

中国平安 PINGAN

专业 · 价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

策略动态跟踪：市场在交易哪些确定性？

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号：S1060513060001

陈骁 投资咨询资格编号：S1060516070001

张亚婕 投资咨询资格编号：S1060517110001

郝思婧 投资咨询资格编号：S1060521070001

2025年6月8日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券



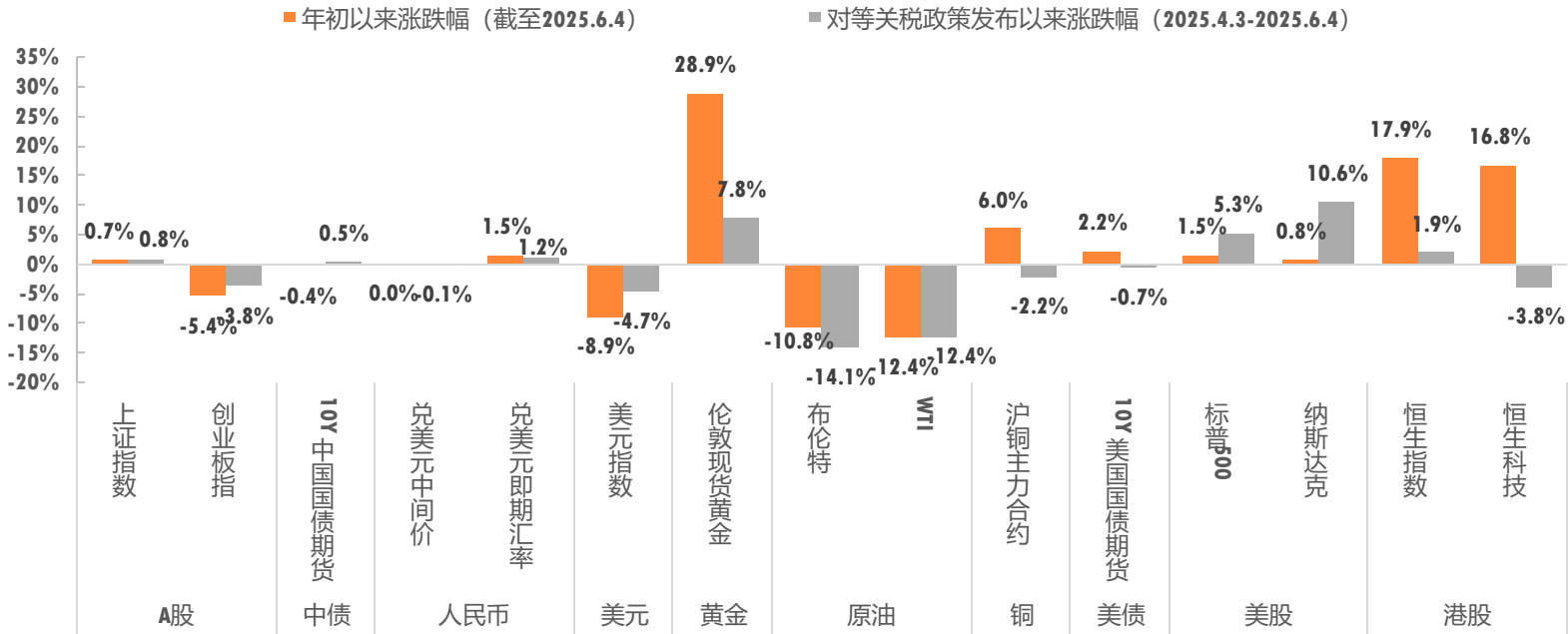
核心观点 | 市场在交易哪些确定性？

- **年初以来，国际环境更趋复杂，大类资产波动加大且有明显分化。**黄金领涨，伦敦现货黄金价格在4月创新高后于高位区间波动；风险资产表现分化，港股、德股涨幅居前，美股宽幅震荡，日股、台股表现落后；油价走弱；美元指数下行至100附近低位震荡。
- **海外方面，外部不确定性经历了从快速抬升到边际缓和的变化，长期仍然存在反复风险。**
 - 1) 美国关税政策反复多变，全球贸易环境仍面临挑战。具体来看，关税政策在4月初引发全球市场波动后，5月逐渐进入对等关税暂停、贸易谈判推进阶段，目前已达成美英贸易协议、发布了中美联合声明；但5月下旬以来，特朗普再度施压，威胁对欧盟再加关税，宣布自6月4日起提高进口钢铁和铝及其衍生品制品的关税至50%，贸易前景担忧仍存。
 - 2) 美国自身经济与政策仍充满不确定性。其中，美国财政可持续性担忧加剧，穆迪公司于5月16日下调美国主权信用评级至Aa1，美国众议院于5月22日审议通过的预算法案将带来未来十年内财政赤字增加超3万亿美元；与此同时，关税政策何时稳定及其对经济、增长和就业的影响仍有较大不确定性，美联储决策面临挑战，5月以来市场对联储降息预期快速收敛。
 - 3) 全球地缘局势反复，俄乌、中东、印巴等地缘政治问题有谈判也有分歧，全球地缘政治风险指数升至近三年高位水平。
- **国内方面，基本面有韧性，高景气行业优势持续显现，政策发力筑牢高质量发展的确定性。**
 - 1) 经济总量层面看，4月经济数据显示国内基本面增长韧性凸显。其中，工业生产稳定增长；出口保持8%以上增速，对东盟、拉美、非洲等地的出口增速在15%以上；内需方面，“两新”政策及财政发力继续支撑消费、基建韧性。
 - 2) 细分产业层面看，两条高景气线索值得关注：一是受益于产业升级和政策支持，高技术产业加快壮大，4月，规模以上高技术制造业增加值同比增长10%， “人工智能+”驱动作用增强，规模以上数字产品制造业增加值增长10%；二是受益于政策支持和消费场景创新，居民消费新动能不断释放，以旧换新相关的家用电器和音像器材类、文化办公用品类、家具类商品零售额4月同比增速均超25%，消费升级类相关的体育娱乐用品类、金银珠宝类商品零售额4月同比增速平均在20%-25%左右，均明显快于社零增速（5.1%）。
 - 3) 政策层面看，一揽子金融与产业政策齐发力。金融政策包括降准50BP、降息10BP，加力实施再贷款、科技债等结构性政策工具；发挥类“平准基金”、中长期资金等各类资金稳市功能，印发《推动公募基金高质量发展行动方案》强化业绩比较基准的约束。产业政策则包括稳就业、稳外贸、促消费等一系列措施。
- **综合来看，当前外部环境变化仍存不确定性，国产科技自主可控和内需韧性的重要性仍在提升。国内政策支持和产业向新向好发展有望继续支撑权益市场中期向上空间，结构上建议关注两条主线：**一是以国产科技和高端制造为代表的成长风格，如以半导体/国产AI等为代表的科技自主可控方向、行业景气向上的国防军工等；二是受益于扩内需政策支持的消费优质资产（新消费/医药生物等）。
- **风险提示：**
 - 1) 美国关税及其他政策超预期风险；
 - 2) 中国政策执行力度或速度不及预期风险；
 - 3) 居民收入及就业表现低于预期风险。

1.0 回顾 | 年初以来黄金领涨，港股在全球股市中表现居前

- 年初以来全球大类资产表现分化：截至**2025年6月4日**，**1) 黄金领涨**，伦敦现货黄金上涨**29%**，原油价格下跌；**2) 美元走弱**，美元指数下跌**8.9%**；**3) 权益方面**，**港股、德股**涨幅居前，日股、台股相对落后，美股区间震荡；**4) 债市震荡**，年初以来**10Y美国国债**到期收益率累计下行**21bp**，**10Y中债国债**到期收益率累计小幅下行**0.48bp**。
- 4月2日特朗普宣布全球对等关税政策**以来，全球大类资产波动加大：截至**2025年6月4日**，黄金价格冲高后进入震荡格局，但仍然保持正收益；油价、美元指数也维持弱势；美股在下跌后反弹，**4月3日-6月4日**区间内，纳指累计涨幅超**10%**。

全球大类资产价格变化（截至2025年6月4日）



年初以来欧洲股市、港股等表现较好（截至2025年6月4日）

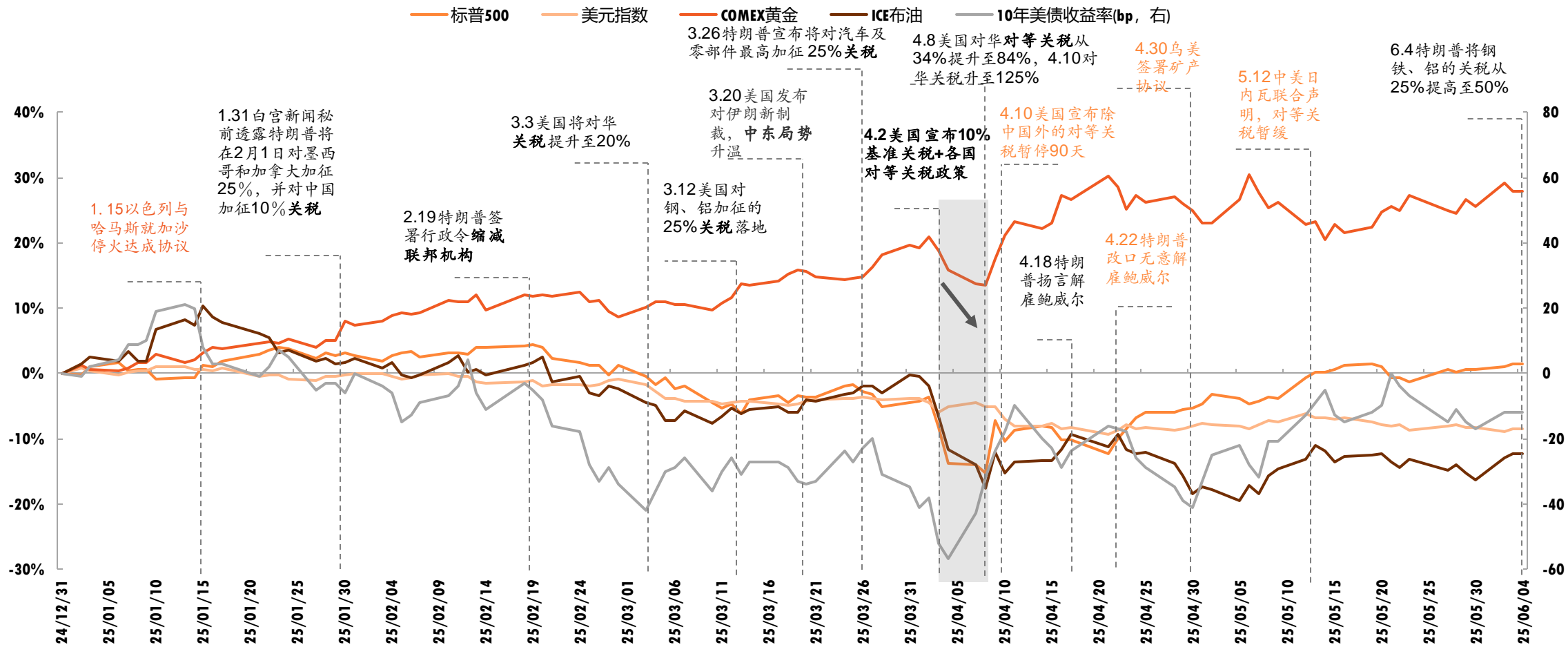
		2025年初至今		2025.4.3- 2025.6.4	
发达市场股指	标普500指数	1.52%	5.29%	恒生指数	17.92%
	纳斯达克指数	0.78%	10.56%	上证指数	0.73%
	英国富时100指数	7.69%	2.24%	沪深300	-1.68%
	德国DAX 30指数	21.94%	8.42%	创业板指数	-5.45%
	法国CAC 40指数	5.74%	-0.69%	韩国综合指数	15.48%
	日经225指数	-5.38%	5.66%	印度SENSEX指数	3.66%
	富时新加坡STI	3.07%	-1.27%	越南胡志明指数	6.73%
	澳洲ASX 200	4.69%	7.65%	台湾加权指数	-6.15%
新兴市场股指					

资料来源：Wind，证券时报，平安证券研究所

1.1 海外 | 国际环境更趋复杂，外部不确定性发酵

- 2025年以来，国际环境复杂变化，全球贸易环境、美国自身经济与政策、地缘政治等多个领域的不确定因素明显增加。

◎ 2025年以来全球大类资产走势与重点事件进展（除美债为到期收益率的bp变化外，其他资产均为累计涨跌幅）



1.2 海外 | 国际贸易：美国关税政策反复多变

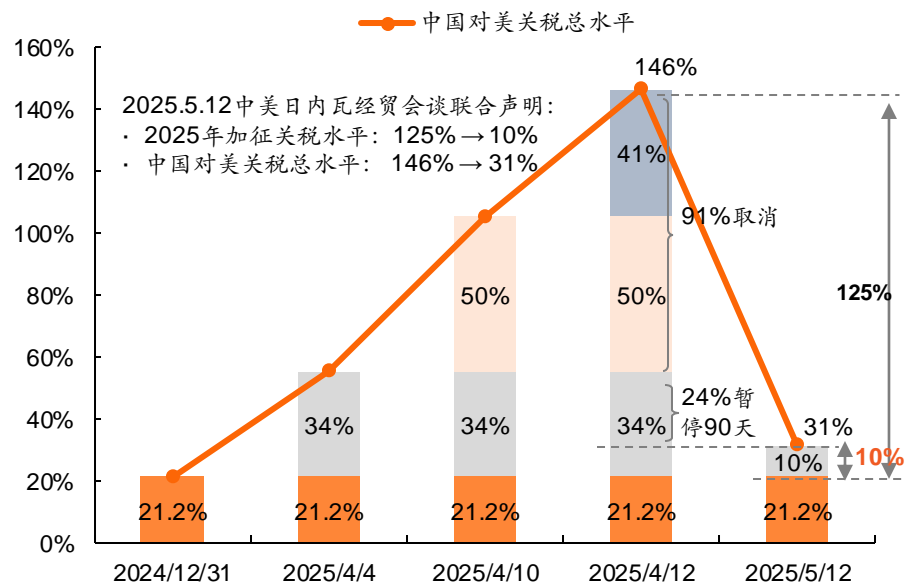
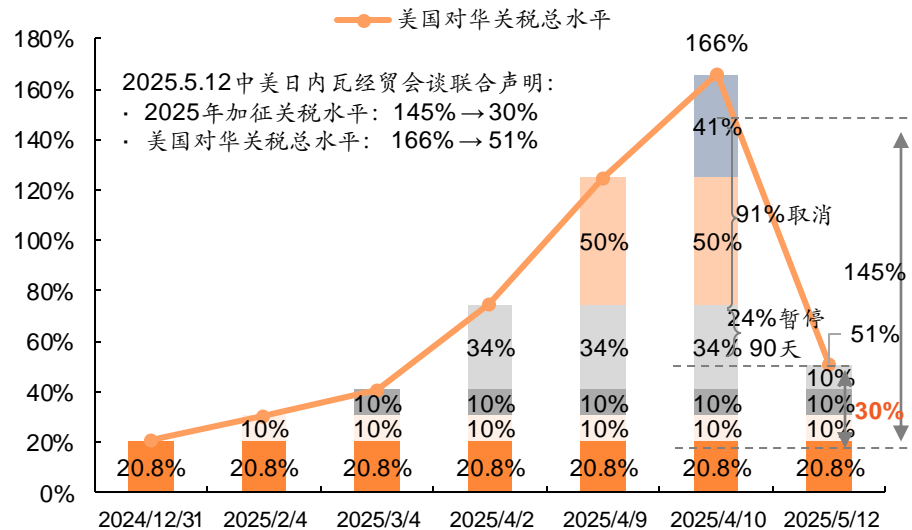
- 美国关税政策反复多变，不确定性仍存。
- 关税政策在4月初引发资本市场剧烈波动，5月逐渐进入对等关税暂停、贸易谈判推进的阶段；目前已达成美英贸易协议、发布了中美联合声明。
- 但是，5月下旬以来，特朗普再度施压，贸易政策不确定性再度抬升。其中，5月23日，特朗普宣布，将从6月1日起对欧盟加征50%的关税，5月25日宣布推迟至7月9日生效；6月4日，特朗普宣布将进口钢铁和铝及其衍生制品的关税从25%提高至50%（英国除外）。

美英贸易协议主要内容

涉及主体	具体内容
美国	将其现有的“其他国家”牛肉免税配额中的 13,000 公吨重新分配给英国。
	对从英国进口的10万辆汽车仅征收10%关税而非此前232条款下的25%。
	如果英国努力及时满足出口至美国的钢铁、铝、药品产品的供应链安全等要求，美国将对从英国进口的相关产品实施优惠关税配额。
英国	取消进口配额内的美国牛肉的关税，并将免税配额由1000吨上调至13000吨。
	对从美国进口的14亿升乙醇免税。
	订购价值约100亿美元波音飞机。
美、英双方合作	努力增强农产品市场准入方面进行建设性合作。
	各自确认给予对方合格评定机构的待遇不低于其给予其境内合格评定机构的待遇。
	将就数字贸易条款进行谈判。
	加强经济安全领域的合作，包括协调应对第三国的非市场政策。
	两国将就关于逃税海关合作的规定进行谈判，以打击逃税计划和从受到反倾销、反补贴、保障措施等措施的国家非法转运货物，防止此类行为破坏经济安全。

资料来源：PIIE，美国白宫官网，中国政府网，新华网，华尔街见闻，平安证券研究所

5.12中美日内瓦联合声明发布，双边关税税率下降



1.3 海外 | 美国经济：美国财政风险升温，美联储降息路径充满不确定性

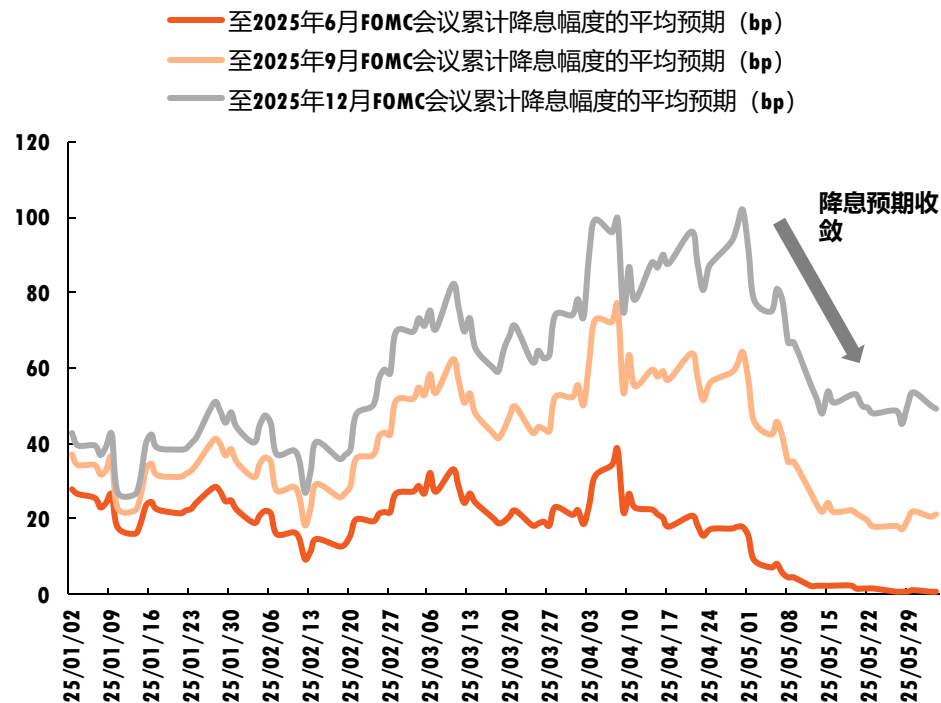
- 美国自身经济与政策也面临诸多不确定性。
- 1) 债务风险加大，美国财政可持续性担忧加剧。5月22日，众议院版本最新预算协调法案通过，法案较2月版本进一步明确了政策节奏：先执行减税（如2025-2028年免除小费税、加班税），而后削减开支（如2027年起削减医疗补助）。据CBO预测，该版本法案导致美国财政赤字规模将快速上行并在2027年达到峰值，随后才会逐步下降。此前，穆迪公司于5月16日将美国主权信用评级从Aaa下调至Aa1，主因“持续的大规模财政赤字将进一步推高政府债务和利息支出负担”。
- 2) 关税政策何时稳定及其对经济、增长和就业的影响仍存在很大不确定性，美联储政策制定难度加大。根据CME统计，5月以来，市场对美联储全年降息预期快速收敛。

众议院版本预算协调法案预计在未来十年内增加3.055万亿美元赤字

项目类别	委员会	主要内容	对2025-2034财年赤字的影响（亿美元）
减税	筹款委员会	延长减税法案、将州和地方税抵扣上限（SALT）设定为4万美元、2025-2028年免除小费税与加班税等	37750
增加国防和边境支出	武装部队委员会	加强国防支出，尤其对造船业、导弹防御等提供资金支持	1440
	司法委员会	拘留场所扩容、运送及遣返移民等	70
	国土安全委员会	边境墙建设及边境安全设施改进等	670
削减开支/增加收入	能源与商务委员会	2027年起医疗补助削减、要求各州建立医疗补助计划并更改资格和注册规则，并解决浪费、欺诈和滥用问题、撤销并取消多项能源与环境项目资金等	-9880
	教育与劳动委员会	改革学生贷款和助学金制度	-3490
	农业委员会	限制农业补贴、降低联邦政府承担成本等	-2380
	监督委员会	削减联邦雇员福利、提高政府雇员退休金缴纳比例	-510
	交通与基础设施委员会	撤销《通胀削减法案》资金等	-370
	自然资源委员会	扩大陆上石油和天然气租赁等	-200
	金融服务委员会	限制消费者金融保护局从美联储提取资金的权限等	-50
交互影响			1500
调整项			500
利息			5500
合计			30550

资料来源：CRFB，CBO，平安证券研究所；预算法案条款统计截至2025年5月22日

2025年以来市场对美联储降息幅度预期变化

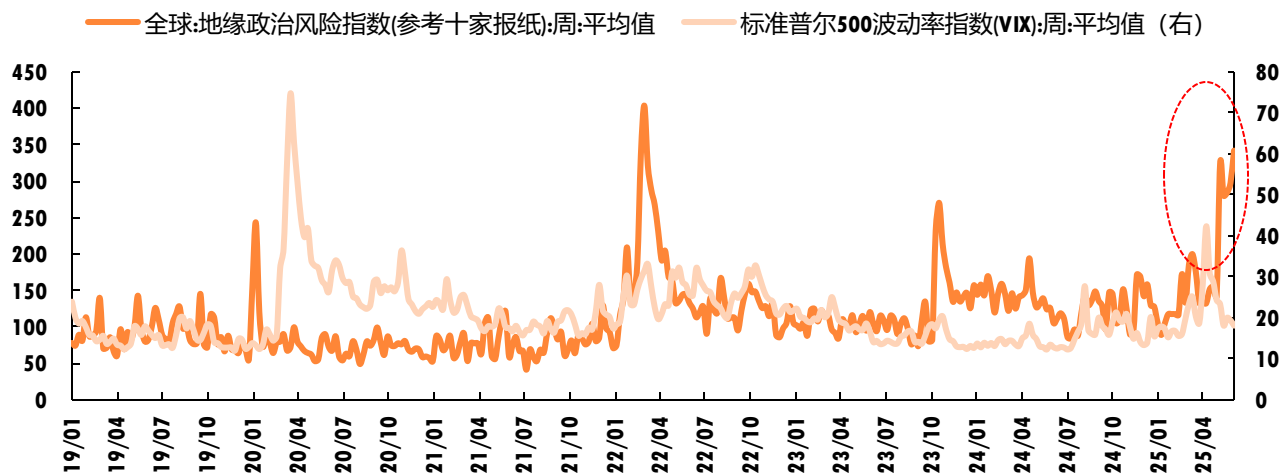


资料来源：CME，平安证券研究所；降息预期统计截至2025年6月3日

1.4 海外 | 地缘政治：俄乌、中东、印巴等地缘局势反复

- 年初以来，全球地缘政治局势有所反复。
- 1) 俄乌局势：**特朗普曾在竞选纲领中主张减少美国军事援助的开支、缓解地缘政治风险以降低大宗商品价格；就任以来，其通过适当对俄让步、打压乌克兰以调停俄乌战争。当前谈判仍在进行，第二轮直接谈判在交换战俘方面达成共识，但在停火等核心议题上暂未达成一致。
- 2) 中东局势：**伊朗系武装与美系武装的对抗在1-2月有短暂缓和，但美国在3-4月再度恢复大规模攻击。5月以来，开始恢复对话但前景尚不明朗，5月14日伊朗称愿与美国签署协议，承诺永不制造核武器；此后，6月3日，伊朗外长又表示继续进行铀浓缩活动是伊朗的红线。后续关注伊、美谈判进展。
- 3) 印巴局势：**4月底以来印巴冲突经历短暂升级，随后双方于5月10日达成停火协议。但5月双方互相驱逐对方外交官。

◎ VIX指数与全球地缘政治风险指数走势



资料来源：Wind，新华网，央视新闻，中国新闻网，央广网，财联社，金融界，平安证券研究所

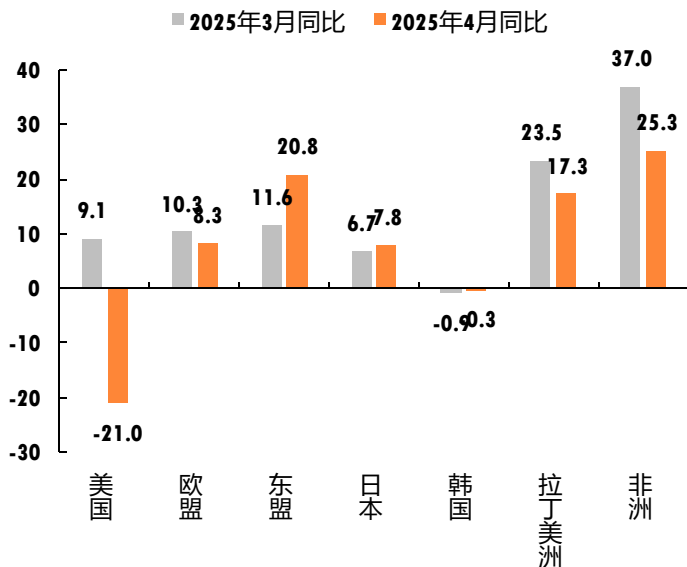
◎ 2025年以来地缘局势变化重要事件



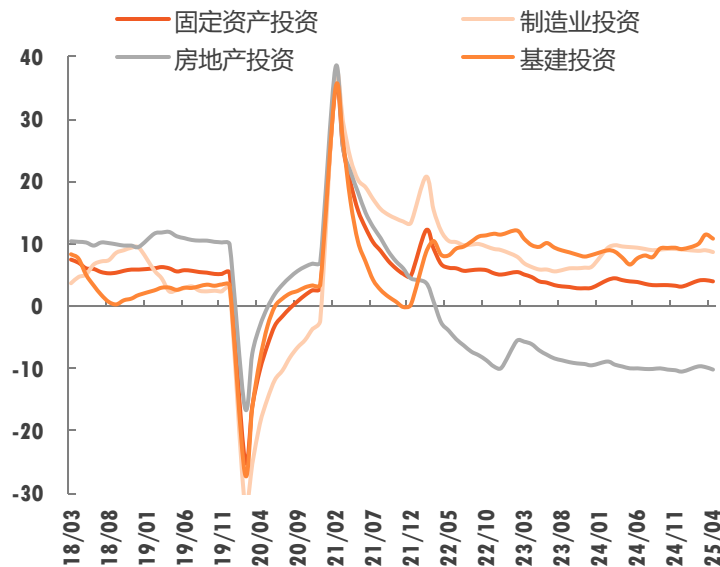
国内 | 基本面：经济增长有韧性，出口结构迅速调整

- 4月份各项生产需求指标仍保持较强韧性，供需两端平稳增长：
- 1) 生产：工业生产稳定增长，高技术产业表现较好。4月全国规上工业增加值同比增长**6.1%**，高技术产业同比增速达**10.0%**。
- 2) 外需：出口维持较高增长。4月出口同比增长**8.1%**（前值**12.3%**，一季度**5.7%**）。分地区看，对东盟、拉美等主要转口地保持较高增长；分产品看，高附加值产品出口韧性较强，机电产品、高新技术产品出口分别增长**10.5%**、**6.9%**。
- 3) 内需：“两新”政策及财政发力继续支撑消费、基建韧性，部分高技术行业扩产积极。4月社零同比增长**5.1%**（前值**5.9%**，一季度**4.6%**），以旧换新消费品、文体娱乐消费增长较快。1-4月固定资产投资同比增长**4.0%**，其中，信息服务业、计算机及办公设备制造业等高技术产业投资延续两位数高增，且增速快于一季度。地产方面，1-4月新建商品房销售面积同比为**-2.8%**，降幅较一季度收窄**0.2pct**，房地产投资同比下降**10.3%**（前值**-9.9%**）。

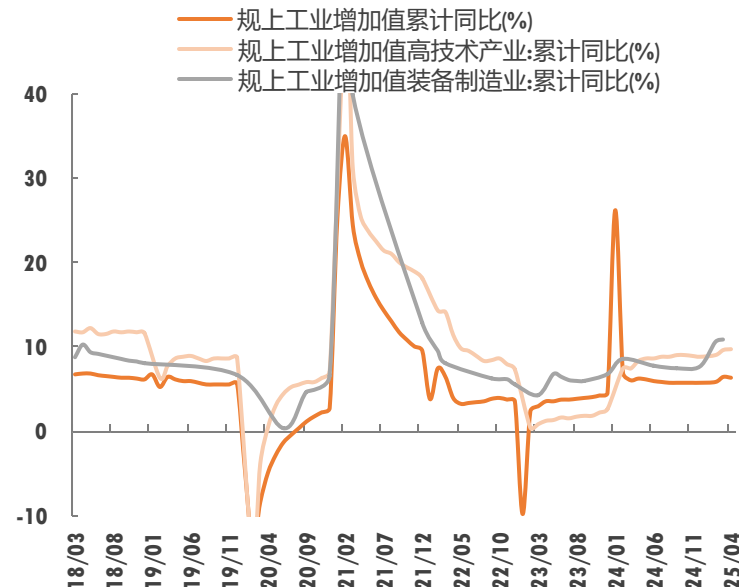
分地区当月出口金额同比增速（%）



4月基建投资增速维持较高增长（%）



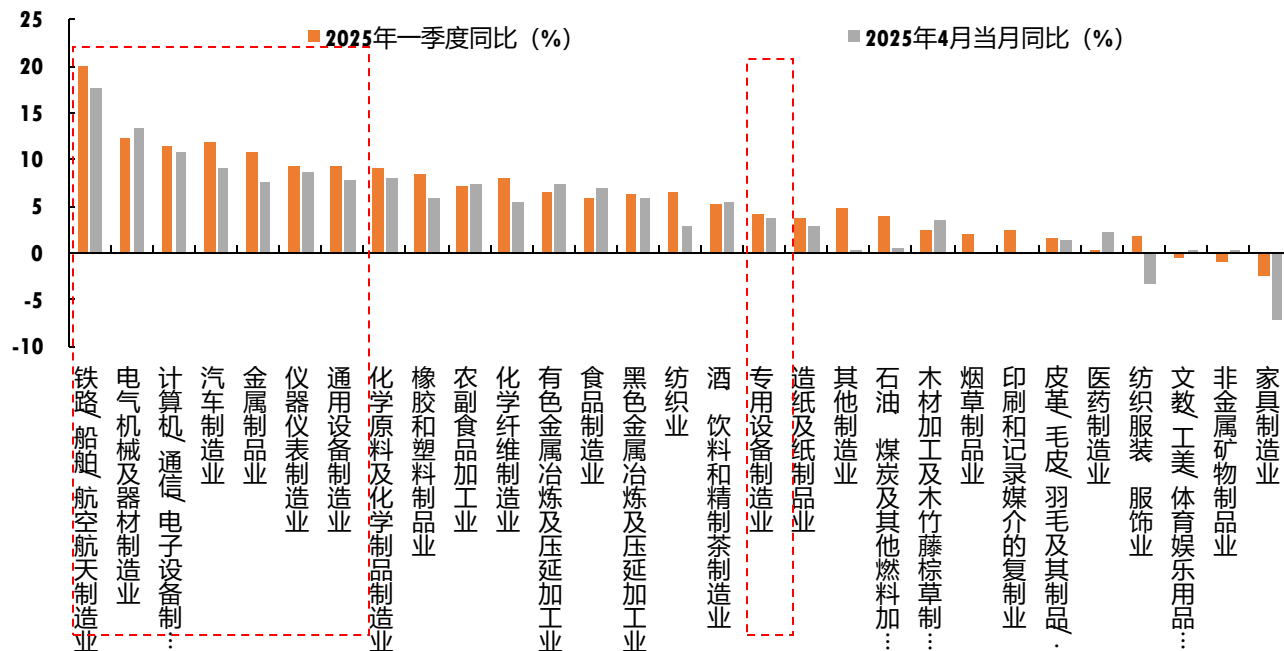
4月高技术产业增加值同比增长10.0%



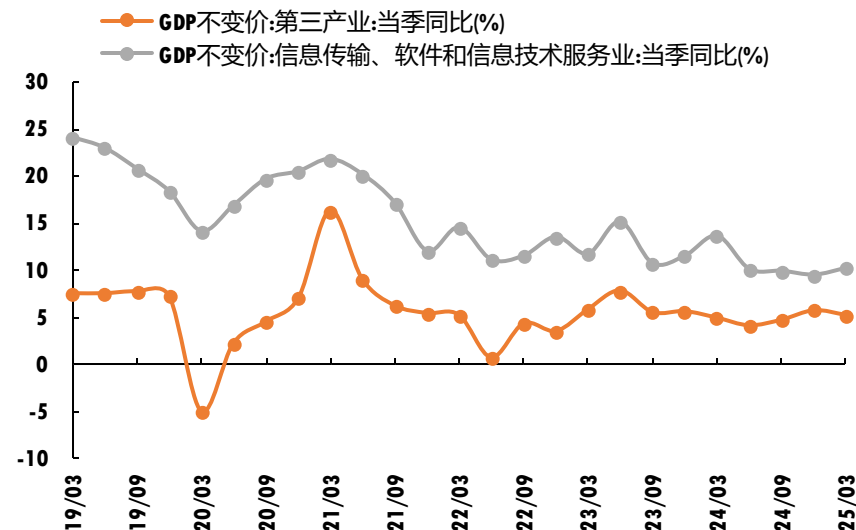
国内 | 基本面：高技术产业加快壮大，居民消费新趋势持续涌现

- 从细分行业发展来看，高技术产业加快壮大，居民消费新趋势持续涌现。
- 一是受益于产业升级和政策支持，高技术产业和装备制造业稳步发展。4月，规模以上高技术制造业增加值同比增长10%；“人工智能+”驱动作用增强，规模以上数字产品制造业增加值增长10%；铁路船舶及航空航天运输设备、电气机械、汽车等装备制造业增加值也保持10%以上较高增速。
- 二是受益于政策支持和消费场景创新，居民消费新动能不断释放。以旧换新相关的家用电器和音像器材类、文化办公用品类、家具类商品零售额4月同比增速均超25%，消费升级类相关的体育娱乐用品类、金银珠宝类商品零售额4月同比增速平均在20%-25%左右，均明显快于社零增速（5.1%）。

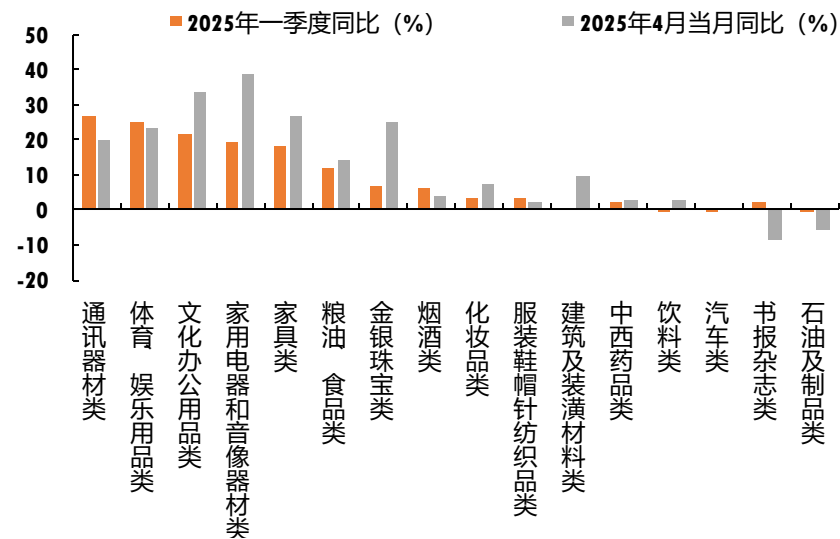
规上工业企业工业增加值同比增速：装备制造业增速较快



2025年一季度信息技术服务业增加值增速向上



限额以上单位商品零售额同比增速：以旧换新增长较快



国内 | 政策：一揽子政策筑牢高质量发展的确定性

- 4月底政治局会议明确“以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性”的政策方向，随后金融、产业政策齐发力。
- 1) **金融政策**：货币政策端，央行降准50BP、降息10BP，并加力实施再贷款、科技债等结构性政策工具。资本市场政策端，发挥类“平准基金”、中长期资金等各类资金稳市功能；深化两创、并购重组等改革，加大支持新质生产力；发布《推动公募基金高质量发展行动方案》，通过强化业绩比较基准约束等举措引导公募从“重规模”向“重回报”转变。
- 2) **产业政策**：稳就业方面，加力岗位挖潜扩容、稳岗返还、就业补贴等。稳外贸方面，加快内外贸一体化改革与跨境电商创新发展。促消费方面，扩大服务消费，推动汽车流通消费改革，优化汽车限购限行措施，构建技能导向的薪酬分配制度等。

4月中央政治会议以来金融、产业政策部署

金融政策

货币政策

数量：降准50BP，汽车金融公司、金融租赁公司的准备金率降至0%

价格：降息10BP，再贷款利率、PSL、公积金贷款利率各调降25BP

结构：科技创新和技术改造再贷款扩容至8000亿元；创设5000亿**服务消费和养老再贷款**；增加支农支小再贷款额度3000亿元；将证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款额度共8000亿元合并使用；央行提供低成本再贷款资金可购买**科技创新债券**

监管政策

稳经济：加快出台适配房地产发展新模式的系列融资制度；加力支持小微企业、民营企业；制定实施银行业保险业护航外贸发展系列政策

促科创：将发起设立金融资产投资公司主体扩展至符合条件的全国性商业银行；制定科技保险高质量发展意见；修订并购贷款管理办法

市场政策

全力支持中央汇金发挥类“平准基金”作用

深化两创板块、并购重组、科技创新债等改革。证监会发布《关于修改<上市公司重大资产重组管理办法>的决定》，交易所发布配套指引

加码中长期资金入市，保险资金长期投资试点拟再批复600亿元；股票投资风险因子调降10%；**印发《推动公募基金高质量发展行动方案》**：优化主动权益基金收费模式、强化业绩比较基准约束，引导公募基金从“重规模”向“重回报”转变；支持被动权益产品发展等

产业政策

稳就业

挖潜扩容就业空间，落实岗位挖潜扩容方案，拓展新的就业增长点

加快兑现稳岗返还、担保贷款、就业补贴

突出保障重点群体就业，加强就业公共服务

加大职业技能培训力度，扩大以工代赈

稳外贸

加快内外贸一体化改革，帮助外贸企业拓内销，推动“三增三减”

帮助开拓国际多元市场，**扩大服务产品“出海”**

加强贸易金融支持保障，一业一策、一企一策加大支持力度

加快跨境电商创新发展，设立跨境电商综合试验区

促消费

扩大服务消费，促进健康消费，强化失能老年人照护

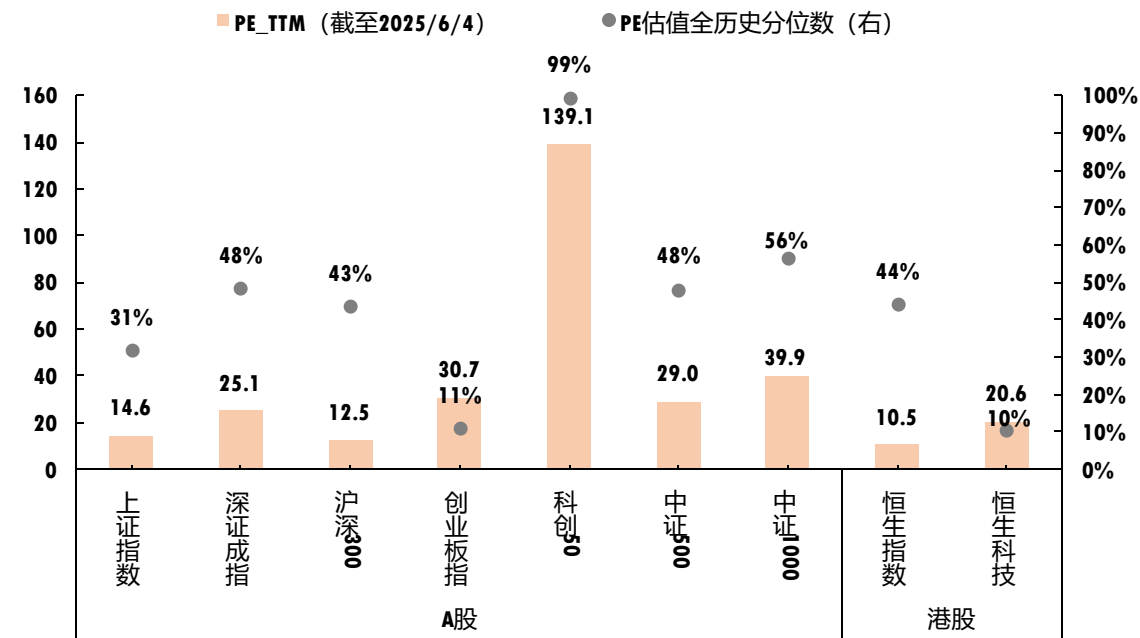
推动汽车流通消费改革，优化汽车限购限行措施

构建技能导向的薪酬分配制度

3.1 市场展望 | 权益市场中枢仍有上行空间

- 综合来看，当前外部环境变化仍存不确定性，国产科技自主可控和内需韧性的的重要性仍在提升。国内政策支持和产业向新向好发展有望继续支撑权益市场中期向上空间，结构上建议关注两条主线：一是以国产科技和高端制造为代表的成长风格，如以半导体/国产AI为代表的科技自主可控方向、行业景气向上的国防军工等；二是受益于扩内需政策支持的消费优质资产（新消费/医药生物等）。

● A股/港股主要市场指数估值及历史分位（截至2025.6.4）



● 2025年A股申万一级行业市场表现（截至2025.6.4）

行业	区间涨跌幅（截至2025.6.4）		PE估值		PB估值	
	2025年涨跌幅（%）	6月涨跌幅（%）	PE_TTM	历史分位	PB_LF	历史分位
美容护理	18.23	6.60	41.99	58.0%	3.51	35.8%
有色金属	11.14	2.80	18.31	17.3%	2.11	25.4%
银行	9.87	2.02	6.53	55.2%	0.57	30.9%
医药生物	9.10	2.34	34.82	49.4%	2.67	14.2%
纺织服装	8.68	5.01	26.10	55.3%	1.80	44.7%
汽车	8.67	0.09	25.98	61.6%	2.44	70.2%
农林牧渔	7.73	2.57	17.45	6.0%	2.38	7.0%
环保	7.52	0.69	24.50	66.8%	1.51	21.4%
机械设备	6.67	0.35	31.14	55.8%	2.43	48.1%
传媒	6.28	2.16	40.48	66.4%	2.60	55.7%
基础化工	4.81	1.61	24.36	57.2%	1.79	17.3%
轻工制造	3.39	2.47	28.05	59.4%	1.74	24.4%
计算机	2.77	1.09	79.01	90.9%	3.79	43.7%
国防军工	2.13	0.24	75.41	70.3%	3.08	45.3%
社会服务	1.98	2.75	41.76	34.3%	2.90	13.6%
综合	1.35	4.60	40.96	32.7%	1.66	35.8%
钢铁	0.83	-0.21	33.48	80.1%	0.94	23.5%
建筑材料	0.43	0.90	26.31	72.2%	1.11	7.4%
家用电器	0.19	-1.71	14.05	21.5%	2.33	8.8%
公用事业	-1.01	-0.35	18.08	13.9%	1.50	27.0%
交通运输	-1.04	-0.33	16.48	40.3%	1.30	15.8%
食品饮料	-1.20	0.33	21.95	8.9%	4.11	11.7%
通信	-2.61	1.57	29.60	14.3%	2.62	51.6%
商贸零售	-2.87	2.33	38.13	81.0%	1.83	50.3%
电子	-3.07	1.45	49.24	65.5%	3.37	43.4%
建筑装饰	-3.83	0.65	10.66	57.6%	0.73	7.4%
非银金融	-5.37	1.97	13.88	21.3%	1.22	23.0%
石油石化	-5.78	0.39	16.12	51.2%	1.17	3.8%
电力设备	-5.91	1.05	28.73	26.0%	2.23	23.2%
房地产	-7.13	0.68	39.70	98.1%	0.72	10.7%
煤炭	-11.53	-0.34	12.74	70.1%	1.18	27.1%

资料来源：Wind，平安证券研究所

3.2 市场展望 | 后续关注：6月陆家嘴论坛、G7峰会等

- 6月关注陆家嘴论坛、G7峰会、苹果开发者大会、华为开发者大会等。

6月重要经济指标与事件日历

周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
						1
2	3	4	5	6	7	8
美国 5月ISM制造业PMI 中国美国 中国—加州经贸论坛		美国 5月ISM非制造业PMI	美国 德美首脑会晤	美国 5月非农数据 5月失业率		
9	10	11	12	13	14	15
中国 5月进出口数据 5月PPI 5月CPI	美国 苹果公司全球开发者大会	美国 5月CPI	中国 5月金融数据 美国 5月PPI			美国 特朗普访问加拿大并出席G7峰会
16	17	18	19	20	21	22
中国 5月经济数据		中国 陆家嘴论坛	美国 美联储FOMC会议	中国 华为开发者大会		
23	24	25	26	27	28	29
				中国 5月工业企业利润 美国 5月PCE		
30						
中国 6月PMI						

7月重要经济指标与事件日历

周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
	1	2	3	4	5	6
	美国 6月ISM制造业PMI产出指数	美国 6月ADP数据	美国 5月进口数据 6月ISM非制造业PMI			
7	8	9	10	11	12	13
美国 4月ISM非制造业PMI			中国 6月M0、M1、M2数据			
14	15	16	17	18	19	20
中国 6月进出口数据	中国 6月经济数据 美国 6月CPI	美国 6月PPI				
21	22	23	24	25	26	27
						中国 6月工业企业利润
28	29	30	31			
		美国 7月ADP、二季度GDP	中国 7月PMI 美国 6月PCE 7月美联储公布利率决议			

资料来源：Wind-全球经济日历，华尔街见闻，新浪财经，平安证券研究所



风险提示

- 1、美国关税及其他政策超预期风险：**如果关税政策或其他制裁政策力度加大，则对全球经济和市场的负面冲击加大；如果关税政策力度降低或取消，则将缓解全球经济和资本市场面临的压力。
- 2、中国政策执行力度或速度不及预期风险：**两会提到“中央财政还预留了充足的储备工具和政策空间”，表明政策有望进一步加码，但政策触发可能需进一步观察经济数据表现以及中美谈判进程。
- 3、居民收入及就业数据低于预期风险：**如居民收入及就业数据低于预期，对各类消费行业景气度恢复可能形成压制。

平安证券研究所 策略配置研究团队

分析师	邮箱	资格类型	资格编号
魏伟	WEIWEI170@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060513060001
张亚婕	ZHANGYAJIE976@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060517110001
郝思婧	HAOSIJING374@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060521070001
蒋炯楠	JIANGJIONGNAN597@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060524120002
研究助理	邮箱	资格类型	资格编号
靳旭媛	JINXUYUAN745@PINGAN.COM.CN	一般证券业务	S1060124070018
校星	XIAOXING407@PINGAN.COM.CN	一般证券业务	S1060123120037

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。
平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。