



报告日期 2026 年 08 月 02 日

大跌之后：那些被改变的和未改变的

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：陈禹豪

S0190523070004

chenyuhao@xyzq.com.cn

研究助理：王子萱

wangzixuan@xyzq.com.cn

相关研究

【兴证策略】本土机构投资者调查报告
(2026 年 7 月)-2026.07.31

【兴证策略】看似夸张的持仓，不足以
成为战略性看空的理由-2026.07.26

【兴证策略】越恐慌时，越应理性地看
数据-2026.07.19

投资要点：

一、本轮大跌之后被改变的：从股价位置、估值和筹码层面，今年已不再是“分化市”

- 经历结构上的“再平衡”、筹码的消化之后，从股价位置、筹码和估值层面，今年已不再是“分化市”。
- 首先，股价位置层面：1) 高景气指数年内收益转负、已经跑输红利指数；2) 年初至今各一级行业的涨跌分化程度已经降至 2010 年以来第五低的水平。其次，估值层面，当前多数典型科技和消费龙头的 27 年 PE 均已来到 10 倍至 20 倍区间。最后，筹码层面：1) 我们衡量市场短期情绪的拥挤度指标已经明显出现“高低易位”、“新老易位”；2) 本轮下跌之后，AI 相关赛道的仓位压力应该也有不小的消化。
- 因此，本轮调整过后，AI 与非 AI 在股价位置、估值、筹码层面上的“分化”已经得到了很大程度的收敛。当这些维度的分化收敛后，对于两者的配置性价比，核心还是应该回归对于景气优势的判断。

二、本轮大跌未改变的：景气层面的分化

- 对于 AI 而言，市场此前担忧的业绩不及预期、AI Capex 放缓的悲观情形并没有发生。北美云厂最新财报描述的产业图景：AI 回报大超预期、积压订单规模持续高增加剧供不应求、远期资本开支仍有确定性。
- 对于非 AI 而言，核心还是看国内下半年政策发力情况。最新政治局会议传达的下半年政策思路：边际上更加积极，但落地和用好存量仍是优先选项。
- 因此，AI 与非 AI 基本面的分化在下半年或仍将延续，但本轮下跌已将两者的估值拉回同一水平。如果根据 PE-G 视角做一个简单的比较：市场冷静后，会据此重新审视科技龙头的配置价值。

三、当前时点的配置思路

- 本轮大跌，改变的是股价位置、估值和筹码层面的“分化”，没有改变的是景气层面的“分化”。因此，对于这些已经跌出性价比的优质硬科技资产，从长期配置的角度，当前已经是一个合意的布局位置。
- 此外，从景气边际变化、近期催化角度看，当前建议重点关注：
- AI 中下游：重视 AI 主线向海外叙事变化、近期催化较多的 AI 中下游（软件、应用） 的扩散；
- AI 上游材料：重视超跌 AI 上游材料（新材料、小金属&能源金属、玻纤、塑料） 的修复；
- 先进制造：船舶、电池储能、创新药、电网；
- 顺周期 α ：7 月以来 化工、纺织制造、非银、工业金属、啤酒 盈利预期有所上修。

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、 本轮大跌之后被改变的：从股价位置、估值和筹码层面，今年已不再是“分化市”	3
二、 本轮大跌未改变的：景气层面的分化	7
三、 当前时点的配置思路	10

图目录

图 1、 高景气指数年内已跑输红利指数（收盘价，年初定基为 1，截至 7 月 31 日）	3
图 2、 今年以来，一级行业涨跌幅标准差已回落至历史较低水平	4
图 3、 典型科技和消费龙头 27 年 PE（截至 7 月 31 日）	4
图 4、 拥挤度指标已经明显出现“高低易位”、“新老易位”	5
图 5、 7 月以来，市场经历结构上的“再平衡”（截至 7 月 31 日）	5
图 6、 7/28 和 7/30 TMT 大跌的两日，产生正向偏离的主动基金占比大幅提升	6
图 7、 本轮电子和通信两融余额的最大回落幅度已经超过了 2024 年以来历轮“去杠杆”的水平	6
图 8、 电子和通信两融余额均已大致回落至 5 月初的位置	7
图 9、 美股科技股 EPS 超预期数量占比	8
图 10、 美股科技股 EPS 超预期幅度中位数（%）	8
图 11、 典型科技&消费龙头 2027 年 PE-G	10
图 12、 当前 AI 核心硬科技赛道拥挤度均已回落至较低水平	10
图 13、 国内光模块、光纤光缆、液冷、存储等过去一个月较海外超跌程度较大	11
图 14、 北美算力链与国产算力链龙头比价仍在去年 6 月的低位水平	11

表目录

表 1、 北美四大 CSP 厂最新 Capex 指引	8
表 2、 北美云厂最新云收入及积压订单情况	8
表 3、 历次政治局会议总量政策表述对比	9
表 4、 AI 硬件之外，7 月以来 26E 净利润增速上修的行业	12

过去一个月，我们见证了本轮 AI 牛市以来全球市场最剧烈的一次波动。当全世界都在“找理由”“去杠杆”、被流动性负反馈和恐慌情绪裹挟时，市场只能“以空间换时间”，等待情绪更明确的触底信号、等待基本面给出更清晰的指引。

本周无疑是一个重要“分水岭”。全球股市不约而同展开“自救”遏制流动性负反馈，国内外几个重要靴子也在本周落地，给予市场一个重回理性、客观分析的理由。

因此，对于结构的选择、对于 AI 和非 AI，最重要的还是回归行业比较的本质：基本面、股价位置、估值、筹码——本轮大跌之后，被改变的是什么？未改变的又是什么？这些问题厘清后，后续的配置思路将更加清晰。

一、本轮大跌之后被改变的：从股价位置、估值和筹码层面，今年已不再是“分化市”

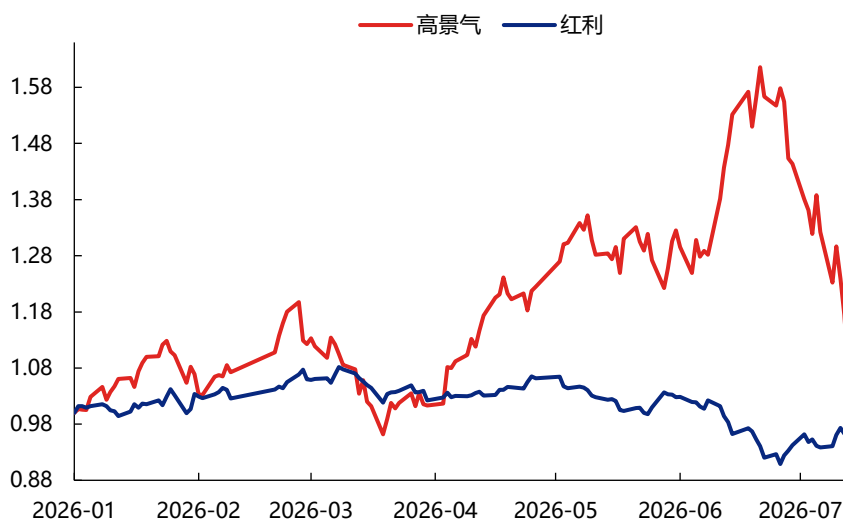
本轮大跌之前，市场最大的感受是 AI 与非 AI 的“分化”。诚然，此前积累的巨大浮盈、过于集中的筹码，是本轮全球 AI 共振调整的主因。

但本轮大跌之后改变最大的恰恰也在于此——经历结构上的“再平衡”、筹码的消化之后，从股价位置、估值和筹码层面，今年已不再是“分化市”。

首先，股价位置层面：

- 1) 高景气指数年内收益转负、已经跑输红利指数：衡量高景气行业中龙头股表现的高景气指数，年内收益已由最高 60% 以上的水平转负、并已跑输红利指数。

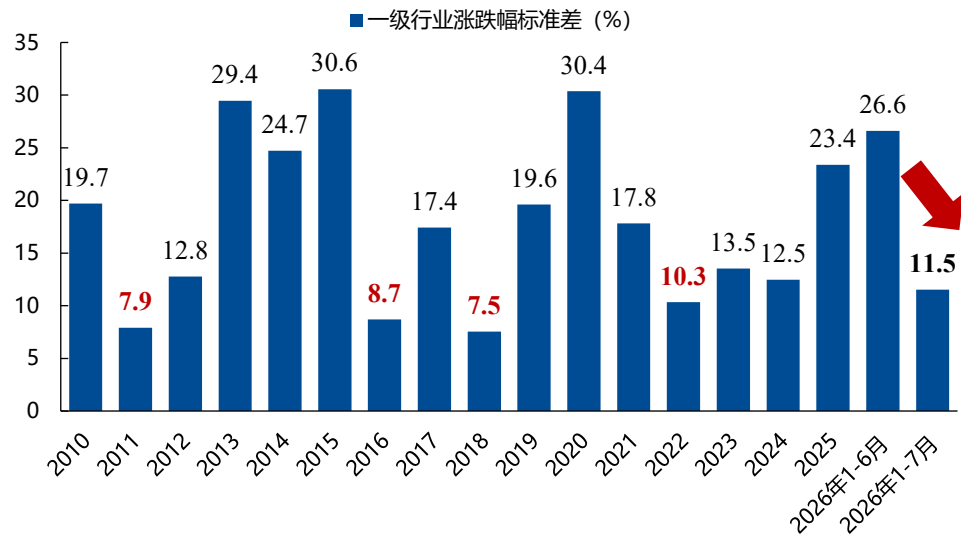
图1、高景气指数年内已跑输红利指数（收盘价，年初定基为 1，截至 7 月 31 日）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 年初至今各一级行业的涨跌分化程度已经降至 2010 年以来第五低的水平：大跌前（1-6 月），各一级行业的涨跌幅标准差是 26.6%，为 2010 年以来第四高（仅次于 2013、2015、2020 年）；大跌后（1-7 月），这一指标大幅下降至 11.5%，为 2010 年以来第五低（仅高于 2011、2016、2018、2022 年）。

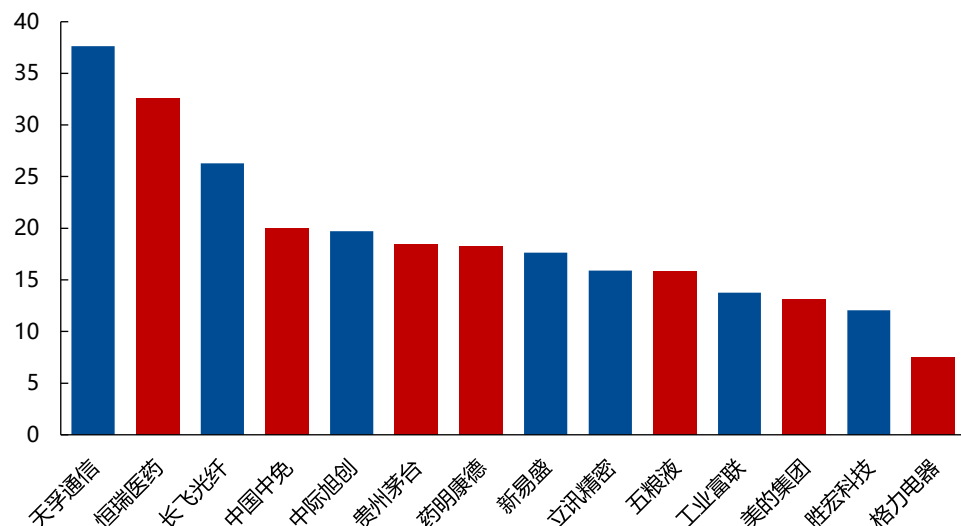
图2、今年以来，一级行业涨跌幅标准差已回落至历史较低水平



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

其次，估值层面，当前多数典型科技和消费龙头的 27 年 PE 均已来到 10 倍至 20 倍区间。从远期配置视角来看，当前的科技龙头已经算不上“贵”。

图3、典型科技和消费龙头 27 年 PE（截至 7 月 31 日）

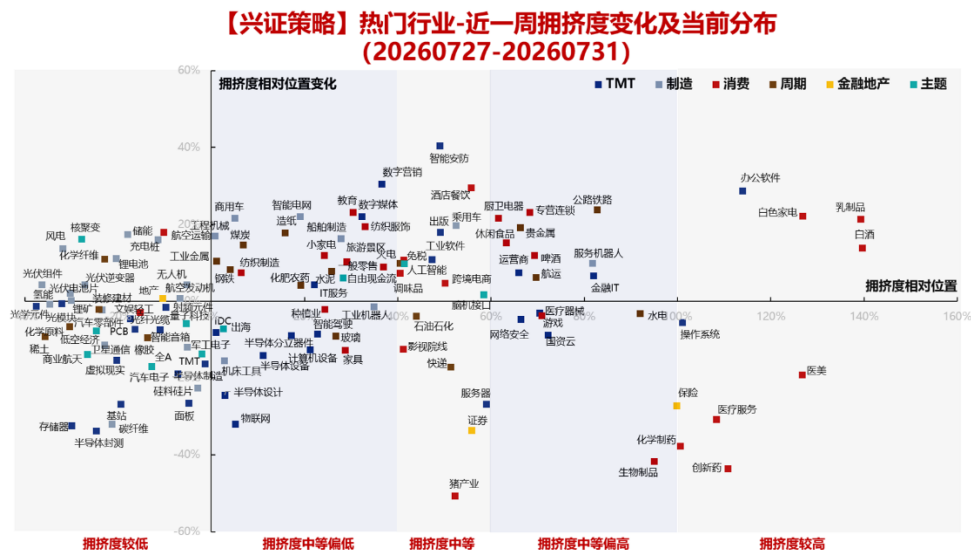


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

最后，筹码层面：

1) 我们衡量市场短期情绪的拥挤度指标已经明显出现“高低易位”、“新老易位”：此前低位的消费、红利拥挤度已升至较高水平，而多数科技成长板块拥挤度已回落至历史底部。

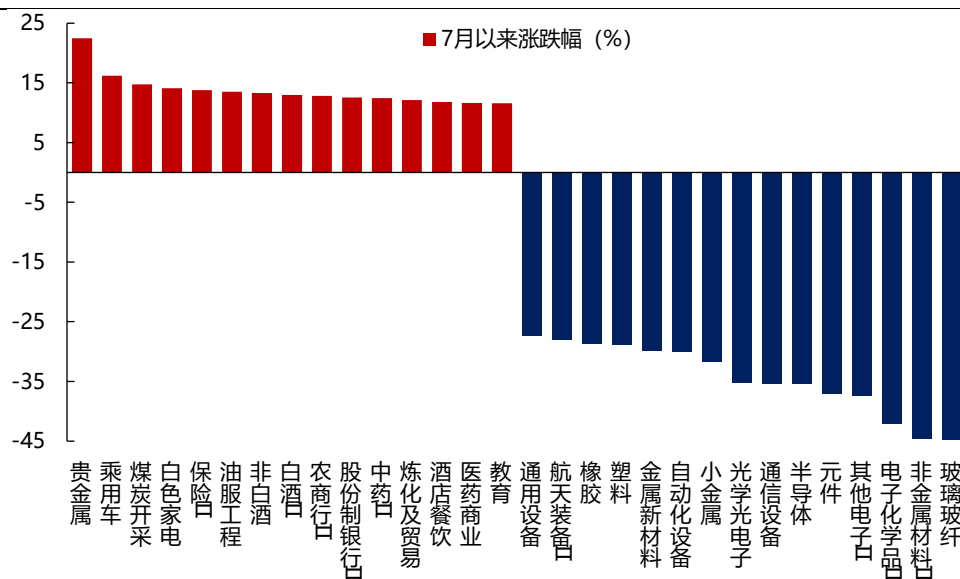
图4、拥挤度指标已经明显出现“高低易位”、“新老易位”



2) 本轮下跌之后，AI 相关赛道的仓位压力应该也有不小的消化：

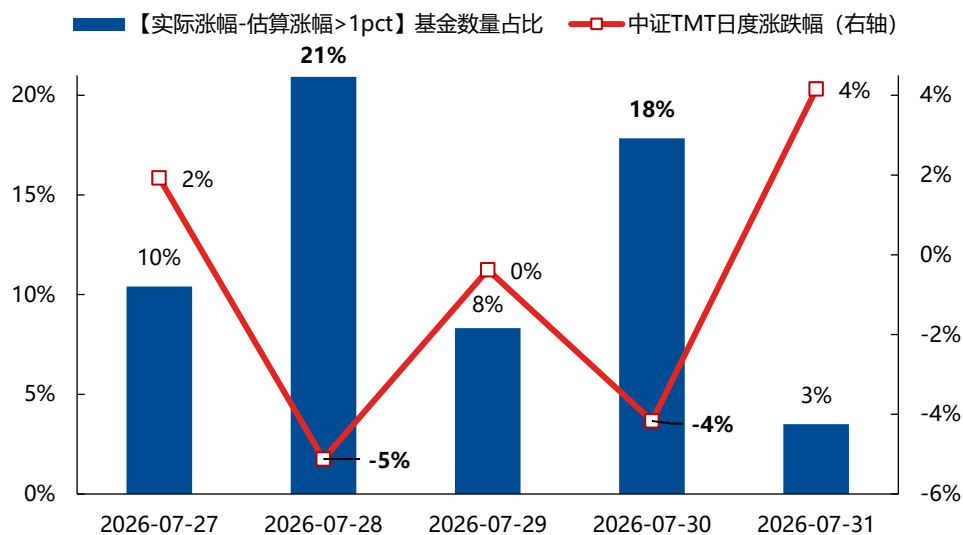
对于主动公募而言，7 月以来，AI 相关赛道（包括通信设备、电子硬件、有色&化工&玻璃玻纤等上游材料）普遍已有 25%至 50%的回撤。无论是由于股价本身的跌幅，还是基金经理主动调仓的行为，在 AI 相关赛道的配置比例应该已经得到了一定程度的消化。

图5、7 月以来，市场经历结构上的“再平衡”（截至 7 月 31 日）



作为佐证，7/28 和 7/30 TMT 大跌的两日，产生正向偏离（实际跌幅相比基于基金二季报持仓估算的跌幅更小）的主动基金占比大幅抬升，表明在此过程中，主动基金相比二季报已经有不小程度的调仓。

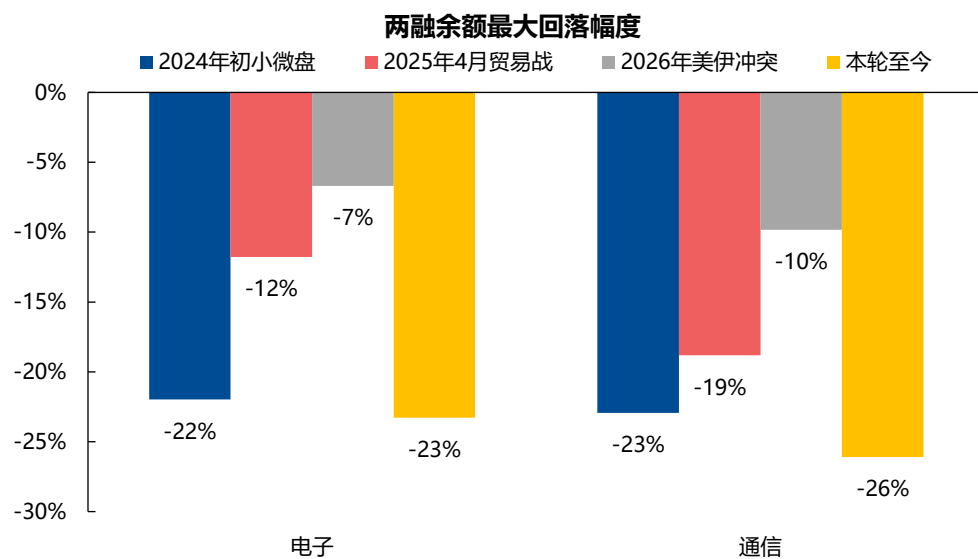
图6、7/28 和 7/30 TMT 大跌的两日，产生正向偏离的主动基金占比大幅提升



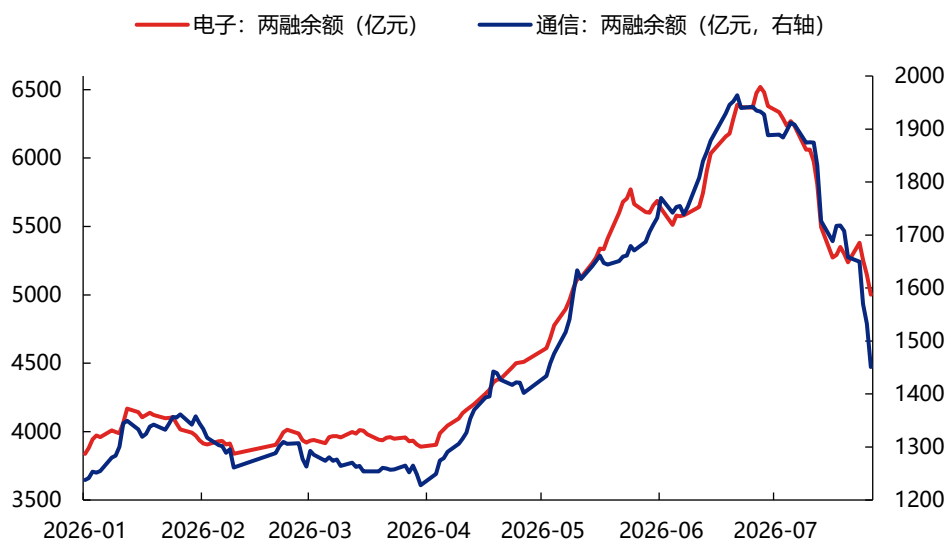
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

对于两融而言，当前电子和通信的两融余额分别较高点下滑 23%/26%，超过了2024 年以来历轮“去杠杆”的幅度，且绝对数值均已大致回落至 5 月初的位置，高波资金的筹码压力也得到了较大消化。

图7、本轮电子和通信两融余额的最大回落幅度已经超过了 2024 年以来历轮“去杠杆”的水平



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、电子和通信两融余额均已大致回落至 5 月初的位置

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

因此，本轮调整过后，AI 与非 AI 在股价位置、估值、筹码层面上的“分化”已经得到了很大程度的收敛。当这些维度的分化收敛后，对于两者的配置性价比，核心还是应该回归对于景气优势的判断。

二、本轮大跌未改变的：景气层面的分化

而本轮大跌没有改变的，恰恰是 AI 与非 AI 在景气层面的分化。

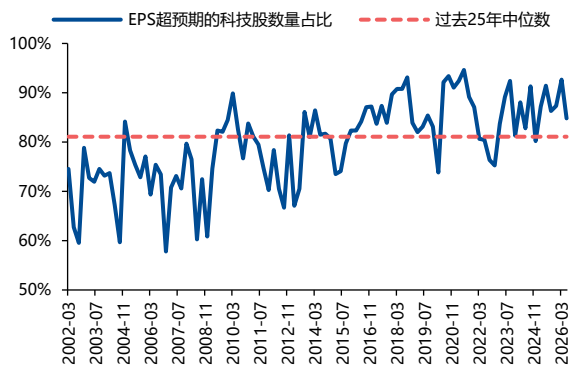
对于本轮 AI 调整，我们反复强调，本质是流动性的负反馈放大了波动和恐慌情绪，基本面并没有发生太多的实质性变化，更多是需要更加明确的信息再次凝聚市场共识。

而随着本周北美云厂业绩、国内政治局会议相继落地，对于 AI 与非 AI 的景气，市场应该有了进一步清晰的判断。

首先，对于 AI 而言，市场此前担忧的业绩不及预期、AI Capex 放缓的悲观情形并没有发生。北美云厂最新财报描述的产业图景：AI 回报大超预期、积压订单规模持续高增加剧供不应求、远期资本开支仍有确定性。

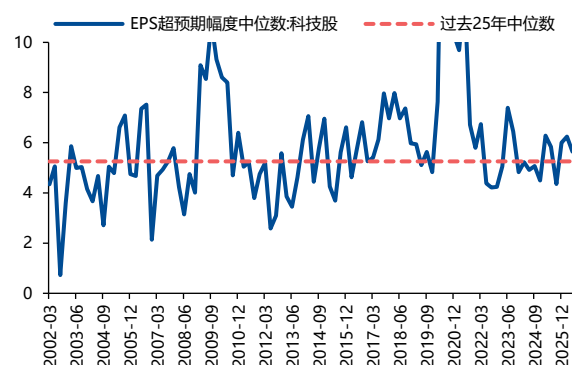
第一，即使经历二季度以来的大幅上修，26Q2 美股科技股业绩超预期的比例和幅度仍位于历史较高水平：26Q2 美股科技股 EPS 超预期的数量占比达到 85%，EPS 超预期幅度中位数 5.5%，均位于历史较高水平。

图9、美股科技股 EPS 超预期数量占比



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、美股科技股 EPS 超预期幅度中位数 (%)

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理
注：为作图效果，纵轴未显示完全

第二，Hyperscalers 26 年 Capex 指引继续上修，27 年 Capex 扩张仍有确定性：谷歌、META、亚马逊 26 年 Capex 指引继续上修，四大 CSP 厂合计约 7200-7450 亿美元，中枢口径下 26 年 Capex 增速提升至约+80%。对于 27 年虽然没有给出定量指引，但无一给出“缩减”信号。

表1、北美四大 CSP 厂最新 Capex 指引

公司	2026 年 Capex 指引	2027 年 Capex 指引
谷歌	上修 150 亿美元至 1950-2050 亿美元	明确“2027 年 Capex 将较 2026 年显著增加”
微软	1900 亿美元不变（但因会计口径调整下调至 1750 亿美元）	FY2027（26H2+27H1）指引 2550-2600 亿美元，按 2026 年后置化投放节奏折算，2027 年约 3000-3300 亿美元
META	下限上修 50 亿美元至 1300-1450 亿美元	未给 2027 年定量指引，但明确表态“算力紧缺，短期尽可能扩大产能”
亚马逊	上修 200 亿美元至 2200 亿美元	“今明两年容量仍无法满足全部需求，2028 年预订需求同样极为强劲”

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

第三，云厂 AI 回报均超市场预期，云业务积压订单规模持续高增加剧供不应求，继续保证了 AI 资本开支的持续性：谷歌、微软、亚马逊云收入均显著高于市场预期，前期投入的资本开支正在转化为真实的 AI 回报。更重要的是，三家云业务积压订单（RPO/Backlog）规模持续高增，且增速大幅超过云收入增长，供需矛盾加剧，为后续增长拉高能见度，同时也保证了后续 AI 资本开支的持续性。

表2、北美云厂最新云收入及积压订单情况

公司	云收入情况	RPO/Backlog（积压订单）情况
谷歌	谷歌云（GCP）+82%，高于预期的+65%	升至 5140 亿美元，高于市场预期的约 4881 亿美元
微软	Azure 云收入+43%，高于预期的+40%	同比大增 84%至 6780 亿美元
亚马逊	AWS 增速+37%，高于预期的+31%	同比大增 154%至 4960 亿美元

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

其次，对于非 AI 而言，核心还是看国内下半年政策发力情况。最新政治局会议传达的下半年政策思路：边际上更加积极，但落地和用好存量仍是优先选项。“逆周期调节”、“及时谋划出台增量政策”相比 4 月更加积极。如果三、四季度基本面对下行压力加大，增量政策或会托底呵护。但落地和用好存量仍是优先选项，无论是货币政策还是财政政策，大幅加力的必要性或不强。

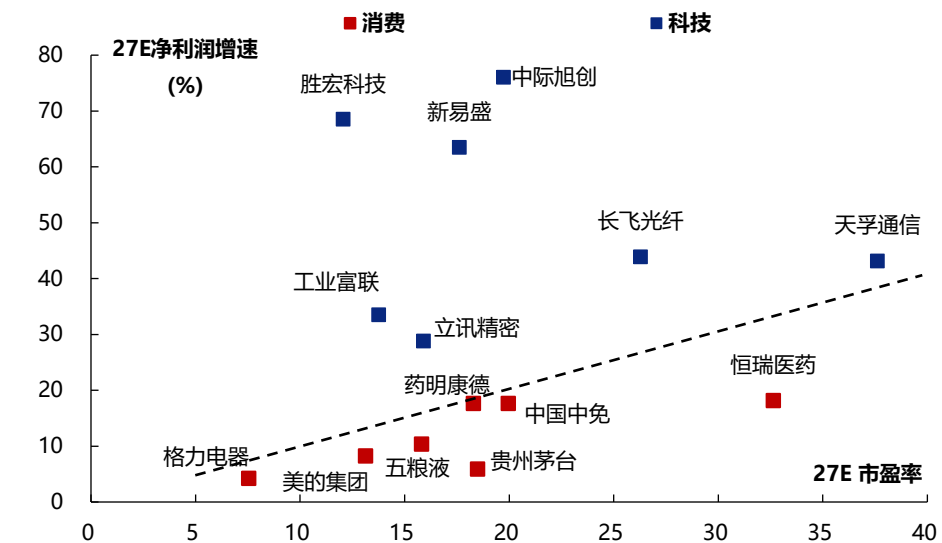
表3、历次政治局会议总量政策表述对比

主要内容	2026 年 7 月	2026 年 4 月	2025 年 12 月	2025 年 7 月	2025 年 4 月	2024 年 9 月
总体要求	充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策，加大逆周期调节力度	持续扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量	坚持稳中求进、提质增效；发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度	保持政策连续性稳定性，增强灵活性预见性	根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节	有效落实存量政策，加大推出增量政策
财政政策	加快财政支出和债券资金使用进度	持续优化财政支出结构	继续实施更加积极的财政政策	加快政府债券发行使用，提高资金使用效率	加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用；扩围提质实施两新政策，加力实施两重建设	保证必要的财政支出，发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债
货币政策	综合运用并适时调整货币政策工具；优化实施财政金融协同促内需政策	增强货币政策前瞻性灵活性针对性，保持流动性充裕	适度宽松的货币政策	货币政策要保持流动性充裕，用好各项结构性货币政策工具	适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济	降低存款准备金率，实施有力度的降息

数据来源：中国政府网，兴业证券经济与金融研究院整理

因此，AI 与非 AI 基本面的分化在下半年或仍将延续，但本轮下跌已将两者的估值拉回同一水平。如果根据 PE-G 视角做一个简单的比较：当前多数典型科技和消费龙头的 27 年 PE 均已来到 10 倍至 20 倍区间，但对应的却分别是 30%以上和 10%左右的预期增速。市场冷静后，会据此重新审视科技龙头的配置价值。

图11、典型科技&消费龙头 2027 年 PE-G



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：数据截至 7 月 31 日，盈利预测来自 Wind 一致预期

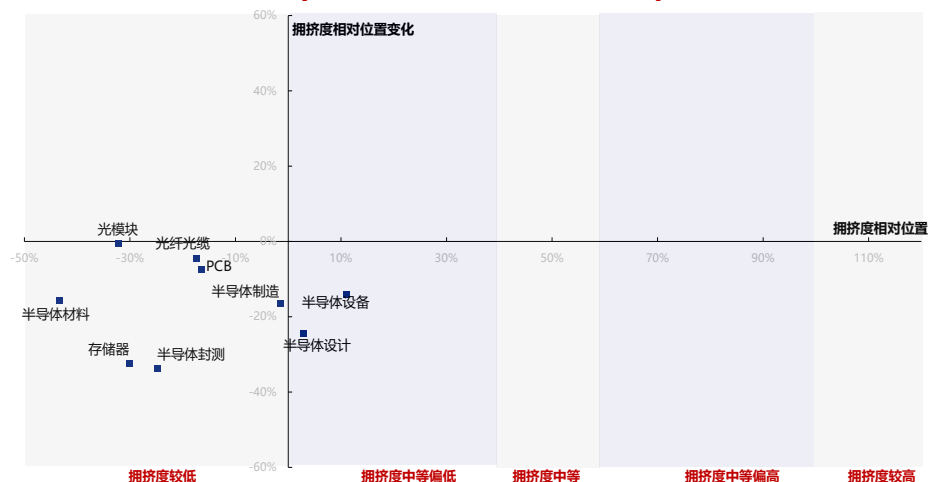
三、当前时点的配置思路

本轮大跌，改变的是股价位置、估值和筹码层面的“分化”，没有改变的是景气层面的“分化”。因此，对于这些已经跌出性价比的优质硬科技资产，从长期配置的角度，当前已经是一个合意的布局位置。

并且，多数 AI 核心赛道拥挤度已经回落至底部，过去一个月相较于海外也已经有程度不小的超跌。内部，对于光通信等北美算力链龙头需要提高重视。

图12、当前 AI 核心硬科技赛道拥挤度均已回落至较低水平

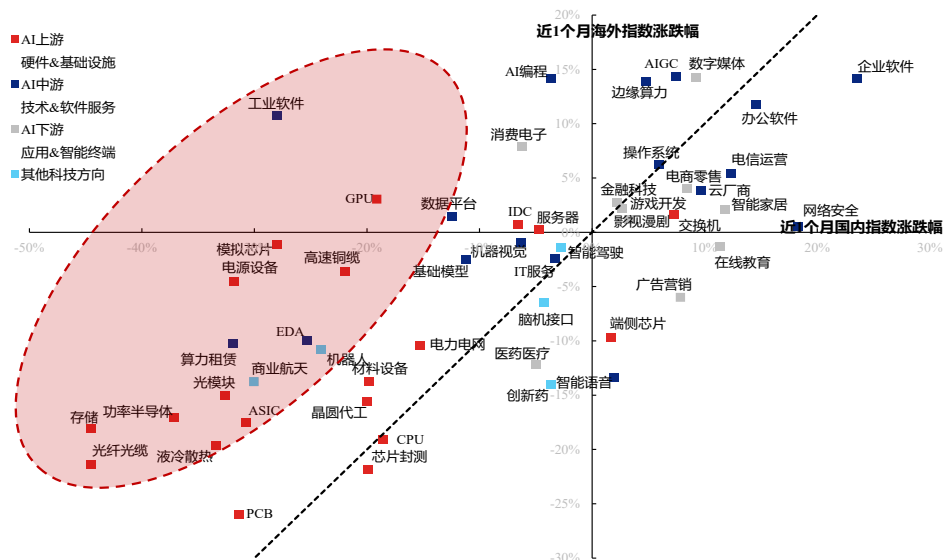
【兴证策略】AI核心赛道-近一周拥挤度变化及当前分布 (20260727-20260731)



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、国内光模块、光纤光缆、液冷、存储等过去一个月较海外超跌程度较大

【兴证策略】全球科技投资映射月跟踪 (20260703-20260731)



数据来源：Wind，Factset，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、北美算力链与国产算力链龙头比价仍在去年6月的低位水平



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

此外，从景气边际变化、近期催化角度看，当前建议重点关注：

- **AI 中下游**：重视 AI 主线向海外叙事变化、近期催化较多的 **AI 中下游(软件、应用)** 的扩散；
- **AI 上游材料**：重视超跌 **AI 上游材料(新材料、小金属&能源金属、玻纤、塑料)** 的修复；
- **先进制造**：**船舶、电池储能、创新药、电网**；

- **顺周期 α ：**7 月以来**化工、纺织制造、非银、工业金属、啤酒**盈利预期有所上修。

表4、AI 硬件之外，7 月以来 26E 净利润增速上修的行业

板块	一级行业	二级行业	7 月以来 2026E 净利润 上修幅度	2026 年预测 净利润增速	7 月涨跌 幅	年初以来 涨跌幅	龙一	龙二	龙三
AI 中下游	计算机	计算机设备	3.4%	42%	-8.3%	-8.6%	海康威视	中科曙光	浪潮信息
	传媒	影视院线	1.9%	468%	2.9%	-23.0%	光线传媒	中国电影	儒意电影
	计算机	IT 服务 II	0.8%	419%	-4.0%	-15.6%	紫光股份	南网数字	宝信软件
	传媒	广告营销	0.1%	372%	4.4%	-10.0%	分众传媒	蓝色光标	易点天下
AI 上游材料	有色金属	金属新材料	16.2%	26%	-29.9%	-14.8%	金力永磁	铂科新材	斯瑞新材
	有色金属	小金属	0.9%	78%	-31.7%	6.2%	北方稀土	中国铀业	中钨高新
	建筑材料	玻璃玻纤	1.8%	132%	-44.8%	59.2%	中国巨石	国际复材	宏和科技
	基础化工	塑料	1.7%	72%	-28.9%	-6.9%	上纬新材	金发科技	东材科技
	有色金属	能源金属	0.1%	214%	-27.2%	-25.7%	赣锋锂业	天齐锂业	华友钴业
先进制造	国防军工	航海装备	3.8%	140%	2.7%	5.8%	中国船舶	松发股份	中船防务
	电力设备	电池	1.9%	78%	-11.7%	-3.3%	宁德时代	亿纬锂能	天赐材料
	医药生物	医疗服务	0.6%	16%	3.4%	14.7%	药明康德	爱尔眼科	康龙化成
	电力设备	电网设备	0.3%	22%	-10.4%	-2.6%	国电南瑞	思源电气	特变电工
顺周期	房地产	房地产开发	9.4%	88%	-0.6%	-16.5%	保利发展	招商蛇口	张江高科
	基础化工	化学纤维	3.7%	71%	-9.1%	-10.1%	华峰化学	中复神鹰	新凤鸣
	纺织服饰	纺织制造	2.9%	5%	2.9%	-14.6%	华利集团	伟星股份	百隆东方
	非银金融	证券 II	2.8%	11%	-1.7%	-9.4%	中信证券	国泰君安	东方财富
	农林牧渔	农产品加工	2.7%	19%	6.4%	-14.3%	金龙鱼	中粮糖业	安得利
	非银金融	保险 II	2.1%	5%	13.8%	-19.1%	中国人寿	中国平安	中国人保
	有色金属	工业金属	1.2%	68%	11.4%	-5.8%	紫金矿业	洛阳钼业	宏桥控股
	食品饮料	非白酒	0.2%	11%	13.3%	-7.7%	青岛啤酒	燕京啤酒	重庆啤酒

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：盈利预测来自 Wind 一致预期；龙头依据最新市值排序；数据截至 7 月 31 日

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