

2025 年 10 月 14 日

关税扰动难掩出口亮色，外贸结构不断优化创新

固定收益研究团队

——2025 年 9 月进出口数据点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

王帅中（联系人）

wangshuaizhong@kysec.cn

证书编号：S0790125070016

海关总署公布 2025 年 9 月进出口商品统计快讯，按美元计价，我国进口同比+7.4%（前值为+1.3%，下同），环比+8.5%(-1.8%)；出口同比+8.3% (+4.4%)，环比+2.1% (+0.01%)；贸易顺差同比+10.6% (+11.8%)，环比-11.6% (+4.2%)。2025 年前三季度进口同比-1.1%，出口同比+6.1%，贸易顺差同比+26.0%。

● 进口：9 月进口金额处于近五年同期高位，进口同比持续增长

按美元计价，我国进口同比+7.4% (+1.3%)，环比+8.5% (-1.8%)，9 月进口金额处于近五年同期高位，进口同比持续增长。

分重点商品看，9 月农产品同比+5.8%，环比+5.0%；化工医药同比-10.3%，环比-1.9%；稀土同比-9.2%，环比+26.8%；劳动密集型产品同比-2.8%，环比+10.8%；基本金属同比+16.1%，环比+9.0%；机电产品同比+10.3%，环比+14.2%，其中汽车类产品同比-29.8%，环比-7.5%；高新技术产品同比+14.2%，环比+18.1%。

分国家或地区看，8 月进口总值占比前三位的国家或地区是东盟、欧盟和拉美，其中东盟进口总值同比-0.9%，环比+11.4%；欧盟进口总值同比+9.4%，环比+10.3%；拉美进口总值同比+18.0%，环比+0.3%。中国香港、英国和印度同比变动幅度较大，分别为+304.2%、+25.5%和+23.4%。

● 出口：9 月出口金额处于近五年同期高位，环比连续两个月保持增长

按美元计价，我国出口同比+8.3% (+4.4%)，环比+2.1% (+0.01%)，9 月出口金额处于近五年同期高位，环比连续两个月保持增长。

分重点商品看，9 月农产品同比+4.5%，环比+7.2%；化工医药同比+18.2%，环比-4.7%；稀土同比+97.1%，环比+8.3%；劳动密集型产品同比-4.0%，环比-6.6%；基本金属同比-2.0%，环比+5.3%；机电产品同比+12.7%，环比+5.2%，其中汽车类产品同比+8.7%，环比-2.9%；高新技术产品同比+11.9%，环比+13.2%。出口产品的结构不断优化创新，劳动密集型产品同比下降，机电产品、高新技术产品均同比增长。

分国家或地区看，9 月出口总值占比前三位的国家或地区是东盟、欧盟和中国香港，其中东盟出口总值同比+15.6%，环比-6.1%；欧盟出口总值同比+14.2%，环比-7.1%；中国香港出口总值同比+19.4%，环比+28.0%。受关税与抢出口影响，美国出口同比大幅下降，我国对欧盟与东盟出口总值同比仍保持两位数增长。

● 市场：“TACO”交易扰动债市

10 月 10 日市场再迎黑天鹅事件，特朗普宣布 11 月起对华加征 100%额外关税，10 月 11 日债市收益率普遍快速下行。随特朗普态度转变，关税博弈降温，市场风险偏好有所修复，10 月 13 日利率债收益率整体震荡后上行。

● 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。

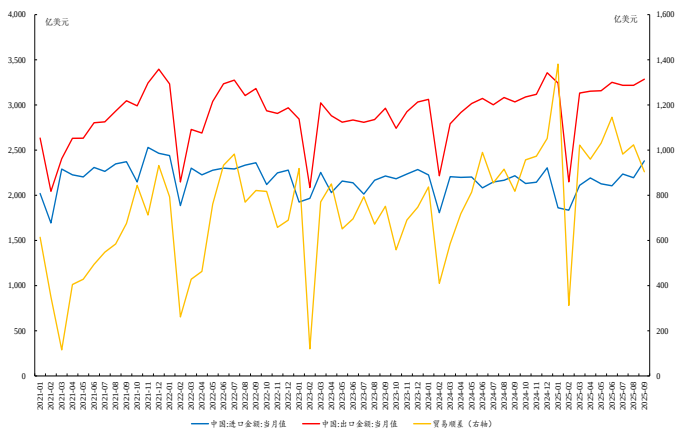
相关研究报告

《制造业持续复苏，景气水平整体保持扩张——2025 年 9 月 PMI 数据点评》-2025.9.30

《工业企业盈利水平明显改善，持续去库存——2025 年 8 月工业企业利润点评》-2025.9.28

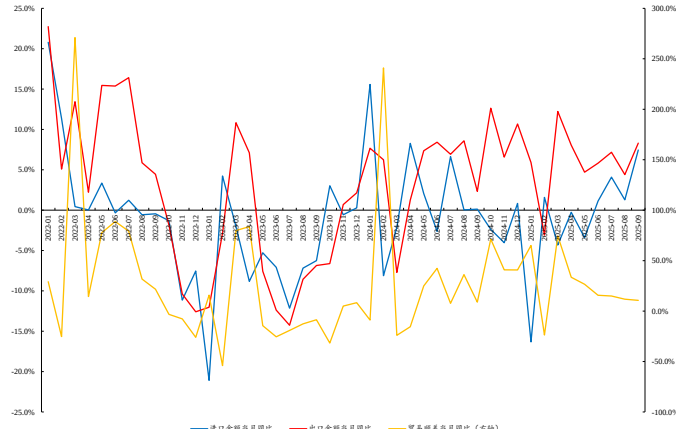
《托管量环比少增，债市杠杆率微增——2025 年 8 月债市托管数据点评》-2025.9.22

附图 1：9 月贸易顺差环比减少 118.8 亿美元



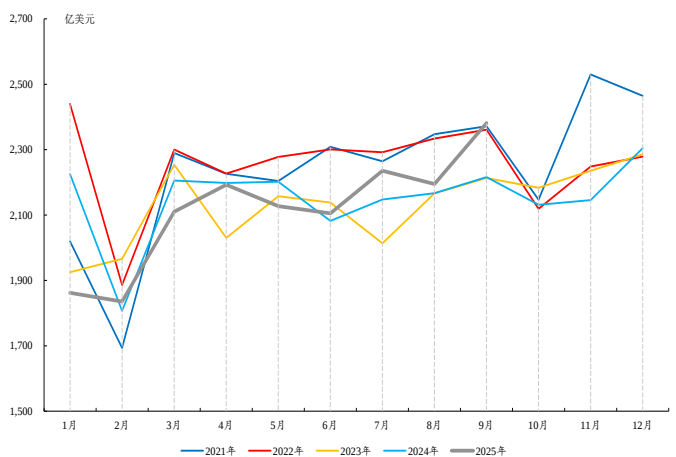
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：9 月进出口及贸易顺差同比均回升



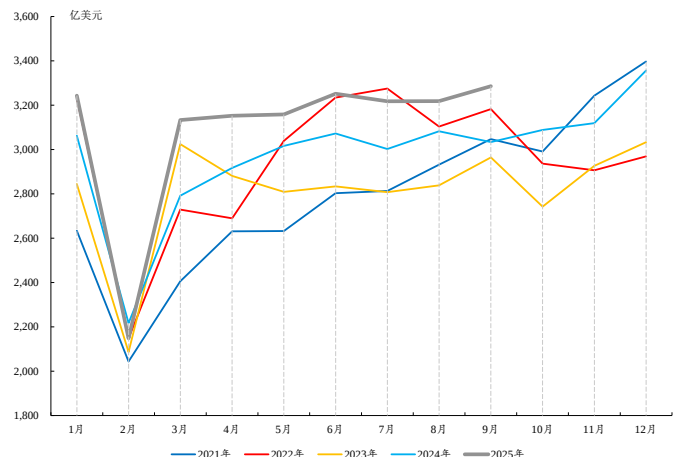
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：9 月进口金额处于近五年同期高位



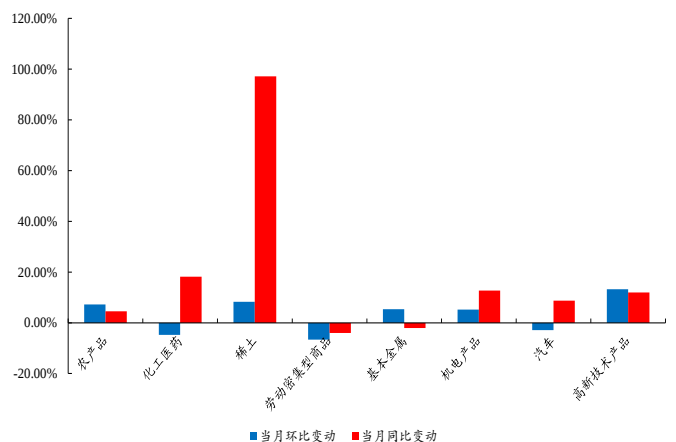
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 4：9 月出口金额处于近五年同期高位



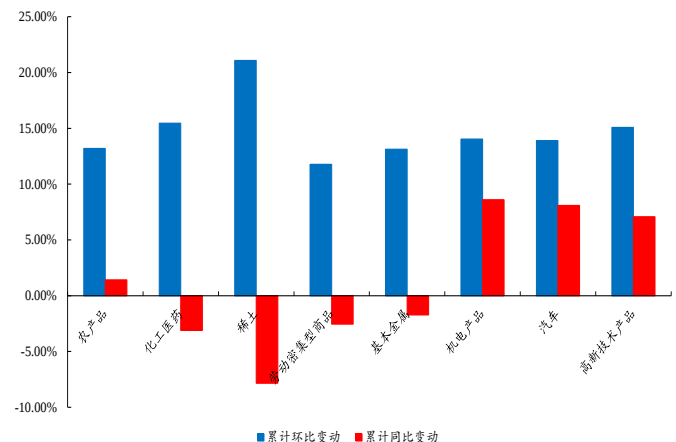
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：稀土 9 月出口同比高增



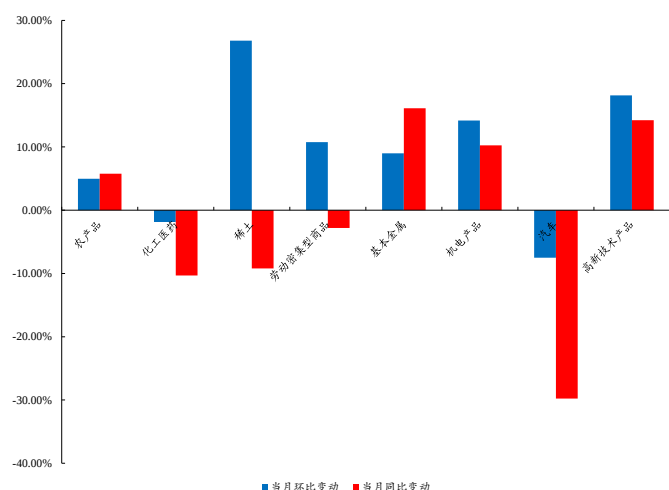
数据来源：海关总署、开源证券研究所

附图 6：机电产品、高新技术产品累计出口同比增长



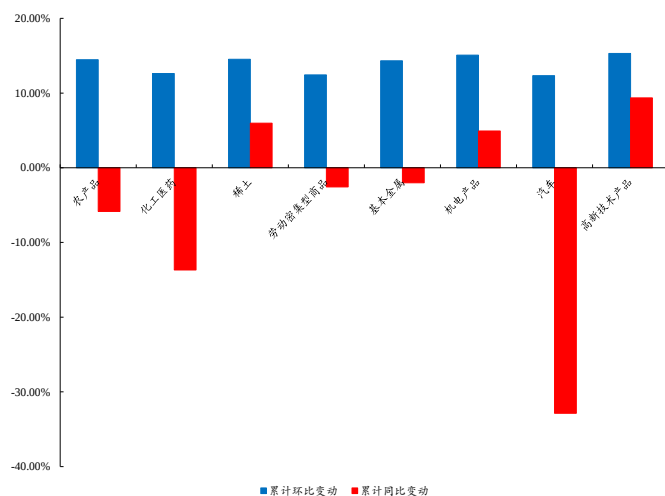
数据来源：海关总署、开源证券研究所

附图 7：稀土 9 月进口当月环比大增



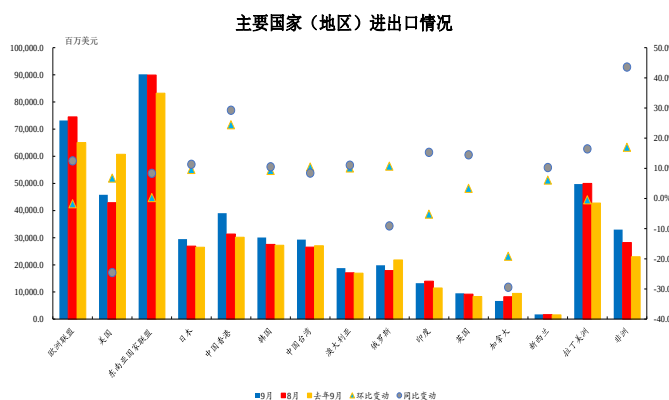
数据来源：海关总署、开源证券研究所

附图 8：汽车 9 月进口累计同比下降幅度较大



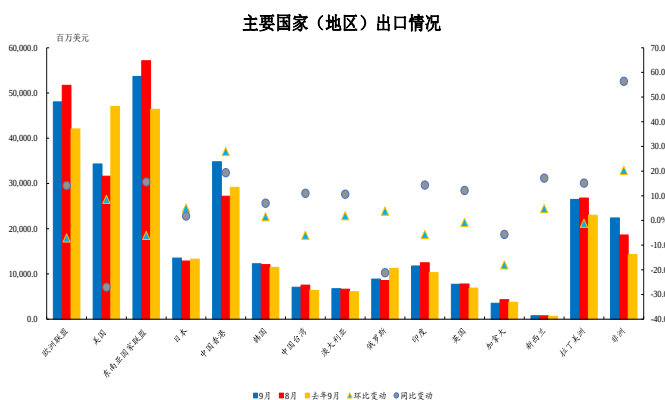
数据来源：海关总署、开源证券研究所

附图 9：9 月向美国进出口同比-24.6%，环比+6.8%



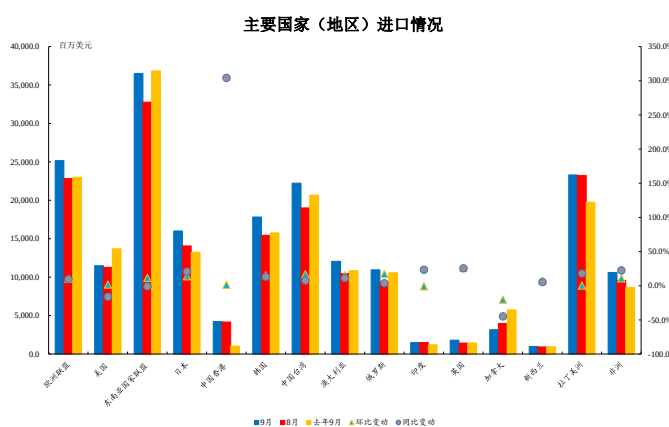
数据来源：海关总署、开源证券研究所

附图 10：9 月向美国出口同比-27.0%，环比+8.6%



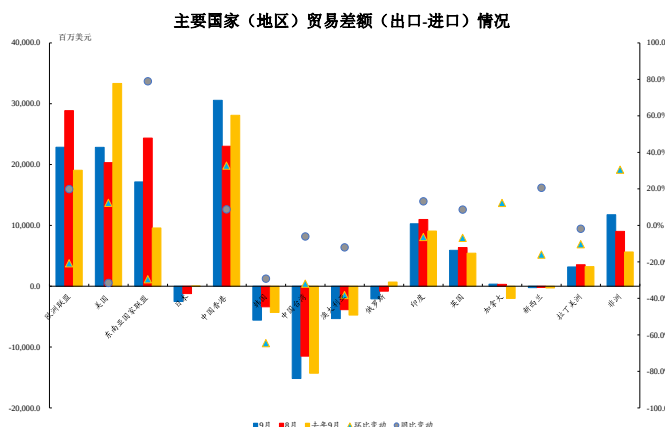
数据来源：海关总署、开源证券研究所

附图 11：9 月从美国进口同比-16.1%，环比+1.8%



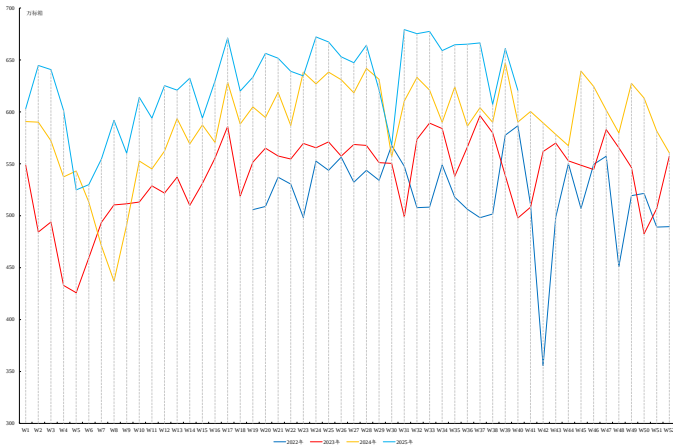
数据来源：海关总署、开源证券研究所

附图 12：9 月与美国贸易顺差同比-31.5%，环比+12.3%



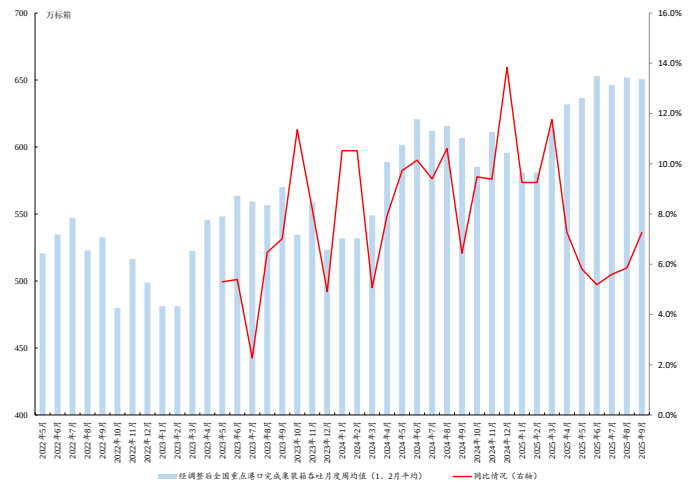
数据来源：海关总署、开源证券研究所

附图 13：上周监测港口集装箱吞吐量环比下降 6.1%



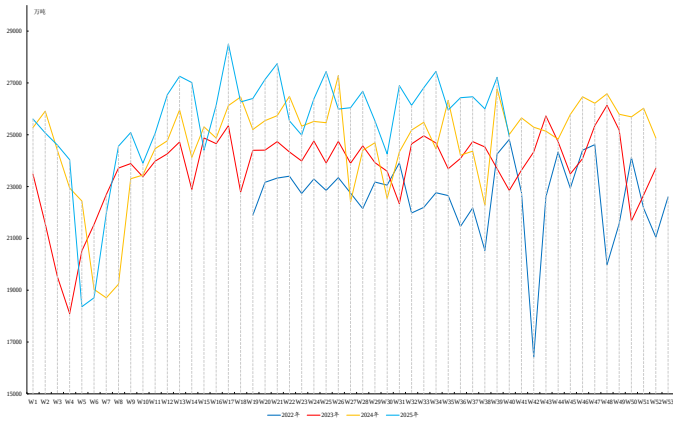
数据来源：Wind、开源证券研究所；注：上周为 10.6-10.12

附图 14：9 月周均集装箱吞吐量同比增长 7.3%



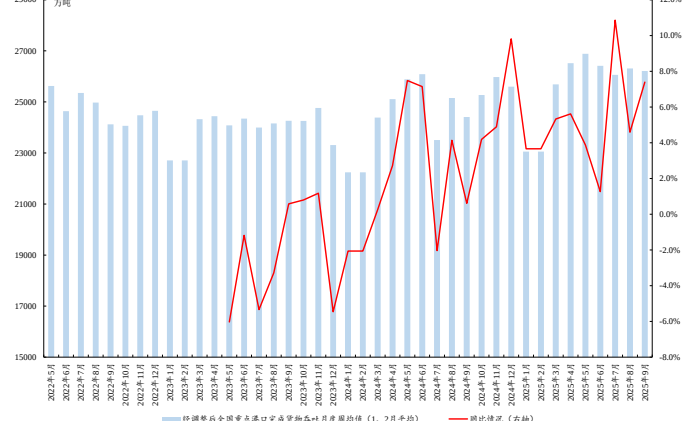
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 15：上周监测港口货物吞吐量环比下降 8.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：上周为 10.6-10.12

附图 16：9 月周均货物吞吐量同比增长 7.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 17：10 月 13 日 10Y 国债活跃券收益率震荡后上行



资料来源：Wind

附图 18：10 月 13 日 10Y 国开活跃券收益率震荡后上行



资料来源：Wind

附图 19：10 月 13 日利率债银行买方力量较强



资料来源：上海国际货币经纪官网

附图 20：10 月 13 日 10Y 国开债银行买方力量较强



资料来源：上海国际货币经纪官网

附表 1：9 月进出口同比均增长（%）

日期	进口金额		出口金额		贸易顺差	
	当月同比	当月环比	当月同比	当月环比	当月同比	当月环比
2024-01	15.6	-2.6	7.7	1.0	-8.9	12.0
2024-02	-8.1	-18.8	6.2	-27.6	241.0	-51.0
2024-03	-2.1	22.1	-7.7	25.9	-24.0	42.9
2024-04	8.3	-0.3	1.3	4.5	-15.5	22.7
2024-05	2.1	0.2	7.4	3.4	24.9	13.2
2024-06	-2.6	-5.5	8.4	1.9	42.4	21.7
2024-07	6.6	3.1	6.9	-2.3	7.7	-13.7
2024-08	0.0	0.9	8.6	2.7	36.2	7.1
2024-09	0.1	2.3	2.3	-1.6	8.8	-10.7
2024-10	-2.4	-3.8	12.6	1.8	71.3	17.1
2024-11	-4.0	0.7	6.6	1.0	40.9	1.7
2024-12	0.8	7.4	10.7	7.6	40.7	8.1
2025-01	-16.3	-19.2	5.9	-3.4	65.0	31.3
2025-02	1.6	-1.4	-3.1	-33.8	-23.7	-77.3
2025-03	-4.3	15.0	12.2	45.8	74.5	226.9
2025-04	-0.3	3.9	8.1	0.6	33.5	-6.1
2025-05	-3.4	-3.0	4.7	0.2	26.6	7.4
2025-06	1.1	-1.0	5.8	3.0	15.7	11.2
2025-07	4.1	6.2	7.2	-1.0	14.9	-14.3
2025-08	1.3	-1.8	4.4	0.0	11.8	4.2
2025-09	7.4	8.5	8.3	2.1	10.6	-11.6

数据来源：海关总署、开源证券研究所

附表 2：9 月美国进出口总值同比减少 24.6%，环比增加 6.8%

国家或地区	进出口		出口		进口		贸易差额（出口-进口）	
	环比变动	同比变动	环比变动	同比变动	环比变动	同比变动	环比变动	同比变动
欧洲联盟	-1.8%	12.5%	-7.1%	14.2%	10.3%	9.4%	-20.8%	19.9%
美国	6.8%	-24.6%	8.6%	-27.0%	1.8%	-16.1%	12.3%	-31.5%
东南亚国家联盟	0.3%	8.3%	-6.1%	15.6%	11.4%	-0.9%	-29.6%	79.0%
日本	9.6%	11.3%	5.0%	1.8%	13.8%	20.9%	-106.6%	-35972.2%
中国香港	24.4%	29.3%	28.0%	19.4%	1.5%	304.2%	32.8%	8.8%
韩国	9.3%	10.5%	1.5%	7.0%	15.3%	13.1%	-64.5%	-29.2%
中国台湾	10.4%	8.4%	-6.0%	11.0%	16.9%	7.6%	-31.9%	-6.1%
澳大利亚	10.1%	11.1%	1.9%	10.7%	15.3%	11.3%	-38.2%	-12.1%
俄罗斯	10.7%	-9.1%	3.8%	-21.1%	17.1%	3.7%	-157.9%	-405.0%
印度	-5.2%	15.3%	-5.7%	14.4%	-0.9%	23.4%	-6.3%	13.2%
英国	3.4%	14.5%	-0.8%	12.2%	26.0%	25.5%	-6.9%	8.7%
加拿大	-19.2%	-29.4%	-18.0%	-5.6%	-20.4%	-44.9%	12.3%	117.4%
新西兰	6.1%	10.3%	4.8%	17.2%	7.2%	5.5%	-16.0%	20.6%
拉丁美洲	-0.5%	16.5%	-1.1%	15.2%	0.3%	18.0%	-10.3%	-1.8%
非洲	17.0%	43.6%	20.3%	56.4%	10.7%	22.4%	30.5%	108.8%

数据来源：海关总署、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

附表3：机电产品9月出口同比增长12.7%（百万美元）

出口重点商品	8月	7月	8月末	7月末	当月环比变动	当月同比变动	累计环比变动	累计同比变动
农产品	8,687.5	8,101.8	74,492.3	65,808.4	7.2%	4.5%	13.2%	1.4%
水产品	1,674.3	1,633.1	14,781.2	13,106.9	2.5%	1.8%	12.8%	3.6%
粮食	147.9	101.8	1,229.6	1,081.6	45.3%	37.2%	13.7%	22.1%
化工医药	5,316.9	5,580.5	38,942.6	33,728.9	-4.7%	18.2%	15.5%	-3.1%
成品油	3,352.8	3,599.1	28,167.3	24,917.1	-6.8%	-3.0%	13.0%	-14.7%
中药材及中式成药	108.5	99.9	887.6	779.1	8.6%	14.6%	13.9%	-9.8%
肥料	1,855.7	1,881.5	9,887.7	8,032.7	-1.4%	95.4%	23.1%	59.6%
稀土	59.6	55.0	342.3	282.7	8.3%	97.1%	21.1%	-7.8%
劳动密集型商品	46,834.9	50,156.0	444,693.0	397,874.4	-6.6%	-4.0%	11.8%	-2.5%
塑料制品	8,293.0	8,596.9	77,964.1	69,677.6	-3.5%	3.8%	11.9%	0.0%
箱包及类似容器	2,166.8	2,203.0	22,786.6	20,619.9	-1.6%	-12.3%	10.5%	-11.5%
纺织纱线、织物及其制品	11,966.5	12,393.2	106,477.4	94,513.1	-3.4%	6.4%	12.7%	2.1%
服装及衣着附件	12,453.2	14,145.9	115,208.9	102,761.4	-12.0%	-8.0%	12.1%	-2.5%
鞋靴	2,879.5	3,329.7	31,847.6	28,968.6	-13.5%	-13.2%	9.9%	-9.0%
陶瓷产品	1,473.7	1,572.0	15,989.1	14,515.4	-6.2%	-4.3%	10.2%	0.8%
家具及其零件	4,676.9	4,687.3	47,147.4	42,471.4	-0.2%	0.4%	11.0%	-4.8%
玩具	2,925.2	3,228.0	27,271.9	24,347.0	-9.4%	-28.0%	12.0%	-8.3%
基本金属	8,921.5	8,470.2	76,901.0	67,982.3	5.3%	-2.0%	13.1%	-1.7%
钢材	7,106.7	6,638.2	61,274.8	54,171.1	7.1%	-2.2%	13.1%	-1.2%
未锻轧铝及铝材	1,814.8	1,831.9	15,626.1	13,811.2	-0.9%	-1.4%	13.1%	-3.7%
机电产品	207,703.8	197,458.0	1,682,939.2	1,475,795.9	5.2%	12.7%	14.0%	8.6%
通用机械设备	5,884.8	5,429.9	51,427.9	45,551.2	8.4%	24.9%	12.9%	8.3%
自动数据处理设备及其零部件	18,134.2	17,223.3	149,840.4	131,807.7	5.3%	-0.2%	13.7%	-0.5%
手机	14,867.1	6,787.4	78,904.3	64,056.0	119.0%	-1.7%	23.2%	-9.8%
家用电器	7,730.2	8,434.0	73,508.8	65,781.9	-8.3%	-9.6%	11.7%	-2.2%
音视频设备及其零件	3,576.8	3,533.3	29,078.1	25,503.9	1.2%	8.0%	14.0%	5.8%
集成电路	19,047.1	17,722.3	145,025.8	126,052.0	7.5%	32.8%	15.1%	23.3%
汽车	12,808.0	12,815.2	97,122.8	84,314.6	-0.1%	10.8%	15.2%	10.8%
汽车（包括底盘）	7,857.6	8,460.9	72,276.9	64,420.4	-7.1%	5.4%	12.2%	4.6%
汽车零配件	6,589.6	5,465.6	40,140.4	33,669.4	20.6%	43.0%	19.2%	21.4%
船舶	2,755.7	3,075.7	24,106.2	21,357.5	-10.4%	17.0%	12.9%	9.6%
液晶平板显示模组	1,827.6	1,814.2	15,205.1	13,377.3	0.7%	8.8%	13.7%	7.0%
医疗仪器及器械	2,635.5	2,938.1	28,256.5	25,621.1	-10.3%	-16.7%	10.3%	-8.3%
灯具、照明装置及其零件	89,849.9	79,340.7	683,488.1	593,920.4	13.2%	11.9%	15.1%	7.1%
高新技术产品	20,665.5	21,276.2	169,399.7	148,735.0	-2.9%	8.7%	13.9%	8.1%

数据来源：海关总署、开源证券研究所

附表 4：劳动密集型商品 9 月进口同比减少 2.8%（百万美元）

进口重点商品	8 月	7 月	8 月末	7 月末	当月环比变动	当月同比变动	累计环比变动	累计同比变动
农产品	19,678.5	18,748.4	155,566.8	135,897.8	5.0%	5.8%	14.5%	-5.8%
肉类（包括杂碎）	2,292.0	2,013.1	17,913.6	15,621.8	13.9%	24.7%	14.7%	4.3%
干鲜瓜果及坚果	1,838.0	1,589.3	15,199.8	13,354.1	15.6%	10.9%	13.8%	-0.2%
粮食	6,679.6	6,071.4	45,076.1	38,410.7	10.0%	3.1%	17.4%	-18.7%
大豆	5,752.7	5,449.8	38,319.6	32,580.9	5.6%	1.6%	17.6%	-7.9%
食用植物油	732.8	878.3	6,166.1	5,431.0	-16.6%	9.6%	13.5%	13.1%
化工医药	38,653.0	39,389.5	345,786.5	307,052.1	-1.9%	-10.3%	12.6%	-13.7%
煤及褐煤	3,127.2	2,807.2	25,352.6	22,225.1	11.4%	-28.1%	14.1%	-34.0%
原油	23,828.8	24,929.3	220,896.2	196,984.1	-4.4%	-7.5%	12.1%	-11.2%
成品油	2,171.8	1,946.0	17,930.5	15,765.3	11.6%	-15.8%	13.7%	-21.1%
天然气	4,737.5	5,325.7	41,722.7	36,989.0	-11.0%	-20.2%	12.8%	-14.3%
医药材及药品	4,317.8	4,065.7	36,669.7	32,343.7	6.2%	5.7%	13.4%	-4.9%
肥料	470.0	315.6	3,214.8	2,744.8	48.9%	20.5%	17.1%	-6.6%
稀土	140.7	111.0	1,299.3	1,134.4	26.8%	-9.2%	14.5%	6.0%
劳动密集型商品	9,558.8	8,630.5	86,421.6	76,869.6	10.8%	-2.8%	12.4%	-2.6%
美容化妆品及洗护用品	1,485.8	1,235.9	12,385.2	10,902.7	20.2%	5.5%	13.6%	0.4%
初级形状的塑料	3,265.9	3,039.9	30,038.2	26,776.5	7.4%	-8.1%	12.2%	-8.1%
天然及合成橡胶（包括胶乳）	1,319.6	1,182.1	11,577.5	10,257.8	11.6%	18.6%	12.9%	33.7%
原木及锯材	931.6	818.4	8,529.5	7,597.5	13.8%	-10.8%	12.3%	-15.8%
纸浆	1,720.3	1,545.0	16,664.0	14,943.8	11.3%	-8.5%	11.5%	-0.7%
纺织纱线、织物及其制品	835.6	809.0	7,227.1	6,391.4	3.3%	0.0%	13.1%	-10.7%
基本金属	24,409.0	22,395.0	195,512.1	171,024.2	9.0%	16.1%	14.3%	-2.0%
铁矿砂及其精矿	11,278.1	9,755.6	88,129.2	76,933.6	15.6%	16.3%	14.6%	-13.3%
铜矿砂及其精矿	7,304.1	7,508.2	60,017.5	52,568.3	-2.7%	25.4%	14.2%	18.8%
钢材	890.0	825.8	7,669.3	6,752.3	7.8%	-4.1%	13.6%	-11.6%
未锻轧铜及铜材	4,936.9	4,305.4	39,696.1	34,770.0	14.7%	8.0%	14.2%	2.5%
机电产品	99,270.1	86,946.9	756,168.1	657,054.9	14.2%	10.3%	15.1%	4.9%
机床	489.3	496.4	4,399.2	3,909.8	-1.4%	1.5%	12.5%	1.7%
自动数据处理设备及其零部件	7,219.8	6,463.9	70,059.4	62,858.9	11.7%	-11.8%	11.5%	27.2%
二极管及类似半导体器件	2,290.2	2,098.0	18,094.3	15,828.4	9.2%	9.9%	14.3%	3.0%
集成电路	41,051.5	35,848.3	305,517.5	264,500.3	14.5%	14.2%	15.5%	8.8%
汽车	2,041.7	2,110.4	18,249.9	16,208.2	-3.3%	-36.4%	12.6%	-40.1%
汽车(包括底盘)	1,809.9	2,053.5	15,997.1	14,277.3	-11.9%	-20.4%	12.0%	-22.2%
汽车零配件	1,983.0	1,237.7	11,092.4	9,109.4	60.2%	201.3%	21.8%	68.2%
空载重量超过 2 吨的飞机	901.6	961.7	8,183.5	7,281.9	-6.3%	-9.1%	12.4%	-14.1%
液晶平板显示模组	1,098.3	1,100.6	9,454.6	8,356.5	-0.2%	-6.3%	13.1%	-0.5%
医疗仪器及器械	79,535.4	67,323.1	598,821.3	519,368.6	18.1%	14.2%	15.3%	9.4%
高新技术产品	3,851.6	4,163.9	34,247.0	30,485.5	-7.5%	-29.8%	12.3%	-32.9%

数据来源：海关总署、开源证券研究所

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。

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