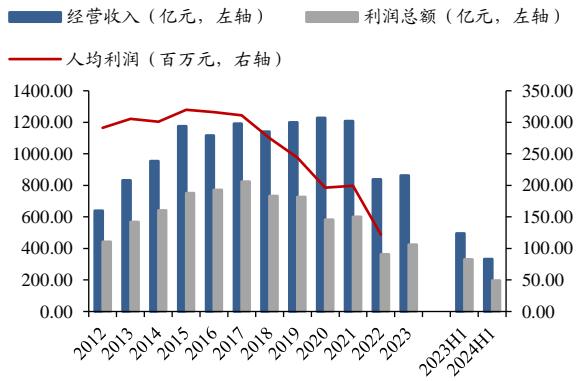
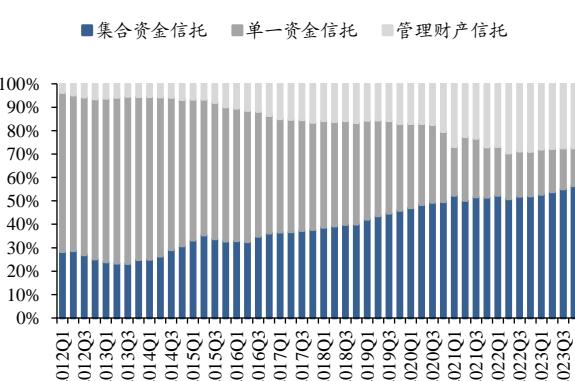


图 6：信托资产种类分布 (%)



数据来源: 中国信托业协会, 东吴证券研究所

数据来源: 中国信托业协会, 东吴证券研究所

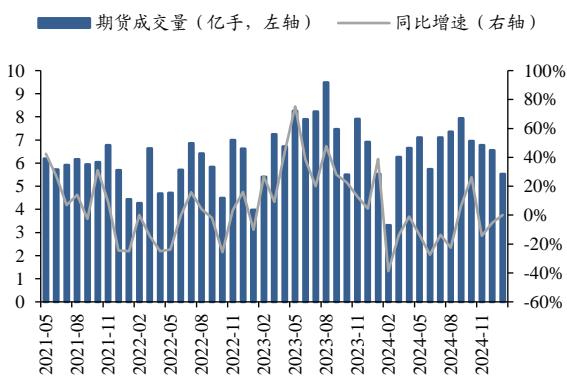
政策超红利时代已经过去, 行业进入平稳转型期。过去几年信托爆发式增长所依赖的制度红利正在逐步减弱, 我们认为信托报酬率和 ROE 已不及高峰时期, 行业的爆发

式增长已经告一段落，未来行业将进入整固和平稳增长期。信托公司将通过强化管理、完善内部流程、产品创新等方面谋求转型，以适应市场和宏观经济的变化。

2.3.2. 期货：2025年1月成交额同比提升

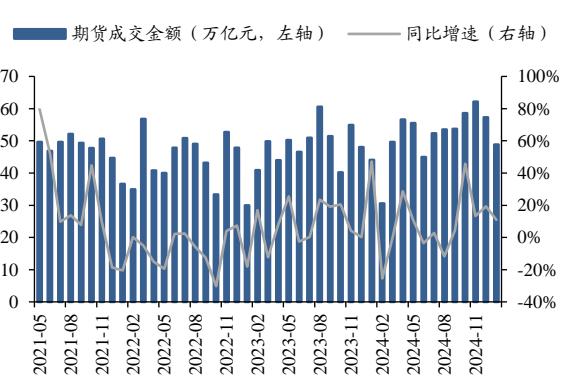
2025年1月期货行业市场成交额同比提升。根据期货业协会数据，以单边计算，2025年1月全国期货交易市场成交量为5.53亿手，成交额为48.87万亿元，同比分别增长0.1%和增长10.9%。我们认为，受以下因素催化，期货市场成交规模将有所回升：1)受诸多不确定因素影响，大宗商品价格波动加剧将进一步催生更多产业客户的避险需求。2)目前国内期货市场交易品种不断扩充，随着广州期货交易所的建立和碳排放权期货的上市，将进一步扩大期货交易的基础。

图 7：期货行业市场成交量及增速



数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

图 8：期货行业市场成交额及增速

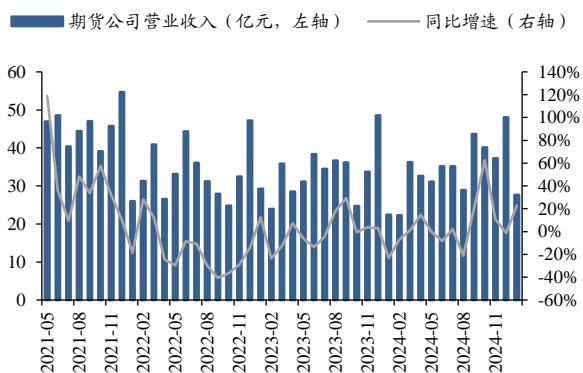


数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

2025年1月期货公司利润同比增长。截至2025年1月末，全国共有151家期货公司，分布在29个辖区。2025年1月实现营业收入27.61亿元，同比增长22.93%，环比2024年12月下滑42.50%；净利润5.63亿元，同比增长942.59%，环比2024年12月下滑20.03%。（说明：以上统计范围仅为期货公司母公司未经审计的财务报表，不包含各子公司，如资产管理公司、风险管理公司、中国香港公司等境内外子公司报表数据）。

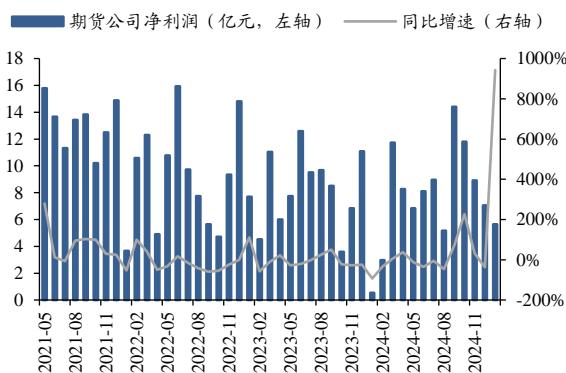
我们预计以风险管理业务为代表的创新型业务将是期货行业未来转型发展的重要方向。我们认为，在期货经纪业务同质化竞争激烈、行业佣金费率面临下行压力等环境下，向以风险管理业务为代表的创新业务转型是期货公司发展的重要方向，预计未来风险管理业务在期货行业营收及利润中贡献将进一步提升。截至2024年12月31日，共有94家期货公司在协会备案设立97家风险管理公司，其中有96家风险管理公司备案试点业务。11月期货风险管理公司实现业务收入163.29亿元，环比10月下降14.79亿元，净利润0.30亿元，环比下降66.28%。

图 9：期货公司营业收入及增速



数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

图 10：期货公司净利润及增速



数据来源：中国期货业协会，东吴证券研究所

3. 行业排序及重点公司推荐

行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国太保、中国人寿、中信证券、华泰证券、同花顺等。

非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。 1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计显著改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。

表 2：上市券商估值表（2025 年 03 月 07 日）

代码	证券名称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)			PB (倍)		
				2022	2023	2024E	2022	2023	2024E
600030.SH	中信证券	27.58	4088	19.2	20.7	19.4	1.7	1.6	
300059.SZ	东方财富	23.41	3695	43.4	45.1	43.2	5.7	5.1	4.7
601211.SH	国泰君安	18.35	1634	14.2	17.4	14.8	1.2	1.1	
601688.SH	华泰证券	17.68	1596	14.4	12.5	10.1	1.1	1.0	0.9
601881.SH	中国银河	16.29	1781	23.0	22.6	19.8	2.1	1.8	
000166.SZ	申万宏源	5.08	1272	45.6	27.6	21.4	1.3	1.3	
000776.SZ	广发证券	15.52	1180	14.9	16.9	13.8	1.1	1.0	0.9
601995.SH	中金公司	35.24	1701	22.4	27.6	33.6	2.1	1.9	1.7
601066.SH	中信建投	24.60	1908	25.4	27.1	30.9	2.8	2.6	2.4
600999.SH	招商证券	18.12	1576	19.5	18.0	16.3	1.6	1.5	
600958.SH	东方证券	9.64	819	27.2	29.7	20.7	1.1	1.1	
002736.SZ	国信证券	10.50	1009	16.6	15.7	15.3	1.3	1.3	1.2
601377.SH	兴业证券	5.97	516	19.6	26.2	24.3	1.0	1.0	0.9
601788.SH	光大证券	17.42	803	25.2	18.8	35.4	1.5	1.4	
601878.SH	浙商证券	11.56	529	32.0	30.2	28.3	2.1	2.0	1.8
600918.SH	中泰证券	6.32	440	74.6	24.5	48.0	1.3	1.2	1.1
601555.SH	东吴证券	8.05	400	23.1	20.0	20.8	1.1	1.0	
000783.SZ	长江证券	6.45	357	23.6	23.0	23.9	1.2	1.1	
601901.SH	方正证券	7.88	649	30.2	30.1	28.3	1.5	1.4	1.4
002939.SZ	长城证券	8.15	329	36.6	22.9	21.8	1.2	1.2	
000686.SZ	东北证券	8.02	188	81.3	28.1	15.9	1.0	1.0	
600109.SH	国金证券	8.55	317	26.5	18.5	23.6	1.0	1.0	1.0
002673.SZ	西部证券	8.08	361	84.4	31.0	30.2	1.3	1.3	
601236.SH	红塔证券	7.94	375	972.1	119.9	94.1	1.6	1.6	
601108.SH	财通证券	8.04	373	24.6	16.6	16.4	1.2	1.1	1.0
000728.SZ	国元证券	8.05	351	20.3	18.8	17.9	1.1	1.0	
601198.SH	东兴证券	11.75	380	73.4	46.3	37.5	1.5	1.4	
000750.SZ	国海证券	4.14	264	106.1	80.9	68.9	1.4	1.2	
002926.SZ	华西证券	8.37	220	52.0	51.7	19.6	1.0	1.0	
601375.SH	中原证券	4.10	190	178.6	90.0	53.3	1.4	1.4	1.3
601162.SH	天风证券	4.49	389	-25.8	126.7	-2245.0	1.7	1.6	
002500.SZ	山西证券	6.03	216	37.7	34.9	38.2	1.2	1.2	1.2
600155.SH	华创云信	7.36	164	43.3	35.4	33.2	0.8	0.8	
600909.SH	华安证券	5.65	265	22.5	20.8	20.6	1.3	1.3	
601696.SH	中银证券	10.70	297	36.8	33.0	27.8	1.8	1.7	
002797.SZ	第一创业	7.83	329	82.1	99.5	37.5	2.3	2.2	2.1
600369.SH	西南证券	4.44	295	95.4	49.0	30.5	1.2	1.2	
601456.SH	国联民生	11.09	607	79.1	90.4	94.2	3.6	3.4	3.3
601990.SH	南京证券	8.39	309	47.9	45.7	30.5	1.9	1.8	
600095.SH	湘财股份	6.73	192	-59.0	161.1	90.3	1.6	1.6	1.5
600906.SH	财达证券	6.72	218	72.1	36.0	29.8	2.0	1.9	

600864.SH	哈投股份	6.24	130	-13.3	62.7		1.1	1.0	
601099.SH	太平洋	4.02	274	-59.7	109.4	80.1	3.0	2.9	
002945.SZ	华林证券	15.43	417	89.7	1314.8	111.4	6.5	6.6	
000712.SZ	锦龙股份	13.33	119	-30.5	-31.1	-64.9	4.2	4.8	
600621.SH	华鑫股份	14.64	155	44.1	39.1	35.6	2.1	2.0	
002670.SZ	国盛金控	13.30	257	-58.9	-858.3	247.7	2.4	2.4	
大券商平均				22.3	21.2	20.9	1.6	1.5	1.4
平均				54.7	49.9	-11.6	1.8	1.7	1.7

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (基于 2025 年 03 月 07 日收盘价)

注: 2024 年预期估值均来自于 Wind 一致预期, 空值系 Wind 一致预期缺失。

表 3: 上市保险公司估值及盈利预测

证券代码	证券简称	价格	EV (元)				1YrVNB (元)			
			A 股	A 股	人民币元	2021	2022	2023	2024E	2021
601318.SH	中国平安-A	51.50	76.34	78.18	76.34	81.69	2.07	1.58	1.71	1.94
601628.SH	中国人寿-A	38.78	42.56	43.54	44.60	47.59	1.58	1.27	1.30	1.60
601336.SH	新华保险-A	48.32	82.97	81.93	80.30	85.26	1.92	0.78	0.97	1.71
601601.SH	中国太保-A	31.19	51.80	54.01	55.04	59.71	1.39	0.96	1.14	1.54
证券代码	证券简称	价格	P/EV (倍)				VNBNX (倍)			
A 股	A 股	人民币元	2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023	2024E
601318.SH	中国平安-A	51.50	0.67	0.66	0.67	0.63	-11.98	-16.86	-14.55	-15.58
601628.SH	中国人寿-A	38.78	0.91	0.89	0.87	0.81	-2.39	-3.73	-4.46	-5.50
601336.SH	新华保险-A	48.32	0.58	0.59	0.60	0.57	-18.07	-43.27	-32.97	-21.60
601601.SH	中国太保-A	31.19	0.60	0.58	0.57	0.52	-14.78	-23.85	-20.92	-18.52
证券代码	证券简称	价格	EPS (元)				BVPS (元)			
A 股	A 股	人民币元	2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023	2024E
601318.SH	中国平安-A	51.50	5.56	6.10	4.70	5.06	44.44	47.73	49.37	51.89
601628.SH	中国人寿-A	38.78	1.80	2.36	1.63	4.09	16.93	12.95	16.88	19.60
601336.SH	新华保险-A	48.32	4.79	6.89	2.79	8.03	34.78	31.41	33.68	32.40
601601.SH	中国太保-A	31.19	2.79	3.89	2.83	4.64	23.57	20.42	25.94	28.70
证券代码	证券简称	价格	P/B (倍)				P/B (倍)			
A 股	A 股	人民币元	2021	2022	2023	2024E	2021	2022	2023	2024E
601318.SH	中国平安-A	51.50	9.26	8.45	10.95	10.18	1.16	1.08	1.04	0.99
601628.SH	中国人寿-A	38.78	21.53	16.44	23.73	9.48	2.29	2.99	2.30	1.98
601336.SH	新华保险-A	48.32	10.08	7.01	17.32	6.02	1.39	1.54	1.43	1.49
601601.SH	中国太保-A	31.19	11.18	8.03	11.02	6.72	1.32	1.53	1.20	1.09

数据来源: 保险公司历年财报, Wind, 东吴证券研究所 (基于 2025 年 03 月 07 日收盘价)

注: 盈利预测均来自于内部预测。

4. 风险提示

- 1) **宏观经济不及预期:** 宏观经济剧烈波动将直接影响资本市场活跃度，造成证券行业收入下滑，同时将直接影响居民购买力及保险需求；
- 2) **政策趋紧抑制行业创新:** 若宏观经济出现超预期下滑，势必造成非银金融行业监管政策趋于审慎，非银金融企业开拓新盈利增长点势必受限；
- 3) **市场竞争加剧风险:** 行业竞争加剧情况下，市场出清速度加快，中小型券商及险企面临较大的经营压力。

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提供。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：

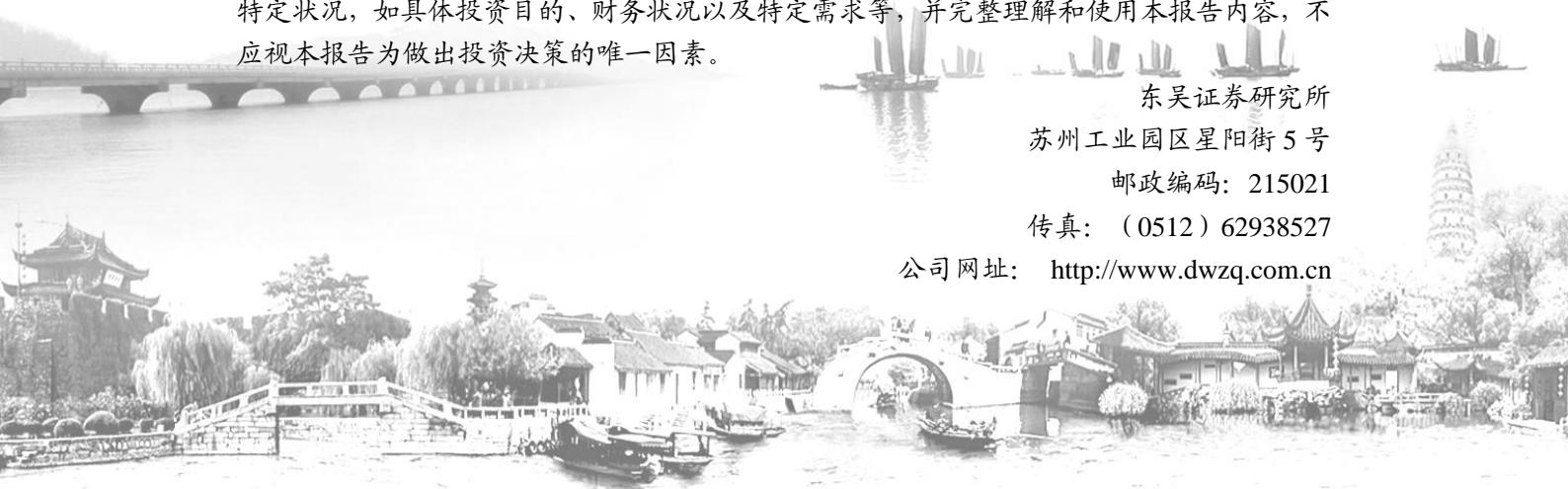
公司投资评级：

- 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>