

## 宏观深度报告 20250507

# 转口贸易能否支撑二季度出口增长——兼论后续关注出口变化的几条线索

2025年05月07日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 李昌萌

执业证书：S0600524120007

lichm@dwzq.com.cn

### 相关研究

《“稳市场稳预期”政策发布提振资本市场信心》

2025-05-07

《货币政策变局：如何理解“降准降息”的逻辑》

2025-05-06

### ■ 转口贸易的两种形式

- 其一是出口商品属于最终产成品，仅在中转国的港口或保税仓库进行存储、分类、再包装等工序，这种方式更多的适用于劳动密集型产品，如纺织服装、家具和玩具等；
- 其二是出口商品属于原材料或中间品，在中转国进行加工或组装等相关工序，使中间品的形态及用途等发生实质性改变，这种方式更多的适用于技术密集型产品，如手机、汽车等。

### ■ 美国或通过原产地规则限制转口贸易

- 而无论是通过何种形式，转口贸易能否顺利进行的一个核心关键点是原产地规则，如果出口商品在经过转口贸易后仍旧被认定为原产地属于我国，那就意味着我国出口商品无法通过转口贸易规避关税的影响。
- 相较于其他国家和地区，美国本身对于原产地认定便更为苛刻，尤其在优惠原产地原则下，从墨西哥或加拿大进口转口贸易的货物更加难以通过原产地认定。而在本轮对等关税落地后，为限制他国通过转口贸易出口商品到美国，美国海关于4月15日启用全新的原产地核查系统，从升级审查标准与流程、明确重点监管对象和制定严格监管措施出台了一系列举措，后续各国通过转口贸易出口货物到美国的渠道或面临更大风险与挑战。

### ■ 上轮贸易摩擦以来我国转口贸易出口增量约占出口总额的8.4%，对应2024年我国转口贸易规模约在3001亿美元

- 考虑到地理位置及劳动力成本等多方面因素，东盟更加适合我国进行转口贸易，因此我们以东盟为例，测算我国对东盟转口贸易的占比，以衡量我国整体转口贸易的比重。
- 首先，我们测算了2018年中美贸易摩擦以来HS2位分类下我国对东盟出口以及美国从东盟进口商品的年均增速，若我国对东盟出口商品的年均增速与美国从东盟进口商品的年均增速差值小于5%，则可以认为这些行业存在对美转口贸易。从结果来看，转口贸易主要存在于机械设备、电子设备、家具、钢铁、玩具、化学品、塑料及其制品等行业，而这些行业均为2018年美国重点对我国加征关税的行业，从逻辑上讲符合转口贸易规避关税的目的。
- 其次，在得到以上行业后，我们以这些行业在2020年（香港被取消出口优惠待遇）后对东盟出口值与历史趋势值的偏离值衡量其通过东盟转口贸易的规模。粗略估算，我国2021年、2022年和2024年对东盟的转口贸易分别约为546亿美元、538亿美元和289亿美元，分别占当年我国对东盟出口的比重分别为11.3%、9.5%和4.9%。
- 最后，若以2021年、2022年和2024年这些行业对东盟出口与历史趋势偏离值的累计值占对我国这三年对东盟出口的比重衡量我国转口贸易占出口的比重，则对应我国对转口贸易额占全部出口额的比重约为8.4%，对应2024年我国转口贸易规模约在3001亿美元。
- 此外，我们可以从全球价值链视角对我国转口贸易的规模进行佐证。从美国进口的角度出发，2022年美国从中国进口金额占比为16.5%，而美国从中国获得的增加值占比为19.4%，而与2018年相比，2022年美国从中国进口金额占比降低了4.7个百分点，从中国获得的增加值占比反而增加了2.7个百分点。从以上数据可以看出，2018年以来我国产品部分通过加工后经转口贸易出口至美国，因此最后出口到美国的产品中，增加值由我国贡献，而出口额则体现在其他国家和地区，且从2018年

到 2022 年变化来看，我国对美国转口贸易规模约占美国进口规模的 7.4% 左右，即 2024 年我国对美国转口贸易规模约为 3040 亿美元，与前文测算方法较为接近。

## ■ 后续关注出口变化的几个线索

### (1) 对等关税落地后“抢转口”较为明显

- ▶ 自 4 月 9 日对等关税正式落地以来，我们可以看到出口端出现了明显的“抢转口”现象，主要得益于美国在同日宣布对其他 75 个国家给予 90 天的关税豁免。具体数据来看，一方面，我国对美直接出口出现明显下滑，截至 2025 年 5 月 1 日，由我国发往美国的集装箱船数（15 日滚动）较 4 月 9 日下滑达 33.8%；另一方面，我国出口货物总量仍保持相对平稳，无论是从二十大港口离港船舶载重吨数还是从重点监测港口货物吞吐量数据来看，均呈现 4 月 9 日对等关税落地后首周回落，而后两周明显反弹的趋势，且从绝对值来看均明显高于对等关税落地前的水平。两方面数据一定程度上体现出我国短期明显出现了“抢转口”行为。
- ▶ 而东盟国家港口数据的变化进一步佐证了我国“抢转口”的行为。包括印尼、越南等在内的东南亚国家 4 月港口出入境船舶数量同比增速均较 3 月份出现明显改善，其中越南港口出入境船舶数量同比增速分别由 3 月的 3.2% 和 -0.6% 大幅增长至 4 月的 24.0% 和 26.3%。

### (2) 美方态度松动下航运价格开始回暖

- ▶ 近期，美方对华加征关税的强硬态度开始逐步松动，4 月 22 日，特朗普声称不会对中国采取“强硬态度”，关税不会一直高达 145%，美国财政部长贝森特也认为中国与美国在关税问题上的僵局将会缓和。而 5 月 2 日，商务部也回应称美方近期多次主动传递谈判意愿，并会进行相关评估，后续若中美关税谈判出现实质性进展，对于我国二季度及全年出口增速均会形成明显利好。
- ▶ 而中美关税谈判缓和的预期在航运价格上已经有所体现，从集装箱运价指数来看，在我国集装箱运价指数整体趋于下行的背景下，4 月末美西和美东航线出口集装箱运价指数均有所改善，在目前船运运力较为充足的情况下，运价的改善更多的反映出对美出口预期的好转，后续可继续观察运价指数改善的持续性。

### (3) 全年出口形势的三种情形判断

- ▶ 在乐观情形下，若中美贸易谈判在二季度有所缓和，且在年内加征的对等关税逐步被取消（因芬太尼问题被加征的 20% 关税仍存在），则预计对我国全年出口增速的影响大约在 2.7%，对应拖累 GDP 增速约 0.6%；
  - ▶ 在中性情形下，若美方维持对中国对等关税，但并不严格限制转口贸易，在 90 天豁免期内转口贸易或对我国出口增速有所支撑，则预计对我国全年出口增速的影响大约在 5.2%，对应拖累 GDP 增速约 1.1%；
  - ▶ 在悲观情形下，若美方维持对中国对等关税，且严格限制转口贸易，在此情境下我国转口贸易规模难以增长，则预计对我国全年出口增速的影响大约在 7.3%，对应拖累 GDP 增速约 1.5%。
- 风险提示：(1) 考虑到对其他国家和地区转口贸易比例可能较东盟偏低，则转口贸易测算数据可能存在一定高估；(2) 美国关税政策不确定性仍较高，中美关税谈判达成共识或需较长时间；(3) 测算基于较多假定，且基于历史数据，可能存在一定误差。

## 内容目录

1. 转口贸易能否支撑二季度出口增速 .....	5
1.1. 转口贸易的概念及形式.....	5
1.2. 如何测算我国转口贸易的规模.....	7
2. 后续关注出口变化的几个线索 .....	11
2.1. 对等关税落地后“抢转口”较为明显.....	11
2.2. 美方态度松动下航运价格开始回暖.....	12
2.3. 全年出口形势的三种情形判断.....	13
3. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1:	2024 年较 2018 年我国出口份额变化 (pct)	7
图 2:	2020 年以来对东盟转口贸易明显提升 (亿美元)	8
图 3:	2020 年以来对拉美转口贸易明显提升 (亿美元)	8
图 4:	转口贸易多集中于劳动密集型行业 (%)	8
图 5:	对东盟转口贸易额的估算 (亿美元)	9
图 6:	全球价值链视角下我国对美出口贡献大于传统贸易视角 (%)	10
图 7:	对等关税落地后发往美国的集装箱船数明显减少	11
图 8:	二十大港口离港载重保持平稳 (吨)	11
图 9:	重点港口货物吞吐量回落后再度回升 (百万吨)	11
图 10:	4 月东南亚出入境船运数量较 3 月大幅提升 (%)	12
图 11:	集装箱运价综合指数仍在回落	13
图 12:	美国航线指数以趋于平稳并反弹	13
图 13:	不同情形下关税变化对我国出口和 GDP 增速的影响 (%)	14
表 1:	近期美国对华关税态度发生明显变化	12

## 1. 转口贸易能否支撑二季度出口增速

### 1.1. 转口贸易的概念及形式

转口贸易作为国际贸易中的一种重要形式，是全球贸易体系运行的一个重要枢纽，在促进资源优化配置、推动经济全球化进程中发挥着不可替代的作用。从概念来讲，转口贸易是指国际贸易中货物买卖订单的签订不直接在生产国与消费国间进行，而是分别与中转国进行开展，即在中转国发生了转口贸易。

转口贸易比较常见的有两种形式：

其一是出口商品属于最终产成品，仅在中转国的港口或保税仓库进行存储、分类、再包装等工序，并不改变贸易商品的形态及用途等，商品所属海关编码在此过程中也不发生变更。这种方式更多的适用于劳动密集型产品，如纺织服装、家具和玩具等；

其二是出口商品属于原材料或中间品，在中转国进行加工或组装等相关工序，使中间品的形态及用途等发生实质性改变，商品所属海关编码在此过程中也会发生变更，但此形式中商品的加工增值程度在多大程度上属于转口贸易需人为界定。这种方式更多的适用于技术密集型产品，如手机、汽车等，例如其核心零部件源自于我国，但生产过程可能在东盟、墨西哥等国家和地区进行。

而无论是通过何种形式，转口贸易能否顺利进行的一个核心关键点是原产地规则，原产地规则是指一国根据国家法令或国际协定所确定的原则制定并实施的，以确定生产或制造货物的国家或地区的具体规定。在美国本轮对等关税政策的大背景下，如果出口商品在经过转口贸易后仍旧被认定为原产地属于我国，那就意味着我国出口商品无法通过转口贸易规避关税的影响，因此原产地认定对于我国出口商品能否通过转口贸易规避关税的影响至关重要。

美国目前由美国海关和边境保护局（CBP）来进行出口到美国货物的原产地认定工作，而在美国联邦法规中关于原产国的定义是“商品的制造国、生产国、或产生实质性改变的加工国”，也就说对于转口贸易的商品而言，其在转口国需要经过加工、增值等工序产生实质性改变，才能使转口国成为该商品的原产地，而实质性改变包括商品在生产过程中是否拥有与加工前所不同的新的品名、特征或用途等。

在 WTO 的原产地规则协议下，美国的原产地规则分为优惠原产地规则和非优惠原产地规则。其中优惠原产地规则适用于与美国签署国际贸易协定的国家和地区，如美加墨协定等；而非优惠原产地规则则适用于最惠国或正常贸易涉及的国家和地区以及政府采购等。

在优惠原产地规则下，以美加墨协定为例，其在地原产地认定时往往采用税则改变原则与区域增值原则。税则改变原则是指，若某进口于中国的产品在墨西哥或加拿大加工后其 HS 编码（或其他海关编码）对应的税号发生了改变，则可认为该产品原产地属于

墨西哥或加拿大，而并非中国。区域增值原则是指，以生产成本衡量某产品的生产过程，其在墨西哥或加拿大的生产成本比例需达到一定比重。从优惠原产地原则下，因产品往往享受关税优待，因此其原产地认证更加严格，对于使用中国或来自于其他国家的非原产成分限制相对更多。

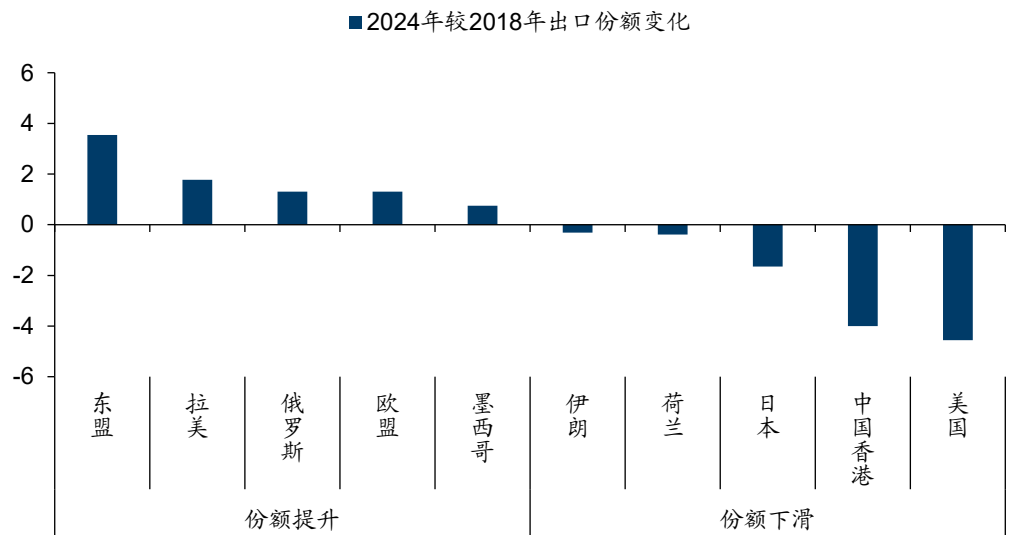
在非优惠原产地原则下，原产地认定时采用完全获得和实质性改变原则。完全获得原则指某产品的生产和制造完全属于同一国家，在目前全球供应链发展较为完善的背景下，该情形出现相对较少；实质性改变原则指商品在生产过程中是否拥有与加工前所不同的新的品名、特征或用途等，其在不同类别产品方面也有判断区别。

相较于其他国家和地区，美国本身对于原产地认定便更为苛刻，尤其在优惠原产地原则下，从墨西哥或加拿大进口转口贸易的货物更加难以通过原产地认定。而在本轮对等关税落地后，为限制他国通过转口贸易出口商品到美国，美国海关于4月15日启用全新的原产地核查系统，从升级审查标准与流程、明确重点监管对象和制定严格监管措施出台了一系列举措，后续各国通过转口贸易出口货物到美国的渠道或面临更大风险与挑战。

## 1.2. 如何测算我国转口贸易的规模

自特朗普 1.0 时期加征关税以来，我国出口的国别和地区结构发生了明显变化。2024 年，我国对美国、中国香港和日本的出口份额分别较 2018 年下滑 4.6 个百分点、4.0 个百分点和 1.7 个百分点，而流失的份额主要由东盟、拉美和俄罗斯所填充，其占我国出口份额分别提升了 3.5 个百分点、1.8 个百分点和 1.3 个百分点。

图1：2024 年较 2018 年我国出口份额变化（pct）



数据来源：ITC，东吴证券研究所

我国对美国和日本出口份额的流失均由于关税政策的调整，2017 年 8 月，美国对华发起 301 调查。随后的 2018-2019 年，美国对中国进口产品加征三轮关税，平均税率从 3.2% 提高到 19.3%，覆盖 66.4% 的中国进口产品，受加征关税影响部分商品对出口出现了永久性的流失；日本方面，从 2017 年开始日本便开始逐步取消针对中国等国家的特惠关税，最终日本财务省决定自 2019 年 4 月 1 日起不再给予中国输日货物普惠制关税优惠，其对我国出口日本的化工业和纺织业造成了一定冲击，尽管后续中日双边关税持续走低，但也造成了出口份额的长期流失。

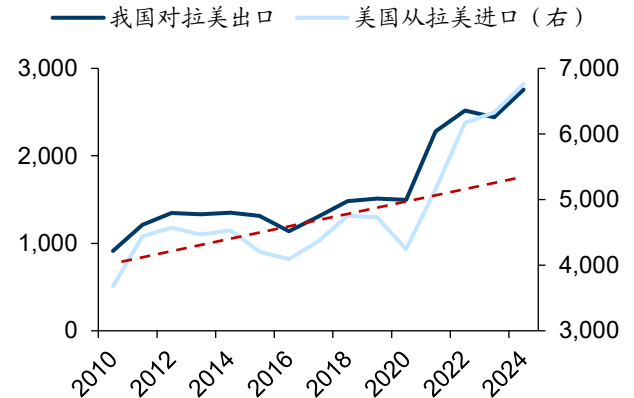
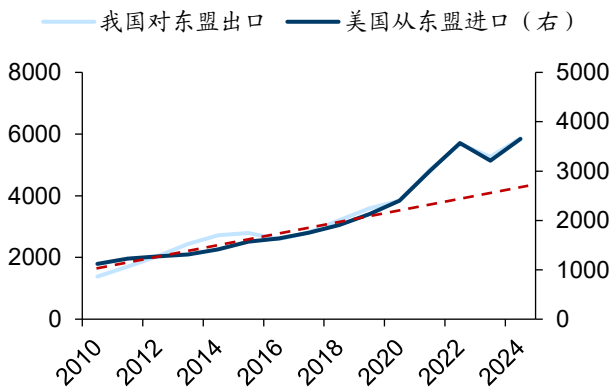
中国香港份额的减少和东盟、拉美以及墨西哥等地份额的增加则表征着我国转口贸易中转地的转移。长期以来中国香港都是我国转口贸易的主要中转地之一：一方面，内地出口到中国香港的货物大多免征出口税，另一方面，中国香港作为全球知名的自由贸易港，享受独立的特惠关税待遇，这使得中国香港在转口贸易方面有着得天独厚的优势，内地对中国香港的贸易差额也始终位于前列。而在 2020 年 6 月，美国商务部宣布取消香港的特殊地位待遇，暂停为香港提供优于中国内地的优惠待遇，此举对我国传统转口贸易造成了明显冲击，使得我国经由中国香港向美国的出口显著下滑。

在美国取消中国香港的特殊地位待遇后，我国转口贸易的主要中转地发生了显著转移，东盟和拉美等地成为了我国转口贸易的主战场。从下图可以看出，2020 年后我国对东盟和拉美的出口增长均超出了历史趋势水平，且同期美国从东盟和拉美的进口也以相

同的走势偏离了历史趋势水平，一定程度上印证了转口贸易的增长。

图2：2020年以来对东盟转口贸易明显提升（亿美元）

图3：2020年以来对拉美转口贸易明显提升（亿美元）



数据来源：ITC，东吴证券研究所

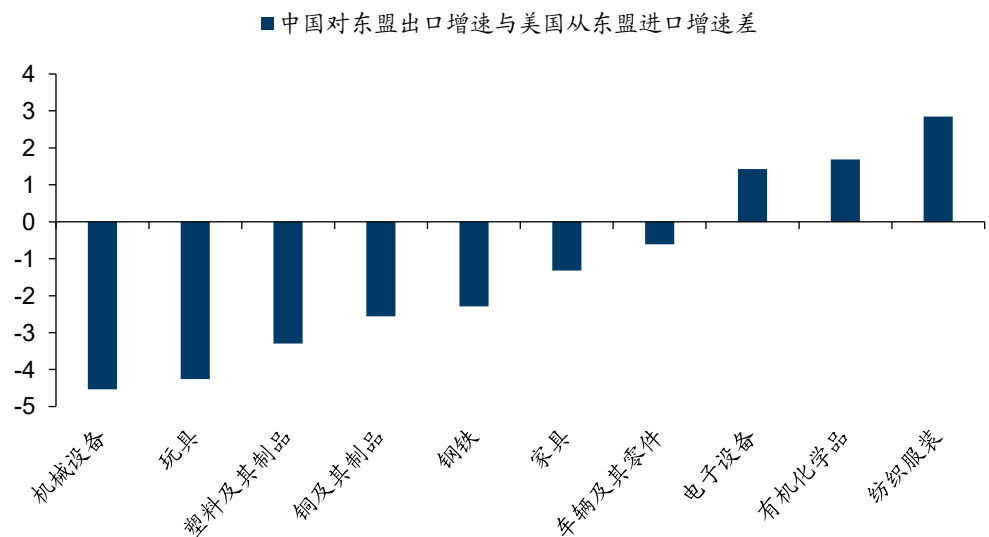
数据来源：ITC，东吴证券研究所

考虑到地理位置及劳动力成本等多方面因素，东盟更加适合我国进行转口贸易，因此我们以东盟为例，测算我国对东盟转口贸易的占比，以衡量我国整体转口贸易的比重。

首先，我们测算了2018年中美贸易摩擦以来HS2位分类下我国对东盟出口以及美国从东盟进口商品的年均增速，若我国对东盟出口商品的年均增速与美国从东盟进口商品的年均增速差值小于5%，则可以认为这些行业存在对美转口贸易。

从结果来看，在HS2位分类下，共有39个行业在2018年以来我国对东盟出口商品的年均增速与美国从东盟进口商品的年均增速差值小于5%，这些行业被认为存在对美转口贸易。其中主要包括机械设备、电子设备、家具、钢铁、玩具、化学品、塑料及其制品等行业，而这些行业均为2018年美国重点对我国加征关税的行业，从逻辑上讲符合转口贸易规避关税的目的。

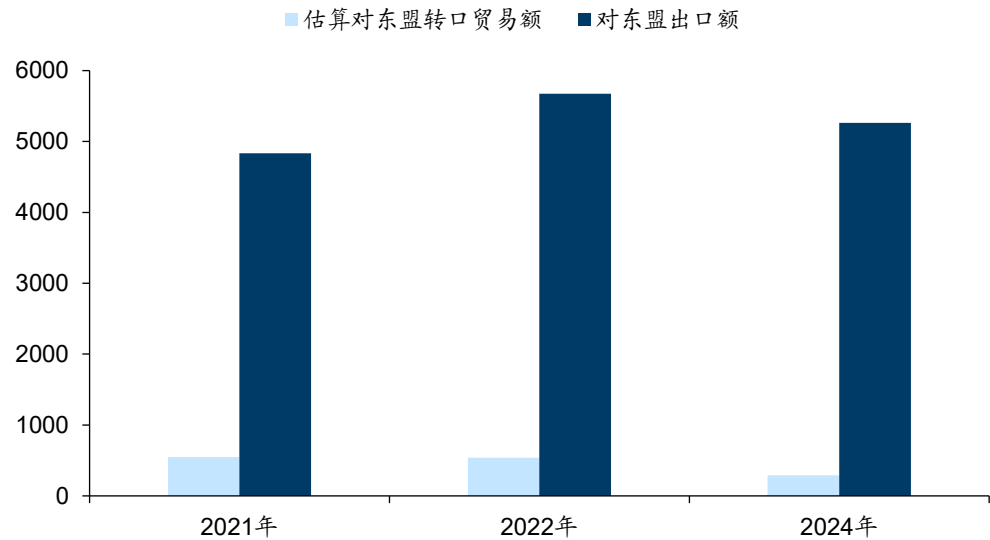
图4：转口贸易多集中于劳动密集型行业（%）



数据来源：ITC，东吴证券研究所

其次，在得到以上行业后，我们以这些行业在 2020 年（香港被取消出口优惠待遇）后对东盟出口值与历史趋势值的偏离值衡量其通过东盟转口贸易的规模。粗略估算，我国 2021 年、2022 年和 2024 年对东盟的转口贸易分别约为 546 亿美元、538 亿美元和 289 亿美元，分别占当年我国对东盟出口的比重分别为 11.3%、9.5%和 4.9%。

图5：对东盟转口贸易额的估算（亿美元）

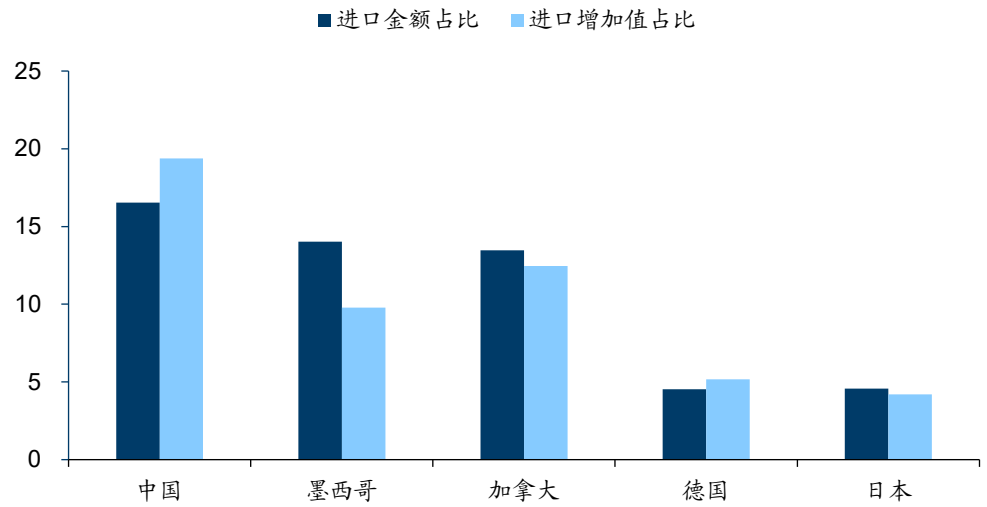


数据来源：ITC，东吴证券研究所

最后，若以 2021 年、2022 年和 2024 年这些行业对东盟出口与历史趋势偏离值的累计值占对我国这三年对东盟出口的比重衡量我国转口贸易占出口的比重，则对应我国对东盟转口贸易额占对东盟全部出口额的比重约为 8.4%，若以此比重衡量我国转口贸易占 GDP 比重，则对应 2024 年我国转口贸易规模约在 3001 亿美元，考虑到对其他国家和地区转口贸易比例可能较东盟偏低，则该数据可能存在一定高估。

此外，我们可以从全球价值链视角对我国转口贸易的规模进行佐证。从美国进口的角度出发，2022 年美国从中国进口金额占比为 16.5%，而美国从中国获得的增加值占比为 19.4%，对比之下 2022 年美国从墨西哥进口金额占比为 14.0%，从墨西哥获得的增加值占比为 9.8%。而与 2018 年相比，2022 年美国从中国进口金额占比降低了 4.7 个百分点，从中国获得的增加值占比反而增加了 2.7 个百分点。从以上几个数据可以看出，2018 年以来我国产品部分通过墨西哥加工后经转口贸易出口至美国，因此最后出口到美国的产品中，增加值由我国贡献，而出口额则体现在墨西哥等其他国家和地区，且从 2018 年到 2022 年变化来看，我国对美国转口贸易规模约占美国进口规模的 7.4% 左右，即 2024 年我国对美国转口贸易规模约为 3040 亿美元，与前文测算方法较为接近。

图6: 全球价值链视角下我国对美出口贡献大于传统贸易视角 (%)



数据来源: ADB, 东吴证券研究所

注: 数据为 2022 年

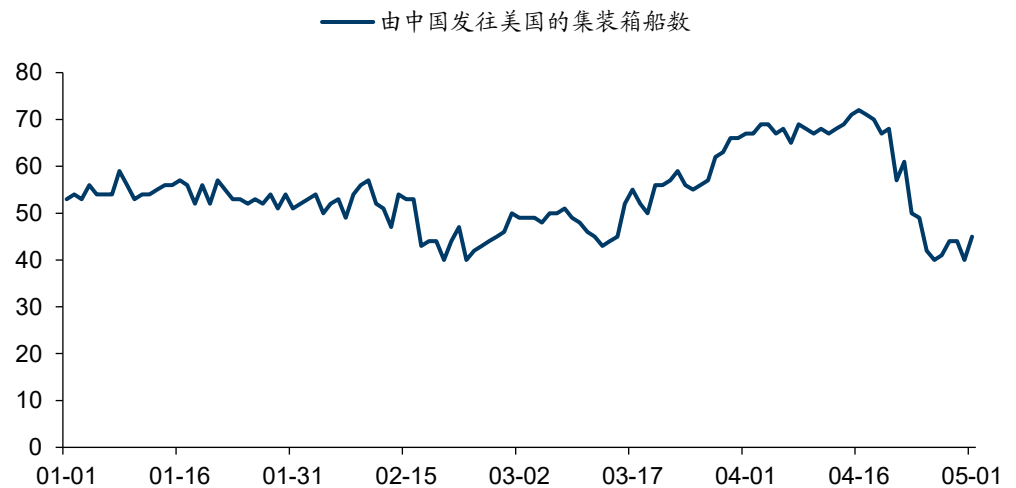
## 2. 后续关注出口变化的几个线索

### 2.1. 对等关税落地后“抢转口”较为明显

自4月9日对等关税正式落地以来，我们可以看到出口端出现了明显的“抢转口”现象，主要得益于美国在同日宣布对其他75个国家给予90天的关税豁免。

具体数据来看，一方面，我国对美直接出口出现明显下滑，截至2025年5月1日，由我国发往美国的集装箱船数（15日滚动）较4月9日下滑达33.8%；另一方面，我国出口货物总量仍保持相对平稳，无论是从二十大港口离港船舶载重吨数还是从重点监测港口货物吞吐量数据来看，均呈现4月9日对等关税落地后首周回落，而后两周明显反弹的趋势，且从绝对值来看均明显高于对等关税落地前的水平。两方面数据一定程度上体现出我国短期明显出现了“抢转口”行为。

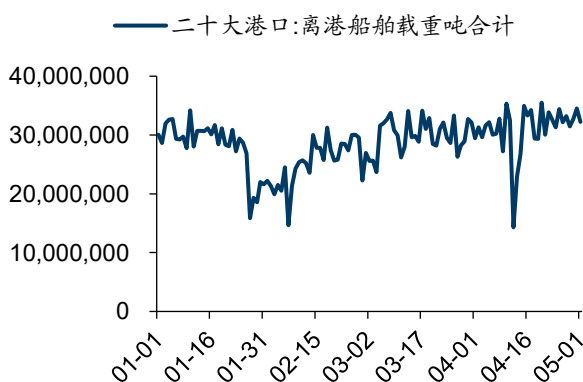
图7：对等关税落地后发往美国的集装箱船数明显减少



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

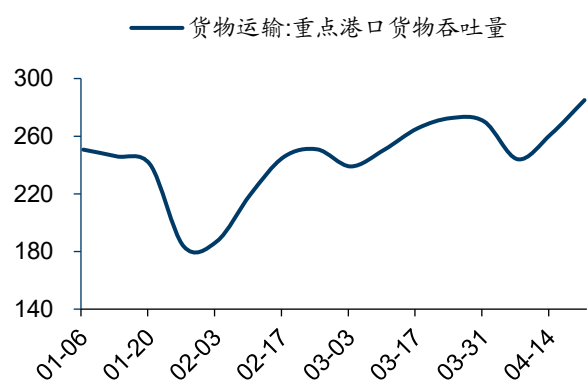
注：数据为指数，数据为2025年

图8：二十大港口离港载重保持平稳（吨）



数据来源：CEIC，东吴证券研究所

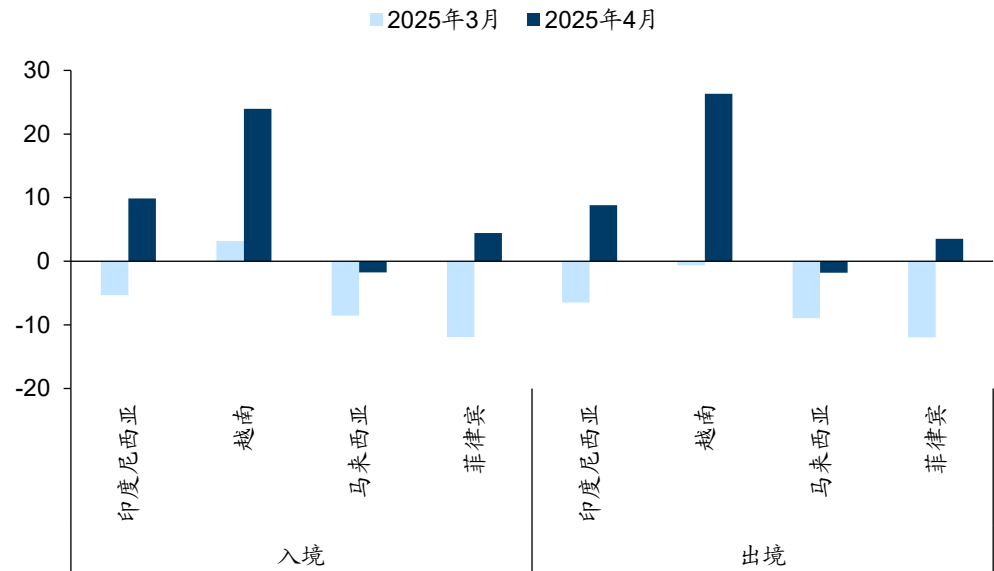
图9：重点港口货物吞吐量回落后再度回升（百万吨）



数据来源：交通运输部，东吴证券研究所

而东盟国家港口数据的变化进一步佐证了我国“抢转口”的行为。包括印尼、越南等在内的东南亚国家4月港口出入境船舶数量同比增速均较3月份出现明显改善，其中越南港口出入境船舶数量同比增速分别由3月的3.2%和-0.6%大幅增长至4月的24.0%和26.3%。

图10: 4月东南亚出入境船运数量较3月大幅提升(%)



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

## 2.2. 美方态度松动下航运价格开始回暖

近期, 美方对华加征关税的强硬态度开始逐步松动, 4月22日, 特朗普声称不会对中国采取“强硬态度”, 关税不会一直高达145%, 美国财政部部长贝森特也认为中国与美国在关税问题上的僵局将会缓和, 而4月26日《南华早报》的一篇报告中则提到沃尔玛方面通知部分中国制造业企业可以于近日恢复发货, 以上信息指向美国政府和企业或难以长期承受加征关税对美国带来的压力。而5月2日, 商务部也回应称美方近期多次主动传递谈判意愿, 并会进行相关评估, 后续若中美关税谈判出现实质性进展, 对于我国二季度及全年出口增速均会形成明显利好。

表1: 近期美国对华关税态度发生明显变化

日期	发言人	相关论述
2025/4/13	白宫经济顾问 凯文·哈塞	指责中国的廉价商品损害美国的利益。
2025/4/13	特朗普	指责中国等国家利用不公平贸易关系和非货币性关税壁垒“欺压”美国。
2025/4/15	特朗普	指责中国对美国农民的打压, 违背了中美达成的贸易协议
2025/4/22	特朗普	不会对中国采取“强硬态度”, 关税不会一直高达145%
2025/4/22	财政部长贝森特	中国与美国在关税问题上的僵局将会缓和。

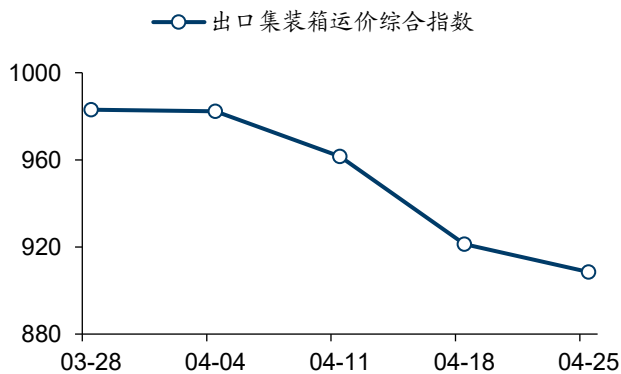
2025/4/29 财政部长贝森特

贝森特称中国有责任取消关税，但不愿透露双方是否进行直接谈判

数据来源：美国白宫、CNN 等，东吴证券研究所整理

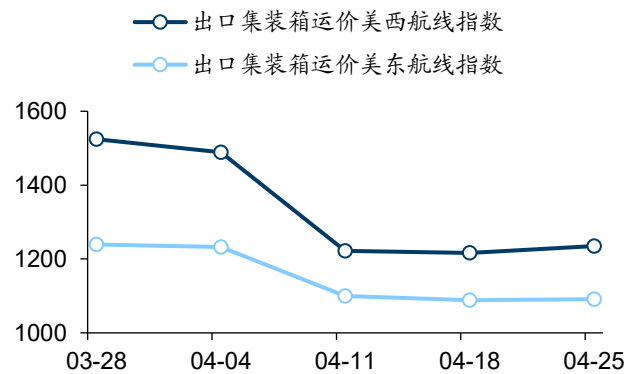
而中美关税谈判缓和的预期在航运价格上已经有所体现，从上海航运交易所和宁波航运交易所发布的出口集装箱运价指数来看，在我国集装箱运价指数整体趋于下行的背景下，4月末美西和美东航线出口集装箱运价指数均有所改善，在目前船运运力较为充足的情况下，运价的改善更多的反映出对美出口预期的好转，后续可继续观察运价指数改善的持续性。

图11：集装箱运价综合指数仍在回落



数据来源：宁波航运交易所，东吴证券研究所

图12：美国航线指数以趋于平稳并反弹



数据来源：宁波航运交易所，东吴证券研究所

### 2.3. 全年出口形势的三种情形判断

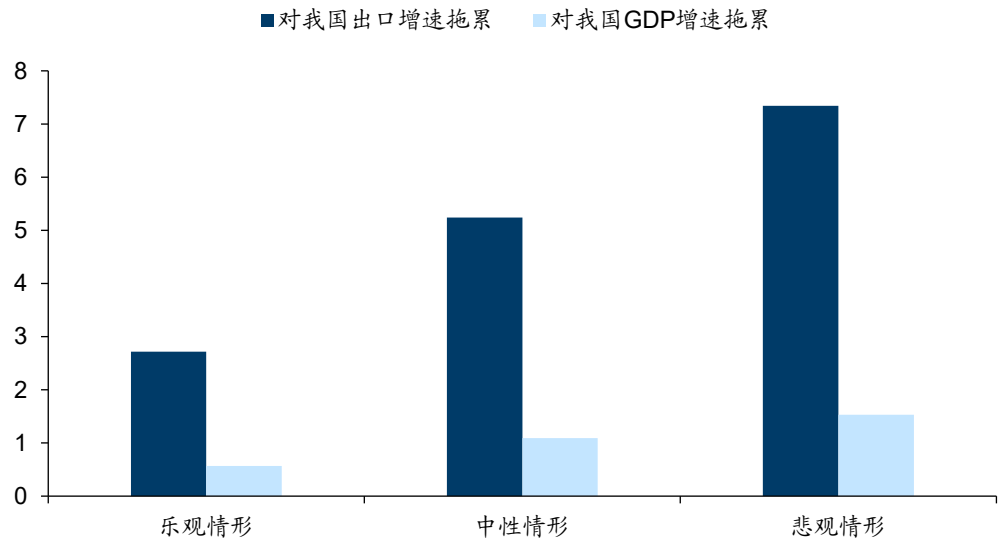
展望来看，我国全年出口仍主要取决于中美谈判进展及美方对与其他贸易伙伴关税及转口贸易的态度。

在乐观情形下，若中美贸易谈判在二季度有所缓和，且在年内加征的对等关税逐步被取消（因芬太尼问题被加征的20%关税仍存在），则预计对我国全年出口增速的影响大约在2.7%，对应拖累GDP增速约0.6%；

在中性情形下，若美方维持对中国对等关税，但并不严格限制转口贸易，在90天豁免期内转口贸易或对我国出口增速有所支撑，则预计对我国全年出口增速的影响大约在5.2%，对应拖累GDP增速约1.1%；

在悲观情形下，若美方维持对中国对等关税，且严格限制转口贸易，在此情境下我国转口贸易规模难以增长，则预计对我国全年出口增速的影响大约在7.3%，对应拖累GDP增速约1.5%。

图13: 不同情形下关税变化对我国出口和 GDP 增速的影响 (%)



数据来源: Wind、ITC, 东吴证券研究所测算

### 3. 风险提示

- (1) 考虑到对其他国家和地区转口贸易比例可能较东盟偏低, 则转口贸易测算数据可能存在一定高估;
- (2) 美国关税政策不确定性仍较高, 中美关税谈判达成共识或需较长时间;
- (3) 测算基于较多假定, 且基于历史数据, 可能存在一定误差。

## 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>