

AI生成合成

中国经济 | 深度报告

油价回落后：谁还能涨价？

——物价指南系列 3

报告要点

本轮 PPI 回升，输入性因素导致涨价的底色较明显，但 2026 年初内需因素的改善边际加速。若输入性因素逐步消退，通胀将何去何从？内生性通胀的力量有多强？还有哪些行业能涨价？本文构建了“涨价驱动因素—涨价持续性—利润与量价表现”三层筛选框架，意在筛选出需求扩张且供需位置相对健康、定价能力较强、利润率水平稳定或持续上升，能够实现“量价齐升”的优质行业。经过测算和分析，我们认为：1）仅 AI 链能够站在涨价驱动、涨价持续与“量”、“价”、“利润率”表现均相对占优的位置上；2）有色链、出口链也经过两层筛选，其供需缺口扩张、成本上升驱动涨价，且当前所处的供需位置也较为健康，同时具有强定价能力。

分析师及联系人



于博

SAC: S0490520090001

SFC: BUX667



宋筱筱

SAC: S0490520080011

SFC: BVZ974

油价回落后：谁还能涨价？

——物价指南系列 3

PPI 回升：内需占多少？

PPI 回升的驱动因素可分为需求拉动、供给冲击和成本输入三种。我们使用主成分分析法（PCA），构建内需因子与输入因子来解释 PPI 的波动。本轮 PPI 回升，输入性因素导致涨价的底色较明显。2022 年后，内需因子已长期负向拖累，但 2026 年初改善边际加速。在此趋势下，若输入性因素后续脉冲回落，我们想进一步挖掘还有哪些行业会迎来内生性涨价？

三层筛选：哪些行业未来还能涨价？

我们构建了由“涨价驱动因素—涨价持续性—量价变动关系”组成的三层筛选体系，从供需关系、成本压力、定价能力以及利润率和量价表现等多个维度寻找未来最有可能持续上涨、并创造利润的行业。

第一层：涨价的驱动，供需缺口&成本压力

通过测算行业供需缺口和成本压力，我们将十大行业划分为三类：**1）第一类是供需改善与成本上升同时推动的行业**，包括 AI 产业链、有色金属链、部分黑色材料和出口链行业，这类行业涨价基础最扎实，具备持续性；**2）第二类是成本上涨推动的被动涨价行业**，包括石油石化、“新三样”（包括新能源汽车、光伏和锂电池，后文统一称“新三样”）和部分中游制造业，其价格上涨依赖成本传导，后续持续性取决于下游需求；**3）第三类则是虽然成本上升但价格难以上涨的行业**，如部分采矿业和消费制造业，反映其仍面临产能过剩或需求不足的压力。

第二层：涨价持续性，供需位置&定价能力

通过测算行业当前的供需位置与在供需缺口和成本压力下的定价能力，我们不难发现：**1）供需健康、且涨价能力提升的行业是 AI 链、出口链；2）成本上行、且顺价能力提升的行业是有色链、AI 链、出口链。**

第三层：利润的表现，利润率位置&量价变动

从利润率角度看，**1）AI 产业链和部分中游制造业当前利润率处于历史较高水平，并保持上升趋势；2）石油、有色和公用事业等行业利润率处于中高水平且相对稳定；3）而“新三样”和部分上游制造业则由于行业竞争激烈，利润率仍处于较低位置。**

从量价变动的历史经验来看，**1）AI 链、有色链和耐用消费行业最容易实现“量价齐升”，2）石油链、中游制造和“新三样”则更容易出现价格上涨但销量下滑的现象。**在本轮周期中，AI 链受益于高景气、石油链受益于进口依赖分散化与国内库存的支撑、非耐用消费在短期刚性需求与成本传导影响下也均出现了量价同步改善的特征。

经过三层筛选，当前，仅 AI 链能够站在涨价驱动、涨价持续与“量”、“价”、“利润率”表现均相对占优的位置上。而有色链、出口链也经过两层筛选，其供需缺口扩张、成本上升驱动涨价，且当前所处的供需位置也较为健康，同时具有强定价能力。

涨价期间：市场表现如何，谁最受益？

从历史经验看，能源、公用事业、原材料、科技和部分消费行业在 PPI 回升阶段表现较好。其中，AI 链、有色链和石油链既符合当前基本面筛选结果，又在历史周期中拥有较好的超额收益表现，具备较高配置确定性。此外，国防军工、计算机、公用事业、食品饮料、医疗保健等行业虽然本轮表现相对落后，但在我们的行业筛选下表现较好，且在历史 PPI 回升周期中大概率能够实现“量价齐升”，可能具备较高的后续补涨空间。

风险提示

- 1、历史复盘不代表未来表现；
- 2、样本有限，模型拟合可能存在偏误；
- 3、地缘冲突超预期；
- 4、油价高企影响超预期；
- 5、数据截止时间点滞后。

相关研究

- 《越过低谷：当房价周期跨越拐点——库茨涅茨的潮汐系列之一》2026-06-17
- 《优化出口退税的大国底气与野望——秒懂财政系列 6》2026-05-26
- 《回升的 CPI：从猪价筑底，到猪油共振——物价指南系列 2》2026-04-29



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

PPI 回升：内需占多少？	7
三层筛选：哪些行业未来还能涨价？	11
第一层：涨价的驱动，供需缺口&成本压力	11
第二层：涨价持续性，供需位置&定价能力	19
第三层：利润的表现，利润率位置&量价变动	22
涨价期间：市场表现如何，谁最受益？	25
风险提示	29

图表目录

图 1：2000 年以来 PPI 当月同比、工业企业利润当月同比、万得全 A 指数与盈利同比走势	6
图 2：1996 年以来发布的行业供给侧调整相关政策/文章梳理	8
图 3：1996 年以来 PPI 回升期 M1 同比与 CRB 商品指数走势情况（左轴%，右轴点）	9
图 4：主成分载荷矩阵	9
图 5：基于内需因子与输入因子的 PPI 拟合值（%）	9
图 6：PPI 与内需因子、输入因子贡献值	10
图 7：石油石化、有色、黑色金属&非金属、其他内需相关行业对 PPI 的拉动	11
图 8：从 PPI 开始回升到内生性持续涨价的理论与三层筛选分析框架	12
图 9：39 个行业在产业链中的位置	12
图 10：投入产出表中隐含的 39 个行业的相互消耗关系	13
图 11：投入产出表与出口交货值两种口径计算的出口依赖值	14
图 12：十大行业分类明细	14
图 13：供需成本对 PPI 回升的拉动	15
图 14：第一类供需缺口与成本压力均回升的行业	16
图 15：出口链细分行业的供需缺口、成本压力、PPI 当月同比走势图（右轴%）	17
图 16：美国生产资料与 AI 相关产品进口增速	17
图 17：铜冶炼厂粗/精（TC/RC）加工费（美元/千吨，美元/千吨）	17
图 18：第二类成本压力指数上升驱动的被动涨价类行业（%）	18
图 19：第三类成本压力抬升但本轮并未涨价类行业（%）	19
图 20：大类行业供、需、价分位水平气泡图	20
图 21：细分行业供、需、价分位水平气泡图	21
图 22：2023 年 7 月至 2024 年 6 月期间各行业定价能力分布	22
图 23：2025 年 3 月至 2026 年 3 月期间各行业定价能力分布	22
图 24：2012 年以来各行业利润率加权历史分位（%）	23
图 25：PPI 回升期九大行业量、价、利润率的历史分位表现	24
图 26：历史与本轮 PPI 回升期各行业供需缺口、成本压力变动与利润率、量、价表现	25
图 27：三层筛选后的行业表现结果	25
图 28：历史 PPI 回升期长江初级板块与万得全 A 收益率表现	26
图 29：PPI 回升期长江初级板块的胜率与平均收益率	27

图 30：历史与本轮 PPI 回升期长江一级板块与万得全 A 收益率表现.....28

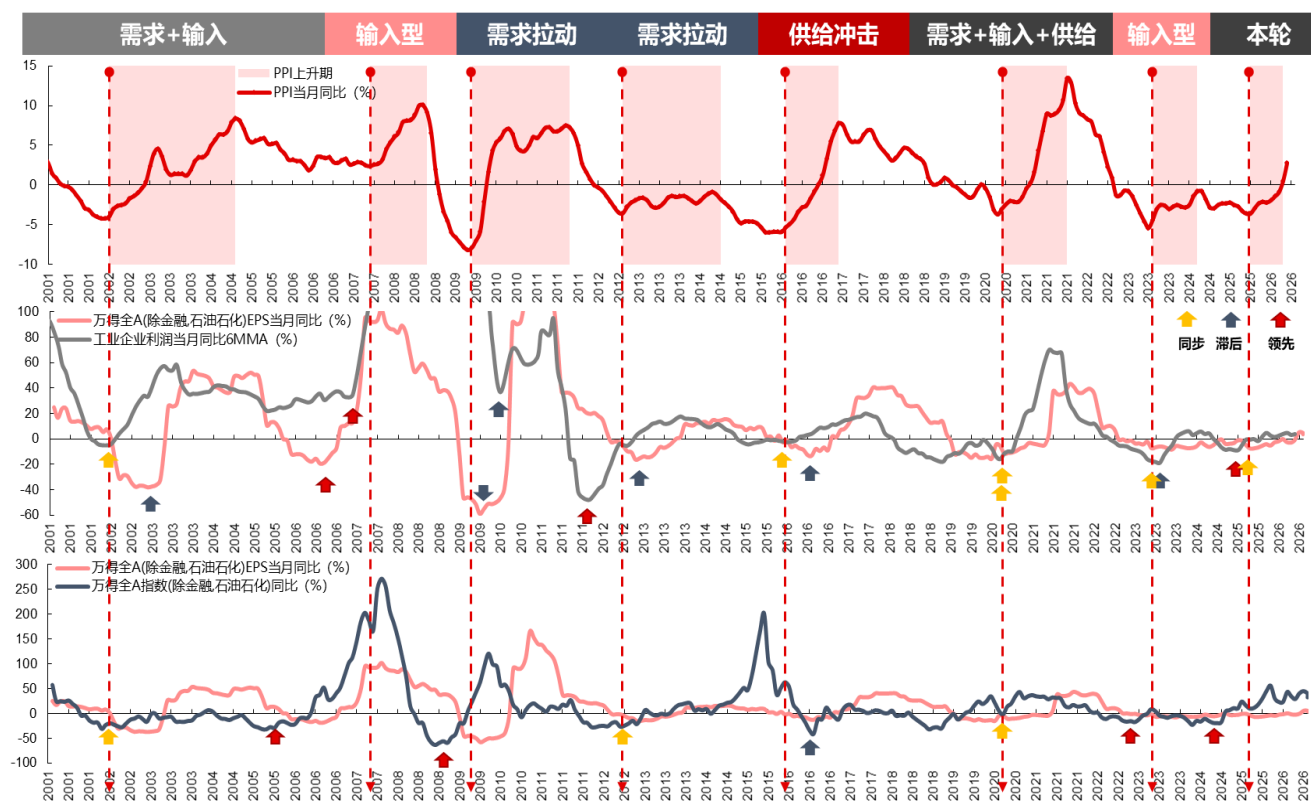


输入性因素推动下 PPI 提前转正，若输入性因素后续脉冲回落，还有哪些行业会迎来内生性涨价？2026 年 2 月末，美伊冲突推升国际原油价格；2026 年 3 月，PPI 同比上涨 0.5%，自 2022 年 9 月以来首次转正。目前 PPI 仍在加速上涨过程中，油价依然是核心推手。在输入性因素驱动的价格普涨情景下，上游利润暴增会拉动整体层面上工业企业利润的回暖，从而掩盖内部结构分化，但输入性因素总有消退的时候，我们更想知道：

- 1) 本轮 PPI 回升，内需贡献多少？各行业成本压力与供需缺口分别贡献多少？
- 2) 还有哪些行业到了供需临界点且具有更强的定价能力，未来将迎来内生性涨价？
- 3) 各行业当前的“利润率”处于什么位置？本轮“涨价潮”中“量”、“价”变化如何？

从价格-利润的历史走势来看，二者间并不存在稳定的领先关系，PPI 回升时部分行业或已实现利润暴增，因此“涨价”并不一定指向未来的利润实现，我们仍需进一步拆解驱动涨价的因素、行业供需位置、定价能力以及“量”“价”动态关系。从拐点时序来看，万得全 A（不含金融、石化）指数的表现大多领先或持平 PPI 回升，略微领先规上工业企业利润当月同比 6MMA；而规上工业企业利润当月同比 6MMA 大多领先或持平 PPI 回升，万得全 A（不含金融、石油石化）盈利同比大多滞后 PPI 回升。从历史规律来看，资本市场表现、企业盈利、PPI 回升的顺序大概率为：万得全 A 指数表现>规上工业企业利润表现>PPI 回升>万得全 A 盈利表现。

图 1：2000 年以来 PPI 当月同比、工业企业利润当月同比、万得全 A 指数与盈利同比走势



资料来源：Wind，长江证券研究所

PPI 回升：内需占多少？

PPI 回升的驱动因素可分为需求拉动、供给冲击和成本输入三种。我们可以用 CRB 国际大宗商品价格指数代表输入成本，以 M1 同比增速代表国内需求，复盘 1996 年以来，PPI 的 9 轮回升期：

1) **1998 年至 2000 年：输入+需求因素驱动走出通缩。**彼时亚洲金融危机的阴云笼罩，在维持人民币汇率稳定的目标下出口恶化。为走出通缩、提振内需，实施了积极的财政政策与适度宽松的货币政策¹。从代表性指标来看，同时期 M1 与 CRB 指数均出现回升，反映此轮 PPI 回升输入与需求因素均有贡献。而在供给侧方面，1996 年至 1999 年，我国颁布多份文件集中对纺织、煤炭、建材等行业存在严重污染的小型企业进行淘汰，推动国企改革，化解了部分低效产能。多重因素的推动下，PPI 从危机时-5.68%的通缩状态一路上行至 4.50%；

2) **2002 年至 2004 年：输入+需求因素驱动内外共振。**2001 年，美国互联网泡沫破裂导致全球需求疲弱，我国 PPI 再度回落转负。2002 年起，我国国有土地使用权“招拍挂”制度正式出台，房地产市场由此进入市场化繁荣阶段。同时，中国于 2001 年底加入 WTO 对外需的提振进一步释放。内外需共振推动下，PPI 从-4.00%的低点快速回升至 8.40%的高点；

3) **2007 年至 2008 年：输入因素主导周期过热。**金融危机前夜，在全球经济过热、流动性充裕的背景下 CRB 商品指数一路飙升至历史高点，同时期我国 M1 与 CRB 指数出现显著“剪刀差”背离，输入性因素影响下我国 PPI 从 2.40%跃升至 10.06%；

4) **2009 年至 2011 年：需求反弹拉动经济复苏。**全球金融危机过后，外需随全球经济复苏逐步回暖，国内则实施了大规模宽松货币政策与积极扩张的财政，M1 同比增速达到历史高点，在内外需共振与强政策推动下，PPI 从-7.86%的深度通缩低点快速回升至 7.54%的高点；

5) **2012 年至 2014 年：托底需求拉动缓和回升。**前期大规模刺激政策影响下，我国重化工业产能严重过剩，为托底经济，宏观政策保持积极财政与稳健货币政策。供给侧来看，2013 年对于钢铁、水泥、电解铝等产能过剩行业进行了结构调整，推动 PPI 同比从-3.55%的低点小幅回升至-1.80%；

6) **2016 年至 2017 年：供给收缩叠加地产回暖。**2015 年开启的供给侧结构性改革化解了过剩产能，叠加棚改货币化安置再次提振了房地产需求，供给收缩叠加地产回暖双重作用下，PPI 从-5.3%的通缩低点转正，并快速回升至 7.8%的高点；

7) **2020 年至 2021 年：供给需求输入因素叠加。**公共卫生事件冲击后，全球经济逐步修复，但与此同时，公共卫生事件对全球物流网络的破坏推升了运输和商品价格。此外，国内“碳达峰”与“能耗双控”等环保政策持续收紧，从供给端推动了相关行业调整。在需求回暖、供给约束、输入涨价的三重作用下，PPI 从-3%的低点快速上升至 13.5%的历史高点；

¹ 货币政策乎？财政政策乎？——中国宏观经济政策评析及建议[J].经济研究,1998,(10):12-20.

8) **2023 年至 2024 年：需求偏弱输入因素主导。**公共卫生事件后经济复苏受消费疲软和房地产行业调整拖累，同时期 M1 与 CRB 指数再次出现背离，表明 PPI 回升由输入性因素主导，PPI 降幅有所缩窄但仍处于负区间之内，由 -4.40% 升至 -0.8%；

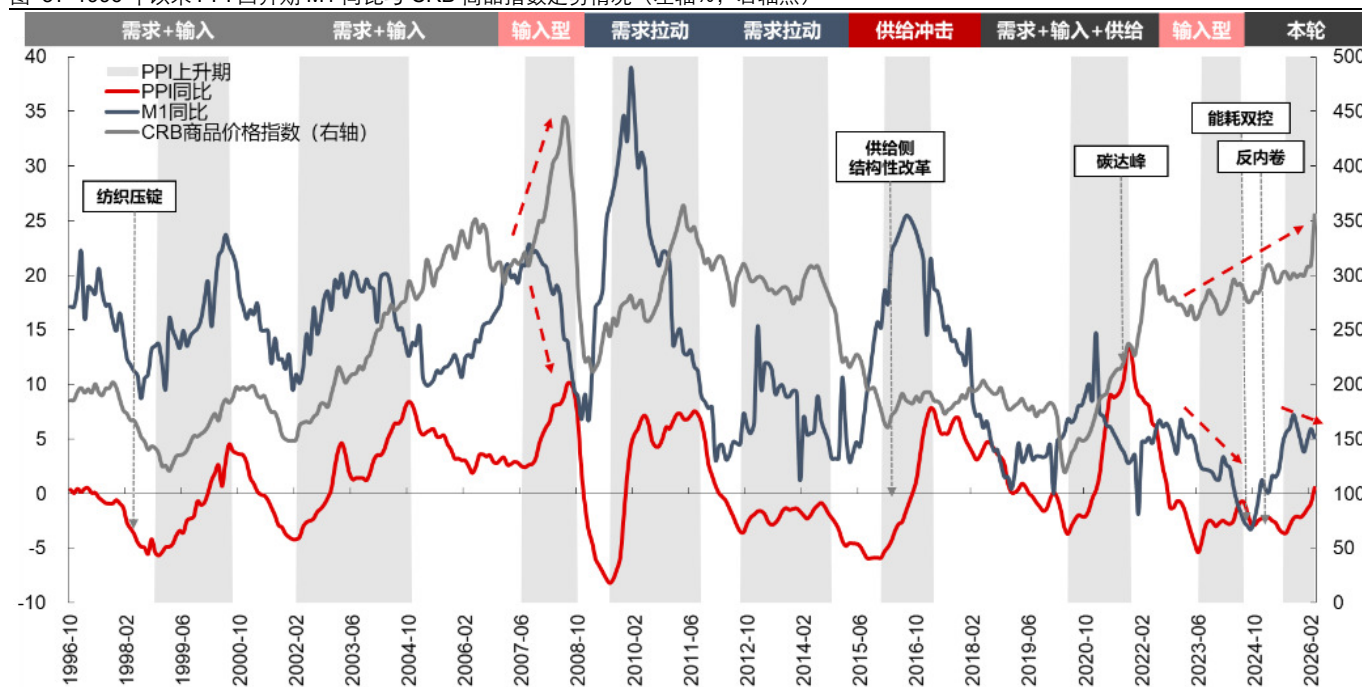
9) **2025 年至今：需求弱修复输入仍主导。**2025 年年中开启的本轮 PPI 回升并转正与 2007-2008 年及 2023-2024 年有一定的相似之处，具体体现为 M1 同比与 CRB 指数背离，输入性因素导致涨价的底色较明显。

图 2：1996 年以来发布的行业供给侧调整相关政策/文章梳理

时间	文件	行业
1996年08月	《国务院关于环境保护若干问题的决定》	污染严重的小型企业（造纸、制革、染料等）
1998年	《国务院关于纺织工业深化改革调整结构解困扭亏工作有关问题的通知》	纺织
1998年12月	《国务院关于关闭非法和布局不合理煤矿有关问题的通知》（国发〔1998〕43号）	煤炭
1999年	《国务院办公厅转发国家经贸委关于清理整顿小玻璃厂小水泥厂意见的通知》（国办发〔1999〕49号）	建材（玻璃、水泥）
1999年	清理整顿“五小”企业	小钢铁、小水泥、小炼油、小玻璃、小化工
2002年	《国务院办公厅转发国家计委国家经贸委关于制止电解铝行业重复建设势头意见的通知》（国办发〔2002〕29号）	电解铝
2005年07月	《钢铁产业发展政策》（国家发改委令第35号）	钢铁
2005年12月	国务院关于发布实施《促进产业结构调整暂行规定》的决定（国发〔2005〕40号）及《产业结构调整指导目录（2005年本）》（发改委会第40号）	煤炭、电力、钢铁等，覆盖20多个行业
2009年	《国务院批转发展改革委等部门关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展若干意见的通知》（国发〔2009〕38号）	钢铁、水泥、平板玻璃、煤化工、多晶硅、风电设备等
2010年2月	《国务院关于进一步加强淘汰落后产能工作的通知》（国发〔2010〕7号）	电力、煤炭、钢铁、水泥、电解铝、铁合金、电石、焦炭、平板玻璃、造纸、制革、印染、化纤等
2013年10月	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》（国发〔2013〕41号）	钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶
2016年	《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》、《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	钢铁、煤炭、房地产
2018-2019年	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》（国发〔2018〕22号）	钢铁、建材、焦化、化工、有色等
2021年	国务院关于印发2030年前碳达峰行动方案的通知（国发〔2021〕23号）	实施重点行业节能降碳工程，推动电力、钢铁、有色金属、建材、石化化工等行业开展节能降碳改造，提升能源资源利用效率
2021年	能耗双控与限电限产——国家发改委《完善能源消费强度和总量双控制度方案》（发改环资〔2021〕1310号）	高耗能行业（钢铁、有色、化工、建材）
2022年	《工业能效提升行动计划》（工信部联节〔2022〕76号）	钢铁、有色、石化、化工、建材等重点行业
2024年	“反内卷”相关产业政策 《光伏制造行业规范条件（2024年本）》（工信部公告2024年第33号） 《锂离子电池行业规范条件（2024年本）》（工信部公告2024年第14号）	光伏、锂电、新能源汽车等新兴行业
2024年	国务院办公厅关于印发《加快构建碳排放双控制度体系工作方案》的通知（国办发〔2024〕39号）	以电力、钢铁、有色、建材、石化、化工等工业行业和城乡建设、交通运输等领域为重点
2025年	《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》、新一轮十大行业稳增长工作方案	钢铁、有色、石化、化工、建材、机械、汽车、电力装备、轻工、电子

资料来源：国家能源局，中国政府网，新华网，人民日报，国家发改委，中国网财经，求是网，长江证券研究所

图 3：1996 年以来 PPI 回升期 M1 同比与 CRB 商品指数走势情况（左轴%，右轴点）



资料来源：Wind，长江证券研究所

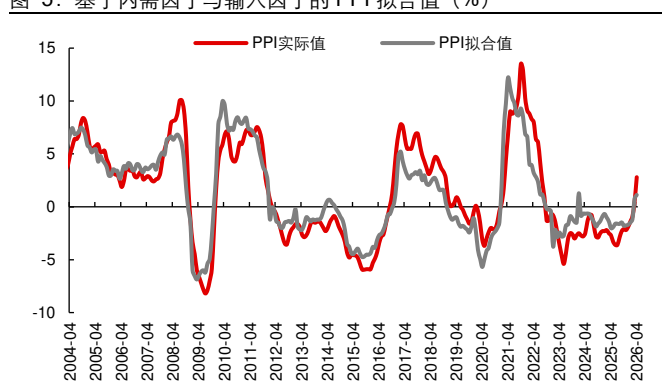
为明确剥离内需与输入性因素，我们进一步参考统计局的相关研究²，使用主成分分析法（PCA），构建内需因子与输入因子来解释 PPI 的波动。在内需因子中，货币因素变量 M2 增速与内需因素变量固定资产投资增速是影响最大的指标；在输入因子中，国际原油和大宗商品价格影响均较大。基于上述两因子，我们对 PPI 进行拟合解释，模型的拟合优度 R²可以达到 94%。

图 4：主成分载荷矩阵

	主成分1（内需）	主成分2（输入）
CRB	0.44	0.77
布伦特	0.47	0.73
PPIRM	0.70	0.50
工业增加值	0.65	0.37
M1	0.83	0.02
M2	0.88	-0.12
贷款	0.83	-0.06
房地产投资	0.72	-0.39
固定资产投资	0.85	-0.41
基建投资	0.83	-0.17
商品房销售	0.77	-0.05
社零	0.49	-0.66

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 5：基于内需因子与输入因子的 PPI 拟合值（%）



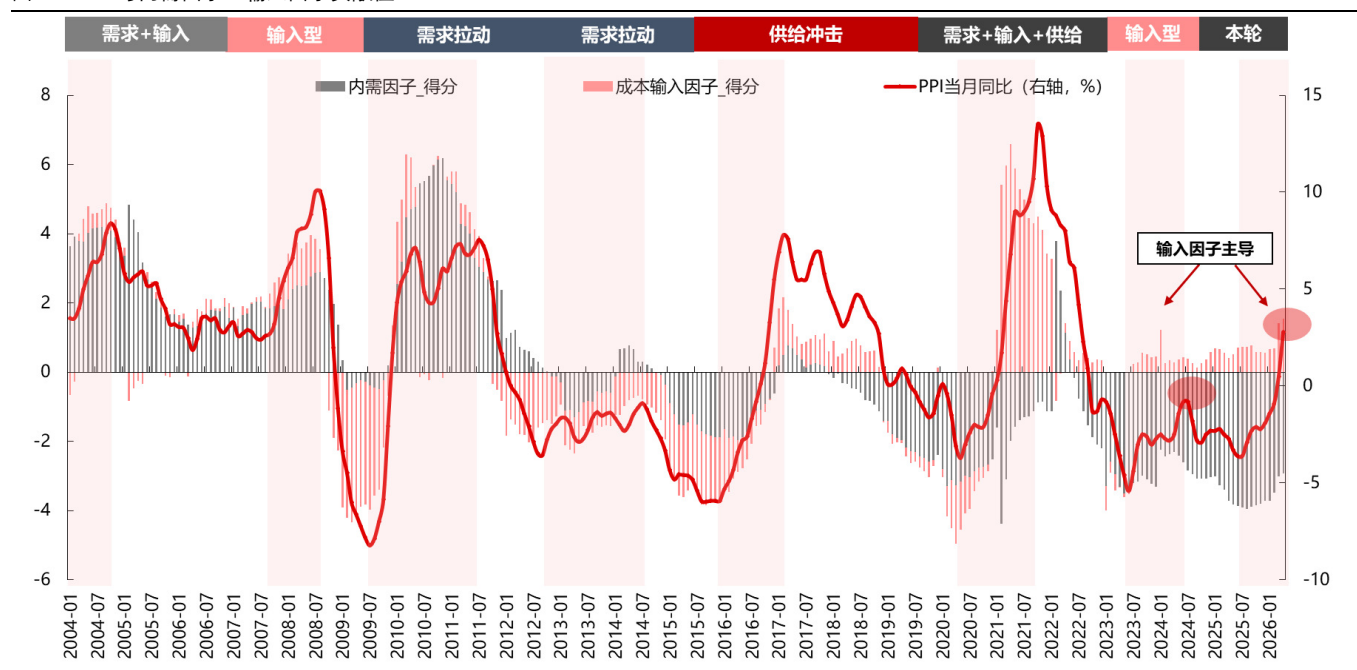
资料来源：Wind，长江证券研究所

主成分分析法识别出的内需拉动、成本输入变动与复盘结论基本一致。2022 年后，内需因子已长期负向拖累，但 2026 年初改善边际加速。承接上文因子载荷分析，内需因子主要受传统地产与基建投资影响较大，这集中体现在对 PPI 波动贡献较大的黑色金属、非金属等地产相关产业链上。2022 年以来，地产进入调整周期，内需因子随之持续

² 我国 PPI 的影响因素分析[J].价格理论与实践,2013,(02):61-62+96

负向拉动 PPI。但 2025 年三季度以来，内需因子已出现边际回升的态势，且该趋势在 2026 年年初出现加速。

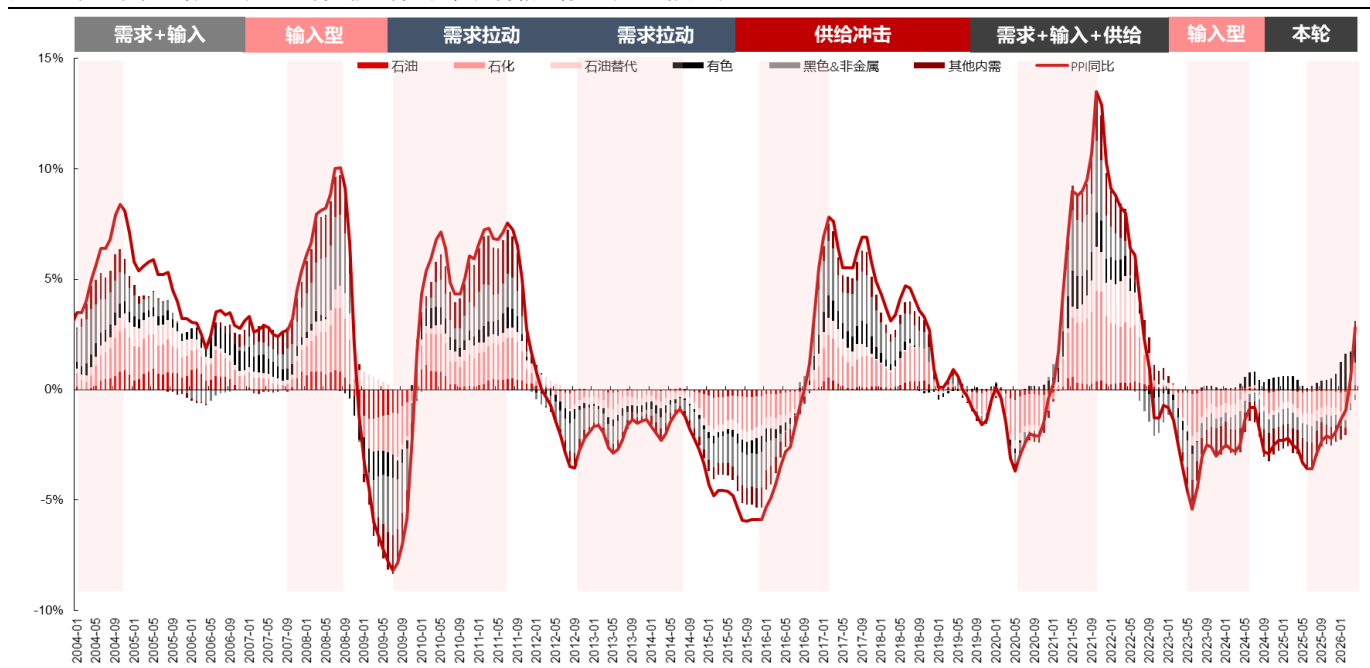
图 6：PPI 与内需因子、输入因子贡献值



资料来源：Wind，长江证券研究所

进一步地，我们分行业来看，输入因素主要对应有色、石油石化等上游资源相关行业；而内需因素则对应地产相关的黑色金属、非金属及其他中下游相关行业，输入性因素强势之下，内需已加速修复。与 PCA 拆解结论相同，2025 年 7 月以来，有色、石油石化相关行业对 PPI 回升的拉动较强，即输入因素主导本轮 PPI 回升，但内需对应行业对 PPI 的负向拖累也在减小。2026 年 4 月，石油石化相关行业对 PPI 同比的拉动约 0.9%，有色采选和冶炼对 PPI 同比的拉动约 1.7%，而黑色&非金属相关行业仍拖累 PPI 约-0.2%，其他内需行业则已经转为正向拉动 PPI 约 0.2%。

图 7：石油石化、有色、黑色金属&非金属、其他内需相关行业对 PPI 的拉动



资料来源：Wind，长江证券研究所

三层筛选：哪些行业未来还能涨价？

第一层：涨价的驱动，供需缺口&成本压力

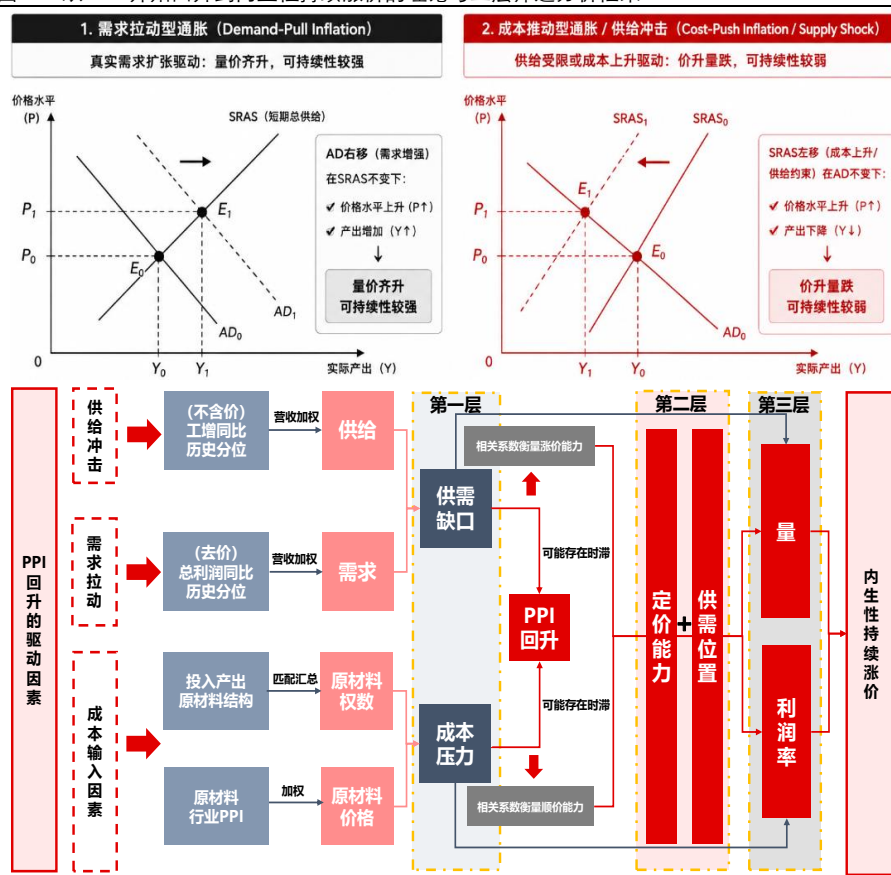
供需缺口&成本压力的测度构建与行业大类划分

不同于输入传导和供给冲击，具有需求支撑的行业，其价格上涨更具备可持续性，并不会引起价升量跌。为了区分涨价驱动因素，我们搭建供需缺口、成本压力的测度方法。

在供需的测度方面，我们选取各行业工业增加值增速，经行业营业收入加权后的历史分位数衡量行业供给水平；以经 PPI 缩减去价后的利润同比，经收入加权后的历史分位数衡量行业需求水平；并用二者之差（需求水平-供给水平）构造供需缺口指数，理论上当供需缺口扩大时，价格具有上涨的动力。

在成本的测度方面，我们结合 2023 年投入产出表与国民经济行业分类，拆分出与 PPI 细分行业相对应的产品部门，并以行业间相互消耗的关系作为权数；对于每个工业行业，其成本压力由各行业 PPI 矩阵经完全消耗系数矩阵加权后的历史分位数构建；理论上当成本压力扩大时，且具备顺价能力时，价格具有上涨的动力。

图 8：从 PPI 开始回升到内生性持续涨价的理论与三层筛选分析框架



资料来源：长江证券研究所

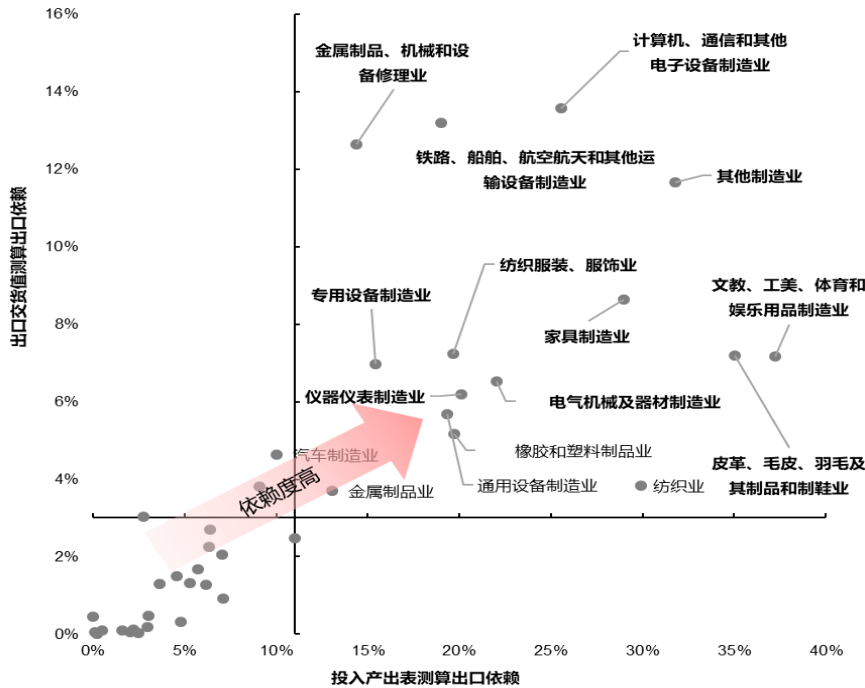
在行业划分方面，我们将 PPI 中的 39 个行业，按照上中下游，以及产业链关系，分成十大类别。从产业链位置角度来看，可以大致纵向分为上游采选/公用事业、上游材料制造、中游制造、下游耐用/非耐用制造等几大类。同时，还可以横向分为石油石化链、有色链、黑色&非金属等。

图 9：39 个行业在产业链中的位置



资料来源：国家统计局，长江证券研究所

图 11：投入产出表与出口交货值两种口径计算的出口依赖值



资料来源：国家统计局，Wind，长江证券研究所

图 12：十大行业分类明细

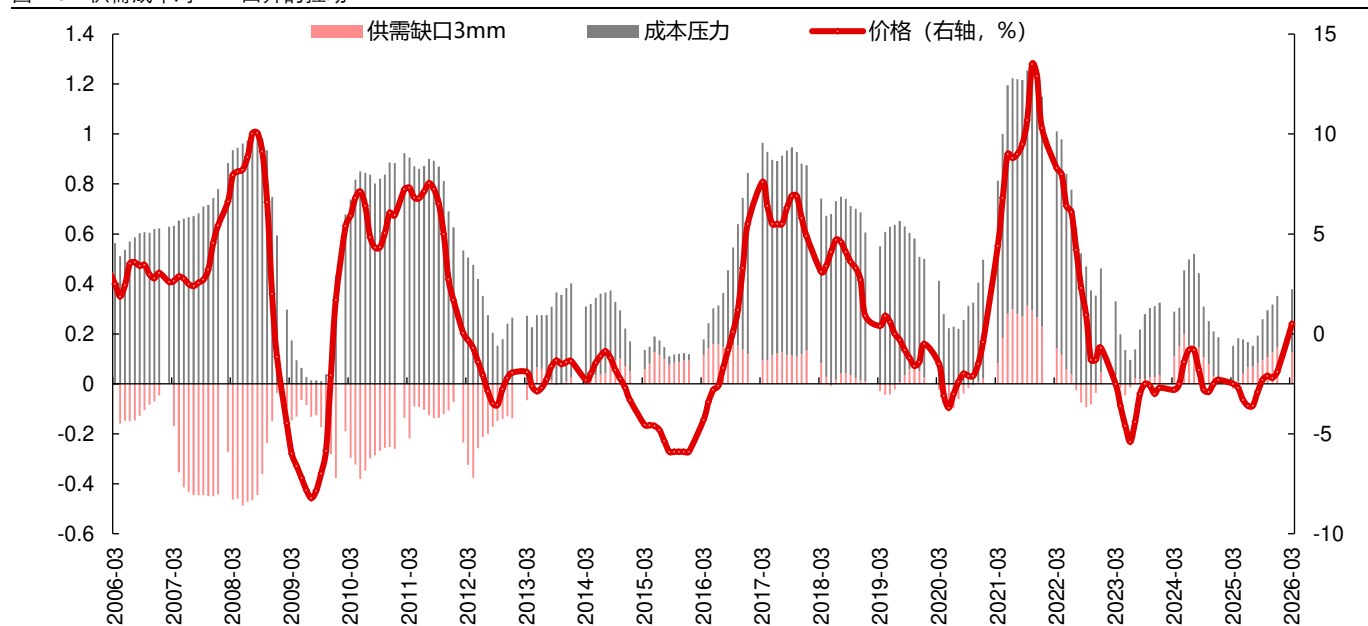
合并分类	行业	出口链
上游采选&公用事业（不含石油、有色）	煤炭开采和洗选业	内销
上游采选&公用事业（不含石油、有色）	黑色金属矿采选业	内销
上游采选&公用事业（不含石油、有色）	非金属矿采选业	内销
上游采选&公用事业（不含石油、有色）	电力、热力的生产和供应业	内销
上游采选&公用事业（不含石油、有色）	燃气生产和供应业	内销
上游采选&公用事业（不含石油、有色）	水的生产和供应业	内销
上游采选&公用事业（不含石油、有色）	非金属矿物制品业	内销
上游制造	黑色金属冶炼及压延加工业	内销
上游制造	石油和天然气开采业	内销
石油	石油、煤炭及其他燃料加工业	内销
石油	化学原料及化学制品制造业	内销
石油	化学纤维制造业	内销
石油	橡胶和塑料制品业	内销
有色	专用设备制造业	出口
有色	金属制品、机械和设备修理业	出口
有色	有色金属矿采选业	内销
有色	有色金属冶炼及压延加工业	内销
有色	金属制品业	内销
有色	废弃资源综合利用业	内销
中游制造	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	出口
中游制造	其他制造业	出口
中游制造	通用设备制造业	内销
“新三样”	电气机械及器材制造业	出口
“新三样”	汽车制造业	内销
AI	计算机、通信和其他电子设备制造业	出口
AI	仪器仪表制造业	出口
下游制造-非耐用	纺织服装、服饰业	出口
下游制造-非耐用	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	出口
下游制造-非耐用	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	出口
下游制造-非耐用	农副食品加工业	内销
下游制造-非耐用	食品制造业	内销
下游制造-非耐用	酒、饮料和精制茶制造业	内销
下游制造-非耐用	烟草制品业	内销
下游制造-非耐用	纺织业	内销
下游制造-非耐用	造纸及纸制品业	内销
下游制造-非耐用	印刷业和记录媒介的复制	内销
下游制造-非耐用	医药制造业	内销
下游制造-耐用	家具制造业	出口
下游制造-耐用	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	内销

资料来源：国家统计局，长江证券研究所

涨价行业中，谁靠供需、谁靠成本？

首先，我们综合所有行业，在十大类 39 个行业综合的角度上来看，本轮 PPI 回升既有供需缺口驱动，又有成本压力贡献，但成本压力的贡献更大，与本文第一部分的结论相同。

图 13：供需成本对 PPI 回升的拉动



资料来源：Wind，长江证券研究所；注：1) 历史分位统计区间为 2006 年 2 月至 2026 年 3 月；2) 价格指标为 PPI 当月同比，下同。

我们将本轮涨价的行业分为三种类型。第一类，供需缺口与成本压力均回升，且已经在涨价中，其涨价持续的动力较为确定。

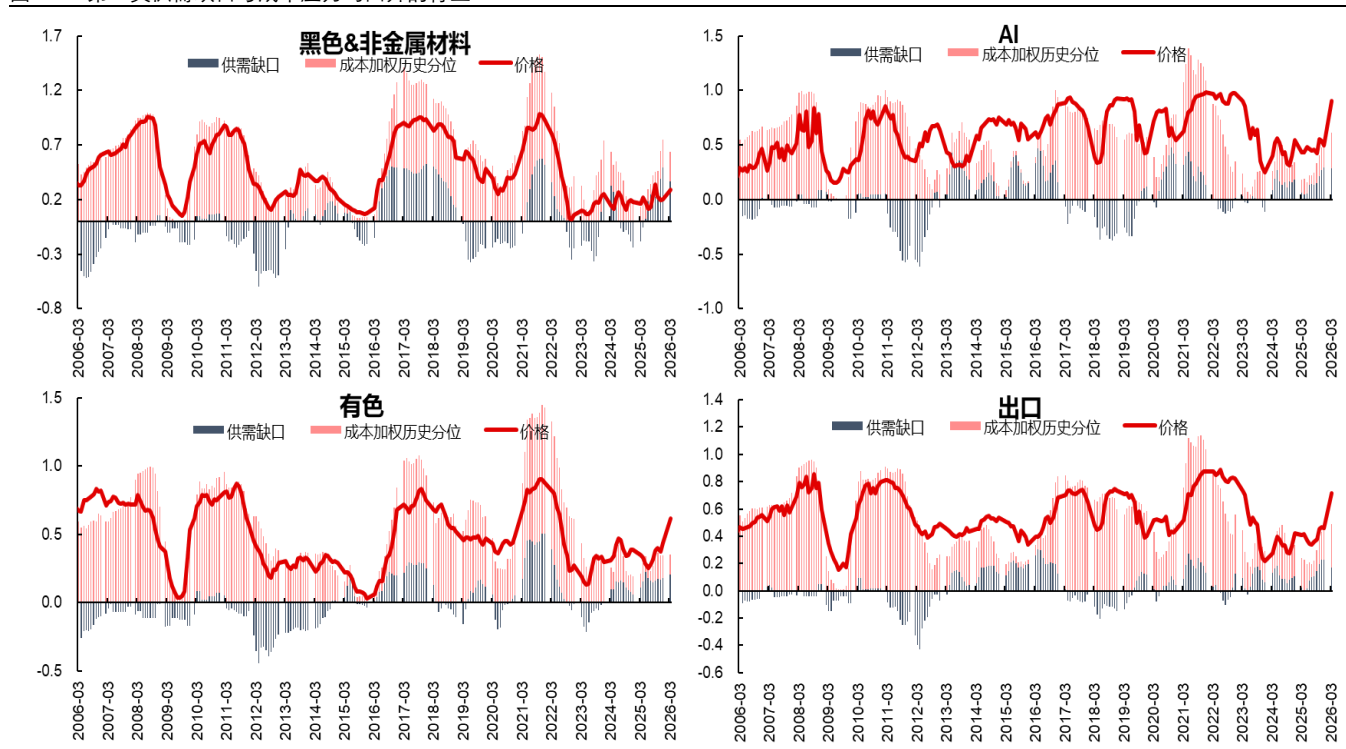
1) 上游黑色&非金属材料制造：上游黑色材料制造或受益于 2025 年三季度以来钢铁行业稳增长“反内卷”政策持续落地。产能置换等供给端约束强化，叠加地缘冲突事件导致成本端能源价格抬升，推动钢材产品价格边际上移。但截至 2026 年 5 月中旬水泥、玻璃等非金属产品价格仍延续下跌趋势。

2) 有色链：有色链或受益于全球铜、铝等主要品种矿端供应紧张，叠加新能源、电网改造等需求刚性增长，2025 年 2 月，中国铜矿加工费 TC/RC 转负，反映出国内铜矿资源供不应求。

3) AI 链：AI 链一方面受益于国内“算力网”基础设施投资扩张；另一方面，海外厂商采购订单也持续放量。国内外需求双重驱动下，AI 链价格持续回升，且价格上行斜率较为陡峭，是当前内生性涨价逻辑最清晰的方向之一。

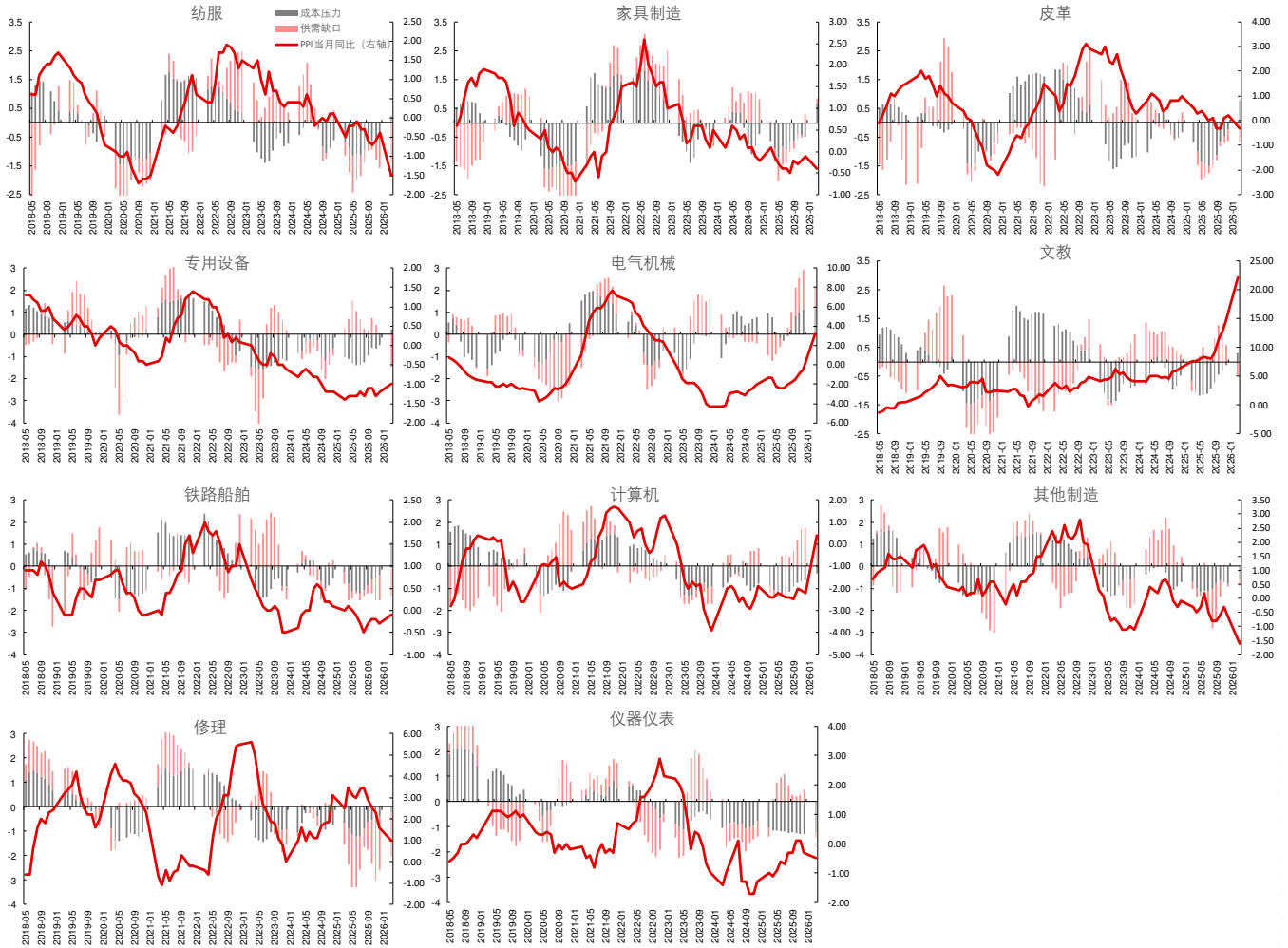
4) 出口链：根据上文的分类，出口链中包含部分有色链、传统中游制造、AI 链、“新三样”和下游耐用、非耐用制造的细分行业，这些细分行业的强势走势带动了大类的整体表现，但其中存在明显的分化。具体来看，出口链中仅电气机械及器材制造，文教、工美、体育和娱乐用品制造，计算机、通信和其他电子设备制造三大细分行业的 PPI 回升转正。

图 14：第一类供需缺口与成本压力均回升的行业



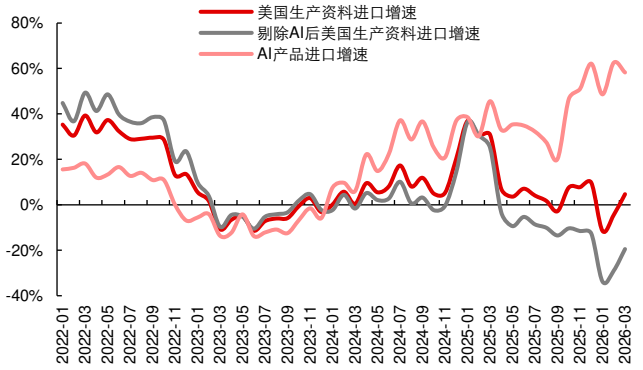
资料来源：Wind，长江证券研究所；注：历史分位统计区间为 2006 年 2 月至 2026 年 3 月

图 15：出口链细分行业的供需缺口、成本压力、PPI 当月同比走势图（右轴%）



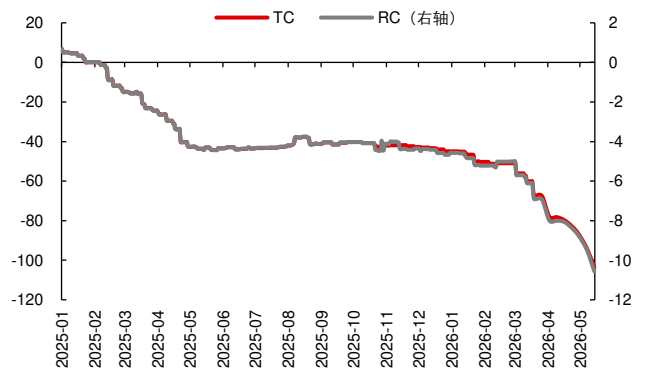
资料来源：Wind，长江证券研究所；注：历史分位统计区间为 2018 年 3 月至 2026 年 3 月。

图 16：美国生产资料与 AI 相关产品进口增速



资料来源：USITC，长江证券研究所；注：生产资料=中间品+资本品。

图 17：铜冶炼厂粗/精（TC/RC）加工费（美元/千吨，美元/千吨）

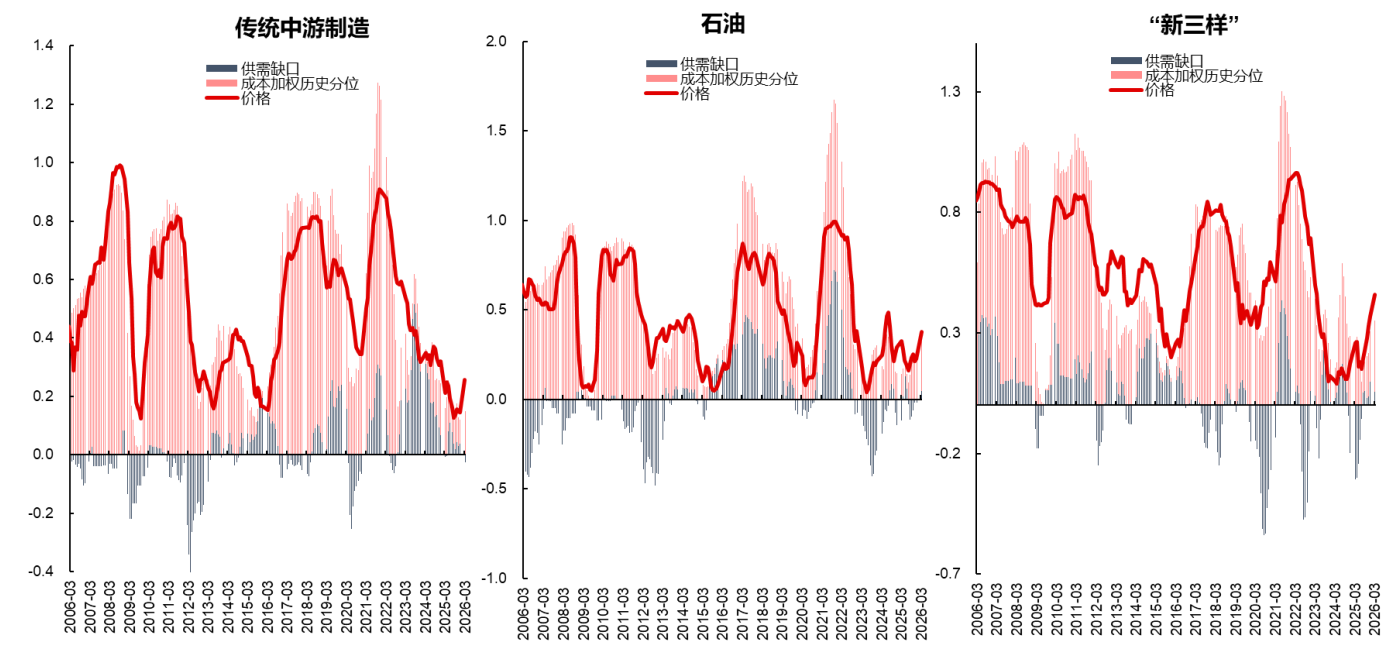


资料来源：Wind，长江证券研究所

第二类，由成本压力指数上升驱动的被动涨价类，其供给过剩仍未完全出清，或成本价格的影响盖过供需缺口拖累。其涨价持续性主要取决于下游需求的变动情况，若下游需

求具备韧性或扩张，则成本可顺利传导，涨价更具持续性。包括传统中游制造和新型制造“新三样”以及石油石化链。

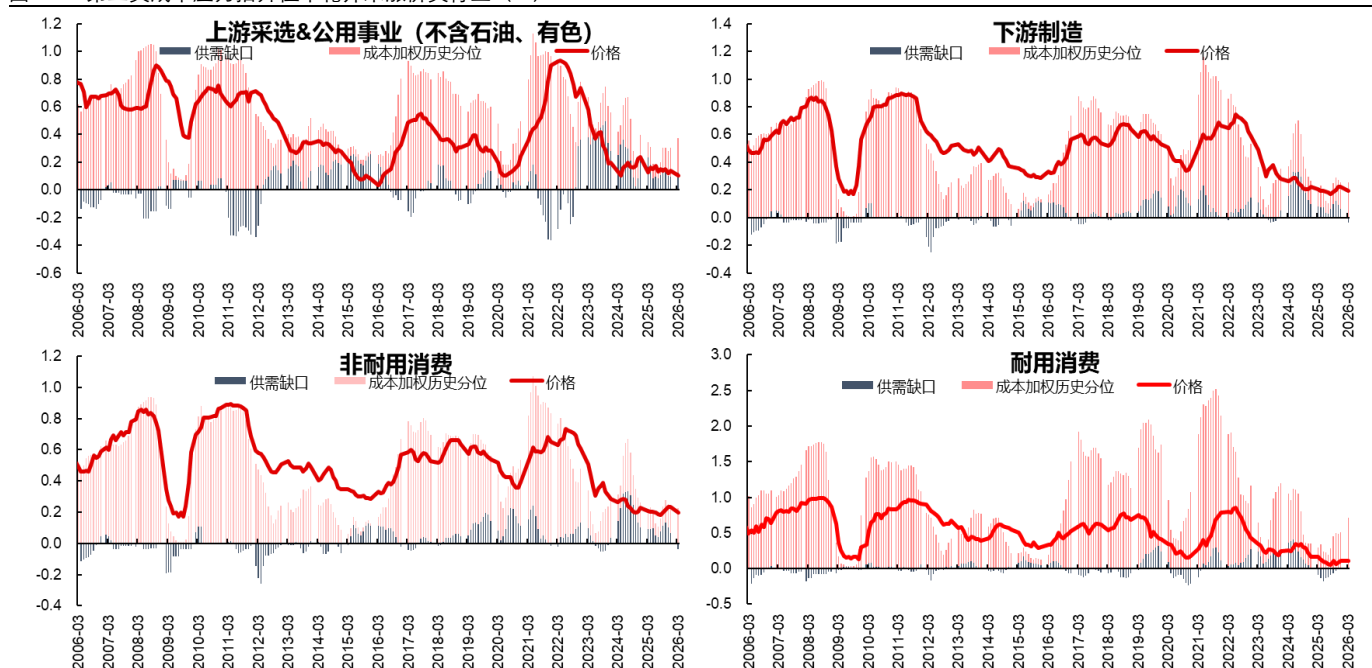
图 18：第二类成本压力指数上升驱动的被动涨价类行业（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所；注：历史分位统计区间为 2006 年 2 月至 2026 年 3 月

第三类，成本压力抬升但本轮并涨价幅度小或并未涨价类，反映出其被供需缺口拖累的情况尚未修复，即使成本抬升也无法转嫁至下游，或面临着供给过剩、需求疲弱的情况，利润或被高企的成本侵蚀。包括上游采选（不含有色、石油链）、下游耐用&非耐用消费制造。

图 19：第三类成本压力抬升但本轮并未涨价类行业（%）



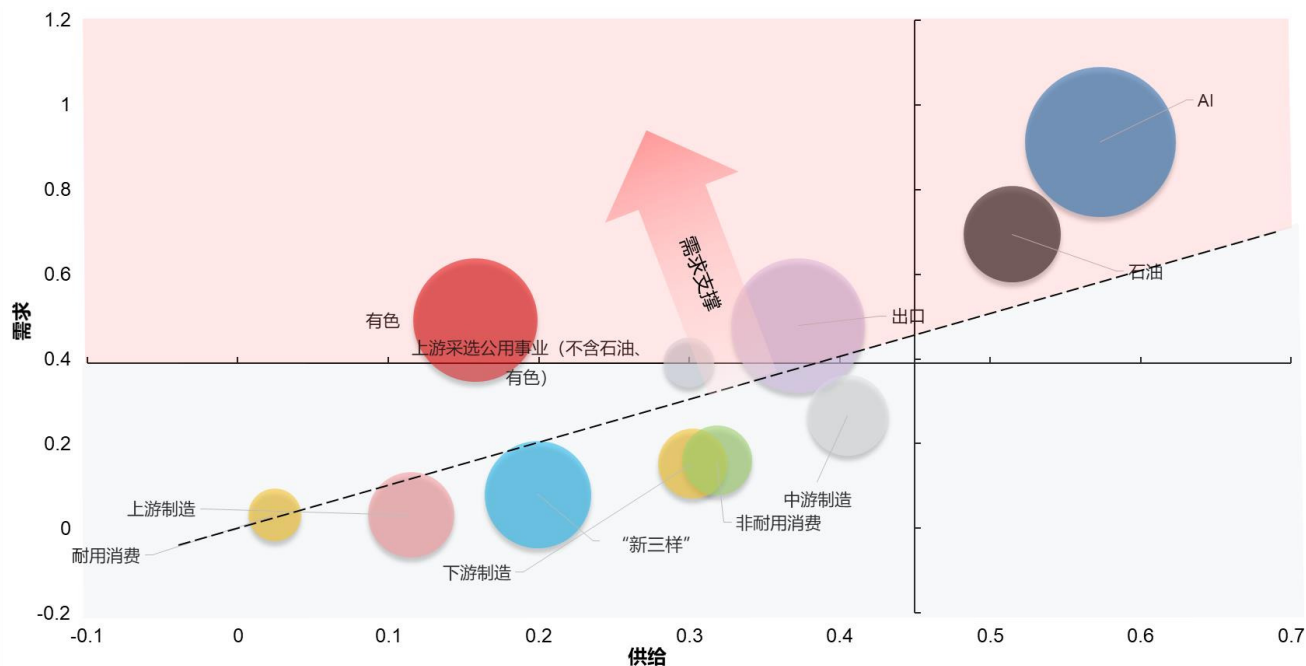
资料来源：Wind，长江证券研究所；注：历史分位统计区间为 2006 年 2 月至 2026 年 3 月

第二层：涨价持续性，供需位置&定价能力

在上文的涨价驱动拆解中，供需缺口扩大驱动的涨价还可细分为供给收缩与需求扩张两种类型，我们可以从各行业供给、需求、价格分位的气泡图来识别各行业当前供需所处的位置，由此判断后续涨价的持续性。

首先，供需位置越健康，或指向未来涨价的持续性越强，即供需接近平衡点，或者有供需缺口的行业，后续涨价动力强。我们认为处于第一二象限且在 45 度线上方的行业，其行业景气度较高，且供需关系较为良性，涨价具有较强的供需支撑。从大类行业来看，主要包括 AI、石油、出口、有色、上游采选&公用事业（不含石油、有色）等五大类行业。

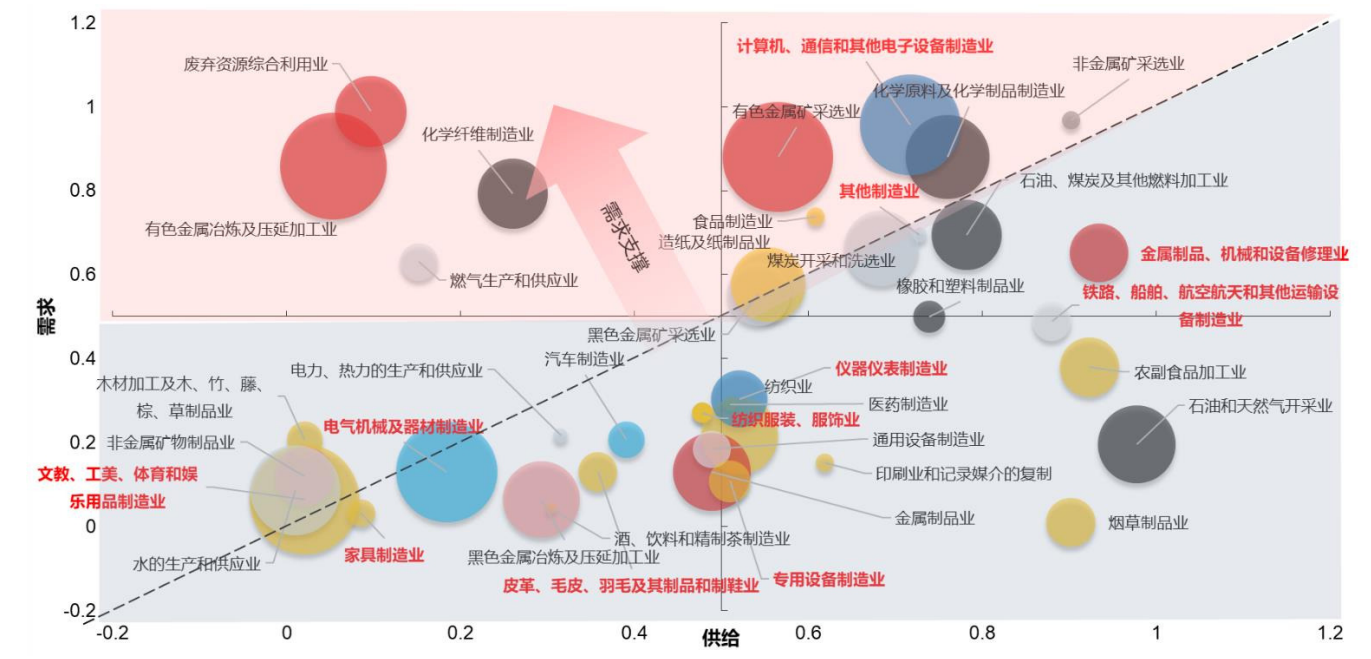
图 20：大类行业供、需、价分位水平气泡图



资料来源：Wind，长江证券研究所；注：气泡大小表示加权 PPI 历史分位；历史分位统计区间为 2006 年 2 月至 2026 年 3 月

从 39 个细分行业来看，供需关系较为健康、当前已在涨价且能够支撑持续涨价的主要包括：1) AI 产业链中，计算机、通信和其他电子设备制造；2) 有色产业链中，有色金属矿采选、有色金属冶炼及压延加工、废弃资源综合利用；3) 石油产业链中，化学原料及化学制品制造、化学纤维制造；4) 上游采选&公用事业（不含石油、有色）中的煤炭开采和洗选；5) 下游非耐用制造中的造纸及纸制品；6) 出口链中计算机、通信和其他电子设备制造。

图 21：细分行业供、需、价分位水平气泡图



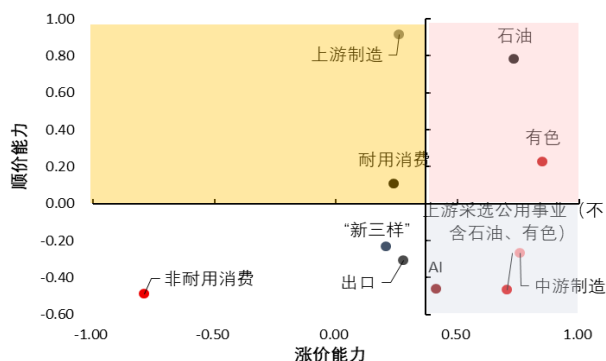
资料来源：Wind，长江证券研究所；注：1) 气泡大小表示加权 PPI 历史分位，统计区间为 2017 年 2 月至 2026 年 3 月；2) 标红的行业为出口链所包含的行业。

其次，并非所有供需改善或者成本上行的行业都能迎来价格抬升，还需度量不同行业的（顺/涨）定价能力。若成本压力扩大，且具备顺价能力的行业，后续涨价动力强；若供需缺口扩大，具备涨价能力的行业，后续涨价动力强。我们用各行业的供需缺口与 PPI 历史分位的相关系数测度行业在供需驱动下的涨价能力，用各行业的成本压力与 PPI 历史分位的相关系数测度行业在成本驱动下的顺价能力。

考虑到本轮 PPI 上行所面对的国际国内政治经济环境，与上一轮俄乌冲突期间较为类似，我们着重对比上轮 PPI 回升时期（2023.07-2024.06），不同行业的顺/涨价能力。不难发现，供需健康、且涨价能力提升的行业是 AI 链、出口链；成本上行、且顺价能力提升的行业是有色链、AI 链、出口链。

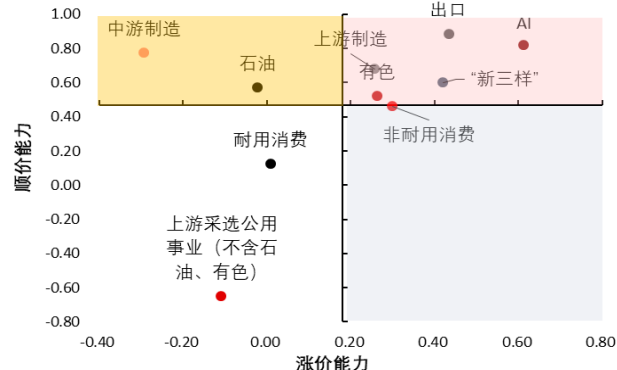
而观察本轮涨价期间（2025.03-2026.03）各行业表现，存在以下特点：1) 各行业位置整体向左上移动，反映本轮涨价的成本驱动效应更强。2) 出口、AI 链、传统中游制造、“新三样”和非耐用消费体现出更强的定价能力提升。一方面我国出口企业的规模经济、成本控制与渠道优势增强了国际竞争力，新兴制造的高端化与“新三样”、传统制造“反内卷”成果的持续显现，共同驱动了行业价格的提升。另一方面，以体验、升级类为代表的部分消费需求复苏也带动了部分下游非耐用消费细分定价回暖；3) 上游采选&公用事业（不含石油、有色）、耐用消费制造行业的涨价能力有待进一步体现。

图 22：2023 年 7 月至 2024 年 6 月期间各行业定价能力分布



资料来源：Wind，长江证券研究所；注：涨价能力由供需缺口与 PPI 加权分位数相关系数测度，顺价能力由成本压力与 PPI 加权分位数相关系数测度。

图 23：2025 年 3 月至 2026 年 3 月期间各行业定价能力分布



资料来源：Wind，长江证券研究所；注：涨价能力由供需缺口与 PPI 加权分位数相关系数测度，顺价能力由成本压力与 PPI 加权分位数相关系数测度。

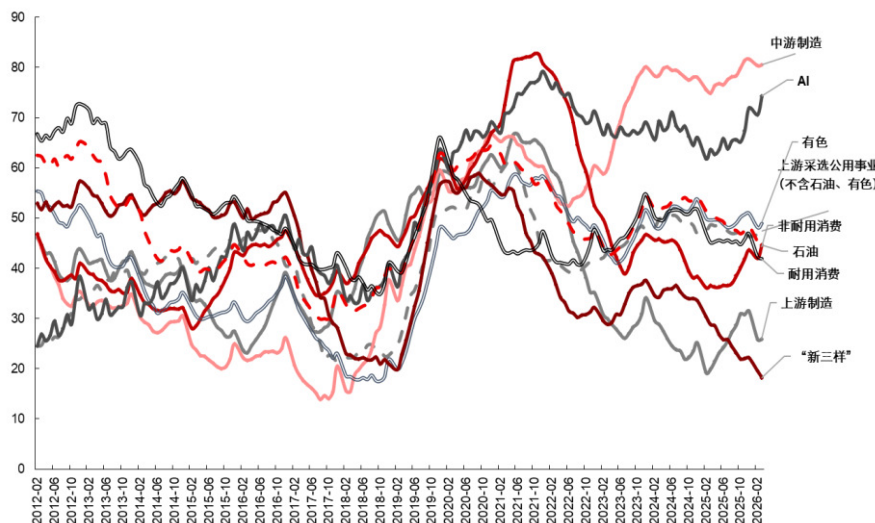
第三层：利润的表现，利润率位置&量价变动

承接上文分析结论，本轮涨价的输入性底色较强，在此基础上，输入性影响下的行业 PPI 回升是否能够转为内生驱动，还需考虑行业的利润率状态和“量”在涨价时期的变动情况，最后还需落脚到需求。不可持续的成本推动或供给冲击会导致“价升”的同时“量缩”，属于“被动涨价”，输入性因素脉冲回落后高利润或难以持续。

从当前利润率的相对位置和趋势来看，我们可以将其分为三组：

- 1) 当前，处于历史 50%以上分位且呈持续上升趋势的行业，主要包括中游制造和 AI 产业链。其中，AI 产业链的利润率优势主要可归结为三个方面：第一，AI 算力基础设施需求爆发，赋予相关企业更强的定价权；第二，高技术壁垒构筑起利润护城河，抑制了低效竞争；第三，对于国产企业而言，国产替代政策支持叠加可观的市场空白，仍能为企业提供高利润率空间。中游制造的利润率优势则来源于规模经济的成本优势与完备供应链支撑的海外市场强定价权。
- 2) 当前处于 50%左右的历史分位，且存在持续上升趋势的行业为石油链，其高利润率的来源或在于地缘冲突背景下的供给约束；当前处于 50%左右的历史分位，且趋势较为稳定的行业为有色、上游采选公用事业（不含石油、有色）、下游耐用和非耐用消费制造。其中有色链的高利润率同样源于供给约束，叠加铜下游电网建设与数据中心基础设施建设需求持续扩张，金则在去美元化与地缘冲突不确定性的背景下，拥有避险商品特性；上游采选公用事业（不含石油、有色）中火电板块或受益于煤炭对石油天然气的替代性需求扩张；而下游耐用、非耐用消费一方面具有较强的品牌溢价作为高利润率的护城河，另一方面仍存在出海与 AI 应用产业升级的逻辑，但总体受居民消费信心影响，不改利润率震荡趋势，或仍处于“弱复苏”中。
- 3) 当前处于 50%分位以下的行业，包括上游制造和“新三样”，其利润率处于低位或主因行业内部存在较强的“内卷性”竞争，产能出清未完成导致利润率持续承压，但随着“反内卷”政策的持续推进与行业产能的逐步出清，利润率或随之修复。

图 24：2012 年以来各行业利润率加权历史分位（%）



资料来源：Wind，长江证券研究所；注：1) 不含出口链；2) 历史分位统计时间为 2000 年 2 月至 2026 年 3 月。

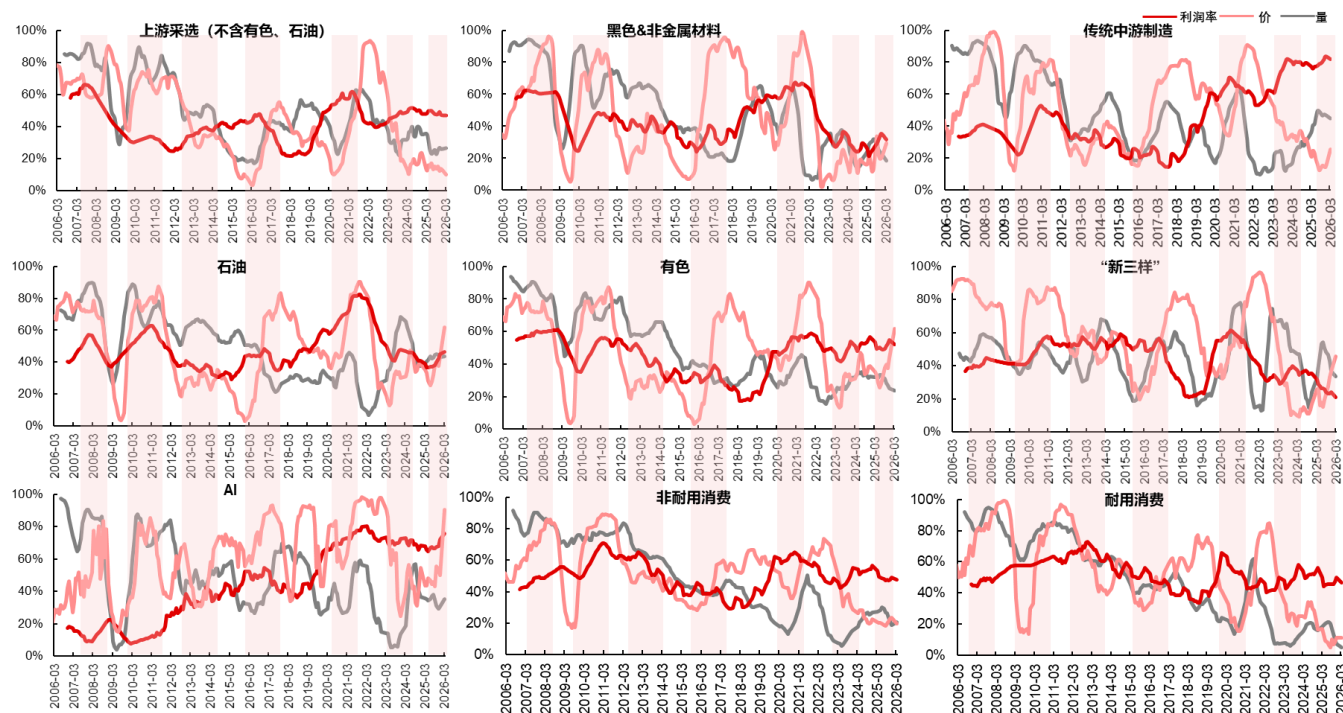
我们复盘了 2000 年以来 PPI 回升期间各行业在 PPI 回升期间的“量”、“价”变化。从历史多轮 PPI 回升期的涨价概率上来看，上游制造与石油链能够实现较大概率涨价。也对应着这两个行业是过往周期中驱动总体 PPI 回升因素中内需（投资与地产）与输入因素（国际定价大宗商品）的主导性行业。

按历史 PPI 回升期中，各行业“量”与“价”的综合表现，我们可以将行业分类三类：

- 1) 第一类行业实现“量价齐升”的概率最大，包括 AI 链、有色链与下游耐用消费制造。其中 AI 链或受益于历史多轮技术突破带来的结构性需求扩张，有色与下游耐用消费则更依赖于其“顺周期”属性，过往流动性宽松及经济底部修复带来的居民收入预期改善能够带动“顺周期”特征的行业景气上升。
- 2) 第二类行业实现“量价齐升”的概率也较大，包括上游采选&公用事业（不含石油、有色），下游非耐用消费制造。其中上游采选&公用事业（不含石油、有色）回暖更加依赖工业生产或建筑开工对能源、电力的需求；而下游非耐用消费的需求刚性较强，具有天然的“量价”同步变动基础。
- 3) 第三类行业，在历史涨价中，往往出现“量缩”。包括石油链、上游制造、中游制造、“新三样”。石油链的“量缩”或更多地源于驱动涨价的供给约束，而上游原材料制造与中游制造、“新三样”或更多受制于资源成本的压制。

从本轮涨价截至 2026 年 3 月的“量”、“价”表现来看，AI 链、石油链与下游非耐用消费实现了“量价齐升”。其中非耐用消费的需求刚性更强，或受上游农产品、化纤等原材料价格上涨传导影响，使得非耐用消费板块在本轮 PPI 回升中呈现出“量价齐升”的阶段性特征。而耐用消费部分需求受制于地产周期，部分需求则在国补政策退坡后呈现出下滑趋势。石油链则在国内库存与进口依赖分散化的支撑下，展现出较强的供给韧性与成本传导效率。

图 25：PPI 回升期九大行业量、价、利润率的历史分位表现



资料来源：Wind，长江证券研究所；注：1）由于出口链中行业分化较大，因此统计不包含出口链；2）历史分位统计区间为 2006 年 2 月至 2026 年 3 月。

综上所述，针对十大类行业，我们建立了涨价驱动因素、供需位置与定价能力、利润率水平与量价表现的三层筛选框架。意在筛选出需求扩张且供需位置相对健康、定价能力较强、利润率水平稳定或持续上升、在历史 PPI 回升周期中，大概率能够实现“量价齐升”的优质行业。

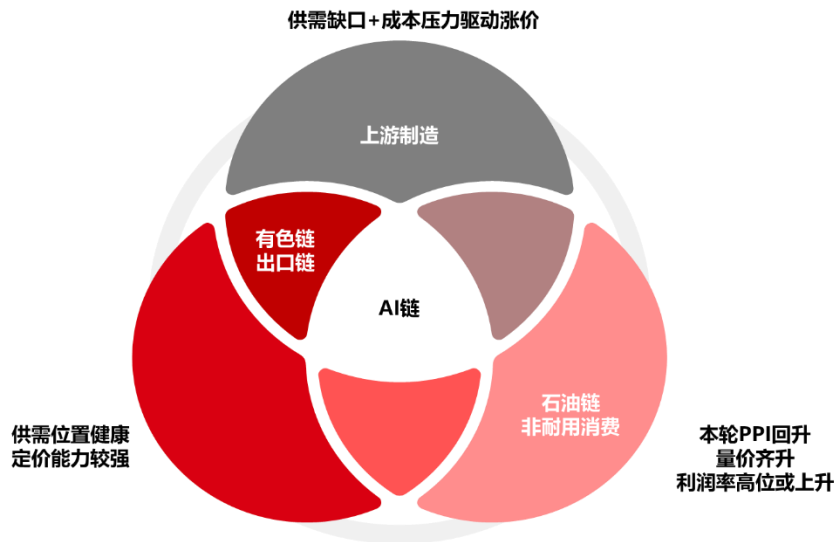
从筛选结果中我们可以看到：1）第一层，上游制造、有色链、AI 链在本轮 PPI 回升中受成本上升与供需修复的驱动实现涨价；2）第二层，AI 链、有色链与出口链不仅出现供需缺口扩张、成本上升，其当前所处的供需位置也较为健康，且具有强定价能力；3）第三层，在本轮输入性因素主导的 PPI 回升中，AI 链、石油链的量价、利润率表现较好，非耐用消费受刚性需求与价格传导影响，也出现“修复”趋势。最后，经过三层筛选后，AI 链站在涨价驱动、涨价持续与“量”、“价”、“利润率”表现的相对占优位置上。而有色链、出口链也经过两层筛选，其供需缺口扩张、成本上升驱动涨价，且当前所处的供需位置也较为健康，同时具有强定价能力。

图 26：历史与本轮 PPI 回升期各行业供需缺口、成本压力变动与利润率、量、价表现

行业	第一层		本轮		第三层		历史各轮	
	供需缺口	成本压力	供需位置	定价能力（涨价/顺价能力）	利润率	“价”	“量”	量价综合
AI链	供需缺口扩大	成本上行	供需健康	涨/顺价能力提升	50%分位以上且上升	PPI上涨	量增	量价齐升
有色链	供需缺口扩大	成本上行	供需健康	顺价能力提升	50%分位左右且稳定	PPI上涨	量跌	价升量跌
石油链	供需缺口收窄	成本上行	供需健康	未提升	50%分位左右且上升	PPI上涨	量增	量价齐升
非耐用消费	供需缺口收窄	成本上行	供大于需	涨/顺价能力提升	50%分位左右且稳定	PPI上涨	量增	量价齐升
上游采选公用事业（不含石油、有色）	供需缺口收缩	成本上行	供需健康	未提升	50%分位左右且稳定	PPI下跌	量增	价跌量升
中游制造	供需缺口收窄	成本上行	供大于需	顺价能力提升	50%分位以上且上升	PPI上涨	量跌	价升量跌
耐用消费	供需缺口收窄	成本上行	供需较弱	顺价能力提升	50%分位左右且稳定	PPI上涨	量跌	价升量跌
上游制造	供需缺口扩大	成本上行	供大于需	未提升	50%分位以下	PPI上涨	量跌	价升量跌
“新三样”	供需缺口收窄	成本上行	供大于需	涨/顺价能力提升	50%分位以下	PPI上涨	量跌	价升量跌

资料来源：Wind，长江证券研究所；注：1）本轮统计时间为 2025 年 7 月至 2026 年 3 月；2）历史分位统计区间为 2006 年 2 月至 2026 年 3 月；3）出口链中行业分化较大，不包含在统计中；4）历史量价齐升概率由历次 PPI 回升期间量价齐升的次数除以总次数得到。

图 27：三层筛选后的行业表现结果



资料来源：Wind，长江证券研究所；注：交叉部分的行业表示两个维度筛选表现均好的行业。

涨价期间：市场表现如何，谁最受益？

上文我们复盘了历史 PPI 回升期，各行业的涨价驱动因素与量价的走势情况，并构建了三层筛选标准。那么，行业业绩良好的表现是否能够映射到市场表现呢？如何判断当前基本面相对优势的行业是否仍具性价比？对此，我们复盘了历史 PPI 回升期，万得全 A、长江初级与长江一级行业板块指数的收益率表现。

具体来看：

1) 2002 年至 2004 年 PPI 回升期，能源、通讯、公用具有较好的表现，中国加入 WTO 后，投资驱动型经济快速增长，上游能源供应持续紧张，形成了以基础工业、支柱产业等大盘蓝筹股为代表的热点行情，同时期下游消费受公共卫生事件影响表现较弱，而房地产则受政策调控影响走势也较弱。

2) 2007 年至 2008 年 PPI 回升更多受输入性因素影响，在国际金融危机的背景下，经济基本面偏弱，各行业普跌，跌幅均超 30%，而通讯板块受企业改革重组、与“3G”网络快速发展等影响，表现相对抗跌。

3) 2009 年至 2011 年 PPI 回升期，在积极的财政政策托底下，需求大幅“V”型反弹，信息技术与硬件、医疗、下游耐用与非耐用消费表现均强势，而房地产行业再次受政策调控影响，走势低迷。

4) 2012 年至 2014 年 PPI 回升期，在经济战略转型的政策支持与“4G”移动互联网产业爆发驱动下，以通讯业务与信息技术与硬件等新兴产业为代表的 TMT 板块表现最为突出。而受“化解过剩产能”与“节能减排”等结构调整政策影响，化工等能源板块效益整体承压，走势偏弱。

5) 2016 年至 2017 年 PPI 回升期，在“供给侧结构性改革”的驱动下，直接受益的上游能源与原材料表现突出。同时棚改货币化提振了地产需求，居民收入的提升也带动下游可选与必选消费走势。

6) 2020 年至 2021 年 PPI 回升期，在全球流动性宽松带来的需求反弹与国内“双碳”压制下的供给受限双重作用下，工业、能源、原材料、公用收益走高。而受中美贸易摩擦的影响，通讯、信息技术与硬件等科技板块走势较弱。

7) 2023 年至 2024 年 PPI 回升同样受输入性因素主导，仅能源、公用与通讯业务板块实现正收益。在上游高成本与下游消费需求偏弱的影响下，消费、信息技术与地产走势均较弱，在调整周期中的房地产板块跌幅最大。

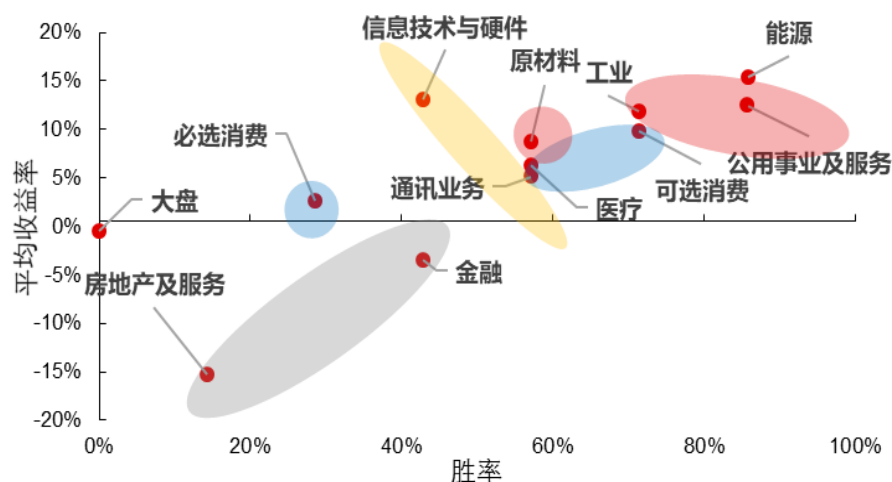
图 28：历史 PPI 回升期长江初级板块与万得全 A 收益率表现

PPI 上升期	2023.7-2024.6	2020.6-2021.10	2016.1-2017.2	2012.9-2014.9	2009.8-2011.8	2007.7-2008.9	2003.10-2004.10
能源	16.85%	67.58%	29.74%	-16.88%	24.65%	-41.45%	26.92%
公用事业及服务	10.95%	60.74%	15.96%	45.77%	4.64%	-43.52%	1.96%
金融	7.39%	8.17%	18.38%	21.46%	10.90%	-45.63%	8.10%
可选消费	-13.18%	30.31%	28.56%	66.13%	39.67%	-55.80%	-26.40%
大盘	-13.54%	27.43%	10.20%	35.45%	2.90%	-43.64%	-16.18%
通讯业务	-16.15%	-23.00%	3.59%	161.70%	0.10%	-35.51%	5.06%
原材料	-16.74%	62.07%	31.47%	15.91%	27.10%	-50.69%	8.21%
信息技术与硬件	-19.42%	0.34%	9.11%	167.46%	57.81%	-51.35%	-11.87%
医疗	-20.38%	-1.99%	18.61%	63.81%	55.32%	-32.15%	-29.87%
工业	-23.01%	68.08%	21.89%	55.06%	14.01%	-47.70%	5.43%
必选消费	-24.91%	17.43%	29.94%	15.87%	49.18%	-45.00%	-23.69%
房地产及服务	-39.45%	-15.91%	10.95%	35.23%	-5.59%	-63.68%	-28.17%

资料来源：Wind，长江证券研究所；注：1) 涨跌统计区间为历史 PPI 回升期，受数据可得性限制，2002 年至 2004 年周期统计起点为 2002 年 12 月；2) 红色字体标注的为具有超额收益率表现的行业。

从初级行业口径的平均收益率来看，过往周期中，能源、公用、工业、原材料等周期行业，可选消费、医疗等消费行业，信息技术与硬件、通讯业务等科技行业的表现较好。结合我们构建的成本+供需三层筛选结果，符合需求扩张且供需位置相对健康、定价能力较强、利润率水平稳定或持续上升、在历史 PPI 回升周期中大概率能够实现“量价齐升”的优质行业中，初级行业口径的医疗（非耐用消费）、信息技术与硬件、通讯业务（AI 链）或更大概率具有更优势的表现。

图 29：PPI 回升期长江初级板块的胜率与平均收益率



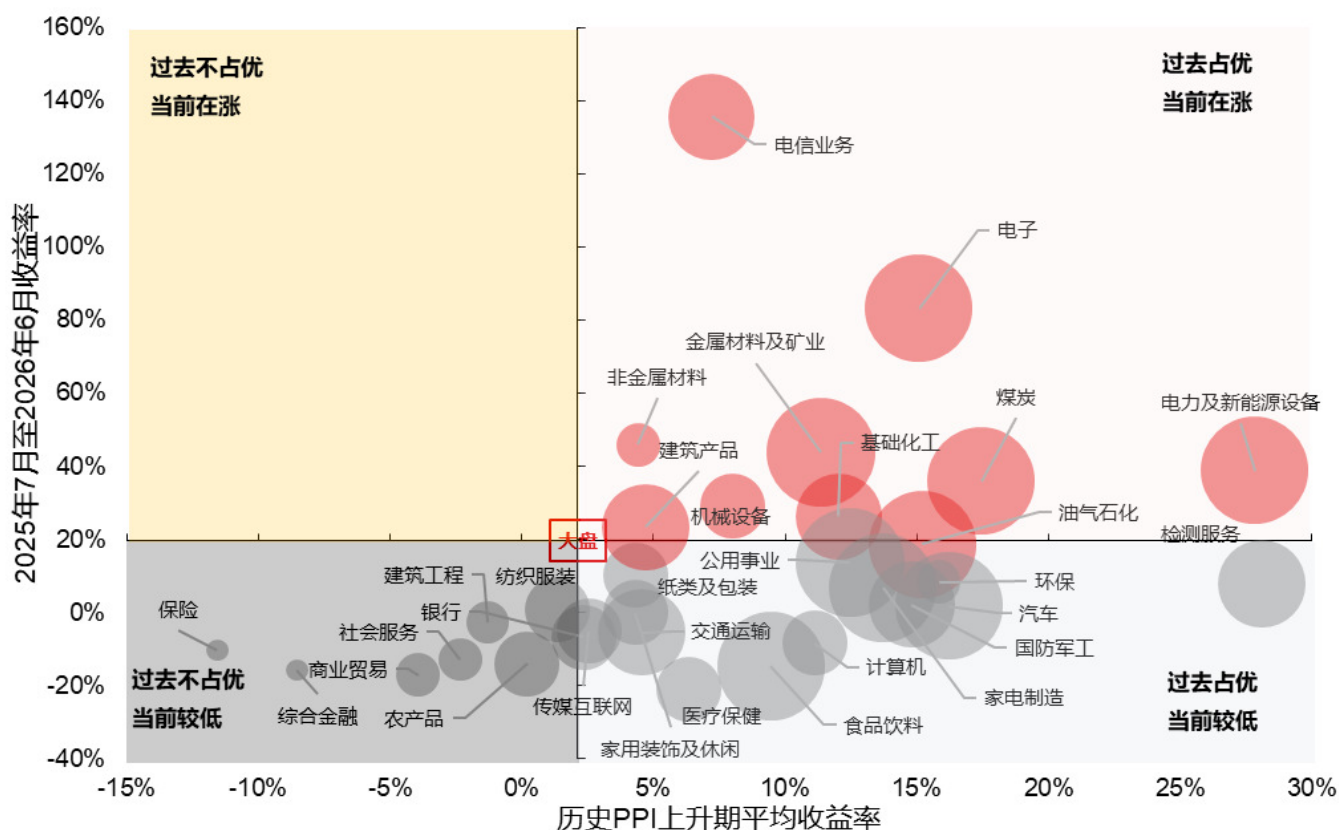
资料来源：Wind，长江证券研究所；注：1) 涨跌统计区间为历史 PPI 回升期，胜率计算方式为跑赢大盘的概率。

对比当前已实现的收益（截至 2026 年 6 月 8 日），我们发现位于第一和第四象限的行业，在历史 PPI 回升期更具超额收益优势，总体而言，第一象限提供稳定性，而第四象限提供弹性。

第一象限（历史 PPI 回升期表现强势、本轮收益亦领先）的板块，展现出较为稳定的跨周期优势。这类板块往往兼具内生供需支撑与较强定价能力，与前文三层筛选结果中 AI 链、有色链、石油链等优势方向高度重合，配置确定性相对更高。

第四象限（历史 PPI 回升期曾取得较好超额收益、但本轮至今表现相对落后）的板块，虽然短期相对滞后，却可能蕴含更高的性价比。结合我们构建的成本+供需三层筛选结果，符合需求扩张且供需位置相对健康、定价能力较强、利润率水平稳定或持续上升、在历史 PPI 回升周期中大概率能够实现“量价齐升”的优质行业中，处于第四象限的国防军工（中游制造）、计算机（AI 链）、公用事业（上游采选&公用事业）、食品饮料（非耐用消费）、医疗保健（非耐用消费）或更值得重点关注。

图 30：历史与本轮 PPI 回升期长江一级板块与万得全 A 收益率表现



资料来源：Wind，长江证券研究所；注：1) 涨跌统计区间为历史 PPI 回升期，气泡大小表示历史上跑赢大盘的概率；2) 数据截至 2026 年 6 月 8 日。

风险提示

- 1、历史复盘不代表未来表现：本报告基于历史数据进行的复盘分析与规律总结，并不构成对未来市场走势的必然预测。经济环境、政策取向及市场结构均可能发生变化，历史经验的有效性存在局限。
- 2、样本有限，模型拟合可能存在偏误：本报告所使用的数据分析与模型构建基于有限的历史样本区间。受数据可得性限制，样本容量及时间跨度可能不足以完全覆盖不同宏观周期下的复杂情形，模型拟合结果可能存在偏误等问题。
- 3、地缘冲突超预期：若全球地缘政治局势发生超预期变化，可能导致大宗商品价格剧烈波动、全球通胀升温及产业链重构加速。
- 4、油价高企影响超预期：若国际原油价格因供给冲击、OPEC+超预期减产或地缘风险爆发而持续处于高位甚至进一步上行，其对企业成本端、终端需求及货币政策路径的负面传导可能超出当前预期，进而对行业利润分配格局、PPI 走势及整体经济复苏产生超预期的压制效应。
- 5、数据截止时间点滞后：受宏观行业数据可得性与完整性影响，本文数据截止时间点存在一定滞后，可能导致测算结果出现偏误。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	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
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。