

2025 年 03 月 02 日

“3 月转换” 拉开帷幕

➤ **3 月转换从期待，到现实。**本周（20250224-20250228）市场结构上不仅出现了涨跌幅和估值的“高低切换”，也出现了从 AI 引领的科技板块向传统内需领域切换的特征。背后的原因我们在此前一个月的周报中都有详细论述，主要是三点：第一，A 股各板块之间的交易热度和波动率上出现了极致的分化，有待收敛；第二，科技股的行情有赖于新催化的不断出现，即使新催化出现，参考去年四季度的经验，市场对催化本身的反应可能逐步钝化；第三，经济内生修复的动力正在逐步显现，而人工智能+机器人产业逻辑上出现了边际挑战。

➤ **当“美国例外”的故事被打破之后。**AI 带动美国经济增长的宏观叙事遭受挑战，上周公布的美国 2 月标普服务业 PMI 初值录得 49.7，创 25 个月新低，2 月 22 日当周的初请失业人数超越过去三年同期水平，作为一个服务业占经济主导的经济体，**服务业的降温或许正表明美国经济并未因为 AI 逃离原本的周期。**此外，1 月个人消费支出环比 22 个月以来首次下降，二手房签约量指数跌至历史低位，这至少表明美国经济中一大部分仍然受到高利率的牵制，在经济数据走弱和特朗普不断挥舞“关税大棒”带来各种不确定性的背景下，亚特兰大联储预测 2025 年 Q1 美国经济将萎缩 1.5%，而这将会是 2022 年一季度以来的第一次负增长。**当经济走弱，巨头资本开支也无法置身之外，当前美国七巨头资本开支占其经营性现金流净额的比重已经接近历史最高，衰退预期或将拖累资本开支。**

➤ **海外经济与通胀都存在逆风，中国科技股也迎来分化。**在美国国内经济趋弱，而通胀水平尚显可控的前提下，特朗普政府又进一步提升了“关税牌”的优先级，但其在供给侧降通胀的努力近期却进展不多，**当前美国通胀的符合预期似乎更多是需求侧的下降所带来的，而供给层面的不确定性因关税不降反升，最终指向要么推动需求侧的走弱，要么将迎来通胀的反弹。**除美国以外，欧洲、日本央行均对通胀表示谨慎，海外流动性的边际紧缩似乎是更有可能的方向。**中国科技股是否能“独善其身”，成为投资科技的资金的避风港？**一方面，从海外映射的角度而言，英伟达在本次业绩发布之后，估值消化至 51 倍 PE，“锚定效应”凸显；另一方面，从历史上典型的产业周期抢跑行业经验来看，A 股投资者对产业周期的抢跑往往不会超过一年，相较而言近两年的抢跑组合业绩弹性的兑现程度有点“迟迟未到”。**往后看，中国科技股的业绩兑现可能会带来行情的分化。**

➤ **中国资产不仅是低位防御，扩散行情刚刚开始。**今年以来，恒生科技的表现大幅超越以沪深 300（这一指标历史上与中美制造业相对强度相关），前期中国制造业活动的回落使市场选择跟随景气更强的 AI 产业链相关的恒生科技，放弃与中国经济大盘更相关的沪深 300。而 2 月份中国制造业 PMI 开始修复，且超越 2024 年和 2019 年的季节性，或许将使上述的逻辑得到逆转。另一方面，A-H 溢价也已走到近 3 年的低位，从过去的经验上来看，本周恒生科技因映射行情而下跌，或许是开启 A 股相对 H 股溢价修复的契机。当前，国内工业企业库存水平下降至过去 5 年中枢以下，开工率有所抬升，“两会”后“两新两重”政策的发力将使内需顺周期板块有更大边际改善。我们推荐：第一，与“量”企稳更为相关的下游消费（**品牌服饰、食品、饮品、白电、旅游等**）+中游供给格局较好或有积极变化（**工程机械、钢铁、化学制品、锂电等**）+有色（**铜、铝**）；第二，通胀风险下，大宗商品得到重估：**黄金、原油**，黄金股的启动可能依赖于黄金涨幅趋缓后金价中枢上移的确认；第三，低估值+红利，同时兼具中国宏观风险下降的：**银行、保险**。

➤ **风险提示：**1) 国内经济增速不及预期。2) 海外经济大幅下行。3) 测算误差。

**分析师 牟一凌**

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 王况炜

执业证书：S0100522040002

邮箱：wangkuangwei@mszq.com

相关研究

- 1.策略专题研究：民生研究：2025 年 3 月金股推荐-2025/03/02
- 2.市场温度计系列之二十一：个人和机构情绪同时转弱带来市场下行-2025/03/01
- 3.资金跟踪系列之一百五十七：个人仍是主要买入力量，北上在反复中有所回流-2025/02/24
- 4.A 股策略周报 20250223：期待“三月转换”-2025/02/23
- 5.市场温度计系列之二十：“新催化”带来个人和机构情绪阶段的向上共振-2025/02/22

目录

1 3月转换如期来临	3
2 当“美国例外”的故事被打破之后	5
2.1 当经济走弱，巨头资本开支也无法置身之外	5
2.2 通胀的风险未退，海外流动性仍偏向紧缩	7
2.3 对中国科技股而言，分化开始出现	8
3 中国顺周期资产不仅是低位防御	10
3.1 扩散行情才刚刚开始	10
3.2 内需的顺风正在积蓄	10
4 向顺周期切换	13
5 风险提示	14
插图目录	15

1 3 月转换如期来临

在上周周报《期待“三月转换”》中，我们阐述了市场有望出现风格切换的三点理由：

第一，中国科技股呈现定价时间段但涨幅大的特征，且各板块之间的交易热度和波动率上出现了极致的分化，从历史经验上来看，这种市场特征指示着行情的持续性较短；而本周，全 A 成交额上升，换手率继续上行，一级行业交易热度的集中度仍然处于较高水平，CR5 进一步抬升，可能意味着本周虽然发生了切换，但幅度还不足以使分化收敛。

图1：本周，交易热度继续上行，从一级行业 CR3 的交易集中度来看，分化仍未收敛

交易热度	上周	本周	变化率
全A成交额(亿元)	95,698	99,579	4.1%
周换手率 (%)	9.93	10.12	0.19
交易集中度CR3 (%)	41.02	40.59	0.19
交易集中度CR5 (%)	54.53	54.60	(0.43)

资料来源：wind，民生证券研究院

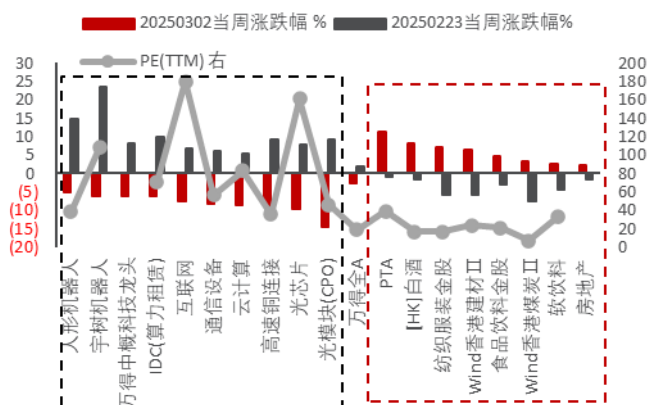
第二，科技股的行情有赖于新催化的不断出现，一方面，即使新催化出现，参考去年四季度的经验，市场对催化本身的反应可能逐步钝化，例如本周四，作为 AI 产业链一大代表的英伟达发布 2025 年第四财季业绩，营收与净利润增速 (78%/80%) 都超乎市场预期，但由于毛利率略微下降的瑕疵 (75%→73.5%)，使得市场对这份超预期的财报并未报以热烈的回应，反而英伟达在本周录得 7% 的跌幅。而在这种情况下，AI 相关的资本开支带动更广泛的领域投资回暖反而是交易上更不拥挤的逻辑，**另一方面，还应该考虑到新的催化难以出现，而原本的叙事遭到挑战的风险**，例如，2 月 21 日美国特朗普政府公布的“美国优先投资政策”备忘录目的在于进一步限制美国与中国的双向投资，这一备忘录或许体现了美国要进一步促使中美在产业技术等多个维度竞争的升温；

第三，内生修复的动能正在逐步显现，改善分配和民生保障同步推进，这将为沉寂许久的内需板块带来机会。这三点原因共同指向了投资者至少应该阶段性地将目光投向除 AI 以外的更广阔领域，从历史上的经验来看，无论是 2013 年的移动互联网还是 2019 年开始的高端制造行情中，单一板块都不太会是市场的一枝独秀，板块涨跌幅将出现明显的轮动。

本周 (20250224-20250228) 市场结构上不仅出现了涨跌幅和估值的“高低切换”，也出现了从 AI 引领的科技板块向传统内需领域切换的特征。我们统计了万得热门概念指数涨跌幅及市盈率，并找出本周相对上周、本周相对年初以来的涨跌幅排名变化最大的概念指数，今年以来表现突出的人形机器人、算力、云计算、光模块、IDC 等人工智能上下游产业链，在本周跌幅居前，而食品饮料、白酒、纺

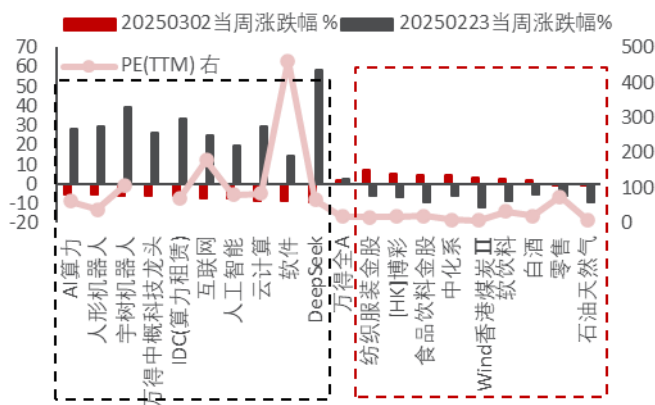
服、房地产、煤炭、零售等内需相关领域的涨跌幅则出现“逆袭”，这些“逆袭”的板块 PE(TTM)也相对前者更低。

图2：在上周表现突出的 AI 产业链在本周跌幅较大，估值相对更低，且上周表现靠后的内需板块本周领涨



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：年初以来表现突出的 AI 产业链在本周跌幅较大，估值相对更低、年初以来表现靠后的内需板块本周领涨



资料来源：wind，民生证券研究院

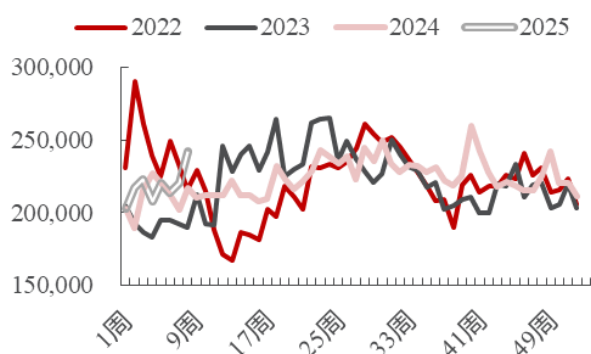
2 当“美国例外”的故事被打破之后

2.1 当经济走弱，巨头资本开支也无法置身之外

本轮，无论是美股还是 A 股，投资者对 AI 板块的热情或许都来自于对 AI 宏观叙事的期待，即希望 AI 成为经济增长新的引擎，这一引擎作用似乎在美国过去两年的经济增长中得到了印证——2023 年至 2024 年，美国实际 GDP 增速在其维持高利率的背景下仍然保持显著高于其他的发达经济体。

然而，这一逻辑在上周发布的多项美国经济数据之后遭到了挑战，并且在本周的消费支出和房地产数据发布后进一步遭到了动摇：首先，是上周公布的美国 2 月标普服务业 PMI 初值录得 49.7，创 25 个月新低，拖累综合 PMI 下降至 50.4，创 17 个月新低，同时，2 月 22 日当周的初次申请失业金人数超越过去三年同期水平，作为一个服务业占经济主导地位的经济体，**服务业的降温或许正表明美国经济并未因为 AI 逃离原本的周期**。其次，本周发布的 1 月核心 PCE 数据虽然进一步下并且符合市场预期，也缓解了市场因上周发布的 2024 年第四季季度核心 PCE 数据而引发的美联储加息焦虑，但同期发布的 1 月个人消费支出环比下降，同比增速连续 2 个月下滑，且个人消费支出占可支配收入的比值大幅下降，又引发了对美国经济增长动力趋弱的担忧，毕竟个人消费支出是过去 2 年对美国 GDP 增长贡献最大的项目之一。此外，全美房地产经纪人协会的在 1 月份的二手房签约量指数环比下降 4.65，跌至历史低位，这至少表明经济中传统的一部分仍然受到高利率的牵制，而当前又再度受到失业上行、购买力下降的影响。而在实际的经济数据走弱和特朗普不断挥舞“关税大棒”带来各种不确定性的背景下，亚特兰大联储 GDPNow 模型在本周五更新数据显示，2025 年 Q1 美国经济将萎缩 1.5%，而这将会是 2022 年一季度以来的第一次负增长。

图4：2025 年 2 月 22 日当周，美国初请失业金人数超越过去 3 年的同期（单位：人）

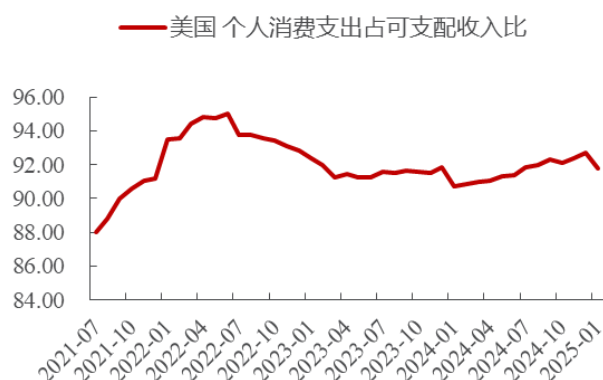


资料来源：wind，民生证券研究院

图5：1 月，美国个人消费支出环比负增长，同比增速连续两个月下降（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：1 月，美国个人消费支出占可支配收入比重下降（单位：%）


资料来源：wind，民生证券研究院

图7：过去 2 年，个人消费支出在大多数时候是美国经济增长的最大贡献项目


资料来源：wind，民生证券研究院

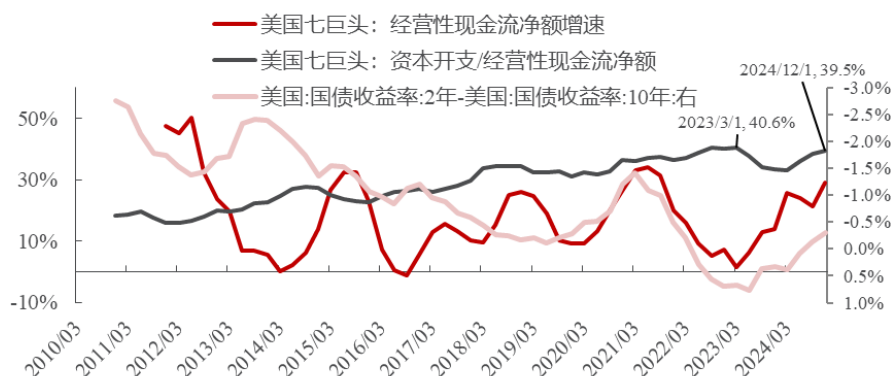
图8：1 月份美国成屋签约指数大幅下降，接近历史最低值


资料来源：wind，民生证券研究院

在此背景下，即使是对 AI 提升生产力有充分信心的投资者，目前也值得考虑一个风险：**假如以美国为代表的发达经济体经济走入衰退期，是否会影响 AI 产业的资本开支和景气度。**我们在前期的报告《当 AI 成为焦点》中统计了美国科技七巨头的资本开支数额，其高增速且数额巨大的投资确实拉动了从 2023Q2 以来的美国资本开支，然而这是否能够永续？尽管科技的突破和前景是资本开支的最初驱动力，但投资活动始终受到两大约束：一方面是自身传统主营业务的造血能力，而这与总需求息息相关，另一方面则是筹资环境是否友好，而这与美联储的货币政策息息相关。**回到当下来看，美国七巨头资本开支占其经营性现金流净值的比重在 2023 年 Q1 达到了历史最高水平（40.5%），**随后因经营性现金流净额增速放缓和加息周期有所下滑，然后在 2024 年重新大幅回升至 39.5% 的高位水平，假设这一比例保持不变，而七巨头经营性现金流净额增速在过去的 4 年中与美国国债收益率倒挂幅度（2Y-10Y）明显负相关，当前 2 年期与 10 年期美债的差异有所

回升，衰退预期渐浓，那么资本开支也可能因经营性现金流增速放缓而受到挑战，尤其是在 AI 相关的新兴业务还未找到明确盈利方式的背景下。

图9：美国七巨头资本开支占经营性现金流净额在 2023Q1 达到历史最高值，当前又回到较高水平，但衰退预期提升时，突破上限较为困难



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：美国国债收益率 2Y-10Y 有所上行，表明衰退预期渐浓



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 通胀的风险未退，海外流动性仍偏向紧缩

我们在春节前的报告中提出，未来一个季度，特朗普的关税政策实施情况是观察其政策优先级的一个重要指标，而这又将很大程度上影响通胀水平，并制约美联储货币政策的空间。从2月1日宣布对中国产品加征10%关税，对加拿大和墨西哥产品加征25%关税后，特朗普政府继续挥舞“关税大棒”，2月27日又表示对加拿大和墨西哥的关税将从3月4日起实施，并且对华追加额外10%关税，在美国国内经济趋弱，而通胀水平尚显可控的前提下，特朗普政府又进一步提升了“关税牌”的优先级，但其在供给侧降通胀的努力近期却进展不多：例如，敦促俄乌和

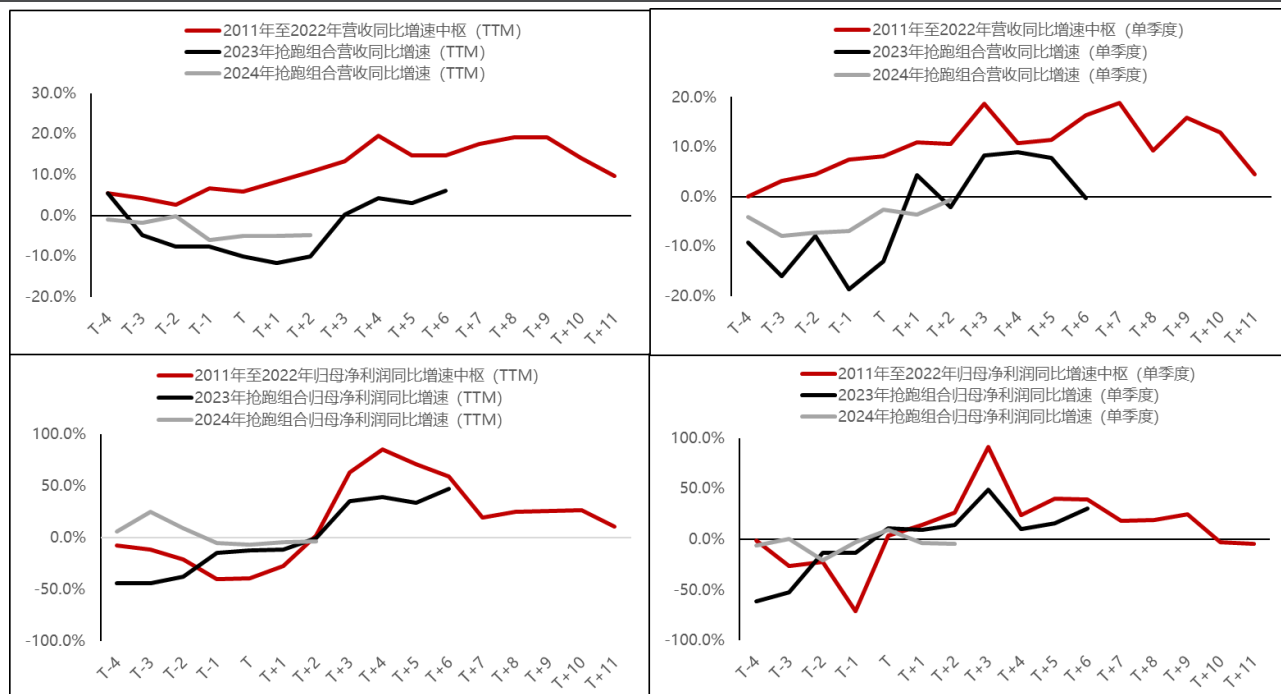
谈的进展缓慢，3月1日与泽连斯基的会谈并未取得良好成效；此前由财政部长贝森特所提到的支持美国国内的“生产性投资”目前还没能看到任何成果；近期，特朗普政府的工作重心也未显示其正在努力通过向 OPEC+ 施压获取原油增产达到降通胀的目的。**当前美国通胀的符合预期似乎更多是需求侧的下降所带来的，而供给层面的不确定性因关税不降反升，最终指向要么推动需求侧的走弱，要么将迎来通胀的反弹**，这也解释了在本周中时，里士满联储行长巴尔金的“放鹰”言论，其表示“在希望与通胀结束斗争之极，所有不确定性都要求美联储在利率上保持谨慎”。

除美国以外，欧洲、日本央行均对通胀表示谨慎，海外流动性的边际紧缩似乎是更有可能的方向，欧洲央行1月会议纪要表示，谨慎考虑进一步降息，通胀向目标回归但担忧仍存。日本央行则在近期国债收益率持续上升的背景下，仍然表示将继续缩减购债规模，1月日本批发通胀率跃升至7个月高点4.25%，连续第五个月加速，可能最终传导到家庭购买商品和服务的价格，且当前日本企业对劳动者薪资的涨幅增大，日本央行认为通胀正在接近其基准目标，暗示可能进一步加息。

2.3 对中国科技股而言，分化开始出现

在美国经济出现走弱迹象和海外流动性边际紧缩，且产业层面出现的瑕疵都出现在海外公司时，**中国科技股是否能享受溢价，成为投资科技的资金的避风港？我们认为，中国科技股内部也应会开始出现分化**：一方面，从海外映射的角度而言，英伟达在本次业绩发布之后，估值消化至51倍PE，作为当前全球AI产业链的核心，它的估值有一定的“锚定效应”，特别是在 Deepseek 出现后挑战了其垄断地位之后，这一估值水平更能被视为一段时间内的天花板，**中国科技股普遍性的上涨受到海外映射标的制约**；另一方面，在科技股内部，**业绩兑现情况将成为行情的分水岭**，从历史上典型的产业周期抢跑行业经验来看，A股投资者对产业周期的抢跑往往不会超过一年，相较而言近两年的抢跑组合业绩弹性的兑现程度有点“迟迟未到”。

图11：从历史上典型的产业周期抢跑行业经验来看，A 股投资者对产业周期的抢跑往往不会超过一年，相较而言近两年的抢跑组合业绩弹性的兑现程度有点“迟迟未到”



资料来源：wind，民生证券研究院

3 中国顺周期资产不仅是低位防御

3.1 扩散行情才刚刚开始

今年以来，恒生科技的表现大幅超越以沪深 300 代表的 A 股顺周期，背后的原因可能在于：美国正在向服务业转向制造业，重要的抓手则是其引领的 AI 技术浪潮，中国的经济基础是制造业，且在 2021 年下半年后通过“去房地产和金融化”进一步提升了制造业的重要性。然而今年以来，美国制造业 PMI 上行幅度超越中国制造业 PMI，这使得市场也选择跟随景气更强的 AI 产业链相关的恒生科技，放弃与中国经济大盘更相关的沪深 300。而 2 月份中国制造业 PMI 开始修复，且超越 2024 年和 2019 年的季节性，或许将使上述的逻辑得到逆转。

另一方面，A-H 溢价也已走到近 3 年的低位，从过去的经验上来看，本周恒生科技因映射行情而下跌，或许是开启 A 股相对 H 股溢价修复的契机。

图12：恒生科技相对沪深 300 跑赢的幅度与中美制造业相对景气度有关



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：AH 股溢价走至近三年低位，A 股相对 H 股有较大修复行情

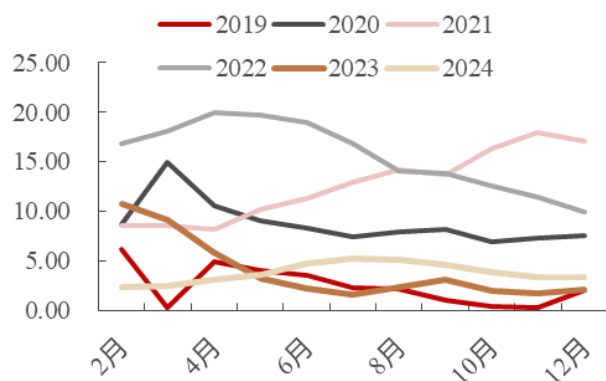


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 内需的顺风正在积蓄

在去年的“9.24”后，内需经济出现了连续 4 个月的回升（除 1 月因春节而生产端高频数据有所下降），这一修复的势头能持续将成为未来一段时间市场关注的重心，而下周，备受关注的“两会”即将召开，也将引领市场的焦点向基本面靠拢。当前国内工业企业库存水平有所下降，同期来看仅高于 2023 年和 2019 年，与基建相关的开工率有所抬升。“两重两新”政策的发力将使内需相关的顺周期板块相对外需和海外映射有更大的边际改善，我们认为，当前对顺周期领域的布局，可以在从下游消费出发，到中游存在供给出清的制造业，再到最上游受到需求拉动的实物资产领域。

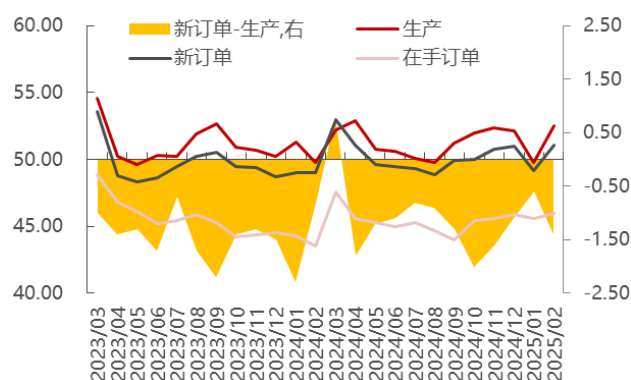
图14：当前工业企业产成品库存增速位于过去6年中同期的较低位置（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

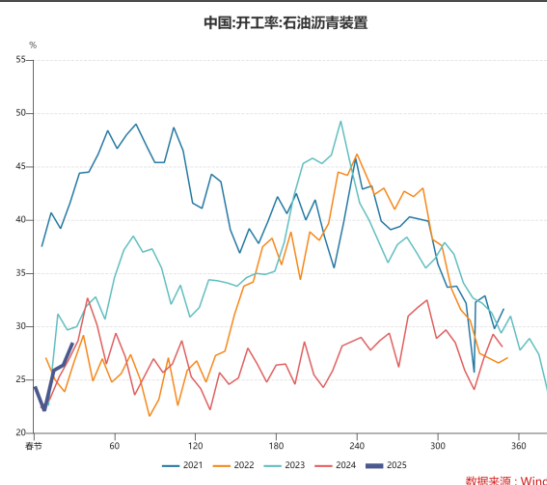
从2月份PMI来看，“量升”仍然是当前经济修复的主基调，生产的回升大于订单的回升，原材料价格水平的抬升大于出厂价格水平的抬升。在此基础上，受益的顺周期领域应当是与“量”而非“价”更相关的行业，我们对A股108个二级行业进行了与用电量和PPI相关性的回顾，找到了43个与用电量更为相关的行业，主要是下游消费中的（饮料、白色家电、家居、餐饮旅游）、中游制造环节的（电气设备、通用设备、纺织制造）、上游材料环节的（工业金属、造纸等）。

图16：2月PMI分项，生产回升大于订单回升（单位：%）



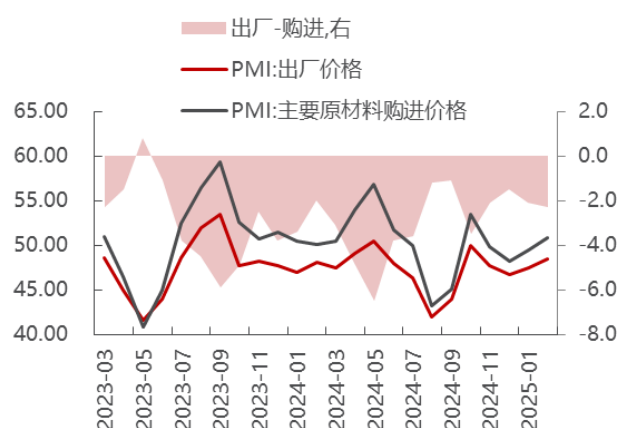
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：石油沥青装置开工率好于2022及2024年同期



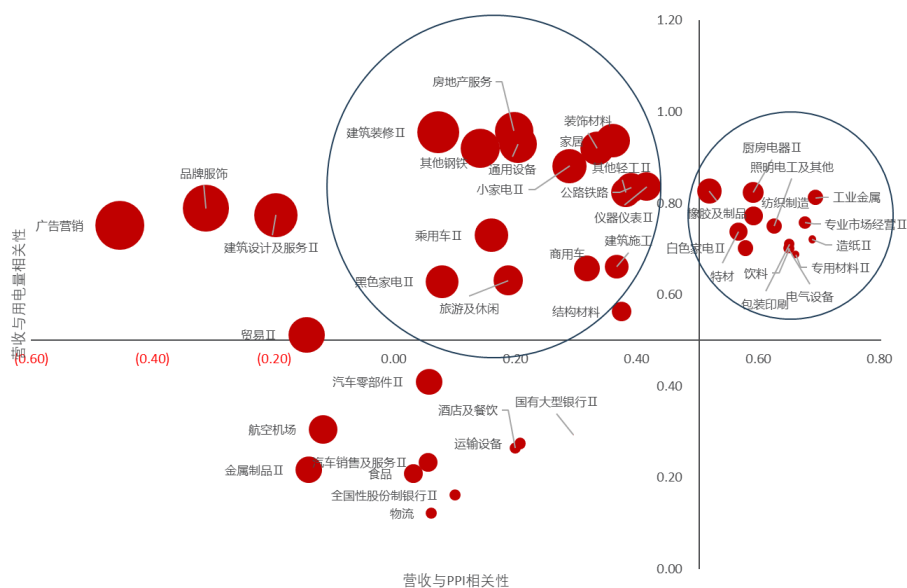
资料来源：wind，民生证券研究院

图17：2月PMI分项：原材料价格水平抬升大于出厂价格水平抬升（单位：%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：顺周期行业中选择与用电量更相关的行业



资料来源：wind，民生证券研究院 注：气泡大小为营收与用电量相关性-营收与 PPI 相关性，越大表示营收与用电量更相关；圆圈中行业为营收与用电量相关性高于 0.5，且与 PPI 呈现正相关的行业。

4 向顺周期切换

在 AI 行情走向极致后的自我调节行情发生之后，宏观场景上出现了对中国资产更为有利的情景，PMI 的连续改善和未来“两新两重”政策的推出，都在积蓄修复 AH 溢价和沪深 300 相对恒生科技差异的力量。

我们推荐：第一，未来在国内基本面逐步向好带来预期改善的背景下，国内顺周期相关的中游制造（**工程机械、钢铁、化学制品、锂电等**）+消费（**品牌服饰、食品、饮品、白电、旅游等**）+有色（**铜、铝**）；

第二，在实物资产逻辑下，名义利率将跑输通胀，全球定价、以美元计价的大宗商品将继续重估：**黄金、原油**，黄金股的启动可能依赖于黄金涨幅趋缓后金价中枢上移的确认；

第三，低估值+红利，同时兼具中国宏观风险下降的：**银行、保险**。

5 风险提示

1) **国内经济增速不及预期。**如果后续国内经济数据修复不及预期，那么文中关于国内需求恢复的基准假设便失效。

2) **海外经济大幅下行。**如果海外经济超预期下行，会对我国内需和全球实物消耗造成更大拖累。

3) **测算误差。**数值模型是对历史的拟合，拟合本身存在误差，另外，统计样本本身也可能造成测算结果的误差。

插图目录

图 1: 本周, 交易热度继续上行, 从一级行业 CR3 的交易集中度来看, 分化仍未收敛	3
图 2: 在上周表现突出的 AI 产业链在本周跌幅较大, 估值相对更低, 且上周表现靠后的内需板块本周领涨.....	4
图 3: 年初以来表现突出的 AI 产业链在本周跌幅较大, 估值相对更低、年初以来表现靠后的内需板块本周领涨	4
图 4: 2025 年 2 月 22 日当周, 美国初请失业金人数超越过去 3 年的同期 (单位: 人)	5
图 5: 1 月, 美国个人消费支出环比负增长, 同比增速连续两个月下降 (单位: %)	5
图 6: 1 月, 美国个人消费支出占可支配收入比重下降 (单位: %)	6
图 7: 过去 2 年, 个人消费支出在大多数时候是美国经济增长的最大贡献项目	6
图 8: 1 月份美国成屋签约指数大幅下降, 接近历史最低值.....	6
图 9: 美国七巨头资本开支占经营性现金流净额在 2023Q1 达到历史最高值, 当前又回到较高水平, 但衰退预期提升时, 突破上限较为困难	7
图 10: 美国国债收益率 2Y-10Y 有所上行, 表明衰退预期渐浓.....	7
图 11: 从历史上典型的产业周期抢跑行业经验来看, A 股投资者对产业周期的抢跑往往不会超过一年, 相较而言近两年的抢跑组合业绩弹性的兑现程度有点“迟迟未到”	9
图 12: 恒生科技相对沪深 300 跑赢的幅度与中美制造业相对景气度有关.....	10
图 13: AH 股溢价走至近三年低位, A 股相对 H 股有较大修复行情	10
图 14: 当前工业企业产成品库存增速位于过去 6 年中同期的较低位置 (单位: %)	11
图 15: 石油沥青装置开工率好于 2022 及 2024 年同期	11
图 16: 2 月 PMI 分项, 生产回升大于订单回升 (单位: %)	11
图 17: 2 月 PMI 分项: 原材料价格水平抬升大于出厂价格水平抬升 (单位: %)	11
图 18: 顺周期行业中选择与用电量更相关的行业	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048