

# 慢就是快：TMT主升段将展开

## ——新繁荣牛市之十八

### 核心观点

近期TMT迎来大震荡，市场也有所回调，大势维度这是机会还是风险，结构维度接下来是再均衡还是再分化。我们将从风格切换、牛熊位置、行业比较分析为何TMT是今年市场主线，并结合结构牛市演绎规律分析TMT后续主升段的展开特征。

#### □ 再论主线：为何今年是TMT

我们认为2023年TMT是结构主线。其一，风格维度，2023年新兴成长占优；其二，牛熊维度，当前尚处结构牛市初期；其三，行业比较，横向比较大消费、新能源和TMT三大主流板块，弱复苏背景下成长占优，而进一步比较新能源和TMT，无论是进攻的基础还是进攻的催化，TMT都优势显著。换言之，TMT进攻基础（估值、持仓、位置）优势明显，进攻催化（政策催化、盈利反转、产业浪潮）驱动较强。

#### □ 节奏推演：TMT主升段将展开

在分析TMT是今年主线基础上，近期震荡加剧背景下，TMT行情的后续节奏也是当前焦点。我们借助三轮典型的结构牛市复盘对此分析，也即，2013-2015年计算机牛市、2019-2020年半导体牛市和2020-2021年新能源牛市。

以史为鉴，其一，牛市第一波行情启动时，指数上行斜率较为陡峭，在此期间，基金配置往往尚未明显提升，此时盈利处在反转初期，往往对应盈利增速为负。其二，第一波行情之后，牛市主升段逐步展开，主升段上行斜率放缓，基金配置往往在此期间开始提升，此时盈利处在上行通道中。其三，估值视角看，三轮结构牛市，指数启动估值往往在30倍左右，并在后期呈现明显溢价。其四，回撤视角，牛市初期的主要特征在于易涨难跌。

值得注意的是，基金配置提升往往滞后于行情启动，而集中于牛市主升段，此时盈利也往往处在上行通道。具体来看，以“普通股票型+偏股混合型”基金为统计口径，观察计算机、半导体和新能源三轮结构牛市中的基金配置规律，可以发现，基金加仓通常滞后于行情启动，最大幅度加仓往往出现在行情启动后三个季度左右。

站在当前，综合估值水平、盈利反转、基金配置等，TMT经历了第一波急涨行情后，我们认为主升段将逐步展开。以史为鉴，主升段的节奏特征在于上行斜率放缓，与此同时，伴随着盈利逐步向上，基金配置开始提升。因此，对TMT主升段而言，慢就是快。

#### □ 配置线索：聚焦业绩和催化剂

展望2023年的TMT投资线索，人工智能引领下，可关注业绩催化和产业催化两条线索继续演绎。就业绩催化来看，以芯片、光模块、服务器为代表的算力环节更强。就产业催化来看，数据要素、人工智能、智能硬件、游戏、影视等环节催化剂密集，亦可重点关注。

#### □ 风险提示

AI相关领域产业进展低于预期；美国的银行业流动性风险超预期。

分析师：王杨

执业证书号：S1230520080004

wangyang02@stocke.com.cn

#### 相关报告

1 《百亿基金经理如何看市场焦点？——2023年基金一季报摘要》 2023.04.22

2 《无产业，不牛市：复盘90年代互联网行情——新繁荣牛市之十七》 2023.04.16

3 《流动性估值跟踪：分规模和类型看基金偏离度》 2023.04.14

## 正文目录

<b>1 前言：迎接 TMT 主升段开启</b> .....	<b>4</b>
<b>2 再论主线：为何今年是 TMT</b> .....	<b>4</b>
2.1 牛熊位置：结构牛市初期 .....	4
2.2 风格周期：新兴成长占优 .....	5
2.3 行业比较：TMT 优势明显 .....	6
<b>3 节奏推演：TMT 主升段将展开</b> .....	<b>7</b>
3.1 基金配置：滞后行情启动 .....	8
3.2 盈利情况：底部反转向上 .....	10
3.3 估值水平：启动约 30 倍 .....	11
3.4 回撤视角：初期易涨难跌 .....	11
<b>4 配置线索：聚焦业绩和催化剂</b> .....	<b>12</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>13</b>

## 图表目录

图 1: 上证指数和工业增加值产业缺口的运行相关性 .....	5
图 2: 大小盘风格切换历史 .....	5
图 3: 计算机/电子/传媒/通信 PE-TTM 历史走势 .....	6
图 4: TMT 板块基金持仓 .....	6
图 5: 三轮科技革命示意图 .....	7
图 6: 2013-2015 年计算机结构性牛市 .....	8
图 7: 2019-2020 年半导体结构性牛市 .....	8
图 8: 2020-2021 年新能源结构性牛市 .....	8
图 9: 计算机行业基金配置比例 .....	9
图 10: 申万计算机指数季度涨跌幅 (%) .....	9
图 11: 半导体行业基金配置比例 .....	9
图 12: 申万半导体指数季度涨跌幅 (%) .....	9
图 13: 电力设备行业基金配置比例 .....	9
图 14: 申万电力设备指数季度涨跌幅 (%) .....	9
图 15: 计算机板块归母净利润 (算数平均) 同比增速 (%) .....	10
图 16: 半导体板块归母净利润 (算数平均) 同比增速 (%) .....	10
图 17: 电力设备板块归母净利润 (算数平均) 同比增速 (%) .....	10
图 18: 三轮结构性牛市头半年和区间指数最大回撤 (%) .....	11
图 19: 游戏版号发放情况 (个) .....	13
表 1: TMT 相关行业盈利表现 .....	7
表 2: 三段结构性牛市行情指数和标签股估值情况 .....	11
表 3: AI 核心产业链一季报前瞻 .....	12

## 1 前言：迎接 TMT 主升段开启

自本轮新繁荣牛市底部以来，大势维度我们在重要拐点都鲜明提示，2022年10月30日《把握反弹窗口》，2022年12月25日《牛市开端：底部右侧，坚定看多》，春节提示波动率放大，2023年3月6日《势已起，港股进击仍在途》，2023年3月19日《新一轮上涨开启》。

今年以来 TMT 板块涨幅居前，我们在新繁荣牛市系列十四到十七中分别汇报了 TMT 大切换、AI+线索、科创板牛市起点、90 年代互联网行情复盘。

近期 TMT 迎来大震荡，市场也有所调整，那么，大势维度这是机会还是风险，结构维度接下来是再均衡还是再分化。

我们将从风格切换、牛熊位置、行业比较分析为何 TMT 是今年市场主线，并结合结构牛市演绎规律分析 TMT 后续主升段的展开特征。

## 2 再论主线：为何今年是 TMT

我们认为 2023 年 TMT 是结构主线。其一，风格维度，2023 年新兴成长占优；其二，牛熊维度，当前尚处结构牛市初期；其三，行业比较，横向比较大消费、新能源和 TMT 三大主流板块，弱复苏背景下成长占优，进一步比较新能源和 TMT，无论是进攻的基础还是进攻的催化，TMT 都优势显著。

### 2.1 牛熊位置：结构牛市初期

在我们的大势研判体系中，一波行情有表现催化剂，但更关键的是本质催化剂。从本质催化剂看，根据我们总结的框架，A 股在库存周期主导下存在规律性的 3 至 4 年牛熊周期。结合周期运行和拉动经济增长的“三驾马车”，新一轮复苏周期或于 2023 年上半年启动，这意味着 A 股新一轮上行周期将开启。

尽管市场运行的节奏和弹性与短周期经济运行相关，但市场底往往领先经济底。根据我们提炼的底部研判框架，市场自 2022 年 4 月底进入筑底期，并于 12 月底结束筑底。换言之，本轮牛市已于 2022 年 12 月底启动，当前正处于牛市初期。

图1： 上证指数和工业增加值产业缺口的运行相关性



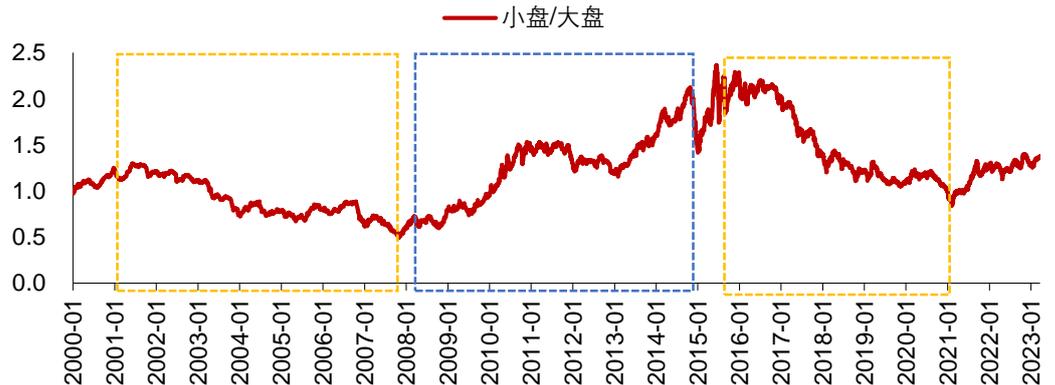
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2.2 风格周期：新兴成长占优

风格上，当前处在新兴成长占优周期。就风格而言，2000年以来风格运行的核心特征是“不切则已，一切数年”，原因在于主导风格的核心在于产业趋势，而产业趋势往往是5-7年的大级别趋势。复盘2000年以来历史，2002年至2007年重工业主导下价值股占优，2008年至2015年智能手机硬件和应用主导下成长股占优，2016年至2020年消费升级主导下价值股占优，2021年以来产业转型引领下新兴成长占优。

展望2023年，AI产业浪潮已至，新兴成长占优进一步强化。

图2： 大小盘风格切换历史



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2.3 行业比较：TMT 优势明显

综合短周期经济特征，2023 年国内经济大概率呈温和复苏，风格层面新兴成长占优，消费修复空间有限。

新兴成长内部，横向比较 TMT 和新能源，TMT 进攻基础（估值、持仓、位置）优势明显，进攻催化（政策催化、盈利趋势、产业阶段）驱动较强。

一则，**估值维度**，就行情启动之初（2022 年 12 月 23 日）的 PE-TTM 分位数来看，计算机 PE-TTM 处 2010 年以来 33%，电子处 7%，传媒处 21%，通信处 0%。截至最新（2023 年 4 月 21 日），这四大行业的市盈率-TTM 分别为 67 倍、37 倍、42 倍、33 倍。

二则，**持仓维度**，“股票型基金+偏股混合型”基金口径下统计“电子+传媒+通信+计算机”，截至 22Q4 基金持仓比例为 16.5%，截至 23Q1 基金持仓比例为 22%，仍处历史低位。

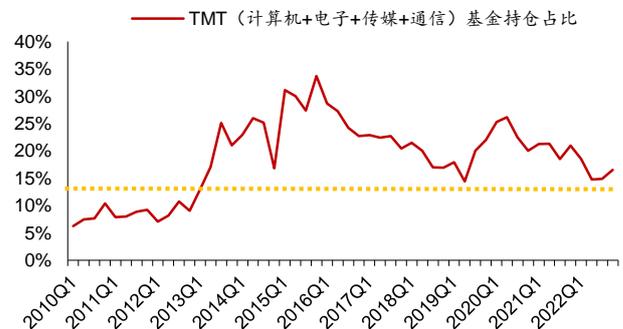
三则，**指数位置**，经历了 2015 年以来持续调整，计算机、通信、传媒均处在历史低位，其中电子自 2021 年调整后也处在低位。

图3：计算机/电子/传媒/通信 PE-TTM 历史走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：TMT 板块基金持仓



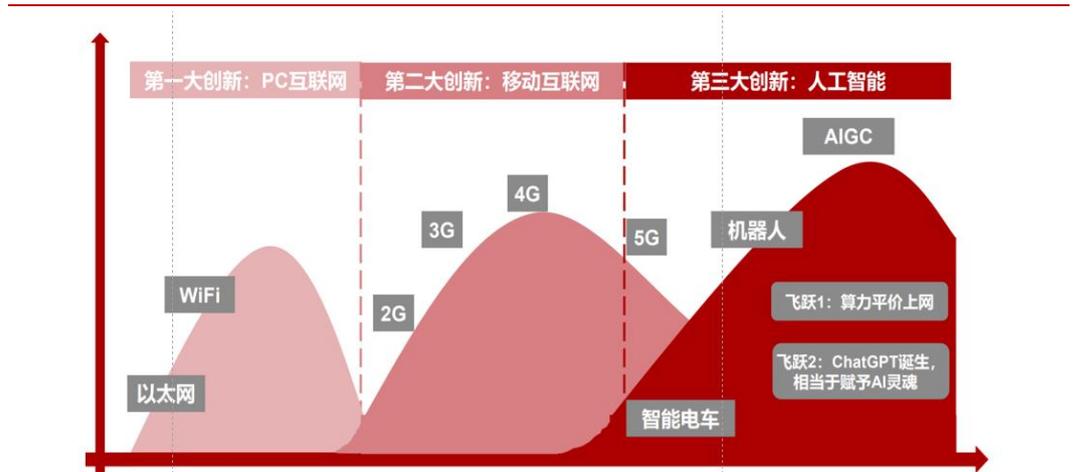
资料来源：Wind，浙商证券研究所

就进攻催化来看，2023 年 TMT 迎来政策催化、盈利反转、产业浪潮共振。

**产业维度**，“无产业，不牛市”，里程碑式的产业创新才是牛市的驱动核心。80 年代至 90 年代，电脑和 PC 互联网的产业变革，催生纳斯达克牛市。2010 年以来，智能手机和移动互联网的产业变革，催生纳斯达克新一轮牛市。站在当前，ChatGPT 作为人与人工智能交互的界面，引领新一轮 AIGC 产业革命，将催生新一轮股市机会。

**政策维度**，数字经济是今年政策重心。《“十四五”数字经济发展规划》、《关于加强数字政府建设的指导意见》、《数字中国建设整体布局规划》等文件陆续发布，与此同时，十四届全国人大一次会议中通过了包含“组建国家数据局”，“推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设”等内容的《国务院机构改革方案》。

图5：三轮科技革命示意图



资料来源：CNKI等，浙商证券研究所

**盈利维度，TMT整体反转向上的。**我们用整体法计算TMT和新能源的相关行业2020-2024年的盈利表现，结合Wind一致盈利预测，就新能源来看，电力设备2023年和2024年相较于2022年增速明显放缓；就TMT来看，2023年传媒、计算机和电子均反转向上的。

表1：TMT相关行业盈利表现

行业	2020	2021	2022	2023E	2024E
传媒	381%	13%	-15%	216%	19%
计算机	-17%	14%	-13%	63%	32%
通信	12%	11%	64%	43%	12%
电子	42%	84%	9%	35%	33%
电力设备	57%	47%	94%	34%	28%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：使用整体法计算，2022年的归母净利润按照年报、业绩快报、Wind一致盈利预测的优先级提取，2023、2024年数据则取Wind一致盈利预测。

### 3 节奏推演：TMT主升段将展开

在分析TMT是今年主线基础上，近期震荡加剧背景下，TMT行情的后续演绎节奏也是当前焦点。

为了进一步把握当下TMT行情的演绎节奏，我们对2010年以来比较典型的三轮结构牛市进行复盘：2013-2015年计算机牛市、2019-2020年半导体牛市和2020-2021年新能源牛市。我们以最低点和最高点来界定三段牛市的时间区间，具体分别为2012年12月3日至2015年6月3日，2019年1月3日至2020年7月13日，2019年12月23日至2021年11月22日。

以史为鉴，其一，牛市第一波行情启动时，指数上行斜率较为陡峭，在此期间，基金配置往往尚未明显提升，且盈利往往处在反转初期，往往对应盈利增速为负。其二，牛市第一波行情后，主升段逐步展开，主升段上行斜率放缓，基金配置往往在此期间开始提升，且盈利开始逐季反转向上。其三，估值视角看，三轮结构牛市，指数启动估值往往在30倍左右，并在后期呈现明显溢价。其四，回撤视角，牛市初期的主要特征在于易涨难跌。

图6： 2013-2015年计算机结构性牛市



资料来源：Choice，浙商证券研究所

图7： 2019-2020年半导体结构性牛市



资料来源：Choice，浙商证券研究所

图8： 2020-2021年新能源结构性牛市



资料来源：Choice，浙商证券研究所

### 3.1 基金配置：滞后行情启动

我们以“普通股股票型+偏股混合型”基金为统计口径，观察计算机、半导体和电新行业的基金配置情况。可以发现，基金加仓往往滞后于行情启动，最大幅度加仓往往出现在行情启动后三个季度左右。

具体而言，计算机行情于2012年末启动，对应计算机行业的最大幅度加仓出现在2013年Q3 (+3.8%)；半导体行情于2019年初启动，对应半导体行业的最大幅度加仓出现在2019年Q3 (+1.1%)和Q4 (+1.1%)；新能源行情于2019年末启动，对应电新行业的最大幅度加仓出现在2020年Q2 (+6.0%)。

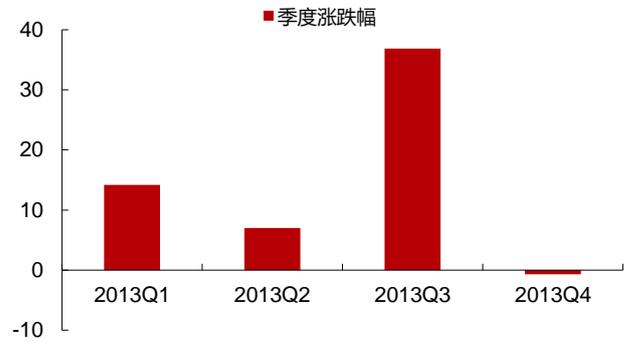
我们认为，牛市第一波行情启动时上行斜率较为陡峭，休整后牛市主升段展开，牛市主升段上行斜率放缓，在这个过程中，基金的配置往往在牛市主升段逐步提升。

图9： 计算机行业基金配置比例



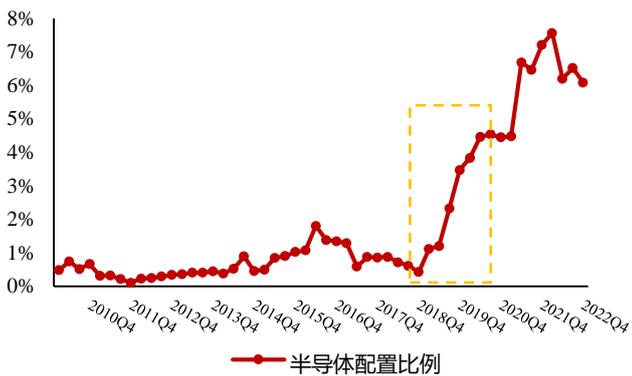
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10： 申万计算机指数季度涨跌幅 (%)



资料来源：Choice，浙商证券研究所

图11： 半导体行业基金配置比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图12： 申万半导体指数季度涨跌幅 (%)



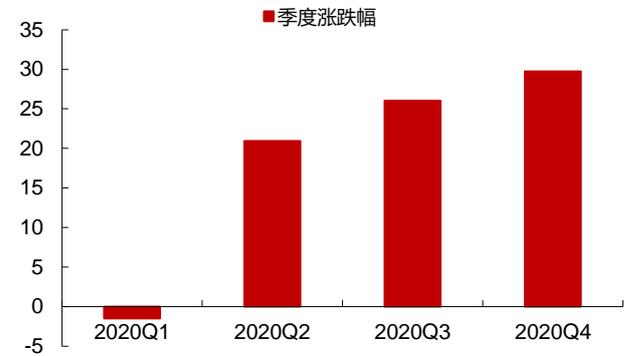
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图13： 电力设备行业基金配置比例



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14： 申万电力设备指数季度涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

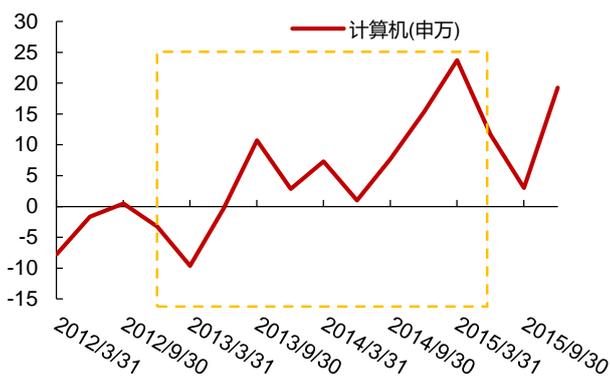
### 3.2 盈利情况：底部反转向上

复盘结构牛市演绎中的盈利特征，可以发现，行情启动之初，相应的行业往往并不具备当前业绩支撑，此时盈利处在反转初期，当期盈利往往呈负增长。

具体来看，2012年Q4和2013年Q1计算机板块归母净利润同比增速分别为-3.3%和-9.6%，2018年Q4半导体板块归母净利润同比增速为-42%，而2020年Q1电力设备板块归母净利润同比增速为-23%（部分受第一轮疫情冲击），均为负值。

牛市主升段往往对应板块盈利趋势向上，随着产业趋势演进，板块盈利增速处在上升通道。在各自的结构性牛市中，计算机、半导体和电力设备板块的归母净利润同比增速最大分别达到24%、119%和154%。

图15： 计算机板块归母净利润（算数平均）同比增速（%）



资料来源：Choice，浙商证券研究所

图16： 半导体板块归母净利润（算数平均）同比增速（%）



资料来源：Choice，浙商证券研究所

图17： 电力设备板块归母净利润（算数平均）同比增速（%）



资料来源：Choice，浙商证券研究所

### 3.3 估值水平：启动约 30 倍

复盘结构牛市的估值规律，观察 PE-TTM（剔除负值）可以发现，板块估值往往起步于 30 倍左右，计算机、半导体、电力设备区间最高估值分别达 148 倍、158 倍、56 倍。

表2：三段结构性牛市行情指数和标签股估值情况

起始时间	结束时间	代码	简称	起始估值	区间最大估值
2012-12-03	2015-06-03	884878.WI	计算机(申万)	25.0	147.9
2012-12-03	2015-06-03	002268.SZ	电科网安	18.1	394.6
2012-12-03	2015-06-03	000977.SZ	浪潮信息	46.0	168.1
2012-12-03	2015-06-03	300033.SZ	同花顺	58.8	798.4
2019-01-03	2020-07-13	801081.SWI	半导体(申万)	35.1	158.2
2019-01-03	2020-07-13	603005.SH	晶方科技	61.4	336.4
2019-01-03	2020-07-13	603986.SH	兆易创新	39.6	280.8
2019-01-03	2020-07-13	002371.SZ	北方华创	81.7	352.2
2019-12-23	2021-11-22	801730.SWI	电力设备(申万)	27.3	56.1
2019-12-23	2021-11-22	300274.SZ	阳光电源	20.1	113.1
2019-12-23	2021-11-22	601012.SH	隆基绿能	21.0	57.3
2019-12-23	2021-11-22	300750.SZ	宁德时代	45.9	216.2

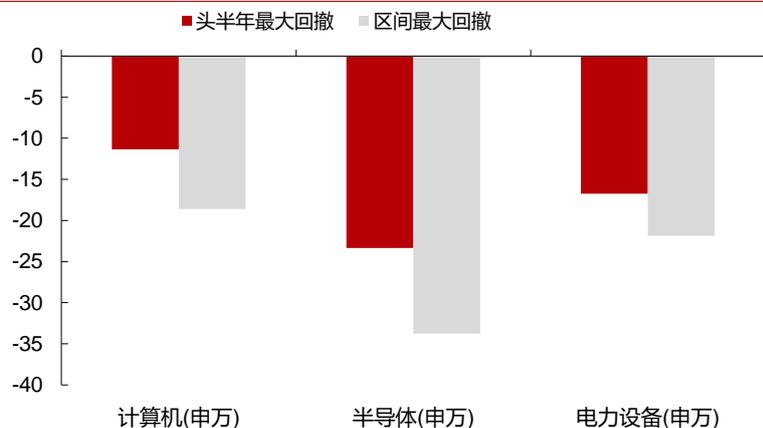
资料来源：Wind、Choice，浙商证券研究所

注：由于申万计算机指数 2014 年才发布，因为指数估值我们用板块 PE-TTM（剔除负值）来计算；另外两只指数在提取 PE-TTM 时也做剔除负值处理。

### 3.4 回撤视角：初期易涨难跌

从回撤表现来看，由于初始位置低，加之利好尚处兑现初期，牛市初期的主要特征在于易涨难跌。具体来看，各轮牛市启动后 6 个月内各行业的最大回撤均值约为 17%，明显小于整个牛市中的最大回撤均值（-25%），调整幅度相对可控。

图18：三轮结构性牛市头半年和区间指数最大回撤（%）



资料来源：Choice，浙商证券研究所

## 4 配置线索：聚焦业绩和催化剂

展望 2023 年的 TMT 投资线索，人工智能引领下，可关注业绩催化和产业催化两条线索继续演绎。

就业绩催化来看，以芯片、光模块、服务器为代表的算力环节更强。背后原因在于，AI 浪潮下，算力需求爆发式增长，扩大算力基础设施是数字经济蓬勃发展的必要前提，也是产业链业绩最先落地的环节。

我们对 AI 产业链进行梳理，并结合一季报前瞻来看：芯片链内半导体设备（64%），通信和云计算链内通信网络（67%）、数据中心（50%）、光纤光缆（50%）2023 年营收预期上修比例较高，与我们的判断基本相符。

在前瞻方法上，（1）考虑到如果个股一季报业绩超预期，证券研究员多在披露后上调预期，因此我们将超预期定义为，个股当年净利润 Wind 一致预期【截至一季报披露日期+7】较【截至一季报披露日期-7】上调；同时，我们统计每年 1 月 1 日至 3 月 31 日期间，个股当年净利润 Wind 一致预期调整情况。（2）新兴赛道成长初期资本开支较大，我们增加营收指标来进一步刻画景气趋势的变动。

表3：AI 核心产业链一季报前瞻

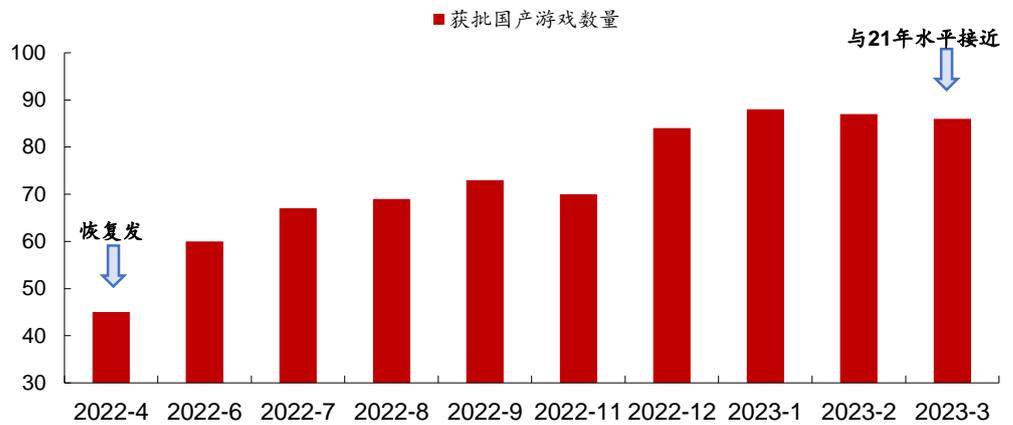
细分赛道	Wind 一致净利润预期			23Q1 期间盈利预期调整情况			23Q1 期间营收预期调整情况		
	2022E	2023E	2024E	上修	下修	上修比例	上修	下修	上修比例
通信网络	8%	10%	10%	1	2	33%	2	1	67%
半导体设备	75%	36%	30%	9	2	82%	7	4	64%
光缆光纤	49%	30%	23%	1	1	50%	1	1	50%
数据中心	-24%	88%	30%	1	1	50%	1	1	50%
AI 框架	-7%	49%	31%	0	3	0%	1	2	33%
5G 基站	9%	11%	10%	1	5	17%	2	4	33%
IDC 及运营商	9%	11%	10%	2	7	22%	3	6	33%
ERP	-39%	127%	76%	0	4	0%	1	3	25%
服务器	5%	21%	16%	0	8	0%	2	6	25%
光芯片	12%	32%	25%	1	3	25%	1	3	25%
交换机	5%	20%	15%	0	4	0%	1	3	25%
EDA/IP	74%	53%	50%	1	3	25%	1	3	25%
零部件	60%	48%	36%	1	3	25%	1	3	25%
操作系统	27%	34%	32%	0	5	0%	1	4	20%
Chiplet	-19%	20%	27%	0	5	0%	1	4	20%
CPU/GPU	-5%	100%	61%	1	4	20%	1	4	20%
数据要素	-44%	119%	31%	3	8	27%	2	9	18%
工业软件	4%	48%	28%	2	5	29%	1	6	14%
数据/信息安全	-117%	1151%	55%	3	8	27%	1	10	9%
系统软件	34%	61%	48%	0	2	0%	0	2	0%
信创软件	0%	69%	45%	0	2	0%	0	2	0%
中间件	-65%	187%	37%	0	1	0%	0	1	0%
数据库	69%	177%	71%	1	3	25%	0	4	0%
数据运维	-78%	119%	59%	0	1	0%	0	1	0%
大模型	-1%	11%	17%	3	5	38%	0	8	0%
PCB	-11%	25%	26%	1	4	20%	0	5	0%
光模块	31%	18%	21%	2	2	50%	0	4	0%
ASIC	3073%	726%	104%	0	2	0%	0	2	0%
FPGA	55%	38%	33%	2	1	67%	0	3	0%

半导体材料	194%	-16%	-8%	2	4	33%	0	6	0%
存储	-3%	16%	27%	0	2	0%	0	2	0%
晶圆厂	14%	-46%	35%	1	1	50%	0	2	0%
云	35%	49%	52%	0	0	-	0	0	-

资料来源：Wind，浙商证券研究所（截至 2023/4/15）

就产业催化来看，数据要素、人工智能、智能硬件、游戏、影视等环节催化剂密集，亦可重点关注。数据要素【政策催化密集，如广东拟将数据要素纳入 GDP 核算】，人工智能【GPT5 预计今年 Q4 发布，市场预期部分功能将于 6 月起陆续公开】，智能硬件【AI+智能硬件创新，苹果首款 MR 产品落地预期】，游戏【今年以来有 300 多款游戏获批，平均每月 86 款游戏获批，游戏版号发放呈常态化】，影视【目前五一档上映的院线电影增至 17 部】。

图19： 游戏版号发放情况（个）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 5 风险提示

- 1、 AI 相关领域产业进展低于预期；
- 2、 美国的银行业流动性风险超预期。

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>