



宏观研究

【粤开宏观】三季度经济增速为何放缓？四季度经济前景如何？

2025 年 10 月 20 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002

电话：13645711472

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】关税战下的美国：关税收入、实际税率与贸易格局演变》2025-10-12

《【粤开宏观】从化债到化险，厘清地方债务风险的五个认知》2025-10-08

《【粤开宏观】历次牛市回调的原因是什么？有哪些特征？该如何应对？》2025-09-25

《【粤开宏观】牛市的成因是什么？牛市还能否延续？》2025-09-24

《【粤开宏观】迈向中等发达国家：“十四五”经济回顾与“十五五”经济增长目标测算》2025-09-21

摘要

今年中国经济总体延续去年 926 政治局会议以来的走势，一季度和二季度 GDP 同比分别增长 5.4%和 5.2%，但三季度经济增速有所放缓，GDP 同比增长 4.8%；前三季度 GDP 累计同比为 5.2%，奠定了全年实现 5%目标的基础。

三季度经济增速放缓，总体符合市场预期，具体有三大原因。首先，全年来看，宏观政策靠前发力，在支撑上半年经济表现良好的同时，也导致下半年政策力度相对不足，对经济的托底作用减弱。**其次**，部分政策效果边际递减。例如，消费品以旧换新政策对耐用消费品的短期刺激，更多是消费节奏的前移，而非总量扩大。**最后**，经济内生增长动能不足，居民消费意愿仍有待提振，三季度居民平均消费倾向逆季节性回落；同时，房地产销售和投资持续低迷，9 月商品房销售面积、销售额、房地产投资同比降幅较上半年显著扩大。

当然，三季度经济运行中也有一些积极因素显现。一是“反内卷”政策推动下，工业产能利用率企稳回升，PPI 同比连续回升，规模以上工业企业利润总额累计同比由负转正。二是在贸易战冲击下，中国出口仍保持较强韧性，9 月出口同比实现了 8.3%的高增速，背后是中国出口市场布局多元化、供应链产业链完备以及产品高性价比等市场竞争优势。三是新旧动能转换加快，高技术产业生产和投资持续高增。

9 月经济表现呈现出分化格局，主要经济指标增速有升有降。一方面，外需好于内需，出口高增带动工业生产加快，9 月规模以上工业增加值同比由 8 月的 5.2%回升至 6.5%。**另一方面**，内需仍然不足，消费仍较低迷，社会消费品零售总额同比进一步降至 3.0%；固定资产投资累计同比更是由正转负。消费的走弱，既有去年同期基数抬升的扰动，也有政策效果边际递减的影响，同时还受到了外卖平台补贴回落、关于“预制菜”的讨论等因素扰动。投资方面，设备更新改造空间收窄导致制造业投资从高速增长逐步回落；房价仍未有效止跌回稳，房地产投资持续下滑；此前支撑基建投资的电力和水利投资也见顶回落，加之地方财政紧平衡制约，基建投资的支撑力量有所减弱。

展望四季度，经济增速的具体表现，将取决于是否有新的增量政策，但全年目标完成是大概率事件。鉴于去年四季度的基数较高，如果宏观政策加码发力，四季度 GDP 增速仍有望维持在三季度的 4.8%；如果经济延续当前下行惯性，则可能进一步回落至 4.6%。但无论如何，实现全年“5%左右”的增速目标都是大概率事件。鉴于全年“前高后低”的经济走势，宏观政策仍有必要储备增量政策并适当发力，以扭转经济承压态势，促进经济回升向好。

风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



目 录

一、三季度经济增速为何放缓？有何亮点？	3
（一）三季度经济增速放缓源于政策力度和效果边际减弱、经济内生增长动能不足	3
（二）三季度经济运行中的积极因素：产能利用率和 PPI 同比回升、出口保持较强韧性、新旧动能转换加快 ..	4
二、9 月经济表现：出口和工业生产增速回升，但消费和投资增速持续下滑	4
三、四季度经济增速取决于是否有新的增量政策	6
四、有必要推出新一轮增量政策，促进经济回升向好	6
（一）财政政策方面，建议动态追加和调整预算，2026 年财政赤字不低于 4%，优化“化债”方式	6
（二）货币政策方面，建议充分利用美联储降息的时间窗口，进一步降准降息	7
（三）房地产政策方面，建议采取超常规、系统性的政策组合拳，推动房地产市场尽快实现“止跌回稳”	7
（四）提振消费方面，建议构建消费导向型的制度和政策体系，收入分配制度改革要真正破题，优化“以旧换新”政策	8

图表目录

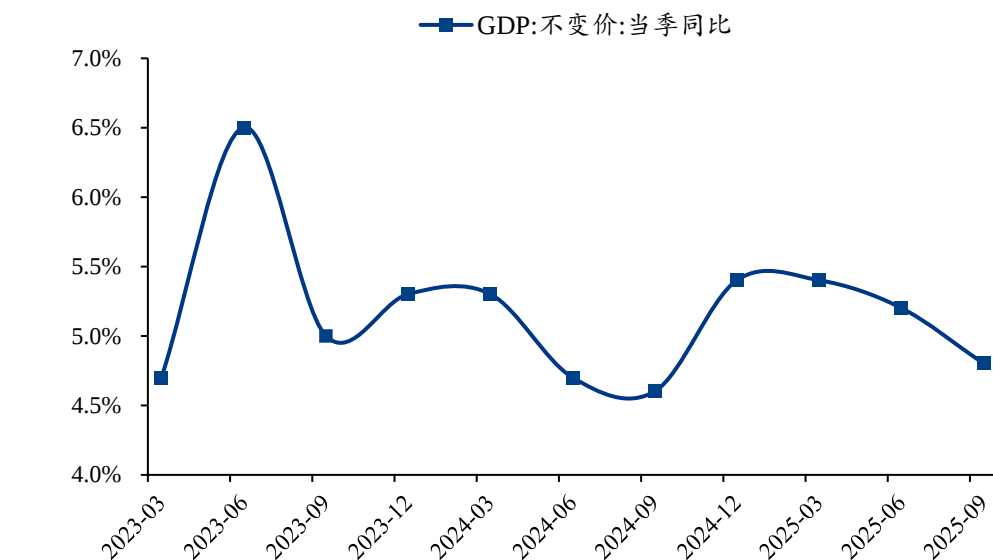
图表 1： 中国实际 GDP 同比增速	3
图表 2： 制造业投资、房地产投资、基建投资同比增速下滑	5
图表 3： 9 月房地产销售同比小幅回升，房地产投资同比持续下滑	6



一、三季度经济增速为何放缓？有何亮点？

今年中国经济总体延续去年 926 政治局会议以来的走势，去年四季度到今年二季度连续三个季度 GDP 同比增速保持在 5% 以上。今年一季度和二季度 GDP 同比分别增长 5.4% 和 5.2%，上半年累计同比增长 5.3%；但三季度经济增速有所放缓，GDP 同比增长 4.8%，前三季度 GDP 同比增长 5.2%。同时，三季度名义 GDP 同比为 3.7%，前三季度名义 GDP 累计同比为 4.1%。

图表1：中国实际 GDP 同比增速



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（一）三季度经济增速放缓源于政策力度和效果边际减弱、经济内生增长动能不足

三季度经济增速放缓总体符合市场预期，具体有三大原因：

一是全年来看，宏观政策靠前发力，支撑上半年经济表现良好的同时，也导致下半年政策力度相对不足，对经济的托底作用减弱。例如，消费品以旧换新政策，上半年中央下发资金 1620 亿元，下半年下发资金为 1380 亿元，同时由于地方财政紧平衡，地方的补贴力度也有所减弱；基建投资方面，财政靠前发力，加快形成实物工作量，也会导致下半年资金和新建项目紧张。

二是部分政策效果边际递减。例如，消费品以旧换新政策对耐用消费品的短期刺激，更多是消费节奏的前移，而非总量扩大。7-9 月，家电音像零售额同比分别为 28.4%、14.3% 和 3.3%，持续回落；9 月商品零售和社零消费同比分别为 3.3% 和 3.0%，显著低于上半年同比的 5.1% 和 5.0%。制造业设备更新空间收窄，2024 年以来制造业投资在设备更新支撑下已维持了一年半左右的高增速，终端消费需求不振以及外需后续可能受到的冲击，将导致制造业投资回落至正常水平。1-9 月制造业投资累计同比由上半年的 7.5% 降至 4%。

三是经济内生增长动能不足，居民消费意愿仍有待提振，房地产销售和投资持续低迷，地方政府发展经济的意愿和能力受限。三季度居民平均消费倾向（人均消费支出/人均可支配收入）逆季节性回落，由二季度的 68.6% 降至 68.1%，也低于去年同期的 68.9%。



房地产销售和投资持续低迷,9月商品房销售面积、销售额、房地产投资同比分别为-10.5%、-11.8%和-21.3%,降幅较上半年尤其一季度显著扩大。地方财政紧平衡制约基建投资,地方政府面临财政收入减少、支出责任增大、化解地方债务等压力,进行基建投资的能力下降,1-9月地方财政主导的交通运输业和公共设施管理业投资累计同比分别为-2.7%和-2.8%。

(二) 三季度经济运行中的积极因素: 产能利用率和 PPI 同比回升、出口保持较强韧性、新旧动能转换加快

一是“反内卷”政策推动工业产能利用率、PPI 同比、企业利润同比好转。工业产能利用率在二季度逆季节性回落之后,企稳回升,前三季度分别为 74.1%、74.0%和 74.6%; PPI 同比连续 2 个月回升,由 7 月的-3.6%收窄至-2.3%; 1-8 月规模以上工业企业利润总额累计同比由负转正,由 1-7 月的-1.7%回升至 0.9%。三季度 GDP 平减指数由二季度的-1.3%回升至-1.1%,经济名义增速与实际增速之间的差距收窄。

二是在贸易战冲击下,中国出口仍保持较强韧性,背后是出口市场布局多元化、供应链产业链完备以及产品高性价比等市场竞争优势。从市场结构看,中国对东盟、欧盟、拉美和非洲等非美市场出口保持高增。其中,转口贸易带动了对东盟和拉美市场的快速增长;非洲正处于工业化加速阶段,对中间品和资本品需求持续扩大;欧洲经济逐步复苏,进口需求明显回升,共同构成中国出口增长的支撑,9月中国出口同比实现了 8.3%的高增速。从商品结构看,2025 年前三季度中国中间品出口增速显著高于往年同期,对整体出口形成了更强支撑。这表明中国在全球供应链中的中高端环节占比上升,出口结构正持续优化。

三是新旧动能转换加快,高技术产业生产和投资持续高增。生产方面,前三季度,规模以上高技术制造业增加值同比增长 9.6%,高于上半年的 9.5%,其中集成电路制造、电子专用材料制造行业增加值分别增长 22.4%、20.5%,工业机器人、3D 打印设备、工业控制计算机及系统产量分别增长 29.8%、40.5%、98.0%。投资方面,前三季度,信息服务业,航空、航天器及设备制造业,计算机及办公设备制造业等高技术产业投资同比分别增长 33.1%、20.6%、7.4%,显著高于固定资产投资(扣除房地产投资)同比的 3.0%。

二、9 月经济表现: 出口和工业生产增速回升, 但消费和投资增速持续下滑

不同于 8 月生产、消费、投资、出口同比增速全面走弱,9 月主要经济指标增速有升有降。9 月出口和规模以上工业增加值同比由 8 月的 4.3%和 5.2%回升至 8.3%和 6.5%,而社会消费品零售总额同比由 8 月的 3.4%进一步降至 3.0%,固定资产投资累计同比更是由正转负,从 1-8 月的 0.5%降至-1.5%。

其一,外需好于内需,出口高增带动工业生产加快。9 月规模以上工业出口交货值同比由 8 月的-0.4%升至 3.8%,工业品出口情况明显改善。在 10 大出口行业中,9 个行业出口增速较 8 月份加快或降幅收窄,其中专用设备、通用设备、化工等行业出口分别增长 12.4%、9.6%、9.2%,相应地,上述三个行业的工业增加值同比也分别由 8 月的 7.3%、4.0%和 7.6%升至 9 月的 9.3%、5.4%和 9.0%。

其二,消费仍较低迷,商品零售和餐饮收入同比下降。9 月商品零售和餐饮收入同比分别由 8 月的 3.6%和 2.1%降至 3.3%和 0.9%。一是基数效应扰动,去年 9 月受消费品



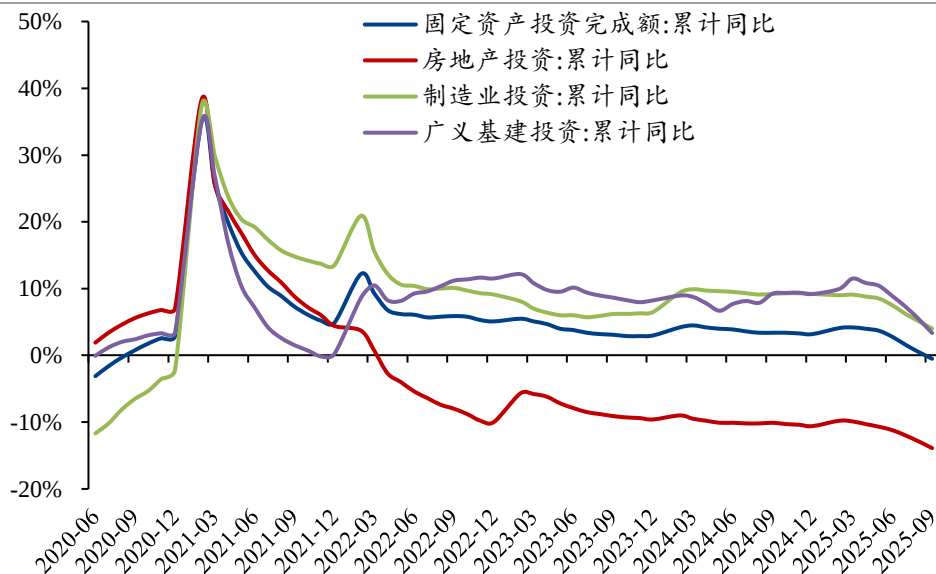
以旧换新政策扩围加码提振，商品零售同比由8月的1.9%升至3.3%，其中家电音像零售额同比由3.4%跃升至20.5%，因此基数抬升客观上会压低今年9月同比增速。二是**政策效果边际递减**，消费品以旧换新政策主要针对耐用消费品，存在一定的“透支效应”，三季度以来通讯器材、家电音像、家具等零售额同比明显走弱。三是**居民消费意愿受到了部分因素的扰动**，例如股市上涨吸引居民将消费转向投资，外卖平台补贴减少使得前期刺激的外卖需求回落，关于“预制菜”的讨论导致短期内居民外出就餐减少等。9月限额以上企业餐饮收入同比由8月的1%降至-1.6%，同期粮油食品零售额同比由5.8%回升至6.3%。

其三，**房地产销售受一线城市楼市新政小幅提振，但房价和房地产投资持续低迷**。8月以来，北京、上海、深圳先后出台楼市新政，优化限购政策、降低二套商贷利率等，9月商品房销售面积和销售额同比由8月的-10.6%和-14.0%小幅升至-10.5%和-11.8%。但房价仍未止跌回稳，9月一线城市新房和二手房价格环比分别下降0.3%和1.0%，降幅分别较8月扩大和持平。房地产投资同比持续下滑，由8月的-19.5%进一步降至-21.3%。

其四，**制造业投资从高速增长逐步回落**。一是制造业设备更新空间收窄，1-9月设备投资同比由一季度19%的高点持续回落至14%。二是**“反内卷”政策有利于改善供需失衡问题**，但客观上部分行业推进产能去化，也就是相关行业投资放缓，1-9月电气机械和器材制造业（包含光伏和锂电池等细分行业）投资累计同比为-9.5%。三是**终端消费需求不振以及外需后续可能受到的冲击，抑制了企业投资信心和意愿**。

其五，**基建投资的支撑力量有所减弱**。一是此前支撑基建投资的电力和水利投资见顶回落。此前电力投资受到新能源汽车、人工智能等产业快速发展的巨大需求拉动，水利投资则受到中央财政对防治洪涝灾害的专项支持，但经历一段时间的高速增长之后，客观上存在自然回落的趋势。1-9月水电燃气投资和水利投资累计同比分别由一季度的26.0%和36.8%回落至15.3%和3.0%。二是地方财政紧平衡制约了地方政府的基建投资能力，1-9月地方财政主导的道路运输业和公共设施管理业投资累计同比分别由一季度的-0.2%和4.9%降至-2.7%和-2.8%。

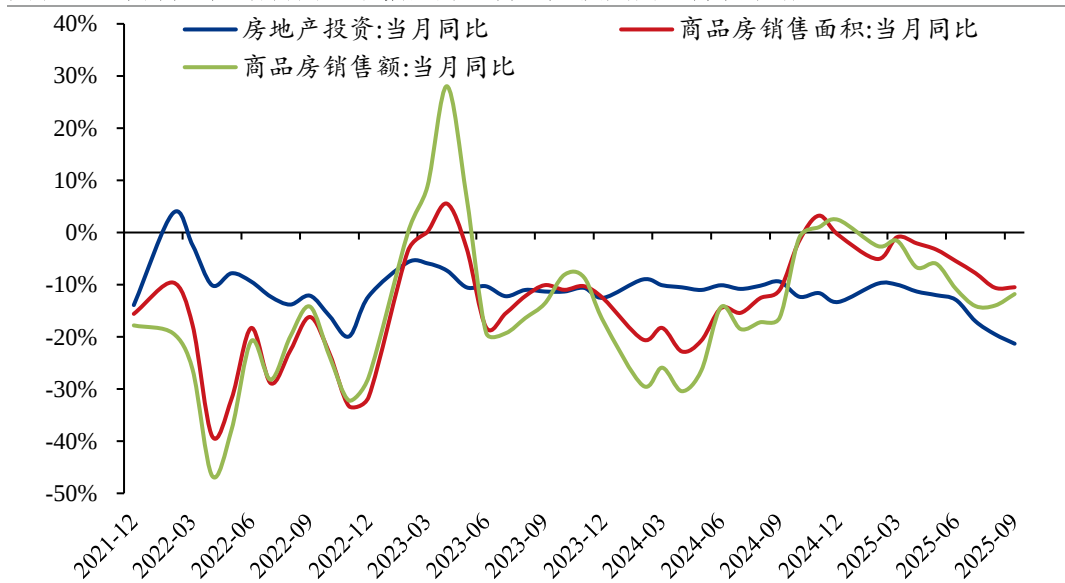
图表2：制造业投资、房地产投资、基建投资同比增速下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表3：9月房地产销售同比小幅回升，房地产投资同比持续下滑



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、四季度经济增速取决于是否有新的增量政策

展望四季度，其经济增速的具体表现，取决于是否有新的增量政策。如果宏观政策加码发力，在去年同期基数显著抬高的背景下，四季度 GDP 增速仍有望维持在三季度的 4.8%；如果经济延续当前惯性，叠加内外部不利因素影响，四季度 GDP 增速可能进一步回落至 4.6%。

四季度经济表现受到四大因素的影响：1）去年四季度的基数较高；2）财政靠前发力，四季度可用财政资源相对有限；3）房地产价格仍未稳住，导致销售和投资也将继续下行，同时影响居民消费信心；4）消费品以旧换新政策在四季度的额度有所走弱，同时部分耐用消费品的需求在前期已得到释放，餐饮消费增速受到非经济因素的扰动而持续走低。但无论如何，实现全年“5%左右”的增速目标都是大概率事件，全年增速预计为 5.0%或 5.1%。

四、有必要推出新一轮增量政策，促进经济回升向好

（一）财政政策方面，建议动态追加和调整预算，2026 年财政赤字不低于 4%，优化“化债”方式

今年的财政政策已经较为积极，但是新情况是物价低迷带动税收收入增速持续低增长和不及预期、土地出让收入继续下行，收入不及预期就制约了全年的支出力度；财政靠前发力是好事，但是下半年“两新”“两重”的额度相比上半年就显不足，相对去年下半年而言今年下半年的财政额度略显偏少，有必要动态追加和调整预算，维持对经济的支持力度；同时地方政府仍面临较大的化债和“三保”压力，需要更大的财政支持力度来弥补地方政府税收和土地出让收入的缺口。



建议进一步加大财政政策力度，2026 年财政赤字不低于 4%，优化“化债”方式。第一，四季度追加预算进一步扩大财政支出力度，弥补税收和土地出让收入的缺口；建议 2026 年财政赤字率不宜低于今年，一旦低于会引发市场对于政策退坡的预期。第二，优化财政支出结构，进一步向居民端倾斜，提高育儿补贴金额、给青年失业群体发放一定时期（例如半年）低保水平的救助，修复居民部门资产负债表。第三，优化化债方式，进一步提高债务限额。根据地方化债需要靠前使用化债额度。将“6 万亿分三年、4 万亿分五年”的化债方式调整为根据地方债务形势和压力一次性给到地方，根据需要靠前化债而非平均用力。进一步提高地方债务限额，置换漏报的隐性债务。根据债务投向分别使用国债、一般债、专项债置换隐性债务，优化存量债务结构。对于因为央地事权划分不清晰导致的隐性债务，由国债置换；对于投向没有收益的项目，用一般债置换；对于投向有一定收益的项目，用专项债置换。

（二）货币政策方面，建议充分利用美联储降息的时间窗口，进一步降准降息

二季度金融机构人民币贷款加权平均利率为 3.3%，而同期 GDP 平减指数为-1.3%，实际利率高达 4.6%，处于历史高位，不利于提振居民消费和企业投资。其中，个人住房贷款加权平均利率为 3.1%，CPI 同比在 0%附近波动，一线城市二手房租金回报率不足 2%，居民购房意愿仍较低迷、提前还贷倾向较强，个人住房贷款余额同比已连续 9 个季度负增长，2025 年二季度仍同比下降 0.1%，不利于房地产市场止跌回稳。当前金融机构加权平均存款准备金率为 6.2%，7 天逆回购操作利率为 1.4%，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别为 3%和 3.5%，仍有一定下调空间。

建议充分利用美联储降息的时间窗口，进一步降准降息。在当前中国经济下行压力增大、物价持续低迷的背景下，货币政策有必要承担起逆周期调控的职责，进一步降准降息，降低实体经济融资成本，为经济回升向好营造良好的货币金融环境。与此同时，美联储于 9 月重启降息周期，对人民币汇率的压力减轻，也为国内降准降息打开了时间窗口。

（三）房地产政策方面，建议采取超常规、系统性的政策组合拳，推动房地产市场尽快实现“止跌回稳”

当前房地产政策面临三大堵点：其一，大部分城市已全面放开房地产的限制性举措，但还有部分特大超大城市仍有顾虑，更多是增加存量有资格购房人群的购房指标，并未引入增量购房人群和购买力。其二，地方政府难以走出“房地产调整—财力下降—推动房地产止跌回稳能力不足”的循环。地方政府长期以来对以土地出让收入为核心的“土地财政”依赖度较高。房地产市场的下行直接导致土地出让收入减少，地方财力随之下降。这又进一步削弱了地方政府采取有效措施（如收购存量商品房、盘活存量土地）来稳定房地产市场的能力，形成了一个难以自行打破的负向循环。其三，中央层面已推出政策，允许地方通过发行专项债来支持收购存量土地和商品房用作保障性住房。然而，专项债的额度是有限的，并且会进一步加重地方政府债务负担。更为关键的是，当前真正需要大规模去库存的城市，多为二三线乃至更低能级的城市。但这些城市往往面临人口流出压力，对新增保障性住房的实际需求相对偏低，导致地方政府通过收购方式去库存的积极性和可行性受到限制。因此，必须借助强有力的外部力量，帮助地方政府走出这一困境。

建议采取超常规、系统性的政策组合拳，推动房地产市场尽快实现“止跌回稳”。第一，探索在中央层面设立“房地产稳定基金”。建议通过增发国债等方式，在中央层面成



立“房地产稳定基金”，先期规模可在2万亿元左右。该基金专项用于两个核心领域：一是为陷入困境但有市场价值的项目提供“保交房”支持，切实维护购房者合法权益；二是收购部分房企持有的存量闲置土地，为房企注入关键的流动性。**第二**，加大对地方政府的财政支持力度，从根源上调控土地供给。针对地方政府因房地产形势下行而急剧减少的土地出让收入，建议中央财政通过增加转移支付或进一步提高地方政府债务额度的方式予以弥补。这将赋予地方政府更大的财政空间，从根本上控制和减少非必要的土地供给，并有力推进对存量闲置土地的回购工作，从而扭转市场供需失衡的局面。**第三**，高度重视并有效化解房地产企业的流动性风险。积极鼓励和支持行业内的优质龙头房企，通过并购重组等方式，整合那些已出现流动性困难或陷入经营困境的房企项目与资产。同时，金融监管部门出台配套的金融支持政策，例如设立专项并购贷款、优化融资“白名单”制度等，为市场化的并购重组提供充足的信贷支持和便利，促进优胜劣汰和行业格局的健康重塑。**第四**，进一步优化核心城市的限制性政策。建议进一步实质性放宽北京、上海、深圳等一线城市的住房限购等限制性举措，以释放被压抑的真实需求，发挥其市场风向标作用，提振全国市场信心。**第五**，进一步降低交易成本。继续引导5年期以上LPR下行，进一步降低居民房贷利率，并削减购房交易环节的各项税费成本，切实减轻购房者负担。**第六**，建立居民房贷弹性处理机制，防范社会风险。对于因经济环境变化而暂时出现个人房贷月供逾期的居民，建议金融机构在审慎评估的基础上，建立规范化的申请与审批流程，适度予以展期或制定灵活的还款计划，防止个人信用风险演变为社会稳定风险。

（四）提振消费方面，建议构建消费导向型的制度和政策体系，收入分配制度改革要真正破题，优化“以旧换新”政策

建议构建消费导向型的制度和政策体系，收入分配制度改革要真正破题，优化“以旧换新”政策。**第一**，继续实施“以旧换新”政策，但是支持重点从耐用消费品转向服务消费。如果明年取消该政策，可能导致明年的社零消费指标大幅回落。**第二**，提高居民在国民收入分配中的占比，主要通过国企上缴财政并转移支付给居民、鼓励企业提高工资、提高粮食收购价格、上市公司加大分红力度等方式实现，提高居民的消费能力。**第三**，尽快加大国企上缴财政比例并专项用于社保体系建设，提高城乡居民养老金水平至低保水平，完善社会保障体系建设。**第四**，降低生育养育教育成本，继续提高育儿补贴发放标准，将免费学前教育从学前一年逐步拓展到三年。**第五**，强化对地方政府促进消费的考核比例，推动增值税分享规则从生产地转向消费地。**第六**，放宽对服务业的市场准入，强化高质量监管，促进高质量服务供给的形成，从而满足强劲的服务消费需求。**第七**，优化假期制度，增加重阳、七夕等假期，优化调休制度，落实好劳动者休息休假的权利。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021 年 7 月加入粤开证券，现任首席宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，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。投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司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。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com