

2025 年 08 月 03 日

坚守自我，科技为先

策略研究团队

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

耿驰政（联系人）

weijixing@kysec.cn

gengchizheng@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

证书编号：S0790125050007

● 坚守自我-调整后的布局更为关键

市场在连续五周上涨后于本周选择稍事休息，新增资金边际赚钱效应趋弱。我们于 7 月 12 日发布的《剖析市场突破的核心动力》中提出从交易行为、资金流向到制度支持，多重信号共同构筑了本轮市场上行的内在基础。且相对中微观线索而言，宏观预期的影响在减弱。此外我们也多次提及市场下有底并且中枢在抬升。因此当前并不应该在牛市中做“惊弓之鸟”，反而更应该思考调整下来后，再启动的主线可能在何处？我们认为在 7 月上涨的市场结构中双轮驱动的主线则日渐清晰，其一为“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情，其二为全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性。

● 弱基钦周期下交易 PPI 仍有可为

目前市场普遍认为，当前供需失衡的核心矛盾在于需求疲弱，单一供给收缩难以扭转物价中枢下行趋势，仍需更多需求端政策协同发力以推动价格修复。然而，我们认为市场的预期差或在于——尽管 PPI 当前仍处于低位，但其边际改善的可能性，叠加流动性宽松的环境，可能加速估值修复节奏。我们的判断主要基于以下两个信号：一、信用端的传导正在为 PPI 的边际修复提供领先信号；二、CRB 的领先指引与 PPI 走势出现结构性背离，但补涨逻辑正在形成。政策催化下反内卷已向 PPI 交易扩散，部分顺周期消费核心资产类也有望进行一定的估值修复，给予指数支撑。

● 全球科技共舞下的投资机会

TMT 板块凭借“粉丝效应”带动资金共识，在机构中长期配置中占据核心地位。在“增量博弈”格局下，具备基本面支撑的 TMT 强势板块有望共振上行。当前半导体周期或进入上行阶段，具备从“预期修复”走向“景气验证”的条件：首先，相关指数上半年受盈利与关税扰动超调，现随中报业绩兑现修复推进。其次，相较上轮消费电子驱动，本轮叠加 AI 算力需求，景气斜率与需求上限有望提升。需关注中报兑现与估值切换，警惕政策扰动与供需错配风险。

● 当下配置建议：科技+军工+反内卷&PPI 扩散方向+稳定型红利

行业配置“4+1”建议：（1）科技成长+自主可控+军工：AI+、机器人、半导体、信创、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。（2）受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：保险、有色金属、建材、白酒、地产、化工等板块依旧有估值修复机会。（3）具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；（5）底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

● 风险提示：政策超预期放大波动；全球流动性及地缘风险；历史不代表未来。

相关研究报告

《开源金股，8 月推荐—投资策略专题》-2025.7.30

《市场的双轮驱动系列一——交易 PPI—投资策略专题》-2025.7.29

《调研热度回落，但电力设备、基础化工、有色金属关注度提升—投资策略点评》-2025.7.28

目 录

1、 坚守自我-调整后的布局更为关键	3
1.1、 弱基钦周期下交易 PPI 仍有可为	3
1.2、 “反内卷”成为了交易 PPI 的先行者，但行情或仍在扩散中	5
2、 全球科技共舞下的投资机会	9
2.1、 TMT 板块的“粉丝”效应带动资金共识	9
2.2、 增量市格局下，补涨品类或对 TMT 板块扰动有限	9
2.3、 全球半导体周期共振向上，科技大类机会层出不穷	10
3、 当下配置建议：科技+军工+反内卷&PPI 扩散方向+稳定型红利	13
4、 风险提示	14

图表目录

图 1： 沪深两市融资余额增速边际放缓	3
图 2： 融资买入额占全 A 成交比自阶段高点回落	3
图 3： M1 同比已持续回升	4
图 4： 螺纹钢走势从 7 月开始修复上行，向铜价收敛	5
图 5： PPI 或向 CRB 补涨	5
图 6： 2024 年 7 月至今，反内卷政策经历了 3 轮演变及层层加码	5
图 7： 螺纹钢价格或呈现趋势性反弹	6
图 8： 化工 ETF 接近 20 月移动平均+2 倍标准差位置	6
图 9： 钢铁 ETF 已突破 20 月移动平均+2 倍标准差	6
图 10： 部分高权重个股仍处于三年半移动平均以下（化工板块高权重个股）	7
图 11： 部分高权重个股仍处于三年半移动平均以下（化工板块高权重个股）	7
图 12： 部分高权重个股仍处于三年半移动平均以下（白酒板块高权重个股）	8
图 13： 板块交易活跃度由内需轮动至通信	9
图 14： 主动偏股型基金在 TMT 相关行业的持仓显著提升	9
图 15： TMT 板块成交额占比（MA10）	10
图 16： TMT 板块相对全 A 的盈利增速二季度（Wind 一致预期）占优	10
图 17： 当前或正处于新一轮半导体周期的上行阶段	11
图 18： 消费电子板块估值处于低位区间	12
图 19： 半导体设备板块估值处于低位区间	12
图 20： 光通信板块估值出现向上修复趋势	12
图 21： 近期科创芯片估值边际下行	12

1、坚守自我-调整后的布局更为关键

市场在连续五周上涨后于本周选择稍事休息，新增资金边际赚钱效应趋弱。沪深两市融资余额增速放缓，融资买入额占全 A 成交比自阶段高点回落，当前处于 7%-10% 的中性震荡区间，尽管市场温度尚未显著降温，但高位题材股大面积出货，部分 AI 细分方向有所回暖，核心资产则延续调整。

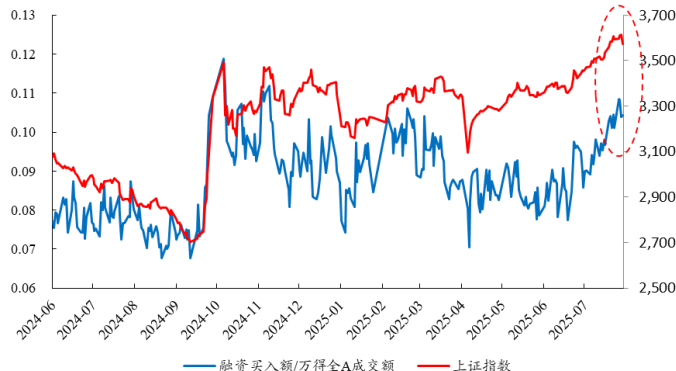
我们于 7 月 12 日发布的《剖析市场突破的核心动力》中提出从交易行为、资金流向到制度支持，多重信号共同构筑了本轮市场上行的内在基础。且相对中微观线索而言，宏观预期的影响在减弱。此外我们也多次提及市场下有底并且中枢在抬升。因此当前并不应该在牛市中做“惊弓之鸟”，反而更应该思考调整下来后，再启动的主线可能在何处？我们认为在 7 月上涨的市场结构中双轮驱动的主线则日渐清晰，其一为“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情，其二为全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性。

图1：沪深两市融资余额增速边际放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：融资买入额占全 A 成交比自阶段高点回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

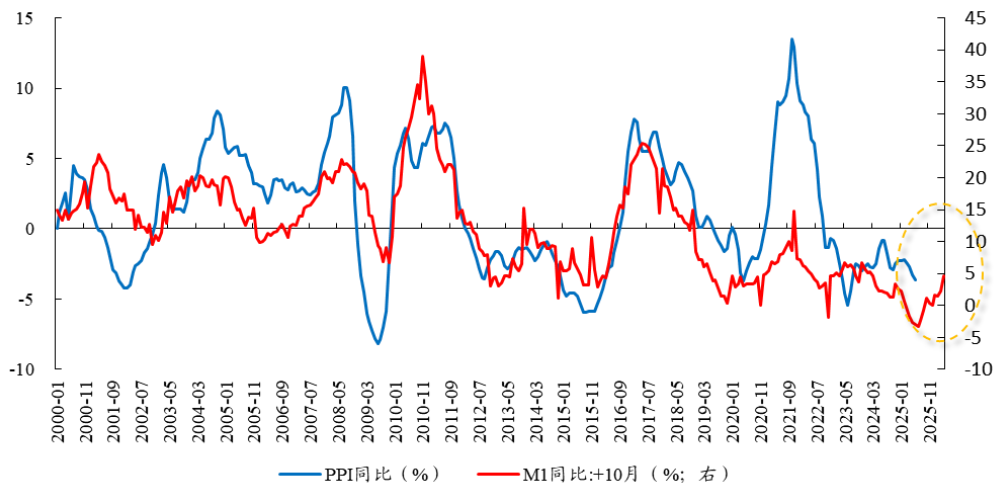
1.1、弱基钦周期下交易 PPI 仍有可为

目前市场普遍认为，当前供需失衡的核心矛盾在于需求疲弱，单一供给收缩难以扭转物价中枢下行趋势，仍需更多需求端政策协同发力以推动价格修复。然而，我们认为市场的预期差或在于——尽管 PPI 当前仍处于低位，但其边际改善的可能性，叠加流动性宽松的环境，可能加速估值修复节奏。我们的判断主要基于以下两个信号：

信号一：信用端的传导正在为 PPI 的边际修复提供领先信号。 M1 同比作为衡量企业与居民短期流动性的核心指标，历来在价格周期的拐点阶段具有较强的领先性。自 2024 年下半年以来，M1 同比已持续回升，反映出货币环境的改善，而 PPI 同比则仍维持在低位运行，形成流动性与价格之间的阶段性背离。我们在 2025 年 6 月 8 日的报告《一季报并非真正盈利底的原因及未来盈利底的探讨》中曾提示，A 股的内生性盈利底预计不会早于今年三季度，但从当前 M1 的走势来看，价格层面的修复信号可能会先于盈利兑现出现。此外，2024 年三季度 PPI 的低基数效应也将为今年三季度的同比数据提供统计支撑，增强价格回升的“能见度”。虽然 M1 的持续回升不意味着 PPI 必然反转，但其在历史上多次作为价格周期反转的前置指标，

已具备较强的参考价值。综合判断，当前 PPI 的推导向正处于“流动性先行、价格验证临近”的关键窗口，市场交易的核心在于对这一预期差的前瞻性定价。

图3: M1 同比已持续回升

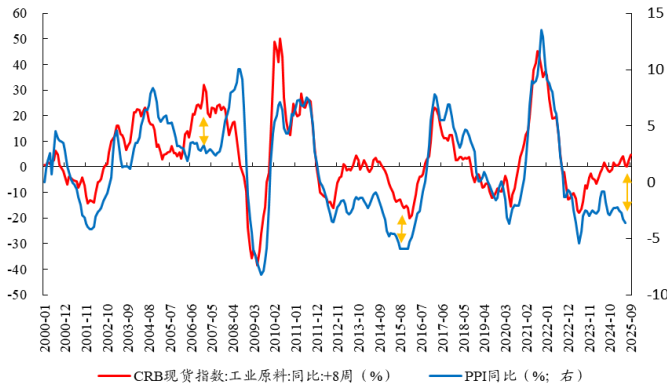


数据来源：Wind、开源证券研究所

信号二：CRB 的领先指引与 PPI 走势出现结构性背离，但补涨逻辑正在形成。历史上 CRB 指数通常对 PPI 具有较强的领先性，作为全球大宗商品价格的风向标，其走势往往预示价格周期的拐点。然而今年以来，CRB 与 PPI 走势出现明显背离，CRB 持续上行而 PPI 仍处低位，其核心原因在于结构差异——CRB 中铜等工业金属权重较高，反映的是全球高端制造业复苏背景下的原材料定价，而国内 PPI 更受螺纹钢、焦炭等黑色系价格影响，关联的是国内基建和地产链的修复节奏。近期，在“反内卷”政策推动下，供给端出清预期带来黑色系价格企稳甚至补涨，**螺纹钢走势从 7 月开始修复上行，向铜价收敛，带动 PPI 对 CRB 的补涨逻辑逐步建立**。虽然短期内 CRB 的领先性节奏失效，但结构性补涨路径已在形成：铜领涨、螺纹钢跟涨，CRB 先行、PPI 跟随，价格修复正由供给出清和结构错位推动，而非传统意义上的总量复苏。

图4：螺纹钢走势从7月开始修复上行，向铜价收敛


数据来源：Wind、开源证券研究所

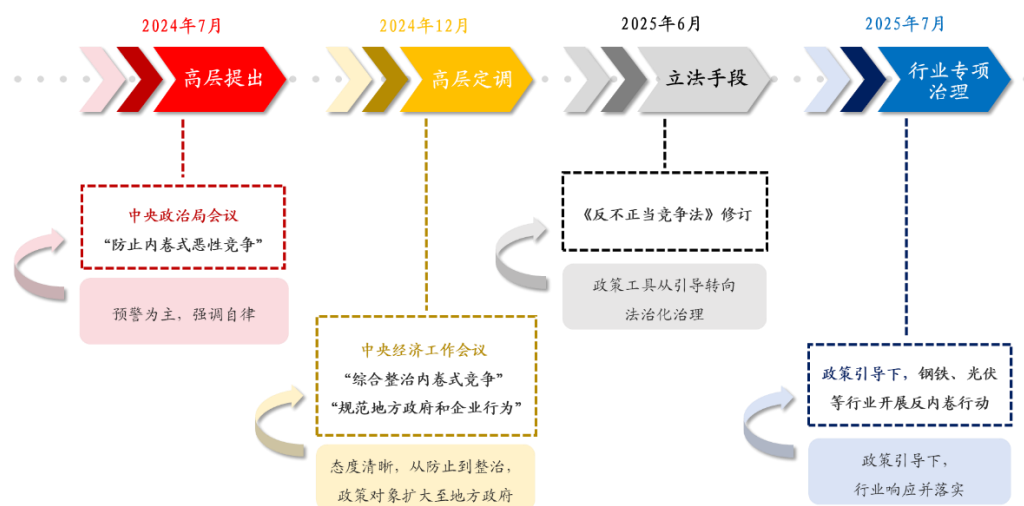
图5：PPI 或向 CRB 补涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、“反内卷”成为了交易 PPI 的先行者，但行情或仍在扩散中

在政策的反复提及以及雅鲁藏布江下游水电工程的催化下，反内卷已向 PPI 交易扩散，部分顺周期消费核心资产类也有望进行一定的估值修复，从而给予指数支撑。

(1) 本轮“反内卷”政策调节市场机制为主。在 2025 年 8 月 1 日国家发展改革委新闻发布会上，发改委明确将统筹推进整治“内卷式”竞争、扩大内需、优化供给等多项政策举措，并通过修订《价格法》强化对低价倾销、价格歧视等不正当行为的监管，标志“反内卷”进入法治化治理阶段。当前政策聚焦于打破“以价换量”的恶性竞争循环，治理企业无序扩张与成本倒挂，核心不在传统去产能，而在于通过规范价格秩序、减少补贴干预，引导产业回归正常的产能出清与盈利修复轨道，推动供给质量提升与结构优化。

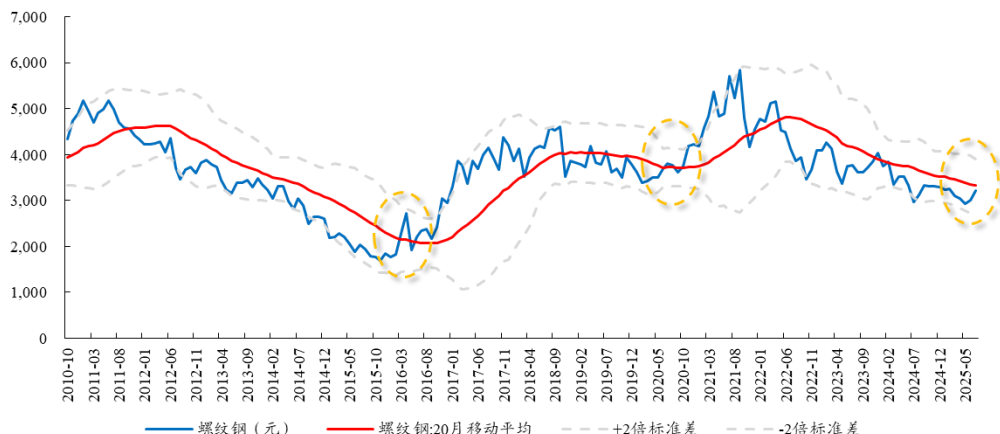
图6：2024 年 7 月至今，反内卷政策经历了 3 轮演变及层层加码


资料来源：新华社、中国政府网、腾讯新闻等、开源证券研究所

(2) 商品的动量交易视角：2011 至 2015 年，螺纹钢经历长达五年的下跌，价格持续运行在 20 月均线下方，直至 2016 年供给侧改革与棚改货币化双重推动，价

格突破 20 月均线并实现趋势反转；而 2021 至 2025 年，同样经历五年回调，但本轮以“反内卷”为主线，政策强调压缩低效供给与推动产业集中，带来价格对 20 月均线的阶段性修复，但由于缺乏类似棚改时期的强需求支撑，当前 20 月均线仍维持下行，反弹难以演变为趋势性行情。由此判断，目前商品价格反映的是“供给端政策底”的第一阶段定价修复，若后续无明显需求刺激，价格大概率仍将在 20 月均线附近震荡，只有在内需补强的背景下，才可能重演 2016 年后 20 月均线扭转向上的大级别反转。

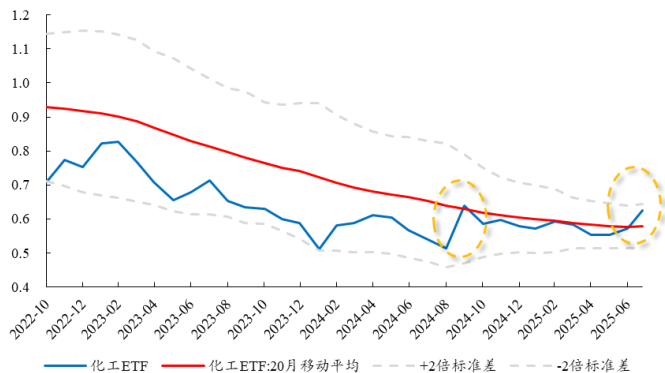
图7：螺纹钢价格或呈现趋势性反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

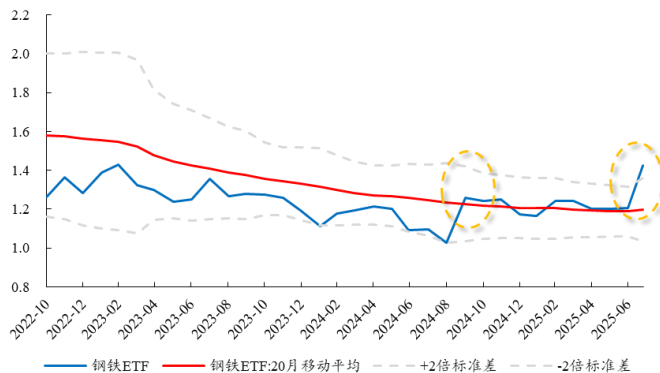
(3) 尽管宏观层面需求仍在观望，但与商品市场不同的是，当前股市已经具备一定的流动性溢价保护，加之前期大幅下跌后筹码结构已发生变化，部分行业股票已率先走出趋势性修复行情。无论是化工 ETF 还是钢铁 ETF，其价格均已上穿 20 月均线，摆脱此前持续低于均线下沿的压制格局，呈现出温和向上的动量特征。这种走势说明，尽管基本面改善尚不充分，但在流动性宽松预期与筹码轻装推动下，部分板块已提前进入价格修复阶段。因此，在当前结构性行情中，应更多“拥抱修复”而非“质疑修复”，顺势识别具备价格动量反转和基本面边际变化共振的方向，而非拘泥于中观数据尚未企稳的犹疑。

图8：化工 ETF 接近 20 月移动平均+2 倍标准差位置



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：钢铁 ETF 已突破 20 月移动平均+2 倍标准差



数据来源：Wind、开源证券研究所

(4) 在 PPI 交易的思维下，行情或扩散至当前累计涨幅较小的顺周期品类。虽然当前权重板块整体仍处于中长期调整后的底部区间，基本面尚未出现强烈拐点信号，但从市场行为来看，**市场已经对低位的大市值权重股展开修复**。周期品等板块在经历长期的估值压缩后，目前具备两个显著优势：一是作为指数中权重较大的周期品种，这类个股与宏观经济和 PPI 走势高度相关，当前市场在需求端尚未明确修复的情况下，已开始**围绕价格端的边际改善进行提前布局**；二是经历前期持续调整后估值处于低位，**筹码沉淀充分**，具备较强的交易弹性和资金承接力，成为博弈经济回稳与通胀预期修复的优先载体。这种结构性偏好并非基于对盈利周期的乐观判断，而是在增量资金有限、风险偏好温和修复的背景下，市场对于“资产荒”与“政策托底”的响应——先行修复价格而非等待业绩验证。

从更宏观的角度看，当前市场正处于对内需政策转向与稳增长预期博弈的窗口期，大市值权重股作为“政策传导—资产定价”之间的中介资产，在市场寻求底部支撑和重估锚点的过程中，成为自然的估值修复载体。至于这些行业所面临的深层次结构性掣肘是否能真正突破，**仍需依赖中长期政策与经济周期的后验检验**。但在此之前，市场的选择已然明确：在风险偏好上修，市场流动性充裕时，优先回补估值洼地、稳定指数波动，是当前资金在不确定环境中权衡风险与性价比后的理性选择。因此，权重板块当前不仅是指数企稳的关键托底力量，也在承担阶段性资金流入的主力角色，**在 PPI 交易的思维下，行情或扩散至当前累计涨幅较小的顺周期品类如白酒、地产等**。其中权重个股的估值修复或将对整体指数构成支撑。

图10：部分高权重个股仍处于三年半移动平均以下（化工板块高权重个股）



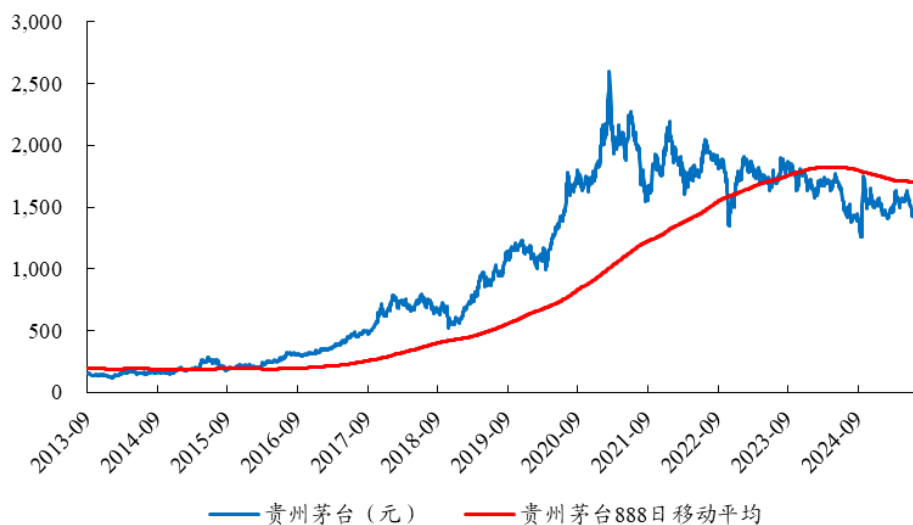
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：部分高权重个股仍处于三年半移动平均以下（化工板块高权重个股）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：部分高权重个股仍处于三年半移动平均以下（白酒板块高权重个股）



数据来源：Wind、开源证券研究所

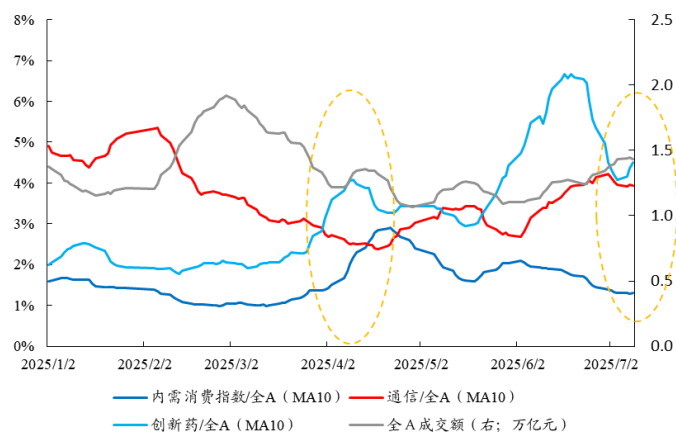
2、全球科技共舞下的投资机会

2.1、TMT 板块的“粉丝”效应带动资金共识

为什么我们说 TMT 粉丝效应更好？ 首先，从交易活跃度看，在 6 月初新消费与创新药波动放大之后，市场“热钱”已出现回流 TMT 局部板块如通信的迹象。从成交结构的变动趋势来看，内需消费指数与 TMT 尤其是通信板块走势明显分化。通信板块在多个阶段性节点均展现出对其他板块的显著资金承接能力。每当消费或创新药板块成交占比边际回落时，TMT 成交占比往往接力上行，尤其是在 2024 年 6 月，创新药虽曾因 BD 成交事件短暂放量，但缺乏持续性，随后成交额占全 A 成交额比例下降，反观通信成交占比显著抬升。这一现象反映出 TMT 大类下的通信不仅具备题材与成长属性，更因流动性优势成为交易型资金的主要聚集地，或承接了消费与创新药等板块释放出的流动性，在市场风格轮动过程中持续强化其交易主线地位。

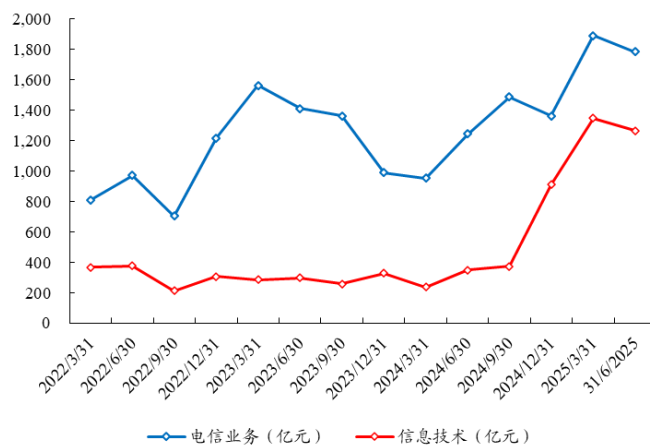
其次，从中长期配置角度看，TMT 也是机构资金重点参与的方向。数据显示，过去两年主动偏股型基金在 TMT 相关行业的持仓显著提升。截止 2025 年二季度持仓数据显示，电信业务和信息技术方向的持仓市值分别同比增长 43.4% 和 262.3%，反映出机构对科技赛道配置意愿持续增强，为 TMT 板块行情提供了更稳定的资金基础和结构支撑。

图13：板块交易活跃度由内需轮动至通信



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：主动偏股型基金在 TMT 相关行业的持仓显著提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

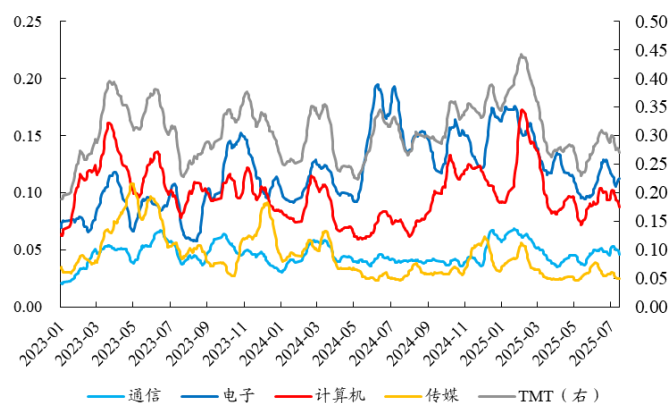
2.2、增量市格局下，补涨品类或对 TMT 板块扰动有限

在“增量博弈”格局下，TMT 中部分板块作为有基本面支撑的强势主线，将更多是“共振上行”而非“此消彼长”，估值溢价与资金权重仍有望维持。一方面，自年初 Deepseek 行情放量见顶以来，TMT 板块的拥挤度在 4-5 月已显著回落，当前成交占比逐步回升，10 日移动平均成交额相较于 Wind 全 A 维持在接近 30% 的水平，表明 TMT 板块仍具备显著的资金黏性与结构性关注度。虽然资金集中度未创新高，但主线配置优势未被削弱，资金布局空间依然存在。在当前增量博弈格局下，资金更可能是在景气主线基础上进行边际扩容与轮动增配，而非从 TMT 中腾挪流出以支

持低位补涨。因此，尽管 TMT 阶段性有所震荡，但其整体资金占比未见趋势性回落，仍处于资金优先配置的核心序列。

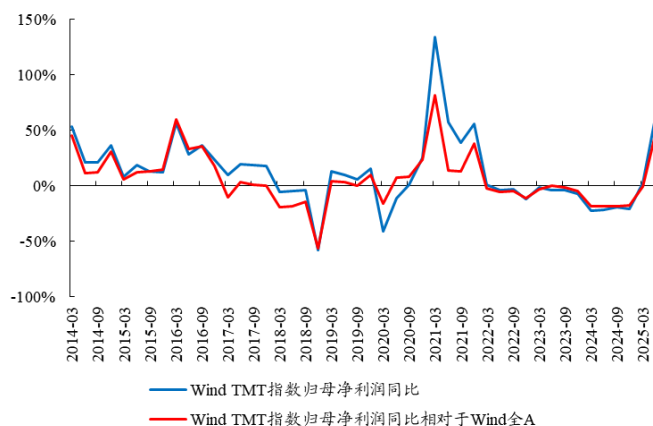
另一方面，TMT 相较全 A 的 2025 年二季度预期盈利增速仍具相对优势，且尚未出现趋势性下行。这表明其估值体系具备一定基本面支撑，当前的交易活跃度并非完全依赖市场情绪驱动，同时也未呈现估值明显偏离基本面的极端现象。当前的低位补涨更多体现为此前波动偏弱品种的结构性修复，而非对主线方向的资金挤出。

图15：TMT 板块成交额占比（MA10）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：TMT 板块相对全 A 的盈利增速二季度（Wind 一致预期）占优



数据来源：Wind、开源证券研究所

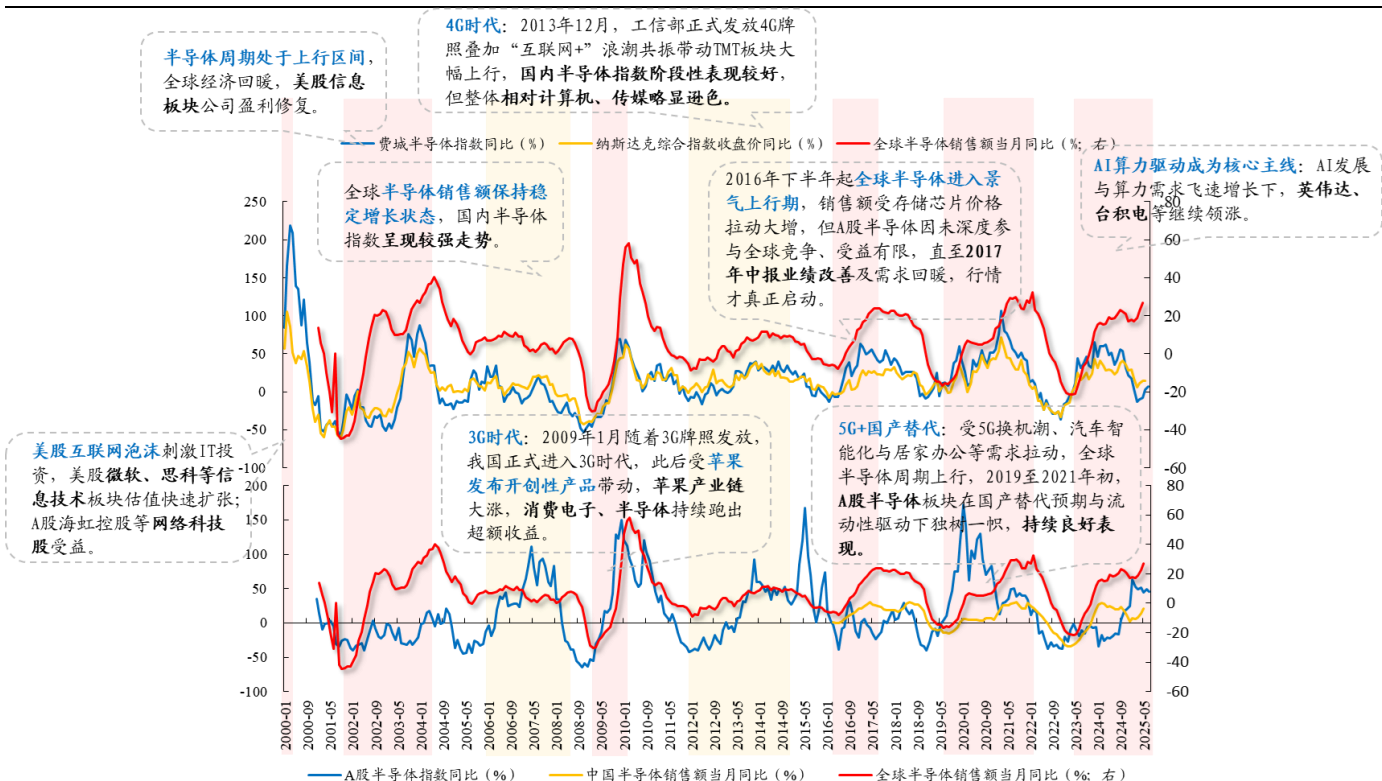
2.3、全球半导体周期共振向上，科技大类机会层出不穷

半导体行业兼具成长性与周期性，历次波动往往伴随技术迭代与需求结构变化，呈现典型的“牛长熊短”特征。在全球半导体周期共振向上的环境下，科技大类的机会层出不穷。我们基于全球半导体销售额当月同比，对 2000 年以来的周期进行复盘，发现平均每 4-5 年形成一轮中周期，当前或正处于新一轮上行阶段的起点。

从投资视角看，半导体板块在周期波动中通常表现出“盈利与估值双轮驱动”或“双重压制”的特征，市场拐点往往领先基本面显现，并在反转初期释放结构性超额收益空间。

过去二十余年，全球及中国半导体行业共经历八轮周期，普遍遵循“技术突破—需求扩张—产能过剩—库存调整”的演化路径。从 2000 年前后美股互联网泡沫破裂的深度调整，到 2009 年智能手机带动的复苏；2012-2015 年“移动互联网”催化景气上行，国产替代成为市场主线；2016-2019 年 AI 与高算力初露锋芒，但盈利兑现能力偏弱，板块表现分化；2020-2021 年疫情催生远程办公、5G 与汽车电子新场景驱动新一轮上行，随后进入去库存阶段。2023 年底以来，半导体行业正处于“成长加速期”的早中阶段。AI 需求成为本轮周期核心动能，GPU、HBM 等高端芯片景气持续走高，PC、智能手机与汽车等传统终端温和修复。同时，政策持续支持、技术自主化稳步推进，AI 链条核心环节率先受益。

图17：当前或正处于新一轮半导体周期的上行阶段



资料来源：Wind、Market Watch、动脉网等、开源证券研究所

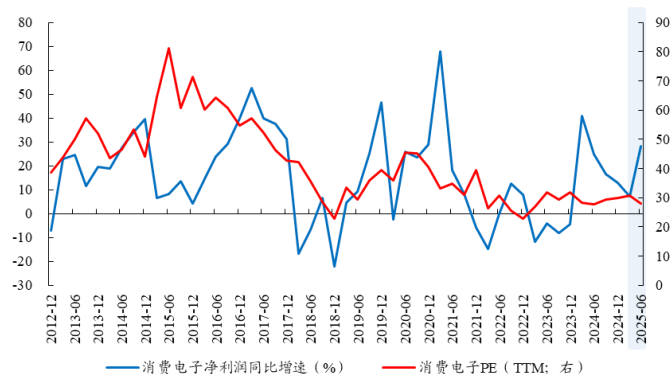
我们认为本轮半导体周期需要注意以下几点：

本轮半导体周期整体仍处于向上通道，但需要关注几项关键变化与潜在风险。

首先，尽管行业基本面持续改善，相关指数在年初阶段却因对盈利持续性的担忧、叠加对等关税等外部扰动，出现阶段性超调，导致估值回落与市场情绪偏弱。目前来看，随着企业中报业绩逐步兑现，市场正进入对前期过度反应的修复阶段，部分龙头个股已率先展开补涨行情。

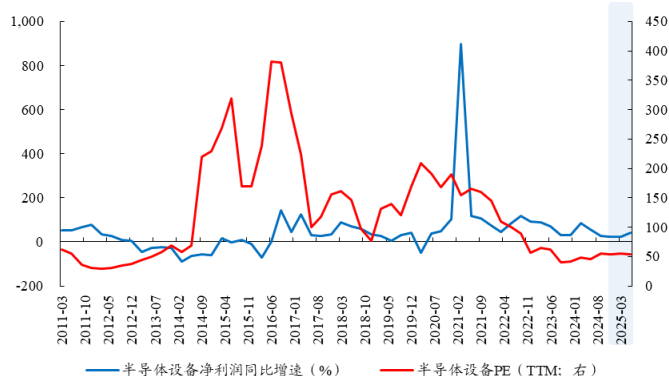
其次，相较于上一轮周期主要由蓝牙耳机、汽车电子等消费类电子需求拉动，本轮周期叠加了更具增量属性的 AI 算力需求，催生对 GPU、HBM、先进封装等核心环节的结构性景气。这一变化不仅提升了行业整体需求天花板，也可能令本轮上行周期在强度与持续性上显著优于前期，具备更高的景气斜率与更广的受益范围。

图18：消费电子板块估值处于低位区间



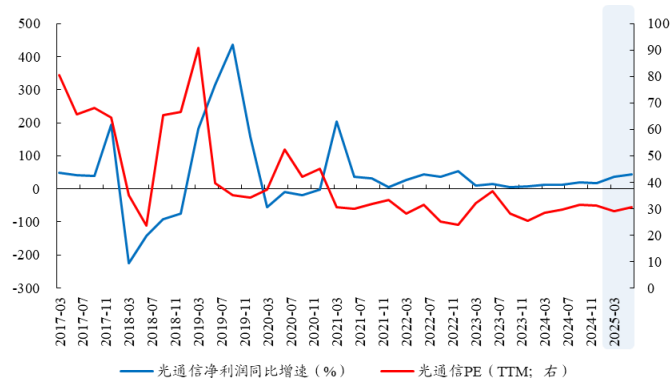
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：半导体设备板块估值处于低位区间



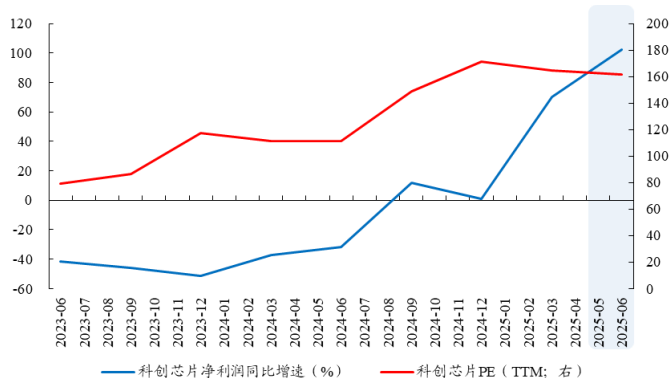
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：光通信板块估值出现向上修复趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：近期科创芯片估值边际下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

整体而言，在政策支持、技术突破和下游结构性需求共振的背景下，本轮周期具备从“修复预期”走向“景气验证”的潜力，投资主线也更为集中于具备高确定性的AI核心受益环节。投资者应重点关注业绩兑现节奏与中报后的估值切换窗口，同时警惕外部政策扰动和局部环节供需错配带来的波动风险。

3、当下配置建议：科技+军工+反内卷&PPI 扩散方向+稳定型

红利

当下配置的核心思路：

（1）当前并不应该在牛市中做“惊弓之鸟”，反而更应该思考调整下来后，再启动的主线可能在何处？

（2）当前市场的双轮驱动则日渐清晰，其一为“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情，其二为全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性。

具体看需要配置科技+军工+反内卷&PPI 扩散方向+稳定型红利：

行业配置“4+1”建议：（1）科技成长+自主可控+军工：AI+、机器人、半导体、信创、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。（2）受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：保险、有色金属、建材、白酒、地产、化工等板块依旧有估值修复机会。（3）具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；（5）底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

4、风险提示

宏观政策超预期变动放大市场波动。

全球流动性及地缘政治恶化风险。

测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn