

2026年06月07日

AI 硬件利益格局调整，孕育科技内部切换机会

——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

● 短期 AI 硬件的利益格局变动，不改行业增长趋势

本周（6月1日-6月5日），英伟达调整 Rubin 架构的机柜内存配比，叠加美国非农超预期引发加息担忧，市场持续三周调整，很多投资者开始担心，行情是不是要结束了？我们认为：

（1）从事件影响而言，非农带动的加息预期，短期存在一定影响、但进一步发酵的依据不足。更值得关注的是 AI 产业利益格局的变化，引发市场思考，订单收入和高利润是否会从存储转移到别的环节？会有影响，但这意味着 AI 产业链内部的切换机会，而不是产业增长叙事的改变，也不是 AI 主线结束的信号。

（2）结合市场因素来看，产业利益格局的变化形成了短期分歧，前期的资金集中、和结构性高估值的环节放大了短期波动。

展望后续，本轮牛市的基础还在，DDM 三要素没有系统性恶化。持续非理性抛售的概率较小，建议关注短期分歧下，AI 硬件内部利益重分配带来的结构性机会。

● 拥挤度有待消化，但不构成系统性风险依据

截至6月5日，A股前5%成交额个股的成交额占比达48.9%，当前市场的微观交易结构确实较为拥挤，其中半导体交易短期显著过热。

即便参考极端情形，指标持续站上45%，出现类似2015年1月或2021年2月的微观结构恶化，可参考的调整时长分别为22个和15个交易日，上证指数调整幅度分别为8.8%和8.1%。

● **投资思路——先消化产业格局变化和资金拥挤，再回归 DDM 和产业景气主线**
本周权益市场波动加剧更多是前期拥挤交易、叠加 AI 硬件产业利益格局短期变化下的再定价，而非牛市终点。节奏上，非农超预期带来的利率扰动短期压制风险偏好，场内资金或先交易预期的摆动，而产业利益格局变化带来的认知分歧，或被前期资金集中和结构性高估值放大短期波动。

但事件交易后，市场将重新回到 DDM 框架。AI 产业浪潮仍是主导本轮牛市的核心主线。最终，真正能穿越波动的，还是盈利有支撑、增长斜率还在改善的资产。

后市方向，主线仍然是科技成长，但不是简单追高景气，而是沿着“二次点火”方向做结构升级。（1）国产算力。算力主线没有结束，但内部要更加重视国产算力，核心是产业趋势、国产替代和订单斜率改善共振。（2）AI 电力资本开支链。AI 景气正在沿着“算力—电力—资源”外溢，重点关注电力设备、电力运营商，以及部分能源金属。（3）应用入口资产。AI 下半场要重视互联网平台等入口资产，未来可能承接用户、场景、流量和商业化。（4）部分周期和消费。存在点状“二次点火”机会，但还不是全面主线。尤其消费已有初步复苏迹象，但强右侧机会尚未到来。

● **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

《机构关注度环比回升：非银金融和美容护理—投资策略点评》-2026.6.1

《不是科技退潮，而是拥挤需要消化—投资策略周报》-2026.5.31

《开源金股，6月推荐—投资策略专题》-2026.5.28

目 录

1、短期 AI 硬件的利益格局变动，不改行业增长趋势	3
2、拥挤度有待消化，但不构成系统性风险依据	6
3、投资策略：先消化产业格局变化和拥挤，再回归 DDM 和产业景气主线	11
4、风险提示	11

图表目录

图 1：本周（6 月 1 日-6 月 5 日）全球重要股指显著回调	4
图 2：本周（6 月 1 日-6 月 5 日），各行业普遍回调，科技内部分化加剧	4
图 3：美国 5 月非农大超预期推动加息预期	5
图 4：美国高油价回落，加息必要性或削弱	5
图 5：人民币汇率韧性偏强，削弱美债利率上行对 A 股资金面压力	5
图 6：截至 6.5 收盘，A 股前 5% 成交额个股成交额占比为 49%	6
图 7：2007 年 11 月微观条件恶化期间市场风格切换	7
图 8：2007 年 11 月微观条件恶化前后行业涨跌幅排名	7
图 9：2008 年 10 月微观结构恶化期间的风格切换	8
图 10：2008 年 10 月微观结构恶化前后行业涨跌幅排名	8
图 11：2015 年 1 月微观结构恶化期间的风格切换	8
图 12：2015 年 1 月微观结构恶化前后行业涨跌幅排名	8
图 13：2018 年 2 月微观条件恶化期间市场风格切换	9
图 14：2018 年 2 月微观条件恶化前后行业涨跌排名	9
图 15：2021 年 2 月微观条件恶化期间市场风格切换	9
图 16：2021 年 2 月微观条件恶化前后行业涨跌排名	9
图 17：由于对未来通胀预期上行，近期美债利率上行较快	10

1、短期 AI 硬件的利益格局变动，不改行业增长趋势

本周（6月1日-6月5日），英伟达调整 Rubin 架构的机柜内存配比事件，在下半周引发市场对存储公司的高估值担忧；同时，周五美国劳工局披露新增非农就业数据大增、并大幅上修前值，推升了市场对美联储加息的预期，美债收益率再度攀升，进一步放大了全球权益市场的波动。

我们认为——

从事件影响而言，非农带动的加息预期，短期存在一定影响、但进一步发酵的依据不足。更值得关注的是 AI 产业利益格局的变化，引发市场思考，订单收入和高利润是否会从存储转移到别的环节？会，但这意味着 AI 产业链内部的切换机会，而不是产业增长叙事的改变。

结合市场因素来看，前期的资金集中、和结构性高估值的环节在加剧短期波动。

展望后续，持续非理性抛售的概率较小，建议关注短期分歧下，AI 产业链内部利益重分配带来的结构性机会。

具体而言——

(1) 为何美国非农数据对全球权益市场的影响可能偏短期？

美国非农就业数据大增，确实佐证了美国的劳动力市场的强韧，让市场倾向相信美联储更易于考虑“加息抑制通胀”。

但存在 2 个观测点：其一，加息路径的根本性来源于通胀存在持续升高、或者无法有效回归至目标区间的风险，当加息的必要性削弱了，劳动力市场的强韧就不应被解读为“提升加息预期”。主要依据来自高频数据端，近期美国通胀上升的重要推手——高能源价格正在回落，美国汽油零售价在近几周显著下滑，近期峰值出现在 5.11 当周的 4.35 美元/加仑，6.1 当周已回落至 4.14 美元/加仑。背后原因包括美伊有望达成 60 天的谅解备忘录，以及在城市增康星州助选活动中表示“将迅速结束对伊朗战事，以缓解物价上涨压力”。当通胀主要的拉动项在改善时，劳动力市场的强韧不宜在短期被过度解读为“提高了加息预期”。

其二，本次中东地缘风险中，人民币汇率对美债收益率上升脱敏，强势的升值表现削弱了利率平价视角下的跨境资本流动影响，对 A 股的影响相对较小。

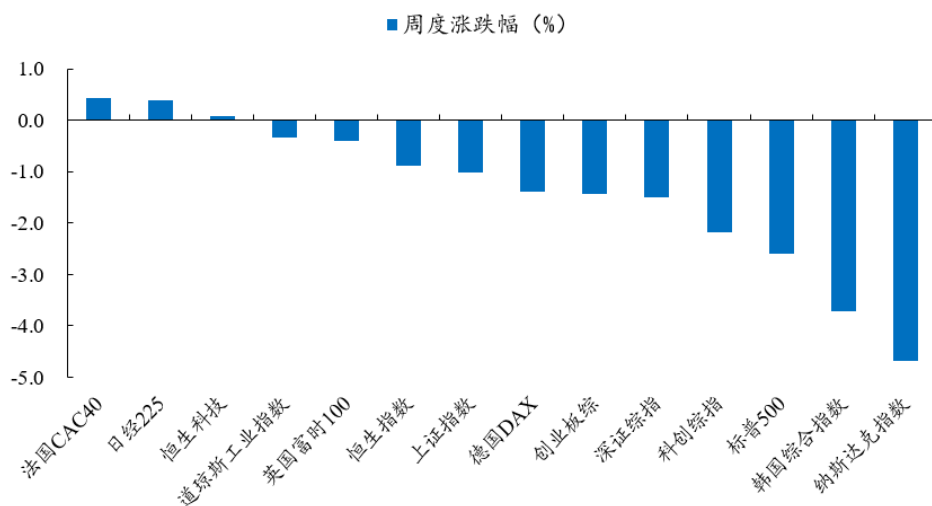
(2) 相较于美联储加息预期，对 A 股市场的定价影响更大的，是 AI 产业链在硬件层面的利益格局出现剧烈的变化，主要反映在存储、及其代表的上游设备和材料产业链，而这些环节正是前期市场一致预期和增长预期最高的环节，这才是短期波动的主要来源。

对英伟达调整 Rubin 架构的机柜内存配比，我们有如下 2 个思考：中期视角，此举并不动摇 AI 算力链的产业景气，仅是产业链利益格局的调整，即订单收入和高利润是否会从存储转移到别的环节？这意味着 AI 产业链内部的切换机会，而不是增长叙事的改变。

那为何市场短期大幅调整？后续是否会持续发酵？我们认为——

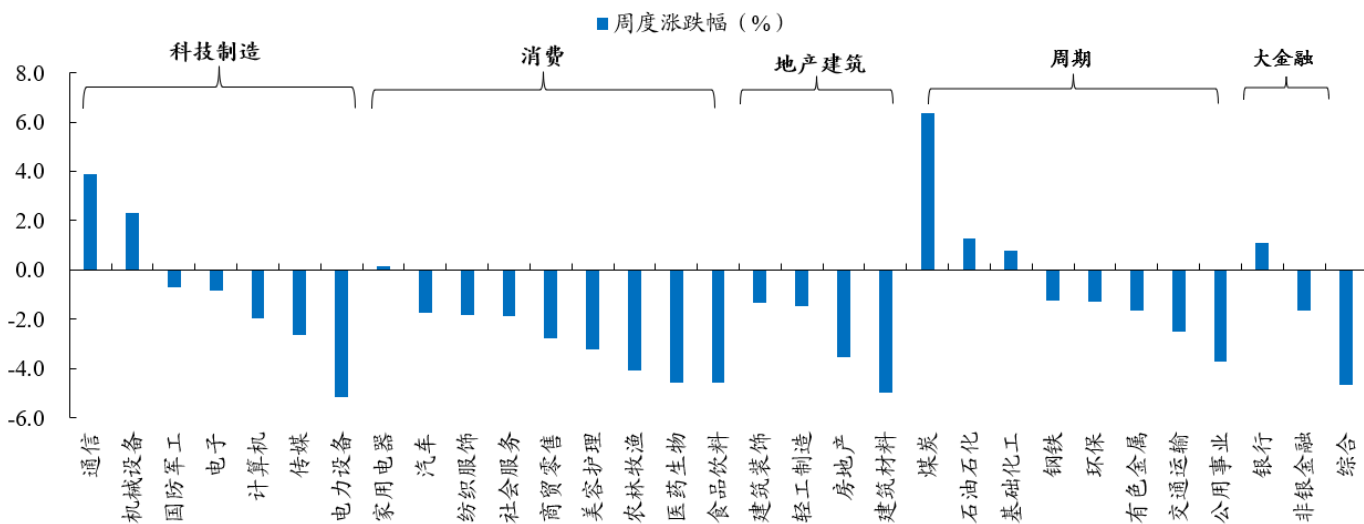
短期视角，之所以出现较大的市场波动，主要来自前期资金的高集中度和高估值，背后隐含了对存储及上游供应链过于乐观的一致预期。

图1：本周（6月1日-6月5日）全球重要股指显著回调



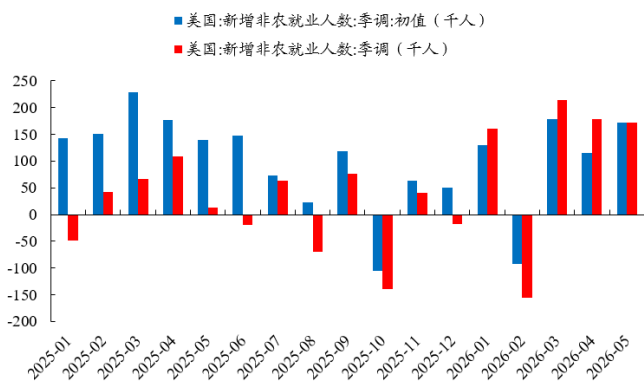
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：本周（6月1日-6月5日），各行业普遍回调，科技内部分化加剧



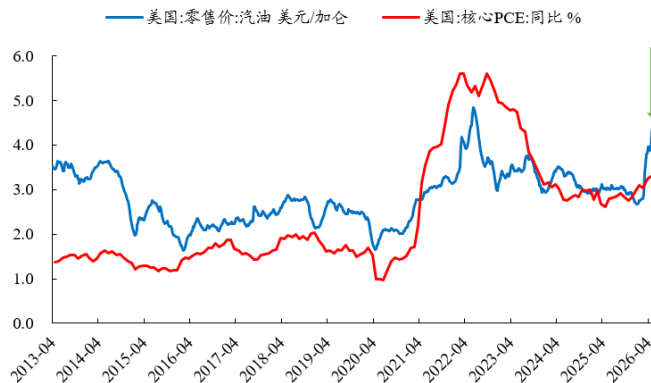
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3: 美国 5 月非农大超预期推动加息预期



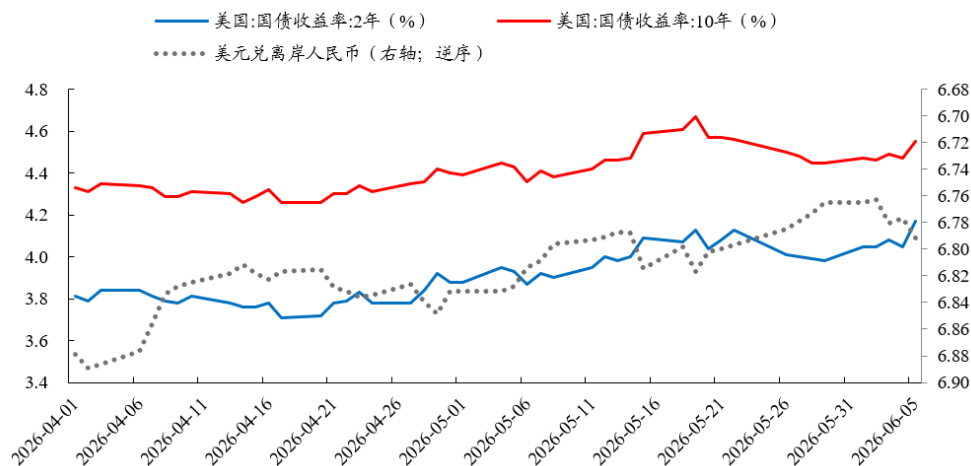
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 美国高油价回落, 加息必要性或削弱



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 人民币汇率韧性偏强, 削弱美债利率上行对 A 股资金面压力



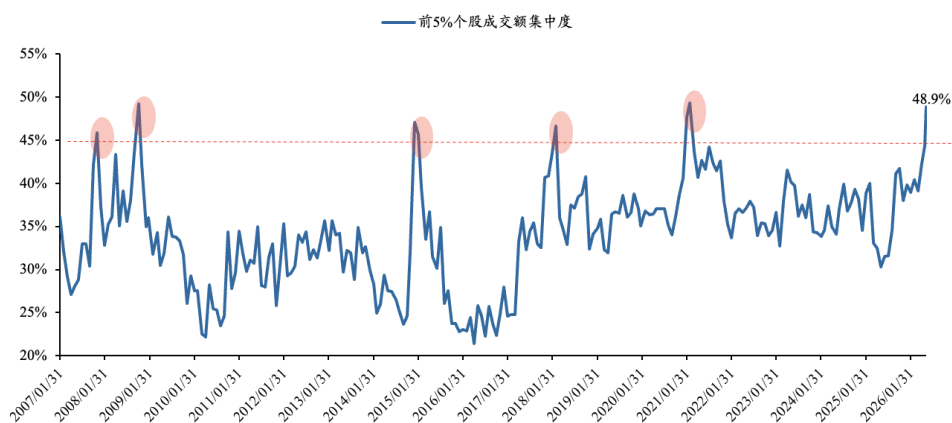
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、拥挤度有待消化，但不构成系统性风险依据

截至6月5日，A股前5%成交额个股的成交额占比达48.9%，已达45%的微观结构恶化阈值。当前市场的微观交易结构确实较为拥挤，近一半的市场成交额集中于前5%的个股，其中半导体交易短期显著过热。前5%的个股里，半导体成交额占比从4月的6.3%快速提升至本周的13.3%。

拥挤度升至历史高点，本身不会引起“牛市”结束、以及产业风格的切换，只是结构的再筛选。在产业利益格局变化带来的预期摆动阶段，或短期加大市场波动。但本轮“牛市”的基础还在，DDM三要素没有系统性恶化；后市节奏上，先消化事件驱动的分歧、再交易催化，最终回归DDM。科技成长仍是当前核心主线，但科技成长内部审美正在升级，市场需要重新筛选真正能够承接估值和盈利的资产。

图6：截至6.5收盘，A股前5%成交额个股成交额占比为48.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

历史上共出现五次，前5%个股的成交额占比突破阈值（45%），均发生显著的反转或风格切换。当少数高成交个股占据全市场过高交易份额时，市场交易会变得越来越集中，部分核心资产开始出现“对手方缺失”。在这种情况下，只要短期风险偏好边际回落，或者部分资金兑现收益，就容易引发较为剧烈的价格波动。

虽然已经升至45%以上，即使参考极端情形，出现类似2015年1月或2021年2月的微观结构恶化后的消化，可参考的调整时长分别为22个和15个交易日，上证指数调整幅度分别为8.8%和8.1%。换句话说，拥挤度会改变斜率，但未必改变趋势。

因此我们认为，这不是系统性风险确认，而是“牛市”内部的交易结构需要消化。当下市场的核心矛盾在于科技高景气碰上微观结构恶化，目前科技的高景气并未出现较大分歧，但交易过于拥挤导致“对手方缺失”，出现潜在的微观结构恶化的风险；只要内部的交易结构逐渐被平衡，风险得到释放，市场并不会发生较大的变盘。

从这个角度看，当前市场调整的意义，是让过热的交易结构重新降温，让资金从过度集中的方向向更多具备基本面支撑的方向扩散。调整的结果，不是行情终结，

而是市场主线从单一弹性修复，逐渐走向更高质量的增长验证。

微观结构恶化并不是牛熊切换的充分条件。历史上，每一轮牛市中都会出现阶段性的交易集中和拥挤消化，但真正决定行情性质的，仍然是DDM三要素：盈利、流动性和风险偏好。

复盘历史，每次 A 股微观结构恶化实际上是一个“催化剂”，催化市场重新对 DDM 三要素进行定价；而 A 股过去这 5 次微观结构恶化背后市场的变盘，均有 DDM 三要素的变化：

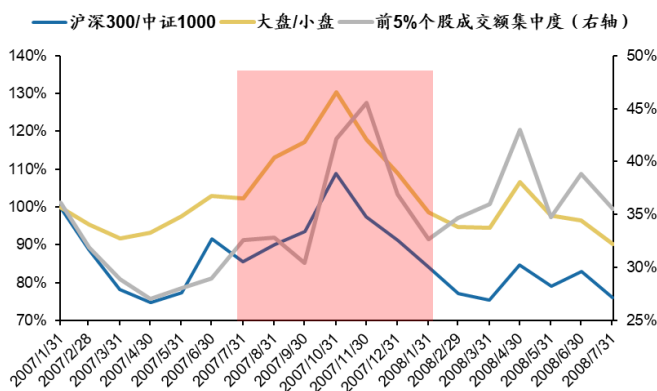
(1) 2007 年 11 月：

①微观结构表征现象：A 股前 5%成交额个股交易集中度从 2007 年 4 月的 27.1% 快速上行，在 11 月达到 45.6%，超过 45% 阈值；

②市场走势：发生“牛转熊”，市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：**DDM 核心条件反转。**美国次贷危机影响扩散至全球，A 股盈利周期也出现显著拐点（盈利项在 2007Q1）。

图7：2007 年 11 月微观条件恶化期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2007 年 11 月微观条件恶化前后行业涨跌幅排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	通信	电子	建筑装饰	农林牧渔
2	银行	计算机	食品饮料	计算机
3	国防军工	农林牧渔	农林牧渔	家用电器
4	采掘	医药生物	医药生物	医药生物
5	交通运输	轻工制造	通信	电气设备
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	综合	有色金属	银行	非银金融
2	纺织服装	非银金融	非银金融	银行
3	有色金属	钢铁	采掘	采掘
4	房地产	采掘	房地产	房地产
5	传媒	房地产	休闲服务	交通运输

资料来源：Wind、开源证券研究所

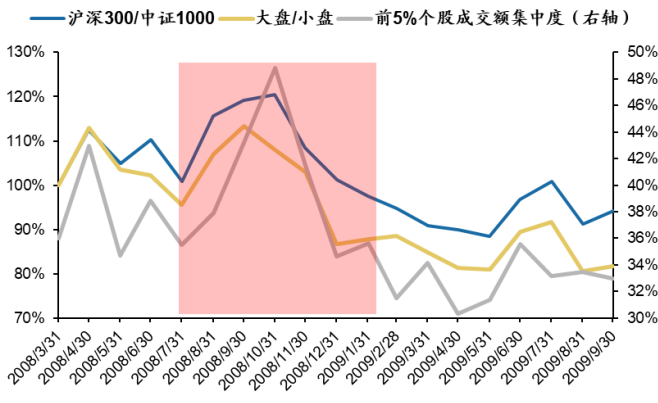
(2) 2008 年 10 月：

①微观结构表征现象：A 股前 5%成交额个股交易集中度从 2008 年 7 月的 35.5% 快速上行，在 10 月达到 48.8%，超过 45% 阈值；

②市场走势：发生“熊转牛”，市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：**DDM 三要素逆转。**2008 年 11 月初，“4 万亿”刺激政策出台救市，使得 DDM 模型分子分母端共同逆转。

图9：2008年10月微观结构恶化期间的风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2008年10月微观结构恶化前后行业涨跌幅排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	公用事业	医药生物	建筑材料	建筑材料
2	建筑装饰	房地产	电气设备	电气设备
3	非银金融	公用事业	机械设备	国防军工
4	传媒	建筑装饰	建筑装饰	机械设备
5	医药生物	电气设备	家用电器	有色金属
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	有色金属	休闲服务	非银金融	交通运输
2	休闲服务	有色金属	银行	食品饮料
3	轻工制造	采掘	交通运输	钢铁
4	农林牧渔	钢铁	采掘	化工
5	综合	轻工制造	钢铁	银行

资料来源：Wind、开源证券研究所

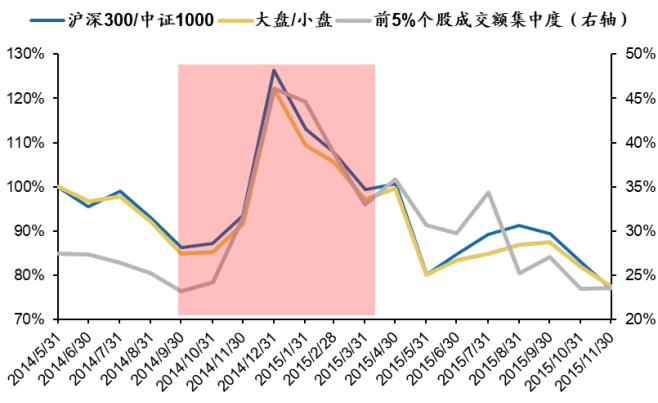
(3) 2015年1月：

①微观结构表征现象：A股前5%成交额个股交易集中度从2014年9月的23.2%快速上行，在12月达到46.1%，超过45%阈值；

②市场走势：牛市中继，但市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：盈利并未发生显著变化，DDM三要素当中的流动性和风险偏好发生了显著扩散。2015年初，在“金融股对手方流动性枯竭+场内外杠杆资金快速入场”的组合下，市场中的交易者开始寻找不那么拥挤、但逻辑也在改善、且弹性更大的小盘股。

图11：2015年1月微观结构恶化期间的风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2015年1月微观结构恶化前后行业涨跌幅排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	非银金融	非银金融	计算机	计算机
2	建筑装饰	建筑装饰	传媒	传媒
3	银行	银行	家用电器	纺织服装
4	钢铁	钢铁	农林牧渔	轻工制造
5	房地产	公用事业	电子	电气设备
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	电子	电子	非银金融	银行
2	轻工制造	轻工制造	银行	非银金融
3	休闲服务	计算机	建筑装饰	食品饮料
4	医药生物	农林牧渔	建筑材料	采掘
5	电气设备	综合	采掘	公用事业

资料来源：Wind、开源证券研究所

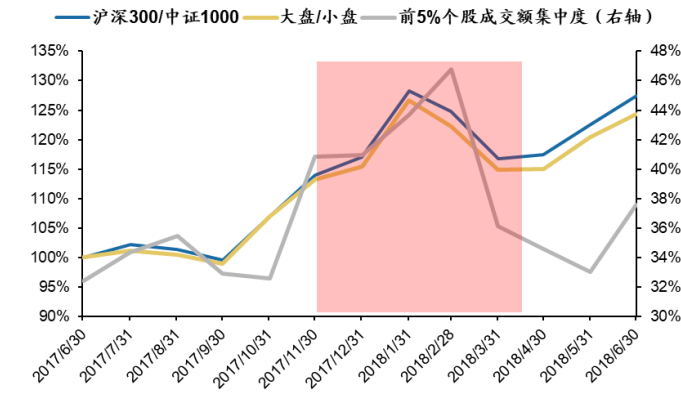
(4) 2018年2月：

①微观结构表征现象：A股前5%成交额个股交易集中度从2017年10月的32.6%快速上行，在2018年2月达到46.8%，超过45%阈值；

②市场走势：发生“牛转熊”，市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：**DDM 三要素均反转**。分母端，金融市场去杠杆带来持续紧信用，资管新规下股市流动性大幅减弱，同时中美贸易冲突导致风险偏好大幅下行；分子端，在紧信用背景下经济下行压力增大，内需转弱对企业盈利产生负面影响。

图13：2018年2月微观条件恶化期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2018年2月微观条件恶化前后行业涨跌排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	休闲服务	钢铁	计算机	医药生物
2	食品饮料	休闲服务	医药生物	计算机
3	钢铁	电子	国防军工	休闲服务
4	家用电器	计算机	电气设备	农林牧渔
5	房地产	有色金属	休闲服务	商业贸易
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	综合	房地产	钢铁	钢铁
2	非银金融	非银金融	食品饮料	采掘
3	通信	农林牧渔	采掘	银行
4	国防军工	建筑装饰	银行	综合
5	电气设备	综合	家用电器	房地产

资料来源：Wind、开源证券研究所

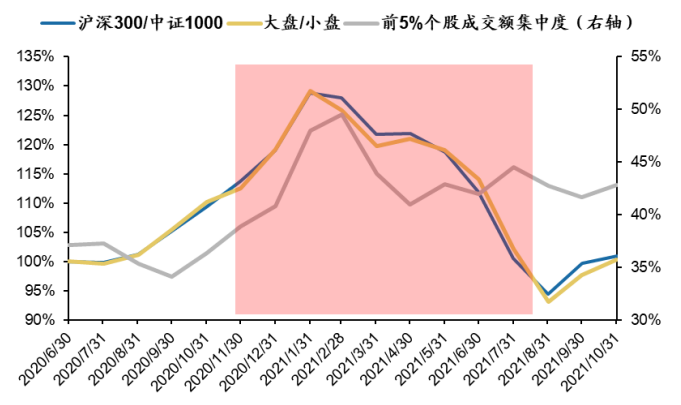
(5) 2021年2月：

①微观结构表征现象：A股前5%成交额个股交易集中度从2020年9月的34.1%快速上行，在2021年2月达到49.6%，超过45%阈值；

②市场走势：牛市中继，但市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：**DDM的盈利端发生结构性(ΔG)发生迁移变化，分母端流动性同样发生变化**。分子端盈利：前期占优的“茅指数”的盈利增速边际改善幅度(ΔG)出现回落，而“新半军”为代表的成长制造业则接力出现“高增速(G)和高盈利增速改善(ΔG)兼备”；分母端流动性：中美利差在2020Q4触顶后回落，支撑大盘成长的流动性积极要素恶化。

图15：2021年2月微观条件恶化期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2021年2月微观条件恶化前后行业涨跌排名

涨幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	休闲服务	休闲服务	公用事业	钢铁
2	有色金属	房地产	纺织服装	采掘
3	电气设备	钢铁	钢铁	综合
4	化工	建筑装饰	综合	食品饮料
5	食品饮料	农林牧渔	建筑装饰	纺织服装
跌幅前五	前3月	前1月	后1月	后3月
1	通信	电气设备	有色金属	农林牧渔
2	商业贸易	电子	国防军工	家用电器
3	纺织服装	汽车	农林牧渔	通信
4	非银金融	国防军工	化工	房地产
5	传媒	传媒	电子	国防军工

资料来源：Wind、开源证券研究所

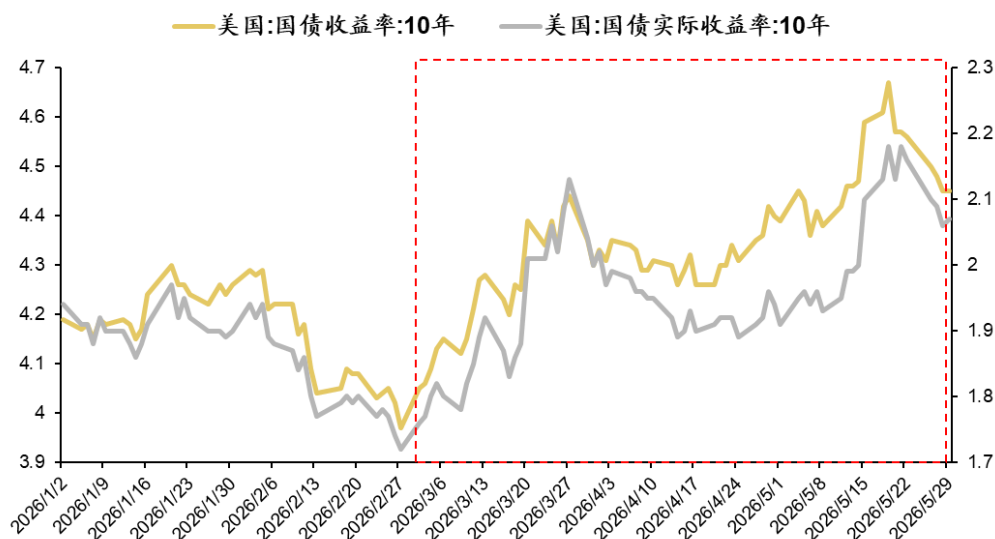
当前来看，A 股的 DDM 三大要素均未出现系统性恶化：

(1) **分子端更为积极。**一季报已经给出较强的基本面线索：全 A 整体景气度进一步上行，需求端和利润端修复均显著提速，且结构上从“景气稀缺”走向“景气扩散”。这意味着市场并不是在缺乏盈利支撑的情况下单纯炒作估值，而是存在一定的分子端验证。

(2) **流动性环境仍然维持宽松。**国内环境来看，当前并未看到流动性环境出现系统性收紧，市场调整更多来自交易结构本身，而非流动性条件发生逆转。只要分母端没有出现趋势性压力，权益市场的中期定价基础就没有被破坏。

(3) **风险偏好虽有扰动，但并未趋势性逆转。**非农数据进一步加剧对未来通胀预期，美债利率持续攀升，引发投资者对科技行情的担忧，纳斯达克也出现了调整。海外科技品种的短期下跌会放大投资者对于“风格切换”“科技退潮”“牛市结束”的担忧，但从定价逻辑上看，风险偏好更多是从过热状态回到均衡状态，而非从风险偏好修复转向风险偏好系统性收缩。

图17：由于对未来通胀预期上行，近期美债利率上行较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

因此，当前市场的调整，本质上是高拥挤交易后的消化，而不是 DDM 三要素的系统性恶化。只要盈利、流动性、风险偏好没有同时出现趋势性逆转，牛市基础仍然存在。

3、投资策略：先消化产业格局变化和拥挤，再回归 DDM 和产业景气主线

本周权益市场波动加剧更多是前期拥挤交易、叠加 AI 硬件产业利益格局短期变化下的再定价，而非牛市终点。一方面，非农超预期带来的利率扰动短期仍会风险偏好，但持续性相对有限；另一方面，Rubin 架构调整是科技内部再平衡的催化，不是 AI 主线结束的信号。并不改变 AI 算力需求扩张趋势，更像是 AI 产业链利润分配的再定价。

展望后续，持续非理性抛售的概率较小，科技成长仍是当前核心主线，但科技成长内部审美正在升级，建议关注短期分歧下，AI 产业链内部利益重分配带来的结构性机会。

事件交易后，市场将重新回到 DDM 框架。非农超预期带来的利率扰动短期压制风险偏好，场内资金的博弈或许先预期交易，产业逻辑仍是主导本轮牛市的核心理主线。最终，真正能穿越波动的，还是盈利有支撑、增长斜率还在改善的资产。

① 国产算力。算力主线没有结束，但内部要更加重视国产算力，核心是产业趋势、国产替代和订单斜率改善共振。

② AI 电力资本开支链。AI 景气正在沿着“算力—电力—资源”外溢，重点关注电力设备、电力运营商，以及部分能源金属。

③ 应用入口资产。AI 下半场要重视互联网平台等入口资产，未来可能承接用户、场景、流量和商业化。

④ 部分周期和消费。存在点状“二次点火”机会，但还不是全面主线。尤其消费已有初步复苏迹象，但强右侧机会尚未到来。

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

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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