

## 【策略周报】

## 未到高低切

## ——策略周聚焦

- ❖ **本轮行业高低分化背后是业绩分化。**4月以来行业分化在持续加大，但目前尚未触及历史极值水平：以申万一级行业滚动半年涨跌幅前5均值-后5均值来看，从4月初的38%提升至当前61%，处2010年以来95%分位。其中前五行业分别为通信、电子、机械（自动化设备）、建材（玻璃玻纤）、有色（过去半年涨幅均值47.4%）、后五行业分别为美护、餐饮、农业、零售、非银（过去半年涨幅均值-13.1%），可以发现本轮行业分化背后是业绩的分化：涨幅前五行业26Q1净利润增速（TTM）均值达到15.1%（较25Q3下降2.0pct），远高于涨幅后五行行业的-29.6%（较25Q3下降107.2pct）。
- ❖ **AI产业链上游涨幅领先，消费内需承压。**从细分行业来看近半年领涨主要集中在由AI新需求带动的行业如玻璃玻纤、通信设备、元件、自动化设备、半导体、小金属等，呈现出沿AI产业链向上游扩散的趋势。本轮更多体现为AI通胀引发供需错配下带来的产业链各环节价格普涨，需求端AI发展已经从生成式向代理式/物理式演进，Token调用量大幅增长，海外大厂一季报指引AI资本开支仍保持高速增长；供给端高度集中的寡头格局以及过去5年产业下行期的产能收缩，进一步放大了供需缺口。涨幅疲弱主要集中于消费内需板块，部分行业仍处于深度出清的过程中，如白酒行业一季度盈利能力下滑、库存累计，行业自由现金流规模整体出现进一步压缩。
- ❖ **高低切触发因素尚未明晰：**
  - ①**行业分化处于高位但距离顶点仍有差距。**过去7轮牛市中行业分化高点均值70%，当前行业分化达到61%，距离历次牛市中的高点仍存在9pct的距离；
  - ②**热门板块成交尚未极端过热。**以“近4周成交额占全A比例/自由流通市值占全A比例”衡量热门赛道交易热度。截至5/22当前热门主题中交易热度历史分位（2016年以来，下同）处于高位的主要为玻璃玻纤92%；处历史中位的主要为自动化设备65%、存储64%、光纤63%、半导体55%、算力48%；处历史低位的主要为PCB37%、光模块31%、GPU33%。
  - ③**基本面与产业政策短时间内均无法证伪，重点关注流动性拐点。**根据以往经验，行业分化发生收敛主要发生在以下四种情形：流动性冲击+政策变化+基本面证伪+成交过热，对应本轮：①流动性：当前银行间和非银两个维度都指向当前流动性已处于近年来的极致宽松水平，未来需重点关注宏观流动性拐点出现的时点。②政策端：AI作为新质生产力的核心引擎仍是未来产业政策发展重点，发生方向性逆转的概率极低；③基本面：AI基建周期下硬件端业绩已经出现大幅增长，在大厂资本开支规模持续提升下订单利润可预见性强，短期内AI产业链仍有望持续景气；④成交过热：整体处于历史中高分位，距离历史高点仍存差距。
- ❖ **对高低切保持耐心与等待：**
  - ①**领涨行业（AI产业链）回调：需求端借贷成本增加导致资本开支下滑，供给端关注供需格局与宏观流动性变化。**需求端，AI基建资金缺口引发企业大规模举债融资。债券市场供给骤增导致市场开始要求AI相关债券提供更高的风险溢价。此外，当前美伊冲突局势使通胀上行预期升温，美联储加息预期强化，未来可能的无风险利率中枢上移或进一步增加AI基建的借贷成本。供给端：随着新一轮资本开支扩张周期已逐步开启，供给端产能将在未来一至两年内陆续释放。届时产业链将从当前“需求强、供给紧”的结构，逐步过渡至供需两旺的均衡状态，毛利率扩张斜率将趋于平缓并面临触顶回落的压力。
  - ②**落后行业补涨：PPI回升过程中周期股价和业绩弹性大、消费或持续承压。**后续行业分化收敛可能更多缘于前期落后行业的补涨，在PPI回升的过程中我们认为周期板块整体或具备更强的股价和业绩弹性大，叠加当前紧供给带来的价格弹性与相对偏低的估值分位，具备更强的性价比与配置价值。
- ❖ **风险提示：**宏观经济复苏不及预期；海外经济疲弱，可能对相关产业链及国内出口造成影响；历史经验不代表未来。

## 华创证券研究所

证券分析师：姚佩

邮箱：yaopei@hcyjs.com

执业编号：S0360522120004

联系人：朱冬墨

邮箱：zhudongmo@hcyjs.com

## 相关研究报告

《【华创策略】杠杆资金&股票型ETF分化持续扩大——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》

2026-05-18

《【华创策略】红利资产研究中心】25年自由现金流大盘点——多行业联合红利资产4月报》

2026-05-13

《【华创策略】两融余额突破2.8万亿——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》

2026-05-11

《【华创策略】从企业现金流活化看再通胀——策略周聚焦》

2026-05-10

《【华创策略】4月股票型ETF净流出超2600亿——流动性&交易拥挤度&投资者温度计周报》

2026-05-06

## 图表目录

图表 1	存储、电子玻纤、晶圆等硬件价格大幅上涨 .....	4
图表 2	龙头产能扩张有限 .....	4
图表 3	白酒自由现金流规模压缩 .....	4
图表 4	白酒库存持续增加 .....	4
图表 5	当前热门主题行业交易热度（成交额占比/自由流通市值占比） .....	5
图表 6	当前热门主题行业交易热度（成交额占比/归母净利润占比） .....	6
图表 7	过去半年行业分化程度加速上行 .....	7
图表 8	DR007 持续低于 7 天逆回购利率 .....	7
图表 9	非银机构资金流入视角:居民存款搬家的趋势仍在延续 .....	7
图表 10	云厂商资本性支出/经营性现金流明显上升 .....	8
图表 11	云厂商发债规模及利率明显上行 .....	8
图表 12	近五年 AI 产业链相关主题供需格局变化趋势 .....	9
图表 13	当前 AI 产业链整体供需格局良好 .....	9
图表 14	居民可支配收入增速仍处于下行区间 .....	10
图表 15	消费动能有待提升 .....	10
图表 16	PPI 转正后周期板块盈利持续修复 .....	10

**核心结论:**

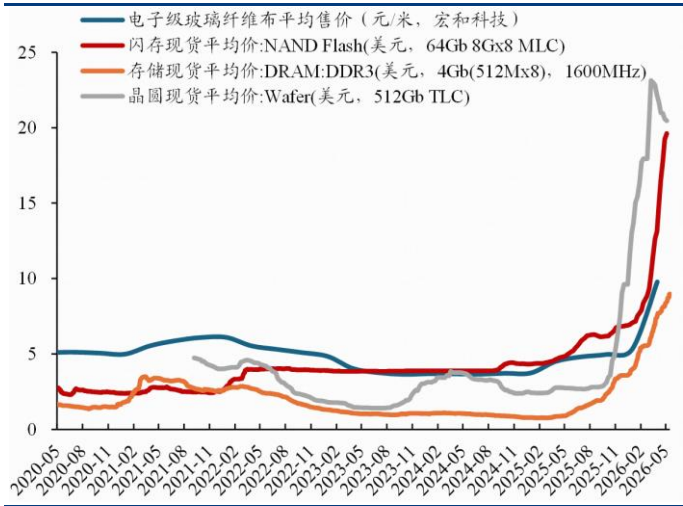
- 1、本轮行业高低分化背后是业绩分化，AI 通胀引发供需错配带动产业链上游涨幅领先，消费内需承压。
- 2、高低切触发因素尚未明晰：①行业分化处于高位但距离顶点仍有差距；②热门板块成交尚未极端过热；③基本面与产业政策短时间内均无法证伪，重点关注流动性拐点。
- 3、对高低切保持耐心与等待：
  - ①领涨行业（AI 产业链）回调：需求端借贷成本增加导致资本开支下滑，供给端关注供需格局与宏观流动性变化。
  - ②落后行业补涨：PPI 回升过程中周期股价和业绩弹性大、消费或持续承压。

**一、本轮行业高低分化背后是业绩分化**

**AI 新需求与消费内需疲弱推动业绩分化。**4 月以来行业分化在持续加大，但目前尚未触及历史极值水平：以申万一级行业滚动半年涨跌幅前 5 均值-后 5 均值来看，从 4 月初的 38%提升至当前 61%(距 25/10 高点 67%仍存一定差距)，处 2010 年以来 95%分位。其中前五行业分别为通信、电子、机械（自动化设备）、建材（玻璃玻纤）、有色（过去半年涨幅均值 47.4%）、后五行业分别为美护、餐饮、农业、零售、非银（过去半年涨幅均值-13.1%），可以发现本轮行业分化背后是业绩的分化：涨幅前五行业 26Q1 净利润增速（TTM）均值达到 15.1%（较 25Q3 下降 2.0pct），远高于涨幅后五行业的-29.6%（较 25Q3 下降 107.2pct）。从历史上来看，存在业绩支撑的行业分化往往会持续更长的时间，2011 年至今 8 轮主要行业分化加剧过程的平均持续时间约为 290 天，其中 5 轮存在业绩支撑的行业分化则平均持续 370 天，预计本轮行业分化仍将维持高位震荡。

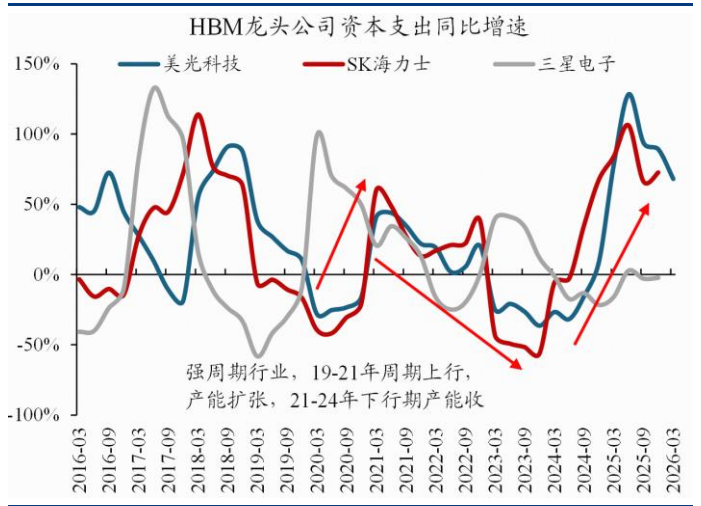
**AI 产业链上游涨幅领先，消费内需承压。**从细分行业来看近半年领涨主要集中于由 AI 新需求带动的行业如玻璃玻纤、通信设备、元件、自动化设备、半导体、小金属等，呈现出沿 AI 产业链向上游扩散的趋势。不同于此前由 AI 概念扩散、中美映射带来的上涨，本轮更多体现为 AI 通胀引发供需错配下带来的产业链各环节价格普涨，需求端 AI 发展已经从生成式向代理式/物理式演进，Token 调用量大幅增长，海外大厂一季报指引 AI 资本开支仍保持高速增长；供给端高度集中的寡头格局以及过去 5 年产业下行期的产能收缩，进一步放大了供需缺口（详见 5/19《再通胀牛市：EPS 接棒流动性——2026 年度中期策略》）。涨幅疲弱主要集中于消费内需板块，在内需复苏动能不足，居民消费意愿偏弱的背景下，部分行业仍处于深度出清的过程中，如白酒行业一季度盈利能力下滑、库存累计，行业自由现金流规模整体出现进一步压缩（详见 5/12《25 年自由现金流大盘点——自由现金流资产系列 16》）。

图表 1 存储、电子玻纤、晶圆等硬件价格大幅上涨



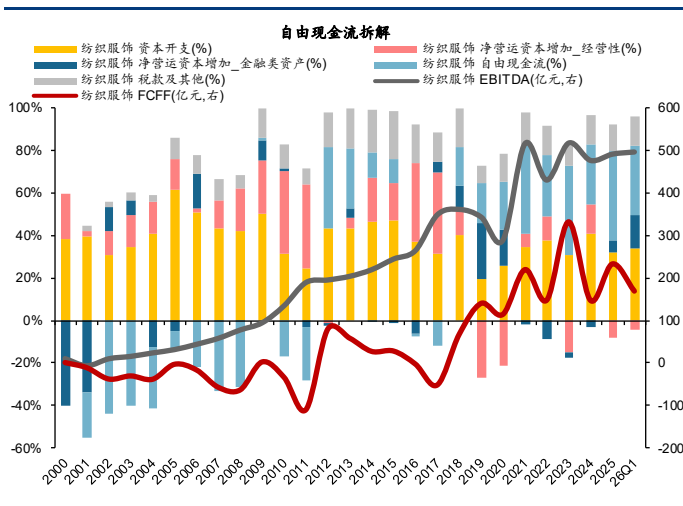
资料来源: Wind, 华创证券

图表 2 龙头产能扩张有限



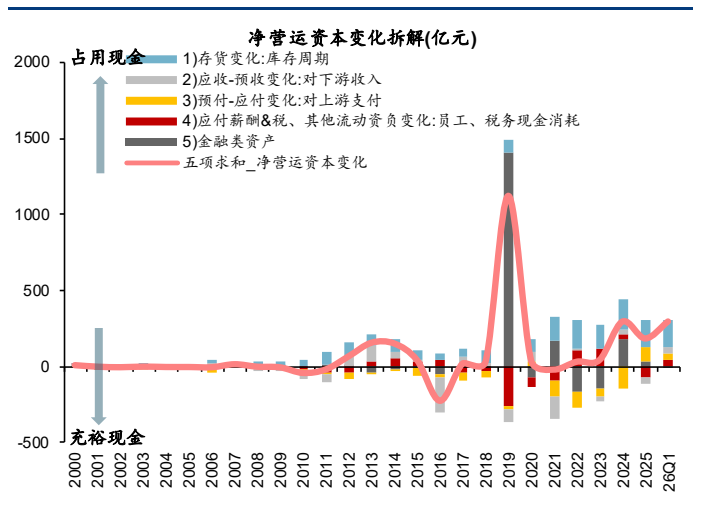
资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 白酒自由现金流规模压缩



资料来源: Wind, 华创证券

图表 4 白酒库存持续增加



资料来源: Wind, 华创证券

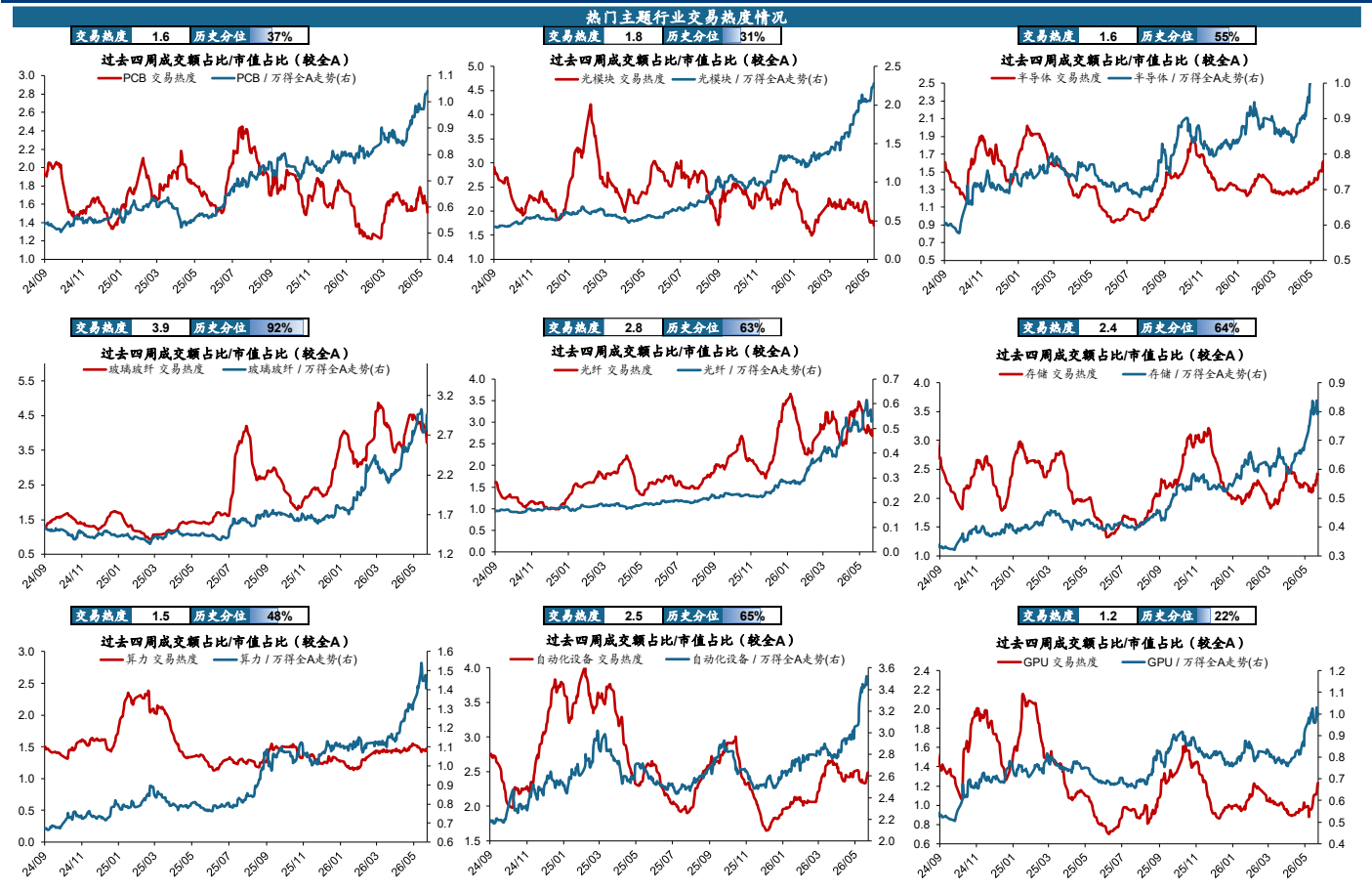
## 二、高低切触发因素尚未明晰

行业分化处于高位，距离顶点仍有差距。从历史经验来看牛市中往往会形成更强的行业分化，参考 14-15 年牛市、20-21 年牛市以及本轮牛市中的 7 次行业分化高点均值 70%，当前行业分化达到 61%，距离历次牛市中的高点仍存在 9pct 的距离，尚未触及历史极值。

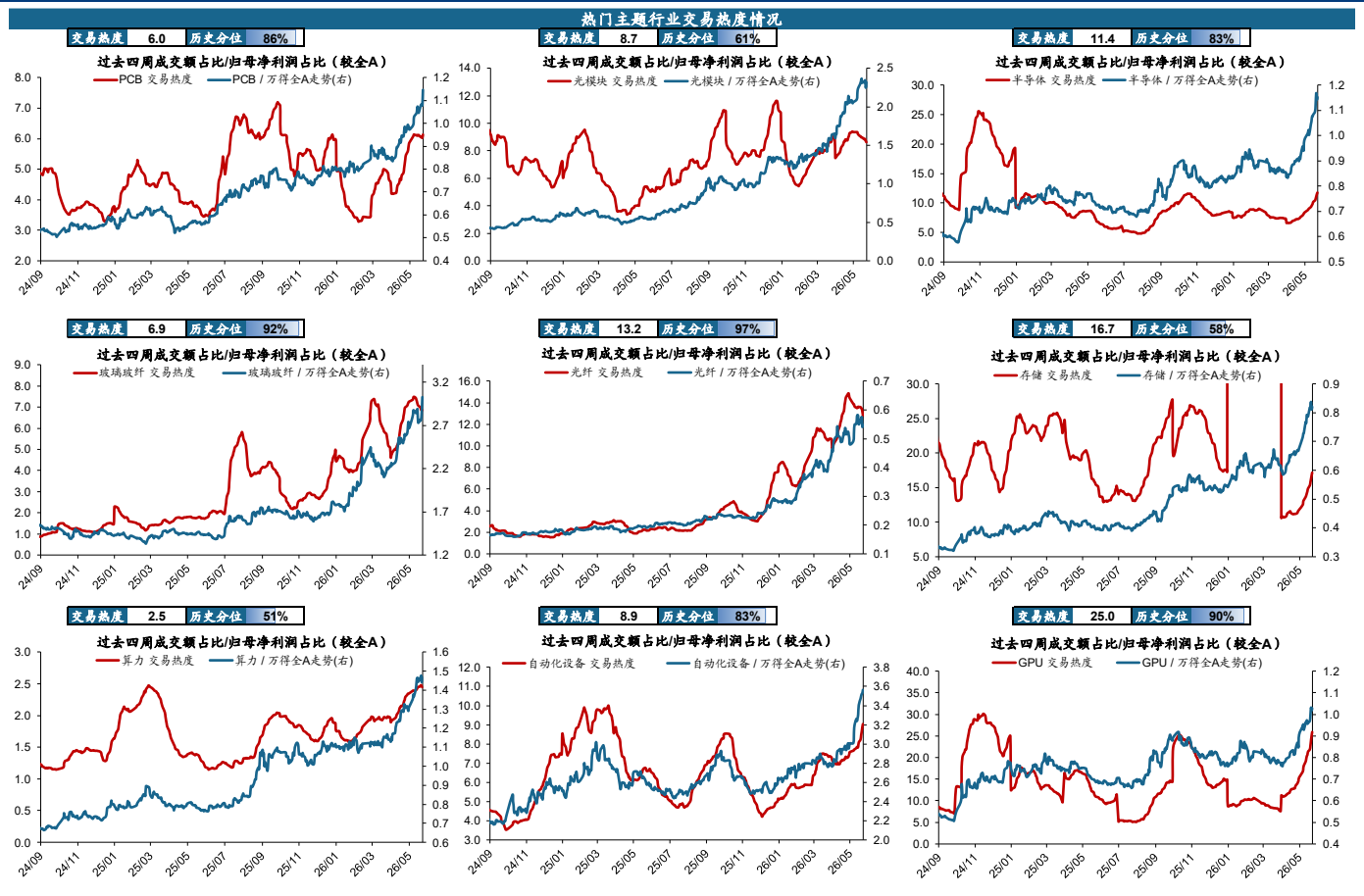
考虑市值&净利润占比后的真实交易热度：当前热门板块成交尚未极端过热。为了表征考量市值、净利润等体量因素后的交易热度，我们分别以成交额占全 A 比例/自由流通市值占全 A 比例、成交额占全 A 比例/净利润 TTM 占全 A 比例来衡量热门板块的真实成交热度。①以“近 4 周成交额占全 A 比例/自由流通市值占全 A 比例”衡量热门赛道交易热度。截至 5/22 当前热门主题中交易热度历史分位（2016 年以来，下同）处于高位的主要为玻璃玻纤 92%；处历史中位的主要为自动化设备 65%、存储 64%、光纤 63%、半

导体 55%、算力 48%；处历史低位的主要为 PCB37%、光模块 31%、GPU33%。②以“近 4 周成交额占全 A 比例/净利润 TTM 占全 A 比例”衡量热门赛道交易热度来看，当前热门主题中交易热度历史分位处于高位的主要为光纤 97%、玻璃玻纤 92%、GPU90%、PCB86%、半导体 83%、自动化设备 83%；处于历史中位的主要为光模块 61%、存储 58%、算力 51%。整体来看当前热门板块成交尚未出现极端过热情况，预计未来随着业绩的释放，成交热度将逐步回落。

图表 5 当前热门主题行业交易热度（成交额占比/自由流通市值占比）



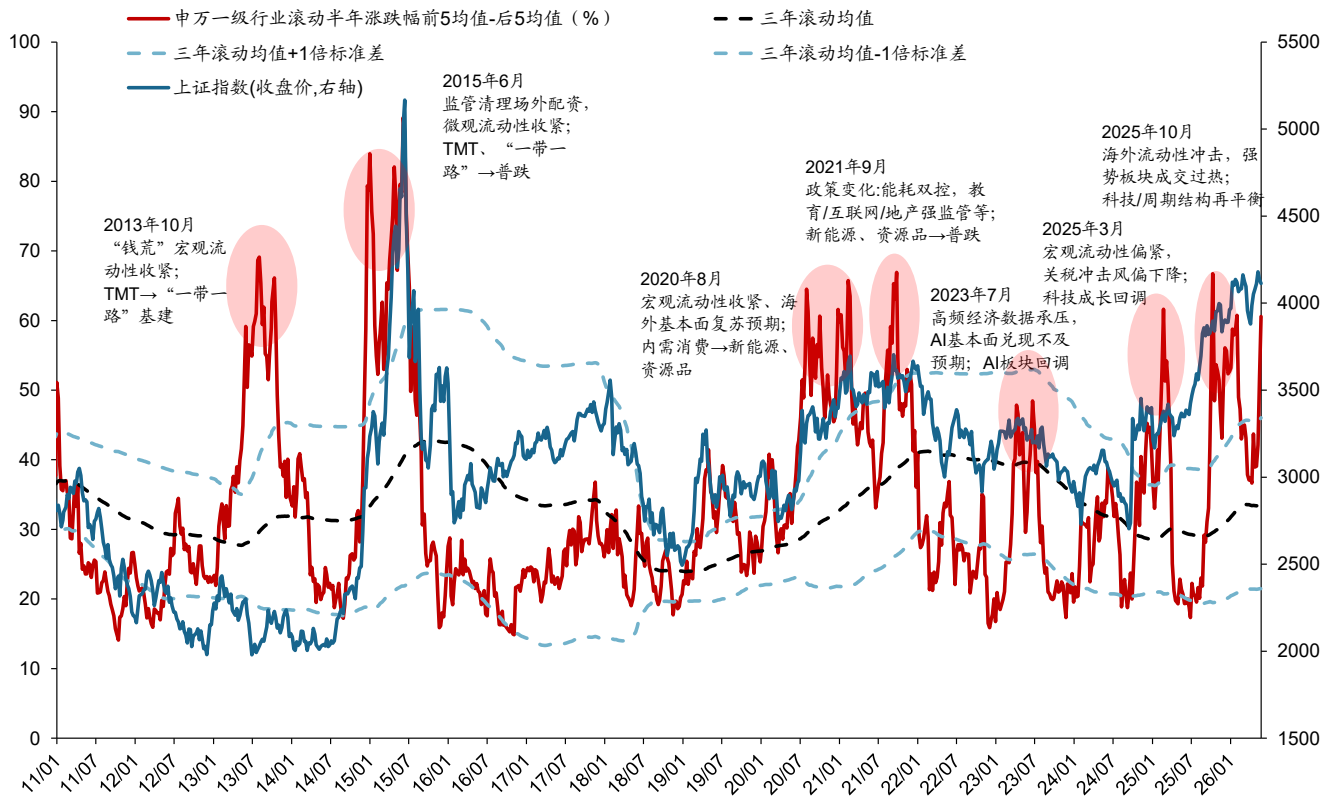
资料来源: Wind, 华创证券

**图表 6 当前热门主题行业交易热度（成交额占比/归母净利润占比）**


资料来源：Wind，华创证券

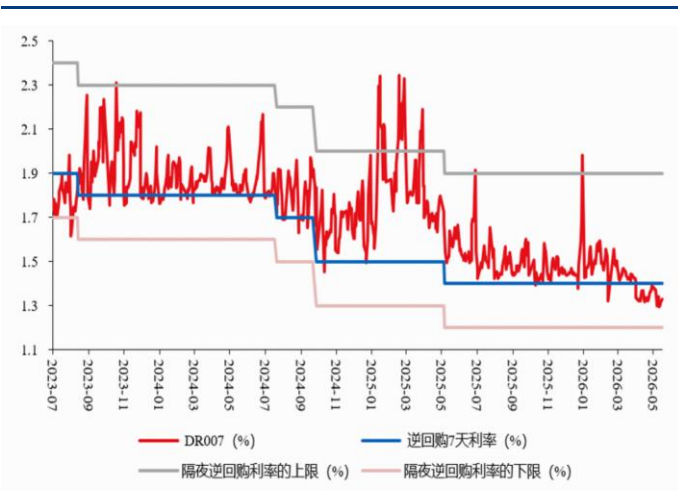
**峰值信号：流动性冲击+政策变化+基本面证伪+成交过热。**根据以往经验，行业分化发生收敛主要发生在以下四种情形：①**流动性冲击**：宏观/微观流动性收紧带来资金面压力，风险偏好下降导致高估值/高拥挤板块回调，如2013年“钱荒”、2015年清理场外配置、2025年美联储鹰派发言海外流动性趋紧等。对应本轮宏观流动性宽松拐点正在接近，据华创宏观团队测算，当前银行间和非银两个维度都指向当前流动性已处于近年来的极致宽松水平，未来需重点关注流动性拐点出现的时点。②**政策变化**：监管政策、产业政策或宏观调控政策出现方向性转变，导致行业估值逻辑重构，如2021年能耗双控、教育/互联网/地产强监管等。对应本轮AI作为新质生产力的核心引擎仍是未来产业政策发展重点，发生方向性逆转的概率极低。③**基本面证伪**：宏观经济基本面或前期强势板块的业绩不及预期，景气逻辑被数据打破，如2023年高频经济数据承压/AI应用商业化落地节奏低于市场预期。对应本轮在AI基建周期下硬件端业绩已经出现大幅增长，在大厂资本开支规模持续提升下订单利润可预见性强，短期内AI产业链仍有望持续景气。④**成交过热**：资金抱团过度集中，强势板块估值与成交热度扩张至历史极值，性价比严重失衡，触发资金自发性再平衡，如2025年资金过度抱团科技与周期，海外流动性趋紧下引发再平衡。对应本轮当前AI产业链热门板块成交热度整体处于历史中高分位，距离历史高点仍存差距。

图表 7 过去半年行业分化程度加速上行



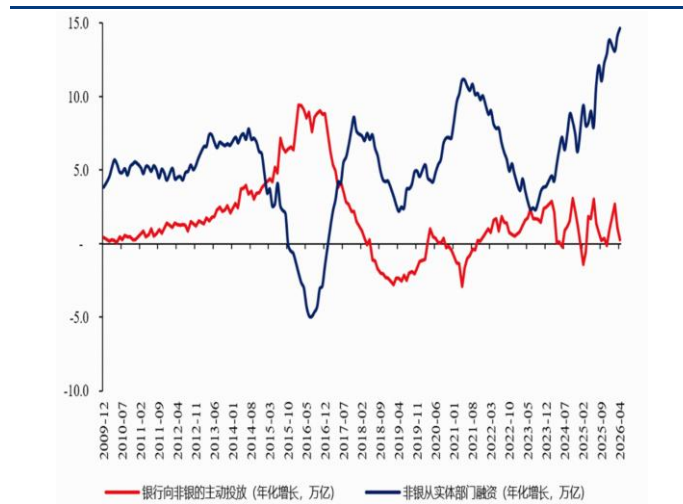
资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 DR007 持续低于 7 天逆回购利率



资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 非银机构资金流入视角:居民存款搬家的趋势仍在延续



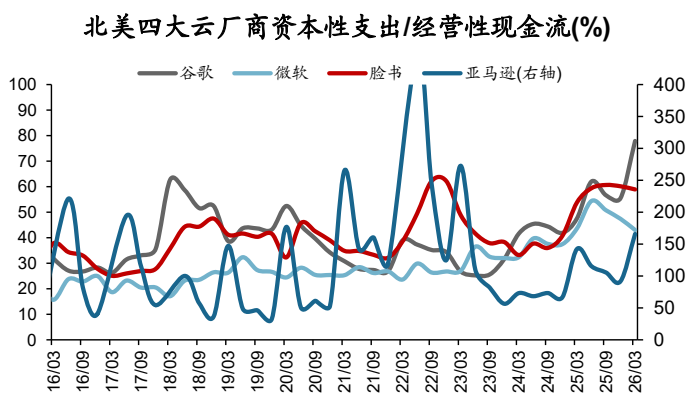
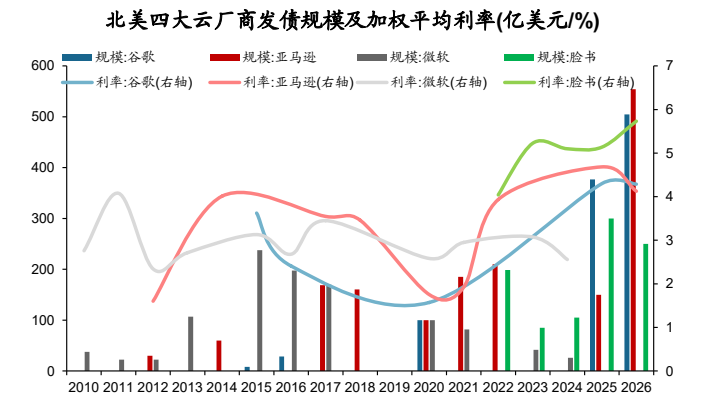
资料来源: Wind, 华创证券

### 三、对高低切保持耐心与等待

①领涨行业 (AI 产业链) 回调: 关注供需变化。当前 AI 产业链的投资逻辑已经发生根本性转变。此前市场的上涨主要依赖概念驱动与需求预期的映射, 股价上行更多反映

的是情绪溢价而非真实基本面。而本轮行情的核心驱动力已切换至供需结构性缺口——算力、芯片、能源基础设施等关键环节的供给扩张速度持续滞后于需求爆发，由此推动相关产品价格中枢系统性上移，企业盈利能力得到实质性改善。因此，应重点关注后续 AI 产业链基本面供需两端的变化。

**需求端：借贷成本增加导致资本开支下滑。**需求端，当前 AI 需求高度依赖以北美四大云厂商（亚马逊、谷歌、微软、Meta）为代表的持续巨额资本开支驱动为 AI 基建带来订单和利润。但近半年来各大厂商资本性支出/经营性现金流的比例出现大幅上升：26Q1 谷歌上升至 77.9% 创历史新高；微软 43.0% 处近十年 90% 分位，Meta 58.9% 处 88% 分位；亚马逊 166.1% 处 81% 分位。资金缺口引发企业大规模举债融资，25Q4 甲骨文、Meta、谷歌和亚马逊共计发行了约 900 亿美元的债券。债券市场供给骤增导致市场开始要求 AI 相关债券提供更高的风险溢价，如 Meta 2026 年至今新发债券加权平均利率达到 5.7%（当前 10 年期美债收益率 4.6%）。此外，当前美伊冲突局势仍处于我们此前判断的中性假设之下（详见 3/29 《战争油价三岔路：大类资产与行业配置路径图——策略周聚焦》），原油库存持续消耗油价仍处高位，通胀上行预期升温美联储加息预期强化（5/23 芝商所预测 26 年存在一次加息），未来可能的无风险利率中枢上移或进一步增加 AI 基建的借贷成本，导致企业资本开支出现边际下滑的同时，由资本开支狂潮支撑的 AI 景气周期或迎来实质性拐点。

**图表 10 云厂商资本性支出/经营性现金流明显上升**

**图表 11 云厂商发债规模及利率明显上行**


**供给端：关注供需格局与宏观流动性变化。**当前 AI 产业链正处于前几年资本开支持续下行所积累的供给约束期，叠加需求端的爆发式增长，供需缺口持续扩大，推动相关环节毛利率不断上行，这一阶段是产业链盈利弹性最为显著的窗口。然而随着高景气度吸引资本加速回流，新一轮资本开支扩张周期已逐步开启，供给端产能将在未来一至两年内陆续释放。届时产业链将从当前“需求强、供给紧”的结构，逐步过渡至供需两旺的均衡状态，毛利率扩张斜率将趋于平缓并面临触顶回落的压力。当前来看，AI 产业链各细分板块整体仍处于营收增速上行/毛利率改善/资本开支比例处于底部或小幅上行阶段，整体供需格局良好，其中部分板块如数字芯片设计/国证算力/网络通信设备及器件/模拟芯片设计等具备更优的供需格局（资本开支比例较低/营收增速高/毛利率高）；但也存在部分行业供需环境出现恶化，如液冷服务器（营收增速转负/毛利率处近五年底部/资本开支上行）、AI 应用（营收增速小幅上行但毛利率持续下滑，资本开支比例持续上行）等。另外据华创宏观团队测算，当前流动性拐点正在临近，从历史上来看流动性拐点往往伴随着科技成长风格的阶段性回调与红利价值风格的相对占优，此前受益于流动性溢价驱动的 AI 产业估值扩张承压，资金或进一步流向 AI 产业链中业绩确定性更强的硬件端或

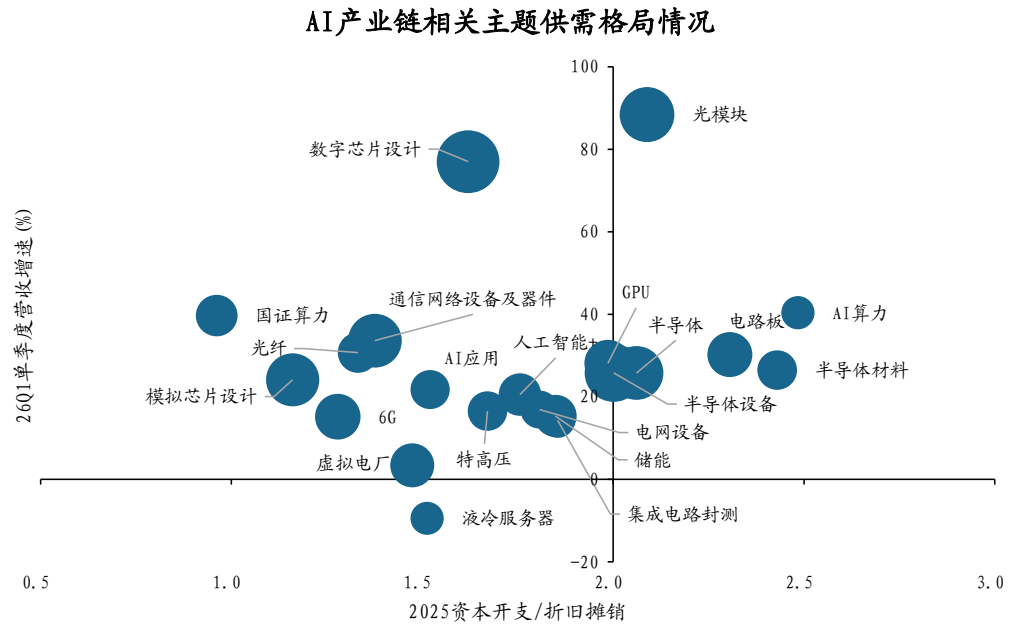
偏向防御的红利价值板块。

图表 12 近五年 AI 产业链相关主题供需格局变化趋势

AI 产业链相关主题指数毛利率/资本开支比例/营收增速变化													
代码	简称	单季度毛利率(%)			近五年趋势	资本开支/折旧摊销			近五年趋势	单季度营收增速(%)			
		26Q1	25Q4	24Q4		25Q4	25Q2	24Q4		26Q1	25Q4	24Q4	
801081.SI	半导体	35.1	28.1	24.7		2.1	1.9	2.3		25.8	7.4	19.9	
8841164.WI	电路板	24.4	23.1	19.9		2.3	2.0	1.7		30.2	24.8	12.5	
8841247.WI	液冷服务器	13.2	11.0	12.7		1.5	1.4	1.3		-9.5	22.7	23.9	
8841258.WI	光模块	36.4	33.4	34.9		2.1	2.2	2.9		88.4	61.7	39.7	
8841678.WI	AI算力	13.4	12.6	12.9		2.5	1.9	1.7		40.4	52.7	15.0	
8841683.WI	AI应用	18.4	18.3	18.7		1.5	1.4	1.2		21.7	21.3	12.9	
8841918.WI	人工智能+	21.8	21.1	19.2		1.8	1.7	1.5		20.5	18.0	20.4	
801738.SI	电网设备	17.5	18.6	17.5		1.8	1.7	1.8		16.9	0.5	12.5	
884190.WI	特高压	18.8	18.2	15.1		1.7	1.6	1.9		16.5	2.8	1.4	
884188.WI	虚拟电厂	23.3	20.3	21.0		1.5	1.5	1.6		3.4	-9.9	4.2	
851024.SI	通信网络设备及器件	34.8	33.3	30.8		1.4	1.2	1.6		33.6	21.3	0.7	
884944.WI	光纤	19.8	14.4	13.0		1.3	1.0	1.3		30.7	5.1	11.7	
8841680.WI	6G	25.0	24.7	23.5		1.3	1.2	1.1		15.2	6.2	3.3	
399363.SZ	国证算力	21.0	17.5	19.1		1.0	1.6	2.3		39.7	46.9	12.1	
8841701.WI	GPU	26.5	23.0	21.5		2.0	1.7	2.0		28.1	15.1	22.2	
884790.WI	储能	21.5	20.3	17.0		1.8	1.9	1.6		15.3	5.0	23.6	
850813.SI	半导体材料	18.9	15.3	16.3		2.4	2.3	3.5		26.5	17.6	18.5	
850814.SI	数字芯片设计	47.5	36.7	31.9		1.6	1.4	1.4		77.0	38.9	17.5	
850815.SI	模拟芯片设计	33.9	33.5	34.1		1.2	1.2	2.0		24.1	16.7	0.1	
850817.SI	集成电路封测	14.5	16.1	15.1		1.9	1.8	1.7		14.3	7.1	16.5	
850818.SI	半导体设备	40.6	37.5	39.3		2.0	1.9	3.0		25.8	21.5	38.7	

资料来源: Wind, 华创证券

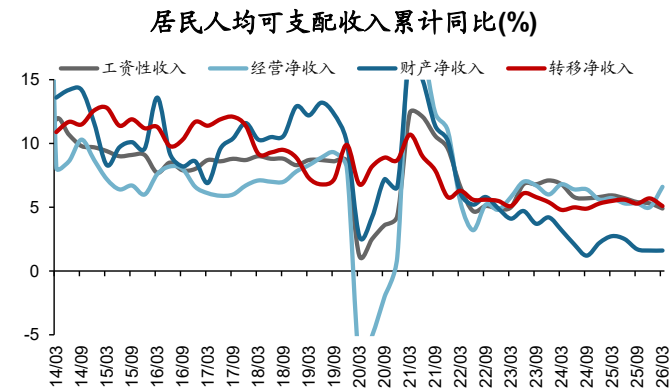
图表 13 当前 AI 产业链整体供需格局良好



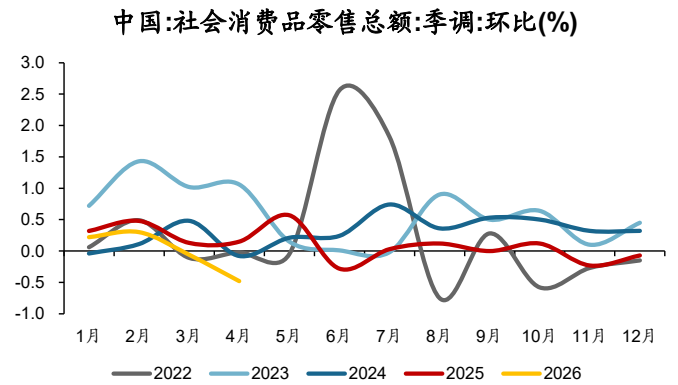
资料来源: Wind, 华创证券, 气泡大小代表 26Q 单季度毛利率水平

②落后行业补涨: PPI 回升过程中周期股价和业绩弹性大、消费或持续承压。我们认为后续行业分化收敛可能更多缘于前期落后行业的补涨, 在 PPI 回升的过程中我们认为周期板块整体或具备更强的股价和业绩弹性大, 叠加当前紧供给带来的价格弹性与相对偏低的估值分位, 具备更强的性价比与配置价值(详见 5/19《再通胀牛市: EPS 接棒流动性——2026 年度中期策略》)。另外, 当前居民可支配收入与消费意愿整体持续走弱, 居民资产负债表的修复尚需时间, 预防性储蓄意愿依然偏强, 消费内需板块或持续承压。

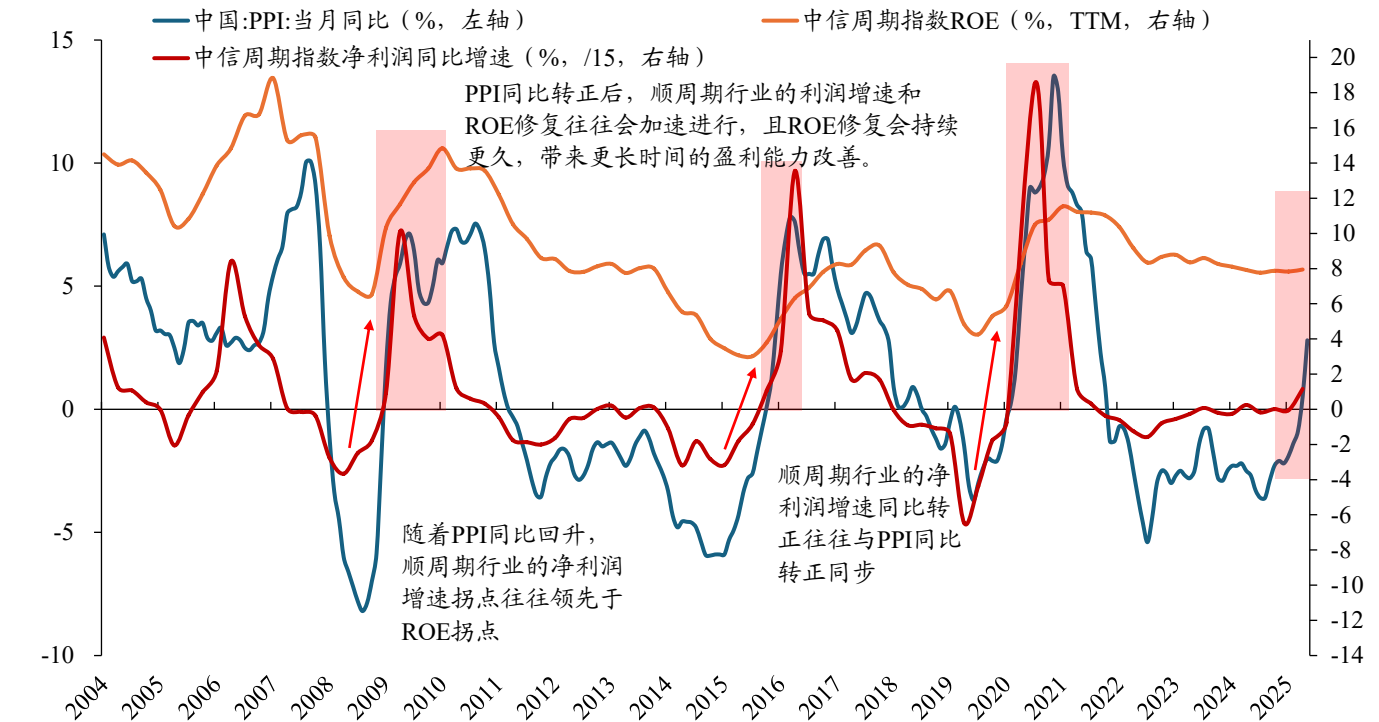
图表 14 居民可支配收入增速仍处于下行区间



图表 15 消费动能有待提升



图表 16 PPI 转正后周期板块盈利持续修复



## 风险提示:

- 1、宏观经济复苏不及预期;
- 2、海外经济疲弱, 可能对相关产业链及国内出口造成影响;
- 3、历史经验不代表未来: 因市场环境等因素变化, 历史数据得出的经验可能在未来失效。



## 策略组团队介绍

### 组长、首席分析师：姚佩

中国人民大学金融硕士，曾任东吴证券策略首席分析师、海通证券策略高级分析师，连续四年新财富策略第一团队核心成员之一。在传统策略大势研判、行业比较、主题研究以外，对大类资产、政策取向、市场风格、产业周期、个股特征均有增量研究与发现。

### 研究员：丁炎晨

上海交通大学硕士，华中科技大学学士，2023年4月加入华创策略团队，曾任东吴证券策略研究员。目前专注于政策跟踪、个股特征等方面的增量研究。

### 助理研究员：蔡雨阳

圣路易斯华盛顿大学金融硕士。2023年加入华创研究所。

### 助理研究员：朱冬墨

上海财经大学经济学学士、硕士。2024年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武晶晶	销售经理		wujingjing@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com	

	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjia Yin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系

### 基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

### 公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；  
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%；  
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间；  
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；  
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%；  
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522