

徐徐图之：关于 AI 应用启动的条件探讨

——科创&海外市场策略深度报告

核心观点

“无产业，不牛市”，以史为鉴，主导产业崛起是驱动市场上涨的关键。具体来看，2002年至2007年重工业崛起主导，2009年至2015年智能手机崛起主导，2016年至2021年新能源和大消费崛起主导，而2023年以来AI崛起是关键主线。

2023年至2024年，AI上游算力是引领主线。站在当前，针对AI下游应用何时启动，我们将借鉴智能手机和电动车的发展规律对其进行分析。

□ 智能手机产业链规律

智能手机产业的崛起，先后开启了，上游电子元器件引领的第一阶段，也即2008年11月至2011年4月，以及中下游应用端引领的第二阶段，也即2012年12月至2015年6月。其中，中间约有一年左右的平静期，并伴随着爆款产品iPhone 4的放量和全球智能手机渗透率的快速提升。

□ 新能源车产业链规律

新能源车产业的崛起，先后开启了，上游锂钴引领的第一阶段，也即2016年1月至2018年1月，以及中下游电池和整车等环节引领的第二阶段，也即2019年1月至2021年12月。其中，中间约有一年左右的平静期，与此同时，伴随着特斯拉Model 3的放量。

□ AI应用的启动条件

本轮AI演绎呈现出类似于智能手机和电动车的规律性。具体来看，2023年至2024年，上游算力引领了第一阶段行情，英伟达产业链和国产算力链先后爆发。站在当前，我们认为第二阶段开启的核心条件在于，类似于iPhone 4和Model 3的爆款诞生并且放量，潜在领域有AI智能体、机器人、AI眼镜等。

□ 风险提示

AI产业发展不及预期。历史规律的有效性减弱。

分析师：王杨

执业证书号：S1230520080004
wangyang02@stocke.com.cn

分析师：陈昊

执业证书号：S1230520030001
chenhao1@stocke.com.cn

研究助理：林琪

linqi01@stocke.com.cn

研究助理：安健

anjian@stocke.com.cn

相关报告

1 《再论科创板，尚处牛市起点》 2025.03.02

2 《风来了，重视AI医疗的行情发酵》 2025.02.21

3 《2025年AI应用百花齐放：美股势起，A股主升》
2024.12.16

正文目录

1 前言：应用开启条件	4
2 智能手机产业链规律	4
2.1 第一阶段：电子元器件引领	5
2.2 启动关键：iPhone4 爆款放量	6
2.3 第二阶段：互联网应用引领	7
3 新能源车产业链规律	9
3.1 第一阶段：上游锂钴资源引领	9
3.2 启动关键：Model 3 爆款放量	11
3.3 第二阶段：锂电池和整车引领	12
4 AI 应用的启动条件	13
4.1 第一阶段：上游算力率先引领	13
4.2 启动条件：应用爆款诞生放量	14
5 风险提示	16

图表目录

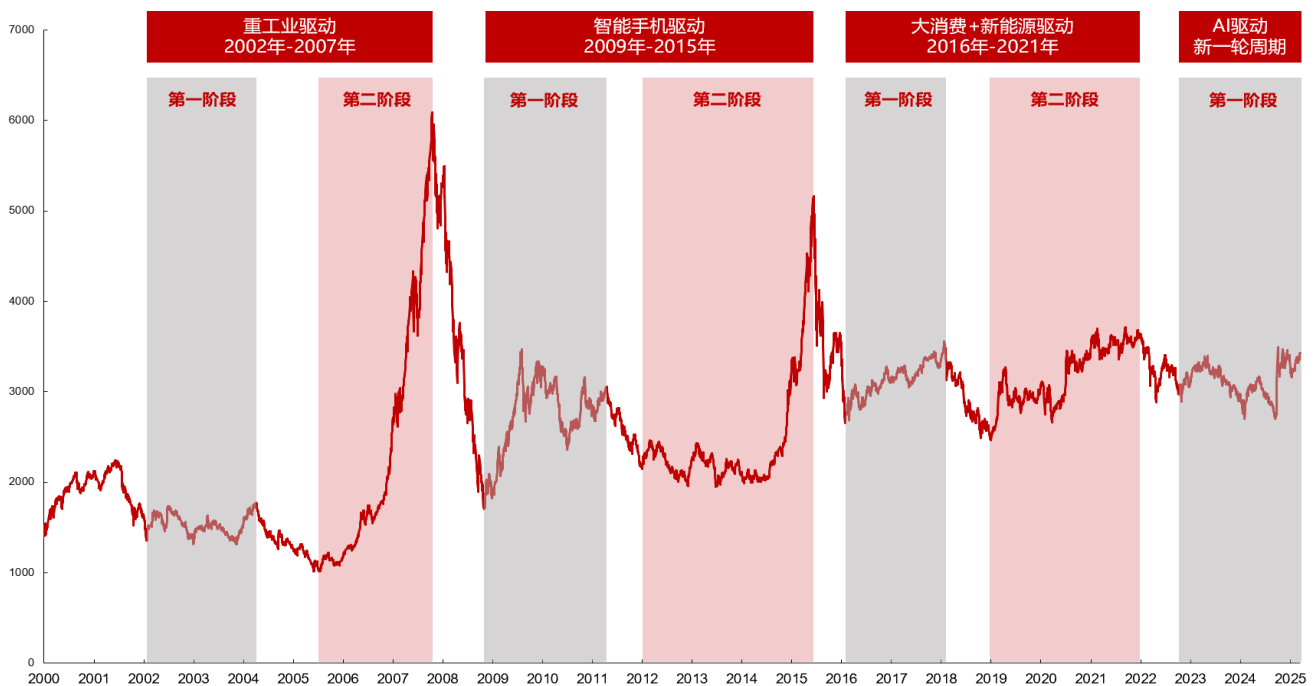
图 1: 上证指数走势.....	4
图 2: 全球智能手机渗透率.....	5
图 3: 全球智能手机出货量.....	6
图 4: 苹果手机出货量和中国智能手机出货量.....	7
图 5: 2012 年至 2015 年涨幅居前的行业.....	8
图 6: 中国新能源汽车渗透率情况.....	9
图 7: 2016 年至 2017 年锂价和钴价走势.....	10
图 8: 2016 年至 2018 年涨幅居前行业 (%).....	10
图 9: 2016 年至 2018 年上游资源类涨幅领先 (%).....	10
图 10: 特斯拉 Model 3 与 Model Y 销量情况.....	11
图 11: 2019 年至 2021 年涨幅居前的行业 (%).....	12
图 12: 2020 年至 2021 年新能源汽车产业链共振上涨.....	12
图 13: 2022 年 10 月至 2025 年 3 月行业表现.....	14
图 14: 计算机指数走势及中国智能手机渗透率.....	15
图 15: 电力设备指数走势与新能源汽车渗透率.....	15
图 16: 产业周期的规律.....	16
表 1: 2008 年至 2011 年电子行业的涨幅前十大公司.....	6
表 2: 2012 年至 2015 年计算机行业的涨幅前十大公司.....	8
表 3: 2016 年至 2018 年有色行业涨幅前十大公司.....	10
表 4: 2019 年至 2021 年电动车产业链各行业涨幅前五公司.....	13
表 5: 2023 年 1 月至 2025 年 3 月算力板块中涨幅居前公司.....	14

1 前言：应用开启条件

“无产业，不牛市”，以史为鉴，主导产业崛起是驱动市场上涨的关键。具体来看，2002年至2007年重工业崛起主导，2009年至2015年智能手机崛起主导，2016年至2021年新能源和大消费崛起主导，而2023年以来AI崛起是关键主线。

2023年至2024年，AI上游算力是引领主线。站在当前，针对AI下游应用何时启动，我们将借鉴智能手机和电动车的发展规律对其进行分析。

图1：上证指数走势

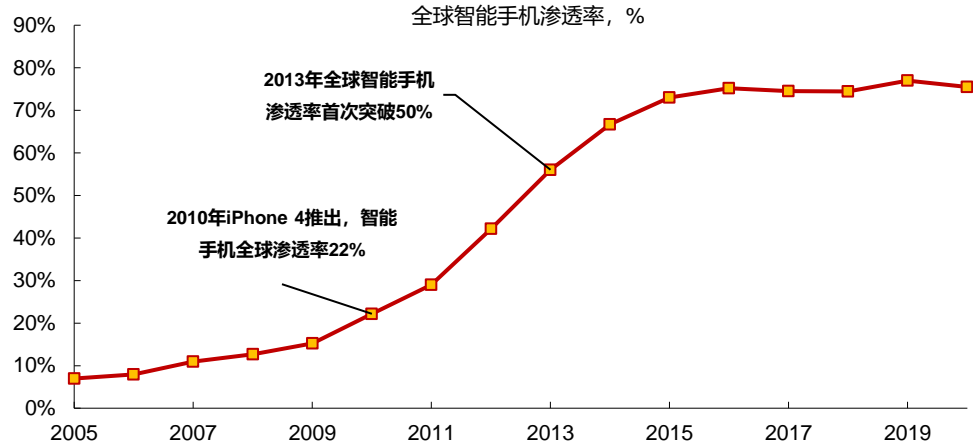


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 智能手机产业链规律

智能手机产业的崛起，先后开启了，上游电子元器件引领的第一阶段，也即2008年11月至2011年4月，以及中下游应用端引领的第二阶段，也即2012年12月至2015年6月。其中，中间约有一年左右的平静期，并伴随着爆款产品iPhone 4的放量和全球智能手机渗透率的快速提升。

图2: 全球智能手机渗透率



资料来源: IDC, 智研咨询, 国际电子商情, 浙商证券研究

2.1 第一阶段: 电子元器件引领

针对第一阶段的产业背景, 2007年, 苹果发布第一代 iPhone, 是智能手机产业发展的重要拐点, 全球智能手机渗透率于当年突破 10%; 2010年, 苹果发布的 iPhone4 标志着爆款产品诞生, 当年全球智能手机渗透率突破 20%; 2011年, 雷军发布了小米手机, 由此开启低价模式, 当年全球智能手机渗透率接近 30%。

针对第一阶段的板块表现, 上游电子元器件是引领主线。2008年11月4日至2011年4月18日, 电子行业累计上涨 313%, 高于上证指数 79% 的涨幅, 同期计算机涨幅约 208%、通信约 97%、传媒约 117%。

进一步观察第一阶段的电子板块个股表现, 2008年11月4日至2011年4月18日, 电子行业涨幅居前的公司分别是三安光电、莱宝高科、华映科技、歌尔股份、沃尔核材、紫光国微、士兰微、天通股份、顺络电子、凯盛科技, 集中在电子元器件领域。

表1：2008年至2011年电子行业的涨幅前十大公司

证券代码	证券简称	子领域	涨跌幅	总市值(亿元)
600703.SH	三安光电	LED	1288%	281
002106.SZ	莱宝高科	触摸屏	911%	203
000536.SZ	华映科技	液晶模组	707%	177
002241.SZ	歌尔股份	声学元器件	670%	169
002130.SZ	沃尔核材	电子元器件	649%	48
002049.SZ	紫光国微	晶体元器件	643%	34
600460.SH	士兰微	LED	631%	86
600330.SH	天通股份	LED	583%	93
002138.SZ	顺络电子	电子元器件	567%	51
600552.SH	凯盛科技	显示屏	554%	29

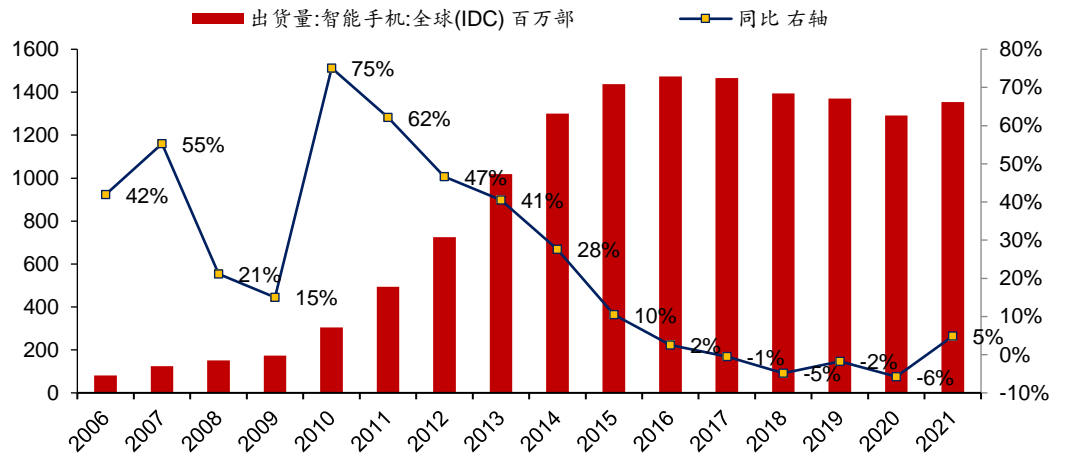
资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：涨跌幅统计区间为2008年11月4日至2011年4月18日；总市值统计时间为2011年4月18日；剔除上市首20日内涨跌幅

2.2 启动关键：iPhone4 爆款放量

苹果带来智能手机产业奇点，其中，iPhone 4 是关键爆款产品。全球智能手机的发展最早可追溯于1993年，由IBM发布的Simon是全球第一部智能手机，但是其后的十余年内，智能手机的发展一直处于踌躇不前的状态，直到2007年苹果发布第一代iPhone，开创“触屏+应用”的新模式，智能手机产业才迎来突破。2010年苹果公司推出“现象级”产品iPhone 4，驱动全球智能手机快速普及渗透，出货量同比增长率大幅跃升至75%。

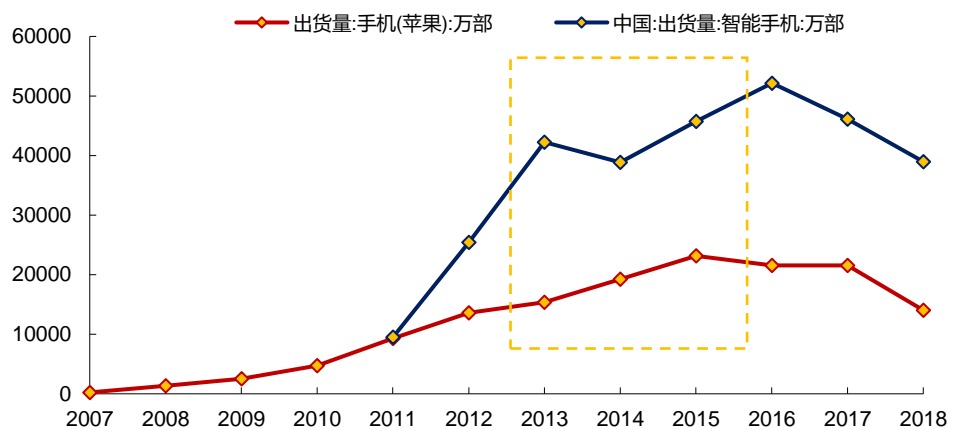
图3：全球智能手机出货量



资料来源：IDC，浙商证券研究所

iPhone 4 爆款产品的出现让苹果公司成功打开了中国市场，也间接推动了中国智能手机品牌的兴起。2010 年 6 月 7 日，乔布斯在苹果公司全球软件开发者年会中发布 iPhone 4。2010 年 9 月 25 日，iPhone 4 在中国内地正式开始发布，出货量逐步上升，并推动了中国智能手机市场的发展。一方面，苹果手机成功打开了中国市场，爆款产品 iPhone 4 之后推出的 iPhone 4S 和 iPhone 5s 在中国都获得了较好的反响，带动苹果出货量节节攀升，在 2015 年达到了巅峰；另一方面，iPhone 4 爆款的出现让不少人嗅到了商机，国内智能手机品牌如雨后春笋般出现，中国智能手机整体的出货量也在 2013 年实现了大幅攀升。

图4：苹果手机出货量和中国智能手机出货量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3 第二阶段：互联网应用引领

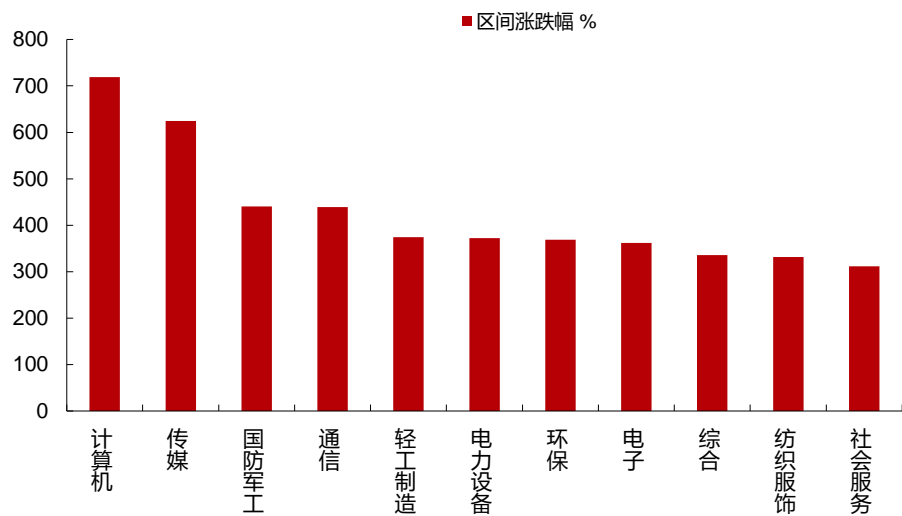
2012 年 12 月-2015 年 6 月，此时智能手机渗透率已经达到较高水平，下游互联网应用迎来了集中爆发，互联网应用类公司领涨，产业链迎来了涨幅更大的第二阶段。

针对第二阶段的产业背景，根据 360 发布的《中国手机应用行业趋势绿皮书 2015》，一方面，2014 Q3 移动应用下载手机端的比例首次超过 PC 端，达到 51%，用户下载行为向手机端转移趋势清晰；另一方面，移动互联网逐渐形成“硬件→网络→应用”的完整产业，QQ、微信等社交软件，手机淘宝、支付宝钱包等购物支付软件，以及腾讯视频、酷狗音乐、暴风影音等音视频软件等爆款应用在 2012-2015 年集中上线。

针对第二阶段的板块表现，下游应用是引领主线。统计 2012 年 12 月 3 日-2015 年 6 月 12 日的行业涨幅，计算机达 719%、传媒达 625%，位居所有行业前二，且明显优于上证指数。

进一步观察第二阶段的 TMT 个股表现，2012 年 12 月 3 日-2015 年 6 月 12 日，TMT 涨幅前十大公司集中于应用类环节，分别是银之杰、同花顺、金证股份、长亮科技、上海钢联、万达信息、电科网安、信雅达、卫宁健康、飞利信，业务涉及互联网金融、互联网医疗、网络安全、城市信息化等。

图5: 2012年至2015年涨幅居前的行业



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 统计区间为2012年12月3日-2015年6月12日

表2: 2012年至2015年计算机行业的涨幅前十大公司

证券代码	证券简称	子领域	涨跌幅	总市值(亿元)
300085.SZ	银之杰	金融信息化	6803%	604
300033.SZ	同花顺	金融科技	3629%	613
600446.SH	金证股份	金融科技	3612%	585
300348.SZ	长亮科技	金融信息化	2411%	259
300226.SZ	上海钢联	产业和钢材数据服务	2241%	204
300168.SZ	万达信息	智慧城市信息化	2179%	706
002268.SZ	电科网安	网络安全	2152%	367
600571.SH	信雅达	金融科技	2136%	342
300253.SZ	卫宁健康	医疗卫生信息化	2060%	472
300287.SZ	飞利信	智慧城市信息化	2048%	309

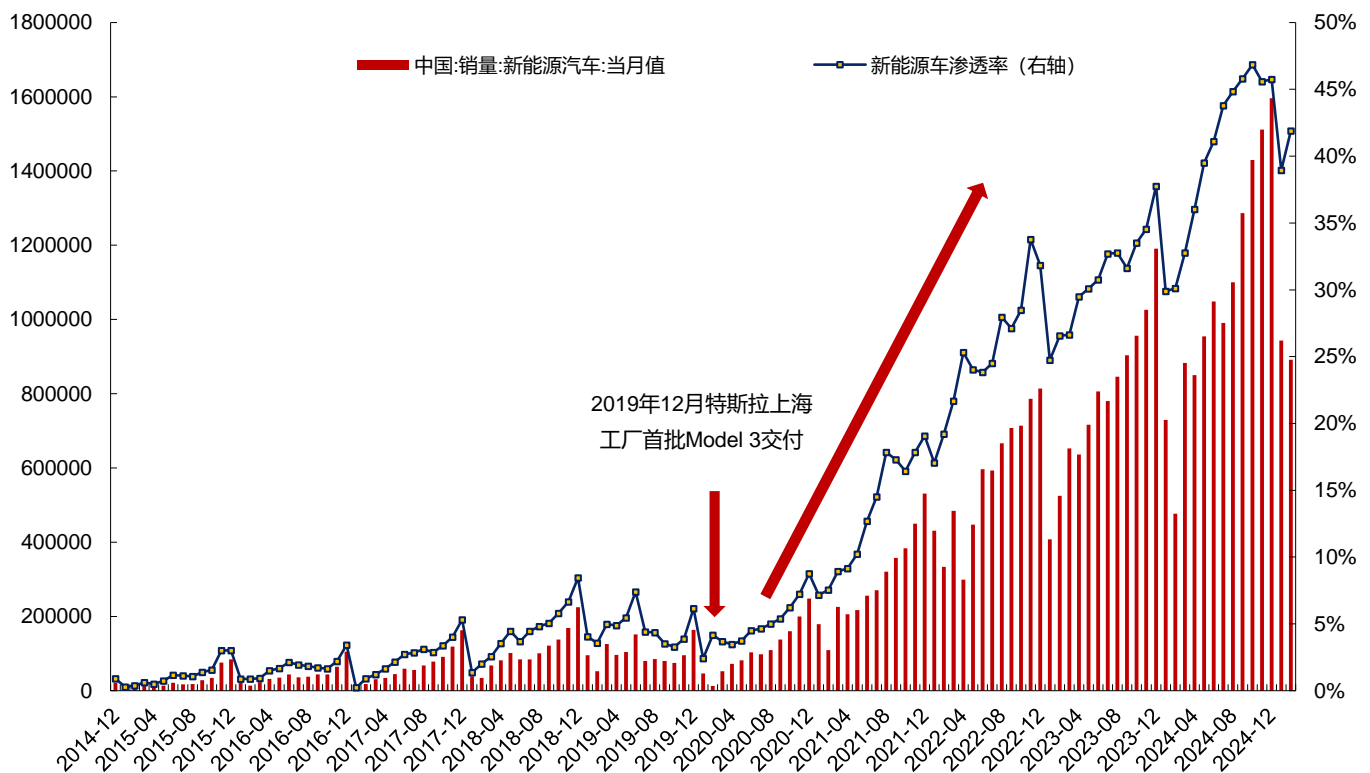
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 涨跌幅统计区间为2012年12月3日-2015年6月12日; 总市值统计时间为2015年6月12日; 剔除上市首20日内涨跌幅

3 新能源车产业链规律

新能源车产业的崛起,先后开启了,上游锂钴引领的第一阶段,也即 2016 年 1 月至 2018 年 1 月,以及中下游电池和整车等环节引领的第二阶段,也即 2019 年 1 月至 2021 年 12 月。其中,中间约有一年左右的平静期,与此同时,伴随着特斯拉 Model 3 的放量。

图6: 中国新能源汽车渗透率情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 渗透率计算采用(中国:销量:新能源汽车:当月值)÷(中国:销量:汽车:当月值)

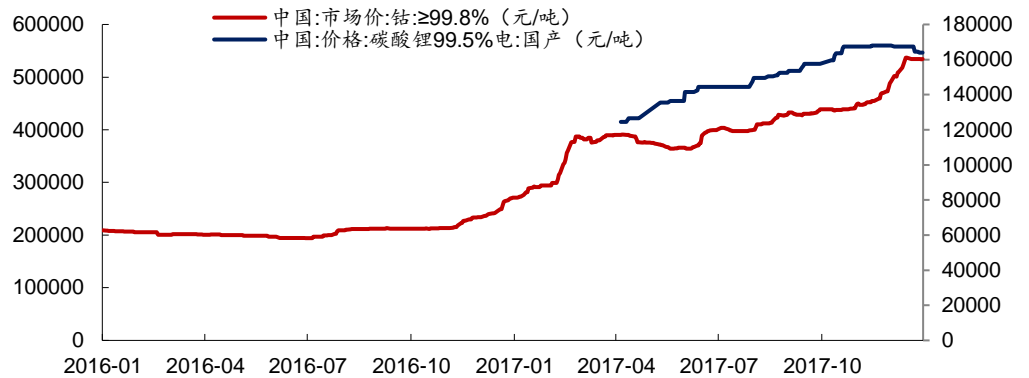
3.1 第一阶段: 上游锂钴资源引领

针对第一阶段的产业背景,随着电动车的产业趋势日益发展,产业资本开支的增加驱动上游资源环节率先迎来上涨。就产品价格来看,期间钴价在 2016 年至 2017 年实现翻倍增长,市场价从近 20 万元/吨的水平提升至近 53 万元/吨的水平。

针对第一阶段的板块表现,由于同期亦有消费升级主线,有色金属的涨幅整体是相对居前。但从电动车产业链内部看,第一阶段有色金属指数累计涨幅明显高于中下游环节。

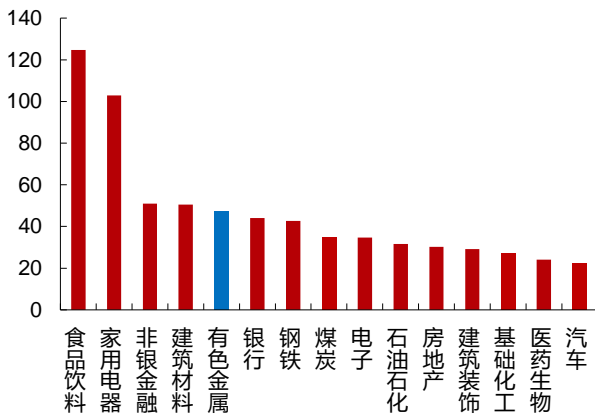
进一步观察第一阶段的锂钴板块中个股表现,2016 年 1 月 28 日至 2018 年 1 月 24 日,华友钴业、寒锐钴业、赣锋锂业等公司涨幅居前,集中在产业链的上游锂钴等环节。

图7：2016年至2017年锂价和钴价走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图8：2016年至2018年涨幅居前行业（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：涨跌幅统计区间为2016年1月28日-2018年1月24日

图9：2016年至2018年上游资源类涨幅领先（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：累计涨跌幅统计区间为2016年1月28日-2018年1月24日

表3：2016年至2018年有色行业涨幅前十大公司

代码	公司名称	子领域	涨跌幅	总市值（亿元）
603799.SH	华友钴业	钴铜冶炼及加工	524%	554
300618.SZ	寒锐钴业	钴铜矿开采冶炼	368%	382
002460.SZ	赣锋锂业	金属锂生产商	227%	449
600338.SH	西藏珠峰	矿山综合开发	178%	254
603993.SH	洛阳钼业	钨、钴生产商	152%	1,762
002716.SZ	湖南白银	白银冶炼加工	148%	118
601600.SH	中国铝业	铝土矿、煤炭开采	110%	1,206
600392.SH	盛和资源	稀土产品研发	96%	251
002466.SZ	天齐锂业	锂电材料	89%	591
600549.SH	厦门钨业	钨材料生产	87%	280

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：涨跌幅统计为2016年1月28日-2018年1月24日；总市值统计时间为2018年1月24日

3.2 启动关键：Model 3 爆款放量

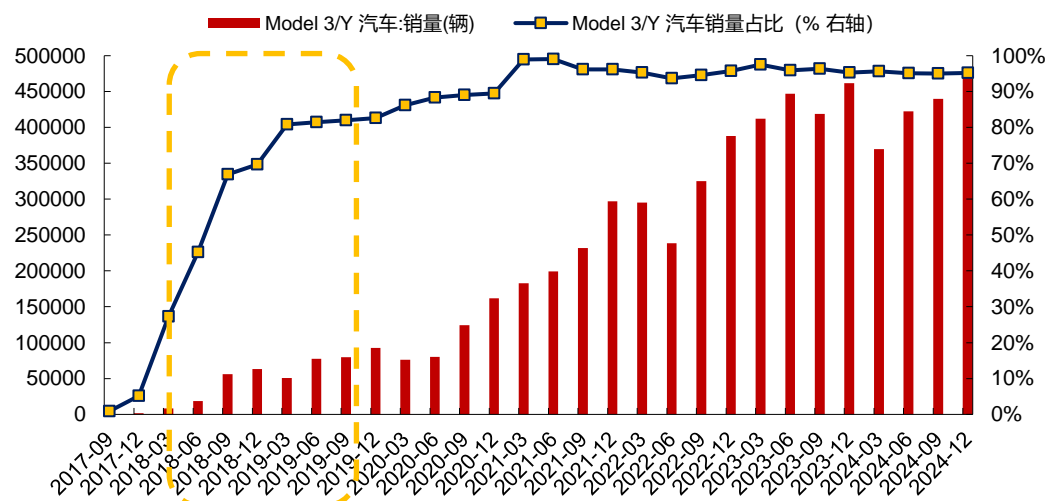
2018年-2019年期间，特斯拉 Model 3 逐步出圈成为爆款，带动新能源汽车渗透率提升，而后中下游产业链主导的第二波上涨启动。

具体来看，2018年特斯拉 Model 3 开始大批量交付，成为全球新能源汽车市场的现象级产品。Model 3 其凭借动力性能优势，如百公里加速约 6 秒和续航 346 公里，以及智能化水平，如集中式电子电气架构，成为爆款产品。从特斯拉披露的财报数据来看，2018 年特斯拉全球销量达 24.5 万辆，其中 Model 3 占比近 60%。

而就中国市场来看，特斯拉 Model 3 也带动了新能源车的渗透率提升。2019 年 1 月，特斯拉上海超级工厂正式动工，2019 年 12 月上海工厂首辆 Model 3 下线，国产 Model 3 售价降至 30 万元以内，进一步打开中国市场。根据特斯拉财报，在 2019 年第四季度，Model 3 全球交付量创历史新高共交付 92620 万辆，约占特斯拉第四季度交付总量的 83%。

进入 2020 年，特斯拉国产 Model 3 在上海工厂持续投产，带动国内新能源车渗透率及月销量进入拐头向上的攀升阶段，伴随着中下游产业链主导的第二波上涨启动。

图10：特斯拉 Model 3 与 Model Y 销量情况



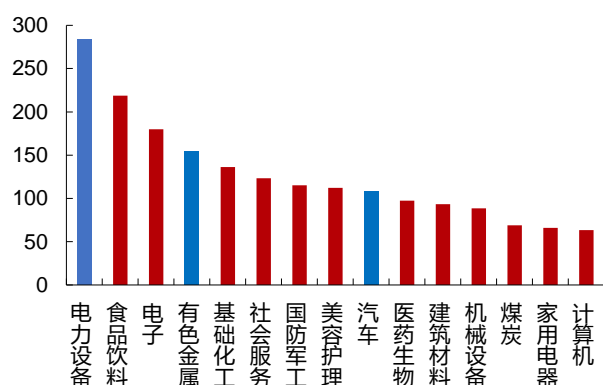
资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：因特斯拉财报统计口径为 Model 3 与 Model Y 车型合并统计，Model Y 标准版于 2021 年春季上市，因而 2021 年前为 Model 3 销量及占比

3.3 第二阶段：锂电池和整车引领

针对第二阶段的行业表现，新能源车需求爆发带动中下游环节也开始启动。具体而言，第二阶段期间，电力设备涨幅位居第一，2019年1月3日至2021年12月13日涨幅达284%。与此同时，上游锂矿供给受限，下游终端需求热度不减，上游锂钴也开启涨价。第二阶段中，电动车产业链上中下游实现了共振上涨。

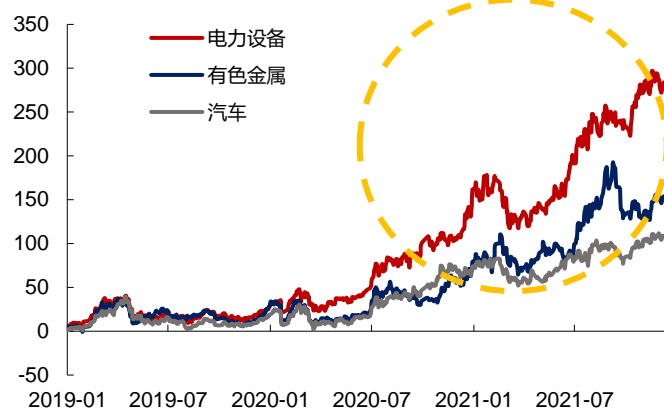
图11：2019年至2021年涨幅居前的行业（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：涨跌幅统计时间为2019年1月3日-2021年12月13日

图12：2020年至2021年新能源汽车产业链共振上涨



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：涨跌幅统计时间为2019年1月3日-2021年12月13日

进一步观察第二阶段的新能源汽车产业链个股表现，中游电力设备板块，涌现了天华新能、亿纬锂能、天赐材料等主营业务为新能源车锂电池的牛股；下游汽车板块，受益于新能源车带动，长城汽车表现居前，而比亚迪作为新能源整车的代表龙头亦涨幅居前，赛轮轮胎与华阳集团作为轮胎、汽车零部件相关公司同样表现较好；上游资源板块，涌现了主营业务与新能源电池材料密切相关的永兴材料、盛新锂能、西藏矿业、融捷股份、赣锋锂业等牛股。

表4：2019年至2021年电动车产业链各行业涨幅前五公司

行业	代码	公司名称	子领域	涨跌幅	总市值(亿元)
电力设备	300390.SZ	天华新能	电池级氢氧化锂	2,005%	576
	300274.SZ	阳光电源	光伏逆变器	1,626%	2,199
	300014.SZ	亿纬锂能	锂电池	1,546%	2,609
	002709.SZ	天赐材料	锂离子电池材料	1,500%	1,189
	002487.SZ	大金重工	风电塔筒	1,159%	238
汽车	601633.SH	长城汽车	汽车制造	967%	5,095
	603129.SH	春风动力	全地形车	939%	241
	601058.SH	赛轮轮胎	轮胎外胎	589%	452
	002594.SZ	比亚迪	新能源汽车	510%	8,687
	002906.SZ	华阳集团	汽车零部件	467%	258
有色金属	002756.SZ	永兴材料	新能源锂电池材料	1,165%	555
	002240.SZ	盛新锂能	铬铁矿、锂矿开采	771%	555
	000762.SZ	西藏矿业	新能源锂电池材料	720%	284
	002192.SZ	融捷股份	新能源锂电池材料	682%	362
	002460.SZ	赣锋锂业	金属锂生产商	645%	2,305

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：区间涨跌幅统计时间为2019年1月3日-2021年12月13日；总市值统计时间为2021年12月13日；针对区间内上市公司剔除上市首20日内涨跌幅

4 AI应用的启动条件

参考过往案例，本轮AI演绎也呈现出类似于智能手机和电动车的规律性。具体来看，2023年至2024年，上游算力引领了第一阶段行情，英伟达产业链和国产算力链先后爆发。

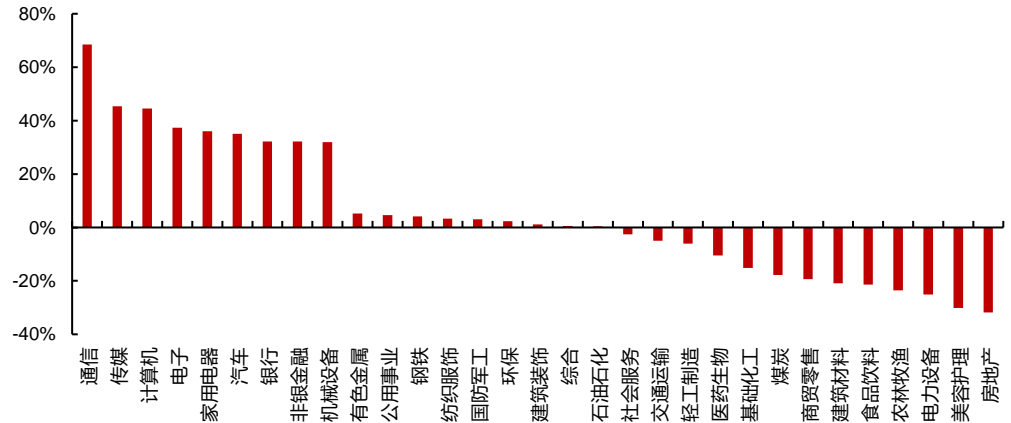
站在当前，我们认为第二阶段开启的核心条件在于，类似于iPhone 4和Model 3的爆款诞生并且放量，潜在领域包括AI智能体、机器人、AI眼镜等方向。

4.1 第一阶段：上游算力率先引领

2023年至2024年，我们陆续发布《做多窗口，决胜AI上游》、《AI投资时代：寻找现阶段牛股线索》、《把握主线：本轮AI行情或超去年》、《再论算力主线发酵：龙头先行，黑马跟进》，重点提示了第一阶段AI上游算力引领的机会。

回顾2023年至今，英伟达产业链和国产算力链先后爆发，引领了第一阶段行情。数据上，统计2022年10月至2025年3月行业表现，通信收益于算力引领涨幅第一，传媒、计算机、电子等位居前四。进一步统计市值50亿元以上的算力上市公司2023年至今涨幅，寒武纪-U、科泰电源、新易盛、中际旭创、拓维信息、天孚通信、常山北明、海光信息涨幅居前，主要集中于英伟达产业链和国产算力等AI上游环节。

图13: 2022年10月至2025年3月行业表现



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 涨跌幅统计区间为2022年10月1日至2025年3月24日

表5: 2023年1月至2025年3月算力板块中涨幅居前公司

证券代码	证券简称	子领域	涨跌幅	总市值(亿元)
688256.SH	寒武纪-U	算力芯片	1190%	2,937
300153.SZ	科泰电源	发电机	501%	130
300502.SZ	新易盛	光模块	482%	698
300308.SZ	中际旭创	光模块	443%	1,160
002261.SZ	拓维信息	服务器	431%	442
300394.SZ	天孚通信	光模块	407%	499
000158.SZ	常山北明	软件服务	364%	417
688041.SH	海光信息	算力芯片	279%	3,525
300738.SZ	奥飞数据	数据中心	240%	243
603019.SH	中科曙光	服务器	220%	1,025

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 涨跌幅统计区间为2023年1月1日至2025年3月20日; 总市值统计时间为2025年3月20日; 针对区间内上市公司剔除上市首20日内涨跌幅

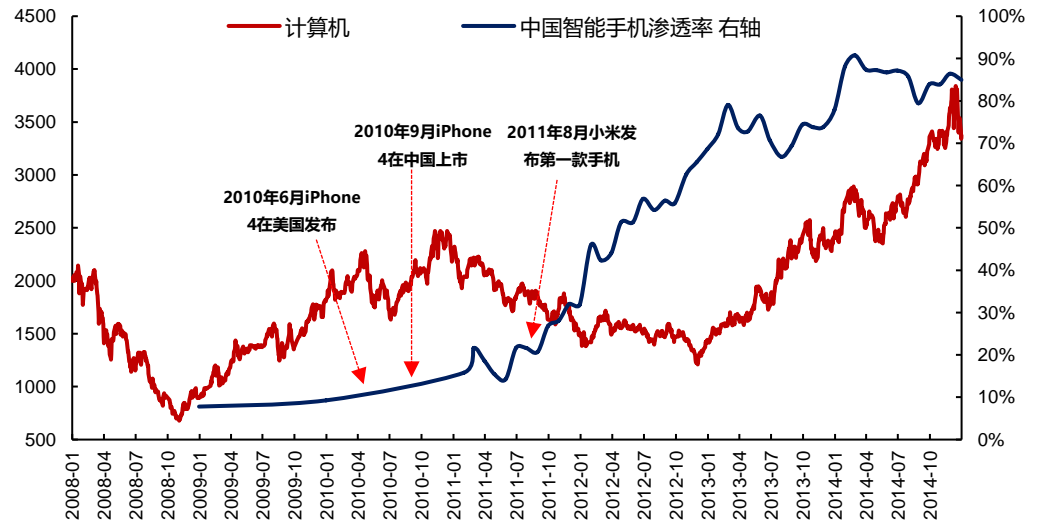
4.2 启动条件: 应用爆款诞生放量

站在当前, 借鉴智能手机和电动车产业的发展规律, 爆款产品的诞生并且放量是开启第二阶段的关键条件。

针对智能手机, 2009年至2010年是上游电子元器件主导第一阶段, 2013年至2015年是下游应用主导的第二阶段。其中, 爆款产品 iPhone 4 的诞生和放量是关键。具体来看, iPhone 4 的发布是苹果重要的转折点, 在 iPhone 4 发布之前, 2009年苹果手机全球出货量约为2500万部, 2011年该数据超9000万部, 2012年超1.3亿部。在此期间中国的智能手

机也得到了快速发展，以小米为代表的智能手机公司陆续成立，和苹果共同推动智能手机的普及。智能手机快速渗透到一定水平后，才开始了应用主导的阶段来临。

图14： 计算机指数走势及中国智能手机渗透率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

针对电动车，2016年至2017年是上游锂钴主导的第一阶段，2020年至2021年是中下游电池和整车主导的第二阶段。其中，爆款产品Model 3的放量是关键。具体来看，特斯拉发布Model 3时间是2016年3月，上海特斯拉工厂落地时间是2018年7月，而真正开始交付的时间为2019年12月，这也是放量的关键点。因此，第二阶段行情的启动关键是2020年Model 3持续放量之后。

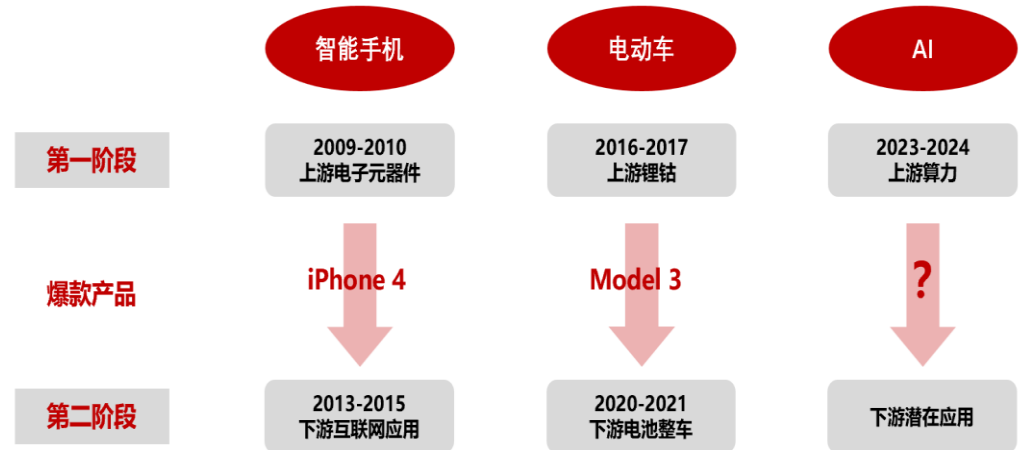
图15： 电力设备指数走势与新能源汽车渗透率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

站在当前，我们认为 AI 第二阶段启动的关键是爆款的诞生并且放量。结合 AI 现在发展情况，潜在领域包括 AI 智能体、机器人、AI 眼镜等方向。

图16: 产业周期的规律



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 风险提示

- 1、AI 产业发展不及预期。AI 应用发展不及预期，或影响 AI 后续走势。
- 2、历史规律的有效性减弱。因为经济和产业发展，历史规律的指引意义减弱。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于基准指数（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）指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于基准指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于基准指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于基准指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于基准指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于基准指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于基准指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于基准指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>