下载日志已记录，仅供内部参考

内生动能考：企业利润流向何处？

——“通往再平衡之路”系列之七

报告发布日期 2026 年 08 月 01 日

证券分析师
黄汝南 执业证书编号：S0860525120004
香港证监会牌照：BTB507
huangrunan@orientsec.com.cn
010-66210535
孙金霞 执业证书编号：S0860515070001
香港证监会牌照：BXO238
sunjinxia@orientsec.com.cn
021-63326320
陈至奕 执业证书编号：S0860519090001
香港证监会牌照：BUK982
chenzhiyi@orientsec.com.cn
021-63326320
孙国翔 执业证书编号：S0860523080009
香港证监会牌照：BXR433
sunguoxiang@orientsec.com.cn
021-63326320
刘姜枫 执业证书编号：S0860526010002
liujiangfeng@orientsec.com.cn
021-63326320

联系人
邵睿思 执业证书编号：S0860126070043
shaoruisi@orientsec.com.cn
010-66210535

相关报告
K 型收敛仍需政策加速落地：2026 年 7 月 PMI 点评 2026-07-31
K 型收敛第一步：——2026 年 7 月政治局会议学习体会 2026-07-30
曼德海峡封锁形成“双峡联动”格局，油价核心主导因素仍在美伊主战场：——极简政经史（2026 年第 6 期） 2026-07-29

研究结论

- 2015 年以来，中国企业已经历两轮盈利周期，当下正处在第三轮盈利改善周期中。如何判断本轮盈利改善的持续性以及能否扩散？单纯做历史复盘难免“刻舟求剑”。我们尝试通过拆分利润流向——即盈利是否带动了员工薪酬和资本开支增长，来给出盈利改善是否传导至经济内生的答案。
- **企业利润改善向经济内生动能的传导渠道，大致可归纳为三条：一是通过薪酬福利、股东分红等方式转化为居民就业和收入，进而拉动消费需求；二是通过再投资扩大再生产，短期形成投资需求，拉动产业上下游订单。**但是这条渠道能否构成真正的内生动能，还取决于扩产是否建立在真实需求扩张上。**三是通过税收形式转化为政府收入，再经政府支出形成内生动能。**但是这一传导路径更依赖于财政支出节奏和意愿。三者中，前两条是判断本轮利润改善能否自发传导至实体经济的主要路径，对应薪酬和资本开支两组数据的观测；渠道三则更多取决于政策选择。若前两条渠道均未被有效激活，财政端又不急于发力，则企业利润的改善大概率仍停留在企业部门内部，难以外溢为经济层面的内生增长动能。
- 企业利润流向拆解：

  ①总量层面看，**相较于过往盈利周期，本轮周期的员工薪酬同比和利润同比出现明显分叉，居民收入传导渠道明显偏弱。**

  ②分产业链看，**分叉主要出现在上游原材料和中游制造，上游利润可能多为留存，中游制造偏向资本开支而非员工薪酬。**

  ③行业截面看，**工资率结构是传导偏弱的深层原因。**静态视角，本轮利润改善集中在工资率偏低的资本密集型行业，劳动报酬分享比例整体受限。动态视角，利润改善明显的行业，工资率多数在下降，说明利润增长未带动薪酬同步扩张。**本轮利润改善集中在工资率偏低的资本密集型行业，叠加这些行业在利润扩张过程中劳动报酬份额进一步被压缩，两个机制共同作用，使得即便总量利润持续改善，劳动报酬的传导空间也是受限的。**

  ④对比 2021 年，本轮盈利改善周期，多数行业薪酬和资本开支均未明显扩张，利润更大比例被留存；而 2021 年企业盈利扩张普遍选择资本开支，也不乏工资率提高的行业。
- 总之，**本轮盈利改善仍处于结构性修复阶段，尚未形成“利润-居民收入-消费-再盈利”的内生正反馈闭环。**从传导路径看，利润或偏向资本开支而非劳动报酬，或更多在企业部门留存，导致居民收入修复相对滞后，内需对经济的支撑力度有限。尽管中游制造资本开支已出现一定程度的扩张迹象，但其对宏观内生动能的贡献仍取决于需求端能否有效承接；若缺乏消费或终端需求的配合，投资扩张仍可能停留在供给先行的阶段，难以转化为可持续的增长动能。
- **后续内生动能的演进或取决于居民收入渠道能否被重新激活。在理想情景下，若中游制造的劳动报酬份额回升，推动消费需求持续改善，则有望确认内生动能的形成。**
- 风险提示：资本开支向内生动能转化不及预期；居民收入修复持续偏弱；微观样本与宏观口径存在偏差。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、盈利改善向经济内生动能的传导机制.....4

二、企业利润流向的拆解.....4

2.1 总量层面：劳动报酬与利润同比分叉.....5
2.2 产业链拆解：中游资本开支萌芽，但链条未贯通.....6
2.3 行业截面：工资率结构是传导偏弱的深层原因.....8

三、本轮内生动能成色与拐点判断.....11

风险提示.....11

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：盈利改善向经济内生动能的传导机制 4
图 2：中国近三轮工业企业盈利周期 5
图 3：本轮盈利改善周期，前期由利润率主导 5
图 4：上市公司工业企业员工薪酬与利润总额同比分叉 5
图 5：上市公司工企资本开支与利润总额同比震荡上行 5
图 6：上游原材料利润和员工薪酬同比明显分叉 6
图 7：中游制造利润和员工薪酬同比明显分叉 6
图 8：下游消费员工薪酬同比下行，利润同比震荡 7
图 9：上游原材料资本开支和固定资产周转率低位波动 7
图 10：中游制造资本开支上升，固定资产周转率改善 7
图 11：下游消费资本开支和固定资产周转率磨底 7
图 12：2025 年中游制造员工人数同比边际回升 7
图 13：资本开支领先固定资产约 2 个季度，分母端压力渐近 8
图 14：计算机、电子、机械等行业资本开支-劳动报酬弹性偏低 8
图 15：本轮利润改善幅度较大的行业，工资率水平偏低 9
图 16：本轮盈利改善周期，多数行业薪酬和资本开支均未明显扩张，利润更大比例被留存 10
图 17：对比 2021 年：盈利上行初期，多数行业偏向资本开支扩张 11

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

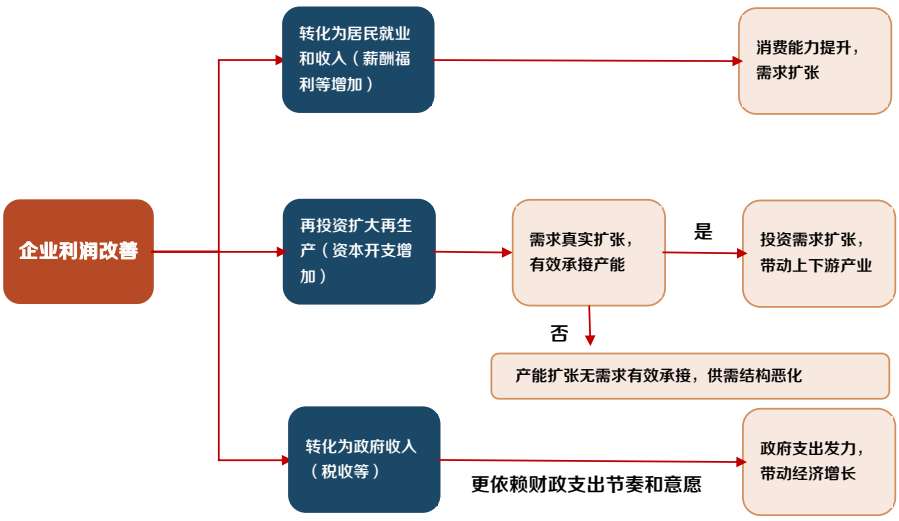
2015 年以来，中国企业已经历了两轮盈利周期，当下正处在第三轮盈利改善周期中。本轮盈利改善先后经由市场化的供给侧自律调整与外生价格冲击驱动，持续性存疑。如何判断本轮盈利改善的持续性以及能否扩散？我们尝试通过拆分利润流向——即盈利是否带动了员工薪酬和资本开支增长，来给出盈利改善是否传导至经济内生的答案。

一、盈利改善向经济内生动能的传导机制

企业利润向经济内生动能的自发传导主要依托居民收入和资本开支两个链条，因此，我们主要关注企业现金流中的员工薪酬和资本开支数据，判断企业利润的流向。企业利润向经济内生动能的传导渠道，大致可归纳为三条：一是通过薪酬福利、股东分红等方式转化为居民就业和收入，进而拉动消费需求。二是通过再投资扩大再生产，短期形成投资需求，拉动产业上下游订单。但是这条渠道能否构成真正的内生动能，还取决于扩产是否建立在真实需求扩张上，若产能扩张后无需求有效承接，则会恶化行业供需结构，为利润回落埋下隐患。三是通过税收形式转化为政府收入，再经政府支出形成内生动能。但是这一传导路径更依赖于财政支出节奏和意愿。

三者中，前两条是判断本轮利润改善能否自发传导至实体经济的主要路径，对应薪酬和资本开支两组数据的观测；渠道三则更多取决于政策选择。若前两条渠道均未被有效激活，利润既未流向居民收入、也未转化为真实资本开支，财政端又不急于发力，则企业利润的改善大概率仍停留在企业部门内部（如偿还债务、留存现金），难以外溢为经济层面的内生增长动能。

图 1：盈利改善向经济内生动能的传导机制



数据来源：东方证券研究

二、企业利润流向的拆解

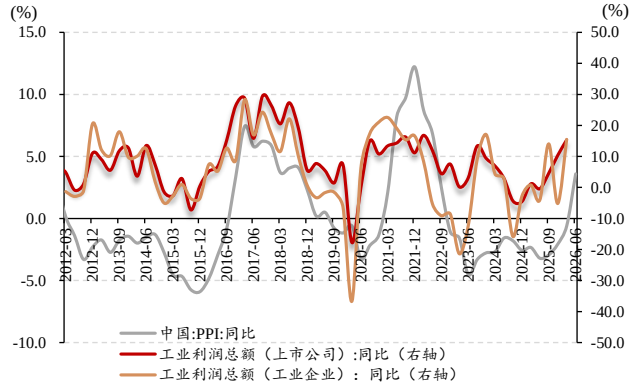
2015 年以来，中国工业企业已经历两轮盈利周期，分别是 2015 年 Q4 至 2019 年 Q4，2020 年 Q1 至 2024 年 Q4。本轮盈利修复周期开启于 2024 年 Q4，先后经由市场化的供给侧自律调整与

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

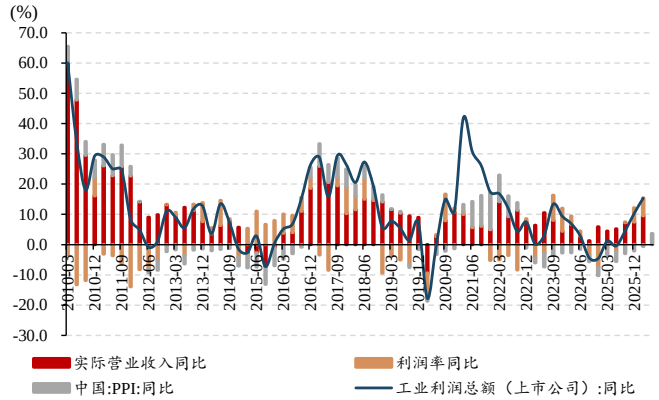
外生价格冲击驱动，前者具有一定内生性但约束力偏弱，后者是典型的外生脉冲，难以持续。因此，**判断本轮盈利改善能否真正走向内生性上行通道的关键，除了驱动力本身的可持续性，还需要从另一个维度检验：利润究竟流向了哪些行业，以及这部分利润改善能否带动员工薪酬和资本开支增长，传导至就业和收入，形成需求侧的正反馈。**

图 2：中国近三轮工业企业盈利周期



数据来源：Wind，东方证券研究。注：采用上市公司数据得到的工业企业利润同比与统计局规上工企利润同比走势基本一致，具备代表性。由于微观数据细分维度更丰富，后续均沿用上市公司数据。

图 3：本轮盈利改善周期，前期由利润率主导

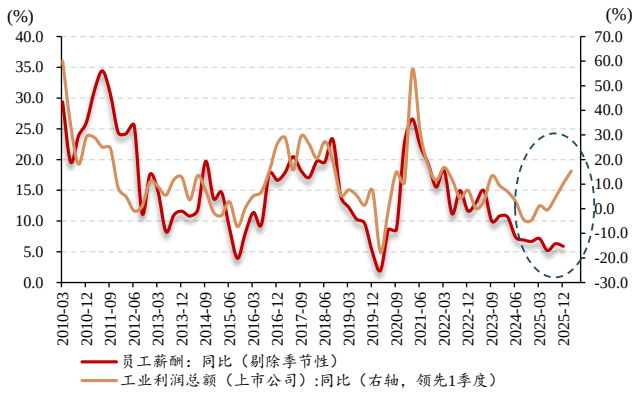


数据来源：Wind，东方证券研究。注：2021 年为两年平均增速。上市公司利润同比主要由营业收入驱动，而统计局公布的规上工业企业利润总额同比主要由利润率驱动，主要受样本结构、指标拆分方式等影响。

2.1 总量层面：劳动报酬与利润同比分叉

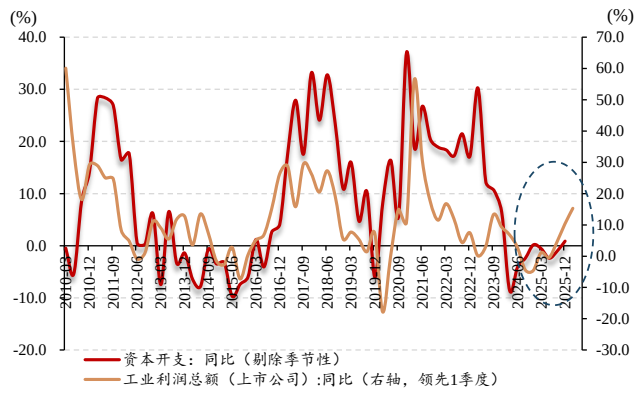
过往盈利周期中，上市公司工业企业利润总额同比大致领先员工薪酬、资本开支同比一个季度。但是本轮周期的不同之处在于员工薪酬同比和利润同比出现明显分叉，居民收入传导渠道明显偏弱。资本开支同比震荡上行，后续趋势还有待观察。这意味着利润改善尚未传导至两条核心渠道，需按产业链拆解进一步成因。

图 4：上市公司工业企业员工薪酬与利润总额同比分叉



数据来源：Wind，东方证券研究。注：员工薪酬采用现金流量表中“支付给职工以及为职工支付的现金”。

图 5：上市公司工企资本开支与利润总额同比震荡上行



数据来源：Wind，东方证券研究。注：资本开支采用现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 产业链拆解：中游资本开支萌芽，但链条未贯通

分产业链看，员工薪酬与利润同比的分叉，主要出现在上游原材料和中游制造两个环节，下游消费主要指标均低迷。

上游原材料：员工薪酬、资本开支同比低位波动，利润多为留存。本轮上游原材料利润同比快速冲高，主要源于油价等外生冲击，但是薪酬总额增速有限、资本开支低位波动，近年员工人数同比弹性偏低。表明上游利润改善多数停留在企业层面，未通过加薪扩招传导至居民收入，也未通过投资扩产转化为投资需求，行业内生动能尚未形成。

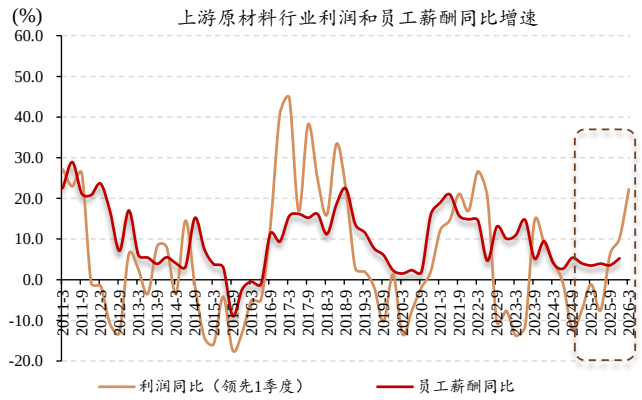
中游制造：资本开支渠道萌芽，但传导链条还差薪酬渠道这一关键一环。中游制造利润同比快速上升的同时，资本开支也出现较为明显的回升，固定资产周转率同步改善，说明短期产能扩张尚未压制供需结构，新增投资一定程度上由出口、新兴产业需求承接，资本开支传导渠道已被部分激活。员工人数同比2025年边际回升，就业端出现积极信号，但持续性有待观察。但是，员工薪酬总额增速仍明显低于利润改善幅度，人均薪酬增速低迷，呈现就业量有小幅扩张，但薪酬质量改善滞后的特征。中游的利润改善和资本扩张尚未有效转化为员工薪酬的提升，整体链条仍未贯通。

中游制造凭借资本开支扩张能否形成内生动能？中游制造固定资产周转率的改善兼具分母（固定资产）收缩和分子（营业收入）扩张两方面影响。随着本轮资本开支上升，后续固定资产增速可能回升，若营收增速滞后，资产周转率将重新承压。其次，资本开支结构制约薪酬传导效率。中游制造资本开支方向集中于计算机、电子、机械等技术密集型领域，这类投资以设备购置、无形资产等为主，带动新增就业规模有限，且主要为高技能岗位，对广泛居民收入的拉动效果相对有限。即便资本开支持续增长，若就业扩张不足、劳动报酬弹性偏低，“资本开支-就业-薪酬-消费"的链条仍难以贯通。

下游消费：主要指标均低迷，未形成有效反馈。利润、薪酬、资本开支同比走势整体偏低，整体景气弱于前两轮盈利上行期。

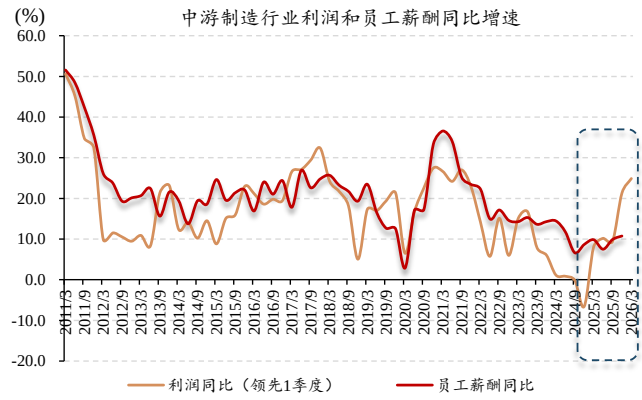
综合来看，本轮利润改善向两条传导渠道的渗透均不充分，居民收入渠道偏弱，资本开支渠道在中游萌芽，在上、下游仍缺席。这进一步表明**本轮盈利改善偏结构性，尚未形成向居民收入和实体投资的有效外溢。**

图 6：上游原材料利润和员工薪酬同比明显分叉



数据来源：Wind，东方证券研究。注：上游原材料包括中信一级行业煤炭、石油石化、钢铁、有色、建材和基础化工。

图 7：中游制造利润和员工薪酬同比明显分叉

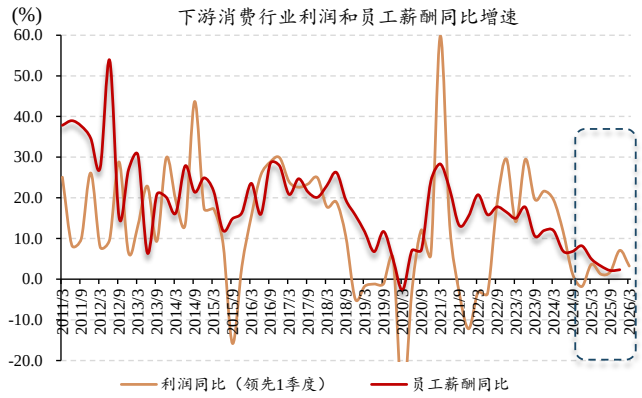


数据来源：Wind，东方证券研究。注：中游制造包括中信一级行业机械、电力设备、计算机、电子和国防军工。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

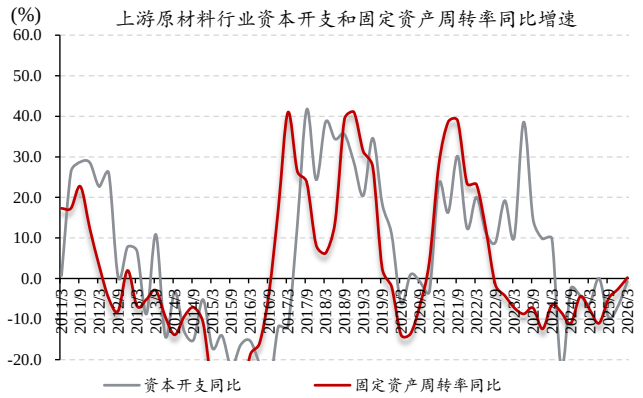
下载日志已记录，仅供内部参考

图 8：下游消费员工薪酬同比下行，利润同比震荡



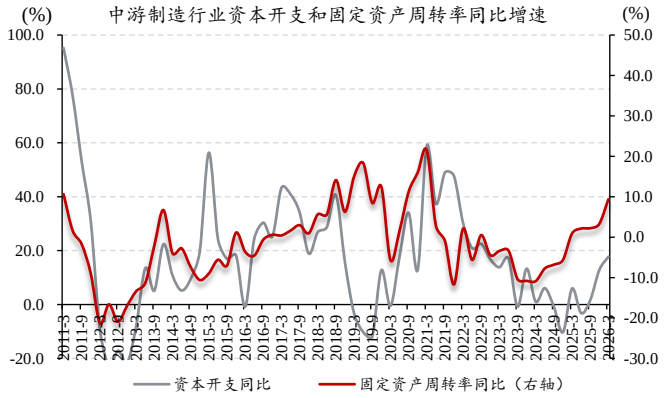
数据来源：Wind，东方证券研究。注：下游消费包括中信一级食品饮料、纺织服装、轻工制造、家电、医药、汽车。

图 9：上游原材料资本开支和固定资产周转率低位波动



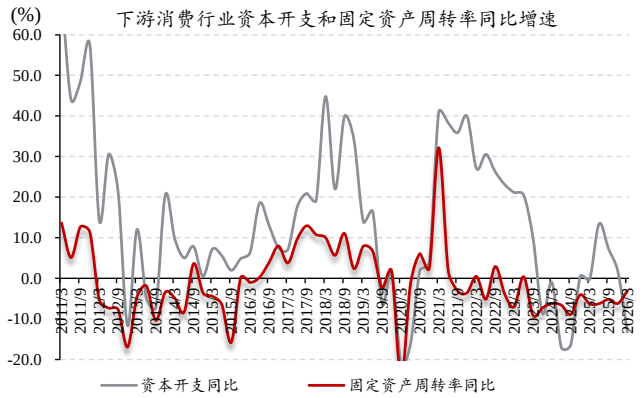
数据来源：Wind，东方证券研究。注：我们用上市公司固定资产周转率作为产能利用率的替代指标。

图 10：中游制造资本开支上升，固定资产周转率改善



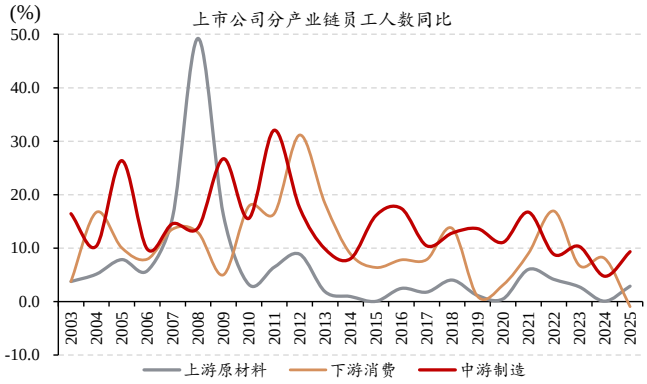
数据来源：Wind，东方证券研究

图 11：下游消费资本开支和固定资产周转率磨底



数据来源：Wind，东方证券研究。注：下游消费 2025 年资本开支上升主要受汽车行业影响，其他下游消费行业资本开支低位震荡。

图 12：2025 年中游制造员工人数同比边际回升

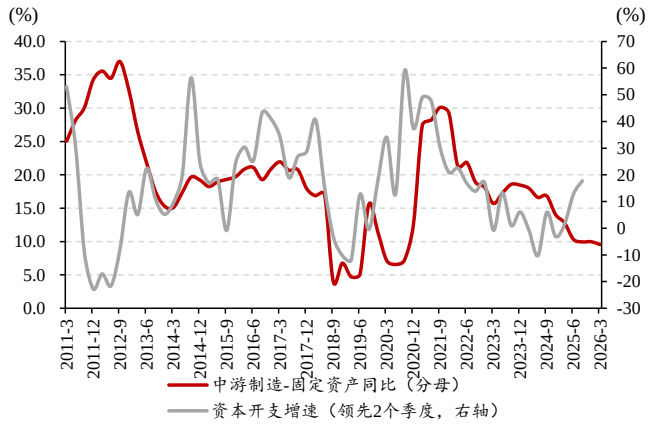


数据来源：Wind，东方证券研究

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

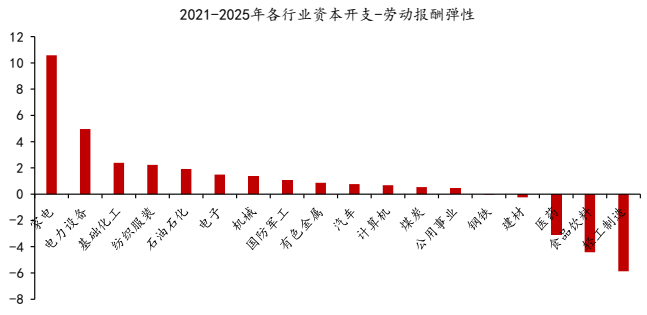
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：资本开支领先固定资产约 2 个季度，分母端压力渐近



数据来源：Wind，东方证券研究。 注：固定资产增速采用上市公司固定资产净值期初和期末平均值的增速。

图 14：计算机、电子、机械等行业资本开支-劳动报酬弹性偏低



数据来源：Wind，东方证券研究。注：弹性采用 2021-2025 年资本开支和劳动报酬的年平均增速之比计算。

2.3 行业截面：工资率结构是传导偏弱的深层原因

从行业结构看，本轮利润改善向劳动报酬的传导偏弱，有深层的行业结构根源。

工资率（劳动报酬份额）衡量企业单位产出中劳动报酬所占的比重，我们基于上市公司数据将其定义为员工薪酬/营业收入。横向看，不同行业劳动报酬份额与要素投入（密集度）或技术结构有关，是相对稳定的变量，可以据此将行业区分为资本密集型和劳动密集型。高劳动报酬份额行业，利润更多流向劳动者，对就业增长和居民收入有更直接的作用，从而促进终端需求温和上涨，带动盈利和经济内生动能的修复。低劳动报酬份额的行业，利润更多归于资本，可能倾向于再投资或分红。

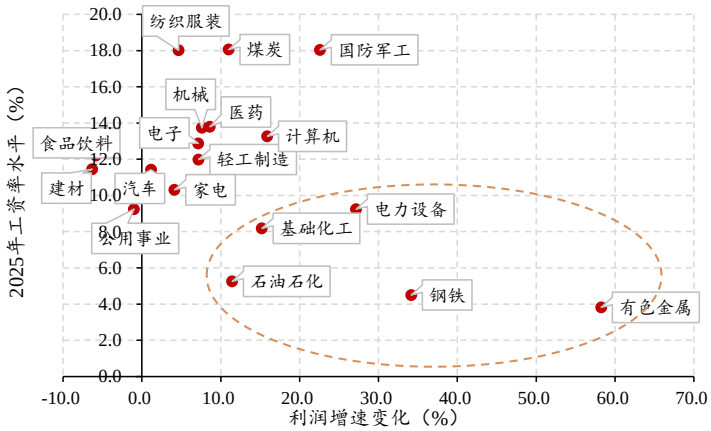
静态视角，本轮利润改善集中在工资率偏低的资本密集型行业，劳动报酬分享比例整体受限。

2024 年 Q4 以来，利润增速变化最大的行业为有色、电力设备、钢铁等，上述行业的工资率普遍处于处在 4%-10%的区间，整体偏低；而工资率较高的行业（如纺织服装、煤炭、机械、医药等），本轮利润增长相对有限。说明尽管工业企业利润整体改善，但由于劳动者能够分享的比例受到行业属性的限制，导致利润改善无法通过薪酬渠道向居民部门大规模传导。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：本轮利润改善幅度较大的行业，工资率水平偏低



数据来源：Wind，东方证券研究。注：图中为中信一级行业分类。利润增速变化为 2025 年 Q3-2026 年 Q1 平均增速相较于 2024 年 Q4-2025 年 Q2 平均增速变动的百分点。

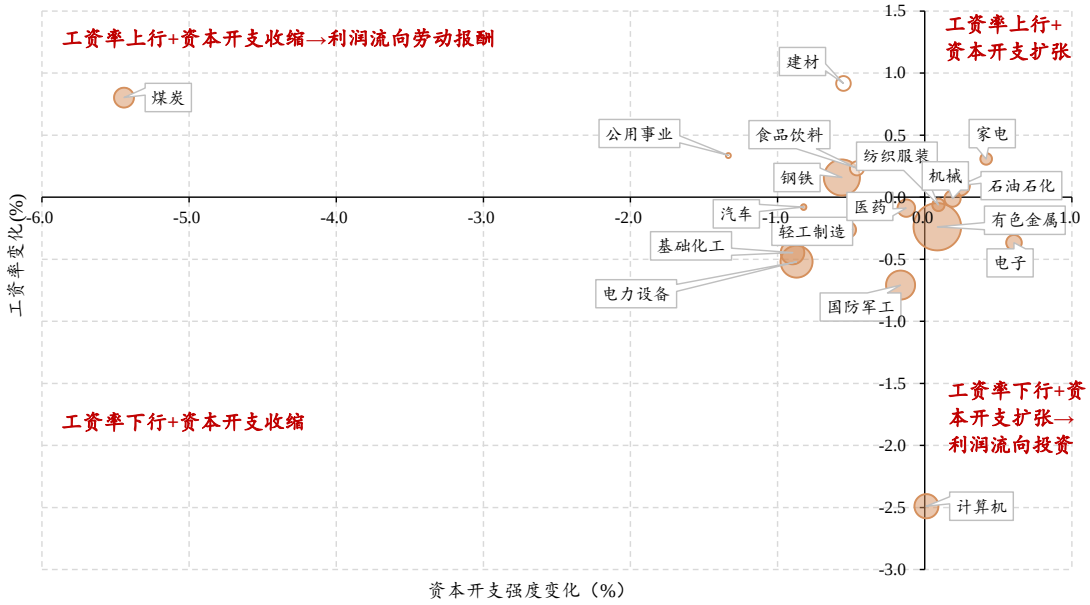
动态视角，利润改善明显的行业，工资率多数在下降，说明利润增长未带动薪酬同步扩张。我们将各行业利润流量分解为劳动报酬和资本开支两个方向。动态视角下，工资率上升意味着员工薪酬增速大于营业收入的增速，利润向劳动报酬倾斜；工资率下降则意味着员工薪酬增速小于营收增速。**图 16 呈现两个关键特征：一是，利润改善幅度最大的行业（橙色气泡大）多数落在工资率下降区间。**有色金属、电力设备、基础化工、计算机等本轮利润增速改善明显的行业，工资率变化均为负值。**其二，行业在资本开支与工资率之间的分布，揭示出利润的不同流向路径。**右下象限（工资率下降+资本开支扩张）中的有色、电子等行业，利润改善更多转化为资本开支而非薪酬。左上象限（工资率上升+资本开支收缩）中的煤炭，呈现利润向劳动报酬倾斜、但资本开支大幅收缩的特征；建材、食品、公用事业尽管工资率上行，但却是源于利润的收缩，难以形成内生动能。

将两个维度结合来看，本轮利润改善向劳动报酬传导偏弱，并非简单的工资粘性所致的周期性滞后，而是有着深层的行业结构根源：**利润集中在工资率偏低的资本密集型行业，叠加这些行业在利润扩张过程中劳动报酬份额进一步被压缩，两个机制共同作用，使得即便总量利润持续改善，劳动报酬的传导空间也是受限的。**

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：本轮盈利改善周期，多数行业薪酬和资本开支均未明显扩张，利润更大比例被留存



数据来源：Wind，东方证券研究。注：气泡大小为利润增速变化。利润增速变化、工资率变化、资本开支强度（资本开支/营业收入）变化均为 2025 年 Q3-2026 年 Q1 平均增速相较于 2024 年 Q4-2025 年 Q2 平均增速变动的百分点。白色气泡表示利润同比增速下降，橙色为上升。

对比 2021 年，本轮盈利改善周期，多数行业薪酬和资本开支均未明显扩张，利润更大比例被留存；而 2021 年企业盈利扩张普遍选择资本开支，也不乏工资率提高的行业。

第一，2021 年盈利上行初期，行业利润流向更加均衡，资本开支扩张是主旋律，本轮资本开支则整体偏弱。2021 年盈利上行初期，多数行业落在图的右半区（资本开支扩张），医药、煤炭、石油石化、轻工制造、公用事业等行业同时实现工资率上升+资本开支扩张（右上象限），说明彼时利润改善向劳动报酬和资本开支的双向传导相对均衡，企业在扩产的同时也在提升薪酬，两条传导渠道同步激活的行业数量明显多于本轮。而图 16 显示，本轮盈利上行初期，多数行业集中在工资率下降区间，右上象限几乎空缺，资本开支扩张的行业（右侧）也多数伴随工资率下行，说明本轮利润流向在结构上更加单一，利润留在企业、劳动报酬未提升是更为普遍的特征。

第二，相同行业在两轮周期中的位置迁移，揭示出本轮传导弱化的结构原因：一方面，利润更多在企业部门内部留存或向资本开支倾斜，未有效转化为居民收入；另一方面，内需导向型行业贡献减弱。对比两张图中相同行业的象限变化，可以看到几个典型案例：

电力设备：2021 年位于右下象限（工资率下行+资本开支扩张），本轮仍在右下象限，且气泡明显更大，说明电力设备在两轮周期中均呈现利润流向投资、劳动报酬未明显提升的特征，但本轮利润改善幅度更大，工资率和资本开支强度均下行，行业内生动能尚未开启。

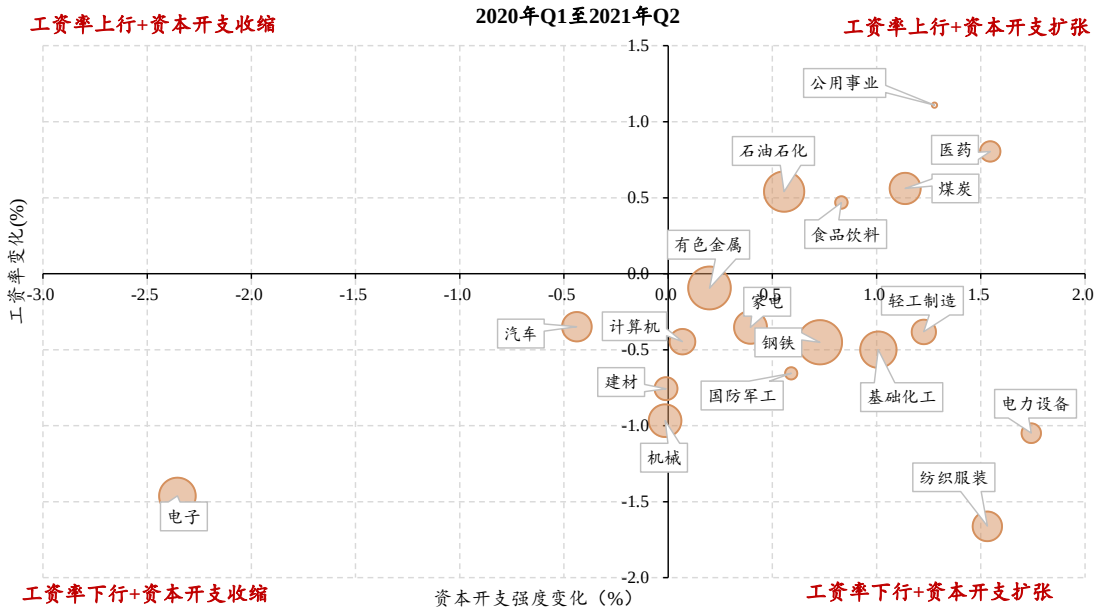
计算机：2021 年位于右下象限（工资率小幅下行+资本开支扩张），本轮工资率下行幅度大幅扩大至约-2.5%，是图 16 中工资率降幅最大的行业，说明本轮 AI 产业景气驱动的利润改善，更多转化为研发和资本投入，劳动报酬份额被暂时压缩，与 2021 年相比传导能力弱化。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

医药、食品饮料：2021 年均位于右上象限（工资率上升+资本开支扩张），本轮两者均向原点收缩、信号趋于中性，说明内需导向型行业的利润改善动力本轮明显弱于 2021 年，对传导链条的贡献大幅减弱。

图 17：对比 2021 年：盈利上行初期，多数行业偏向资本开支扩张



数据来源：Wind，东方证券研究所。注：气泡大小为利润增速变化。利润增速变化、工资率变化、资本开支强度变化均为 2020 年 Q4-2021 年 Q2 平均增速相较于 2020 年 Q1-2020 年 Q3 平均增速变动的百分点。白色气泡表示利润同比增速下降，橙色为上升。

三、本轮内生动能成色与拐点判断

本轮盈利改善仍处于结构性修复阶段，尚未形成“利润-居民收入-消费-再盈利”的内生正反馈闭环。从传导路径看，利润或偏向资本开支而非劳动报酬，或更多在企业部门留存，导致居民收入修复相对滞后，内需对经济的支撑力度有限。尽管中游制造资本开支已出现一定程度的扩张迹象，但其对宏观内生动能的贡献仍取决于需求端能否有效承接；若缺乏消费或终端需求的配合，投资扩张仍可能停留在供给先行的阶段，难以转化为可持续的增长动能。

往后看，内生动能的演进或取决于居民收入渠道能否被重新激活。**在理想情景下，若中游制造的劳动报酬份额回升，并推动消费需求持续改善，则有望确认内生动能的形成；**在中性情景下，若盈利改善仍主要依赖价格或外需支撑，居民收入与消费仅温和跟随，则经济将维持弱修复格局，内生动能难以形成闭环；而在悲观情景下，一旦外生驱动边际走弱（如出口回落或价格因素逆转），而内需未能及时接力，则盈利修复的可持续性将面临考验，经济动能可能再度回落。

风险提示

1、资本开支向内生动能转化不及预期：中游制造资本开支虽已扩张，但若终端需求未能有效承接，可能形成供给前置与产能过剩。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

下载日志已记录，仅供内部参考

2、居民收入修复持续偏弱：若企业利润未向劳动报酬有效传导，就业与工资增长乏力，“收入—消费”链条难以打通，内生动能启动时点或进一步后移。

3、微观样本与宏观口径存在偏差：上市公司样本在行业结构、企业规模及盈利能力上与整体工业企业存在差异，可能导致对资本开支与劳动报酬传导的刻画出现偏离。



下载日志已记录，仅供内部参考

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。