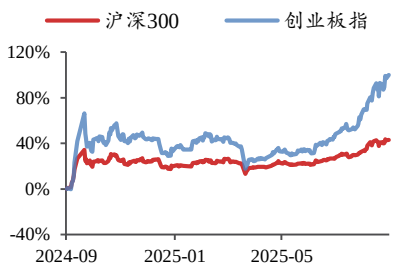


2025 年 09 月 16 日

开源晨会 0916

——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(%)
电力设备	2.225
传媒	1.936
农林牧渔	1.790
汽车	1.440
煤炭	1.318

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
综合	-1.802
通信	-1.520
国防军工	-1.051
银行	-0.902
有色金属	-0.812

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

【中小盘】重点小巨人：最高层级的专精特新企业——中小盘周报-20250914

行业公司

【商贸零售】8月社零同比+3.4%，金银珠宝表现亮眼——行业点评报告-20250915

【地产建筑】8月销售降幅扩大，宽松政策后一线新房成交回暖——行业点评报告-20250915

【电子】全球 AI 资本开支持续加码，存储步入全面涨价行情——行业点评报告
-20250915

【汽车】奇瑞汽车已通过港交所上市聆讯，鸿蒙智行全新问界 M7 汽车 8 天小订突破 19 万台——行业周报-20250915

【传媒】继续布局游戏及 AI 应用——行业周报-20250914

【煤炭开采】反内卷有望托抬煤价，煤炭核心价值将被重塑——煤炭行业 2025 年中报综述-20250914

【社服】中国赴柬游客高增，关注“现炒、现制”中餐龙头——行业周报-20250914

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第三十三期）：小鹏汇天“陆地航母”获颁中国企业首张海外有人驾驶航空器飞行证，时的科技与 Autocraft 签署 350 架 eVTOL 协议——行业周报-20250914

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第十四期）：先导智能干法设备成功交付降本超 15%，恩捷股份 10 吨级的固态电解质产线已投产——行业周报-20250914

【家电：华宝新能(301327.SZ)】发布全新激励计划聚焦营收增长，关注 2026 年移动家储新品放量——公司信息更新报告-20250915

【传媒：华立科技(301011.SZ)】游戏游艺设备龙头，乘动漫 IP “谷子”之风再启航——公司首次覆盖报告-20250915

研报摘要

总量研究

【中小盘】重点小巨人：最高层级的专精特新企业——中小盘周报-20250914

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 张越（分析师）证书编号：S0790524090003 | 赵晨旭（联系人）证书编号：S0790124120019

本周专题：重点“小巨人”陆续上市，成长性、创新力优势显著

重点“小巨人”是从“小巨人”中择优选定，受中央财政额外支持。政策提出重点“小巨人”概念，旨在促进一批“小巨人”加速成长，为中小企业树立典型标杆。截至 2025 年 6 月底，工信部、财政部已组织共五个批次重点“小巨人”认定工作，累计支持企业 4264 家。重点“小巨人”并非是专精特新梯度中的独立层级，但其认定门槛高于“小巨人”企业，且可获得额外的中央财政奖补资金，金额大幅高于“小巨人”企业的一次性财政补贴，因此重点“小巨人”在事实上构成了专精特新梯度中隐性的“最高层级”。2024 年 6 月，财政部、工信部印发《关于进一步支持专精特新中小企业高质量发展的通知》，开启了第二轮重点“小巨人”培育工作。第二轮重点“小巨人”政策在认定条件、资本分配、资金使用等方面作出新安排，“三新”“一强”成为政策焦点。同时，政策目标逐渐从“打造典型标杆、发挥示范作用”转变为“支持企业创新发展、直接服务国家战略”。

第一轮重点“小巨人”陆续上市 A 股，多数聚集在双创板块。近年来资本市场对科技创新企业的包容性与支持力度持续提升，作为优质创新型中小企业的典型代表，重点“小巨人”上市企业数量不断增加。截至 2025 年 6 月 30 日，第一轮重点“小巨人”中累计 137 家企业已在 A 股发行上市，IPO 募资额合计超过 1200 亿元。整体来看，重点“小巨人”多为中小市值企业，近九成集中于战略性新兴产业，主要聚集在双创板块。

整体来看，重点“小巨人”创新能力更强、成长性更佳，“小而美”特征显著。从研发强度看，2024 年重点“小巨人”研发费用占营收比重为 8.93%，高于“小巨人”（7.00%）和 A 股均值（2.26%）。从营收增速看，2024 年重点“小巨人”营收增长率为 15.31%，优于“小巨人”（8.55%）和 A 股上市公司（-0.79%）。

本周市场表现及重大事项

市场表现：本周中证 1000/国证 2000/中证 500 等中小盘指数表现优于上证 50/沪深 300 等大盘指数。奥来德、新泉股份、凌云光本周涨幅居前。

本周重大事项：（1）新股方面，C 艾芬达、三协电机 2 家公司登陆 A 股，大行科工 1 家公司登陆港交所。1 家公司 IPO 获受理、2 家公司获交易所审核通过，2 家公司注册生效；（2）定增方面，新增竞价预案公告 1 例，发行竞价项目平均折价率 8.3%，平均收益率 12.0%；（3）并购方面，2 家公司首披重大资产重组，5 家公司涉及实控人变更；（4）股权激励和回购方面，本周共披露 21 例股权激励预案，5 家公司推出回购预案。

重点推荐主题及个股

智能汽车主题（沪光股份、芯动联科）；高端制造主题（奥普特、青鸟消防、罗普特、莱特光电、奥来德、日联科技）；户外用品主题（三夫户外）。

风险提示：宏观环境变化、IPO 政策变动、再融资政策变动、并购政策变动。

行业公司

【商贸零售】8 月社零同比+3.4%，金银珠宝表现亮眼——行业点评报告-20250915

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 姚慕宇（联系人）证书编号：S0790125040021

2025 年 8 月社零同比+3.4%，社会消费维持稳健增长

国家统计局发布 2025 年 1-8 月社会消费品零售总额（下简称“社零”）数据：1-8 月社零总额为 323906 亿元（同比+4.6%，下同），其中 8 月社零总额为 39668 亿元（+3.4%，Wind 一致预期为+3.8%）。分地域看，1-8 月城镇/乡村社零同比分别+4.6%/+4.7%。我们认为，8 月社会消费整体维持稳健，结构上继续分化，其中可选消费整体表现更强，在国补政策加持下，期待后续消费趋势改善。

必选品类中粮油食品韧性更强，可选品类中金银珠宝表现亮眼

价格因素方面，8 月整体/食品类 CPI 同比分别-0.4%/-4.3%，环比持平/+0.5%，整体 CPI 同比由平转降，主因 2024 年同期基数走高叠加 8 月食品价格涨幅低于季节性水平所致。分消费类型，2025 年 1-8 月商品零售、服务零售、餐饮收入同比分别+4.8%/+5.1%/+3.6%，其中 8 月商品零售 35172 亿元（+3.6%）。具体分品类看：必选消费方面，粮油食品、饮料、烟酒 8 月同比分别+5.8%/+2.8%/-2.3%，其中粮油食品表现相对较好；可选消费方面，化妆品、金银珠宝、服装鞋帽、家电音像分别同比 +5.1%/+16.8%/+3.1%/+14.3%，增速环比分别 +0.6pct/+8.6pct/+1.3pct/-14.4pct，其中金银珠宝表现亮眼，环比提速。

线上渠道延续增长，线下各业态增速整体边际放缓

线上渠道方面，2025 年 1-8 月全国网上零售额 99828 亿元（+9.6%），其中实物商品网上零售额 80964 亿元（+6.4%），占社零总额比重为 25.0%（-0.6pct），其中吃、穿、用类商品网上零售额同比分别+15.0%/+2.4%/+5.7%，各品类维持增长。8 月七夕活动为电商渠道提供催化，据飞瓜数据显示，抖音电商七夕好礼季销售火热，其中抖音商城 GMV 同比+54%，搜索成交额同比+51%，直播带货各指标亦表现亮眼。线下渠道方面，2025 年 1-8 月超市、便利店、百货店、专业店和品牌专卖店零售额同比分别+4.9%/+6.6%/+1.2%/+5.2%/+1.7%，增速较 1-7 月分别 -0.3pct/-0.4pct/+0.1pct/-0.6pct/-0.2pct，整体增速边际放缓。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

消费复苏主旋律下，关注契合“情绪消费”主题且品牌势能和竞争力边际提升的龙头公司，重点关注四条投资主线。（1）黄金珠宝：关注具备差异化产品力和消费者深度洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基等，受益标的六福集团、周生生等。（2）线下零售：关注顺应趋势积极变革探索的零售企业（超市、百货、连锁），重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等。（3）化妆品：关注深耕高景气细分赛道且能力持续迭代的优质国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、巨子生物、润本股份、丸美生物等，受益标的若羽臣等。（4）医美：关注具备差异化管线的医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B 等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费复苏不及预期；企业经营成本费用提升。

【地产建筑】8 月销售降幅扩大，宽松政策后一线新房成交回暖——行业点评报告-20250915

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

销售数据连续走弱，城市市场热度分化

国家统计局发布 2025 年 1-8 月商品房投资和销售数据。1-8 月，全国商品房销售面积 5.73 亿平，同比-4.7%（1-7 月-4.0%），其中商品住宅销售面积同比-4.7%；1-8 月商品房销售额 5.50 万亿元，同比-7.3%（1-7 月-6.5%），其中商品住宅销售额同比下降 7.0%。2025 年 8 月，全国商品房销售面积和金额分别同比-10.6%和-14.0%，单月销售面积降幅连续三个月扩大；单月销售均价同比-3.8%，以价换量趋势仍在延续，房价企稳依旧存压。根据我们跟踪重点城市成交数据，2025 年前 37 周一线、二线和三四线城市新房成交面积增速分别为+1.3%、-3.4%、-5.4%，在一线城市限购政策松绑影响下，高能级城市整体成交热度更高。

土地成交持续收缩，开工工同比降幅均维持 20%左右

2025 年 1-8 月，全国房屋新开工面积 3.98 亿平，同比-19.5%（1-7 月-19.4%），其中住宅新开工同比-18.3%。我们跟踪的 Wind322 城 2024 年宅地成交面积同比-13%，2025 年 1-8 月同比-10%，拿地减少或将持续影响新开工数据。1-8 月，房屋竣工面积 2.77 亿平，同比-17.0%（1-7 月-16.5%），其中住宅竣工面积同比-18.5%，降幅持续扩大，参考 2022-2023 年新开工面积超 20%的降幅，预计 2025 年竣工面积将依旧承压下降。

开发投资额降幅扩大，国内贷款环境有所改善

2025 年 1-8 月，房地产开发投资额 6.03 万亿元，同比-12.9%（1-7 月-12.0%），其中住宅开发投资额同比-11.9%，降幅持续扩大，新开工数据持续下降及三季度以来销售回暖不及预期仍影响投资意愿。2025 年 1-8 月，房地产开发企业到位资金 6.43 万亿元，同比-8.0%（1-7 月-7.5%），其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款累计同比分别+0.2%、-8.9%、-10.5%、-10.5%（1-7 月+0.1%、-8.5%、-9.9%、-9.3%），国内贷款环境有所改善，但定金及预收款和个人按揭贷款资金同比降幅扩大，在销售数据走弱情况下，房企销售回款压力仍较大。

投资建议

二季度以来，销售单月同比降幅基本呈现逐月扩大的趋势，其中 7、8 月在高温影响下楼市供需两弱，其中 Wind30 大中城市中一线城市 7-8 月新房成交面积降幅均超过 20%，倒逼一线城市限购宽松政策出台，我们跟踪的重点城市 9 月前两周成交数据显示，一线、二线和三四线商品房成交面积分别+2.4%、+1.1%、-21.7%，一线成交边际回暖，一定程度上带动二线城市成交同比转正。9 月房企推盘节奏与促销力度预计均将提升，“金九”成交改善预期增强。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、善于把握改善型客户需求的强信用房企：绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：华润置地、新城控股、龙湖集团；（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务、建发物业。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大。（2）政策放松不及预期。

【电子】全球 AI 资本开支持续加码，存储步入全面涨价行情——行业点评报告-20250915

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 陈瑜熙（分析师）证书编号：S0790525020003

原厂减产推动有效存储市场库存去化，存储上行期确定性持续提升

2025 年以来各大存储厂商均发布减产计划，美光预计减产 10%，三星预计减产 15%，海力士预计上半年减产 10%，铠侠自 2024 年 12 月开始减产，在原厂减产大背景下，存储市场库存去化明显，根据 CFM 闪存市场数据，2025 年上半年，全球 NANDFlash 市场综合价格指数上涨 9.2%，全球 DRAM 市场综合价格指数上涨 47.7%。

具体而言：DRAM 方面，2024 年 Q3 部分原厂将传统 DRAM 产能转至 DDR5、HBM 等更高利润的产品，2025 年 M4 海外原厂接连宣布将停产 DDR4、LPDDR4X 等旧制程 DRAM 产品，受此影响，DDR4、LPDDR4X 价格自二季度起开启轰轰烈烈的涨价潮，据 DRAmEXchange 数据，7 月 PCDRAM 通用产品（DDR48Gb1Gx8）的平均固定交易价格达 3.90 美元，环比上涨 50%。价格连续四个月大幅上涨。未来随 HBM 产能挤占叠加新旧制程切换影响，DDR5、LPDDR5X 供应或将趋于紧张，我们认为 DRAM 市场有望迎来全面涨价行情。

海内外 AI 资本投入推动企业存储需求升温，Q4 企业级存储价格有望持续上涨

资本开支方面，海外 CSP 资本开支持续加速，谷歌、微软、亚马逊和 Meta 二季度资本开支环比持续增长，国内互联网企业大力增加资本支出规模加码 AI 投入，2025Q2 阿里“AI+云”资本支出投资达 386 亿元，未来三年将在云和 AI 硬件基础设施上投入超 3800 亿元，百度资本开支达 38 亿元，同比增速近 80%，腾讯资本开支增长至 191.07 亿元。

随着 Tier2 互联网企业和服务器 OEM 在传统旺季恢复按需备货的需求，以及北美 CSP 近半年的库存去化，三季度 eSSD 备货需求渐趋回温。2025 年 9 月 4 日闪迪宣布将面向所有渠道和消费者客户的产品价格上调 10%以上。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

闪迪表示本次涨价有人工智能应用以及数据中心、客户端和移动领域存储需求增长推动。我们认为随 AI 需求持续提升，Q4 企业级存储价格有望持续上涨。

国产替代大势所趋，存储模组厂商迎来黄金发展期

“中国版云基建”有望复刻 22 年 Q4 开启的海外行情，根据 TrendForce 数据，2022 年全球内存模组供应商主要来自美国、中国大陆以及中国台湾，其中金士顿以 78.12% 的占比位列第一，海外龙头模组厂商地位稳固，中国大陆厂商记忆科技、嘉合劲威、金泰克分别以 3.78%、2.88%、2.33% 的市场份额位列第 2、4、5 位，合计市场份额为 8.99%。2022 年全球固态硬盘市场中，金士顿以 28% 的占比位列第一，中国大陆厂商雷克沙（江波龙收购）、金泰克、朗科、七彩虹市占率分别为 8%、8%、6%、5%，合计达 27%。中国是全球最大的半导体市场之一，我们认为国内 AI 基础设施建设持续扩张有望带动国产企业级存储市场扩容。同时在海内外数据中心存储需求持续提升背景下，我们认为国内互联网厂商或将出现一定需求缺口，国产企业级存储厂商有望充分受益。

受益标的：

(1) 存储模组厂商：德明利、江波龙、佰维存储、香农芯创、开普云等；(2) 先进存储厂商：兆易创新、恒烁股份、北京君正等；(3) Nand 厂商：兆易创新、东芯股份；(4) 海外原厂及模组厂商：美光、闪迪、西部数据等。

风险提示：AI 行业发展不及预期、下游需求不及预期。

【汽车】奇瑞汽车已通过港交所上市聆讯，鸿蒙智行全新问界 M7 汽车 8 天小订突破 19 万台——行业周报-20250915

邓健全（分析师）证书编号：S0790525090003 | 王镇涛（联系人）证书编号：S0790124070021

行业重点新闻

(1) 港股年内最大车企 IPO：奇瑞汽车已通过港交所上市聆讯。(2) 尚界 H5 汽车小订突破 80000 台。尚界 H5 已于 8 月 25 日正式亮相，新车预售价为 16.98 万元起，是目前鸿蒙智行最便宜的车型。(3) Momenta、Uber 宣布明年在慕尼黑启动 L4 自动驾驶汽车测试。(4) 比亚迪：到 2028 年，面向欧洲的电动汽车将实现本地化生产。(5) 鸿蒙智行尊界 S800 汽车首月交付超 1000 辆。上险量数据显示，百万级豪车尊界 S800 交付首月零售销量为 1006 辆。尊界是华为与江淮汽车合作推出的鸿蒙智行定位最高的品牌，首款量产车尊界 S800 售价 70.8 万~101.8 万元，按照上险量数据计算，8 月销量预计给江淮汽车带来 7 亿~10 亿元的营收贡献。华为常务董事、终端 BG 董事长余承东 8 月 4 日宣布，尊界 S800 上市 67 天大定突破 10000 台。(6) 理想汽车 OTA8.0 开启推送：全球首个 VLA 司机大模型上车。此次更新包括 54 项新增功能，还对 26 项体验进行了优化。理想汽车此次更新的亮点之一是全球首个 VLA (Vision-Language-Action) 司机大模型的上车。(7) 今年 1 至 8 月，我国汽车产销量首次双超 2000 万辆。今年 1 至 8 月份，我国汽车产销量分别完成 2105.1 万辆和 2112.8 万辆，同比分别增长 12.7% 和 12.6%。其中，新能源汽车产销量分别完成 962.5 万辆和 962 万辆，同比分别增长 37.3% 和 36.7%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 45.5%。(8) 吉利旗下吉速物流第二艘自营汽车运输船交付，7000 车位。(9) 鸿蒙智行全新问界 M7 汽车 8 天小订突破 19 万台，预售价 28.8 万元起。(10) 工业和信息化部等八部门近日印发《汽车行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，主要目标为：2025 年，力争实现全年汽车销量 3230 万辆左右，同比增长约 3%，其中新能源汽车销量 1550 万辆左右，同比增长约 20%

行情回顾

(1) 本周沪深 300 指数涨幅 0.56%，其中汽车板块涨幅 0.32%，涨跌幅位居 A 股一级行业第 17 位。(2) 本周乘用车 II 指数跌幅 1.23%，江淮汽车、北汽蓝谷领涨。(3) 本周商用车指数跌幅 1.38%，中国汽研、福田汽车领涨。(4) 本周汽车零部件 II 指数涨幅 3.75%，众泰汽车、浙江荣泰领涨。

投资建议

(1) 乘用车：国产高端豪华乘用车市场需求超预期，并且竞争格局好，未来随着产品矩阵的拓展，业绩有望迎来放量，推荐：江淮汽车、赛力斯，受益标的：吉利汽车。

(2) 零部件：行业反内卷背景下，盈利能力有望拐点向上，叠加下游扩展，成长性依旧较高，推荐：德赛西威、浙江仙通，受益标的：科博达、华域汽车、双环传动、福耀玻璃、旭升集团。

风险提示：乘用车行业需求不及预期；汽车行业竞争加剧；电动智能化转型不及预期；政策支持力度不及预期；原材料价格大幅波动风险。

【传媒】继续布局游戏及 AI 应用——行业周报-20250914

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

国内、出海、端游、互动影游多点开花，高景气延续，继续布局游戏板块

国内手游方面，由心动公司自研自发的“魔灵 like”类异世界英雄养成 RPG 游戏《伊瑟》国服及港澳台、韩服、日服将于 9 月 25 日公测，目前在 TapTap 预约榜排名第 4，游戏关注数 111 万，期待值 7.8，为 9 月至国庆期间值得重点期待的新游，或继续驱动心动公司自研游戏业务增长。巨人网络研发的《超自然行动组》于 9 月 11 日上线 1v4 非对称对抗玩法“惊魂逃生”，七麦数据显示，9 月 14 日在 iPhone 游戏免费榜和畅销榜排名分别升至第 9 和 11，新玩法“怪物农场”也即将上线，9 月 19 日还将开启与“卡皮巴拉小黄豚”的联动，持续运营活动推动下，《超自然行动组》流水及排名或继续提升，打造长青游戏。手游出海方面，根据 SensorTower，世纪华通子公司点点互动旗下《Whiteout Survival》《Kingshot》和《Tasty Travels: Merge Game》等多款王牌手游收入 8 月均刷新历史纪录，推动点点互动全球营收再攀高峰，环比增长 11%，其中《Whiteout Survival》和《Kingshot》累计收入分别突破 33 亿美元和 3 亿美元，包揽 8 月出海手游收入榜冠亚军。端游方面，根据梦幻西游官微，9 月 7 日 15:50，随着时间服人气新区“1314”、畅玩服“龙拳”新服开启，《梦幻西游》电脑版同时最高在线人数突破 315 万大关，再创历史新高，或再次验证端游强劲的景气复苏趋势。互动影游方面，由《隐形守护者》开发团队 NewOneStudio 打造的主打真人宫廷生存故事的互动影游《盛世天下》于 9 月 9 日正式上线后，七麦数据显示在 iPhone 娱乐付费榜持续排名第 1，畅销榜升至第 10，并位居 TapTap 新品榜第 1，体现头部互动影游的广阔商业化前景。我们认为，全球来看，无论端游、手游、主机游戏还是互动影游，作为能满足用户解压、社交等需求的情绪消费重要代表，游戏需求持续旺盛，新品供给不断释放，供需共振下，游戏行业将延续高景气，且此轮景气周期长度或超市场预期，而板块当前估值性价比优势依然凸显，建议继续加码布局游戏板块，重点推荐心动公司、恺英网络、神州泰岳、巨人网络、吉比特、完美世界、顺网科技、腾讯控股、网易-S、创梦天地等。

阿里/字节/快手/智谱持续迭代模型并加快 AI 应用商业化，坚定布局 AI 应用

根据 AI 产品榜，智谱 Z.AI 及阿里巴巴 WanAI 分别排名 8 月全球 AI 应用增速榜第 1/4（增速分别为 220%/89%）。此外，9 月 12 日，阿里巴巴正式发布 Qwen3-Next-80B-A3B 双模型，对混合注意力机制、高稀疏性 MoE、训练方法等进行了大幅创新，训练成本较 Qwen3-32B 降低 90%，推理效率提升 10 倍；近日字节跳动旗下多模态大模型产品“即梦图片 4.0”正式上线，支持直出 4K 图，文生图审美与可控性更优，快手 AIGC 超级员工 Kwali 开启内测，用户仅需输入需求、准备资料，几分钟内即可获得含脚本、字幕、BGM 的可直接投放短视频，实现从文案到发布的“一条龙”服务。国产大模型朝多模态/推理/Agent 性能更强及性价比更高方向的迭代，或推动 AI 在内容创作/社交/广告/电商/教育/金融等领域加速商业化，建议继续布局 AI 应用，重点推荐汇量科技、快手、网易云音乐、盛天网络、值得买、芒果超媒、引力传媒等，受益标的包括美图公司、易点天下、蓝色光标、世纪天鸿、荣信文化、水滴公司等。

风险提示：新游上线推迟，游戏流水、AI 应用收入低于预期等。

【煤炭开采】反内卷有望托抬煤价，煤炭核心价值将被重塑——煤炭行业 2025 年中报综述-20250914

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

2025H1 煤炭价格呈下跌趋势，煤价中枢整体下移

分煤种来看，2025H1 秦港动力煤山西产 Q5500 均价为 676 元/吨，同比-22.8%，其中 2025Q2 动力煤价格回落明显，Q2 均价 632 元/吨，环比-12.4%；2025H1 京唐港主焦煤（山西产）均价为 1379 元/吨，同比-38.8%，其中 2025Q2 主焦煤价格回落放缓，Q2 均价 1315 元/吨，环比-8.8%。

2025H1 上市煤企销量下滑叠加售价回落，盈利能力下滑

2025H1 27 家上市煤企（不含山西焦煤）合计煤炭产量为 6.1 亿吨，同比+2.5%；煤炭销量为 6.5 亿吨，同比-5.4%。2025H1 28 家上市煤企合计实现营业收入 5384 亿元，同比-18.1%；合计实现归母净利润 560 亿元，同比-31.7%。2025H1 28 家上市煤企毛利率加权平均值为 28.8%，同比-2.1pct；净利率加权平均值为 13.3%，同比-2.6pct；ROE 加权平均值为 4.8%，同比-2.5pct。

2025Q2 煤炭价格整体环比回落，上市煤企业绩环比下降

2025Q2 秦皇岛港山西产 Q5500 平仓均价为 632 元/吨，环比-12.4%；2025Q2 京唐港主焦煤（山西产）均价为 1315 元/吨，环比-8.8%。28 家上市煤企 2025Q2 单季合计实现营业收入 2645 亿元，环比-3.4%；归母净利润 258 亿元，环比-14.4%。

反内卷有望托抬煤价，煤炭核心价值将被重塑

动力煤属于政策煤种，我们判断价格仍将反弹修复至长协价格，近期已修复到过第二目标价之上，即地方国企长协实际成交价（700 元左右）之上，现货价格修复年度长协价，实际是大宗商品双轨制运行机制下的必选结果，长协本身作为优惠品种而与现货形成倒挂，会促使下游用户优先购买现货而暂缓购买长协，从而驱动现货的价格修复。未来我们仍旧看好动力煤现货价修复第三目标价之上，即达到“煤和火电企业”盈利均分位置（测算 2025 年是 750 元左右），对于煤价本轮上涨是否有顶部极值，则预测是电厂报表盈亏平衡线 860 元左右，可视为第四目标价。近期价格虽有调整，是因为夏季和秋季交替导致用电耗煤趋弱所致，后续金九银十非电煤有望接棒且促使价格再次上行，尤其是化工耗煤。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定，对于其目标价格可通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”作为参考，京唐港主焦煤现货与秦港动力煤的现货比值约为 2.4 倍，则与动力煤第一、第二、第三、第四目标对应的炼焦煤目标价分别为 1608 元、1680 元、1800 元、2064 元。焦煤期货将修复与京唐港主焦煤现货的贴水。煤炭股双逻辑之一：周期弹性。当前动力煤和炼焦煤价格仍处于历史低位，为反弹提供了空间。随着供给端“查超产”政策推动产量收缩，以及需求端“金九银十”旺季非电煤需求预期回暖，煤炭供需基本面有望持续改善，两类煤种价格均具备向上弹性。其中，动力煤有长协机制修复和“煤和火电企业盈利均分”的逻辑支撑；而炼焦煤因市场化程度更高，对供需变化更敏感，可能展现出更大的价格弹性。煤炭股双逻辑之二：稳健红利。从中报数据看，即便在 2025 年盈利整体承压的背景下，多数煤企依然保持了较高的股息率；尽管行业利润同比大幅下滑，并未动摇煤企分红意志，仍有 6 家上市煤企发布中期分红方案（中国神华/山西焦煤/陕西煤业/上海能源/兖矿能源/中煤能源），合计分红规模 241.3 亿元，基本延续了 2024 年中 7 家公司分红趋势，企业分红意愿与频次实现跨越式提升。板块作为国资重地，龙头公司中国神华上半年分红比例高达 79%，示范效应显著。资本市场在全球政经高度不确定以及国内稳经济的预期下，投资行为存在情绪上的脉冲，煤炭板块具备周期与红利的双重属性，当前煤炭持仓低位，基本面已到拐点右侧，已到布局时点。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，周期逻辑：动力煤的【晋控煤业、兖矿能源】，冶金煤的【平煤股份、淮北矿业、潞安环能】；主线二，红利逻辑：【中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【新集能源、广汇能源】。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险。

【社服】中国赴东游客高增，关注“现炒、现制”中餐龙头——行业周报-20250914

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（分析师）证书编号：S0790525070010

旅游/潮玩：十一假期酒旅预订升温，2025H1 闲鱼潮玩二手订单量高增

十一假期：航旅纵横数据显示，截至 9 月 13 日，国内/国际民航预订量同比增长约 25%/15%。预订表现量增价稳。飞猪平台数据显示国庆假期预订节奏较去年提前约 3.5 天，包括机票、火车票、用车等在内的交通服务人均预订量同比增长约 4.2%；多目的地游玩商品如长线游、租车等，预订量同比分别增长 53%和 93%。潮玩：2025 年潮玩二手交易加速渗透，2025Q2 闲鱼订单量、GMV 同比增长超 300%，其中月均潮玩消费人数同比增长 43.4%，客群年龄分布较谷圈更为广泛均衡。同时 2025 年国内设计师创作的新生代形象潮玩 IP 销量排名大幅跃升，海外 IP 占比从 2024 年的 30%下滑至 20%，本土新 IP 迎来黄金上升期。

餐饮/教育：关注“现炒、现制”中餐龙头，高股息高教板块迎政策边际利好

中餐：近期，西贝因预制菜问题引发争论，“现炒、现制”和健康饮食需求驱动下，2024 年预制菜行业增速大幅回落，市场规模 5466 亿元，yoy+5.83%，炒菜机器人等智能烹饪设备规模快速增加，NCBD 预计 2030 年中国炒菜机器人市场规模将超过 110 亿元，受益标的：现制现炒的中餐龙头小菜园。高教：高教板块政策迎来边际利好，选营选非有望提速，增强持续分红信心。按当前市值和 FY2025H1 的净利润计算，多数高教公司 PE 估值在 2-6 倍区间。按当前股价和 FY2024 分红金额计算，新高教集团、中汇集团、东软睿新集团股息率超过 10%。

本地生活：闪购引发全场景消费，阿里加码布局到店业务

据 QuestMobile 数据，2025 年 7 月淘宝日均活跃用户达 4.19 亿，较年初增长 16%。借助外卖闪购，红猫计划、淘宝大会员等新动作，淘宝已在 2025 年完成一次全域大消费平台的全新升级。高德地图：9 月 10 日，高德地图宣布推出全球首个基于用户行为产生的榜单——高德扫街榜，涵盖美食、酒店、旅游三大类，重点支持线下餐饮。榜单依托高德的导航、搜索、收藏、打卡等行为数据，结合导航到店人数、复购率、专程前往、人群宽度等因子，并引入芝麻信用加权，强调“真实、不可刷分”，并承诺永不商业化。高德同时启动“烟火好店支持计划”，通过发放超 10 亿元补贴鼓励用户到店消费，力争每天为线下餐饮及其他服务业多带去 1000 万客流。

本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（9.8-9.12）社会服务指数-0.28%，跑输沪深 300 指数 1.67pct，在 31 个一级行业中排名第 27，旅游教育类领涨；本周（9.8-9.12）港股消费者服务指数-0.78%，跑输恒生指数 4.6pct，在 30 个一级行业中排名第 24，教育类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）餐饮：蜜雪集团、古茗、小菜园、绿茶集团；（2）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）美护：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、四环医药；（4）新消费：美图、赤子城科技；（6）即时零售：美团-W、顺丰同城；（8）旅游：长白山、同程旅行、携程集团-S、大麦娱乐；（9）教育：中国东方教育。

风险提示：项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第三十三期）：小鹏汇天“陆地航母”获颁中国企业首张海外有人驾驶航空器飞行证，时的科技与 Autocraft 签署 350 架 eVTOL 协议——行业周报-20250914

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

小鹏汇天“陆地航母”获颁中国企业首张海外有人驾驶航空器飞行证，时的科技与 Autocraft 签署 350 架 eVTOL 协议

（1）行业政策：9 月 6 日，《文昌市低空经济产业规划（征求意见稿）》公开征求意见，依托文昌国际航天城与海南自贸港政策优势，聚焦航空航天装备配套、通用航空产业，统筹航空物流、低空文旅等领域，构建“低空经济+航空航天+文旅康养”复合产业体系。规划提出打造海南省空天数据基座和低空装备出海高地，实现场景

拉动、飞行保障与整机制造协同发展。9月9日，四川省《大力发展智慧农业实施方案》及《四川省智慧农业行动计划（2025-2028年）》发布，明确发展农业农村低空数字经济。目标2025年建设20个农业低空示范场景，2028年达100个，全省农用无人机保有量超1.5万台，培育超5000名持证操控员。重点推广无人机在播种、喷药、巡田、吊运等领域应用，构建天空地一体化监测网络，打造西部智慧农业数据应用高地。（2）行业动态：9月11日，在2025年中国国际服务贸易交易会上，平安产险披露累计承保超15万架无人机，提供风险保障超900亿元，赔付金额超11.7亿元。联合中再产险成立低空经济新兴风险研究院，发布《低空经济新兴风险治理与保险创新白皮书》，构建“风险预防-管控-保障”闭环体系。（3）个股动态：9月10日，小鹏汇天“陆地航母”飞行器（X3-F）在阿联酋获颁中国企业首张海外有人驾驶航空器特许飞行证，启动当地飞行测试；时的科技与阿联酋Autocraft签署350架eVTOL采购协议。中东地区将低空经济列为国家战略，高净值人群对新型出行工具接受度高，成为国内企业出海重要市场。我们认为，低空经济已经迎来从宏观（国家层面产业规划）到中观（各地地方补贴）再到微观（基建主机招标、应用场景打造）的纵向落地，建议关注低空经济后续板块行情，推荐标的卧龙电驱、绿能慧充，受益标的：（1）低空制造：万丰奥威、宗申动力等；（2）低空基建：莱斯信息、深城交等；（3）低空运营：深圳机场、中信海直、祥源文旅、岭南控股、西域旅游等。

本周板块行情：平均涨跌幅为+2.3%，A股标的中卧龙电驱领涨

9月8日-9月12日低空经济A股相关标的平均涨跌幅为+2.3%，涨幅前五标的分别为卧龙电驱（+19.9%）、长源东谷（+18.4%）、星源卓镁（+12.4%）、大名城（+11.9%）、宝武镁业（+11.6%）；跌幅前五标的分别为孚能科技（-7.0%）、岭南控股（-6.6%）、广电计量（-5.1%）、珠海冠宇（-5.1%）、广联航空（-3.0%）。美股方面，Vertical Aerospace（+15.2%）、Joby Aviation（+4.0%）、Archer Aviation（+2.9%）、亿航智能（+2.3%）、Eve Holding（-0.5%）。

风险提示：产业政策落地速度不及预期，低空应用场景在C端普及不及预期。

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第十四期）：先导智能干法设备成功交付降本超15%，恩捷股份10吨级的固态电解质产线已投产——行业周报-20250914

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

先导智能干法设备成功交付降本超15%，恩捷股份10吨级的固态电解质产线已投产

（1）材料：9月11日，恩捷股份在接受机构调研时表示，在全固态电池材料布局方面，高纯硫化锂产品已完成小试吨级年产能建设和运行，其中硫化锂中试线已经搭建完成，10吨级的固态电解质产线已经投产，具备出货能力，公司将继续投入研发，积极开拓市场，加深与客户的合作和技术交流，推动行业技术发展。（2）设备：9月10日，海目星在投资者互动平台表示，在固态电池设备领域，公司已成功打通锂金属固态电池量产的全线工艺环节，并已经获得2GWh固态电池价值4亿元量产设备订单，这也是行业内首个高能量锂金属固态电池设备的可量产商用订单。（3）下游：近日，奔驰EQS搭载固态电池完成德国至瑞典1205公里测试，剩余续航137公里，刷新Vision EQXX概念车纪录，电池由Factorial Energy提供。我们认为当前固态电池正逐步从实验室阶段到量产验证阶段发展，预计2025年底小批量装车试验，2026-2027年普遍装车试验，此外，低空、机器人、AI等新兴应用场景打开固态电池市场空间，产业化落地有望提速。建议关注固态电池板块后续的行情表现，推荐标的宁德时代，受益标的：（1）设备：纳科诺尔、宏工科技、先导智能、德龙激光等；（2）电池：国轩高科、珠海冠宇、普利特、冠盛股份、鹏辉能源等；（3）正极及电解质：厦钨新能、容百科技、海辰药业等；（4）导电剂：天奈科技；（5）电解质复合膜：长阳科技、星源材质、恩捷股份等；（6）硅碳负极：璞泰来、上海洗霸等；（7）金属锂负极：道氏技术、赣锋锂业、天铁科技、英联股份、胜利精密。（8）集流体：远航精密、诺德股份、德福科技、嘉元科技、中一科技等；（9）铝塑膜：紫江企业、海顺新材、明冠新材、道明光学。

本周板块行情：固态电池指数+2.6%，正极及电解质、导电剂涨幅靠前

9月8日-9月12日，固态电池指数+2.6%，2025年累计+51.7%，同期沪深300指数+14.9%。统计范围内的固态电池相关标的平均+2.5%，电池外环节均出现上涨，其中正极及电解质（+5.6%）、导电剂（+3.9%）涨幅靠前。涨幅前五标的分别为天际股份（+28.8%）、*ST威尔（+27.6%）、厦钨新能（+26.8%）、恩捷股份（+16.8%）、金银

河(+16.1%);跌幅前五标的分别为金龙羽(-11.1%)、中科电气(-10.6%)、长阳科技(-8.9%)、海辰药业(-7.6%)、孚能科技(-7.0%)。

风险提示:技术研发不及预期,产业落地进展不及预期,下游需求不及预期。

【家电:华宝新能(301327.SZ)】发布全新激励计划聚焦营收增长,关注 2026 年移动家储新品放量——公司信息更新报告-20250915

吕明(分析师)证书编号:S0790520030002 | 林文隆(分析师)证书编号:S0790524070004

发布全新股票激励计划,绑定核心团队&聚焦收入增长,维持“买入”评级

公司发布 2025 年限制性股票激励计划,2025-2027 年营收复合增速目标值达 40%左右,绑定核心团队彰显增长信心。我们维持 2025-2027 年盈利预测,预计 2025-2027 年归母净利润为 3.84/5.96/7.72 亿元,对应 EPS 为 2.20/3.42/4.43 元,当前股价对应 PE 为 29.7/19.1/14.8 倍,考虑到公司产品推新速度加快且新品具备一定差异化,以及移动家储产品逐步放量,维持“买入”评级。

发布 2025 年限制性股票激励计划,营收复合增速目标值达 40%

公司发布 2025 年限制性股票激励计划,绑定核心团队彰显增长信心,目标 2025-2027 年营收复合增速 40%左右。(1)激励规模:拟授予总量 300.05 万股,其中首次授予 240.04 万股,占总股本 1.38%;预留 60.01 万股,约占总股本 0.34%。(2)授予价格:33.15 元/股,较当前股价折价约 50%。(3)考核目标:以 2024 年为基数,2025~2027 年营收增速不低于 39%/95%/172% (对应营收 50.1/70.3/98.1 亿元),同比增速分别为 39%/40%/40%,触发值分别为 28%/20%/20%。(4)激励对象:首次授予 71 人,其中副总经理周传人获 40.96 万股,占本次激励 13.65%,聚焦核心管理层与骨干。(5)分摊费用:假设 2025 年 10 月授予,预计首次授予部分 2025-2029 年分摊费用分别为 0.09/0.34/0.23/0.10/0.02 亿元。

行业需求回暖+公司产品周期明确带动份额提升,关注移动家储放量

2024 年公司产品推新速度加快带动份额持续提升,卖家精灵数据显示公司美亚销售额份额从 2023Q3 的 10%提升至 2025Q2/2025M7/2025M8 的 29%/37%/29%,日亚份额从 2023Q4 的 1%提升至 2025Q2/2025M7/2025M8 的 29%/16%/29%。展望后续,公司将持续利用 CTB 技术推出更大容量段新品以及移动储能产品,建议关注 2026 年移动储能新品放量以及持续的产品周期。盈利端,建议关注产能迁移+高毛利新品占比提升带动 2026 年毛利率修复以及费用率弹性。

风险提示:行业竞争加剧;电芯成本上涨;渠道拓展不及预期等。

【传媒:华立科技(301011.SZ)】游戏游艺设备龙头,乘动漫 IP“谷子”之风再启航——公司首次覆盖报告-20250915

方光照(分析师)证书编号:S0790520030004

商用游戏游艺设备龙头,加码布局动漫 IP 衍生品业务

公司为国内商用游戏游艺设备龙头公司,主业为游艺设备和动漫 IP 衍生品销售,同时经营游乐场及设备合作运营,已形成完整游戏游艺设备产业链布局。公司游戏游艺设备销售主业稳健,定增项目或加速动漫 IP 衍生品布局,乘“IP 谷子”之风打造第二成长曲线。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.12/1.70/2.22 亿元,对应 EPS 分别为 0.76/1.16/1.51 元,当前股价对应 PE 分别为 36.8/24.1/18.5 倍。首次覆盖,给予“买入”评级。

行业:IP 卡牌处快速发展期,游戏游艺设备趋稳向好且集中度或提升

(1)IP 卡牌:我国集换式卡牌行业于 2022 年快速兴起,2023-2024 年延续高速扩张,根据灼识咨询,2024 年我国集换卡市场规模为 165 亿元,2027 年有望达到 310 亿元,2022-2027 年 CAGR 为 20.5%,保持快速增长。

(2) 游戏游艺设备：游戏游艺设备市场规模整体保持稳健，2023 年国内游戏游艺机收入规模为 154.7 亿元。从竞争要素来看，游戏游艺设备在获批和生产环节差异较小，销售渠道作用凸显，因此拥有销售渠道优势的公司市占率有望提升。

公司渠道、IP、品牌/资金优势突出，拓“IP+渠道”开启 IP 衍生品业务成长

(1) 渠道：多年深耕游戏游艺设备行业，下游销售渠道广泛，渠道把控能力强。(2) IP：与奥特曼、宝可梦等知名 IP 战略合作。(3) 品牌/资金：作为目前唯一上市的游戏游艺设备公司，品牌、融资能力优势突出。未来增长驱动力：(1) 通过“合作+自研”不断推出卡牌街机新品，目前拥有《奥特曼融合激战》、《三国幻战》等 IP 卡片机，2025 年推出的《宝可梦明耀之星》反响热烈；公司卡片定价偏高端，定增项目加速新机投放，后续或量价齐升拉动增长。(2) 打通 C 端渠道，推出华立潮品线上店及自营线下旗舰店，售卖舞萌 DX、太鼓之达人等 IP 潮玩、卡牌、谷子等衍生品，或受益于行业高增长，持续拓展收入增量。(3) 布局 XR 业务，与海外知名品牌合作，发力海外市场，商业化空间或进一步打开。

风险提示：下游需求发展不及预期、应收账款风险、存货减值风险等。

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集团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。

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