

# 美元指数止跌企稳，或迎修复行情

华泰研究

2025年3月23日 | 中国内地

量化投资周报

## 上周美股结束周线四连跌，美元同步修复，国际金价创历史新高

上周美国公布的最新新屋开工总数、营建许可总数、工业产出月率、成屋销售总数等经济数据均超出彭博一致预期，投资者对美国的衰退担忧有所缓解，标普 500 和纳斯达克指数结束周线四连跌，美元指数也同步反弹。全球资金流动也呈现出再平衡的迹象，近期表现强势的德国、香港股市出现回调，A 股同样在资金面压力下出现调整，主要股指中除了微盘股指数之外普遍回调，科创类风格跌幅相对较大。商品方面，黄金继续强势上涨，Comex 黄金期货于上周四创下历史新高，在美国经济滞胀压力、美元信用风险、全球地缘博弈等不确定性因素的驱动下，黄金或仍然具备配置价值。

## 美元指数走势有所企稳，周期信号向上，短期或迎修复行情

2025 年 1 月中旬以来，美元指数震荡回落，但近期有企稳迹象，我们判断美元指数短期或迎修复性行情：1、从周期角度，非美货币兑美元同比序列周期拟合信号目前处于下行趋势，意味着美元周期上行。2、从基本面角度，美国政府债务风险较大，偿债压力带来信用风险提升，会驱动美国长债利率维持高位，美国高通胀，高利率可能同时存在，美元持续走弱的概率较低。3、从技术面角度，美元指数滚动 50 天收益率最新值-5.02%，近两次出现类似情况分别发生在 2023 年底和 2024 年 9 月，事后美元指数均走出反弹行情。4、从情绪面角度，VIX 指数回落到 20 以内，风险偏好有所改善。

## 遗传规划行业轮动模型看好贵金属、房地产、商贸零售、计算机、电子

遗传规划行业轮动模型直接对行业指数的量价、估值等数据进行因子挖掘，每季度末更新因子库。模型采用周频调仓，每周末会选出多因子综合得分最高的五个行业进行等权配置。上周模型下跌 0.39%，超额收益为-0.27%。今年以来，模型取得绝对收益 14.89%，超额收益 12.18%。下周模型看好贵金属、地产、商贸、计算机、电子。既有 AI 热点板块计算机和电子，也有顺周期代表房地产、商贸，同时还包含避险属性的贵金属板块，整体持仓相对均衡，进可攻、退可守。相比于上期，最新持仓剔除了传媒和消费者服务，新增了计算机和电子行业，对于消费板块的持仓有所下降。

## 境内绝对收益 ETF 模拟组合上周上涨 0.2%，今年以来累计收益 1.71%

境内绝对收益 ETF 模拟组合的大类资产配置权重主要根据各类资产近期趋势进行计算，趋势较强的资产赋予较高的权重；权益资产内部配置权重则直接采用月频行业轮动模型的每月观点。模型上周上涨 0.20%，今年以来累计上涨 1.71%。3 月最新一期持仓中，权益内部持有钢铁、机械、汽车、有色金属、基础化工等相关标的，商品内部持有黄金、能源化工相关 ETF。由于 A 股今年以来趋势整体较强，权益仓位有所抬升。

风险提示：周度观点基于数据和逻辑推演，无法保证永远正确；相关模型均根据历史规律总结，历史规律可能失效。

研究员	林晓明
SAC No. S0570516010001	linxiaoming@htsc.com
SFC No. BPY421	+(86) 755 8208 0134
研究员	陈烨, PhD
SAC No. S0570521110001	chenye@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
研究员	李聪
SAC No. S0570522100001	licong@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
研究员	刘志成
SAC No. S0570521110002	liuzhicheng@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
研究员	张泽
SAC No. S0570524020002	zhangze@htsc.com
SFC No. BRB322	+(86) 755 8249 3656
研究员	韩哲
SAC No. S0570520100006	hanxi@htsc.com
	+(86) 10 5679 3937
研究员	韩永蔚
SAC No. S0570524050002	hanyongwei@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
研究员	徐特, PhD
SAC No. S0570523050005	xute@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
联系人	应宗珣
SAC No. S0570123070193	yingzongxun@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388

## 上周美股结束周线四连跌，美元同步修复，国际金价创历史新高

上周美国公布的 2 月新屋开工总数（最新值 150.1 万户，预期 138 万户）、营建许可总数（145.6 万户，预期 145.3 万户）、工业产出环比（最新值 0.7%，预期 0.2%）、成屋销售总数（最新值 426 万户，预期 395 万户）等经济数据均超出彭博一致预期，投资者对美国的衰退担忧有所缓解，标普 500 和纳斯达克指数结束周线四连跌，美元指数也同步反弹。全球资金流动也呈现出再平衡的迹象，近期表现强势的德国、香港股市出现回调。商品方面，黄金继续强势上涨，Comex 黄金期货于上周四创下历史新高，在美国经济滞胀压力、美元信用风险、全球地缘博弈等不确定性因素的驱动下，黄金或仍然具备配置价值。

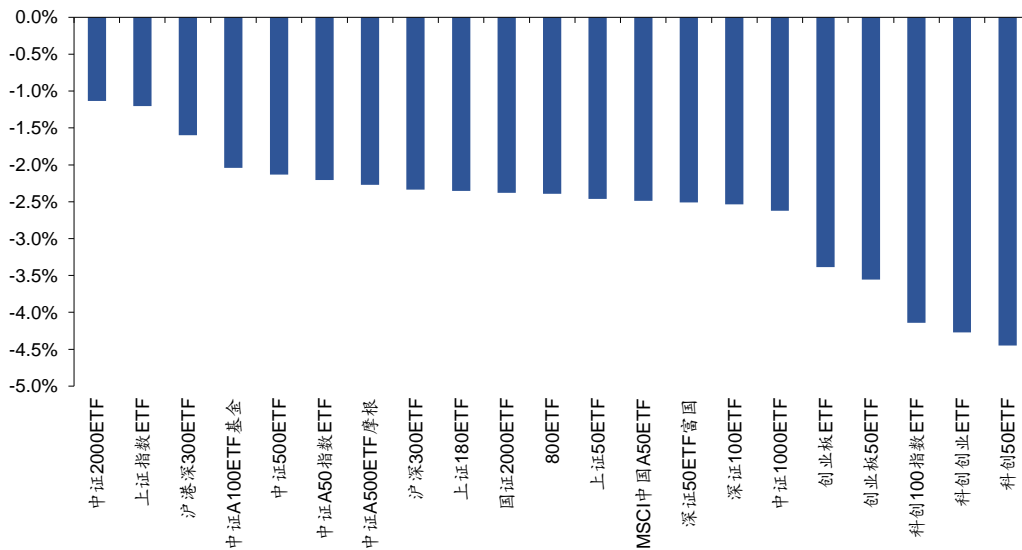
图表1：全球主要股票、债券、商品、外汇等资产上周表现

A 股主要指数	周涨跌幅	全球主要股指	周涨跌幅	主要国债利率	周涨跌(BP)	主要商品资产	周涨跌幅	主要外汇资产	周涨跌幅
微盘股	0.61%	韩国综合指数	2.99%	中国 10 年国债	1.41	Wind 能源	2.23%	美元兑澳元	0.86%
中证 2000	-1.17%	澳洲标普 500	1.83%	日本 10 年国债	-0.2	ICE 布油	1.44%	美元兑欧元	0.59%
上证综指	-1.60%	日经 225	1.68%	英国 10 年国债	-2.29	COMEX 黄金	1.16%	美元兑日元	0.46%
中证 500	-2.10%	道琼斯工业指数	1.20%	美国 10 年国债	-6	Wind 贵金属	1.09%	美元指数	0.40%
中证 100	-2.22%	标普 500	0.51%	法国 10 年国债	-10.3	Wind 软商品	0.95%	美元兑离岸人民币	0.27%
沪深 300	-2.29%	法国 CAC40	0.18%	德国 10 年国债	-13	Wind 非金属建材	0.85%	美元兑英镑	0.15%
上证 50	-2.38%	纳斯达克	0.17%			LME 铜	0.60%	美元兑瑞郎	-0.21%
中证 1000	-2.52%	富时 100	0.17%			Wind 谷物	-0.66%		
深证成指	-2.65%	德国 DAX	-0.41%			Wind 油脂油料	-0.84%		
创业板指	-3.34%	恒生指数	-1.13%			Wind 农副产品	-0.98%		
科创 50	-4.16%					Wind 化工	-1.80%		
						Wind 有色	-1.96%		
						Wind 焦煤钢矿	-3.48%		

资料来源：Wind，华泰研究

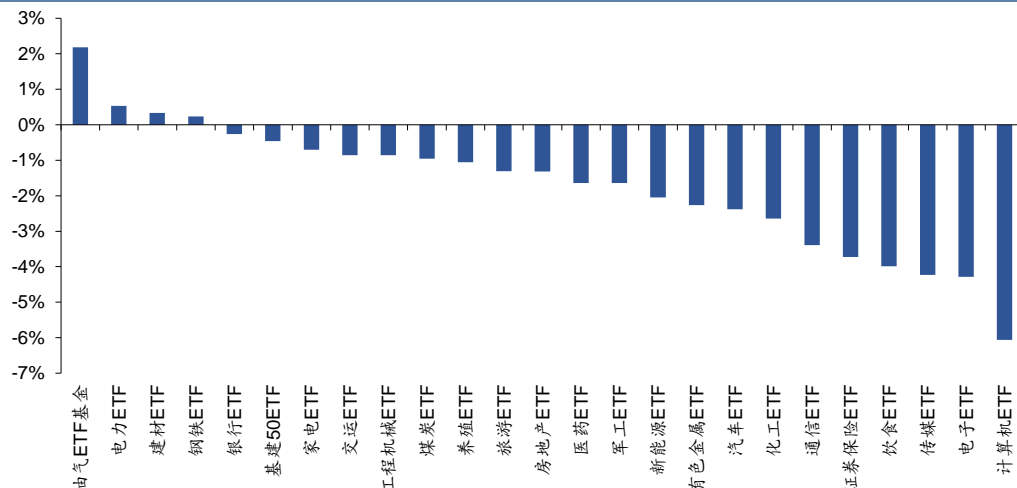
上周美股和美元修复给 A 股带来了资金面压力，主要股指中除了微盘股指数之外普遍回调，前期强势的科创类板块领跌：1、宽基 ETF 普跌，科创板、创业板相关的 ETF 跌幅均超 3%；2、行业 ETF 内部分化显著，计算机、电子、传媒类科创行业领跌，油气、电力类红利避险板块上涨；3、SmartBeta ETF 内部也呈现出红利和成长的显著分化。我们认为，一轮健康的行情通常会踩着“上涨-回调”的节奏波浪式推进，而龙头板块往往能贯穿始终，因此科技板块可逢低布局。对于偏稳健的投资者，也可采用哑铃型配置方案，一端配置科技类进攻板块，一端配置红利+消费类避险板块，降低波动，分散风险。

图表2：主要宽基指数 ETF 上周收益率



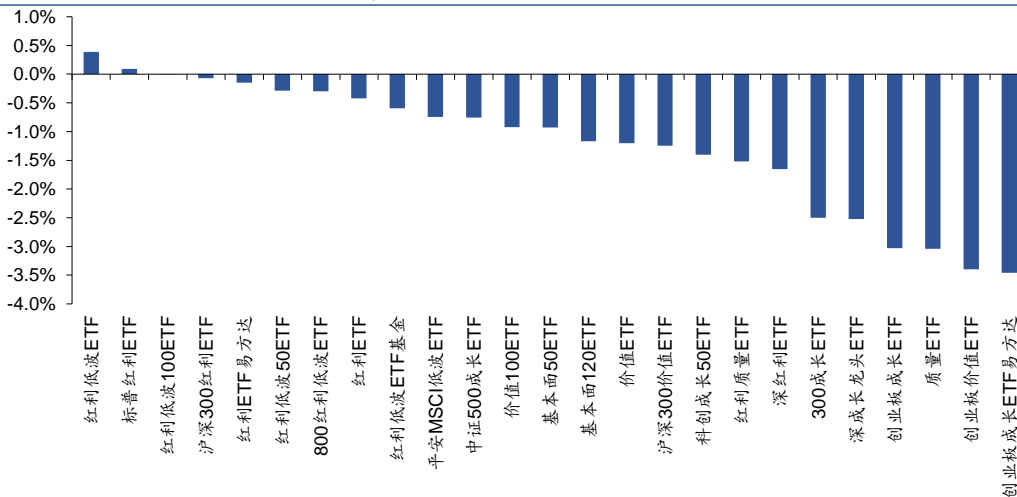
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：主要行业ETF上周收益率



资料来源：Wind，华泰研究

图表4：主要SmartBeta ETF上周收益率



资料来源：Wind，华泰研究

图表5：AI主题指数轮动模型得分前15的科技类指数及跟踪ETF

指数代码	指数名称	得分	跟踪指数的ETF
931992.CSI	疫苗生物	0.29	疫苗生物ETF(561710.SH), 疫苗龙头ETF(561920.SH), 疫苗ETF(562860.SH)
930743.CSI	中证生科	0.26	生物科技ETF(159837.SZ), 生物科技ETF招商(159849.SZ), 生物科技ETF(516500.SH), 生物科技ETF基金(516930.SH)
930641.CSI	中证中药	0.24	中药ETF(159647.SZ), 中药ETF(560080.SH), 中医药ETF(561510.SH), 中药50ETF(562390.SH)
h30202.CSI	软件指数	0.22	软件龙头ETF(159899.SZ), 软件ETF(515230.SH)
h30178.CSI	医疗保健	0.20	医疗设备ETF(159873.SZ), 医疗产业ETF(159877.SZ), 医疗ETF基金(159891.SZ), 医疗服务ETF(516610.SH), 医疗保健ETF(516790.SH)
930726.CSI	CS生医	0.20	生物医药ETF(512290.SH)
932038.CSI	央企科技引领	0.18	央企科技ETF(560170.SH), 央企科技引领ETF(562380.SH), 央企科技50ETF(563050.SH)
930651.CSI	CS计算机	0.18	计算机ETF(159998.SZ), 计算机ETF(512720.SH)
931140.CSI	医药50	0.18	医药ETF基金(159838.SZ), 医药龙头ETF(515950.SH)
930986.CSI	金融科技	0.16	金融科技ETF(159851.SZ), 互联网金融ETF(516100.SH), 金融科技ETF(516860.SH)
931071.CSI	人工智能	0.14	人工智能ETF(515980.SH)
930902.CSI	中证数据	0.14	大数据ETF(515400.SH), 大数据50ETF(516000.SH), 大数据产业ETF(516700.SH)
931409.CSI	SHS创新药	0.14	创新药ETF沪港深(159622.SZ), 沪港深创新药ETF(159748.SZ), 创新药沪港深ETF(517110.SH), 沪港深创新药ETF(517120.SH)
930851.CSI	云计算	0.14	大数据ETF(159739.SZ), 云计算ETF(159890.SZ), 云计算ETF(516510.SH), 云计算50ETF(516630.SH)
930713.CSI	CS人工智	0.14	人工智能ETF(159819.SZ), AI人工智能ETF(512930.SH), 人工智能AIETF(515070.SH)

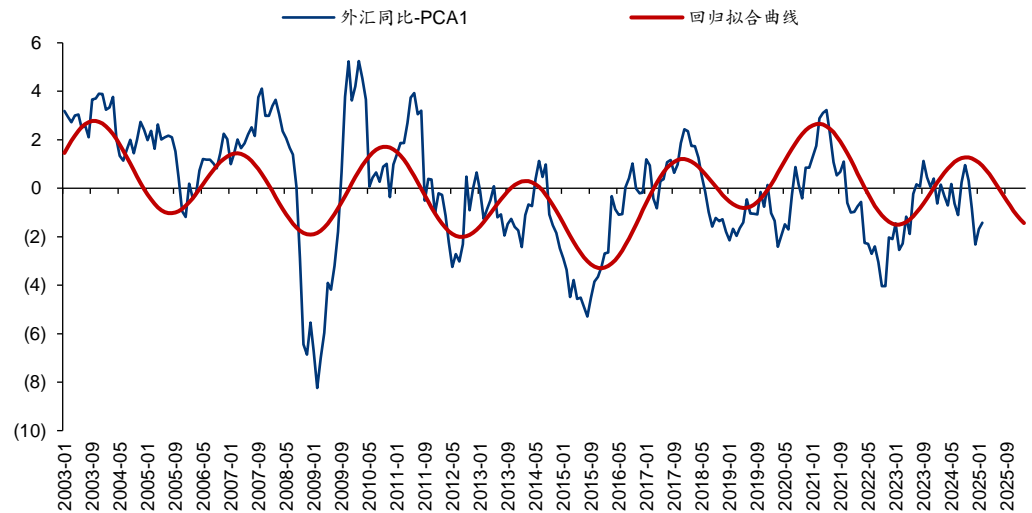
资料来源：朝阳永续，Wind，华泰研究

## 美元指数走势有所企稳，周期信号向上，短期或迎修复行情

自 2025 年 1 月中旬以来，在美国经济数据下行带来衰退担忧、欧洲财政扩张政策带来资金外流、特朗普政府关税政策摇摆带来的不确定性影响下，美元指数震荡回落，回撤幅度一度超过 5%，但近期有企稳迹象。从周期信号、基本面、技术面、情绪面等角度综合评估，我们判断美元指数短期或迎修复性行情：

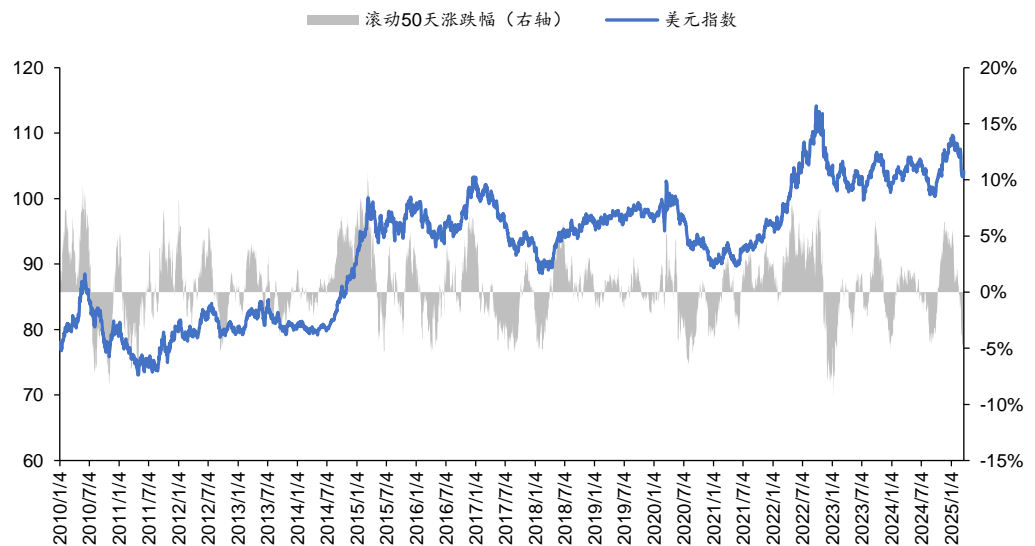
1. 从周期角度，非美货币兑美元同比序列周期拟合信号目前处于下行趋势，意味着周期角度美元周期上行，下有支撑。
2. 从基本面角度，美国政府债务风险较大，偿债压力带来信用风险提升，会驱动美国长债利率维持高位，美国高通胀，高利率可能同时存在，美元持续走弱的概率较低。
3. 从技术面角度，美元指数滚动 50 天收益率最新值-5.02%，短期跌幅较深，近两次出现类似情况分别发生在 2023 年底和 2024 年 9 月，事后美元指数均走出反弹行情。而且目前 MACD 柱已经由负转正，短期来看或有修复预期。
4. 从情绪面角度，前期美元和美股同步下跌，驱动逻辑相似，而 VIX 指数也一度逼近 30，投资者避险情绪浓厚，而目前随着美股结束周线四连跌，VIX 指数也回落到 20 以内，风险偏好有所改善。

图表6：非美货币兑美元同比序列周期拟合信号下行



资料来源：Wind，华泰研究

图表7：美元指数滚动 50 天收益率



资料来源：Wind，华泰研究

图表8: 美元指数近期走势

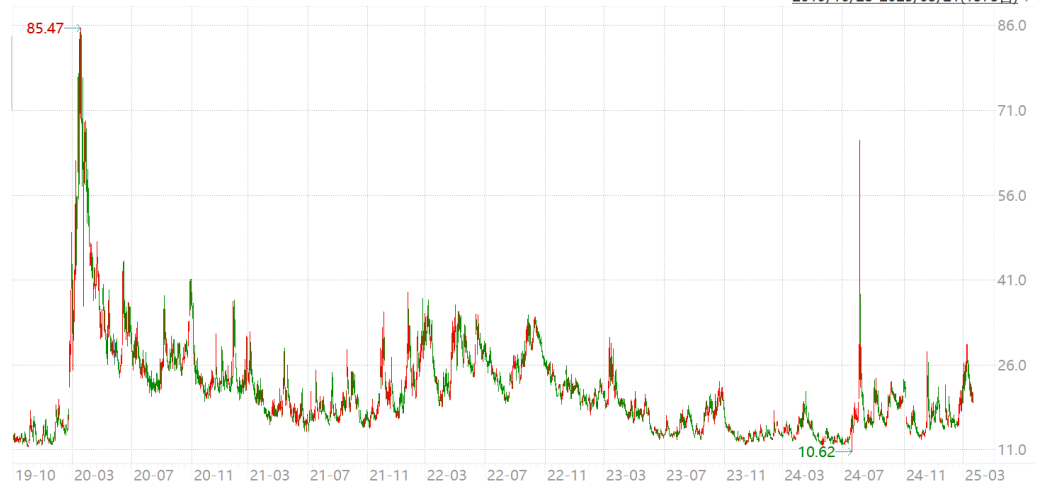
USD.X.FX[美元指数] 2025/03/21 收104.1491 幅0.32%(0.3321) 开103.8089 高104.2289 低103.7518 均103.9847 量0 换0.00% 振0.46% 额0  
2024/09/05-2025/03/21(142日) ▼



资料来源: Wind, 华泰研究

图表9: VIX 指数近期走势

VIX.GI[CBOE波动率] 2025/03/21 收19.28 幅-2.63%(-0.52) 开20.02 高21.14 低19.15 换0.00% 振10.05% 额0  
2019/10/28-2025/03/21(1373日) ▼



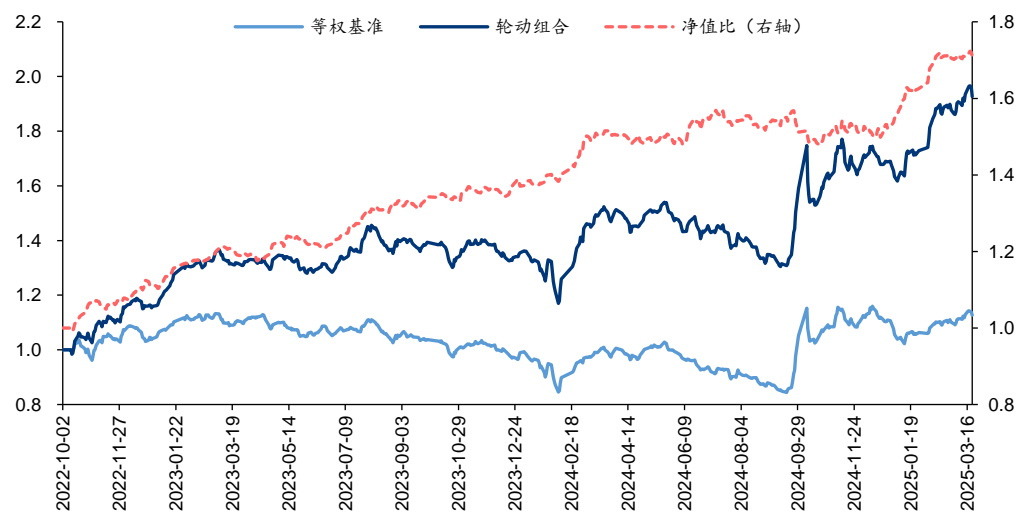
资料来源: Wind, 华泰研究

## 遗传规划行业轮动模型看好贵金属、地产、商贸、计算机、电子

遗传规划行业轮动模型直接对行业指数的量价、估值等数据进行因子挖掘，每季度末更新因子库。模型采用周频调仓，每周末会选出多因子综合得分最高的五个行业进行等权配置。具体细节可参考《双目标遗传规划应用于行业轮动》(2024-05-20)。

上周模型下跌 0.39%，超额收益为-0.27%。今年以来，模型取得绝对收益 14.89%，超额收益 12.18%。下周模型看好贵金属、地产、商贸、计算机、电子。既有 AI 热点板块计算机和电子，也有顺周期代表房地产、商贸，同时还包含避险属性的贵金属板块，整体持仓相对均衡，进可攻、退可守。相比于上期，最新持仓剔除了传媒和消费者服务，新增了计算机和电子行业，对于消费板块的持仓有所下降，自 3 月 14 日消费板块大涨后，交易热度有所退潮，投资者对于消费板块行情的可持续性仍存分歧。

图表10：遗传规划模型净值曲线



资料来源：Wind，华泰研究

图表11：遗传规划模型业绩表现（不考虑交易费用）

回溯区间	20220930-20250221	年化收益	年化波动	夏普比率	最大回撤	卡玛比率	上周收益	YTD
行业轮动策略		31.67%	18.01%	1.76	-19.63%	1.61	-0.39%	14.89%
行业等权基准		5.14%	16.51%	0.31	-25.46%	0.20	-0.12%	2.71%

资料来源：Wind，华泰研究

从近八周持仓来看，遗传规划行业轮动模型基本上能紧跟市场主线，捕捉到热点板块，2 月份模型一直持有传媒、计算相关板块，全程参与了由 DeepSeek 引发的 AI 行情；3 月中上旬模型增配了低位的消费板块。同时，模型也并非一味追逐趋势，配置强势板块，也会兼顾估值、波动等因素配置具备风险对冲效果的板块，比如近 4 周模型在持有 AI 相关行业的同时，也一直配置了相关性较低的房地产、商贸零售行业。

图表12：遗传规划模型最近 9 个星期持仓

考察日期	第 1 名	第 2 名	第 3 名	第 4 名	第 5 名
第 1 周 (20250127-20250127)	传媒	房地产	稀有金属	计算机	国防军工
第 2 周 (20250205-20250207)	传媒	房地产	计算机	稀有金属	国防军工
第 3 周 (20250210-20250214)	传媒	房地产	计算机	国防军工	稀有金属
第 4 周 (20250217-20250221)	传媒	房地产	稀有金属/贵金属	计算机	商贸零售
第 5 周 (20250224-20250228)	传媒	房地产	商贸零售	贵金属	纺织服装
第 6 周 (20250303-20250307)	商贸零售	传媒	房地产	贵金属	纺织服装
第 7 周 (20250310-20250314)	商贸零售	传媒	房地产	贵金属	纺织服装
第 8 周 (20250317-20250321)	商贸零售	房地产	贵金属	传媒	消费者服务
第 9 周 (20250324-20250328)	商贸零售	房地产	贵金属	计算机	电子

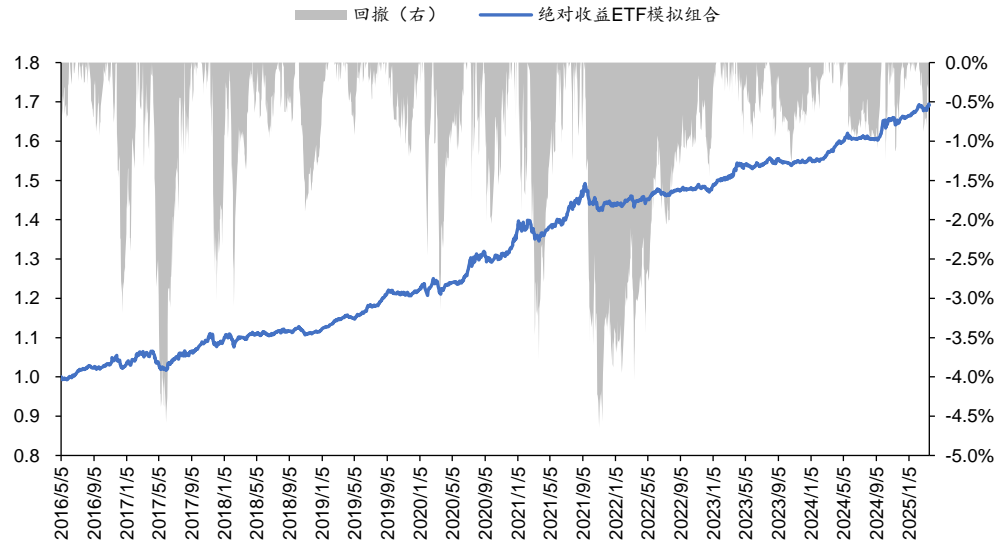
注：若同属一个一级行业的二级行业同时被选中，共享 20% 的配置比例

资料来源：Wind，华泰研究

## 绝对收益 ETF 模拟组合：今年以来累计收益 1.71%

境内绝对收益 ETF 模拟组合的大类资产配置权重主要根据各类资产近期趋势进行计算，趋势较强的资产赋予较高的权重；权益资产内部配置权重则直接采用月频行业轮动模型的每月观点。模型上周上涨 0.20%，今年以来累计上涨 1.71%。

图表13：绝对收益 ETF 模拟组合回测净值表现（2016-05-05 至 2025-03-21）



资料来源：Wind，华泰研究

图表14：绝对收益 ETF 模拟组合回测指标（2016-05-05 至 2025-03-21）

年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率	今年以来收益率	近一周收益率
6.33%	3.81%	4.65%	1.66	1.36	1.71%	0.20%

资料来源：Wind，华泰研究

下表展示了绝对收益 ETF 模拟组合 2025 年 3 月持仓资产，权益内部持有钢铁、机械、汽车、有色金属、基础化工等相关标的，商品内部持有黄金、能源化工相关 ETF。由于 A 股今年以来趋势整体较强，权益仓位有所抬升。

图表15：绝对收益 ETF 模拟组合 2025 年 3 月持仓资产权重

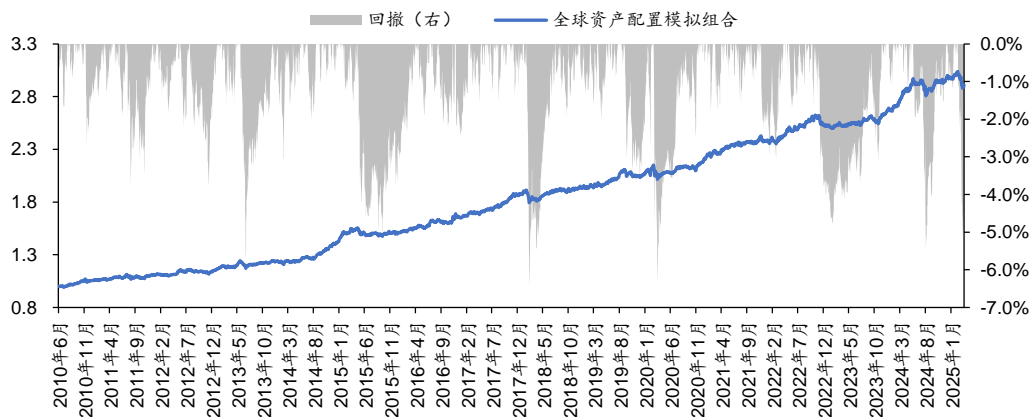
大类资产	行业/品种	跟踪指数	ETF/基金产品	基金代码	本期权重	上期权重		
股票	钢铁	中证钢铁	国泰中证钢铁 ETF	515210.SH	2%	0.00%		
			机械	中证机床	国泰中证机床 ETF	159667.SZ	2%	0.00%
					汽车	中证 800 汽车	国泰中证 800 汽车与零部件 ETF	516110.SH
	通信	通信设备	国泰中证全指通信设备 ETF	515880.SH	0.00%	1.30%		
	交通运输	CS 物流	富国中证现代物流 ETF	516910.SH	0.00%	1.30%		
	有色金属	中证有色	国泰中证有色金属 ETF	159881.SZ	1.88%	1%		
	基础化工	细分化工	鹏华中证细分化工产业主题 ETF	159870.SZ	1.88%	1%		
	银行	中证银行	华宝中证银行 ETF	512800.SH	0.00%	1%		
	债券	长债		兴业添利	001299.OF	12.30%	12.64%	
广发纯债 A				270048.OF	12.30%	12.64%		
中银纯债 A				380005.OF	12.30%	12.64%		
短债				嘉实超短债 C	070009.OF	12.30%	12.64%	
				博时安盈 A	000084.OF	12.30%	12.64%	
				兴业短债 A	002301.OF	12.30%	12.64%	
商品	黄金	SGE 黄金 9999	华安黄金 ETF	518880.SH	14.59%	13.27%		
	能源化工	易盛能化 A	建信易盛郑商所能源化工期货 ETF	159981.SZ	2%	4.35%		

资料来源：Wind，华泰研究

## 全球资产配置模拟组合目前超配债券和外汇

基于周期三因子定价模型对全球大类资产未来收益率进行预测排序，最新预测排序为债券、外汇、股票、商品。采用“动量选资产，周期调权重”的风险预算框架，构建全球资产配置模拟组合，策略目前超配债券和外汇。模拟组合在回测区间内年化收益率为 7.48%，夏普比率 1.54，近一周收益率 0.47%，今年以来收益-2.04%。目前策略赋予较高风险预算的资产为中国债券、美元指数等。

图表16：全球资产配置模拟组合回测净值表现（2010-06-01至2025-03-20）



资料来源：Wind，华泰研究

图表17：全球资产配置模拟组合回测指标（2010-06-01至2025-03-20）

年化收益率	年化波动率	最大回撤	夏普比率	Calmar 比率	今年以来收益率	近一周收益率
7.48%	4.84%	-6.44%	1.54	1.16	-2.04%	0.47%

资料来源：Wind，华泰研究

图表18：全球资产配置模拟组合近12个月的资产权重

配置权重	2025/03	2025/02	2025/01	2024/12	2024/11	2024/10	2024/09	2024/08	2024/07	2024/06	2024/05	2024/04
沪深300	1.79%	1.99%	4.13%	3.76%	3.13%	2.89%				7.16%	10.29%	9.07%
中证500	1.51%	1.68%	3.54%	3.27%	0.93%	0.82%					1.18%	
恒生指数	1.54%	1.96%	3.88%	3.77%	2.88%	3.54%	5.37%	4.56%	5.99%	4.70%	2.13%	1.97%
标普500	3.56%	3.80%	7.95%	9.70%	8.66%	6.89%	6.00%	6.28%	12.42%	9.37%	10.51%	12.73%
纳斯达克100	2.48%	2.57%	5.54%	6.59%	6.24%	4.70%	4.65%	3.94%	8.66%	6.72%	7.43%	9.28%
日经225		0.57%	3.53%	4.02%	3.06%	2.57%	1.76%	3.48%	8.05%	5.98%	7.15%	8.03%
德国DAX	3.03%	4.35%	8.69%	8.18%	9.55%	7.28%	7.61%	6.33%	9.58%	9.98%	11.09%	14.66%
中国10年国债	40.00%	40.00%	10.46%	15.15%	12.57%	9.03%	10.05%	16.62%	20.64%	15.85%	19.66%	23.28%
中国5年国债	66.53%	77.20%	15.81%	22.92%	19.29%	14.80%	15.69%	24.35%	30.33%	23.32%	27.69%	33.14%
美国10年国债	25.10%					6.25%	5.97%	5.64%	4.50%			
美国5年国债	39.56%					9.05%	8.57%	7.88%				
德国10年国债				7.60%	4.64%	5.88%	5.69%	5.39%	1.85%			7.30%
美元指数	19.16%	20.00%	5.76%	1.59%	2.64%		1.90%	1.29%	2.73%	2.09%	2.63%	2.57%
美元兑英镑	17.92%	16.51%	1.62%	1.69%	0.70%				1.70%		0.77%	
美元兑日元		4.72%	1.04%	1.19%	1.13%	0.30%	2.54%	2.68%	4.86%	3.57%	3.78%	1.70%
美元兑欧元	17.39%	18.49%	5.15%	4.28%	2.69%		2.02%	1.97%	2.56%	2.07%	2.59%	2.46%
美元兑澳元	5.26%	5.94%	1.47%	1.39%	1.63%			1.45%	0.56%			1.79%
大商所豆粕						1.77%			2.72%	1.86%	3.07%	2.47%
Brent原油		1.81%	1.29%				3.74%	1.43%	6.40%	1.56%	1.93%	1.62%
上期所金	2.79%	4.37%	8.59%	7.34%	9.09%	7.46%	7.04%	6.41%	7.72%	6.03%	7.91%	12.09%
上期所螺纹钢		0.81%				1.16%				6.30%		
上期所铜	3.97%	4.04%			6.77%	5.82%	5.77%	4.91%	6.31%	3.81%	9.47%	11.51%
策略总仓位	251.59%	210.81%	88.44%	102.44%	95.62%	90.21%	94.37%	104.62%	137.58%	110.35%	129.29%	155.66%
模拟组合收益率	-0.80%	1.36%	0.67%	0.70%	-0.16%	2.00%	-0.64%	-0.87%	0.25%	1.55%	0.56%	

资料来源：Wind，华泰研究



### 风险提示

- 1) 周度观点基于数据和逻辑推演，无法保证永远正确；
- 2) 相关模型均根据历史规律总结，历史规律可能失效。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，林晓明、陈烨、李聪、刘志成、张泽、韩哲、韩永蔚、徐特，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师林晓明、陈焯、李聪、刘志成、张泽、韩哲、韩永蔚、徐特本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司