

金融产品深度报告 20251202

黄金 ETF，2025 年 11 月复盘与 12 月展望

2025 年 12 月 02 日

投资要点

■ 市场表现回顾:

■ **走势复盘:** 2025 年 11 月沪金整体呈“震荡上行、区间抬升”走势，价格在月初震荡整理后逐步企稳回升。月初因通胀与就业数据延迟发布，政策预期更依赖美联储表态，部分官员偏鸽讲话使降息概率上调，金价获得支撑；月中就业数据高于预期、美元阶段性走强，使金价自区间上沿回落；月下旬政策口径再度转向温和，市场对 2025 年 12 月降息的定价进一步上行，叠加全球风险偏好波动，金价呈现修复态势。截至 2025 年 11 月 28 日，沪金主力合约整体保持台阶式上行结构，月内涨幅 3.53%。

■ **技术分析:** 截至 2025 年 11 月 28 日，沪金风险度达 71.67，处于中枢偏高区间，市场情绪保持积极。趋势结构上，快线向上穿越慢线，均线体系提供下方支撑，短线动能维持平稳。若后续在政策预期配合下突破区间上沿并伴随成交量放大，将增强中期上行动能；若美元指数阶段性反弹，则可能推动金价再度测试下方支撑带。

■ 事件驱动盘点:

■ **资产配置价值:** 降息预期是月内主导因素，官员表态、数据发布延迟与非农超预期共同推动市场对实际利率路径的反复调整。实际利率压降阶段为金价提供支撑，上修阶段带来短线扰动。

■ **货币价值:** 美元指数在通胀数据真空、就业强弱变化与避险情绪波动下呈现上行与回落交替，使黄金货币价值在月内呈阶段性受压。

■ **避险价值:** 俄乌局势与海外股市波动在月内多次触发避险需求。风险偏好下降阶段提供边际支撑，缓和阶段使黄金短线回吐涨幅。

■ **商品价值:** 贵金属内部联动偏强，白银供应偏紧与印度 ETF 资金流入提升板块关注度，叠加央行购金延续，为黄金的商品属性提供支撑。

■ 指数后市展望:

■ **关键事件前瞻:** 展望 2025 年 12 月，黄金走势仍将受美联储议息会议、补发通胀数据与地缘局势三方面主导。若通胀与就业数据延续回落，市场对降息预期保持稳定，实际利率有望继续下行；若俄乌局势或其他地缘风险出现扰动，避险需求仍可能阶段性升温。此外，美元指数在关键数据发布期可能出现波动，对金价节奏形成牵制。

■ **指数走势展望:** CME 利率期货显示市场对 2025 年 12 月降息 25bps 的预期约在 86% 附近，流动性预期偏向宽松。实际利率下行与美元信用波动交织，预计对金价形成持续支撑。若后续数据与政策信号继续指向温和环境，黄金有望保持震荡偏强运行；反之，若美元出现阶段性回升，金价可能维持高位区间整理。整体判断，短期运行节奏受政策与数据主导，中期趋势仍偏多头，关注区间上沿突破的持续性。

■ **相关 ETF 产品:** 华安黄金 ETF (518880.SH) 紧密跟踪国内黄金现货价格收益率，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化，截至 2025 年 11 月 28 日，该基金总市值达 906.31 亿元，当日成交额 215.58 亿元。

■ 风险提示:

1) 行业政策或监管环境突变；2) 宏观经济不及预期；3) 发生重大预期外的宏观事件。

证券分析师 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 唐遥衍

执业证书: S0600524120016

tangyk@dwzq.com.cn

相关研究

《每周宏观经济和资产配置研判——20251202》

2025-12-02

《国债买卖或重长期效应轻短期规模》

2025-11-30

内容目录

1. 市场表现回顾	4
1.1. 走势复盘.....	4
1.2. 技术分析.....	5
2. 事件驱动	6
2.1. 资产配置价值.....	6
2.2. 货币价值.....	8
2.3. 避险价值.....	9
2.4. 商品价值.....	10
3. 后市展望	11
3.1. 关键事件前瞻.....	11
3.2. 走势展望.....	12
3.3. 相关 ETF 产品	13
4. 风险提示	14

图表目录

图 1: SHFE 黄金 11 月走势（区间范围：2025/10/31-2025/11/28）5

图 2: SHFE 黄金风险趋势模型（2025/11/28）6

图 3: 2025 年 12 月 Fed 议息会议目标利率概率.....13

图 4: FOMC 议息表决点阵图13

表 1: 影响黄金资产配置价值事件总结.....7

表 2: 影响黄金货币价值事件总结.....9

表 3: 影响黄金避险价值事件总结.....10

表 4: 影响黄金商品价值事件总结.....10

表 5: 2025 年 12 月事件预告.....12

表 6: 华安黄金 ETF13

1. 市场表现回顾

1.1. 走势复盘

自 2025 年 10 月 31 日至 11 月 28 日，沪金整体呈“震荡上行”态势，价格在月初窄幅整理后逐步企稳走高。区间内，金价围绕 910-950 元/克区间运行，受政策预期变化与美元走势交替影响，呈现温和抬升格局，月内累积涨幅 3.53%。

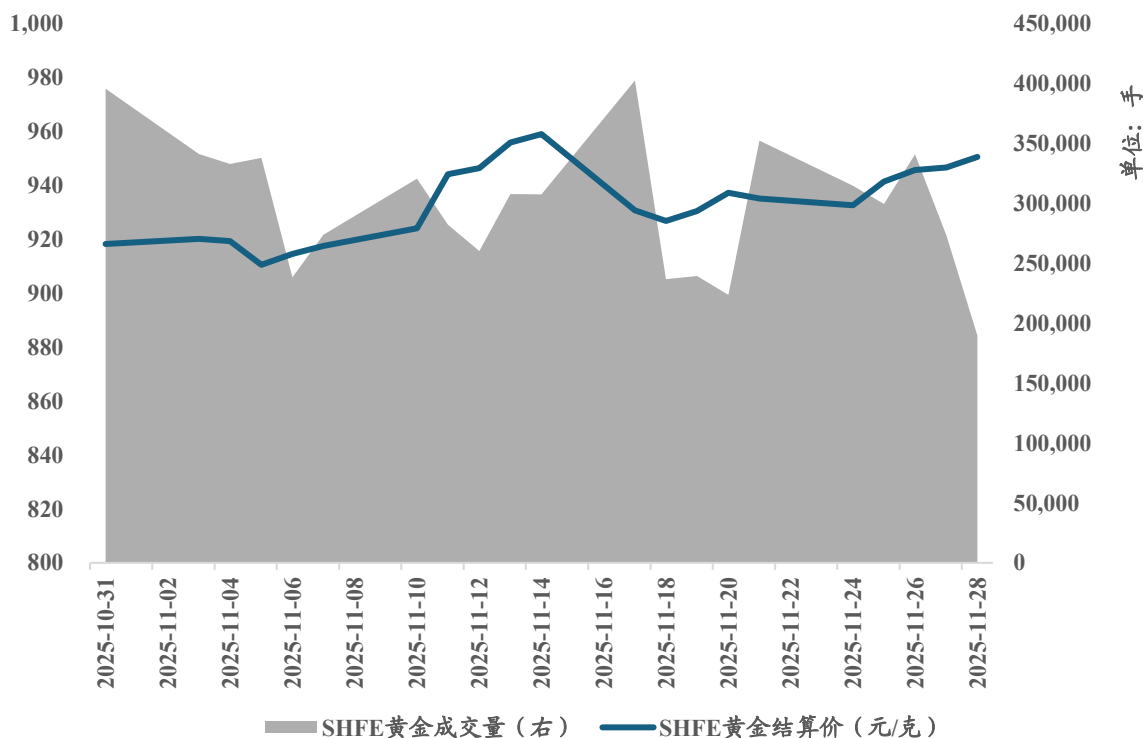
月初，市场对美国 10 月通胀、非农等核心数据的延迟发布保持关注，数据真空使政策定价更依赖美联储表态。部分官员提出可在年内进一步讨论降息，使市场重新上调 12 月降息的预期，金价在前期震荡后获得支撑，成交有所放量。期间美元指数高位震荡，贵金属整体以偏强整理为主。

月中，部分官员强调通胀仍需观察、过早降息或带来新的不确定性，使市场对政策转向的预期重新调整。叠加阶段性强于预期的就业数据，名义与实际利率短线回升，对黄金形成一定压制，金价一度自区间高位回落。与此同时，美元指数当周录得两周来较大的单日涨幅，进一步限制金价向上空间。

月下旬，政策口径再次趋于温和，一些理事指出前期就业可能被高估，并表达对年内调整政策的支持，市场对 12 月降息的定价重新上行。利率预期回落带动黄金机会成本下降，金价在前期调整后逐步修复。同时俄乌局势及美股波动推升市场避险情绪，使黄金在区间底部获得额外支撑，价格重新回到月内高位附近。

整体来看，11 月黄金价格在“降息预期—美元走势—避险情绪”三条线索下反复切换，运行节奏由政策预期主导，避险需求与贵金属内部联动提供辅助支撑。金价月内呈现台阶式缓升格局，市场对美联储政策与全球风险情绪的变化仍是驱动短期波动的关键因素。

图1: SHFE 黄金 11 月走势 (区间范围: 2025/10/31-2025/11/28)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.2. 技术分析

根据我们 2025 年 5 月 5 日发布的《技术分析系列: 双维框架研究之动能驱动与风险管控》研报, 技术分析主要从风险维度 (标的位置的相对高低) 与趋势维度 (动量的相对强弱) 进行判断。根据报告中定义的风险度指标 TR、济安线的慢线 JAX 与快线 TMP, 以及趋势指标 TREND, 构建局部顶和局部底的触发信号。

截至 2025 年 11 月 28 日, 沪金风险度达 71.67, 位于中枢上方但尚未进入高风险区间, 显示市场情绪温和偏积极。趋势维度上, 快线刚刚上穿慢线, 形成新的多头信号, 短期动量重新转强, 进入新一轮上涨窗口。结合整体趋势判断, 沪金当前处于中风险区, 短期趋势走高, 技术面已重新进入偏强运行区间。若后续风险度继续攀升并接近 80 以上, 则需警惕阶段性回调; 而若快慢线持续扩大开口, 则中期上行趋势有望进一步稳固。

图2: SHFE 黄金风险趋势模型 (2025/11/28)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 事件驱动

11 月黄金价格整体呈台阶式震荡上行走势, 四大价值属性交替主导价格节奏。资产配置层面, 通胀与就业数据因停摆延迟发布, 市场对政策路径更依赖美联储表态, 降息预期的上调与下修在月内多次切换, 实际利率成为推动金价运行的核心变量; 货币层面, 美元指数在数据真空、就业超预期与避险资金流动下呈现震荡走势, 对黄金货币价值形成阶段性压制; 避险层面, 美股波动与俄乌局势变化使风险情绪在月内经历数次起伏, 为黄金提供部分缓冲; 商品层面, 贵金属板块受白银走势和海外 ETF 资金流入带动保持活跃, 央行购金需求延续对金价形成中期支撑。整体来看, 11 月黄金在政策预期、美元波动与风险情绪的多重作用下维持震荡偏强格局, 价格韧性仍在。

鉴于研究样本涵盖跨市场信息, 需特别说明: 所有事件日期均以数据源所在地的当地时间为准; 因为时差因素, 美国数据常在北京时间盘后公布, 所以沪金当日涨幅无法完整反映事件冲击。为保证统计一致性, 在表格中已标注下一交易日的日期以及对应的指数表现; 若数据或新闻于上海期货交易所非交易日时间 (周末、假期或盘后) 披露, 则市场表现同样顺延至披露后首个交易日。

2.1. 资产配置价值

11 月黄金的资产配置价值主要由美联储降息预期的反复调整所主导。月初, 美联储官员偏鸽表态使市场重新抬升降息概率, 实际利率预期有所回落; 中旬, 部分官员强

调通胀仍需观察，叠加就业数据偏强，使降息预期被重新修正；月末，随着美联储官员表态再次偏向温和，市场对 12 月降息的定价进一步上行，黄金的资产配置价值随之有所修复。整体来看，11 月黄金围绕政策预期变动呈现区间震荡走势。

下文将系统梳理上述数据的结构特征、边际变化及其对风险溢价和情绪引导等的潜在冲击。

表1：影响黄金资产配置价值事件总结

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2025/11/11	为防止经济动能衰退，美联储理事呼吁 12 月降息	偏正向	(2025/11/11) 2.71%
2025/11/15	美联储鹰派论调高涨，表示非必要不降息	偏负向	(2025/11/17) -2.95%
2025/11/18	美联储降息前景受数据真空影响，国际金价延续跌势	偏负向	-0.43%
2025/11/20	美国 9 月非农就业人数增加 11.9 万，大幅高于预期	偏负向	(2025/11.21) -0.23%
2025/11/22	美国劳工局宣布不公布 10 月 CPI	中性偏正	(2025/11/24) -0.53%
2025/11/25	美联储理事沃勒表示支持 12 月降息，并表示 9 月非农数据可能会被下修	偏正向	0.95%
2025/11/28	美联储 12 月降息 25 个基点概率升为 86.9%	偏正向	0.41%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【美联储理事呼吁考虑 12 月降息】

点评：11 月上旬，部分理事在公开场合提出可在经济动能放缓的情况下讨论降息，以避免经济进入更被动的调整阶段。市场据此重新上调对 12 月降息的判断，名义利率随预期回落，实际利率短线下移，黄金的相对收益优势有所提升。在通胀数据延迟发布的背景下，该类政策信号的市场权重更高，对黄金形成阶段性支撑。

【美联储官员称当前阶段“并非必须降息”】

点评：11 月中旬，多名美联储鹰派官员强调通胀尚未实现足够的再平衡，政策仍需保持耐心。市场据此重新调整此前的宽松预期，对 12 月降息的定价略有下调。名义利率与实际利率预期上移，使黄金的配置需求降温。该类表态在数据缺位阶段对市场影响偏直接，使黄金在当日交易中承受一定压力。

【降息前景在数据空窗期出现反复】

点评：政府停摆造成的统计延迟使市场短期缺乏评估通胀与就业的依据，政策路径受到更高的不确定性影响。市场在此阶段更依赖美联储口径和利率期货走势对政策进行

判断，名义与实际利率短线趋于先稳后升。在缺乏数据修正的情况下，黄金的资产配置价值受到一定抑制。

【美国 9 月非农就业高于预期】

点评：11 月下旬公布的 9 月非农新增就业人数高于市场预测，使市场对经济韧性的判断有所提高，对 12 月降息的信心略有削弱。名义利率随预期调整小幅上行，带动实际利率同步提高，黄金的相对配置优势被削弱。由于该数据在短期内缺乏其他指标交叉验证，其影响通过预期渠道更为直接。

【美国劳工统计局宣布暂缓公布 10 月 CPI】

点评：受政府停摆影响，劳工统计局宣布延后 10 月 CPI 的发布。在通胀信息暂未更新的情况下，政策定价更依赖美联储表态。该事件本身对利率预期影响中性，但数据空窗期使市场对未来路径的判断更为谨慎。在此环境下，黄金的战略配置地位有所提升，但短线表现仍以利率逻辑为主。

【美联储理事称支持 12 月降息】

点评：11 月下旬，部分理事表示支持在 12 月会议上进行政策调整，同时指出此前就业增速可能有所高估。市场对降息的定价重新上调，名义利率与实际利率整体下移。在经历中旬的反复后，该类表态使黄金的配置吸引力得到修复，对金价形成一定支撑。

【市场定价降息概率升至 86.9%】

点评：月末，利率期货数据显示市场对美联储 12 月降息的预期进一步提升，推动利率路径整体走低。实际利率在通胀数据未更新的阶段更受政策预期引导，黄金的持有成本随之下降。随着政策倾向趋向温和，黄金在多资产组合中的配置价值有所抬升。

2.2. 货币价值

11 月黄金的货币价值主要围绕美元走势与美国短期经济数据展开。月初，美国制造业 PMI 小幅回升，带动美元指数偏强运行，黄金货币价值略受压制。中旬，美元指数因避险需求与利差因素走强，对金价形成阶段性扰动。月末，受强劲就业数据的影响，美元延续稳健走势，使黄金在货币层面的表现偏弱。整体来看，11 月黄金在货币维度上更多受到美元及短期经济数据的牵动，价格反应呈现顺周期特征。

表2：影响黄金货币价值事件总结

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2025/11/3	美国 10 月标普制造业 PMI52.5，略高于前值	偏负向	(2025/11/4) -0.09%
2025/11/17	美元指数录得两周来最佳单日涨幅	偏负向	(2025/11/18) -0.43%
2025/11/20	美国 9 月非农就业人数增加 11.9 万，大幅高于预期	偏负向	(2025/11/21) -0.23%

数据来源：wind，东吴证券研究所

【美国 10 月标普制造业 PMI 小幅回升】

点评：11 月初公布的美国 10 月制造业 PMI 升至 52.5，为近几个月的偏强读数。制造业活动的回升带动市场对短期经济预期的改善，美元指数在数据推动下维持偏强表现。由于黄金与美元通常呈反向关系，该事件使黄金在货币价值维度的支撑略显不足，价格表现趋于谨慎。

【美元指数录得两周来较高单日涨幅】

点评：11 月中旬，美元指数在避险需求与利差因素的共同作用下出现较大幅度的单日上涨。美元的回升意味着投资者对美元资产的偏好增强，使黄金的相对吸引力受到影响。在货币价值层面，美元走强往往压缩黄金的向上空间，使金价在当日交易中呈现被动调整。

【9 月非农就业人数增加 11.9 万，高于预期】

点评：11 月下旬公布的 9 月非农就业数据高于市场预期，引导美元进一步走强。短期经济表现优于预期使市场对美元资产的需求提升，带动美元指数维持稳健走势。在货币价值维度下，美元的持续强势成为金价的压力来源，使黄金在当日表现偏为弱势。

2.3. 避险价值

11 月黄金的避险价值主要受美股波动与地缘政治事件影响。月中，美股科技板块波动加大，推动市场短线风险偏好调整，黄金因避险需求有所走高。月末，在俄乌冲突升级的背景下，黄金作为地缘冲突的对冲工具再度受到关注。整体来看，黄金在避险维度呈现“事件驱动型”上涨特征，且在市场不确定性加大时表现更为稳健。

表3: 影响黄金避险价值事件总结

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2025/11/19	受美股波动影响, 避险情绪升温, 金价上涨	偏正向	(2025/11/20) 0.73%
2025/11/22	俄乌冲突升级, 黄金现货价格上涨	偏正向	(2025/11/24) -0.23%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

【受美股波动影响, 避险情绪升温】

点评: 11 月中旬, 美股科技板块出现较大幅度波动, 部分高估值板块回调, 引发市场风险偏好下降。投资者在短线波动中寻求避险资产, 黄金随之获得买盘支撑。在避险价值维度下, 该事件推动黄金在当日日内的表现相对强势。

【俄乌冲突升级, 黄金现货价格走高】

点评: 11 月下旬, 受俄乌战事发展及区域局势紧张影响, 市场对地缘冲突的关注提升。避险情绪回暖带动黄金现货价格上行, 投资者在不确定性增加的阶段更倾向于配置贵金属作为风险对冲工具。在避险价值层面, 该事件为黄金提供了稳定支撑。

2.4. 商品价值

11 月黄金的商品价值主要受到各国实物需求、ETF 流量及贵金属内部品种联动影响。月初, 国内税收优惠相关政策对实物需求的边际影响有限, 对黄金形成中性偏弱作用。月中, 印度黄金 ETF 资金持续流入, 改善了贵金属板块的整体需求预期。其后, 白银因供应紧张而出现较强走势, 高 Beta 特征带动贵金属板块风险偏好抬升, 从商品价值维度为黄金提供补充动力。

表4: 影响黄金商品价值事件总结

日期	事件	影响方向	沪金当日表现
2025/11/1	中国取消黄金税收优惠	中性偏负	(2025/11/3) 0.21%
2025/11/7	印度黄金 ETF 资金流入创新高	偏正向	0.32%
2025/11/12	白银供应紧张, 伦敦银连续 6 日上涨, 涨幅近 10%	偏正向	(2025/11/13) 1.00%

数据来源: wind, 东吴证券研究所

【中国取消黄金税收优惠】

点评: 11 月初, 中国相关黄金税收优惠政策调整, 短期内对国内实物消费增量的刺

激有限。由于政策落地与消费旺季并未完全同步，黄金的实物需求未出现显著提升。整体来看，该事件对黄金商品价值影响偏中性，使金价在当日表现较为平稳。

【印度黄金 ETF 资金流入创新高】

点评：11 月上旬，印度黄金 ETF 录得新一轮资金净流入，反映当地投资需求保持较好状态。ETF 作为贵金属配置的代表性资金，其持续流入通常会提升全球黄金需求预期。在商品价值维度，这类事件有助于强化市场对黄金的长期需求判断，为金价带来一定支撑。

【白银供应紧张，伦敦银连续多日上涨】

点评：11 月中旬，白银因供应收紧因素推动价格连续上涨，涨幅在贵金属板块中表现更为突出。白银的高 Beta 特征常在贵金属行情中形成放大效应，从而带动资金对整个贵金属板块的关注度上升。对于黄金而言，该事件通过板块联动提升其商品属性层面的需求，使其在交易中获得一定溢出效应。

3. 后市展望

3.1. 关键事件前瞻

展望 12 月，黄金价格运行仍将受政策路径、美国宏观数据以及地缘风险的共同影响，事件驱动特征预计将延续。

在政策层面，美联储将于 12 月召开年内最后一次议息会议。由于此前部分数据因政府停摆被延迟发布，市场对本次会议的政策依据较为敏感。若会议声明继续强调经济温和放缓与通胀逐步回落，市场对明年降息的预期有望保持稳定，从而支持黄金的中期配置价值；反之，若政策口径偏谨慎，市场可能重新评估利率路径，使金价短线受到波动影响。

在宏观数据层面，12 月中下旬，美国将陆续公布补发的通胀数据与最新的 CPI、PPI、核心 PCE 等关键指标，这些数据将提供更完整的通胀与需求图景。若数据显示物价压力继续缓和，将引导实际利率进一步下行，有利于黄金的持续表现；若通胀出现阶段性回升，则可能引发市场对政策节奏的重新判断，对金价形成一定扰动。

在地缘与风险偏好层面，欧盟峰会将讨论俄乌局势与能源政策安排，市场对区域风险的关注度较高。若峰会释放积极信号，有助于稳定欧洲风险预期；若冲突相关议题出现不确定性，避险需求可能再度升温。与此同时，节前欧美股市波动、流动性趋向收敛，也可能使黄金在月内呈现局部波动。

总体来看，12 月黄金运行或围绕“政策定调—通胀落地—地缘观测”的逻辑展开，利率路径仍是主导变量。随着数据密集发布期到来，市场对美联储 2026 年政策区间的

重新定价将成为影响黄金价格的关键因素。

表5: 2025 年 12 月事件预告

日期	事件	影响层面
2025/12/2	美国公布 11 月 ISM 制造业 PMI	货币价值
2025/12/5	美国 11 月非农就业报告	货币价值
2025/12/10	美国 12 月 FOMC 会议公布议息结果	资产配置价值
2025/12/13	欧盟峰会, 涉俄乌、能源政策议题	避险价值
2025/12/18	美国政府公布 11 月 CPI、PPI 等通胀数据	资产配置价值
2025/12/26	美国 11 月核心 PCE 通胀数据公布	资产配置价值

数据来源: wind, 东吴证券研究所

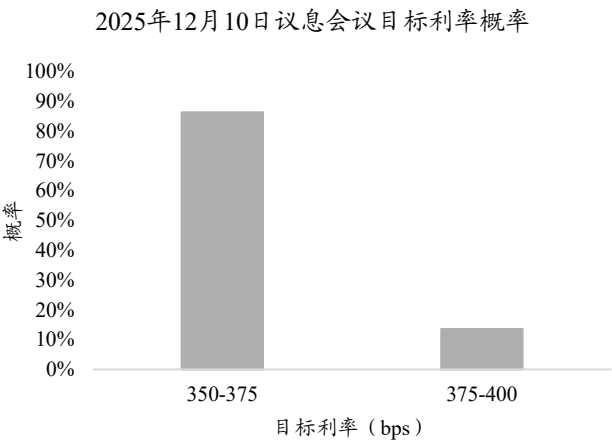
3.2. 走势展望

资金面上, CME 利率期货显示, 市场普遍预计美联储将在 12 月议息会议上降息 25bps, 目标利率区间降至 3.50%-3.75% 的概率接近 86%。结合 FOMC 最新点阵图来看, 委员对 2026 年前的政策利率路径判断普遍低于年中水平, 政策利率中枢呈现进一步下移趋势。利率预期的调整使市场流动性环境趋向宽松, 名义与实际利率整体回落, 为黄金提供稳定支撑。若随后公布的通胀数据延续温和回落态势, 黄金的资产配置需求仍有进一步加强的可能。

技术面上, 沪金主力合约在 11 月呈现缓步上行结构, 短期均线对价格形成支撑, 量价配合较为稳健。从运行区间来看, 金价正接近阶段性上沿, 若后续能够在政策预期配合下实现有效突破, 并伴随成交量放大, 将有助于确认更明确的中期上行趋势。反之, 若美元指数在 12 月议息会前出现阶段性反弹, 金价可能再度测试下方支撑带, 维持震荡整理格局。

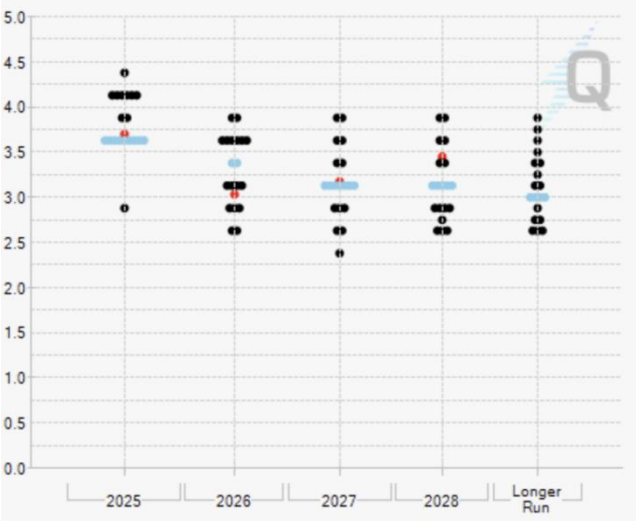
基本面上, 央行购金需求总体延续, ETF 资金流入保持稳健, 对黄金的中期价格构成持续支持。与此同时, 地缘风险在恶化与缓和之间反复, 避险需求波动可能对短期节奏形成扰动。从宏观与政策视角看, 美联储 12 月会议将成为决定市场风险偏好与利率路径的关键节点。综合流动性、避险及实物需求等因素判断, 预计 12 月黄金整体维持震荡偏强运行, 中期方向仍取决于通胀回落速度与明年政策指引的进一步落地。

图3：2025 年 12 月 Fed 议息会议目标利率概率



数据来源：CME，东吴证券研究所

图4：FOMC 议息表决点阵图



数据来源：CME，东吴证券研究所

3.3. 相关 ETF 产品

华安黄金 ETF（518880.SH）成立于 2013 年 7 月 18 日，于 2013 年 7 月 29 日正式上市。该基金投资目标为紧密跟踪国内黄金现货价格收益率，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化，力争日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.25%，年跟踪误差不超过 3%。费用方面，该基金的管理费率为每年 0.50%，托管费率为每年 0.10%。截至 2025 年 11 月 28 日，该基金总市值达 906.31 亿元，当日成交额 215.58 亿元。

表6：华安黄金 ETF

日期	2025 年 11 月 28 日
基金简称	华安黄金 ETF
场内简称	黄金 ETF
代码	518880.SH
成立日期	2013 年 7 月 18 日
总市值（亿元）	906.31
成交额（亿元）	215.58
基金公司	华安基金
基金经理	许之彦
收取费率	管理费率为 0.50%/年，托管费率为 0.10%/年

数据来源：wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

1) 政策或监管环境突变

若主要经济体针对黄金市场出台更严格的进口关税、跨境流通限制或 ETF 持仓监管措施，可能直接扰动实物供需格局，增加市场交易不确定性，从而对金价走势产生冲击。

2) 宏观经济不及预期

若美国通胀与就业修复快于预期、实际利率中枢抬升，或全球经济增速回落导致避险需求减弱，均可能压制黄金的资产配置与货币价值，从而引发价格回调。

3) 发生重大预期外宏观事件

若地缘冲突大幅缓和、全球流动性收紧或主要央行购金意愿下降，可能减少黄金的避险与储备需求；反之，若出现系统性金融风险或美元信用冲击，也可能造成金价短期剧烈波动。

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>