



A 股策略周报 20250824

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：王况炜（执业 S1130525060007） 联系人：季宏坤
 mouyiling@gjzq.com.cn wangkuangwei@gjzq.com.cn jihongkun@gjzq.com.cn

新高后的下一站

跳出“资金驱动”的循环论证，全球视野看 A 股的反弹

4 月关税冲突之后，全球股市其实都出现了明显上涨，甚至日韩和越南的股指相比 A 股的涨幅更大，A 股的上涨并不独特，“增量资金”只是锦上添花，更重要的是全球都定价两大宏观叙事：其一，关税扰动逐步减弱，制造业景气重新回升；其二，从 5 月开始，年内降息预期升温，8 月这一预期加速。因此，8 月以来乃至本周中 A 股所表现出的强势，一方面来自于中国企业的下游需求对全球制造业景气更为敏感，这一景气预期上修驱动着 A 股开始跑赢其他主要国家股指（越南除外），A 股内部出口结构中最高景气的海外算力链领涨；另一方面，本周美联储降息预期走弱+特朗普对半导体产业的施压导致了美股科技股和与之关联度较高的日股、韩股有所回调，但对 A 股来说，由于外需上并不依赖单一市场，内需上产业政策层出不穷，因此表现出了“独立行情”。

市场当前的状态：行业轮动加速与个股“高切低”

4 月关税冲突以来，TMT+军工板块涨幅靠前，行业层面的整体估值当下已达到历史较高水平，内部个股估值中位数也到达历史高位，且个股之间估值分位数的差异不断缩小，目前成长赛道内部仅医药行业、创业板指还保持着较大的个股估值分位数差异，可能是下一个“消灭低估值”的方向。在全市场整体有限的估值扩张空间下，从上周开始，行业轮动速度加快，成长内部持续呈现从国证 2000 为代表的小盘成长向以创业板指为代表的大盘成长切换的特征。

变化正在出现：站在指数新高看行情未来驱动

受制于低景气度的大部分权重资产仍在估值低位，因此，盈利改善预期的兑现显然是下个阶段市场的主要驱动。而在经过今年以来的“反内卷”后，企业净利率的下限已经确认（2025 年 2 月），宏观层面上 PPI 降幅收窄的企业利润空间也在修复，同时，截至 7 月份，二产用电量已经连续 5 个月修复，换言之，“量”、“利”的修复已经持续了整个二季度，目前公布的中报能够一定程度上佐证盈利改善的扩散。往后看，降息周期开启或将使上述改善加速，8 月在降息预期大幅升温的背景下，欧美制造业 PMI 均超预期，而金融条件的宽松从历史上来看将加强制造业强于服务业的特征，在这一特征下，单位 GDP 的实物消耗会明显上升，实物资产需求迎来顺风；其次，欧美“供应链安全”诉求下的制造业投资或成为下一个阶段的主线，替代已经持续 2 年高增且与科技巨头经营性现金流净额增速走势相背离的 AI 投资。全球的定价分水岭出现：从巨头经营现金流驱动的 AI 投资走向利率下行带来的更广义的制造业投资。

下一站：制造业顺周期

在市场创 10 年新高之际，投资者不应该陷入“存款搬家”的自我循环论证中，我们建议寻找下一个阶段基本面边际改善最大的领域提前布局。在本周五的杰克逊霍尔会议打开 9 月降息窗口之后，制造业景气回升的前景更加明朗，并且由于对利率下行的敏感度差异，投资主线也可能会出现从经营现金流驱动的 AI 投资到信贷驱动的传统制造业投资切换。对此，我们的推荐是：第一，海外制造业修复下，实物资产将迎来顺风（工业金属（铜、铝、钢铁、基础化工），以及投资加速下的资本品（工程机械、专用机械、机械零部件、重卡），中长期应该关注产业链重构带来的投资和消费两端实物消耗提升的机会；第二，保险的长期资产端将受益于资本回报的见底，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，代表大盘蓝筹的沪深 300 还未能跑赢创业板指，但是也已在近期的风格切换中开始跑赢国证 2000，行情的扩散刚刚开始，A 股权重股的修复刚刚开始，关注：食品饮料，电力设备。此外，本周由于受美联储降息预期回摆的影响，隔夜 HIBOR 大幅抬升，这对港股形成了一定压制，由于 9 月降息或已成定局，考虑到港股今年相对 A 股的超额已经大幅回吐，A-H 市场将重回统一起跑线，企业盈利变化将成为两地市场表现差异的驱动。

风险提示

国内经济修复不及预期；海外经济大幅下行。

内容目录

1、跳出流动性决定论，全球视野看 A 股反弹.....	4
2、市场中的切换：从小盘到大盘，行业轮动加快.....	5
3、变化正在出现：站在指数新高看行情未来驱动.....	6
3.1 基本面的好转扩散.....	6
3.2 降息周期开启或使投资的重心切换.....	8
4. 下一站，制造业顺周期.....	11
风险提示.....	12

图表目录

图表 1： 关税冲击后的修复+TACO 交易+降息预期共同驱动了本轮行情.....	4
图表 2： 关税之后，A 股的上涨并不独特，关税以来涨幅甚至低于日本、韩国、越南.....	5
图表 3： 本周创业板指继续跑赢国证 2000，沪深 300 也开始跑赢国证 2000.....	5
图表 4： 关税以来，涨幅靠前的 TMT 板块其整体估值水平已偏高.....	6
图表 5： 本周行业轮动速度明显加快.....	6
图表 6： 从 TMT 和军工中较难选出低估值个股.....	6
图表 7： “反内卷”下，2025 年 2 月，制造业净利率 TTM（税前）的下限得到确认.....	7
图表 8： 量、利在 2025Q2 同步修复：二产用电量回升，PPI-PPIRM 修复至高于 2024 年初水平（单位：%）... 7	7
图表 9： 全 A 非金融公司平均的 ROE 在 2024Q4-2025Q2 连续改善（单位：%）.....	7
图表 10： 全 A 非金融公司整体的 ROE 在 2025Q1-2025Q2 连续改善（单位：%）.....	7
图表 11： AI 投资相关产品今年以来出口增速较高（单位：%）.....	8
图表 12： 传统制造业投资相关产品今年以来出口增速较高（单位：%）.....	8
图表 13： 关税对通胀的影响虽已逐渐显现但影响较为缓慢.....	8
图表 14： 长期通胀预期整体稳定，与长期通胀目标一致.....	8
图表 15： 续领失业金人数升至 2021.11 月以来高位，首申人数同样连续上升.....	9
图表 16： 劳动力人数增速和劳动参与率的持续下滑显示了美国劳动力供给端疲软.....	9
图表 17： 近 3 个月新增非农降至 2021 年以来低位显示了美国劳动力需求端同样明显放缓.....	9
图表 18： 鲍威尔鸽派发言后，9 月降息预期明显抬升.....	9
图表 19： 美国和欧洲均已表现出制造业 PMI 强于服务业 PMI 的特征.....	10
图表 20： 金融条件宽松时，美国制造业 PMI 更有望强于服务业 PMI.....	10
图表 21： 今年在美联储维持高利率下，美国 AI 投资依然高企，而依赖政府投入的国防支出却表现一般.... 10	10
图表 22： 美国七巨头资本开支强度与其经营性现金流净额增速背离，或许已透支降息和软着陆的预期..... 10	10
图表 23： 美国商品通胀强于服务通胀时，往往会促进设备投资.....	11



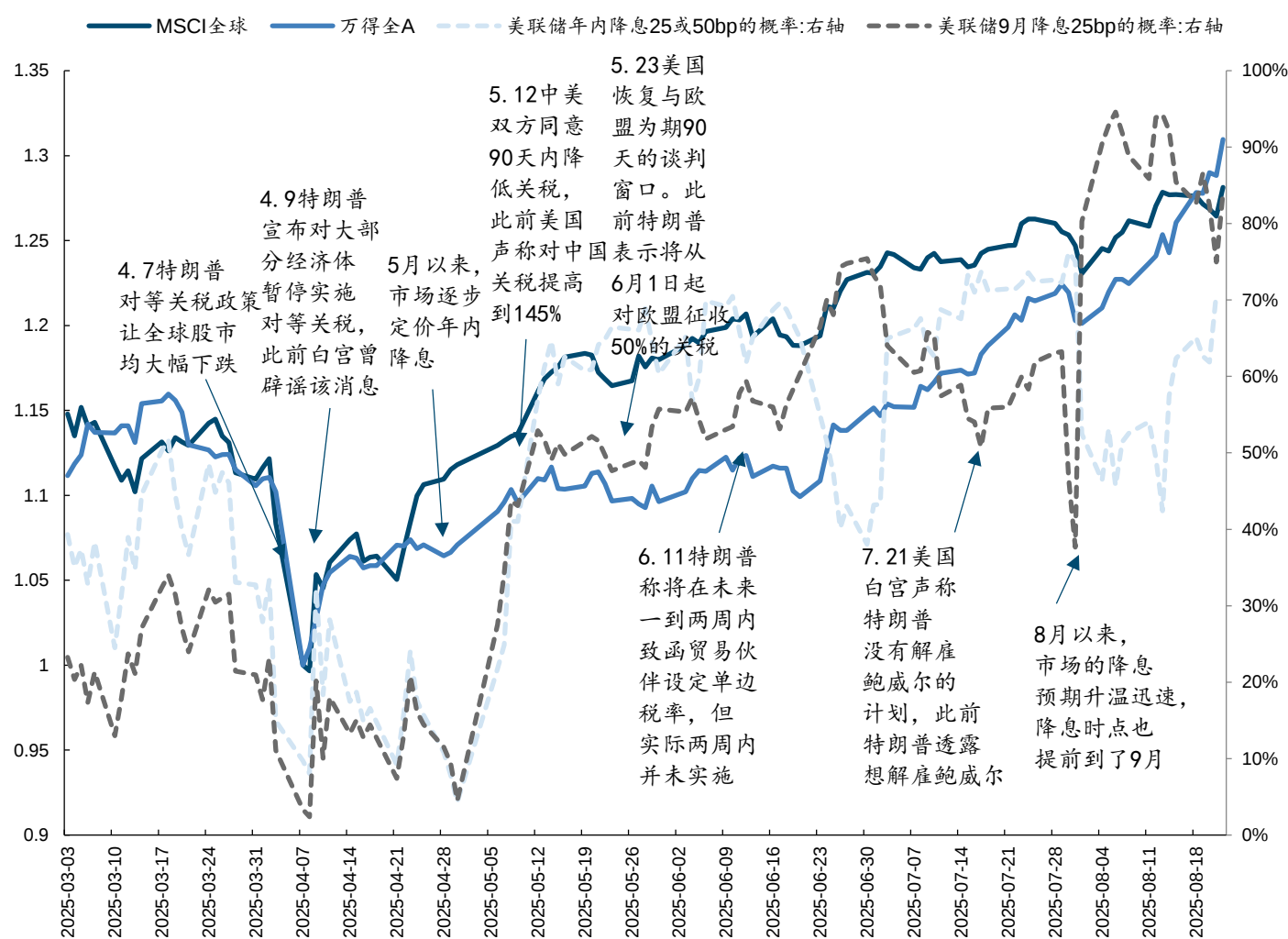
图表 24: 美元兑港元汇率与港股表现呈现明显的负相关关系	11
图表 25: 本周隔夜 HIBOR 飙升对港股形成一定压制	11

1、跳出流动性决定论，全球视野看 A 股反弹

本周（20250818-20250822，下同）上证指数突破 3800 点，续创 10 年新高。从全球主要股指来看，本周 A 股确实走出独立行情，但拉长来看，从 4 月关税之后全球股市其实都出现了明显上涨，甚至日韩和越南的股指相比 A 股的涨幅更大，A 股的上涨并不独特，这也意味着，A 股本轮的上涨并不仅仅是由“源源不断的增量资金”驱动，更重要的是全球市场都在对两大宏观叙事进行定价：其一，特朗普宣布对等关税后，全球股市均受到明显冲击，但对等关税仅生效 13 小时后特朗普宣布对大部分经济体暂停关税，全球股市均迎来明显修复；从 5 月开始，市场开始逐步定价年内降息，与此同时，TACO 交易也始终贯穿市场；8 月以来，市场降息预期明显升温，降息预计的时间点也提前到了 9 月。如果从全球视野去看 A 股的反弹，就不会简单困于存款搬家的逻辑，4 月以来的驱动逻辑的变化或许才是市场未来的核心。

因此，8 月以来乃至本周中 A 股所表现出的强势，一方面来自于中国在全球产业链中的优势，使企业的下游需求对潜在的投资上升也更为敏感，这一景气预期上修驱动着 A 股开始跑赢其他主要国家股指（越南除外），上涨板块中也是以出口增速最高的算力链领涨；另一方面，本周美联储降息预期走弱+特朗普对半导体产业的施压导致了美股科技股和与美国芯片产业息息相关的日股、韩股有所回调，但对 A 股来说，由于外需上并不依赖单一市场，而内需的产业政策层出不穷，因此表现出了“独立行情”。

图表1：关税冲击后的修复+TACO 交易+降息预期共同驱动了本轮行情



来源：wind，国金证券研究所。注：MSCI 全球和万得全 A 均选择 2025-04-07=1。



图表2：关税之后，A股的上涨并不独特，关税以来涨幅甚至低于日本、韩国、越南

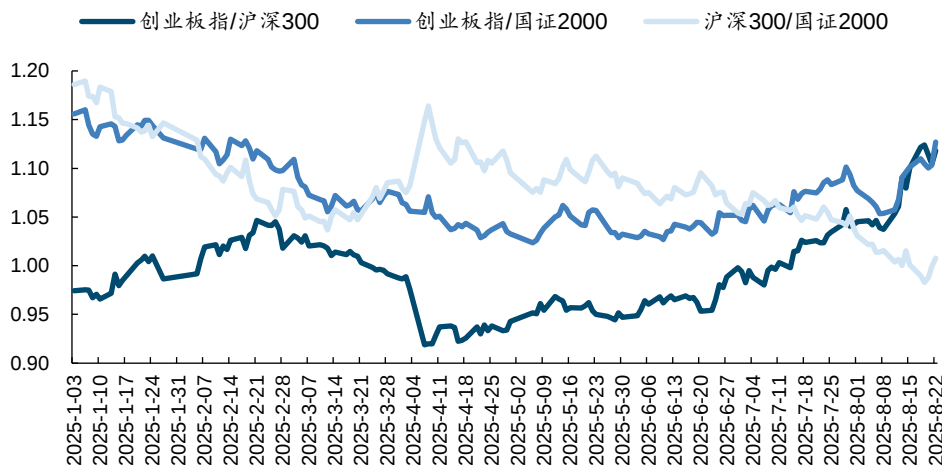
主要股指	不同区间涨跌幅:%			
	本周	8月以来	5月以来	关税(4.8)以来
万得全A	3.87	8.87	22.29	30.95
中证800	4.10	7.99	17.42	23.79
恒生指数	0.27	2.28	14.56	27.79
标普500	0.27	2.01	16.12	27.75
道琼斯工业指数	1.53	3.40	12.20	20.19
纳斯达克指数	-0.58	1.77	23.22	37.77
法国CAC40	0.58	2.54	4.95	15.05
英国富时100	2.00	2.06	9.73	21.02
德国DAX	0.02	1.24	8.29	23.11
韩国综合指数	-1.76	-2.36	23.94	36.10
日经225	-1.72	3.81	18.28	36.92
胡志明指数	0.95	9.51	34.18	35.91

来源：wind，国金证券研究所

2、市场中的切换：从小盘到大盘，行业轮动加快

在市场快速上行中，TMT+军工已经几乎完成了“消灭低估值”，尽管市场行业轮动速度加快，不断希望在最具“赚钱效应”的赛道中寻找到低位方向，但空间是有限的。关税以来，TMT+军工板块涨幅靠前，行业层面的整体估值当下已达到历史较高水平，内部个股估值中位数也到达历史高位，且个股之间估值分位数的差异不断缩小，表现出市场在“核心高景气”赛道中寻找低位股的努力。从上周开始，成长内部持续呈现从国证2000为代表的小盘成长向以创业板指为代表的大盘成长切换的特征，行业上也出现“高切低”特征，表现为行业轮动速度加快。当前A股分化下，成长赛道内部中可切换的方向可能在于医药以及创业板指，它们的估值中位数相对偏低，同时个股估值差异较大，更容易找到低位股。

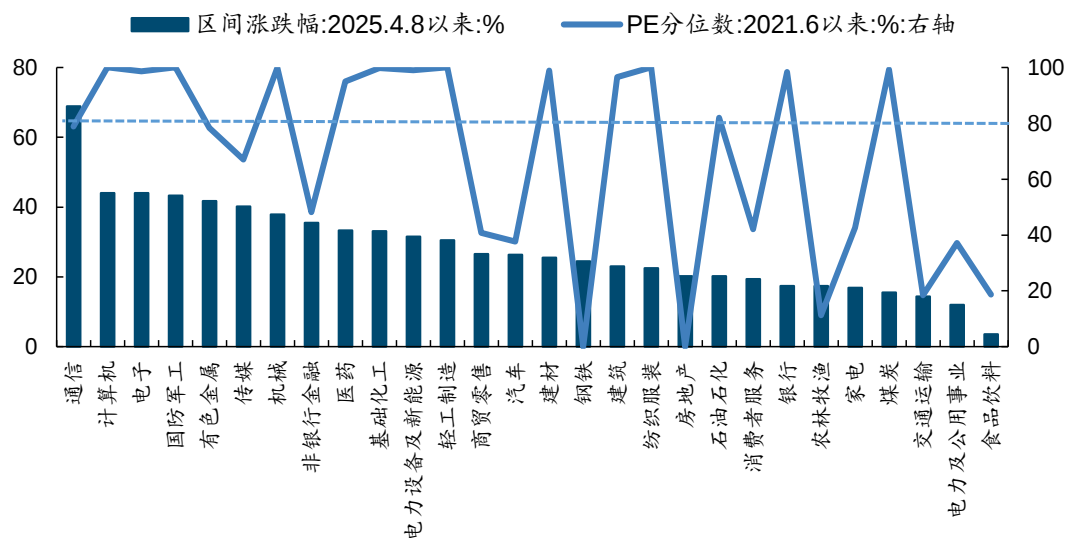
图表3：本周创业板指继续跑赢国证2000，沪深300也开始跑赢国证2000



来源：wind，国金证券研究所

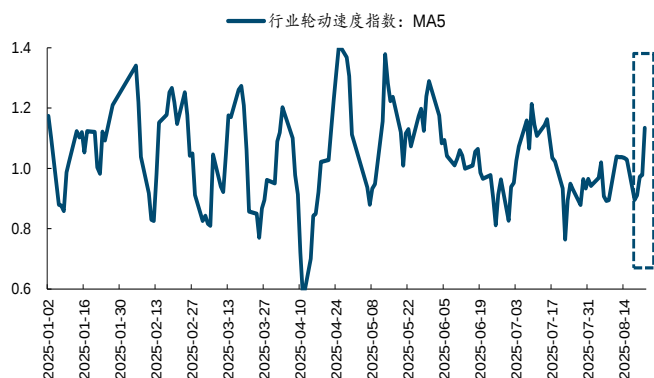


图表4：关税以来，涨幅靠前的TMT板块其整体估值水平已偏高



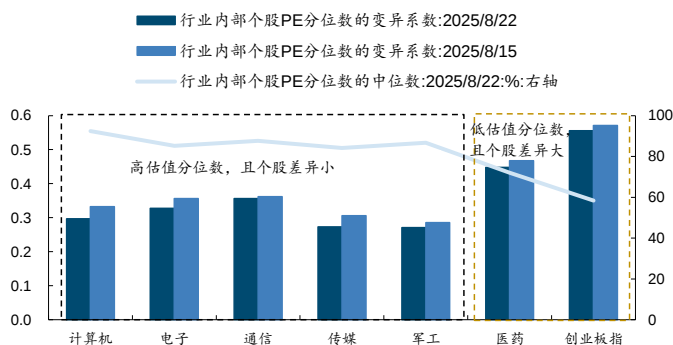
来源：wind，国金证券研究所

图表5：本周行业轮动速度明显加快



来源：wind，国金证券研究所。注：行业轮动速度指数计算方式为将中信一级行业日涨跌幅进行排序，选取相邻交易日的行业排序计算相关性，并作移动平均。为方便理解我们用 1-上述计算结果。行业轮动速度指数越大，代表行业轮动速度越快。

图表6：从TMT和军工中较难选出低估值个股



来源：wind，国金证券研究所。注：变异系数计算方式为行业内个股PE分位数的标准差/均值。变异系数越大，代表个股间估值差异越大。

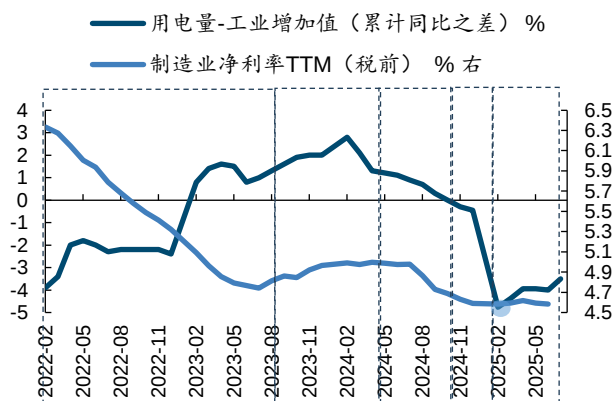
3、变化正在出现：站在指数新高看行情未来驱动

3.1 基本面的好转扩散

正如我们在上周周报中所提到的，股价继续抢跑基本面的空间变得有限，市场进一步的机会将存在于内部定价的大幅偏离中，受制于低景气度的大部分权重资产仍在估值低位，因此，盈利改善预期的兑现显然是下个阶段市场的主要驱动。而在经过今年以来的“反内卷”后，企业净利率的下限已经确认（2025年2月），宏观层面上PPI-PIRM所代表的企业利润空间也在修复，同时，截至7月份，二产用电量当月同比增速已经连续3个月修复，换言之，“量”、“利”的修复已经持续了整个二季度，或许中报中就能验证盈利的改善。在2025Q1，仅算术平均法的全A非金融ROE大幅高于2024年同期，整体法下则与2024年同期相近；而若以当前已公布中报的上市公司计算，整体法下的全A非金融ROE开始好于2024年同期，与算术平均法下的结论类似，表明2025Q2盈利改善在上市公司中有所扩散，并非只存在于部分公司。

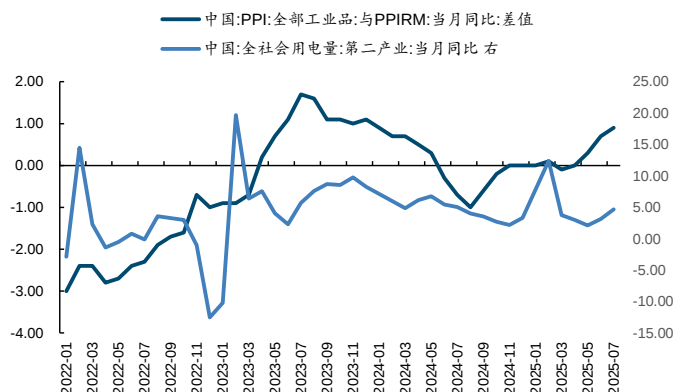


图表7：“反内卷”下，2025年2月，制造业净利率TTM（税前）的下限得到确认



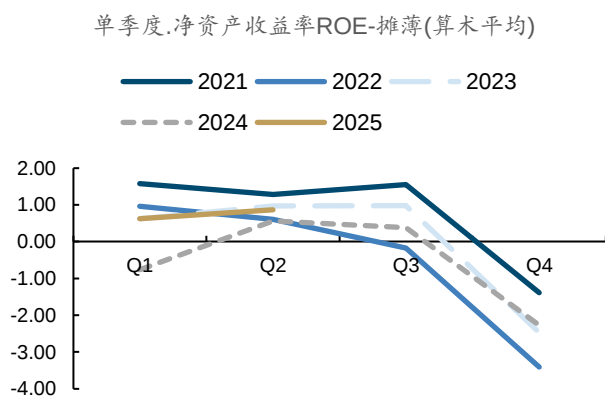
来源：wind，国金证券研究所

图表8：量、利在 2025Q2 同步修复：二产用电量回升，PPI-PPIRM 修复至高于 2024 年初水平（单位：%）



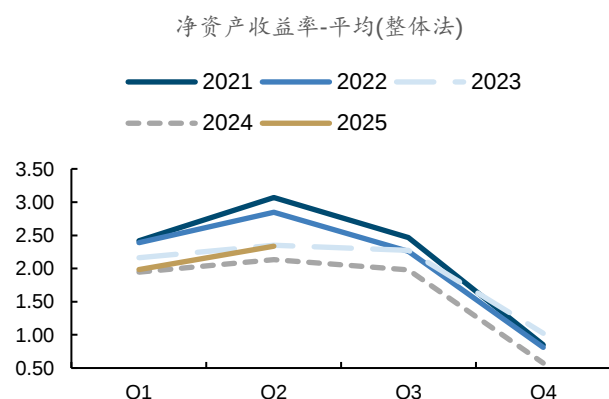
来源：wind，国金证券研究所

图表9：全 A 非金融公司平均的 ROE 在 2024Q4-2025Q2 连续改善（单位：%）



来源：wind，国金证券研究所

图表10：全 A 非金融公司整体的 ROE 在 2025Q1-2025Q2 连续改善（单位：%）

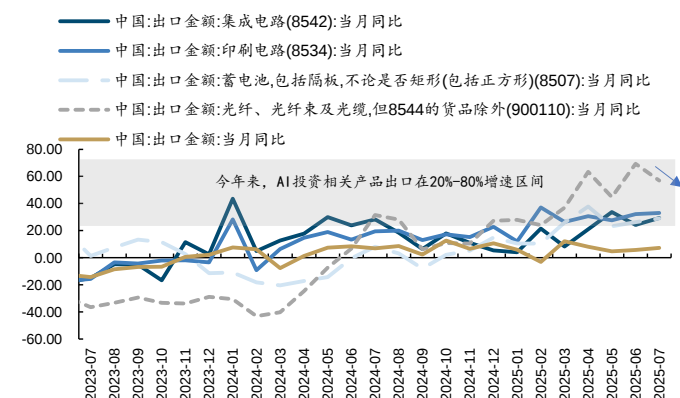


来源：wind，国金证券研究所

盈利的扩散来自于外需的拉动，尤其是海外投资的向上。今年 1-7 月，中国出口金额增速保持较高水平，且在 6 月份出口价格指数转正。从结构上来看，主要的拉动是两条投资链：一是 AI 相关投资，算力基础设施中所需的集成电路、印刷电路、蓄电池、光缆出口高速增长；二是传统制造业相关投资，产能建设所需的专用机械、工程机械、机械零部件出口高速增长。

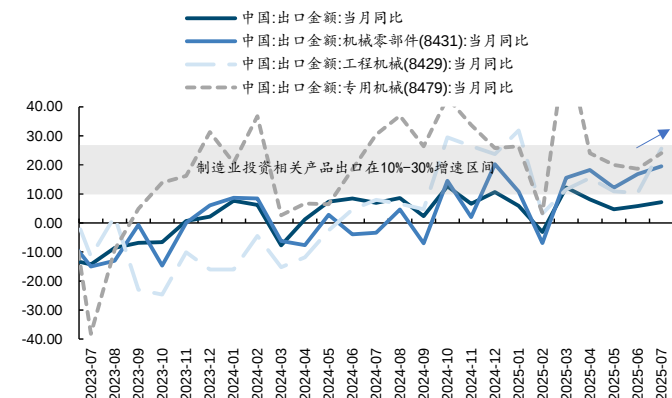


图表11: AI 投资相关产品今年以来出口增速较高 (单位: %)



来源: wind, 国金证券研究所

图表12: 传统制造业投资相关产品今年以来出口增速较高 (单位: %)



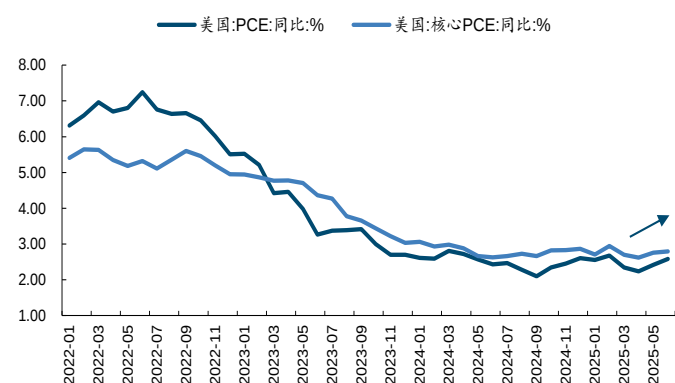
来源: wind, 国金证券研究所

3.2 降息周期开启或使投资的重心切换

本周五晚, 美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上释放了清晰的“鸽派”信号: “风险平衡的转变或许意味着需要调整政策”。意味着美联储在通胀风险与就业市场风险之间重新平衡, 阶段性对于通胀的担忧低于对于就业市场的担忧。首先, 是通胀风险的暂时回落: 美联储认为关税对于价格的影响是“一次性”的, 虽然这不代表一次性就能反应完全, 关税影响通胀的路径主要有两个: 一是, 工人因物价上涨而要求更高工资, 从而引发“薪资—价格”的上升螺旋, 但目前由于就业市场面临更大的下行风险, 这种情景出现可能性较小; 二是, 关税影响通胀预期, 目前来看长期通胀预期仍较稳定, 与长期通胀目标一致。与此同时, 就业市场的风险却在累积: 一方面, 持续领取失业金人数已达到 2021.11 以来最高水平, 过去一个月首申人数也在明显上升; 另一方面, 今年以来, 劳动力市场的供给端和需求端都显著放缓, 这种异常情况意味着就业市场正在恶化。

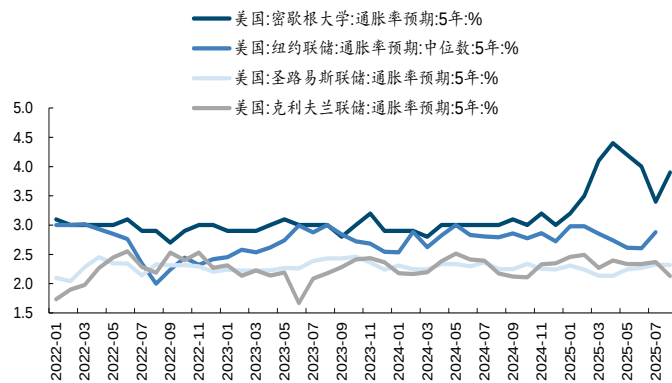
在鲍威尔发言后, 9 月降息概率明显上升, 各类风险资产(美股、商品等)也均明显上涨。

图表13: 关税对通胀的影响虽已逐渐显现但影响较为缓慢



来源: wind, 国金证券研究所

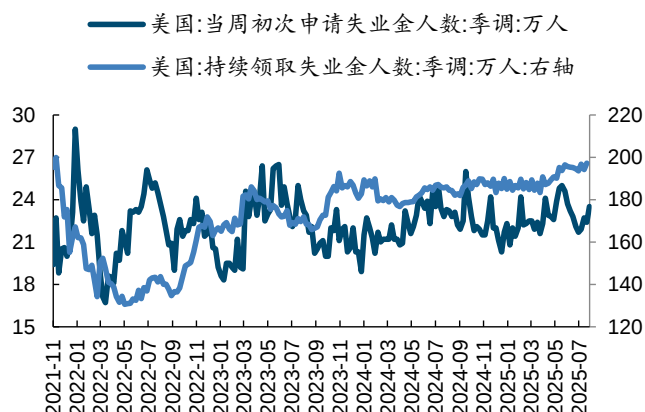
图表14: 长期通胀预期整体稳定, 与长期通胀目标一致



来源: wind, 国金证券研究所

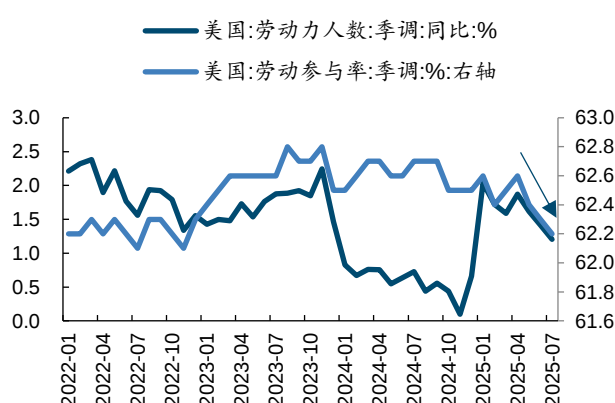


图表15: 续领失业金人数升至 2021. 11 月以来高位, 首申人数同样连续上升



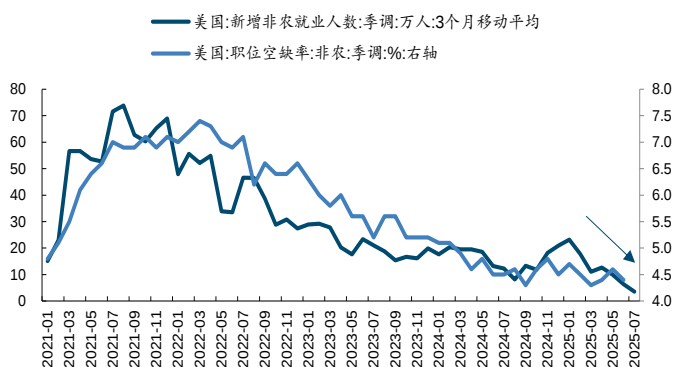
来源: wind, 国金证券研究所

图表16: 劳动力人数增速和劳动参与率的持续下滑显示了美国劳动力供给端疲软



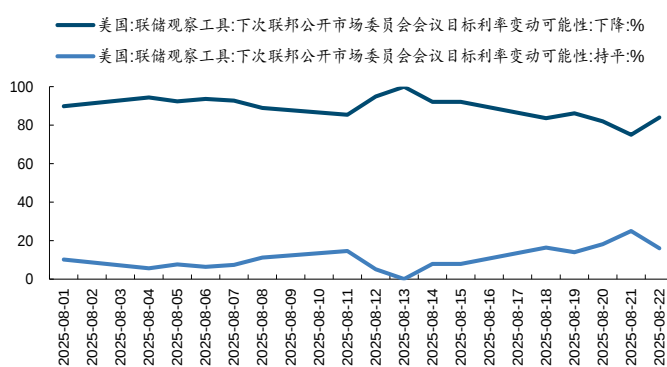
来源: wind, 国金证券研究所

图表17: 近 3 个月新增非农降至 2021 年以来低位显示了美国劳动力需求端同样明显放缓



来源: wind, 国金证券研究所

图表18: 鲍威尔鸽派发言后, 9 月降息预期明显抬升



来源: wind, 国金证券研究所

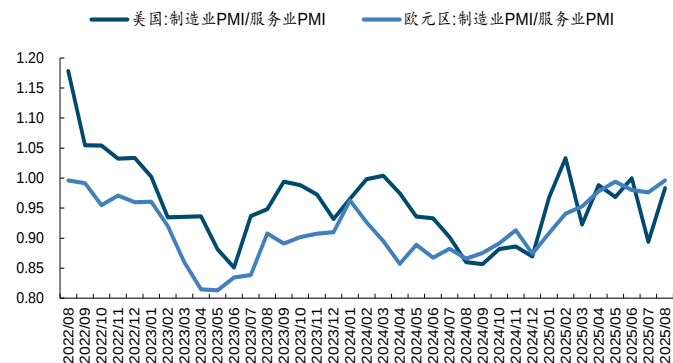
杰克逊霍尔会议彻底打开了 9 月降息的窗口, 往后看有三点影响: (1) 降息进一步促进全球投资和制造业生产, 8 月在降息预期大幅升温的背景下, 美国制造业 PMI 初值 53.3, 大幅超出预期 (49.7), 录得 2022 年 5 月以来最高水平。欧元区制造业 PMI 初值也升至 50.5, 这是欧元区 2022 年 6 月以来制造业 PMI 首次高于荣枯线。欧美目前都呈现出制造业强于服务业的特征, 伴随着美联储降息, 金融条件进一步宽松, 全球有望正式进入制造业强于服务业的周期。我们在《实物消耗: 重塑与崛起》中提到, 当全球制造业强于服务业时, 单位 GDP 的实物消耗会明显上升, 实物资产相对占优。

(2) 在制造业投资上, 更值得观察的是, 海外制造业投资或替代 AI 投资成为新的主线, 这是因为过去, 科技巨头的资本开支强度 (资本开支占经营性现金流比例) 往往与其经营性现金流的增速正相关, 而从 2025 年开始科技巨头的 AI 投资强度在高利率环境下继续上扬, 而且已经与其经营性现金流增速出现了明显的背离, 转而由“由负转正”的 10Y-2Y 利差支撑着它继续上行, 或许体现出科技巨头在 AI 投资决策上, 对未来降息预期和经济“软着陆”预期的“透支”; 相反, 与供应链重构相关的传统制造业投资一方面依赖政府补贴 (类似国防支出), 另一方面制造业景气度本身就更依赖于信贷投放, 这都使得它对低的资金成本更为敏感。

(3) 本轮降息之后, 相较过去的周期而言, 通胀是更容易再次成为一个“问题”还是相反? 从历史上看, 当美国商品通胀较强时, 往往会推动美国的制造业投资, 进而增加供给缓解通胀压力, 并且当前欧美都把通胀作为政策目标, 对供给能力的重视程度高于以往, 从这个角度上来看, 货币政策难以因此被掣肘。但如前文所述, 本轮劳动力市场的萎缩或许会使服务通胀相较以往而言, 更容易追上甚至超越商品通胀, 这是未来货币政策波动的来源。

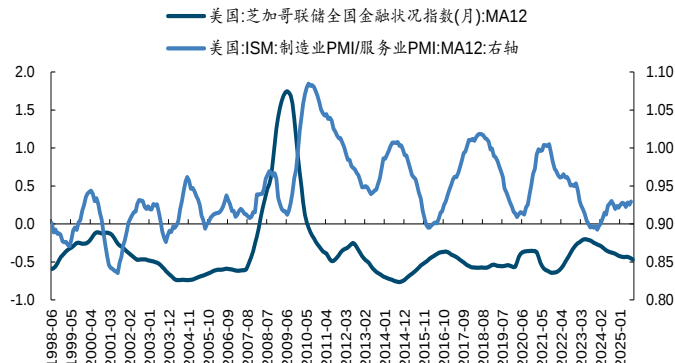


图表19：美国和欧洲均已表现出制造业 PMI 强于服务业 PMI 的特征



来源：wind，国金证券研究所

图表20：金融条件宽松时，美国制造业 PMI 更有望强于服务业 PMI



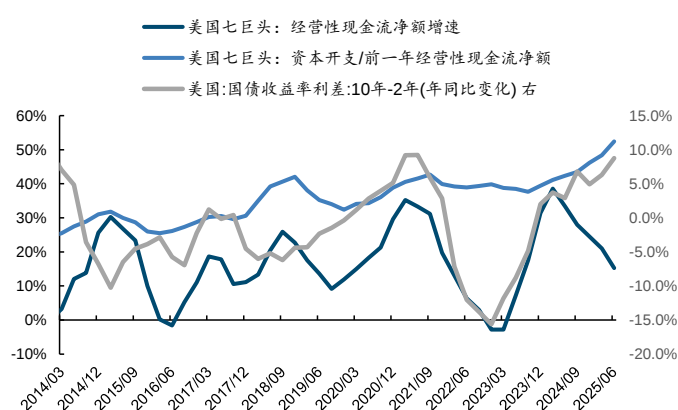
来源：wind，国金证券研究所。注：金融状况指数上升意味着金融条件边际紧张，下降则意味着金融条件边际宽松。

图表21：今年在美联储维持高利率下，美国 AI 投资依然高企，而依赖政府投入的国防支出却表现一般



来源：wind，国金证券研究所。注：图中用私人固定资产投资中的信息处理设备+软件作为 AI 投资的代理变量

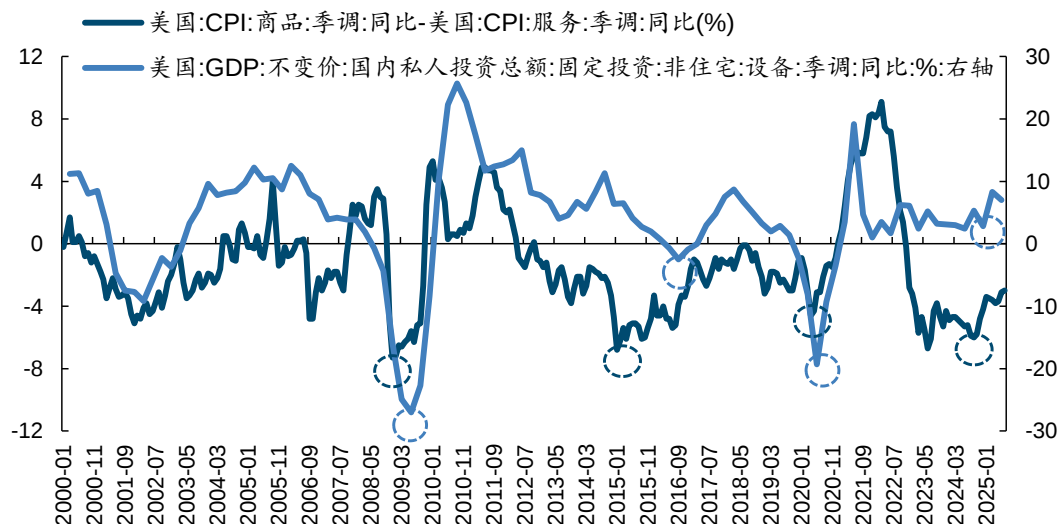
图表22：美国七巨头资本开支强度与其经营性现金流净额增速背离，或许已透支降息和软着陆的预期



来源：wind，国金证券研究所。注：金融状况指数上升意味着金融条件边际紧张，下降则意味着金融条件边际宽松。



图表23：美国商品通胀强于服务通胀时，往往会促进设备投资



来源：wind，国金证券研究所

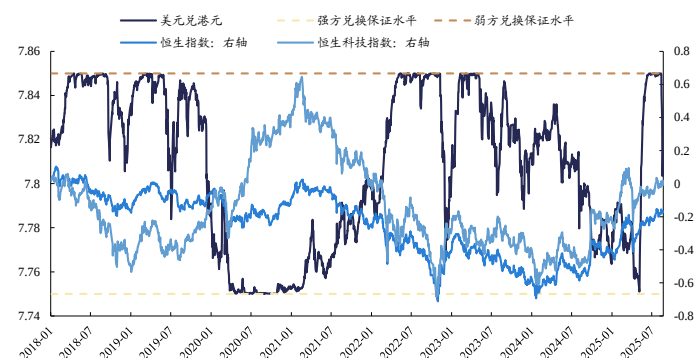
4. 下一站，制造业顺周期

在市场创 10 年新高之际，整体上估值扩张的空间已然较小，投资者有两个选择：一种是继续采取“高低切换”策略，从“最具赚钱效应”的板块向“次优”的成长性板块扩散，我们比较了成长行业和风格后，发现医药行业，以及创业板指所代表的大盘成长中仍然具备低位个股的选择空间，其中的高权重行业主要是电力设备、医药生物；

另一种是寻找下一个阶段基本面边际改善最大的领域提前布局。在我们看来，本轮 A 股上行的背后定价的是全球制造业（包括 AI 投资和传统制造业投资）在内的修复，而在周五的会议打开 9 月降息窗口之后，制造业的前景更加明朗，并且由于对利率下行的敏感度不同，投资主线也可能会出现从 AI 投资到传统制造业投资切换。对此，我们的推荐是：第一，同时受益于海外制造业修复，消耗量将长期增长的实物资产（工业金属（铜、铝、钢铁、基础化工），以及投资加速下的资本品（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的见底，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，代表大盘蓝筹的沪深 300 还未能跑赢创业板指，但是也已近期的风格切换中开始跑赢国证 2000，行情的扩散刚刚开始。

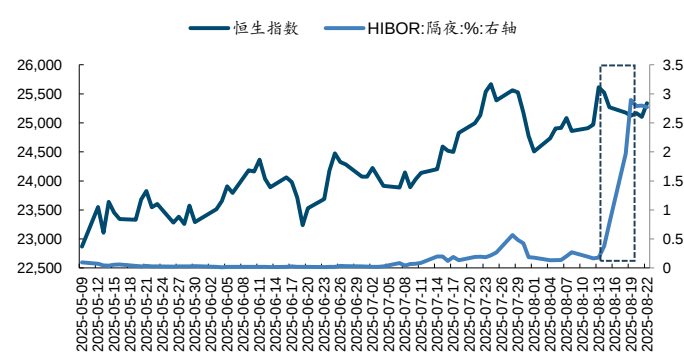
此外，6 月以来美元兑港元汇率飙升，多次触发港币的弱方兑换保证水平，对港股构成流动性的压制，本周由于受美联储降息预期回摆的影响，隔夜 HIBOR 大幅抬升，同样使港股有所调整。但往后看，由于 9 月降息或已成定局，这一压制将得到缓解，港股有望回到由基本面主导定价的状态。

图表24：美元兑港元汇率与港股表现呈现明显的负相关关系



来源：wind，国金证券研究所

图表25：本周隔夜 HIBOR 飙升对港股形成一定压制



来源：wind，国金证券研究所



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，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设也就不适用。

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单元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