

# 美股科技泡沫还剩多大

分析师：李美岑

SAC：S0160521120002

分析师：张日升

SAC：S0160522030001

分析师：张洲驰

SAC：S0160524070004

	维度	结论
泡沫程度分析	历史：PE/动态PE、ERP/利率调整后ERP	标普动态PE：估值高于中枢20%，泡沫幅度不大； 科技动态PE：泡沫相对比标普大，但不及2000年； 标普ERP：较低但剔除高利率影响后未到极值。
	横向：美VS德、成长VS价值、龙头VS整体	成长/价值、标普/DAX：估值比相对高，但未至极值。 科技龙头：泡沫不突出，纳指龙头/纳指已低于近3年均值。
泡沫形成背景	分子端：产业催化	分子端：类似科网泡沫，本轮美股科技高估值同样为AI新产业催化驱动。 分子端-验证：持续超额ROE/预期增速支撑美股科技高估值。 分母端：宽松催化泡沫，经济过热后加息至衰退，泡沫破裂。 资金端：ETF化趋势下，泡沫形成加速。
	分子端-中期验证：业绩领先其他	
	分母端：货币宽松	
	资金端：ETF化趋势加速泡沫形成	
泡沫破裂分析	泡沫终点信号1-开始交易衰退	信号-历史经验：参考00年，龙头业绩未达市场预期后行情见顶；之后市场交易衰退，行情向下。 当前路径分析：1) 当前加息影响已传导至分子端，市场开始交易衰退，需要重视风险；2) 但像2019年软着陆概率更大，具体看降息托市效果。 降息预期：结合景气&通胀&市场预期，年内降息大概率。
	泡沫终点信号2-龙头业绩增速低于预期	
	支撑软着陆因素-联储开始降息	

## 一、美股当前泡沫水平还有多大

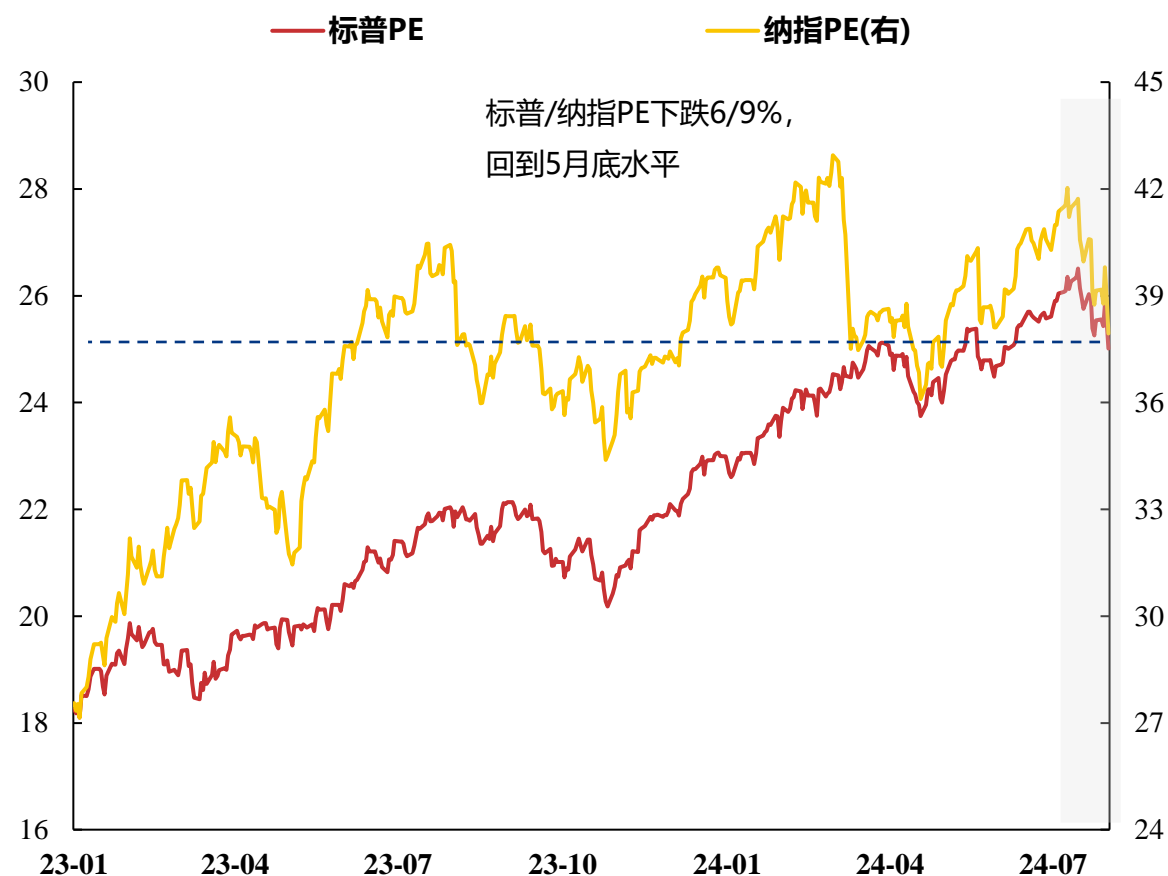
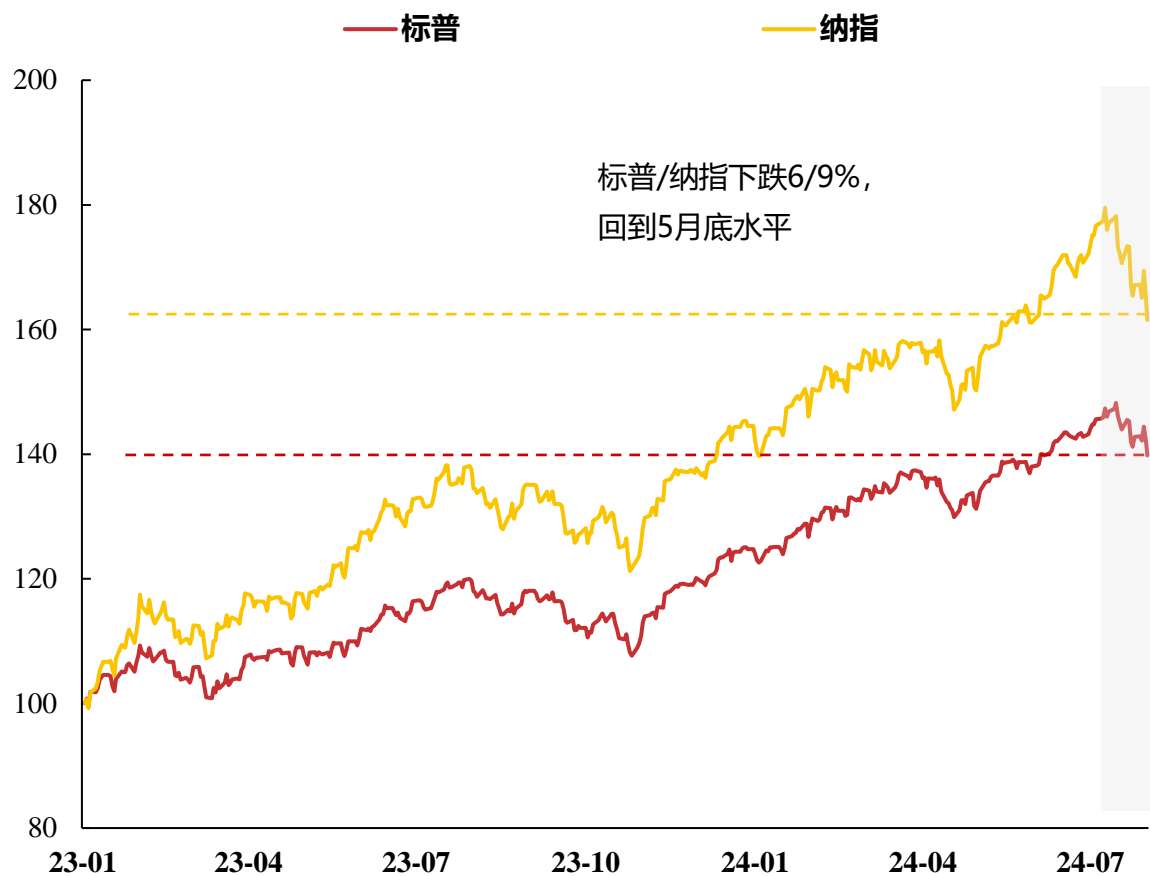
## 二、泡沫生成背景：对比90年代科网泡沫有何异同

## 三、未来展望：泡沫破裂信号分析+软/硬着陆路径推演

# 1. 美股泡沫水平：7月中以来，美股连跌3周，已回到5月前后水平

7月中以来，美股连跌3周，标普/纳指下跌6/9%，累计涨幅和PE看，已回到5月前后水平。

图表1：美股跌回5月前后水平



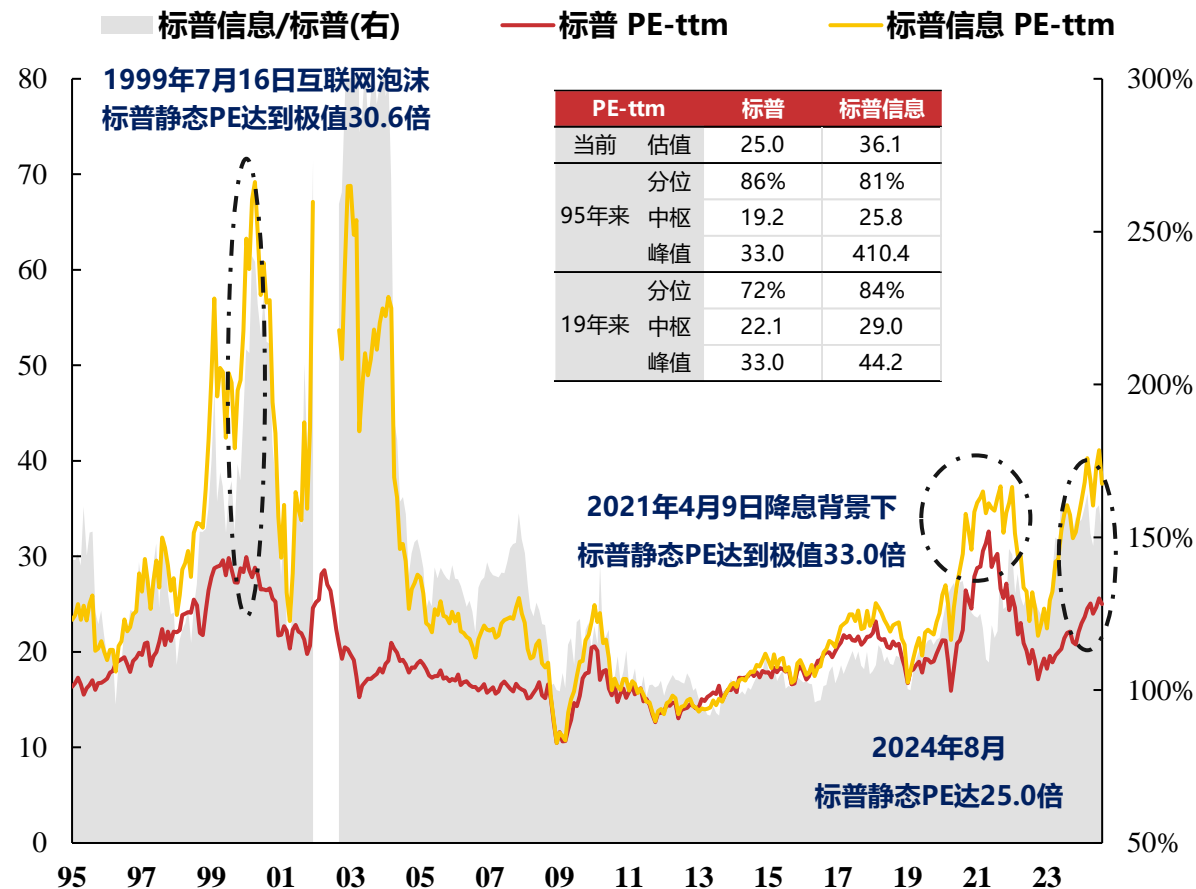
数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

# 1. 美股泡沫水平：整体泡沫不大，科技有一定泡沫但远不及00年

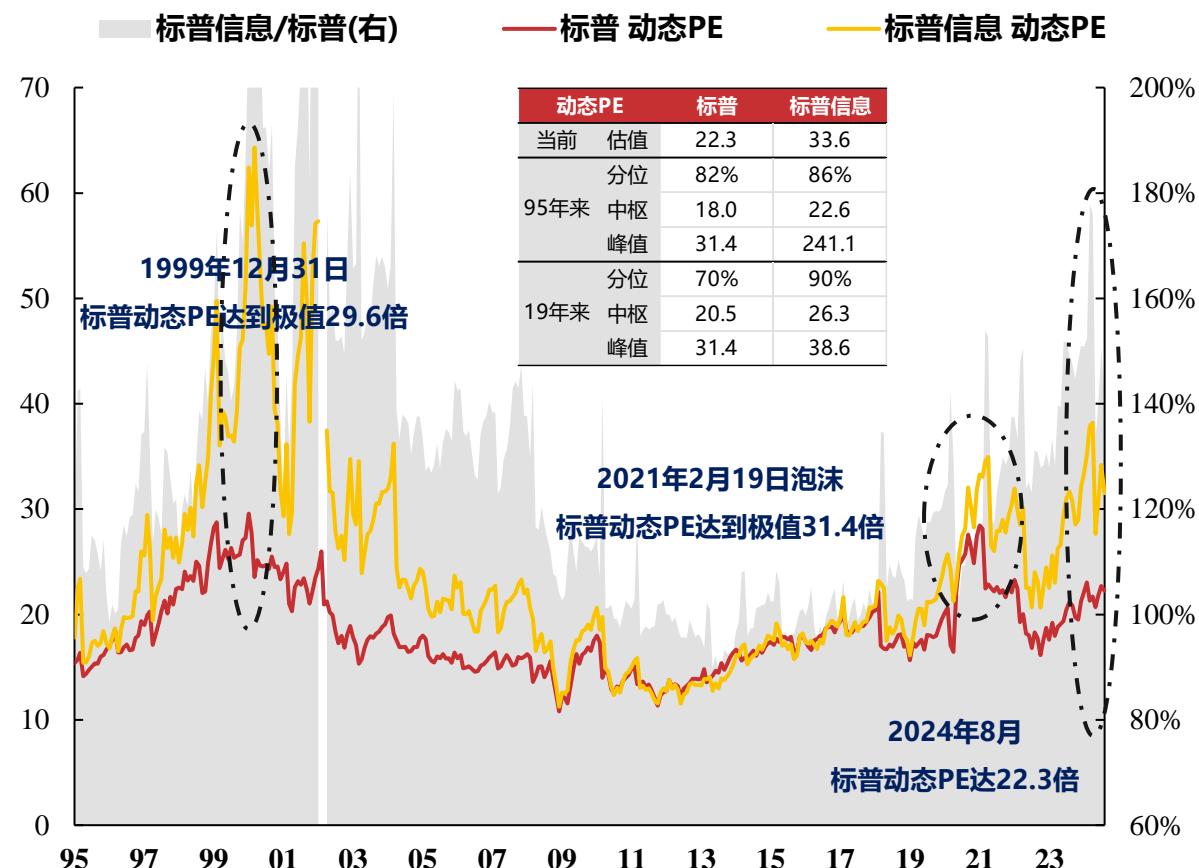
标普PE-ttm/动态PE为25/22倍，高于1995年以来中枢30/23%，离2000/2021年估值顶部还有30%左右距离，估值偏高但泡沫属性已不那么突出（特别动态PE看）。

标普信息PE-ttm/动态PE为36/34倍，高于1995年以来中枢40/49%，虽然远低于2000年高点，但已接近2021年水平。

图表2：PE-ttm看，标普/标普信息高出1995年以来中枢30/40%



图表3：动态PE看，标普/标普信息高出1995年以来中枢23/49%



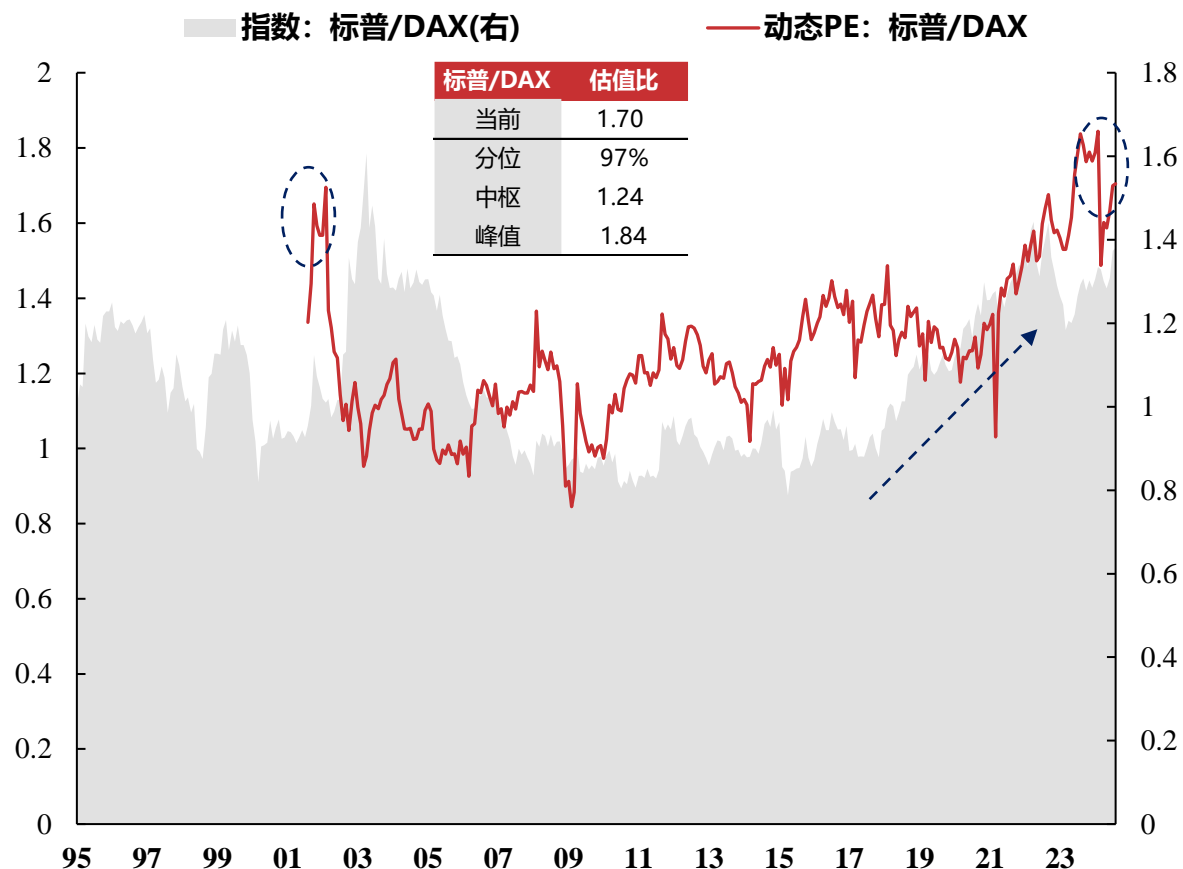
数据来源：Bloomberg，财通证券研究所；剔除02年衰退期PE；中枢为剔除最高/低10%后的均值

# 1.美股泡沫水平：标普/DAX、美股成长/价值估值比均在偏高位

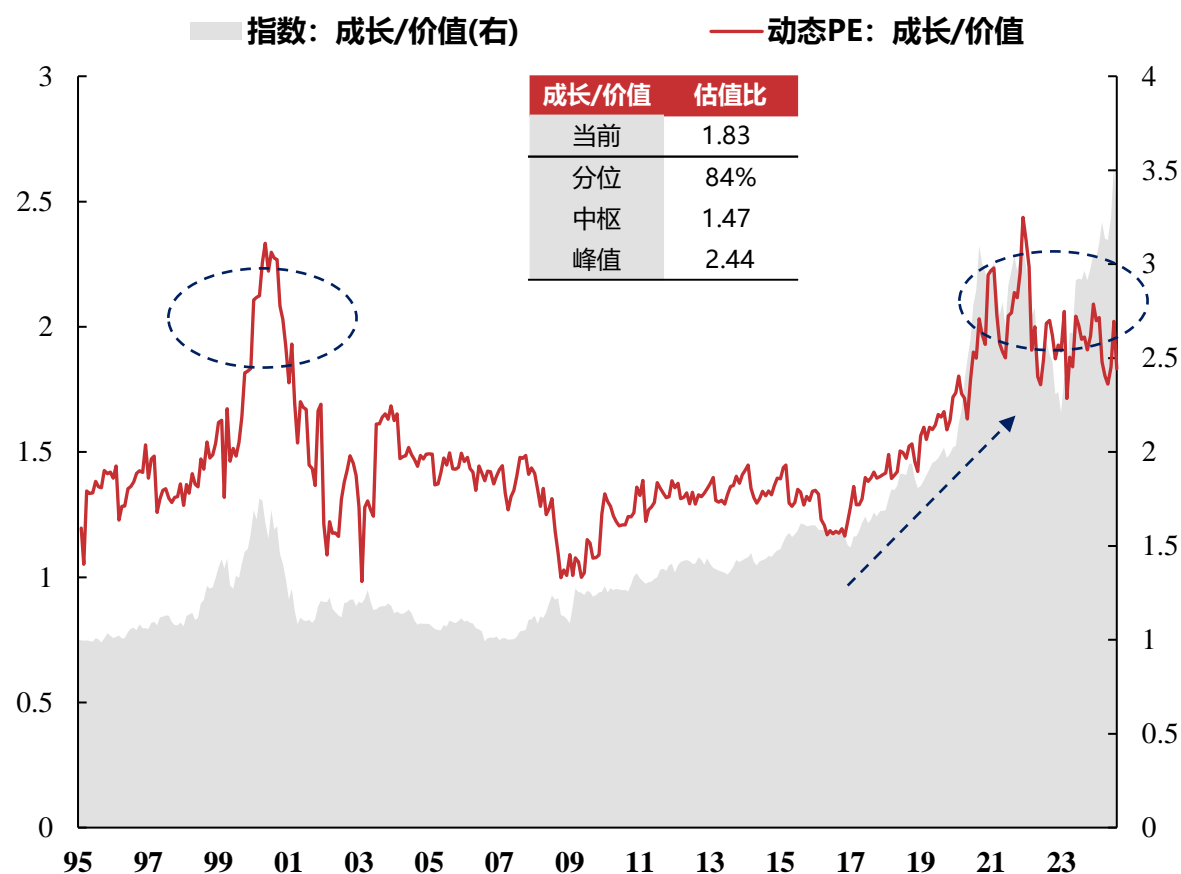
美股表现显著领先其他国家，以德国DAX为例，19年以来指数比率和动态PE比值上涨近30%。

成长表现显著领先价值，19年以来指数比例近翻倍；但估值比率并未持续上涨，在高位但不在极值。

图表4：美股表现显著领先德股，估值比率也在走高



图表5：成长表现显著领先价值，估值比率也在中高位

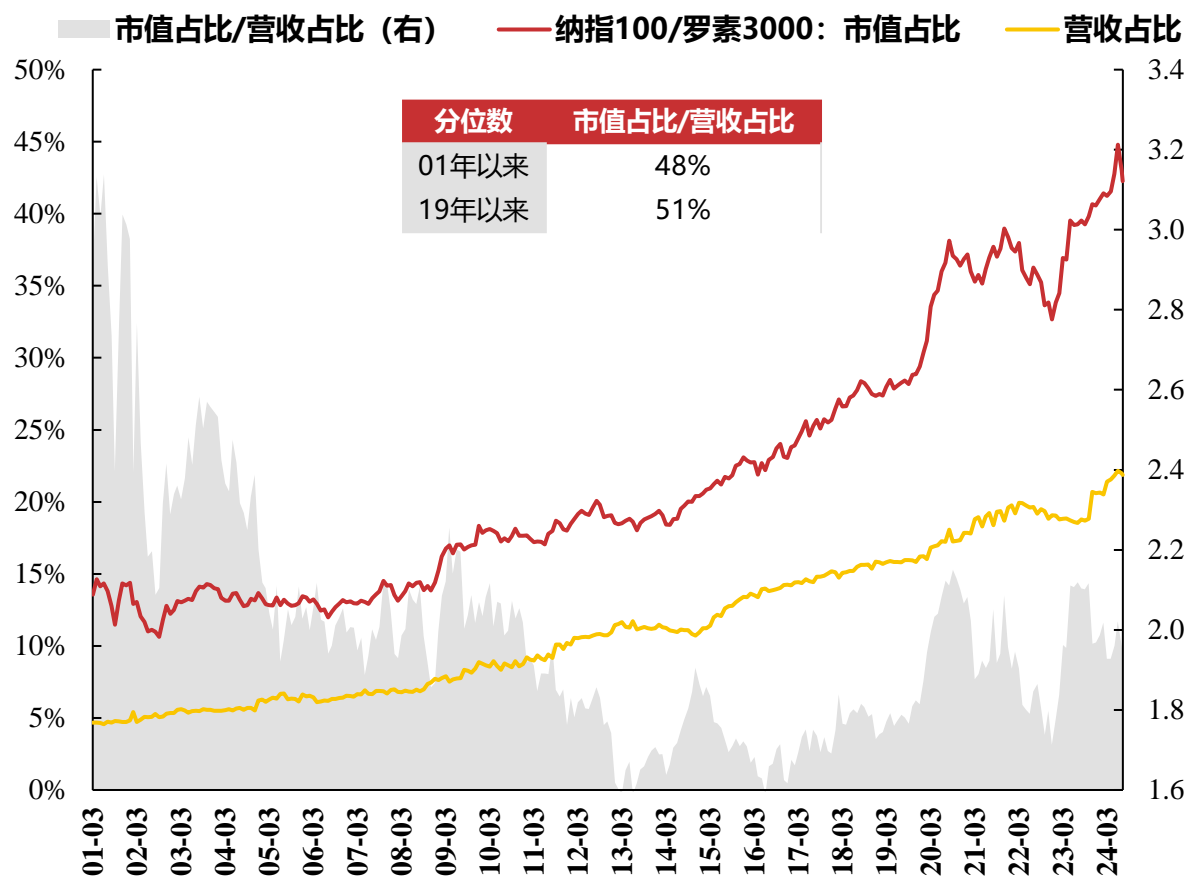


数据来源：Bloomberg，财通证券研究所；中枢为剔除最高/低10%后的均值

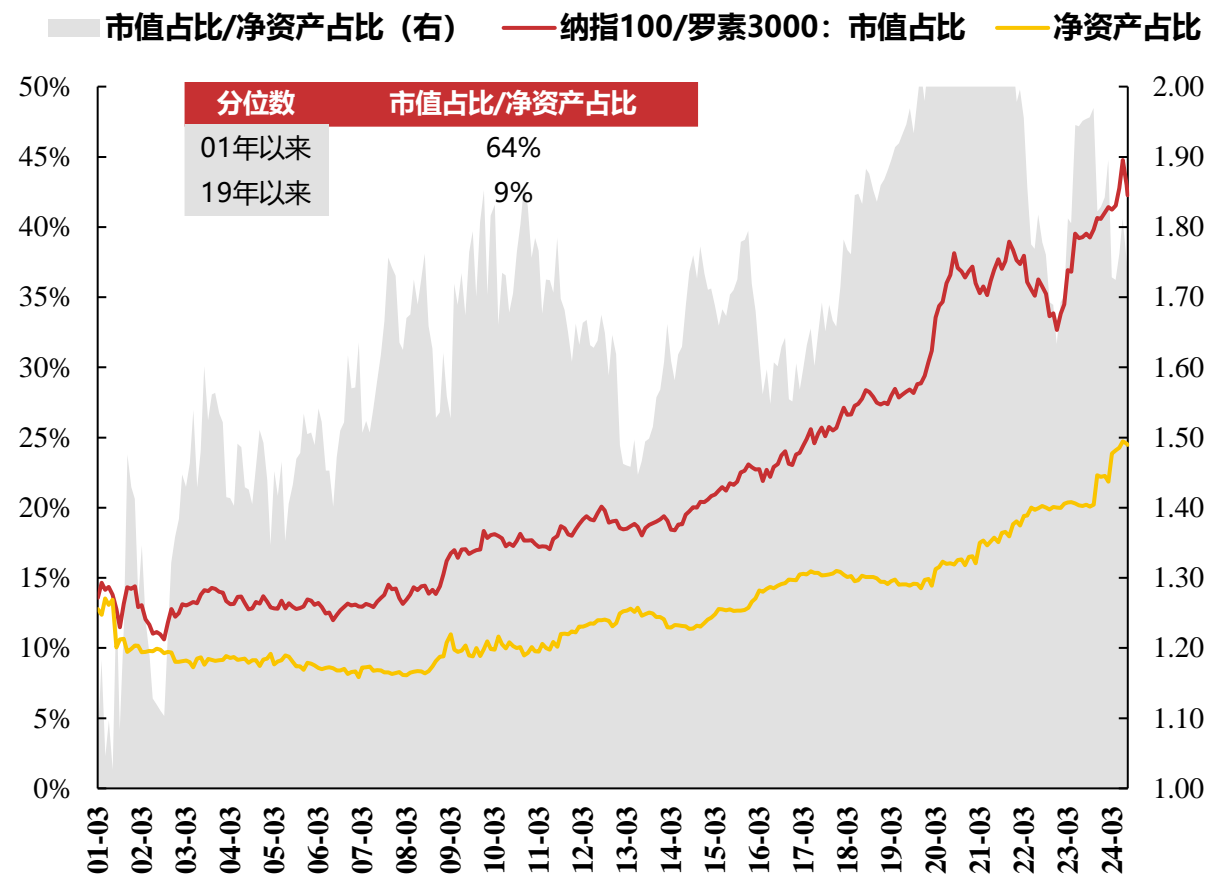
# 1. 美股泡沫水平：科技龙头视角，当前市值匹配营收/净资产规模

看纳指100（对应美股科技龙头）/罗素3000（对应美股整体）的市值占比、营收占比、净资产占比，虽然都在持续上升，但市值占比/营收占比、市值占比/净资产占比的比率并非历史极值，低于21年、23年水平，反映当前美股科技龙头市值整体是匹配其营收和净资产规模的，泡沫幅度不算突出。

图表6：对美股整体占比看，美股科技当前市值匹配其收入



图表7：对美股整体占比看，美股科技当前市值匹配其净资产



数据来源：Bloomberg, Wind, 财通证券研究所

# 1. 美股泡沫水平：科技龙头视角，M7估值并未显著领先美股科技

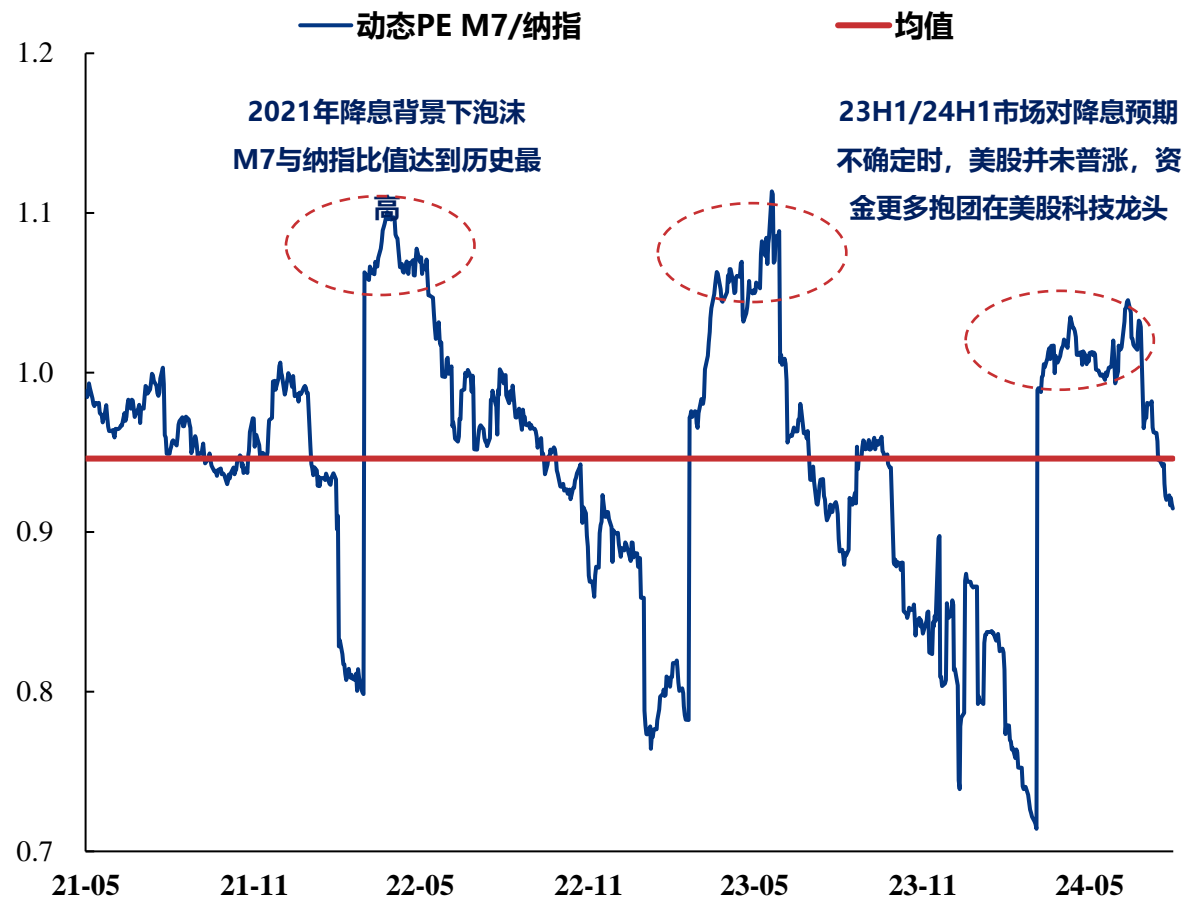
备受关注M7自2023年以来一共涨幅192%，显著领先，但实际PE和动态PE并未领先纳指和信息板块。历史动态PE看，当前M7/纳指已在中枢水平。

图表8: Magnificent 7 (M7) 公司估值概览

公司名称	市值 (万亿美元)	PE	动态PE	PB	23.1以来 涨跌幅
苹果	3.3	33.5	32.9	50.2	71%
微软	3.0	34.5	30.9	11.3	72%
谷歌	2.1	23.5	20.9	6.8	90%
亚马逊	1.8	39.4	29.5	7.4	100%
英伟达	2.6	62.5	39.8	54.0	634%
META	1.2	23.7	22.9	7.9	306%
特斯拉	0.7	103.6	89.6	10.0	69%
<b>M7</b>	<b>14.7</b>	<b>35.0</b>	<b>30.3</b>	<b>12.9</b>	<b>192%</b>
纳指	31.2	37.9	33.1	6.5	60%
纳指100	25.5	32.5	27.8	7.5	69%
标普	49.3	25.0	22.3	4.8	39%
标普信息	14.7	37.6	31.5	11.7	85%

数据来源: Bloomberg, Wind, 财通证券研究所

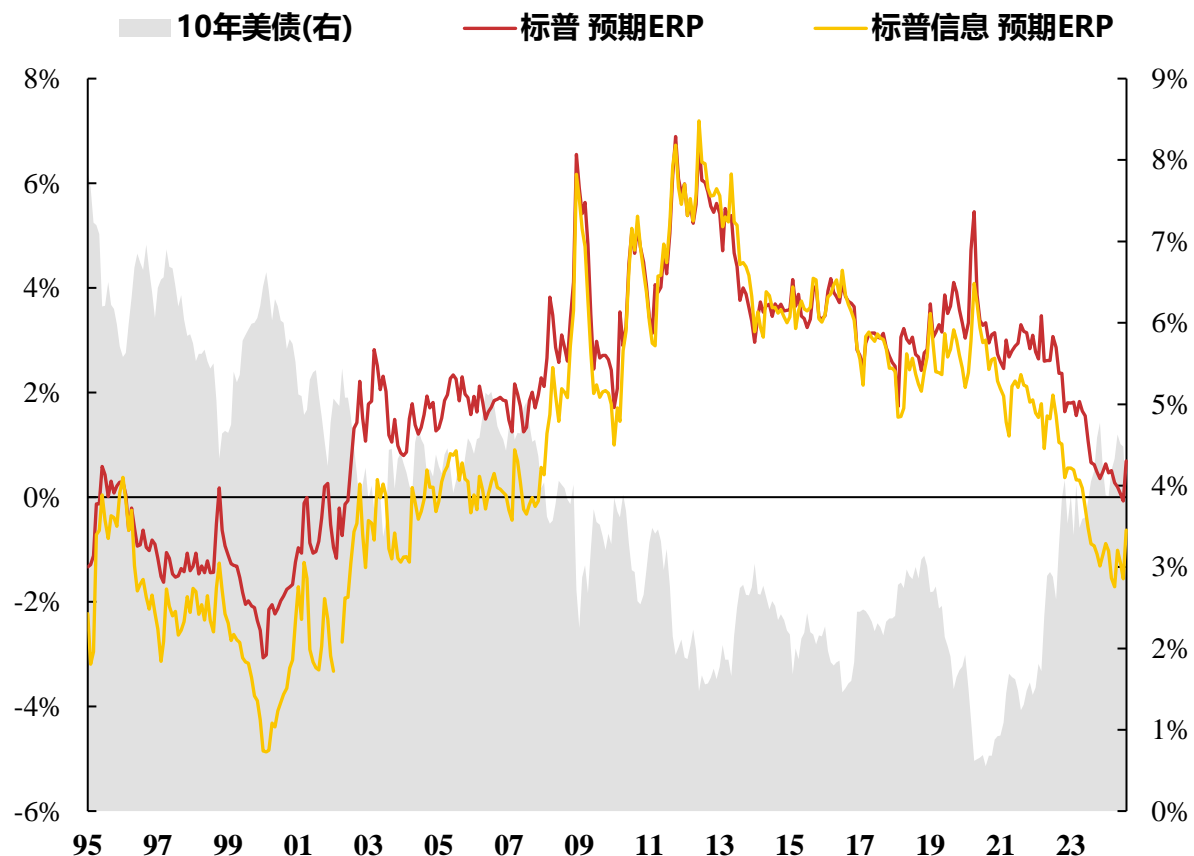
图表9: 美股龙头M7的动态PE比纳指处于近三年来平均水平，泡沫并不突出



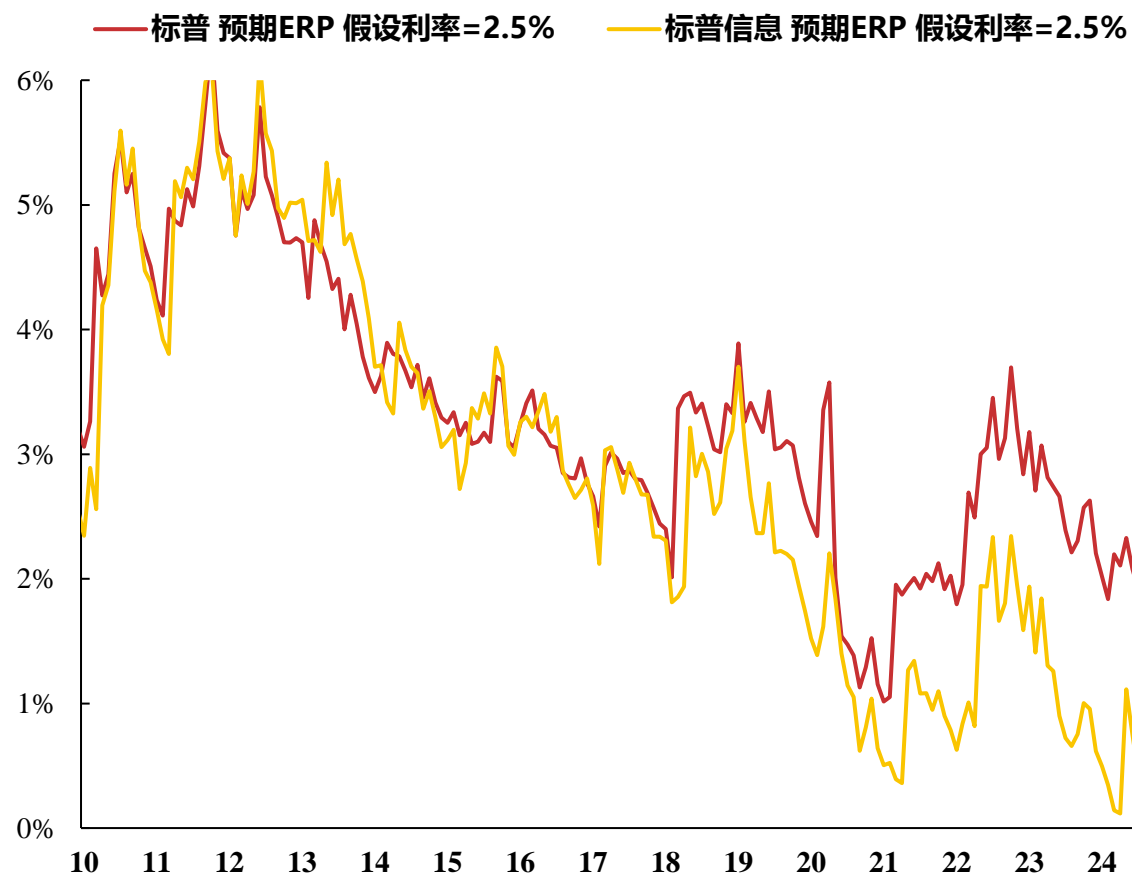
# 1. 美股泡沫水平：ERP已较低，但考虑降息的话还在中枢下沿不算低

当前标普/标普信息的ERP为0.7/-0.6%，已接近00年水平。但如果未来降息至2.5%中性利率（0.5%增长+2.0%通胀，约为13-19年均值），当前标普ERP为2.0%，在中枢偏低位置，并未特别低，对应当前估值不算高。

图表10：当前美股ERP已接近00年水平



图表11：剔除利率因素看，当前美股ERP在低位但不突出



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所；

一、美股当前泡沫水平还有多大

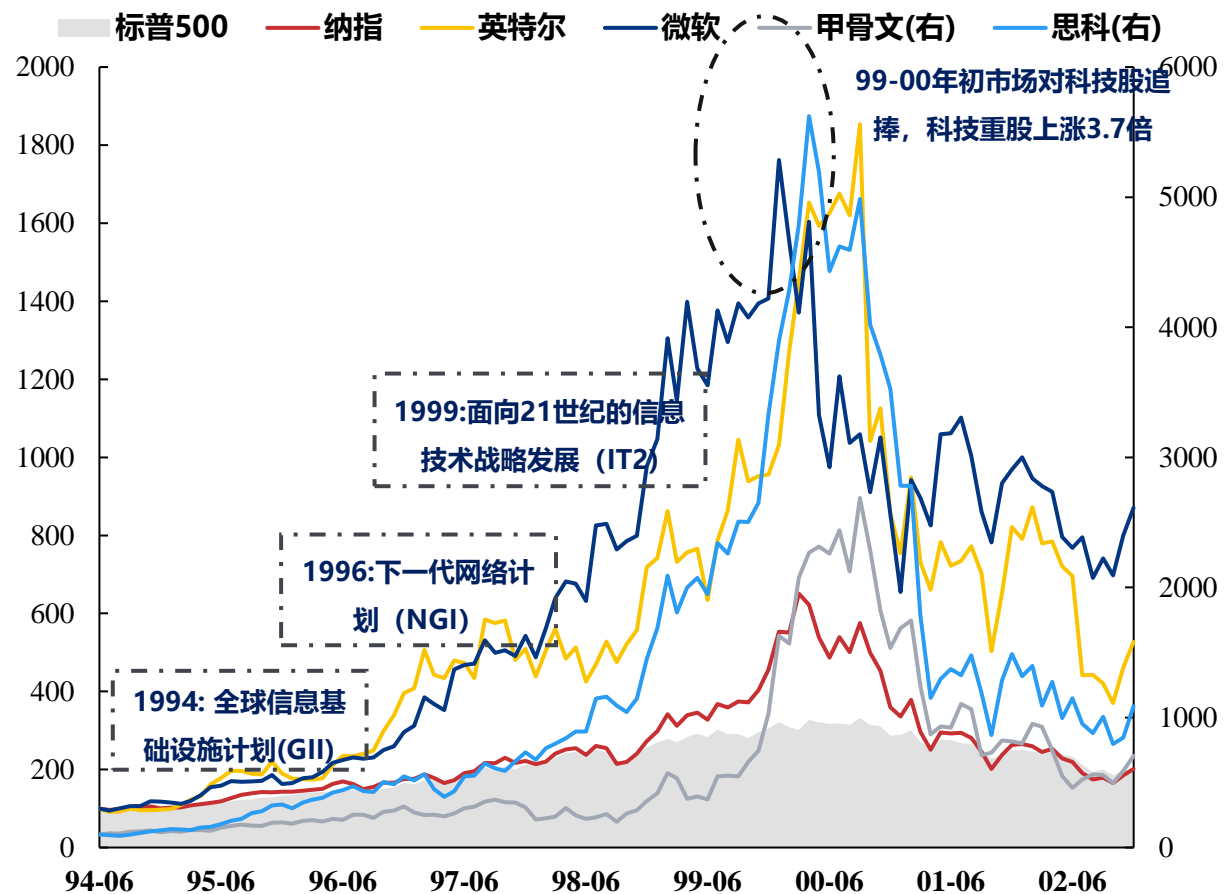
**二、泡沫生成背景：对比90年代科网泡沫有何异同**

三、未来展望：泡沫破裂信号分析+软/硬着陆路径推演

# 2.1.泡沫背景-新产业问世：90年代信息产业问世带动美股“泡沫”

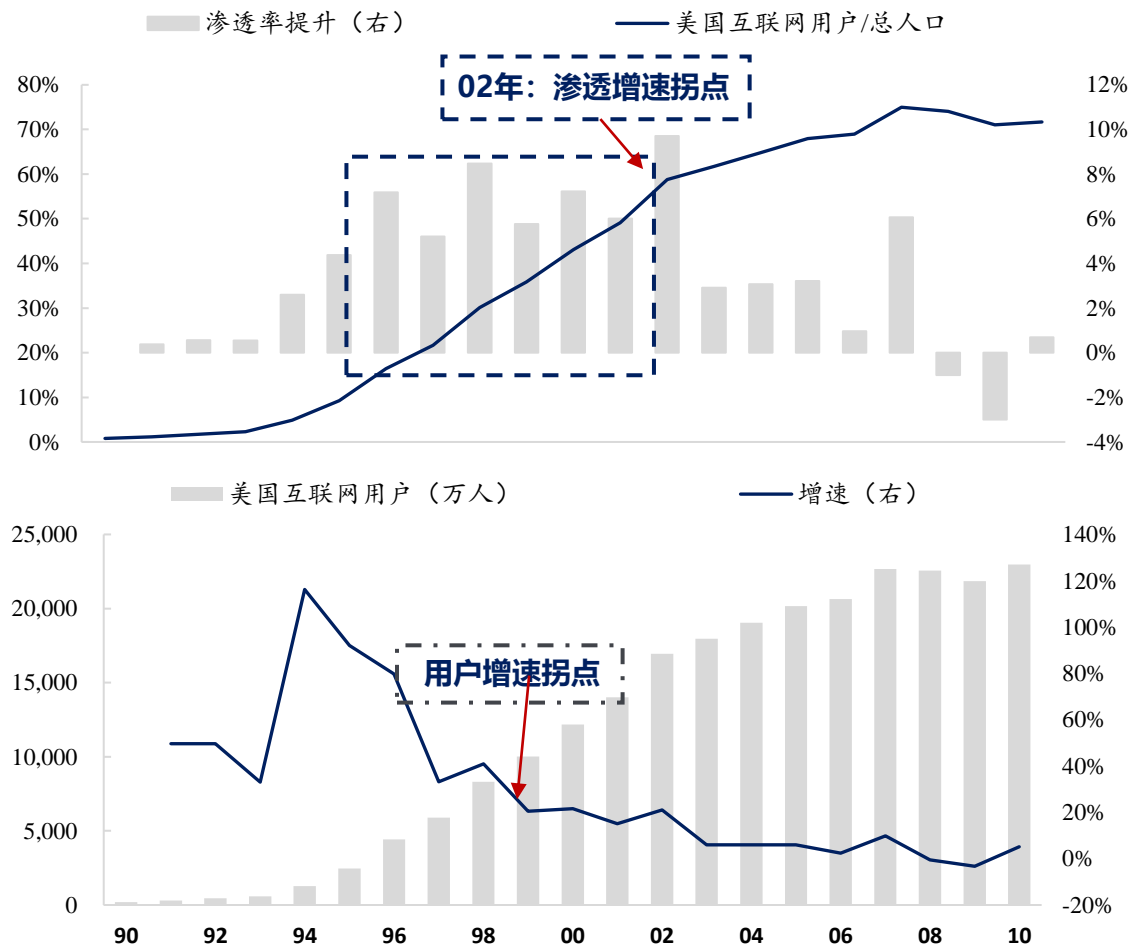
90-00年美国科技产业受到大量产业政策，政策00年前后支持减弱，产业发展不如预期。90年代中后期起政策支持减弱，至00年基本无再更新的利好科技政策。1996-2002年是美国互联网的高速增长期，渗透率从16%提升到59%，每年分别提升7%、5%、8%、6%、7%、6%、10%。

图表12：97-00互联网泡沫科技利产业政策热带动股价上涨



数据来源: Bloomberg, 财通证券研究所

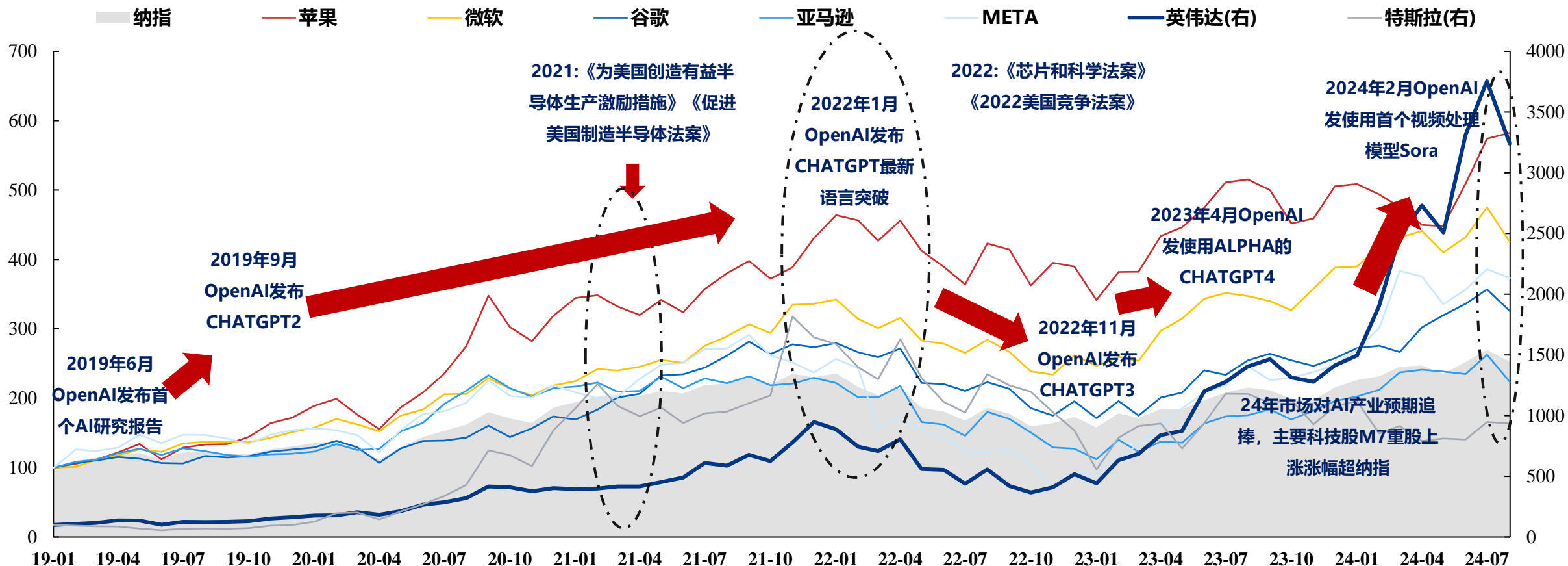
图表13：美股互联网渗透率在02年迎来拐点，用户增速99年迎来拐点



# 2.1.泡沫背景-新产业问世：本轮AI产业持续催化行情

21年以来半导体及芯片行业提供多项政策支持，持续推进AI行情向上。

图表14：19-24年AI热，带动M7股价上涨

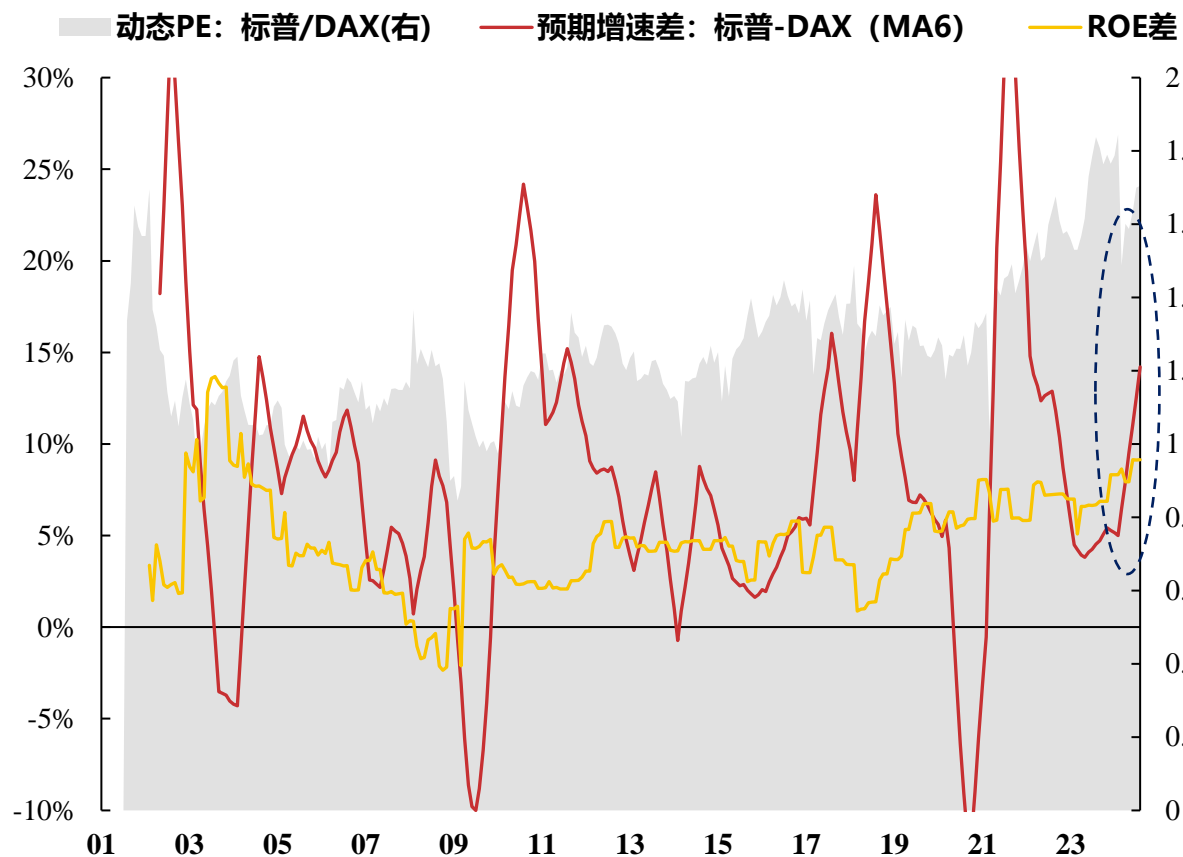


数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

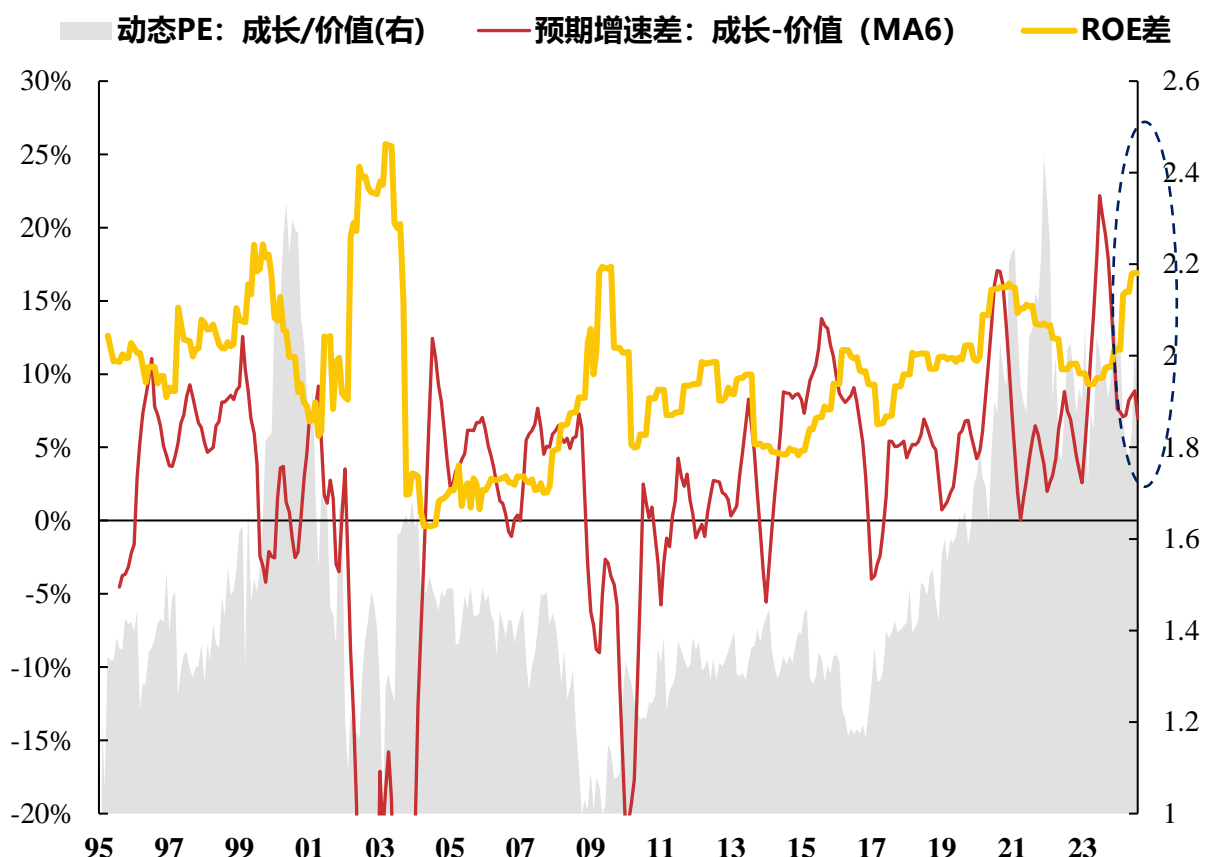
## 2.2.泡沫支撑-超额盈利：美股科技高估值背后,是更高ROE&预期增速

美股科技相对高估值背后，是美股科技基本面显著更强：历史标普/DAX、成长/价值高估值，都对应ROE超额增加或预期增速抬升；当前标普-DAX、成长-价值的ROE超额持续走高，当前差额达9/17%，预期增速差也在相对高位。

图表15：美股长期领跑背后，标普-DAX的ROE超额持续走高，当前差额达9%



图表16：成长长期领跑背后，成长-价值的ROE超额持续走高，当前差额达17%

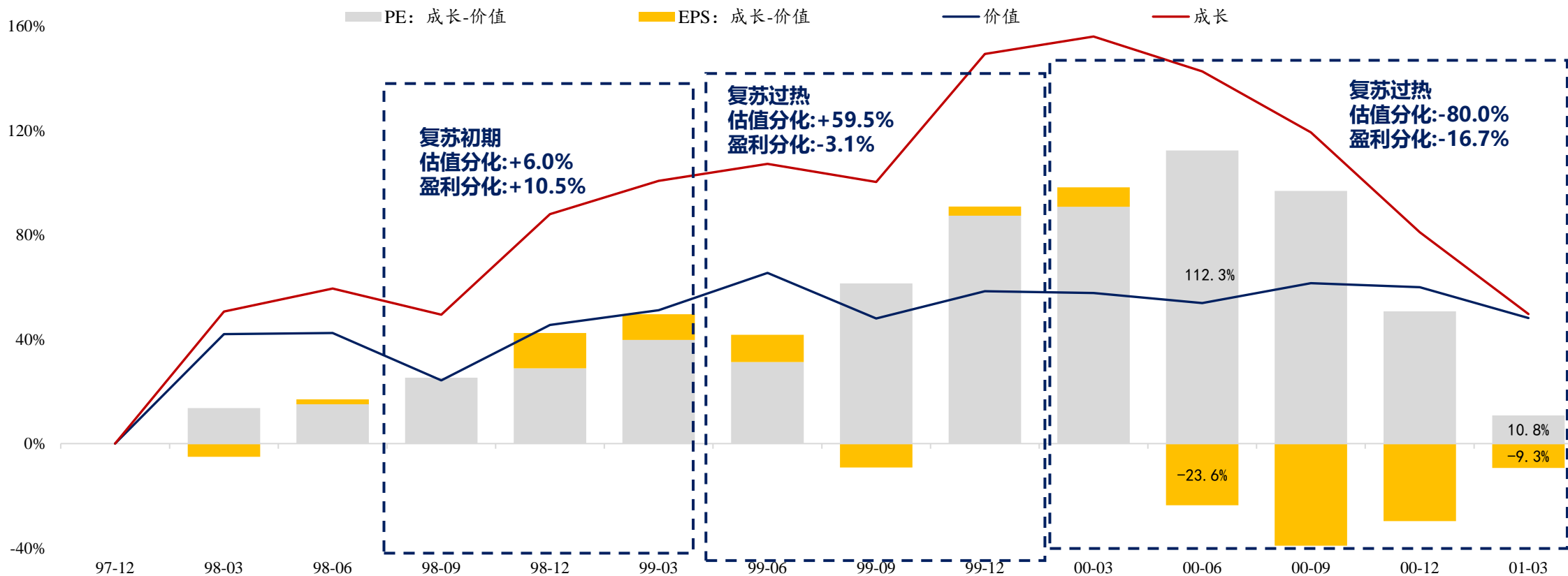


数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

## 2.2.泡沫支撑-超额盈利：泡沫初期成长盈利优势下,将带来戴维斯双击

**经济复苏初期**，成长风格盈利好于价值风格，风格分化初现，成长风格小幅跑赢；**经济复苏后期**，政策退出，价值风格盈利下行，成长风格盈利有韧性，风格分化加大，成长风格大幅跑赢；**经济衰退期**，成长风格盈利下行并向价值风格收敛，风格分化大幅减小，成长风格估值下杀，价值风格跑赢。在整个定价周期的中期，成长风格的估值扩张远超价值风格，但是当流动性大幅收紧、成长股盈利也下行之之后，成长和价值的估值鸿沟将全面收敛，最终成长相对价值的超额收益主要来源于EPS增长。

图表17：美国97-00年EPS估值、盈利分化过热

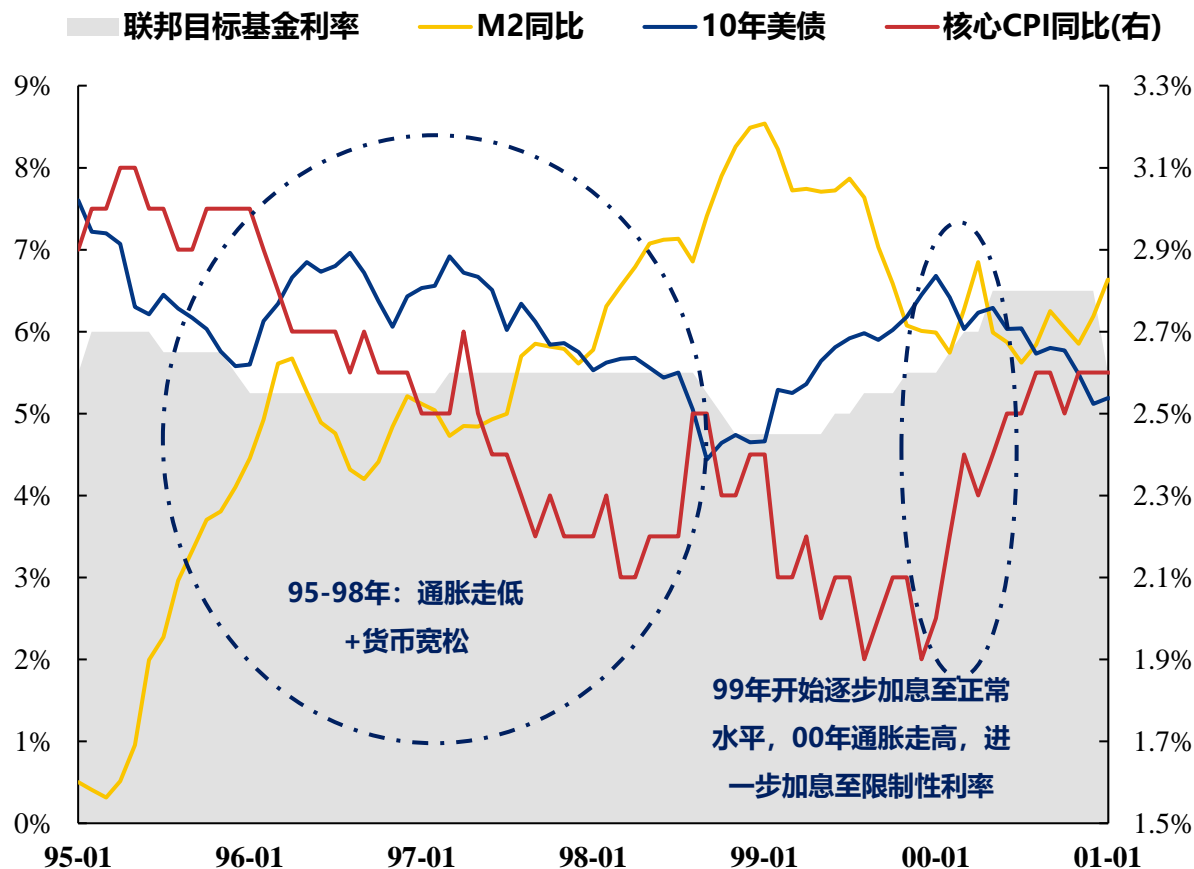


数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

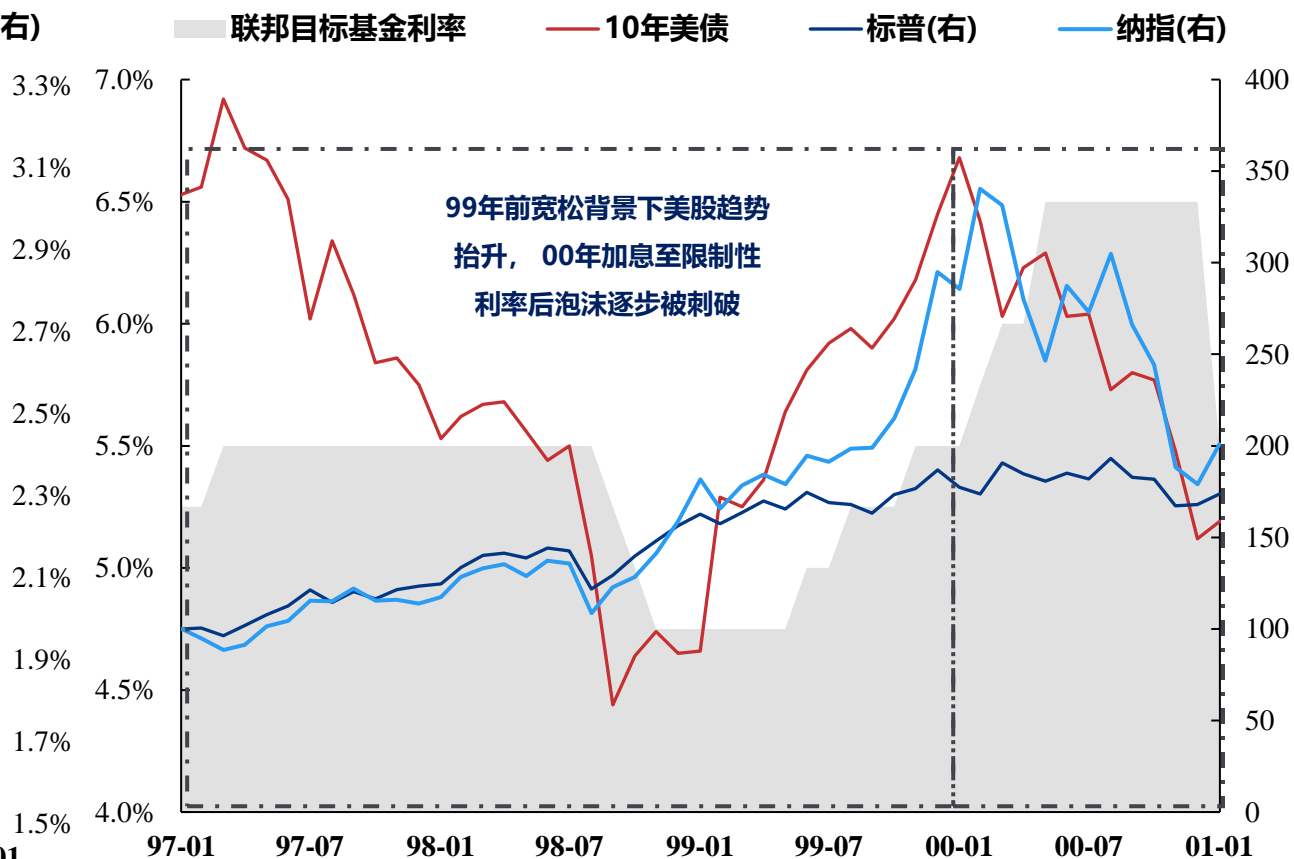
## 2.3.泡沫背景-货币宽松：历次泡沫形成都伴随着货币宽松（90年代）

90年代后半段，货币宽松背景下美股走高，到00年加息到限制性利率，市场交易衰退，美股开始回落：95年联储预防性降息、97年东亚金融危机，同时全球化背景下通胀持续低位，加息压力较小，整体货币环境宽松，M2增速从1%到8%。之后，联储99年开始加息、00年政策利率突破前高，随着加息影响到分子端，叠加美股科技业绩未达市场预期，美股才冲顶、回落。

图表18：97-00年：货币长期宽松



图表19：97-00年：宽松下大泡沫，加息到限制性利率触顶

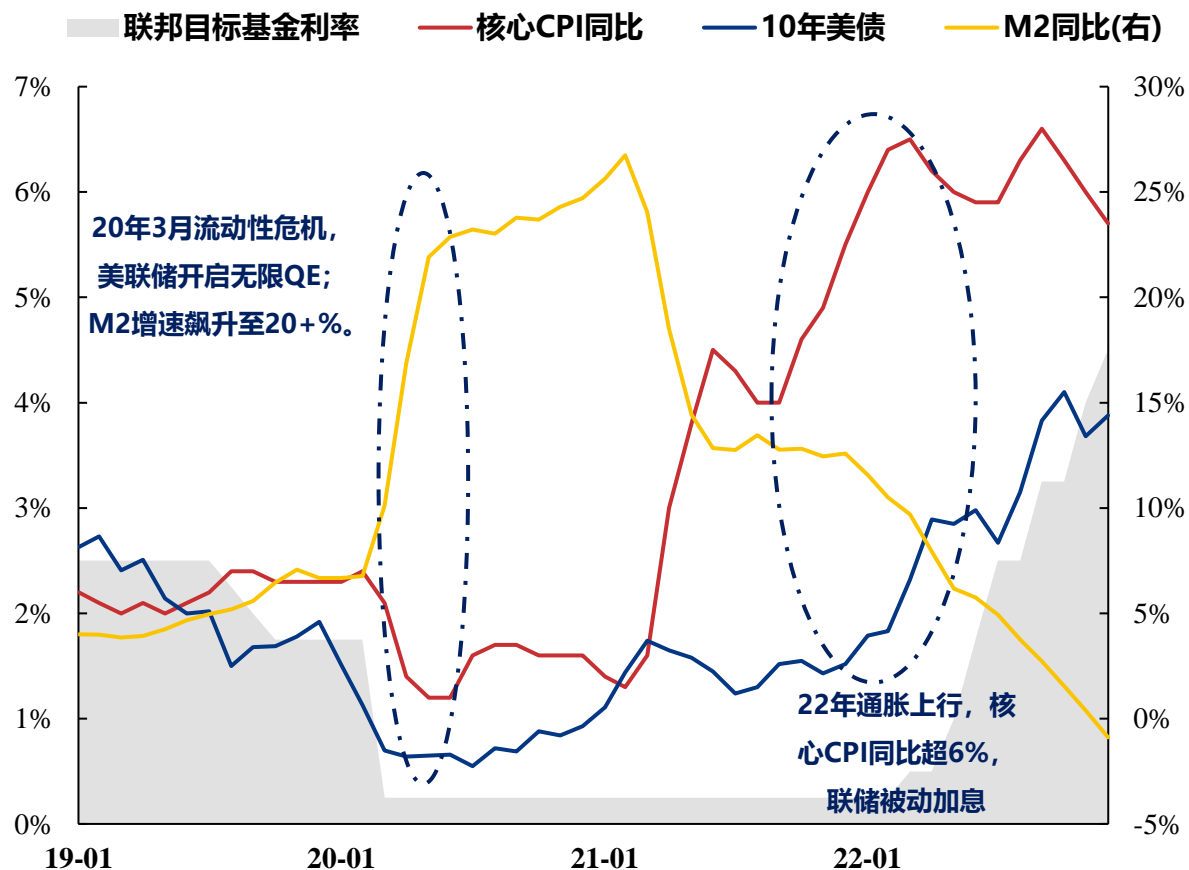


数据来源：Wind，财通证券研究所

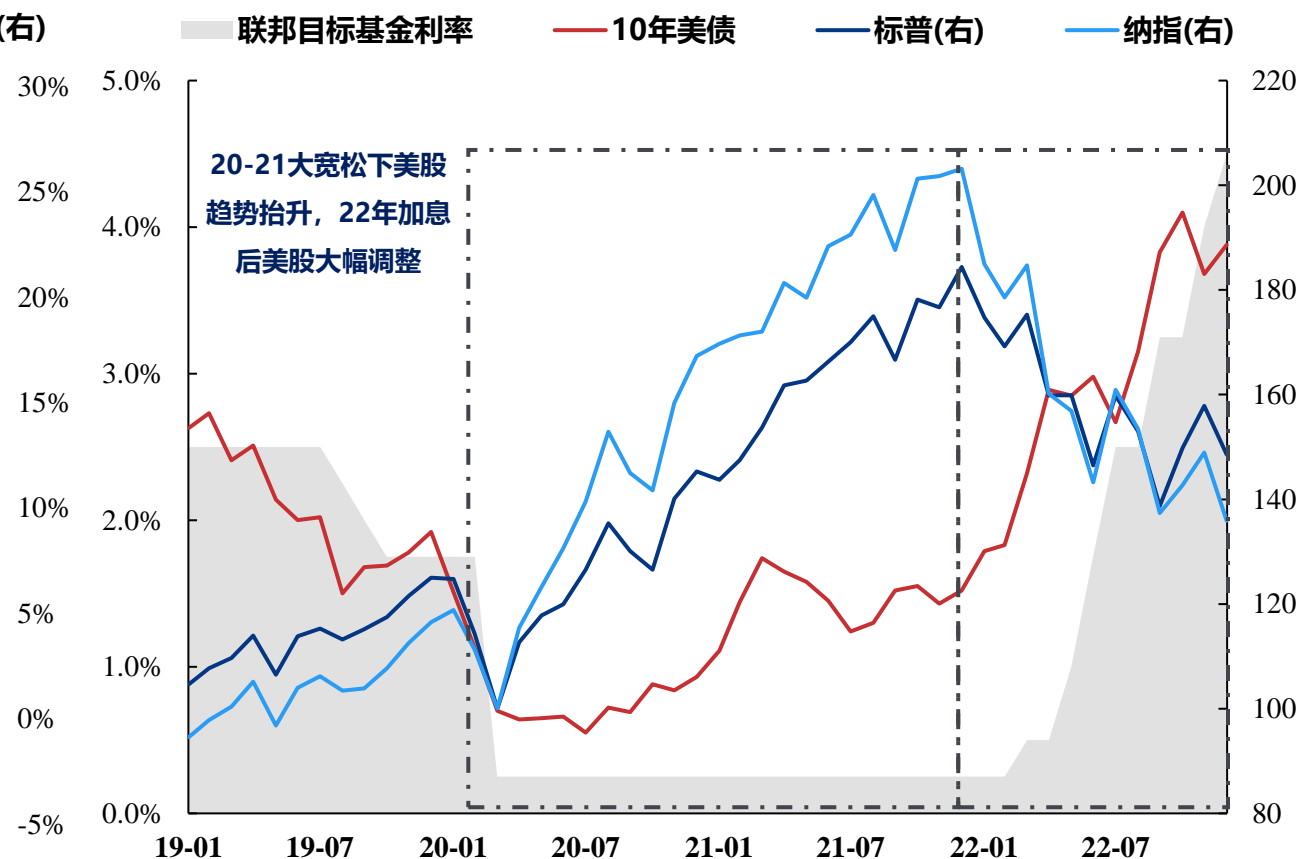
## 2.3.泡沫背景-货币宽松：历次泡沫形成都伴随着货币宽松（2020年）

**2020年疫情大宽松，美股走高，到2021Q4宽松急刹车后美股才逐步回落：**2020年疫情冲击下，一度引发流动性危机，联储随即大宽松、无限QE，M2增速超20%，美股也随即趋势抬升。2021年CPI显著抬升、2022年俄乌冲突后进一步引发高通胀，联储被动加息，美股开始显著回调。

图表20：20-22年：从大宽松到高通胀加息



图表21：20-22年：宽松美股大涨，加息后泡沫破裂



数据来源：Wind，财通证券研究所

## 2.3.泡沫背景-货币宽松：两轮泡沫期货货币政策影响对比

图表22：98-01年美联储政策+CPI+美股变迁

阶段	股指涨跌	时间	通胀	核心通胀水平	联邦基金利率	事件
第一阶段	快速上涨	1998.1 – 1999.1	低通胀	2.2%~2.4%	降息	亚洲金融危机
第二阶段	震荡上涨	1999.2 – 1999.10	CPI停止上行	<b>2.1%</b>	加息	微软公司垄断案导致销量低迷
第三阶段	高速上涨	1999.11– 2000.3	CPI上行	<b>2.1%~2.4%</b>	加息	
第四阶段	极速下跌	2000.3–2000.5	CPI新高	<b>2.4%</b>	加息	微软反垄断法白素，面临拆分，业绩预期下跌。1999年否决税收法案
第五阶段	反弹震荡	2000.5–2000.9	相对稳定	2.5%~2.6%	停止加息	
第六阶段	持续下跌	2000.9–2001.4	继续走高	2.7%	降息	交易衰退，美股整体承压

图表23：20-22年美联储政策+CPI+美股变迁

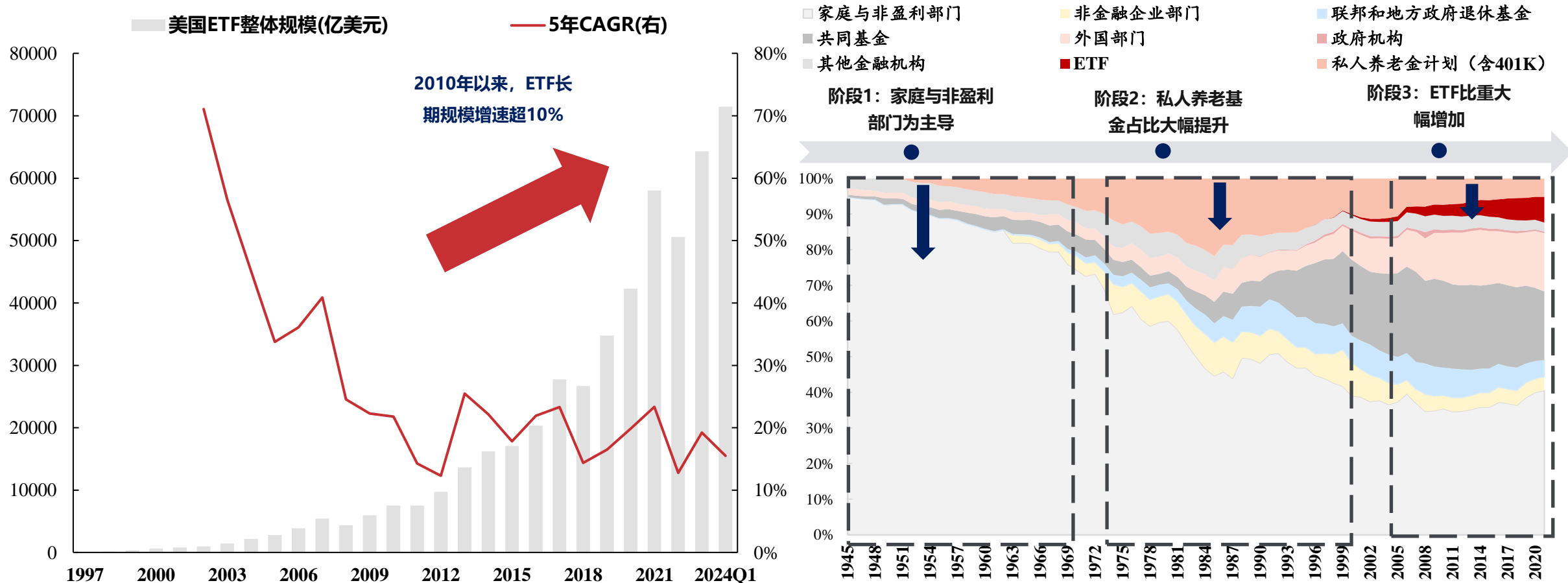
阶段	股指涨跌	时间	通胀	核心通胀水平	联邦基金利率	事件
第一阶段	快速上涨	2020.4~2020.6	CPI下降	1.2%~1.4%	降息	失业陡增+通缩，纳指暴跌后预期降息
第二阶段	震荡上涨	2020.6-2022.3	CPI上行	<b>1.6%~6.5%</b>	持续低位	美联储大宽松，失业率下行，通胀大幅抬头
第三阶段	急速下跌	2022.3-2022.10	CPI高位	<b>6.5%~6.0%</b>	加息	加息下美债利率大幅上升，纳指受益下降
第四阶段	重新回升	2022.10–2024.6	CPI下行	6.0%~3.3%	加息尾声	加息尾声，博弈降息与否+高景气，纳指持续走高
第五阶段	开始下跌	2024.6–?	CPI下行	3.3%~	?	市场担忧衰退，美股开始下跌

数据来源：Bloomberg, Wind, 财通证券研究所

## 2.4.泡沫催化-ETF趋势：00年起ETF化趋势明显，加速牛市形成

美股2000年以来ETF化趋势明显，20多年以来ETF占比从0%提升至7+%。ETF增速看，2010年以来ETF长期增速仍维持在10+%，增长迅速，2024Q1已超7万亿美元。ETF化趋势下，核心指数权重更大的标的更直接受益于资金流入。美股龙头都是以M7为首的科技公司，因此ETF化趋势加速了美股科技龙头的牛市形成。

图表24：ETF规模增速超10%，对资产占比持续提升至7+%

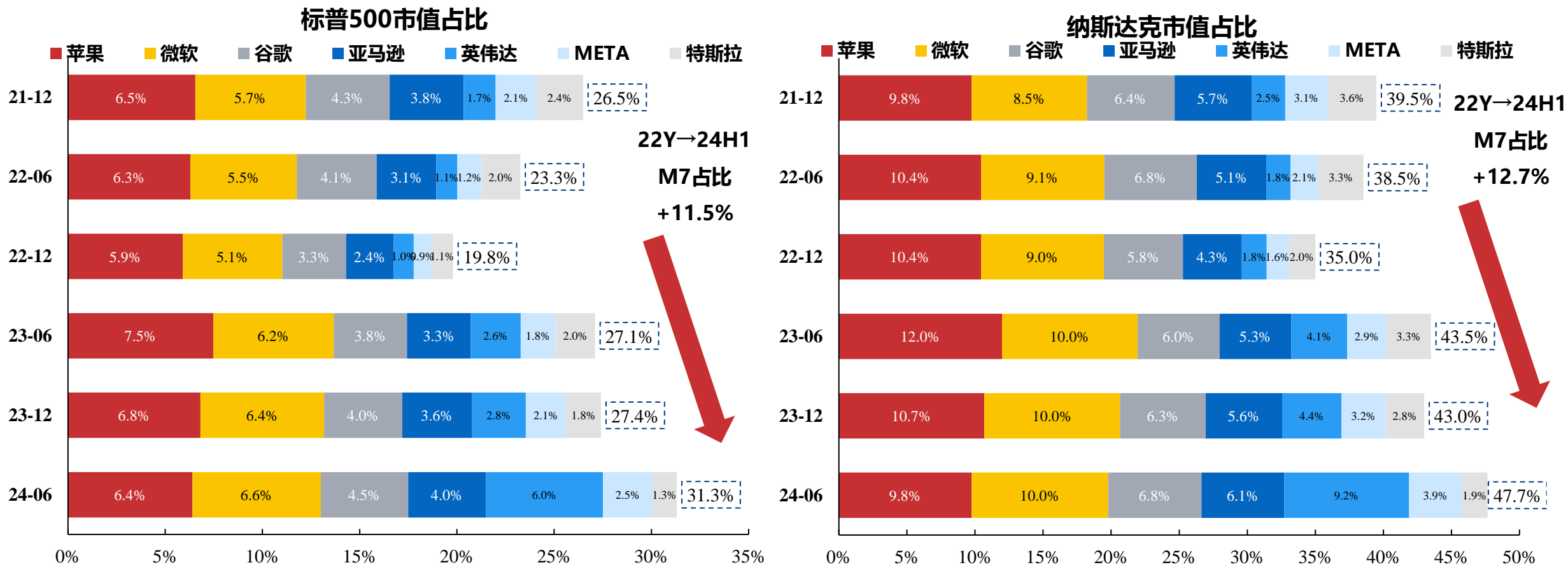


数据来源: Bloomberg, 美联储, 财通证券研究所

## 2.4.泡沫催化-ETF趋势：ETF化趋势下，权重大科技龙头上涨加速

随着美股科技市值逐步增加，占标普/纳指的权重也对应增加，ETF流入带来的资金/资金占比也增加，即ETF化加速了牛市形成。

图表25：科技牛市下，科技龙头占ETF占比逐渐增加，更直接受益于资金流入



数据来源：Wind，财通证券研究所

一、美股当前泡沫水平还有多大

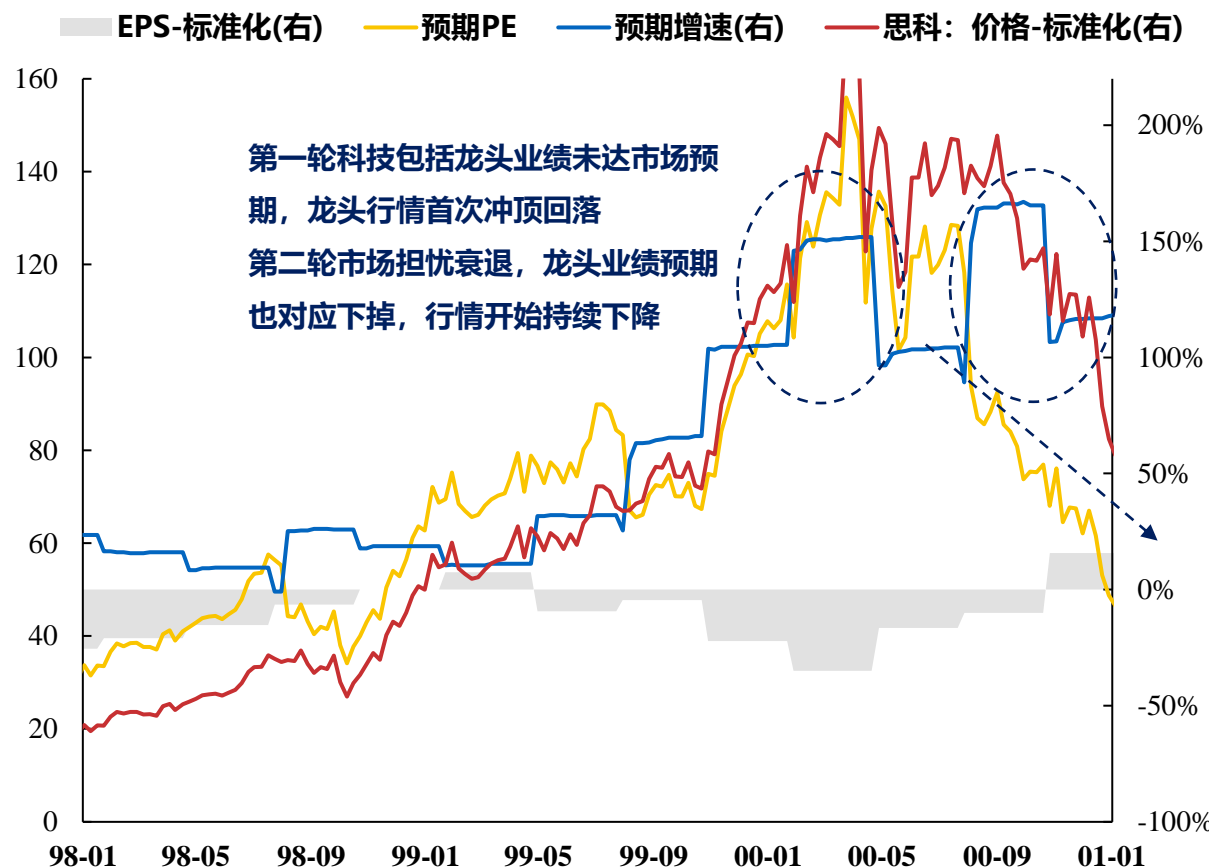
二、泡沫生成背景：对比90年代科网泡沫有何异同

**三、未来展望：泡沫破裂信号分析+软/硬着陆路径推演**

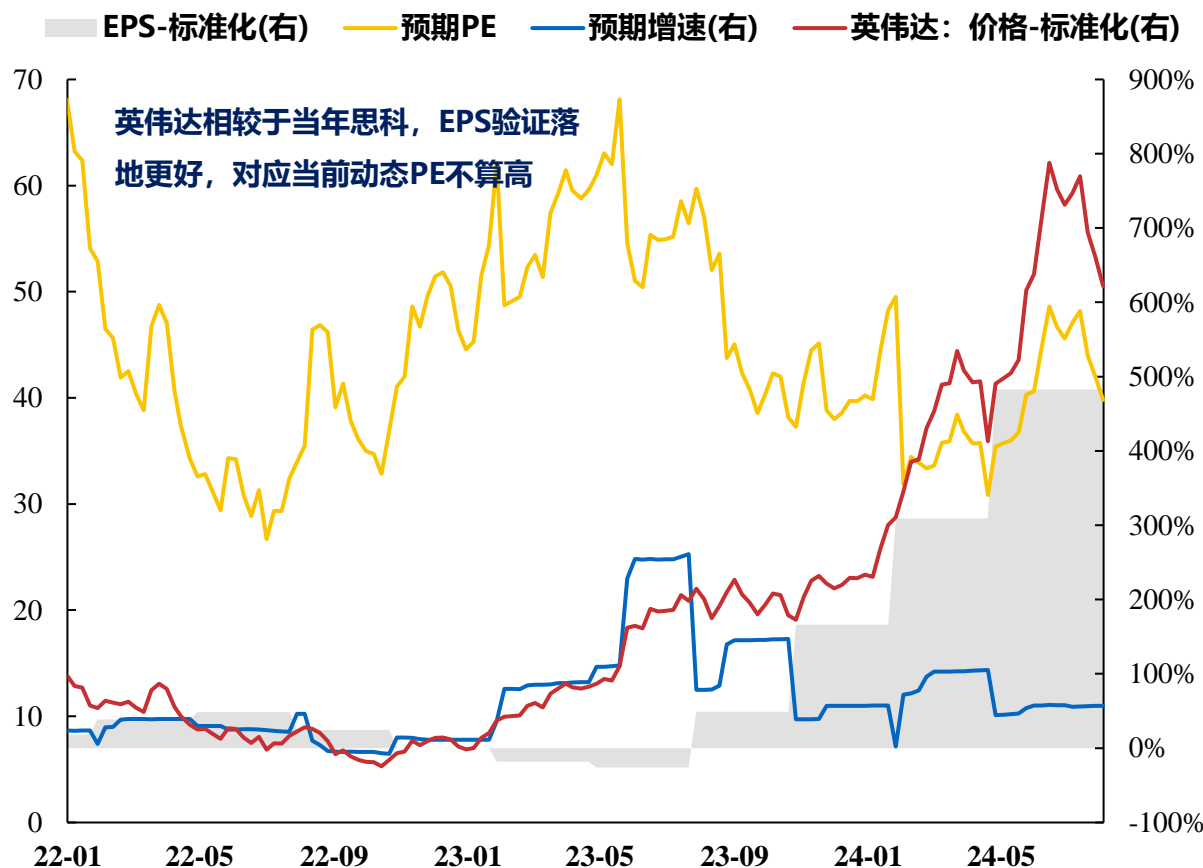
### 3.1. 破裂信号-龙头业绩：龙头业绩是否持续超预期是行情重要标杆

领跑龙头的业绩是牛市上涨的助推器，也是泡沫破裂的破墙锤。2000年4月，思科、微软等公司业绩预期未达市场预期，美股科技行情冲顶。2000年9月，衰退背景下，美股结束高位盘整，开始趋势向下，龙头思科业绩预期也在对应下调。本轮看，特斯拉、谷歌等公司传统业绩有所走弱，引发市场衰退担忧，龙头标杆英伟达业绩还未披露，之前持续坚挺。但相对00年，英伟达历史EPS足够坚挺，动态PE水平也不算高，泡沫不及2000科网泡沫水平。

图表26：00年龙头思科



图表27：本轮龙头英伟达



数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

### 3.1. 破裂信号-龙头业绩：龙头业绩是否持续超预期是行情重要标杆

综合看，当前M7泡沫并不突出。动态PE分位数看，整体都不高；动态PE对比指数看，除特斯拉、英伟达外都不算高；基本面看，ROE整体领先，英伟达、亚马逊预期增速显著。

图表28: Magnificent 7 (M7) 公司基本面概览

公司名称	市值	涨跌幅	ROE	预期EPS增速		PE	PB	动态PE			
	(万亿美元)	23.1以来	当前	当前	24H1均值	23Y均值	当前	当前	当前	分位数	中枢
苹果	3.3	71%	161%	2%	3%	3%	33.5	50.2	32.9	94%	25.9
微软	3.0	72%	37%	12%	3%	6%	34.5	11.3	30.9	47%	30.7
谷歌	2.1	90%	31%	13%	14%	15%	23.5	6.8	20.9	36%	22.2
亚马逊	1.8	100%	22%	34%	52%	148%	39.4	7.4	29.5	0%	50.9
英伟达	2.6	634%	116%	57%	69%	111%	62.5	54.0	39.8	39%	43.8
META	1.2	306%	35%	3%	10%	2%	23.7	7.9	22.9	72%	20.8
特斯拉	0.7	69%	21%	16%	20%	4%	103.6	10.0	89.6	56%	103.2
<b>M7</b>	<b>14.7</b>	<b>192%</b>	<b>37%</b>	<b>15%</b>			<b>35.0</b>	<b>12.9</b>	<b>30.3</b>	<b>62%</b>	<b>31.2</b>
纳指	31.2	60%	15%	14%	34%	28%	37.9	6.5	33.1	62%	31.2
纳指100	25.5	69%	21%	17%	26%	28%	32.5	7.5	27.8	58%	26.6
标普	49.3	39%	18%	12%	9%	15%	25.0	4.8	22.3	70%	20.5
标普信息	14.7	85%	30%	19%	16%	17%	37.6	11.7	31.5	80%	27.1

数据来源：Bloomberg, Wind, 财通证券研究所

## 3.2. 破裂信号-龙头业绩：监管压力压制行情龙头也将导致行情承压

科技泡沫的尾声美国科技反垄断监管，影响美股科技龙头预期，行情也对应承压。1999年底，美国司法部裁定微软为垄断企业，要求其拆分业务，市场反应激烈，股价下跌48.1%。

图表29：2000年美国司法部裁定微软垄断，微软市值暴跌

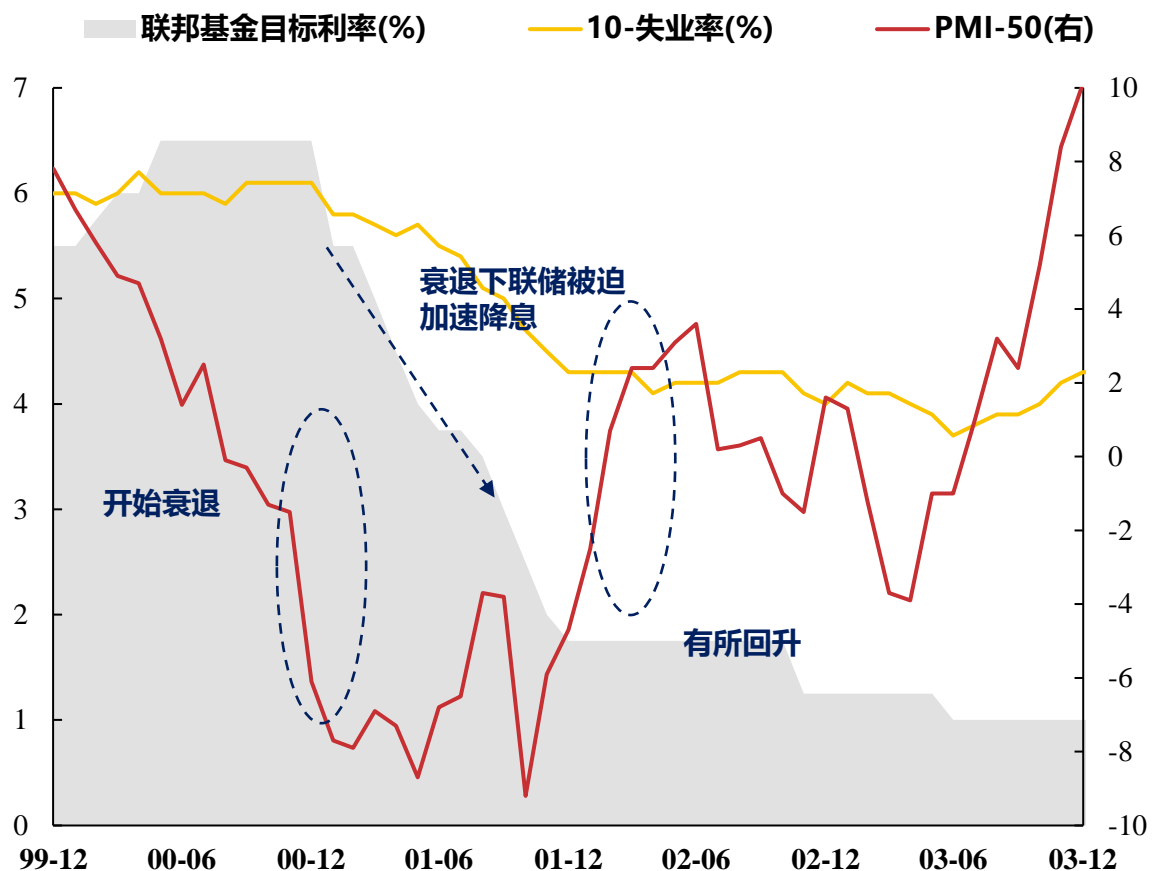


数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

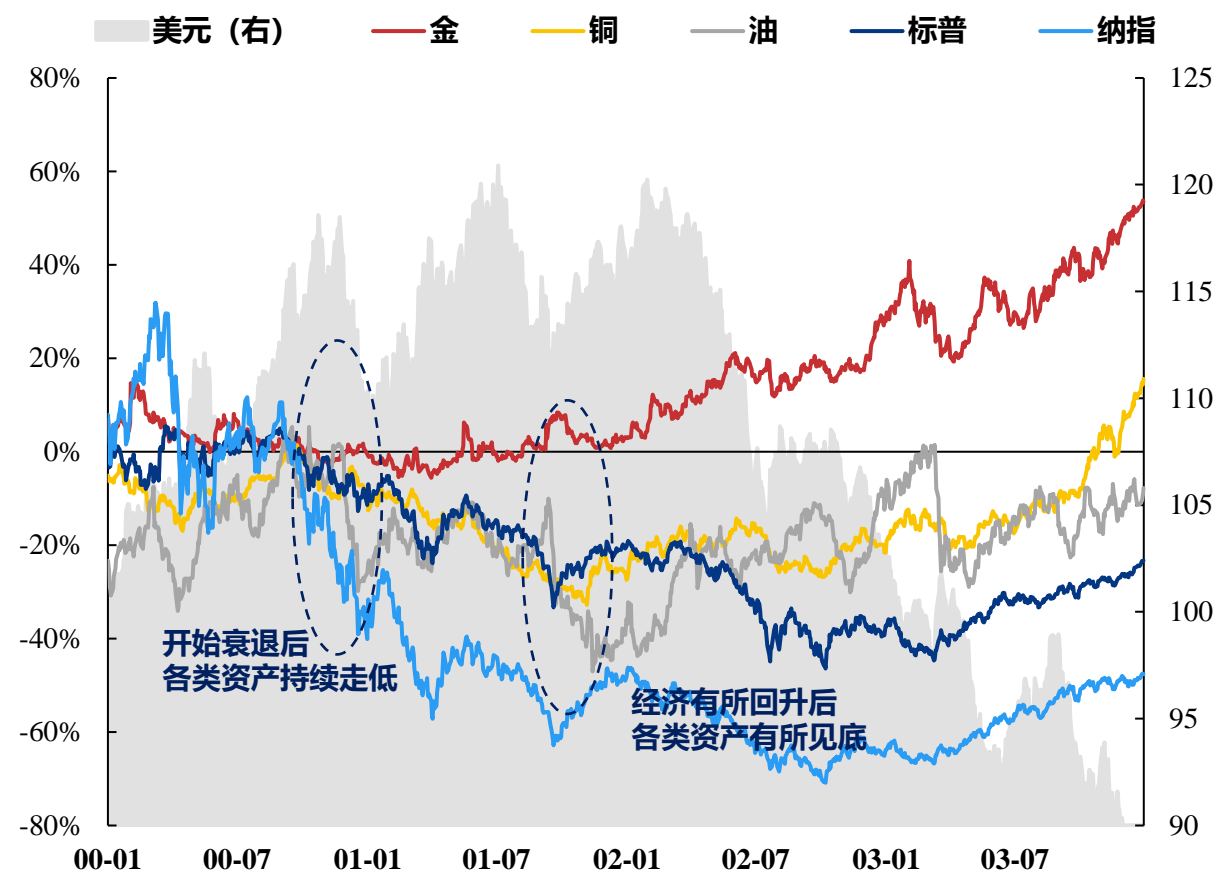
### 3.2.破裂信号-衰退冲击：经济衰退下股市全面承压，泡沫被彻底刺破

2000年9月起经济逐步步入衰退，PMI趋势走低，失业率也开始抬升，硬着陆下联储被动降息也未挽回局势。所有风险资产齐跌，包括铜、油、美股等。到2001年底衰退见底，小幅回升，风险资产价格也基本见底。2002一年弱复苏后，2003年起经济趋势抬升，风险资产也开始抬头向上。

图表30：2000H2经济步入衰退，到2001年底触底



图表31：衰退后风险资产齐跌，到经济触底后资产价格基本见底



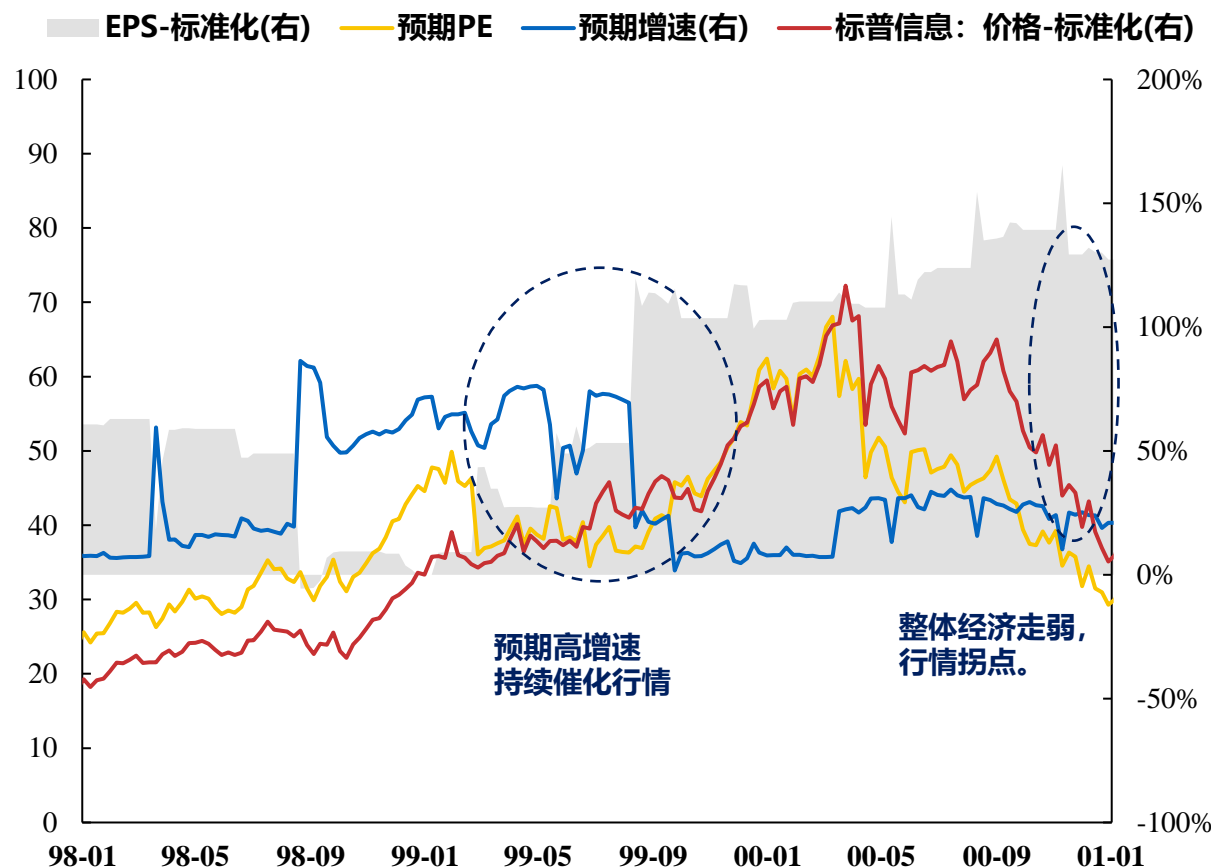
数据来源：Wind，财通证券研究所

### 3.2.破裂信号-衰退冲击：经济衰退下股市全面承压，泡沫被彻底刺破

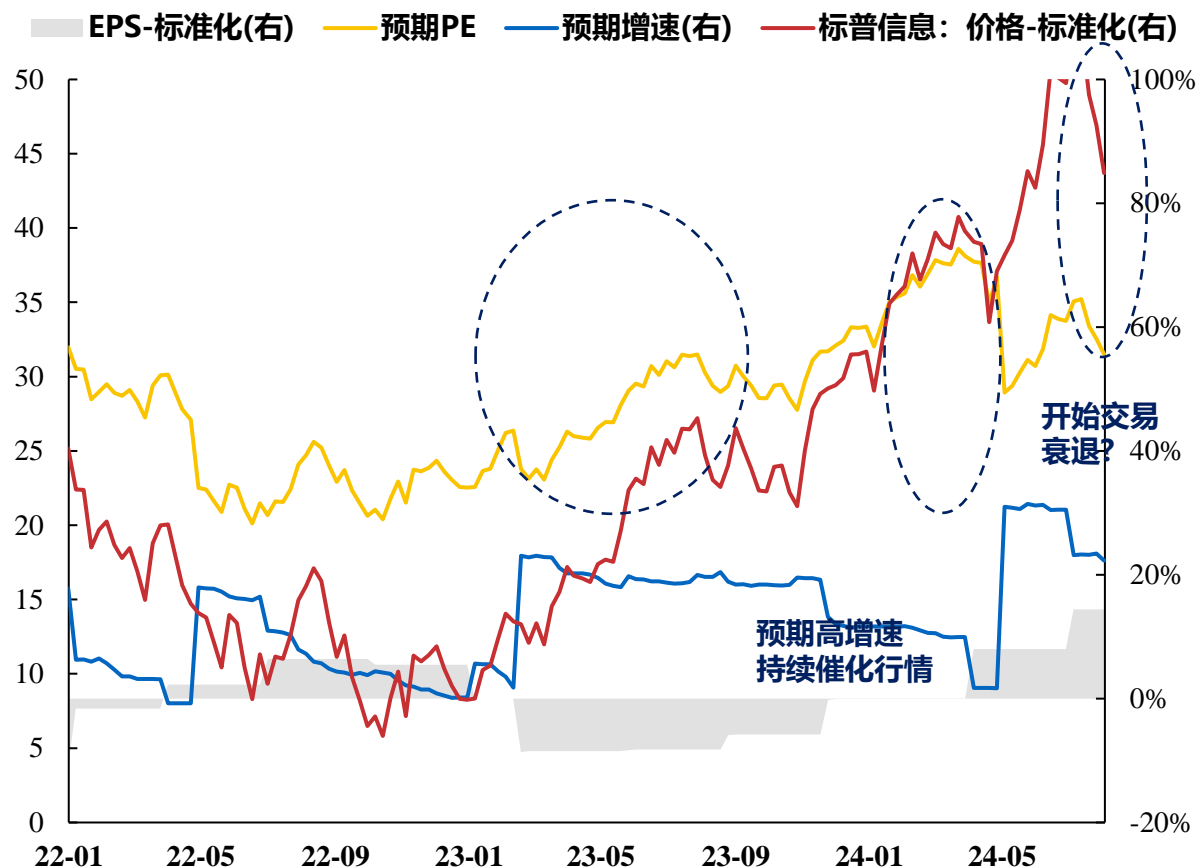
对应美股科技看，1999年标普信息板块持续业绩高增速，也驱动美股向上；到2000年9月，即使标普信息板块业绩增速仍然较高，美股也开始向下，说明美股下跌更多受整体经济景气影响。

本轮看，PMI走弱+失业率走高+美股科技龙头传统业务走弱，市场逐步担忧风险，并可能开始衰退交易，更多为预期交易，离确认经济软/硬着陆仍需一定时间。

图表32：2000年美股科技持续高景气推升泡沫，衰退后业绩高增长难阻行情调整



图表33：本轮，美股科技持续高景气推升泡沫，当前市场可能开始交易衰退



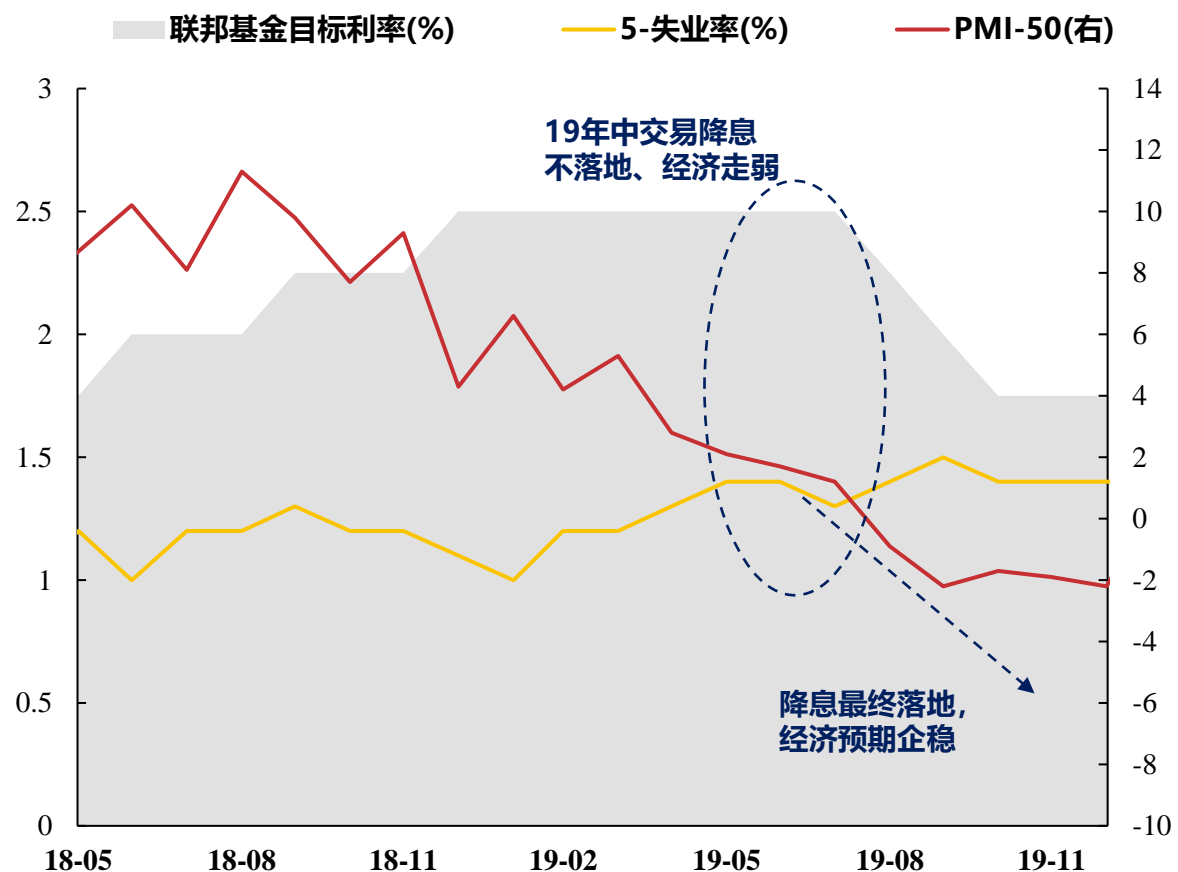
数据来源：Bloomberg，财通证券研究所

### 3.3.软着陆路径：如果实现软着陆，行情跌幅有限

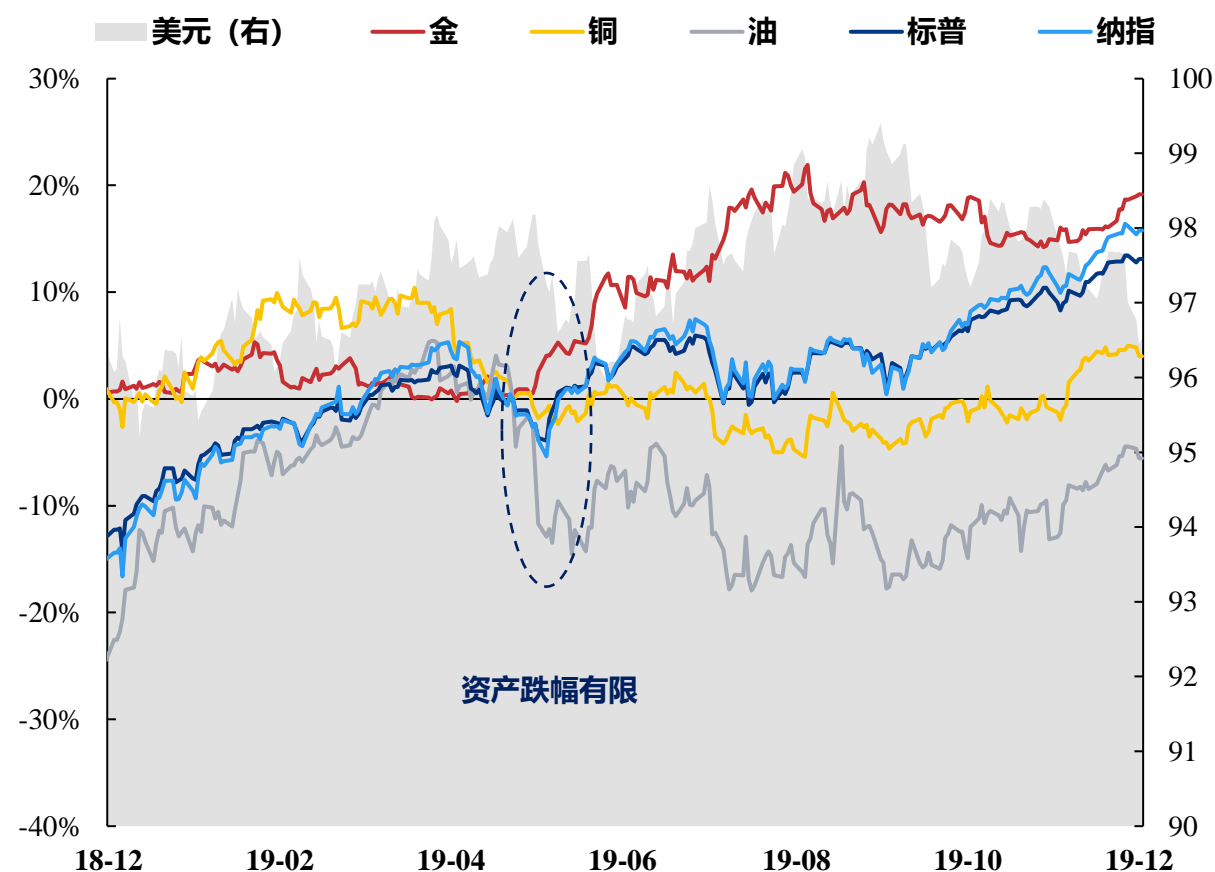
如果经济硬着陆，参考00年风险资产整体大跌。

如果经济软着陆，参考18年底、19年中，市场担忧衰退+降息不及预期，但随着降息预期改善（特朗普强力要求宽松），资产小幅下跌后就实现企稳。

图表34：2019年经济偏弱，市场担忧衰退，但最终降息景气预期改善，并软着陆



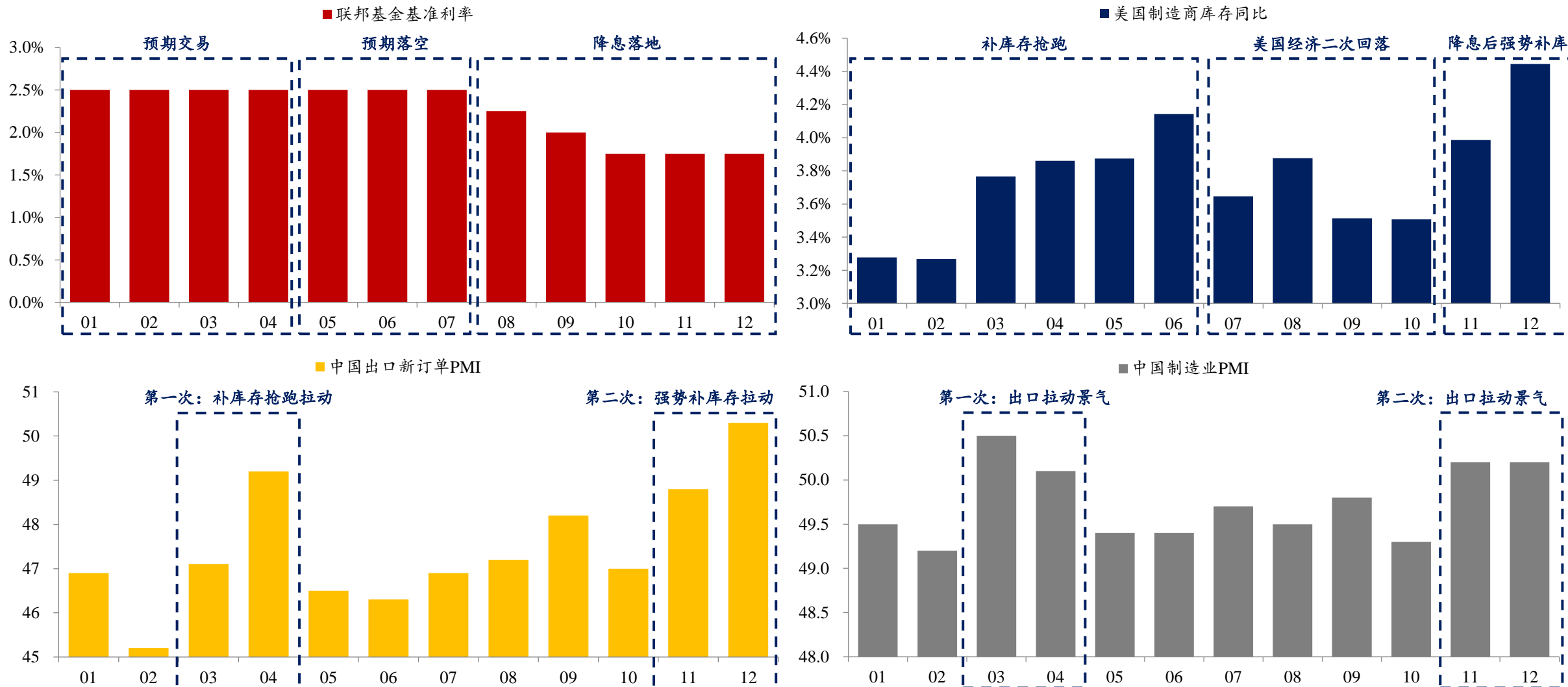
图表35：资产表现看交易衰退时小幅下跌，降息落地+景气预期改善后，行情企稳



数据来源：Wind，财通证券研究所

# 3.3.软着陆路径：2019年,预期交易→预期落空→降息逻辑→经济启动

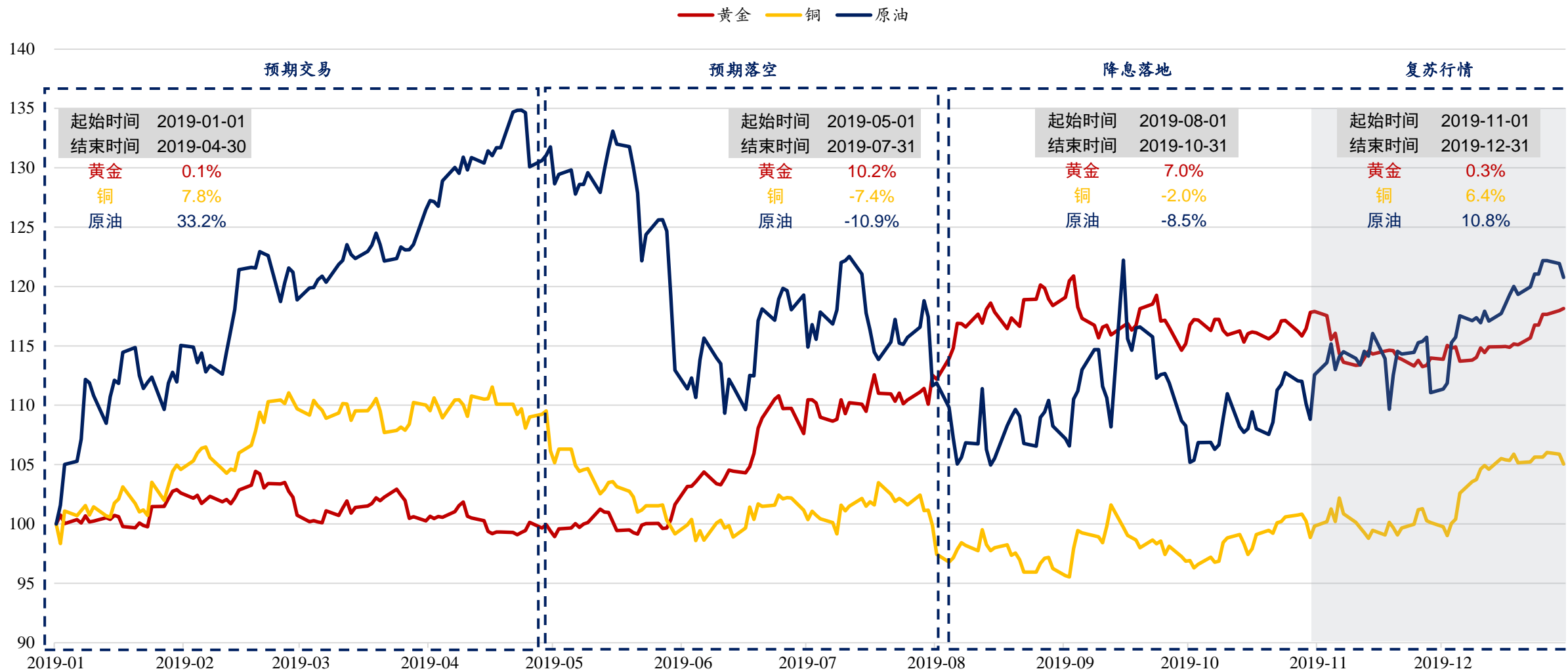
图表36：2019年美联储降息链条如何传导



数据来源：Wind，财通证券研究所

### 3.3.软着陆路径：回顾2019年，先黄金，再铜和油

图表37：2019年大宗商品黄金、铜、原油轮动顺序

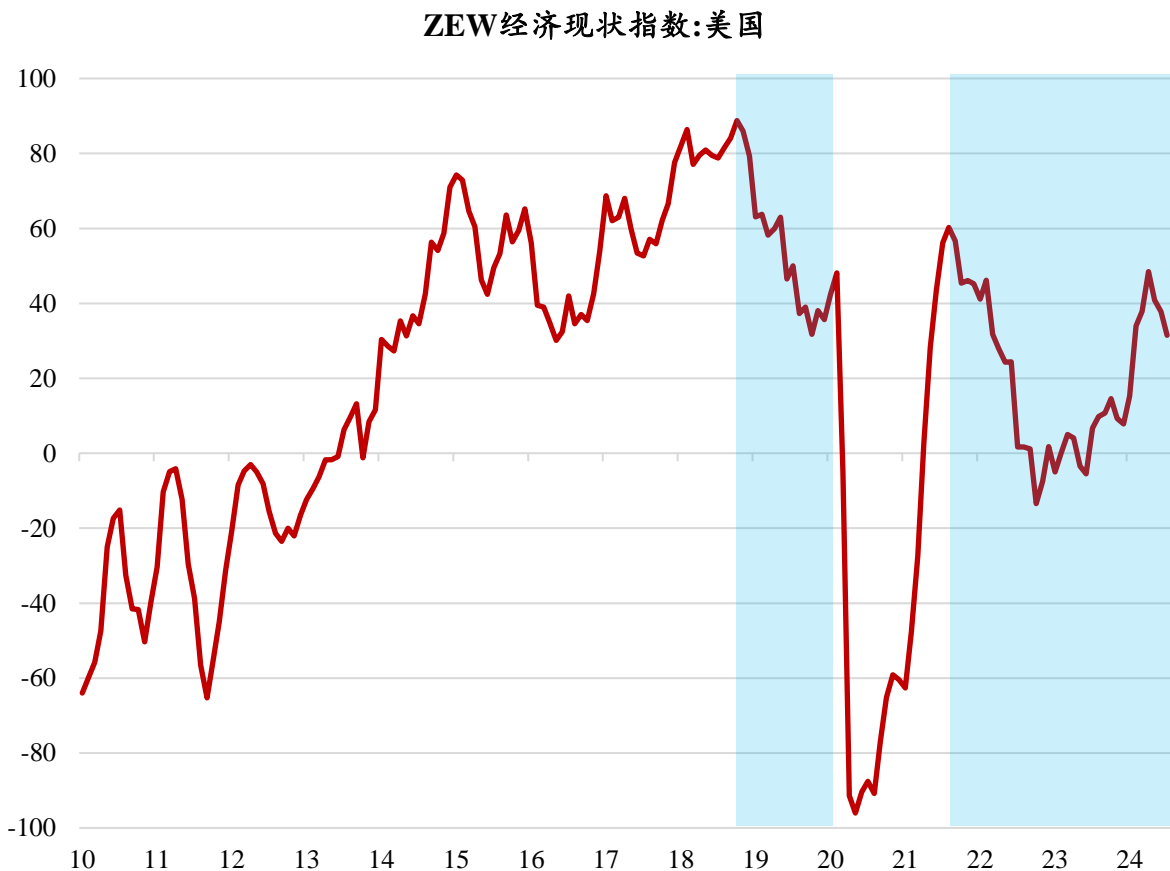


数据来源：Wind，财通证券研究所

### 3.4.后续研判：本轮宏观环境和降息周期可能类似2019年

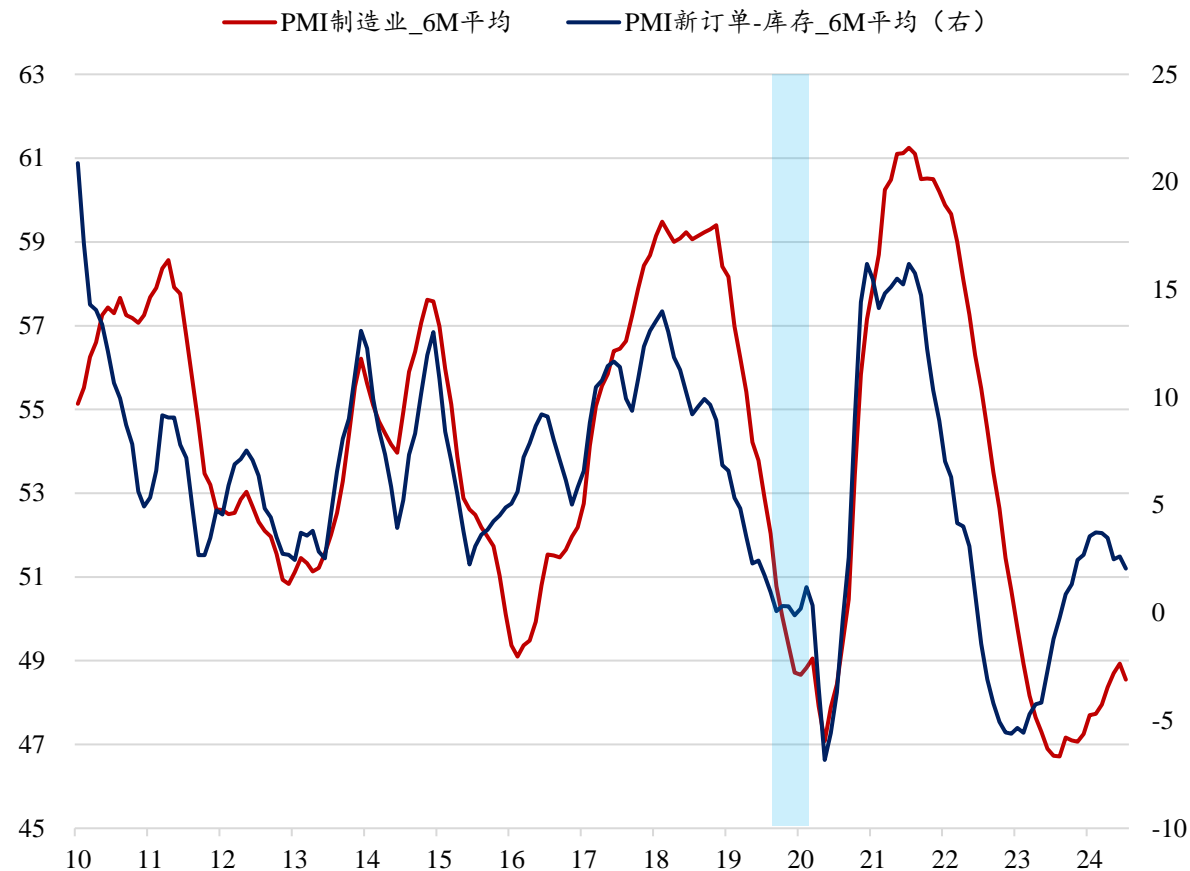
**2019年与本轮宏观相似之处：**1) 在政策（2018年减税、2021年财政发钱和大放水）刺激下，美国经济进入过热阶段，持续的高利率仅仅让经济从过热回到了常温，但是并没有衰退。2) 若因为通胀下行、结束高利率状态，经济可能会跳过衰退再次复苏。

图表38：高利率让美国经济从高位回落，但还未衰退



数据来源：Wind，财通证券研究所

图表39：美国制造业处于库存周期的中底部



### 3.4.后续研判：降息条件看，当下景气+通胀下行已在验证中

本轮距离降息的条件还未满足。开始降息4点宏观条件：

1) 景气指标：GDP环比折年率，半年降幅超2%显著。24Q2GDP增速的2.8%，还未显示衰退。(×)

2) 景气指标：制造业PMI，前6个月下行超6个百分点，表明经济突发衰退。本轮近4月下行4% (50.3→46.8)，但原本位置就已较低，景气回落在验证中。

(?)

3) 就业指标：新增非农就业，从20万进一步降至10万人，失业陡增。本轮近2月下台阶 (27.2→11.4)，联储表态中开始增加对就业关注。(?)

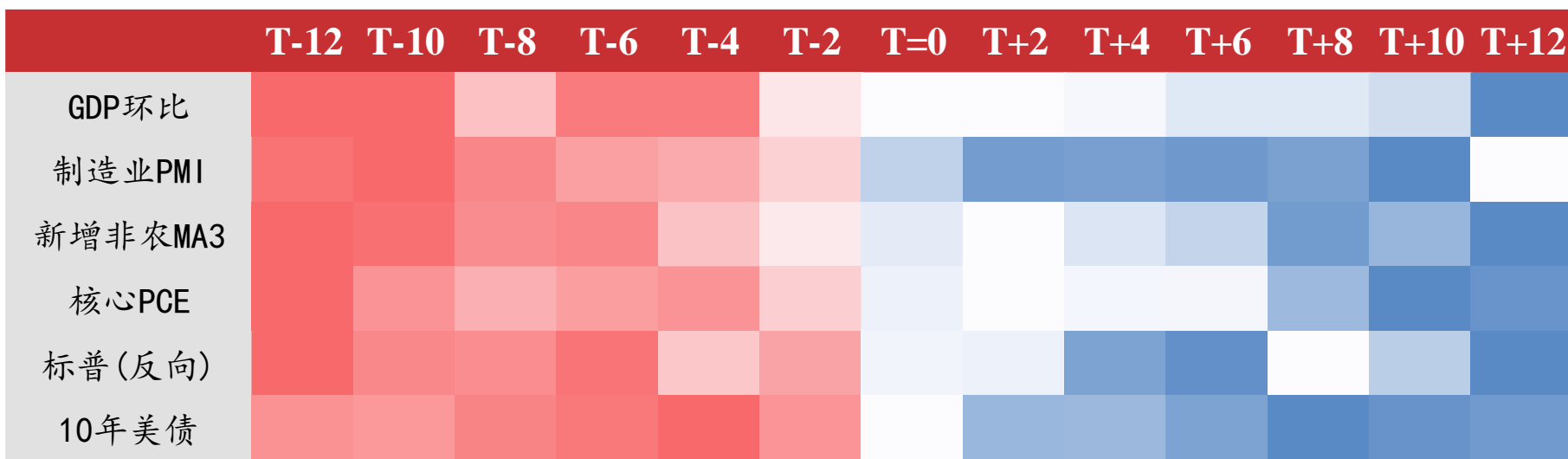
4) 通胀指标：核心PCE同比，下行后企稳，不再成为核心矛盾；前2轮到4%，后4轮到2%。目前达2.6%，通胀回落已在验证中，联储已从更关注通胀转向通胀和就业平衡目标制。(?)

图表40：历次开始降息前后主要宏观条件情况 (万人, %)

制造业PMI	84-09	89-06	95-07	01-01	07-09	19-08	GDP环比折年率	84-09	89-06	95-07	01-01	07-09	19-08
开始前6月	58.9	55.6	56.1	51.4	50.7	56.6	开始前6月	8.1	5.4	4.7	7.5	1.2	0.7
开始降息时	50	49.3	45.9	43.9	51	51.2	开始降息时	3.9	3.1	1.2	2.4	2.4	2.7
开始后3月	50.6	45.1	48.1	43.1	49	48.3	开始后6月	3.9	0.8	2.7	2.5	-1.6	1.8

新增非农MA3(千人)	84-09	89-06	95-07	01-01	07-09	19-08	核心PCE	84-09	89-06	95-07	01-01	07-09	19-08
开始前6月	400	314	307	152	176	196	开始前6月	4.4	4.7	2.2	1.9	2.0	1.7
开始降息时	288	162	126	121	10	105	开始降息时	3.7	4.4	2.1	1.9	2.1	1.8
开始后6月	245	211	148	-152	-48	217	开始后6月	4.1	4.0	2.2	1.9	2.4	1.7



数据来源：Wind，财通证券研究所

# 3.4.经济和降息预期路径：市场预期看，2024H2走弱，2025H2回升

从FED WATCH来看：2024年9月首次降息，2024年内可能降息3次（9月、11月、12月），2025年上半年就再降息4次，（1月、3月、4月、6月）。

从彭博一致预期来看：

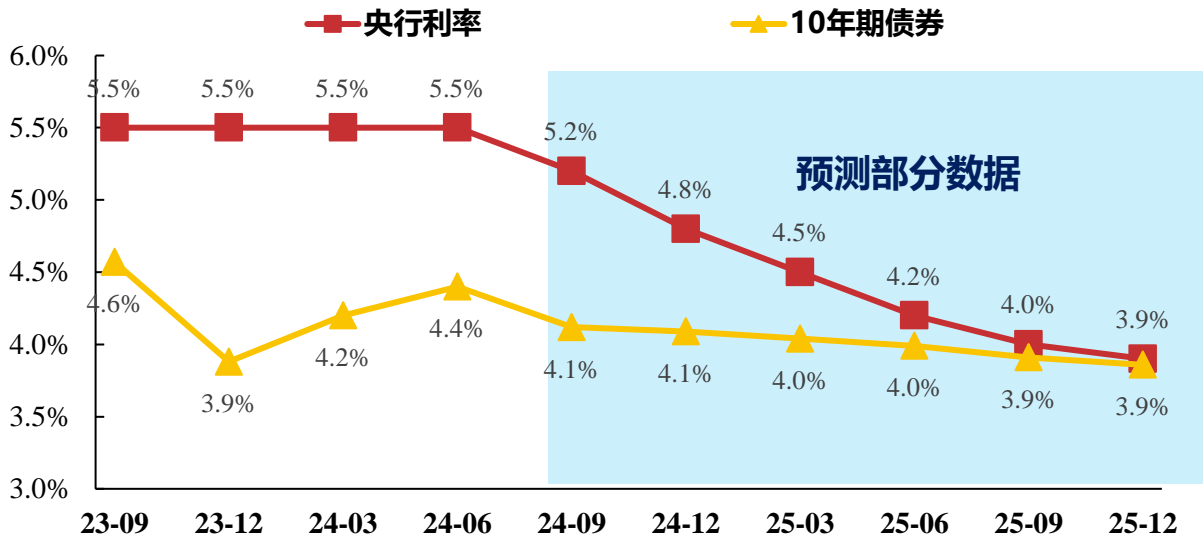
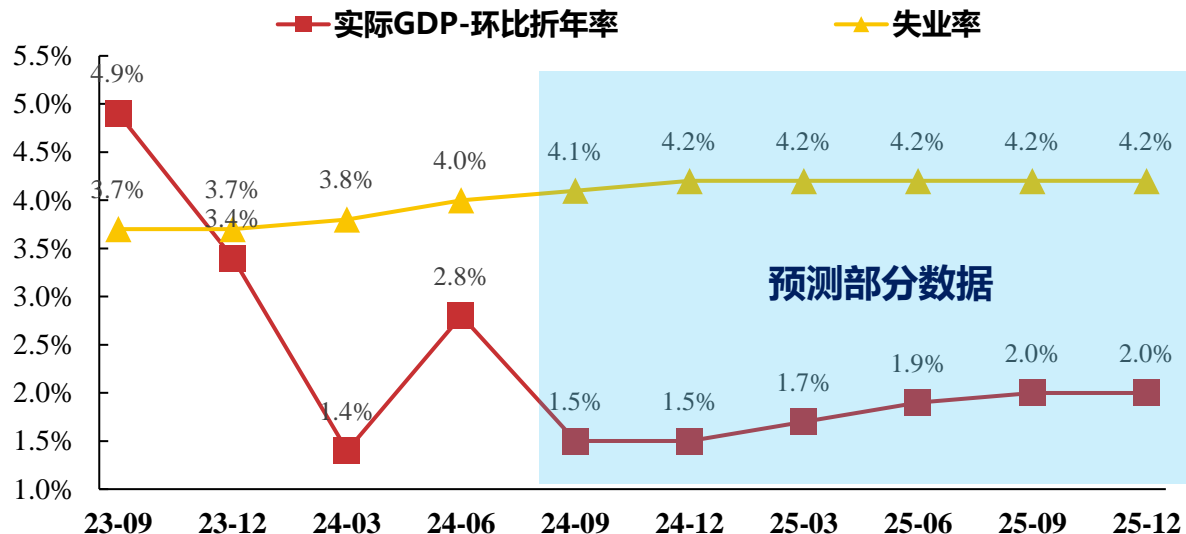
1) 景气-预期软着陆：市场预计2024年H2经济开始回落，但回落中枢依然处于景气区间（GDP预期增速仍在1.5%以上），从2025年H2开始因为持续降息而逐渐回暖（年底GDP增速回到2%），失业率也对应企稳。

2) 利率-相对FED WATCH更保守：2024年H2降息2次；2025年降息4次，每个季度1次。

图表41：FED WATCH对于降息路径预测

会议日期	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024/9/18								70.5%	29.5%
2024/11/7							27.0%	54.8%	18.2%
2024/12/18				7.5%	34.7%	44.6%	13.1%		
2025/1/29			6.9%	32.5%	43.8%	15.7%	1.1%		
2025/3/19		6.6%	31.4%	43.3%	16.9%	1.7%			年内降3次
2025/4/30	4.4%	23.1%	39.3%	25.8%	6.8%	0.6%			
2025/6/18	16.1%	33.2%	30.9%	13.9%	2.9%	0.2%			
2025/7/30	22.7%	32.3%	24.4%	9.7%	1.9%	0.1%			

图表42：彭博一致预期对于美国经济和通胀的观点



数据来源：Bloomberg, Fed Watch, 财通证券研究所

◆ **风险提示：**美联储货币政策变化超预期、海外景气波动超预期、海外金融风险超预期、历史经验失效等。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

## 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

## 公司评级

以报告发布日后6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

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；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

## 行业评级

以报告发布日后6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：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；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

## 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；