

2026年03月22日

## 历次海外冲击复盘，A股修复行情大有可为

——投资策略周报

策略研究团队

韦冀星（分析师）

曹晋（联系人）

weijixing@kysec.cn

caojin1@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

证书编号：S0790124080011

### ● 市场还在进一步确认预期差

中东冲突进入第三周，强度与外溢范围明显扩散，已从单一打击演变为覆盖能源设施、航运及地区政治结构的多维度风险。如我们在3.2报告《美以伊冲突最大的预期差——时长和霍尔木兹海峡》当中明确提出，市场对于美以伊冲突的快速解决或许过于乐观：“冲突时长和霍尔木兹海峡，可能是当前美以伊冲突比较明显的预期差”。

### ● 总量视角：外部冲击下，仓位管理既是应对、也是超额来源

2020年以来，面对一些能引发全球权益资产共振的公共事件时，A股的韧性较强，负向拖累通常在一周内结束。应对短期冲击时，配置上“宜静不宜动”；当冲击发酵期较长、影响范畴难以明确时，首选“降仓位、控风险”。

在事件的冲击边界明确、或者影响消退后，即是回壕偷筹。3.15报告《下一个信号：波动率收敛》中提出：下一个最重要的信号，并不来自于原油价格本身最后落下的位置，而是原油价格的波动率何时收敛。

而高度上，指数大概率能修复冲击前的点位，因此，即使出现超预期的冲击升级，可视作仓位管理中持有现金获取的超额收益，可逐步增加仓位。

### ● 权益配置：调整期红利占优，产业供需是行业超额的关键因子

面对10天以上的全球性权益资产价格波动，除了降低仓位、减少风险敞口外，如何配置A股权益资产？结构上：

(1) 风格：调整期红利占优，熊市末期的冲击会放大相对收益的优势。同时，红利资产的本质仍是风险资产，绝对收益的表现欠佳；

(2) 行业：海外冲击的下跌期：具有独立产业景气的板块表现最佳。俄乌冲突期占优的是：新冠疫情中医疗需求（医药生物）、能源安全和政策保供稳价（煤炭）。本轮中东局势具有相似逻辑：产业需求向上（AI上游算力和电网设备）、能源安全（煤炭、光伏、水电、储能等）。见底后的反弹期：①政策和产业供需是反弹阶段进攻板块的关键。②与受冲击前市场占优的品种有一定关联。2019年-2021年间消费显著占优，俄乌冲击后具有更强的景气认可度。

### ● 投资思路——应对为主，布局修复行情，聚焦景气与政策机会

(1) 下一个最重要的信号出现前（原油波动率收敛）

**防御方向：**红利底仓平滑波动。考虑 $\Delta G$ 的高股息：煤炭、非银、传媒、石化、交运。**进攻方向关注：**产业需求向上（AI上游算力和电网设备）、能源安全（煤炭、光伏、水电、储能等）；

(2) 指数修复期（原油波动率收敛后）

**冲击前占优、且当前产业逻辑未转变：**AI链的算力资本（算力、存储、半导体、机器人）、液冷、电力资本（电力设备）、平台应用（AI4S）；**潜在预期反转的弹性选择：**资产负债表企稳带动的可选消费、服务性消费复苏（高端商业物业、户外体育、旅游、酒店、餐饮等）；

### ● 风险提示：宏观政策超预期变动；地缘风险超预期升级；历史不代表未来。

### 相关研究报告

《电力设备：AI叙事与能源安全的“压舱石”——投资策略专题》-2026.3.16

《下一个信号：波动率收敛——投资策略专题》-2026.3.15

《A股流动性冲击缓和，沿着预期差应对后续慢牛——投资策略周报》-2026.3.8

## 目 录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1、 市场还在进一步确认预期差 .....                 | 3  |
| 2、 以史为鉴：全球公共事件冲击中，A 股表现复盘 .....       | 4  |
| 2.1、 总量视角：外部冲击下，仓位管理既是应对、也是超额来源 ..... | 4  |
| 2.2、 风格配置：红利占优、但非绝对的避险工具 .....        | 6  |
| 2.3、 行业配置：以史为鉴，俄乌冲突期间表现 .....         | 7  |
| 3、 投资思路——应对为主，布局修复行情，聚焦景气与政策机会 .....  | 9  |
| 4、 风险提示 .....                         | 10 |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图 1： 本周 A 股表现跌宕起伏、指数分化 .....  | 3 |
| 图 2： 本周申万一级行业普遍回调，风险偏好明显回落 .....                                    | 4 |
| 图 3： 2018 年以来，A 股面对海外冲击的韧性不断提升 .....                                | 6 |
| 图 4： 2018 年后，历次海外冲击时间较长时，红利资产均显著占优 .....                            | 7 |
| 图 5： 2022 年俄乌冲突冲击下，医药生物、建筑装饰、通信和综合的表现更强 .....                       | 8 |
| 图 6： 2022 年 3 月反弹期，房地产、建材、煤炭、社会服务、农林牧渔、传媒和综合获取 $\alpha$ 的胜率更高 ..... | 9 |

## 1、市场还在进一步确认预期差

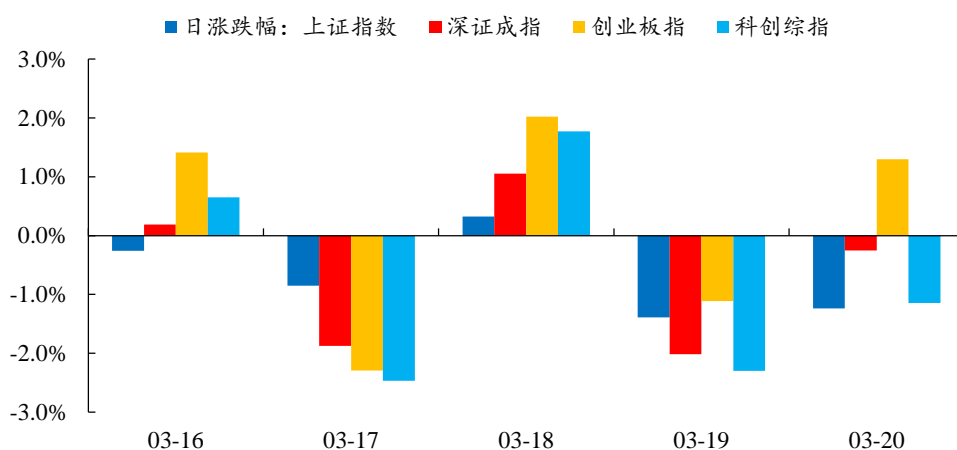
本周市场指数表现分化，上证指数、深证成指、创业板指、科创综指周涨跌幅分别为-3.38%、2.90%、1.26%、-3.51%，日均成交量为 2.21 万亿元，较上周缩量约 2876 亿元。行业方面，除通信、银行小幅收涨外，各板块普跌，有色金属、基础化工、钢铁等周期方向领跌。

周五市场冲高回落、分化加剧，沪指跌破 4000 点，创业板指盘中一度大涨 3%。新能源与算力硬件等权重方向逆势领涨，而中小盘与微盘股领跌。板块上，电力设备、通信、煤炭领涨，光伏、储能、CPO 方向表现突出，计算机、国防军工、传媒跌幅居前。

本周行情仍以事件驱动主导，资金对周末地缘风险的市场避险情绪升温。冲突进入第三周，强度与外溢范围明显扩散，已从单一打击演变为覆盖能源设施、航运及地区政治结构的多维度风险。正如我们在 3.2 报告《美以伊冲突最大的预期差——时长和霍尔木兹海峡》明确提出的，市场前期预料不足，当前仍在进一步认知的预期差主要在于三个方面：

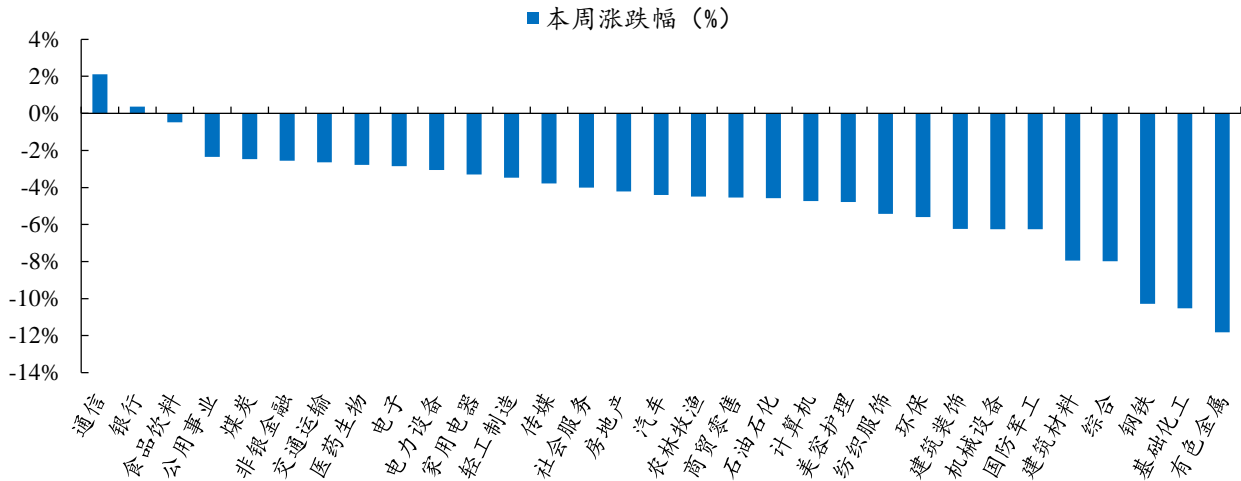
- (1) 从“AI 突袭”到“马赛克泥潭”的久期错位。
- (2) 霍尔木兹海峡封锁的“物理刚性”与“增产幻觉”。
- (3) 美国战略的“边打边看”与中东版图的“支持美国”

图1：本周 A 股表现跌宕起伏、指数分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周各行业普遍回调，风险偏好明显回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、以史为鉴：全球公共事件冲击中，A股表现复盘

复盘历史，全球权益资产波动时，中国资本市场的表现如何？如何应对？

其一，2020年以来，A股面对海外冲击的韧性正在加强；其二，多数情况冲击见底后1个月内完成指数修复，俄乌冲突外所有的外部冲击，都在3个月内都完成了冲击前指数点位的修复。

因此，当前面对中东局势的不确定性，即使出现超预期的冲击升级，可视作仓位管理中持有现金获取的超额收益，可逐步增加权益仓位。

权益结构上：

**海外冲击下的调整期**，①风格：外部冲击时间较长时，红利占优，熊市末期的冲击会放大相对收益的优势。同时，红利资产的本质仍是风险资产，绝对收益的表现欠佳；②行业层面：具有独立产业景气的板块韧性最强。

**见底后的反弹期**，①板块：政策和产业供需是主导反弹阶段板块选择的关键因素；②板块：和市场推理有别的是，反弹阶段科技成长并不总受益于风偏回暖而占优，而与市场冲击前占优的品种有一定关联；

### 2.1、总量视角：外部冲击下，仓位管理既是应对、也是超额来源

总体而言，面对一些能引发全球权益资产共振的公共事件时，A股的韧性较强，负向拖累通常在一周内结束。应对短期冲击时，配置上“宜静不宜动”；当冲击发酵期较长、影响范畴难以明确时，首选“降仓位、控风险”；

在事件的冲击边界明确、或者影响消退后，即是回场信号。而高度上，指数大概率能修复冲击前的点位，因此，即使出现超预期的冲击升级，可视作仓位管理中持有现金获取的超额收益，可逐步增加仓位。

我们以 2018 年以后中国、欧美和日韩股市同时显著调整的日子作为观测对象。  
包含 2 类特征：

**(1) 特征一：外部冲击下，A 股的跌幅收窄、受影响时长缩短。**2020 年前后是一个显著的分水岭，在外部冲击的应对上，国内投资者经历了从“探索-成熟”的转变。

**时长：**2020 年以来，17 次较显著的全球性权益资产波动中，A 股调整超 10 个交易日的仅有 3 次；而 2018-2019 年的 6 次冲击中，A 股有 4 次调整超 10 个交易日。

**跌幅：**2020 年后，受海外影响时期，A 股（中证全指）的最大跌幅中位数降至 -3.74%；2018 年-2019 年该数值为 -7.8%。

我们认为，上述表现存在 2 个原因：其一，2018 年是外部环境深刻变化的年份，面对美国对华加征关税，中国经济影响、政策应对和资产配置都缺乏有效的参照样本，存在摸索期；其二，2020 年全球新型冠状病毒疫情，中国率先控制住疫情、复工复产和经济增长由负转正，实现了外贸逆势增长，提振了“中国方案”的民族自信，并证明了中国供应链对全球经济的重要性，并非经济封锁、关税能够遏制的。

**面对当前中东局势，上述两点特性仍在持续加强：**一方面，经过数年的演练，中国经济和资本市场在应对海外高风急浪时更稳、更具韧性；另一方面，本次中东局势中，中国具备非本土化、非直接参与国等特征，并不直接冲击中国的经济运转，而能源供给冲击下，中国依托完整的新能源工业体系向全球提供更清洁、更高效的替代方案。

**从转折信号来看，我们在 3.15 报告《下一个信号：波动率收敛》中提出：下一个最重要的信号，并不来自于原油价格本身最后落下的位置，而是原油价格的波动率何时收敛。**

**(2) 特征二：2020 年后的海外冲击中，指数修复的概率提升。**

**在外部冲击下，修复的强度和所用时间如何？**多数情况下，指数见底后在 1 个月内能修复至冲击前水平，2020 年后修复概率约 68.8%（16 次修复了 11 次），较 2018 年-2019 年显著提升。

**如果将修复时间进一步延长至 3 个月内，仅有 2022 年初 2 次未完成修复，但彼时有其特殊性。**其一，2022 年 Q1 经历多次公共事件冲击，俄乌地缘风险和上海疫情对经济都造成了较大的扰动；其二，市场处于牛熊转换期，中证全指跌破年线，对市场风偏有所压制。

结合当前海外地缘风险来看，后续支撑指数修复的动能更强——

**从市场环境看，本轮冲击发生在牛市中后期，指数中枢仍具备上移基础，对后续指数修复提供强支撑。**

**从监管环境来看，积极释放维稳信号。**近期央行党委召开扩大会议指出，在积极稳妥化解重点领域金融风险方面，“坚定维护股票、债券、外汇等金融市场平稳运

行。研究建立特定情景下对非银金融机构的流动性支持机制”，稳定市场信心。

**图3：2018年以来，A股面对海外冲击的韧性不断提升**

| 冲击起始日      | 区间最大跌幅<br>中证全指 (%) | 下跌持续期<br>(交易日) | 指数价格分位<br>(近1年, %) | 修复行情中最高涨跌幅：较冲击前指数点位 |               |               |
|------------|--------------------|----------------|--------------------|---------------------|---------------|---------------|
|            |                    |                |                    | 见底后1个月<br>(%)       | 见底后2个月<br>(%) | 见底后3个月<br>(%) |
| 2026-03-03 | -6.71              | 14             | 88.4               | -                   | -             | -             |
| 2026-01-30 | -3.43              | 2              | 95.5               | 1.28                | -             | -             |
| 2025-11-21 | -2.63              | 2              | 76.1               | 2.32                | 10.70         | 11.04         |
| 2025-04-07 | -7.24              | 3              | 43.6               | 0.19                | 1.64          | 4.78          |
| 2025-02-28 | -2.92              | 3              | 83.1               | 1.80                | -             | -             |
| 2024-04-16 | -2.89              | 1              | 6.6                | 4.78                | 4.79          | -             |
| 2022-05-24 | -3.27              | 2              | 4.5                | 8.37                | 11.12         | -             |
| 2022-02-24 | -14.66             | 15             | 13.2               | -6.61               | -             | -             |
| 2022-01-25 | -5.84              | 4              | 16.5               | -1.78               | -             | -             |
| 2021-09-29 | -3.10              | 5              | 51.7               | 1.65                | 4.93          | 5.58          |
| 2021-03-04 | -8.05              | 4              | 84.0               | -3.73               | -2.59         | 1.26          |
| 2021-01-28 | -3.74              | 2              | 92.7               | 4.06                | -             | -             |
| 2020-09-24 | -2.30              | 3              | 77.5               | 3.66                | 4.80          | 4.89          |
| 2020-09-09 | -3.42              | 3              | 83.1               | -0.06               | 2.68          | 3.01          |
| 2020-07-24 | -5.05              | 2              | 94.2               | 3.04                | 3.51          | -             |
| 2020-02-28 | -15.28             | 18             | 81.5               | -5.60               | -3.27         | 1.17          |
| 2020-01-23 | -13.19             | 3              | 85.2               | 3.32                | 3.85          | -             |
| 2019-05-06 | -7.18              | 24             | 64.9               | -1.11               | -             | -0.53         |
| 2018-12-14 | -8.42              | 14             | 7.8                | -0.78               | 19.10         | 29.28         |
| 2018-10-08 | -13.21             | 10             | 2.1                | -2.57               | -             | -             |
| 2018-06-19 | -10.38             | 14             | 0.0                | -3.90               | -             | -             |
| 2018-05-30 | -2.57              | 1              | 0.0                | 0.12                | -             | -             |
| 2018-03-23 | -3.89              | 2              | 9.0                | -0.63               | -             | -             |

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：右边3列代表指数见底后，最高点位相较冲击前得涨跌幅，“-”代表拉长观测时间没有更高涨幅。）

## 2.2、风格配置：红利占优、但非绝对的避险工具

面对全球性的资产价格波动，除了降低仓位、减少风险敞口外，该如何配置权益资产？

我们选取了2018年以来A股受影响较长的几次冲击，结论如下：

**其一，风格上，红利资产显著占优，扎实的基本面和避险情绪提供了更好的防御属性。**图4来看，2018年以来10天以上的海外冲击中，红利资产均较其他风格显著占优。

**其二，熊市末期，红利资产在相对收益上的优势更明显，如2018年10月和12月。**因为在熊市末期，通常经过几轮挤估值和投资者的筛选，公司估值通常处于历史低位，且彼时持有的投资者更加坚定和长期主义，恐慌性抛盘相对较少；而牛市和震荡市环境中，红利资产也会享受到流动性和情绪带来的估值溢价，面对系统性冲击时，估值冲击是等同的。

绝对收益视角下——

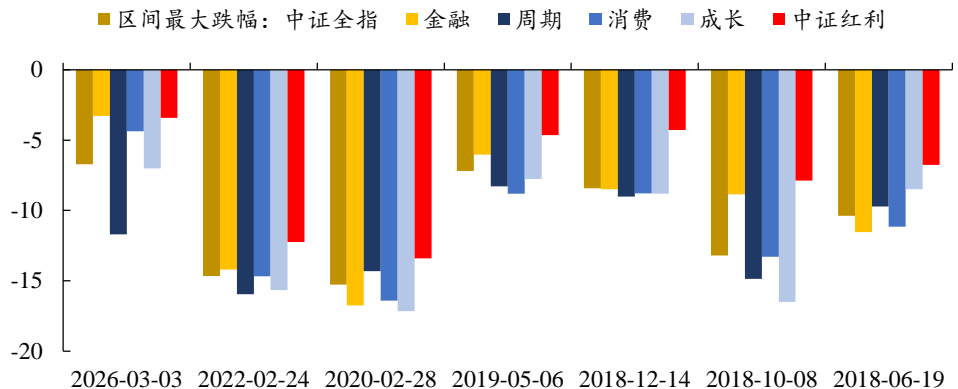
**全球性资产价格波动中，红利资产并非绝对避险工具。**红利板块本质仍是权益资产，属于风险资产，历史复盘显示，全球性的风险资产冲击下，中证红利指数均

录得较大幅度的回撤。

以 2020 年 2 月新冠疫情与 2022 年 2 月俄乌冲突为例，中证全指的最大跌幅分别为 15.28% 与 14.66%，同期中证红利的最大跌幅分别为 13.4% 和 12.23%。本轮中东冲突中（2026 年 3 月 3 日-2026 年 3 月 21 日），中证全指和中证红利指数最大回撤分别为 6.70% 和 3.4%。

从当前中东局势来看，伊朗和美国双方表态仍较为激进，局面转向对该地区全部能源基础设施的直接打击，市场或转向交易“冲突持续时间拉长”。

图4：2018年后，历次海外冲击时间较长时（10天以上），红利资产均显著占优



数据来源：Wind、开源证券研究所（时间区间：指数大幅下跌，至下跌最低点，与图3中一致）

### 2.3、行业配置：以史为鉴，俄乌冲突期间表现

近期中东冲突和俄乌冲突同属地缘政治风险，我们以此为参照，复盘俄乌冲突期间各行业表现，分别统计了各行业中，不同涨跌幅区间的公司占比。

可分为两个阶段来看：

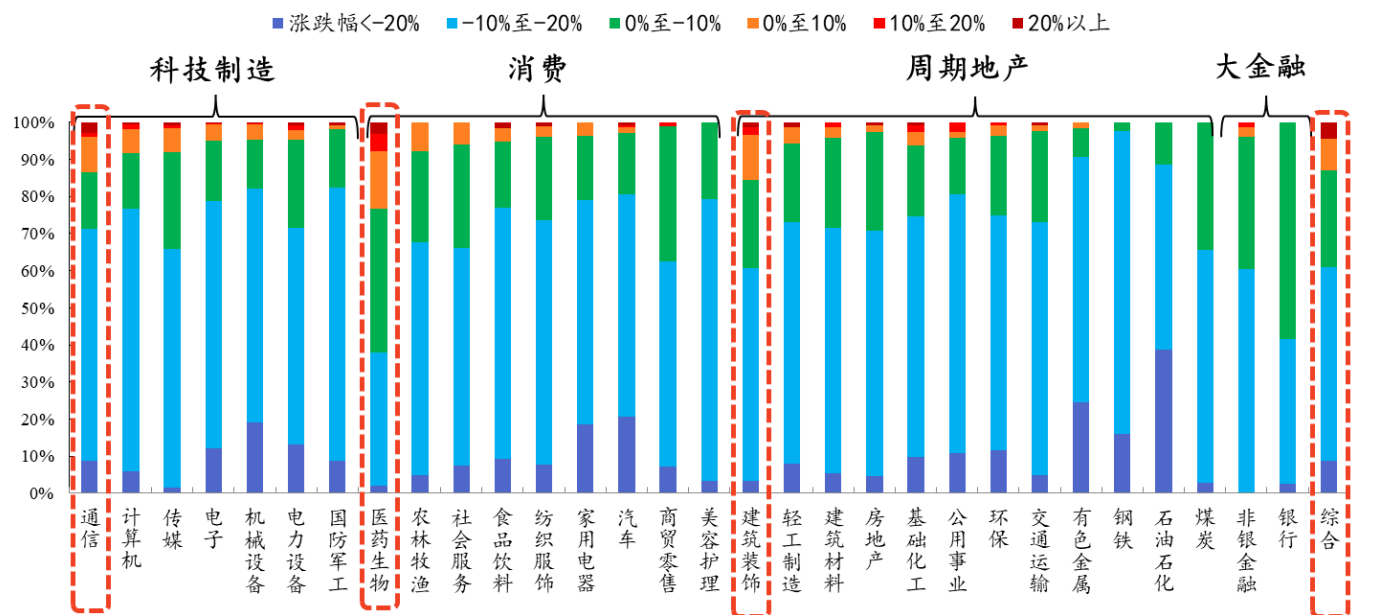
#### (1) 冲突升级，市场调整阶段：

**受损最严重的是：**直接受地缘风险冲击的（石油石化、有色金属、钢铁）、可选消费中耐用品消费（汽车、家电）；

**相对独立品种：**新冠疫情中医疗需求（医药生物）、能源安全和政策保供稳价（煤炭）；

**韧性相对较强的是：**金融（非银和银行）、粮食安全（农林牧渔）。

本轮中东地缘风险仍在演绎相似逻辑：产业需求向上（AI上游算力和电网设备）、能源安全（煤炭、光伏、水电、储能等）。

**图5：2022年俄乌冲突冲击下，医药生物、建筑装饰、通信和综合的表现更强**


数据来源：Wind、开源证券研究所（时间区间：2022年3月3日-2022年3月15日）

## （2） 反弹阶段：

**2022年俄乌冲突的反弹阶段，最抓人眼球的是高度（收益率超20%），而胜率最高的行业是房地产、建材、煤炭、社会服务、农林牧渔、传媒和综合。**

首先，政策和产业供需是反弹阶段进攻板块选择的关键因素。

**政策引导预期反转——房地产：约69%的成分股涨幅超20%，所有行业中排名第一。**2022年3月16日国务院金融委会议提出“防范化解房地产市场风险”，扭转市场预期，房地产板块成为反弹期上涨势能最强的板块。

**产业供需缺口抬升景气度——煤炭：约45%的成分股涨幅超20%，所有行业中排名第二。**俄乌冲突爆发后，全球能源贸易格局重构，国际煤价大幅攀升，同时印尼阶段性禁止煤炭出口，加剧国内进口煤供给紧张格局，对国内煤价形成强支撑。

其次，与市场常规推理有违的是，科技成长并非总是受益于风偏回暖，反弹阶段，通信、计算机、电子、国防军工和电力设备等行业中负收益占比显著高于其他板块，且行业中高收益率（涨幅超10%、超20%）的占比整体较低。

我们认为，上述现象与市场冲击前占优的品种有一定关联，并非由风格主导，2019年-2021年间消费、蓝筹显著占优，具有更强的景气认可度。

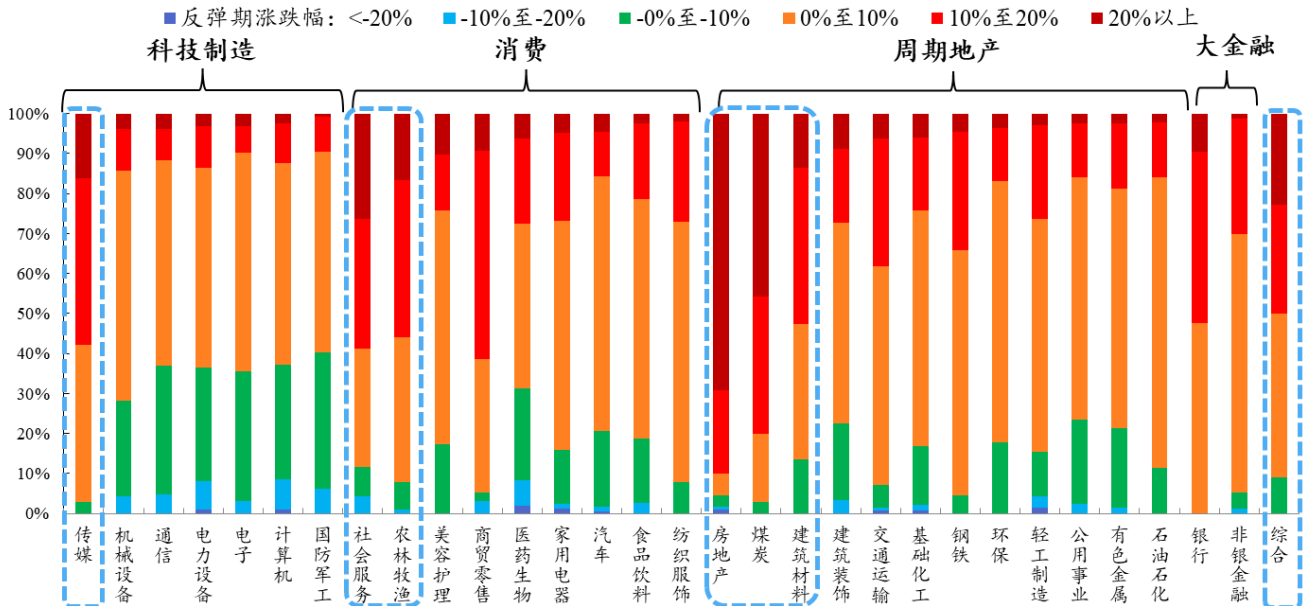
当前视角，中期仍然是科技为先，沿着AI带来全球财富重构下“掌握分配入口”的“再分配”思路；另一方面，挖掘具备预期反转潜力的高弹性板块，生产端增长加强、投资端拖累收窄，物价中枢呈现温和回升态势，服务性消费有望受益加快复

苏。

(1) 冲击前占优、且当前产业逻辑未转变：AI链的算力资本（算力、存储、半导体、机器人）、液冷、电力资本（电力设备）、平台应用（AI4S）；

(2) 潜在预期反转：资产负债表企稳带动的服务性消费加快复苏（高端商业物业、户外体育、旅游、酒店、餐饮等）；

图6：2022年3月反弹期，房地产、建材、煤炭、社会服务、农林牧渔、传媒和综合获取 $\alpha$ 的胜率更高



数据来源：Wind、开源证券研究所（时间区间：2022年3月16日-2022年4月1日）

### 3、投资思路——应对为主，布局修复行情，聚焦景气与政策机会

相较于俄乌冲突，本次伊朗局势下 A 股表现更有韧性，短期因冲突升级风险造成的市场动荡，后续仍修复可期。从行业个股分布看，本轮调整中深度回撤个股占比明显低于历史极端冲击阶段，整体呈现跌幅可控、结构分化的特征。

从冲击属性看，本轮地缘风险对中国的影响以间接扰动为主。伊朗局势中，中国具备非本土化、非直接参与国等特征，其影响主要通过能源价格、产业链供给及运输等渠道传导，叠加中国能源依赖度相对可控，外部冲击传导持续性受限。

从市场环境看，本轮冲击发生在牛市上升期，指数中枢具备上移基础，风险偏好具备韧性。同时，监管层持续释放稳预期信号，叠加流动性环境相对宽松，对市场形成有效支撑。

行业配置建议：

### 下一个最重要的信号出现前（原油波动率收敛）——

(1) 防御方向：红利底仓平滑波动。考虑 $\Delta G$ 的高股息：煤炭、非银、传媒、石化、交运。

(2) 进攻方向关注：产业需求向上（AI上游算力和电网设备）、能源安全（煤炭、光伏、水电、储能等）；

### 指数修复期（原油波动率收敛后）——

(1) 冲击前占优、且当前产业逻辑未转变：AI链的算力资本（算力、存储、半导体、机器人）、液冷、电力资本（电力设备）、平台应用（AI4S）；

(2) 潜在预期反转的弹性选择：资产负债表企稳带动的可选消费、服务性消费复苏（高端商业物业、户外体育、旅游、酒店、餐饮等）；

## 4、风险提示

宏观政策超预期变动；

地缘政治超预期升级风险；

历史数据不代表未来表现。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

|      | 评级               | 说明                    |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy）          | 预计相对强于市场表现 20%以上；     |
|      | 增持（outperform）   | 预计相对强于市场表现 5%~20%；    |
|      | 中性（Neutral）      | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
|      | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。      |
| 行业评级 | 看好（overweight）   | 预计行业超越整体市场表现；         |
|      | 中性（Neutral）      | 预计行业与整体市场表现基本持平；      |
|      | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。         |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn