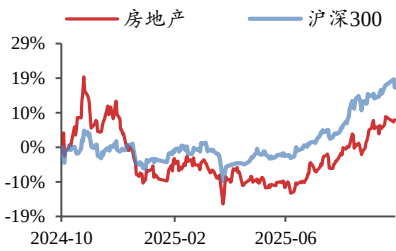


## 房地产

2025 年 10 月 12 日

投资评级：看好（维持）

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《新房成交面积环比增长，上海“好房子”新规落地——行业周报》-2025.9.28

《房价止跌回稳系列三：鉴往知来，人口不是影响房价唯一因素——行业深度报告》-2025.9.24

《新房成交面积同环比增长，1-8 月房地产开发投资同比下降——行业周报》-2025.9.21

## 新房成交面积同环比下降，建立可持续城市更新模式

——行业周报

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

胡耀文（分析师）

huyaowen@kysec.cn

证书编号：S0790524070001

杜致远（联系人）

duzhiyuan@kysec.cn

证书编号：S0790124070064

### ● 核心观点：新房成交面积同环比下降，建立可持续城市更新模式

本周我们跟踪的 68 城新房成交同环比下降，20 城二手房成交面积同比下降。土地成交面积同比下降，溢价率环比增长。国内信用债发行规模环比减少。本周住建部提出坚持机制创新，建立可持续城市更新模式，目前多地已落地城市更新文件，预计新机制将加快建立，住建部正研究改造存量老房，下一步将联合地方试点，未来将加快构建房地产发展新模式。我们认为，在各项促进房地产市场止跌回稳政策作用下，今年以来我国房地产市场整体朝着止跌回稳的方向迈进，在止跌回稳的过程中，房价仍可能存在小幅度震荡，期待后续在政策作用下，房地产市场进一步稳定。在更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程，维持行业“看好”评级。

### ● 建立可持续城市更新模式，加快构建房地产发展新模式

**中央层面：住建部：**坚持机制创新，建立可持续城市更新模式，目前多地已落地城市更新文件，预计新机制将加快建立，住建部正研究改造存量老房，下一步将联合地方试点，未来将加快构建房地产发展新模式。

**地方层面：南京：**南京住房公积金管理中心 10 月 9 日起将单缴存人贷款上限由 50 万元提至 80 万元，家庭额度维持 100 万元不变，有效期至 2027 年底。**绍兴：**将双缴存职工家庭住房公积金贷款最高额度由 120 万元上调至 130 万元。支持老旧小区更新改造。缴存职工、配偶或双方直系亲属（父母、子女）名下的自住住房被列入绍兴老旧小区更新改造的，允许提取个人住房公积金账户余额。

### ● 市场端：土地成交面积同比下降，溢价率环比增长

**销售端：**根据房管局数据，2025 年第 41 周，全国 68 城商品住宅成交面积 132 万平方米，同比下降 52%，环比下降 32%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 9174 万平方米，累计同比下降 11%。全国 20 城二手房成交面积为 101 万平方米，同比增速-45%，前值+46%；年初至今累计成交面积 7668 万平方米，同比增速+7%，前值+9%。

**投资端：**2025 年第 41 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 4778 万平方米，成交土地规划建筑面积 1189 万平方米，同比下降 9%，成交溢价率为 4.8%。一线城市成交土地规划建筑面积 50 万平方米，同比增加 49%；二线城市成交土地规划建筑面积 472 万平方米，同比增加 0.1%；三线城市成交土地规划建筑面积 668 万平方米，同比下降 17%。

### ● 融资端：国内信用债发行规模环比下降

2025 年第 41 周，信用债发行 9.4 亿元，同比减少 64%，环比减少 55%，平均加权利率 2.76%，环比减少 1BP。信用债累计发行规模 3148.6 亿元，同比基本持平。

### ● 风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

## 目 录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1、建立可持续城市更新模式，加快构建房地产发展新模式..... | 3  |
| 2、销售端：成交面积新房同环比下降，二手房同比下降.....  | 4  |
| 2.1、68大中城市新房成交面积同环比下降.....      | 4  |
| 2.2、20城二手房成交面积同比下降.....         | 6  |
| 3、投资端：土地成交面积同比下降，成交溢价率环比增长..... | 7  |
| 4、融资端：国内信用债发行规模环比减少.....        | 9  |
| 5、一周行情回顾.....                   | 10 |
| 6、投资建议：维持行业“看好”评级.....          | 11 |
| 7、风险提示.....                     | 11 |

## 图表目录

|                                                   |    |
|---------------------------------------------------|----|
| 图 1： 68 大中城市新房成交面积同比下降.....                       | 4  |
| 图 2： 68 大中城市新房成交面积环比下降.....                       | 4  |
| 图 3： 2025 年第 41 周 68 大中城市成交面积同比下降，环比下降.....       | 5  |
| 图 4： 2025 年第 41 周 68 大中城市中一线城市成交面积同比下降，环比下降.....  | 5  |
| 图 5： 2025 年第 41 周 68 大中城市中二线城市成交面积同比下降，环比下降.....  | 5  |
| 图 6： 2025 年第 41 周 68 大中城市中三四线城市成交面积同比下降，环比下降..... | 5  |
| 图 7： 2024 年初至今高能级市场累计成交面积表现相对更好.....              | 6  |
| 图 8： 20 城二手房成交同比下降.....                           | 6  |
| 图 9： 一线城市二手房市场 2025 年以来成交情况相对更好.....              | 7  |
| 图 10： 100 大中城市土地成交面积同比下降.....                     | 8  |
| 图 11： 100 大中城市土地成交总价同比增长.....                     | 8  |
| 图 12： 100 大中城市土地成交溢价率环比增长.....                    | 9  |
| 图 13： 信用债单周发行规模环比减少.....                          | 9  |
| 图 14： 信用债累计发行规模同比基本持平.....                        | 10 |
| 图 15： 房地产指数下跌 0.82%，板块表现弱于大市.....                 | 10 |
| 表 1： 建立可持续城市更新模式，加快构建房地产发展新模式.....                | 3  |
| 表 2： 本周房地产行业个股中合肥城建、中润资源、深振业 A 涨幅靠前.....          | 10 |
| 表 3： 本周房地产行业个股中深深房 A、张江高科、珠江股份跌幅靠前.....           | 11 |

## 1、建立可持续城市更新模式，加快构建房地产发展新模式

**中央层面：(1) 住建部：**“十四五”期间全国销售新建商品住宅约 50 亿平方米，1100 多万套安置住房惠及 3000 多万群众。坚持机制创新，建立可持续城市更新模式。目前多地已落地城市更新文件，预计新机制将加快建立。住建部正研究改造存量老房，下一步将联合地方试点。未来将加快构建房地产发展新模式，配套政策有待完善。

**地方层面：(1) 河北：**省住建厅推出六好措施推进好房子建设，涵盖标准制定、设计创新、智能建造等关键环节。各市需因地制宜编制技术导则，设计单位要优化空间布局 and 全龄设施，同时加强智能建造试点培育，扩大典型应用场景，全面提升住宅品质。**(2) 南京：**南京住房公积金管理中心 10 月 9 日起将单缴存人贷款上限由 50 万元提至 80 万元，家庭额度维持 100 万元不变，有效期至 2027 年底。**(3) 绍兴：**上调住房公积金贷款最高额度。将双缴存职工家庭住房公积金贷款最高额度由 120 万元上调至 130 万元。支持老旧小区更新改造。缴存职工、配偶或双方直系亲属（父母、子女）名下的自住住房被列入绍兴老旧小区更新改造的，允许提取个人住房公积金账户余额，累计提取金额不超过家庭实际承担的费用总额。**(4) 成都：**阳台、飘窗以及各类形式的入户花园、空中花园、露台、退台、设备平台、空调板、构造板、结构板、抗震板、开敞式电梯前室、外廊、空腔、镂空、花池等房屋附属空间的水平投影面积不大于该项目住宅计容建筑面积的 30%。

表1：建立可持续城市更新模式，加快构建房地产发展新模式

| 时间         | 政策                                                                                                                                                    |
|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2025/10/6  | 河北：省住建厅推出六好措施推进好房子建设，涵盖标准制定、设计创新、智能建造等关键环节。各市需因地制宜编制技术导则，设计单位要优化空间布局 and 全龄设施，同时加强智能建造试点培育，扩大典型应用场景，全面提升住宅品质。                                         |
| 2025/10/9  | 南京：南京住房公积金管理中心 10 月 9 日起将单缴存人贷款上限由 50 万元提至 80 万元，家庭额度维持 100 万元不变，有效期至 2027 年底。                                                                        |
| 2025/10/9  | 绍兴：上调住房公积金贷款最高额度。将双缴存职工家庭住房公积金贷款最高额度由 120 万元上调至 130 万元。支持老旧小区更新改造。缴存职工、配偶或双方直系亲属（父母、子女）名下的自住住房被列入绍兴老旧小区更新改造的，允许提取个人住房公积金账户余额，累计提取金额不超过家庭实际承担的费用总额。    |
| 2025/10/10 | 成都：阳台、飘窗以及各类形式的入户花园、空中花园、露台、退台、设备平台、空调板、构造板、结构板、抗震板、开敞式电梯前室、外廊、空腔、镂空、花池等房屋附属空间的水平投影面积不大于该项目住宅计容建筑面积的 30%。                                             |
| 2025/10/11 | 住建部：“十四五”期间全国销售新建商品住宅约 50 亿平方米，1100 多万套安置住房惠及 3000 多万群众。坚持机制创新，建立可持续城市更新模式。目前多地已落地城市更新文件，预计新机制将加快建立。住建部正研究改造存量老房，下一步将联合地方试点。未来将加快构建房地产发展新模式，配套政策有待完善。 |

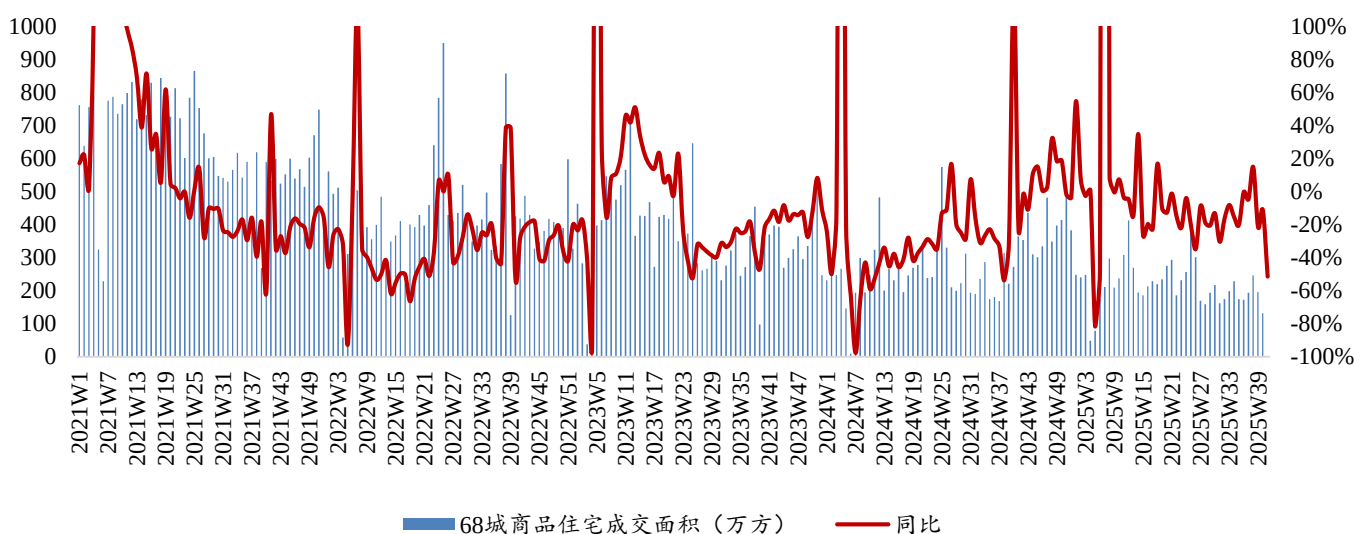
资料来源：Wind、各地政府官网、开源证券研究所

## 2、销售端：成交面积新房同环比下降，二手房同比下降

### 2.1、68大中城市新房成交面积同环比下降

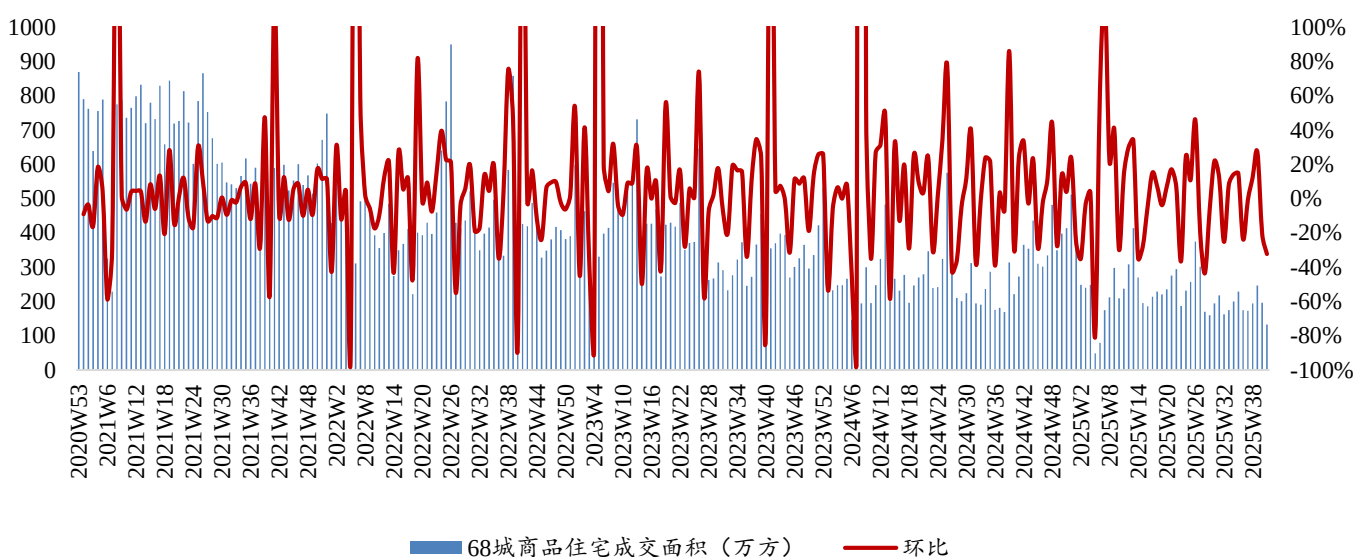
根据房管局数据，2025年第41周，全国68城商品住宅成交面积132万平方米，同比下降52%，环比下降32%；从累计数值看，年初至今68城成交面积达9174万平方米，累计同比下降11%。

图1：68大中城市新房成交面积同比下降



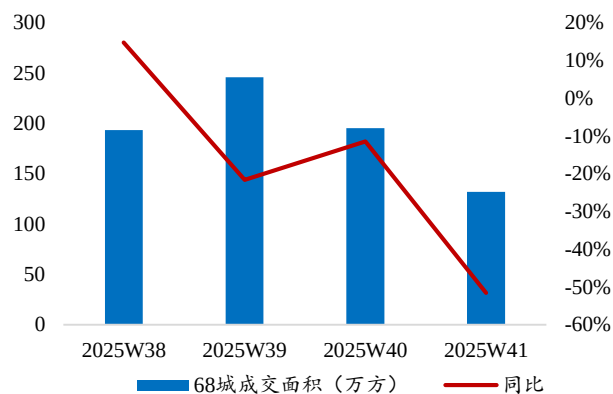
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：68大中城市新房成交面积环比下降



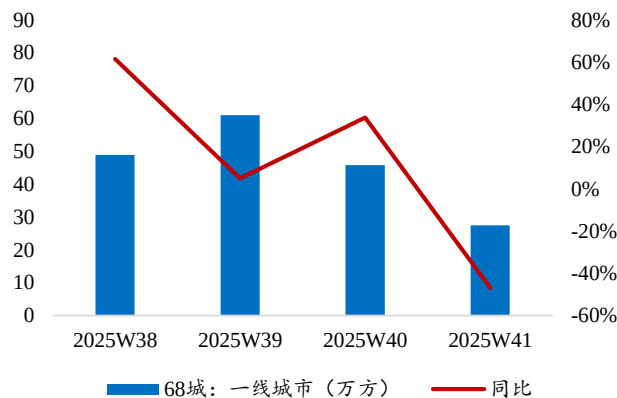
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2025 年第 41 周 68 大中城市成交面积同比下降，环比下降



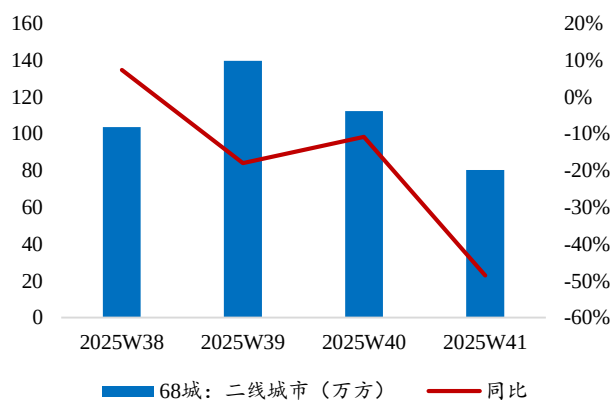
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2025 年第 41 周 68 大中城市中一线城市成交面积同比下降，环比下降



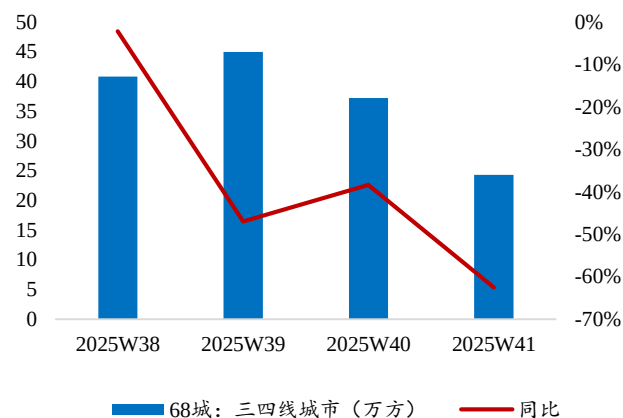
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2025 年第 41 周 68 大中城市中二线城市成交面积同比下降，环比下降



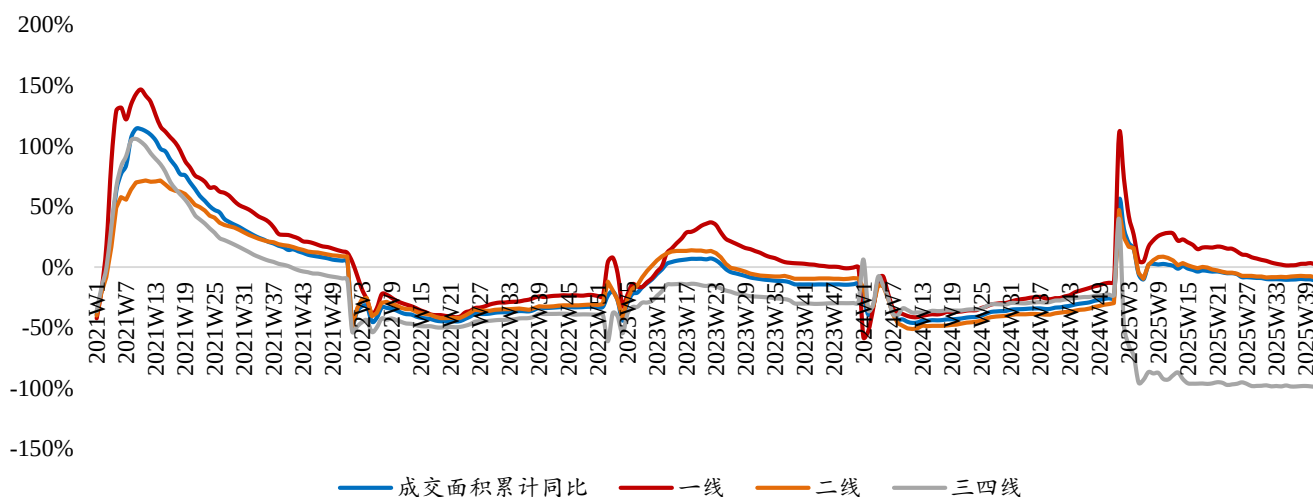
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2025 年第 41 周 68 大中城市中三四线城市成交面积同比下降，环比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

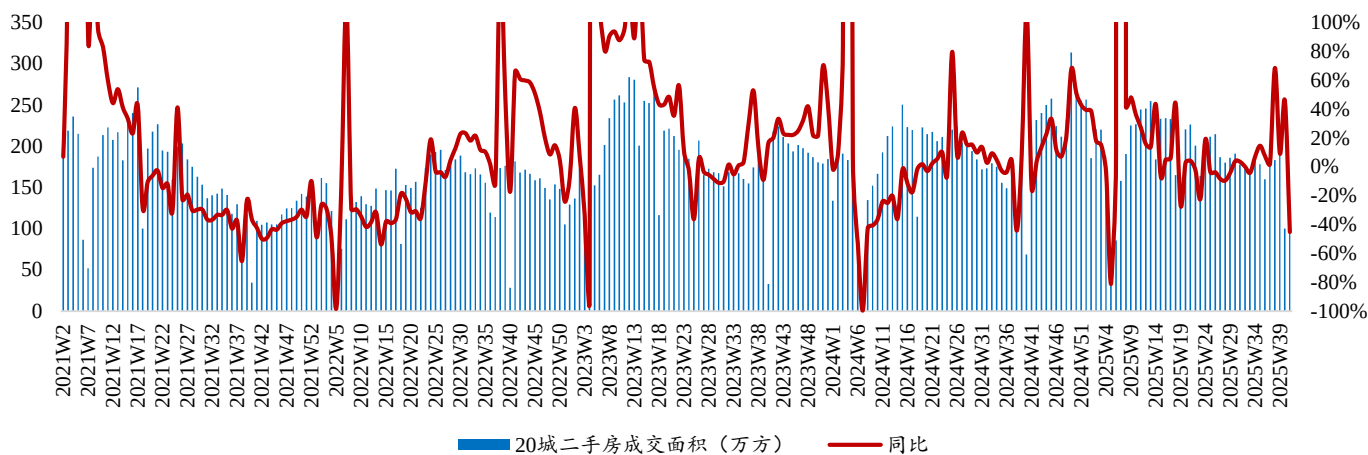
根据房管局数据，2025 年第 41 周，全国 68 城商品住宅成交面积年初至今累计增速-11%。各线城市走势基本一致，一、二、三四线单周成交同比增速分别为-47%、-48%、-63%，年初至今累计增速 2%、-9%、-99%。

**图7：2024 年初至今高能级市场累计成交面积表现相对更好**


数据来源：Wind、开源证券研究所

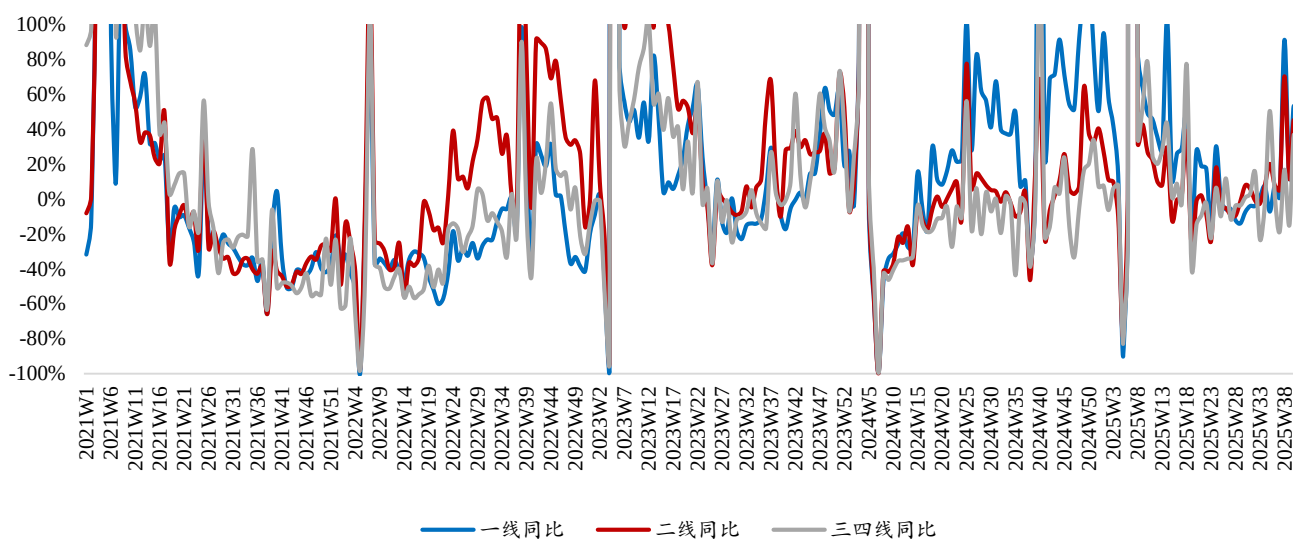
## 2.2、20 城二手房成交面积同比下降

2025 年第 41 周，全国 20 城二手房成交面积为 101 万平方米，同比增速-45%，前值+46%；年初至今累计成交面积 7668 万平方米，同比增速+7%，前值+9%。

**图8：20 城二手房成交同比下降**


数据来源：Wind、开源证券研究所



**图9：一线城市二手房市场 2025 年以来成交情况相对更好**


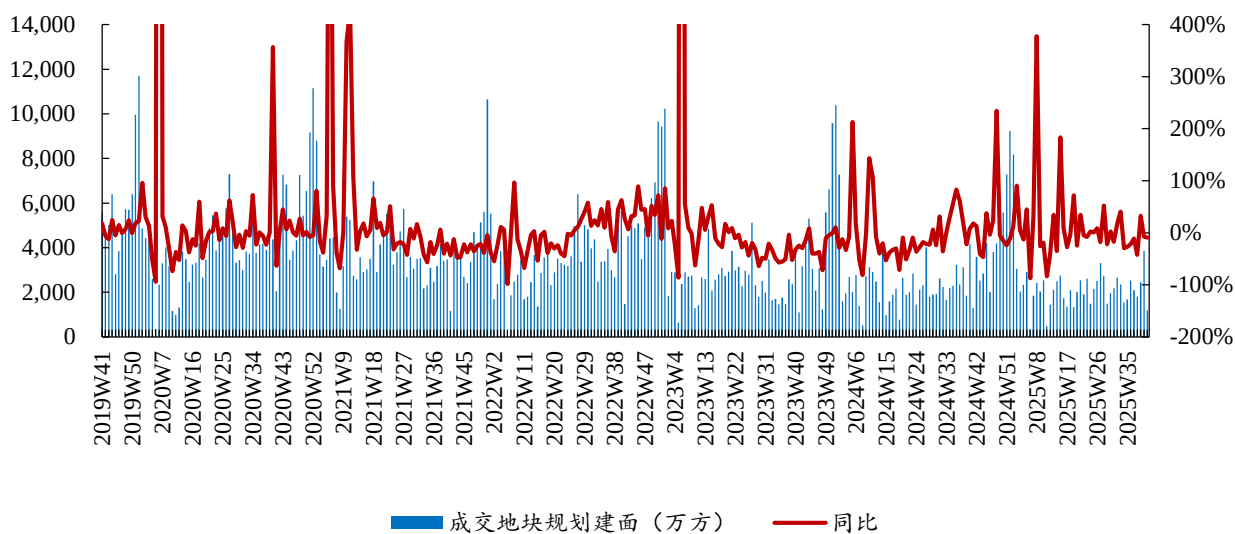
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、投资端：土地成交面积同比下降，成交溢价率环比增长

2025 年第 41 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 4778 万平方米，成交土地规划建筑面积 1189 万平方米，同比下降 9%，成交溢价率为 4.8%。一线城市成交土地规划建筑面积 50 万平方米，同比增加 49%；二线城市成交土地规划建筑面积 472 万平方米，同比增加 0.1%；三线城市成交土地规划建筑面积 668 万平方米，同比下降 17%。

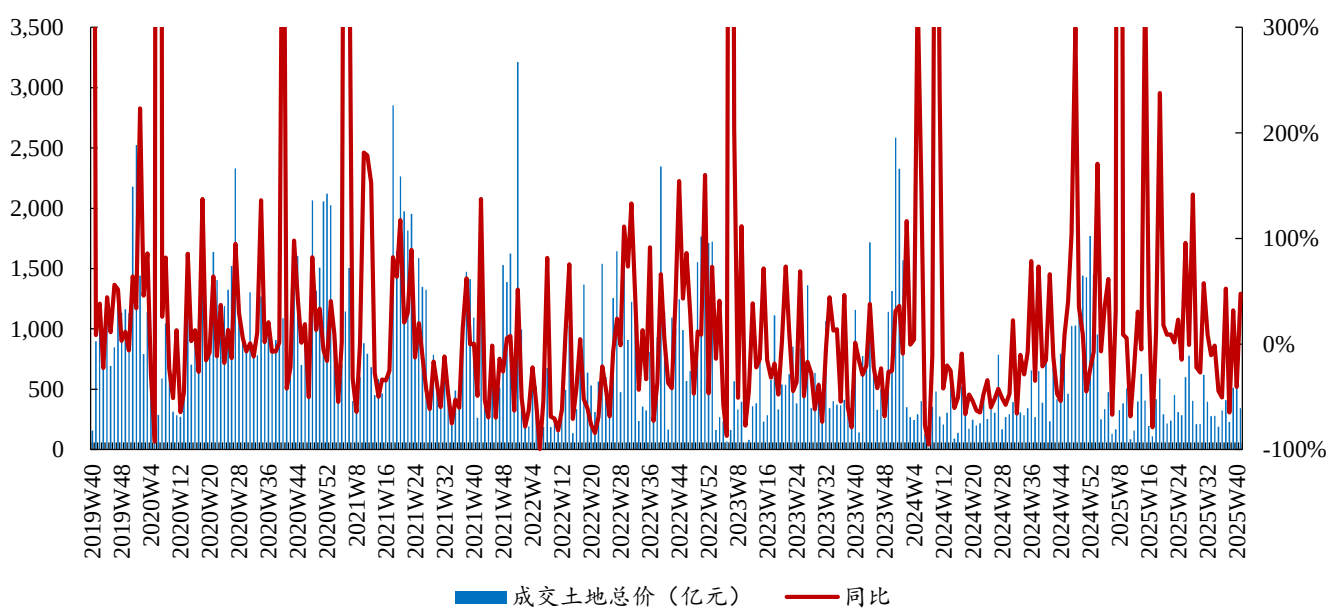
**广州：**广州市海珠区广州大道南 788 号二期地块溢价成交，中海 9.2 亿元斩获地块，溢价率 6.98%。海珠区广州大道南 788 号二期地块，宗地面积 34177.93 m<sup>2</sup>（其中出让宗地 16177.91 m<sup>2</sup>），规划建筑面积 60191 m<sup>2</sup>，容积率 3.72，起始价 8.60 亿元，起始楼面价 14288 元/m<sup>2</sup>。最终经过 7 轮竞价，由广州中海盛安房地产开发有限公司（中海）以总价 9.20 亿元竞得地块，成交楼面价 15285 元/m<sup>2</sup>，溢价率 6.98%。**广州：**广州迎来 2 宗白云区宅地出让，总建设用地面积 43473 m<sup>2</sup>，总规划建筑面积 137405 m<sup>2</sup>，总起始价 18.87 亿元。最终一宗地块底价成交，一宗溢价超 16%成交，共收金 19.77 亿元。**武汉：**成功出让 3 宗涉宅用地，收金 7.37 亿元。**南京：**南京成功出让 1 宗涉宅用地，收金 13.23 亿元。地块编号 NO.2025，地块土地面积 28753.03 m<sup>2</sup>，规划建筑面积 38816.59 m<sup>2</sup>，容积率仅 1.35，建筑限高 60m，用地性质为住宅用地；地块起始价 13.19 亿元，起始楼面价 33980 元/m<sup>2</sup>，由南京中北盛业房地产开发有限公司（南京公用）以总价 13.23 亿元竞得，成交楼面价 34083 元/m<sup>2</sup>，溢价率 0.30%。

图10: 100 大中城市土地成交面积同比下降



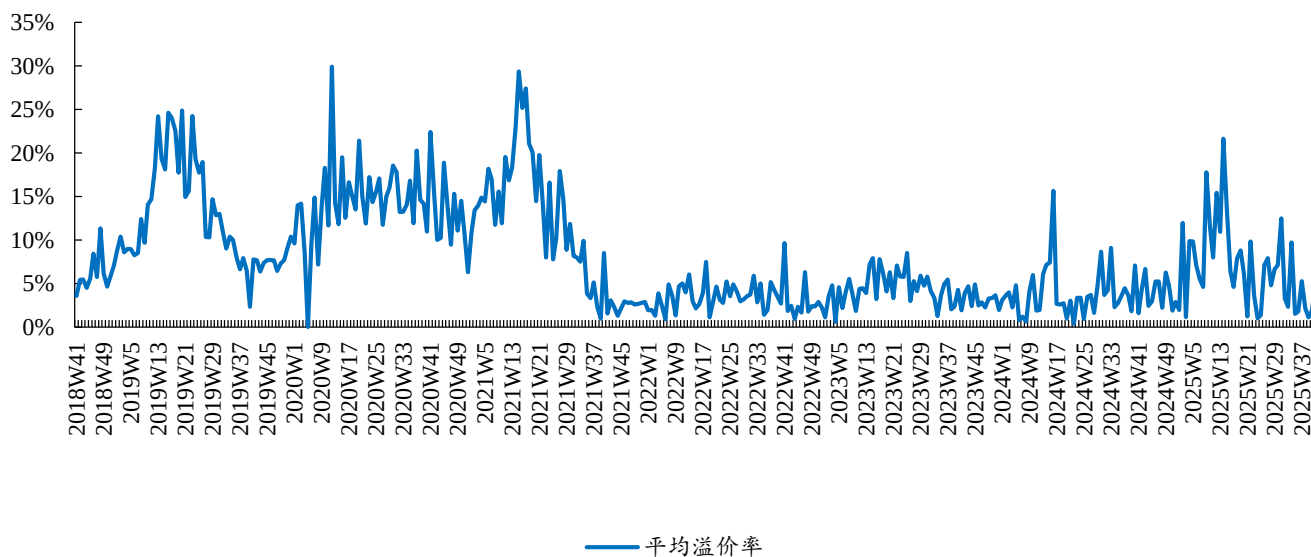
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 100 大中城市土地成交总价同比增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

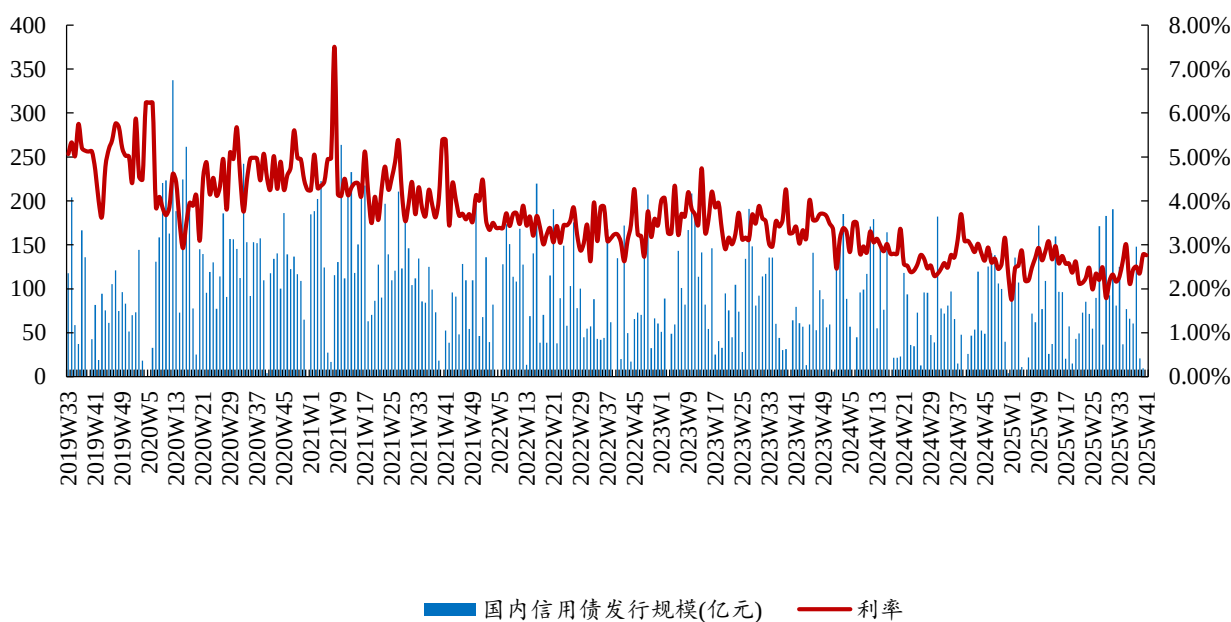


**图12：100大中城市土地成交溢价率环比增长**


数据来源：Wind、开源证券研究所

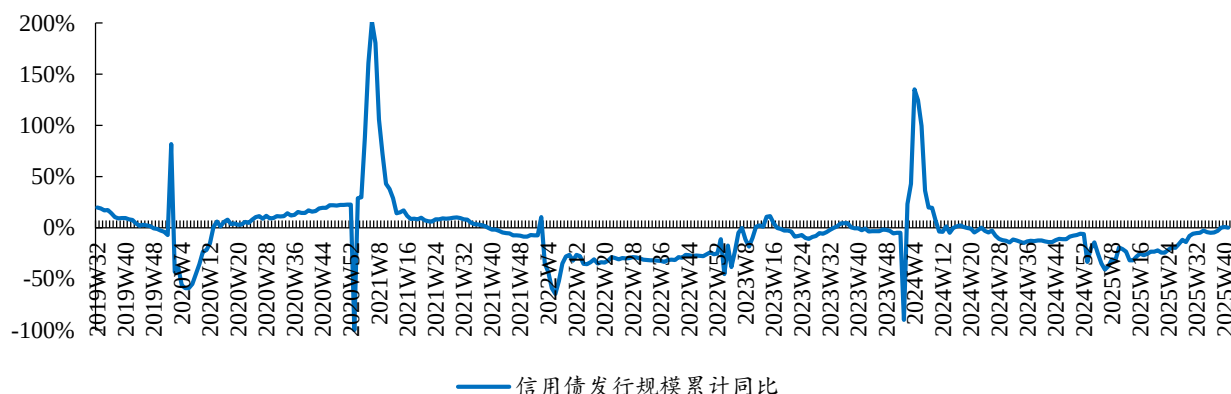
#### 4、融资端：国内信用债发行规模环比减少

2025年第41周，信用债发行9.4亿元，同比减少64%，环比减少55%，平均加权利率2.76%，环比减少1BP。信用债累计发行规模3148.6亿元，同比基本持平。

**图13：信用债单周发行规模环比减少**


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：信用债累计发行规模同比基本持平

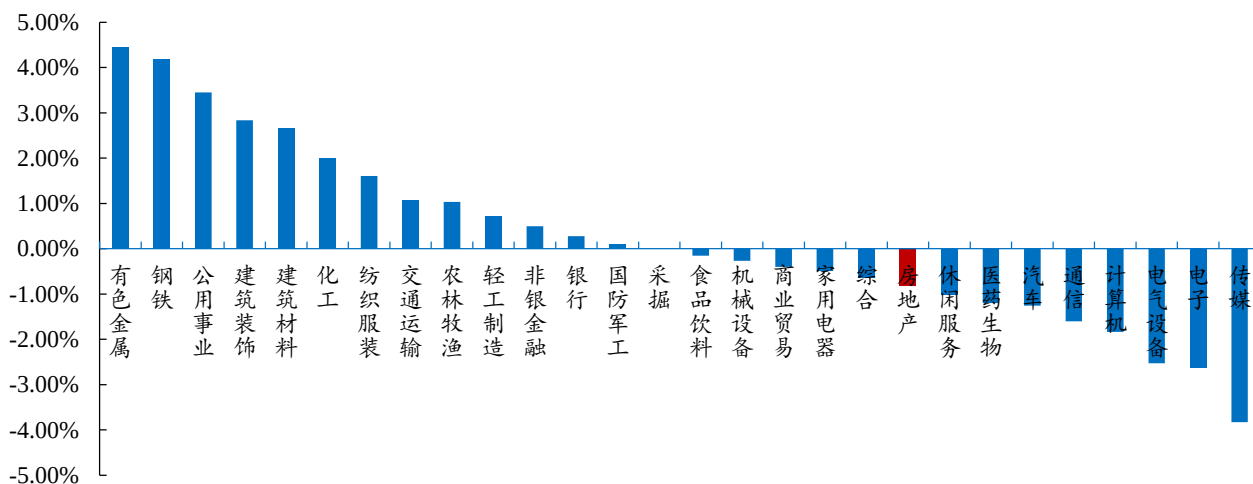


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、一周行情回顾

板块表现方面，本周（2025 年 10 月 9-10 日，下同）房地产指数下跌 0.82%，沪深 300 指数下跌 0.51%，相对收益为-0.3%，板块表现弱于大市，在 28 个板块排名中排第 20 位。个股表现方面，房地产板块涨跌幅排名前 5 位的房地产个股分别为：合肥城建、中润资源、深振业 A、天房发展、派斯林，涨跌幅排名后 5 位的房地产个股分别为深深房 A、张江高科、珠江股份、莱茵体育、华发股份。

图15：房地产指数下跌 0.82%，板块表现弱于大市



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：本周房地产行业个股中合肥城建、中润资源、深振业 A 涨幅靠前

| 排名 | 代码        | 名称   | 涨跌幅%   | 相对沪深 300 (±%) | 相对房地产开发指数 (±%) |
|----|-----------|------|--------|---------------|----------------|
| 1  | 002208.SZ | 合肥城建 | 18.08% | 18.59%        | 18.90%         |

| 排名 | 代码        | 名称     | 涨跌幅%   | 相对沪深 300 (±%) | 相对房地产开发指数 (±%) |
|----|-----------|--------|--------|---------------|----------------|
| 2  | 000506.SZ | 中润资源   | 17.94% | 18.45%        | 18.76%         |
| 3  | 000006.SZ | 深振业 A  | 16.03% | 16.55%        | 16.85%         |
| 4  | 600322.SH | 天房发展   | 12.97% | 13.48%        | 13.79%         |
| 5  | 600215.SH | 派斯林    | 10.51% | 11.03%        | 11.33%         |
| 6  | 600846.SH | 同济科技   | 9.08%  | 9.59%         | 9.90%          |
| 7  | 601512.SH | 中新集团   | 7.26%  | 7.77%         | 8.08%          |
| 8  | 000981.SZ | *ST 银亿 | 6.84%  | 7.35%         | 7.66%          |
| 9  | 600094.SH | 大名城    | 5.80%  | 6.32%         | 6.62%          |
| 10 | 000042.SZ | 中洲控股   | 5.27%  | 5.78%         | 6.09%          |

数据来源：Wind、开源证券研究所

**表3：本周房地产行业个股中深深房 A、张江高科、珠江股份跌幅靠前**

| 排名 | 代码        | 名称    | 涨跌幅%    | 相对沪深 300 (±%) | 相对房地产开发指数 (±%) |
|----|-----------|-------|---------|---------------|----------------|
| 1  | 000029.SZ | 深深房 A | -11.97% | -11.46%       | -11.15%        |
| 2  | 600895.SH | 张江高科  | -10.12% | -9.60%        | -9.30%         |
| 3  | 600684.SH | 珠江股份  | -7.75%  | -7.24%        | -6.93%         |
| 4  | 000558.SZ | 莱茵体育  | -6.37%  | -5.86%        | -5.55%         |
| 5  | 600325.SH | 华发股份  | -5.12%  | -4.61%        | -4.31%         |
| 6  | 601155.SH | 新城控股  | -5.11%  | -4.59%        | -4.29%         |
| 7  | 000056.SZ | 皇庭国际  | -4.96%  | -4.45%        | -4.14%         |
| 8  | 001914.SZ | 招商积余  | -4.51%  | -3.99%        | -3.69%         |
| 9  | 000691.SZ | 亚太实业  | -3.71%  | -3.19%        | -2.89%         |
| 10 | 600748.SH | 上实发展  | -3.48%  | -2.97%        | -2.66%         |

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 6、投资建议：维持行业“看好”评级

本周我们跟踪的 68 城新房成交同环比下降，20 城二手房成交面积同比下降。土地成交面积同比下降，溢价率环比增长。国内信用债发行规模环比减少。本周住建部提出坚持机制创新，建立可持续城市更新模式，目前多地已落地城市更新文件，预计新机制将加快建立，住建部正研究改造存量老房，下一步将联合地方试点，未来将加快构建房地产发展新模式。我们认为，在各项促进房地产市场止跌回稳政策作用下，今年以来我国房地产市场整体朝着止跌回稳的方向迈进，在止跌回稳的过程中，房价仍可能存在小幅度震荡，期待后续在政策作用下，房地产市场进一步稳定。在更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程，维持行业“看好”评级。

## 7、风险提示

市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

## 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