



A 股策略周报 20260517

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）
mouyiling@gjzq.com.cn

分析师：吴晓明（执业 S1130525060005）
wu_xiaoming@gjzq.com.cn

分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）
wuhuimin@gjzq.com.cn

关注宏观的时候来了

借鉴“93阅兵”前后：相似的新高后降波回调，不同的宏观环境

市场在宽基指数创下新高与“特朗普访华”的重大事件落地后连续回调，呈现出类似于 2025 年“93 阅兵”后的行情特征，彼时市场也在财报季结束，股指创新高与重大事件落地后同样出现了降波下跌，与此同时外部环境来看也出现了全球主要国家宏观利率快速上行，引发风险资产阶段性动荡。而不一样的地方在于：一方面，当前 A 股的波动率水平相较当时明显更低，因此持续降波回调的空间可能有限；另一方面，无论是地缘层面美伊冲突或是高油价冲击下的通胀与美联储换届带来的货币政策潜在变化，当下的宏观不确定性远胜于当时。往后看，随着财报季的过去，微观盈利侧超预期叙事对于行情的支撑走弱，宏观矛盾可能会重回投资者视野。参考“93 阅兵”后的表现经验，市场行情主线也出现结构性的扩散与切换，在本轮中，**新旧能源链作为宏观叙事与产业周期发展的共同矛盾所在，值得重点关注。**

美股与美债收益率同涨的“矛盾”组合背后，存在合理性，但仍需密切关注两大变化

近期市场定价通胀压力，美债收益率快速抬升，然而美股仅在本周五出现一定波动，整体表现相对稳健。这背后既是 AI 产业发展下分子盈利端成为重要支撑；同时也有油价一次性冲击下的投资者预期通胀压力难以持续的原因。往后看这一格局能否长期持续，需要关注以下两个核心路标：第一，纵向比较来看，在历史上“软着陆+降息周期”组合中美债收益率与美股同步上行的场景并不少见，不同的地方在于从绝对值看本轮美债收益率是在一个相对高基数水平上行，这背后暗含了市场对于 AI 产业浪潮带来未来经济增长率全面提升的期待（要求潜在增长和中性利率同步提升），目前我们可以看到的是 AI 投资正在向外扩散，效率的提升开始出现，但更多体现为降本，能否出现新的下游收入增长从而支撑增长中枢持续抬升仍需观测，那么高利率仍然会成为远期的担忧。第二，美伊冲突的停火并未带来海峡的通航，全球原油仍在加速去库，油价的冲击正在慢慢转化成更广泛的成本压力，CPI、PPI 读数上不断超预期上行，通胀预期也在慢慢抬升，在沃什上台后，会不会被迫将抗通胀事项作为优先选择，甚至主动收紧扭转本轮降息周期同样是潜在风险：如果利率的上行主要是来自于主动收紧而非增长中枢抬升，那么对于股票的压制作用也会体现。

国内科技资产的映射：从“量价”视角定位当下的资产股价位置

泛制造类成长股量增驱动的上漲行情因具备更好的可预测性而往往相对平稳，而价格上涨则可能会对下游需求形成抑制反而使得行情变得难以把握。复盘 2020 年至 2022 年新能源与半导体产业周期内的行情表现与量价的关系，大致可以将泛制造类成长股分为三类资产：**第一类为核心原材料（如 2021 年碳酸锂），属于上游“卡脖子”环节，在产业周期快速向上时量价齐升，具备较大行情弹性，然而持续性相对较短，股价领先于“量价”见顶；第二类为成本敏感型（如 2021 年锂电），属于中游制造环节，在产业周期抬升前期能够实现量价齐升，然而随着上游原材料成本压力加大，增收不增利现象出现往往是股价的拐点；第三类为成本不敏感型（如 2021 年半导体），此类行业往往先走量增逻辑，股价平稳向上，随着持续供不应求，板块开始涨价，毛利率出现趋势性抬升，股价短期加速上涨，随后波动放大。**这背后体现的是涨价既是景气加速向上的确认，同时高毛利率引导下产业供给格局开始恶化，抑制下游需求的担忧也在制约板块表现的稳定性。当下 AI 产业浪潮核心受益环节大多为泛制造类成长股，对其进行分类后结合最新的量价表现来看：上游核心原材料中，**锂、铜、光芯片均处于量价齐升阶段，需要密切关注其价格上涨后的下游接受度情况；成本敏感型资产中，液冷陷入量价齐跌，关注供需后续是否逆转；对于成本不敏感型资产而言，光模块与存储正在经历量价齐升，短期看供需错配仍在持续，但是历史经验表明此类资产进入量价齐升阶段反而不是制造业成长股最好的交易区间；相较之下国产算力相关 CPU/GPU 的股价上涨尚处于量增所驱动，未来重点关注下游订单的持续性。**

关注宏观的时候重新到来

随着微观产业盈利与订单超预期的交易逐渐完成，未来市场有望回归宏观主线，行情迎来切换与扩散，更广范围内基本面正在悄然改善的领域也将回归视野。我们推荐：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**）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，供给约束与需求韧性仍在，未来美元压制退却后，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——**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，海外经济大幅下行。



内容目录

1、市场比较：当下与“93阅兵”后的同与不同	3
2、美股与美债收益率同涨的背后	4
3、国内映射：制造业成长股的“量”与“价”	7
4、重回宏观主线	9
5、风险提示	9

图表目录

图表 1： 本周市场在创下新高与重大事件落地后连续回调，呈现出类似于 2025 年“93 阅兵”后的行情特征....	3
图表 2： 全球主要国家宏观利率快速上行 (%)	3
图表 3： 当前 A 股的波动率水平相较当时明显更低，因此持续降波回调的空间可能有限	3
图表 4： 当下的宏观地缘不确定性胜于 2025 年 9 月	4
图表 5： 通胀压力下，当下市场降息预期远低于 2025 年 9 月	4
图表 6： “93 阅兵”后，市场行情主线出现一些结构性的切换 (%)	4
图表 7： 财报业绩超预期和产业催化的背景下，近两个月市场继续上调美股科技股未来盈利预期（美元/股）	5
图表 8： 短期通胀预期抬升对利率形成利空，长期通胀预期则仍倾向于认为油价对通胀是一次性冲击 (%) ..	5
图表 9： 历史上“首次降息+软着陆”场景下美债利率中枢整体趋于上行	5
图表 10： 美国投资侧来看，当前正由单一的 AI 投资向更广阔的领域扩散	5
图表 11： 历史上美国“首次降息+软着陆”场景下，美债利率与美股共同上升的场景并不少见，不同点在于本次美债利率上行幅度相比于历史均值偏高	6
图表 12： 4 月下旬开始以来全球原油库存去化速度加快	6
图表 13： 最近两个月能源分项对美国 CPI 拉动率明显上升	6
图表 14： 美国 PPI 中的能源分项同样出现同比大幅上行	7
图表 15： 通胀超预期下，市场下调年内美联储降息预期	7
图表 16： 2020 年 9 月以后碳酸锂板块在量价齐升的带动下迎来快速上涨行情，却在 2021 年 Q3 便见顶，相较之下毛利率与周转率的见顶则发生在 2022 年 Q3 与 Q4	7
图表 17： 2020 年以来锂电池量价表现与股价走势	8
图表 18： 2020 年以来锂电材料量价表现与股价走势	8
图表 19： 2020 年以来数字芯片设计行业量价表现与股价走势	8
图表 20： 当下热门 AI 相关细分环节的量价格局	9

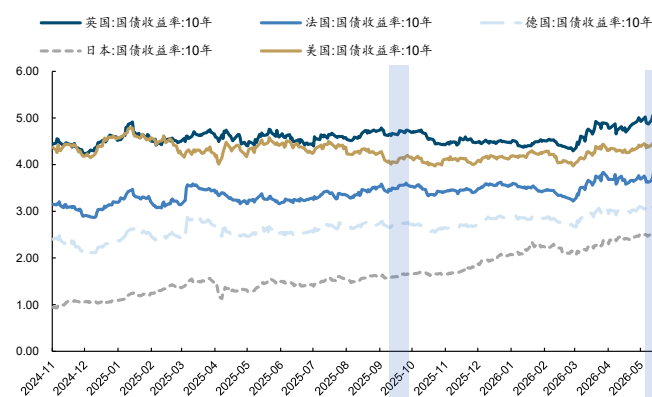
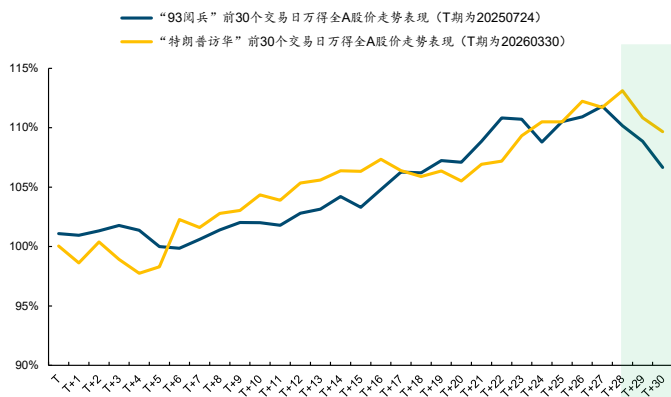


1、市场比较：当下与“93阅兵”后的同与不同

本周（2026年5月11日至2026年5月15日，下同）市场在宽基指数创下新高与“特朗普访华”的重大事件落地后连续回调，呈现出类似于2025年“93阅兵”后的行情特征，彼时市场也在财报季结束，股指创新高与重大事件落地后同样出现了降波下跌，与此同时外部环境来看也出现了全球主要国家宏观利率快速上行，引发风险资产阶段性动荡。当然不一样的地方在于：一方面，当前A股的波动率水平相较当时明显更低，因此持续降波回调的空间可能有限；另一方面，无论是地缘层面美伊冲突或是高油价冲击下的通胀与美联储换届带来的货币政策潜在变化，当下的宏观不确定性远胜于当时。

图表1：本周市场在创下新高与重大事件落地后连续回调，呈现出类似于2025年“93阅兵”后的行情特征

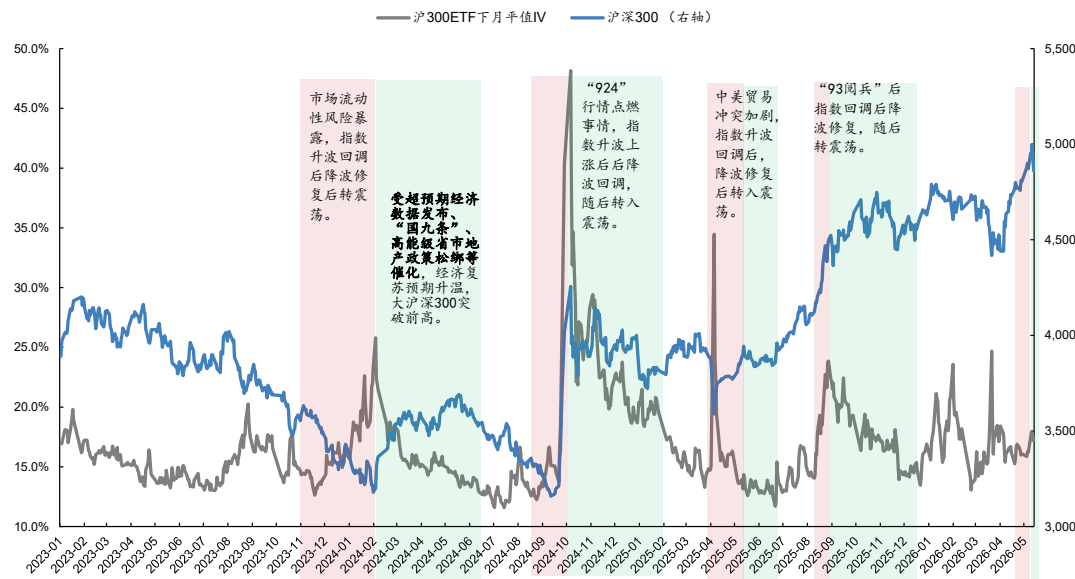
图表2：全球主要国家宏观利率快速上行（%）



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

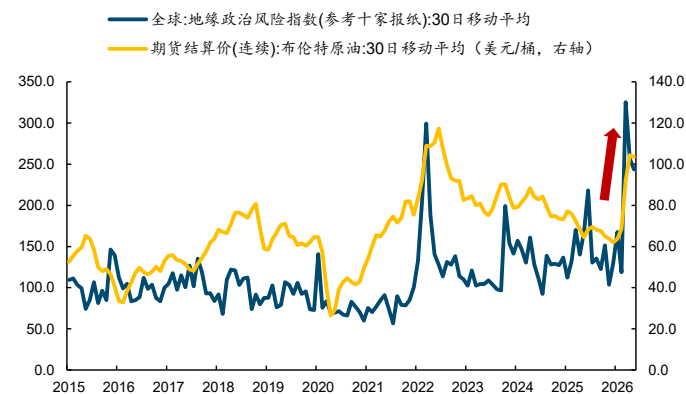
图表3：当前A股的波动率水平相较当时明显更低，因此持续降波回调的空间可能有限



来源：wind，国金证券研究所

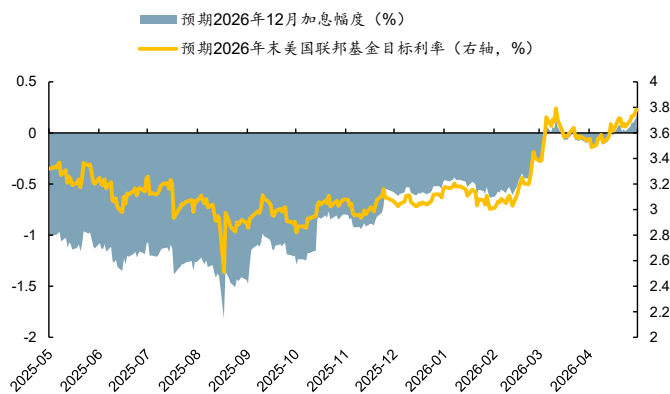


图表4：当下的宏观地缘不确定性胜于2025年9月



来源: wind, 国金证券研究所

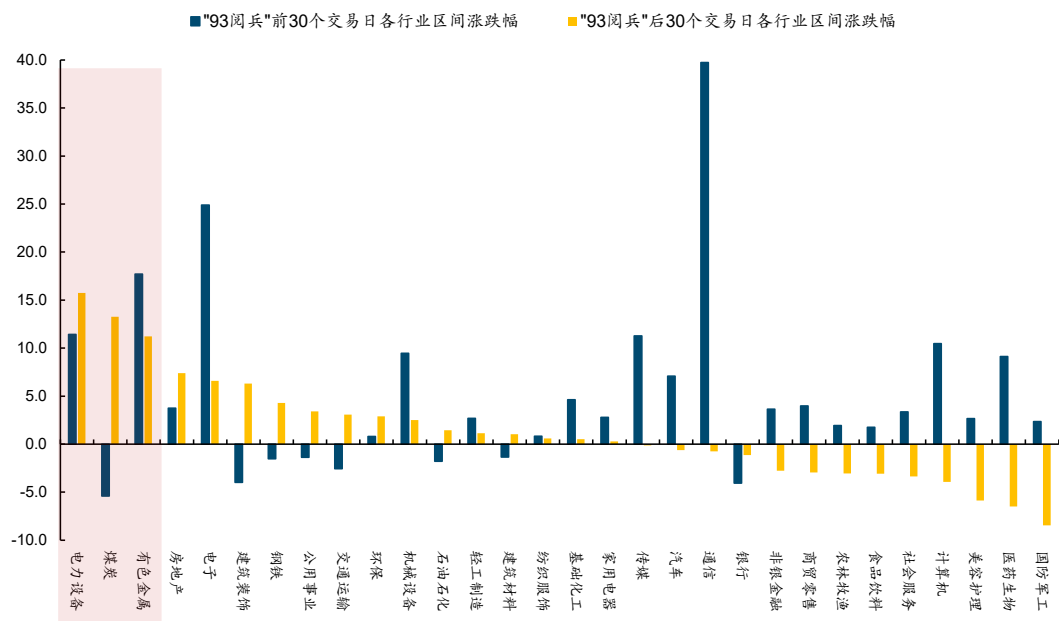
图表5：通胀压力下，当下市场降息预期远低于2025年9月



来源: wind, 国金证券研究所

往后看，随着财报季的过去，微观盈利侧的超预期叙事对于行情的支撑走弱，宏观矛盾可能会重回投资者视野。参考“93阅兵”后的表现经验，市场行情主线也会出现一些结构性的切换（彼时是从AI算力链切换至电力设备为代表的电力链及煤炭与有色为代表的涨价链），而在本轮中，新旧能源链作为宏观叙事与产业周期发展的共同矛盾所在，值得重点关注。

图表6：“93阅兵”后，市场行情主线出现一些结构性的切换 (%)



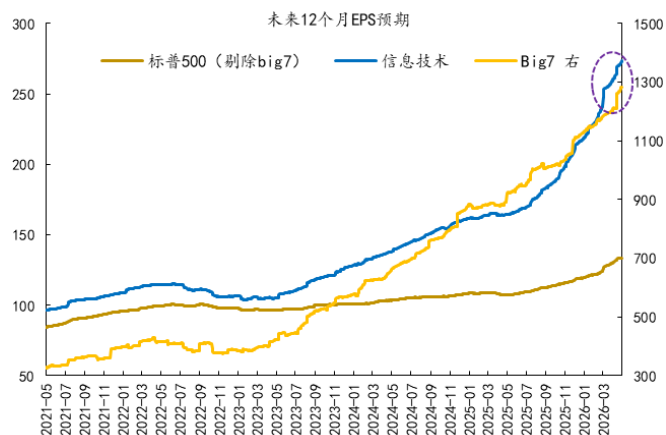
来源: wind, 国金证券研究所

2、美股与美债收益率同涨的背后

近期市场定价通胀压力，美债收益率快速抬升，然而美股仅在本周五出现一定波动，整体表现稳健。表面上看，这背后是通胀叙事下分子盈利端成为重要支撑；同时也有油价一次性冲击下的投资者预期通胀压力难以持续的原因。

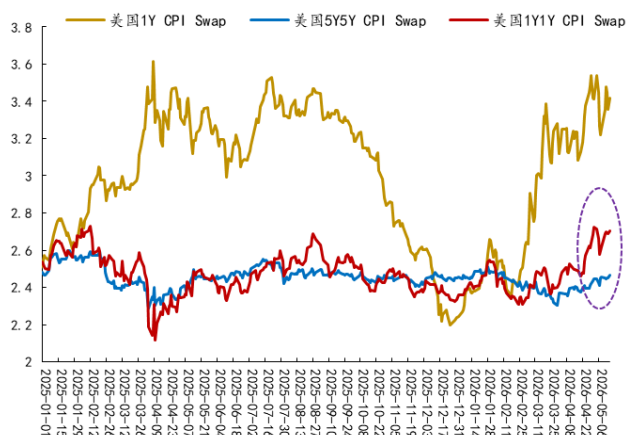


图表7：财报业绩超预期和产业催化的背景下，近两个月市场继续上调美股科技股未来盈利预期（美元/股）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

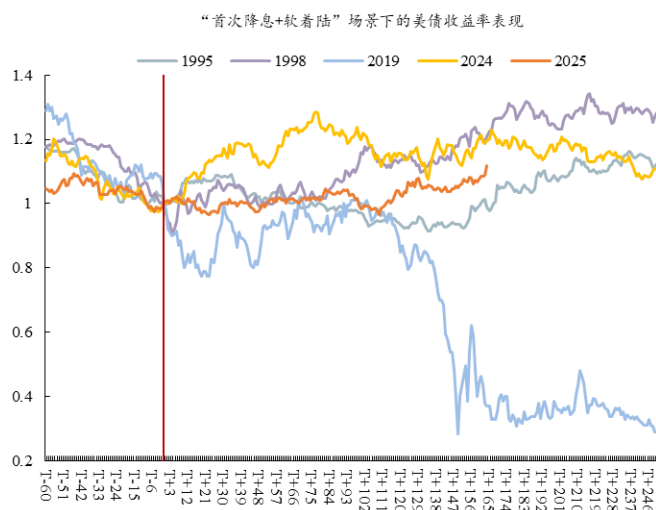
图表8：短期通胀预期抬升对利率形成利空，长期通胀预期则仍倾向于认为油价对通胀是一次性冲击（%）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

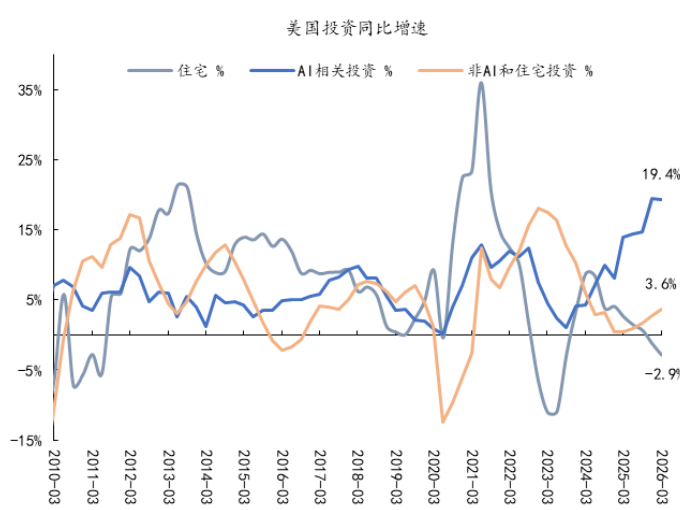
然而往后看这一格局能否长期持续，需要关注以下两个核心路标：第一，纵向比较来看，在历史上“软着陆+降息周期”组合中美债收益率与美股同步上行的场景并不少见（经济步入复苏周期），不同的地方在于从绝对值看本轮美债收益率是在一个相对高基数水平上行（至少是2008年以来的高位），这背后暗含了市场对于AI产业浪潮带来未来经济增长率全面提升的期待，这与1990年至2000年互联网浪潮期间的两次“降息+软着陆”场景类似，目前我们可以看到的是AI投资正在向外扩散，同时一定程度上提升了效率，然而能否广泛拉动全要素生产率的提升以及创造出大量的新增需求目前依然存疑，需要进一步的观测。

图表9：历史上“首次降息+软着陆”场景下美债利率中枢整体趋于上行



来源：wind，国金证券研究所 备注：T期为首次降息期。“软着陆”判断方式为在降息周期未进入NBER所定义的衰退。

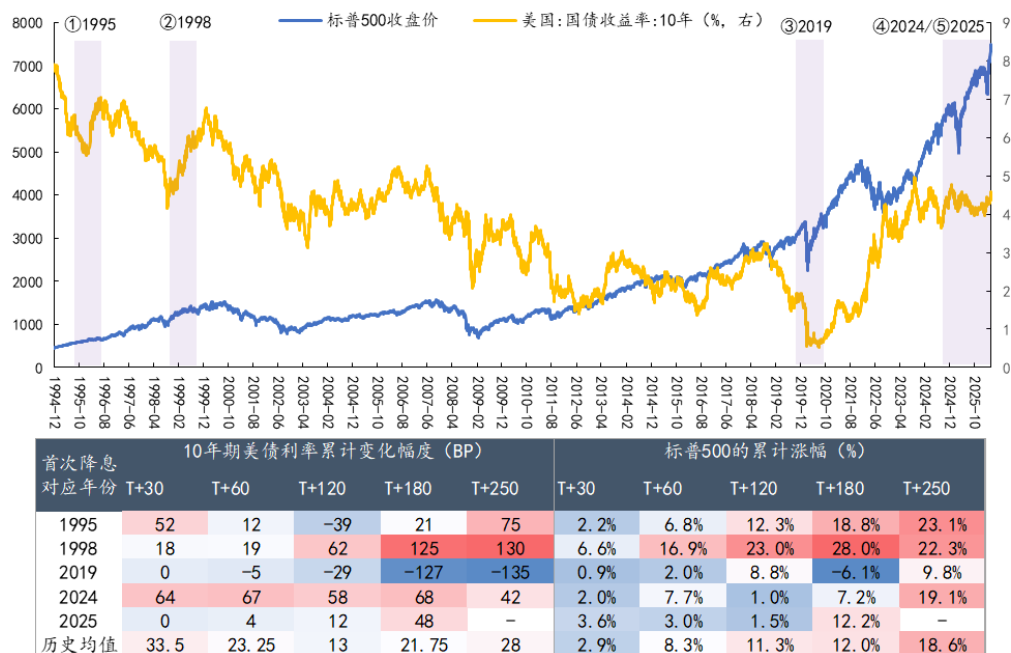
图表10：美国投资侧来看，当前正由单一的AI投资向更广阔的领域扩散



来源：wind，国金证券研究所



图表11：历史上美国“首次降息+软着陆”场景下，美债利率与美股共同上升的场景并不少见，不同点在于本次美债利率上行幅度相比于历史均值偏高

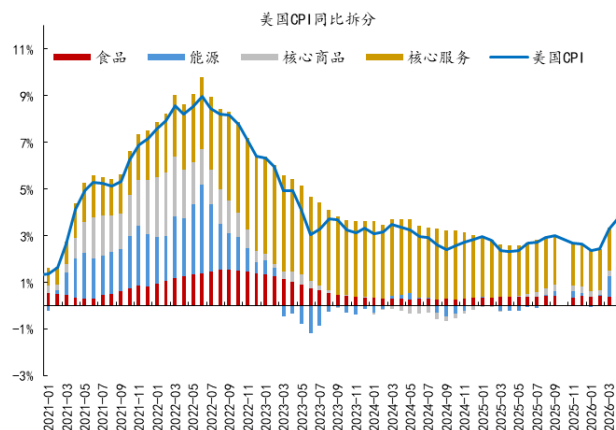


来源：wind，国金证券研究所；注：①表格中的 T+30 日至 T+250 日对应的是美联储首次降息后对应的交易日之后；②本轮（2025 年）中的 T+180 日对应的是 2025 年 9 月首次降息至 2026 年 5 月 15 日。

第二，美伊冲突的停火并未带来海峡的通航，全球原油仍在加速去库，油价的冲击正在慢慢转化成更广泛的成本压力，CPI、PPI 读数上不断超预期上行，通胀预期也在慢慢抬升，在沃什上台后，会不会被迫将抗通胀事项作为优先选择，甚至主动收紧扭转本轮降息周期同样是一个潜在风险点。

图表12：4月下旬开始以来全球原油库存去化速度加快

图表13：最近两个月能源分项对美国 CPI 拉动率明显上升

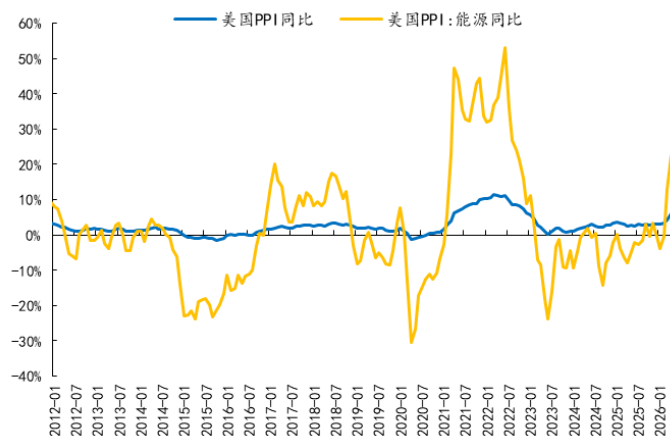


来源：Vortexa，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

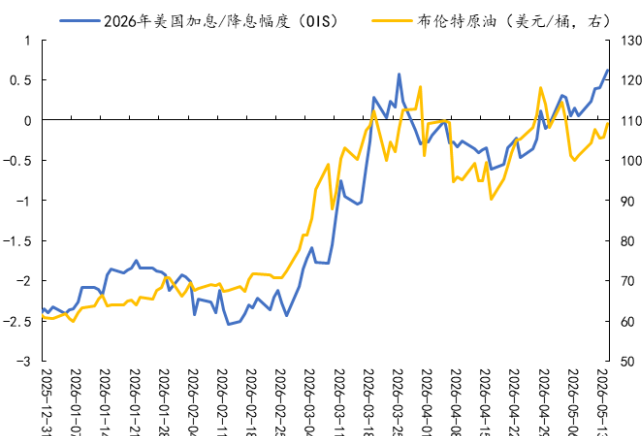


图表14：美国PPI中的能源分项同样出现同比大幅上行



来源：wind，国金证券研究所

图表15：通胀超预期下，市场下调年内美联储降息预期



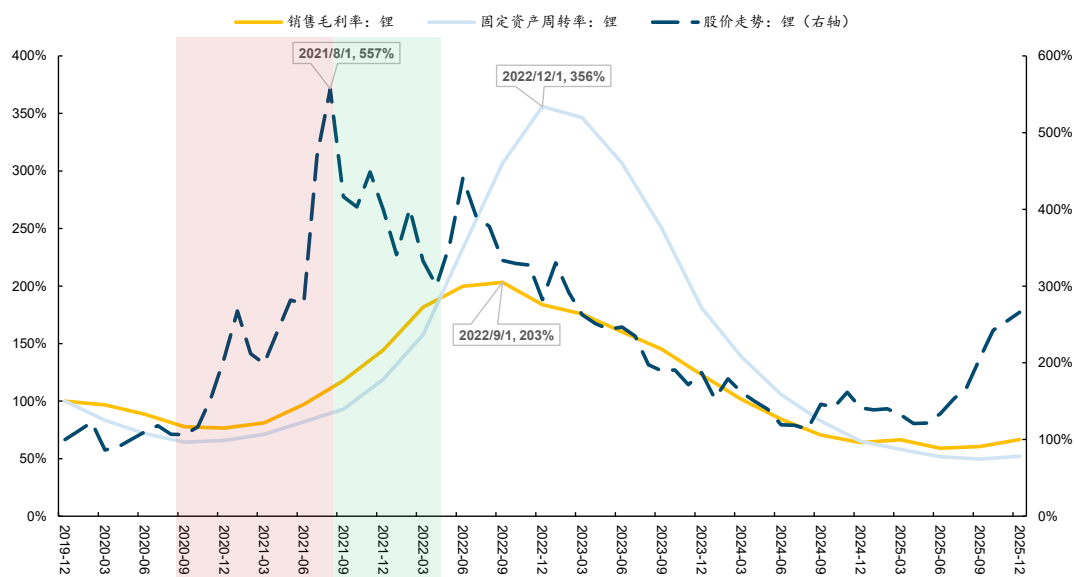
来源：Bloomberg，国金证券研究所

3、国内映射：制造业成长股的“量”与“价”

映射到国内，截至当下本轮AI产业浪潮下A股市场上核心受益股大多为算力基础设施相关的泛制造类成长股。而我们通过复盘2020年至2022年两大科技制造类成长板块新能源与半导体产业周期内的行情表现可以发现，科技制造类成长行业的股价走势与其量价（分别用周转率与毛利率表征）表现密切相关，并大致可以分为三类资产：

第一类为原材料类资产，属于上游的“卡脖子”环节，在产业周期快速向上时往往存在较大的供需缺口，在财报上会体现为量价齐升，并具备较大的行情弹性，然而持续性相对较短，并且股价领先于“量价”见顶。以碳酸锂为例，2020年9月“双碳”目标提出后，碳酸锂板块在量价齐升的带动下迎来快速上涨行情，却在2021年Q3便见顶，相较之下毛利率与周转率的见顶则发生在2022年Q3与Q4。这背后主要是在原材料价格快速上涨到一定高位后，市场开始担忧过高的原材料价格会抑制下游需求的扩张，并判断高景气不可持续。

图表16：2020年9月以后碳酸锂板块在量价齐升的带动下迎来快速上涨行情，却在2021年Q3便见顶，相较之下毛利率与周转率的见顶则发生在2022年Q3与Q4



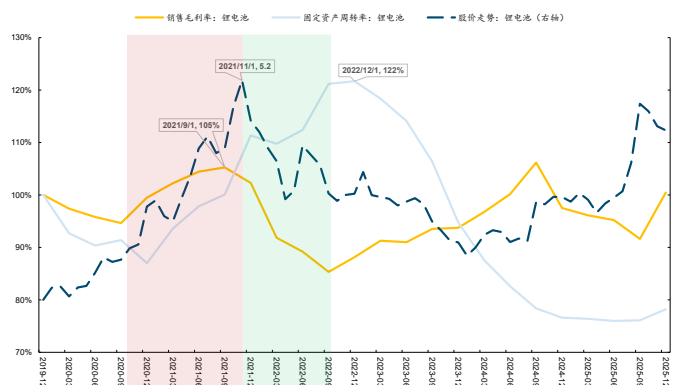
来源：wind，国金证券研究所 备注：毛利率、周转率与股价表现均设基期2019年12月=1，下同。

第二类为成本敏感型资产，属于中游的制造环节，在产业周期抬升前期往往能够实现量价齐升，然而随着上游原材料成本压力的加大，毛利率率先下滑，而此时下游需求支撑下周转率的上行得以继续，而此时股价却大多不再上涨。典型案例为锂电材料与锂电池环



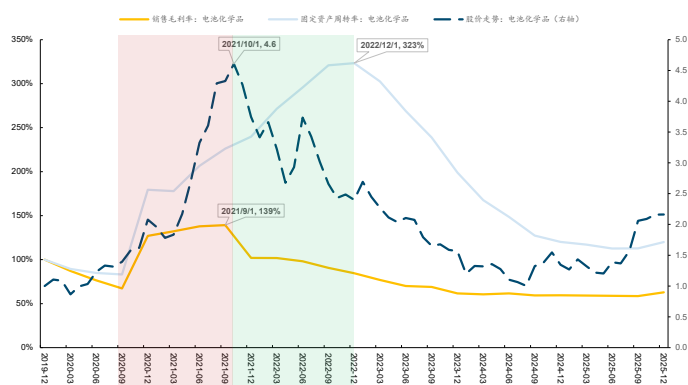
节，在毛利率于 2021 年 Q3 见顶后，尽管周转率仍在持续提升，然而由于板块陷入增收不增利的困境，股价也在 2021 年 Q4 陆续见顶回落。

图表17：2020 年以来锂电池量价表现与股价走势



来源：wind，国金证券研究所

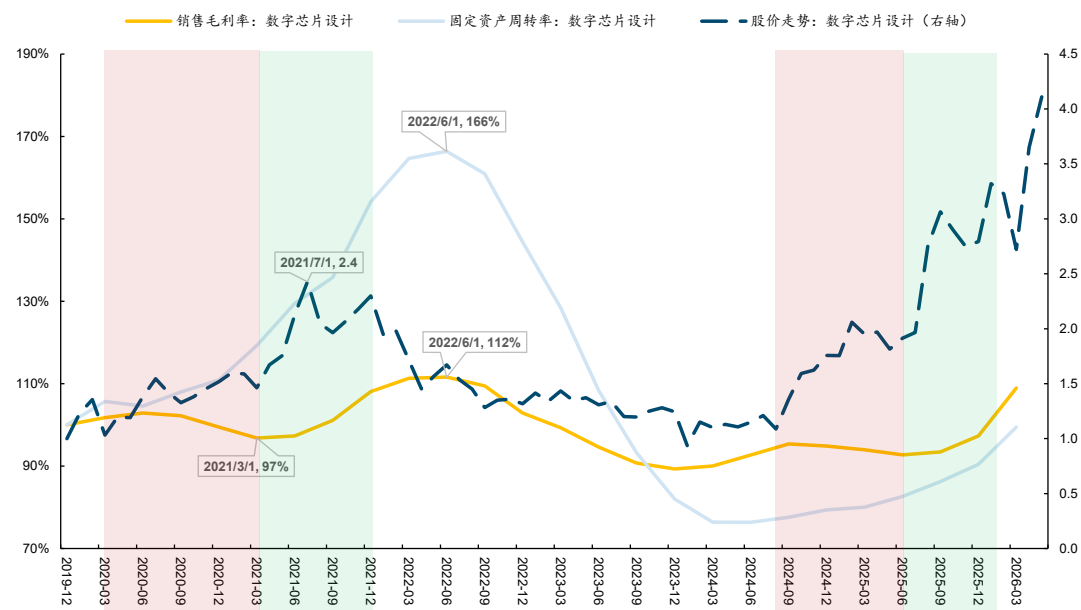
图表18：2020 年以来锂电材料量价表现与股价走势



来源：wind，国金证券研究所

而第三类则为成本不敏感型资产，属于产业链中的高毛利环节，原材料成本占比相对较低。此类行业往往先走量增逻辑，股价表现出色，而随着下游持续供不应求，板块开始陆续涨价，毛利率出现趋势性抬升后，股价短期加速上涨，随后出现波动，这背后体现的是价格的上涨既是景气加速向上的确认，同时也是产业步入景气周期后半段的信号，对价格的上涨是否会最终抑制下游需求的质疑将制约板块表现的稳定性。以 2020 年至 2022 年的半导体行情为例，2020 年 Q2 至 2021 年 Q1，在周转率的带动下板块表现稳步向上，然而随着 2021 年 Q1 价格的加速上涨带动毛利率的改善，板块短期迎来加速上涨，随后股价波动同样开始放大。而在本轮 AI 产业周期中，半导体行情也出现了类似的特征：2024 年 Q3 至 2025 年 Q2，板块的上涨主要由量增所带动，而 2025 年 Q3 以来随着毛利率的趋势性改善，板块 Q3 迎来加速上涨，随后在 2025 年 Q4 至 2026 年 Q1 步入高位震荡，直至 2026 年 4 月下旬 DeepSeek-V4 的发布催生国产算力的需求扩张预期，芯片设计板块行情迎来二次上涨。

图表19：2020 年以来数字芯片设计行业量价表现与股价走势



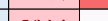
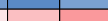
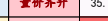
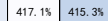
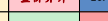
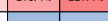
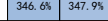
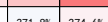
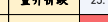
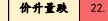
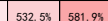
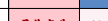
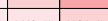
来源：wind，国金证券研究所

我们接着对当下的热门 AI 相关细分制造成分股资产进行分类，其中属于第一类上游核心原材料资产有锂、铜、光芯片等；第二类成本敏感型资产包括 PCB、光纤、液冷、服务器、储能、变压器等；第三类成本不敏感型资产包括光模块、存储、GPU/CPU 等。可以看到：对于上游核心原材料而言，锂、铜、光芯片均处于量价齐升阶段，因此需要密切关



注其价格上涨后的下游接受度情况；成本敏感型资产中，液冷陷入量价齐跌，是风险相对较大的环节，关注供需后续是否逆转；而对于成本不敏感型资产而言，光模块与存储正在经历业绩量价齐升，行情处于景气确认的弹性释放期，值得一提的是，本轮光模块与存储的下游价格接受度相对较强，并且需求不断扩张，使得其行情具备高持续性，短期看供需错配仍在持续，但是历史经验表明此类资产进入量价齐升阶段反而不是制造业成长股最好的交易区间；相较之下国产算力相关 CPU/GPU 的股份上涨尚处于量增所驱动阶段，未来重点关注下游订单的持续性。

图表20：当下热门AI 相关细分环节的量价格局

资产类别	细分环节	量价状态	销售毛利率 (TTM)										示意图	固定资产周转率 (TTM)										示意图
			2024-03	2024-06	2024-09	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12	2026-03	2024-03		2024-06	2024-09	2024-12	2025-03	2025-06	2025-09	2025-12	2026-03			
上游核心原材料	铜	量价齐升	6.8%	7.6%	7.6%	8.7%	9.4%	9.4%	10.0%	11.6%	12.4%		751.7%	749.3%	738.6%	711.4%	694.9%	671.3%	666.0%	665.7%	694.2%			
	铝	量价齐升	34.3%	28.4%	23.8%	21.6%	22.4%	19.9%	20.5%	22.5%	28.0%		316.0%	241.0%	188.7%	148.2%	132.4%	117.6%	113.2%	118.8%	140.6%			
	光芯片	量价齐升	35.9%	34.1%	30.6%	28.4%	30.3%	35.4%	43.0%	47.7%	55.2%		37.8%	41.2%	42.3%	42.9%	46.8%	54.6%	67.2%	79.7%	95.6%			
成本敏感型资产	光纤	量价齐升	16.7%	16.6%	15.8%	15.1%	14.8%	14.3%	14.3%	15.0%	15.7%		418.2%	417.6%	412.0%	420.7%	417.1%	416.4%	417.1%	415.3%	439.9%			
	POB	量价齐升	20.9%	21.1%	21.2%	21.1%	21.4%	22.3%	23.1%	23.8%	24.4%		189.9%	194.2%	197.5%	198.6%	203.8%	210.2%	216.7%	221.7%	224.6%			
	液冷	量价齐跌	25.9%	25.7%	26.0%	24.7%	24.9%	25.0%	24.8%	25.8%	25.7%		356.6%	371.6%	373.2%	383.4%	368.3%	365.2%	346.6%	347.9%	332.5%			
	服务器	量价齐升	8.7%	8.3%	7.6%	7.5%	7.0%	7.0%	7.0%	6.8%	7.1%		2623.1%	2713.2%	2870.5%	2948.1%	3135.8%	3230.9%	3306.8%	3533.7%	3577.5%			
	储能	量升价跌	25.1%	26.0%	27.5%	25.2%	24.9%	25.0%	24.4%	26.8%	26.5%		397.6%	378.1%	359.4%	356.2%	368.2%	372.5%	371.8%	374.6%	378.5%			
	变压器	价升量跌	22.4%	20.9%	20.0%	19.0%	18.5%	18.6%	18.7%	19.7%	19.9%		184.3%	179.1%	174.3%	171.5%	168.4%	165.9%	161.1%	154.3%	152.9%			
成本不敏感型资产	光模块	量价齐升	31.4%	32.9%	33.7%	34.3%	35.6%	36.9%	38.5%	40.3%	42.1%		385.8%	422.8%	456.2%	474.6%	481.2%	507.6%	532.5%	581.9%	652.1%			
	存储	量价齐升	20.1%	22.2%	21.9%	19.5%	16.9%	15.2%	15.8%	19.3%	26.8%		1112.1%	1190.8%	1271.9%	1331.3%	1383.3%	1455.3%	1469.5%	1524.4%	1877.5%			
	CPU/GPU	量价齐跌	58.8%	59.7%	62.4%	61.4%	60.8%	59.6%	58.1%	56.7%	55.8%		941.0%	1020.5%	1162.6%	1242.5%	1333.9%	1506.8%	1661.1%	1768.1%	1869.5%			

来源：wind，国金证券研究所

4、重回宏观主线

往后看，与“93阅兵”后行情类似，伴随着财报季与重大宏观政治事件的落地，微观产业盈利与订单超预期的交易有望逐渐让渡于宏观矛盾，而在行情切换与扩散中，更广范围内基本面正在悄然改善的领域也将回归视野(如中游产能周期见底、下游库存周期见底)。具体配置建议上：

第一，解决宏观矛盾的底层资产与产业周期扩散的重要方向，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)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，供给约束与需求韧性仍在，在未来美元压制退却后，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——家电、个护用品、文娱用品、食品、互联网电商。

5、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，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设也就不适用。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。

**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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

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