



A股策略周报 20260510

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

 分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：王况炜（执业 S1130525060007）
 mouyiling@gjzq.com.cn wangkuangwei@gjzq.com.cn

行情的演绎与扩散方向

市场对中东局势继续脱敏

无论是权益市场还是商品市场，投资者似乎都已经逐步对中东局势的“坏消息”脱敏，而“好消息”总能构成交易的理由。美伊出现实质性的交火并未阻止油价的大幅下跌和权益市场的再创新高。在节后的三个交易日中，油价大幅下跌：布伦特原油收盘价和结算价5月8日分别为100.6美元/桶和102.21美元/桶，相较4月30日时下跌了12%和10%。A股延续涨势，沪深300涨幅1.3%。从行业上来看，依然呈现的是通信、电子、计算机等科技行业表现靠前。

AI 当下的轮动与去年 8-9 月科技牛市氛围时不同

2025年7-8月时的“科技牛市”时，AI产业链作为许多其他行业的增量需求，也带动了边缘环节的上涨，实现了“从算力到应用、从海外到国内、从算力到电力”的三重扩散。而本轮4月初以来则表现为科技内部的“行业聚焦与个股扩散”，反弹背后逻辑则更加注重当期的实际景气度和技术迭代进展，涨幅靠前的板块要么是“涨价链”上的存储、覆铜板、玻纤电子布；要么是跟随技术升级，未来空间巨大的磷化铟、超硬材料、超导等。与2025年8-9月时的另一点不同在于：虽然以成交额前5%的个股成交额占总成交额之比来衡量，当前市场的“抱团”水平确实已经接近2025年9月底的市场调整前夕，但从科技板块的远期市盈率来看，还与当时有明显差距，这是因为在超预期的盈利大幅消化估值、分析师在技术迭代时调高远期盈利预测后，当前的科技板块内部还有“不贵”的个股，主要集中在应用类（垂直应用软件、横向通用软件）、芯片制造类（模拟芯片设计、数字芯片设计）中。而待本轮的技术迭代交易完成后，科技板块或将再次向外辐射：根据去年8-9月时的经验，能源瓶颈又或将重回投资者视野。

AI 以外的世界：哪些已经见底？

2026年3月，PPI当月同比快速由负转正至0.5%，结束了由2022年10月开启的长达三年半的负值区间运行。拆分PPI的结构来看，呈现的特征是：上游高通胀、中游跟随涨价、中游向下游传导不畅。因此，对中游而言，我们试图寻找产能周期见底的细分领域；对下游我们试图寻找库存周期见底的领域，这意味着至少存在补库需求。从产能周期来看，大多数中游行业已经进入底部，新增产能压力处于历史的绝对低位，但由于需求端迟迟没有出现明显好转，正处于盈利周期反转临界点：例如商用载货车、电网设备、纺织制造、汽车零部件、特钢、风电设备等。从库存周期来看，各下游行业的去库存节奏分化，充分去库存和去库存不足的行业呈现“五五开”的特征，处于盈利临界点的行业主要是家电、个护用品、文娱用品、食品、互联网电商。

关注变化，看到 AI 之外的机会

当前，由于科技板块整体预测估值相较于去年8-9月高点时仍有差距，于是行情仍处在“行业聚焦，个股扩散”的阶段中。往后看，当技术迭代所创造的新市场空间和订单交易完成，“能源瓶颈”将再度受到关注。除此而外，AI 以外的世界在正在孕育向上的力量，PPI 由负转正提示了供需关系的重要变化，中游产能周期见底、下游库存周期见底的行业只待一个需求侧的推力。我们的推荐是：第一，受益于能源价格中枢确定性上移的新旧能源（油、油运、煤炭，锂电、风光、储能）以及在全球来看能源成本和产能优势明显的化工行业；第二，产能周期见底，随着后续全球工业需求回暖将迎来高弹性的商用车、电网设备、纺织制造、电子化学品等。此外，美元的压制在逐步退却，工业金属仍有修复空间（铝、铜）。第三，库存周期见底，随着外需向内需的景气传导，将逐步走出盈利上行阶段的消费细分领域领域——家电、个护用品、文娱用品、食品、互联网电商。

风险提示

国内经济修复不及预期，海外货币政策预期大幅收紧。



内容目录

| | |
|--|---|
| 1、AI 当下的轮动与去年 8-9 月科技牛市氛围时不同 | 3 |
| 1.1 市场对中东局势继续脱敏 | 3 |
| 1.2 当前科技的“一枝独秀”与 2025 年 8-9 月的不同 | 3 |
| 1.3 未来的科技内部轮动：赚盈利确定性的钱 | 4 |
| 2、AI 以外的世界：哪些已经见底？ | 6 |
| 3、关注变化，看到 AI 之外的机会 | 8 |
| 4、风险提示 | 9 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图表 1：美伊在 5 月份以来出现了实质性交火，但市场仅定价“结束战争”的进展 | 3 |
| 图表 2：截至 5 月 8 日，布伦特原油收盘价、结算价均相较 4 月 30 日大幅下跌（美元/桶） | 3 |
| 图表 3：本周 A 股行业表现：通信、电子、计算机等 TMT 行业领涨，而传统能源领跌（%） | 3 |
| 图表 4：2025 年 8-9 月“科技牛市”与本轮 4 月初以来反弹的轮动对比 | 4 |
| 图表 5：4 月以来科技与能源行情出现“劈叉”（%） | 4 |
| 图表 6：4 月以来，能源链中，核电、燃气轮机、变压器等与科技关系更为紧密（%） | 4 |
| 图表 7：当前全市场虽然呈现与 2025 年 8-9 月类似的“抱团”，但科技板块估值与当时还有差异 | 5 |
| 图表 8：2026Q1 通信、计算机业绩超预期个股占比较高，其中通信预测 PE 历史分位数不高 | 5 |
| 图表 9：估值相较去年高点还有扩张空间的科技细分行业 | 6 |
| 图表 10：3 月 PPI 当月同比转正，新涨价因素是主要贡献，翘尾因素拖累所有减少（%） | 6 |
| 图表 11：3 月 PPI 当月同比结构拆分，呈现的特征是上游承压、下游通缩 | 6 |
| 图表 12：从产能周期视角来看，处于绝对底部，仅需要需求侧推动的行业位于图中左下角 | 7 |
| 图表 13：从库存周期视角来看，处于绝对底部，仅需要需求侧推动的行业位于图中左上角 | 8 |
| 图表 14：消费结构性亮点筛选框架 | 8 |
| 图表 15：消费结构性亮点筛选结果 | 8 |



1、AI 当下的轮动与去年 8-9 月科技牛市氛围时不同

1.1 市场对中东局势继续脱敏

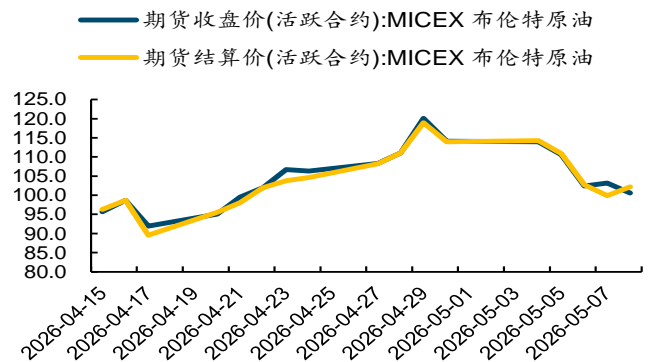
无论是权益市场还是商品市场，投资者似乎都已经逐步对中东局势的“坏消息”脱敏，而“好消息”总能构成交易的理由。“好消息”诸如：5月6日多家媒体报道的白宫接近与伊朗达成协议，伊朗革命卫队开始制定两条航道供霍尔木兹海峡船只通行，白宫暂停美军在霍尔木兹海峡的“自由行动”军事行动；而上述的“好消息”都发生在美伊出现实质性的交火的前提下，但交火并未阻止油价的大幅下跌和权益市场的再创新高。在节后的三个交易日中，油价本身出现了大幅的下跌：布伦特原油收盘价和结算价5月8日分别为100.6美元/桶和102.21美元/桶，相较4月30日时下跌了12%和10%。A股延续涨势，沪深300涨幅1.34%。从行业上来看，依然呈现的是通信、电子、计算机等科技行业表现靠前。

图表1：美伊在5月份以来出现了实质性交火，但市场仅定价“结束战争”的进展

| 日期 | 当日美伊核心事件 |
|------|---|
| 5月1日 | 美国白宫通知国会，宣布单方面终止对伊大规模敌对行动；福特号航母编队开始撤离中东；美方转为海上威慑+极限施压，无大规模军事交火 |
| 5月2日 | 美伊无直接军事交火；双方代理人在伊拉克、叙利亚边境零星摩擦；伊朗重申不接受美方单方面停火条件 |
| 5月3日 | 美军暗中调整中东兵力部署，增派驱逐舰、侦察机抵近霍尔木兹海峡外围；伊朗革命卫队海上力量全员戒备，无人机、岸基导弹进入待命状态 |
| 5月4日 | 冲突全面升级：美军启动“自由计划”武装护送商船过峡；伊朗革命卫队快艇拦截、警告射击；美军击沉多艘伊朗快艇；伊朗动用无人机、导弹袭击阿联酋富查伊拉石油设施；4月临时停火彻底破裂 |
| 5月5日 | 美方紧急降温，宣布暂停自由计划；伊朗抛出14点和谈底线：先全面解除制裁、美方赔偿，再谈后续议题；双方无新一轮大规模交火 |
| 5月6日 | 美伊处于军事对峙僵持，无正面对大规模交火；美国媒体报道特朗普政府正与伊朗接近达成一份旨在结束战争的谅解备忘录，并为更详细的核问题谈判设定框架。 |
| 5月7日 | 夜间起冲突再升温；美伊在贾斯克沿海、格什姆岛、富查伊拉外海多地激烈交火；互相指责对方先挑衅，军事对峙进一步加剧 |
| 5月8日 | 延续7日夜交火态势，对峙持续；美方公开强硬警告伊朗，若不妥协将实施更强军事打击；双方无任何外交破冰进展 |

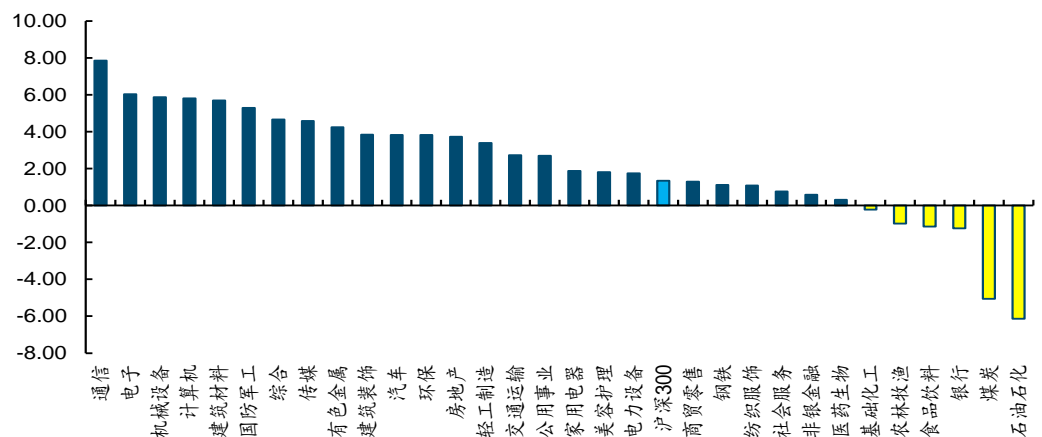
来源：根据新华社新闻整理，国金证券研究所

图表2：截至5月8日，布伦特原油收盘价、结算价均相较4月30日大幅下跌（美元/桶）



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：本周A股行业表现：通信、电子、计算机等TMT行业领涨，而传统能源领跌（%）



来源：wind，国金证券研究所

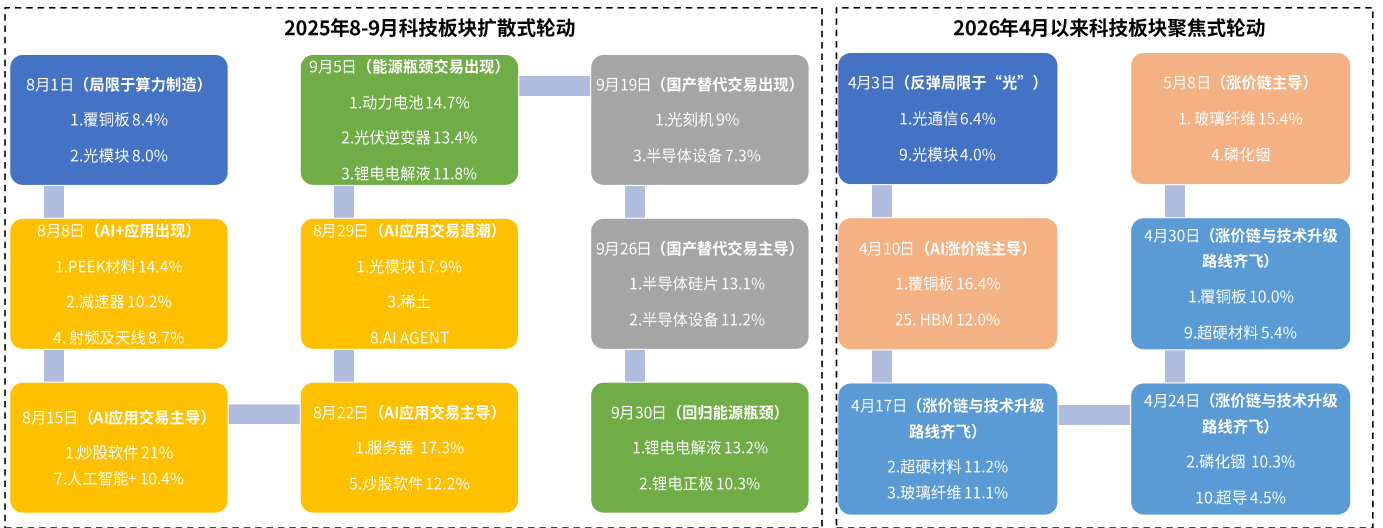
1.2 当前科技的“一枝独秀”与2025年8-9月的不同

科技板块自2026年4月初美伊停火之后反弹领涨，但在反弹过程中，板块内部的轮动却与2025年7-8月时的“科技牛市”不同：当时AI产业链作为许多其他行业的增量需求，也带动了边缘环节的上涨，而本轮4月初以来则表现为科技内部的“行业聚焦与个股扩散”。我们复盘了去年8-9月时，各个周涨幅居于前10的主题指数，当时科技行情的轮动顺序是：（1）第一阶段，8月上旬至8月中旬，以光模块、PCB为代表的海外算力链领涨，



但行情也开始扩散到下游的实体应用（机器人）；（2）第二阶段，8月中旬，AI下游虚拟应用开始接力，炒股软件、AIPC、AI AGENT 涨幅同样跻身主题前10；（3）第三阶段，8月底至9月末，算力的“能源瓶颈”问题进入市场的视野，恰逢新能源产业链处于产能周期的底部、估值的底部，此时新能源出现一轮快速的修复。9月19日当周，国产算力与DeepSeek等国产模型完成适配，自主可控逻辑强化，国产替代主题涨幅居前。总的来说，去年8-9月科技板块加速上涨时，实现了“从算力到应用、从海外到国内、从算力到电力”的三重扩散。而本轮4月初以来的反弹背后逻辑则更加注重当期的实际景气度和技术迭代进展，涨幅靠前的板块要么是“涨价链”上的存储、覆铜板、玻纤电子布；要么是跟随技术升级，未来空间巨大的磷化铟、超硬材料、超导等。

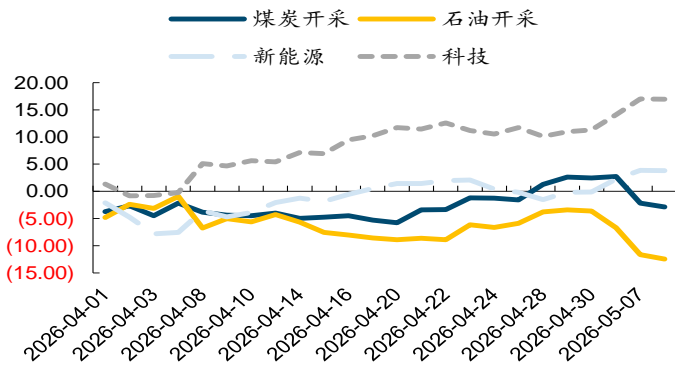
图表4：2025年8-9月“科技牛市”与本轮4月初以来反弹的轮动对比



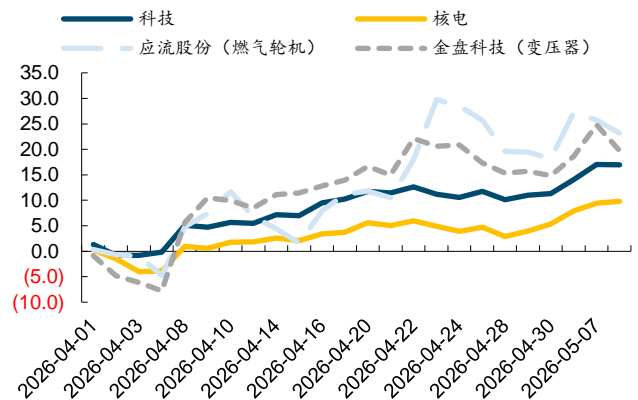
来源：国金证券研究所绘制 注：方框中首列数字为该主题涨幅排名，接着为主题名称，最后是主题该周涨幅。

在这一背景下，虽然4月以来以煤炭为代表的旧能源偶尔表现靠前，但总体上，科技和能源的行情出现“劈叉”，源于两者之间的基本面逻辑逐步解绑：2025年8-9月份科技板块加速上涨时期，“缺电”成为发展AI数据中心的瓶颈，当时新旧能源的需求端都出现了数据中心这一新增量；而到了2026年4月初美伊停火后市场反弹、科技领衔的时期，“数据中心耗电量巨大”虽然并未被证伪，但不再辐射能源链整体，而是仅交易更为稳定的发电和供电产业——燃气轮机、核电、变压器等，此时新旧能源整体上的行情，更多由美伊局势带来的能源价格变化和产业自身其他领域的供需所决定。

图表5：4月以来科技与能源行情出现“劈叉” (%)



图表6：4月以来，能源链中，核电、燃气轮机、变压器等与科技关系更为紧密 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

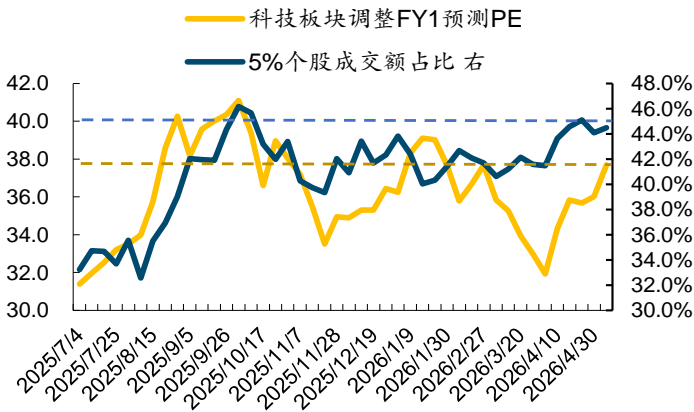
1.3 未来的科技内部轮动：赚盈利确定性的钱

与2025年8-9月时的另一点不同在于，4月30日发布的财报消化了科技板块的高估值。

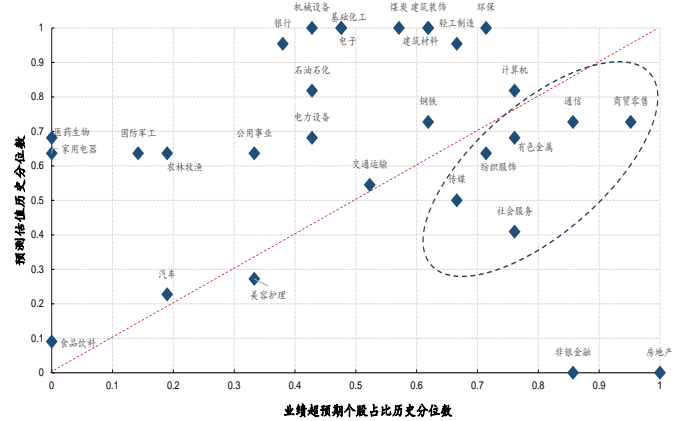


近几周市场对科技板块的拥挤度和 100%分位数的估值水平有讨论和担忧，虽然以成交额前 5%的个股成交额占总成交额之比来衡量，当前市场的“抱团”水平确实已经接近 2025 年 9 月底的市场调整前夕，但从科技板块的远期市盈率来看，还与当时有明显差距，这也成为了当前科技板块“一枝独秀”的核心原因：在超预期的盈利大幅消化估值、分析师在技术迭代和进步下调高远期盈利预测后，当前的科技板块内部还有“不贵”的个股，因此呈现了前文中所描述的“行业深挖、个股扩散”的特征。

图表7：当前全市场虽然呈现与 2025 年 8-9 月类似的“抱团”，但科技板块估值与当时还有差异



图表8：2026Q1 通信、计算机业绩超预期个股占比较高，其中通信预测 PE 历史分位数不高



来源：wind，国金证券研究所。注：调整 FY1 预测 PE 是指在发布半年报到年报期间，线性地按比例纳入 FY2 预测。发布年报后采用 FY1 预测。

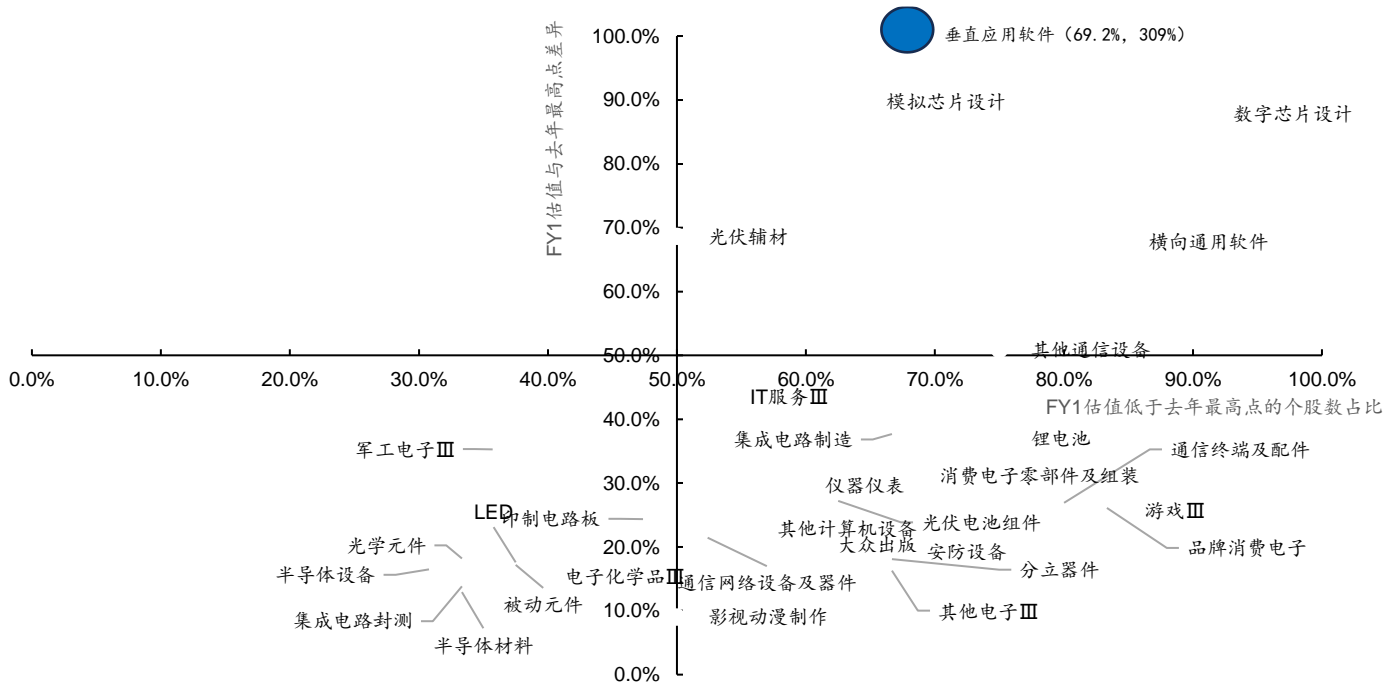
来源：wind，国金证券研究所

因此，未来科技板块的内部轮动将呈现的特征可能是：寻找低位的个股，这会使得 5% 个股成交额占比这一拥挤度因素持平甚至下降，同时科技板块整体的预测估值还有向上修复的空间（相较 2025 年 8-9 月的高位）。经过对科技内部个股分三级行业领域的估值比较，其中还有修复空间，且个股数较多的行业是应用类（垂直应用软件、横向通用软件）、芯片制造类（模拟芯片设计、数字芯片设计）。大多数的电子细分行业处于下图中第三象限，即个股估值修复空间相对小，而且个股数量占比不高（选股难度高）。通信、新能源、计算机、传媒领域存在一些个股占比高（选股难度低），估值修复空间相对小的细分行业。

而待本轮的技术迭代交易完成后，科技板块或将再次向外辐射：根据去年 8-9 月时，AI 产业链行情轮动至扩散到能源链的经验来看，当科技技术短期内没有太多进展时，随着行情在内部的不断轮动，投资者对产业链各环节的订单、未来市场空间预期不会再有明显的变化，此时从产业发展的宏观视角来看，能源瓶颈又会成为重点，届时新旧能源链又将重新与 AI 产业链挂钩。



图表9：估值相较去年高点还有扩张空间的科技细分行业



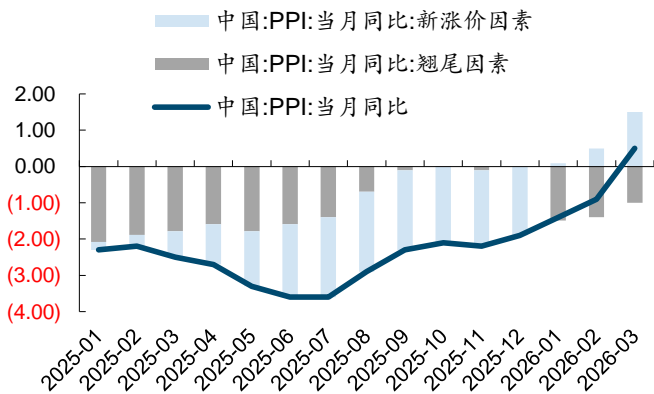
来源：wind，国金证券研究所 注：FY1 估值与去年最高点差异计算方法为（去年最高点估值-当前估值）/去年最高点估值，仅对低于去年估值的个股计算平均值。

2、AI 以外的世界：哪些已经见底？

2026 年 3 月，PPI 当月同比快速由负转正至 0.5%，结束了由 2022 年 10 月开启的长达三年半的负值区间运行。PPI 作为供需关系的结果，它的转正也暗示着供给或需求层面出现了关键的变化，“高景气”未来或许不再单单局限在科技产业链中，AI 以外的世界机会正在出现。结合 2026Q1 季报，我们可以挖掘产业链中已经周期见底，只需一个供给或需求端的推力，即可出现较高盈利弹性的领域。

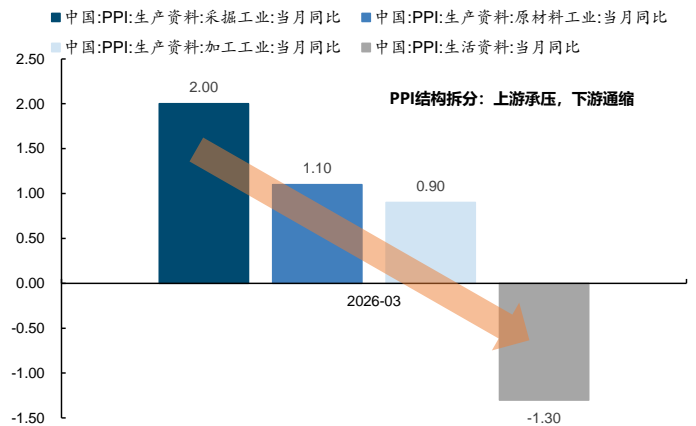
拆分 PPI 的结构来看，呈现的特征是：上游高通胀、中游跟随涨价、中游向下游传导不畅。症结可能出现在两个点：（1）中游对上游、下游无议价能力，可能意味着中游的产能分散问题依然存在；（2）下游接受不了涨价，意味着有效需求依然是不足的。因此，对中游而言，我们试图寻找产能周期见底的细分领域；对下游我们试图寻找库存周期见底的领域，这意味着至少存在补库需求。

图表10：3月PPI当月同比转正，新涨价因素是主要贡献，翘尾因素拖累所有减少（%）



来源：wind，国金证券研究所

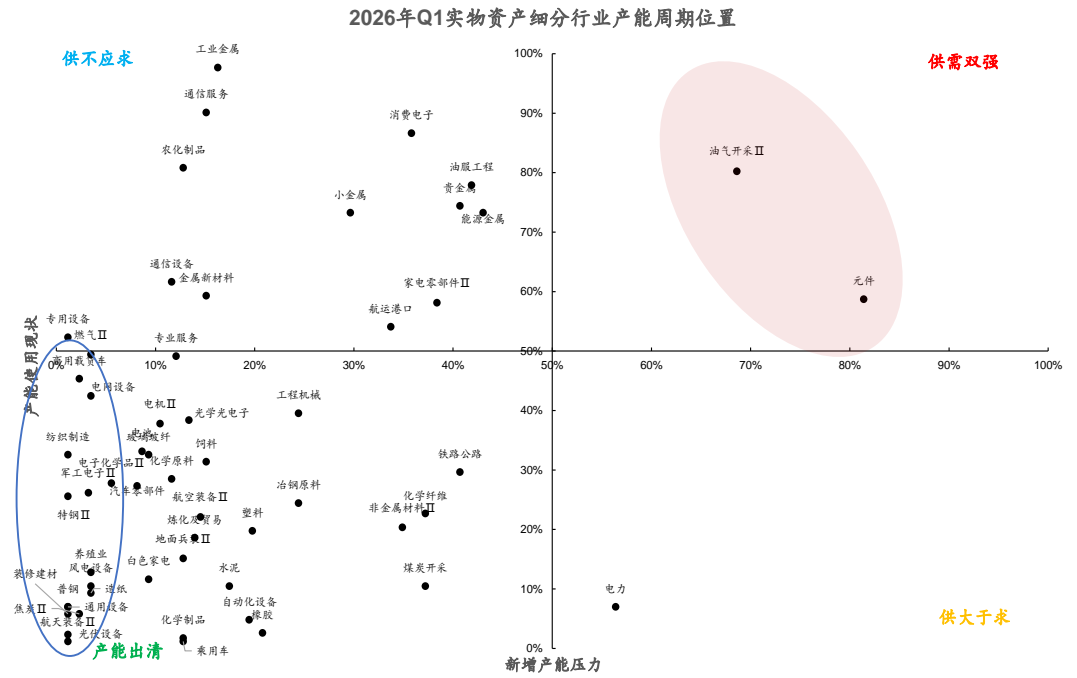
图表11：3月PPI当月同比结构拆分，呈现的特征是上游承压、下游通缩



来源：wind，国金证券研究所



图12: 从产能周期视角来看, 处于绝对底部, 仅需要需求侧推动的行业位于图中左下角



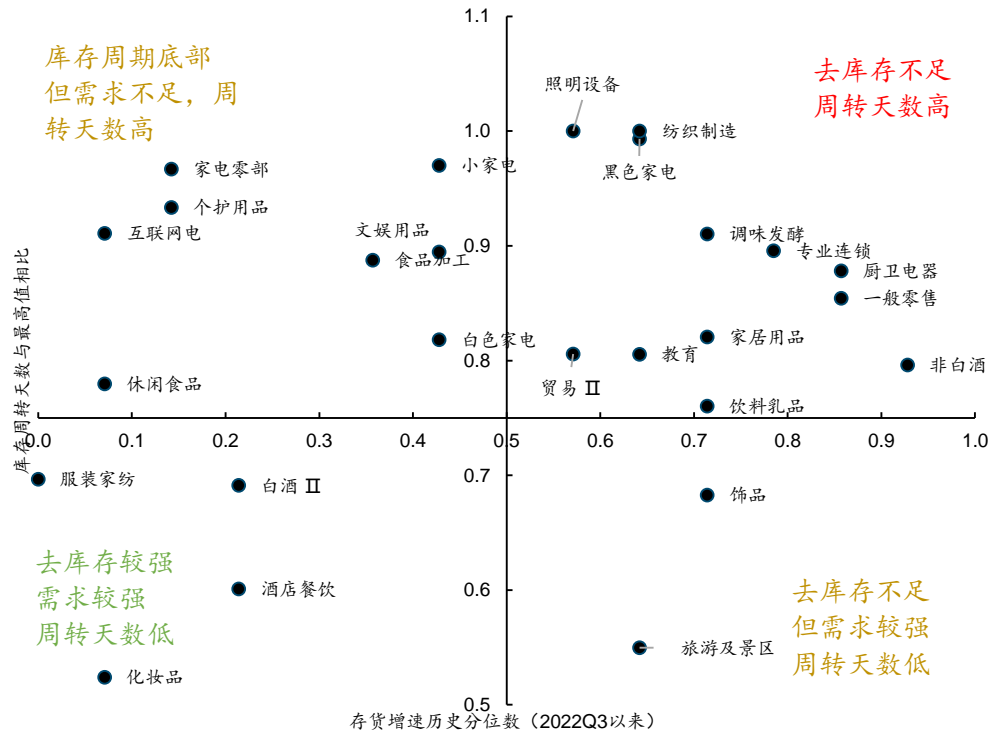
来源: wind, 国金证券研究所

从产能周期来看, 大多数中游行业拥挤在上图中的第三象限: 经过 2023 年以来的投资增速放缓, 它们的产能周期已经进入底部, 新增产能压力处于历史的绝对低位, 但由于需求端迟迟没有出现明显好转, 因此景气度并不算高。这些行业是处于盈利周期反转处于临界点的行业, 也是当前 PPI 由负转正的关键时点中可以关注的左侧行业: 例如图中的商用载货车、电网设备、纺织制造、汽车零部件、特钢、风电设备等。

从库存周期来看, 各下游行业的去库存节奏分化, 充分去库存和去库存不足的行业呈现“五五开”的特征, 其中家电、个护用品、文娱用品、食品去库存相对充分且当前面临需求不足, 周转天数高, 但如果需求回暖将出现较大的弹性。在我们的季报分析专题报告中, 还采用了当期增长、连续改善、盈利修复、景气独立性以及业绩兑现度五个维度进行打分, 最终筛选得到休闲食品、医疗服务、调味品、互联网电商等细分行业排名靠前, 与图 13 中左上角的行业基本重叠。



图13: 从库存周期视角来看, 处于绝对底部, 仅需要需求侧推动的行业位于图中左上角



来源: wind, 国金证券研究所

图14: 消费结构性亮点筛选框架

| 模块 | 计算说明 |
|-------|---|
| 当期增长 | 2026Q1 单季度营收同比、净利润同比, 均值与中位数各占一半, 用百分位打分。 |
| 连续改善 | 2025Q3、2025Q4、2026Q1 三个季度中, 净利润同比、利润率、营收同比是否逐季改善。 |
| 盈利修复 | 销售毛利率、销售净利率相对 2025Q4 与 2025Q3 的改善幅度。 |
| 独立景气 | 净利润同比、营收同比、净利率改善、ROE 的横截面排名; 用于识别大消费承压下的相对独立景气。 |
| 业绩兑现度 | 2026Q1 业绩兑现度排名分 × 50% + 2026Q1 超预期占比排名分 × 30% + 兑现度较 2025Q1 改善排名分 × 20% |
| 综合得分 | 综合亮点得分=当期增长25%+连续改善20%+盈利修复20%+独立景气15%+业绩兑现度20%。 |

来源: wind, 国金证券研究所

图15: 消费结构性亮点筛选结果

| 行业 | 结构景气综合得分 | 业绩兑现度得分 | 增长得分 | 连续改善得分 | 盈利修复得分 | 独立景气得分 |
|----------|----------|---------|------|--------|--------|--------|
| 休闲食品 | 79.6 | 30.6 | 87.0 | 90 | 99.4 | 91.9 |
| 医疗服务 | 74.0 | 67.4 | 77.4 | 50 | 92.6 | 84.6 |
| 调味品(除II) | 72.4 | 82.7 | 84.6 | 35 | 76.3 | 82.7 |
| 互联网电商 | 69.7 | 82.7 | 57.7 | 65 | 81.1 | 63.8 |
| 造纸 | 66.0 | 67.7 | 71.6 | 55 | 62.3 | 74.2 |
| 饮料乳品 | 65.8 | 58.1 | 77.9 | 40 | 74.1 | 79.2 |
| 饰品 | 64.4 | 72.0 | 72.6 | 45 | 54.9 | 79.2 |
| 体育II | 63.9 | 59.3 | 87.0 | 20 | 74.4 | 75.8 |
| 非白酒 | 63.7 | 80.0 | 63.9 | 30 | 77.9 | 67.7 |
| 种植业 | 60.9 | 68.8 | 43.3 | 50 | 86.3 | 60.4 |
| 化妆品 | 59.6 | 62.0 | 71.2 | 30 | 65.2 | 69.2 |
| 商用车 | 59.2 | 70.7 | 80.3 | 20 | 54.3 | 67.3 |
| 旅游及景区 | 59.0 | 36.6 | 75.0 | 45 | 63.5 | 74.6 |
| 酒店餐饮 | 58.8 | 40.1 | 64.9 | 40 | 81.9 | 67.7 |
| 服装家纺 | 57.3 | 50.1 | 73.1 | 30 | 71.5 | 58.1 |
| 旅游零售II | 54.5 | 61.9 | 56.7 | 45 | 55.4 | 52.3 |
| 贸易II | 54.0 | 39.7 | 56.3 | 45 | 52.2 | 83.5 |

来源: wind, 国金证券研究所

3、关注变化, 看到 AI 之外的机会

本周, 市场在美伊交火的背景下, 通过资产价格表现的观点却是“战争结束”的可能性上升, 这种“矛盾”是市场对美伊冲突逐渐脱敏, 反而开始聚焦产业变化的表现。而在行情结构上, 我们观察到了与去年 8-9 月的“科技引领, 行业普涨”的轮动行情不同的特征: 4 月以来的反弹呈现的特征是科技内部围绕“涨价链”和“技术链”交易——行业更加聚焦, 而由于科技板块整体预测估值相较于去年 8-9 月高点时仍有差距, 于是行情演绎开始在各股层面扩散, 我们筛选了相较于去年预测 PE 仍然差距较大, 还有提升空间的细分科技板块。往后看, 当技术迭代所创造的新市场空间和订单交易完成, 行情有望类似去年 8-9 月时的再度轮动到“能源瓶颈”上。除此而外, AI 以外的世界在正在孕育向上的力量, PPI 由负转正提示了供需关系的重要变化, 中游产能周期见底、下游库存周期见底的行业只待一个需求侧的推力。我们的推荐是:



第一，受益于能源价格中枢确定性上移的**新旧能源（油、油运、煤炭，锂电、风光、储能）**以及在全球来看能源成本和产能优势明显的**化工行业**；

第二，产能周期见底，随着后续全球工业需求回暖将迎来高弹性的**商用车、电网设备、纺织制造、电子化学品等**。此外，美元的压制在逐步退却，工业金属仍有修复空间（**铝、铜**）。

第三，库存周期见底，随着外需向内需的景气传导，将逐步走出盈利上行阶段的消费细分领域领域——**家电、个护用品、文娱用品、食品、互联网电商**。

4、风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于基本面改善带来的资本市场预期修复的假设也就不适用。

海外货币政策预期大幅收紧：如果由于滞胀预期持续导致货币政策预期大幅收紧，那么市场可能存在超预期下跌的风险。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-------------------------------|-------------------------------|------------------------------------|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼 | 地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究