

金融工程 | 专题报告

# 企业盈利指数确认上行，成长中性策略 表现优异——周报 2025年9月12日



## | 报告要点

成长中性策略本周取得 0.20% 的超额收益；宏观环境 Logit 预测值较上周有所上升；本周企业盈利指数有所上升；多维度择时模型给出多头信号 (1)；通信服务行业景气指数预测值较上周回升明显；钢铁板块当下结构风险最高，大科技板块整体估值风险较高；融资资金本周净流入；最新一期中证 500 股指期货择时信号为多头；本期行业轮动双剔除版本的配置为银行、种植业、酒店餐饮、白色家电、照明设备 II；ETF 轮动策略今年以来年化超额收益率 15.65%；本周规模因子表现较好；以遗传规划为基础的中证全指指数增强组合本周超额 0.14%。

## | 分析师及联系人



陆豪

SAC: S0590523070001



康作宁

SAC: S0590524010003



陈阅川

SAC: S0590524050004



陆诵韬



周籽聪

## 金融工程定期

# 企业盈利指数确认上行，成长中性策略表现优异——周报 2025 年 9 月 12 日

### 相关报告

- 1、《行业轮动超额优异，两融资金持续流入——周报 2025 年 3 月 21 日》2025.03.23
- 2、《中证 1000 增强表现亮眼，景气指数反转上升——周报 2025 年 3 月 14 日》2025.03.17

### ➤ 主动量化策略跟踪：成长中性策略本周超额 0.20%

本周主动量化策略表现优异，成长中性策略实现了 0.20% 的超额收益。

### ➤ 多维度择时模型：择时信号给出多头

截至 2025 年 9 月 12 日，宏观环境预测值上行，中观景气度上行，对应三维度模型经济周期 3-1，多头信号；中证 500 股指期货基差构建的择时模型本周出现多头信号，模型累计仓位为多头（0.4）；最终合成多维度择时信号为（1）。

### ➤ 中观景气度 2.0：景气指数上行

当前景气指数预测值为 0.839，剔除大金融板块景气指数为 1.330，本周景气度预测值较上周百分比增幅前三的行业为通信服务、酒店餐饮、林业 II；景气度预测值较上周百分比降幅前三的行业为渔业、汽车、纺织服饰。

### ➤ Barra 风格因子表现：本周规模因子表现较好

2025 年 9 月 8 日至 2025 年 9 月 12 日，规模因子表现较好，质量因子表现较差。本月（9 月以来）波动性因子表现较好，最近一年动量（反转）因子和波动性因子表现较好。

### ➤ 资金流：两融本周净流入 521.20 亿元

两融资金从 2023 年 7 月至 2025 年 9 月 12 日，净流入近 9875.27 亿元；2025 年 9 月 8 日至 2025 年 9 月 12 日累计净流入 521.20 亿元。

### ➤ 行业轮动组合：银行、种植业、酒店餐饮、白色家电、照明设备 II

2025 年 9 月基准收益率为 0.64%，无剔除版因子轮动行业增强收益为 -0.03%，超额为 -0.68%。双剔除版因子轮动行业增强收益为 -0.03%，超额为 -0.68%。

### ➤ 选股因子组合：中证全指指数增强本周超额 0.14%

基于遗传规划构建的沪深 300、中证 500、中证 1000 和中证全指指数增强组合本周绝对收益分别为 0.61%、2.44%、0.70% 和 2.21%，今年以来超额收益分别为 -3.60%、-2.04%、-0.32% 和 11.50%，2016 年至今累计超额收益分别为 485.09%、256.99%、481.48% 和 875.23%。

**风险提示：**量化模型存在失效风险，信息仅供参考，不构成投资建议。市场存在波动性和不确定性，投资需谨慎。过去的业绩表现不能保证未来的收益，投资者应根据自身的风险承受能力和投资目标独立判断并做出决策。



扫码查看更多

## 正文目录

1. 主动量化策略跟踪：成长中性策略表现突出.....	5
1.1 主动量化策略简介 .....	5
1.2 主动量化策略绩效统计 .....	5
2. 多维度择时模型：宏观 Logit 预测值持续上行，模型保持多头信号.....	6
2.1 多维度择时模型合成 .....	6
2.2 宏观信号 .....	7
2.3 中观景气度 2.0：景气指数上行.....	10
2.4 微观结构：本周宽基指数估值均有所上升.....	12
2.5 衍生品择时信号：中证 500 出现多头信号.....	15
3. Barra 风格因子表现与资金流：本周规模因子表现较好.....	16
3.1 Barra CNE6 模型简介 .....	16
3.2 Barra CNE6 因子表现.....	16
3.3 资金流和定量配置信号：两融资金本周累计净流入 521.20 亿元.....	18
4. 行业轮动跟踪：配置银行、种植业、酒店餐饮、白色家电、照明设备 II ...	19
4.1 行业表现和因子表现 .....	19
4.2 组合绩效回顾 .....	20
4.3 配置银行、种植业、酒店餐饮、白色家电、照明设备 II .....	22
4.4 国联民生行业轮动策略 2.0 .....	22
4.5 基于基本面轮动、质量低波以及困境反转的 ETF 轮动策略.....	25
5. 遗传规划指增跟踪：中证全指指数增强模型本周超额收益 0.14% .....	28
5.1 沪深 300 指数增强 .....	28
5.2 中证 500 指数增强 .....	30
5.3 中证 1000 指数增强 .....	30
5.4 中证全指指数增强 .....	31
6. 风险提示 .....	33

## 图表目录

图表 1：国联民生主动量化策略绩效.....	5
图表 2：三维度划分经济周期.....	6
图表 3：中证 500 多维度择时策略(截至 2025 年 9 月 12 日).....	7
图表 4：宏观环境变量(平稳化处理)当期变化及影响系数.....	8
图表 5：宏观 Logit 模型最新预测值.....	8
图表 6：宏观 Logit 模型历史预测值.....	9
图表 7：景气度指数 2.0—领先预测 A 股盈利扩张周期时序值(截至 2025 年 9 月 12 日).....	10
图表 8：中观景气变化-截面值.....	11
图表 9：分行业景气度预测值与景气度较上周变化.....	11
图表 10：微观结构风险刻画.....	12
图表 11：各宽基指数微观结构风险.....	12
图表 12：月度-各宽基指数微观结构风险变化.....	13

图表 13:	月度-各宽基指数微观结构风险变化.....	14
图表 14:	基于基差的股指期货择时信号.....	15
图表 15:	Barra 风格因子表现(截至 2025 年 9 月 12 日).....	16
图表 16:	2022 年以来 Barra 因子累计收益率(截至 2025 年 9 月 12 日).....	17
图表 17:	融资净买入额.....	18
图表 18:	2025 年当月各行业区间收益率(截至 2025 年 9 月 12 日).....	19
图表 19:	2025 年当月因子累计收益率(截至 2025 年 9 月 12 日).....	20
图表 20:	2022 年 1 月以来因子收益率走势(截至 2025 年 9 月 12 日).....	20
图表 21:	行业轮动组合收益率 vs 基准收益率.....	21
图表 22:	行业轮动组合净值走势(无剔除).....	21
图表 23:	行业轮动组合净值走势(双剔除).....	21
图表 24:	最新截面行业权重以及相关 ETF.....	22
图表 25:	量化行业轮动策略框架.....	23
图表 26:	因子行业轮动策略净值(无剔除).....	23
图表 27:	因子行业轮动策略净值(双剔除).....	24
图表 28:	周期因子行业轮动策略分年度绩效(截至 2025 年 9 月 12 日).....	24
图表 29:	周期因子行业轮动策略分年度绩效(双剔除) (截至 2025 年 9 月 12 日) .....	25
图表 30:	三策略核心因子与策略优势.....	25
图表 31:	三策略融合的 ETF 轮动净值(截至 2025 年 9 月 12 日).....	26
图表 32:	三策略融合的 ETF 轮动分年度绩效(截至 2025 年 9 月 12 日).....	26
图表 33:	最新截面 ETF 及权重.....	27
图表 34:	沪深 300 指数增强绩效跟踪.....	28
图表 35:	沪深 300 选股因子, 分年绩效统计(截至 2025 年 9 月 12 日).....	29
图表 36:	中证 500 指数增强绩效跟踪.....	30
图表 37:	中证 500 选股因子, 分年绩效统计(截至 2025 年 9 月 12 日).....	30
图表 38:	中证 1000 指数增强绩效跟踪.....	31
图表 39:	中证 1000 选股因子, 分年绩效统计(截至 2025 年 9 月 12 日).....	31
图表 40:	中证全指指数增强绩效跟踪.....	32
图表 41:	中证全指选股因子, 分年绩效统计(截至 2025 年 9 月 12 日).....	32

# 1. 主动量化策略跟踪：成长中性策略表现突出

## 1.1 主动量化策略简介

截至目前，国联民生金工主动量化团队研发并持续跟踪以下量化策略。

### ● 绝对收益策略：

1. 期权增强策略：依靠统计套利获取趋势收益，利用期权控制组合风险。
2. 多维度择时策略：通过宏观、中观、微观经济环境，日内高频衍生品趋势合成归一化择时信号，构建多维度择时策略。

### ● 相对收益策略：

3. 行业轮动策略：通过信用及企业盈利构建经济四象限，开发包括一致预期景气、超越预期盈利、龙头效应、行业估值泡沫、反转因子、动量因子、拥挤度、通胀 beta 在内的多维度行业风格因子，构建了适用于 A 股市场的行业轮动策略。
4. 可转债随机森林：利用随机森林这一机器学习方法，以决策树为基础筛选出每期具有超额收益潜力的标的。构建高胜率可转债择券策略。
5. 增强策略：对特色选股因子和分域因子复合后，采用均值方差模型进行组合优化，限制行业暴露，构建红利增强策略、价值中性策略、成长中性策略。

## 1.2 主动量化策略绩效统计

本周主动量化策略表现优异，成长中性策略实现了 0.20% 的超额收益。

图表1：国联民生主动量化策略绩效

组合名称	组合基准	本周表现		本月表现		本年表现		最近一年表现			
		绝对收益率	超额收益率	绝对收益率	超额收益率	绝对收益率	超额收益率	年化收益率	超额年化收益率	夏普率	区间最大回撤
多维度择时策略	中证500指数	3.38%	0.00%	1.47%	0.00%	17.41%	-7.43%	50.64%	-8.32%	0.75	-36.22%
行业轮动策略	中证全指指数	0.57%	-1.50%	-0.02%	-0.64%	6.33%	-14.90%	40.73%	-14.50%	2.00	-8.37%
可转债随机森林	Wind转债等权指数	0.41%	-0.30%	1.60%	0.38%	16.16%	-4.09%	41.25%	1.15%	3.38	-4.49%
红利增强策略	中红全收益指数	0.25%	-0.18%	0.40%	0.48%	13.53%	10.03%	41.39%	17.87%	2.40	-6.82%
价值中性策略	中证全指指数	0.84%	-1.23%	-1.22%	-1.84%	13.92%	-7.31%	47.99%	-8.45%	2.14	-11.34%
成长中性策略	中证全指指数	2.27%	0.20%	-3.08%	-3.70%	28.45%	7.22%	67.86%	11.42%	2.47	-17.32%

资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

## 2. 多维度择时模型：宏观 Logit 预测值持续上行，模型保持多头信号

### 2.1 多维度择时模型合成

#### 2.1.1 宏观、微观、中观、衍生品四维度择时

根据宏观、微观、中观信号将 A 股划分为 9 个状态，分别对应多空信号形成三维大周期择时信号，在此基础上叠加股指期货基差产生的衍生品信号，合成四维度非线性择时模型，具体模型细节可参见《融合股指期货贴水的四因子择时策略》。

图表2：三维度划分经济周期

状态	宏观环境	景气周期	景气方向	多空信号
1-1	宏观利多	中观景气	上行	多
1-2	宏观利空	中观景气	上行	多
2-1	宏观利多	中观景气	下行	多
2-2	宏观利空	中观景气	下行	空
3-1	宏观利多	中观萧条	上行	多
3-2	宏观利空	中观萧条	上行	空
4-1	宏观利多	中观萧条	下行	多
4-2	宏观利空	中观萧条	下行	空
5	微观风险结构>0.8			空

资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

#### 2.1.2 多维度择时模型最新信号

目前宏观环境预测值继续上行，中观景气度处于上行区间，对应三维度择时模型中的 3-1 状态，多头；最新基于中证 500 股指期货基差衍生品信号为 0.4；最终合成多维度择时信号为多头（1）。

图表3：中证 500 多维度择时策略(截至 2025 年 9 月 12 日)



资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

## 2.2 宏观信号

从短期货币流动性、长端利率、信用、经济增长以及汇率五个维度刻画宏观环境运行状态。

### 2.2.1 当前宏观变量变化

截至 2025 年 9 月 12 日，短期国债收益率下行、人民币汇率指数下行。

**图表4：宏观环境变量(平稳化处理)当期变化及影响系数**

类型	变量	前值 (2025-9-5)	最新值	变化值	影响系数
短期货币流动性	银行间债券质押式回购	-0.366	-0.364	0.003	-1.480
	SHIBOR: 3个月	-0.284	-0.302	-0.018	0.430
	R-007	0.542	0.600	0.058	1.436
	1年期国债到期收益率	-0.255	-0.332	-0.077	-1.760
长端利率	3/5/10年期国债到期收益率	-1.428	-1.430	-0.002	-2.855
	2/10年期美债到期收益率	-2.278	-2.248	0.030	-4.430
汇率	人民币汇率指数	0.768	0.761	-0.007	0.019
信用	社融: 新增人民币贷款	-0.177	-0.153	0.024	-0.349
	信用利差: 全体产业债	-0.384	-0.435	-0.051	-2.052
	M1: 同比	-0.252	-0.252	0.000	-1.202
	M2: 同比	-0.129	-0.154	-0.025	0.877
国内经济增长	PMI: 新订单&新出口订单	-3.405	-3.419	-0.015	-3.636
海外主要经济体	欧元区: 制造业PMI	0.289	0.236	-0.053	-0.733
	日本: 制造业PMI	-1.066	-1.102	-0.036	-0.901
	美国: ISM制造业PMI	-0.099	-0.294	-0.195	0.828
国内通胀水平	CPI: 居民消费价格指数	-0.018	-0.117	-0.099	2.310

资料来源: wind, 国联民生证券研究所整理

### 2.2.2 最新 Logit 预测结果

宏观状态事件预测模型最新 Logit 预测值为 0.909, 上月末值为 0.894。宏观环境 Logit 较上周五有所上升。

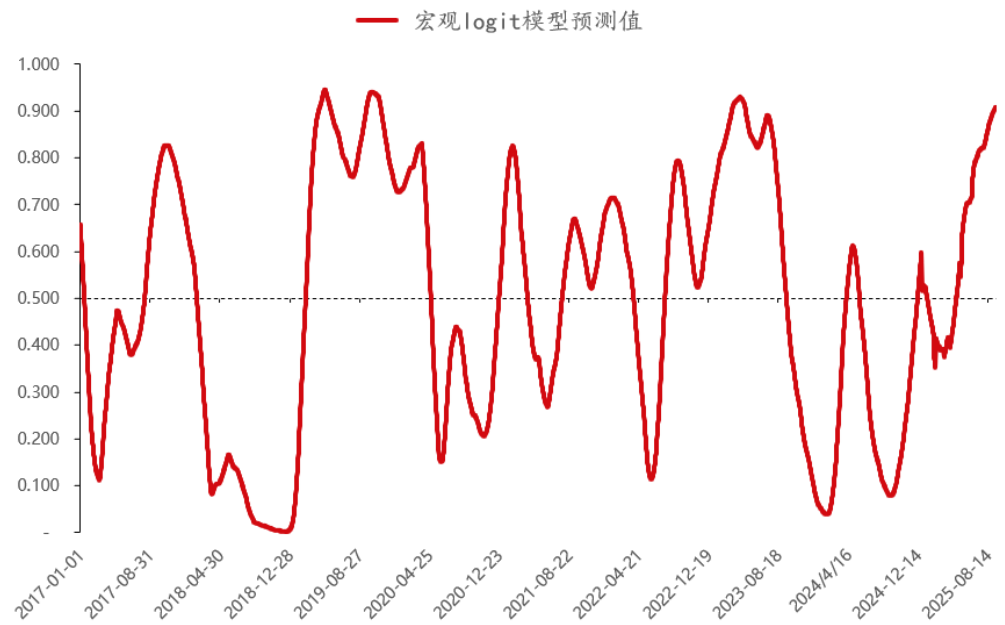
**图表5：宏观 Logit 模型最新预测值**

	2025/7/31	2025/8/31	2025/9/12
宏观Logit预测值	0.823	0.894	0.909

资料来源: wind, 国联民生证券研究所整理

宏观 Logit 模型历史预测值, 时间区间 2017 年 1 月 1 日至 2025 年 9 月 12 日:

图表6: 宏观 Logit 模型历史预测值



资料来源: wind, 国联民生证券研究所整理

## 2.3 中观景气度 2.0：景气指数上行

### 2.3.1 行业景气指数构建

一个行业的收入与产品的定价逻辑及公开市场的交易量相关，盈利能力则牵涉到成本与价格的差异。我们对公司的运营情况进行准确无误的追踪难度较高，实际预测中只能通过识别主营业务，然后通过追踪主营业务的营收和成本情况来监控其整体的景气度情况。我们通过以下步骤来对行业基本面进行刻画：

- ◆ 基于产业链系统分析，追踪上下游行业部门；
- ◆ 对行业进行财务指标分解，挖出可追踪的重点指标；
- ◆ 重构一套行业的景气度追踪框架。

### 2.3.2 中观景气指数 2.0 合成

得到各行业景气指数之后，计算上证指数每日各行业市值权重，按此权重加权各行业景气指数合成关于上证指数的新景气指数 2.0。

图表7：景气度指数 2.0—领先预测 A 股盈利扩张周期时序值(截至 2025 年 9 月 12 日)



资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

截至 2025 年 9 月 12 日，当前景气指数为 0.839，本周高频企业盈利指数较上周有所上升；当前剔除大金融板块景气指数为 1.330，较上周有所上升。

图表8：中观景气变化-截面值

变量	最新值	前值 (2025. 8. 31)	前值 (2025. 7. 31)
景气指数2.0	0.839	0.723	-0.302
景气指数2.0_剔除大金融板块	1.330	1.227	0.149

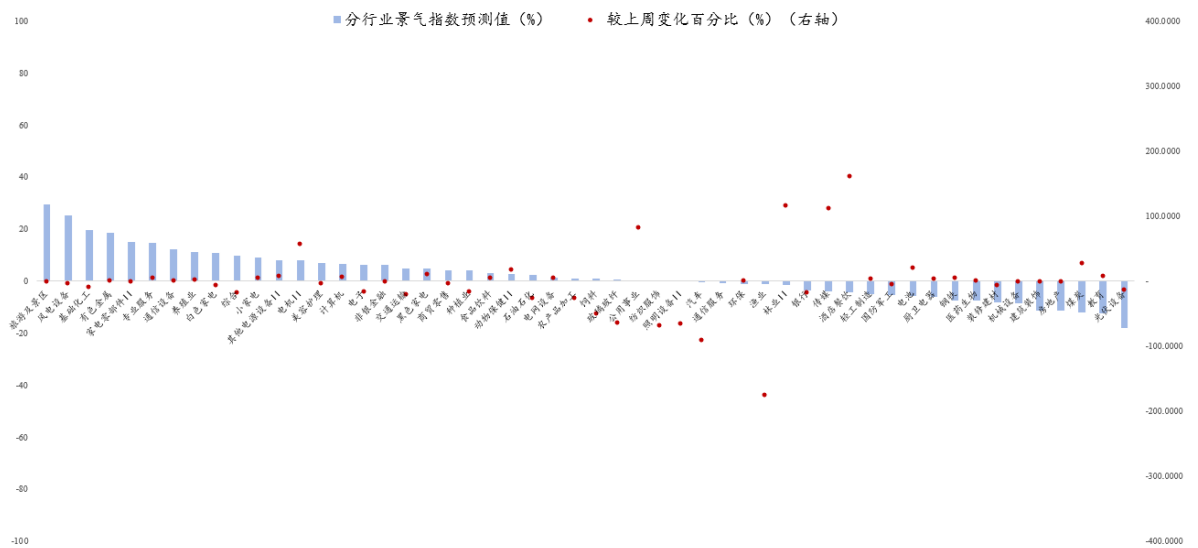
资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

### 2.3.3 分行业景气度一览

截至 2025 年 9 月 12 日，分行业景气度预测值前三的行业依次为旅游及景区、风电设备、基础化工；景气度预测值后三的行业依次为光伏设备、教育、煤炭。

本周景气度预测值较上周百分比增幅前三的行业为通信服务、酒店餐饮、林业 II；景气度预测值较上周百分比降幅前三的行业为渔业、汽车、纺织服饰。

图表9：分行业景气度预测值与景气度较上周变化



资料来源：wind，国联民生证券研究所整理（注：渔业较上周下降 175%，通信服务较上周上升 494%）

## 2.4 微观结构：本周宽基指数估值均有所上升

### 2.4.1 微观结构风险刻画指标

以估值、风险溢价、波动率以及流动性四类均值回复性较强的因子刻画各宽基指数的微观结构风险。

图表10：微观结构风险刻画

结构风险	刻画方式
估值	市盈率与市净率在过去5年中所处分位数的均值
风险溢价	ERP (ep-rf: 市盈率倒数减去一年期定存利率) 在过去5年中所处的分位数
波动率	50日波动率在过去5年中所处分位数
流动性	自由流通市值换手率在过去5年中所处分位数
结构风险因子	四因子等权相加

资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

### 2.4.2 本周宽基指数估值均有所上升

A股整体结构性风险系数([0, 1]范围取值)恢复至平稳位置，本周沪深300、中证全指、中证500、中证1000估值有所上升。中证500当下结构风险较高。

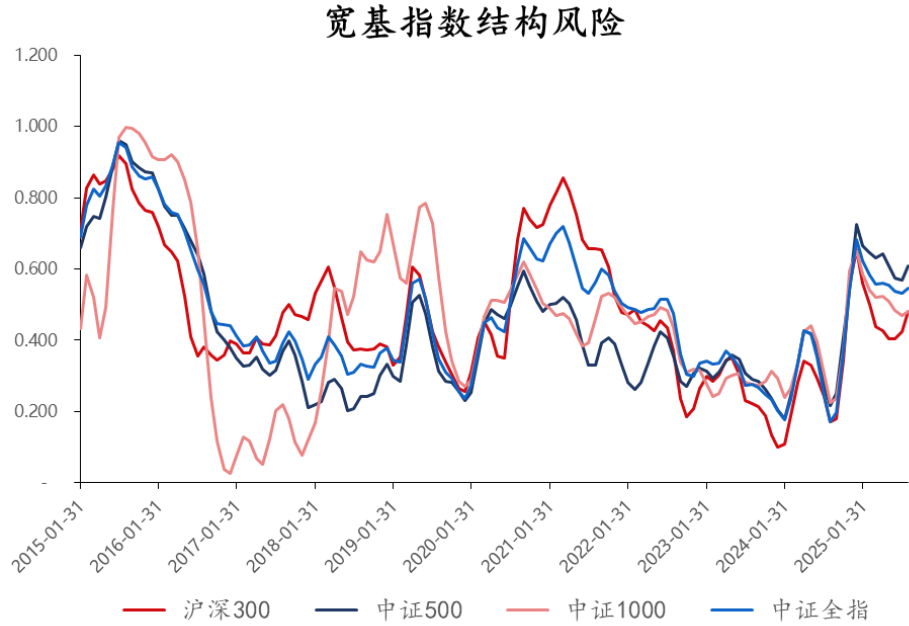
图表11：各宽基指数微观结构风险

宽基指数	估值	风险溢价	波动率	流动性	结构风险	结构风险MA30
中证全指	0.846	0.738	0.414	0.964	0.740	0.576
沪深300	0.755	0.682	0.398	0.963	0.700	0.524
中证500	1.000	0.859	0.581	0.970	0.852	0.655
中证1000	0.801	0.567	0.340	0.958	0.667	0.509

资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

如下图所示，月度宽基指数的微观结构风险变化，时间区间2015年1月31日至2025年8月31日，宽基指数结构风险近期有所上升：

图表12：月度-各宽基指数微观结构风险变化



资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

### 2.4.3 行业结构风险：科技板块当前估值较高

截至 2025 年 9 月 12 日，钢铁、建筑材料、银行板块当下结构风险较高，食品饮料、农林牧渔、家用电器、社会服务板块当下结构风险较低，大科技板块整体估值风险较高。

图表13：月度-各宽基指数微观结构风险变化

分类	行业	估值	风险溢价	波动率	流动性	结构风险
科技	电子	0.992	0.710	0.796	0.964	0.575
	计算机	0.988	0.502	0.379	0.890	0.593
	通信	0.996	0.660	0.962	0.974	0.648
	传媒	0.988	0.676	0.057	0.860	0.575
消费	食品饮料	0.207	0.227	0.060	0.678	0.240
	家用电器	0.484	0.245	0.065	0.902	0.350
	纺织服饰	0.808	0.546	0.050	0.946	0.597
	医药生物	0.686	0.703	0.262	0.846	0.553
	美容护理	0.420	0.357	0.128	0.836	0.428
	商贸零售	0.859	0.682	0.201	0.933	0.575
	社会服务	0.391	0.278	0.030	0.858	0.346
周期	农林牧渔	0.343	0.102	0.242	0.890	0.256
	基础化工	0.681	0.784	0.322	0.886	0.574
	钢铁	0.852	0.998	0.595	0.922	0.757
	有色金属	0.711	0.615	0.426	0.986	0.512
	煤炭	0.632	0.998	0.337	0.762	0.577
	石油石化	0.565	0.810	0.184	0.762	0.498
	房地产	0.752	0.999	0.256	0.960	0.630
	建筑装饰	0.691	0.920	0.301	0.926	0.591
	交通运输	0.560	0.695	0.201	0.905	0.479
公用事业	0.627	0.263	0.130	0.838	0.355	
制造	电力设备	0.536	0.525	0.349	0.964	0.447
	机械设备	0.982	0.560	0.388	0.921	0.569
	汽车	0.820	0.349	0.038	0.974	0.430
	轻工制造	0.787	0.497	0.018	0.972	0.491
	环保	0.844	0.736	0.157	0.902	0.576
	建筑材料	0.684	0.990	0.749	0.940	0.738
	国防军工	0.952	0.372	0.532	0.884	0.607
金融	银行	0.680	0.669	0.211	0.926	0.677
	非银金融	0.604	0.147	0.368	0.874	0.501

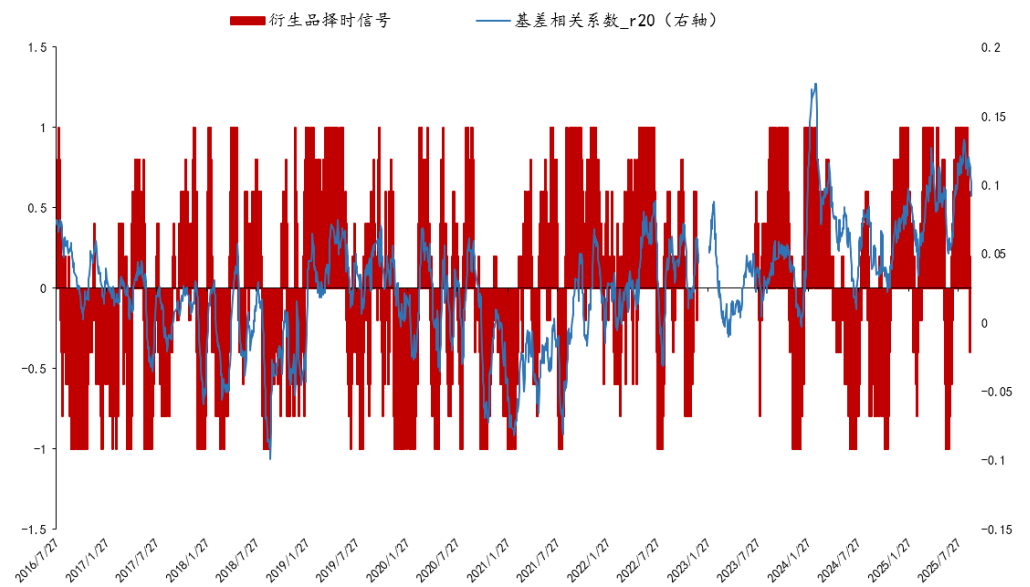
资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

## 2.5 衍生品择时信号：中证 500 出现多头信号

股指期货基差与指数自身的相关性趋势可以反映市场的情绪变化，基于此相关性进行分组测试，构建日频择时信号。

截至 2025 年 9 月 12 日，基于中证 500 股指期货基差构建的衍生品择时信号本周保持在-0.4 到 0.6 之间；以沪深 300 股指期货基差构建的衍生品择时信号在本周内信号保持在-0.4 到-0.2 之间。

图表14：基于基差的股指期货择时信号



资料来源：wind, 国联民生证券研究所整理

### 3. Barra 风格因子表现与资金流：本周规模因子表现较好

#### 3.1 Barra CNE6 模型简介

Barra CNE6 模型包括 9 个一级风格因子和 20 个二级风格因子：规模（市值、非线性市值）、波动性（BETA、残差波动率）、流动性（流动性）、动量（短期反转、季节、行业动量、动量）、质量（杠杆、盈利变动率、盈利质量、盈利能力、投资质量）、价值（价值、盈利、长期反转）、成长（成长）、分析师预期（分析师预期）、红利（红利）。通过计算各个风格因子近期收益，评估不同因子在近期市场中的表现，为因子组合优化和投资策略调整提供依据。

#### 3.2 Barra CNE6 因子表现

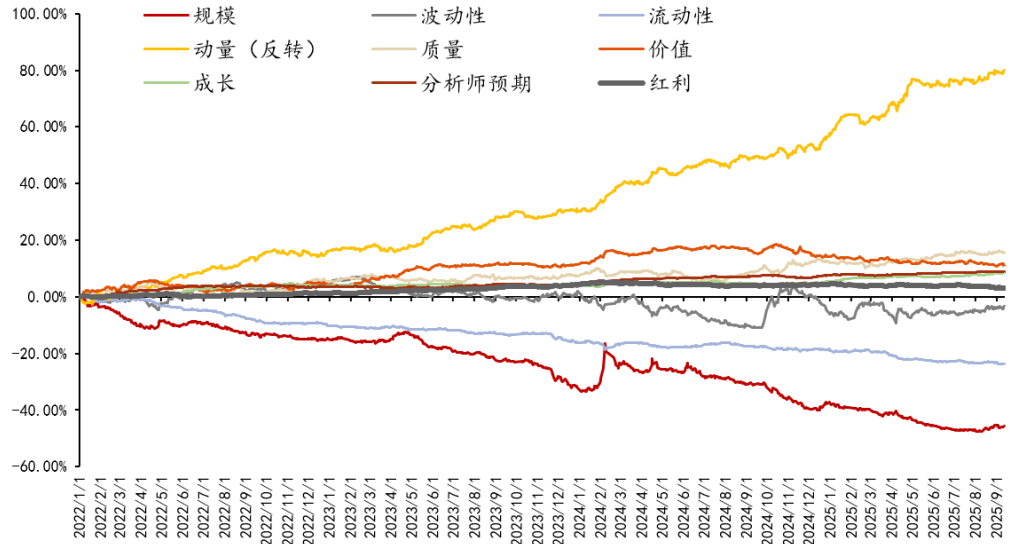
2025 年 9 月 8 日至 2025 年 9 月 12 日，规模因子表现较好，质量因子表现较差。本月（9 月以来）波动性因子表现较好，最近一年动量（反转）因子和波动性因子表现较好。

图表15: Barra 风格因子表现(截至 2025 年 9 月 12 日)

因子	本周收益	本月收益	本年收益	最近一年收益	最近一年夏普率	最近一年最大回撤
规模	0.95%	-0.87%	-12.96%	-21.35%	-2.34	-24.58%
波动性	-0.14%	0.80%	2.82%	8.28%	0.70	-12.31%
流动性	0.11%	-0.51%	-5.76%	-7.12%	-2.12	-7.67%
动量(反转)	0.48%	0.01%	14.15%	20.39%	3.31	-2.37%
质量	-0.60%	-0.15%	3.07%	6.15%	1.36	-2.94%
价值	-0.26%	-0.04%	-2.66%	-3.73%	-1.04	-6.59%
成长	0.13%	0.03%	2.93%	3.62%	3.41	-0.45%
分析师预期	0.02%	-0.06%	1.16%	1.43%	1.69	-0.91%
红利	-0.12%	-0.13%	-1.35%	-0.84%	-0.72	-1.68%

资料来源: wind, 国联民生证券研究所整理

图表16: 2022年以来 Barra 因子累计收益率(截至 2025 年 9 月 12 日)

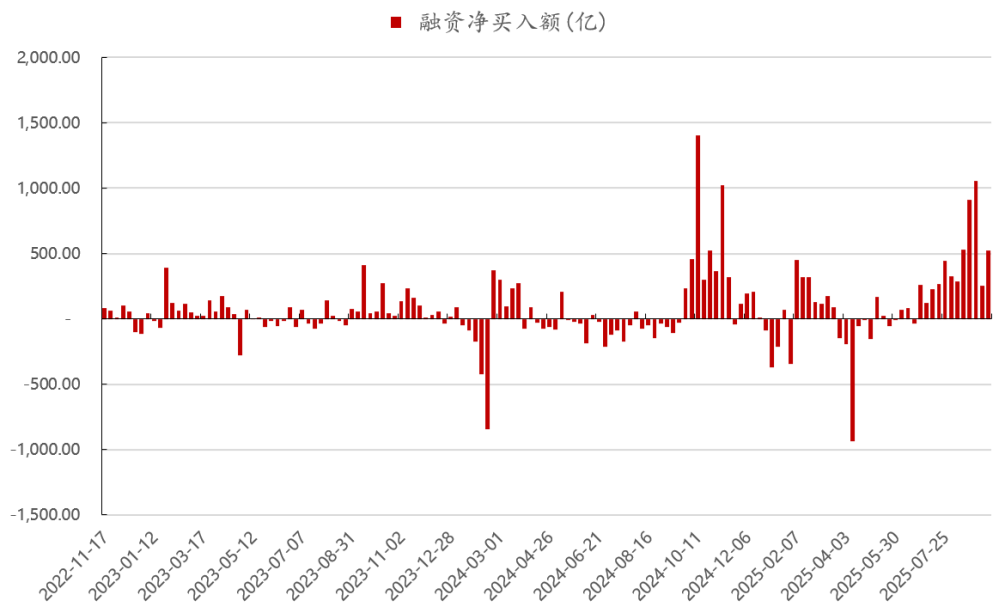


资料来源: wind, 国联民生证券研究所整理

### 3.3 资金流和定量配置信号:两融资金本周累计净流入521.20亿元

两融资金从2023年7月至2025年9月12日,净流入近9875.27亿元;2025年9月8日至2025年9月12日累计净流入521.20亿元。

图表17: 融资净买入额



资料来源: wind, 国联民生证券研究所整理

## 4. 行业轮动跟踪：配置银行、种植业、酒店餐饮、白色家电、照明设备 II

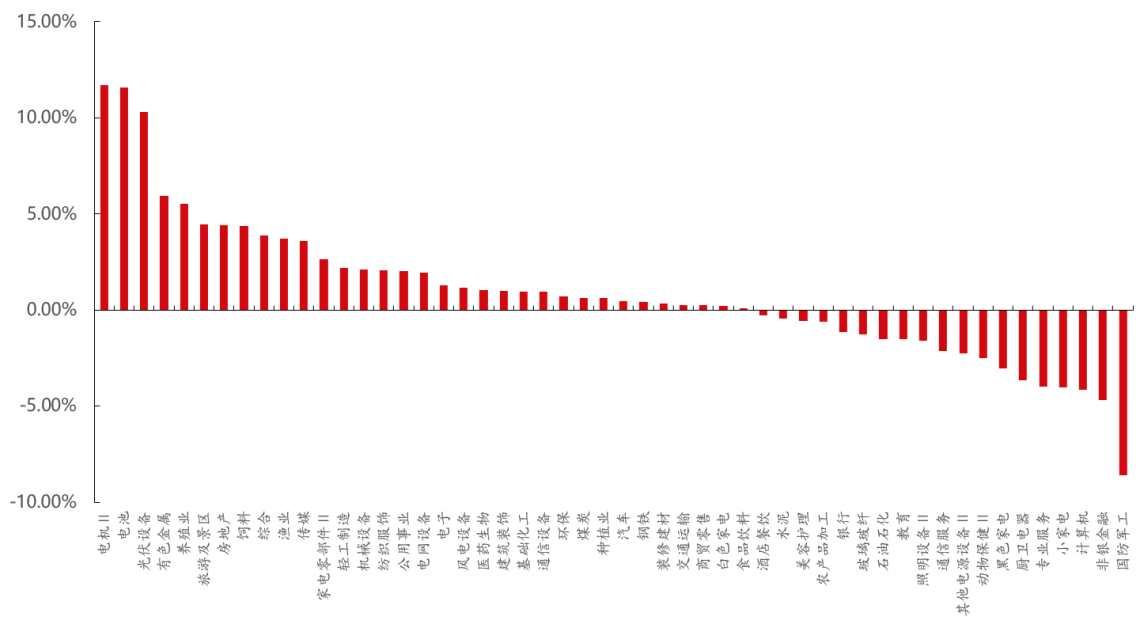
### 4.1 行业表现和因子表现

#### 4.1.1 行业表现

备注：报告中，“9月”指2025年9月1日至2025年9月30日的交易日。

如下图所示9月以来，目前主要领涨的行业为：电机 II、电池、光伏设备；主要领跌行业为国防军工、非银金融、计算机。

图表18：2025年当月各行业区间收益率（截至2025年9月12日）



资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

#### 4.1.2 因子表现

我们对行业轮动因子的收益率进行跟踪，如下图所示，其中历史年化收益率的计算区间为2017年4月至2025年9月12日，因子的具体计算方法可参见专题报告《行业配置系列 2——多宏观周期下的行业轮动因子检验》。

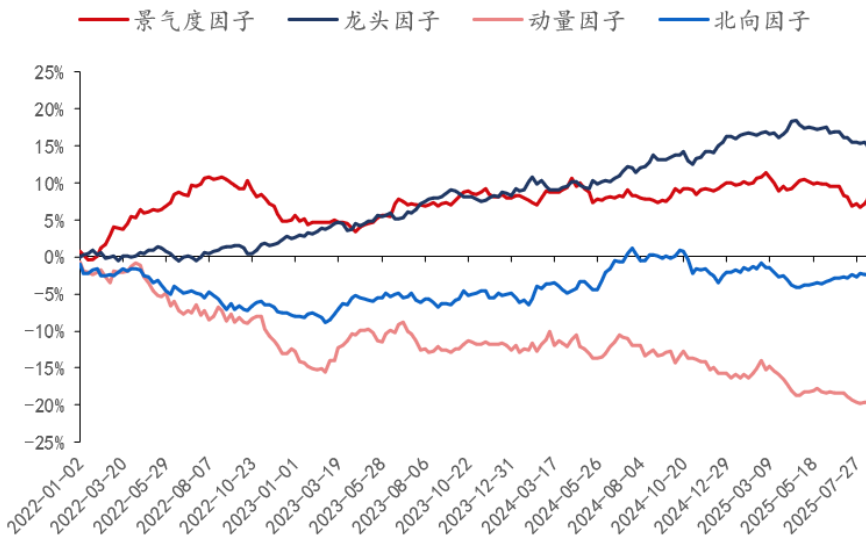
图表19：2025年当月因子累计收益率（截至2025年9月12日）

因子名称	因子方向	月收益率
一致预期行业景气度	正向	-0.19%
超越预期盈利	正向	-0.15%
龙头效应	正向	-0.73%
北向资金	正向	0.84%
估值beta	正向	1.56%
动量因子	负向	-0.55%
反转因子	正向	0.55%
拥挤度	负向	-0.76%

资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

2022年1月2日至2025年9月12日，整个区间内，龙头因子、景气度因子表现较好。

图表20：2022年1月以来因子收益率走势（截至2025年9月12日）



资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

## 4.2 组合绩效回顾

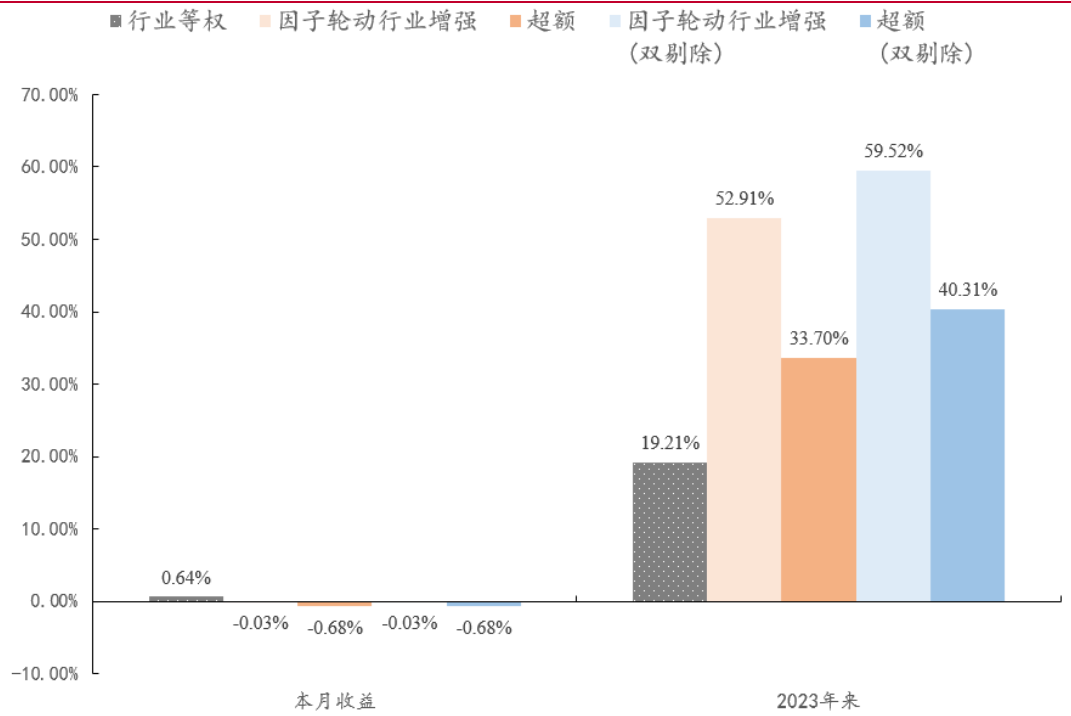
### 4.2.1 当月和2023年至今组合绩效

2025年9月基准收益率为0.64%，无剔除版因子轮动行业增强收益为-0.03%，超额为-0.68%。双剔除版因子轮动行业增强收益为-0.03%，超额为-0.68%。

2023年1月1日至2025年9月12日基准收益率为19.21%，无剔除版收益

52.91%，超额 33.70%。双剔除版收益 59.52%，超额为 40.31%。

图表21：行业轮动组合收益率 vs 基准收益率

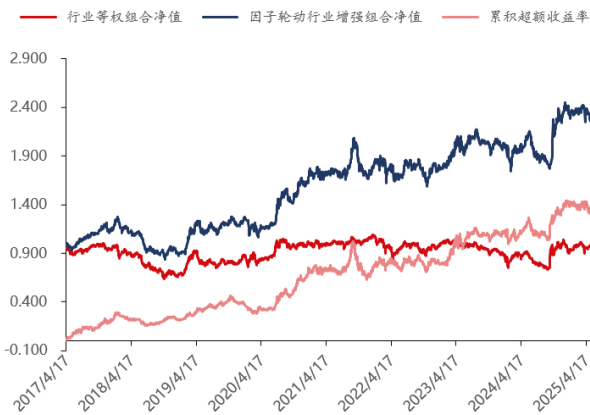


资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

### 4.2.2 月度行业轮动净值曲线

如下两图所示，无剔除版本净值曲线走势和双剔除版本净值曲线走势。

图表22：行业轮动组合净值走势(无剔除)



资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

图表23：行业轮动组合净值走势(双剔除)



资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

## 4.3 配置银行、种植业、酒店餐饮、白色家电、照明设备 II

### 4.3.1 行业最新截面权重

下图所示，为无剔除版本的最新截面行业权重，以及剔除拥挤度高和绝对估值泡沫高的行业权重。

图表24：最新截面行业权重以及相关ETF

版本	行业	Alpha	权重	行业代码	相关ETF
无剔除	银行	11.210	32.4%	801780.SI	159887.SZ 银行ETF
	种植业	9.371	23.2%	801016.SI	159825.SZ 农业ETF
	酒店餐饮	6.648	16.0%	801219.SI	159766.SZ 旅游ETF
	白色家电	5.605	14.9%	801111.SI	159996.SZ 家电ETF
	照明设备 II	5.664	13.5%	801115.SI	399320.SZ 公用事业ETF
双剔除	银行	11.210	32.4%	801780.SI	159887.SZ 银行ETF
	种植业	9.371	23.2%	801016.SI	159825.SZ 农业ETF
	酒店餐饮	6.648	16.0%	801219.SI	159766.SZ 旅游ETF
	白色家电	5.605	14.9%	801111.SI	159996.SZ 家电ETF
	照明设备 II	5.664	13.5%	801115.SI	399320.SZ 公用事业ETF

资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

## 4.4 国联民生行业轮动策略 2.0

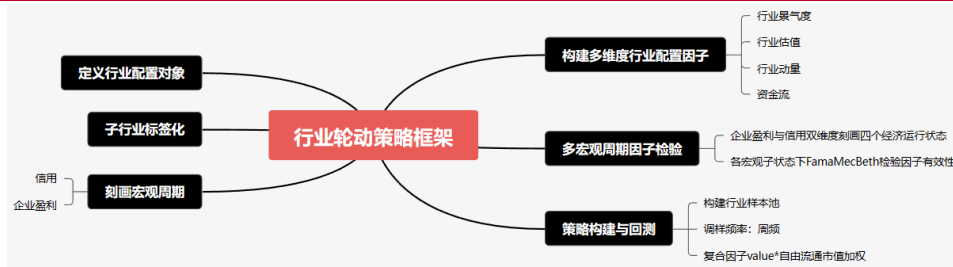
### 4.4.1 策略简介

通过信用及企业盈利构建经济四象限。分别为[企业盈利上行，信用上行]、[企业盈利上行，信用下行]、[企业盈利下行，信用上行]、[企业盈利下行，信用下行]。

并构建多维度行业风格因子，包括一致预期景气、超越预期盈利、龙头效应、行业估值泡沫、反转因子、动量因子、拥挤度、通胀 beta。在四个象限分别对各因子进行有效性检验。

基于四个经济象限的因子轮动并配置相应的高预期收益行业以此构建了适用于A股市场的行业轮动策略。

图表25：量化行业轮动策略框架



资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

### 4.4.2 策略净值曲线

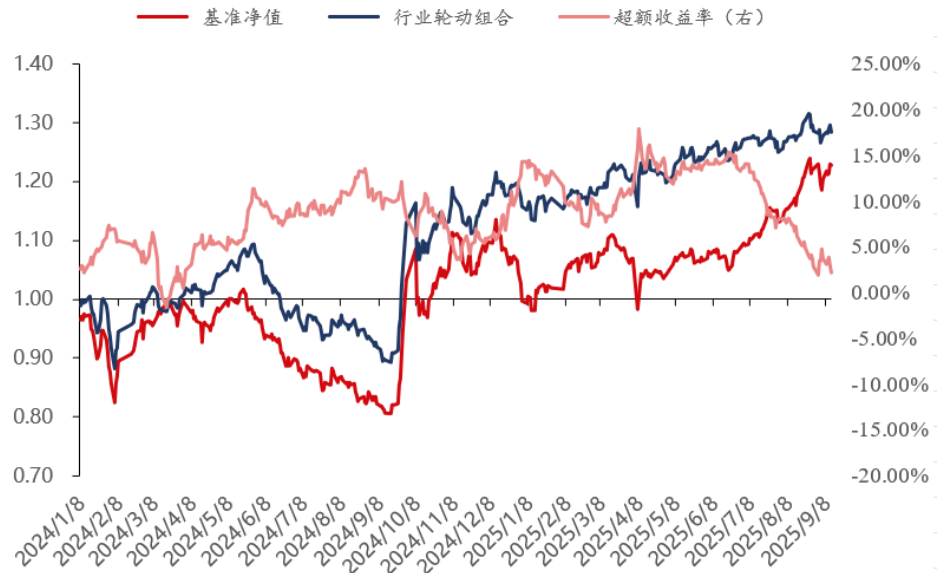
下两图分别展示了国联民生金工—行业轮动策略 2017 年 4 月 10 日至 2025 年 9 月 12 日相对行业等权基准的年化超额收益，无剔除版年化超额收益为 9.59%，双剔除版本年化超额为 10.45%。

图表26：因子行业轮动策略净值(无剔除)



资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

图表27：因子行业轮动策略净值(双剔除)



资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

#### 4.4.3 策略分年绩效

下图展示了2017年4月10日至2025年9月12日无剔除分年度绩效表现。

图表28：周期因子行业轮动策略分年度绩效(截至2025年9月12日)

年份	组合 收益率	基准 收益率	超额 收益率	信息 比率	超额 最大回撤	波动率
2017	15.02%	-5.78%	20.80%	2.39	-4.32%	13.31%
2018	-22.92%	-29.58%	6.65%	0.91	-10.10%	18.38%
2019	38.52%	27.25%	11.27%	0.85	-6.92%	19.02%
2020	35.10%	17.39%	17.71%	1.33	-9.80%	22.49%
2021	6.79%	8.43%	-1.64%	-0.04	-17.53%	19.91%
2022	-4.64%	-11.34%	6.70%	0.72	-10.27%	20.65%
2023	11.64%	-4.36%	15.99%	1.30	-6.74%	18.45%
2024	17.75%	5.12%	12.64%	0.90	-9.31%	21.92%
2025	9.96%	18.58%	-8.62%	-1.04	-11.81%	13.43%
ALL	11.11%	1.51%	9.59%	0.81	-17.53%	19.17%

资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

下图展示了2017年4月10日至2025年9月12日双剔除分年度绩效表现。

图表29：周期因子行业轮动策略分年度绩效(双剔除) (截至 2025 年 9 月 12 日)

年份	组合 收益率	基准 收益率	超额 收益率	信息 比率	超额 最大回撤	波动率
2017	17.48%	-5.64%	23.12%	2.54	-5.03%	13.59%
2018	-22.47%	-29.49%	7.02%	0.95	-10.22%	18.37%
2019	37.98%	27.55%	10.43%	0.79	-5.30%	18.52%
2020	36.25%	19.46%	16.79%	1.23	-8.80%	21.57%
2021	8.26%	8.27%	-0.01%	0.06	-18.57%	19.17%
2022	-10.11%	-12.06%	1.95%	0.23	-10.16%	20.42%
2023	18.43%	-5.65%	24.08%	1.81	-6.75%	18.43%
2024	20.52%	4.48%	16.03%	1.16	-8.38%	22.18%
2025	8.08%	17.55%	-9.47%	-1.14	-13.49%	13.19%
ALL	11.78%	1.33%	10.45%	0.87	-18.57%	18.91%

资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

## 4.5 基于基本面轮动、质量低波以及困境反转的 ETF 轮动策略

### 4.5.1 三策略融合逻辑：因子互补与风格适配

将基于基本面轮动、质量低波、困境反转三维度行业轮动策略进行等权组合，从不同维度筛选行业，实现因子与风格的互补，降低单一策略的风险。具体策略风格如下：

图表30：三策略核心因子与策略优势

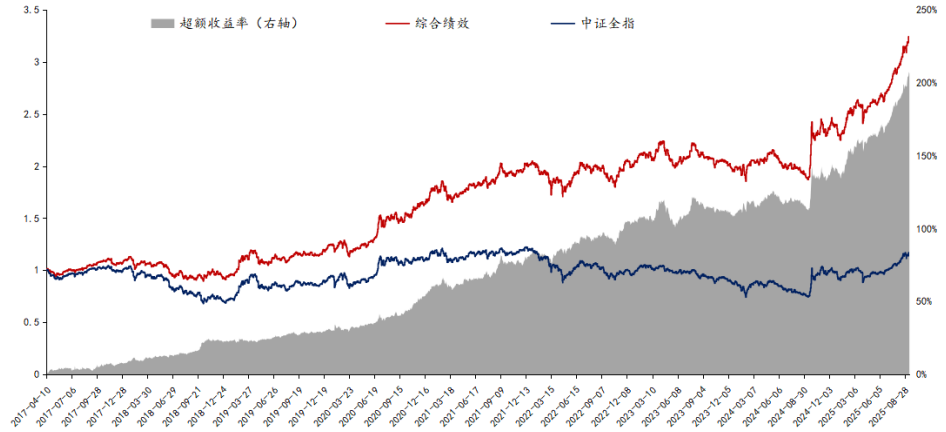
策略类型	核心因子(或风格)	策略优势
行业轮动策略	超预期景气度、行业龙头效应、行业动量、拥挤度、通胀 beta	宏观适配性强，覆盖行业多维度特性
个股风格驱动策略	个股动量、个股质量、个股波动率	聚焦个股质量与低波，防御性突出
困境反转策略	PB_zscore、分析师长期预期、短期筹码交换	捕捉估值修复与业绩反转机会

资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

### 4.5.2 融合策略净值曲线

下图展示了基于困境反转策略的 ETF 轮动 2017 年 4 月 10 日至 2025 年 9 月 12 日的净值曲线。

图表31：三策略融合的ETF轮动净值（截至2025年9月12日）



资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

### 4.5.3 融合策略分年绩效及最新持仓

下图展示了2017年4月10日至2025年9月12日分年度绩效表现。截至2025年9月12日，基于三策略融合的ETF轮动策略年化超额收益率13.00%，夏普率0.90。今年以来超额收益率15.65%。

图表32：三策略融合的ETF轮动分年度绩效（截至2025年9月12日）

	组合收益率	基准收益率	超额收益率	信息比率	最大回撤	超额最大回撤	波动率	夏普率
2017	6.87%	-0.88%	7.76%	1.19	-7.01%	-3.48%	10.72%	0.64
2018	-13.60%	-29.94%	16.34%	2.61	-20.71%	-2.89%	17.37%	-0.78
2019	31.57%	31.11%	0.47%	-0.03	-12.08%	-7.34%	17.90%	1.76
2020	40.97%	24.92%	16.04%	1.27	-12.10%	-6.95%	19.15%	2.14
2021	18.75%	6.19%	12.56%	1.51	-10.84%	-3.37%	14.37%	1.31
2022	-1.46%	-20.32%	18.87%	2.66	-16.62%	-4.60%	17.27%	-0.08
2023	-0.58%	-7.04%	6.46%	1.01	-13.09%	-5.80%	12.40%	-0.05
2024	18.30%	7.43%	10.87%	0.80	-13.25%	-9.22%	19.56%	0.94
2025	36.88%	21.23%	15.65%	2.08	-8.51%	-2.94%	14.91%	2.47
ALL	14.82%	1.82%	13.00%	1.44	-20.71%	-9.22%	16.40%	0.90

资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

下图展示了截至2025年9月12日，基于三策略融合的ETF轮动策略持仓ETF及对应权重。

图表33：最新截面 ETF 及权重

行业名称	权重	ETF代码	ETF简称
银行	17.46%	517900.SH	银行AH优选ETF
钢铁	13.33%	515210.SH	钢铁ETF
酒店餐饮	11.99%	159766.SZ	旅游ETF
种植业	7.75%	516810.SH	农业50ETF
电池	6.67%	561910.SH	电池ETF
装修建材	6.67%	516750.SH	建材ETF
养殖业	6.67%	516670.SH	畜牧养殖ETF
非银金融	6.67%	513750.SH	港股通非银ETF
传媒	6.67%	512980.SH	传媒ETF
有色金属	6.67%	512400.SH	有色金属ETF
白色家电	4.97%	561120.SH	家电ETF
照明设备II	4.51%	399320.SZ	国证服务

资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

## 5. 遗传规划指增跟踪：中证全指指数增强模型本周超额收益 0.14%

### 5.1 沪深 300 指数增强

沪深 300 遗传规划选股模型构建方法如下：

1. 股票池：沪深 300 成分股。
2. 训练集（样本内）：2016 年 1 月 1 日-2020 年 12 月 31 日
3. 因子：由遗传规划因子挖掘模型挖掘 2000 个初始种群、5 代、7 轮得到的 102 个因子加权复合组成。
4. 策略：每周最后一个交易日选择模型得分最高的每个行业内的前 10% 的股票构建多头组合，以下周第一个交易日开盘价买入，周频调仓，交易成本为双边千三。

图表34：沪深 300 指数增强绩效跟踪



资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

截至 2025 年 9 月 12 日，沪深 300 选股因子年化超额收益率 18.04%，夏普率 1.06。今年以来超额收益率-3.60%。本周模型收益率 0.61%，超额收益率-0.77%。

**图表35：沪深300选股因子，分年绩效统计（截至2025年9月12日）**

	组合收益率	基准收益率	超额收益率	组合波动率	超额波动率	信息比率	最大回撤	超额最大回撤	组合夏普率
2016	31.13%	-0.41%	31.54%	16.06%	6.73%	4.69	-4.95%	-1.57%	1.94
2017	34.98%	23.63%	11.35%	9.42%	6.79%	1.67	-5.49%	-3.02%	3.71
2018	-17.56%	-26.65%	9.09%	25.37%	12.43%	0.73	-29.72%	-19.25%	-0.69
2019	51.46%	36.53%	14.93%	22.31%	10.24%	1.46	-16.81%	-10.32%	2.31
2020	20.06%	25.73%	-5.66%	22.06%	9.26%	-0.61	-11.11%	-7.86%	0.91
2021	48.49%	-8.74%	57.23%	15.43%	13.13%	4.36	-7.19%	-7.14%	3.14
2022	17.43%	-17.45%	34.88%	19.57%	9.30%	3.75	-11.88%	-8.64%	0.89
2023	-8.01%	-16.37%	8.37%	16.42%	7.79%	1.07	-19.35%	-16.06%	-0.49
2024	38.78%	19.58%	19.20%	29.96%	11.86%	1.62	-15.42%	-12.69%	1.29
2025	10.46%	14.06%	-3.60%	10.92%	5.38%	-0.67	-8.64%	-7.75%	0.96
All	21.00%	2.96%	18.04%	19.86%	9.86%	1.83	-29.72%	-19.25%	1.06

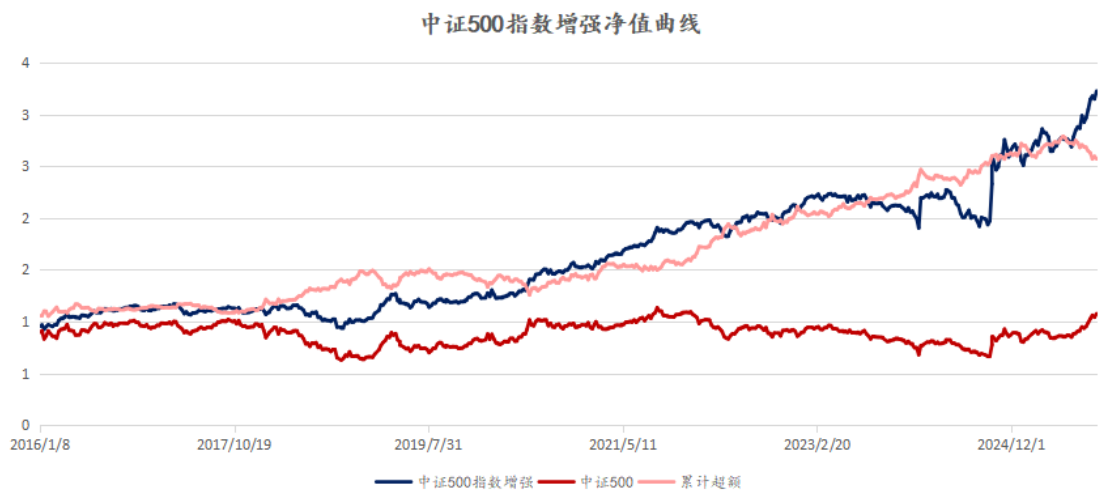
资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

## 5.2 中证 500 指数增强

中证 500 遗传规划选股模型构建方法如下：

1. 股票池：中证 500 成分股。
2. 训练集（样本内）：2016 年 1 月 1 日-2020 年 12 月 31 日
3. 因子：由遗传规划因子挖掘模型挖掘 2000 个初始种群、5 代、8 轮得到的 189 个因子加权复合组成。
4. 策略：每周最后一个交易日选择模型得分最高的每个行业内的前 10% 的股票构建多头组合，以下周第一个交易日开盘价买入，周频调仓，交易成本为双边千三。

图表36：中证 500 指数增强绩效跟踪



资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

截至 2025 年 9 月 12 日，中证 500 选股因子年化超额收益率 11.88%，夏普率 0.85。今年以来超额收益率-2.04%。本周模型收益率 2.44%，超额收益率-0.94%。

图表37：中证 500 选股因子，分年绩效统计（截至 2025 年 9 月 12 日）

	组合收益率	基准收益率	超额收益率	组合波动率	超额波动率	信息比率	最大回撤	超额最大回撤	组合夏普率
2016	12.52%	-3.03%	15.54%	12.18%	12.40%	1.25	-4.31%	-4.60%	1.03
2017	-0.33%	0.72%	-1.05%	8.71%	6.76%	-0.16	-9.08%	-6.11%	-0.04
2018	-10.65%	-34.38%	23.73%	15.91%	11.27%	2.11	-19.45%	-1.74%	-0.67
2019	26.14%	27.78%	-1.64%	13.96%	10.55%	-0.16	-10.76%	-2.32%	1.87
2020	20.96%	18.33%	2.63%	13.08%	12.69%	0.21	-5.97%	-4.17%	1.60
2021	27.85%	10.37%	17.49%	7.71%	10.97%	1.59	-2.79%	-1.90%	3.61
2022	8.38%	-16.21%	24.59%	10.55%	10.93%	2.25	-8.06%	-1.80%	0.79
2023	-2.90%	-12.16%	9.26%	8.35%	6.19%	1.50	-8.05%	-2.28%	-0.35
2024	30.18%	11.69%	18.50%	30.29%	9.29%	1.99	-15.52%	-8.33%	1.00
2025	20.44%	22.48%	-2.04%	13.17%	6.87%	-0.30	-7.53%	-4.66%	1.55
All	12.64%	0.76%	11.88%	14.85%	10.15%	1.17	-20.06%	-8.33%	0.85

资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

## 5.3 中证 1000 指数增强

中证 1000 遗传规划选股模型构建方法如下：

1. 股票池：中证 1000 成分股。
2. 训练集（样本内）：2016 年 1 月 1 日-2020 年 12 月 31 日
3. 因子：由遗传规划因子挖掘模型挖掘 2000 个初始种群、5 代、4 轮得到的 564 个因子加权复合组成。
4. 策略：每周最后一个交易日选择模型得分最高的每个行业内的前 10% 的股票构建多头组合，以下周第一个交易日开盘价买入，周频调仓，交易成本为双边千三。

图表38：中证 1000 指数增强绩效跟踪



资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

截至 2025 年 9 月 12 日，中证 1000 选股因子年化超额收益率 18.80%，夏普率 0.94。今年以来超额收益率-0.32%。本周模型收益率 0.70%，超额收益率-1.75%。

图表39：中证 1000 选股因子，分年绩效统计（截至 2025 年 9 月 12 日）

	组合收益率	基准收益率	超额收益率	组合波动率	超额波动率	信息比率	最大回撤	超额最大回撤	组合夏普率
2016	33.63%	-3.00%	36.64%	16.39%	13.48%	2.72	-6.30%	-1.76%	2.05
2017	-6.66%	-16.64%	9.98%	12.70%	5.44%	1.83	-12.53%	-2.47%	-0.52
2018	-12.60%	-37.33%	24.72%	20.61%	8.96%	2.76	-20.61%	-2.34%	-0.61
2019	36.64%	26.86%	9.78%	15.82%	9.39%	1.04	-10.00%	-2.50%	2.32
2020	20.02%	16.48%	3.54%	18.71%	13.48%	0.26	-8.90%	-4.36%	1.07
2021	42.57%	12.82%	29.75%	11.12%	12.35%	2.41	-5.46%	-3.21%	3.83
2022	15.93%	-15.39%	31.32%	15.14%	11.10%	2.82	-11.40%	-3.63%	1.05
2023	1.99%	-12.68%	14.67%	10.90%	7.85%	1.87	-7.61%	-4.62%	0.18
2024	26.71%	8.73%	17.98%	31.94%	8.66%	2.08	-14.16%	-9.19%	0.84
2025	21.85%	22.17%	-0.32%	15.63%	6.83%	-0.05	-6.28%	-4.35%	1.40
All	16.91%	-1.89%	18.80%	17.99%	10.21%	1.84	-27.80%	-13.14%	0.94

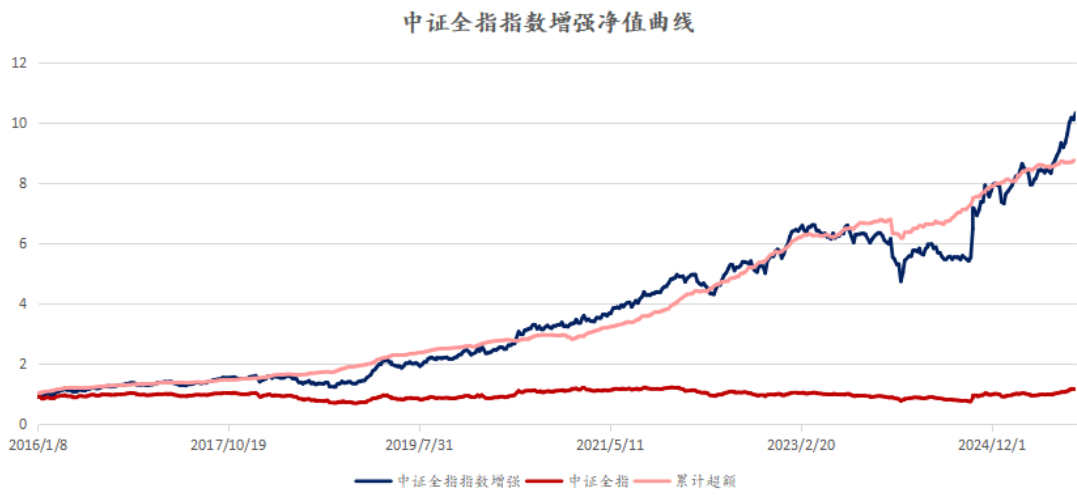
资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

## 5.4 中证全指指数增强

中证全指遗传规划选股模型构建方法如下：

1. 股票池：中证全指成分股。
2. 训练集（样本内）：2016年1月1日-2020年12月31日
3. 因子：由遗传规划因子挖掘模型挖掘 2000 个初始种群、5 代、10 轮得到的 709 个因子加权复合组成。
4. 策略：每周最后一个交易日选择模型得分最高的每个行业内的前 10% 的股票构建多头组合，以下周第一个交易日开盘价买入，周频调仓，交易成本为双边千三。

图表40：中证全指指数增强绩效跟踪



资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

截至 2025 年 9 月 12 日，中证全指选股因子年化超额收益率 24.91%，夏普率 1.33。今年以来超额收益率 11.50%。本周模型收益率 2.21%，超额收益率 0.14%。

图表41：中证全指选股因子，分年绩效统计（截至 2025 年 9 月 12 日）

	组合收益率	基准收益率	超额收益率	组合波动率	超额波动率	信息比率	最大回撤	超额最大回撤	组合夏普率
2016	41.50%	9.73%	31.77%	19.25%	4.12%	7.72	-8.96%	-1.54%	2.16
2017	17.87%	3.50%	14.37%	12.29%	3.48%	4.13	-10.02%	-3.82%	1.45
2018	-12.66%	-30.88%	18.21%	24.48%	4.68%	3.89	-23.71%	-6.98%	-0.52
2019	75.28%	31.88%	43.40%	20.81%	3.77%	11.51	-13.63%	-6.22%	3.62
2020	39.34%	26.83%	12.50%	21.69%	5.33%	2.35	-9.66%	-5.62%	1.81
2021	45.92%	0.12%	45.80%	14.62%	3.77%	12.15	-5.50%	-2.94%	3.14
2022	19.58%	-15.77%	35.35%	18.63%	4.19%	8.45	-13.43%	-9.83%	1.05
2023	-5.34%	-12.31%	6.96%	17.15%	8.39%	0.83	-16.16%	-13.94%	-0.31
2024	42.15%	13.34%	28.81%	29.12%	5.46%	5.28	-13.24%	-11.22%	1.45
2025	30.94%	19.44%	11.50%	13.66%	3.41%	3.38	-8.01%	-7.00%	2.26
All	26.71%	1.80%	24.91%	20.04%	5.16%	4.83	-28.31%	-24.50%	1.33

资料来源：wind，国联民生证券研究所整理

## 6. 风险提示

量化模型存在失效风险，信息仅供参考，不构成投资建议。市场存在波动性和不确定性，投资需谨慎。过去的业绩表现不能保证未来的收益，投资者应根据自身的风险承受能力和投资目标独立判断并做出决策。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 法律主体声明

本报告由国联民生证券股份有限公司或其关联机构制作，国联民生证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联民生证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联民生证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。国联民生证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。国联证券国际金融有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 权益披露

国联证券国际金融有限公司跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务关系，且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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联民生证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联民生证券”）。未经国联民生证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联民生证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联民生证券不因收件人收到本报告而视其为国联民生证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联民生证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联民生证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联民生证券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。

国联民生证券的销售人员、交易人员以及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。国联民生证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联民生证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联民生证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联民生证券及/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一参考依据。

## 版权声明

未经国联民生证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层  
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层  
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼