下载日志已记录，仅供内部参考

财通证券 CAITONG SECURITIES

一个穿越股市风格的配置实验
——风格系列研究 1

证券研究报告

策略专题报告 / 2026.09.03

分析师 徐近峰
SAC 证书编号：S0160523030003
xucy@ctsec.com

分析师 林昊
SAC 证书编号：S0160526010002
linhao@ctsec.com

相关报告

1. 《26Q2：盈利回归加速，现金流转型深化——自由现金流系列研究 6》 2026-09-02
2. 《财通策略&多行业——2026 年 9 月金股》 2026-09-02
3. 《上游非银共振，主板增速创 2022 年新高——26 年全 A 半年报分析》 2026-09-02

核心观点

- **为什么要穿越风格？**2026 年以来，价值资产的避风港属性阶段性失效：代表价值的现金流指数年内最深回撤明显大于市场（约-24%对-16%），收益端亦录得负收益、跑输大盘，“跌得多、赚得少”使单一价值押注的吸引力显著下降。但回溯 2013 年以来的 13 个完整年度，价值资产回撤深于市场的仅 2 年，历史上更多扮演大跌时的“缓冲垫”——2026 年恰是风格分化走向极致的直接证据。风格一旦被资金推向极致，均值回归的风险便随之累积：成长与价值各有高光年份、也各有至暗区间，押注单一风格等于把组合体验完全交给入场时点。构建均衡组合，本质是利用两类风格的此消彼长换取更平滑的净值曲线。

- **长期如何配置？**以价值 100/成长 100 为标准化代表、2013 年以来日频样本的组合实验显示：长期成长收益最高（年化约 21.5%），但代价是波动与回撤显著更高，纯成长最大回撤约为纯价值的 1.4 倍。静态组合中，收益在成长权重 20%-40%区间已基本打满，继续加仓成长主要换来波动与回撤的加速上行，夏普比率在 60/40 处见顶（约 0.82）、显著优于组合两端——“价值打底、成长增强”的 60/40 是静态性价比最优。若引入按月考察成长热度、过热即降权的动态机制，性价比进一步提升，突破 95%分位降权的方案（年化约 26%、夏普约 0.90）成为全样本最优。概言之：追求极致收益选动态高配成长，追求稳健选 60/40，追求最小回撤选纯价值——“均衡为底、动态为翼”是收益与回撤之间的帕累托改进。

- **当前位置怎么配？**分年度统计揭示了高配成长的风险结构：其长期超额高度依赖少数大涨年份的脉冲式贡献，多数年份并不稳定；在 2016-2018 等成长走弱区间，高配成长亏损与回撤显著放大，纯成长区间累计约-35%、而纯价值约+30%。当前成长相对价值已再度处于偏高位置（历史分位 85%），简单外推“成长永远跑赢”并满仓成长，等于把尾部风险完全暴露在风格均值回归之下。因此建议以“均衡为底、动态为翼”穿越风格：静态底仓维持 60/40 的推荐不变；增强部分采用无分位阈值的按月分位动态方案——无需人工设阈、规则简洁透明，收益与夏普均优于静态 60/40，近 5 年夏普甚至高于 95%阈值版本，是“高配成长”更可靠的纪律化版本；各类方案均建议按月频再平衡，避免过高频调仓带来的交易损耗。

- **风险提示：**宏观及行业政策、监管环境发生重大变化，使得行业发展逻辑根本性改变；历史经验不代表未来；组合策略基于历史数据回测，不保证未来数据的有效性。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1 为什么要穿越风格？ 3
2 长期如何配置：价值 100×成长 100 的组合实验 4
3 当前如何配置：在成长偏高位用均衡与纪律穿越 7
4 风险提示 9

图表目录

图 1：今年以来价值风格的绝对收益受损程度显著，绝对&相对双重压力 4
图 2：【价值：成长】静态组合——按月调仓最优；28 弹性最高，夏普视角 64 最优 5
图 3：【价值：成长】动态组合——成长/价值 95%分位阈值弹性最高 6

表 1：【价值：成长】各类配置组合各区间表现 6
表 2：【价值：成长】各类配置组合分年度收益率 8
表 3：【价值：成长】各类配置组合分年度年化波动率 8

下载日志已记录，仅供内部参考

核心结论：2026 年的市场环境打破了“价值等于低回撤防守”的历史惯例，长期收益与短期防御难以在单一风格上兼得；以“按月 64”（价值/成长 60/40）静态底仓叠加无分位阈值动态增强的均衡配置，是穿越风格周期更优的选择。价值资产今年首次出现“回撤大于市场、绝对收益受损”的组合，单一价值押注已不划算；长期回测表明，纯成长虽提供最高年化收益，但代价是更高的波动与显著更深的最大回撤。静态组合中以“按月 64”为最优（年化 20%、夏普 0.82），动态组合中更值得实盘采用的是无分位阈值的按月分位配置方案（年化 22%、夏普 0.85），其收益与回撤均优于静态“按月 64”，且无需依赖样本内选择的阈值参数、规则简洁稳健，比设阈值的动态版本更适合作为增强工具。当前，成长相对价值已处偏高位置，分年度统计中的 2016-2018 走弱区间证明高配成长的最大风险恰在风格切换之时。以“按月 64”为底仓、以无分位阈值的按月分位动态为增强，用组合的方式穿越风格，而非用押注的方式赌风格。

1 为什么要穿越风格？

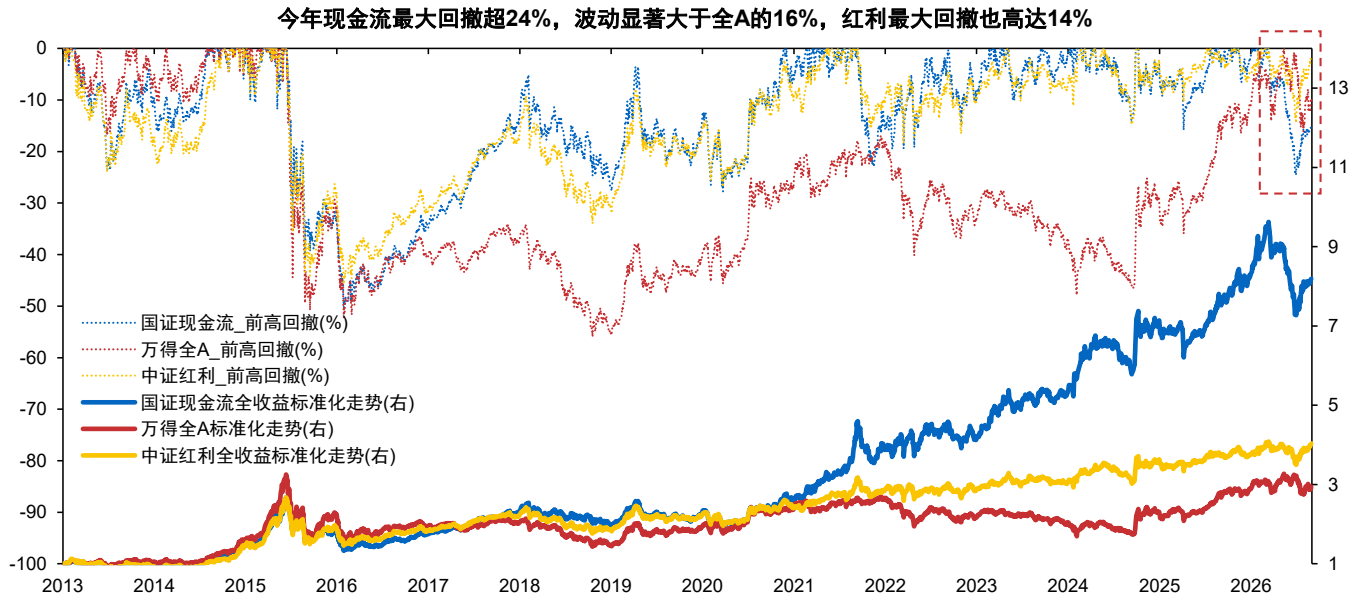
2026 年以来价值资产的“避风港”属性阶段性失效——价值风格最大回撤年内首次明显大于市场、且绝对收益受损，是穿越风格配置实验的直接起因。截至 9 月初，国证现金流全收益指数年内最深回撤-24.4%，同期万得全 A 为-16.1%；收益端同样分化：现金流年内-1.4%，万得全 A +1.5%，中证红利+7.5%。今年持有传统价值与红利资产的资金，既跑输市场，回撤又比市场更深——收益端吃亏，风险端也吃亏。这种“双输”组合在年内第一次出现，是本轮风格配置实验的直接起因。

但回溯历史，价值类资产在过去十余年长期扮演“市场大跌时的防守方”——其回撤深于市场的年份在 2013-2025 年 13 个完整年度中仅出现 2 年。逐年的最大回撤数据显示，2013-2025 年共 13 个完整年度里，万得全 A 回撤深于中证红利和国证现金流的年份有 11 年，只有 2013、2014 两年相反——那两年国证现金流的回撤更深；全样本口径下最深回撤也出在万得全 A（约-56%），红利和现金流都要浅得多。这里有一条历史规律：红利/现金流走弱的时候，市场往往跌得更重，价值资产更多是相对缓冲垫，而不是风险放大器。2026 年这条规律被打破，本身就是风格分化走向极端的一个信号。

风格一旦被资金推向极致，均值回归的风险便随之累积。成长风格在 2020（+78%）、2025（+54%）等年份贡献过极高收益，价值风格则在 2014（+64%）、2017（+46%）、2023（+17%）等年份大幅跑赢成长 30pct 上下。两种风格各有高光年份，也各有低谷期，把仓位全部押在单一风格上，净值表现基本取决于入场时点落在风格周期的哪个位置。做组合实验的出发点就在这里：用两类风格收益的此消彼长，换一条更平滑的净值曲线，把该选哪一边的问题变成两边各配多少。

下载日志已记录，仅供内部参考

图1：今年以来价值风格的绝对收益受损程度显著，绝对&相对双重压力



数据来源：Wind，财通证券研究所，本报告数据截至 26/9/1，下同

2 长期如何配置：价值 100×成长 100 的组合实验

以价值 100 与成长 100 作为价值、成长风格的标准化代表，我们构造了从纯价值到纯成长的完整配置谱系，以回答长期应以什么比例穿越风格。价值 100（480081.CNI）代表价值风格、成长 100（480080.CNI）代表成长风格，样本为 2013 年以来至今的日频数据。

纯风格来看，成长风格提供了最高的绝对收益，但纯成长的代价是显著更高的波动与接近纯价值 1.4 倍的最大回撤——长期满仓成长并不稳健。全样本口径下，成长 100 累计净值约 13.3 倍、年化 21.45%，价值 100 约 8.4 倍、年化 17.31%，年化超额约+4.1pct。万得全 A 同期年化只有 8.39%，两个风格指数长期都大幅跑赢宽基，问题不在"要不要留在股市"，而在"以什么结构留在股市"。但成长的代价也很清楚：年化波动 30.69%（价值 100 为 21.83%），最大回撤-55.57%，约为价值 100（-39.94%）的 1.4 倍，波动也高出近 9pct。高收益主要靠承担更大的尾部风险换来，长期满仓成长在回撤上并不划算。

静态组合：收益在成长权重 20%-40%区间已基本打满，继续加仓成长主要换来波动与回撤的加速上行，夏普比率在 60/40 处见顶。从价值/成长比例 100/0 到 0/100 的月频再平衡组合看：年化收益由纯价值的 17.30%升至 20/80 的 21.58%（区间峰值），其中 80/20→60/40→50/50 的年化收益为 19.06%→20.37%→20.85%，边际增幅明显收窄；而最大回撤由 80/20 的-42.47%单调加深至 20/80 的-50.11%、直至纯成长的-55.57%。夏普比率在 60/40 达到静态组合最高值 0.823，高于纯价值的 0.701 与纯成长的 0.634——价值打底、成长增强的 60/40 附近，是用可控的回撤换取成长弹性，性价比显著优于组合两端。

动态组合：引入基于风格相对强弱/分位的动态机制后，组合性价比进一步提升——【按月考察成长热度、突破 95%分位即降权】的方案以年化 25.85%、夏普 0.905 成为全样本最优。动态类方案整体优于静态等权：按月动态>95%方案年化 25.85%、波动 26.36%、夏普 0.905，>80%阈值方案年化 23.80%、夏普 0.875，按月动态-价

下载日志已记录，仅供内部参考

值分位方案年化 21.95%、夏普 0.846；而各类静态等权方案（日/周/月/季）年化集中于 20.4%-20.9%、夏普 0.79-0.81。其逻辑在于：动态方案在成长相对价值过热（分位过高）时主动降配成长，规避成长均值回归的大幅回撤区间。

综合收益、回撤与夏普，长期配置的最优取决于目标函数——1、追求极致收益选动态高配成长；2、追求静态稳健与风险调整后收益选 60/40 均衡；3、追求最小回撤选纯价值；4、对大多数以持有体验为约束的资金，“均衡为底、动态为翼”是收益与回撤之间的帕累托改进。以夏普衡量的性价比看：静态 60/40 高于纯价值与纯成长，且与 50/50 等权方案相比在回撤更低的同时收益并不逊色；若叠加动态纪律，>95%阈值方案夏普 0.904 最高，无分位阈值方案 0.846 亦明显优于静态 60/40。换言之，静态 60/40 适合作为长期底仓，动态方案适合作为高配成长的纪律化增强。

图2：【价值：成长】静态组合——按月调仓最优；28 弹性最高，夏普视角 64 最优



数据来源：Wind，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图3：【价值：成长】动态组合——成长/价值95%分位阈值弹性最高



数据来源：Wind，财通证券研究所

表1：【价值：成长】各类配置组合各区间表现

分类		2013年以来			近10年			近5年			近3年			近1年		
	【价值:成长】组合类型	年化收益率(%)	年化波动率(%)	年化夏普r=2%	年化收益率(%)	年化波动率(%)	年化夏普r=2%	年化收益率(%)	年化波动率(%)	年化夏普r=2%	年化收益率(%)	年化波动率(%)	年化夏普r=2%	年化收益率(%)	年化波动率(%)	年化夏普r=2%
动态	按月动态_成长/价值>95%分位时，价值以分位数配比，此外按2:8配置	25.8	26.4	0.90	22.8	24.6	0.84	25.0	26.6	0.86	56.6	28.3	1.93	91.9	29.8	3.02
	按月动态_成长/价值>80%分位时，价值以分位数配比，此外按2:8配置	23.8	24.9	0.87	22.1	23.3	0.86	22.9	25.0	0.84	42.3	27.1	1.49	44.2	26.3	1.61
	按月动态_成长/价值>70%分位时，价值以分位数配比，此外按2:8配置	22.6	24.2	0.85	20.8	22.6	0.83	21.8	23.7	0.84	40.2	25.5	1.49	38.7	21.0	1.75
	按月动态_价值以分位数配比	21.9	23.6	0.85	20.1	21.9	0.83	22.5	22.2	0.93	38.0	23.3	1.54	33.8	15.6	2.04
	按月动态_成长/价值>90%分位时，价值以分位数配比，此外按2:8配置	23.0	25.7	0.82	22.5	24.0	0.85	22.2	26.0	0.78	45.1	27.5	1.57	52.9	27.4	1.85
静态	按月64	20.4	22.3	0.82	18.7	19.7	0.85	16.0	19.7	0.71	30.0	20.2	1.39	25.7	18.4	1.29
	按月等权	20.8	23.2	0.81	18.9	20.8	0.81	15.5	21.1	0.64	32.0	22.2	1.35	27.1	21.8	1.15
	按季度等权	20.8	23.2	0.81	18.9	20.8	0.81	15.4	21.1	0.64	32.4	22.2	1.37	28.8	22.0	1.22
	按月82	19.1	21.5	0.79	17.9	18.6	0.85	16.3	18.1	0.79	25.2	17.4	1.34	21.3	13.7	1.41
	按周等权	20.4	23.2	0.79	18.3	20.8	0.78	14.6	21.3	0.59	30.3	22.3	1.27	22.9	22.2	0.94
	每日等权	20.4	23.2	0.79	18.3	20.9	0.78	14.7	21.3	0.60	30.5	22.4	1.27	23.1	22.3	0.94
	按月46	21.2	24.3	0.79	19.0	22.2	0.77	14.9	23.0	0.56	33.8	24.5	1.30	28.0	25.6	1.01
	按月28	21.6	27.1	0.72	18.8	25.6	0.65	13.0	27.6	0.40	36.7	29.9	1.16	27.7	34.0	0.76
基准	价值100	17.3	21.8	0.70	16.5	18.9	0.77	15.9	18.7	0.74	19.7	16.9	1.05	15.1	14.0	0.94
	成长100	21.4	30.7	0.63	18.0	29.8	0.54	10.4	33.0	0.26	38.3	35.8	1.01	24.7	43.1	0.53
	全A	8.4	23.7	0.27	4.4	19.5	0.12	2.7	19.9	0.04	10.9	21.6	0.41	4.7	21.2	0.13

数据来源：Wind，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3 当前如何配置：在成长偏高位用均衡与纪律穿越

当前位置上成长相对价值已再度处于偏高位置——2026 年以来成长大幅跑赢价值、短期风格动能透支的风险上升，此时更应警惕“静态高配成长”的脆弱性。 分年度口径下，成长 100 在 2026 年年初至今上涨约 23.86%、价值 100 约+7.23%，相对超额约+16.6pct，延续 2025 年（成长+54.25%对价值+17.73%）的强势；若按月度分位框架，成长相对价值的历史分位正快速抬升并逼近高配成长的警示区间（85%分位）。此时若简单线性外推“成长永远跑赢”并满仓成长，等于把组合的尾部风险完全暴露在风格均值回归之下。

1. **高配成长的长期超额主要来自少数大涨年份的脉冲式贡献，多数年份超额并不稳定——2013 年以来成长跑赢价值的年份为 8 年、跑输为 6 年。**成长大幅跑赢集中于 2013（+25.9pct）、2015（+62.7pct）、2019（+25.9pct）、2020（+72.4pct）、2025（+36.5pct）等年份，而 2024 年两者基本打平（成长仅多+1.3pct）。这意味着成长相对价值年化+4.1pct 的超额，其分布高度不均衡；一旦投资者在高位入场后遭遇成长走弱年份，高配成长组合的绝对亏损可能在一年内抵消此前多年的超额积累。

2. **在成长走弱的年份与区间，高配成长组合的亏损与回撤显著放大，且随成长权重提高而单调恶化——2016-2018 连续三年走弱区间内，纯成长累计-34.67%、区间回撤-36.70%，而纯价值累计+30.12%、回撤仅-26.45%。**分年度看，成长单年跑输价值超过 20pct 的年份包括 2014（-31.6pct）、2017（-32.5pct）、2022（-23.5pct）、2023（-35.8pct），其中 2016-2018 构成样本内最长的连续走弱区间。区间测算显示：区间累计收益由纯价值的+30.12%随成长权重提高而单调下滑，60/40 已接近盈亏平衡（-0.06%）、50/50 转为负收益（-6.67%），至纯成长扩大为-34.67%；区间内高配成长方案的净值回撤亦显著更深。高配成长在风格走弱区间的超额回吐与绝对亏损，是高配成长难以被真正长期持有的症结所在。

因此在当前位置，我们建议以“均衡为底、动态为翼”构建穿越风格的仓位：静态底仓维持推荐 64 不变，动态增强则采用无分位阈值的按月分位配置方案。 具体而言：

1）静态：长期资金可将价值 100 与成长 100 按 60/40 构建底仓——该组合为静态组合中的夏普最优（0.823），2026 年年初至今收益约 19.6%、显著优于纯价值的约 7.2%，同时全样本年化波动 22.31%、较纯成长低约 8.4pct；

2）动态：希望获取更高超额的资金，可采用“按月动态_价值以分位数配比”的无分位阈值方案，即每月以成长/价值相对分位直接确定价值仓位、不设任何人工阈值——该方案全样本年化收益 21.95%、年化波动 23.57%、夏普 0.846，收益与夏普均优于静态“按月 64”（20.37%、22.31%、0.823），波动亦仅略高约 1.3pct，近 5 年夏普 0.927 甚至高于 95%阈值版本的 0.865；历史回测中设 95%阈值的版本（年化 25.84%、夏普 0.904）账面收益虽更高，但 95%阈值属于样本内优选参数、存在过拟合风险，无分位阈值方案无需人为设阈、波动亦更低（23.57%对 26.36%），规则简洁透明、现实操作中更具参考性，是高配成长更可靠的纪律化版本；

3）各类方案均建议以月度频率再平衡——月频等权（年化 20.85%）高于日频等权（20.38%），过高频次的调仓会带来不必要的交易损耗。

下载日志已记录，仅供内部参考

表2:【价值：成长】各类配置组合分年度收益率

【价值:成长】动静态组合_分年度收益														
分类	【价值:成长】组合类型	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	26YTD
动态	按月动态_成长/价值>95%分位时，价值以分位数配比，此外按2:8配置	17%	43%	92%	-12%	19%	-28%	50%	61%	23%	-11%	-12%	39%	47%	85%
	按月动态_成长/价值>80%分位时，价值以分位数配比，此外按2:8配置	8%	46%	51%	0%	19%	-28%	50%	68%	21%	8%	-12%	39%	47%	40%
	按月动态_成长/价值>70%分位时，价值以分位数配比，此外按2:8配置	8%	46%	51%	-1%	19%	-28%	50%	57%	21%	3%	-8%	39%	52%	30%
	按月动态_价值以分位数配比	6%	50%	51%	1%	17%	-31%	54%	41%	21%	3%	-1%	45%	45%	24%
	按月动态_成长/价值>90%分位时，价值以分位数配比，此外按2:8配置	9%	43%	57%	-12%	19%	-28%	50%	64%	31%	0%	-12%	39%	47%	49%
静态	按月64	12%	52%	39%	-3%	32%	-22%	40%	31%	31%	-7%	2%	39%	33%	20%
	按月等权	15%	49%	46%	-5%	29%	-24%	43%	38%	33%	-9%	-2%	39%	36%	22%
	按季度等权	15%	49%	45%	-5%	29%	-24%	42%	39%	32%	-10%	-2%	38%	36%	23%
	按月82	7%	58%	27%	2%	39%	-19%	35%	18%	24%	-3%	9%	38%	25%	14%
	按周等权	15%	48%	46%	-5%	29%	-23%	42%	38%	32%	-9%	-2%	39%	36%	17%
	每日等权	15%	48%	45%	-5%	29%	-24%	42%	38%	33%	-10%	-2%	39%	36%	18%
	按月46	17%	45%	52%	-8%	26%	-25%	45%	46%	36%	-12%	-5%	39%	40%	23%
	按月28	22%	39%	65%	-12%	19%	-28%	50%	61%	41%	-17%	-12%	39%	47%	25%
基准	价值100	2%	64%	16%	6%	46%	-16%	30%	6%	18%	2%	17%	37%	18%	7%
	成长100	28%	32%	78%	-17%	13%	-31%	56%	78%	45%	-22%	-19%	38%	54%	24%
	全A	5%	52%	38%	-13%	5%	-28%	33%	26%	9%	-19%	-5%	10%	28%	2%

数据来源：Wind，财通证券研究所

表3:【价值：成长】各类配置组合分年度年化波动率

【价值:成长】动静态组合_分年度波动率															
分类	【价值:成长】组合类型	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	26YTD
动态	按月动态_成长/价值>95%分位时，价值以分位数配比，此外按2:8配置	21%	18%	43%	30%	15%	24%	23%	29%	23%	27%	16%	31%	27%	30%
	按月动态_成长/价值>80%分位时，价值以分位数配比，此外按2:8配置	21%	18%	40%	28%	15%	24%	23%	27%	21%	22%	16%	31%	27%	25%
	按月动态_成长/价值>70%分位时，价值以分位数配比，此外按2:8配置	21%	18%	40%	25%	15%	24%	23%	26%	21%	21%	16%	31%	25%	21%
	按月动态_价值以分位数配比	20%	18%	40%	23%	16%	25%	23%	25%	21%	21%	14%	31%	20%	16%
	按月动态_成长/价值>90%分位时，价值以分位数配比，此外按2:8配置	21%	18%	41%	30%	15%	24%	23%	28%	21%	26%	16%	31%	27%	27%
静态	按月64	21%	18%	40%	25%	12%	22%	20%	25%	20%	21%	13%	25%	17%	19%
	按月等权	21%	18%	41%	26%	12%	22%	20%	26%	22%	22%	13%	26%	20%	23%
	按季度等权	21%	18%	41%	26%	12%	22%	21%	26%	22%	21%	13%	26%	20%	23%
	按月82	21%	18%	40%	23%	11%	21%	19%	24%	20%	20%	13%	23%	14%	14%
	按周等权	21%	18%	41%	26%	12%	22%	20%	26%	22%	22%	13%	26%	20%	23%
	每日等权	21%	18%	41%	26%	12%	22%	20%	26%	22%	22%	13%	26%	20%	23%
	按月46	21%	18%	41%	27%	13%	22%	21%	27%	23%	23%	14%	28%	22%	27%
	按月28	22%	19%	43%	30%	15%	24%	23%	29%	27%	27%	16%	31%	27%	36%
基准	价值100	21%	19%	41%	22%	12%	21%	19%	24%	21%	22%	14%	22%	13%	15%
	成长100	23%	20%	46%	33%	18%	25%	24%	32%	32%	32%	19%	35%	33%	47%
	全A	22%	18%	47%	29%	11%	21%	21%	23%	16%	21%	13%	26%	18%	23%

数据来源：Wind，财通证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4 风险提示

1）宏观及行业政策、监管环境发生重大变化，使得行业发展逻辑根本性改变：若未来宏观经济政策出现转向（如货币政策收紧、产业政策调整），或行业监管出台新规，可能导致原有商业模式失效、盈利预期大幅下修，投资者需密切关注政策动向；

2）历史经验不代表未来：股市产业结构、投资者结构改变可能阶段性改变市场资金行为，本文仅以历史数据进行复盘分析；

3）组合策略基于历史数据回测：策略构建依赖于对历史价格、财务指标、市场情绪等数据的统计分析和回测优化，个股公司未来基本面及估值情况可能发生较大变化。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
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。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
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。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。
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价格、价值及投资收入可能会波动。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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。