



A 股策略周报 20250831

策略专题研究报告

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：纪博文（执业 S1130525060006） 分析师：吴晓明（执业 S1130525060005）
mouyiling@gjzq.com.cn jibowen@gjzq.com.cn wu_xiaoming@gjzq.com.cn

分析师：方智勇（执业 S1130525070001）
fangzhijong@gjzq.com.cn

大切换，一触即发

变化的前夜：大小之间，高低之间

自上周以来，小市值占优向大市值占优转变的情况由成长板块内部向全市场扩散；最近两周全 A 视角下低估值跑赢高估值的情况已经出现。当前小盘股估值与大盘股估值差仍然比较大，无论是成长板块中证 2000 和创业板指 PE 估值之比、还是宽基指数里面中证 1000 和沪深 300 的 PE 估值之比都处在历史高位。短期看，市场已经转向了景气投资，只是短期只敢拥抱产业趋势更为明确的 AI 相关产业链。如果低位资产出现盈利改善更明确信号，那广泛的风格切换将会发生。

国内：盈利底正出现，单位 GDP 的盈利将重回上升

7 月工业企业经营数据再次确认了反内卷对国内制造业盈利状况改善的支撑，在营收增速略有放缓的情况下，制造业利润总额增速反而有所扩张，且应收账款增速回落表明企业账期问题进一步缓解。当前国内制造业呈现出利润增速>营收增速>库存增速的状态，库存周期视角来看去库可能正在接近尾声。二季度以来中下游装备制造、下游消费品制造领域去库特征明显且利润占比回升；上游资源品利润占比下降但内部存在分化，煤炭和石油天然气开采是主要拖累项。行业层面上看，目前黑色金属开采、有色金属开采、文工体美制造、汽车制造、医药制造行业基本面改善的情况相对更好，二季度以来营收增速和利润率均有提升。国内基本面的改善在上市公司的半年报中也有体现：25Q2 全 A 非金融地产 ROE（TTM）边际向上，经营性现金流同比增速、占营收比重均持续回升；同时库存同比增速、资本开支/折旧均处于 2010 年以来的最低水平，如果未来需求复苏，库存和新增产能压力或将不再是制约价格弹性的核心因素。

海外：降息加持全球制造业修复，打破 AI 投资的一枝独秀

本周公布的美国 PCE 通胀数据符合预期、消费者信心指数有所回落。通胀上行压力减弱使得美联储开始降息的条件进一步成熟。当前市场的预期是美联储 9 月开始降息，年内降息两次以上。降息周期开启有利于美国固定资产投资及制造业活动的修复。最近一段时间美国非住宅建筑开支同比增速出现回升，细分项中公用事业相关的建筑投资类投资活动相对更为活跃。经验上看，美国设备投资增速与耐用品出货额增速的相关性极高。近期美国初级金属、工业机械、发电机的出货量增长相对较快，指向美国传统制造业设备投资活动可能比较强。而值得注意的是，与 AI 投资相关性更强的计算机存储设备出货量增速已出现边际回落，结合本周公布的英伟达二季度数据中心收入不及预期且同比增速下降的情况来看，美国 AI 基础设施相关投资可能已经开始放缓。

大切换，一触即发

如果从全球商品供需变化看：正从过去中国商品生产扩张+海外商品需求收缩的组合，过渡到中国生产反内卷+海外投资驱动商品需求扩张的组合；如果从货币与中国生产看，正从全球货币政策紧缩+中国生产扩张，转向全球货币扩张+中国生产放缓的组合，中国再通胀一触即发。对此，我们的推荐是：第一，同时受益于国内反内卷带来的经营状况改善、海外制造业活动修复与投资加速的实物资产：工业金属（铜、铝、钢铁）、原材料（玻纤、基础化工品、钢铁）以及资本品（工程机械、专用机械、机械零部件、重卡）；第二，保险的长期资产端将受益于资本回报见底回升，其次是券商；第三，盈利修复之后内需相关领域也将出现机会，行情的扩散正在演绎，A 股权重股的修复才刚刚开始，建议关注：食品饮料，电力设备。

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么可能会对长期盈利趋势的改善造成影响。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



内容目录

1 风格切换的前夜.....	3
2 国内：盈利底正出现，单位 GDP 的盈利将重回上升.....	4
3 海外：降息加持全球制造业修复，打破 AI 投资的一枝独秀.....	7
4、大切换，一触即发.....	9
风险提示.....	9

图表目录

图表 1：大市值跑赢小市值风格转换的情况已经从成长板块内部向全市场扩散.....	3
图表 2：中证 1000 与沪深 300、国证 2000 与创业板指的 PE 估值差已处于近几年的高位.....	3
图表 3：最近两周全 A 视角下低估值跑赢高估值的情况已经出现.....	3
图表 4：短期看，由于业绩预期变化，估值高低切的现象在以 TMT 为代表的成长板块表现更为明显.....	3
图表 5：7 月国内制造业在营收增速放缓的情况下利润增速上行，同时应收账款情况改善.....	4
图表 6：当前国内制造业呈利润增速>营收增速>库存增速状态，库存周期走向扩张.....	4
图表 7：结构上看，中下游装备制造、下游消费品制造被动去库存特征更为明显.....	4
图表 8：中下游装备制造领域利润占比明显回升，上游资源开采利润占比下降.....	5
图表 9：上游资源开采内部存在分化，黑色、有色金属采矿利润率已经回升，煤炭、石油开采利润率仍在下降.....	5
图表 10：黑色金属开采、有色金属开采、文工体美制造、汽车制造、医药制造行业二季度以来营收及利润率同时改善.....	5
图表 11：25Q2 全 A 非金融地产 ROE 边际向上.....	6
图表 12：25Q2 全 A 非金融地产经营性现金流增速、占营收比重均持续回升.....	6
图表 13：25Q2 全 A 非金融地产营收增速继续回升，库存增速下降.....	6
图表 14：25Q2 全 A 非金融地产资本开支/折旧比率为 2010 年以来最低水平.....	6
图表 15：7 月 PCE 口径美国通胀增长相对温和，8 月消费者信心指数出现回落.....	7
图表 16：联邦基金期货市场隐含的预期是美联储 9 月开始降息、年内降息 2 次以上.....	7
图表 17：长期看，美国 GDP 口径下非住宅建筑投资增速和普查局口径下的非住宅建筑开支增速相关性很高..	7
图表 18：二季度以来美国在公用事业领域的建造支出增长较快.....	7
图表 19：长期看，美国设备投资和非国防耐用品出货量相关性很高.....	8
图表 20：近期美国初级金属、工业机械、发电机等传统制造业相关资本品出货量增长明显.....	8
图表 21：美国计算机存储设备出货量边际回落.....	8
图表 22：英伟达二季报显示数据中心相关营收增速进一步回落.....	8



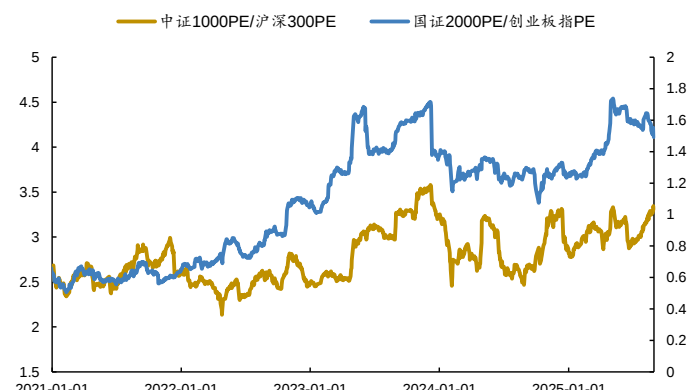
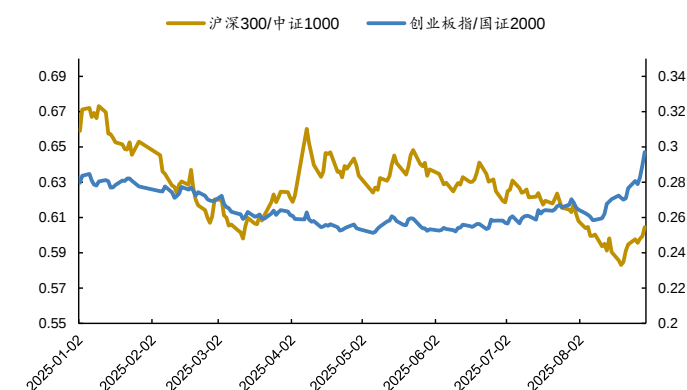
1 风格切换的前夜

自上周以来，小市值占优向大市值占优转变的情况由成长板块内部向全市场扩散，创业板指继续跑赢国证 2000 指数的同时，沪深 300 指数也开始跑赢中证 1000 指数。当前小盘股估值与大盘股估值差仍然比较大，无论是成长板块中国证 2000 和创业板指 PE 估值之比、还是宽基指数里面中证 1000 和沪深 300 的 PE 估值之比都处在历史高位。小盘风格向大盘风格切换的背后，实际上是高估值向低估值的切换。

最近两周全 A 视角下估值分位数在 20% 以下组合已经开始跑赢估值分位数 80% 以上的组合，而且估值高低切的现象在以 TMT 为代表、整体估值更高的成长板块中体现得更为明显。在此前的报告《估值的约束与盈利的潜力》中我们曾指出：股票市场在抢跑基本面改善时会面临估值约束。当前小盘风格占优向大盘风格占优切换、高市值向低市值占优切换的现象，表明投资者正在逐步认识到估值约束问题。短期看，市场已经转向了景气投资，只是短期只敢拥抱产业趋势更为明确的 AI 相关产业链。如果低位资产出现盈利改善更明确信号，那广泛的风格切换将会发生。

图表1：大市值跑赢小市值风格转换的情况已经从成长板块内部向全市场扩散

图表2：中证 1000 与沪深 300、国证 2000 与创业板指的 PE 估值差已处于近几年的高位

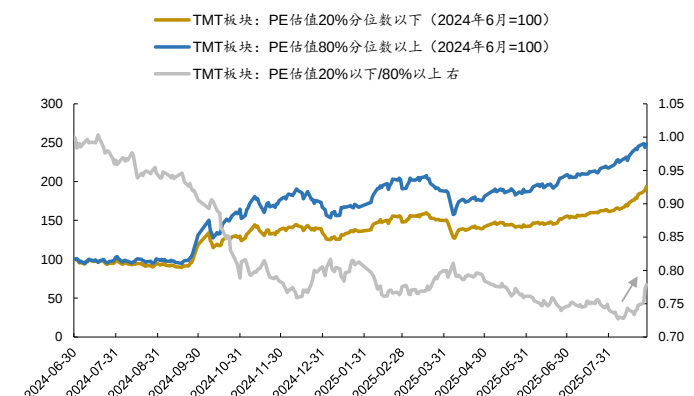
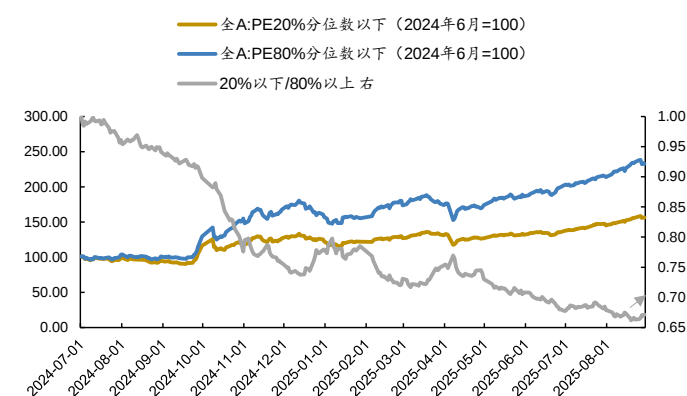


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表3：最近两周全 A 视角下低估值跑赢高估值的情况已经出现

图表4：短期看，由于业绩预期变化，估值高低切的现象在以 TMT 为代表的成长板块表现更为明显



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

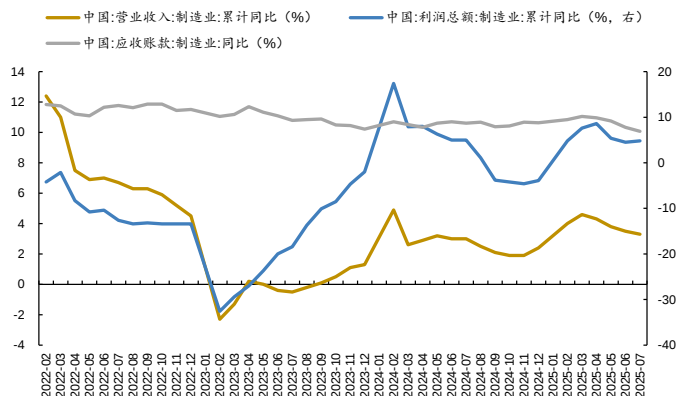


2 国内：盈利底正出现，单位 GDP 的盈利将重回上升

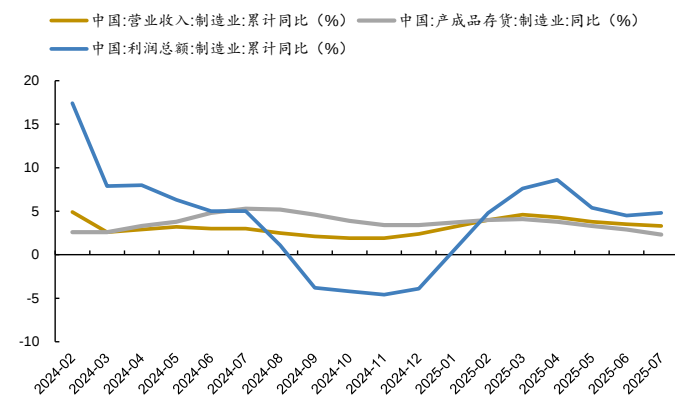
从本周公布的 7 月工业企业经营数据来看，反内卷持续推进支撑国内制造业盈利状况改善的情况得到进一步确认：在营收累计同比增速略有放缓的情况下，制造业利润总额的累计同比增速反而有所扩张；而且制造业企业应收账款同比增速持续回落，表明企业账期问题进一步缓解。当前制造业整体呈现出利润增速>营收增速>库存增速的状态，从库存周期视角来看去库可能正在接近尾声，正处于由被动去库逐步走向主动补库的时期。

图表5：7 月国内制造业在营收增速放缓的情况下利润增速上行，同时应收账款情况改善

图表6：当前国内制造业呈利润增速>营收增速>库存增速状态，库存周期走向扩张



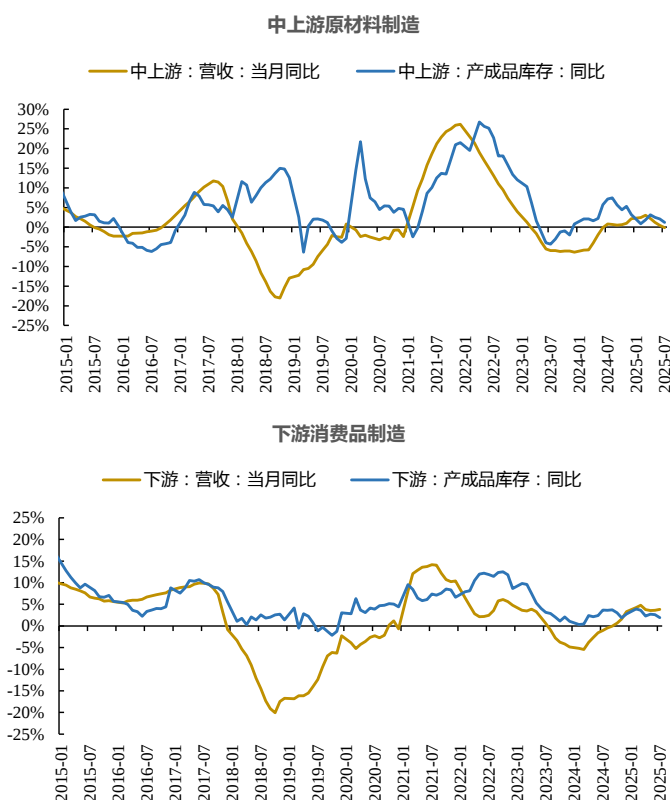
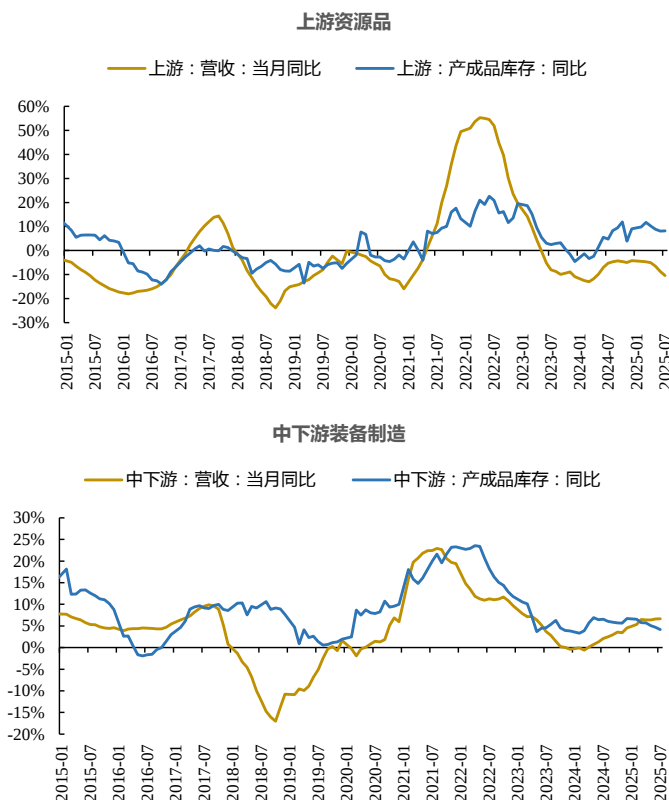
来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

从产业链不同环节来看，二季度以来中下游装备制造、下游消费品制造领域去库特征更为明显。中下游装备制造环节的利润占比持续回升，相对应的是上游资源品利润占比下降。但值得注意的是，上游资源品内部实际上也有分化，黑色金属开采、有色金属开采行业的利润率已经出现回升，而煤炭开采和石油天然气开采则是主要的拖累项。行业层面上，如果以二季度以来营收累计同比增速改善、利润率提升作为衡量标准的话，目前黑色金属开采、有色金属开采、文工体美制造、汽车制造、医药制造行业基本面改善的情况相对更好。

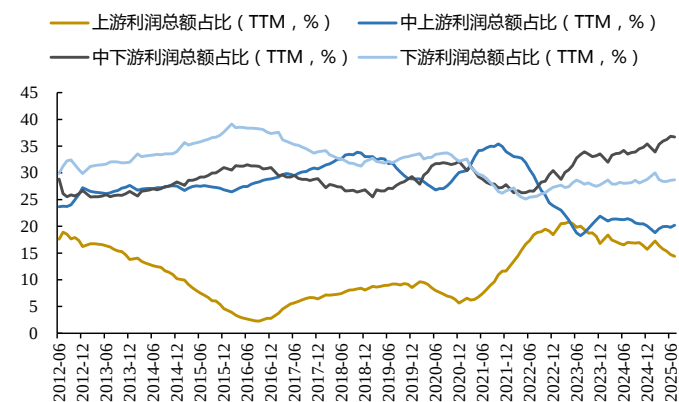
图表7：结构上看，中下游装备制造、下游消费品制造被动去库存特征更为明显



来源：ifind，国金证券研究所

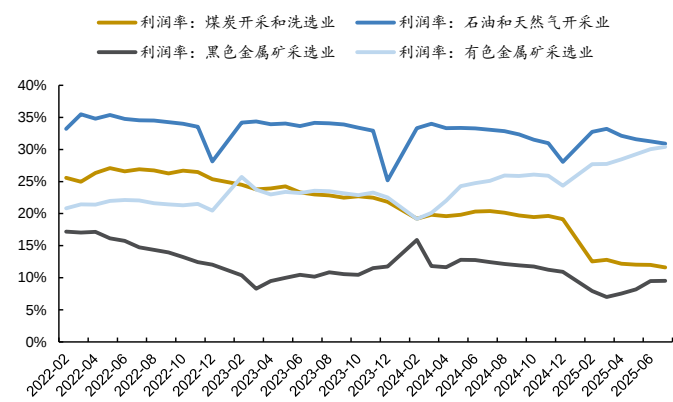


图表8：中下游装备制造领域利润占比明显回升，上游资源开采利润占比下降



来源：wind，国金证券研究所

图表9：上游资源开采内部存在分化，黑色、有色金属采矿利润率已经回升，煤炭、石油开采利润率仍在下降



来源：wind，国金证券研究所

图表10：黑色金属开采、有色金属开采、文工体美制造、汽车制造、医药制造行业二季度以来营收及利润率同时改善

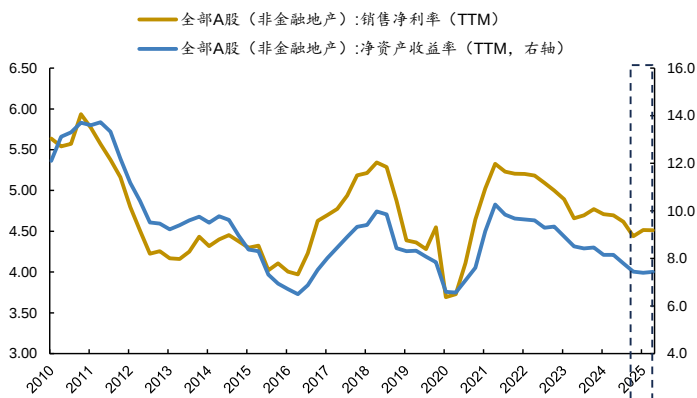
产业链环节	行业	二季度以来：营收累计同比变化	二季度以来：累计利润率	营收累计同比 (%)				累计利润率 (%)			
				7月	6月	5月	4月	7月	6月	5月	4月
上游资源品	煤炭开采和洗选业	-3.8%	-0.6%	-21.1%	-20.3%	-18.3%	-17.3%	11.6%	12.0%	12.1%	12.2%
	石油和天然气开采业	-2.6%	-1.2%	-6.3%	-5.8%	-5.4%	-3.8%	30.9%	31.3%	31.6%	32.1%
	黑色金属矿采选业	2.6%	2.0%	-12.7%	-13.6%	-14.5%	-15.2%	9.5%	9.5%	8.2%	7.6%
	有色金属矿采选业	1.1%	1.9%	13.6%	14.0%	16.1%	12.5%	30.4%	30.0%	29.3%	28.5%
	非金属矿采选业	-0.3%	0.7%	4.2%	3.5%	4.8%	4.5%	9.4%	8.8%	9.5%	8.7%
	均值：上游资源品	-0.6%	0.6%	-4.5%	-4.4%	-3.5%	-3.9%	18.4%	18.3%	18.1%	17.8%
中上游原材料制造	石油煤炭及其他燃料加工	-1.0%	0.2%	-10.5%	-10.3%	-10.1%	-9.4%	-0.4%	-0.6%	-0.8%	-0.6%
	化学原料和化学制品制造	-2.2%	0.2%	0.3%	0.7%	1.1%	2.5%	4.1%	4.1%	4.1%	3.9%
	化学纤维制造业	-1.3%	0.4%	-7.8%	-7.9%	-7.0%	-6.6%	2.4%	2.4%	1.9%	2.0%
	橡胶和塑料制品业	-2.5%	0.2%	5.4%	5.6%	7.0%	7.8%	4.9%	4.9%	5.0%	4.7%
	非金属矿物制品业	-0.1%	0.3%	-4.9%	-5.0%	-4.7%	-4.8%	3.0%	3.0%	3.0%	2.7%
	黑色金属冶炼和压延	-0.2%	0.8%	-4.4%	-5.1%	-4.6%	-4.1%	1.5%	1.2%	1.0%	0.7%
	有色金属冶炼和压延	-3.5%	0.4%	11.8%	12.6%	13.6%	15.2%	3.4%	3.4%	3.2%	3.1%
	纺织业	-3.2%	0.2%	-0.6%	-0.5%	0.9%	2.6%	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%
	家具制造业	-1.7%	1.3%	-3.1%	-2.5%	-1.6%	-1.4%	4.3%	3.5%	3.2%	3.0%
	造纸和纸制品业	-0.1%	0.0%	-2.1%	-2.6%	-2.0%	-2.0%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%
	均值：中上游原材料制造	-1.6%	0.4%	-1.6%	-1.5%	-0.7%	0.0%	2.9%	2.7%	2.6%	2.5%
中下游装备制造	金属制品业	-2.9%	0.2%	2.4%	2.6%	3.8%	5.3%	3.3%	3.2%	3.2%	3.1%
	通用设备制造业	-0.8%	0.5%	6.9%	7.1%	7.3%	7.8%	6.7%	6.6%	6.5%	6.2%
	专用设备制造业	-0.8%	0.6%	3.8%	3.8%	4.3%	4.6%	6.9%	7.0%	6.5%	6.3%
	汽车制造	0.5%	0.6%	6.4%	6.8%	5.9%	5.9%	4.6%	4.8%	4.3%	4.1%
	其他运输设备制造业	-3.8%	0.2%	17.9%	19.0%	22.5%	21.7%	8.2%	8.2%	8.3%	8.0%
	电气机械和器材制造业	-1.1%	0.3%	10.3%	10.6%	11.3%	11.5%	5.3%	5.3%	5.1%	5.0%
	计算机、通信和电子设备制造	-0.7%	0.7%	9.0%	9.2%	9.1%	9.7%	3.8%	3.8%	3.3%	3.1%
	仪器仪表制造业	-0.4%	1.4%	7.5%	8.4%	7.3%	7.9%	9.7%	9.7%	8.6%	8.2%
	均值：中下游装备制造	-1.3%	0.6%	8.0%	8.4%	8.9%	9.3%	6.1%	6.1%	5.7%	5.5%
下游消费品制造	农副食品加工业	-0.1%	-0.1%	3.6%	3.7%	3.9%	3.6%	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%
	食品制造业	0.3%	-0.4%	2.6%	2.9%	3.1%	2.3%	7.9%	8.0%	8.1%	8.3%
	酒、饮料和精制茶制造业	-0.8%	-0.2%	0.1%	-0.5%	0.1%	0.9%	17.7%	17.8%	17.5%	17.9%
	烟草制品业	1.0%	-0.8%	3.3%	3.1%	2.6%	2.3%	13.9%	14.0%	14.2%	14.7%
	纺织服装、服饰业	-3.7%	0.5%	-1.3%	-0.6%	1.8%	2.3%	3.8%	3.7%	3.2%	3.2%
	皮革毛皮及鞋业	-1.9%	-0.1%	-0.7%	-0.8%	0.2%	1.2%	4.0%	4.0%	4.2%	4.1%
	木、竹、藤、棕、草制品	-1.0%	0.1%	1.6%	1.9%	2.6%	2.6%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
	印刷业和记录媒介	-2.6%	0.0%	0.0%	0.7%	1.9%	2.6%	4.9%	4.9%	5.0%	4.9%
	文工体美和娱乐用品制造	6.4%	0.1%	10.0%	9.4%	7.3%	3.6%	3.6%	3.5%	3.4%	3.5%
	医药制造业	0.6%	0.2%	-0.9%	-0.6%	-0.9%	-1.6%	13.9%	14.4%	13.6%	13.7%
	均值：下游消费品制造	-0.2%	-0.1%	1.8%	1.9%	2.3%	2.0%	7.5%	7.5%	7.5%	7.6%

来源：ifind，国金证券研究所



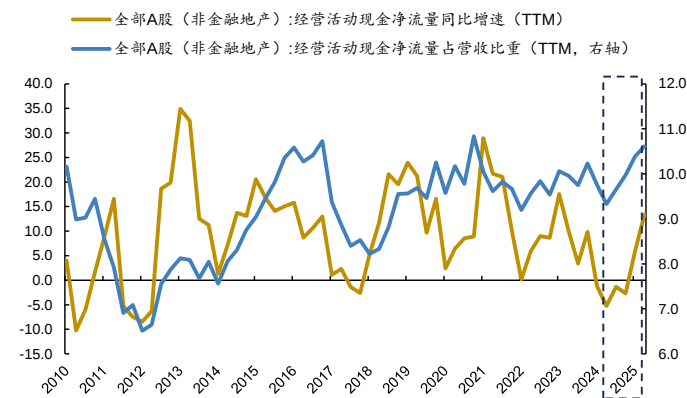
国内基本面的持续改善也体现在上市公司的半年报中。截至目前A股上市公司半年报已披露完毕，从全A非金融地产的口径来看，截至2025Q2滚动12个月的净资产收益率边际向上，经营性现金流同比增速、占营收比重均持续回升，指向上市公司口径下企业经营状况同样有边际改善。此外，从上市公司的视角看产业链去库可能也在步入尾声：全A非金融地产营收同比增速继续修复，同时库存同比增速已下降至0.8%，为2010年以来的历史极低水平；同时供给周期也并未开始扩张，资本开支与折旧摊销之比进一步下降至1.2，同样为2010年以来的最低值，在建工程与固定资产之比继续维持低位。如果未来需求复苏，在新增产能压力相对较小的情况下，库存压力或将不再是制约价格弹性的核心因素。

图表11：25Q2全A非金融地产ROE边际向上



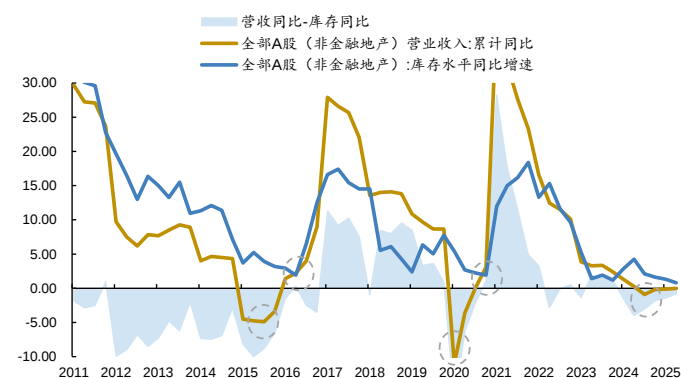
来源：wind，国金证券研究所

图表12：25Q2全A非金融地产经营性现金流增速、占营收比重均持续回升



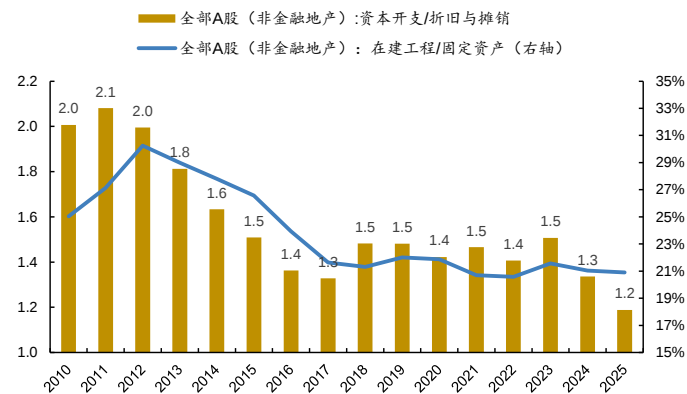
来源：wind，国金证券研究所

图表13：25Q2全A非金融地产营收增速继续回升，库存增速下降



来源：wind，国金证券研究所

图表14：25Q2全A非金融地产资本开支/折旧比率为2010年以来最低水平



来源：wind，国金证券研究所

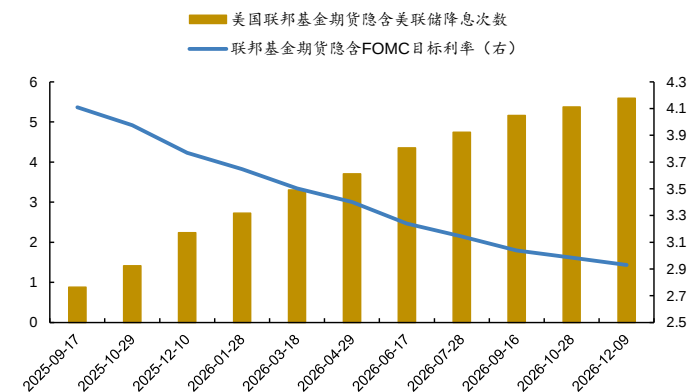
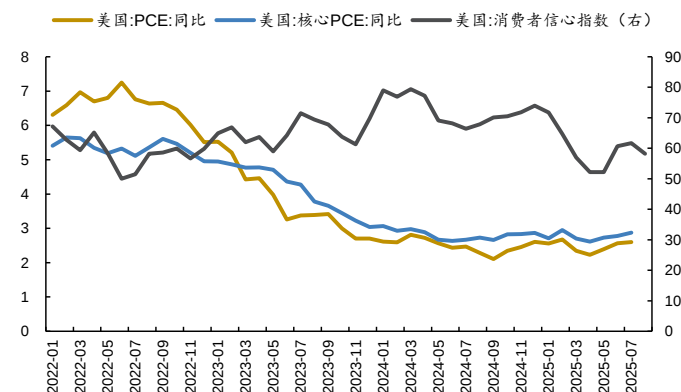


3 海外：降息加持全球制造业修复，打破 AI 投资的一枝独秀

本周公布的美国 PCE 口径下 7 月的通胀与核心通胀读数相对温和且均符合预期，同时美国密歇根大学 8 月消费者信心指数边际回落。当前美国国内通胀上行的压力相对来说并不算强，这使得美联储在 9 月开启降息的条件进一步成熟。从当前联邦基金期货市场的交易情况来看，投资者的预期是美联储将会在 9 月开启降息、且 2025 年内降息两次以上、至 2026 年末联邦基金目标利率下降至 3% 附近。美联储开启降息周期有利于美国固定资产投资及制造业活动的修复。

图表15：7月PCE口径美国通胀增长相对温和，8月消费者信心指数出现回落

图表16：联邦基金期货市场隐含的预期是美联储9月开始降息、年内降息2次以上



来源：wind，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

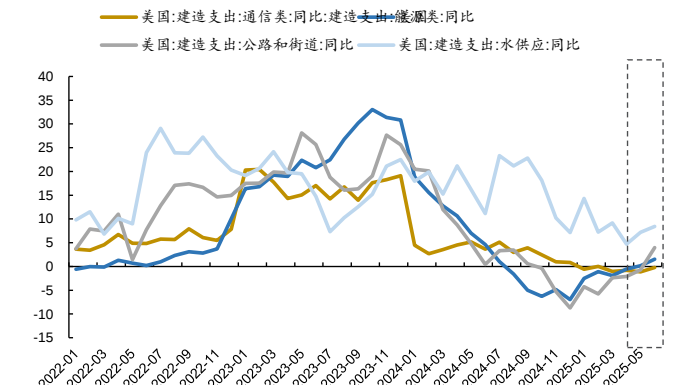
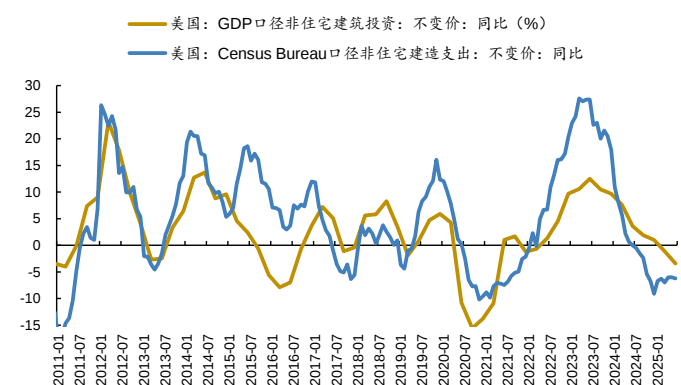
美国经济分析局（BEA）主要负责美国固定资产投资相关数据的统计，但公布频率相对较低，只有在季度 GDP 公布时才能看到相关固定资产投资的统计数据；且细分项相对较少，只分为住宅投资、非住宅建筑投资、设备投资和知识产权投资。不过，可以通过找到上述各分项投资相关性较强的经济指标，对美国固定资产投资情况进行更高频和细分的观测。

从过去的历史经验来看，BEA 统计的美国 GDP 口径下非住宅建筑投资同比增速和普查局（US Census Bureau）口径下非住宅建筑开支同比增速的相关性接近 70%。过去几个月中非住宅建筑开支同比增速已开始回升，细分项上看与公用事业相关的能源、公路、通信和水供应领域建筑投资活动相对更为活跃。

类似的，历史上 GDP 口径下设备投资与非国防耐用品出货额同比增速的相关性接近 90%。从本周公布的耐用品出货量统计数据来看，美国初级金属、工业机械、发电机的出货量增长相对较快，这意味着当前美国传统制造业设备投资活动可能比较强。另外值得注意的是，可能与 AI 投资相关性更强的计算机存储设备出货量增速已出现边际回落，结合本周公布的英伟达二季报数据中心收入不及预期且同比增速下降的情况来看，美国 AI 基础设施相关投资可能已经开始放缓。

图表17：长期看，美国 GDP 口径下非住宅建筑投资增速和普查局口径下的非住宅建筑开支增速相关性很高

图表18：二季度以来美国在公用事业领域的建造支出增长较快



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

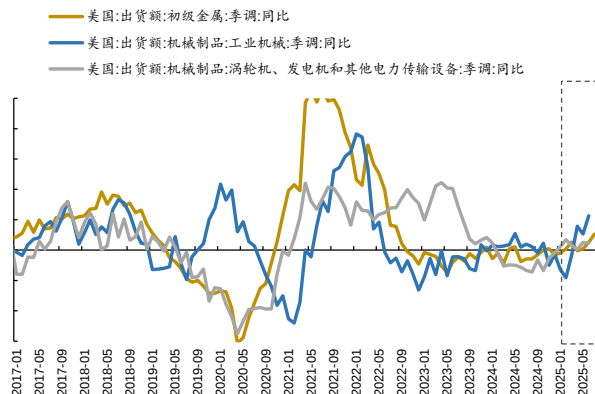


图表19：长期看，美国设备投资和非国防耐用品出货量相关性很高



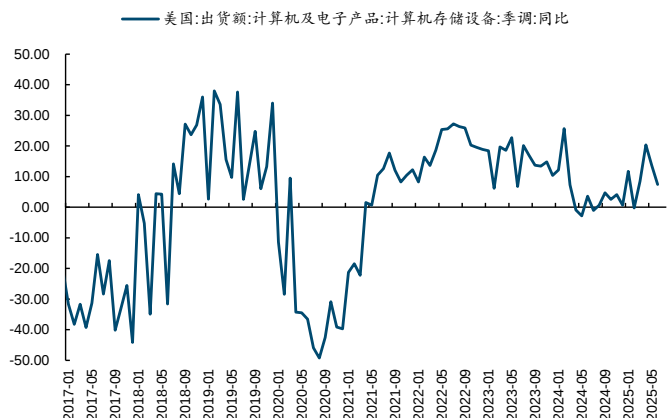
来源：wind，国金证券研究所

图表20：近期美国初级金属、工业机械、发电机等传统制造业相关资本品出货量增长明显



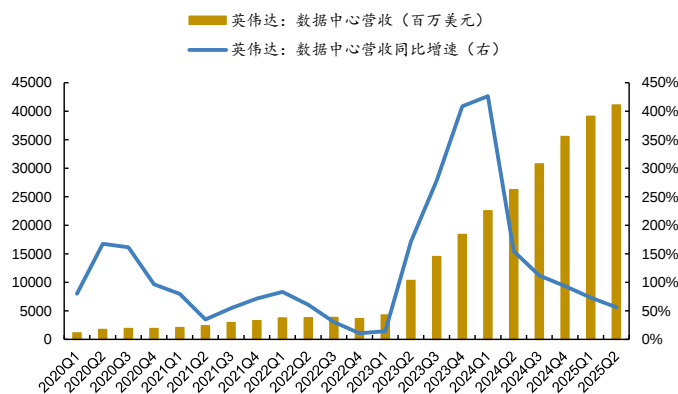
来源：wind，国金证券研究所

图表21：美国计算机存储设备出货量边际回落



来源：wind，国金证券研究所

图表22：英伟达二季报显示数据中心相关营收增速进一步回落



来源：wind，国金证券研究所



4、大切换，一触即发

随着反内卷的持续推进，国内制造业企业经营状况的改善正在持续得到验证。与此同时，海外降息的条件也进一步成熟，有利于全球制造业活动的修复，结构上看海外传统制造业设备投资活动相对较强，而 AI 投资活动可能已经出现走弱的迹象。如果从全球商品供需变化看：正从过去中国商品生产扩张+海外商品需求收缩的组合，过渡到中国生产反内卷+海外商品需求扩张的组合；如果从货币与中国生产看，正从全球货币政策紧缩+中国生产扩张，转向全球货币扩张+中国生产放缓的组合，中国再通胀一触即发，对此，我们的推荐是：

第一，同时受益于国内反内卷带来的经营状况改善、海外制造业活动修复与投资加速的实物资产：工业金属（铜、铝、钢铁）、原材料（玻纤、基础化工品、钢铁）以及资本品（工程机械、专用机械、机械零部件、重卡）；

第二，保险的长期资产端将受益于资本回报见底回升，其次是券商；

第三，盈利修复之后内需相关领域也将出现机会，A 股权重股的修复才刚刚开始，建议关注：食品饮料，电力设备，酒店餐饮等。

风险提示

国内经济修复不及预期：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么可能会对长期盈利趋势的改善造成影响。

海外经济大幅下行：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究