

2025 年 03 月 31 日

自由现金流指数：更重视质量的红利优化方向

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

● 国证自由现金流指数：更重视质量的红利优化方向

我们在 2024.11.10 发布的年度策略展望和 2025.2.12 发布的年度策略展望当中明确提出判断：2025 年的核心主线是科技成长和消费，而高股息则主要是阶段性占优，且全年有绝对收益，但相对收益视角不一定占优。

为弥补传统高股息的不足，我们通过“股息+质量+成长”因子叠加，从“意愿维度”和“能力维度”两个角度优化传统高股息。我们构建的三大高股息组合不仅获得了突出的绝对收益效果，还在相对收益上也有非常明显的优势。

基于我们对于高股息的持续研究，我们发现市场上存在 1 个十分有价值的指数：国证自由现金流指数，我们认为这个指数可以看做更重视质量的红利指数。自由现金流指数较好地融合了质量与股息优势：（1）选股逻辑聚焦真实盈利能力；（2）行业分散降低波动；（3）历史表现验证策略有效性。

● 国证自由现金流全收益指数编制方法解析

自由现金流指数的编制方法通过现金流质量筛选、动态调仓机制及行业和权重约束，使得指数更容易聚焦于高质量、高现金回报的标的，为投资者提供了一条可跟踪的“质量红利”投资路径。

由于自由现金流本身就是企业分红的来源，因此虽然指数的编制上并未涉及股息条件的筛选，但最终指数成分股却具备稳定的分红能力。

● 因子视角：自由现金流指数跑赢万得全 A、偏股混合基金和中证红利的原因

2013 年以来，自由现金流指数跑赢万得全 A 和偏股混合基金的胜率达到了 61.5%，跑赢中证红利全收益的胜率更是达到了 84.6%；年化收益率来看，自由现金流全收益指数达到 17.9%，显著高于中证红利全收益的 11.3%、偏股混合基金的 8.8%、万得全 A 的 7.4%。

成长因子视角：自由现金流指数跑赢万得全 A 和偏股混合基金的年份均是成长因子较为极致的年份。但纵观 A 股历史，成长因子较为极致的年份占比不高，且成长因子极致演绎的年份市场往往是牛市背景，即便跑输也容易有正收益，长周期来看自由现金流指数显著更高的年化收益率和胜率下持仓感受也相对更好。

行业分布和市值因子视角：自由现金流指数相对中证红利指数的行业和市值分布更分散，因此超额收益更显著。

● 进一步强化：通过成长因子对自由现金流指数的优化

前文我们分析到，在绝大多数年份自由现金流指数均能相对万得全 A、偏股混合基金、中证红利全收益获得超额收益，但其跑输的年份均是成长因子较为极致的年份。因此我们接下来将成长因子加入自由现金流指数的成分股当中进行进一步精选，试图获得更强的收益。从最终效果来看，加入成长因子后的两大优化组合相对原基准自由现金流指数有非常明显的效果，使得自由现金流指数实现了“强中更强”的效果。

● **风险提示：**政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

相关研究报告

《开源金股，4 月推荐——投资策略专题》-2025.3.26

《再论消费的预期差——投资策略专题》-2025.3.14

《3 个判断科技成长赔率的视角——投资策略专题》-2025.3.13

目 录

1、 国证自由现金流指数：更重视质量的红利优化方向.....	3
2、 国证自由现金流全收益指数编制方法解析.....	6
3、 国证自由现金流指数为什么跑赢万得全 A、偏股混合基金和中证红利？从因子视角进行超额收益分析	8
4、 进一步强化：通过成长因子对自由现金流指数的优化.....	10
5、 风险提示	11

图表目录

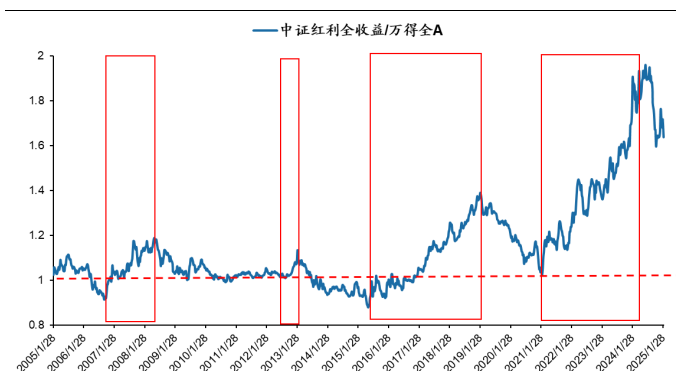
图 1： 中证红利全收益相对万得全 A 是阶段性占优.....	3
图 2： 中证红利相对收益与各因素的相关性（2004 年 12 月以来）	3
图 3： 传统高股息优化方法：股息+质量+成长.....	4
图 4： 自由现金流指数兼具抗跌性与收益弹性.....	6
图 5： 自由现金流指数收益能力和夏普比率突出.....	6
图 6： 自由现金流指数的行业分散度更高，中证红利指数的行业更加集中	9
图 7： 自由现金流指数有更多小市值股票，中证红利指数更集中于中大市值.....	10
图 8： 加入成长因子优化后，自由现金流指数表现改善.....	11
图 9： 自由现金流指数收益能力和夏普比率突出.....	11
表 1： 3 大 A 股高股息组合能获取显著的超额收益率.....	5
表 2： 从构建逻辑来看，自由现金流指数实际上是更高质量的红利组合	7
表 3： 自由现金流指数在绝大多数年份均跑赢万得全 A、偏股混合基金和中证红利，而跑输万得全 A 和偏股混合基金的年份均是成长因子较为极致的年份	8

1、国证自由现金流指数：更重视质量的红利优化方向

(1) 2025 年高股息策略的阶段性占优与局限性

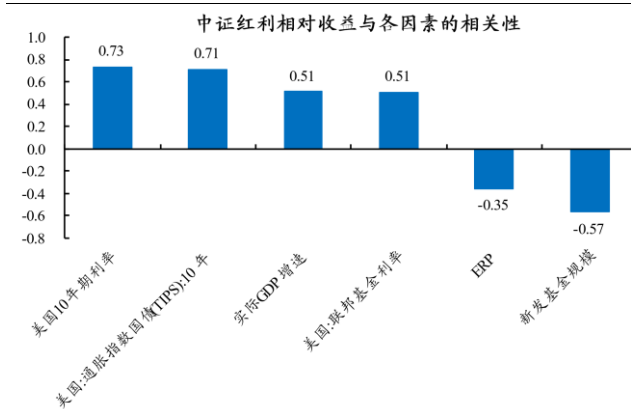
我们判断 2025 年高股息阶段性占优，且全年有绝对收益，但相对收益视角不一定占优。我们在 2024.11.10 发布的年度策略展望和 2025.2.12 发布的年度策略展望当中明确提出判断：2025 年的核心主线是科技成长和消费，红利资产处于“有绝对收益没有相对收益”的定位；在 2025 年风险偏好整体上行的过程当中，当市场出现风险偏好阶段性冲击和收缩的时候高股息会呈现阶段性占优。如图 2 所示，高股息的短周期性超额收益三大要素是：海外风险偏好（负相关）、国内风险偏好（负相关）、中国经济（正相关）。我们判断 2025 年海内外风险偏好双杀时期已过，高股息因子短期的超强超额收益阶段告一段落，但在海外“政治极端化”的不确定之下，当市场出现风险偏好阶段性冲击和收缩的时候高股息会呈现阶段性占优。

图1：中证红利全收益相对万得全 A 是阶段性占优



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：中证红利相对收益与各因素的相关性（2004 年 12 月以来）



数据来源：Wind、开源证券研究所

与此同时我们发现，传统做法下的高股息投资方法会产生两大投资陷阱：“股息陷阱”和“估值陷阱”，导致传统高股息投资方法持仓感受差，不能实现“高股息+高收益+低波动+低回撤”的效果。

股息陷阱：历史的高股息并不代表未来将继续维持高股息，股息率可能随分红意愿或盈利能力的调整而变化。以往具备高股息特性的企业在未来并不一定能够实现真正的高股息，这可能由于两方面的变化：其一，企业的分红意愿发生改变，不愿再维持较高的股息率；其二，企业盈利能力的下滑导致其无法继续维持较高的股息率。

估值陷阱：估值陷阱是指部分股息率较高的策略的收益率表现偏弱。出现这一现象的原因在于传统高股息策略本质是深度价值投资策略，资本利得成为负向拖累。传统高股息策略的成分股多是产业生命周期处于中后期的周期股、金融股，资本支出的需求较低，其盈利可大幅分红；此外分红可以避免稀释 ROE，因此此类公司有

提高分红的内生动力。此类公司的增长要素通常偏弱，缺乏成长红利，相对基准来看，中长期资本利得项往往提供负贡献。同时传统高股息策略的风格、行业特征决定了其波动率和最大回撤容易相较投资者想象中更高。

(2) 高股息策略的优化路径：股息+质量+成长因子叠加

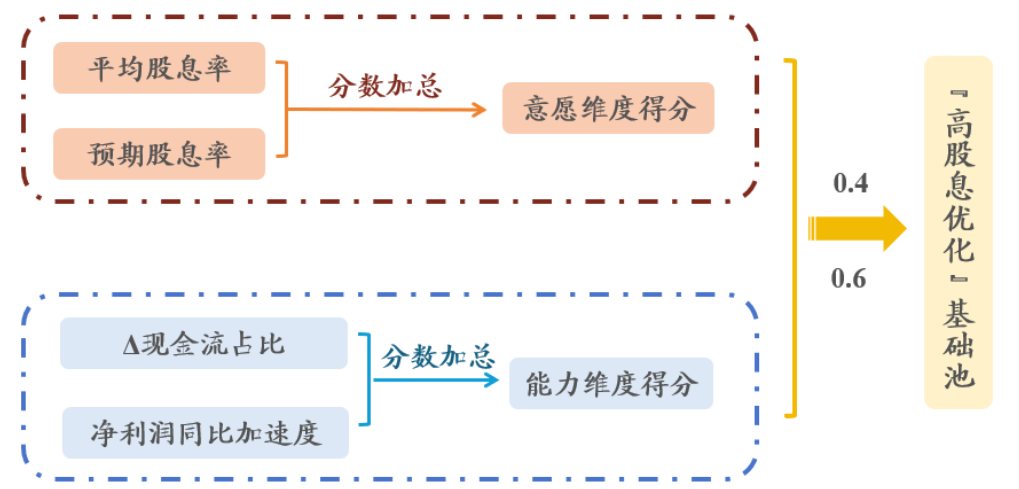
为弥补传统高股息的不足，我们通过“股息+质量+成长”因子叠加，从“意愿维度”和“能力维度”两个角度优化传统高股息。

我们在前期报告中多次介绍了红利优化思路下的几个组合——“高股息 100”、“中特估高股息 20”、“高股息 20”（20240506《夜雨将收，长牛初期关注【增强 ROE】指标——2024 年中期策略展望》），3 个组合自 2009 年 9 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日的年化收益率分别达到 18.9%、18.7%和 14.9%，相对偏股混合基金的 6.2%和万得全 A 的 4.4%均呈现显著优势。

意愿维度：平均股息率（过去 5 年的平均股息率，得分权重为 20%）+预期股息率（（一致性预期净利润*过去 5 年平均分红比例）/总市值，得分权重为 20%）。

能力维度：Δ经营现金流占比（经营现金流净额/营业收入，得分权重为 30%）+Δ净利润同比（本期归母净利润同比增速-去年同期值，得分权重为 30%）；

图3：传统高股息优化方法：股息+质量+成长



资料来源：开源证券研究所

三大高股息组合持续占优策略，实现了“高收益+低波动+高股息”的结合

胜率：三大高股息策略在大部分时段均能“穿越牛熊”跑赢万得全 A，相对万得全 A 的年度胜率均超过 80%；

风险收益比：A 股高股息组合的夏普比率均超过 0.70，其中高股息 100 组合的夏普比率达 0.74，是偏股混合基金指数 0.31 的 2.4 倍，是万得全 A 的 3.9 倍；

最大回撤：三大高股息组合的期间最大回撤均低于 36%，A 股高股息 20 组合低至 29.5%，远低于同期的万得全 A 指数的 48.4%。

表1：3大A股高股息组合能获取显著的超额收益率

股票池	股票数量	净值	年化收益率	累计超额收益率	年度胜率 (相对Wind全A)	月度胜率 (相对Wind全A)	年度正收益概率	最大回撤率	夏普比率	回溯区间
中特估值高股息20基础池	20	13.9	18.7%	1186.9%	87.5%	61.6%	80.0%	33.6%	0.73	15年4个月
A股高股息100基础池	100	14.2	18.9%	1211.4%	87.5%	66.7%	73.3%	35.8%	0.74	15年4个月
A股高股息20基础池	20	8.4	14.9%	648.1%	81.3%	59.9%	73.3%	29.5%	0.71	15年4个月
Wind偏股混合型基金	-	2.5	6.2%	46.5%	43.8%	50.3%	66.7%	42.3%	0.31	15年4个月
Wind全A	-	1.9	4.4%	-	-	-	60.0%	48.4%	0.19	15年4个月

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：所有策略回溯区间均为 2009 年 9 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日。

（3）国证自由现金流指数：天然契合优化策略的“质量红利”标的

基于我们对于高股息的持续研究，我们发现市场上存在个十分有价值的指数：**国证自由现金流指数**（下称“自由现金流指数”），我们认为这个指数可以看做更重视质量的红利指数。

自由现金流指数通过以下设计，较好地融合了质量与股息优势：

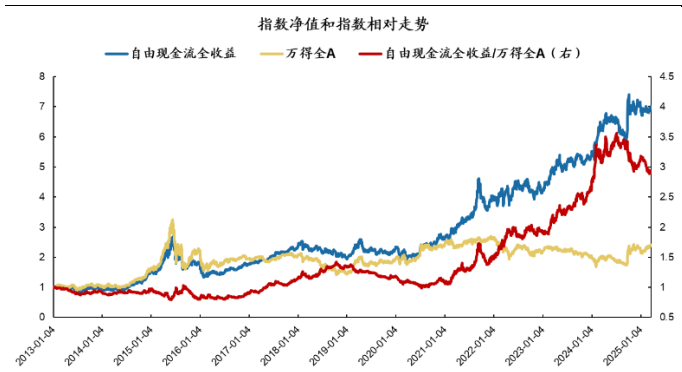
（一）选股逻辑聚焦真实盈利能力：以自由现金流率（自由现金流/企业价值）为核心指标，剔除金融地产行业，要求成分股近三年经营活动现金流持续为正，且 ROE 稳定性排名前 90%。这一机制天然纳入 Δ 经营现金流占比因子，确保企业盈利质量。而自由现金流是分红的前提，高自由现金流的公司往往具备足够的分红能力和一定的分红意愿，因此高自由现金流本身就具备股息特性。

（二）行业分散降低波动：前 5 大行业为汽车（权重占比 16.3%，下同）、家用电器（13.8%）、石油石化（13.7%）、煤炭（8.6%）、有色金属（7.3%），权重集中度显著低于红利指数，避免单一行业风险

（三）历史表现验证策略有效性：自 2013 年基日以来，全收益指数年化收益率达 17.9%，显著高于万得全 A（同期年化收益率为 7.4%，下同）、沪深 300 全收益（6.2%）偏股混合基金（8.8%）、中证红利（11.3%）、红利低波全收益（13.5%）。且其实现了 2019-2024 年连续六年正收益，2024 年涨幅达到 32.4%。

从风险收益特征看，该指数夏普比率（0.82）高于主流宽基及红利指数，兼具抗跌性与收益弹性。例如，在 2018 年市场大跌期间，其回撤仅为沪深 300 的 58%；而在 2021-2024 年结构性行情中，年化收益超 20%。这种“进可攻、退可守”的特性，使其成为优化高股息策略的理想工具。

图4：自由现金流指数兼具抗跌性与收益弹性



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：自由现金流指数收益能力和夏普比率突出

指数名称	净值	年化收益率	夏普比率	最大回撤
国证自由现金流全收益	7.04	17.9%	0.82	50.2%
国证自由现金流	4.71	13.9%	0.66	50.9%
万得全A	2.34	7.4%	0.32	56.0%
沪深300全收益	2.05	6.2%	0.28	46.1%
万得偏股混合型基金指数	2.73	8.8%	0.35	45.4%
中证红利全收益	3.56	11.3%	0.56	45.7%
红利低波(全)	4.49	13.5%	0.71	42.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所，数据区间 2013.1.1-2025.3.27

2、国证自由现金流全收益指数编制方法解析

(1) 样本空间筛选：严格的质量与流动性门槛

指数编制首先从全市场 A 股及红筹存托凭证中筛选基础样本，剔除以下标的：

- (一) 风险警示类：ST、*ST 证券；
- (二) 上市时间不足：科创板、北交所证券上市未满 1 年，其他证券未满 6 个月；
- (三) 财务与合规问题：近一年存在重大违规、财务报告异常或经营亏损；
- (四) 流动性不足：最近半年日均成交金额排名后 20%。

(2) 多维度质量过滤：现金流与盈利稳定性

通过初筛的证券需进一步满足：

- (一) 行业排除：剔除金融、房地产行业（因现金流模式特殊、波动性高）；
- (二) ROE 稳定性：近 12 个季度 ROE 稳定性排名后 10% 的证券被剔除，确保成分股盈利可持续性；
- (三) 现金流硬性标准：近一年自由现金流、企业价值均为正，且近三年经营活动现金流持续为正；
- (四) 盈利质量过滤：剔除经营活动现金流占营业利润比例后 30% 的证券，防止利润虚增；
- (五) 最后，对剩余证券按照近一年自由现金流率从高到低排序，选取前 100 只证券构成指数样本。

(3) 核心指标：自由现金流率计算与成分股选择

自由现金流率定义为：自由现金流率=自由现金流/企业价值

其中，**自由现金流**=经营活动产生的现金流量净额-资本支出，反映企业通过主营业务实际收到的现金，扣除运营成本和再生产支出后的净额；**企业价值**=市值+负债-现金及等价物，反映收购企业全部股权和承担债务所需的成本；

通过上述指标排序，选取自由现金流率最高的 100 只证券作为成分股，并采用派氏加权法计算指数，权重分配以自由现金流规模为基础，同时限制单只成分股权重不超过 10%，避免过度集中。

(4) 自由现金流指数实际上是更高质量的红利组合

自 2013 年 1 月 1 日，即指数基日后第一个交易日起至 2025 年 3 月 22 日，国证自由现金流全收益指数的年化收益率达到 17.7%，净值达到 6.99，同期其对应的价格指数的年化收益率为 13.8%，净值为 4.67。全收益指数在价格指数基础上，将成分股分红以再投资形式计入收益，更真实反映长期回报。而全收益指数相对价格指数额外多出来的 3.9%年化收益率、231.3%累计收益率本质上就是红利再投资的结果。由于自由现金流本身就是企业分红的来源，因此虽然指数的编制上并未涉及股息条件的筛选，但最终指数成分股却具备稳定的分红能力。

自由现金流指数的编制方法通过现金流质量筛选、动态调仓机制及权重约束，使得指数更容易聚焦于高质量、高现金回报的标的，为投资者提供了一条可跟踪的“质量红利”投资路径。

表2：从构建逻辑来看，自由现金流指数实际上是更高质量的红利组合

筛选维度	自由现金流指数要求	红利指数对比（以中证红利为例）
行业排除	剔除金融、地产行业	无行业排除
现金流质量	要求近三年经营活动现金流持续为正，且剔除现金流/营业利润比例后30%的个股	仅考察股息率
估值指标	使用自由现金流率（FCFF/企业价值）排序	使用股息率排序
调整频率	季度调整	半年度调整
个股集中度限制	单一个股权重≤10%	通常≤3%

资料来源：Wind、开源证券研究所

3、国证自由现金流指数为什么跑赢万得全 A、偏股混合基金和中证红利？从因子视角进行超额收益分析

(1) 自由现金流指数在大多数年份均跑赢万得全 A、偏股混合基金和中证红利

2013 年以来，自由现金流指数跑赢万得全 A 和偏股混合基金的胜率达到了 61.5%（若排除仅开始了约 1 个季度的 2025 年则胜率为 66.7%），跑赢中证红利全收益的胜率更是达到了 84.6%（若排除 2025 年则胜率为 83.3%）。

因此我们重点看跑输的年份——

跑输万得全 A 的年份：2013 年、2015 年、2019 年、2020 年、2025 年（截至 3 月 23 日，下同）；

跑输偏股混合基金的年份：2013 年、2015 年、2019 年、2020 年、2025 年；

跑输中证红利全收益的年份：2015 年、2019 年。

表3：自由现金流指数在绝大多数年份均跑赢万得全 A、偏股混合基金和中证红利，而跑输万得全 A 和偏股混合基金的年份均是成长因子较为极致的年份

年份	自由现金流R	万得全A	自由现金流R-万得全A	自由现金流R	偏股混合基金	自由现金流R-偏股混合基金	自由现金流R	中证红利全收益	自由现金流R-中证红利全收益
2013年	-3.0%	5.4%	-8.5%	-3.0%	12.7%	-15.8%	-3.0%	-6.7%	3.7%
2014年	56.8%	52.4%	4.3%	56.8%	22.2%	34.5%	56.8%	57.6%	-0.8%
2015年	16.7%	38.5%	-21.8%	16.7%	43.2%	-26.5%	16.7%	29.9%	-13.2%
2016年	-1.7%	-12.9%	11.2%	-1.7%	-13.0%	11.3%	-1.7%	-4.3%	2.6%
2017年	32.1%	4.9%	27.1%	32.1%	14.1%	17.9%	32.1%	21.3%	10.7%
2018年	-14.7%	-28.3%	13.5%	-14.7%	-23.6%	8.9%	-14.7%	-16.2%	1.4%
2019年	17.7%	33.0%	-15.3%	17.7%	45.0%	-27.3%	17.7%	20.9%	-3.2%
2020年	13.0%	25.6%	-12.6%	13.0%	55.9%	-42.9%	13.0%	8.2%	4.9%
2021年	49.2%	9.2%	40.0%	49.2%	7.7%	41.5%	49.2%	18.2%	31.0%
2022年	6.0%	-18.7%	24.6%	6.0%	-21.0%	27.0%	6.0%	-0.4%	6.3%
2023年	28.9%	-5.2%	34.1%	28.9%	-13.5%	42.4%	28.9%	6.3%	22.6%
2024年	32.4%	10.0%	22.4%	32.4%	3.5%	29.0%	32.4%	18.8%	13.7%
2025年	-0.1%	3.6%	-3.7%	-0.1%	6.0%	-6.1%	-0.1%	-1.5%	1.3%
年化收益率	17.9%	7.4%	10.4%	17.9%	8.8%	9.0%	17.9%	11.3%	6.6%
		相对年度胜率	61.5%		相对年度胜率	61.5%		相对年度胜率	84.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：自由现金流 R 为国证自由现金流全收益指数的简称；所有策略回溯区间均为 2013 年 1 月 1 日至 2025 年 3 月 27 日。

(2) 成长因子视角：自由现金流指数跑输万得全 A 和偏股混合基金的年份均是成长因子较为极致的年份

具体复盘发现，自由现金流指数跑输万得全 A 和偏股混合基金的年份当中，市场的共性是较为极致的成长风格：

2013 年：创业板“结构性牛市”，上证指数震荡下行，科技品种领涨；

2015 年：1-6 月浩荡的小盘成长“水牛”，创业板领涨牛市；

2019-2020 年：大盘成长和以小盘成长齐飞的成长牛市，核心资产行情贯穿全程；

2025 年 1-3 月：AI+和人形机器人领涨的成长行情。

但纵观 A 股历史，成长因子较为极致的年份占比确实不高，且成长因子极致演绎的年份市场往往是牛市背景，即便跑输也容易有正收益，长周期来看自由现金流指数显著更高的年化收益率和胜率之下，持仓感受也相对更好。

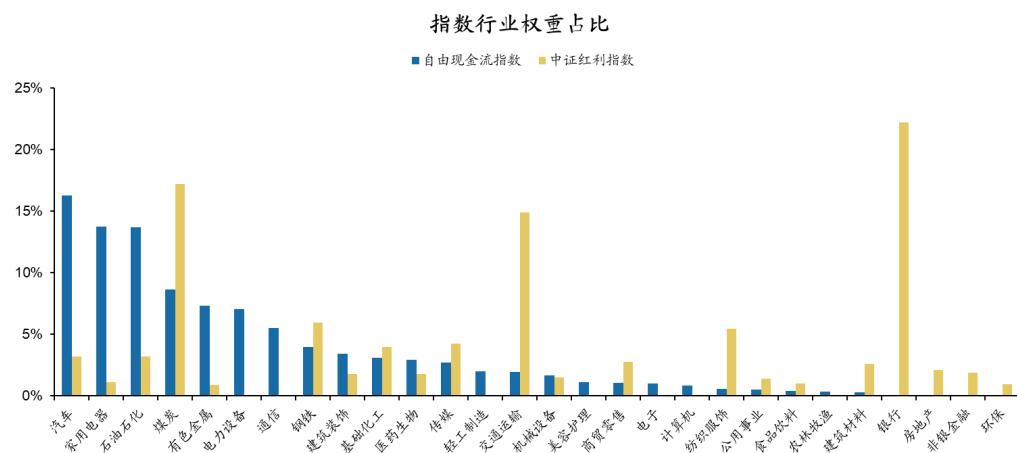
这也进一步引发了我们更深一层次的思考：如果在自由现金流指数上进一步增加成长因子，是否可以进一步加强组合的收益率？

(3) 行业分布和市值因子视角：自由现金流指数相对中证红利指数的行业 and 市值分布更分散，因此超额收益更显著

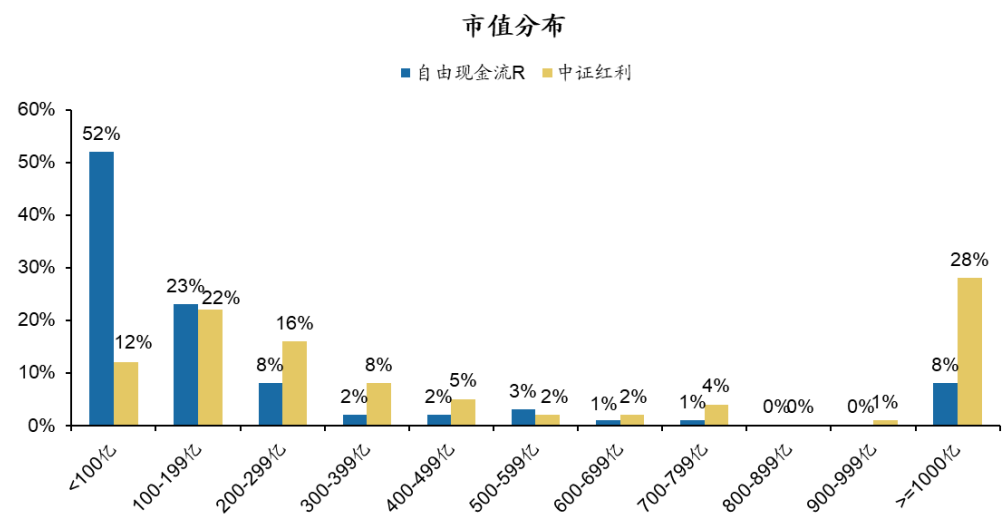
行业分布特征：自由现金流指数的行业分散度更高，中证红利指数的行业更加集中。自由现金流指数的行业分散度更高，分布在 24 个行业当中，且集中度更低，权重前三行业占比 43.7%；中证红利指数的行业更加集中，分布在 21 个行业当中，权重前三行业占比达到 54.4%。

市值因子特征：自由现金流指数有更多小市值股票，中证红利指数更集中于中大市值。相比于中证红利指数，自由现金流指数在 200 亿以下的股票数量明显更多，中大市值的数量相对更少。A 股的小市值股票存在这样的特征：上涨弹性大的同时（上限高），波动和回撤也很大（下限低）。但自由现金流指数更强调质量的编制方法一定程度控制了小市值的下限，整体上更多的运用了小市值的上行弹性。

图6：自由现金流指数的行业分散度更高，中证红利指数的行业更加集中



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：自由现金流指数有更多小市值股票，中证红利指数更集中于中大市值


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、进一步强化：通过成长因子对自由现金流指数的优化

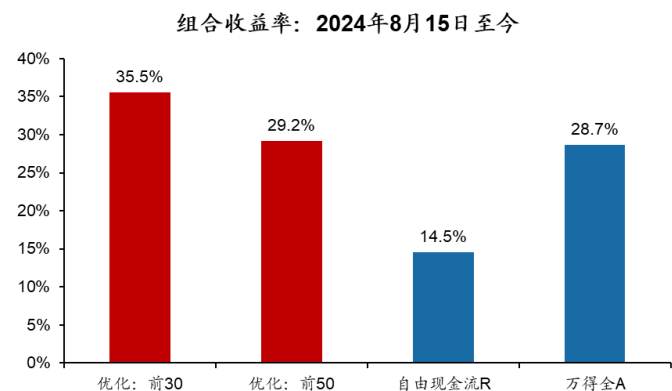
基于自由现金流指数的超额收益特征，我们将进一步使用成长因子对指数进行优化“强中更强”。上文分析我们得到结论，在绝大多数年份自由现金流指数均能获得超额收益，但其跑输的年份均是成长因子较为极致的年份。因此我们接下来将成长因子加入自由现金流指数的成分股当中进行进一步精选，试图获得更强的收益。由于公开数据仅公布了自由现金流指数最近 3 期的变动（2024.8.15、2024.10.8、2024.12.16 共三期），我们便对 2024 年 8 月 15 日以来的优化组合进行回溯。从最终效果来看，加入成长因子后的优化组合相对原基准自由现金流指数有非常明显的效果：

（1）我们加入成长因子，每期从自由现金流指数成分股当中优选 30 只和 50 只作为优化组合“优化：前 30”和“优化：前 50”；

（2）整体来看（图 8），2024 年 8 月 15 日至今，“优化：前 30”和“优化：前 50”组合分别获得了 35.5%和 29.2%的收益，相比于自由现金流全收益指数的 14.5%的收益率，取得了 21.0%和 14.6%的超额收益，优化的效果明显；

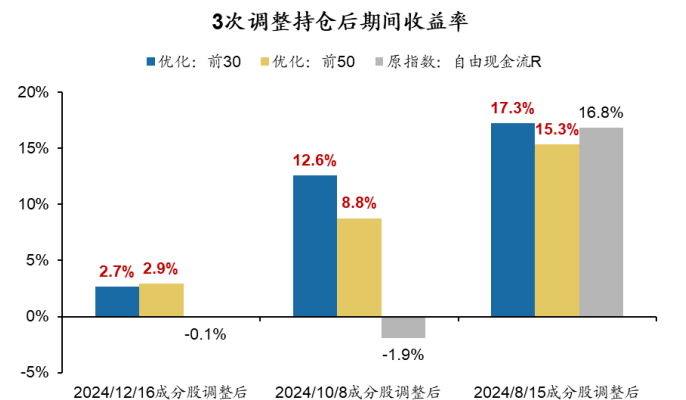
（3）分持仓周期来看（图 9），在 3 个成分股调整后的持仓周期中，两个优化组合的表现在其中 2 个周期当中呈现出非常明显的优化能力；仅在 2024.8.15-2024.10.7 的持仓周期当中，两个优化组合和原指数的收益没有显著区别。我们认为这是因为在 2024.8.15-2024.10.7 的持仓期间市场出现了一波全市场的高斜率普遍上涨行情，因此个股之间的 alpha 并未能够显著拉开差距。

图8：加入成长因子优化后，自由现金流指数表现改善



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据区间 2013.1.1-2025.3.27

图9：自由现金流指数收益能力和夏普比率突出



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据区间 2013.1.1-2025.3.27

5、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。

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