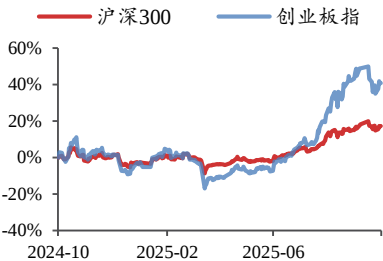


2025 年 10 月 24 日

开源晨会 1024

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	1.748
石油石化	1.525
社会服务	1.072
有色金属	1.008
非银金融	0.958

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-1.511
房地产	-0.995
建筑材料	-0.911
电子	-0.667
医药生物	-0.605

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【固定收益】中债登托管量环比少增，债市整体杠杆率微增——2025 年 9 月债市托管数据点评-20251023

行业公司

【农林牧渔：乖宝宠物(301498.SZ)】营收延续增长加大推广投入，股票激励落地持续成长——公司信息更新报告-20251023

【农林牧渔：温氏股份(300498.SZ)】生猪出栏稳增肉鸡盈利修复，高分红投资价值显现——公司信息更新报告-20251023

【农林牧渔：圣农发展(002299.SZ)】销量稳增发力 C 端，高分红彰显投资价值——公司信息更新报告-20251023

【医药：普洛药业(000739.SZ)】CDMO 业务维持较快增长，在手订单规模较大——公司信息更新报告-20251023

【通信：光环新网(300383.SZ)】短期业绩承压，亟待国产算力卡放量——公司信息更新报告-20251023

【食品饮料：万辰集团(300972.SZ)】收入维持高增，净利率水平超预期——公司信息更新报告-20251023

研报摘要

总量研究

【固定收益】中债登托管量环比少增，债市整体杠杆率微增——2025年9月债市托管数据点评-20251023

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 王帅中（联系人）证书编号：S0790125070016

9月末，上清所债券托管量 48.66 万亿元（前值为 48.63 万亿元，下同），月净增 324.41 亿元（-321.93 亿元）；中债登债券托管量 126.80 万亿元（125.91 万亿元），月净增 8887.16 亿元（15381.99 亿元）。上清所、中债登合计债券托管量 175.46 万亿元（174.54 万亿元），月净增 9211.57 亿元（15060.06 亿元）。

整体：上清所、中债登合计债券托管量环比少增

9月上清所、中债登合计债券托管量 175.46 万亿元（174.54 万亿元），月净增 9211.57 亿元（15060.06 亿元），环比增量下降。上清所债券托管量 48.66 万亿元（前值为 48.63 万亿元），月净增 324.41 亿元（-321.93 亿元），环比增量回升；中债登债券托管量 126.80 万亿元（125.91 万亿元），月净增 8887.16 亿元（15381.99 亿元），环比增量下降。

1、券种：利率债贡献当月主要增量

上清所，金融债券（除政金债）贡献当月主要增量，月净增 2660.00 亿元；公司信用类债券月净增 777.06 亿元；利率债月净增 680.00 亿元；同业存单月净增-4074.79 亿元。中债登，国债贡献当月主要增量，月净增 7612.56 亿元；利率债月净增 12617.42 亿元；信用债月净增-3730.26 亿元。

整体来看，利率债贡献当月主要增量。利率债托管量 120.45 万亿元（119.12 万亿元），月净增 13297.42 亿元；信用债托管量 33.36 万亿元（33.40 万亿元），月净增-441.88 亿元；同业存单托管量 19.97 万亿元（20.38 万亿元），月净增-4074.79 亿元。

2、机构：商业银行为增持债券主力

上清所，存款类金融机构、保险、证券机构增持债券，月净增分别为 994.37 亿元、199.57 亿元和 35.61 亿元；政策性银行、广义基金和境外机构托管量月净增为负，分别为-664.01 亿元、-602.79 亿元和-556.86 亿元。中债登，商业银行为主要增量，月净增 4812.13 亿元；证券、广义基金托管量月净增为负，分别为-388.56 亿元和-1912.30 亿元。

整体来看，商业银行为增持债券主力。商业银行托管量 93.62 万亿元（93.01 万亿元），月净增 6066.72 亿元；证券托管量 3.16 万亿元（3.20 万亿元），月净增-352.95 亿元；广义基金托管量 47.70 万亿元（47.95 万亿元），月净增-2515.10 亿元；境外机构托管量 3.78 万亿元（3.83 万亿元），月净增-445.69 亿元。

杠杆：债市整体杠杆率微增

9月债市整体杠杆率为 106.90%（106.88%），环比提升 0.03pct，债市整体杠杆率微增。分机构看，商业银行杠杆率为 104.40%（104.58%），环比下降 0.18pct；非银机构杠杆率为 109.96%（109.66%），环比提升 0.29pct，其中券商杠杆率为 141.28%（138.54%），环比提升 2.74pct。

债市观点：经济预期修正下，债券收益率有望趋势性上行

对于股、债配置，我们维持观点：

（1）2025年下半年，经济增速或不会明显下行（已经进入第二次 L 型的一横）；

（2）物价等结构性问题，有望趋势性好转；

(3) 股债配置继续切换：债券收益率、股市有望持续上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【农林牧渔：乖宝宠物(301498.SZ)】营收延续增长加大推广投入，股票激励落地持续成长——公司信息更新报告-20251023

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

营收延续增长加大推广投入，股票激励落地持续成长，维持“买入”评级

公司发布 2025 年三季报，2025Q1-Q3 营收 47.37 亿元(同比+29.03%)，归母净利润 5.13 亿元(同比+9.05%)。单 Q3 营收 15.17 亿元(同比+21.85%)，归母净利润 1.35 亿元(同比-16.65%)。2025Q1-Q3 公司期间费用率 27.28%(同比+3.06pct)，其中销售/管理/财务费用率分别为 21.82%/5.68%/-0.23%，分别同比+2.91/-0.10/+0.25pct。受销售费用增加及产线转固影响，我们下调公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.16/8.98/11.25（2025-2027 年原预测分别为 8.19/10.10/12.34）亿元，EPS 分别为 1.79/2.24/2.81 元，当前股价对应 PE 分别为 41.0/32.7/26.1 倍，公司营收延续增长加大推广投入，股票激励落地持续成长，维持“买入”评级。

公司营收延续高增长，高推广投入致净利率短期承压

2025Q1-Q3 公司毛利率 42.83%，同比+0.85pct，净利率 10.84%，同比-2.00pct。2025Q1-Q3 公司销售费用 10.34 亿元，同比+48.86%，主要系自有品牌增长、直销渠道占比提升及公司新品推广使得相应业务推广费和销售服务费增加所致。高销售费用投入致公司净利率短期承压但长期成长无忧，2025Q1-Q3 公司经营活动产生的现金流量净额为 4.98 亿元，同比+25.58%。

产能逐步释放，股票激励落地成长动力十足

2025Q3 末公司固定资产 14.92 亿元，同比+47.19%，建工程余额为 1.18 亿元，较年初-62.54%，主要系泰国工厂及国内部分产线陆续转固，公司产能逐步释放，可进一步支撑海外订单与国内高端产品线的供给需求。公司于 10 月完成第一期限制性股票激励计划的首批归属，总裁杜士芳等 9 名核心高管合计获得 42.83 万股，核心团队激励落地有助于提升公司经营活力。

风险提示：原材料（鸡胸肉）价格波动，产能扩张不及预期等。

【农林牧渔：温氏股份(300498.SZ)】生猪出栏稳增肉鸡盈利修复，高分红投资价值显现——公司信息更新报告-20251023

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

生猪出栏稳增肉鸡盈利修复，高分红投资价值显现，维持“买入”评级

公司发布 2025 年三季报，2025Q1-Q3 实现营收 758.17 亿元(yoy-0.04%)，归母净利润 52.56 亿元(yoy-18.29%)。单 Q3 营收 259.37 亿元(yoy-9.76%)，归母净利润 17.81 亿元(yoy-65.02%)。受猪价下行及行业宏观产能调控影响，我们下调公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 66.90/119.65/162.75（2025-2027 年原预测分别为 103.79/128.46/185.87）亿元，对应 EPS 分别为 1.01/1.80/2.45 元，当前股价对应 PE 为 17.8/10.0/7.3 倍。公司生猪出栏稳增肉鸡盈利修复，高分红投资价值显现，维持“买入”评级。

公司生猪养殖出栏稳增，生产成绩表现优异

公司生猪出栏稳步增长，2025Q1-Q3 公司实现肉猪出栏 2766.8 万头（yoy+28.32%），其中外销仔猪 268 万头；2025Q3 公司实现生猪出栏 973.6 万头(yoy+35.45%)。成本方面，2025Q3 公司生猪完全成本 12.4 元/公斤（同比-2.4

元/公斤),若不考虑奖金计提等季度末特殊事项,9月完全成本降至12.2元/公斤。公司生产成绩表现优异,2025Q3公司窝均健仔数11.7,猪苗生产成本降至约260元/头,肉猪上市率93%左右,料肉比2.51。

肉鸡养殖盈利修复,公司高分红投资价值显现

2025Q1-Q3公司实现肉鸡销量9.48亿只(yoy+8.90%,其中鲜品销售1.6亿只,鲜销比例达17%,熟食近1200万只),2025Q3公司实现肉鸡销量3.50亿只(yoy+8.44%)。受益于鸡价上行,公司肉鸡养殖盈利修复,2025Q3公司肉鸡完全成本11.6元/公斤,2025年9月公司肉鸡销售均价达13.53元/公斤,同比+3.84%,环比+11.36%。财务及分红方面,截至2025年9月末,公司资产负债率49.41%(yoy-5.45pct),账面货币资金21.48亿元(yoy-41.61%)。公司公告2025年前三季度利润分配预案,预计派发现金红利19.9亿元(含税),占前三季度归母净利润的38%,公司高分红彰显投资价值。

风险提示:生猪存栏恢复不及预期、行业竞争加剧、动物疫病扰动。

【农林牧渔:圣农发展(002299.SZ)】销量稳增发力C端,高分红彰显投资价值——公司信息更新报告-20251023

陈雪丽(分析师)证书编号:S0790520030001|王高展(分析师)证书编号:S0790525070003

销量稳增发力C端,高分红彰显投资价值,维持“买入”评级

圣农发展发布2025年三季度报告,2025Q1-Q3营收147.06亿元,同比+6.86%,归母净利润11.59亿元,同比+202.82%。单Q3营收58.49亿元,同比+18.77%,归母净利润2.49亿元,同比-11.40%。公司经营稳健,业绩向好,我们维持盈利预测不变,预计公司2025-2027年归母净利润为13.35/15.64/17.40亿元,对应EPS为1.07/1.26/1.40元,当前股价对应PE为15.1/12.8/11.5倍,公司鸡肉销量稳增成本改善,发力C端,高分红彰显投资价值,维持“买入”评级。

鸡肉销量稳增成本持续下降,C端及出口持续发力持续增长

家禽饲养加工业务:2025Q1-Q3公司鸡肉销量109.86万吨(同比+7.4%),销售收入105.22亿元(同比+4.1%),销售均价约9577.64元/吨(同比-3.1%)。公司鸡肉销量稳步提升,养殖成本同环比均下降。食品加工业务:2025Q1-Q3公司肉制品销量35.76万吨(同比+33.8%),销售收入69.11亿元(同比+17.1%),销售均价约19326.06元/吨(同比-12.5%),销量增长驱动营收规模扩大。公司零售C端、出口等渠道保持高速增长,带动销售结构优化,产品价格更具韧性。

公司财务状况改善,高分红彰显投资价值

截至2025年9月末,公司资产负债率51.58%(同比-1.21pct),账面货币资金18.45亿元(同比+73.20%)。公司公告2025年前三季度利润分配预案,预计派发现金红利3.71亿元(含税),占前三季度利润32%。公司资产负债率下降,账面资金同比增长,财务持续改善,高分红彰显公司投资价值。

风险提示:疫病风险,鸡肉价格波动风险,原材料价格波动风险等。

【医药:普洛药业(000739.SZ)】CDMO业务维持较快增长,在手订单规模较大——公司信息更新报告-20251023

余汝意(分析师)证书编号:S0790523070002|阮帅(分析师)证书编号:S0790524040007

CDMO业务维持较快增长,在手订单规模较大

2025前三季度公司实现收入77.64亿元(同比-16.43%,下文都是同比口径),归母净利润7.00亿元(-19.48%),扣非归母净利润6.47亿元(-22.14%),毛利率25.02%(+0.79pct),净利率9.02%(-0.34pct)。2025Q3公司收入23.19亿元(-18.94%),归母净利润1.37亿元(-43.95%),扣非归母净利润1.27亿元(-44.66%),毛利率23.36%

(+0.18pct)，净利率 5.91% (-2.64pct)。考虑公司 2025 前三季度原料药中间体业务承压，我们下调 2025-2027 年盈利预测（原预测归母净利润分别为 11.77/13.74/16.52 亿元），预计 2025-2027 年归母净利润为 9/11.89/14.95 亿元，当前股价对应 PE 为 19.6/14.8/11.8 倍，估值性价比高，考虑公司 CDMO 业务较快增长且在手订单规模较大，维持“买入”评级。

CDMO 业务维持快速增长，原料药业务阶段承压

2025 前三季度，CDMO 业务表现突出，实现营收 16.9 亿元 (+20%)，毛利率 44.5% (+3.7pct)，报价项目 1343 个 (+68%)，客户数量约为 670 家，其中商业化项目 391 个 (+15%)，临床期项目 853 个 (+41%)。CDMO 业务未来 2-3 年需交付的在手订单金额达 52 亿元（不包括 2025Q4 即将交付部分）。原料药中间体业务阶段承压，实现营业收入 52 亿元，剔除贸易业务后毛利率约 20%，处于历史低位区间。药品业务收入承压，实现营收 8.3 亿元 (-10%)，毛利率维持 50-60% 左右，主要为集采续约带来的仿制药价格压力影响。

研发团队规模较大，费用率有所上升

截至 2025 三季度，公司研发团队达 1300 人（CDMO 约 900 人）。2025 前三季度公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 4.93%、4.03%、5.99%、-0.37%，同比+0.63pct、+0.11pct、+0.96pct、-0.22pct。2025Q3 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 5.31%、4.69%、6.07%、-0.34%，同比+1.14pct、+0.15pct、+0.74pct、-1.48pct。

风险提示：CDMO 行业竞争加剧，化工原料价格走高，制剂放量不及预期等。

【通信：光环新网(300383.SZ)】短期业绩承压，亟待国产算力卡放量——公司信息更新报告-20251023

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002

公司 IDC 机柜超 7.2 万个，或持续受益于 AIGC 浪潮，维持“买入”评级

公司发布 2025 年第三季度报，2025 前三季度，公司实现营收 54.79 亿元，同比减少 5.96%，主要是部分地区 IDC 市场竞争加剧导致租赁价格下降，以及部分客户上架策略调整，叠加公有云相关资产到期处置，云计算业务收益减少所致，实现归母净利润 1.44 亿元，实现扣非归母净利润 1.40 亿元。2025Q3，公司实现营收 17.63 亿元，实现归母净利润 0.29 亿元，实现扣非归母净利润 0.28 亿元。截至 2025Q3，已投产机柜总数超 7.2 万个，全国规划机柜规模超 23 万个，随着 AIGC 发展带动训练及推理的算力需求逐步释放，公司有望持续受益，考虑到算力卡短期供给受限，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 2.02/4.43/5.61 亿元（3.29/4.46/5.65 亿元），当前股价对应 PE 为 117.8/53.8/42.5 倍，对应 EV/EBITDA 分别为 20.5 倍、14.8 倍、12.8 倍，维持“买入”评级。

机柜规模持续增长，云计算业务持续优化客户结构

分业务来看，2025Q3，公司 IDC 业务实现营收 5.96 亿元，同比增长 8.74%，主要是公司 IDC 投产速度加快，2025 年新投产机柜数达超 1.6 万个，业务毛利率达 32.12%，主要是受部分客户上架周期及经营策略改变影响；公司云计算业务实现营收 11.49 亿元，同比减少 13.44%，主要是公司持续优化客户结构，业务毛利率达 7.30%，主要是公有云经营资产到期，Q3 云计算收益减少 0.30 亿元。

加速节点布局，持续推动内蒙古、天津、上海、长沙等项目建设交付

截至 2025 年 9 月，积极推进多地 IDC 项目建设，内蒙古地区和林格尔项目已取得项目用地；积极推进呼和浩特算力项目前期筹备工作；天津宝坻三期项目正在进行土建和第二座 110KV 电站的建设；上海嘉定项目一期已全部售出并上架，二期项目完成全部预售并于 2025 年初陆续交付；杭州项目已启动 110KV 变电站建设工作；长沙项目积极推进土建验收和机电建设，已投放部分机柜资源。

风险提示：AI 及云计算发展不及预期、机柜上架不及预期、行业竞争加剧等。

【食品饮料：万辰集团(300972.SZ)】收入维持高增，净利率水平超预期——公司信息更新报告-20251023

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 陈钟山（分析师）证书编号：S0790524040001

收入利润表现亮眼，维持“增持”评级

公司发布 2025 年三季度财报，2025Q1-3 实现收入 365.62 亿元，同增 77.4%，实现归母净利润 8.55 亿元，同增 917.0%；其中 2025Q3 实现收入 139.8 亿元，同增 44.2%，归母净利润 3.8 亿元，同增 361.2%，保持高速增长，净利率水平超预期。我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 12.2(+3.3)、14.8(+3.3)、21.1(+4.5) 亿元，当前股价对应 PE 分别为 27.0、22.4、15.7 倍，维持“增持”评级。

零食量贩业务持续拓店，贡献收入快速增长

公司 2025Q3 收入 139.8 亿元，同增 44.2%，保持高速增长。分业务看，公司零食量贩业务 2025Q3 实现收入 138.1 亿元，同增 44.6%，食用菌业务收入 1.7 亿元，同增 15.9%，零食量贩持续拓店贡献绝大部分增长，公司二季度末门店数量 15365 家，三季度门店网络持续扩张，旗下门店的经营效率及品牌势能均有较好提升，预计四季度维持拓店扩张趋势。

筹划港股上市，提升经营效率

公司 2025Q3 毛利率达 12.1%，同比增长 1.82pct，受益规模效应，实现较好提升。公司 2025Q3 销售费用率为 2.65%，同降 1.51pct；管理费用率 2.73%，同降 0.04pct，经营效率有所提升。公司 2025Q3 零食量贩业务加回股份支付费用后净利润达 7.36 亿元，净利率达 5.3%，同比提升 2.6pct，环比提升 0.7pct，净利率表现超预期。公司筹划发行港股股票，有望提升公司整体经营实力和海外布局潜力。展望未来，行业逐步进入跨年零食消费旺季，门店销售有望提升；公司店型向省钱超市模式进化，品类从零食水饮向熟食、日化、冻品等方向拓展，提升消费者门店粘性，打开拓店空间，提升品牌势能。

风险提示：拓店速度不及预期风险，行业竞争加剧风险，食品安全风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2025 年半年报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 4.78% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。根据盐湖股份 2025 年中报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团控股子公司陕西煤业股份有限公司持有盐湖股份 5.03% 的股份。尽管开源证券与陕西煤业股份有限公司均属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对陕西煤业股份有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与盐湖股份不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn