中航证券研究所
所长　董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师　成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
证券分析师 方堃
证券执业证书号：S0640520080001
电话：010-59562524
邮箱：fangk@avicsec.com

加配低估值顺周期不代表舍弃成长科技

策略深度报告　　2020 年 10 月 11 日

摘要

- 虽然低估值顺周期行业确实存在边际上超配的合理性，但我们认为未来几个月市场风格将趋于均衡，成长股不会像 16、17 年那样完全被碾压。
- 16、17 年风格的极端分化除了无风险利率持续上升以外，还有两个不可忽视的重要原因。其一，是供给侧改革下 PPI 快速上升顺周期业绩显著改善。创业板商誉减值大爆发业绩显著恶化。其二，是再融资收紧等严监管对成长风格的打压。目前不具备这两个原因。
- 2020 年疫情冲击后非常规性质的货币宽松高峰已过，但稳内需、保就业压力下，货币结构性宽松保持不变，维持“放水养鱼”状态。无风险利率上升的幅度和速度无法与 16、17 年供给侧改革时期工业品价格过热的情景相提并论。
- 目前中小创股票商誉减值风险已经充分释放。全 A 非金融的业绩增速仍为负，但中小创盈利增速已经转正，中小创相对主板仍有业绩优势。
- 科技板块开启新一轮景气周期，通信、电子等科技行业的景气度提升驱动成长科技行情。
- 新《证券法》落地，科创板及注册制、创业板注册制、新三板精选层改革等多层次资本市场制度逐步完善，叠加再融资放松、并购重组放开、分拆上市、红筹回归等，供给侧加速扩容。再融资放松周期开启，板块层面科技股更为受益。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

近期关于市场风格切换的争论成为市场的焦点，有观点认为 2020 年四季度会是 16、17 年蓝筹价值碾压小盘成长的重演。我们认为通过流动性、基本面、监管政策三方面因素的分析，当前不具备风格极端切换的基础，支持中小成长股行情的变量仍未完全扭转，未来几个月市场风格将趋于均衡，成长股不会像 16、17 年那样完全被碾压。

一方面，我国经济复苏持续超预期，目前 PPI 继续修复是市场共识。顺周期行业的景气度将同步提升。在绝对估值法的框架下，低估值标的分子端存在改善基础。无风险利率通常与 PPI 同步性非常强。如果无风险利率进一步提升，低估值标的净现值对贴现分母不敏感的优势也将逐渐显现。分子、分母两个因素叠加，低估值顺周期的行业确实存在边际上超配的合理性。关于顺周期行业的配置价值，请参考我们 8 月 16 日发布的报告《PPI 恢复，上调低估值强周期行业至标配》。

另一方面，我们认为 2020 年四季度不会是 16、17 年的重演。彼时代表蓝筹价值的上证 50 屡创新高，代表小盘成长的创业板则屡创新低。当下“无风险利率上升对低估值标的更加有利”这一因素与 16、17 年有相似之处，但其它几个重要因素并不具备可比性。

16、17 年风格的极端分化除了无风险利率持续上升以外，还有两个不可忽视的重要原因。其一，是供给侧改革下 PPI 快速上升顺周期业绩显著改善。创业板商誉减值大爆发业绩显著恶化。其二，是再融资收紧等严监管对成长风格的打压。这两个重要的原因，目前是不具备的。

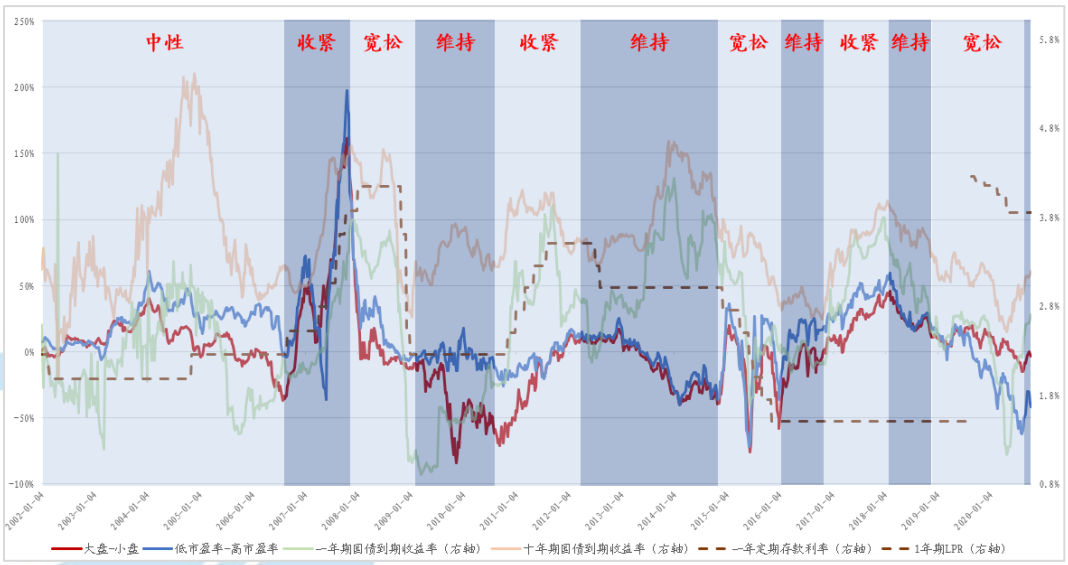
从中期视角来看，2019 年下半年以来的创业板引领的中小成长风格的行情，与 2013-2015 年创业板牛市类似，同时受到了流动性宽松周期、盈利上行周期以及监管放松周期三大因素的共同驱动。首先，19 年开始我国货币政策开始转松，20 年在新冠疫情冲击下推出了非常宽松的货币政策。虽然当前无风险利率上行，但 PPI 是由较大的负值区间向零附近修复，无风险利率的上升空间和速度都无法与供给侧改革时期工业品价格出现过热时的情景相提并论。其次，中小成长风格占优离不开基本面的加持，上一轮中小创商誉减值风险集中释放后，科技周期与行业景气度上行将为中小创未来数年的业绩提供支撑，疫情冲击下中小创业绩韧性强修复快也是支持中小风格的重要因素。最后，并购监管政策放松是中小风格占优的关键驱动因素之一，并购政策对中小公司实施外延扩张产生关键性的影响。2018 年以来，鼓励兼并重组政策频出，定向可转债试点、定增募集现金条件和用途的放松、可以通过融资做回购，组成了一套完整的通过并购做市值管理的闭环，较有利于并购环境和中小市值风格。因此，流动性、基本面、监管政策三方面因素均显示中小成长风格尚未结束，并且创业板估值锚并未极端演绎且逐渐被市场消化，我们对后疫情时代的创业板成长股并不悲观，当前精选行业结构比风格方向判断更重要。关于行业的判断，请参考我们 9 月 18 日发布的报告《迎接后疫情时代，重申可选消费配置价值》。

一、货币宽松的基调不会显著削弱成长股的估值基础

宽松的货币环境更有利于中小成长股行情。真正驱动风格发生趋势性巨大分化的核心因素是货币政策以及与之相对应的无风险利率。高市盈率股票的分红与自由现金流在远期，而低市盈率股票的分红与自由

现金流在近期，无论使用何种估值方法，高估值股票对于无风险利率的敏感性一定强于低估值股票。高估值股票类似于长久期债券，而低估值股票类似于短久期债券。当无风险利率趋势性上行时，价值风格超额收益显现（2007 年、2016-17 年）；当无风险利率下行时，成长风格超额收益显现（2009 年、2015 年）。2014 年底流动性全面放松，推动货币信用大幅扩张。央行在 2014 年 11 月首次下调存贷款基准利率，并在 2015 年期连续五次降息 100BP，连续四次降准 250BP。流动性宽松推动小盘成长风格领涨。

图 1：货币政策是风格轮动核心驱动力



资料来源：Wind，中航证券研究所

2020 年疫情冲击后非常规性质的货币宽松高峰已过，但稳内需、保就业压力下，货币结构性宽松保持不变，维持“放水养鱼”状态。虽然当前无风险利率上行，但 PPI 是由较大的负值区间向零附近修复，无风险利率的上升空间和速度都无法与供给侧改革时期工业品价格出现过热时的情景相提并论。

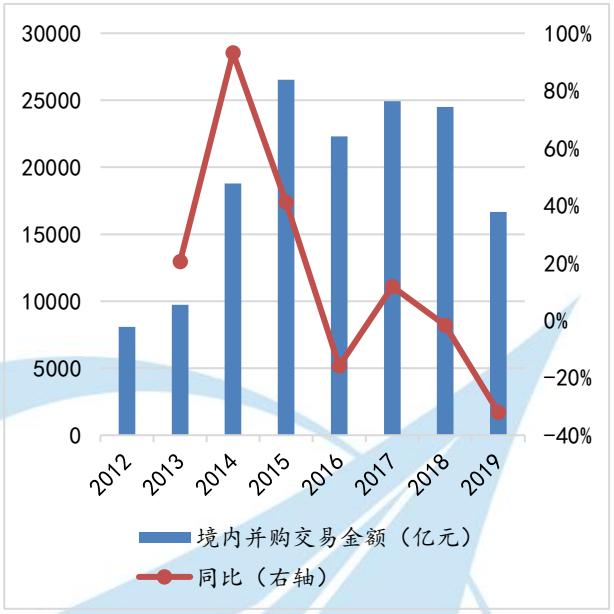
二、成长股基本面景气度处于上行周期

2.1 上一轮业绩探底周期风险充分释放

中小创股票商誉减值风险已经充分释放。2012 年开始我国并购政策进入宽松周期，并购市场蓬勃发展。上市公司并购重组数量增加，中小市值公司更多采用外延并购实现横向整合、扩张相应产业规模，并购事件催化吸引了二级市场资金流入，助推股价走强。2013-2015 年间，随着上市公司并购重组数量增加，A 股上市公司的商誉余额迅速增加。但是，频繁溢价收购导致账面上形成大量商誉，部分被收购标的公司的经营不及预期，无法完成三至五年的业绩承诺，导致上市公司业绩受到商誉减值的冲击。2017 年以来随着上市公司再融资政策监管趋严，商誉增速趋缓。2018 年宏观经济下行压力加大，叠加金融去杠杆、中美贸易摩擦等因素，上市公司的商誉减值风险集中释放。2018 年是商誉减值的高峰，中小板、创业板商誉减值损失合计超千亿元，占营收的比例分别达 1.2%、3.6%。结构上，中小板和创业板商誉与净资产的比例较高，

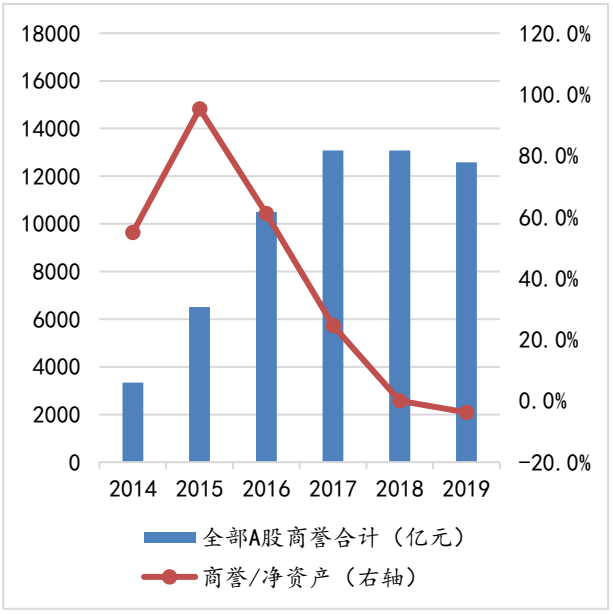
相应的商誉减值损失对净利润的影响远高于主板，构成 2018 年中小创业绩下滑的重要因素，2018 年度中小板、创业板净利润同比增速分别探底至-30.7%、-65.8%。2019 年度商誉风险继续温和释放，2014-15 年并购热潮对中小创业绩带来的后遗症或已结束。据 2019 年报数据显示，全部 A 股上市公司商誉合计 1.45 万亿元，商誉存量规模同比负增长，全部 A 股商誉占净资产比重为 2.5%。细分行业方面，按照商誉占自身行业净资产比重看，排名前 5 行业分别是计算机、传媒、医药、化工和机械。

图 2：历年国内并购重组交易金额变化



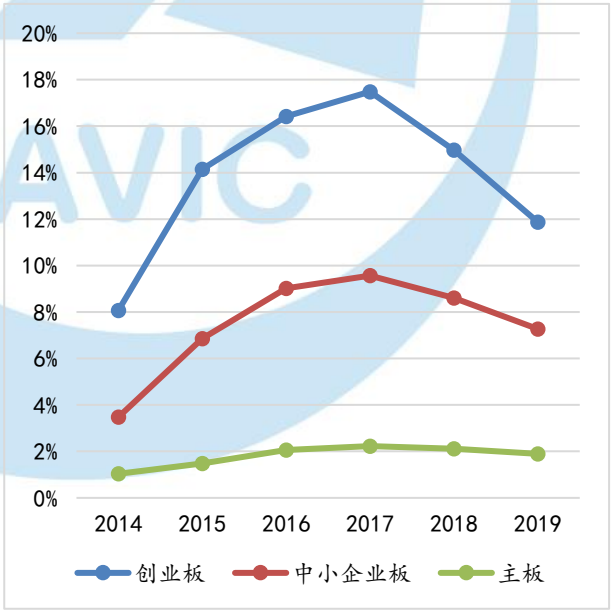
资料来源：Bloomberg，中航证券研究所

图 3：A 股上市公司商誉存量规模变化



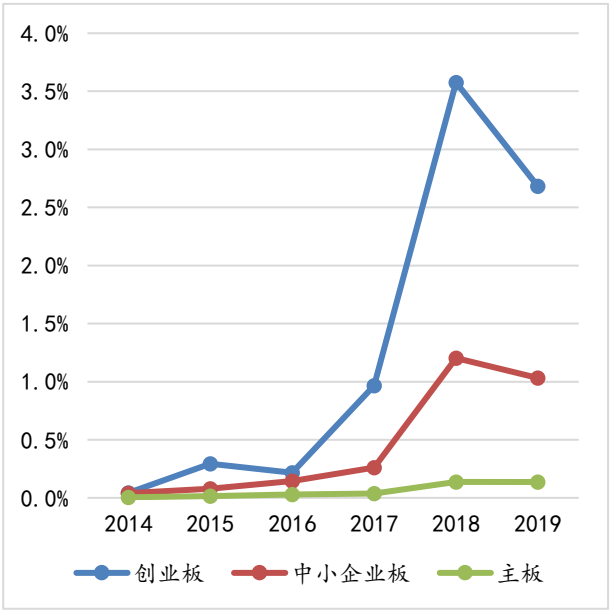
资料来源：Wind，中航证券研究所

图 4：A 股各板块商誉与净资产比值回落



资料来源：Wind，中航证券研究所

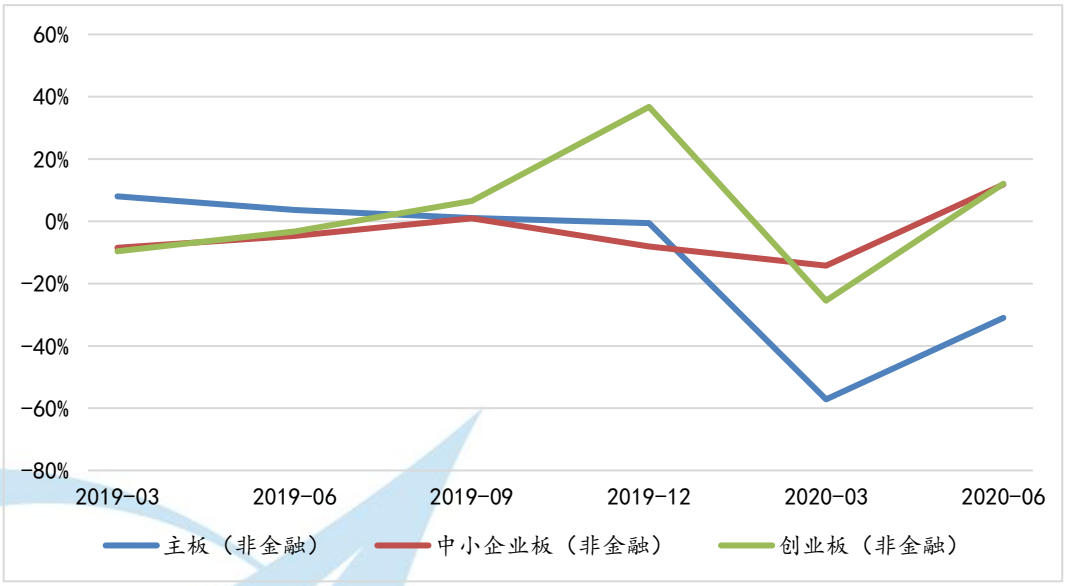
图 5：A 股各板块商誉减值损失的营收占比回落



资料来源：Wind，中航证券研究所

2020 疫情冲击 A 股一季度业绩，传统经济盈利大幅负增长，结构上主板业绩增速下滑程度较大。二季度经济恢复稳步推进，科技类、消费类行业景气度不断提升，中小创的业绩修复力度大于主板。虽然全 A 非金融的业绩增速仍为负，但中小创盈利增速已经转正，中小创相对主板仍有业绩优势。

图 6：A 股非金融各板块盈利增速

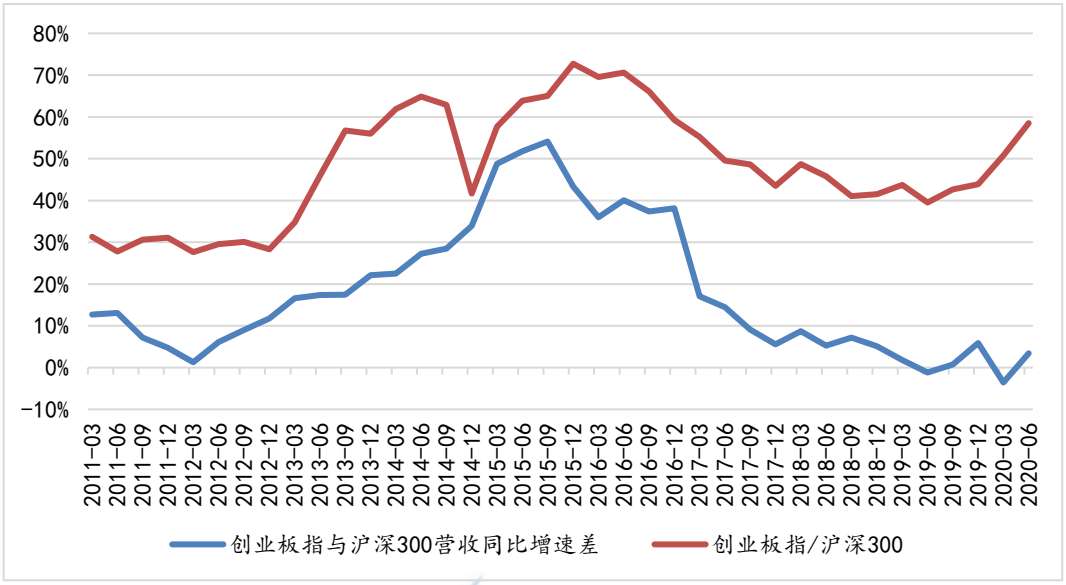


资料来源：Wind，中航证券研究所

2.2 科技周期与行业中长期景气度上行

业绩增长预期是成长股核心逻辑，科技板块迎来中长景气周期，推动创业板盈利步入上行周期。从历史来看，4G 与 5G 开启都代表了新一轮科技周期，业绩增速优势是创业板超额收益的最根本支撑。创业板指与沪深 300 营收同比增速差和两个指数的相对价格呈现较强的相关性。创业板业绩自 2013 年开始步入长达三年的上行周期，在 4G 牌照发放的刺激下，通信上下游产业链景气度大幅提升，通信板块带领创业板指大幅跑赢。而周期行业在 PPI 持续通缩的压制下，跑输创业板成长股。2016 年开始，供给侧改革推动工业品价格大幅提升，周期板块大幅回暖，而创业板经历外延并购扩张后内生盈利增长出现放缓，创业板走向熊市涨幅逐渐落后于大盘。2018 年底商誉集中暴雷，创业板业绩增速大幅探底后，科技板块景气度回升推动创业板重新走强。2020 年疫情期间，创业板业绩相对于在大盘股仍有韧性，科技股抱团也延续了创业板上行趋势。因此，盈利上行是创业板行情的必要条件和底层驱动。

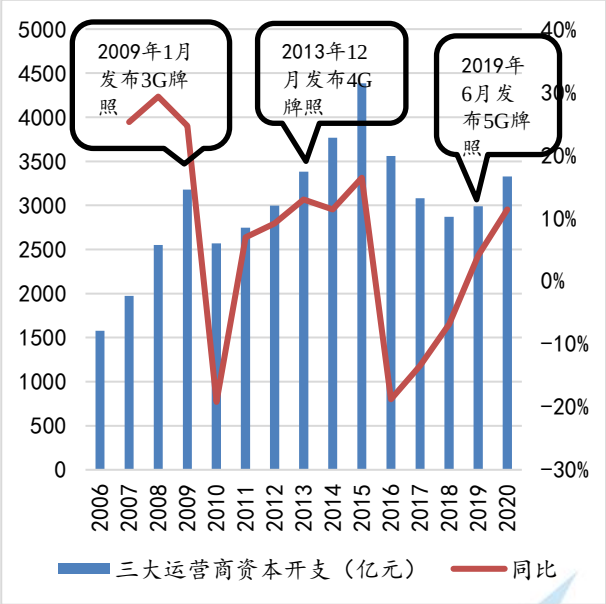
图 7：A 股创业板指相对强度与业绩相对增速高度相关



资料来源：Wind，中航证券研究所

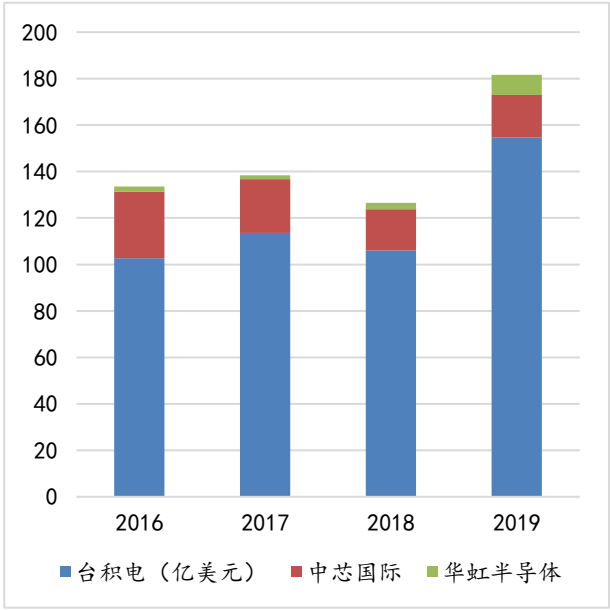
科技板块开启新一轮景气周期，通信、电子等科技行业的景气度提升驱动创业板行情。随着 5G 商用的推进，5G 将步入规模建设扩大期，相关基站与设备制造商业绩持续增长是 2020 年的确定机会。2019 年 6 月，工信部向四家运营商发放 5G 商用牌照，宣告 5G 大门正式开启。经过一年的发展，我国 5G 商用在网络建设、应用创新、产业支撑等方面取得积极进展。5G 的发展促进上下游产业的升级和业绩的增长。5G 技术的商业化可以给信息通信行业带来新的增长动力。在新一代通信技术牌照发布后的 2-3 年内，中国移动、中国联通、中国电信三大运营商的资本化支出会有一个显著的上升，这部分资本化支出主要是运营商大规模开展网络建设带来的设备支出。在中美摩擦的大背景下，科技领域的较量日益激烈，集成电路等核心行业受制于人的问题愈发突出，自主可控迫在眉睫。未来随着自主可控的快速布局，电子产能向国内转移，进口替代需求加大，半导体产业链景气度回升，带动电子行业投资机会。主要晶圆厂资本开支大幅增长，显示行业景气向上，台积电、中芯国际、华虹半导体 2019 年的资本支出相较 2018 年有较大幅度的提升。同时，5G 驱动消费电子制造厂商积极布局，也将是电子行业景气度提升的重要推动力。

图 8：牌照发布后三大运营商扩大资本开支



资料来源：公司年报，中航证券研究所

图 9：2019 年半导体晶圆厂扩大资本开支（亿美元）

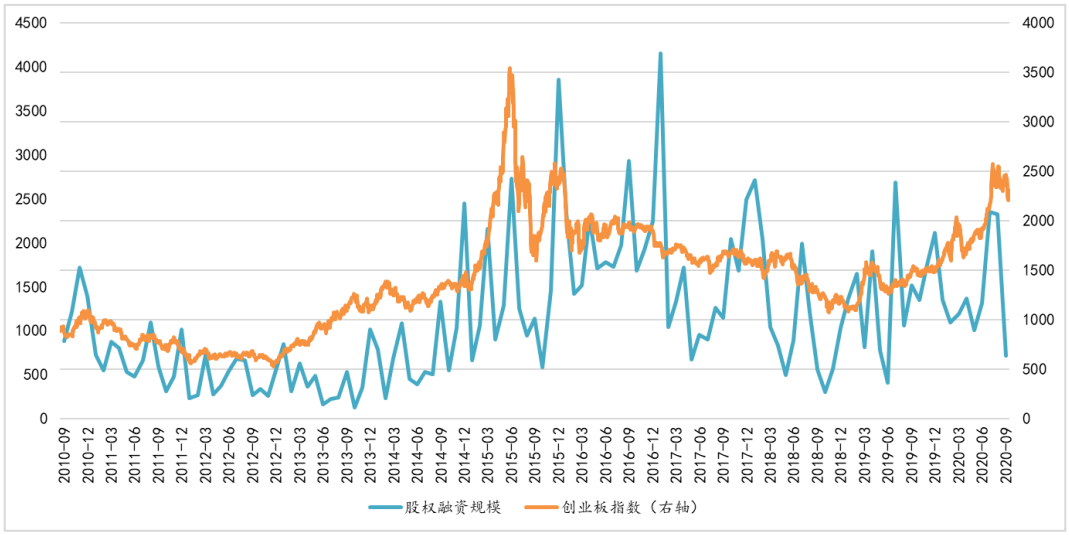


资料来源：公司年报，中航证券研究所

三、监管政策环境仍然利好科技成长股

股权融资的监管政策对于不同风格板块相对表现的影响在历史上多次出现。我们统计的沪深股权融资规模变化与创业板指数的走势大体一致，监管政策立场对市场风险偏好具有重大影响。2013 年国务院会议提出“互联网+”以及“双创”概念。2014 年 5 月，国务院发布《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》。当时的宏观经济面临增速放缓、杠杆高企等不利形势，需要创新寻求新的增长点，资本市场肩负起帮助实体融资、实现经济转型升级的重要使命。2013 至 2015 年以鼓励创新、并购整合、双向扩容为主的政策导向，创业板随即开启牛市，市场风格也偏向中小盘成长。而从 2016 年开始的利率持续上行导致中小盘高估值股票的相对吸引力下降，创业板持续低迷，被蓝筹风格碾压。同时 2016-2017 年也对应着我国并购重组政策趋严的转折点。为治理并购重组乱象，2016 年 9 月证监会发布了《上市公司重大资产重组管理办法》修订版，增加借壳认定的标准，取消借壳上市配套融资；2017 年 2 月，证监会发布《上市公司非公开发行股票实施细则》修订稿，将配套融资定价基准日限定为“发行期的首日”，同月发布的监管要求首次提出了 18 个月的再融资间隔期要求。上市公司并购重组真正进入寒冬，并购重组的趋严直接导致一些依赖外延并购的行业业绩出现断崖式下降。

图 10：近十年沪深股权融资规模（亿元）与创业板指数走势对比



资料来源：Wind，中航证券研究所

并购重组政策自 2012 年以来，经过 2012 年-2015 年的政策宽松期，以及 2016-2017 年的政策收紧期，2018 年三季度末再度迎来政策松绑。2012 年开始，并购重组政策开始逐步宽松，2012 年 2 月证监会发布《关于修改<上市公司收购管理办法>第六十二条及第六十三条的决定》简化并购重组行政许可流程。2014 年 3 月国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（俗称“新国九条”），鼓励市场化并购重组，充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的作用。2015 年 8 月，证监会、财政部、国资委、银监会四部委联合发布《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份》，鼓励上市公司兼并重组。2016 年开始，并购重组政策开始进入转折点，为治理并购重组乱象，2016 年 6 月，证监会发布史上“最严借壳标准”——《上市公司重大资产重组管理办法》(修订稿)，严打借壳类并购，同年 9 月证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》修订版，严控借壳上市，取消借壳上市配套融资。2017 年 2 月，证监会发布的监管要求首次提出再融资间隔要求为 18 个月。

2018 年初证监会对“独角兽”企业上市发行给予的特殊待遇，催生出投资者对于中小创前景的美好想象，导致市场风格出现向创业板的明显倾斜。而 2018 年三季度末并购重组和再融资政策开始再次松绑，并购重组市场有所回暖。2018 年 9 月以来，证监会连续发文鼓励上市公司进行并购重组。先是 9 月份并购重组定价双向调整机制，到 10 月份出台的“小额快速”并购重组审核机制、并购重组配套资金放宽、新增并购重组快速/豁免审核通道、IPO 被否企业重组上市时间缩短为 6 个月，再到 11 月份的可转债并购试点、简化并购重组信息披露、再融资间隔期大幅缩减。三季度末政策松绑刺激并购重组市场回暖，并购重组和再融资政策再次进入放松周期。

经济增速换挡减速，去杠杆下的企业融资困境，叠加中美摩擦下打赢科技战的迫切需求，促使资本市场加速改革、再融资加速放松、科创板、创业板注册制快速推出。资本市场再度承担重任，新一轮的资本

市场改革与扩容力度之大前所未有。新《证券法》落地，科创板及注册制、创业板注册制、新三板精选层改革等多层次资本市场制度极大完善，叠加再融资放松、并购重组放开、分拆上市、红筹回归等，供给侧加速扩容。再融资放松周期开启，板块层面科技股更为受益。2020 年 2 月再融资规则修订，创业板再融资门坎显著降低，一方面会缓解企业融资压力，另一方面也扩展了参与企业范围。因此，新规将很大程度上拓宽创业板再融资服务的覆盖面，使得通信、电子与医药生物等成长股受益显著。

表 1：2012 年以来并购重组监管政策梳理

	时间	相关政策
放松阶段	2012 年 2 月	《关于修改<上市公司收购管理办法>第六十二条及第六十三条的决定》简化并购重组行政许可流程。
	2013 年 11 月	《关于在借壳上市审核中严格执行首次公开发行股票上市标准的通知》规定借壳上市审核标准与 IPO 等同。
	2014 年 3 月	《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》优化企业兼并重组审批流程，提高效率，消除跨地区兼并重组壁垒，坚持市场化运作，减少行政干预。
	2014 年 10 月	《关于修改<上市公司收购管理办法>的决定》简少审批环节，放宽行政管制、加强事中事后监管、提高并购重组效率。
	2015 年 8 月	四部委联合发文——《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》，支持上市公司兼并重组。
	2015 年 6 月	国务院印发《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》
收紧阶段	2016 年 6 月	史上“最严借壳标准”——《上市公司重大资产重组管理办法》(修订稿)发布，严打借壳类并购。
	2016 年 9 月	《上市公司重大资产重组管理办法》修订版，严控借壳上市，取消借壳上市配套融资，非借壳配融不得用于补流，延长重组上市新老股东锁定期。
	2016 年 11 月	发改委、商务部、人行、外汇局发布一系列境外投资监管措施，加强对境外投资的监管力度，密切关注非理性对外投资、大额非主营业务类投资，明确四类境外投资的异常情况。
	2017 年 2 月	《发行监管问答-关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》从定价方式、融资规模、融资间隔多方面限制再融资。
	2018 年 2 月	证监会表示，IPO 被否企业至少运营 3 年才可筹划重组上市。
放松阶段	2018 年 9 月	新增定价上调机制：市场向上时，并购重组预案发布后股价快速上涨，股价在上涨触及价格上调机制后将面临股价压制。

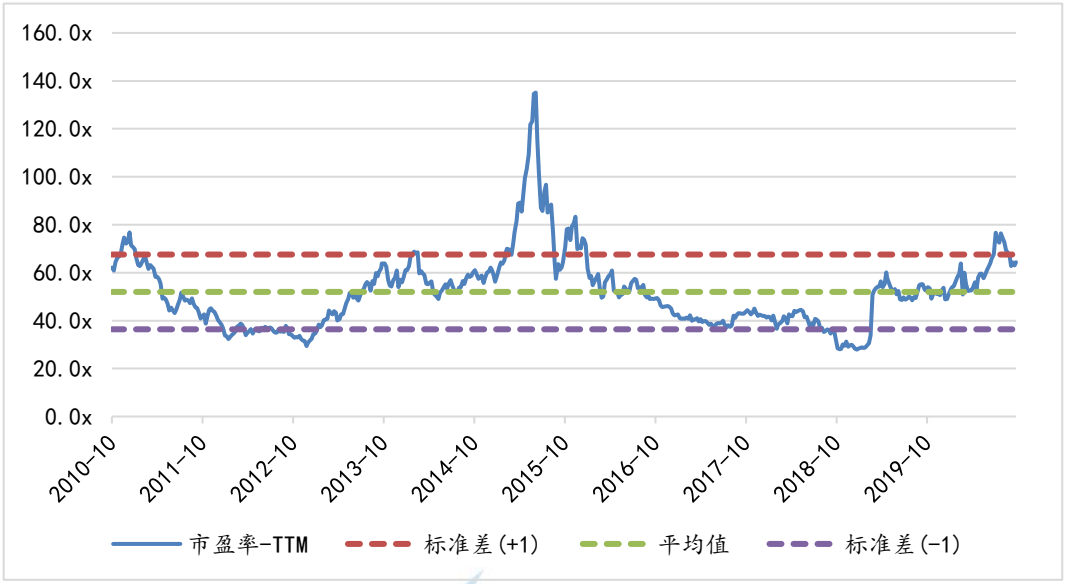
	2018 年 10 月	推出“小额快速”并购重组审核机制，放松配套募集资金的规模和用途要求，明确适用“小额快速”审核的具体产业，发布并购重组快速/豁免审核通道的产业类型。
	2018 年 10 月	证监会新闻发言人常德鹏就 IPO 被否企业作为标的资产参与上市公司重组交易相关政策答记者问，IPO 被否 6 个月后即可重组上市。
	2018 年 11 月	证监会发布《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，再融资时间间隔的限制缩短为 6 个月。
	2018 年 11 月	证监会试点定向可转债并购，新增了可转债作为并购重组的支付工具。
	2019 年 8 月	证监会发布《科创板上市公司重大资产重组特别规定》，科创板上市公司重大资产重组实施注册制，科创板企业完成审核和注册仅需约 1 个月。
	2020 年 2 月	证监会发布《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》、《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》、《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》，再融资政策大幅放松。
	2020 年 4 月	证监会表示，中央深改委审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，确定创业板并购重组同步实施注册制。

资料来源：中国政府网，证监会，银保监会，中航证券研究所整理

四、创业板龙头股估值并未走向极端

如果将创业板指视为大市值成长股的代表，那么当前大市值成长股的估值演绎并不极端。观察近十年创业板指市盈率相对于历史估值中枢的变动，可以看出创业板指估值从 2019 年初开始步入上行周期，2020 年二季度开始突破历史中枢向上，当前市盈率从阶段高点回落至 1 倍标准差以内。8 月创业板注册制改革提升了交易热情，创业板部分小市值标的炒作波动剧烈，但对创业板指整体而言，整体估值仍处于合理区间。创业板拔估值的行情主要在 2013 年全年和 2015 年上半年，其中 2013 年可以视为成长股行情的第一阶段，具有盈利周期与科技周期支撑的通信传媒等行业轮番上涨，而 2015 年宏观流动性因素大于行业基本面因素的影响，导致全行业普涨创业板拔估值极端演绎，创出历史新高。创业板估值泡沫使得市场短期难以消化，创业板在 2016-2017 年间较长时间都被沪深 300 蓝筹碾压。而 2019 年初以来创业板估值从底部修复，是同时受到了流动性宽松周期、盈利上行周期以及监管放松周期三大因素的共同驱动，我们认为这轮成长股行情与 2013 年较为相近。展望未来，创业板代表的成长股和蓝筹股出现极端分化的可能性较低，行情仍有结构性机会，内生改善与外延并购助推基本面因素占优，尤其是后疫情时代，部分尚未充分反映盈利预期的行业如可选消费类股票可能会接力上涨行情。

图 11：近十年创业板指数 PE（TTM）估值变化



资料来源：Wind，中航证券研究所

总体而言，我们认为货币政策温和宽松，盈利持续改善的宏观环境对权益资产仍然具备支撑性。风格上低估值顺周期边际上存在改善的基础，但我们不能因此就完全舍弃小盘成长风格。相对于估值风格上的分化，目前必选消费和可选消费的分化更加极端，我们主张风格上均衡配置，行业上超配可选消费。

风险提示：无风险利率超预期上升、并购重组政策超预期收紧

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，波士顿大学工商管理硕士，中航证券研究所首席策略分析师。
方堃，SAC 执业证书号：S0640520080001，香港大学金融硕士，中航证券研究所宏观策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。