

## 大盘指数



资料来源：聚源，中邮证券研究所

## 研究所

分析师：黄子崑  
SAC 登记编号：S1340523090002  
Email: huangziyin@cnpsec.com

## 近期研究报告

《【中邮计算机】2026 春季投资策略》  
- 2026. 02. 25

## 策略观点

### 美以伊三方博弈框架及资产定价

#### ● 投资要点

伊朗局势激化的原点在于中期选举年特朗普面临的政绩压力，经济和通胀在一般的货币政策框架下的不可得兼促使他选择配合外交政策的特解。特朗普外交与沃什货币政策的搭配：特朗普通过制造国际紧张局势，增加非美资产的持有风险；沃什提供“避风港”，通过缩表和重塑信用，确保美元是“最硬”的货币。当世界越乱、美元越稀缺时，全球资本由于恐惧而不得不流回美国。这确保了在不印钱的情况下，依然有人承接 2026 财年的巨额赤字。

特殊的领导人效用导致理性决策框架失效。美国和以色列的领导人都面临着国内压力，这就意味着美国和以色列的领导人在 2026 年做政治决策时对近期的权重会比远期重很多。而伊朗新选出的小哈梅内伊是一个完美的“国仇家恨”代言人。在当下时间点，这三个领导人绝对无法被视为是绝对理性的政治机器，在做博弈设计时显然需要针对领导人自身效用重新设计“政治意志”的效用函数。

三方博弈下的激进策略陷阱。在非理性博弈中，小哈梅内伊的效用函数在采取妥协策略时为负，那么对于小哈梅内伊而言，强硬策略是一个严格优势策略。连锁反应是内塔尼亚胡也有动力采取强硬策略作为回应，这就转变成了一个伊朗和以色列的领导者可以接受但特朗普无法接受的单输格局。这时候如果特朗普选择从妥协策略转变为强硬策略，那么在博弈模型中他的效用会边际改善，这是一个优势选项。但对于美以伊三方来说，激进陷阱就被触发，形成了一个三输的局面。尽管从理性利益出发浅尝即止是一个纳什均衡的剧本，但考虑到领导人函数后，一个更激烈剧本的可能性反而更大。

物理限制促使美国将尽快做出决策。以下两个时间点上的重合暗示了美国对是否做出激进策略是存在时间限制的：①海湾主要产油国将在 3 月最后一周面临关闭油井永久损失产能的风险；②作为登陆作战主力的两栖攻击舰的黎波里号预计也将在 3 月最后一周达到。

至此，对未来长期资产价格走势的研判就极其依赖于 3 月底美国潜在登陆作战的结果。

如果美军速胜，将会看到：①短期原油的风险溢价回落；②避险情绪下行，黄金会回调，强美元环境；③前期受战争影响超跌的制造业和科技股会估值修复

如果伊朗鱼死网破，将会看到：①从未见过的历史上最大的石油供给减少，新能源发电的增量逻辑；②避险情绪上行，美国军事霸权的衰退，黄金牛市，弱美元环境；③所有的中游制造业都要面临成本挤压利润，下游消费都要面临价格吞噬需求。

这种情况下仓位是很难两边下注的，采取中间路线是反而首尾难兼顾。因此可以将仓位偏向银行、公用等纯红利，从股债性价比的角

度来看模型也给出了积极信号。在两种情形的夹缝中，煤化工是少有的不需要担心价格抑制需求的方向，在原油价格中枢上行不可逆的基准判断上，成本剪刀差是最坚实的逻辑。相比 PPI 回升的大周期剧本，考虑内需加码对冲外需熄火或是一个更好的长期叙事剧本。至于新能源，虽然原油安全问题导向新能源增量是一个很顺畅的逻辑，但更倾向于在 3 月底之后决定新能源链条的权重，当油价高到能忽视关税限制和内卷竞争时会是一个更好的上车时间。

● **风险提示：**

经济数据不及预期、中美摩擦加剧、地缘冲突恶化、全球金融环境不稳定影响、上市公司盈利情况不及预期等。

## 目录

1 美国激进地缘政治决策的原点 .....	5
1.1 中期选举压力催生特朗普激进决策 .....	5
1.2 降息和强美元可以得兼的政策特解 .....	6
2 特殊领导人效用和三方非理性博弈 .....	8
2.1 特殊的领导人效用导致理性决策框架失效 .....	8
2.2 三方博弈下的激进策略陷阱 .....	9
2.3 物理限制促使美国将尽快做出决策 .....	11
3 大类资产研判及行业配置 .....	12
4 风险提示 .....	13

## 图表目录

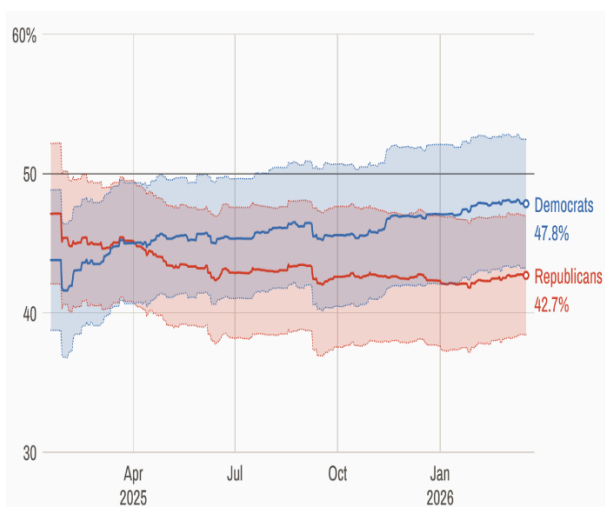
图表 1: 众议院选举民调支持率 (%) .....	5
图表 2: 主要风格和大小盘指数周收益率 (%) .....	5
图表 3: 特朗普民调支持率 (%) .....	6
图表 4: 特朗普四项核心议题的民调净支持率 (%) .....	6
图表 5: 理性决策框架下的伊朗和以色列博弈矩阵 .....	8
图表 6: 美以伊三方领导人利益目标 .....	9
图表 7: 美国 E 策略场景下的伊朗和以色列博弈矩阵 .....	10
图表 8: 美国 C 策略场景下的伊朗和以色列博弈矩阵 .....	10

# 1 美国激进地缘政治决策的原点

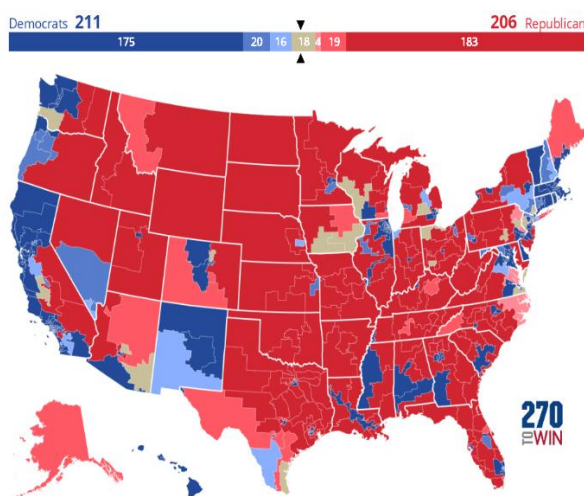
## 1.1 中期选举压力催生特朗普激进决策

在正式讨论伊朗局势的演化路径和对大类资产的影响之前，需要先理解一个前置问题为什么美国，或者说是特朗普，会选择在这个时间点激化伊朗局势。在 2026 年，特朗普一切政策和行为出发的原点显然是中期选举。目前特朗普所在的共和党在众议院胜选的概率低于民主党 5 个百分点，进入 2026 年后民主党在民调中持续占优。共和党在众议院的优势也在逐渐丧失，在 2026 年初共和党预期将以微弱优势拿下众议院，但现在已经转向民主党占优的局面，两院皆失对于特朗普来说是无法接受的。在此，可以确定一条公理作为演绎推理的起点：特朗普在 2026 年做的一切政治决定必须考虑对中期选举的影响，其一切政治决定也必须服务于中期选举。

图表1：众议院选举民调支持率 (%)



图表2：主要风格和大小盘指数周收益率 (%)



资料来源：Silverbulletin, 中邮证券研究所

资料来源：270twin, 中邮证券研究所

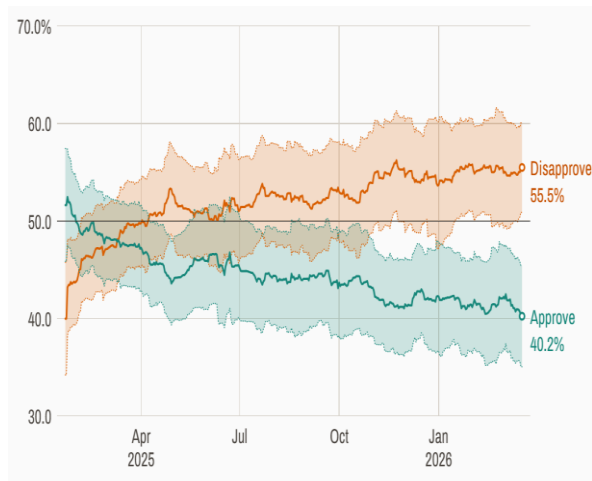
根据盖洛普 (Gallup) 对历史投票数据的分析，总统支持率 > 50% 时总统所属党派在众议院平均损失约 14 席；总统支持率 < 50% 时总统所属党派平均损失约 37 席。现在特朗普的民调支持率为 40%，略低于他第一任期的同期水平，显著低于 21 世纪的其他 3 位美国总统同期，而共和党目前在众议院的领先仅有 4 席。支持率上的压力是特朗普在任期第二年采取政治冒进的最根本原因，如果回

顾其第一任期，其也在第二年民调走低有中期选举压力时开始兑现激进承诺：2018年3月特朗普正式签署对华关税公告，同年5月退出了伊核协定。

从民调来看，美国选民对特朗普政策最关心的四个议题是移民、贸易、经济和通胀。其中移民和贸易是特朗普政策的基石，在中期选举年不能指望特朗普在这两个议题上出现根本性的转变，那么特朗普在常规议题上能施展的空间就是经济和通胀两个议题。在这两个议题上，依然维持年度策略“枪炮与黄油”中的判断，在无外部冲击的情况下美国经济因高强度的财政支出不会出现根本性问题，通胀由于关税影响将在2026年迎来商品通胀逐渐上行的趋势。此处就涉及到一个两难的政策搭配取向：在不降关税的限制条件下，如果想要降低通胀，那么维持高利差制造强美元是一个选项，但这不利于刺激美国经济；反之亦然，如果想要完成特朗普心心念念的降息，就要面对可能控制不住通胀螺旋的尴尬，尤其考虑到沃什上台的时间恰好要面临零售商库存耗尽后潜在的商品通胀环比高点。

所以对于特朗普来说，想要破局就不能在上述的既定框架中解题，他需要找到新的赢点，并且这个路径能解决一部分货币政策上的桎梏就更好了。

**图表3：特朗普民调支持率 (%)**



资料来源：Silverbulletin，中邮证券研究所

**图表4：特朗普四项核心议题的民调净支持率 (%)**



资料来源：Silverbulletin，中邮证券研究所

## 1.2 降息和强美元可以得兼的政策特解

在一般的货币政策框架下，特朗普希望的降息和强美元可以认为是不可得兼的互斥选项，如果考虑一种外交和货币政策搭配的情形，在2026年是可以做到既大幅降息又维持强美元的。这种政策路径是特朗普外交与沃什货币政策的搭配：特朗普通过制造国际紧张局势，增加非美资产的持有风险；沃什提供“避风港”，

通过缩表和重塑信用，确保美元是“最硬”的货币。当世界越乱、美元越稀缺时，全球资本由于恐惧而不得不流回美国。这确保了在不印钱的情况下，依然有人承接 2026 财年的巨额赤字。

在这种情况下，针对美元和黄金这对目前全球基座资产的定价基础就会从年度策略“枪炮与黄油”中阐述的“美元信用稀释”向“美国霸权信仰”转移。如果认同美国霸权，黄金具有避险属性但流动性差，当美元回归“硬通货”属性时，黄金原来的“美元滥发”定价将快速萎缩；如果不认同美国霸权，那么黄金是唯一的安全品，非美资金将有更强的动力抛弃美元。

目前已经构建了这个“美国强权交易”的基本视角。在此也不就战争的走向和胜负站边，更希望的是能够在不同的情景中找到一条可以全身而退的对策。在此，理清几个可能的长期基础情景：

- ①强权依旧：美国和以色列靠猛烈的空袭就完成了让伊朗政府屈服的目標；
- ②各 win 各的：在继续互相消耗之后，双方都宣布自己取得胜利，冲突被搁置，霍尔木兹海峡的运输恢复；
- ③神会流血：美国和以色列被伊朗拖入了长久的消耗之中，军事强权的底座出现裂痕。

再考虑几个基座资产对不同情景可能的价格反应：

- ①黄金：厌恶强权依旧的剧本，各 win 各的剧本就回到美债信用的框架，神会流血的剧本将从更基础的地方触发黄金替代美元的交易逻辑；
- ②原油：和黄金一样，只厌恶强权依旧的剧本，就算是各 win 各的剧本，也会因为再生事端的可能性走预防性累库逻辑；
- ③美元：和以上两个是对立关系，只有强权依旧是走强美元逻辑，各 win 各的或许能回到博弈美联储政策的路线上，神会流血是绝对的坏剧本。

## 2 特殊领导人效用和三方非理性博弈

### 2.1 特殊的领导人效用导致理性决策框架失效

从理性出发，各 win 各的显然是比较符合各方利益的剧本，但在分析国关问题时，切不可将国家人格化，也不可将元首去人格化，无法再连任的年长领导人和带着家恨的新领导人在面对遗产陷阱时有可能选择使矛盾走向失控的激进做法，各方将打到什么程度可以用一个博弈论框架来展开。

首先单纯从国家利益出发来厘清理性情况下各方面的诉求和底线：

- ① 美国：低通胀+重塑威慑：既要压低油价（大选与通胀压力），又要通过“有限支持”以色列来维持中东盟友体系，同时避免被拖入另一场地面战争；
- ② 以色列：绝对安全+区域正常化：彻底削弱哈马斯与黎巴嫩真主党，拖延甚至瘫痪伊朗核计划，最终实现与沙特等国的正常化，摆脱“孤岛”困境；
- ③ 伊朗：政权存续+地区领导力：通过代理人（抵抗之弧）维持防御纵深，迫使制裁松动，并在不触发全面战争的前提下达到核门槛，确立地区大国地位。

在理性博弈的框架下，已经确定美国的优选策略为“有限支持”，那么基于下方的博弈矩阵不能看出以色列和伊朗双方的纳什均衡点是双方均采取有限的武装冲突。其实在长期以来，以色列和伊朗双方也确实是在这个纳什均衡点附近展开博弈的。但为什么以色列会在 2026 年的 2 月底选择联合美国偏离纳什均衡点，这个三方博弈又将导向何方呢？

图表5：理性决策框架下的伊朗和以色列博弈矩阵

伊朗 \ 以色列	限度打击 (Surgical) (针对代理人/次要设施)	极限升级 (Escalation) (针对核设施/领导层)
比例反击 (Proportional)	(3, 3)	(-2, 5)
	[纳什均衡点] 各方在边缘横跳，油价窄幅波动，特朗普在推特上邀功。	以色列单方面获益，伊朗政权威望受损，小哈梅内伊面临内部合法性危机。
	(5, -2)	(-10, -10)

<b>饱和报复</b> (Symmetric War)	伊朗建立威慑，但以色列面临安全危机，特朗普因油价暴涨 (\$120+\$) 而中期选举不利。	[现在有朝着这个剧本演化的迹象] <b>全面战争</b>
--------------------------------	--	---------------------------------

资料来源：中邮证券研究所

在前文已经指出了不可将元首去人格化，在 2026 年的 2 月，美国领导人是一个无法连任但非常渴望登上“总统山”的老人，以色列领导人是一个深陷国内诉讼在国内被抗议的老人，这就意味着美国和以色列的领导人在 2026 年做政治决策时对近期的权重会比远期重很多。而伊朗新选出的小哈梅内伊是一个完美的“国仇家恨”代言人。在当下时间点，这三个领导人绝对无法被视为是绝对理性的政治机器，在做博弈设计时显然需要针对领导人自身效用重新设计“政治意志”的效用函数：

$$U = f(Interest_{national}) + \beta * g(Interst_{leader})$$

而对于美国、以色列、伊朗的三个领导人，其具体的效用函数可以进行如下设计：

**图表6：美以伊三方领导人利益目标**

参与者	领导人利益目标	国家利益目标
<b>美国</b> (特朗普)	2026 中期选举压力：特朗普必须在大选年证明“武力换和平”的有效性。他既要摧毁伊朗核潜力，又绝不能让油价在 11 月前失控。	“廉价的政权更迭”：在不引发全球衰退的前提下，扶持伊朗亲西方势力上台。
<b>以色列 (内塔尼亚胡)</b>	国内诉讼压力：面对国内长期抗议和司法压力，内塔尼亚胡需要通过彻底消灭“抵抗之弧”来完成其职业生涯的终极叙事。	“伊朗能力的物理清零”：即便引发地区大战，只要美国下场担底，就是胜利。
<b>伊朗</b> (小哈梅内伊)	血亲复仇与政权初始合法性：作为“继承人”，他必须在革命卫队 (IRGC) 面前表现出比父亲更强硬的姿态，否则权力将崩塌。	“有尊严的战时领导力”：通过饱和打击展示威慑，迫使美国回到谈判桌并撤销制裁。

资料来源：中邮证券研究所

## 2.2 三方博弈下的激进策略陷阱

由于这是一个三方博弈矩阵，因此将美国这个相对域外的参与者外置，拆分成两个博弈矩阵进行展示。特朗普在这个博弈中可以被划分为两个策略，分别是“降温谈判 (Cooperate)”和“升温强压 (Escalate)”，对于特朗普来说采取强压姿态是一个收益不大但风险很高的选项，因此先讨论特朗普采取 E 策略的博弈矩阵。在下方的博弈矩阵中（效用函数为 (特朗普, 小哈梅内伊, 内塔尼亚胡)），很明显是不存在纳什均

衡点的，特朗普作为本次三方博弈的情景选择方没有理由选择 E 策略作为第一阶段的起手式。

**图表7：美国 E 策略场景下的伊朗和以色列博弈矩阵**

	以色列 C 策略	以色列 E 策略
伊朗 C 策略	(5, -5, 5) 特朗普展现强人姿态；小哈梅内伊由于家恨未报且政权被压制，存在政权存续问题。 <b>特朗普和内塔尼亚胡可以接受的情况</b>	(2, -10, 10) 美以联手肢解伊朗。内塔尼亚胡实现终极目标；小哈梅内伊面临内外不讨好的境遇。 <b>特朗普和内塔尼亚胡可以接受的情况</b>
伊朗 E 策略	(-5, 10, -10) 美伊直接对抗。无论能否战胜美国，小哈梅内伊至少能在革命卫队的支持下保证证据的稳固。 <b>小哈梅内伊在美国 E 策略下最乐见的情况</b>	(-5, -20, -20) [EEE 陷阱]：全球能源中断，美军深陷泥潭，伊以互毁。特朗普的中期选举必败。 <b>从理性利益出发是三方都希望避免的结局</b>

资料来源：中邮证券研究所

如果考虑美国以 C 策略作为起手式（目前特朗普透露出的倾向也是如此），在以下设计的博弈矩阵中内塔尼亚胡的选择已经不会改变博弈的走向，选择权实际在小哈梅内伊手中。和理性博弈框架下不同的是，在当前博弈中设置了小哈梅内伊的效用函数在采取 C 策略时为负，那么对于小哈梅内伊而言，E 策略是一个严格优势策略。连锁反应是内塔尼亚胡也有动力采取 E 策略作为回应，这就转变成了一个伊朗和以色列的领导者可以接受但特朗普无法接受的单输格局。这时候如果特朗普选择从 C 策略转变为 E 策略，那么在博弈模型中他的效用会从-10 变为-5，这是一个优势选项。但对于美以伊三方来说，EEE 的陷阱就被触发，形成了一个三输的局面。尽管从理性利益出发“各 win 各的”是一个纳什均衡的剧本，但考虑到领导人函数后，“神会流血”剧本的可能性反而是最大的。

**图表8：美国 C 策略场景下的伊朗和以色列博弈矩阵**

	以色列 C 策略	以色列 E 策略
伊朗 C 策略	(10, -5, 5) 伊朗和美国“各赢各的”。特朗普达成大交易；内塔尼亚胡保住政权；小哈梅内伊面临反对世袭的教士阶级和鹰派革命卫队的双重压力。 <b>美国和以色列能接受的情况</b>	(-5, -10, 10) 内塔尼亚胡“背刺”特朗普。强行拖美国下场；小哈梅内伊面临国内双重压力；特朗普选情因油价暴涨受损。 <b>以色列能接受的情况</b>

伊朗 E 策略	(-5, -10, 10) 内塔尼亚胡“背刺”特朗普。强行拖美国下场；小哈梅内伊面临国内双重压力；特朗普选情因油价暴涨受损。 <b>以色列能接受的情况</b>	(-10, 5, 5) 美以伊全面混战，特朗普选情崩盘，但小哈梅内伊和内塔尼亚胡都在战火中获得政权稳固。 <b>以色列和伊朗能接受的情况</b>
------------	---	--

资料来源：中邮证券研究所

### 2.3 物理限制促使美国将尽快做出决策

具体会上演哪个剧本的时间点将会很近，判断 3 月最后一周将迎来所有风险的集中释放。以下两个时间点上的重合暗示了美国对是否做出激进策略是存在时间限制的：①海湾主要产油国将在 3 月最后一周面临关闭油井永久损失产能的风险；②作为登陆作战主力的两栖攻击舰的黎波里号预计也将在 3 月最后一周达到。

在 3 月 12 日国际能源署发布的石油市场报告中认为海湾国家将会在 3 月底面临储存设施不足而完全关停进而损失产能的困境。“由于通过霍尔木兹海峡的原油和成品油流量骤降……且储油设施接近饱和，海湾国家已将石油总产量削减了至少 1,000 万桶/日。”(With crude and oil product flows through the Strait of Hormuz plunging... and storage filling up, Gulf countries have cut total oil production by at least 10 mb/d.) “海峡的关闭正迫使外向型炼油厂完全停工，因为其成品油储罐已达到极限（溢满）。”(The closure of the Strait is forcing export-oriented refineries to shut completely as product storage tanks top up.) “IEA 估计，中东海湾地区的外向型炼油厂其储存容量\*\*‘充其量’仅能支撑两周的生产\*\*。”(IEA estimated that Mideast Gulf export-oriented refineries hold capacity of two weeks of production 'at best'.) “若航运无法迅速恢复，随着当地库存达到物理，供应损失（减产）将进一步扩大”(In the absence of a rapid resumption of shipping flows, supply losses are set to increase as local storage hits physical limits.)

根据美国海军学会新闻，随着美以对伊战争进入第三周，大型两栖战舰“的黎波里”号(LHA-7)及其搭载的海军陆战队员正前往中东。(Big deck amphibious warship USS Tripoli (LHA-7) and its embarked Marines are heading to the Middle East as the U.S.-Israeli war with Iran enters its third

week, two defense officials confirmed to USNI News.)。这则消息发布于3月13日,3月9日美国海军发布的位置信息显示当时“的黎波里”号在台湾以东洋面进行“铁拳-26”演习,演习时间为2026年2月10日—2026年3月13日,可以认为“的黎波里”号就是在13日开拔的。从西太平洋(菲律宾海/南海)跨越马六甲海峡进入北阿拉伯海,通常需要10至12天的航行时间(以20节左右的高速航行计算)。预计的黎波里号将在2026年3月22日至3月25日左右进入预定“攻击位置”或行动区域。

### 3 大类资产研判及行业配置

至此,对未来长期资产价格走势的研判就极其依赖于3月底美国潜在登陆作战的结果。

如果美军速胜,将会看到:①短期原油的风险溢价回落;②避险情绪下行,黄金会回调,强美元环境;③前期受战争影响超跌的制造业和科技股会估值修复

如果伊朗鱼死网破,将会看到:①从未见过的历史上最大的石油供给减少,新能源发电的增量逻辑;②避险情绪上行,美国军事霸权的衰退,黄金牛市,弱美元环境;③所有的中游制造业都要面临成本挤压利润,下游消费都要面临价格吞噬需求。

这种情况下仓位是很难两边下注的,采取中间路线是反而首尾难兼顾。因此可以将仓位偏向银行、公用等纯红利,从股债性价比的角度来看模型也给出了积极信号。在两种情形的夹缝中,煤化工是少有的不需要担心价格抑制需求的方向,在原油价格中枢上行不可逆的基准判断上,成本剪刀差是最坚实的逻辑。相比PPI回升的大周期剧本,考虑内需加码对冲外需熄火或是一个更好的长期叙事剧本。至于新能源,虽然原油安全问题导向新能源增量是一个很顺畅的逻辑,但更倾向于在3月底之后决定新能源链条的权重,当油价高到能忽视关税限制和内卷竞争时会有一个更好的上车时间。

## 4 风险提示

经济数据不及预期、中美摩擦加剧、地缘冲突恶化、全球金融环境不稳定影响、上市公司盈利情况不及预期等。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司于 2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立,公司注册资本 61.68 亿元人民币,是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司,公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括:证券经纪,证券自营,证券投资咨询,证券资产管理,融资融券,证券投资基金销售,证券承销与保荐,代理销售金融产品,与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问,具备展业的各项资格。截至 2025 年 10 月底,公司在全国设有 58 家分支机构(含 29 家分公司、29 家营业部),1 家资产管理分公司和 1 家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力,通过强化“自营+协同”发展模式,实现快速发展,当前服务的经纪客户已超过 260 万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民,为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务,努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业,打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

### 上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

### 深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048