仅供内部参考，请勿外传

报告日期 2026 年 08 月 23 日

9 月将是科技板块重要的决胜窗口

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：陈恭懿
S0190523060001
chengongyi@xyzq.com.cn

研究助理：王子萱
wangzixuan@xyzq.com.cn

相关研究

【兴证策略】当更多景气线索被“看见”-2026.08.16

【兴证策略】大跌之后如何收复失地：三类典型案例-2026.08.09

【兴证策略】大跌之后：那些被改变的和未改变的-2026.08.02

投资要点：

一、9 月将是科技板块重要的决胜窗口

- **近期全球科技股的波动，一方面是海外超长债快速上行的扰动，另一方面是 Anthropic 最新 ARR 不及预期带来的扰动。但相关担忧有望于 9 月中下旬开始陆续缓解，届时将是科技板块的重要决胜窗口：**
- **第一，对于近期海外超长债利率的快速上行，其中既有高油价引发的通胀预期、市场担忧美联储无法控制通胀和季节性规律推动期限溢价抬升等短期快变量，也有国债供给上升、债务问题以及 AI 企业发债的挤占影响等中长期慢变量。后续来看，其中油价、通胀预期、政策表态等短期快变量有望于 9 月开始缓和：**1）当前 93 美元/桶的油价向下的空间和概率更高，通胀预期有望缓和；2）快速飙升的利率有望倒逼更加宽松的美联储，后续市场加息预期有望进一步修正；3）大选时点同样支撑美联储按兵不动。
- **第二，对于近期市场担忧的 ARR 不及预期，随着 Anthropic 上市临近、披露更加清晰的数据，也有望缓解相关担忧。**
- **因此，9-10 月，随着油价阶段性回落、叠加市场对 26 年加息预期的重新定价，美国长债利率有望见顶回落。对于科技股而言，将是继 7 月微观流动性压力缓和后，宏观流动性改善所提供的第二次分母端逻辑支撑，有望为行情再度凝聚共识提供有利契机。**

二、中长期，景气和产业趋势仍是主导本轮 AI 行情的核心矛盾

- **美债利率上行对于权益资产的影响，更多在于分母端的估值。历史经验看，当处于一段由大的产业趋势引领的行情时，如果分子端足够强劲，仍然能够一定程度上对冲无风险利率上行的冲击，带领股价顶着分母端压力的逆风实现上涨。历史上不乏这类案例。**
- **尤其是对于今年而言，经历了上半年沃什上台、美伊冲突的扰动，市场已经适应了宏观流动性趋紧的环境，定价的主要矛盾已经转向盈利。**
- **因此，即使今年宏观流动性边际收紧、美债利率或将确认一个更高的中枢，但对于本轮 AI 行情的存续，后续关键的，依然是分子端景气和产业趋势的验证。**

三、配置上，继续围绕景气线索，定价景气主线的扩散

- **配置上，景气仍是核心线索。**第一，经历此前估值和筹码的消化后，8 月以来景气的 β 已经回归，业绩对股价的支撑力恢复；第二，全球利率中枢抬升后，市场在结构的选择上也将更加聚焦景气确定性；第三，下周 A 股进入密集中报正式业绩披露期、海外科技巨头也即将迎来财报的验证。
- **不过，在经历此前“再平衡”之后，市场正在逐渐发掘并认可更多景气线索，定价的范围也会相较此前更加扩散。**
- **优质硬科技资产仍有望是后续引领市场修复的核心动力。**内部，继续重视引领本轮修复、当前性价比仍高的**光模块、PCB、光纤光缆等北美算力链**。
- **此外，关注其他尚未被充分定价的景气线索：有色、AI 上游设备、创新药、新能源（电池储能、电网），**以及资源品中超跌的**AI 上游材料（玻纤、小金属）**等。

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。

仅供内部参考，请勿外传

目录

一、 9 月将是科技板块重要的决胜窗口.....3
二、 中长期，景气和产业趋势仍是主导本轮 AI 行情的核心矛盾.....5
三、 配置上，继续围绕景气线索，定价景气主线的扩散.....8

图目录

图 1、 近期美债利率的飙升，期限溢价是主要贡献（%）.....4
图 2、 受加息预期和基本面数据影响更大的短端利率和美元指数反而在回落.....4
图 3、 后续影响美联储政策表态的关键事件梳理.....5
图 4、 Polymarket 目前定价 Anthropic10 月底前上市的概率为 82%.....5
图 5、 1999 年下半年，美联储加息的时间反而是科网行情斜率最快的阶段.....6
图 6、 2021 年，高景气支撑新能源顶着流动性边际紧缩的压力逆势走强.....7
图 7、 今年以来，全球主要科技市场的涨幅基本均由盈利贡献（截至 8 月 21 日）.....7
图 8、 今年以来，A 股主要成长行业的涨幅基本均由盈利贡献（截至 8 月 21 日）.....8
图 9、 8 月以来各因子涨跌幅：景气因子是行业结构的重要“分水岭”（截至 8 月 14 日）.....8
图 10、 8 月以来各行业 TOP5 因子涨跌幅（截至 8 月 14 日）.....9
图 11、 8 月以来，北美算力链引领 AI 产业链修复，当前其与国产算力链的比价仍位于历史中等偏低位置.....9

表目录

表 1、 7 月以来 2026E 净利润上修的代表性细分方向.....10

仅供内部参考，请勿外传

一、9 月将是科技板块重要的决胜窗口

近期，飙升的美长债利率再度成为全球资产的定价锚，打断了 8 月以来科技股引领的修复，市场对后续权益资产、尤其是科技股能否延续修复有较大担忧。

我们认为，近期全球科技股的波动，一方面是海外超长债快速上行的扰动，另一方面是 Anthropic 最新 ARR 不及预期带来的扰动。但相关担忧有望于 9 月中下旬开始陆续缓解，届时将是科技板块的重要决胜窗口。

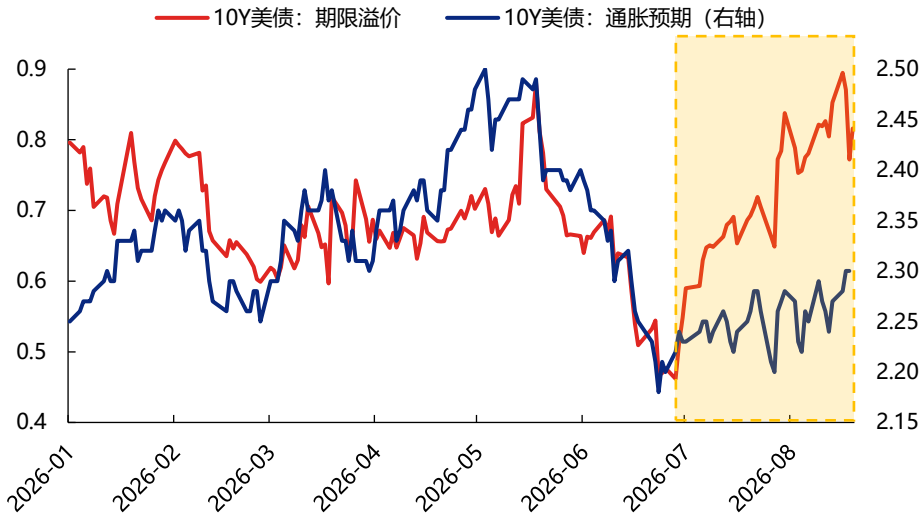
第一，对于近期海外超长债利率的快速上行，其中既有高油价引发的通胀预期、市场担忧美联储无法控制通胀和季节性规律推动期限溢价抬升等短期快变量，也有国债供给上升、债务问题以及 AI 企业发债的挤占影响等中长期慢变量。后续来看，其中油价、通胀预期、政策表态等短期快变量有望于 9 月开始缓和：

- **1）当前 93 美元/桶的油价向下的空间和概率更高，通胀预期有望缓和**：随着美国战略石油储备耗尽，倒逼美国尽快解决原油的供需错配问题。同时，随着中期选举逐渐进入白热化阶段，为守住参议院，特朗普及共和党也将会有更强的动力和诉求去阶段性稳住油价。
- **2）快速飙升的利率有望倒逼更加宽松的美联储，后续市场加息预期有望进一步修正**：一方面，近期美国就业、通胀、消费等数据已在接连走弱。随着上半年支撑经济韧性的因素逐步消退，后续美国经济内生动能的走弱信号将愈发明显；另一方面，近期长债收益率的大幅上行，本身也相当于市场自发收紧金融条件，降低了美联储后续加息的必要性。
- **3）大选时点同样支撑美联储按兵不动**：1990 年以来，在选举年的下半年中，美联储从未出现过鹰派的政策转向，尤其是在选举年的 10 月和 11 月进行鹰派操作（包括加息、QT 和 QETaper）。

因此，9-10 月，随着油价阶段性回落、叠加市场对 26 年加息预期的重新定价，美国长债利率有望见顶回落。对于科技股而言，将是继 7 月微观流动性压力缓和后，宏观流动性改善所提供的第二次分母端逻辑支撑，有望为行情再度凝聚共识提供有利契机。

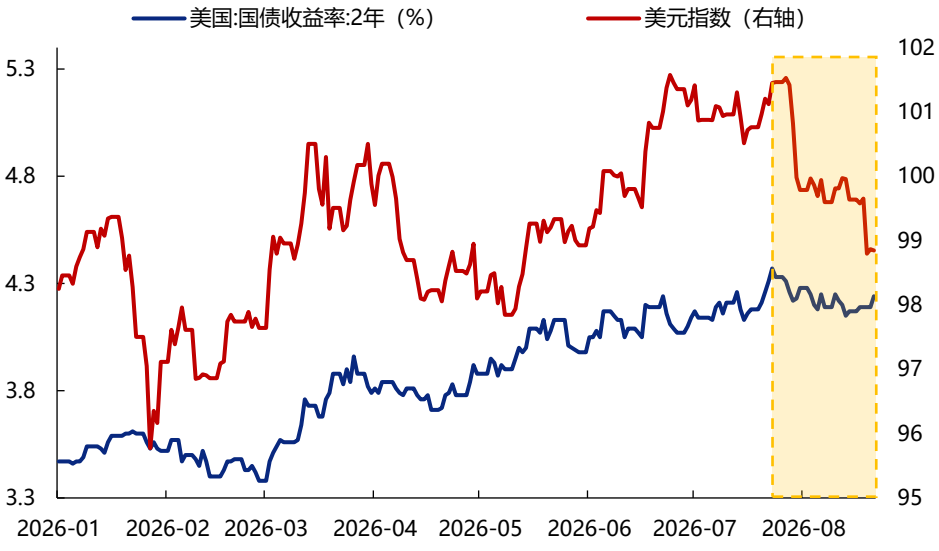
仅供内部参考，请勿外传

图1、近期美债利率的飙升，期限溢价是主要贡献（%）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、受加息预期和基本面数据影响更大的短端利率和美元指数反而在回落



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

后续政策表态的几个观察窗口，一是下周即将召开的杰克逊霍尔会议中沃什的表态，二是 8 月底至 9 月初公布的最新通胀、就业数据，三是 9 月中旬召开的 FOMC 会议。

仅供内部参考，请勿外传

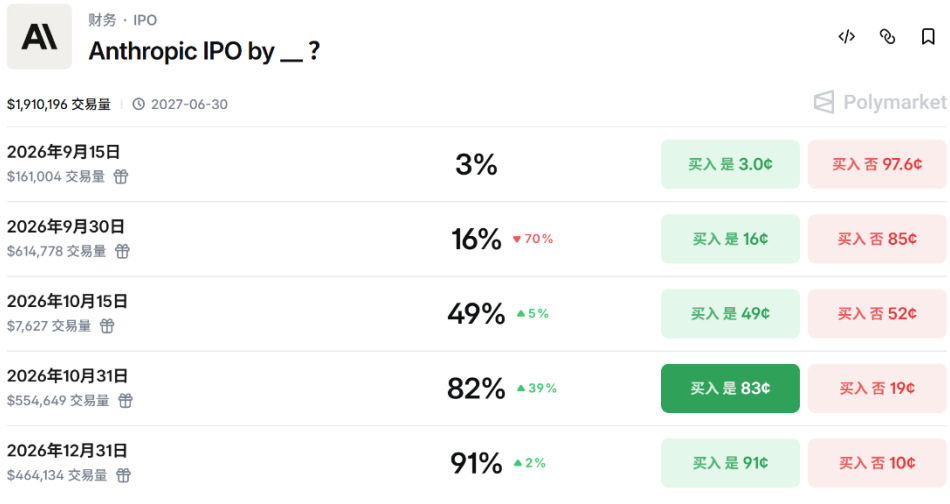
图3、后续影响美联储政策表态的关键事件梳理

日期	事件
8月26日	美国二季度GDP及7月PCE价格指数
8月27日-29日	沃什在杰克逊霍尔全球央行年会上表态
9月4日	美国8月非农就业数据
9月11日	美国8月CPI数据
9月17日	美联储9月FOMC会议

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

第二，对于近期市场担忧的 ARR 不及预期，随着 Anthropic 上市临近、披露更加清晰的数据，也有望缓解相关担忧。Polymarket 目前定价 Anthropic10 月底前上市的概率为 82%（9 月底以前上市的概率为 16%）。根据美国 SEC 的规定，拟上市公司最晚需要在路演开始前至少 15 天向全市场公开提交并发布招股书，届时会披露更清晰的 ARR 计算方式和财务数据，有望缓解近期对 ARR 及 AI ROIC 的担忧。

图4、Polymarket 目前定价 Anthropic10 月底前上市的概率为 82%



数据来源：Polymarket，兴业证券经济与金融研究院整理

因此，随着 9 月开始，海外超长债上行、ARR 不及预期等相关担忧开始陆续缓解，届时将迎来科技板块的重要决胜窗口。

二、中长期，景气和产业趋势仍是主导本轮 AI 行情的核心矛盾

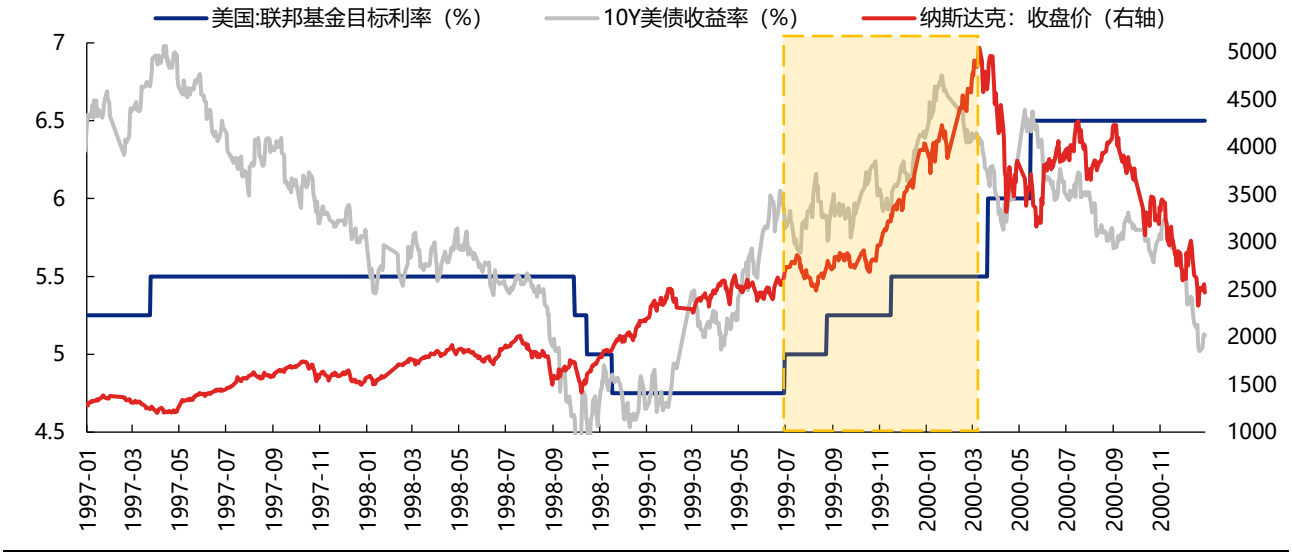
中长期来看，即使财政扩张、AI 发债挤占等中长期慢变量难以快速缓和，推动全球利率中枢上移，但景气和产业趋势依然是主导本轮 AI 行情的核心矛盾。

仅供内部参考，请勿外传

美债利率中枢上行对于权益资产的影响，更多在于分母端的估值。历史经验看，当处于一段由大的产业趋势引领的行情时，如果分子端足够强劲，仍然能够一定程度上对冲无风险利率上行的冲击，带领股价顶着分母端压力的逆风实现上涨。历史上不乏这类案例：

- **90 年代科网行情**：99 年科索沃战争后，美联储于下半年开启加息周期，但并没有造成这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。

图5、1999 年下半年，美联储加息的时间反而是科网行情斜率最快的阶段

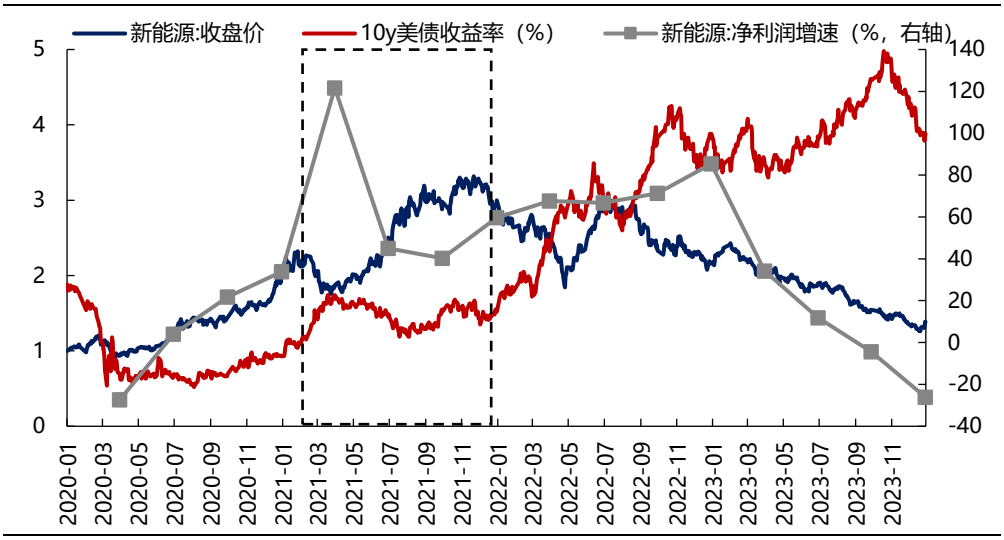


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **21 年新能源行情**：进入 21 年，美国经济复苏、通胀预期飙升，美债利率快速上行。但新能源板块仍在盈利和产业趋势驱动下，顶着流动性收紧的压力逆势走强，成为贯穿全年的核心主线。

仅供内部参考，请勿外传

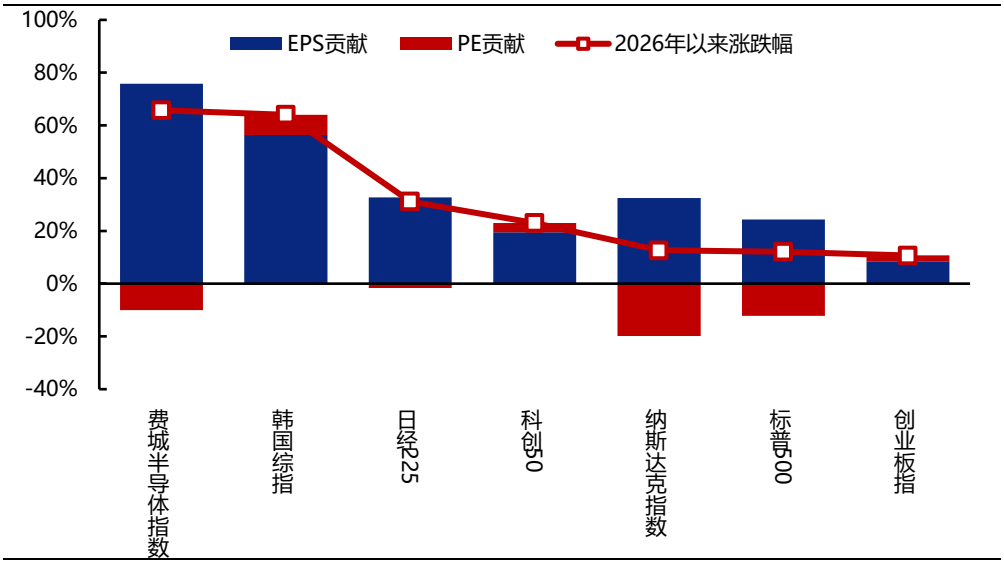
图6、2021 年，高景气支撑新能源顶着流动性边际紧缩的压力逆势走强



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

尤其是对于今年而言，经历了上半年沃什上台、美伊冲突的扰动，市场已经适应了宏观流动性趋紧的环境，定价的主要矛盾已经转向盈利。我们对全球主要科技市场及 A 股主要科技成长行业今年以来的涨幅作了盈利和估值贡献的拆分。无论是美中日韩为代表的科技市场，还是 A 股算力硬件、高端制造为代表的科技成长行业，估值已不再是主要贡献、多数甚至形成拖累。盈利才是今年引领科技成长资产上涨的主要贡献。

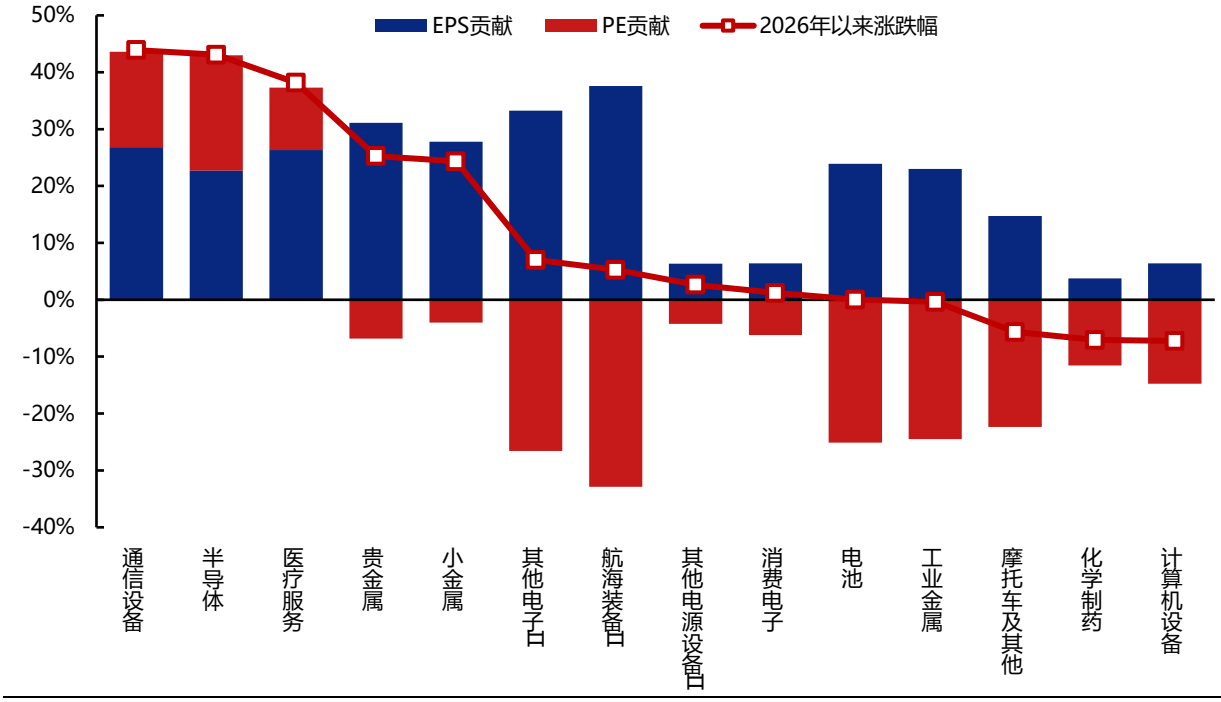
图7、今年以来，全球主要科技市场的涨幅基本均由盈利贡献（截至 8 月 21 日）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

图8、今年以来，A 股主要成长行业的涨幅基本均由盈利贡献（截至 8 月 21 日）



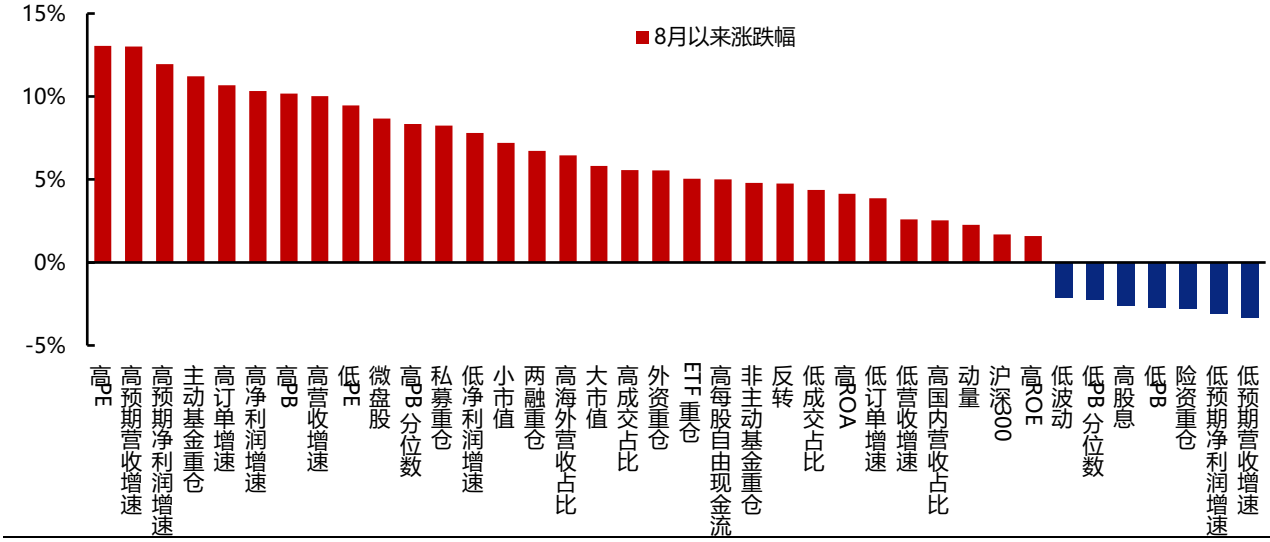
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

因此，即使今年宏观流动性边际收紧、美债利率或将确认一个更高的中枢，但对于本轮 AI 行情的存续，后续关键的，依然是分子端景气和产业趋势的验证。

三、配置上，继续围绕景气线索，定价景气主线的扩散

配置上，景气仍是核心线索。第一，经历此前估值和筹码的消化后，8 月以来景气的 β 已经回归，业绩对股价的支撑力恢复；第二，全球利率中枢抬升后，市场在结构的选择上也将更加聚焦景气确定性；第三，下周 A 股进入密集中报正式业绩披露期、海外科技巨头也即将迎来财报的验证。

图9、8 月以来各因子涨跌幅：景气因子是行业结构的重要“分水岭”（截至 8 月 14 日）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

图10、8 月以来各行业 TOP5 因子涨跌幅（截至 8 月 14 日）

一级行业	8月以来行业涨跌幅↓	TOP1		TOP2		TOP3		TOP4		TOP5	
通信	15.3%	私募重仓	43.5%	高营收增速	35.8%	高海外营收占比	31.7%	高订单增速	30.0%	动量	27.2%
电子	13.2%	小市值	20.6%	高净利润增速	18.3%	私募重仓	17.2%	高国内营收占比	16.2%	高订单增速	16.1%
机械设备	10.2%	高净利润增速	19.8%	高订单增速	19.7%	高成交占比	18.0%	高营收增速	15.2%	主动基金重仓	15.2%
建筑材料	8.9%	主动基金重仓	17.9%	高营收增速	15.3%	高海外营收占比	14.6%	动量	14.1%	高成交占比	14.0%
医药生物	8.3%	高净利润增速	15.1%	小市值	14.6%	高营收增速	13.5%	高海外营收占比	12.1%	高成交占比	11.2%
有色金属	6.8%	高PB	17.3%	高订单增速	15.0%	动量	14.9%	高营收增速	13.0%	高净利润增速	11.9%
环保	6.2%	小市值	12.4%	高成交占比	8.8%	高PB	8.6%	ETF重仓	8.4%	低成交占比	8.2%
国防军工	5.6%	私募重仓	11.5%	高成交占比	10.6%	主动基金重仓	10.4%	高PB	10.2%	高营收增速	9.6%
电力设备	5.4%	高成交占比	15.2%	高每股自由现金流	13.1%	高PB	12.6%	高净利润增速	11.6%	高营收增速	11.3%
基础化工	5.4%	高订单增速	13.8%	高成交占比	10.0%	高PB	9.9%	小市值	9.1%	动量	7.6%
轻工制造	4.4%	私募重仓	9.9%	高PB	8.4%	高成交占比	7.8%	高净利润增速	7.1%	动量	6.9%
计算机	4.2%	高成交占比	7.9%	主动基金重仓	7.9%	小市值	7.2%	私募重仓	6.1%	高营收增速	5.5%
纺织服饰	4.0%	高PB	14.4%	两融重仓	8.8%	反转	8.7%	小市值	7.3%	高订单增速	6.3%
房地产	3.9%	高成交占比	16.3%	主动基金重仓	9.4%	高每股自由现金流	7.7%	私募重仓	7.1%	高PB	6.7%
煤炭	2.6%	ETF重仓	9.4%	动量	6.2%	高PB	6.0%	主动基金重仓	5.5%	大市值	4.4%
传媒	2.5%	高成交占比	7.2%	高PB	6.4%	高营收增速	6.2%	反转	5.0%	高净利润增速	4.6%
建筑装饰	2.4%	高PB	12.5%	高成交占比	11.1%	高营收增速	7.9%	小市值	7.1%	高净利润增速	6.3%
社会服务	2.3%	高成交占比	8.4%	动量	7.9%	高营收增速	7.0%	小市值	6.5%	高ROA	5.8%
汽车	0.7%	小市值	7.4%	主动基金重仓	5.8%	反转	5.2%	高订单增速	5.1%	低成交占比	4.9%
农林牧渔	0.1%	私募重仓	16.2%	高PB	5.1%	小市值	4.6%	高净利润增速	4.1%	高成交占比	3.6%
石油石化	-0.1%	险资重仓	8.1%	低成交占比	6.4%	高净利润增速	5.1%	小市值	3.5%	反转	3.0%
公用事业	-1.3%	高海外营收占比	3.6%	高PB	3.1%	高净利润增速	2.8%	高成交占比	0.7%	私募重仓	0.3%
商贸零售	-1.4%	高PB	5.3%	高海外营收占比	3.6%	小市值	2.8%	高成交占比	2.8%	高净利润增速	2.3%
食品饮料	-1.4%	小市值	6.9%	高净利润增速	4.7%	低成交占比	3.7%	高营收增速	2.5%	高PB	2.4%
钢铁	-1.8%	主动基金重仓	2.7%	小市值	0.7%	低成交占比	0.0%	高营收增速	-0.3%	高海外营收占比	-0.4%
家用电器	-2.4%	高海外营收占比	6.6%	高营收增速	6.0%	高成交占比	5.3%	反转	5.1%	高PB	4.9%
交通运输	-2.8%	高海外营收占比	1.1%	小市值	0.3%	低成交占比	-0.7%	反转	-0.9%	高营收增速	-1.5%
美容护理	-3.0%	低成交占比	7.0%	高海外营收占比	4.7%	高营收增速	2.8%	高成交占比	2.5%	私募重仓	1.6%
非银金融	-3.2%	私募重仓	18.1%	动量	0.5%	高ROIC	0.2%	高营收增速	0.1%	高国内营收占比	-1.1%
银行	-3.7%	高ROA	-0.9%	主动基金重仓	-1.3%	高净利润增速	-2.2%	高ROE	-2.4%	高营收增速	-2.6%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

不过，在经历此前“再平衡”之后，市场正在逐渐发掘并认可更多景气线索，定价的范围也会相较此前更加扩散。

优质硬科技资产仍有望是后续引领市场修复的核心动力。内部，继续重视引领本轮修复、当前性价比仍高的**光模块、PCB、光纤光缆等北美算力链**。

图11、8 月以来，北美算力链引领 AI 产业链修复，当前其与国产算力链的比价仍位于历史中等偏低位置



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

仅供内部参考，请勿外传

此外，关注其他尚未被充分定价的景气线索：有色、AI 上游设备、创新药、新能源（电池储能、电网），以及资源品中超跌的 AI 上游材料（玻纤、小金属）等。

表1、7 月以来 2026E 净利润上修的代表性细分方向

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 月以来涨跌幅	年初以来涨跌幅	龙一	龙二	龙三
AI 算力硬件	电子	光学光电子	26.8%	191%	-26.8%	11.3%	京东方 A	惠科股份	TCL 科技
	电子	其他电子 II	19.8%	102%	-28.5%	6.7%	香农芯创	洁美科技	旭光电子
	电子	元件	6.2%	66%	-24.8%	63.2%	东山精密	生益科技	胜宏科技
	电子	电子化学品 II	2.7%	59%	-32.2%	59.3%	鼎龙股份	国瓷材料	安集科技
	通信	通信设备	2.0%	129%	-25.0%	43.6%	中际旭创	新易盛	长飞光纤
	电子	半导体	2.0%	173%	-30.7%	43.0%	长鑫科技	中芯国际	寒武纪
AI 上游设备	机械设备	专用设备	1.0%	41%	-13.9%	-2.2%	杰瑞股份	大族数控	英维克
	机械设备	通用设备	0.3%	49%	-17.5%	6.5%	联讯仪器	鼎泰高科	精测电子
AI 上游材料	有色金属	金属新材料	16.2%	26%	-20.6%	-3.6%	金力永磁	铂科新材	斯瑞新材
	建筑材料	玻璃玻纤	2.5%	133%	-39.0%	76.1%	中国巨石	国际复材	宏和科技
	基础化工	塑料	1.9%	72%	-19.4%	5.5%	上纬新材	东材科技	金发科技
	有色金属	小金属	1.2%	79%	-20.3%	23.8%	中钨高新	北方稀土	中国铀业
AI 软件应用	计算机	计算机设备	3.6%	42%	-8.1%	-8.3%	海康威视	中科曙光	浪潮信息
	传媒	影视院线	1.7%	467%	-0.7%	-25.7%	光线传媒	中国电影	儒意电影
	计算机	IT 服务 II	1.0%	420%	-4.0%	-15.6%	紫光股份	南网数字	宝信软件
高端制造	医药生物	医疗服务	13.7%	31%	23.8%	37.3%	药明康德	康龙化成	爱尔眼科
	国防军工	航海装备 II	3.8%	140%	1.6%	4.7%	中国船舶	松发股份	中船防务
	电力设备	电池	1.7%	78%	-9.8%	-1.2%	宁德时代	亿纬锂能	铜冠铜箔
	医药生物	医疗器械	1.1%	50%	6.5%	-7.4%	迈瑞医疗	联影医疗	新产业
	电力设备	电网设备	0.3%	22%	-7.8%	0.2%	国电南瑞	思源电气	特变电工

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 8 月 23 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。

仅供内部参考，请勿外传

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。

本公司为寒武纪(688256)、中芯国际(688981)、联影医疗(688271)做市商。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

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