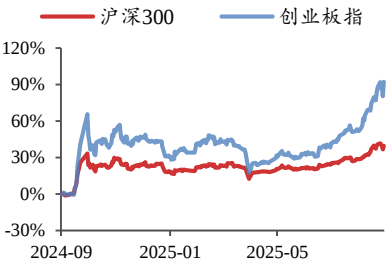


2025 年 09 月 08 日

开源晨会 0908

——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	7.186
通信	5.495
有色金属	4.395
电子	4.355
综合	3.947

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-0.985
石油石化	0.386
食品饮料	0.561
交通运输	0.569
非银金融	0.761

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

- 【宏观经济】国债买卖或重启，服务消费有望加码——宏观周报-20250907
- 【宏观经济】就业降温明显，但 50bp 降息尚需通胀配合——美国 8 月非农就业数据点评-20250906
- 【策略】行业分化下，市场的配置思路发生变化——投资策略周报-20250907

行业公司

- 【中小盘】关注导热散热材料——中小盘周报-20250907
- 【建材】水泥协会联手“反内卷”，积极布局建材机会——行业周报-20250907
- 【煤炭开采】非电煤和电煤接力换棒，秋季煤炭布局稳扎稳打——行业周报-20250907
- 【地产建筑】保障房 REIT 单周表现优异，发行市场保持活跃——行业周报-20250907
- 【地产建筑】新房成交面积同环比下降，深圳购房政策放松——行业周报-20250907
- 【农林牧渔】我国对欧盟进口猪肉反倾销初步裁定落地，生猪板块迎配置良机——行业周报-20250907
- 【食品饮料】白酒筑底，新消费领航——行业周报-20250907
- 【医药】创新药产业链迎来明确拐点，重点推荐板块性机会——行业周报-20250907
- 【计算机】周观点：迎接 AI 算力投资浪潮——行业周报-20250907
- 【通信】博通上调四季度指引，新增大客户 XPU 需求旺盛，全球 AI 景气度持续上行——行业周报-20250907
- 【公用事业】欧盟通过 54 亿欧元聚变投资提案，杭氧股份布局可控核聚变领域——行业周报-20250907
- 【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第三十二期）：2025 低空经济发展大会在芜湖开幕，四创电子“低空雪亮”安全监管系统亮相——行业周报-20250906
- 【非银金融】整体符合预期，代销渠道马太效应或加剧——渠道降费政策点评-20250906
- 【化工】纺服“金九银十”旺季到来，粘胶短纤、氨纶等库存下跌——行业周报-20250906
- 【化工】粘胶：多元驱动需求增长，供需紧平衡，涨势再起——行业深度报告-20250905
- 【社服：巨星传奇(06683.HK)】2025H1 新消费业务高增，明星 IP 变现模式深化——公司信息更新报告-20250906
- 【海外：浪潮数字企业(00596.HK)】AI 项目场景更加丰富，看好公司业绩增长持续性——港股公司信息更新报告-20250905

研报摘要

总量研究

【宏观经济】国债买卖或重启，服务消费有望加码——宏观周报-20250907

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

国内宏观政策：央行或重启国债买卖

过去两周（8月23日-9月6日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，《中共中央国务院关于推动城市高质量发展的意见》公布，意见提出，到2030年，现代化人民城市建设取得重要进展，适应城市高质量发展的政策制度不断完善，新旧动能加快转换，人居品质明显提升，绿色转型深入推进；到2035年，现代化人民城市基本建成。国务院总理李强在国务院第十五次专题学习对贸易工作发表指导，提出要主动扩大优质服务进口，以高水平开放促进我国服务业高质量发展。

基建与产业方面，《互联网平台价格行为规则（征求意见稿）》发布，规范经营者价格竞争行为；市场监管总局召开综合整治市场竞争秩序防范非理性竞争部署推进会；国务院发布深入实施“人工智能+”行动意见；《电子信息制造业2025-2026年稳增长行动方案》提出电子信息行业2025年至2026年的主要预期目标。

财政政策方面，财政部与税务总局联合发布《关于划转充实社保基金国有股权及现金收益运作管理税收政策的通知》，《通知》明确4项免税举措；财政部与央行举行第二次组长会议，会议关于金融市场运行、政府债券发行管理、央行国债买卖操作和完善离岸人民币国债发行机制等议题进行了深入研讨。此举或预示央行将重启国债买卖。

消费政策方面，《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》正式开始实施；商务部预告9月将出台扩大服务消费的若干政策措施，统筹利用财政、金融等手段，优化提升服务供给能力。

地产政策方面，上海、深圳出台楼市新政，包括在特定区域内购房不限套数（上海为外环外，深圳为部分区县）、房贷利率不再区分首套和二套房等。继北京之后，一线城市陆续放松限购政策。

金融监管方面，政策聚焦公募基金费率改革。证监会表示，将合理调降公募基金认购费、申购费、销售服务费等销售环节费率水平，优化赎回费制度安排。

贸易方面，习近平总书记出席上合组织会谈并发表讲话，提出“全球治理倡议”；习近平总书记与俄罗斯总统普京举行会谈，总书记表示中方愿同俄方密切高层交往，支持彼此发展振兴，在涉及两国核心利益和重大关切问题上及时协调立场；习近平总书记与朝鲜劳动党总书记、国务委员长金正恩举行会谈，探讨中朝关系，双方愿加深国际合作。

海外宏观政策：美欧、美日贸易协定陆续落实

过去两周，海外宏观政策聚焦欧盟立法落实美欧贸易谈判结果、日央行副行长表态强化加息预期、美日贸易协定实施、美国削减对外援助等。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

【宏观经济】就业降温明显，但50bp降息尚需通胀配合——美国8月非农就业数据点评-20250906

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘纬桢（分析师）证书编号：S0790524040006

事件：美国公布8月非农就业数据。新增非农就业2.2万，低于市场预期；失业率为4.3%，符合市场预期；平均时薪同比增长3.7%，低于市场预期。

新增非农就业大幅下行，失业率上行，6月新增就业转负

1.新增非农就业超预期下行，且6月新增就业转负

8月美国新增非农就业2.2万人，较7月份初值（7.3万）下降较多，且大幅低于市场预期的7.5万。6-7月新增非农就业累计下修2.1万，且6月份新增非农在修订后转负，较为罕见。趋势上看，近3个月平均新增就业2.9万人，亦较2025年初出现明显下行。结构上看，私人部门方面，商品制造减少了2.5万就业，休闲和酒店业新增就业较7月上升较多。政府就业在8月减少了1.6万。总体看，虽然7月数据有小幅上修，但8月非农就业数据说明美国劳动力市场可能在快速降温。

2.劳动参与率与失业率均提升、永久性失业占比回升

8月美国劳动参与率录得约62.3%，失业率约为4.3%，劳动参与率超市场预期。劳动参与率上升的同时失业率上行，美国劳动力市场降温亦在持续，与非农就业数据指向相一致。再来看失业率成因，相较于7月，8月永久失业者、再就业者占比有所上升，首次就业者、暂时性失业者占比有所下降，可能显示企业已不再倾向于挽留经验丰富的老员工，劳动力市场的需求端实则出现了相当大的下滑。

3.劳动力市场供需关系压力边际回落

从JOLTS数据来看，7月份职位空缺数为718.7万人，较6月下降约17.6万人，职位空缺率为4.3%，目前每个求职者对应约0.97个工作岗位，跌破1.0。同时，职工主动离职率录得2.0%、解雇裁员率录得1.3%，裁员率处在1.3%的相对高位。或显示在7月美国企业的经营压力可能有所增大，且劳动者亦倾向于留在现有企业，劳动力市场或处于持续的边际恶化中。

美国就业市场降温明显，但50bp降息尚需通胀配合

第一，8月非农数据显示美国劳动力市场降温相对明显，失业率后续也可能进一步走高，美国经济走弱的风险不容忽视。无论是从新增就业、失业率、薪资增速、制造业PMI就业等指标来看，美国劳动力市场降温相对明显，几乎呈现全面走软的态势。从这个角度看，美国经济走弱的风险已经不容忽视。

第二，对美联储而言，9月其大概率降息，但不确定的是幅度，考虑到通胀因素，美联储降息50bp可能性较小。在8月的Jackson Hole会议上，美联储主席鲍威尔表示就业市场下行的风险正在上升，因此需要调整货币政策立场，暗示9月将开启降息。从8月非农就业数据来看，9月大概率将会进行降息，但降息幅度并不确定，8月通胀数据将会成为美联储9月降息幅度的关键。从美联储最关心的通胀指标PCE来看，7月PCE的同比上升2.6%，核心PCE同比上升约2.9%，均有加速迹象，美联储在9月或较难再度降息50bp，更可能会选择连续降息25bp。

由于劳动力市场走软，带动经济需求端走弱，我们认为短期无需太担心通胀持续上行。基准情形下，美联储或于9月降息25bp，全年降息2-3次。往后看，我们需要关注基于QCEW的就业数据年度修订（9.09）以及8月CPI数据（9.11）。若美国就业数据经历大幅下修，则市场有可能进一步陷入衰退交易；若8月CPI数据超预期上行，则有可能转向滞胀交易

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国关税政策超预期反复。

【策略】行业分化下，市场的配置思路发生变化——投资策略周报-20250907

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

坚定牛市思维，双轮驱动，科技为先

市场突破后，我们对于指数的长期趋势仍维持乐观判断：（1）坚定牛市思维，证券化率视角下，当前估值仍有上行空间，持续看好。（2）市场结构呈现【双轮驱动】，一是全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性，二是“反内卷”牵头下周周期与顺周期交易PPI修复的扩散行情。（3）不应该在积极的市场中做“惊弓之鸟”，应“坚守自我，科技为先”。（4）风格上，看好成长板块，在市场风险偏好高位，成长更易跑出超额。（5）如果有投资者相

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

对畏高，对于想寻找除了前期涨幅累积较多的光模块、PCB、创新药、科创芯片、液冷以外的低位品种进行高低切，我们认为当前应该重点关注游戏、传媒、互联网、华为产业链(消费电子)等品种。

业绩视角：行业盈利分化，结构重于全局

业绩视角，2025 年中报展现出显著的结构性复苏现象，总量平淡，但结构性复苏突出，结构重于全局。当下，与其等待全面的经济复苏，更要重视用增长的视角期待结构性的产业成长期。结构视角，重视扩张型和反转型盈利高增长行业，关注业绩改善行业。

流动性视角：居民资金入市方式的变化，进一步加重行业分化

流动性视角，6 月以来，非宽基 ETF 规模快速扩张，6-8 月净流入达到 2279 亿元；三类 ETF，主题型 ETF、行业型 ETF、策略型 ETF，得到了显著的净流入，且逐月加速。居民资金青睐的非宽基型 ETF 的大幅净流入从侧面印证居民资金已经在“跑步入场”。

居民资金入市方式变化下，带来的投资建议：(1) ETF 权重股或强于微盘股，ETF 的流入强化“龙头”风格，尤其是 ETF 权重股重要性提升。(2) 选行业或将比选股更重要，未来行业间的分化或将会远大于历史经验值，赚钱效应或更为集中化。

行业分化下，市场的配置思路发生变化

无论从业绩，还是流动性，均展现出显著的结构性复苏特征。在行业分化的影响下，【投资上更需注重结构重于全局】。当下配置的核心思路：(1) 市场双轮驱动，科技为先；(2) 选行业或将比选股更重要，行业间的分化或将会远大于历史经验值。

行业配置“4+1”建议：(1) 科技成长+自主可控+军工：AI 硬件、半导体、机器人、游戏、AI 应用、军工，此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。(2) 受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：有色金属、化工、钢铁、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。(3) 具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。(4) 出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）。(5) 底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

风险提示：宏观政策超预期变动加快复苏进程；全球流动性及地缘政治恶化风险；前瞻指标的使用基于历史数据，不能代表未来。

行业公司

【中小盘】关注导热散热材料——中小盘周报-20250907

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

本周观点：下游市场需求旺盛，导热散热行业前景广阔

下游行业电子设备高性能化、智能化、薄型化带动散热需求提升。近年来，受益于下游消费电子、汽车电子、基站、服务器和数据中心等市场的发展，全球导热散热行业需求持续增长。同时，随着电子信息技术的进步，电子产品发展趋向于高性能化、微型化和密集化，产品内部集成度的提高使其散热空间更为狭小，散热问题更加突出，这一趋势也为导热散热材料行业的发展提供了机会。根据 BCCResearch 报告，预计 2023-2028 年，全球热管理市场规模复合增长率为 8.5%，市场规模将从 2023 年的 173 亿美元增加至 2028 年的 261 亿美元，市场空间广阔。

热管、均温板渗透率持续提升，本土化采购大势所趋。伴随电子终端产品不断向轻薄化、多功能化趋势发展，各类电子产品内部器件发热量及散热需求也显著提升。近年来，热管、均温板凭借优异的导热性能正逐步替代“导

热界面材料+石墨膜”散热方案，成为中高端智能手机的主流选择。即将发布的 iPhone17Pro 系列也有望引入铜质均热板散热技术，替代沿用多年的石墨烯散热片。根据研究机构 Technavio、ResearchandMarkets 预测，2025 年全球热管、均温板市场规模将分别达到 37.76 亿美元和 11.97 亿美元。此外，随着本土导热散热企业技术的不断成熟，国内电子行业品牌厂商出于供应链安全等因素的考量，本土化采购将成为未来电子散热行业的重要发展趋势，以苏州天脉、中石科技等为代表的本土上游供应链企业有望持续受益。

受益标的：苏州天脉：公司是行业内较早布局超薄热管、均温板产品的企业。凭借在该领域的技术积累和先发优势，公司在短时间内通过了多个国内外知名品牌终端客户的认证测试，实现相关产品的规模化量产出货。

本周市场表现及重大事项

市场表现：本周除万得微盘股指数外，中证 1000/国证 2000/中证 500 等中小盘指数表现不及上证 50/沪深 300 等大盘指数。新泉股份、青岛消防、凌云光本周涨幅居前。

本周重大事项：（1）新股方面，C 华新 1 家公司登陆 A 股，奥克斯电气 1 家公司登陆港交所。无公司 IPO 获受理、2 家公司获交易所审核通过，3 家公司注册生效；（2）定增方面，新增竞价预案公告 2 例，发行竞价项目平均折价率 16.2%，平均收益率 15.0%；（3）并购方面，无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 9 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、瑞鹄模具、新泉股份、芯动联科、晶晨股份）；高端制造主题（凌云光、奥普特、矩子科技、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

【建材】水泥协会联手“反内卷”，积极布局建材机会——行业周报-20250907

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

28 省水泥协会联手“反内卷”，建材反内卷进行时

2025 年 9 月 5 日，全国 28 个省区市水泥（建材）协会会长、秘书长联席会议在西藏林芝召开。会议以“治理低价无序竞争、维护区域生态”为核心议题，深入贯彻中央关于“反内卷”指示精神，就加强区域协同治理、建立价格与产能自律新机制达成广泛共识。与会代表一致认为，当前水泥行业产能严重过剩、区域低价倾销频发，已危及行业健康可持续发展，亟需通过政府指导、协会牵头、企业主体、社会监督的多元共治模式，构建统一开放、竞争有序的市场体系。会议明确，下一步将完善错峰生产、产能置换、价格监测、信用评价等配套制度。消费建材板块推荐：三棵树（渠道下沉，零售扩张）、东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高）、坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，多元化扩张涂料、防水板块业务）等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%，预计会加快节能降碳与能用设备的迭代更新。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。“对等关税”有望利好在海外有生产基地的玻纤龙头择时提价，进而巩固玻纤盈利优势。玻纤板块推荐：中国巨石；受益标的：中材科技、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，药用玻璃板块推荐：力诺药包、山东药玻。

本周（2025 年 9 月 1 日至 9 月 5 日）建筑材料指数下跌 2.79%，沪深 300 指数下跌 0.81%，建筑材料指数跑输沪深 300 指数 1.98pct。近三个月来，沪深 300 指数上涨 15.24%，建筑材料指数上涨 18.50%，建材板块跑赢沪深 300 指数 3.25pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 38.03%，建筑材料指数上涨 44.25%，建材板块跑赢沪深 300 指数 6.21pct。

板块数据跟踪

水泥：截至9月5日，全国P.O42.5散装水泥平均价为275.01元/吨，环比下跌0.21%；水泥-煤炭价差为183.36元/吨，环比上涨0.04%；全国熟料库容比63.38%，环比下降1.35pct。

玻璃：截至9月5日，全国浮法玻璃现货均价为1190.25元/吨，环比下跌0.69元/吨，跌幅为0.06%；光伏玻璃均价为125.00元/重量箱，环比上涨8.59元/重量箱，涨幅为7.38%。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为13.23元/重量箱，环比上涨2.31%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为8.83元/重量箱，环比上涨2.02%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为11.36元/重量箱，环比上涨15.77%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为74.41元/重量箱，环比上涨15.49%。

玻璃纤维：截至9月5日，无碱2400tex直接纱报3100-4000元/吨（个别厂报价较高），无碱2400texSMC纱报4400-5000元/吨，无碱2400tex喷射纱报5400-6500元/吨，无碱2400tex毡用合股纱报4400-5300元/吨，无碱2400tex板材纱报4200-5300元/吨，无碱2000tex热塑直接纱（普通级）报4100-4400元/吨。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至2025年9月5日，原油价格为65.40美元/桶，周环比下跌5.38%，较2025年年初下跌14.77%，同比下跌13.15%；沥青价格为4570元/吨，周环比持平，较2025年年初上涨2.93%，同比上涨4.58%；丙烯酸价格为6500元/吨，周环比下跌1.14%，较2025年年初下跌16.67%，同比上涨0.78%；钛白粉价格为13000元/吨，周环比下跌0.38%，较2025年年初下跌9.09%，同比下跌14.19%。

风险提示：房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期。

【煤炭开采】非电煤和电煤接力换棒，秋季煤炭布局稳扎稳打——行业周报-20250907

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：电煤和非电煤换挡，煤价有望上行

动力煤方面：动力煤价格稍有回落，截至9月5日，秦港Q5500动力煤平仓价为679元/吨，环比下跌11元/吨，跌幅1.59%；当前报价是本轮煤价反弹到700元之上之后，再回落至700元以下。当前正处于夏季和秋季换挡期，后续金九银十的非电煤需求有望成为亮点。从当前来看，煤炭基本面仍有多因素支持煤价再次反弹：一是开工率处于低水平位且在收缩，截至8月31日，晋陕蒙三省442家煤矿开工率79.5%，环比下跌0.4个百分点；二是港口库存仍在回落，截至9月5日，环渤海库存2266万吨，环比下降1.48%，且广州港库存环比下滑超过7%；三是需求端的非电煤有望接棒，尤其是煤化工耗煤，截至当前甲醇开工率83.72%，环比上涨1.41pct，近年来煤化工耗煤一直是非电煤的中流砥柱。炼焦煤方面：截至9月5日，京唐港主焦煤报价1540元/吨，从七月初的1230元的底部反弹；焦煤期货反弹更为明显，从6月初的719元反弹至当前的1159元，累计涨幅达到61.2%。当前焦煤基本面反映出“强预期但弱现实”的特征。供给端，7月中旬，国家能源局综合司发布《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，查处超产的煤矿的措施致使煤炭供给存在收紧预期；需求端，雅江水电站有望带动黑色产业链整体需求，有望接棒上半年钢铁抢出口的需求项。

投资逻辑：动力煤和炼焦煤价格已到拐点右侧，煤炭布局稳扎稳打

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，当前已修复到第二目标价之上，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。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。

投资建议：周期与红利双逻辑，四主线布局

我们认为在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，进口煤大增风险，可再生能源加速替代风险

【地产建筑】保障房 REIT 单周表现优异，发行市场保持活跃——行业周报-20250907

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

保障房 REIT 单周表现优异，发行市场保持活跃

2025 年第 36 周，中证 REITs（收盘）指数为 847.13，同比上涨 7.91%，环比上涨 0.03%；中证 REITs 全收益指数 1078.42，同比上涨 13.37%，环比上涨 0.47%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+0.49%、+0.37%、-1.02%、+0.32%、+0.09%、-0.11%、+1.21%；一月涨跌幅分别为-5.8%、-1.68%、-1.91%、-2.04%、-0.77%、-2.58%、+0.53%。REITs 市场交易规模成交量达 6.19 亿份，同比增长 130.11%；成交额达 27.8 亿元，同比增长 156.22%；区间换手率 2.73%，同比+0.86pct。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

凯德商业公募 REIT 启动询价，临港创新智造产业园私募 REIT 正式受理

华夏凯德商业 REIT 于 2025 年 9 月 4 日 9:00 至 15:00 进行网下询价，询价区间设定为 4.756 元/份至 5.932 元/份，最终认购价格将通过网下投资者报价确定。基金已获得上交所无异议函，基金已于 8 月 27 日获得中国证监会准予注册的批复，准予募集的基金总份额为 4 亿份。项目发布的询价区间为 4.756 元/份-5.932 元/份；项目估值金额为 25.69 亿元，另外，安排了 4.62 亿元的固定资产贷款。按照询价最高价计算其分派率约为 4.36%；按照最低价计算其分派率约为 5.44%。国泰海通资管-临港创新智造产业园持有型不动产资产支持专项计划（私募 REIT）正式获受理，该项目原始权益人包含上海临港奉贤经济发展有限公司，计划管理人为上海国泰海通证券资产管理有限公司，拟发行金额为 8.1 亿元。

一周行情：保障房 REITs 单周上涨 0.49%，单月累计下跌 5.8%

2025 年第 36 周，中证 REITs（收盘）指数为 847.13，同比上涨 7.91%，环比上涨 0.03%，2024 年年初至今累计上涨 11.99%，同期沪深 300 指数累计上涨 30%，累计超额收益-18.01%；中证 REITs 全收益指数 1078.42，同比上涨 13.37%，环比上涨 0.47%，2024 年年初至今累计上涨 25.14%，同期沪深 300 指数累计上涨 30.00%，累计超额收益-4.86%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+0.49%、+0.37%、-1.02%、+0.32%、+0.09%、-0.11%、+1.21%；一月涨跌幅分别为-5.8%、-1.68%、-1.91%、-2.04%、-0.77%、-2.58%、+0.53%。

一级跟踪：12 只 REITs 基金等待上市，发行市场保持活跃

2025 年第 36 周，共有 12 只 REITs 基金等待上市，本周中航天虹消费封闭式基础设施证券投资基金首发申请已问询，发行市场保持活跃。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资

金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【地产建筑】新房成交面积同环比下降，深圳购房政策放松——行业周报-20250907

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

核心观点：新房成交面积同环比下降，深圳购房政策放松

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增长，环比下降。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同环比增长。本周深圳发布新政，调减住房限购政策。上海 2025 年七批次土拍圆满收官。七批次共 5 宗地块，总出让面积共 14.0 万平方米，总规划建筑面积 23.7 万平方米，总起始价 98.67 亿元。最终 3 宗地块溢价成交，2 宗地块底价成交，共收金 111.16 亿元。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。

深圳购房政策放松，促进住房城乡建设高质量发展

中央层面：住建部：住房城乡建设部在北京召开 2025 年部机关法治工作会议，强调以高水平立法促进住房城乡建设事业高质量发展。会议深入学习贯彻中央城市工作会议精神，以习近平法治思想为指导，部党组书记、部长倪虹出席并讲话。会议重点部署高质量编制“十五五”住房城乡建设立法规划，要求深刻领悟党中央决策部署战略意图，强化顶层设计和统筹谋划，并优先列入未来五年最急迫、最重要法律法规。

地方层面：深圳：无法提供自购房之日前在本市连续缴纳社会保险或个人所得税满 1 年及以上证明的非本市户籍居民家庭，在罗湖区、宝安区（不含新安街道）、龙岗区、龙华区、坪山区、光明区范围内购买商品住房限购 2 套。

市场端：土地成交面积同比下降，上海土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025 年第 36 周，全国 68 城商品住宅成交面积 172 万平米，同比下降 2%，环比下降 25%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 8233 万平米，累计同比下降 10%。全国 20 城二手房成交面积为 158 万平米，同比增速 6%，前值+15%；年初至今累计成交面积 6908 万平米，同比增速 7%，前值+7%。

投资端：2025 年第 36 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 3610 万平方米，成交土地规划建筑面积 2396 万平方米，同比下降 26%，成交溢价率为 1.8%。一线城市成交土地规划建筑面积 39 万平方米，同比下降 75%；二线城市成交土地规划建筑面积 992 万平方米，同比增加 23%；三线城市成交土地规划建筑面积 1365 万平方米，同比下降 39%。

融资端：国内信用债发行规模环比增长

2025 年第 36 周，信用债发行 56 亿元，同比减少 42%，环比增加 51%，平均加权利率 2.01%，环比减少 99BP。信用债累计发行规模 2823.3 亿元，同比减少 6%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【农林牧渔】我国对欧盟进口猪肉反倾销初步裁定落地，生猪板块迎配置良机——行业周报-20250907

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

周观察：我国对欧盟进口猪肉反倾销初步裁定落地，生猪板块迎配置良机

商务部对原产于欧盟的进口相关猪肉及猪副产品反倾销调查的初步裁定，决定采用保证金形式实施临时反倾

销措施。2025年9月5日，我国商务部发布公告认定原产于欧盟的进口相关猪肉及猪副产品存在倾销，并决定自2025年9月10日起采用保证金形式实施临时反倾销措施，具体保证金率在15.6%-62.4%，依据调查时各公司配合情况决定。征收保证金作为初步反倾销裁定措施，根据此前商务部公告，预计2025年12月16日作出终裁，终裁若决定征收反倾销税，保证金或将用于抵扣税款。我国进口猪肉及猪杂碎中欧盟占比超50%，反倾销征收保证金或驱动国内猪价中枢上移。2025上半年我国猪肉及猪杂碎进口量达115万吨，其中自欧盟进口量60万吨，欧盟占我国猪肉及猪杂碎进口量52%，伴随我国对欧盟猪肉及猪杂碎进口产品征收保证金落地，进口猪肉成本抬升供给减少，有望驱动国内猪价中枢上移。

猪价或阶段性触底，需求边际向好，肥猪溢价走扩。据涌益咨询，截至2025年9月5日，全国生猪均价13.79元/公斤，周环比+0.08元/公斤。截至2025年9月4日，涌益样本生猪出栏均重128.23公斤/头，周环比+0.40公斤/头，同比+1.50公斤/头，150kg肥猪较120kg标猪溢价0.38元/公斤（周环比+0.02元/公斤）。展望后市，气温逐步转凉，需求边际向好，市场大猪供给逐步偏紧，标肥价差走扩，猪价或阶段性触底向上。此外，政策端持续推进行业能繁去化，猪肉进口方面有反倾销催化，生猪板块低位建议积极配置。

周观点：生猪投资逻辑边际改善，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

基本面政策面双轮驱动 2025H2 猪价环比上行，生猪投资逻辑边际改善。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料板块国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。推荐：海大集团、新希望等。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。推荐：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

本周市场表现（9.1-9.5）：农业跑输大盘0.14个百分点

本周上证指数下跌1.18%，农业指数下跌1.32%，跑输大盘0.15个百分点。子板块来看，宠物食品板块领涨。个股来看，粤桂股份（+13.19%）、宏辉果蔬（+9.23%）、晓鸣股份（+7.09%）领涨。

本周价格跟踪（9.1-9.5）：本周黄羽鸡、牛肉等农产品价格环比上涨

9月5日全国外三元生猪均价为13.77元/kg，较上周上涨0.11元/kg；仔猪均价为25.4元/kg，较上周下跌1.74元/kg；白条肉均价18.15元/kg，较上周上涨0.17元/kg。9月5日猪料比价为4.12:1。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【食品饮料】白酒筑底，新消费领航——行业周报-20250907

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（分析师）证书编号：S0790525080001

核心观点：白酒底部渐显，新消费成长可期

9月1日-9月5日，食品饮料指数跌幅为1.0%，一级子行业排名第14，跑输沪深300约0.2pct，子行业中预加工食品（+1.0%）、肉制品（+0.5%）、其他食品（+0.0%）表现相对领先。个股方面，欢乐家、千味央厨、惠发食品涨幅领先；爱普股份、有友食品、新乳业跌幅居前。市场盘整，布局思路可更加积极。本周市场有所回调，但牛市思维下，交易层面的因素相较于其他时期更为关键，流动性驱动因素日益凸显，此时需积极布局食品饮料板块，把握低估值轮动机会。白酒受禁酒令影响需求持续下行，当前基本面状况已在市场反映，且报表已经进出清节奏，风险降低。企业轻装上阵后，有望与后续行业回暖同频共振，资金布局意愿逐步提升。部分白酒开瓶率已有向好迹象，我们判断基本面底部区间已渐行渐近。食品饮料已历经长时间调整，当前估值处于相对低位，安全边际较高。公募基金仓位持续走低，筹码结构得到优化。以白酒为典型代表，其分红呈现持续提升态势，契合了部分资金的择股标准，对稳健型投资者具备较强吸引力。此外，新消费下半年有望持续获得资金的青睐。从申报业绩来看，新消费标的具备业绩增速快、成长性好的特点，且预计全年来看仍有较高成长性。建议投资者继续以新渠道、新品类、新市场为主线，挖掘符合产业发展趋势的新消费标的。具体推荐标的包括卫龙美味、盐津铺

子、西麦食品、东鹏饮料、有友食品、万辰集团、百润股份等。

推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、万辰集团、百润股份

(1) 贵州茅台：短期白酒需求下移，但公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。(2) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(3) 西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。(4) 万辰集团：量贩零食业态持续渗透，门店数量持续扩张。同时拓展折扣超市新店型，选品新增冻品、潮玩、日用品等，聚焦年轻消费者目标人群，有望助力公司延续高成长。(5) 百润股份：预调酒处于改善趋势当中，威士忌已实现较好铺货，建议关注后续公司鸡尾酒回款改善和新品催化逻辑。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【医药】创新药产业链迎来明确拐点，重点推荐板块性机会——行业周报-20250907

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 汪晋（分析师）证书编号：S0790525060003 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002

CXO：2025H1 明确拐点，重点推荐板块性机会

随着美国降息及国内持续对创新药行业的支持，CXO 公司的经营业绩有望逐步见底回升，股价又处于历史低位，当前位置我们建议积极布局 CXO 方向。细分方向上，我们推荐持续估值较同行更低的平台化头部公司、海外业务占比较高的 CDMO/CRO 公司、高景气的减重及 ADC 产业链。同时，我们预计 2025 年下半年国内 CXO 公司有望迎来签单及报表端双拐点，当前位置重点推荐。

从细分领域看：(1) 头部 CXO 企业业绩持续向好：海外业务占比较高的平台型 CXO 与头部 CDMO，自 2024 年下半年起业绩持续向好改善，2025 年上半年签单整体稳健增长；2025Q2 复苏趋势延续，部分企业利润端迎来快速增长，当前位置重点推荐；(2) ADC 产业链与减重产业链高景气成长：ADC 产业链与减重产业链下游需求强劲，以药明合联、药明康德、凯莱英等为代表的公司业绩稳健增长；(3) 临床 CRO 与临床前 CRO 签单回暖明显：临床 CRO 与临床前 CRO 企业 2025H1 业绩阶段性承压，但签单回暖明显，拐点明确。

科研服务：行业迎来明确拐点，已进入新一轮产业向上周期

随着创新药行业持续火热及海外需求的进一步释放，生命科学上游行业回暖，多数公司业绩明显改善，行业迎来明确拐点，已进入新一轮产业向上周期。

从细分领域上看，(1) 受益于新业务的延伸及海外市场的开拓，多数生物试剂公司常规业务保持稳健增长，非常规业务影响基本出清，整体收入逐步恢复稳健增长。其中，百普赛斯在国内需求改善下，收入加速增长；奥浦迈培养基业务维持高增长，叠加降本增效，盈利能力快速改善。(2) 化学试剂方面，在工具化合物、分子砌块、多肽缩合试剂等细分领域，国内公司在全球供应链中处于比较重要的位置，国内公司不断在全球市场加大拓展，收入保持较高增长；皓元医药、毕得医药营收及净利润均超预期增长，昊帆生物有望自 2025 年下半年开始加速增长。(3) 模式动物领域，受益国内创新药行业需求改善，也已迎来拐点。

推荐及受益标的

推荐标的：制药及生物制品：恒瑞医药、华东医药、三生制药、人福医药、恩华药业、信达生物、阳光诺和、再鼎医药、百利天恒、泽璟制药-U、诺诚健华、科伦博泰生物-B、三生国健、康诺亚-B、一品红、海思科、艾力斯、艾迪药业、和黄医药、京新药业、健康元；CXO：药明康德、药明合联、泰格医药、药明生物、博腾股份、泓博医药；科研服务：毕得医药、百普赛斯、皓元医药、昊帆生物、海尔生物、奥浦迈、阿拉丁；中药：东阿阿胶、江中药业、天士力、济川药业、羚锐制药、悦康药业、方盛制药、佐力药业；原料药：普洛药业、健友股份、

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

华海药业、奥锐特、博瑞医药；医疗器械：迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜、英科医疗、万孚生物、可孚医疗、圣湘生物、康拓医疗；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、海吉亚医疗、锦欣生殖；零售药店：益丰药房。

风险提示：药物临床研发失败、药物安全性风险、行业竞争格局恶化等。

【计算机】周观点：迎接 AI 算力投资浪潮——行业周报-20250907

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遙（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2025.9.1-2025.9.5），沪深 300 指数下跌 0.81%，计算机指数下跌 7.27%。

周观点：迎接 AI 算力投资浪潮

（1）全球算力巨头相继发布财报，AI 算力收入保持高增长

根据 NVIDIA 发布的 2026 财年第二季度财务报告，季度收入达 467 亿美元，环比增长 6%，同比增长 56%；数据中心季度收入达 411 亿美元，环比增长 5%，同比增长 56%，其中 Blackwell 数据中心收入环比增长 17%。NVIDIA CEO 黄仁勋在财报电话会上表示，预计 2030 年末 AI 基础设施规模将达到 3 至 4 万亿美元，目前正处于 AI 基础设施建设的起步阶段。根据博通最新公布的 2025 财年第三财季业绩，季度收入达 159.5 亿美元，同比增长 22%；AI 半导体收入同比增长 63% 至 52 亿美元。展望第四财季，公司预计营收约为 174 亿美元，同比增长 23.8%，预计 AI 芯片业务收入将大幅增长至 62 亿美元。NVIDIA 和博通作为全球 AI 芯片两大巨头，均实现了收入高增长，验证 AI 算力持续高景气。

（2）国内外大模型厂商加大投入，进一步支撑 AI 算力高景气

从海外来看，近期扎克伯格表示 Meta 在 2028 年前至少在美国投资 6000 亿美元。OpenAI 也公布了其最新的财务预测，预计 2025 年总营收将达到 130 亿美元，同时 OpenAI 也将保持高投入，预计到 2029 年将消耗 1150 亿美元的资金。此外，2025 年财年谷歌资本开支上调至 850 亿美元，Meta 资本支出范围上调至 660 亿美元至 720 亿美元之间，而在年初亚马逊宣布 2025 年资本支出将达 1000 亿美元。从国内大厂来看，2025 年第二季度阿里云收入 333.98 亿元，分部收入及来自外部客户的收入均实现 26% 的增长，增速创三年新高；资本性支出达到 386.76 亿元，同比增长 220%。公司在业绩会上表示，未来三年公司将按计划 and 预期推进 3800 亿元的资本支出。二季度腾讯金融科技及企业服务（含云业务）收入 555.36 亿元，单季度资本开支 191 亿元，同比提升 119%。

投资建议

我们持续看好 AI 领域的投资机会，AI 算力端推荐海光信息、中科曙光、淳中科技、浪潮信息、神州数码、软通动力、中国软件国际等，受益标的包括寒武纪、博杰股份、慧博云通、紫光股份、工业富联、景嘉微、远东股份、云赛智联、拓维信息、广电运通、烽火通信等。

AI 应用端推荐金山办公、卓易信息、鼎捷数智、迈富时、致远互联、金蝶国际、博彦科技、用友网络、同花顺、恒生电子、合合信息、拓尔思、科大讯飞、焦点科技、中科创达、税友股份、上海钢联等，受益标的包括汉得信息、万兴科技、欧玛软件、新开普、新致软件、泛微网络、汉邦高科、海天瑞声、石基信息、汉王科技、汉仪股份、三六零、彩讯股份、福昕软件、快手-W、美图公司、金桥信息、多点数智、北森控股等。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【通信】博通上调四季度指引，新增大客户 XPU 需求旺盛，全球 AI 景气度持续上行——行业周报-20250907

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002

博通上调四季度指引，新增大客户订单预计创收百亿美元

据博通 2025 财年三季度报，FY2025Q3 实现总营收 159.52 亿美元，同比增长 22%，实现 GAAP 净利润 41.40 亿美元，较 2024 年同季度扭亏为盈，得益于 AI 半导体等业务的可观增长。由于 AI 和 VMware 的持续推动，公司 FY2024Q4 总营收指引为 174 亿美元，同比增长 24%。公司半导体营收达到 92 亿美元，同比增长 26%，其中 AI 半导体板块实现营收 52 亿美元，同比增长 63%，占半导体业务营收 57%。

公司现有三大客户对 AI 定制加速卡需求延续高景气，新增的第四个大客户将带来更旺盛的 XPU 需求，预计 2026 年起放量出货，第四个大客户预计带来的 10 亿美元 AI 机架订单将在 2026 年第三季度完成。公司已推出新一代高速率交换芯片 Tomahawk6 (102TB)，在相同计算集群规模下可将网络架构从三层降至两层，显著降低延迟和功耗，路由器 Jericho4 (51.2T) 可处理 20 万节点集群，推动公司 AI 收入稳步提升。

CEO Hock 表示公司以太网解决方案可通过调整将延迟降至 250 纳秒以内，甚至优于 NVLink 和 Infiniband。公司 FY2025Q4 AI 半导体板块的营收指引为 62 亿美元，同比增长 66%，由于客户投资力度不减，该部分收入增长已连续保持 10 季度并预计持续到下一季度。高速网络在 AI 算力集群中不可或缺，前端+后端网络组网规模升级有望拉动对光模块和交换机需求持续增长。此外，以太网在大型 AI 网络中渗透率持续提升，相比 IB 网络，以太网组网生态较为开放、更加灵活，组网成本更低，重视 AI+以太网产业链。

美团技术团队发布并开源新模型，技术迭代加速刺激算力需求

2025 年 9 月 1 日，美团技术团队发布 LongCat-Flash-Chat 模型并同步开源。模型总参数量 560B，是一款采用混合专家模型架构的非思考型基础模型，每个 Token 依据上下文需求仅激活 18.6B~31.3B 参数，模型 30 天内即完成高效训练并在 H800 上能够实现单用户 100+tokens/s 的推理速度，输出成本低至 5 元/百万 Token。AI 大模型快速迭代，推动 AI 从技术演示走向大规模商业化落地，有望进一步拉动智能算力需求。

持续看好全球 AI 算力链共振

(一) 光模块&交换机。推荐标的：中际旭创、新易盛、天孚通信、中兴通讯、盛科通信、紫光股份等；

(二) AIDC 机房侧。推荐标的：英维克（液冷全链条自研龙头）、光环新网、奥飞数据、新意网集团、润泽科技、宝信软件等；

(三) AI 服务器。推荐标的：中兴通讯、紫光股份等；

(四) AI 应用。推荐标的：广和通等；

(五) 光纤光缆。推荐标的：中天科技、亨通光电等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦。

【公用事业】欧盟通过 54 亿欧元聚变投资提案，杭氧股份布局可控核聚变领域——行业周报-20250907

周磊（分析师）证书编号：S0790524090002 | 黄懿轩（联系人）证书编号：S0790125070014

板块回顾：多数细分环节的市场表现不佳，个股普遍下跌

本周（9 月 1 日至 9 月 5 日）可控核聚变板块下，多数细分环节的市场表现不佳，个股普遍下跌，电源总成细分环节的市场表现分化。具体来看，应流股份（+11.5%）、新风光（+11.0%）、赛晶科技（+6.0%）涨幅居前；爱科赛博（-16.7%）、四创电子（-15.3%）、国光电气（-9.2%）跌幅居前。细分环节来看，可控核聚变板块下各环节本周均下跌，其中磁体（-5.9%）、真空室等金属锻件（-5.0%）、电源总成（-3.8%）跌幅居前，其他设备或部件跌幅较小（-0.7%）。

行业动态：英韩开启 STEP 二阶段合作，欧盟通过 54 亿欧元聚变投资提案

英韩 STEP 项目合作研发聚焦高温超导电缆领域，一阶段合作研发已制成 3.6 米原型电缆，可承受 10.9T 的外部磁场、91kA 的电流以及高达 100 吨的电磁力；二阶段合作研发将继续聚焦于提升原型电缆性能，并将电缆长度

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

12 / 19

延长至数十米。欧盟委员会通过 2028-2034 年长期预算专项提案，欧洲原子能共同体研究与培训计划所获 67 亿欧元拨款中，将有 54 亿欧元直接用于聚变能源开发，重点支持 ITER 国际热核聚变实验堆（40 亿欧元）和聚变研究（14 亿欧元）等关键项目。

个股动态：杭氧股份加入安徽省聚变产业联合会，布局可控核聚变领域

杭氧集团公众号披露，公司作为中国深低温领域的龙头企业，近日正式成为安徽省聚变产业联合会的一员。核聚变装置运行过程中，需要极端低温环境来实现超导磁体的冷却和等离子体约束，杭氧可提供包括氮制冷系统、氦制冷系统及涵盖气体提取-储运-制冷-回收全产业链的整体解决方案，配套关键核心设备。杭氧未来将持续重点培育新质生产力，布局可控核聚变在内的战略新兴产业，助力我国核聚变能源从基础研究迈向工程实现与商业应用的进程。

本周观点：装置研发建设稳步推进，看好板块景气度上行

全球范围内核聚变科学装置研发建设稳步推进，看好核聚变板块景气度上行，关注磁体、主机和电源等核心部件。受益标的：（1）磁体环节：西部超导（低温超导线材）、永鼎股份（高温超导带材）、上海超导（高温超导带材）、联创光电（高温超导磁体服务）等；（2）真空室和堆内构件：合锻智能（真空室、第一壁、包层和偏滤器）、国光电气（第一壁、包层和偏滤器）、安泰科技（第一壁、包层和偏滤器）等；（3）电源总成：英杰电气（磁体电源和 PSM 电源）、爱科赛博（磁体电源和 PSM 电源）、四创电子（PSM 电源）、新风光（磁体电源）、赛晶科技 H（脉冲电源）等；（4）微波和电源器件：旭光电子（真空脉冲功率器件等）、国力股份（氢闸流管、回旋管、速调管）、宏微科技（IGBT）、王子新材（电容）等；（5）燃料增殖和循环：国光电气（氚工厂）等；（6）检测设备：皖仪科技（氦检漏、真空检漏）等。

风险提示：商业化进度不及预期、资金投入不及预期、技术路线变化风险。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第三十二期）：2025 低空经济发展大会在芜湖开幕，四创电子“低空雪亮”安全监管系统亮相——行业周报-20250906

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

2025 低空经济发展大会在芜湖开幕，四创电子“低空雪亮”安全监管系统亮相

（1）行业政策：近日，大湾区低空经济联盟向特首政策组递交《2025 年施政报告建议书》，呼吁率先推动建筑、物管及物流行业低空经济应用落地。建议包括成立“低空管理局”统筹监管，搭建“低空交通管理平台”规划航线，并建设政府内部“低空城市治理公用平台”解决数据共享问题。（2）行业动态：9 月 5 日，2025 低空经济发展大会在安徽芜湖开幕，为期三天，主题为“场景创新引领安全有序发展”。作为世界制造业大会重点活动，大会设 1 场主报告会及多场平行论坛，3 万平方米展区汇聚全球低空经济前沿成果。开幕式上，芜湖发布低空智联系统，国家低空经济融合创新研究中心发布《低空经济发展研究丛书》，中国电科、中国电信等企业发布重大成果，现场还举行了重大项目签约交付仪式。中国电科 38 所首次发布“萤火虫 I”超近程雷达，同步提出“低空雪亮”理念，通过充分复用城市现有基础设施，整合地面“视频网”和低空“监视网”，构建了多源感知、分级防控、空地协同的“立体防护网”。四创电子展示“低空雪亮”安全监管系统解决方案，其“低空之城”样板工程已覆盖 5 平方公里区域，实现对无人机、城市空中出行（UAM）等目标的统一管控，可精准识别“合作/非合作目标”。（3）基金支持：9 月 1 日，浙江省首只省级低空经济产业基金——浙江空港低空经济股权投资合伙企业完成备案，目标总规模 30 亿元，首期到位 10 亿元。基金由省机场集团联合省国资运营公司等发起，聚焦科创型企业投资，形成“省级统筹+市级支撑+区级落地”资本协同网络，助力浙江抢占低空经济发展高地。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：同比-1.9%，A股标的的中岭南控股领涨

9月1日-9月5日低空经济A股相关标的平均涨跌幅为-1.9%，涨幅前五标的分别为岭南控股（+22.9%）、国轩高科（+20.7%）、欣旺达（+19.8%）、鹏辉能源（+18.7%）、孚能科技（+17.4%）；跌幅前五标的分别为中无人机（-20.3%）、长源东谷（-12.9%）、纵横股份（-12.4%）、中科星图（-12.3%）、四川九洲（-10.9%）。美股方面，亿航智能（+2.1%）、EveHolding（-0.3%）、JobyAviation（-4.9%）、ArcherAviation（-5.0%）、VerticalAerospace（-5.1%）。

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。

【非银金融】整体符合预期，代销渠道马太效应或加剧——渠道降费政策点评-20250906

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

2C尾佣分成未变，调降申赎和销售服务费率，整体符合预期

9月5日晚，证监会修订发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》，核心要点如下：

（1）降低认申购费率。将股票型基金、混合型基金、债券型基金的认申购费率上限分别调降至0.8%、0.5%、0.3%（调前股票和混合型基金的认购/申购费率上限均为1.2%/1.5%，债基为0.6%/0.8%）。同时，鼓励销售机构在覆盖成本前提下，进一步加大认申购费打折力度（目前三方渠道A类基金申购费率普遍一折，首发认购部分打折）。

（2）优化赎回费安排。将赎回费全部计入基金财产（此前部分归基金销售机构所有），并将四档赎回费率安排简化成三档。同时，优化7日、30日、6个月持有期限的赎回费安排，引导长期投资。

（3）调降销售服务费并设定上限。将股基和混合型基金、指数基金和债券基金、货基的销售服务费率上限分别调降至0.4%/年、0.2%/年、0.15%/年。我们测算，2025H1全市场AUM加权销服费率：股混（除指数）为0.48%、指数（被动和增强）为0.25%、债券类0.19%、货基为0.17%。对持有期超过1年的基金份额（货基除外），不再收取销售服务费。

（4）聚焦个人客户服务，2C尾佣比例不变。对个人客户销售保有量，维持现行50%客户维护费比例不变；对机构投资者销售权益类基金的保有量维持现行30%比例不变，其他基金不得超过15%（原为30%），鼓励销售机构提升个人客户服务能力。

（5）明确平台法律定位。明确基金行业机构投资者直销服务平台（FISP平台）的法律依据及功能定位，要求行业机构积极对接平台，并鼓励机构投资者通过FISP平台申赎公募基金，增强行业直销服务能力。

让利投资者，预计相关渠道费降低34%，对东方财富、券商收入影响有限

（1）总体看，预计第三阶段基金销售费用改革每年整体降费约300亿元，降幅约为34%。10月5日结束征求意见，执行时间未确定。（2）东方财富：我们预计天天基金代销收入中50%是尾佣，剩余是申赎和销服费，考虑原有申购费打一折且销售服务费未全部按上限收取，预计对申赎和销服费影响程度是-20%至-30%，对天天基金收入影响-10%至-15%。2025H1天天基金收入占比17%，因此预计对东方财富整体收入影响-2%至-3%。（3）传统券商：2025H1上市券商代销收入占比2.2%，渠道降费对券商整体收入影响较小。

符合预期，修正“重首发”现象，行业马太效应强化

我们认为本次降费细则符合预期，2C尾佣分成未变，主要针对前端申赎和C类份额销售服务费整改，实际让利给投资者。新规对于依赖前端申购费的银行和券商渠道影响较大（三方前端收费普遍打折），对于依赖C类份额销售服务费的三方渠道有一定影响，政策旨在改变渠道“重首发，轻持营”的现状。预计降费后，基金代销渠道马太效应加强，头部渠道凭借规模效应与品牌效益抢占更多份额，线下中小渠道综合投入产出比后或退出竞争，推荐互联网财富管理龙头东方财富。考虑到当前股市向好，主动权益基金有望复苏，看好券商财富管理主线。

风险提示：市场波动风险、降费影响超预期。

【化工】纺服“金九银十”旺季到来，粘胶短纤、氨纶等库存下跌——行业周报-20250906

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 宋梓荣（分析师）证书编号：S0790525070002

本周行业观点：纺服“金九银十”旺季到来，粘胶短纤、氨纶等库存下跌

粘胶短纤：本周（9月1日-9月5日）粘胶短纤市场整理运行。据百川盈孚数据，截至9月1日，粘胶短纤市场均价为12950元/吨，较上周同期价格持平。本周原料主料溶解浆市场价格坚挺，辅料液碱市场持续挺价，硫酸市场小幅下跌，成本端走势上行；周内粘胶短纤行业供应量变化不大，场内整体库存水平不高，供应端支撑尚存；终端市场需求暂无明显改善，坯布市场成品库存较大，下游纱企存有一定避险情绪，多执行前期订单为主，按需补货，需求端支撑有限。综合来看，原料端市场价格小幅探涨，成本端支撑较好，场内库存水平维持低位，下游纱厂消耗原料库存为主，业者多等待粘胶短纤大厂新一轮价格政策，粘胶短纤市场价格延续平稳走势。截至9月5日，粘胶短纤库存为12.75万吨，较8月29日下降12.97%。【推荐标的】三友化工。【受益标的】中泰化学。

氨纶：本周（9月1日-9月5日）国内氨纶市场暂稳整理。据百川盈孚数据，截至9月1日，国内氨纶40D市场均价23000元/吨，较上周市场均价持平。主原料市场价格下行，辅原料市场价格维稳，成本面对氨纶市场支撑虽减弱，然考虑到行业利润亏损下，工厂新月对外报盘持稳为主，市场价格僵持。截至9月4日，浙江地区氨纶20D市场主流参考价25000-28000元/吨，氨纶30D市场主流参考价24000-27500元/吨，氨纶40D市场主流参考价21500-24500元/吨，场内存低价货源。截至9月5日，氨纶库存为16.90万吨，较8月29日下降0.17万吨。

【推荐标的】华峰化学；【受益标的】新乡化纤等。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【铬盐】振华股份；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】博源化工、三友化工等；【其他】黑猫股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺、恒逸石化、华鼎股份等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、湖北宜化等；【硅】新安股份；【氯碱行业】中泰化学、新疆天业等；【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】卓越新能、万凯新材、华谊集团、中触媒、光华科技等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注1。

【化工】粘胶：多元驱动需求增长，供需紧平衡，涨势再起——行业深度报告-20250905

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001

多元驱动，2023-2024年粘胶短纤需求同比增长

根据百川盈孚数据，2023年及2024年，粘胶短纤的表观消费量分别为381、409万吨，同比增速分别为9.74%、7.28%。2025年H1，粘胶短纤的表观消费量为196万吨，同比仅下滑1.00%，在关税争端比较激烈的情况下，粘胶短纤同比下滑幅度较小，足见其需求韧性。下游来看，根据百川盈孚数据，2023和2024年国内纺服消费分别同比增长12.9%、0.3%，2025年1-6月中国服装鞋帽、针、纺织品类零售额累计达到7426亿元，同比增长3.10%。下游高景气度有力支持粘胶短纤需求向上。新技术应用方面，根据中国纱线网2025年3月报道，我国短纤纺纱主要是以环锭纺、气流纺、涡流纺为主，涡流纺市场份额占10%左右。由于涡流纺具有流程短、速度快、智能化、绿色环保等优势，发展十分迅猛。根据中国纱线网预测数据，涡流纺纱的市场份额将逐步提高到25%，即在现有

的 4000 台基础上每年增加约 600 台。涡流纺技术更适用于化学纤维，但在天然纤维的应用上仍面临一定的挑战。我们认为，下游持续布局涡流纺设备，有望推动粘胶短纤需求增长。

2021 年以来，粘胶行业产能整合，行业集中度持续提升

2017 年，工信部发布《粘胶纤维行业规范条件》，要求新建粘胶短纤项目单线产能高于 8 万吨，产品差别化率高于 30%，2024 年工信部更新《规范》，要求新增产能采用产污强度小、节能环保的工艺和设备，旨在提高行业环保水平，淘汰落后中小产能。叠加行业内中小厂商盈利不足，近年来国内粘胶短纤有效产能有所下降。根据百川盈孚数据，粘胶短纤有效产能自 2021 年达到峰值 513 万吨后，2024 年粘胶短纤有效产能降至 488.5 万吨，下降幅度为 4.8%。粘胶短纤行业自 2018-2020 年产能扩张开始，头部企业通过产能扩张、同业收购等方式逐步整合中小产能，目前粘胶短纤行业产能主要集中在赛得利（189 万吨/年）、中泰化学（88 万吨/年）、三友化工（83 万吨/年），CR3 高达 69.77%。

2025 年 6 月 13 日以来，粘胶短纤行业高开工、低库存，价格呈现上涨趋势

根据百川盈孚数据，截至 8 月 22 日，粘胶短纤行业库存为 15.16 万吨，按照行业名义产能 516 万吨；装置一年稳定运行 330 天折算，当前粘胶短纤工厂库存仅为 9.7 天，处于历史较低水平；行业开工率为 87.6%，明显处于高位。原料方面，2025 年以来，主原料溶解浆价格呈现下跌趋势，而粘胶短纤价格相对坚挺，价差有所扩大。根据 CCF，8 月 11 日，粘胶短纤南方大厂出台新一轮签单政策价格整体提升 150 元/吨左右。根据央视新闻报道，中美双方自 2025 年 8 月 12 日起各自对双方商品再次暂停实施 24% 的关税 90 天。随着国内金九银十纺服、海外“黑五”以及“圣诞节”等纺服旺季到来，以及在关税争端继续暂缓背景下，纺服订单有望复苏，看好粘胶短纤需求增长，供需紧平衡下，粘胶价格继续上涨。

推荐标的：三友化工；受益标的：中泰化学。

风险提示：原材料价格大幅波动、下游需求萎缩、行业新增产能超过预期。

【社服：巨星传奇(06683.HK)】2025H1 新消费业务高增，明星 IP 变现模式深化——公司信息更新报告-20250906

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

2025H1 经营稳健向上，集团营收创历史新高

2025H1 公司实现营收 3.55 亿元/同比+33%；归母净利润 1027 万元/同比-58.9%，表观利润下滑主要系证券投资亏损因素干扰；经调整净利润 2762 万元/同比+8.5%。2025H1 公司持续深化明星 IP 运营，内容/产品创新双线发力，考虑到公司 IP 业务处于业务扩张期，盈利端短期有所承压，我们下调 2025-2026 年盈利预测（原值为 1.51/2.05 亿元），并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.65/1.16/1.67 亿元，对应 EPS 为 0.1/0.1/0.2 元，当前股价对应 PE 为 134.5/75.8/52.5 倍，公司核心艺人 IP 稀缺性显著且变现渠道多元，期待后续深化运营驱动 IP 势能向上，与新消费业务实现双向赋能，维持“买入”评级。

多维内容 IP 矩阵成型，赋能自有品牌销售高增

IP 运营业务：2025H1 公司新上线综艺节目《周游记 3》、《跟我骑就对了》、《50 而已》热播，实现收入 1.44 亿元/同比-8.2%，其中电视节目制作/娱乐视频制作/活动策划/明星 IP 管理/授权费创收 7039/1873/2744/1880/542 万元，同比-19.3%/+744%/+52.2%/-52%/-37.3%。新消费业务：实现收入 2.1 亿元/同比+91.5%，其中魔胴咖啡系列新品“西西里咖啡”借助《周游记 3》营销效应打破抖音咖啡赛道单日 GMV 历史记录，2025H1 终端销售额约 2860 万元；此外护肤品牌“盈养博士”旗下新产品聚能多酚饮终端销售额约 1310 万元，公司 IP 赋能新零售模式再获验证。

超级 IP 矩阵有望扩容，“IP 势能×渠道扩张”逻辑清晰

2025H1 公司销售/管理费用同比+48%/-12%，综合毛利率/销售费用率/管理费用率为 44%/19.7%/13.2%，同比 -6.3/+2.0/-6.9pct，销售费用端合理扩张以强化渠道布局。展望未来，凭借稀缺明星 IP 运营经验，公司将专注于开发原创 IP 与联合国际巨星共创明星 IP，加速构建全球艺术家资源池。新消费业务上，重点推进“周同学”及其他 IP 自营产品研发，覆盖潮玩、服装、饰品和陪伴型机器人等多元化品类，进一步放大 IP 商业价值；此外截至 2025H1 公司线下机器人商店数量超过 70 台，后续将加码实体店等线下场景布局。

风险提示：明星流失或声誉受损、产品质量风险、娱乐行业政策变动等风险。

【海外：浪潮数字企业(00596.HK)】AI 项目场景更加丰富，看好公司业绩增长持续性——港股公司信息更新报告-20250905

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 杨哲（分析师）证书编号：S0790524100001

云转型、AI 项目落地稳健推进，后续纳入港股通有望显著驱动估值弹性

浪潮为国内第三大 ERP 行业龙头，云转型稳健推进、AI 项目持续落地且场景愈发丰富，相比金蝶、用友具备更好的业绩成长性和确定性，考虑到 AI 项目对云转型的赋能、公司盈利能力持续改善，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 5.5/7.3/8.9 亿元（前次为 5.2/6.8/8.5 亿元），同比增长 43%/32%/22%，当前股价对应 2025-2027 年 PE 估值为 17.7/13.4/10.9 倍，后续公司纳入港股通、利润改善超预期有望提升估值弹性，维持“买入”评级。

2025H1 收入及利润稳健增长，云业务同比扭亏为盈

公司于 9 月 4 日召开业绩交流会，2025H1 公司实现收入 43.4 亿元，同比增长 4.9%，实现归母净利润 1.83 亿元，同比增长 73.3%（此前盈喜公告归母净利润区间为 1.8-1.9 亿元），其中管理软件/云服务/IOT 同比变动 -0.3%/+30%/-4%，云业务增速可观，反映出《79 号文》背景下央企国企信息化转型升级仍保持较高景气度。公司实现毛利率 23.4%，同比提升 1.4pcts，研发费用率/管理费用率/销售费用率同比减少 1.4/0.3/持平 pcts，规模效应持续显现，并带动利润率改善，分业务看管理软件/云服务/IOT 分部盈利率 15.4%/1.6%/1.0%，同比提升 1.0/8.8/持平 pcts，云业务首次实现上半年扭亏为盈。

AI 落地场景持续丰富，看好 AI 赋能下云业务增长的持续性

自公司实行“AIFirst”战略以来，AI 业务发展已出具成效，目前公司海岳商业 AI 已覆盖 10+领域，具备 100+开箱即用的智能体，入选 IDC 工业、财务、人力、企业级 AI Agent 代表厂商，并已经落地如智能招采、财务共享中心、医药行业智能化升级、盐化工智控等标杆项目，落地场景较年初更为丰富。与友商相比，我们认为浪潮的优势在于聚焦垂类 agent，中大型国央企市场尽管项目制居多，但亦可根据垂类数据进行更深度的模型训练与应用，实现数据的飞轮效应。此外，参考海外经验，AI 应用亦有望加快企业转云的进程。尽管当前公司稳健的增长得益于《79 号文》背景下企业数字化转型，但 AI 项目的持续落地无疑能够强化公司业务增长的持续性。

风险提示：企业上云进度不及预期；市场竞争加剧；大客户拓展不及预期。

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。

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。

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