



报告日期 2026 年 05 月 24 日

AI 行情存续：一个重要观测指标

分析师：张启尧

S0190521080005

zhangqiyao@xyzq.com.cn

分析师：胡思雨

S0190521110003

husiyu@xyzq.com.cn

分析师：张倩婷

S0190521110002

zhangqianting@xyzq.com.cn

分析师：程鲁尧

S0190521120004

chengluyao@xyzq.com.cn

分析师：张勋

S0190520070004

zhangxun@xyzq.com.cn

分析师：吴峰

S0190510120002

wufeng@xyzq.com.cn

研究助理：王子萱

wangzixuan@xyzq.com.cn

相关研究

【兴证策略】不再用存量思维看问题-2026.05.21

【兴证策略】“夏日寒风”：三条应对思路-2026.05.17

【兴证策略】势不可挡的中国制造，众望所归的中国资产-2026.05.10

投资要点：

一、对于 AI 行情的主要矛盾，再次强调，分母端的冲击往往会创造买点，分子端才能决定行情的终点

- 第一，分母端（流动性+风险偏好）并非构成行情终结的主要矛盾，由此带来的波动反而常常创造买点。第二，分子端（产业趋势）才是行情起源与终结的决定性信号。
- 对于本轮 AI 行情，虽然短期分母端有所波折，但分子端的景气和产业趋势的验证更加重要。当前来看，市场对于科技成长资产分子端景气的共识正在进一步加强，而对于分母端流动性对科技成长行情的影响整体持中性态度，更多认为影响更偏短期、偏结构。
- 因此，在 AI 行情分子端景气共识愈发凝聚、而分母端流动性等压力整体可控的当下，更建议坚守景气确定性强的方向，以及围绕主线内部轮动扩散进行布局，而非通过降低仓位或系统性“高切低”作应对。

二、分子端如何决定这轮大的 AI 趋势性行情？一个重要观测指标

- 历史复盘来看，一轮产业趋势行情能否持续演绎的核心是 $\Delta g > 0$ ，即利润增速不能放缓，利润增速高点的确认往往对应股价的拐点。从 00 年科网泡沫行情中微软的股价表现来看，2000 年微软股价迎来见顶，核心是净利润增速见顶的确认。
- 从本轮全球 AI 硬件厂商的业绩源头出发，“北美云厂商资本开支”作为核心引擎，是本轮 AI 硬件行情能否持续的一个重要观测指标：
- 首先，本轮北美云厂的资本开支扩张周期，拉动了全球 AI 硬件厂商业绩的向上周期。费城半导体指数预期净利润增速与北美云厂 CAPEX 增速强相关。其次，费城半导体指数收盘价与其净利润增速相关性较强。也即我们此前所说的 Δg 决定股价走势，利润增速高点的确认往往对应股价的拐点。
- 因此，北美云厂 Capex 同比作为全球 AI 硬件厂商预期净利润增速的同步指标，是本轮 AI 硬件行情斜率和拐点的重要观测变量。一方面，资本开支加速度决定行情斜率，资本开支增速上行，则往往带动行情加速。今年 4 月以来全球 AI 硬件的加速上涨，本质上是北美云厂商 Capex 集中上修后，全球算力需求加速度仍然能够维持的确认。另一方面，行情大的拐点将来自于资本开支增速趋势性放缓的确认。2022 年全球半导体股价下行，本质上是 2021 年云厂资本开支增速顶部确认、进而带动业绩增速见顶后，行情迎来了大的拐点。
- 当前来看，未来几年北美云厂资本开支仍然随着时间的推移不断上修。因此，后续观察行情斜率和拐点的关键，在于资本开支的上修趋势能否持续兑现，进而推动增速进一步上行。

三、配置上，三条应对思路

- 最后，在配置上，在 AI 行情分子端景气共识愈发凝聚、而分母端流动性等压力整体可控的当下，我们当前更建议坚守景气确定性强的方向，以及围绕主线内部轮动扩散进行布局，而非通过降低仓位或系统性“高切低”作应对。
- 继续建议三条应对思路：1) 以长打短，坚守 AI 内部景气最具确定性的方向；2) 强势主线作轮动扩散，以我们持续跟踪的“拥挤度+海外映射+投资者调研”为核心抓手，围绕 AI 内部挖掘细分机会；3) AI 之外，出海链尤其是新能源、高端制造是另一条值得关注的主线方向。

- 配置上的核心结论：
- 1、对于光、PCB 为代表的北美算力链需要再一次提高重视。一方面 6 月之后景气投资有效性再度提升，另一方面拥挤度已得到充分消化，当前兼具胜率与赔率。
- 2、对于国产半导体产业链，短期等待拥挤度消化，中长期作为景气边际变化最大的方向，仍具备较强的共识。内部，可以率先关注 CPU、晶圆代工、功率半导体、端侧芯片等相对海外仍有进一步上涨空间的方向。
- 3、对于当前拥挤度不高+市场扩散共识较强的 AIDC 基础设施环节（电力电网、光纤光缆、算力租赁等）可以提升重视度。
- 4、AI 之外，结合拥挤度与景气，重视向新能源产业链（锂电池、储能、光伏、风电、电网），以及卫星通信、船舶、工程机械等细分方向的扩散。

风险提示：经济数据波动，政策宽松低于预期，美联储降息不及预期，地缘局势升级等。

目录

一、 对于 AI 行情的主要矛盾，再次强调，分母端的冲击往往会创造买点，分子端才能决定行情的终点	4
二、 分子端如何决定这轮大的 AI 趋势性行情？一个重要观测指标	8
三、 配置上，三条应对思路	11

图目录

图 1、 1 月底沃什上台和 2 月底美伊冲突，反而为全球科技股提供了一个较佳的买点（年初定基为 1）	4
图 2、 网景发布后的纳指与 ChatGPT 发布后的纳指走势对比	5
图 3、 2000 年，美股科技龙头的实际和预期业绩增速开始下滑	6
图 4、 4 月以来，美债利率继续上行、油价高位震荡，但景气和产业趋势带领全球科技资产顶着分母端压力逆风上涨	6
图 5、 兴证策略机构投资者调研结果：5 月认为未来一个月成长风格占优的投资者占比较 4 月进一步提升	7
图 6、 兴证策略机构投资者调研结果：5 月看好未来一个月主线是 AI、先进制造的投资者占比较 4 月进一步提升	7
图 7、 兴证策略机构投资者调研结果：大多数投资者认为，美债利率上行对国内 AI 周期的影响可控且更偏结构性	8
图 8、 兴证策略机构投资者调研结果：大多数投资者认为，两存等大型科技公司 IPO 对市场的影响偏中性、偏短期，甚至可能成为市场乐观催化	8
图 9、 核心是 2000 年微软净利润增速见顶，导致股价见顶	9
图 10、 美股核心 AI 硬件厂商当前维持景气加速	9
图 11、 A 股核心 AI 硬件厂商当前维持景气加速	9
图 12、 费城半导体指数预期净利润增速与北美云厂 CAPEX 增速强相关	10
图 13、 费城半导体指数收盘价与其预期净利润增速相关性较强	10
图 14、 北美云厂 CAPEX 能够指引费城半导体指数的上涨斜率和拐点	11
图 15、 2026-2029 年北美云厂资本开支均随着时间的推移不断上修（亿美元）	11
图 16、 6 月至 7 月上半月，随着中报业绩预告披露，景气投资的有效性将再度提升	12
图 17、 AI50 大核心细分方向梳理	13
图 18、 AI50 大细分方向近一周拥挤度变化及分布	13
图 19、 全球科技投资映射周跟踪	14
图 20、 兴证策略 5 月调研结果：未来一个月您看好 AI 内部哪些方向的表现？	14
图 21、 多数出口链、高端制造细分方向拥挤度已回落至中等甚至偏低水平	15

4 月以来 AI 板块连续上涨后，近期市场对行情持续性的担忧之声也在加大，尤其是在近期行情出现波动之后。对此，我们在近期的观点中反复强调“分母端创造买点，分子端决定终点”，“AI 分子端景气共识仍强，短期流动性、拥挤度等分母端的波折不需要过度恐慌”，并建议继续坚守内部景气最具确定性的方向，以及围绕强势主线内部挖掘扩散机会。

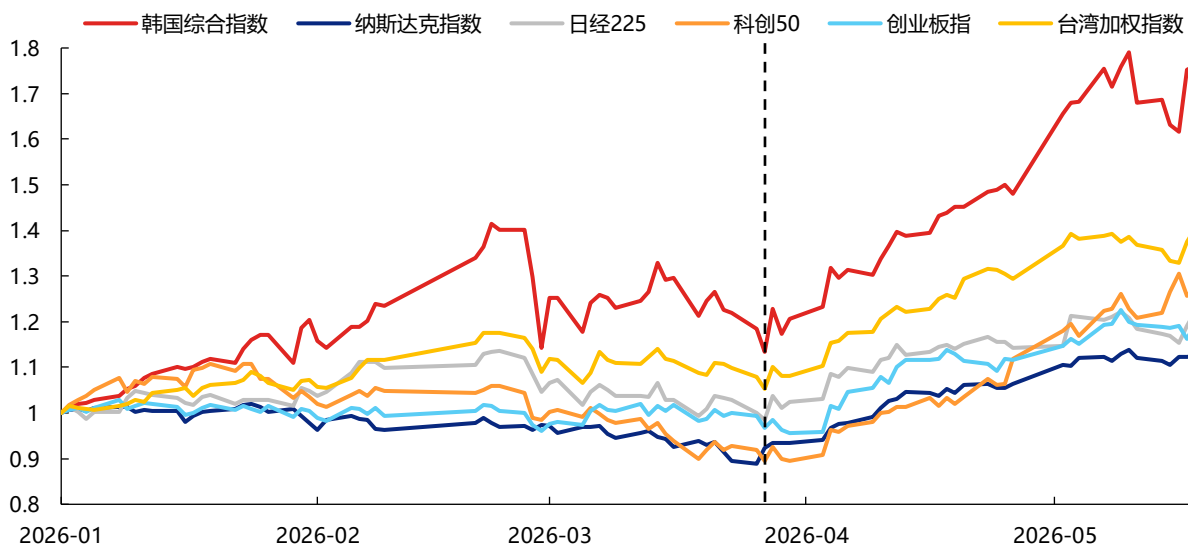
对于分子端，当前市场一个比较关心的问题是，景气释放何种信号，将标志着一段大的产业趋势行情迎来见顶？我们通过历史复盘得到核心规律，并给出本轮 AI 行情的一个重要观测指标。详见报告：

一、对于 AI 行情的主要矛盾，再次强调，分母端的冲击往往会创造买点，分子端才能决定行情的终点

第一，分母端（流动性+风险偏好）并非构成行情终结的主要矛盾，由此带来的波动反而常常创造买点。近期市场对 AI 板块的担忧，包括海外流动性预期收紧、部分板块情绪过热、甚至大型科技公司的上市，本质上都是分母端的问题，但这并不会导致一段大的产业行情趋势的终结，反而往往创造买点。

今年以来，分母端对科技行情冲击最大的时刻，其实是 1 月底的沃什上台和 2 月底的美伊冲突。当时市场因为地缘风险、流动性收紧等分母端的逻辑，对于科技板块的担忧很大。但事后来看，当时分母端逻辑的扰动，反倒是为全球科技股提供了一个较佳的买点。

图1、1 月底沃什上台和 2 月底美伊冲突，反而为全球科技股提供了一个较佳的买点（年初定基为 1）

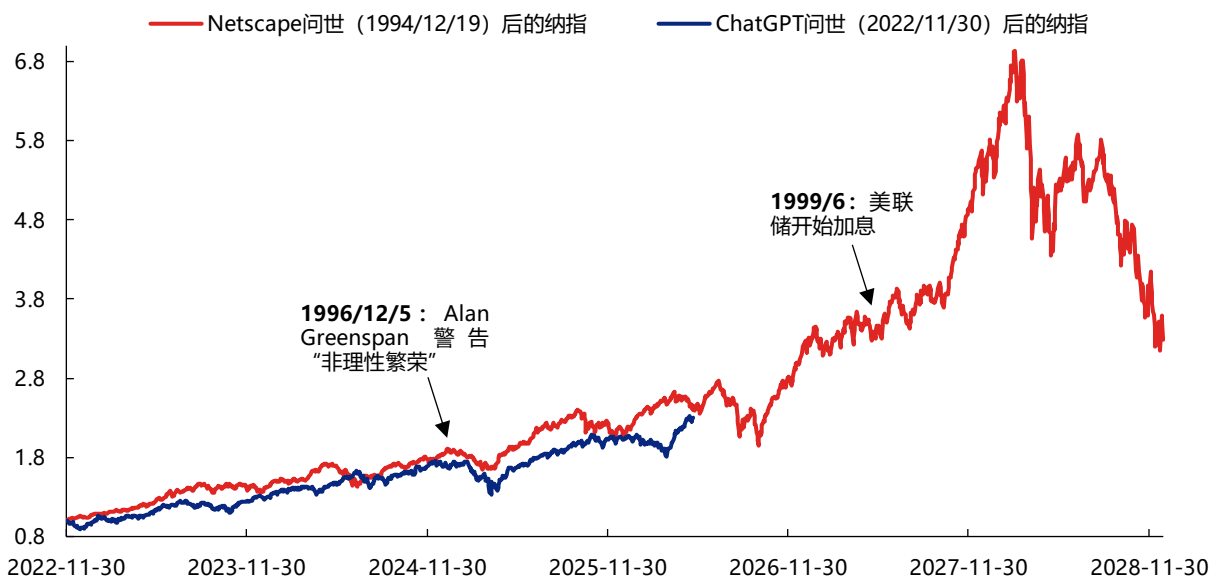


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

第二，分子端（产业趋势）才是行情起源与终结的决定性信号。00 年科网泡沫见顶、今年 4 月以来全球科技股的反转，本质上都是分子端产业趋势所决定：

90 年代的科网行情过程中出现了诸多与当下相似的情绪、流动性等分母端的担忧，但仅对行情造成了短期的扰动，最终导致行情趋势性终结的核心是分子端产业景气的确认放缓。科网行情过程中曾出现诸多与当下相似的担忧，包括 1996 年底 Alan Greenspan 警告“非理性繁荣”提醒市场过热，1999 年科索沃战争推升油价和通胀后美联储开启紧缩周期等。但这些流动性、情绪等方面的担忧仅对行情形成短期扰动，并没有造成一段大的产业趋势行情的终结。甚至联储连续加息的那段时间，反而是整个过程中行情斜率最快、产业投资情绪最为疯狂的阶段，留下了一段极大的“鱼尾行情”，背后核心在于产业的景气趋势依然能够得到验证。最后科网泡沫在 2000 年 3-4 月的破灭，本质上还是新一轮财报披露验证龙头业绩低于预期后，产业景气难以维持的确认。

图2、网景发布后的纳指与 ChatGPT 发布后的纳指走势对比



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理



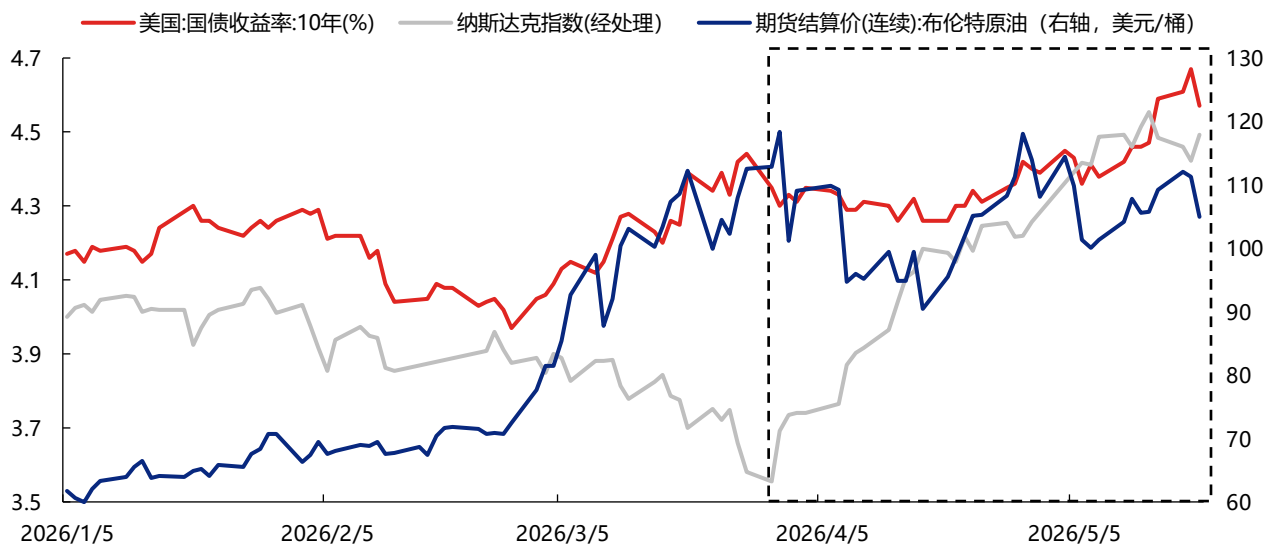
图3、2000年，美股科技龙头的实际和预期业绩增速开始下滑



数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

今年 4 月以来全球科技股的反转，本质上也不是地缘和流动性等分母端的缓和，而是分子端业绩和产业趋势拉动。全球科技资产自 4 月以来走出 V 型反转，事实上美伊地缘带来的分母端问题在这一过程中依然悬而未决，但科技巨头亮眼业绩和强劲产业趋势的分子端验证，能够带领科技资产顶着分母端压力逆风上涨。

图4、4 月以来，美债利率继续上行、油价高位震荡，但景气和产业趋势带领全球科技资产顶着分母端压力逆风上涨



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

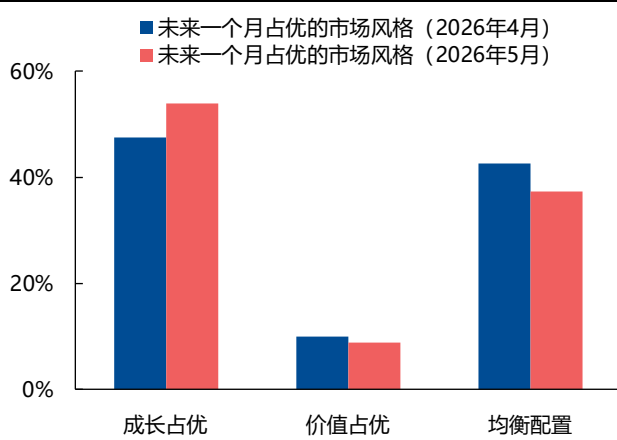
注：为将纳斯达克指数收盘价与美国 10Y 国债收益率同在左轴显示，纳斯达克指数收盘价（美元）统一除以 5850

总结而言，对于本轮 AI 行情，虽然短期分母端有所波折，但分子端的景气和产业趋势的验证更加重要。当前来看，市场对于科技成长资产分子端景气的共识正在

进一步加强，而对于分母端流动性对科技成长行情的影响整体持中性态度，更多认为影响更偏短期、偏结构。根据我们5月20日至22日的新一轮机构投资者调查的结果来看：

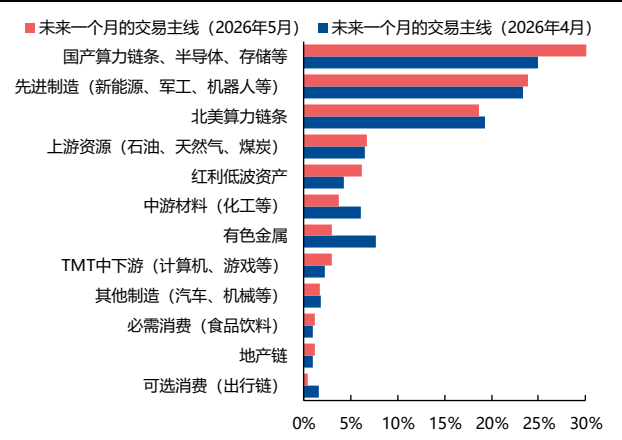
一方面，市场对于科技成长资产分子端景气的共识正在进一步加强：5月认为未来一个月成长风格占优的投资者占比较4月进一步上升（5月53.8% vs 4月48%），对应看好未来一个月主线是AI、先进制造的投资者占比也较4月进一步提升，表明经历了此前一轮业绩和产业趋势验证之后，市场对科技成长景气的共识更强。

图5、兴证策略机构投资者调研结果：5月认为未来一个月成长风格占优的投资者占比较4月进一步提升



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

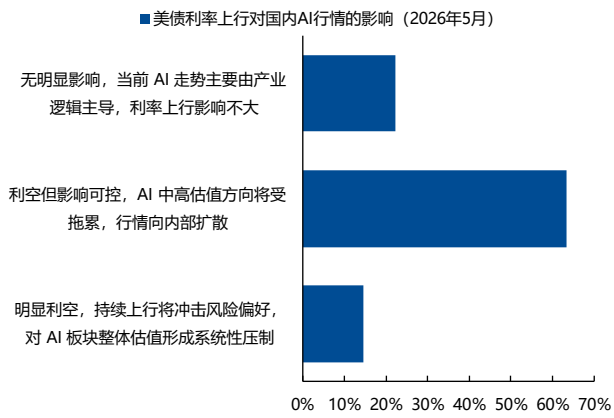
图6、兴证策略机构投资者调研结果：5月看好未来一个月主线是AI、先进制造的投资者占比较4月进一步提升



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

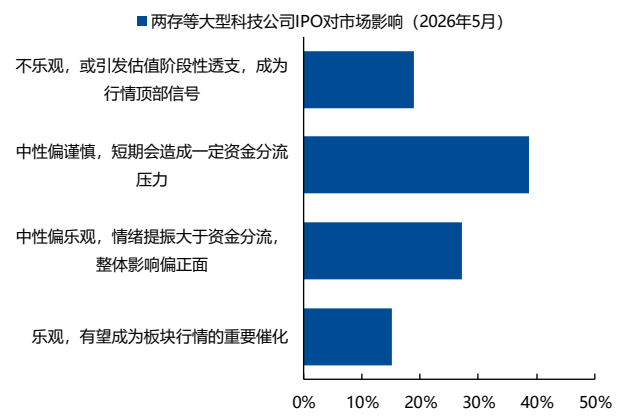
另一方面，多数投资者对于美债利率上升、大型公司IPO等流动性的压力对科技成长行情的影响持中性态度，整体偏短期、偏结构：认为美债利率上行对国内AI行情明显利空的投资者仅占14.6%，大部分观点还是认为影响可控、偏结构，还有22%投资者认为产业趋势主导下无明显影响。针对大型科技公司IPO对市场的影响，大多数投资者认为虽然短期会造成一定的资金分流压力，但并不构成行情见顶的信号，更有近一半的投资者认为IPO对于科技板块情绪的提振作用会大于资金分流的压力。

图7、兴证策略机构投资者调研结果：大多数投资者认为，美债利率上行对国内 AI 周期的影响可控且更偏结构性



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图8、兴证策略机构投资者调研结果：大多数投资者认为，两存等大型科技公司 IPO 对市场的影响偏中性、偏短期，甚至可能成为市场乐观催化



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

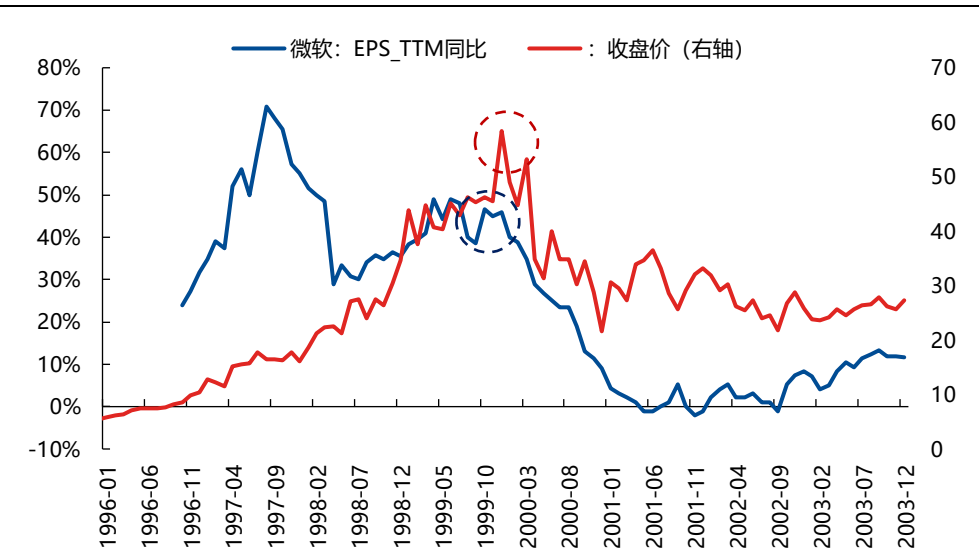
因此，对于这一轮 AI 行情而言，分母端并不是决定行情是否终结的核心矛盾、且短期影响也整体可控，关键还是要判断分子端景气如何指引这一轮大的产业行情。

二、分子端如何决定这轮大的 AI 趋势性行情？一个重要观测指标

对于分子端，当前市场一个比较关心的问题是，景气释放何种信号，将标志着一段大的产业趋势行情迎来见顶？对于本轮 AI 行情，我们试图通过历史复盘寻找分子端指引行情终点的规律，并给出一个重要观测指标。

历史复盘来看，一轮产业趋势行情能否持续演绎的核心是 $\Delta g > 0$ ，即利润增速不能放缓，利润增速高点的确认往往对应股价的拐点。从 00 年科网泡沫行情中微软的股价表现来看，2000 年微软股价迎来见顶，核心是净利润增速见顶的确认。

图9、核心是 2000 年微软净利润增速见顶，导致股价见顶

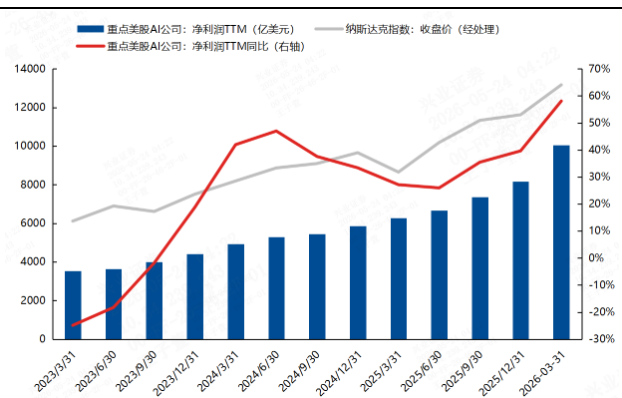


数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

注：收盘价单位为美元

因此，对于后续 AI 行情的持续性，核心还是要观察是否能够保持“景气加速”。从核心美股与 A 股 AI 硬件厂商的最新业绩看，当前均能够验证“景气加速”的状态。

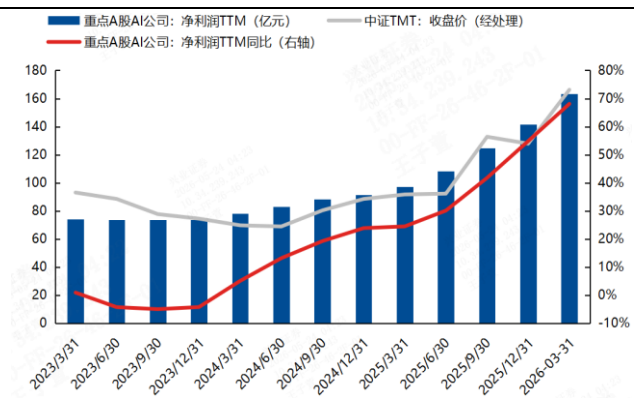
图10、美股核心 AI 硬件厂商当前维持景气加速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：为将纳斯达克指数收盘价与重点美股 AI 公司净利润 TTM 同在左轴显示，纳斯达克指数收盘价（美元）统一除以 2

图11、A 股核心 AI 硬件厂商当前维持景气加速



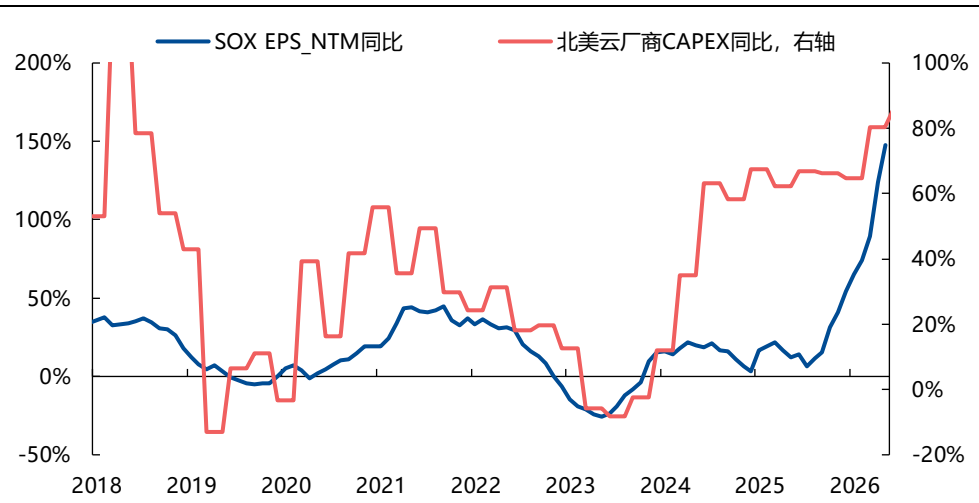
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：为将中证 TMT 收盘价与重点 A 股 AI 公司净利润 TTM 同在左轴显示，中证 TMT 指数收盘价（元）统一除以 23

从本轮全球 AI 硬件厂商的业绩源头出发，“北美云厂商资本开支”作为核心引擎，是本轮 AI 硬件行情能否持续的一个重要观测指标：

首先，本轮北美云厂的资本开支扩张周期，拉动了全球 AI 硬件厂商业绩的向上周期。费城半导体指数预期净利润增速与北美云厂 CAPEX 增速强相关。

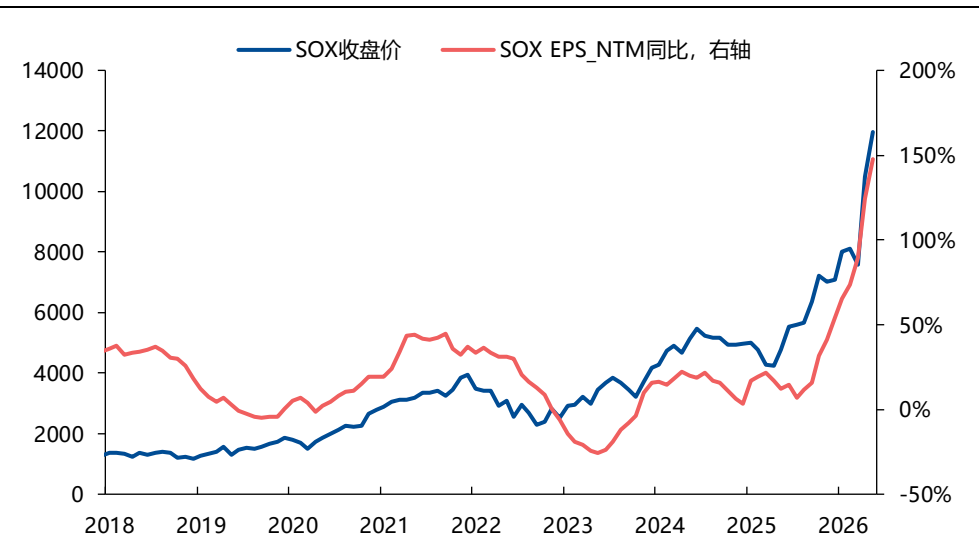
图12、费城半导体指数预期净利润增速与北美云厂 CAPEX 增速强相关



数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

其次，费城半导体指数收盘价与其净利润增速相关性较强。也即我们此前所说的 Δg 决定股价走势，利润增速高点的确认往往对应股价的拐点。

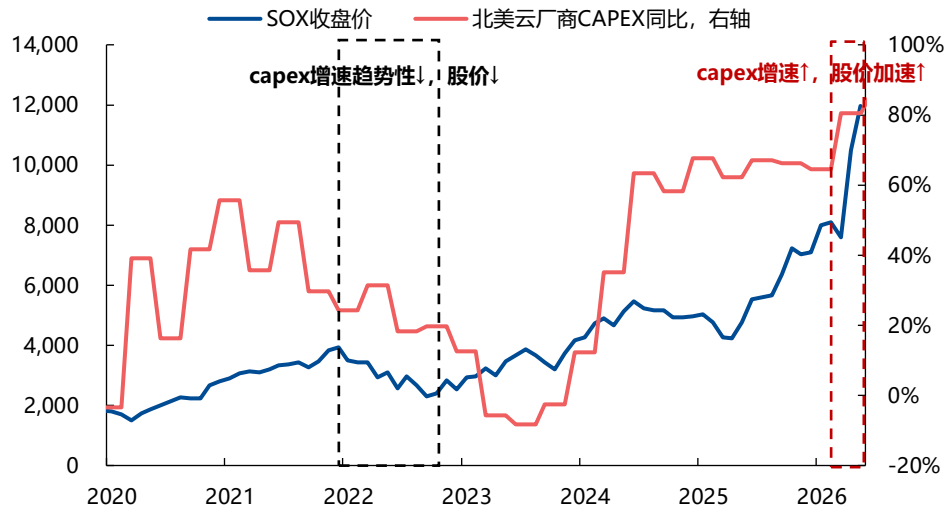
图13、费城半导体指数收盘价与其预期净利润增速相关性较强



数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

因此，北美云厂 Capex 同比作为全球 AI 硬件厂商预期净利润增速的同步指标，是本轮 AI 硬件行情斜率和拐点的重要观测变量。一方面，资本开支加速度决定行情斜率，资本开支增速上行，则往往带动行情加速。今年 4 月以来全球 AI 硬件的加速上涨，本质上是北美云厂商 Capex 集中上修后，全球算力需求加速度仍然能够维持的确认。另一方面，行情大的拐点的来自于资本开支增速趋势性放缓的确认。2022 年全球半导体股价下行，本质上是 2021 年云厂资本开支增速顶部确认、进而带动业绩增速见顶后，行情迎来了大的拐点。

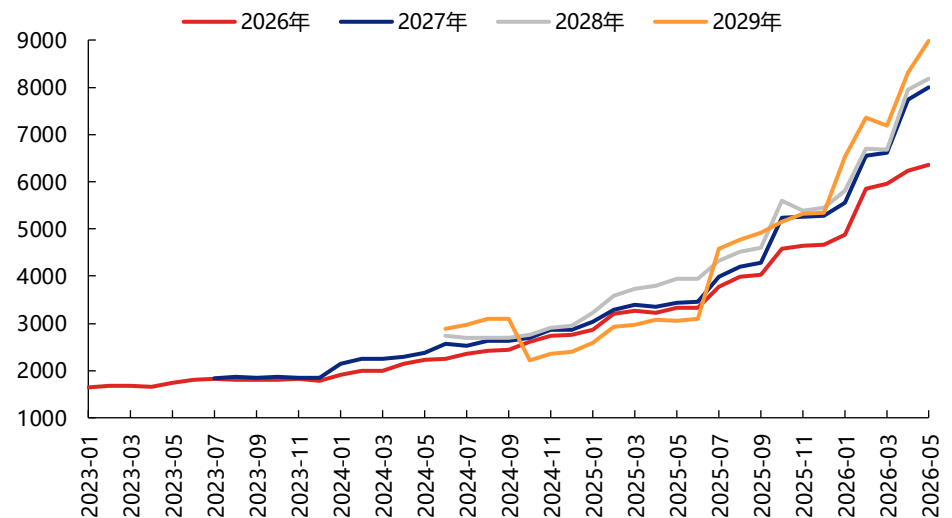
图14、北美云厂 CAPEX 能够指引费城半导体指数的上涨斜率和拐点



数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

当前来看，未来几年北美云厂资本开支仍然随着时间的推移不断上修。因此，后续观察行情斜率和拐点的关键，在于资本开支的上修趋势能否持续兑现，进而推动增速进一步上行。

图15、2026-2029 年北美云厂资本开支均随着时间的推移不断上修（亿美元）



数据来源：Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

三、配置上，三条应对思路

最后，在配置上，在 AI 行情分子端景气共识愈发凝聚、而分母端流动性等压力整体可控的当下，我们当前更建议坚守景气确定性强的方向，以及围绕主线内部轮动扩散进行布局，而非通过降低仓位或系统性“高切低”作应对。

继续建议三条应对思路：1）以长打短，坚守 AI 内部景气最具确定性的方向；2）强势主线作轮动扩散，以我们持续跟踪的“拥挤度+海外映射+投资者调研”为核

心抓手，围绕 AI 内部挖掘细分机会；3) AI 之外，出海链尤其是新能源、高端制造是另一条值得关注的主线方向。

具体方向上，核心结论：

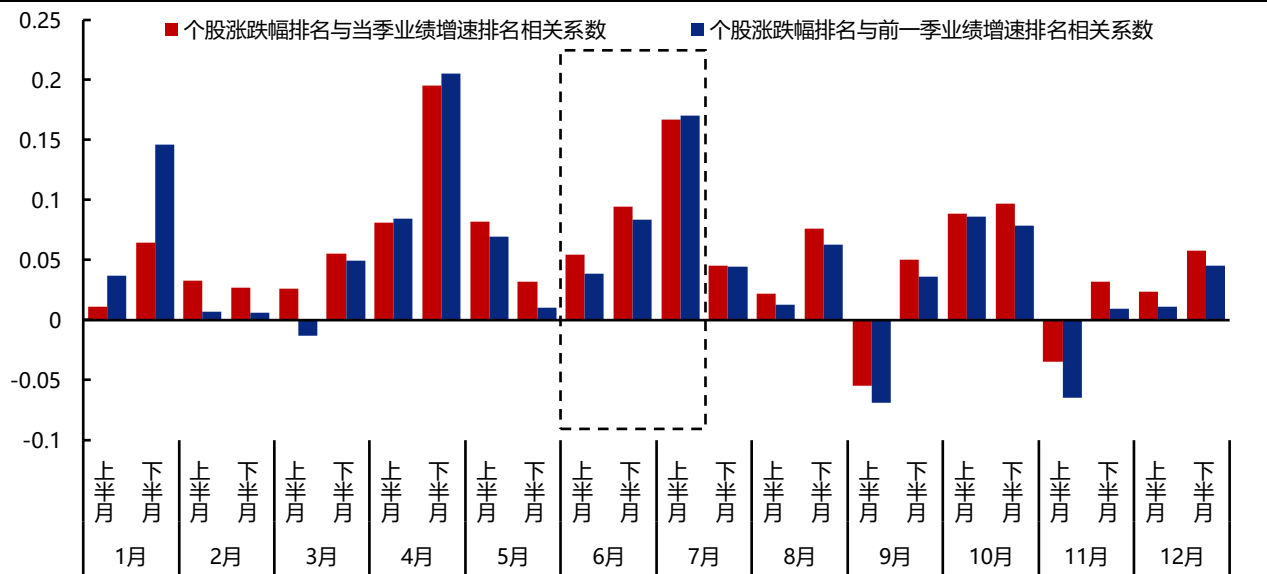
1、对于光、PCB 为代表的北美算力链需要再一次提高重视。一方面 6 月之后景气投资有效性再度提升，另一方面拥挤度已得到充分消化，当前兼具胜率与赔率。

2、对于国产半导体产业链，短期等待拥挤度消化，中长期作为景气边际变化最大的方向，仍具备较强的共识。内部，可以率先关注 CPU、晶圆代工、功率半导体、端侧芯片 等相对海外仍有进一步上涨空间的方向。

3、对于当前拥挤度不高+市场扩散共识较强的 AIDC 基础设施环节（电力电网、光纤光缆、算力租赁等） 可以提升重视度。

4、AI 之外，结合拥挤度与景气，重视向 新能源产业链（锂电池、储能、光伏、风电、电网），以及 卫星通信、船舶、工程机械 等细分方向的扩散。

图16、6 月至 7 月上半月，随着中报业绩预告披露，景气投资的有效性将再度提升

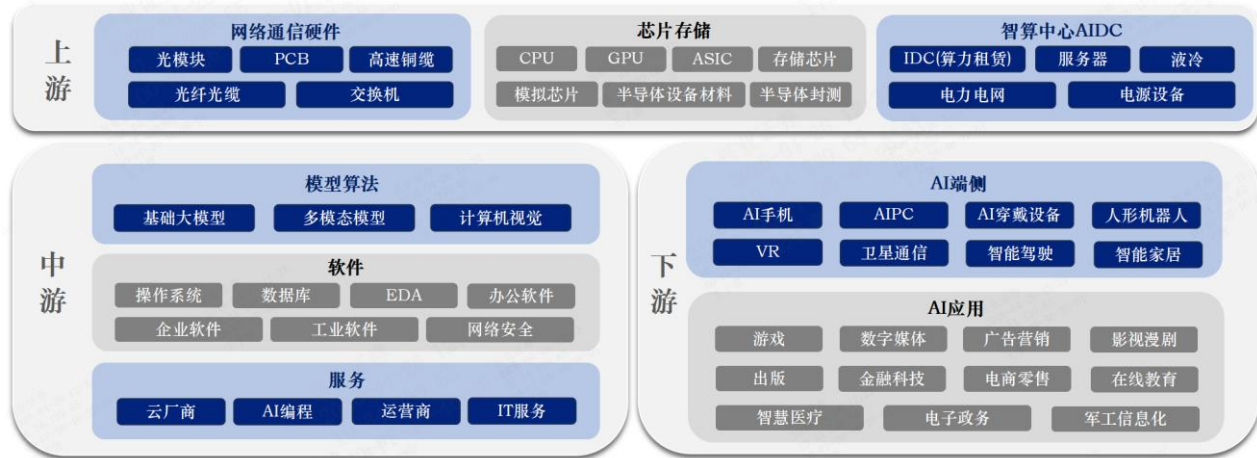


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：图中统计区间为 2018-2024 年均值

图17、AI50 大核心细分方向梳理

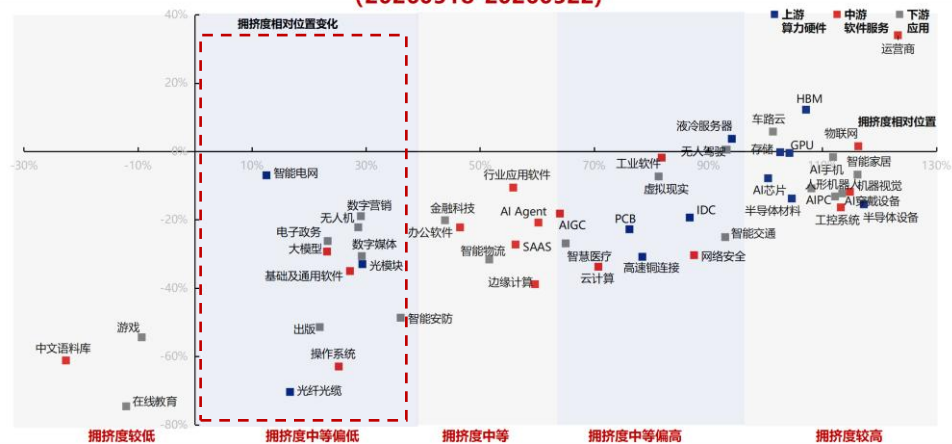
【兴证策略张启尧团队】AI产业链50大核心细分方向



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理绘制

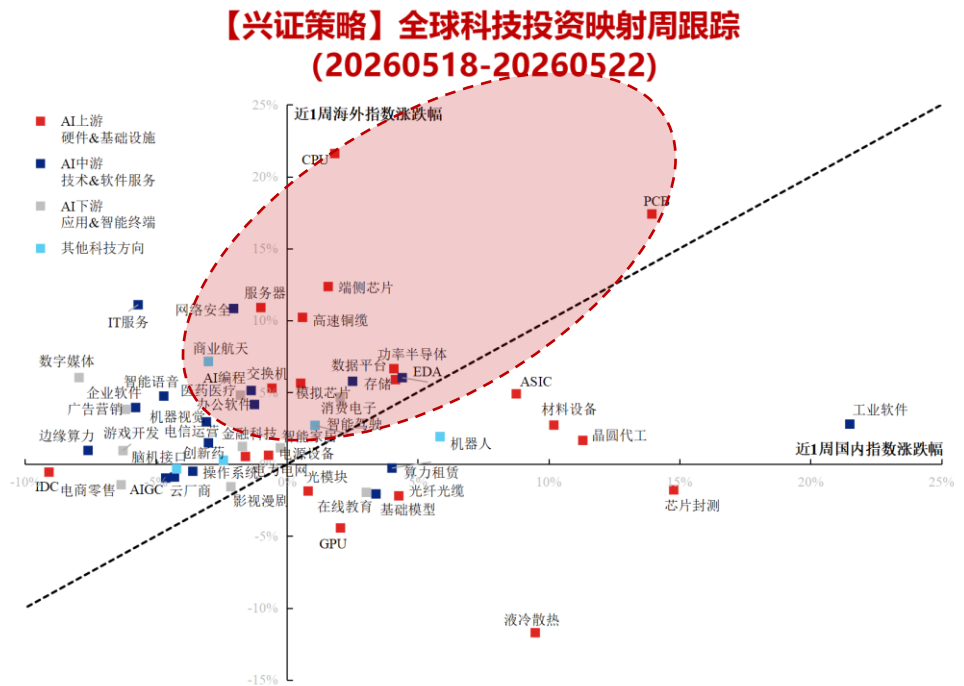
图18、AI50 大细分方向近一周拥挤度变化及分布

【兴证策略】AI产业链-近一周拥挤度变化及当前分布 (20260518-20260522)



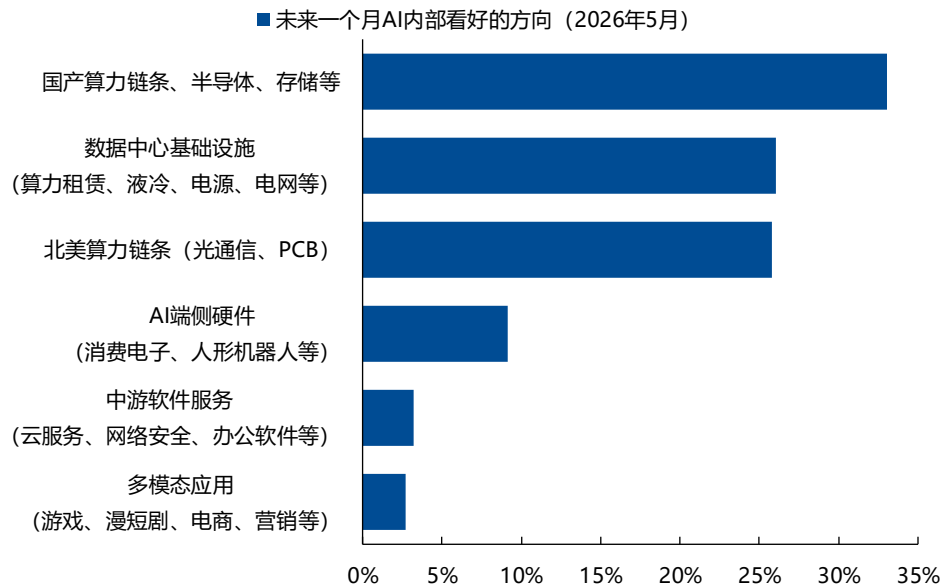
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、全球科技投资映射周跟踪



数据来源：Wind, Factset, 兴业证券经济与金融研究院整理

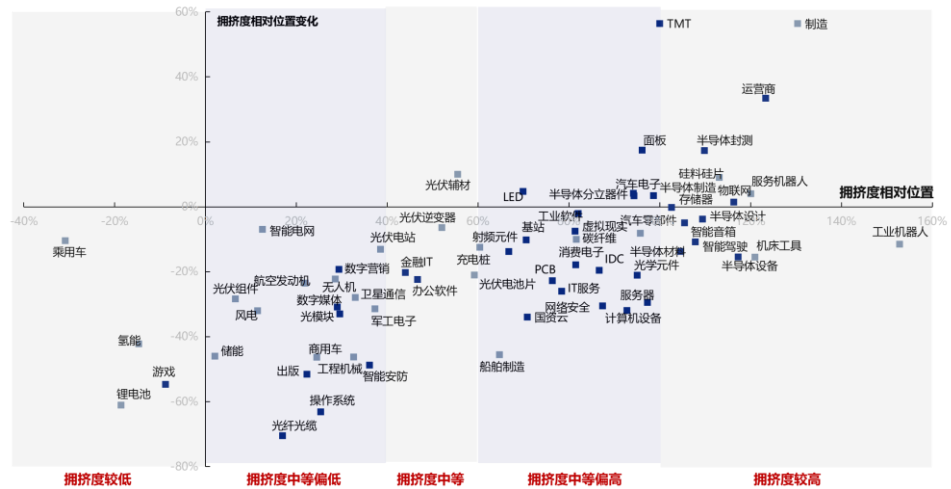
图20、兴证策略 5月调研结果：未来一个月您看好 AI 内部哪些方向的表现？



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图21、多数出口链、高端制造细分方向拥挤度已回落至中等甚至偏低水平

【兴证策略】细分行业-近一周拥挤度变化及当前分布 (20260518-20260522)



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：经济数据波动，政策宽松低于预期，美联储降息不及预期，地缘局势升级等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn