下载日志已记录，仅供内部参考

中国平安 PINGAN
专业 · 价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

百年变局下的资产重估
——国内外经济环境与大类资产展望

证券分析师

魏　伟　投资咨询编号：S1060513060001
陈　骁　投资咨询编号：S1060516070001
蒋炯楠　投资咨询编号：S1060524120002
校　星　投资咨询编号：S1060525120003
靳旭媛　投资咨询编号：S1060526070003

2026年10月14日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

下载日志已记录，仅供内部参考

投资要点

- **国际方面：全球多级化秩序重构，地缘推升通胀预期。**百年未有之大变局下，世界格局从全球化一体化，转向逆全球化、多极化、竞争化，包括经济、贸易、金融、地缘四大维度，共同构成全球资产定价的宏观底色。映射到美国经济，当前有三大变量：一是美伊冲突压制全球风险偏好，加剧能源紧张局势。二是美联储时隔3年重启加息，点阵图指引偏鹰，上调通胀和利率预期，权益市场容易承受估值压制。三是关注美国中期选举效应，股市往往在选举前震荡调整，选举结束后不确定性消退，中选后一年股市收益率显著更高，分裂政府格局有利于政策稳定，对美股形成支撑。
- **国内方面：经济结构转型推进，新旧动能“K型”分化。**当前国内经济处在结构转型周期，新旧动能呈现分化，科技创新产业支撑经济增长，房地产则仍在寻底，同时出口高增支持总需求增长，内需则相对偏弱，物价筑底改善，驱动利润修复，A股盈利底已现。政策端来看，8月以来，房地产政策从供需两端迎来新调整，财政政策延续“更加积极”基调，四季度地方专项债迎来关键窗口，货币政策延续“适度宽松”基调，重在结构发力。
- **AI产业链分析：基本逻辑遵循“下游应用变现-中游云厂商资本开支扩张-上游硬件需求抬升”的传导链条。**AI基础设施从下到上依次涵盖能源、芯片、基础设施、模型、应用共5层结构，落到投资上，下三层（能源、芯片、基础设施）为重资产、先受益；上两层（模型、应用）为轻资产、后兑现。回顾2023年以来的三轮AI行情，技术迭代和应用扩张是产业链高景气与市场行情的底层支撑，上游关注硬件价格变化，中游关注云厂商资本开支与现金流，下游关注模型厂收入增长，综合而言，当前AI科技主线难言退潮，中长期配置窗口有望逐步开启。
- **大类资产展望：国内权益顺着分子端做结构，海外权益面临分母端压制。**从三因素模型入手，当前国内分子端“K型”分化，盈利定价权向新经济集中，分母端利率结束顺风期，风险偏好从趋势变量切换为脉冲变量，往后看，国内权益的主逻辑在于顺着分子端做结构，海外权益则面临分母端的估值压制，短期关注利率影响，黄金价格中枢有望再度逐步开启上升趋势，人民币汇率大概率继续保持偏强。
- **风险提示：**国内宏观经济修复不及预期；外部经济政策环境变化；全球政治格局与地缘局势冲突反复。

下载日志已记录，仅供内部参考



目录 CONTENTS

- 国际：全球多极化秩序重构，地缘推升通胀预期
- 国内：经济结构转型推进，新旧动能“K型”分化
- AI产业链分析：技术浪潮，产业机遇与市场定价
- 展望：从资产定价模型边际变化看大类资产趋势

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1全球秩序重构：“百年未有之大变局”

- 2017年12月，习近平总书记接见驻外使节工作会议与会使节时首次提出：**“放眼世界，我们面对的是百年未有之大变局。**
- **百年未有之大变局，本质是全球秩序的重构。**目前世界政治经济格局正由全球化、一体化、协作化，走向逆全球化、多极化、竞争化。这表现为经济、贸易、金融、地缘等多个方面，共同构成了全球资产定价的宏观底色。



资料来源：Wind，平安证券研究所

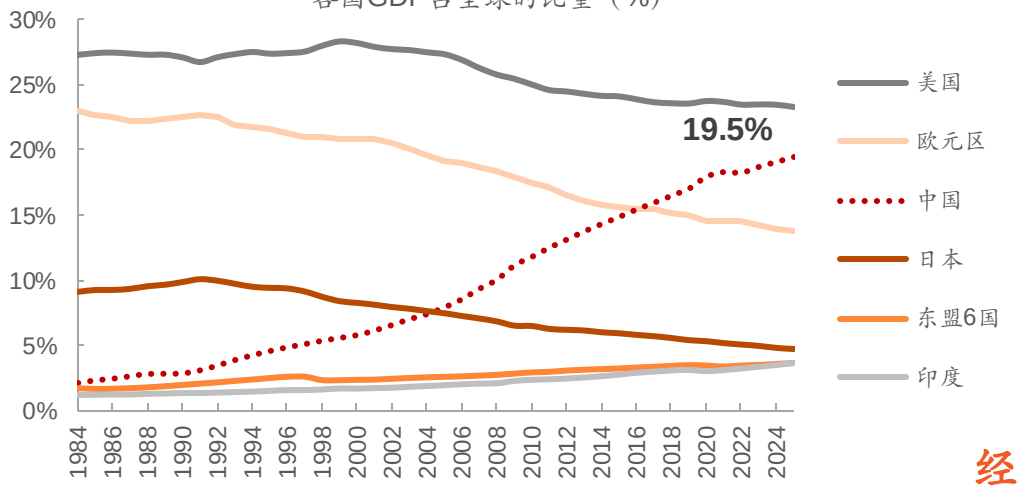
下载日志已记录，仅供内部参考

1.1全球秩序重构|经济：多极化加速演进

- 全球经济多极化的加速，集中体现在2012年之后，各国在经济体量、科技、制造、全球治理等多重变局的演进。

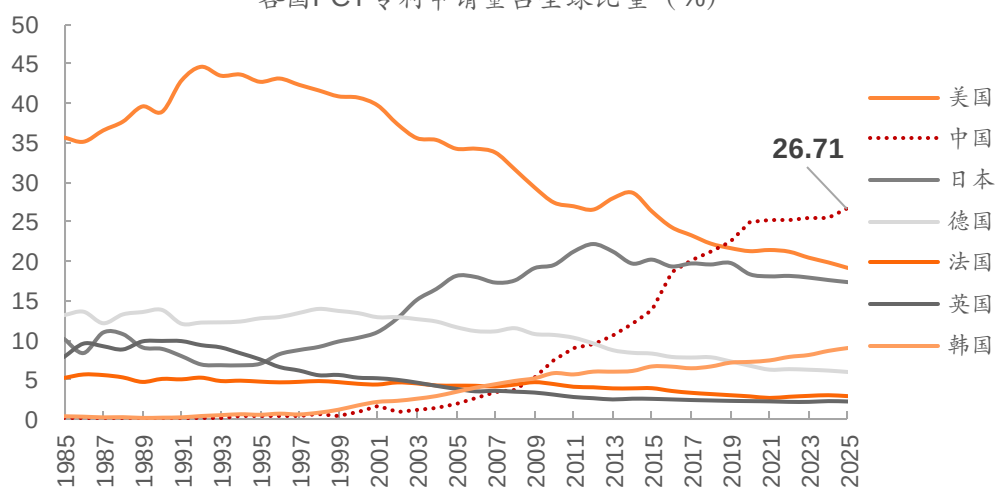
经济

各国GDP占全球的比重（%）



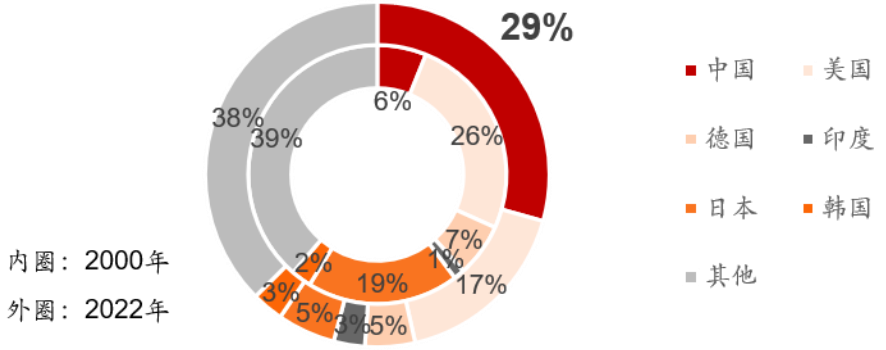
科技

各国PCT专利申请量占全球比重（%）



制造

各国制造业增加值占全球比重



治理

全球治理平台：从G7到G20，从金砖到“大金砖”

2008
G20领导人峰会机制化，取代G7成为全球经济治理主平台

2024
金砖历史性扩员，沙特、伊朗、埃及等五国正式加入

2025
印度尼西亚加入金砖，“全球南方”代表性持续提升

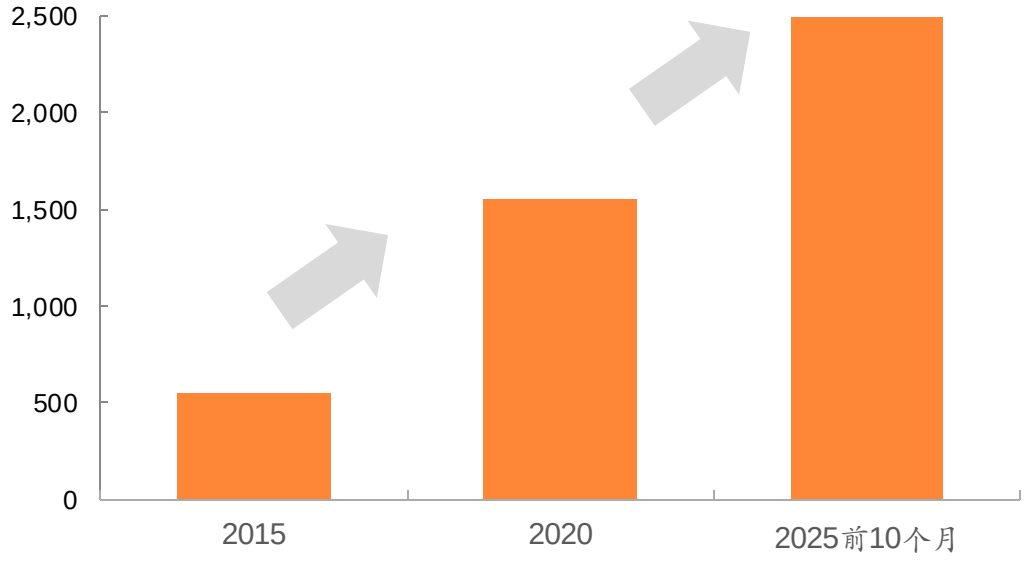
资料来源：Wind，人民网，新华网，外交部，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1全球秩序重构|贸易：全球化退潮与重构

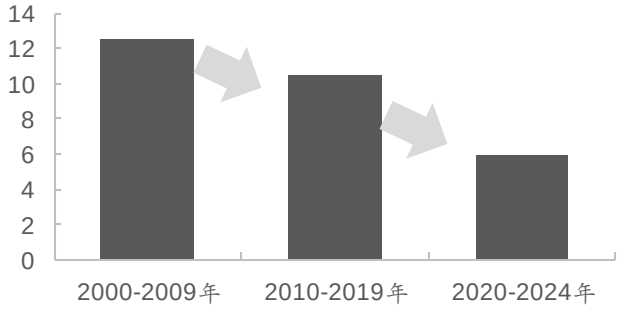
- **全球秩序的重构也将带来全球贸易格局的变迁。**贸易保护主义抬头、供应链区域化加速，地缘政治冲突加剧推动逆全球化进程。贸易的流向、规则与安全溢价正在发生改变。
  - 从贸易政策看，关税武器化、管制清单化，新增贸易限制措施数量持续攀升、创历史新高；
  - 从贸易机制看，WTO争端解决机制几乎瘫痪，深度贸易协定签署降速；RCEP、CPTPP、AfCFTA等区域贸易框架接棒兴起。

扭曲贸易的政策措施数量上升（项）



注：2025年前10个月新增2,500多项，几乎为2015年同期的5倍；2023-2025年创历史新高。

- 每年新签贸易协定平均数量下降（个）



2020-24年年均签署约6个，**不及2000年代的一半**；WTO争端解决机制持续瘫痪。数据来源：世界银行、WTO

注：年度平均数量为简单平均，2000-2024年的样本不包含英国签署的贸易协定。

- 区域贸易协定框架兴起

RCEP	CPTPP	AfCFTA
15国	12国	55国
全球最大自贸区，2022年生效	高标准规则范本，持续扩员	成员国最多的自贸区

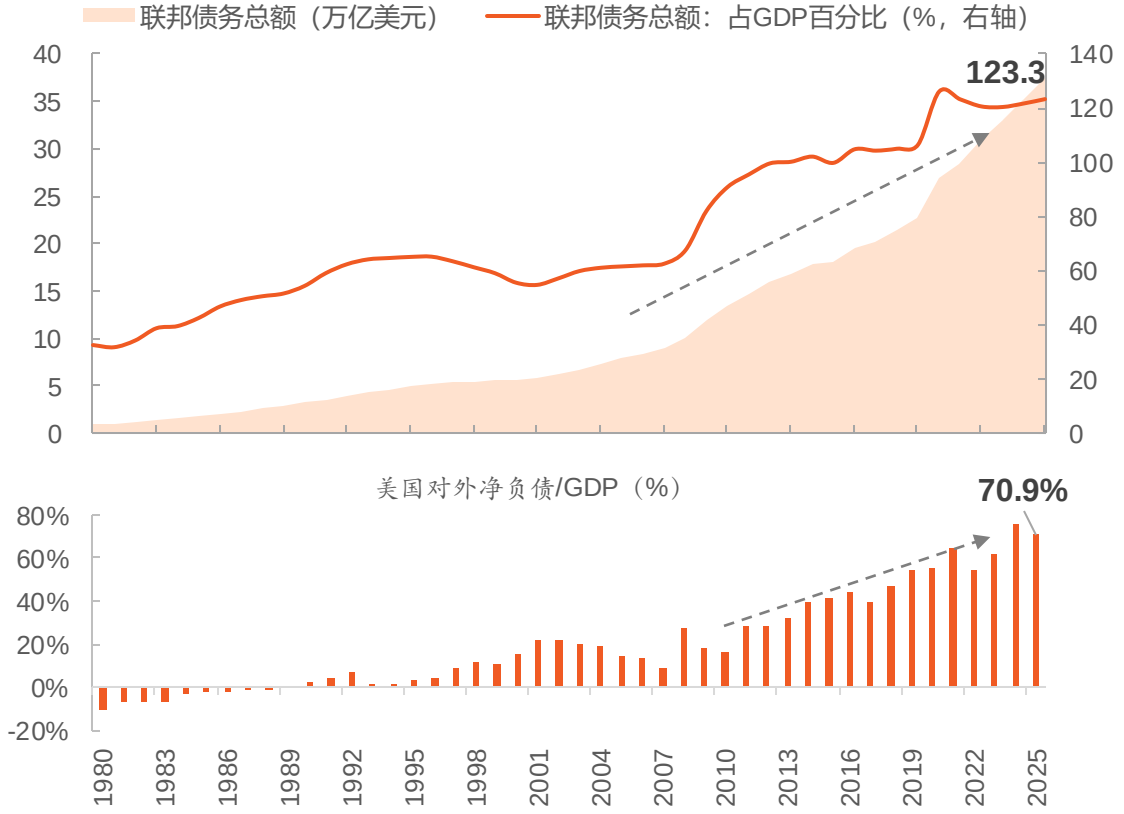
资料来源：Wind，Global Trade Alert，世界银行，WTO，中国政府网，商务部，中国一带一路网，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

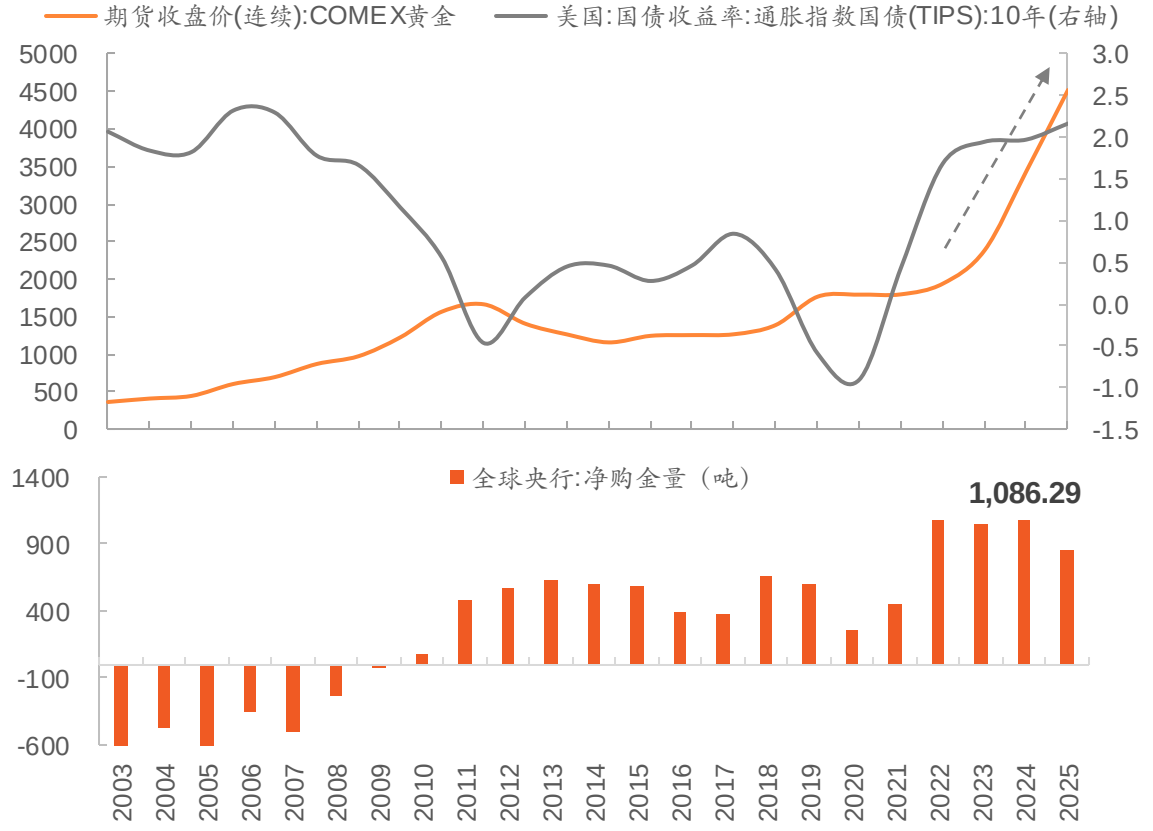
1.1全球秩序重构|金融：美元信用与债务约束

- **美国财政不断扩张进一步加重政府债务负担；而持续高利率下，市场对债务可持续性的担忧动摇了美元信用的基础。**
  - 联邦政府债务余额/GDP比重、对外净负债/GDP的比重，均为历史高位；叠加高利率背景，债务可持续性担忧发酵。
  - 美元信用基础发生动摇。近年来，黄金价格连续上涨并与实际利率脱钩、全球央行购金规模持续增加，均是美元信用弱化的体现。

美国政府债务压力不断增大



黄金受到追捧，是美元信用弱化的表现之一



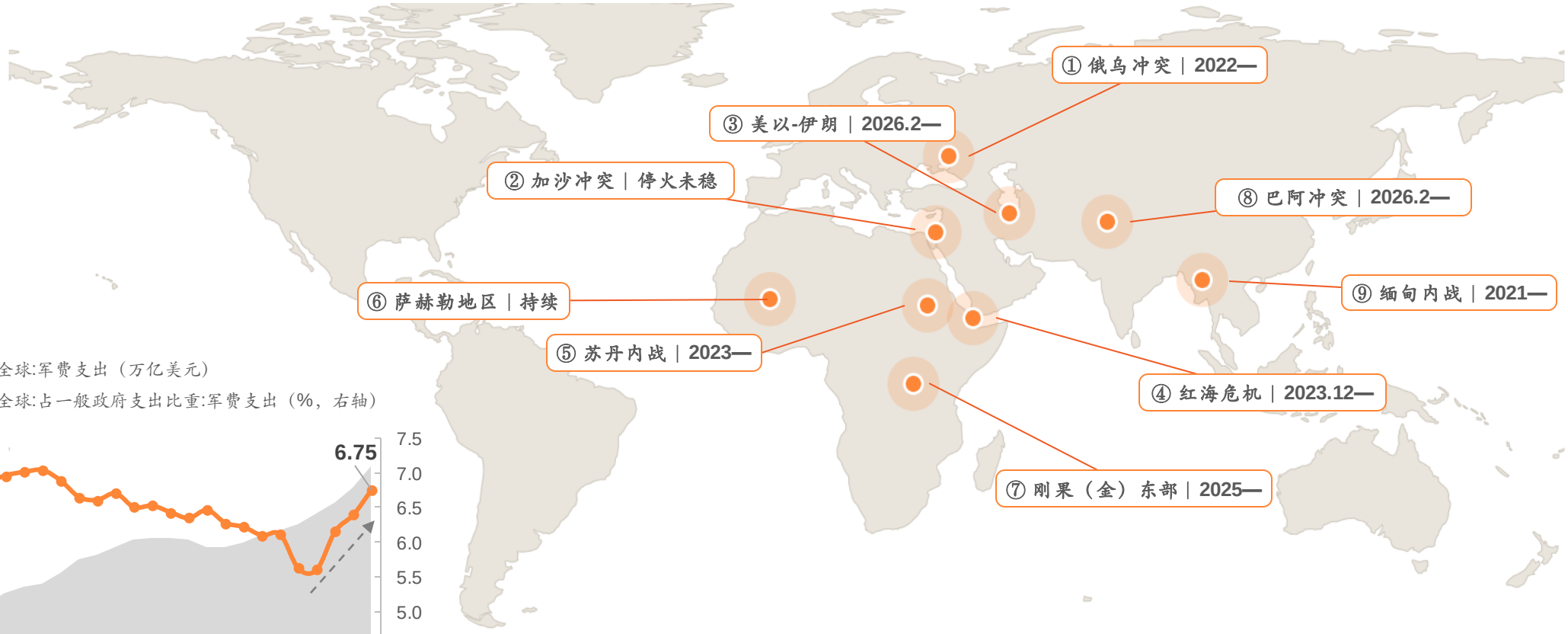
资料来源：Wind，CEIC，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.1全球秩序重构|地缘：冲突常态化，多边机制衰减

- 近年来，地缘冲突多点频发，呈常态化趋势；全球军费支出持续上升，军费占政府支出的比重自2021年之后持续攀升。

近年来地缘冲突多点频发



资料来源：Wind，联合国，新华网，中国新闻网，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

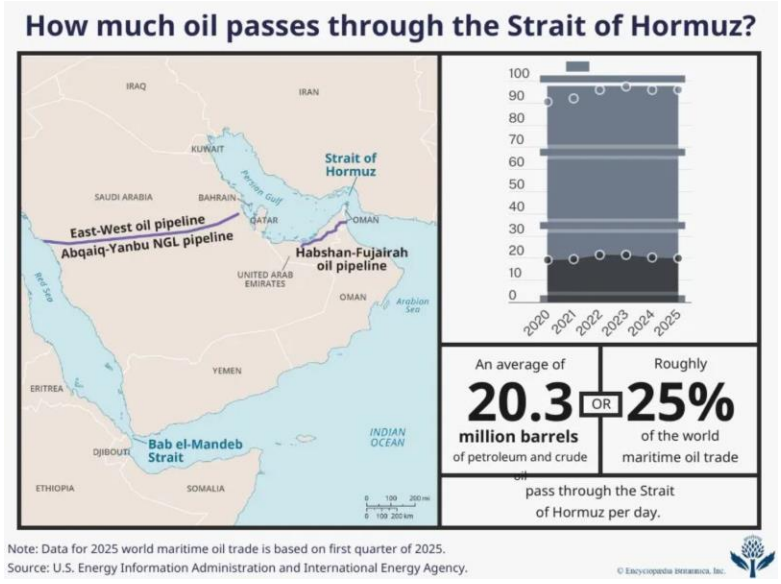
1.2美国经济：美伊冲突仍在扰动全球资本市场

- **2026年2月以来，美伊局势由外交博弈升级为直接军事冲突，压制全球风险偏好，加剧能源紧张局势。**

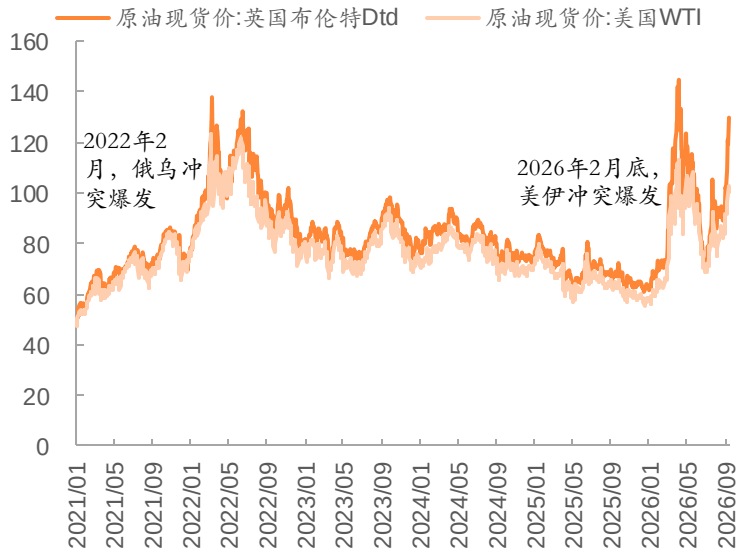
- 美伊冲突爆发后，霍尔木兹海峡（海上石油贸易约占全球25%）首次实质性封锁。原油价格大幅上涨，并在之后伴随着地缘政治局势变化而呈现剧烈波动。

- **美伊僵持局势仍在延续。**9月末纽约新一轮谈判僵局、伊朗代表团离场；美军计划向中东增派第三支航母战斗群及9000-10000名士兵；截至10月8日海峡封锁未解，通航量缓慢修复但仍远低于战前。

霍尔木兹海峡示意图



美伊冲突爆发后原油价格快速上行



2026年美以伊冲突关键事件

2月28日	**美以联合空袭伊朗：**"史诗怒火"/"咆哮雄狮"行动，哈梅内伊等多名高层身亡
3月1–3日	**伊朗"真实承诺-4"反击：**打击中东美军基地，封锁霍尔木兹海峡
3月9日	**穆杰塔巴继任最高领袖；**布油破百，IEA史上最大规模释储4亿桶
4月7–8日	**巴基斯坦斡旋两周停火（含以色列），**但海峡通行仍近冻结
4月11–13日	**伊斯兰堡谈判破裂：**美伊最高级别直接接触无果，美军封锁伊朗港口
6月14–17日	**签署14点《伊斯兰堡备忘录》：**60天内谈最终协议，伊朗重申不拥核
6月18–19日	**美国解除海上封锁，霍尔木兹海峡重启，多艘油轮驶出**
7月8–14日	**备忘录崩溃：**停火终结，美军连续空袭，重启港口封锁
8月30日–9月9日	**互击升级：**美打击拉脱克岛布雷设施，摧毁多艘伊朗油轮
9月26日	**特朗普拒绝"七日方案"；**截至10月8日无有效停火，封锁持续

资料来源：Wind，Britannica，中国经济网，央视网，新华社，中国新闻网，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2美国经济：美联储时隔3年再次加息

- **9月16日，美联储加息如期落地，但从后续加息路径指引表态来看，美联储整体基调更显鹰派：**1）点阵图路径指引偏鹰，对2026年底美国联邦基金利率的中位数预期从6月份的3.8%上调至4.1%，暗示年内至少还将加息一次（10月或12月）。2）对2026年通胀预期从6月份的3.6%上调至3.7%，失业率预期从6月份4.3%下调至4.1%。
- **历史经验显示，美联储加息初期，往往对全球大类资产形成扰动。**其中，短期（3个月维度）商品市场表现最好，权益市场（无论海外还是国内）整体表现略偏负面，尤其是最近两轮加息周期，对权益分母端均有冲击，形成杀估值的压力。

美联储时隔3年再次加息



美联储首次加息后3个月的大类资产表现

大类资产涨跌幅（%）			第1轮	第2轮	第3轮	第4轮	第5轮	第6轮	第7轮	第8轮	第9轮	第10轮	第11轮	第12轮	均值
首次加息		上涨概率	1973/1/15	1977/8/30	1980/9/26	1983/3/31	1987/1/5	1988/3/30	1994/2/4	1997/3/25	1999/6/30	2004/6/30	2015/12/17	2022/3/17	-
A股权益	上证指数	33%							-20.6	8.9	-9.7	-0.9	-17.4	4.6	-5.8
	沪深300	67%										2.3	-15.2	3.7	-3.1
	万得全A	33%							-20.9	5.6	-10.6	-1.8	-21.5	3.1	-7.7
全球权益	标普500	42%	-6.1	-2.2	6.1	9.6	21.9	5.2	-6.0	12.4	-5.1	-1.9	-1.6	-15.7	1.4
	纳斯达克指数	58%	-15.3	2.8	3.7	17.7	23.8	5.8	-7.2	16.4	3.9	-6.8	-5.8	-19.6	1.6
	道琼斯工业平均	42%	-7.7	-4.0	1.1	6.9	24.0	7.2	-6.8	11.4	-4.4	-3.2	-1.5	-12.3	0.9
	恒生指数	58%	22.2	-2.0	13.9	-1.8	5.5	5.9	-29.4	18.2	-7.5	8.3	-5.5	4.9	2.7
	日经225	50%	-9.8	-5.7	1.0	5.0	19.1	7.0	-3.0	14.6	-1.0	-8.7	-11.1	0.8	0.7
	MSCI全球	14%						-0.6	-5.1	13.9	-1.5	-0.8	-1.1	-14.4	-1.4
	MSCI发达市场	42%	-3.6	0.1	2.6	8.8	23.3	-0.7	-4.2	14.2	-1.2	-1.2	-1.5	-15.3	1.8
	MSCI新兴市场	57%						11.7	-16.8	6.5	-5.1	8.4	3.4	-7.1	0.2
货币	美元兑人民币	22%				-0.5	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.0	0.0	0.3	5.6	0.6
	美元兑日元	30%			-3.3	-0.2	-7.6	6.5	-5.8	-7.1	-11.9	1.6	-8.8	13.7	-2.3
	美元兑欧元	33%										-2.8	-3.6	5.1	-0.4
	美元指数	33%	-8.2	-3.3	5.0	2.2	-5.7	7.6	-3.6	-0.3	-4.5	-2.3	-3.6	6.4	-0.9
商品	伦敦金现	50%	32.0	10.4	-13.7	-0.5	3.8	-4.0	-2.6	-3.6	14.6	6.5	17.2	-4.5	4.6
	ICE布油	83%							9.6	-8.3	44.6	45.2	4.0	22.9	19.7
	LME铜	75%					3.5	-0.4	3.0	0.3	14.4	15.9	10.1	-11.0	4.5
	CRB综合	75%	13.1	2.9	3.0	2.4	-0.2	10.4	2.6	-1.7	4.1	1.1	7.6	-1.2	3.7
	CRB食品	67%	13.8	2.4	2.0	3.6	-0.6	10.5	-1.3	-1.4	2.7	-3.3	5.3	3.3	3.1
	CRB金属	75%	14.4	0.9	5.1	-4.5	-2.2	12.5	0.5	0.7	7.2	18.1	17.0	-13.1	4.7

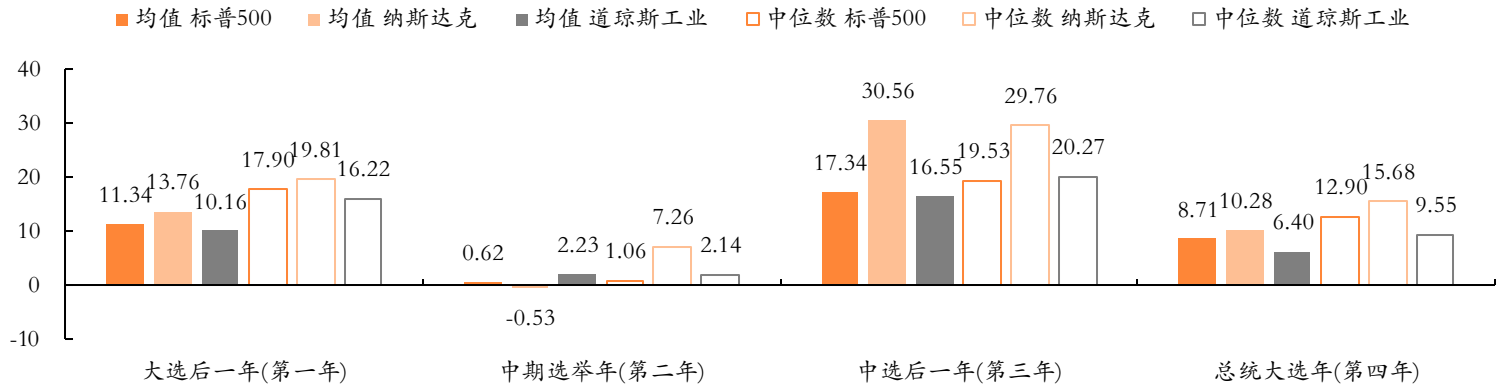
资料来源：Wind，证券时报，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

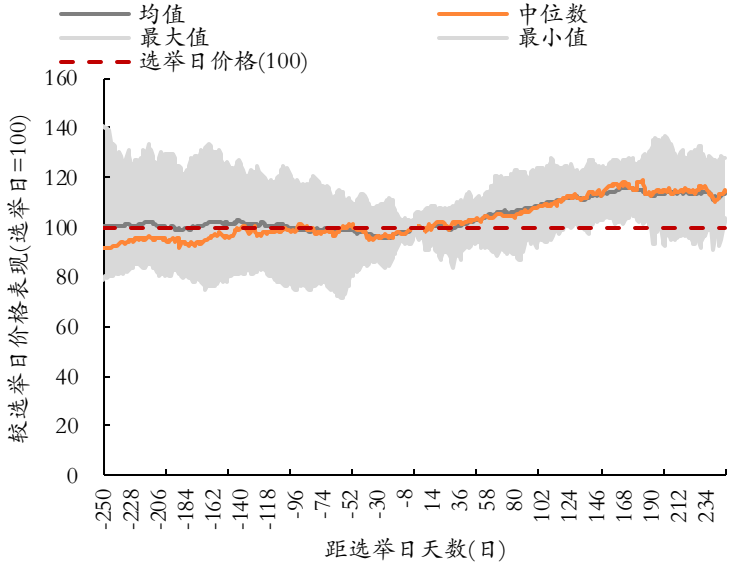
1.2美国经济：关注美股中期选举效应

- **美股存在较为典型的“中期选举效应”：**美股通常在中期选举前调整，在中期选举后上涨。从1973年至2025年的13届中期选举周期来看，标普500指数在中期选举后一年的表现通常好于选举当年。**究其原因：**短期来看，选举结束后不确定性消散利于美股反弹。长期来看，中期选举后一年的经济政策具有更高稳定性（通常形成分裂政府），为股市进一步走强创造了更好的宏观环境。
- **目前美国中期选举在即，从两方面因素考虑均有利于美股：**一方面，特朗普为应对中期选举而争取选民的措施，大概率利好美股。一方面，市场预期特朗普将丢失众议院，重新形成分裂政府，利于政策稳定性的增强。

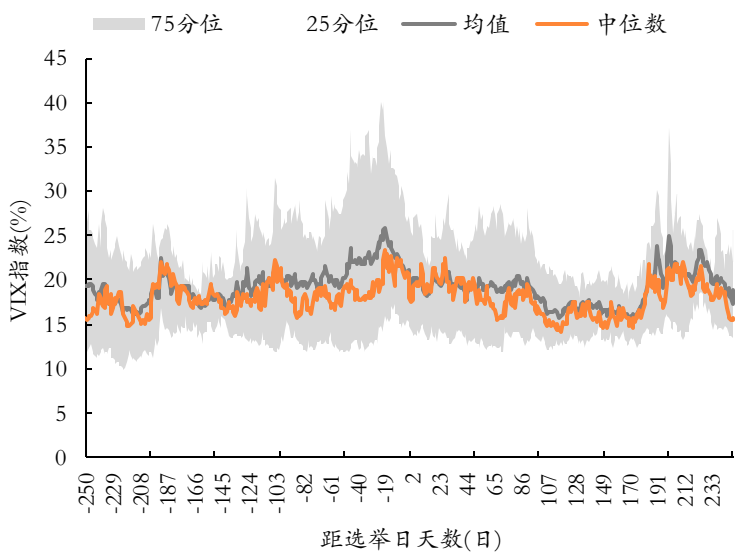
美股在中选后一年表现最佳(1972-2025均值,%)



中选前后标普500走势(1973-2025,%)



VIX指数围绕中选前升后降(1992-2025)



资料来源：Wind，平安证券研究所策略配置团队《美国中期选举效应研究：历史经验，情景展望与美股影响-20260903》，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



目录 CONTENTS

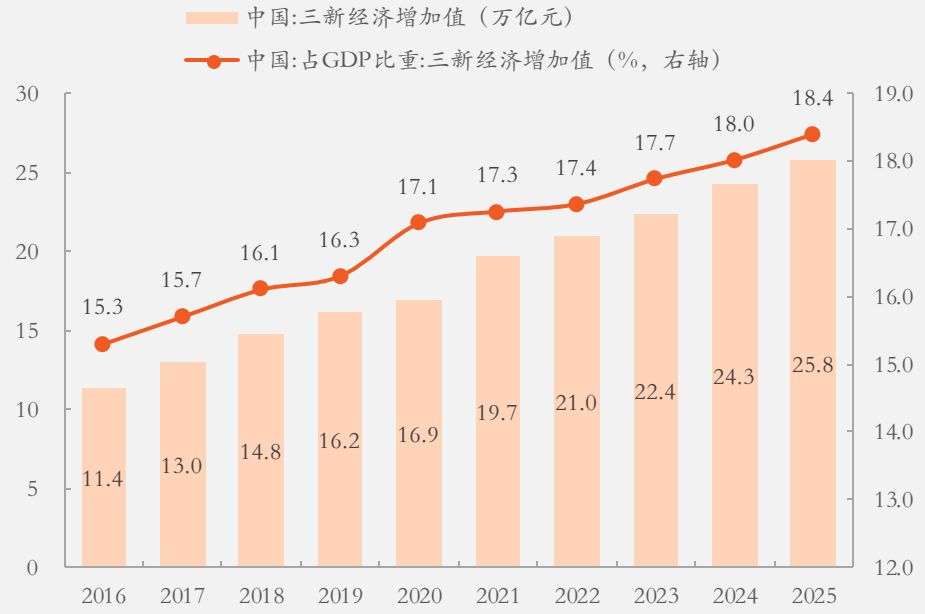
- 国际：全球多极化秩序重构，地缘推升通胀预期
- 国内：经济结构转型推进，新旧动能“K型”分化
- AI产业链分析：技术浪潮，产业机遇与市场定价
- 展望：从资产定价模型边际变化看大类资产趋势

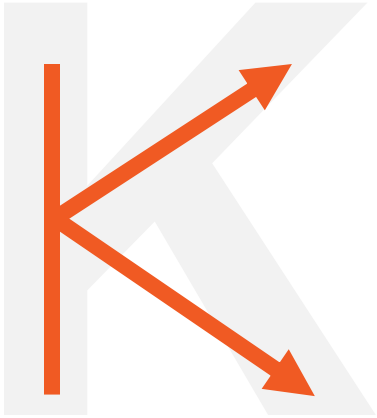
下载日志已记录，仅供内部参考

2.1国内经济：结构加速转型，K型分化凸显

- 近年来，中国经济结构转型升级持续显效。新旧动能转化的过程中，经济结构呈现明显的“K”型分化。

- “三新”经济（新产业、新业态、新商业模式）增加值自2016年以来稳步抬升，到2025年规模已增长超过一倍；其占GDP的比重也从15.3%升至18.4%，表明新动能对经济增长的贡献度在不断提升。





- K型上沿：
  - 新动能：科技创新产业
  - 外需：出口

- K型下沿：
  - 旧动能：房地产链
  - 内需：投资、消费

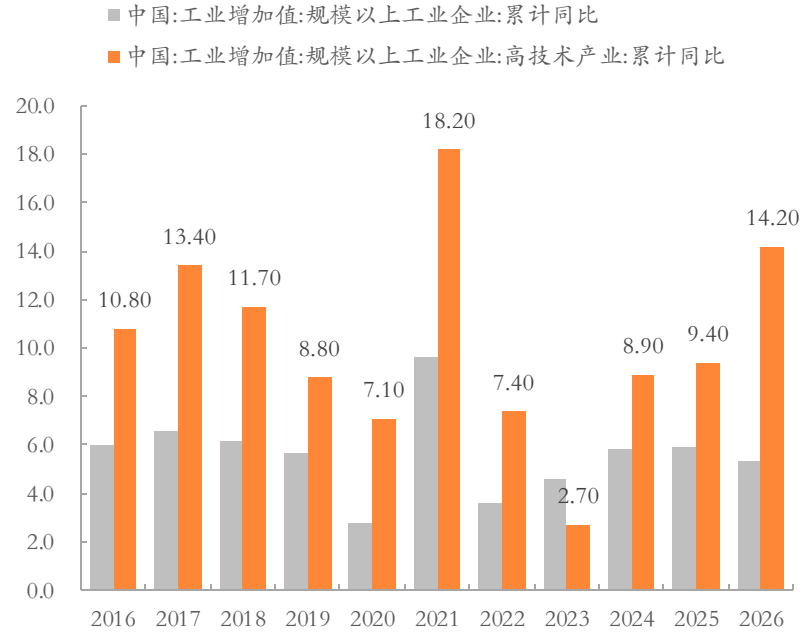
资料来源：Wind，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

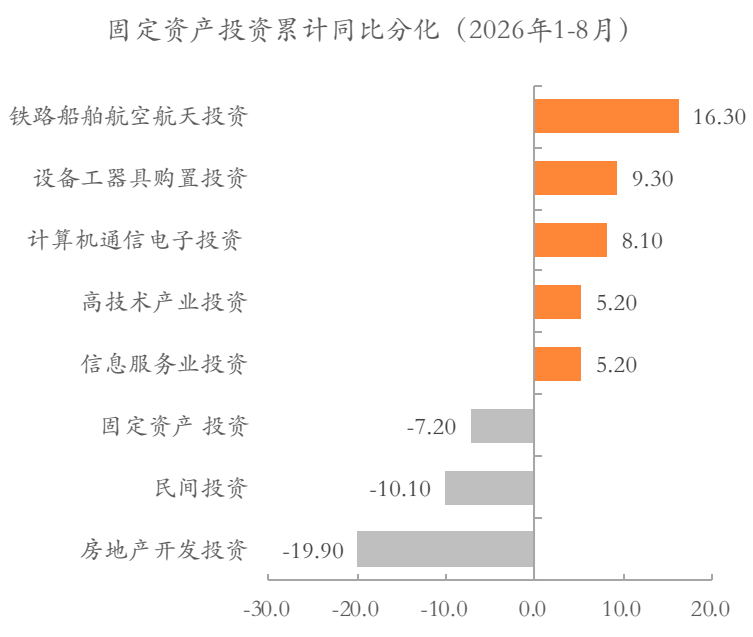
2.1新动能：科技创新产业支撑经济增长

- **科技创新产业正从边际亮点转变为支撑经济增长的主引擎。**
- 产出端，高技术制造业增速持续跑赢规上工业增加值增速，“十四五”年均增长9.3%（同期规上工业5.9%）；
- 投资端，资金加速向高技术领域聚集，与地产链形成“K型”分化；
- 研发端，投入强度持续提升并接近全球整体水平，新旧动能转换进入加速期。

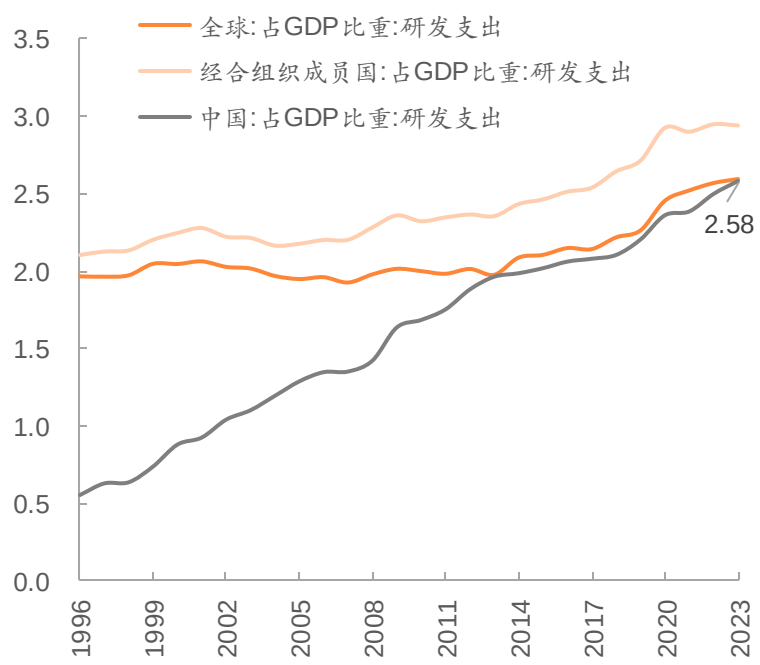
高技术产业增速持续高于工业整体增速（%）



高技术领域投资增速快于投资整体增速（%）



研发投入强度持续上升（%）



资料来源：Wind，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

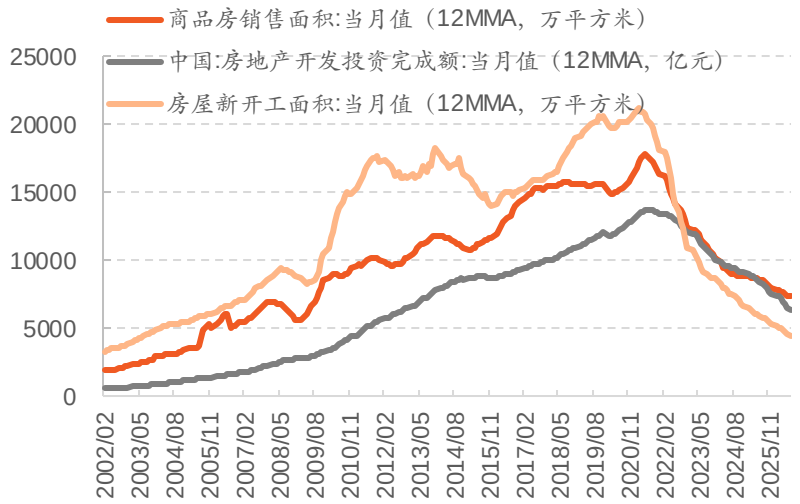
2.1旧动能：房地产行业仍在寻底

- **房地产行业对增长的拖累边际收敛，但销售、投资、价格等关键指标均未见企稳信号，行业自身尚未走出底部。**

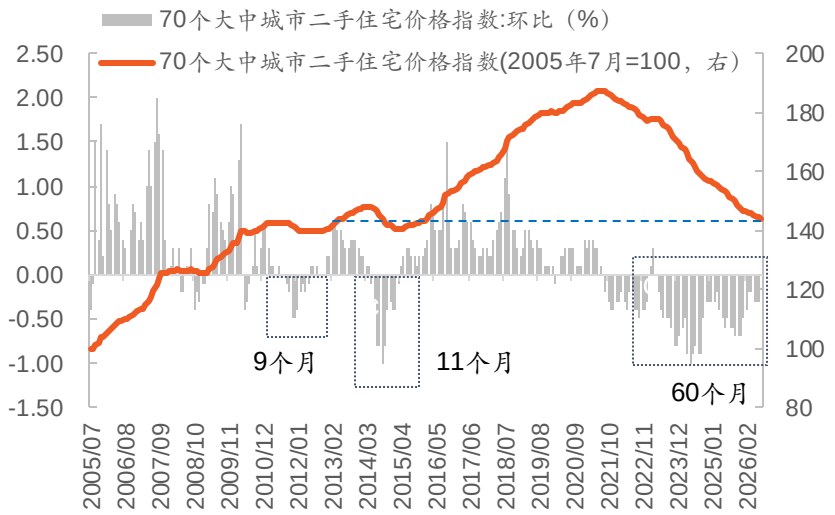
- 房地产投资、新开工、销售额与销售面积增速仍在负增区间。

- 70个大中城市二手住宅价格显示，年初以来仅一线城市环比转正，二三线城市房价环比仍为负增。

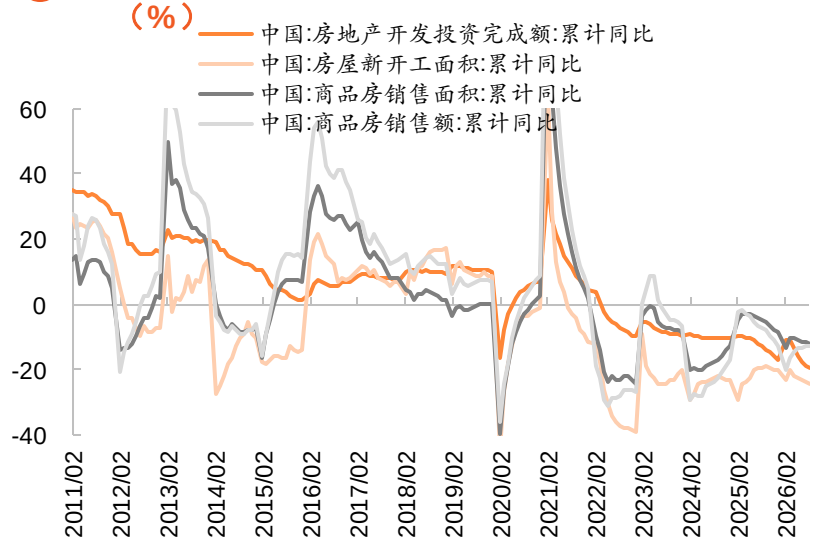
房地产投资、销售、新开工仍在下行



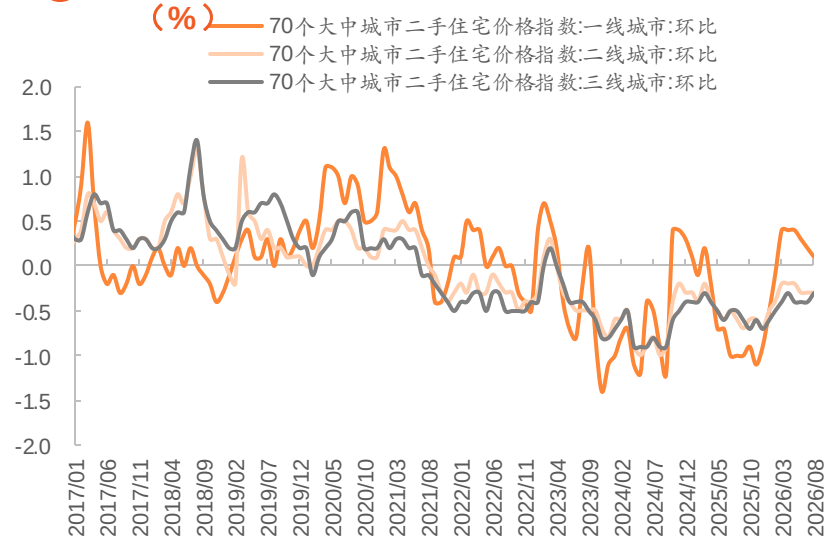
70个大中城市二手住宅价格指数



房地产投资、新开工、销售额与面积增速仍为负（%）



70个大中城市二手住宅价格，一线城市环比转正（%）



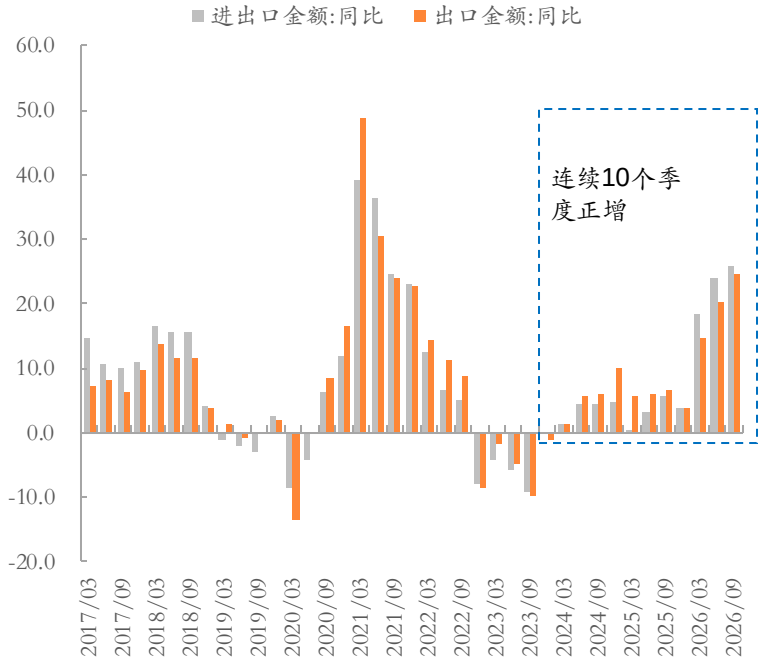
资料来源：Wind，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

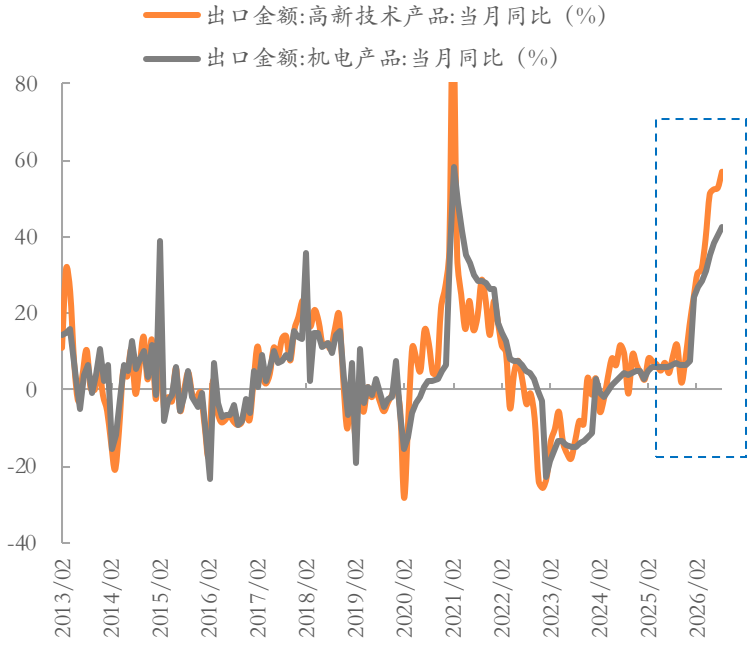
2.1外需：出口高增支撑总需求增长

- **外需方面，尽管存在贸易摩擦的扰动，出口在全球制造业景气向上的背景下保持快速增长，成为总需求最重要的支撑。**
- 从总量看，出口已连续10个季度正增长；2026年增速逐季抬升，累计同比从年初10%左右升至1-8月的19.3%；一季度进出口总值超11万亿元，创历史同期新高。
- 从结构看，2026年1-8月，机电产品和高技术产品出口增速显著上涨；主要出口商品中，自动数据处理设备零件、汽车、存储部件、集成电路、电子元件等增速居前。

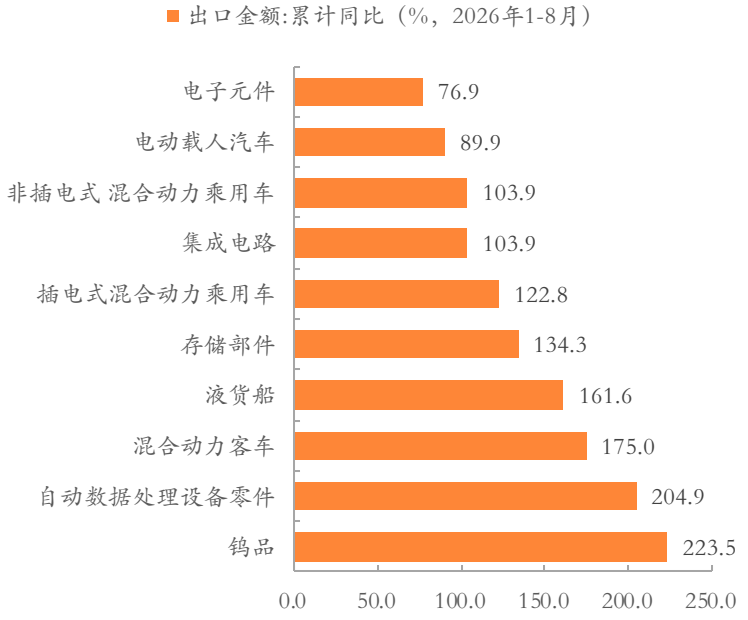
出口金额连续10个季度正增（%）



机电产品和高技术产品出口增速显著上涨



出口高增的主要商品



资料来源：Wind，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

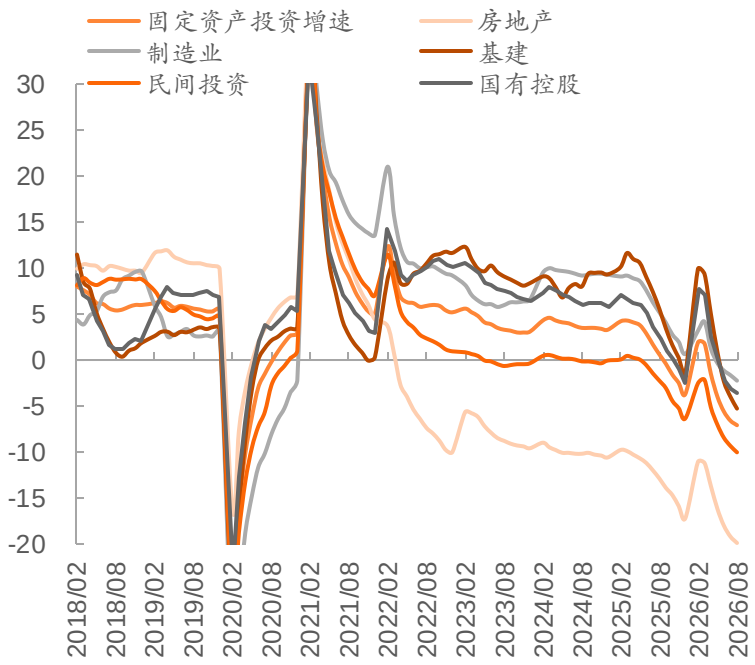
2.1内需：企业固投持续收缩，居民消费意愿低迷

- **内需方面，投资与消费两端均偏弱，内循环修复偏慢，与外需形成反差。**

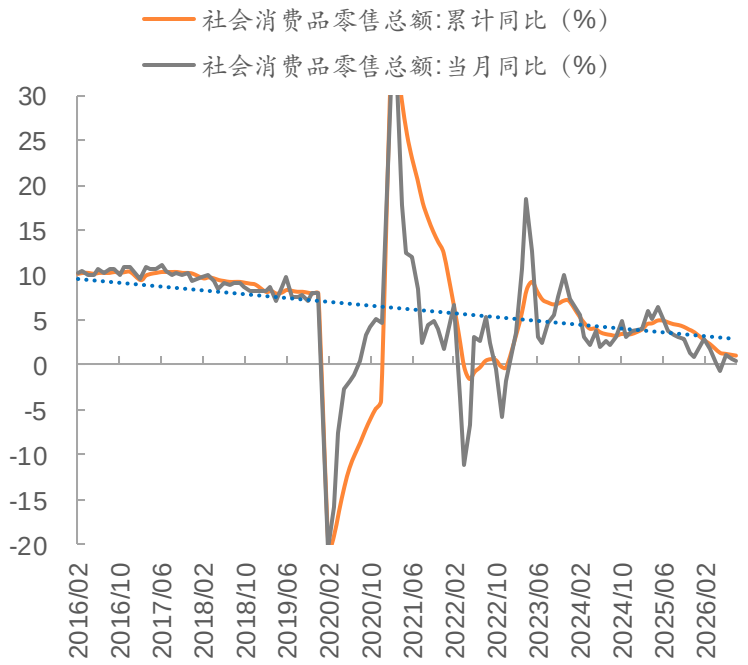
- **投资：**固定资产投资增速年内逐月下行，1-8月累计同比已降至-7.2%，基建、制造业、房地产三大分项均为负增；此外，1-8月民间投资-10.1%，显著弱于国有控股投资（-3.6%）。

- **消费：**在前期“以旧换新”政策退坡后，耐用品消费动能减弱，社零当月同比增速连续两个月在1.0%以下。消费者信心指数同样表现低迷，居民预防性储蓄动机仍强，消费倾向尚未修复。

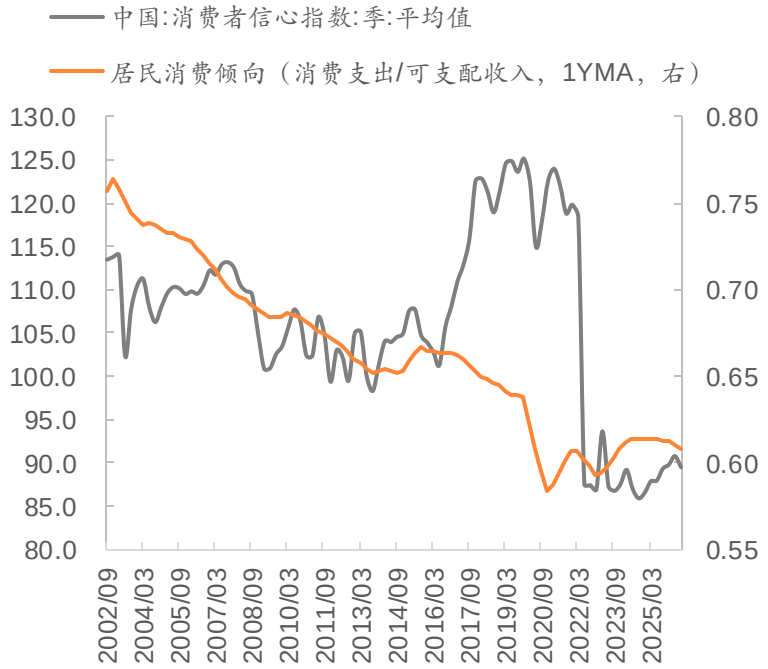
固定资产投资增速及分项均负增（%）



社零增速低位徘徊



居民消费倾向尚未恢复



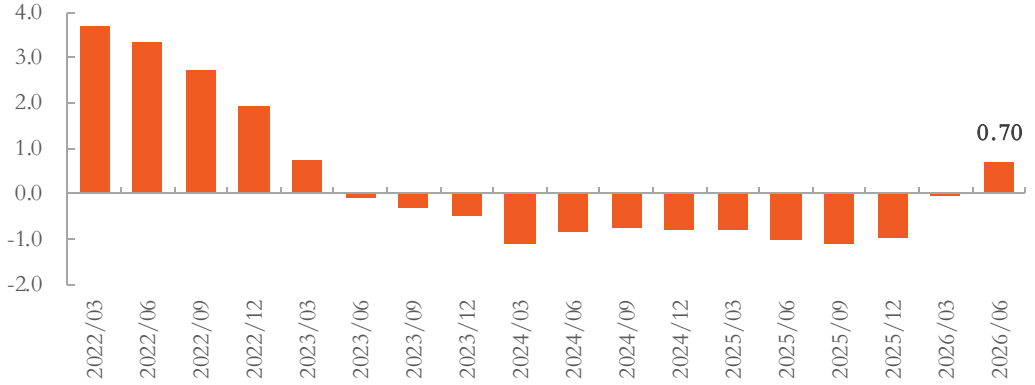
资料来源：Wind，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

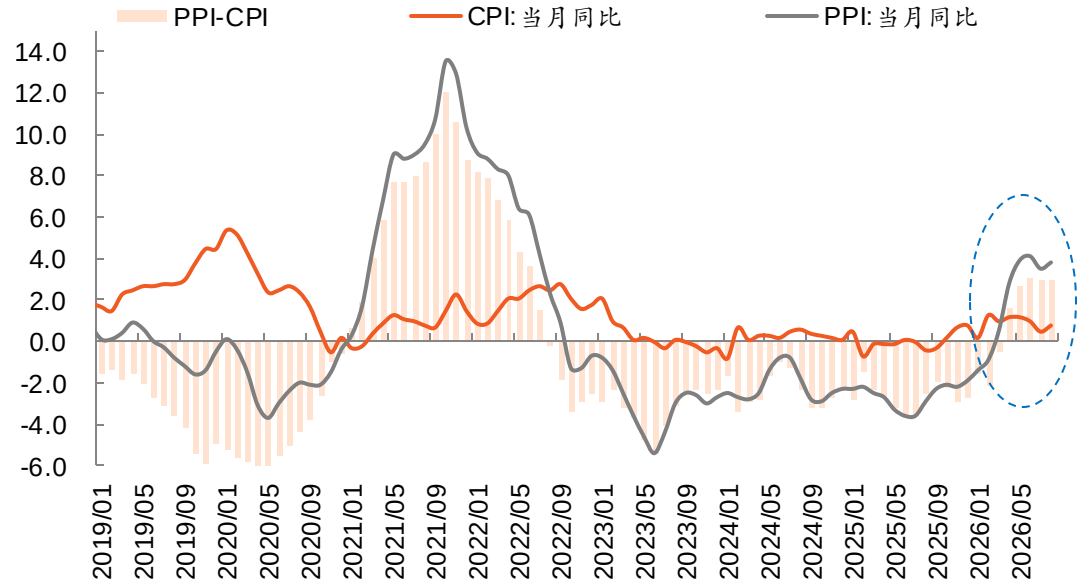
2.2 物价：价格筑底改善，驱动利润修复

- **2026年以来，国内基本面回稳、大宗商品上涨共同驱动物价水平改善。**
- **物价指标改善：**2026年3月PPI同比41个月以来首次转正，上游价格环境出现质变；CPI温和改善，PPI-CPI裂口则于4月转正；二季度末，GDP平减指数时隔12个季度之后转正。
- **价格带动利润修复：**物价数据进一步改善，PPI-CPI裂口转正，驱动工业企业利润增速向上修复。

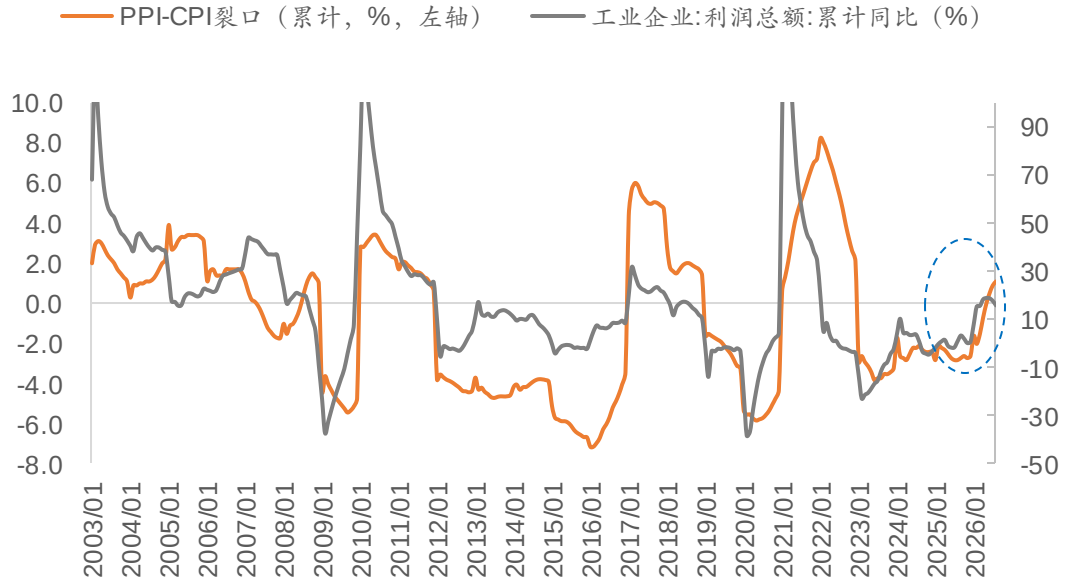
GDP平减指数时隔12个季度后转正
（%）



2026年以来CPI与PPI同步修复
（%）



PPI-CPI裂口转正，驱动企业利润修复



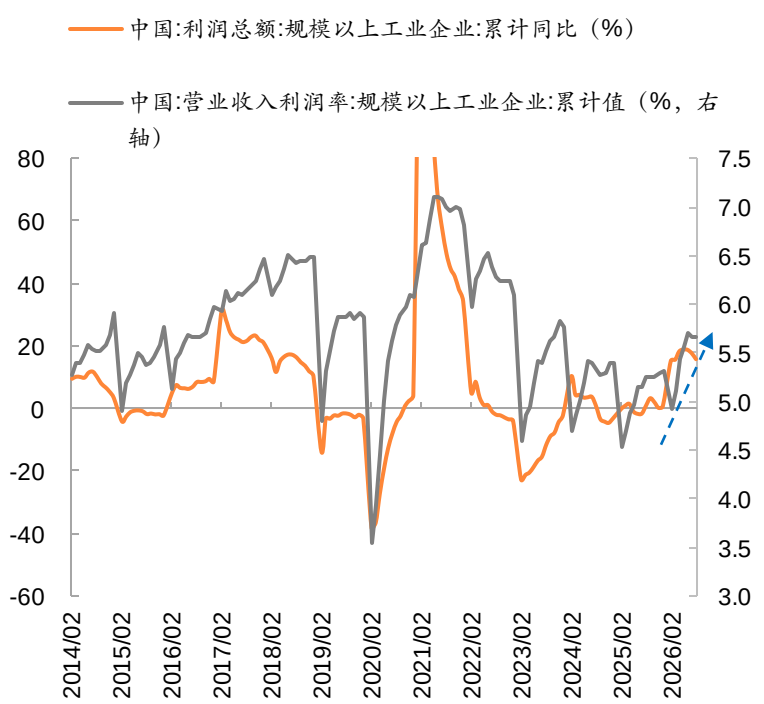
资料来源：Wind，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

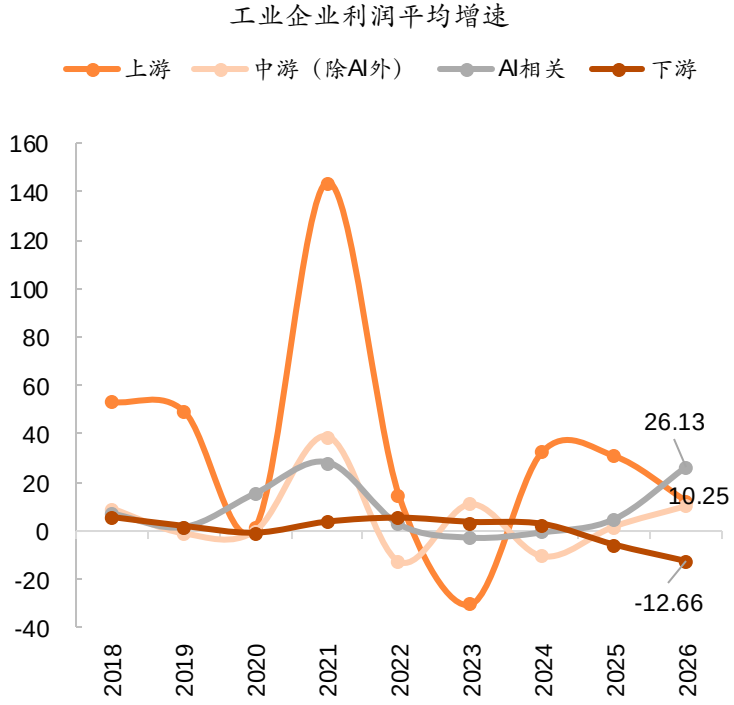
2.2 企业利润：盈利底已现，结构性分化

- **基本面稳增与物价同步改善，推动实体企业盈利修复，并向A股盈利传导，为权益资产提供分子端的支撑。**
- 从总量看，规上工业企业利润2025年转正、2026年加速：1-8月利润同比增长15.7%，营收利润率5.66%、创2023年以来同期新高。
- 从结构看，利润修复呈明显分化：AI链与上游领涨，部分中游、下游行业仍承压。

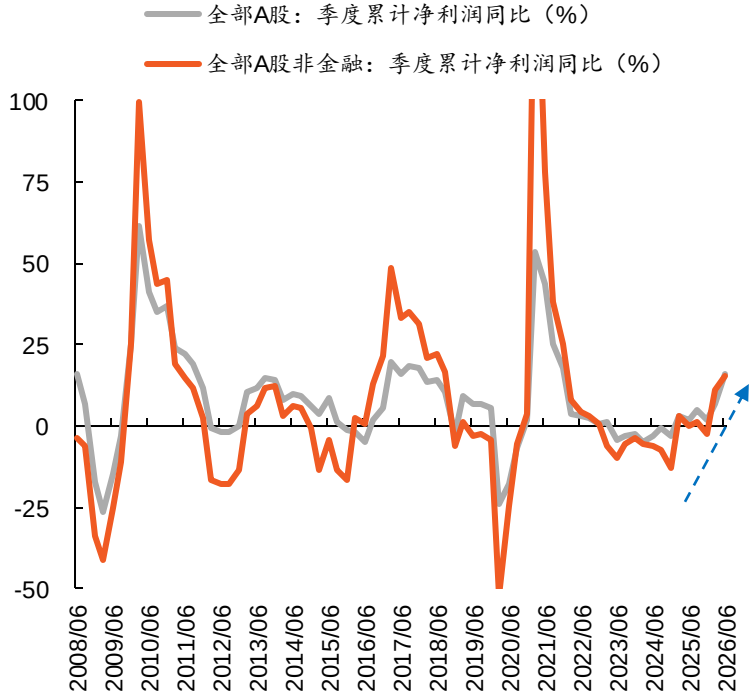
工业企业利润增速转正，利润率改善



利润修复呈行业间的分化（%）



A股上市公司净利润增速同步改善



下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 政策|房地产：“现房销售”推动供给提质，“财政贴息”托底低总价刚需

- **2026年8月以来，房地产政策从供给、需求两端迎来新调整，重在适应存量时代、加快构建发展新模式。**

- **供给端：8月28日一揽子政策重构行业供给制度，重在服务保交付与存量盘活，推动行业出清。**1）推进“现房销售”，要求预售主体封顶、资金全程监管，新出让土地项目优先现房销售；2）信贷端推行主办银行封闭管理，房贷于销售或竣工备案后发放，期限最长延至40年，收入偿债比上限放宽至60%；3）资本市场端定向放开优质房企再融资、并购重组与REITs等工具。

- **需求端：9月29日三部门发文实施首套新房商贷贴息，精准降低低总价首套成本、推动去库存。**对象限定为120㎡以下、总价150万元以下首套住房；按贷款本金给予1年1个百分点贴息、最长5年，单户本金上限100万元，中央与地方按90%/10%分担，政策暂定1年，免申即享，自2026年10月1日起实施。

2026年8月以来房地产政策从供给、需求两端迎来新调整

供给端：制度重构
目标：保交付、控风险、促出清、盘活存量

现房销售·资金监管
预售主体封顶、资金全程监管，新出让土地项目优先现房销售，销售制度去高周转化

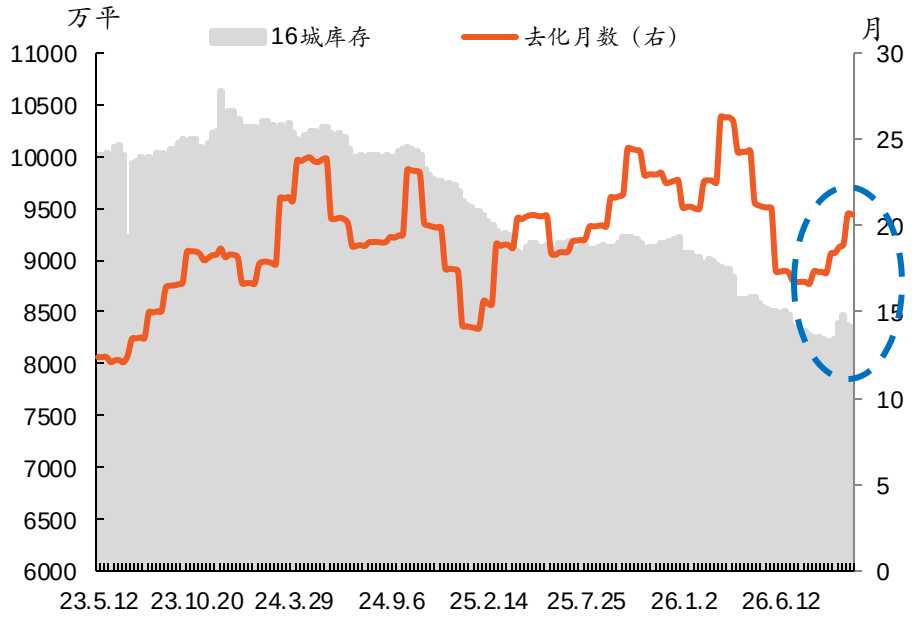
主办银行封闭管理·房贷期限延长至40年
房贷于销售或竣工备案后发放；期限最长40年，收入偿债比上限放宽至60%

资本市场定向松绑
定向放开优质房企再融资、并购重组与REITs放开

需求端：财政贴息
目标：降低首套刚需成本，推动低总价去库

对象：首套新房商贷
面积：≤120㎡
总价：≤150万元
贴息：年化1pct
期限：≤5年
单户上限：100万元
央地分担：9/1
2026年10月1日起实施，暂定1年

16城商品房取证库存及去化月数：8月以来去库压力上行



资料来源：Wind，新华网，界面新闻，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 政策|财政：延续“更加积极”基调，四季度地方专项债迎来关键窗口

- **财政政策坚持“更加积极”的基调，三季度观察到两个增量变化：**

- **第一，财政贴息持续优化扩围，首次覆盖居民房贷。**2026年我国创新设立了财政金融协同促内需政策工具，其中财政贴息范围从个人消费、中小微经营、服务业贷款逐步拓展。2026年9月29日三部门发文，10月1日起进一步延伸至首套商业性个人住房贷款，中央财政首次直接补贴居民房贷利息，政策触角从个人消费、企业经营进一步延伸至居民住房。

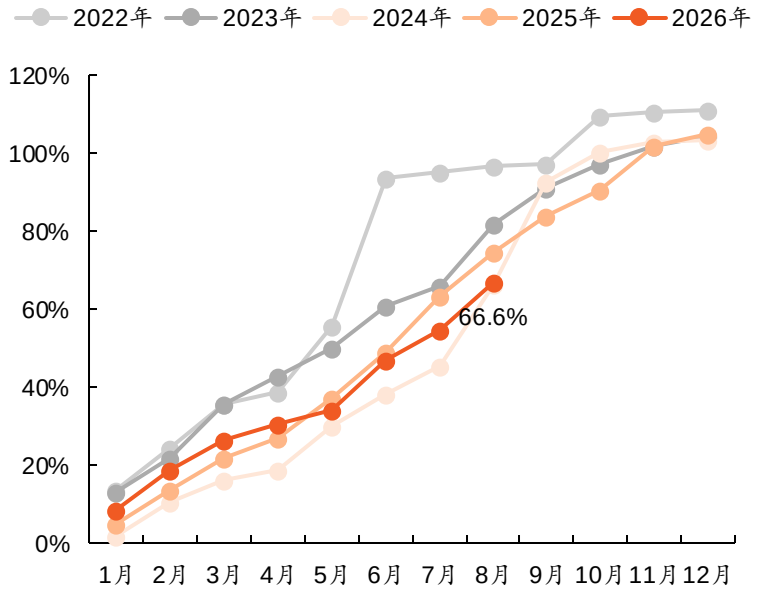
- **第二，1-8月地方专项债发行进度不及去年同期，四季度或迎来发行使用的关键窗口期。**1—8月新增专项债发行约2.9万亿元，完成全年额度的约66.6%，发行进度慢于去年同期。8月财政部明确下半年还有2万多亿元专项债和超长期特别国债待发行，预计剩余额度将在四季度加速落地，跟踪后续专项债发行进展以及资金形成实物工作量的效率。

2026年贷款贴息范围持续扩容优化

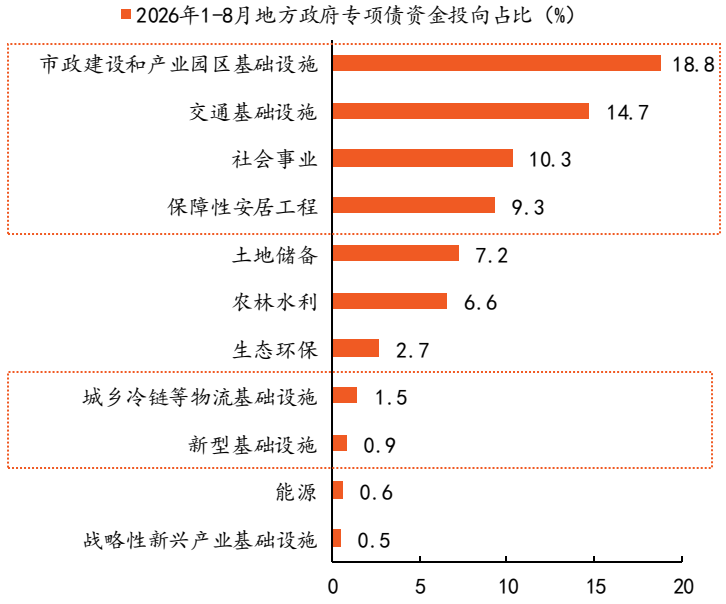
2026年财政金融协同促内需一揽子政策
贷款贴息范围从消费、企业经营到住房贷款

2025年9月1日	个人消费贷款、服务业经营主体贷款财政贴息正式实施
2026年1月1日	财政贴息范围扩大至：中小微企业贷款；优化实施设备更新贷款财政贴息政策
2026年10月1日	财政贴息范围扩大至：首套新房商贷贴息

2026年1-8月地方新增专项债发行不及去年同期



2026年新增地方债重点支持基建投资



资料来源：Wind，中国政府网，中国新闻网，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 政策|货币：延续“适度宽松”基调，重在结构发力

- **9月29日，央行宣布调整完善若干货币政策工具，整体延续“适度宽松”基调，重在结构发力：**
- ①下调抵押补充贷款（PSL）利率0.25个百分点，一年期PSL利率由1.75%降至1.5%，此为年内第二次结构性货币政策工具降息；
- ②“六张网”建设纳入PSL支持领域，包括水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等；
- ③增加科技创新和技术改造再贷款额度2000亿元至1.4万亿元，央行支持比例由60%统一提高至100%；
- ④增加支农支小再贷款额度5000亿元，支农支小再贷款和再贴现总额度由4.35万亿元增至4.85万亿元，其中民营企业再贷款额度由1万亿元增至1.3万亿元。

◉ 9月29日央行若干货币政策

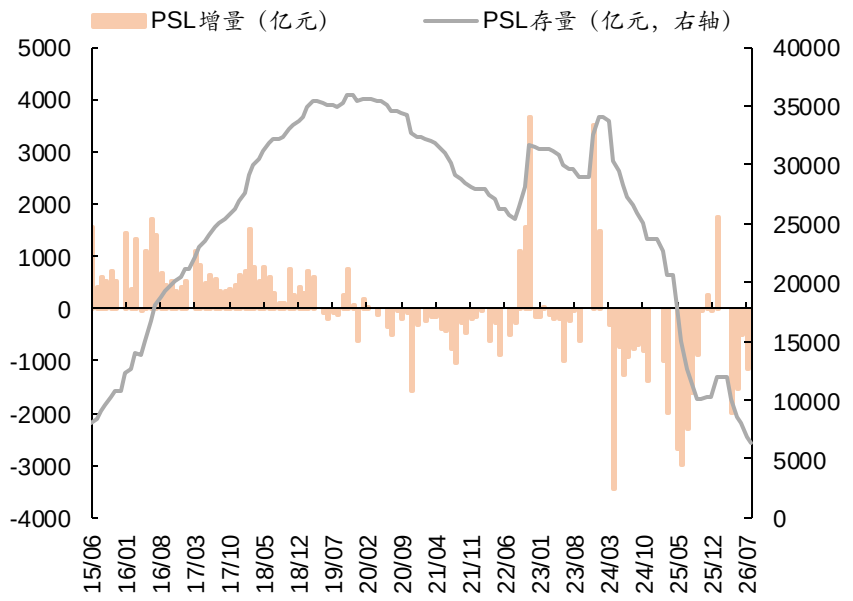
9月29日央行若干货币政策

稳投资：下调抵押补充贷款（PSL）利率0.25个百分点；“六张网”建设纳入PSL支持领域

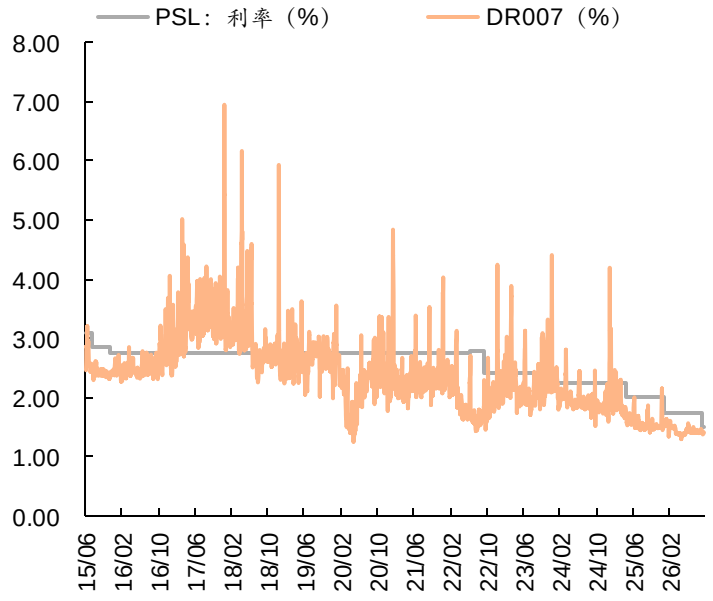
扶科技：增加科技创新和技术改造再贷款额度2000亿元至1.4万亿元，央行支持比例由60%统一提高至100%

支农支小：增加支农支小再贷款额度5000亿元，其中民营企业再贷款额度增加3000亿元

◉ 抵押补充贷款（PSL）存量和增量规模



◉ 2026年PSL利率两次下调



资料来源：Wind，中国政府网，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



目录 CONTENTS

- 国际：全球多极化秩序重构，地缘推升通胀预期
- 国内：经济结构转型推进，新旧动能“K型”分化
- AI产业链分析：技术浪潮，产业机遇与市场定价
- 展望：从资产定价模型边际变化看大类资产趋势

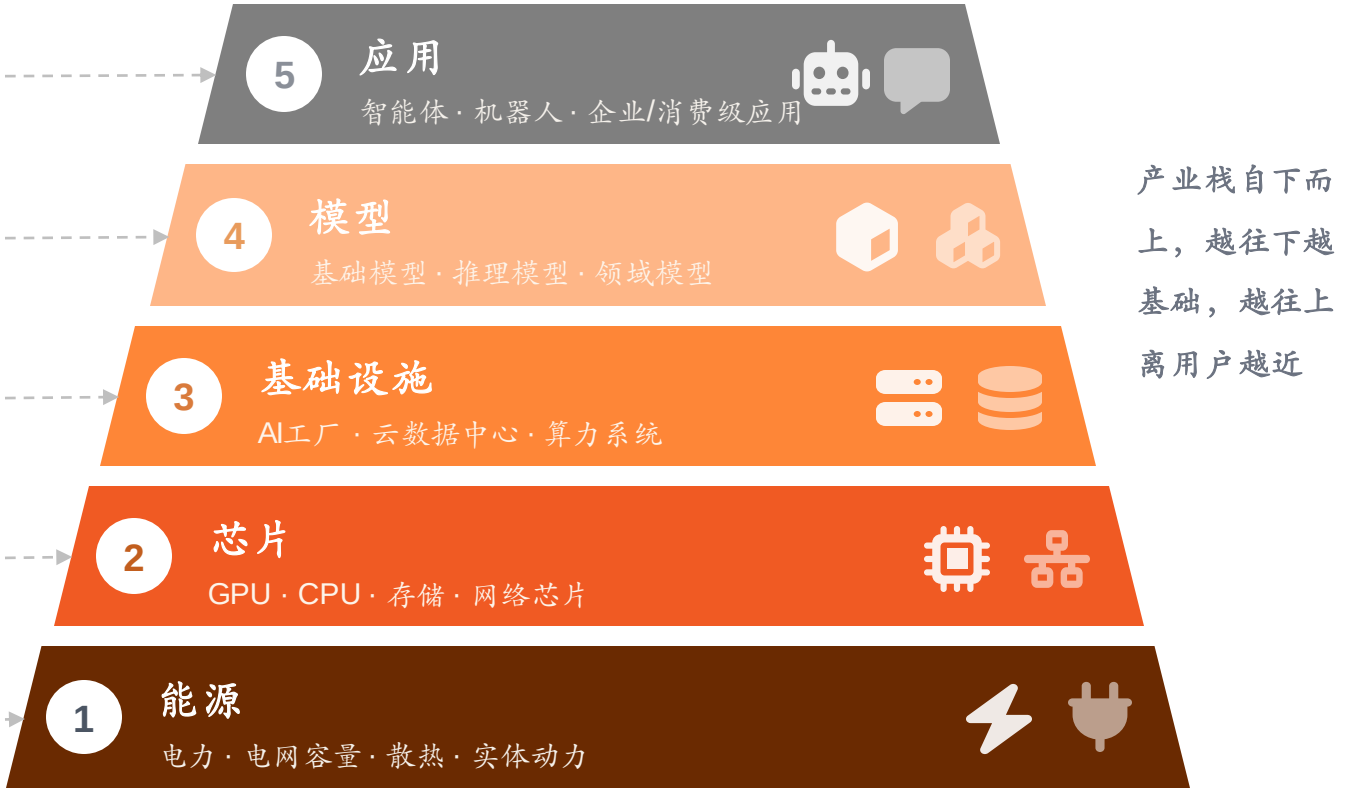
下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 AI产业链概述：五层蛋糕理论

- 2026年1月，黄仁勋在瑞士达沃斯世界经济论坛（WEF） 上提出，AI并非单一的应用或模型，而是类似电力、互联网的基础设施。这五层结构从下到上依次为：能源、芯片、基础设施、模型、应用。对投资而言 ，下三层（能源、芯片、基础设施）为重资产、先受益；上两层（模型、应用）为轻资产、后兑现。

人工智能的五层蛋糕体系

- **应用 (Applications)：** 位于顶层，是产生经济价值的环节，如药物发现平台、自动驾驶汽车等
- **模型 (Models)：** 理解语言、生物、物理等信息的AI模型，语言模型只是其中一类。
- **基础设施 (Infrastructure)：** 包括土地、供电、冷却、网络等，是将数万处理器协同工作的“AI工厂”。
- **芯片 (Chips)：** 将能源高效转化为大规模计算能力的处理器。
- **能源 (Energy)：** 最底层的基础，是AI的“第一性原理”，也是限制系统能产生多少智能的“硬约束”。



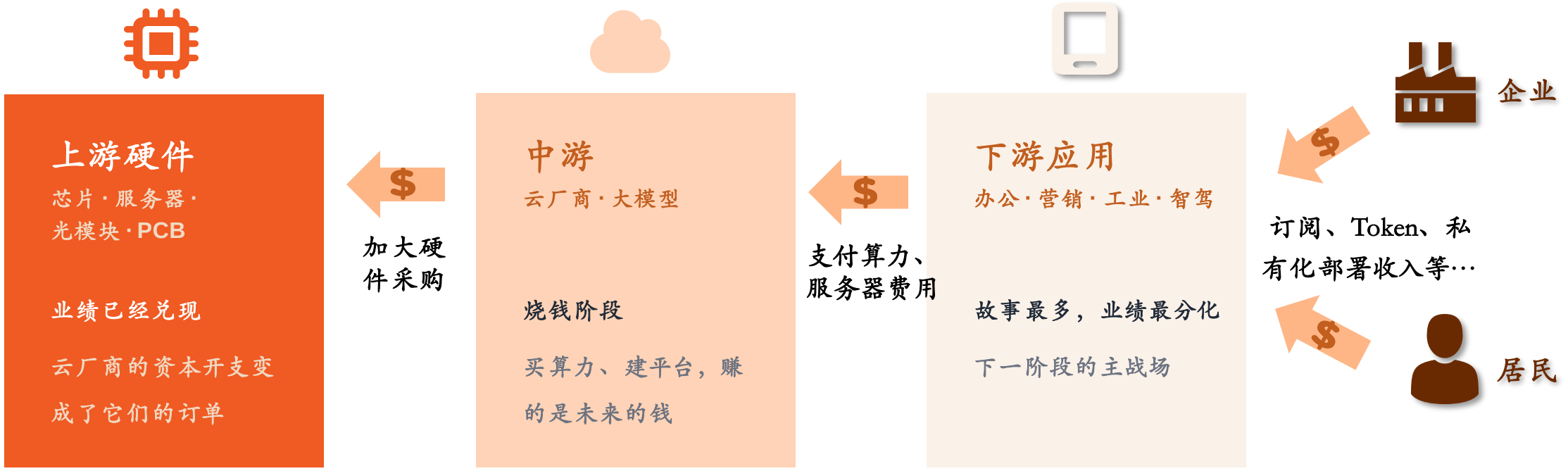
资料来源：J. Huang《AI Is a Five-Layer Cake》，NVIDIA官方博客，2026年3月

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 AI产业链概述：上中下游产业逻辑

- **AI产业链上中下游的逻辑可以概括为：“下游应用变现→中游资本开支扩张→上游硬件需求增长”。**
- 下游：B、C端AI用量增长兑现为模型厂的收入，模型厂变现的逻辑得到验证。
- 中游：云厂商作为核心枢纽，在需求驱动下持续加码AI资本开支，支付算力与服务器费用。
- 上游：AI硬件层直接受益于资本开支扩张，算力芯片、服务器等处于“需大于供”的紧平衡状态，推动价格上涨与盈利增长。

AI产业链上中下游产业逻辑



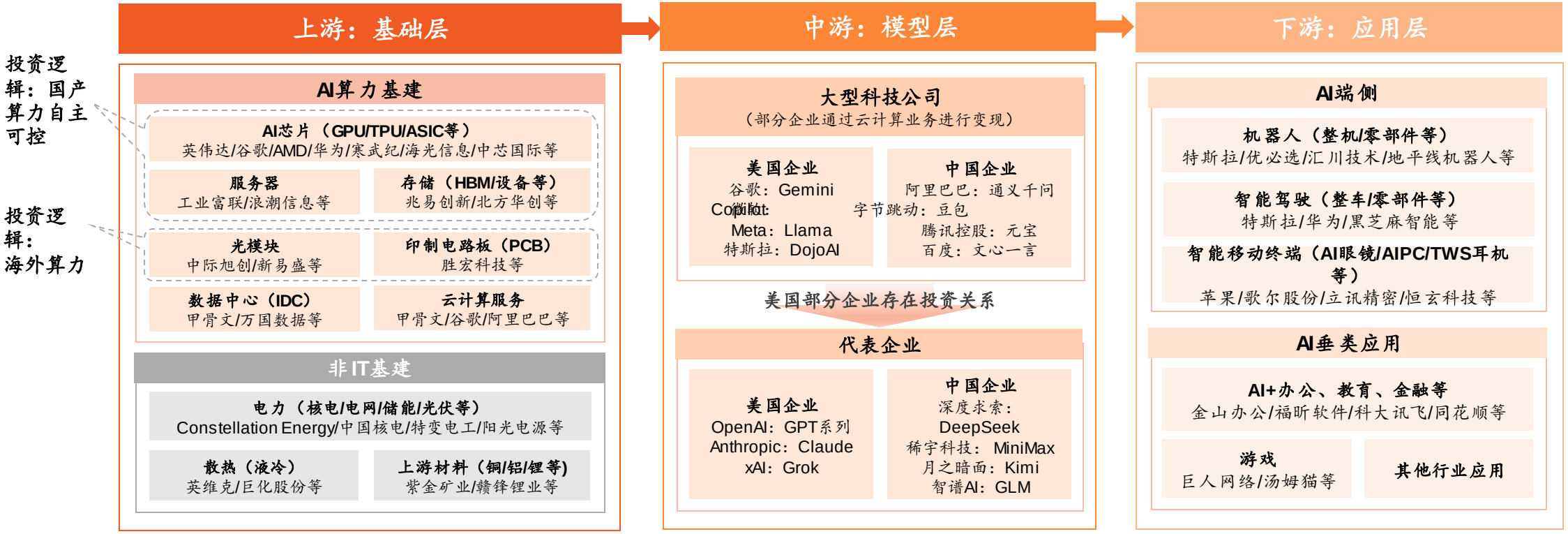
下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 AI产业链概述：资本市场投资框架

- **进一步，将AI产业链的细分投资领域进行梳理：**

- **一是基础层：**重点包含算力基建（AI芯片、存储、服务器、光模块、PCB、数据中心等）、非IT基建（电力、散热、铜/铝/锂等原材料）等。
- **二是模型层：**重点关注具备模型技术优势、有望形成生态闭环的大型科技平台公司。
- **三是应用层：**重点包含AI端侧（智能驾驶、机器人、消费电子等）、AI垂类应用（游戏、AI+办公、AI+金融等）。

AI产业链投资框架图



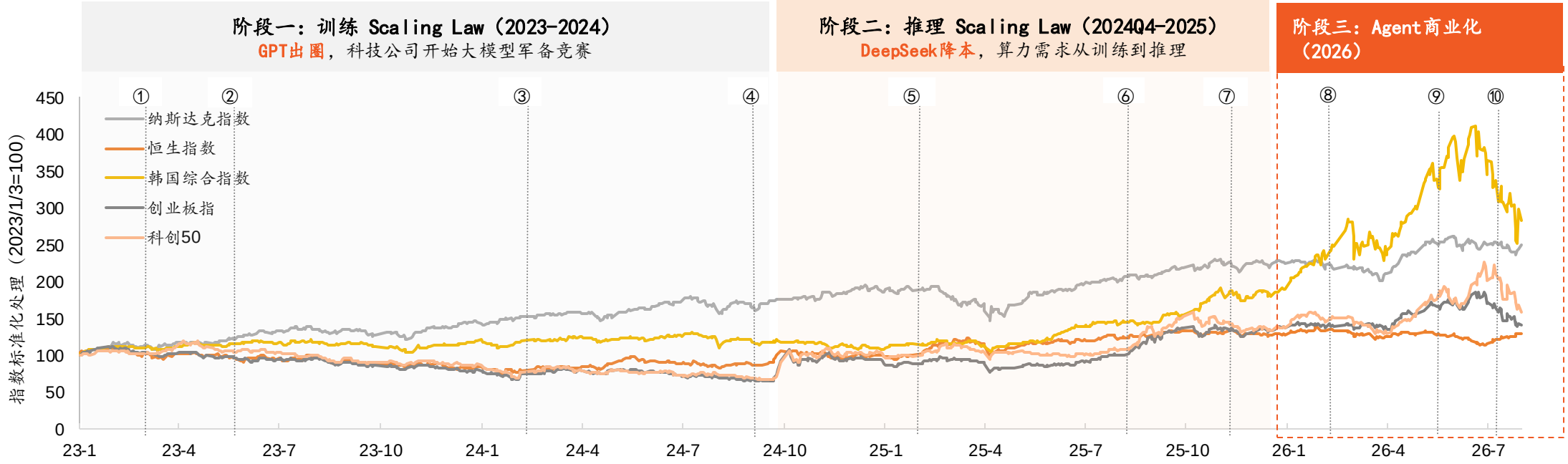
资料来源：Wind，平安证券研究所策略配置团队《迈向十五五，实现高质量——宏观经济背景与资本市场展望》20251226，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 AI产业链投资：市场AI行情回顾

- **AI技术迭代、应用扩张是产业链高景气、市场行情的底层支撑。**
- 2023-2024年，ChatGPT破圈，大模型训练军备竞赛开启，算力需求首次盈利验证；
- 2024Q4-2025，o1模型确立“思考时间换答案质量”的推理范式，DeepSeek破圈降本，推理算力需求爆发；
- 2026年，AI助手（AI Agent）在多领域加速渗透，Token调用量指数攀升，并驱动中游资本开支继续扩张、上游算力需求增长。
- **后续可关注的潜在催化：**英伟达Rubin机柜量产、模型RSI进展、coding以外新场景渗透；更远期而言，世界模型、物理AI也有较大想象空间。

AI技术迭代、应用扩张是产业高景气、全球AI行情的底层支撑



①2023.03 GPT-4发布；海内外科技巨头纷纷加入AI军备竞赛；② 2023.05英伟达财报超预期：算力需求首次盈利验证；③2024.02 OpenAI Sora发布：视频生成；④2024.09 OpenAI o1模型：推理范式确立；⑤2025.01 DeepSeek-R1：效率革命冲击；⑥2025.08 GPT-5发布；⑦2025.11 Gemini3发布：⑧2026.01 OpenClaw出圈，Agent加快普及，Token消耗大幅增长：**⑨2026.06 谷歌提出RSI正成为AI资本开支的核心投资逻辑**：⑩2026.07至2026.08 KimiK3、DeepSeek开源模型冲击

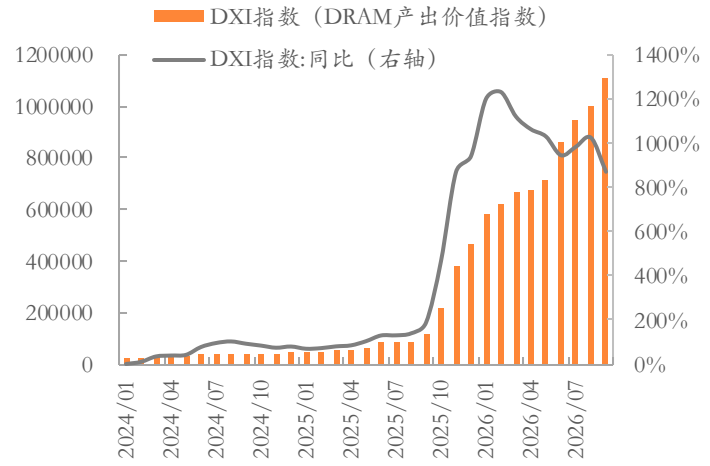
资料来源：Wind，平安证券研究所策略配置团队《产业洞察系列报告（五）AI产业链再审视：市场定价的分野》20260821，平安证券研究所

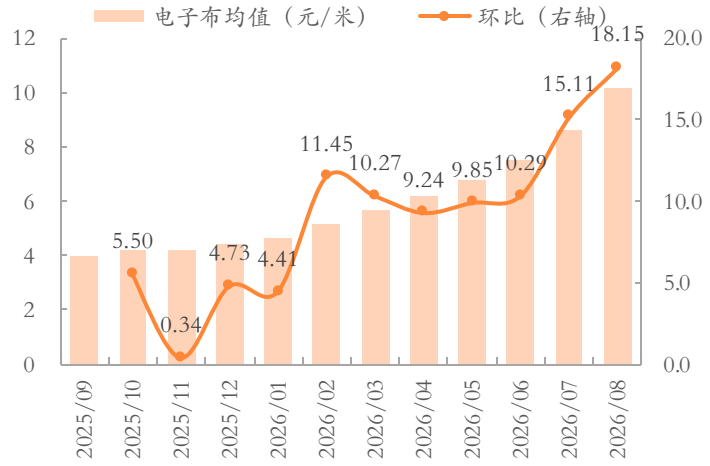
下载日志已记录，仅供内部参考

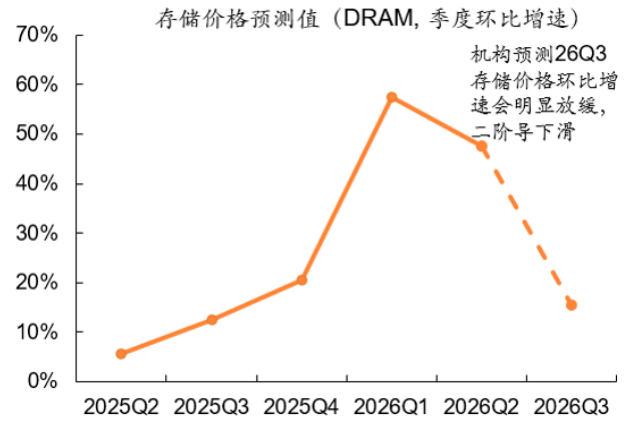
3.2 AI产业链投资：上游—关注硬件价格变化

- 上游：AI硬件景气度主要通过价格变化跟踪。
- 当前，大部分硬件涨价仍在延续，但上涨斜率已经放缓，市场开始担忧涨价的持续性。

产业链环节	跟踪指标	更新频率	最新值截至日	最新值	近三期环比					走势	
					T	T-1	T-2	一阶导	二阶导	指标走势	指标环比走势
上游：AI硬件景气度	存储价格（点）	月频	2026-08-14	976588.8	3.4%	9.9%	19.8%	↑	↓		
	存储价格：预测值（单季环比）	**季频**	**2026Q3**	**/**	**16%**	**48%**	**58%**	↑	↓		
	光模块价格（美元/千克）	月频	2026-06-30	1723.8	-2.0%	2.5%	2.5%	↓	↓		
	光纤光缆价格（美元/千克）	月频	2026-06-30	138.0	12.5%	71.6%	-6.1%	↑	↓		
	电子布价格（元/米）	月频	2026-08-07	10.2	18.1%	15.1%	10.3%	↑	↑		
	六氟化钨(电子特气)价格（美元/千克）	月频	2026-06-30	231.7	9.7%	41.0%	28.3%	↑	↓		
	赛城半导体成份股Capex：预测值27E（亿美元）	月频	2026-08-14	1786.1	1.2%	10.4%	6.4%	↑	↓		
	赛城半导体成份股EPS：预测值27E（美元/股）	月频	2026-08-14	9.4	2.1%	6.9%	6.8%	↑	↓		







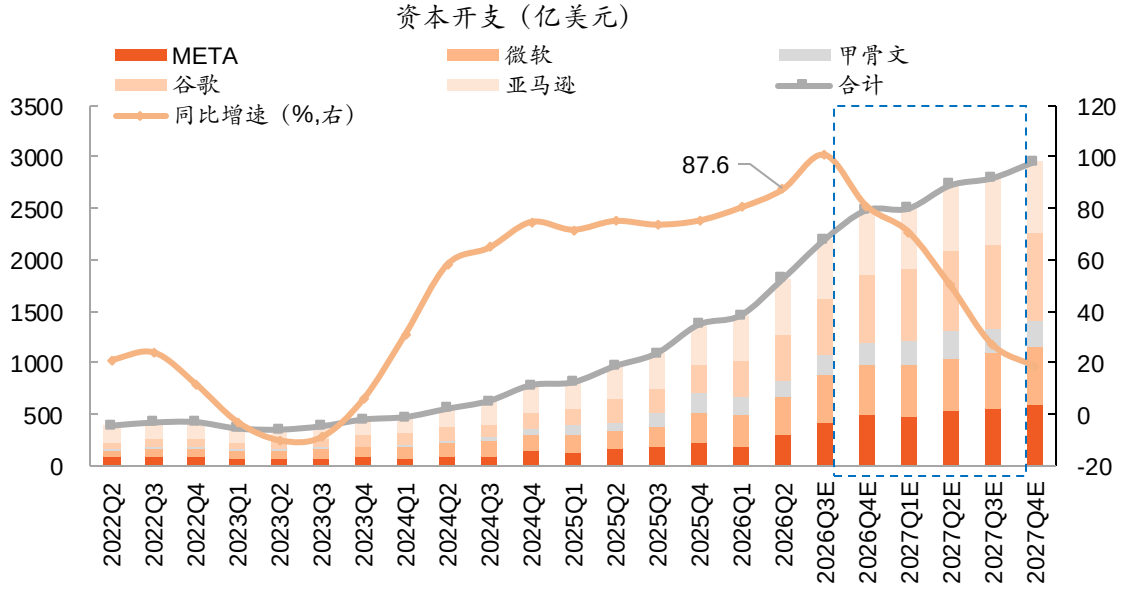
资料来源：Wind，平安证券研究所策略配置团队《产业洞察系列报告（五）AI产业链再审视：市场定价的分野》20260821，平安证券研究所

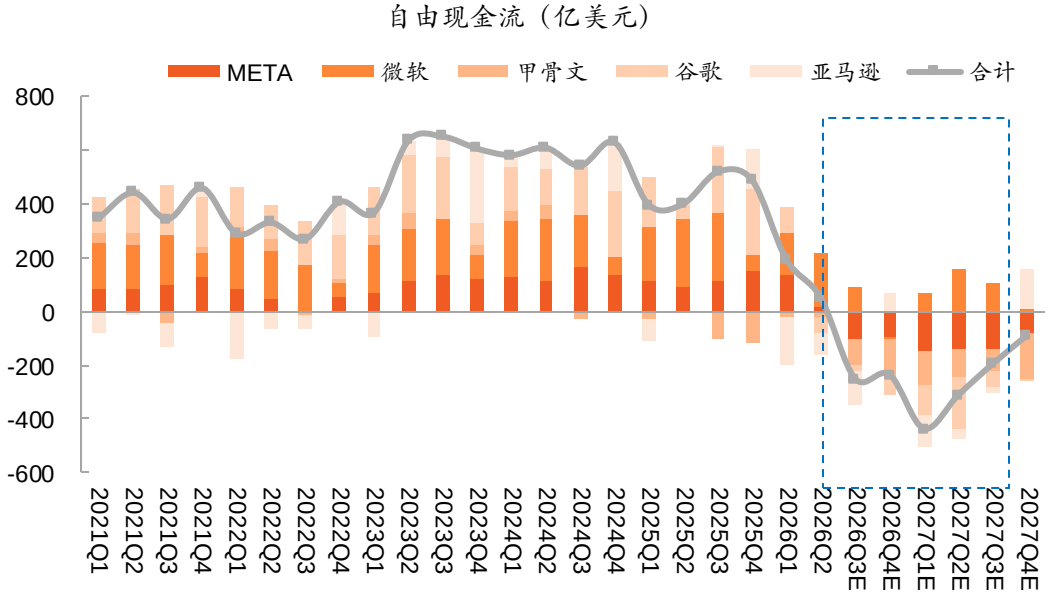
下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 AI产业链投资：中游—关注云厂商资本开支与现金流

- 中游：观察云服务厂商的资本开支及现金流状况。
- 当前，2026中报显示美股云厂商继续加大资本开支，但市场更关注资本开支对现金流的压缩、以及远期资本开支的持续性。

产业链环节	跟踪指标	更新频率	最新值截至日	最新值	近三期环比					走势	
					T	T-1	T-2	一阶导	二阶导	指标走势	指标环比走势
中游：AI投资持续性	云厂商Capex（亿美元）	季频	2026Q2	1815.4	24.1%	6.5%	25.6%	↑	↑		
	云厂商自由现金流（亿美元）	季频	2026Q2	48.4	-74.7%	-60.8%	-5.9%	↓	↓		
	云厂商Capex：预测值（单季同比）	**季频**	**2027Q4**		**19%**	**27%**	**50%**	↑	↓		
	云厂商Capex：预测值27E（亿美元）	月频	2026-08-14	10520.0	0.8%	17.0%	2.1%	↑	↓		
	云厂商EPS：预测值27E（美元/股）	月频	2026-08-14	15.1	0.3%	1.9%	0.2%	↑	↓		





资料来源：Wind，平安证券研究所策略配置团队《产业洞察系列报告（五）AI产业链再审视：市场定价的分野》20260821，平安证券研究所

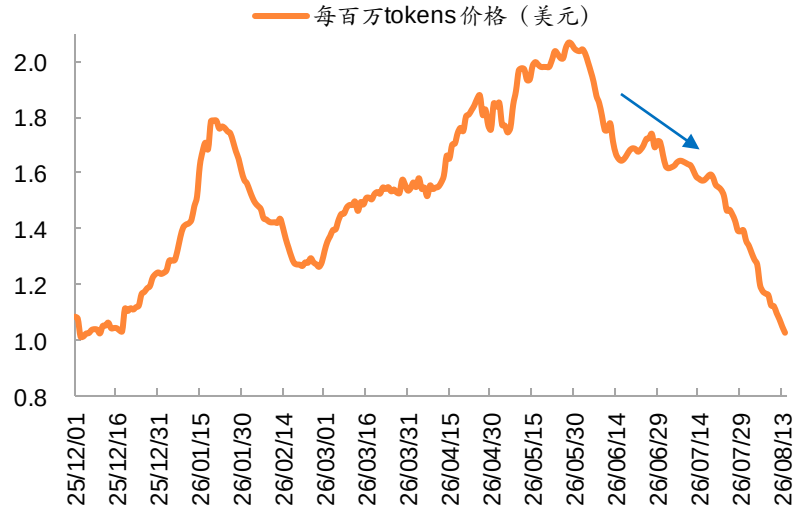
下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 AI产业链投资：下游—关注模型厂收入增长

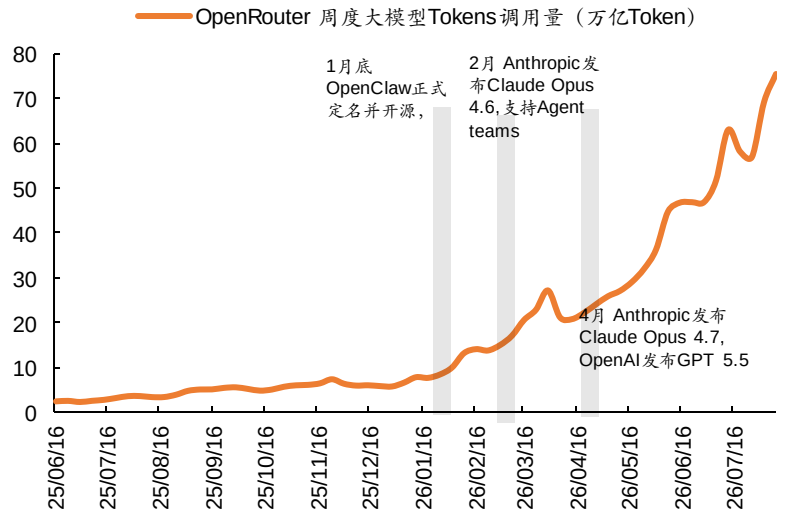
- 下游：主要观察模型厂的收入增长情况。
- 当前，Token需求呈现“量增价减”态势，模型厂ARR增长仍需持续验证。

产业链环节	跟踪指标	更新频率	最新值截至日	最新值	近三期环比					走势	
					T	T-1	T-2	一阶导	二阶导	指标走势	指标环比走势
下游：AI底层需求、模型收入兑现	Token消耗量（万亿Token）	月频	2026-08-14	72.2	29.8%	55.8%	29.5%	↑	↓		
	Token价格（美元/百万Token）	月频	2026-08-14	1.0	-24.2%	-20.6%	-16.1%	↓	↓		
	Anthropic ARR（亿美元）	不定期	2026-07-31	650.0	19.3%	46.7%	57.9%	↑	↓		
	OpenAI ARR（亿美元）	不定期	2026-04-30	250.0	/	/	/	/	/	/	/
	GPU算力租赁价格（美元/小时）	月频	2026-08-14	3.3	-0.5%	3.9%	3.5%	↓	↓		

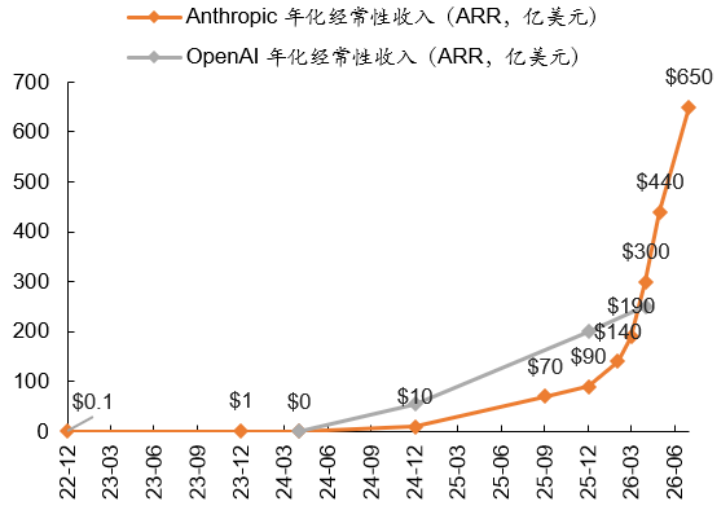
近期AI产业担忧之三：Token价格下降



全球AI Token用量仍维持较快增长



模型厂ARR保持增长



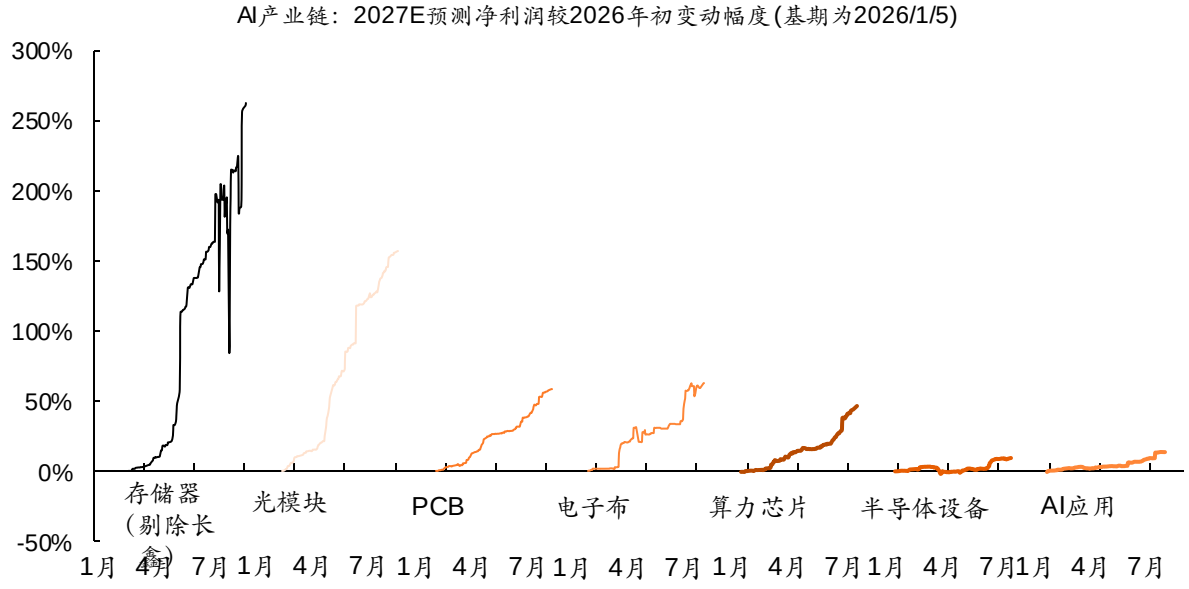
资料来源：Wind，平安证券研究所策略配置团队《产业洞察系列报告（五）AI产业链再审视：市场定价的分野》20260821，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

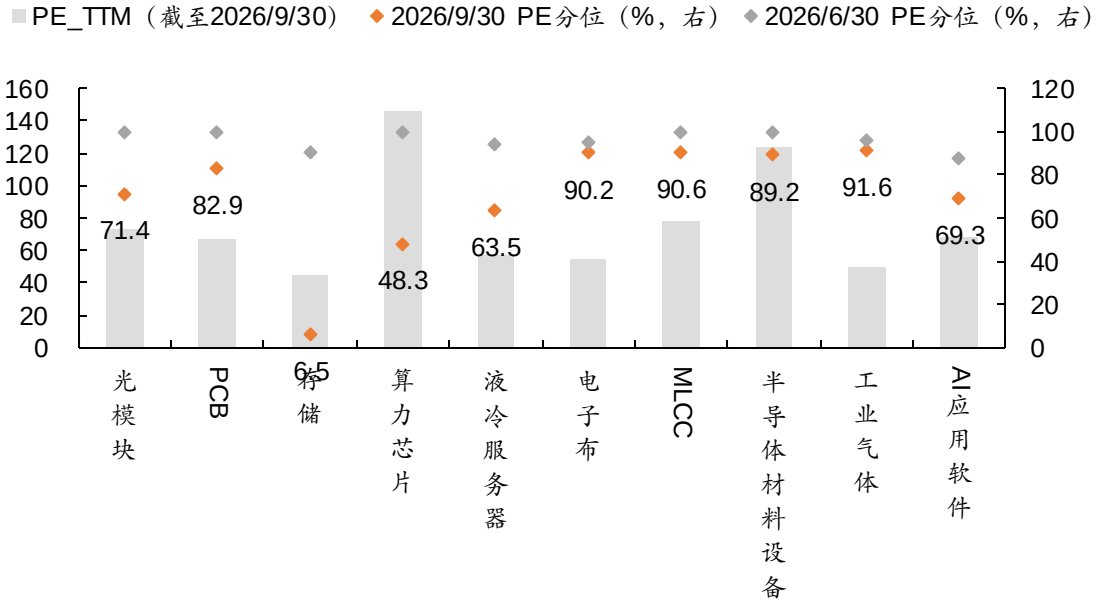
3.3 AI产业展望：AI科技主线难言退潮，中长期配置窗口有望逐步开启

- **综合而言，在AI产业链高景气趋势尚未证伪前，其主线地位难言退潮，中长期配置窗口可能正在逐步开启。**
- 一方面，AI产业链高景气的确定性仍强，近两个月机构盈利预测大多维持上修，远期增长较其他板块仍具优势；
- 另一方面，在经历7月以来的调整后，部分AI细分方向的估值有所消化，PEG估值多处于1以下仍有配置性价比。随着资金面逐步回稳，以及新产业催化凝聚共识，AI方向的中长期配置窗口有望逐步开启。
- **结构上，继续重点关注景气确定性较高的硬件方向**，海外链（CPO/PCB等）、存储板块目前基本面相对坚实、国产链（算力芯片/半导体材料设备/电子布/MLCC等）则更具增长想象空间。**此外，在商业化兑现逐步推进的逻辑下，AI应用软件和云厂商的投资机会也在增加。**

2026年以来，A股AI产业链环节的远期盈利预测持续上修（截至2026/10/9）



AI产业链部分环节估值有所消化（历史分位统计区间为2023年至今）



资料来源：Wind，平安证券研究所策略配置团队《产业洞察系列报告（五）AI产业链再审视：市场定价的分野》20260821，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



目录 CONTENTS

- 国际：全球多极化秩序重构，地缘推升通胀预期
- 国内：经济结构转型推进，新旧动能“K型”分化
- AI产业链分析：技术浪潮，产业机遇与市场定价
- 展望：从资产定价模型边际变化看大类资产趋势

下载日志已记录，仅供内部参考

4.1 权益定价：三因素模型的边际变化

- 根据权益资产的三因素定价模型，分子端的盈利、分母端的利率与风险偏好均发生了变化。

分子端·盈利 ▲ 定价主变量

$$P = \frac{EPS}{r_f + ERP}$$

利率 ► 顺风转扰动　　风险偏好 ▼ 趋势转脉冲

分子端：盈利▲

过去三年：盈利总量低迷，权益行情主要由估值驱动。

2026年：总量逻辑转为结构逻辑，新旧动能利润占比交叉，分化成为定价核心。

分母端：无风险利率►

过去三年：利率趋势性下行，估值扩张是收益主要来源。

2026年：国内利率低位钝化；海外长端利率高位反复，债务约束发酵。

风险偏好▼

过去三年：风险偏好驱动可带来季度级别的趋势行情。

2026年：冲击后的修复窗口缩短，风险偏好降格为脉冲变量。

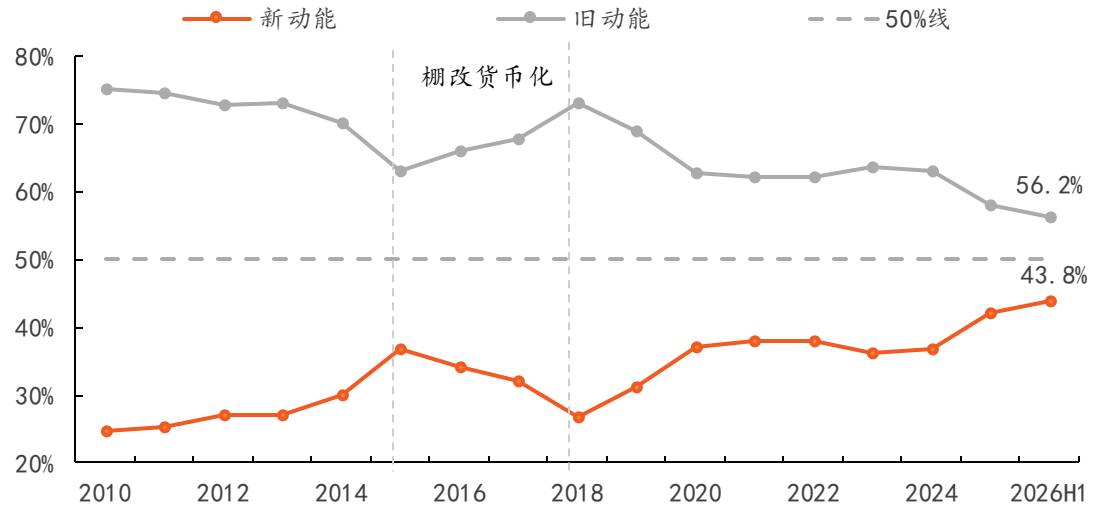
资料来源：Wind，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

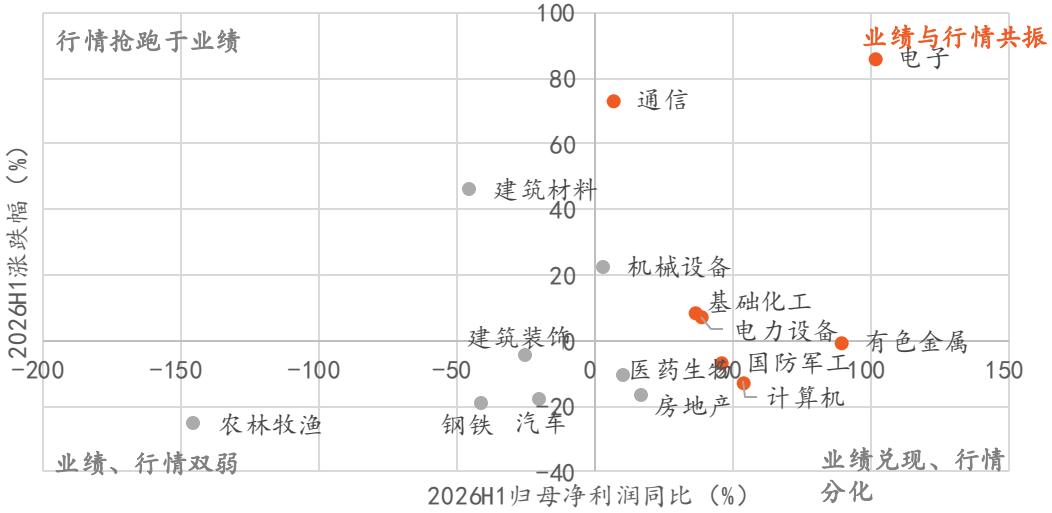
4.1权益定价|分子端：K型分化，盈利定价权向新经济集中

- **分子端的核心变化：盈利的结构性分化取代总量修复，成为定价主导力量。**
  - 总量上，2026H1全A归母净利润同比+15.9%，但增速中位数仅0.8%，表明利润的增量高度集中于景气赛道；
  - 结构上，上市公司当中“新动能”行业的利润占比不断抬升。AI产业链高增（电子中报盈利+101%）与地产链、传统消费磨底（地产亏损332亿元）并存，业绩可验证性成为超额收益的第一来源。

上市公司利润占比：新动能vs旧动能（%）



盈利×行情：申万一级行业散点（2026H1）



注：新动能包括高技术制造业（医药制造，航空、航天器及设备制造，电子及通信设备制造，计算机及办公设备制造，医疗仪器设备及仪器仪表制造，信息化学品制造），高技术服务业（信息服务、电子商务服务、检验检测服务、专业技术服务业的高技术服务、研发与设计服务、科技成果转化服务、知识产权及相关法律服务、环境监测及治理服务和其他高技术服务），战略性新兴产业（新一代信息技术产业、高端装备制造产业、新材料产业、生物产业、新能源汽车产业、新能源产业、节能环保产业、数字创意产业、相关服务业），其余为旧动能

▲ **上行臂：AI算力·半导体·涨价资源品**

电子、通信、计算机、有色、化工——中报盈利高增，业绩可验证

▼ **下行臂：地产链·传统消费**

地产、建材、钢铁、家电、食品饮料——销售与价格仍在磨底

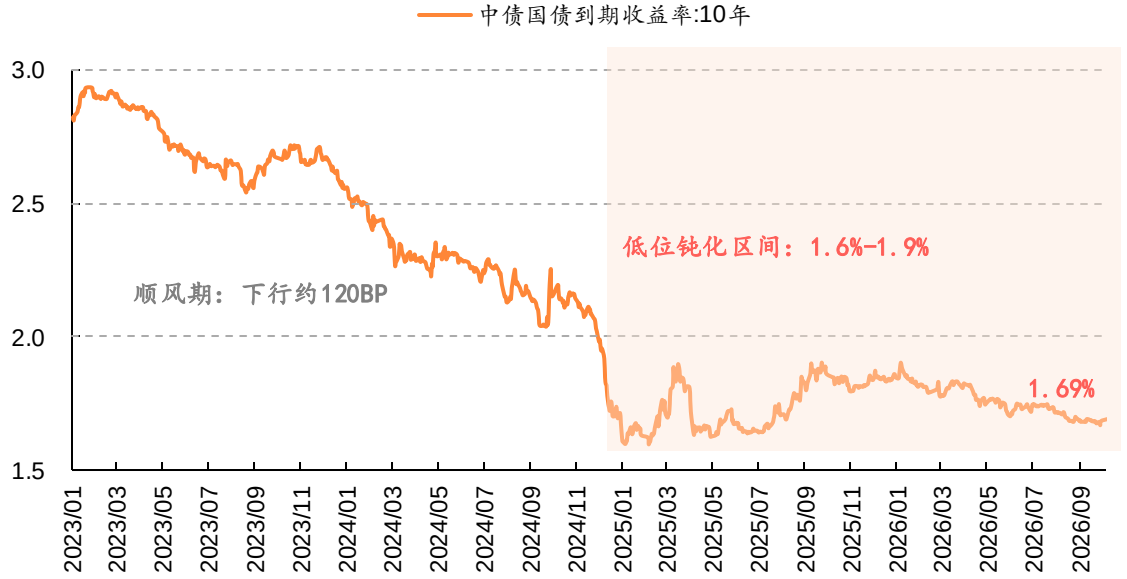
资料来源：Wind，平安证券研究所；注：右图为方便显示，仅截取部分行业

下载日志已记录，仅供内部参考

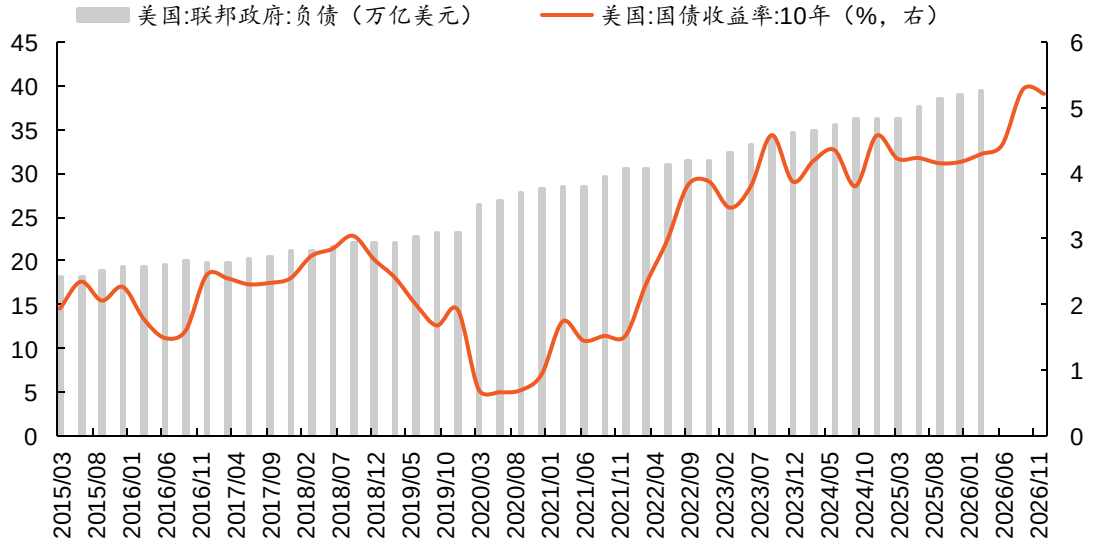
4.1权益定价|分母端：利率结束顺风期

- **分母端的核心变化：无论国内还是海外，利率下行对估值的推升都已接近尾声。**
  - 国内：10Y国债收益率自2023年初2.9%趋势下行约120BP后，2025年以来在1.6%~1.9%区间低位钝化。债市定价从“趋势性资本利得”切换为“票息+波段”，久期策略赔率明显下降。
  - 海外：联邦债务不断突破新高，财政付息压力与通胀预期交织，10Y美债利率高位反复。“高债务-高利率”循环持续压制全球估值。

中债10Y：从趋势下行到低位钝化（%）



美债10Y与联邦债务：高债务—高利率循环



利率路径：顺风→中性/扰动

中债低位钝化，美债高位反复

→

债市策略：趋势利得→票息+波段

久期策略赔率明显下降

→

权益估值：扩张难指望

收益回到盈利，与分子端互为印证

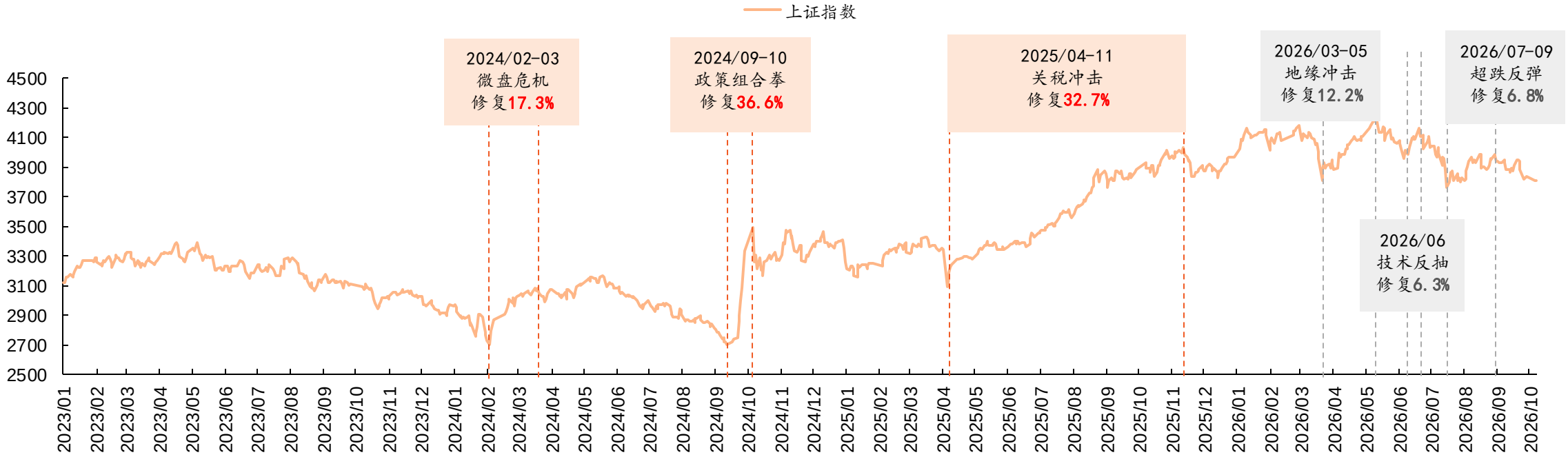
资料来源：Wind，Fred，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4.1权益定价|风险偏好：从趋势变量切换为脉冲变量

- **风险偏好的核心变化：从趋势变量切换为脉冲变量。**
  - 2023-2025年，市场修复成果均沉淀为中枢上移：2024-02中枢抬升、2024-09趋势延续超一年、2025-04演化为季度级行情。
  - 2026年，风偏转为“定价快、回吐快”的脉冲特征：3月地缘冲击修复创新高后回吐；6月、7月均未收复失地，幅度收窄至6%-13%。
- **究其原因，市场对政策/事件的学习效应增强、预期先行兑现加速，且分子端分化下风偏只能解释Beta、无法解释结构。操作上，风偏修复可以博弈，但必须锚定业绩确定性。**

风险偏好从趋势变量切换为脉冲变量



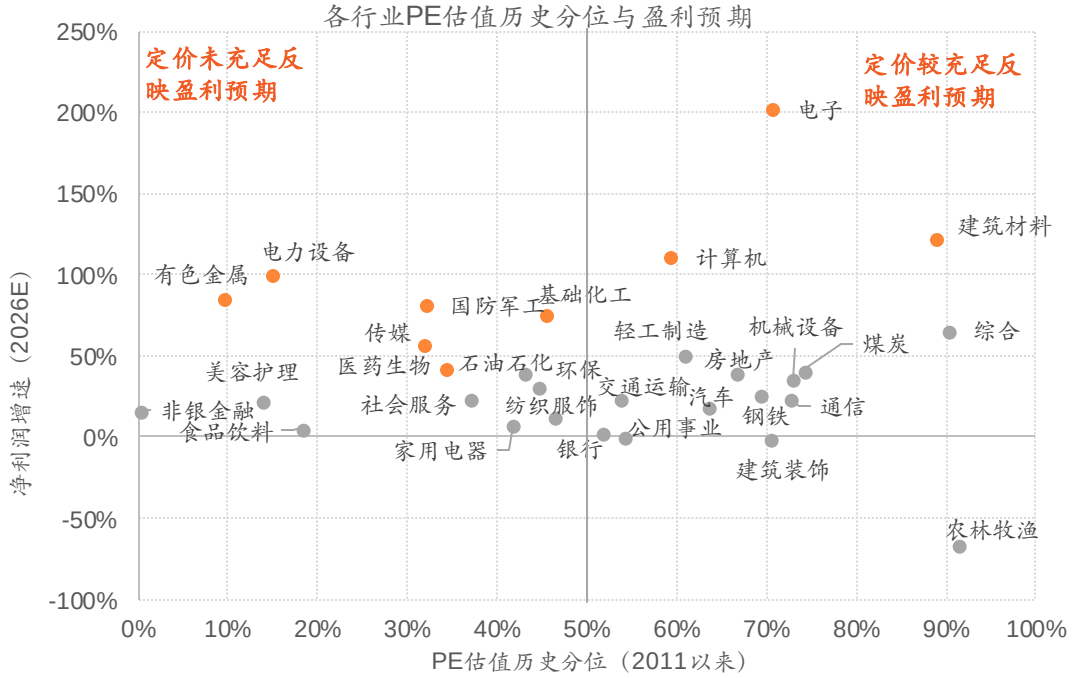
资料来源：Wind，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2国内权益 | 顺着分子端做结构

- **国内权益的主逻辑在分子端，同时需关注外部环境对风险偏好的影响。**
- **分子端：**2026H1全A归母净利润同比+15.9%，但增速中位数仅0.8%，表明盈利定价权在向新经济集中。**沿行业主线看：**硬科技景气上行未证伪，但估值分位已升至高位，趋势延续靠盈利兑现；涨价资源品盈利高增、估值分位仍低，景气未被充分定价；传统消费与地产链仍在磨底，利润停滞或亏损，拐点信号未现。
- **风险偏好：**目前受到外部美联储加息、地缘政治冲突，以及AI产业变化的影响，需密切关注其变化。

关注盈利持续及景气尚未被定价的行业



行业主线的趋势判断与验证指标

方向	趋势状态	核心逻辑	观察指标
硬科技（AI算力/半导体）	上行趋势未证伪	电子2026年中报盈利+101%，PE分位升至70%（截至10/9），延续靠兑现	三季报/年报盈利兑现度
高端制造/出海（医药、军工、电力设备）	景气改善、估值偏低	高端制造具备全球竞争力，出海市场广阔	产品出口增长、产业链出海的情况
涨价资源品（有色等）	景气改善、定价不足	有色2026年中报盈利+88%而PE分位仅10%（截至10/9），供给约束可量化跟踪	品种价格与库存
传统消费/地产链	磨底、未见拐点	消费利润停滞；地产链亏损、PE分位被动抬高	地产销售与70城价格

资料来源：Wind，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

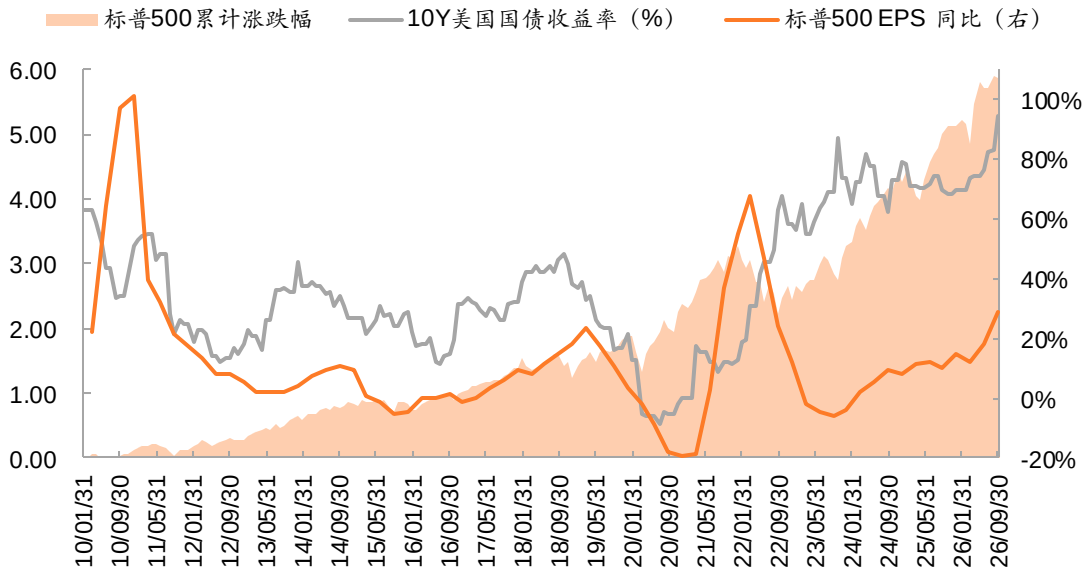
4.2海外权益 | 分母端面临估值压制

- **海外权益资产主要面临分母端带来的估值压制，短期关注“地缘价—通胀—联储”链条对利率的影响；美股与港股均需要从分子端观察结构性机会。**

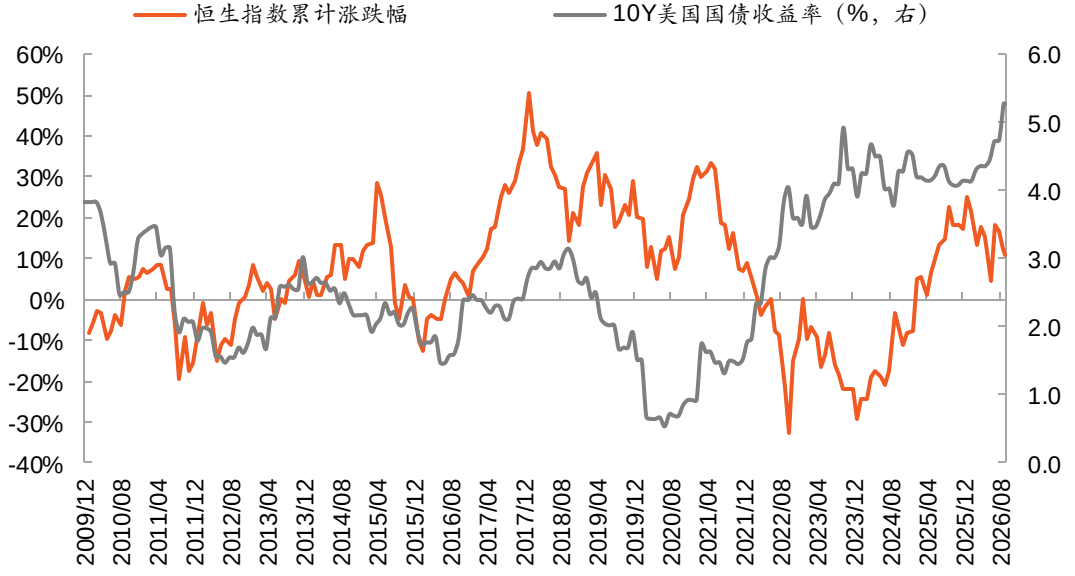
- **美股：震荡偏多，结构分化。**分母端利率高企，压制指数级别的趋势行情；但分子端有强支撑：①标普500盈利预期仍处上修通道，对美股形成底部支撑；②AI产业链仍为主线，10月底起科技巨头将陆续披露三季报，重点关注AI资本开支的回报兑现情况，需关注有明确收入外溢的算力硬件、云厂商和已验证变现的应用层。

- **港股：震荡修复，博弈政策。**历史经验看，港股受分母端美债高利率的约束更大；而分子端则需重点关注9月以来政策组合拳落地后，市场对政策效果及预期的博弈。此外，港股IPO和解禁高峰对市场的压制仍然存在。

美债利率与美股盈利基本呈正相关



港股与美债长端利率的负相关性明显



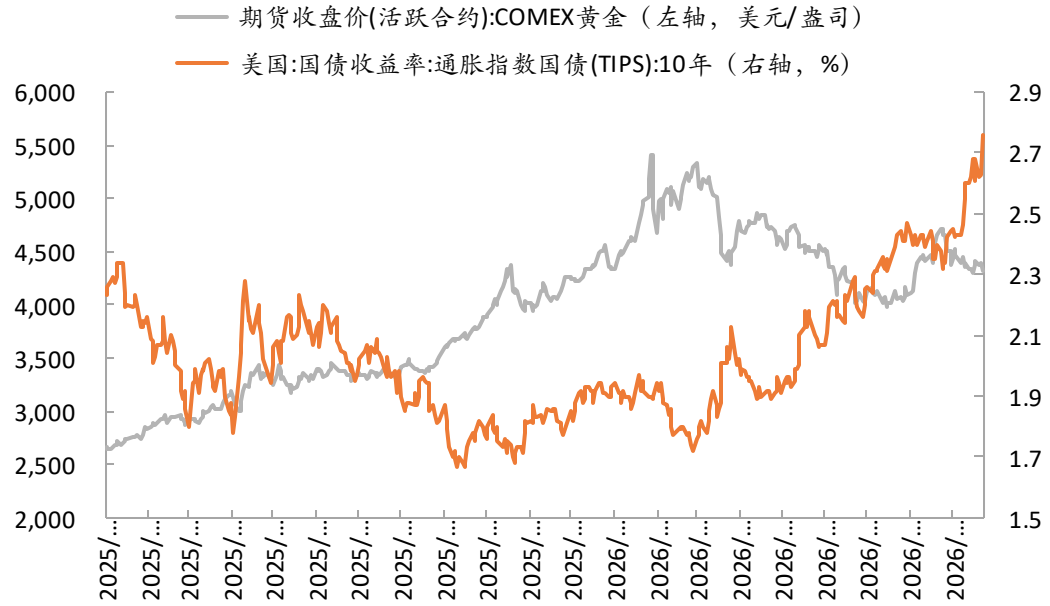
资料来源：Wind，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

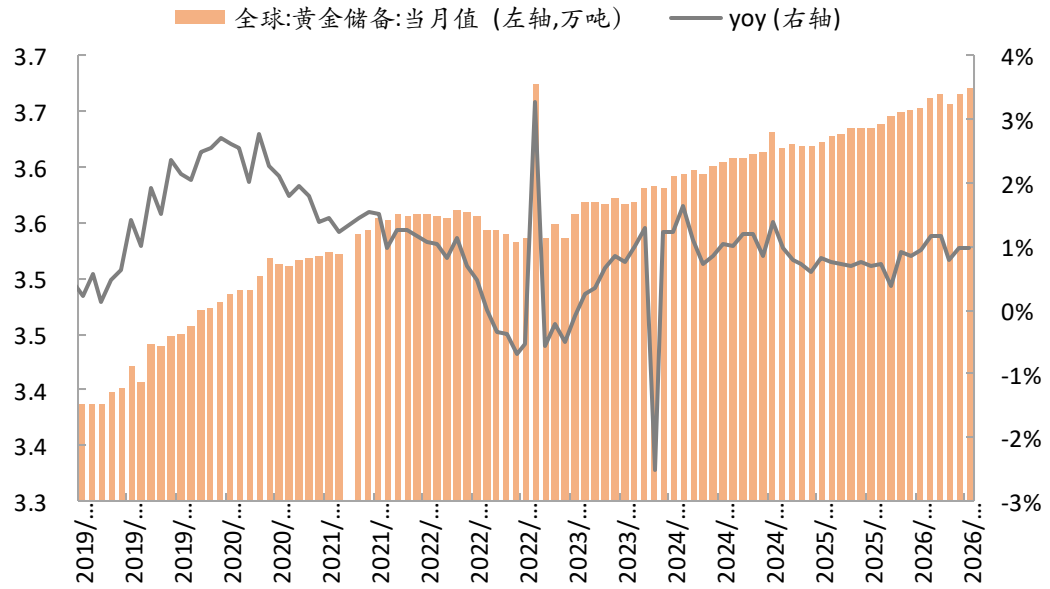
4.2 黄金 | 看好金价中枢抬升

- **黄金价格中枢有望再度逐步开启上升趋势。**
  - **短期来看，货币压制退潮、财政信用担忧接棒。**随着美联储9月加息落地、10月FOMC大概率按兵不动，年内货币政策路径阶段性明朗，利率预期对金价的扰动趋于消退，短期压制减弱。同时，美债长端利率高企折射的财政担忧短期难解，金价定价逻辑正从利率端切回信用端，中枢或逐步开启上升趋势。
  - **长期来看，**随着战争带来的美国财政问题深化，美元信用地位削弱；各国央行去美元化持续推进，央行净购金规模保持在高位。黄金中长期定价框架未变，看好金价长期上行趋势。

COMEX金&美国实际利率走势



全球黄金储备及同比增速



资料来源：Wind，平安证券研究所策略配置团队《风险偏好或有修复，聚焦三季报确定性》20260930，平安证券研究所

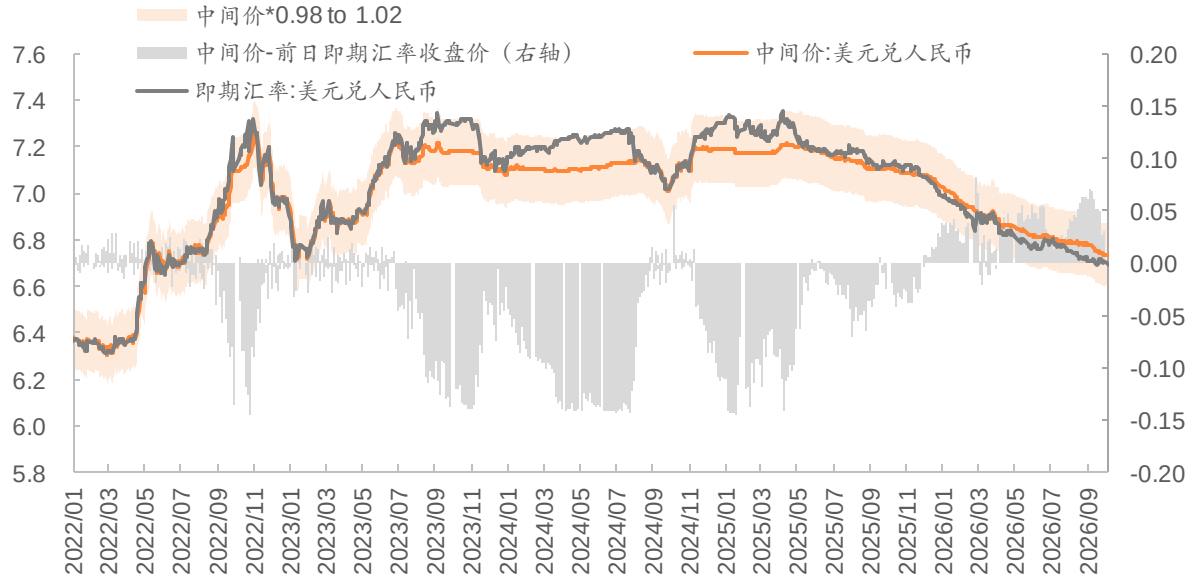
下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 人民币 | 保持偏强走势

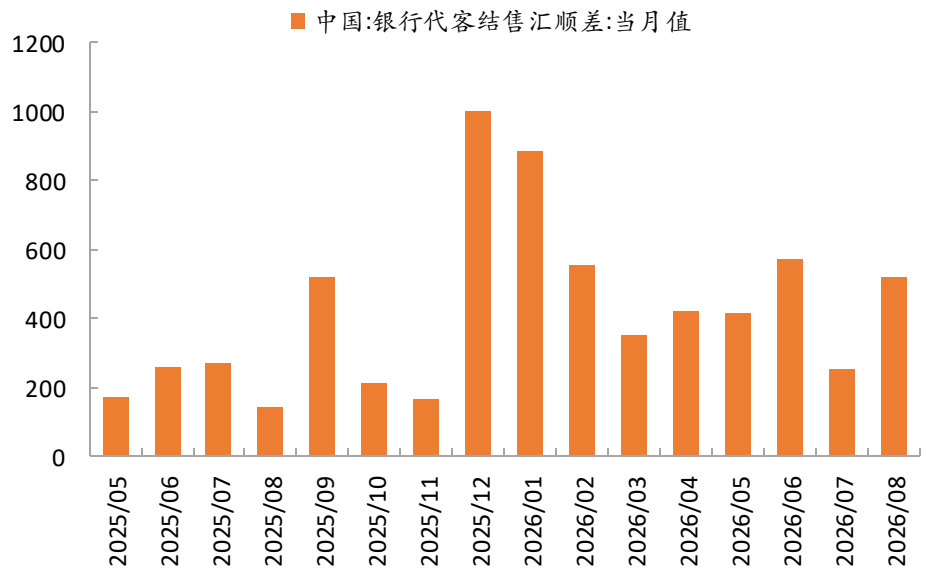
- **人民币汇率大概率继续保持偏强走势。**

- **美元指数仍将保持高位震荡。**9月美联储议息会议表态偏鹰，点阵图显示美联储官员倾向保留未来1-2次的加息空间，沃什对通胀回落的要求有所提高，这会对美元指数形成支撑。
- **贸易基本盘保持韧性，支撑人民币偏强。**今年8月出口增速25%，1-8月我国出口增速累计19.3%，出口产品多为AI相关产业链的高新技术产品，在全球AI资本开支的大周期下，出口增速料保持韧性。
- **企业潜在结汇力量较强。**8月我国银行代客结售汇规模519亿美元，1-8月累计结汇接近4000亿美元，当前我国银行外汇存款规模仍超过1.1万亿美元，潜在结汇力量处于高位，企业逢高结汇对人民币形成支撑。

人民币汇率2025年下半年以来持续升值



银行代客结售汇延续顺差（亿美元）



资料来源：Wind，平安证券研究所策略配置团队《风险偏好或有修复，聚焦三季报确定性》20260930，平安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- **1.国内宏观经济修复不及预期，将拖累企业盈利及分红能力。**国内宏观经济增长可能受到如下因素的影响而低于预期：一是房地产行业持续低迷或进一步下行，可能加大对经济的拖累，二是收入预期、消费意愿低迷等继续制约居民部门消费的修复，导致内需仍然不足；三是宏观调控政策力度低于预期，如货币政策偏紧、财政政策力度收缩等。如果国内宏观经济增长低于预期，则A股上市公司的盈利将相应遭受负面影响，分红规模和持续性也将受到拖累。
- **2.外部经济政策环境变化，导致外部资本市场出现大幅波动。**外部经济与市场环境的不确定性可能主要体现在以下几方面：其一，美国经济超预期下滑。若就业市场持续降温，居民收入下降并带来消费动能回落，则可能对美国经济形成拖累。其二，美联储货币政策超预期偏鹰。如果美国通胀粘性延续，尤其是前期关税对通胀的影响并未消退；或美联储新任主席政策倾向偏鹰派；则可能影响2026年美联储货币政策的宽松力度和节奏。其三，若特朗普在美国中期选举中失利，则可能影响其“美国优先”政策的落地。其四，如果AI产业发展前景不及预期，则可能导致市场对当前以人工智能为主线的科技行情产生质疑。以上情景都可能导致海外资本市场出现大幅震荡，进而波及到A股市场。
- **3.全球政治格局与地缘局势冲突反复。**大国博弈及地缘局势仍是可能影响A股市场的风险之一：一是中美关系再度出现变化。当前中美关系已处于阶段性缓和期，若两国博弈再度出现超预期的变化，则可能对两国经济及市场都将产生影响。二是地缘政治冲突局势反复。俄乌、中东、印巴等地缘局势仍有反复，若风险超预期演化，将对全球资本市场带来较大负面影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推　荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中　性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回　避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中　性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2026版权所有。保留一切权利。