仅供内部参考，请勿外传

广发研究 GF RESEARCH

节后 A 股有望“量价齐升”

——周末五分钟全知道（10 月第 1 期）

本期报告，我们重点讨论两个热点话题，一是节前 A 股成交量大幅萎缩，二是节中美债利率与纳斯达克指数同步新高。

第一，如何看待成交量？

1. 在一轮牛市中，调整伴随缩量是常态，当前缩量 55%并不罕见。中短期角度，缩量 55%反而对应不错的短期反弹机会。
2. 【缩量 60%】是关键阈值，对应本轮成交额 MA5 约 1.4 万亿元，当前成交额仍有 1.6 万亿元。
3. 节前全 A 的缩量也受到国庆长假日历效应的冲击，并不能反映当前全市场的参与意愿降低到警戒水平。这种“节前缩量”的特征，基本上在节后一周内即基本恢复至前期缩量前的水平。

第二，如何看待国庆节假期中，美债利率与纳斯达克指数同步新高？

1. 过去三十余年的美股历史表明，美债利率上升，冲击更大的是道指、而非科技成长。
2. 这说明美股科技公司表现与产业趋势更为相关，而对于两者的领先滞后性，则又是一个“反直觉”的结论——大家往往认为股价的拐点【领先于】产业趋势的拐点，而事实上，对于费城半导体指数 VS 全球半导体销售额而言，股价见顶【滞后于】半导体销售额增速高点约 10 个月。
3. 在全球半导体周期加速上行的阶段，股价上涨是无可厚非的；而当产业景气趋势见顶，高位震荡、或者自高位小幅降速的时候，股价的表现依然不错。
4. 历史上，全球半导体周期的平均时长为 42 个月，上行 23 个月、下行 19 个月。本轮半导体周期的低点自 2023 年 4 月开始，由于 AI 产业的快速迭代、本轮周期的上行时间早已突破历史时长。
5. **下一阶段，如何合理展望全球科技产业周期的 β？**其一，以 25Q3 作为起点，时间规律指向本轮上行周期可以延续至 27 年 Q3 附近。其二，英伟达营收增速可以作为本轮全球半导体销售周期的指引指标，预示着明年半导体周期的 β 有望维持高位。其三，即便产业增速由“加速上行”转为“高速震荡”，股价表现依然保持强势，而大幅降速才是触发股价下行的分水岭。

   基于上述判断，同时考虑纳斯达克、英伟达、台积电先后新高所反映的预期，我们认为本轮科技产业周期大概率处于加速上行、或高速震荡期，而非很快进入大幅降速期。

对应到 A 股的科技风格，全球科技产业 β 的平稳，也保障了 A 股科技风格依然可以挖掘 α 的投资机会。而 β 的强度可以高频验证，进入 10 月后，AI 产业一系列催化剂及美股财报仍然值得关注。

风险提示：地缘冲突超预期，使得全球通胀上行压力超预期；海外通胀及美国经济韧性，使得全球流动性更快进入紧缩周期；国内稳增长力度不及预期，使得经济复苏乏力及市场风险偏好下挫等。

刘晨明

SAC 执证号：S0260524020001
SFC CE No. BVH021
liuchenming@gf.com.cn

郑恺

SAC 执证号：S0260515090004
SFC CE No. BUU989
zhengkai@gf.com.cn

李如娟

SAC 执证号：S0260524030002
lirujuan@gf.com.cn

陈振威

SAC 执证号：S0260524090002
chenzhenwei@gf.com.cn

杨清源

SAC 执证号：S0260525080001
yangqingyuan@gf.com.cn

请注意，李如娟,陈振威,杨清源并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

“持币过节”还是“持股过节”？:——周末五分钟全知道（9 月第 3 期）	2026-09-27
反弹时机恰到好处:——周末五分钟全知道（9 月第 2 期）	2026-09-20
牛市成交最多萎缩到什么程度？反弹是否一定依赖放量？:——周末五分钟全知道（9 月第 1 期）	2026-09-13

仅供内部参考，请勿外传

目录索引

一、如何看待 A 股缩量的问题？.....4

二、如何看待节中美债利率与纳斯达克指数同步新高？.....6

三、近期各个行业是否有过热风险？.....14

四、本期重要变化.....17

（一）中观行业.....17
（二）股市特征.....17
（三）流动性.....18
（四）海外.....18
（五）宏观.....19

五、下期公布数据一览.....19

六、风险提示.....19

仅供内部参考，请勿外传

图表索引

图 1：2005 年以来 22 次典型牛市缩量回调样本，其中 8 次缩量超过 55%后依然牛市延续....4
图 2：22 次样本，首次缩量到达 X%后，万得全 A 在 10、20、60 个交易日的全 A 表现均值....5
图 3：22 次样本，首次缩量到达 X%后，万得全 A 在 60、120、250 个交易日创新高的概率....5
图 4：22 次样本，首次缩量到达 X%后，万得全 A 在半年、1 年平均最大回撤....5
图 5：全 A 成交额在“国庆前后”的变动幅度（T 为国庆前最后交易日，2011-2025，剔除 2024 年“924”）....6
图 6：9 月下旬以来，费城半导体指数再次对攀升的美债利率有所脱敏....7
图 7：道指与美国宏观指标的相关系数....7
图 8：费城半导体指数与美国宏观指标的相关系数....7
图 9：半导体销售周期 VS 费城半导体指数....8
图 10：对于周期高点，绝大多数案例中股价见顶【滞后于】销售额增速的高点，平均滞后半年....8
图 11：半导体产业周期在增速放缓的第一阶段（高速震荡阶段），股价依然能够保持强势....9
图 12：高增速（上年增速大于 50%）标的在不同增速降幅时的年度表现（表中数据为各组的年度涨幅中位数，%）....10
图 13：高增速（上年增速大于 80%）标的在不同增速降幅时的年度表现（表中数据为各组的年度涨幅中位数，%）....10
图 14：全球半导体销售额增速的周期规律、及本轮特殊性....11
图 15：英伟达营收增速可以作为本轮全球半导体周期的指引....12
图 16：10 月上旬至 12 月初，AI 产业链重大事件时间轴....13
图 17：美国 AI 产业链公司 2026Q3 业绩时间表（折算为北京时间）....14
图 18：申万一级行业角度，房地产板块短线需要关注....15
图 19：房地产均线偏离度....15
图 20：非白酒均线偏离度....16
图 21：商用车均线偏离度....16

仅供内部参考，请勿外传

本期报告，我们重点讨论两个热点话题，一是节前 A 股成交量大幅萎缩，二是节中美债利率与纳斯达克指数同步新高。

一、如何看待 A 股缩量的问题?

节前的最后 2 个交易日，市场量能陷入冰点，全 A 成交连续 2 日萎缩至 1.5 万亿以下，引发部分投资者的担忧。关于全 A 缩量的问题，我们在之前的 2 篇报告有过更为详细的讨论：《牛市成交最多萎缩到什么程度？反弹是否一定依赖放量？ 20260913》《"持币过节"还是"持股过节"？ 20260927》。

主要有以下几点结论：

（1）在一轮牛市中，调整伴随缩量是常态，当前缩量 55%并不罕见。2005 年以来 22 次典型样本中，有 21 次都缩量超过 30%，有 14 次都缩量超过 50%，当前全 A 成交额 MA5 自 7.1 的 3.5 万亿元缩量至 9.30 的 1.6 万亿元，缩量幅度约 55%，历史上有 11 次样本缩量超过 55%，其中 8 次缩量后市场仍然延续牛市。

图 1：2005 年以来 22 次典型牛市缩量回调样本，其中 8 次缩量超过 55%后依然牛市延续

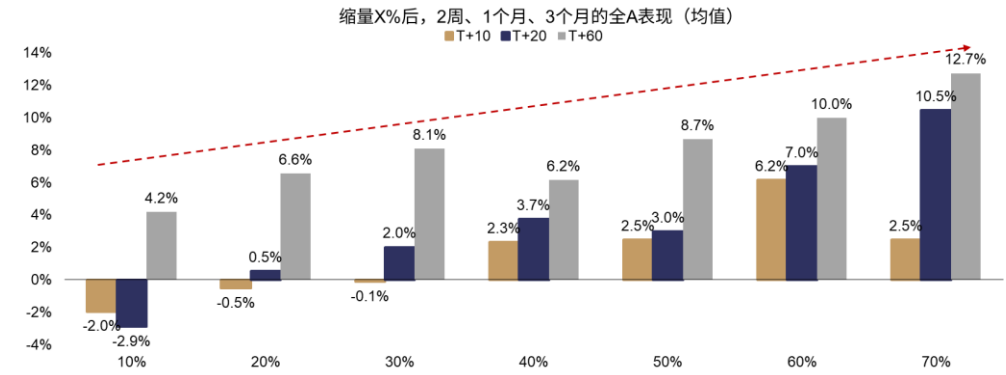
序号	牛市行情	量能高点日期	量能低点日期	量能高点(MA5,亿元)	量能低点(MA5,亿元)	量能调整幅度
1	06-07年	2006/6/5	2006/6/16	581	282	-51%
2		2006/7/13	2006/8/15	484	197	-59%
3		2007/6/1	2007/7/17	3776	921	-76%
4		2007/10/16	2007/11/28	2617	838	-68%
5		2008/1/11	2008/9/12	2477	369	-85%
6	09-10年	2009/2/17	2009/3/16	2547	1101	-57%
7		2009/4/17	2009/4/29	2661	1637	-38%
8		2009/8/4	2009/10/9	3643	1238	-66%
9		2009/11/26	2010/7/6	3819	997	-74%
10	14-15年	2014/10/14	2014/10/27	3990	2725	-32%
11		2015/1/27	2015/2/12	6885	4225	-39%
12		2015/6/9	2015/9/30	20683	4612	-78%
13	19-21年	2019/4/8	2019/7/24	10147	3509	-65%
14		2020/2/26	2020/4/3	12301	5887	-52%
15		2020/7/13	2020/9/30	16500	5620	-66%
16		2021/2/24	2021/4/2	10923	7025	-36%
17		2021/9/14	2021/10/15	14767	9381	-36%
18		2021/12/15	2022/4/22	12053	7943	-34%
19	24年至今	2024/11/12	2025/1/13	26106	11231	-57%
20		2026/3/3	2026/4/7	27493	18362	-33%
21		2026/5/15	2026/6/11	33715	27620	-18%
22		2026/7/1	2026/9/30	35421	16081	-55%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心；注：深蓝色为牛市中缩量回调超过 55%之后，依然创新高的样本，共计 8 次；红色为牛市中缩量回调后牛市终结的样本，共计 3 次。

（2）中短期角度，缩量 55%反而对应不错的短期赔率。牛市中缩量 10%-30%往往短线尚未调整充分（1 个月内胜率、收益不高），缩量 40%-60%短期赔率合适（1 个月、3 个月胜率都在 60%以上），可能出现月度级别的反弹行情。

仅供内部参考，请勿外传

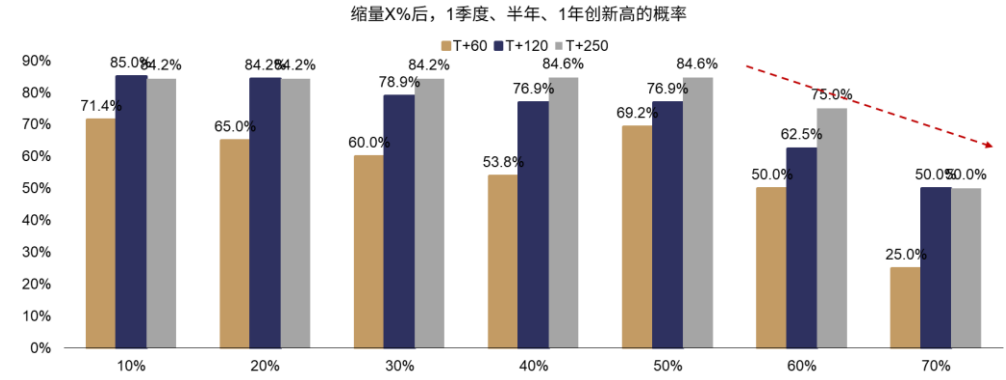
图 2：22 次样本，首次缩量到达 X%后，万得全 A 在 10、20、60 个交易日的全 A 表现均值



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

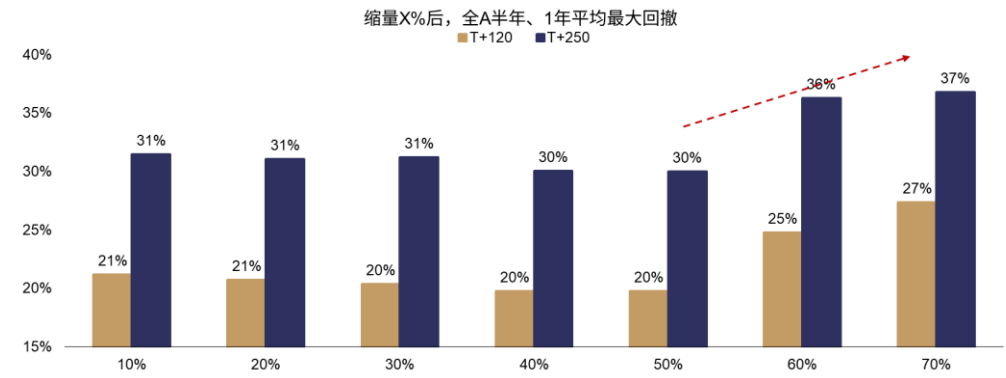
（3）【缩量 60%】是关键阈值，对应本轮成交额 MA5 跌至 1.4 万亿元，当前成交额 MA5 仍有 1.6 万亿元。从缩量信号后创新高概率、最大回撤看，缩量一旦达到 60%，未来 1 季度、半年、1 年创新高的概率明显降低（即牛市终结的概率提升），信号之后的最大回撤也明显增加（即熊市的概率提高），而当缩量仅达到 50%时，市场 1 季度、半年、1 年创新高胜率仍高、后续回撤也较低，但是 1 个月内创新高的概率明显降低。

图 3：22 次样本，首次缩量到达 X%后，万得全 A 在 60、120、250 个交易日创新高的概率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 4：22 次样本，首次缩量到达 X%后，万得全 A 在半年、1 年平均最大回撤



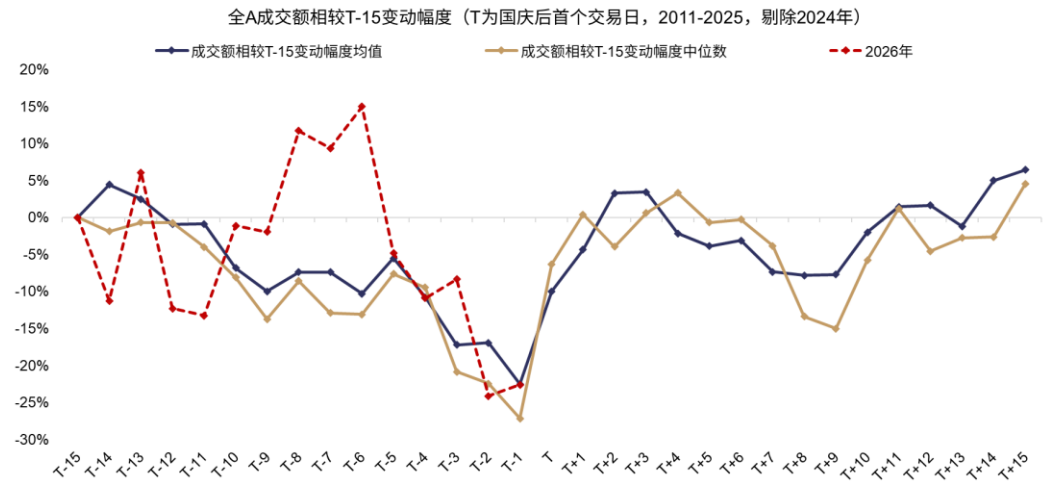
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

（4）节前全 A 的缩量也受到国庆长假日历效应的冲击，并不能反映当前全市场的参与意愿降低到警戒水平。我们考察过去十五年的样本（剔除 24 年国庆前后“924”带来的异常值），以“国庆节”前最后一个交易日作为基期 T 时刻，我们发现在节前 1-2 周，市场成交量确实会有萎缩。以过去 15 年的平均情况、中位数情况来看，市场成交量在“国庆假期”前萎缩的幅度在 25%-30%。

不过，这种“节前缩量”的特征在国庆假期之后 1-2 周会迅速恢复，基本上在节后一周内即基本恢复至前期缩量前的水平。

图 5：全 A 成交额在“国庆前后”的变动幅度（T 为国庆前最后交易日，2011-2025，剔除 2024 年“924”）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

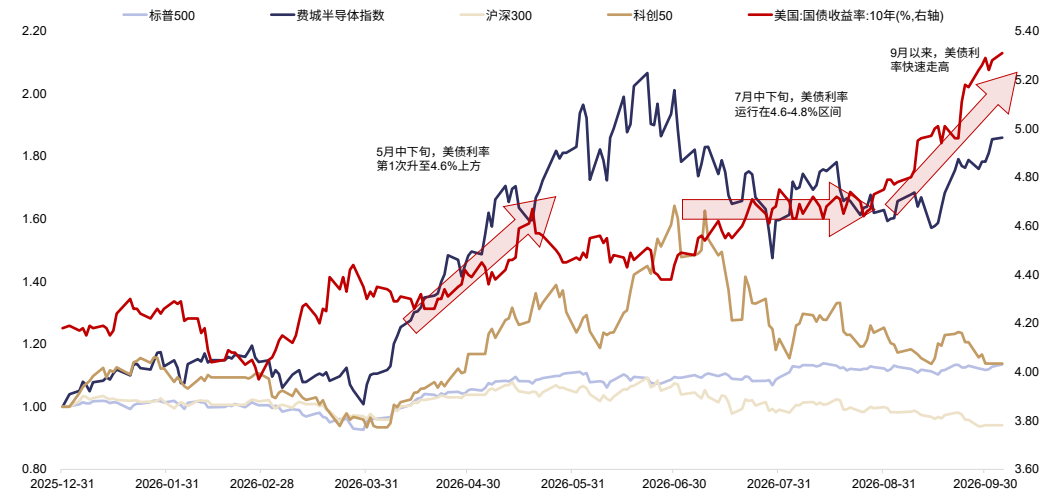
二、如何看待节中美债利率与纳斯达克指数同步新高？

国庆假期期间，美股费半指数延续了 9 月下旬以来的趋势，对进一步高企的美债利率脱敏、逆势上涨：虽然 10 年期美债利率继续攀升超过 5.3%、创下 2002 年以来的新高，但是美股科技板块对于持续攀升的美债利率，则表现出脱敏的迹象——10 月以来前 5 个交易日，费城半导体指数上涨 4.31%，英伟达、台积电等代表公司的股价迭创新高。

相较之下，9 月下旬以来，美股道琼斯工业指数表现就明显较费半指数的更弱，道指自 8 月初的高点持续调整、下跌 5.2%，近期也呈现出震荡走弱的趋势。

仅供内部参考，请勿外传

图 6：9 月下旬以来，费城半导体指数再次对攀升的美债利率有所脱敏



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

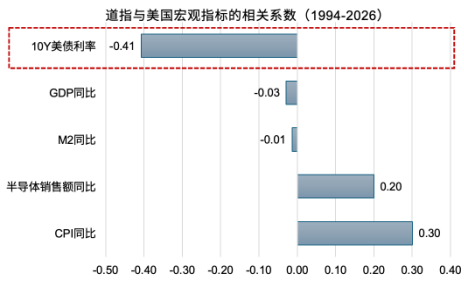
近期费半与道指走势的差别，印证了我们在前期报告中的数据验证：过去三十余年的美股历史表明，美债利率上升，冲击更大的是道指、而非科技成长。

下图实证数据表明，道指与 10Y 美债利率的相关系数为-0.41，费半仅-0.13；而两者与半导体销售额同比分别为 0.20 和 0.40。

一个与久期直觉相悖的现象是，道指的利率相关系数高于费半，可能原因在于其成分中金融、工业等对利率与经济周期敏感的权重更高，而科技板块盈利预期的波动幅度足以覆盖贴现率变动的影响。另外，利率下行阶段，道指中较多的对贴现率敏感的长久期蓝筹，估值中枢也得到修复。

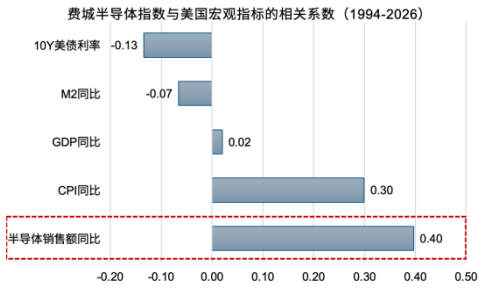
这里值得一提的是，如果我们讨论的是自然科学（例如物理、化学），相关系数可能要达到 0.8、0.9 甚至更高的水平才有研究价值；但是股票投资属于社会科学，因此 0.4 的相关系数就已经具备较为显著的意义。

图 7：道指与美国宏观指标的相关系数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 8：费城半导体指数与美国宏观指标的相关系数



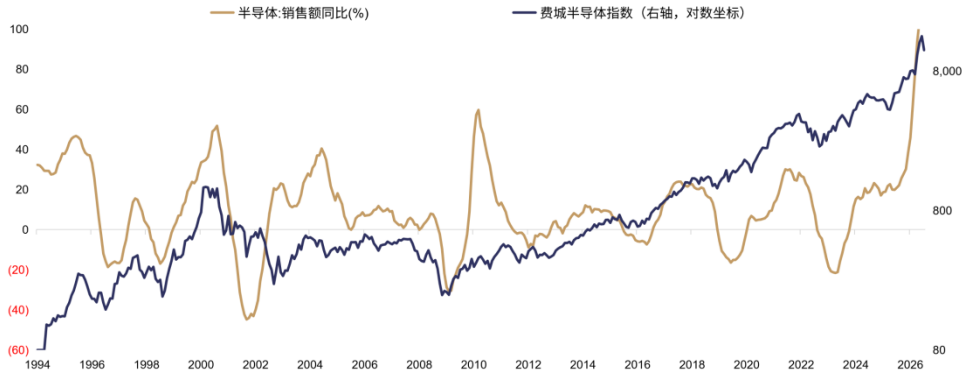
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

由此可见，作为全球科技产业的引擎、美股科技公司的表现与产业趋势（例如费城半导体销售周期）是更为相关的，而贴现率的变化只构成短期扰动、很少影响中期趋势。

如果对两者的相关性、领先滞后性做进一步讨论，我们会发现另一个“反直觉”的结论——大家往往认为股价的拐点【领先于】产业趋势的拐点，而事实上，对于费城半导体指数 VS 全球半导体销售额 而言，绝大多数的股价见顶的拐点，是【滞后于】半导体销售额同比增速的高点的。

图 9：半导体销售周期 VS 费城半导体指数



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 10：对于周期高点，绝大多数案例中股价见顶【滞后于】销售额增速的高点，平均滞后半年

周期	周期低点			周期高点			[低点->高点]涨幅/%	
	半导体销售同比	费半指数	指数领先/月	半导体销售同比	费半指数	指数领先/月	费半指数	纳指
第1轮	1996-08	1996-07	1	1997-08	1997-08	0	47	139
第2轮	1998-07	1998-09	-2	2000-08	2000-03	5	170	455
第3轮	2009-02	2008-12	2	2010-03	2011-02	-11	76	116
第4轮	2012-01	2011-12	1	2014-02	2015-06	-16	91	87
第5轮	2016-05	2016-02	3	2017-08	2018-06	-10	65	111
第6轮	2019-06	2018-12	6	2021-08	2021-12	-4	136	242
第7轮	2023-03	2022-10	5			-	138	392
平均	-	-	2.3	-	-	-6	86.7	179.6

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

对于上表中周期高点的若干案例，当中比较特殊的一次是“第 2 轮”科网周期。费半的高点出现在 2000 年 3 月，而半导体销售额增速的高点出现在 2000 年 8 月。对于这一次，股价没有滞后、反而是领先开始下跌。

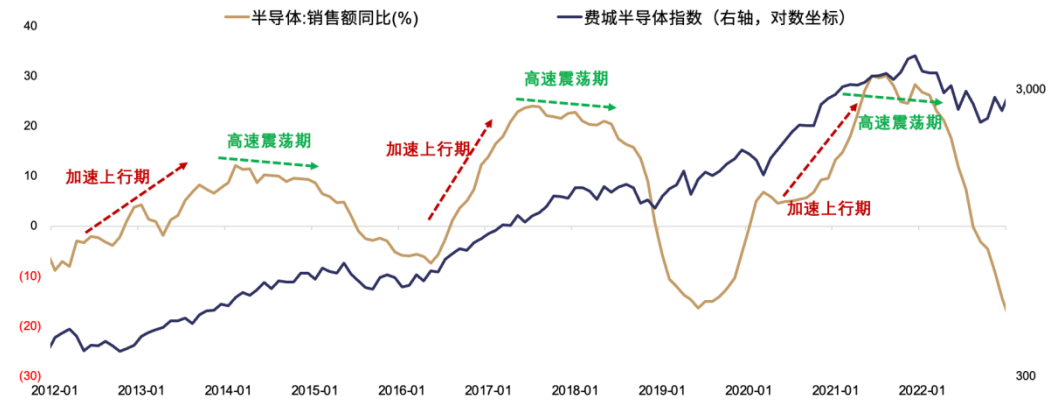
这次案例比较特殊，在 2000 年科网泡沫时期，因为千禧年到来、“千年虫”未能出现，导致此前科技产业预期了数年的大规模“换机潮”就此落空，这种“一次性冲击”带来的需求减记，影响是巨大的。因此股价不需要等待最终确认数据的降速、而率先反应了“一次性冲击”带来的需求证伪，股价表现是领先的。

仅供内部参考，请勿外传

但除此之外，我们发现，随后的 2010-2011 年周期高点，2014-2015 年周期高点，2017-2018 年周期高点，2021-2022 年周期高点，这些案例中股价高点【滞后于】产业周期高点，平均滞后 6-10 个月。

换句话说，在产业加速上行的阶段，股价上涨是无可厚非的；而当产业景气趋势见顶，刚出现下滑、或者增速在高位小幅降速的时候，股价的表现依然不错。

图 11：半导体产业周期在增速放缓的第一阶段（高速震荡阶段），股价依然能够保持强势



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

这也再次印证了我们此前围绕"景气投资"的核心结论：景气拐点的判断关键在于增速何时出现趋势性的向下拐点，换言之，增速边际降幅达到多大时，股价会出现显著的负超额收益？两个经验值【30%】&【-50%】。

首先，对 T-1 年增速>50%标的，按 T 年的增速降幅（降幅=本年/上年-1）分 10 档，降幅分别从-10%到-100%。

可以发现规律：（1）增速边际回落，但维持较高增速的标的，仍有超额收益（第 1 组~第 5 组）；（2）第 4 组是临界线（增速>30%），当增速降至 30%以下，市场表现显著变差。

另外，对 T-1 年增速>80%标的，同样按 T 年的增速降幅（降幅=本年/上年-1）分 10 档，降幅分别从-10%到-100%。

可以发现：（1）增速边际回落，但维持较高增速的标的，仍有超额收益（第 1 组~第 5 组）；（2）第 5 组是临界线（增速降幅小于 50%），当增速降幅超过 50%时，表现显著变差；（3）高增长但降幅过大的标的，表现出了高增速的陷阱。一方面可能反应的是其盈利大起大落的"周期属性"；另一方面，也可能反应市场在高增长时期对盈利过度乐观，导致在降速增长时大幅杀估值。

仅供内部参考，请勿外传

图 12：高增速（上年增速大于 50%）标的在不同增速降幅时的年度表现（表中数据为各组的年度涨幅中位数，%）

分组	当年增速(%)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	均值
第1组	>80	7.5	132.7	223.3	-55.6	161.8	13.8	-20.9	7.0	32.7	42.5	83.4	-10.3	-3.0	-29.5	39.1	26.2	28.9	-7.1	8.3	5.3	49.2	35.0
第2组	[60,80]	4.2	117.4	172.2	-58.2	115.4	24.2	-28.7	20.8	31.6	39.9	97.6	-15.1	0.0	-29.5	53.6	20.8	29.6	-13.4	7.2	4.9	49.5	30.7
第3组	[50,60]	11.2	179.7	163.0	-58.1	116.6	28.4	-26.5	23.0	35.7	35.6	96.6	-20.2	-9.5	-24.3	31.6	20.8	9.1	-9.3	1.2	5.3	25.9	30.3
第4组	[40,50]	-7.6	91.0	111.2	-51.6	141.4	10.6	-17.7	10.3	27.3	65.9	60.7	-16.8	-5.0	-32.6	23.2	10.2	22.4	-8.9	11.4	5.4	22.3	22.5
第5组	[30,40]	-11.9	95.3	138.1	-57.2	112.4	10.4	-23.3	14.2	26.7	54.6	73.1	-7.9	-2.1	-26.6	35.4	10.9	10.1	-10.6	10.8	13.8	34.4	23.8
第6组	[20,30]	-9.5	89.7	142.6	-53.4	77.2	5.9	-33.4	3.5	25.5	41.8	76.1	-6.5	-12.7	-31.8	20.8	26.6	5.9	-14.9	-2.5	-1.1	23.8	17.8
第7组	[10,20]	-15.2	71.6	103.7	-60.3	98.1	6.5	-35.2	4.6	11.7	38.4	89.9	-13.3	-7.8	-32.3	22.2	18.4	10.5	-21.6	11.9	3.9	26.8	15.8
第8组	[0,10]	-10.7	113.9	182.1	-57.5	-38.2	-10.1	0.0	-7.2	-35.2	-7.8	3.2	34.4	19.9
第9组	[-10,0]	-15.3	60.1	114.1	-62.3	101.3	-8.3	-34.9	-0.7	23.3	30.5	53.7	-17.3	-17.0	-33.9	25.6	1.4	0.0	-20.2	6.5	8.4	25.5	11.4
第10组	<-10	-24.9	70.0	163.7	-67.0	95.9	-10.1	-37.3	-3.7	8.6	33.9	52.7	-18.7	-27.3	-41.0	8.5	-4.6	-5.0	-22.8	-6.5	-9.4	16.6	8.2

当增速降至30%以下时，收益率大幅降低

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 13：高增速（上年增速大于 80%）标的在不同增速降幅时的年度表现（表中数据为各组的年度涨幅中位数，%）

分组	当年增速(%)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	均值
第1组	>80	10.1	144.9	219.4	-56.4	154.3	20.5	-21.3	4.0	34.9	45.8	106.4	-8.7	-2.7	-30.4	36.9	29.3	22.7	-6.7	11.3	6.4	54.2	36.9
第2组	[60,80]	2.3	90.1	208.9	-61.4	122.2	24.8	-25.4	-1.0	34.8	44.3	115.4	-24.2	-1.6	-32.2	54.0	12.4	19.3	-15.2	5.6	18.3	54.5	30.8
第3组	[50,60]	-2.7	160.9	188.3	-58.7	91.3	28.4	-26.5	42.9	48.1	27.9	92.1	-26.7	-9.5	-30.4	26.9	27.6	9.9	-19.6	0.8	5.3	29.3	28.8
第4组	[40,50]	5.9	69.5	114.2	-44.9	147.4	1.7	-15.0	4.1	32.1	77.5	64.3	-13.2	-14.0	-33.6	21.6	9.1	15.4	-17.4	3.3	-0.8	25.7	21.6
第5组	[30,40]	-13.1	94.9	141.2	-61.0	119.0	11.9	-24.4	13.7	16.7	70.5	100.5	-7.1	-1.8	-31.0	23.4	4.9	28.1	-12.2	11.6	7.2	32.0	25.0
第6组	[20,30]	-1.8	70.9	153.4	-54.0	87.0	4.0	-35.9	10.8	13.7	41.8	78.2	-9.8	-18.1	-34.3	20.8	40.3	11.6	-13.7	-8.1	-1.1	22.7	18.0
第7组	[10,20]	-19.8	85.0	127.4	-60.3	103.9	6.5	-34.9	-0.4	4.7	61.0	43.8	-13.3	-6.4	-30.4	32.4	11.0	8.8	-19.1	12.3	4.0	23.5	16.2
第8组	[0,10]	-16.4	106.3	168.9	-57.5	-38.2	-10.1	0.0	-7.2	-35.2	-7.8	3.2	45.6	14.2
第9组	[-10,0]	-16.7	53.7	146.6	-64.2	93.5	-8.3	-37.5	1.7	13.9	15.9	64.7	-15.5	-24.0	-33.7	16.5	3.6	21.1	-18.4	-0.2	6.6	14.9	11.1
第10组	<-10	-23.8	80.2	147.7	-67.8	87.1	-9.4	-37.3	-2.8	8.2	31.2	59.7	-19.2	-27.4	-41.6	8.8	-3.9	-8.6	-23.9	-7.4	-7.6	16.0	7.5

当增速降至30%以下时，收益率大幅降低

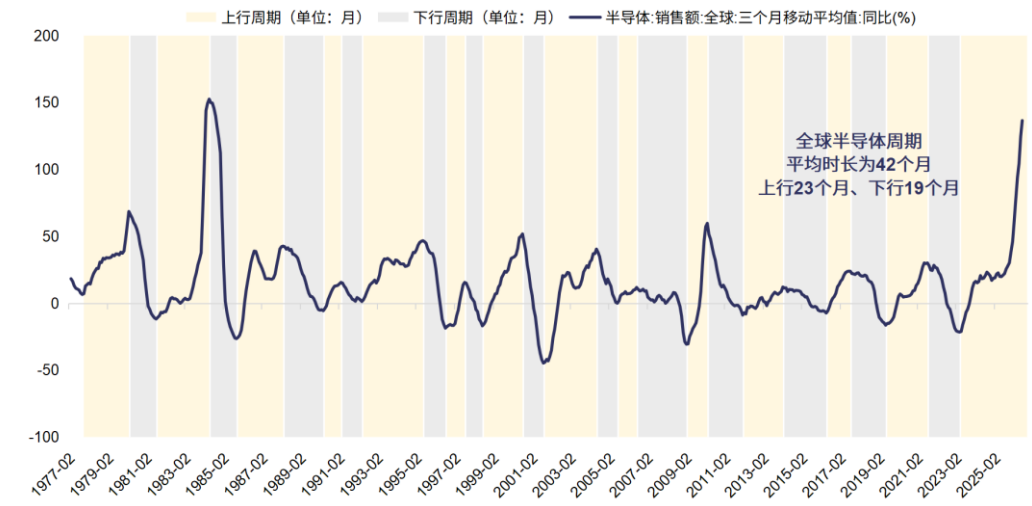
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

回到本轮周期，历史上，全球半导体周期的平均时长为 42 个月，上行 23 个月、下行 19 个月。

本轮半导体周期的低点是在 2023 年 4 月开始，而由于 AI 产业的快速迭代、使得本轮周期的上行时间早已突破了历史时长。而在按照时间规律、增速可能开始下行的 25Q3，反而因为全球 AI coding 的进一步爆发，半导体销售额增速不降反升、进一步大幅提速。

仅供内部参考，请勿外传

图 14：全球半导体销售额增速的周期规律、及本轮特殊性



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

那么，下一阶段，如何合理展望全球科技产业周期的 β?

其一，以 25Q3 作为 AI 产业带动的新一轮半导体销售周期的起点，那么按照过往周期的时间规律，上行期约在 2 年左右，时间规律指向本轮周期可以延续至 27 年 Q3 附近。

其二，对应到本轮 AI 产业周期，英伟达营收增速可以作为本轮全球半导体销售周期的指引指标（下图）；参考英伟达 8 月最新的财报指引，管理层明确给出了 2027 年自然年 70%的营收增长指引，而如果供应链的瓶颈突破，则“明年的增长实际上指向翻倍（doubling）”，这预示着明年半导体周期的 β 有望维持高位。

其三，基于过去几轮周期高点的经验，本轮半导体销售周期也可能会经历“加速上行”和“高速震荡”的不同阶段；而在产业增速由“加速上行”转为“高速震荡”时期，股价表现依然保持强势，投资者对于一定程度的降速具有容忍度、而大幅降速才是触发股价下行的分水岭。

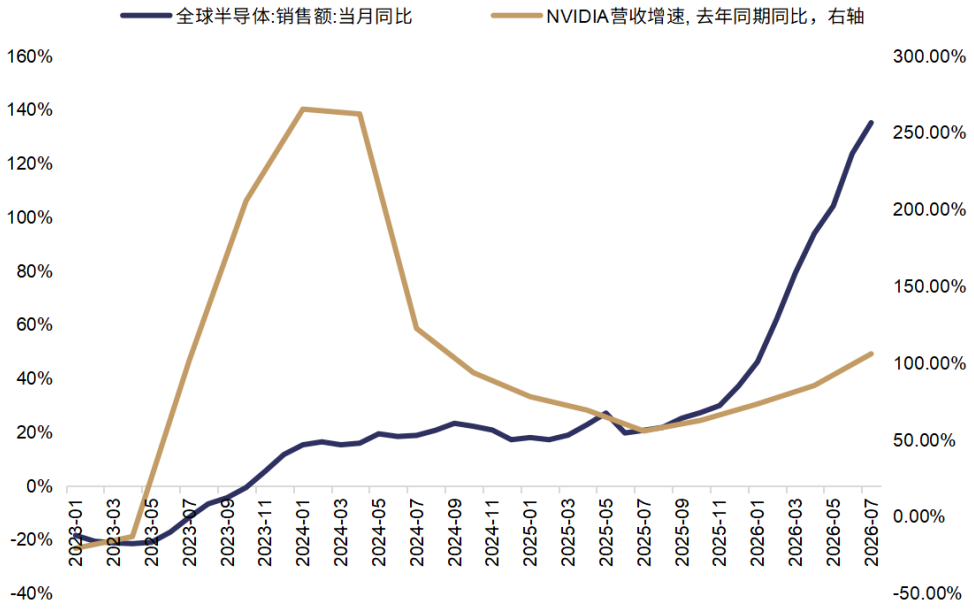
基于上述判断，同时考虑纳斯达克、英伟达、台积电先后新高所反映的预期，我们认为本轮科技产业周期大概率处于加速上行、或高速震荡期，而非很快进入大幅降速期。

因此，从 β 层面、趋势的判断是向上或维持高位的。对应到 A 股的科技风格，全球科技产业 β 的平稳，也保障了 A 股科技风格依然可以挖掘 α 的投资机会。

而 β 的强度，进入 10 月后，AI 产业的一系列催化剂仍然值得关注和验证，有望再次增强需求层面新叙事（Anthropic 新模型及 IPO 进展，OCP 大会，11 月美国财报季）。

仅供内部参考，请勿外传

图 15：英伟达营收增速可以作为本轮全球半导体周期的指引

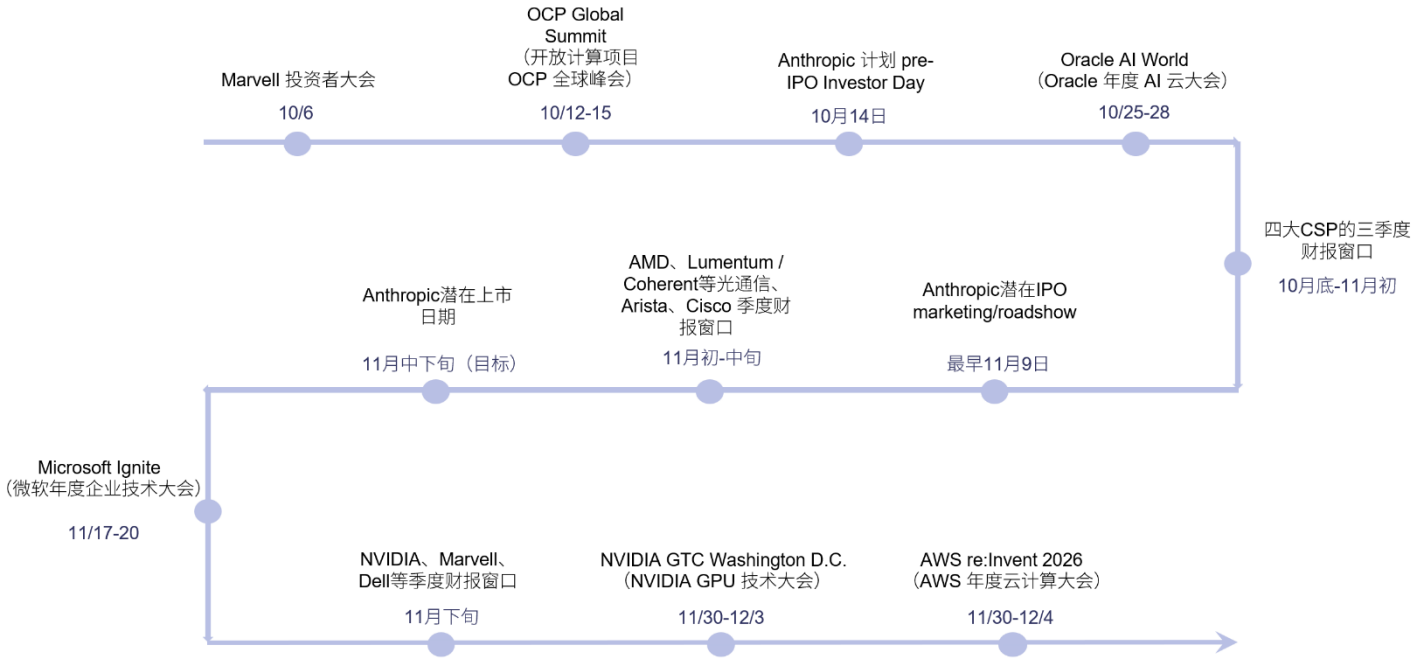


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

10 月初至 12 月初，AI 产业链将进入“技术路线更新—业绩兑现验证—商业化定价重估”的密集催化期，投资逻辑有望从资本开支扩张，进一步转向结构性增量与投入回报的双重验证。10 月 12—15 日 OCP 全球峰会，以及 11 月 30 日—12 月 3 日英伟达 GTC 华盛顿大会，将成为观察定制芯片、光互连、机柜级系统及供电散热技术路线的重要窗口；10 月底—11 月初四大云厂商财报、以及随后的英伟达、Dell 等财报，则将依次验证“云端投入—硬件订单—收入利润”的传导；而 10 月 25—28 日 Oracle AI World、11 月 17—20 日 Microsoft Ignite 等事件则值得跟踪企业级 Agent、AI 与办公流程融合的进展，从而判断后续的投资逻辑能否从模型能力叙事转向持续付费的商业化模式。

仅供内部参考，请勿外传

图 16：10 月上旬至 12 月初，AI 产业链重大事件时间轴



数据来源：公司官网，Wall Street Horizon, Earnings Whispers，广发证券发展研究中心

仅供内部参考，请勿外传

图 17：美国 AI 产业链公司 2026Q3 业绩时间表（折算为北京时间）

美国 AI产业链公司三季度业绩时间表			
代码	公司	环节	发布日期（北京时间）
INTC.O	INTEL	算力芯片	10月23日*
CLS.N	CELESTICA	服务器	10月27日
RMBS.O	RAMBUS	连接芯片	10月27日
GLW.N	康宁	光互联	10月27日
TER.O	TERADYNE	芯片测试设备	10月28日*
STX.O	希捷	存储	10月28日*
BE.N	Bloom Energy	电源	10月28日*
GEV.N	GE Vernova	两机	10月28日
MSFT.O	微软	CSP	10月28日*
GOOGL.O	GOOGLE	CSP	10月29日*
META.O	META	CSP	10月29日*
KLAC.O	KLA	半导体设备	10月29日
TTMI.O	迅达科技	PCB	10月29日*
WDC.O	西部数据	存储	10月30日*
SNDK.O	闪迪	存储	10月30日
AMZN.O	亚马逊	CSP	10月30日*
AMD.O	AMD	GPU/加速芯片	11月4日*
ANET.N	Arista	交换机	11月4日*
QCOM.O	高通	SOC	11月5日*
COHR.N	Coherent	光器件	11月5日*
LITE.O	Lumentum	光模块	11月6日
CSCO.O	Cisco	交换机/网络设备	11月12日*
INIO.O	INNIO	分布式能源/数据中心电力	11月17日*
NVDA.O	Nvidia	GPU/AI加速芯片	11月18日*
DELL.N	Dell Technologies	服务器	11月25日*
MRVL.O	Marvell Technology	定制芯片/高速互联	11月27日*
ORCL.N	Oracle	CSP/云基础设施	12月15日*
QNT.O	Quantinuum	量子计算	待披露*
SPCX.O	SpaceX	商业航天/卫星互联网	待披露*
CBRS.O	Cerebras	AI芯片	待披露*
FRVO.O	Fervo Energy	AI电力/地热	待披露*

数据来源：公司官网，Euroland IR，Stock Analysis，TipRanks，Quantinuum，MarketScreener，广发证券发展研究中心

注："*"为公司标注的暂定/预计日期或尚未官宣；美股盘后日期统一折算为北京时间次日。

三、近期各个行业是否有过热风险？

从申万一级行业的角度，当前仅房地产板块存在过热风险，其 EMA20 均线偏离度处在过去 3 年 92%分位，水位相对偏高。其余细分板块中，非白酒、商用车需要关注。

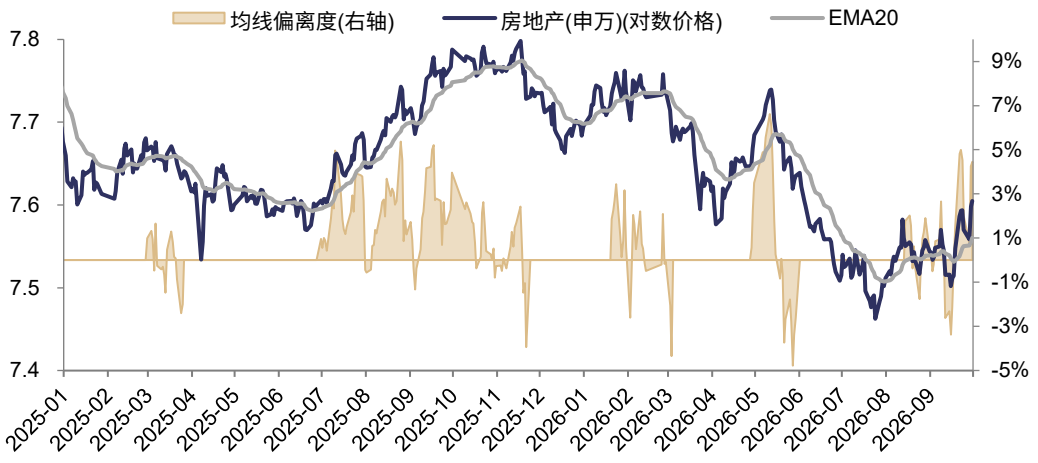
仅供内部参考，请勿外传

图 18：申万一级行业角度，房地产板块短线需要关注

行业20日均线偏离度-滚动3年历史分位																		
大类风格	代码	名称	09-08	09-09	09-10	09-11	09-14	09-15	09-16	09-17	09-18	09-21	09-22	09-23	09-24	09-28	09-29	09-30
周期&资源	801950.SI	煤炭(申万)	45%	76%	62%	42%	31%	31%	30%	22%	18%	43%	57%	35%	45%	46%	29%	40%
	801960.SI	石油石化(申万)	91%	90%	77%	41%	23%	17%	16%	8%	11%	39%	34%	26%	26%	41%	20%	26%
	801030.SI	基础化工(申万)	60%	64%	40%	14%	19%	16%	30%	23%	35%	53%	49%	49%	29%	8%	9%	13%
	801040.SI	钢铁(申万)	64%	72%	58%	28%	27%	21%	23%	20%	30%	47%	34%	28%	20%	11%	18%	34%
	801050.SI	有色金属(申万)	39%	54%	42%	11%	11%	10%	22%	9%	19%	21%	23%	19%	5%	2%	4%	5%
	801710.SI	建筑材料(申万)	39%	47%	56%	58%	65%	67%	74%	76%	73%	87%	80%	76%	43%	7%	15%	17%
中游制造	801730.SI	电力设备(申万)	14%	18%	16%	9%	15%	9%	11%	11%	23%	23%	27%	24%	14%	5%	9%	15%
	801740.SI	国防军工(申万)	78%	84%	81%	77%	58%	46%	56%	53%	67%	79%	71%	55%	40%	17%	20%	21%
	801880.SI	汽车(申万)	43%	43%	23%	14%	24%	16%	16%	31%	38%	54%	55%	47%	34%	23%	26%	35%
	801890.SI	机械设备(申万)	51%	50%	32%	15%	22%	16%	34%	34%	56%	56%	48%	50%	30%	7%	9%	7%
消费&医药	801010.SI	农林牧渔(申万)	99%	99%	93%	76%	48%	30%	22%	32%	37%	72%	63%	37%	21%	24%	25%	38%
	801110.SI	家用电器(申万)	37%	46%	37%	30%	35%	32%	19%	23%	31%	12%	29%	29%	31%	17%	17%	13%
	801120.SI	食品饮料(申万)	69%	52%	34%	23%	30%	22%	20%	27%	32%	41%	48%	49%	30%	30%	29%	58%
	801130.SI	纺织服饰(申万)	74%	61%	35%	14%	17%	11%	20%	24%	44%	71%	57%	40%	46%	21%	26%	25%
	801140.SI	轻工制造(申万)	75%	68%	52%	30%	34%	22%	36%	40%	58%	76%	78%	65%	52%	29%	36%	40%
	801150.SI	医药生物(申万)	48%	31%	16%	6%	27%	18%	26%	35%	50%	86%	86%	85%	56%	51%	51%	80%
	801980.SI	美容护理(申万)	83%	67%	46%	23%	30%	17%	31%	36%	56%	85%	84%	72%	68%	52%	54%	72%
	801200.SI	商贸零售(申万)	93%	90%	76%	38%	39%	14%	19%	27%	44%	69%	62%	35%	26%	17%	21%	30%
	801210.SI	社会服务(申万)	93%	90%	85%	57%	42%	23%	29%	37%	52%	74%	69%	70%	58%	27%	29%	28%
科技TMT	801080.SI	电子(申万)	27%	28%	26%	21%	17%	26%	58%	51%	73%	77%	75%	74%	47%	9%	16%	7%
	801770.SI	通信(申万)	53%	56%	47%	58%	32%	29%	64%	64%	80%	84%	76%	67%	43%	3%	5%	5%
	801750.SI	计算机(申万)	45%	34%	28%	19%	23%	20%	29%	26%	49%	59%	70%	57%	42%	19%	30%	23%
	801760.SI	传媒(申万)	87%	64%	54%	46%	39%	31%	35%	39%	45%	55%	68%	47%	38%	22%	37%	34%
稳定	801160.SI	公用事业(申万)	48%	65%	72%	65%	69%	51%	57%	28%	38%	40%	30%	17%	17%	20%	18%	31%
	801170.SI	交通运输(申万)	73%	89%	84%	50%	46%	35%	26%	47%	54%	82%	54%	37%	30%	25%	20%	42%
	801720.SI	建筑装饰(申万)	74%	72%	68%	39%	35%	18%	35%	40%	53%	68%	57%	55%	35%	12%	21%	31%
	801970.SI	环保(申万)	57%	53%	39%	17%	22%	12%	28%	22%	43%	56%	54%	48%	36%	11%	20%	22%
金融地产	801780.SI	银行(申万)	74%	74%	90%	83%	89%	67%	52%	46%	40%	49%	46%	38%	44%	41%	45%	71%
	801790.SI	非银金融(申万)	53%	54%	58%	20%	19%	13%	18%	12%	27%	45%	52%	41%	19%	5%	9%	18%
	801180.SI	房地产(申万)	86%	69%	60%	29%	33%	20%	34%	40%	77%	93%	94%	93%	81%	68%	92%	92%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

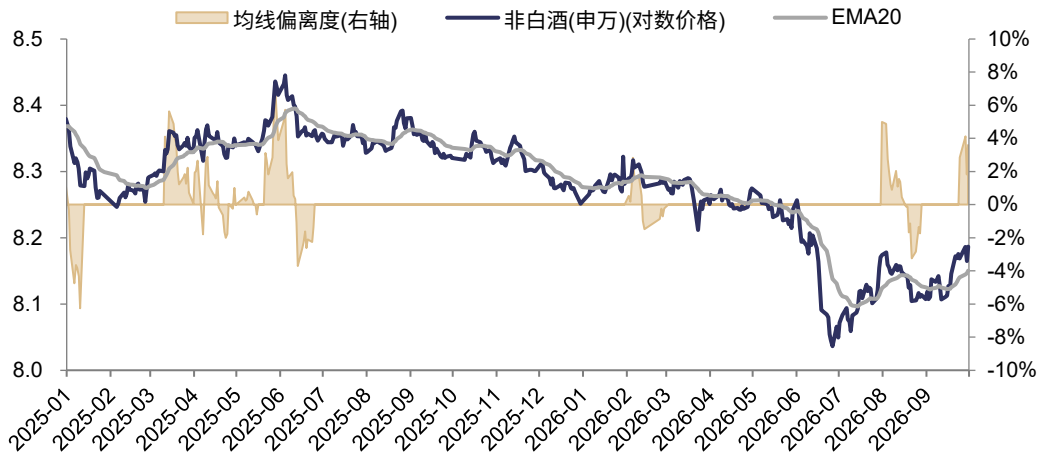
图 19：房地产均线偏离度



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心；注：均线偏离度仅统计过去 20 交易日中超过 10 日站在 20 日均线上方的样本。

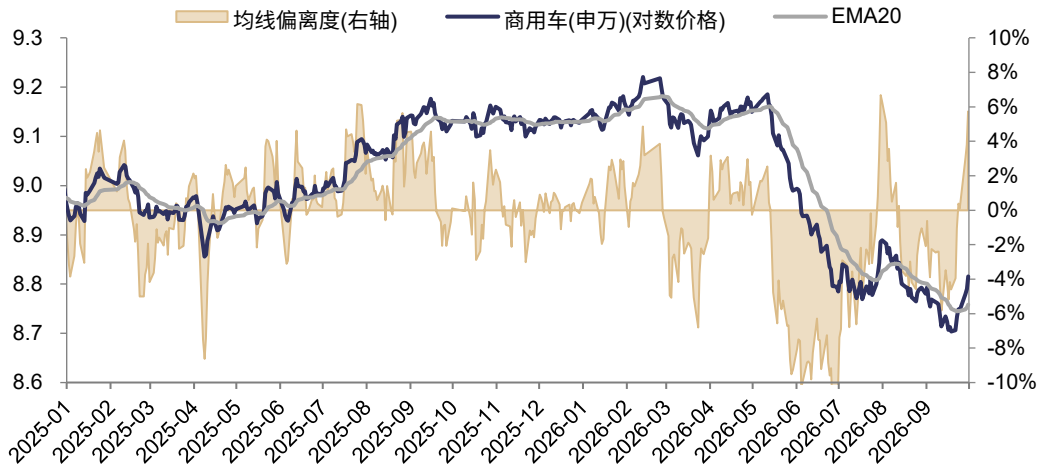
仅供内部参考，请勿外传

图 20：非白酒均线偏离度



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心；注：均线偏离度仅统计过去 20 交易日中超过 10 日站在 20 日均线上方的样本。

图 21：商用车均线偏离度



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心；注：此图均线偏离度不考虑过去 20 日是否上涨趋势。

仅供内部参考，请勿外传

四、本期重要变化

本章如无特别说明，数据来源均为 wind 数据。本期时间段为 9 月 27 日-10 月 6 日。

（一）中观行业

1.下游需求

房地产：30 个大中城市房地产成交面积累计同比下降 7.28%，30 个大中城市房地产成交面积月环比下降 71.60%，月同比下降 9.39%，周环比下降 24.73%。国家统计局数据，1-8 月房地产新开工面积 2.99 亿平方米，累计同比下降 24.80%，相比 1-7 月增速下降 0.80%；8 月单月新开工面积 0.32 亿平方米，同比下降 30.49%；1-8 月全国房地产开发投资 47978.85 亿元，同比名义下降 19.90%，相比 1-7 月增速下降 0.70%，8 月单月新增投资同比名义下降 26.15%；1-8 月全国商品房销售面积 4.9880 亿平方米，累计同比下降 12.10%，相比 1-7 月增速下降 0.30%，8 月单月新增销售面积同比下降 15.41%。

汽车：乘用车：9 月 1-27 日，全国乘用车市场零售 125.8 万辆，同比去年 9 月同期下降 29%，较上月同期增长 1%，今年以来累计零售 1,297.3 万辆，同比下降 22%；9 月 1-27 日，全国乘用车厂商批发 147.4 万辆，同比去年 9 月同期下降 30%，较上月同期下降 12%，今年以来累计批发 1,865.7 万辆，同比下降 7%。新能源：9 月 1-27 日，全国乘用车新能源市场零售 82.7 万辆，同比去年 9 月同期下降 20%，较上月同期增长 2%，今年以来累计零售 750.1 万辆，同比下降 13%；9 月 1-27 日，全国乘用车厂商新能源批发 103.2 万辆，同比去年 9 月同期下降 11%，较上月同期下降 7%，今年以来累计批发 1,081 万辆，同比增长 7%。

2.中游制造

钢铁：螺纹钢现货价格本期较上期涨 0.37%至 3266.00 元/吨，不锈钢现货价格本期较上期跌 0.42%至 14806.00 元/吨。截至 9 月 30 日，螺纹钢期货收盘价为 3112 元/吨，比上期下降 0.06%。钢铁网数据显示，9 月中旬，重点统计钢铁企业日均产量 185.50 万吨，较 9 月上旬上升 3.40%。8 月粗钢累计产量 65184.70 万吨，同比下降 3.10%。

化工：截至 9 月 20 日，甲醇价格较 9 月 10 日涨 40.23%至 3695.90 元/吨，顺丁橡胶价格较 9 月 10 日涨 11.96%至 15102.40 元/吨。

3.上游资源

国际大宗：WTI 本期跌 1.84%至 89.43 美元，Brent 涨 5.11%至 102.61 美元，LME 金属价格指数涨 1.00%至 5733.90，大宗商品 CRB 指数本期涨 0.21%至 410.94，BDI 指数上期跌 2.48%至 3070.00。

炭铁矿石：本期铁矿石库存上升，煤炭价格上涨。秦皇岛山西优混平仓 5500 价格截至 2026 年 10 月 5 日涨 0.23%至 988.00 元/吨；港口铁矿石库存本期上升 0.39%至 16421.00 万吨；原煤 8 月产量上升 5.42%至 36182.30 万吨。

（二）股市特征

股市涨跌幅：上证综指本期下跌 1.19%，行业涨幅前三为房地产(申万)(3.52%)、医药生物(申万)(2.32%)、银行(申万)(1.54%)；跌幅前三为通信(申万)(-7.84%)、电子(申万)(-6.40%)、机械设备(申万)(-4.42%)

动态估值：截至 9 月 30 日，A 股总体 PE（TTM）从上期 20.70 倍下降到本期 20.10 倍，PB（LF）从上期的 1.75 倍降低到本期的 1.71 倍；A 股整体剔除金融 PE（TTM）从上期 35.38 倍降低到本期 34.24 倍，PB（LF）

仅供内部参考，请勿外传

从上期的 2.44 倍降低到本期的 2.37 倍。创业板 PE（TTM）从上期 59.54 倍下降到本期 57.16 倍，PB（LF）从上期 4.18 倍下降到本期 4.01 倍；科创板 PE（TTM）从上期的 146.86 倍下降到本期 131.52 倍，PB（LF）从上期的 6.07 倍下降到本期的 5.57 倍；沪深 300PE（TTM）从上期的 13.01 倍下降到本期 12.96 倍，PB（LF）从上期的 1.33 倍下降到本期 1.32 倍。行业角度来看，本期 PE（TTM）分位数扩张幅度最大的行业为环保、国防军工、商贸零售。PE（TTM）分位数收敛幅度最大的行业为电子、公用事业、机械设备。此外，从 PE 角度来看，申万一级行业中，石油石化、有色金属、基础化工、电力设备、公用事业、交通运输、房地产、环保、美容护理、家用电器、商贸零售、农林牧渔、食品饮料、传媒、通信、非银金融估值低于历史中位数。建筑材料、轻工制造估值高于历史 90 分位数。从 PB 角度来看，申万一级行业中，基础化工、钢铁、建筑材料、电力设备、国防军工、建筑装饰、公用事业、交通运输、房地产、环保、美容护理、社会服务、汽车、家用电器、纺织服饰、商贸零售、农林牧渔、食品饮料、医药生物、计算机、传媒、银行、非银金融估值低于历史中位数。电子估值高于历史 90 分位数。本期股权风险溢价从上期 1.15%上升至本期 1.24%，股市收益率从上期的 2.83%上升到本期的 2.92%。

融资融券余额：截至 9 月 29 日周二，融资融券余额 26089.79 亿元，较上期下降 1.07%。

AH 溢价指数：本期 A/H 股溢价指数下降到 125.28，上期 A/H 股溢价指数为 126.77。

（三）流动性

9 月 28 日至 9 月 30 日期间，央行共有 7 笔逆回购到期，总额为 20628 亿元；7 笔逆回购，总额为 27225 亿元。公开市场操作净投放（含国库现金）共计 597 亿元。

截至 2026 年 9 月 30 日，R007 本期下降 0.74BP 至 1.3795%，SHIBOR 隔夜利率下降 1.89BP 至 1.3620%；期限利差本期上升 1.65BP 至 0.4625%；信用利差下降 1.82BP 至 0.2478%。

（四）海外

美国：9 月 30 日公布 9 月 25 日原油库存量数据为 4013.00 千桶，前值为 3885.00 千桶；9 月 30 日公布 9 月 25 日原油和石油产品(不包括战略石油储备)库存量数据为 1,244,313.00 千桶，前值为 1,251,356.00 千桶；9 月 30 日公布 9 月 25 日炼油厂开工率数据下降 1.50%，前值为 94.00%；10 月 1 日公布 9 月 26 日初请失业金人数:季调数据为 197,000 人，前值为 198,000 人；10 月 1 日公布 9 月 ISM 制造业 PMI 数据为 54.50，前值为 54.60；10 月 2 日公布 9 月失业率:季调数据上升 0.10%，前值为 4.10%；10 月 5 日公布 9 月 ISM 服务业 PMI 数据下降 0.50%，前值为 55.40%。

日本：10 月 1 日公布第三季度短观大型制造业景气判断指数数据上升 2.00%，前值为 22.00%；10 月 2 日公布 8 月失业率:季调数据上升 0.10%，前值为 2.40%。

英国：9 月 30 日公布第二季度 GDP(修正):季调:同比数据上升 0.53%，前值为 0.84%。

欧元区：10 月 1 日公布 8 月欧元区:失业率:季调数据维持前值水平，前值为 6.40%；10 月 2 日公布 9 月欧元区:CPI:同比(初值)数据上升 0.60%，前值为 3.20%。

标普 500 上期跌 0.27%收于 7722.72 点；伦敦富时跌 2.50%收于 10428.27 点；德国 DAX 跌 1.85%收于 24939.35 点；日经 225 涨 2.93%收于 68309.46 点；恒生涨 0.42%收于 24613.27 点。

仅供内部参考，请勿外传

（五）宏观

工业企业利润：本期周一公布 8 月工业企业:利润总额:累计同比数据为 15.70%，8 月工业企业利润总额:当月同比数据为 4.20%。

PMI 及大项：本期周三公布 9 月 PMI 数据为 50.10%，9 月 PMI:生产数据为 51.70%，9 月 PMI:新订单数据为 50.50%，9 月 PMI:产成品库存数据为 47.60%，9 月 PMI:原材料库存数据为 48.20%。

五、下期公布数据一览

下期看点：中国 9 月外汇储备(亿美元)；9 月官方储备资产:特别提款权(亿美元)；中国台湾 9 月 CPI:同比(%)；美国 10 月 16 日原油库存量(千桶)；美国 9 月 30 日原油库存量(千桶)；中国台湾 9 月进口额:同比(%)；中国台湾 9 月出口额:同比(%)；日本 8 月经常项目差额:季调(亿日元)；美国 10 月 03 日初请失业金人数:季调(人)。

10 月 7 日周三：中国 9 月外汇储备(亿美元)；9 月官方储备资产:特别提款权(亿美元)；中国台湾 9 月 CPI:同比(%)；美国 10 月 16 日原油库存量(千桶)；美国 9 月 30 日原油库存量(千桶)。

10 月 8 日周四：中国台湾 9 月进口额:同比(%)；中国台湾 9 月出口额:同比(%)；日本 8 月经常项目差额:季调(亿日元)；美国 10 月 03 日初请失业金人数:季调(人)。

六、风险提示

地缘冲突超预期，使得全球通胀上行压力超预期；海外通胀及美国经济韧性，使得全球流动性更快进入紧缩周期；国内稳增长力度不及预期，使得经济复苏乏力及市场风险偏好下挫等。

仅供内部参考，请勿外传

广发投资策略研究小组

刘晨明 ：首席分析师，南开大学世界经济硕士，12 年策略研究经验。

郑 恺 ：首席分析师，华东师范大学金融学硕士，12 年策略研究经验。

陈振威 ：（上海）资深分析师，香港中文大学硕士，4 年策略研究经验。

杨清源 ：（上海）资深分析师，西南财经大学硕士，4 年策略研究经验。

毕露露 ：（上海）高级分析师，上海财经大学硕士。

周慧钰 ：（上海）研究员，新加坡国立大学硕士。

刘力行 ：（上海）研究员，新加坡国立大学硕士。

马文芳 ：（上海）研究员，南开大学硕士。

逸 昕 ：（北京）资深分析师，澳大利亚国立大学硕士，5 年策略研究经验。

李如娟 ：（广深）资深分析师，中山大学硕士，11 年策略研究经验。

余可骋 ：（广深）资深分析师，澳大利亚国立大学硕士，8 年策略研究经验。

分析师及联系人



刘晨明

SAC 执证号：S0260524020001
SFC CE No. BVH021
liuchenming@gf.com.cn



郑恺

SAC 执证号：S0260515090004
SFC CE No. BUU989
zhengkai@gf.com.cn



李如娟

SAC 执证号：S0260524030002
lirujuan@gf.com.cn



陈振威

SAC 执证号：S0260524090002
chenzhenwei@gf.com.cn



杨清源

SAC 执证号：S0260525080001
yangqingyuan@gf.com.cn

请注意，李如娟,陈振威,杨清源并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

仅供内部参考，请勿外传

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

仅供内部参考，请勿外传

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。