

宏观深度报告 20251117

关税风险缓释、出口韧性延续 ——2026 年度展望：中国外贸

2025 年 11 月 17 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

《需求延续降温，工业生产超季节性回落》

2025-11-16

《11 月非农料为美联储 12 月降息的关键变量》

2025-11-16

■ **核心观点：**今年以来，在特朗普政府关税政策频繁出台的背景下，我国出口持续超预期，保持了较强韧性，成为了支撑经济平稳增长的重要动力。展望明年，对美出口增速降幅料将获益于欧美财政货币双宽松以及 AI 投资周期的开启而较今年明显收窄，对我国出口增速的拖累预计将收窄约 2 个百分点；对非洲、东盟等新兴经济体出口受中长期因素利好预计将保持较高增长，但在今年的高基数下对我国出口增速的贡献预计将收窄约 3 个百分点；对其他主要经济体出口增速预计将保持平稳增长，对我国出口增速的贡献变化不大。整体来看，明年我国出口预计仍将保持较强韧性，全年出口增速或录得 3%-4% 左右（2025 年出口增速预计在 4.5%-5%）。

■ 2026 年出口展望：风险缓释、韧性延续

➢ **关税对出口的扰动料将缓解：**出于中期选举以及财政创收等方面的诉求，明年美国关税政策预计仍将出现反复，但对华大规模加征关税并落地的可能性相对较低。即便在极端情况下，美国对我国再度加征高额的关税，我国亦可以通过出口多元化寻求在非美国国家和地区扩展需求增量，且对美出口份额已相对较低，加征关税的边际影响也会明显减弱。

➢ **欧美主要经济体财政货币双宽松，海外需求保持较强韧性：**展望 2026 年，欧美主要经济体的财政货币双宽松带来的经济修复料将延续，且在美联储持续降息以及美元贬值的预期下，全球金融条件的宽松也有助于缓解新兴市场经济体的债务压力，支撑海外需求保持较强韧性。

➢ **美国 AI 投资扩张带动相关出口需求：**25Q3 美股财报季期间，以亚马逊、微软为代表的科技巨头大幅提升未来的资本开支指引、全面押注 AI 产业浪潮。考虑到新一轮美国 AI 投资周期会带动全球半导体产业链的同步扩张，而我国在全球电力设备和半导体等相关产品占据较高出口份额，本轮美国 AI 投资周期扩张预计对我国出口仍将有明显提振。

➢ **非洲合作深化与基建投资带来的长期需求：**其一，去年以来我国实现了对全部 53 个非洲建交国 100% 税目产品零关税待遇，在促进非洲优质商品进入我国市场的同时进一步深化了中非经贸关系；其二，中国对非出口的高增长源于其交通、能源、通信以及港口等基础设施建设的长期需求，特别是近些年我国与非洲基建项目合作不断增多，相关资本品和中间品的出口需求集中释放；其三，较低的城镇化率水平以及高出生率下的人口红利将支撑非洲消费品市场的稳定增长，对我国对非消费品出口亦存在长期利好。

➢ **企业“出海”东盟对我国出口形成正反馈：**一方面，随着我国企业“出海”东盟的不断推进，产业链的逐步转移使得东盟对我国产业链上游相关中间品和资本品的需求同步提升，形成了“我国企业东盟建厂-从我国进口生产相关的资本品和中间品-我国企业东盟工厂生产产品再出口”的链条；另一方面，我国企业“出海”东盟后，更易获取当地优质的特殊资源及原材料，通过返销国内市场进行深度加工，再出口向第三方国家，亦能形成对我国出口的正向反馈。

■ **风险提示：**（1）美国关税政策仍具有较高不确定性，需进一步警惕美国加征额外关税的可能性；（2）美国经济超预期下行，对全球需求造成负面影响；（3）近期地缘政治冲突事件有所增多，需警惕全球贸易不确定性对我国出口的扰动。

内容目录

1. 2025 年出口回顾：与 2018 年求同存异	4
2. 2026 年出口展望：风险缓释、韧性延续	7
2.1. 关税对出口的扰动料将缓解	7
2.2. 欧美主要经济体财政货币双宽松，海外需求保持较强韧性	8
2.3. 对非洲和东盟出口持续增长的中长期逻辑	11
2.4. 2026 年全年出口增速或录得 3%-4%	15
3. 风险提示	16

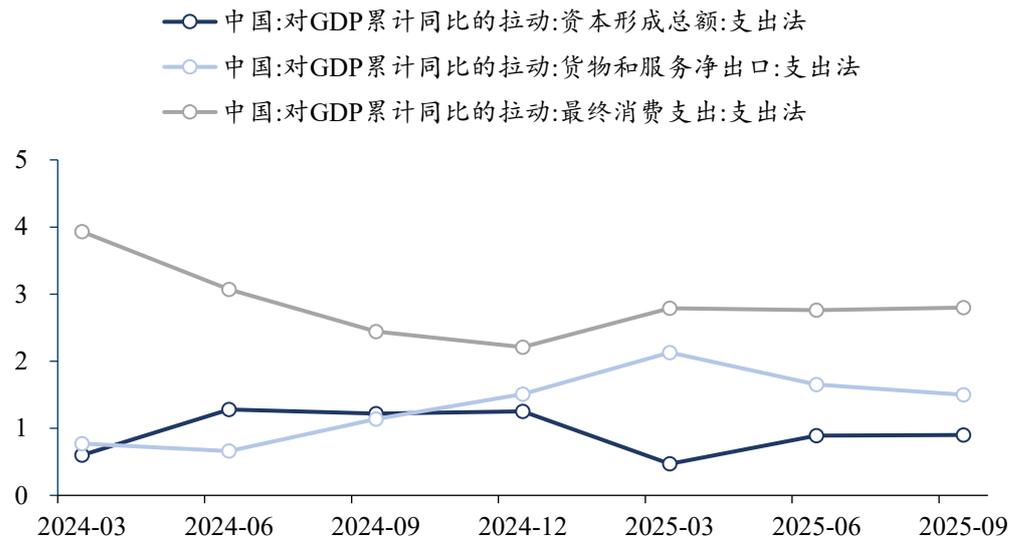
图表目录

图 1:	去年以来净出口对经济增长的拉动明显提升 (%)	4
图 2:	2018 年对美份额的下滑主要由东盟填补 (pct)	5
图 3:	今年对美份额的下滑难以用转口解释 (pct)	5
图 4:	2018 年-2019 年我国分国别出口同比增速 (%)	5
图 5:	2025 年我国分国别出口同比增速 (%)	5
图 6:	今年前三季度出口结构继续优化 (%)	6
图 7:	劳动密集型产品出口比重延续下行 (%)	6
图 8:	中间品和资本品出口比重持续提升 (%)	6
图 9:	今年以来对美出口下行拖累我国整体出口增长 (%)	7
图 10:	对美贸易顺差有所收窄 (亿美元)	8
图 11:	对美出口份额进一步下行 (%)	8
图 12:	美国贸易政策不确定性明显下行	8
图 13:	今年以来主要经济体降息幅度 (BP)	9
图 14:	德国财政宽松带动经济景气上行 (%)	9
图 15:	下半年东盟 PMI 逐月回暖 (%)	9
图 16:	美国 AI 相关进口需求在近几年有所上行 (%)	10
图 17:	美国五大厂商的资本开支趋势 (十亿美元)	10
图 18:	美国 AI 相关进口呈现去中国化趋势 (%)	11
图 19:	我国 AI 相关产业链出口占全球比重较高 (%)	11
图 20:	中非经贸关系持续改善 (%)	12
图 21:	我国对非出口中工程机械比重明显上升 (%)	13
图 22:	对南非出口结构 (%)	13
图 23:	非洲基础设施建设仍较落后 (占总人口比重, %)	13
图 24:	我国对非消费品出口保持较强韧性 (%)	14
图 25:	非洲国家城镇化率仍偏低 (%)	14
图 26:	非洲国家人口结构较为年轻 (%)	14
图 27:	对东盟直接投资流量比重持续上行 (%)	15
图 28:	对越南直接投资带动出口同步增长 (%)	15

1. 2025 年出口回顾：与 2018 年求同存异

今年以来，在特朗普政府关税政策频繁出台的背景下，我国出口持续超预期，保持了较强韧性，成为了支撑经济平稳增长的重要动力。截止今年前 10 个月，我国出口累计同比增长 5.3%，略高于去年同期的 5.2%，前三季度出口对 GDP 累计同比的拉动达到了 1.5%，在关税冲击下仍比去年同期对经济增长的拉动高出了约 0.4 个百分点。

图1：去年以来净出口对经济增长的拉动明显提升（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

在出口较强韧性的背后，是我国出口多元化进程的进一步提升。从出口国别结构来看，今年前三季度我国对美出口份额受关税影响下滑明显，较去年全年下滑约 3.3 个百分点，对欧盟出口份额受美欧关系不确定性的影响有所回升，从去年的 14.4% 回升至今年前三季度的 15.0%。此外，前三季度我国对中国香港、东盟、拉美和中亚等地区的出口份额均有一定提升。

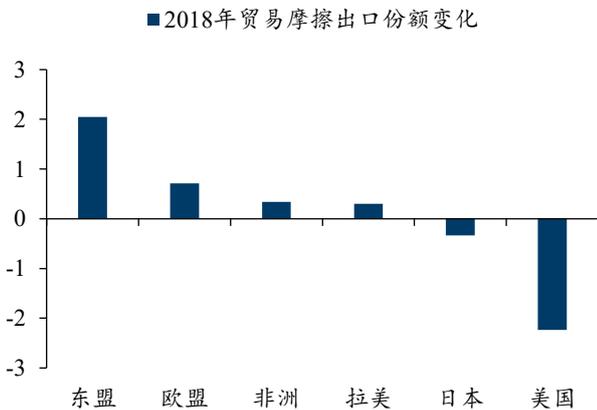
如果将今年与 2018 年中美贸易摩擦下我国出口份额的变化相对比，我们可以看到两轮贸易摩擦背后的同与异。

相同点在与，中美贸易摩擦下我国均呈现对美出口份额下滑，对欧盟、东盟、拉美等地区出口份额提升。其中前者是由于大国博弈下的出口替代，而后者则是由于转口贸易的存在。

不同点在于，2018 年中美贸易摩擦下对美出口份额的损失基本完全由东盟和拉美两个传统转口目的地覆盖（2017 年到 2019 年我国对美出口份额下滑 2.2 个百分点，对东盟、拉美出口份额分别提升 2.0 个百分点和 0.3 个百分点），而本轮贸易摩擦下我国对美出口份额的下滑仅有一半可以由东盟和拉美的转口贸易解释，更多是的是我国对于非洲、中亚等非美地区出口的扩张。

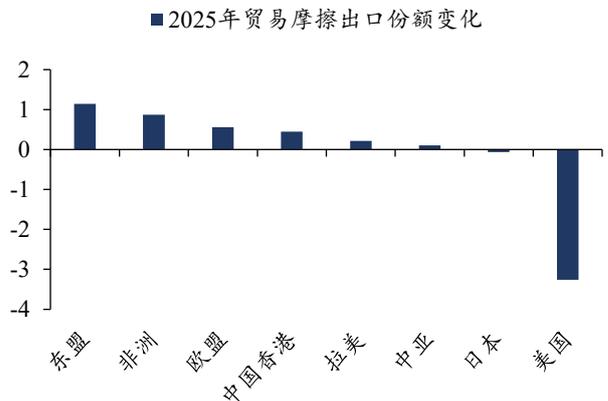
这一变化反映出在面临中美贸易脱钩的风险时，我国已经不再一味追求通过转口贸易等形式满足美国的最终需求，而是寻求在非美国国家和地区扩展需求增量。从另一个角度来看，本轮贸易摩擦以来我国对美国 and 传统转口目的地东盟、拉美的出口增速与对其他国家和地区出口增速的差值较 2018 年中美贸易摩擦期间要明显走阔，也进一步凸显出非美国国家正越来越多承接我国的出口需求。

图2：2018 年对美份额的下滑主要由东盟填补 (pct)



数据来源：Wind，东吴证券研究所
注：份额变化为 2019 年与 2017 年差值

图3：今年对美份额的下滑难以用转口解释 (pct)



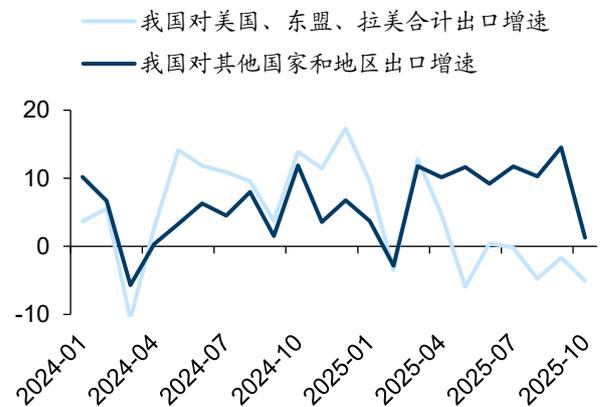
数据来源：Wind，东吴证券研究所
注：份额变化为 2025 年前三季度与 2024 年差值

图4：2018 年-2019 年我国分国别出口同比增速 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2025 年我国分国别出口同比增速 (%)



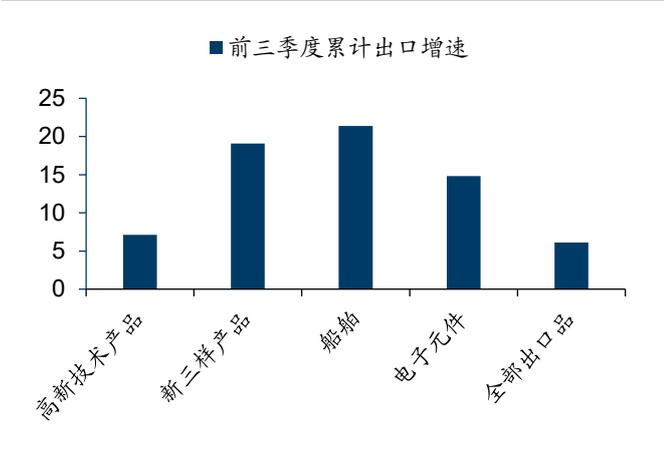
数据来源：Wind，东吴证券研究所

从出口产品结构来看，我国高技术制造业出口保持高速增长，高端制造业在全球竞争力不断增强。今年前三季度，我国高新技术产品出口累计同比增长 7.1%，高出整体出口增速 1 个百分点，其中“新三样”、电子元件和船舶出口累计同比分别录得 19.1%、21.4%和 14.8%，体现出海外对我国高端制造业产品需求的快速提升。

而从广义分类来看，我国中间品和资本品出口比重的提升指向我国在上游原材料以及中游装备制造业零部件方面等技术和资源密集型产品竞争力的提升，而消费品出口比重的回落则表明我国服装、家具和玩具等传统低端劳动密集型产品正加速向低成本的海

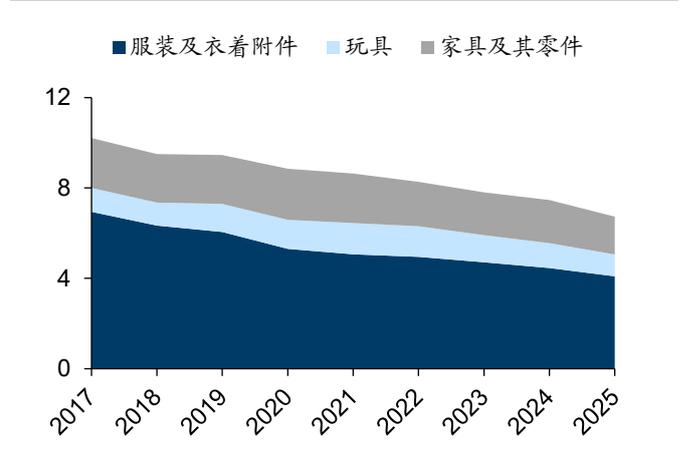
外经济体转移，出口结构的转型升级仍在继续。

图6: 今年前三季度出口结构继续优化 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

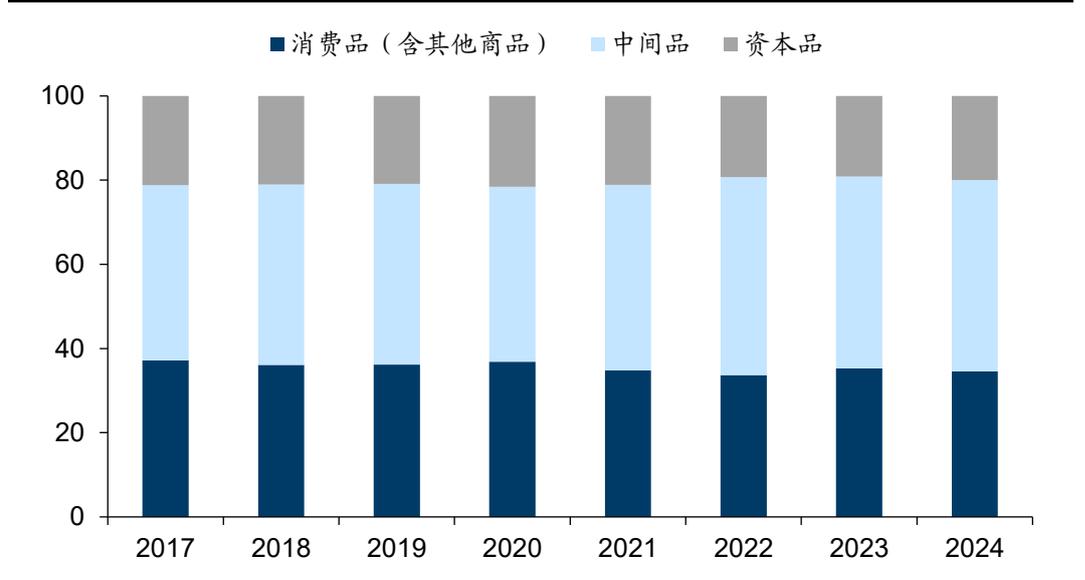
图7: 劳动密集型产品出口比重延续下行 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 2025 年数据截至 10 月份

图8: 中间品和资本品出口比重持续提升 (%)



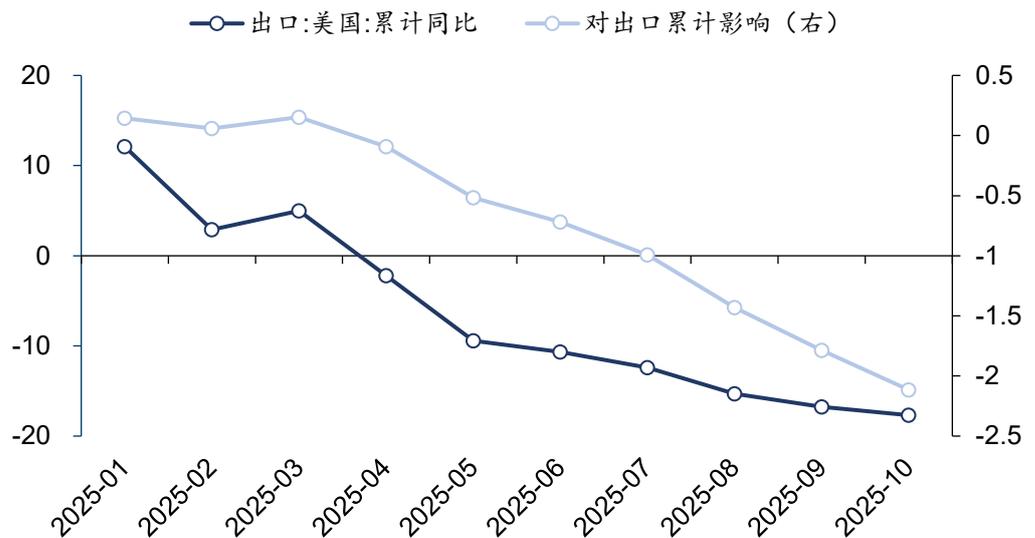
数据来源: UN Comtrade Database, 东吴证券研究所

2. 2026 年出口展望：风险缓释、韧性延续

2.1. 关税对出口的扰动料将缓解

今年以来，尽管我国整体出口增速保持平稳增长，但在关税影响下对美出口依旧出现了较大幅度下滑，前 10 个月我国对美出口累计同比录得-17.8%，对整体出口拖累约为 2.1 个百分点。而展望明年，在我国出口多元化进一步提速以及美国关税不确定性降低的预期下，关税对我国出口的扰动料将有所缓解。

图9：今年以来对美出口下行拖累我国整体出口增长（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

在美国对等关税加征以来，我国对美关税立场坚定，对美国关税政策均予以了及时反制，并通过稀土等关键资源的反制获得了谈判中的主动性。在此过程中，双方进行了包括日内瓦、伦敦等在内的五轮贸易谈判，并在 10 月份吉隆坡的会谈上取得了一系列成果，使得美国对我国加征的关税水平已降至与其他国家相近的水平。

展望明年，出于中期选举以及财政创收等方面的诉求，明年美国关税政策预计仍将出现反复，但考虑到：一方面，中美贸易谈判已形成“威胁—谈判—延期”循环往复的博弈逻辑；另一方面，截止目前美国已经与欧盟、韩国、日本以及越南等在内的多个东盟国家达成了贸易协定，带动美国贸易政策的不确定性整体下行。因此我们预计美国明年对华大规模加征关税并落地的可能性相对较低。

即便在极端情况下，美国对我国再度加征高额的关税，我国亦可以通过出口多元化寻求在非美国国家和地区扩展需求增量，且在我国对美出口份额已相对较低的背景下，加征关税对我国出口所带来的边际影响也会较今年明显减弱。

图10: 对美贸易顺差有所收窄 (亿美元)



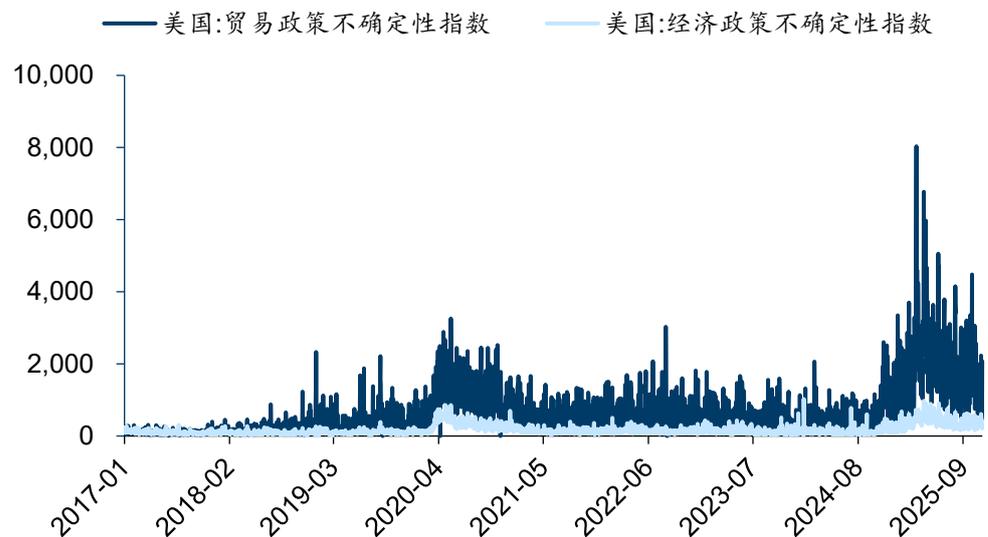
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 对美出口份额进一步下行 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 美国贸易政策不确定性明显下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

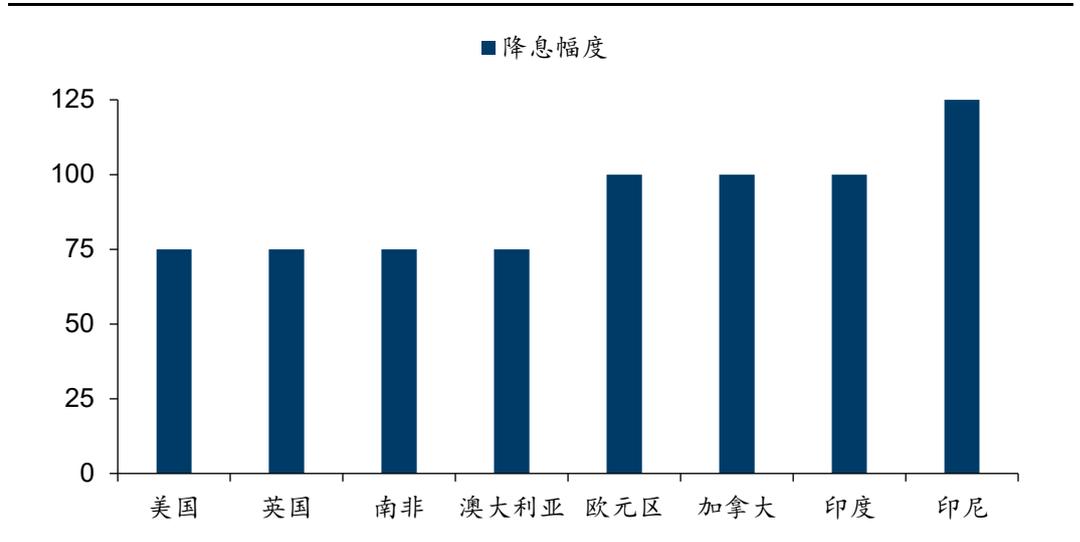
2.2. 欧美主要经济体财政货币双宽松, 海外需求保持较强韧性

2025年以来, 包括美国、英国和欧元区在内的多个主要经济体陆续进入降息周期, 叠加美国和德国等在内的财政扩张政策落地, 全球经济增长呈现温和复苏态势, 而展望2026年, 欧美主要经济体的财政货币双宽松带来的经济修复料将延续, 且在美联储持续降息以及美元贬值的预期下, 全球金融条件的宽松也有助于缓解新兴市场经济体的债务压力, 支撑海外需求保持较强韧性。

年初以来, 包括欧美、新兴市场在内的多个主要经济体在经济增长放缓的压力下进入降息周期, 美国和德国也推出了一系列宽财政政策支撑经济增长。在财政货币双宽松

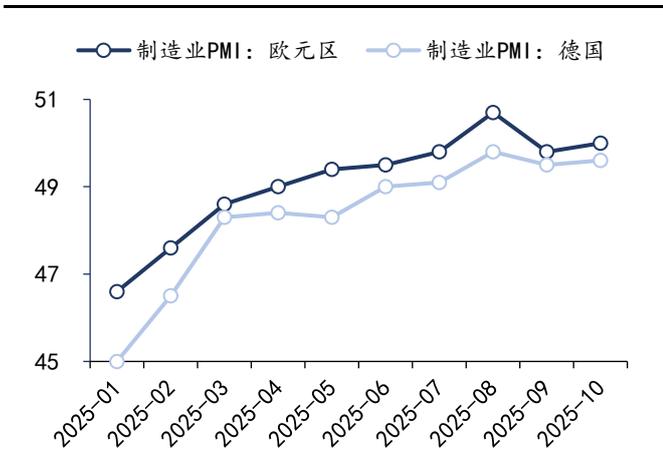
的带动下，全球经济在下半年呈现温和修复的态势，包括欧元区、东盟在内的主要国家和地区制造业 PMI 在三季度明显回暖，重新回到荣枯线以上，且趋势上呈现逐月修复的态势。

图13：今年以来主要经济体降息幅度（BP）



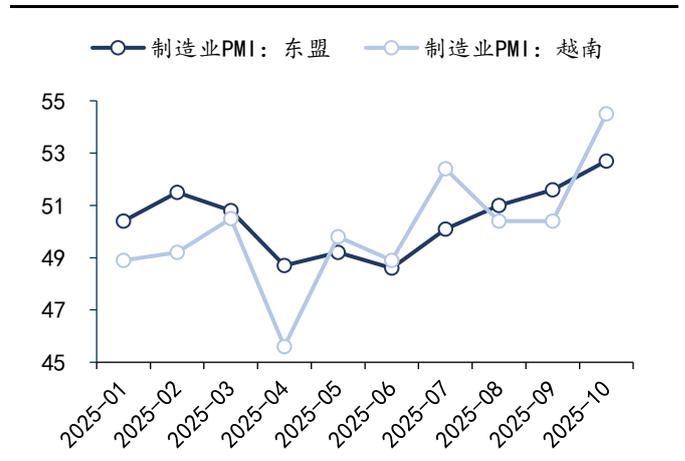
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14：德国财政宽松带动经济景气上行（%）



数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图15：下半年东盟 PMI 逐月回暖（%）



数据来源：CEIC，东吴证券研究所

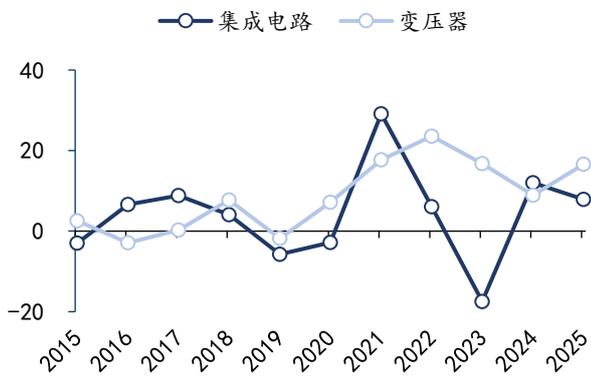
而展望明年：美国货币政策方面，尽管目前市场与美联储目前对明年降息预期仍存在一定分歧，但一致认为到 2026 年底美国仍将延续降息周期。而考虑到特朗普需要一个更低的利率环境，美联储也将借用关税冲突激化的契机落地更多的降息。我们预期当前到明年底美联储将总共降息 4 次，分别在今年 12 月、明年 6、9、12 月，这意味着美联储降息幅度不仅超市场预期，也会超经济所需（见报告《备战中选，迎接双宽——2026 年度展望：海外政策》）。而在美联储持续降息以及美元贬值的预期下，全球金融条件料将延续宽松，缓解新兴市场经济体的债务压力，支撑其需求保持平稳增长。

美国财政政策方面，7 月 4 日特朗普的《大美丽法案》正式立法落地，将在明年对

经济增长起到重要支撑作用。而考虑到：①临近中期选举，进一步宽松的财政更能刺激需求、拉动经济，同时对冲新增/存续关税的负面影响；②关税收入的增加与降息带来的财政付息压力的减少均能给宽财政提供资金来源，同时 2026 年中选前特朗普仍然掌控两院，美国可能在 2026 年落地更多宽财政的政策。

另一个值得关注的点在于美国 AI 投资扩张下对于电力设备和半导体等相关产业链需求的增长。25Q3 美股财报季期间，以亚马逊、微软为代表的科技巨头大幅提升未来的资本开支指引、全面押注 AI 产业浪潮，进一步拓展了市场对人工智能及其增长外溢效应的想象空间。

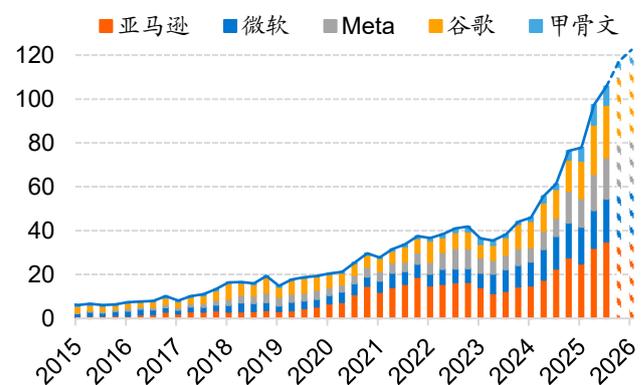
图16: 美国 AI 相关进口需求在近几年有所上行 (%)



数据来源: ITC, 东吴证券研究所

注: 数据为美国年度进口同比增速, 2025 年为前 7 个月累计同比增速

图17: 美国五大厂商的资本开支趋势 (十亿美元)



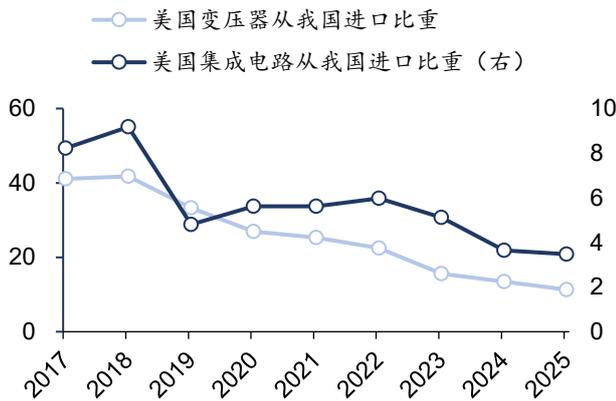
数据来源: 彭博, 东吴证券研究所整理

注: 虚线为今年四季度及明年一季度预测数据

从美国进口情况来看, AI 相关的电子设备和半导体等相关产品进口增速在近几年明显回暖, 指向前期 AI 投资对进口的需求正在持续释放, 而随着今年新一轮 AI 投资扩张周期的开启, 对相关产品的进口需求将进一步提升。

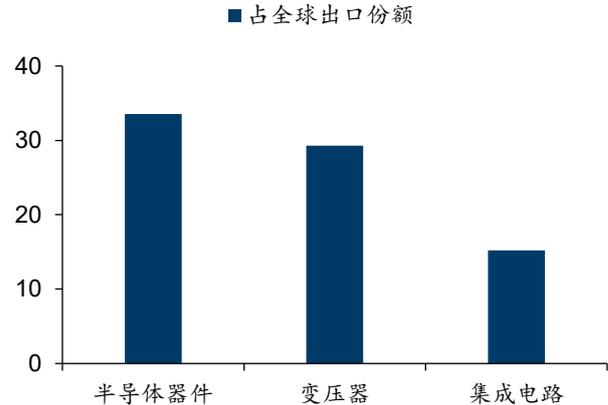
尽管美国在 AI 相关需求的进口方面在推进去中国化趋势, 美国从我国进口集成电路和变压器等相关产品的比重在近几年下滑明显。但考虑到新一轮美国 AI 投资周期会带动全球半导体产业链的同步扩张, 而我国在全球电力设备和半导体等相关产品占据较高出口份额, 本轮美国 AI 投资周期扩张预计对我国出口仍将有明显提振。

图18: 美国 AI 相关进口呈现去中国化趋势 (%)



数据来源: ITC, 东吴证券研究所
注: 2025 年数据为前 7 个月

图19: 我国 AI 相关产业链出口占全球比重较高 (%)



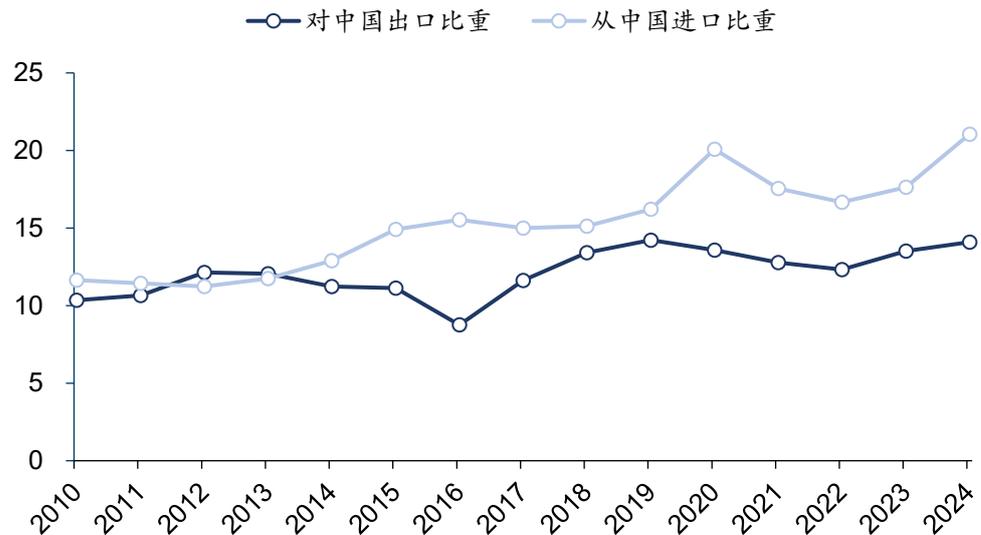
数据来源: ITC, 东吴证券研究所
注: 数据为 2024 年

2.3. 对非洲和东盟出口持续增长的中长期逻辑

今年以来,对东盟和非洲地区出口的增长是我国出口保持较强韧性的重要原因,从其驱动因素来看,对东盟和非洲地区出口的高速增长并非是美国加征关税背景下的偶然,而是我国企业“出海”、与“一带一路”沿线国家合作深化以及产品竞争力提升等多因素共振的结果。

非洲方面:其一,从去年开始中非关系进入更深层次的合作阶段。在去年 9 月份的中非合作论坛上,我国同 30 个非洲国家建立了或提升了战略伙伴关系,并完成了与非洲所有 53 个建交国战略伙伴关系“全覆盖”,此后在 12 月 1 日起,我国给予 33 个非洲最不发达国家 100% 税目产品零关税待遇,并于今年 6 月的中非合作论坛上将南非、尼日利亚、埃及等在内的其余 20 个非洲建交国家纳入了此框架,实现了对全部 53 个非洲建交国 100% 税目产品零关税待遇,在促进非洲优质商品进入我国市场的同时进一步深化了中非经贸关系。

图20: 中非经贸关系持续改善 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

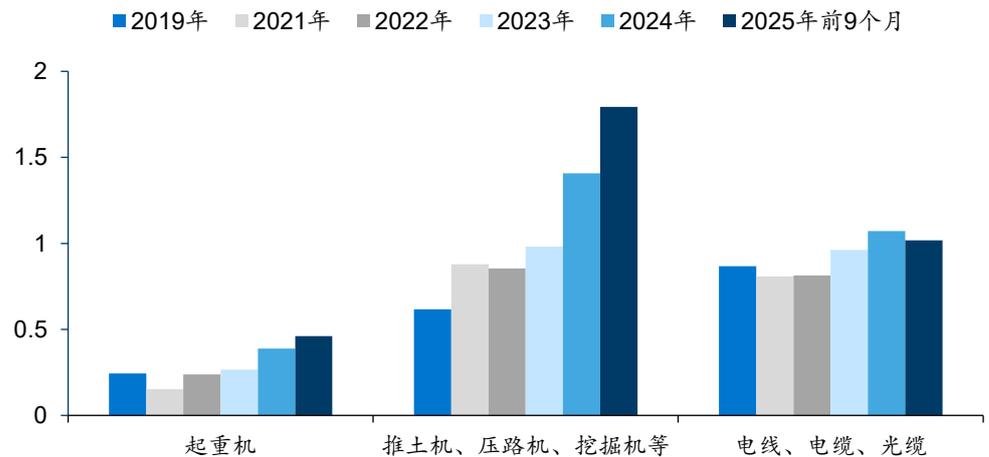
注: 数据为非洲地区对我国出口及从我国进口比重

其二, 中国对非出口的高增长源于其交通、能源、通信以及港口等基础设施建设的长期需求, 特别是近些年我国与非洲基建项目合作不断增多, 相关资本品和中间品的出口需求集中释放。

从近几年我国对非出口结构来看, 对非出口起重机、压路机和挖掘机等工程机械的比重明显上升, 特别是 2024 年中非合作论坛北京峰会的召开以及非盟《2063 年议程》开启第二个十年计划后, 对非出口基建相关工程机械的比重加速提升, 凸显出了非洲基础设施建设引致的大量需求。而截至目前, 非洲在通信基建、公路与港口基建等方面仍存在较大提升空间, 包括埃及、南非等在内的非洲主要经济体也计划推动大规模的基建计划, 叠加我国在 2024 年-2026 年间将向非洲提供包括 2100 亿元基建贷款在内的 3600 亿元资金支持, 巨大的基础设施建设需求将对我国工程机械以及上游原材料等在内的资本品和中间品出口形成支撑。

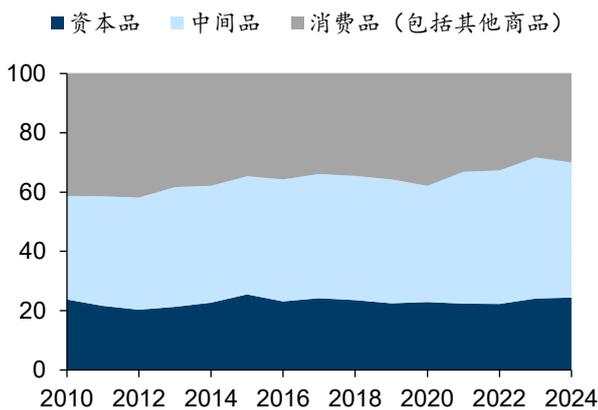
从中长期视角来看, 随着非洲基础设施的逐步完善, 非洲对于船舶、汽车等交运设备以及工业生产过程中用到的原材料和中间品等均会产生持续需求, 我国对非洲出口资本品和中间品的比重将得益于非洲工业化进程的推进而进一步提升。

图21: 我国对非出口中工程机械比重明显上升 (%)



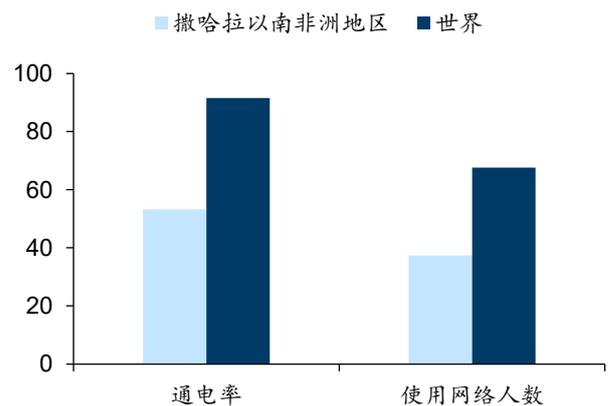
数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

图22: 对南非出口结构 (%)



数据来源: UN Comtrade Database, 东吴证券研究所

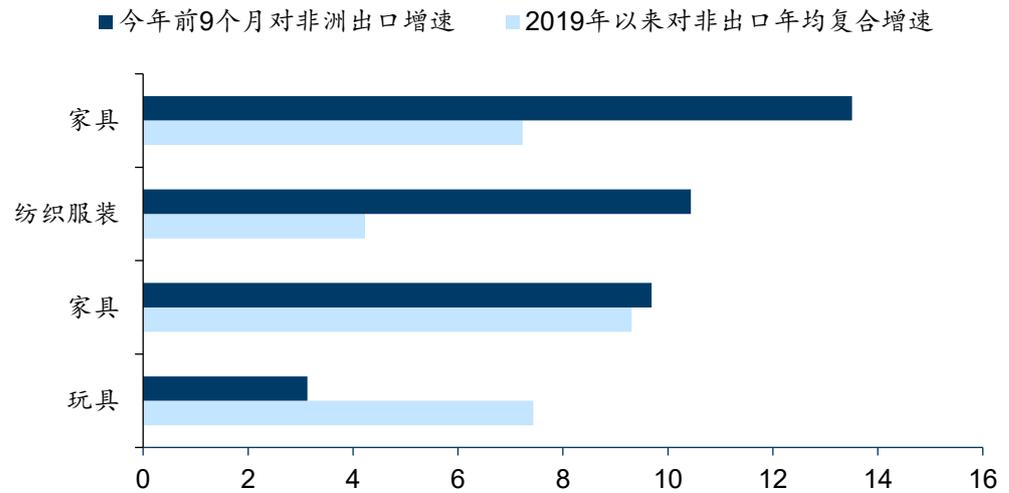
图23: 非洲基础设施建设仍较落后(占总人口比重, %)



数据来源: 世界银行, 东吴证券研究所

其三, 但值得注意的是, 对非消费品出口比重的下滑并不意味着我国对非出口消费品的竞争力在下滑。2019年以来我国对非出口家电、家具等消费品仍保持较高增速, 今年前9个月我国对非出口家电、家具和纺织服装累计同比增速分别录得13.5%、10.4%和9.7%, 均指向我国对非消费品出口的较强韧性。从非洲的角度来看, 较低的城镇化率水平以及高出生率下的人口红利将支撑非洲消费品市场的稳定增长, 对我国对非消费品出口亦存在长期利好。

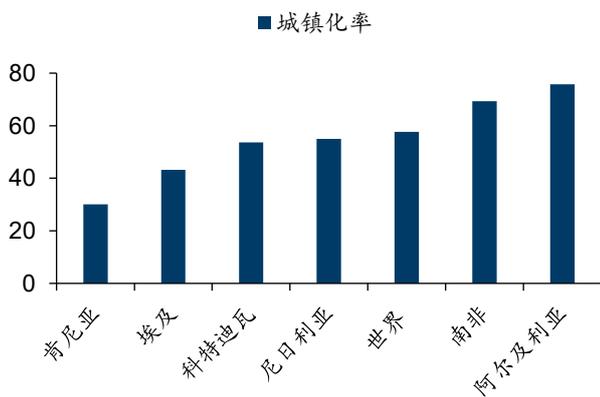
图24：我国对非消费品出口保持较强韧性（%）



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

注：家电包含洗衣机、空调、冰箱、电视机和电热水器

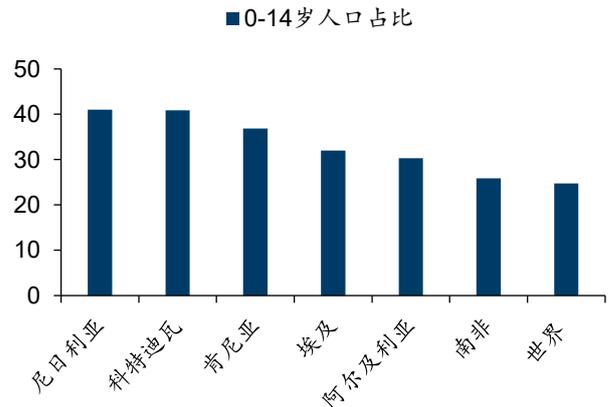
图25：非洲国家城镇化率仍偏低（%）



数据来源：世界银行，东吴证券研究所

注：数据为2024年

图26：非洲国家人口结构较为年轻（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

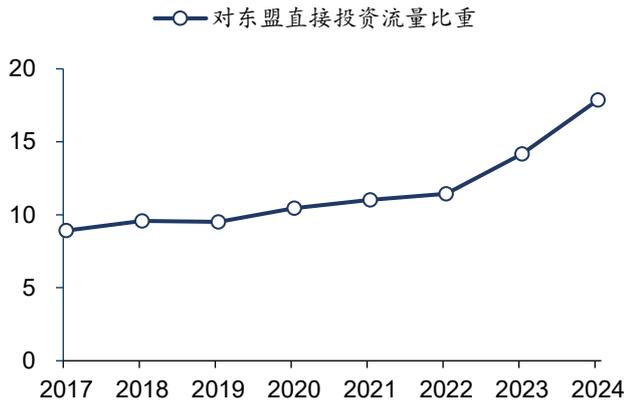
注：数据为2024年

东盟方面，在今年美国原产地认定规则趋严的背景下，转口贸易难以完全解释我国对东盟出口的高增长，企业“出海”东盟对我国出口正向反馈的逐步显现或是更为重要的驱动因素。

从我国对外直接投资流量来看，过去几年我国对东盟直接投资流量占比快速提升，2024年我国对东盟直接投资流量约为343.6亿美元，同比增长36.8%，占我国对外直接投资流量比重的约17.9%，是我国对外直接投资流量第二大目的地，而剔除我国港澳台地区后，对东盟直接投资流量占比高达45.4%，指向我国制造业企业出海东盟的势头强劲。以我国在东盟最大的贸易伙伴越南为例，我国对越南出口增速与对越南直接投资流量同比增速具有较高的一致性，反映出企业“出海”对我国出口的正反馈。

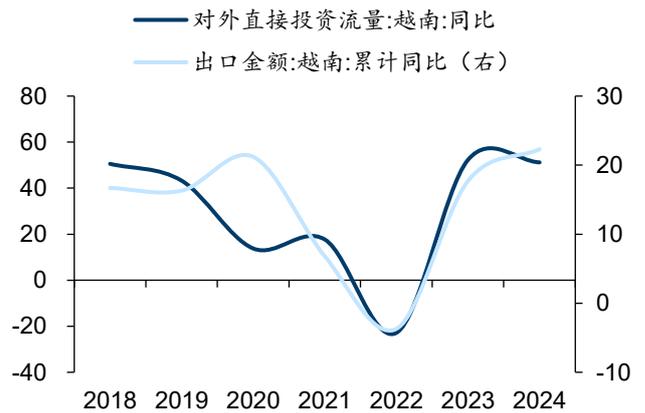
从其背后驱动因素来看：一方面，随着我国企业“出海”东盟的不断推进，产业链的逐步转移使得东盟对我国产业链上游相关中间品和资本品的需求同步提升，形成了“我国企业东盟建厂-从我国进口生产相关的资本品和中间品-我国企业东盟工厂生产产品再出口”的链条；另一方面，我国企业“出海”东盟后，更易获取当地优质的特殊资源及原材料，通过返销国内市场进行深度加工，再出口向第三方国家，亦能形成对我国出口的正向反馈。

图27: 对东盟直接投资流量比重持续上行 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图28: 对越南直接投资带动出口同步增长 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.4. 2026 年全年出口增速或录得 3%-4%

展望明年，对美出口增速降幅料将获益于欧美财政货币双宽松以及 AI 投资周期的开启而较今年明显收窄，对我国出口增速的拖累预计将收窄约 2 个百分点；对非洲、东盟等新兴经济体出口受中长期因素利好预计将保持较高增长，但在今年的高基数下对我国出口增速的贡献预计将收窄约 3 个百分点；对其他主要经济体出口增速预计将保持平稳增长，对我国出口增速的贡献变化不大。整体来看，明年我国出口预计仍将保持较强韧性，全年出口增速或录得 3%-4% 左右（2025 年出口增速预计在 4.5%-5%）。

3. 风险提示

- (1) 美国关税政策仍具有较高不确定性，需进一步警惕美国加征额外关税的可能性；
- (2) 美国经济超预期下行，对全球需求造成负面影响；
- (3) 近期地缘政治冲突事件有所增多，需警惕全球贸易不确定性对我国出口的扰动。

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>