

2025 年 09 月 07 日

行业分化下，市场的配置思路发生变化

策略研究团队

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

weijixing@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

简宇涵（分析师）

jianyuhuan@kysec.cn

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。

相关研究报告

《居民参与股市的生态变化：ETF—投资策略专题》-2025.9.3

《机构关注度环比回升：机械、医药、汽车—机构调研周跟踪》-2025.9.2

《2025 年中报：结构重于全局、科技为先—投资策略专题》-2025.9.1

目 录

1、 坚定牛市思维，双轮驱动，科技为先	3
2、 业绩视角：行业盈利分化，结构重于全局.....	4
3、 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.....	6
4、 行业分化下，市场的配置思路发生变化.....	8
5、 风险提示	9

图表目录

图 1： 当前 A 股证券化率仍不及前两轮“指数牛”	3
图 2： 2025 年中报业绩一览：科技制造业处于较高的盈利增速期.....	5
图 3： 过去 3 个月，非宽基型 ETF 和宽基型 ETF 净流入趋势相反.....	6
图 4： 历史上 A 股在赚钱效应出现后新发主动管理基金均显著上行，但本轮在 2 大居民资金大级别入市条件具备的背景下规律却失效.....	7
图 5： “双轮驱动”投资图谱.....	8

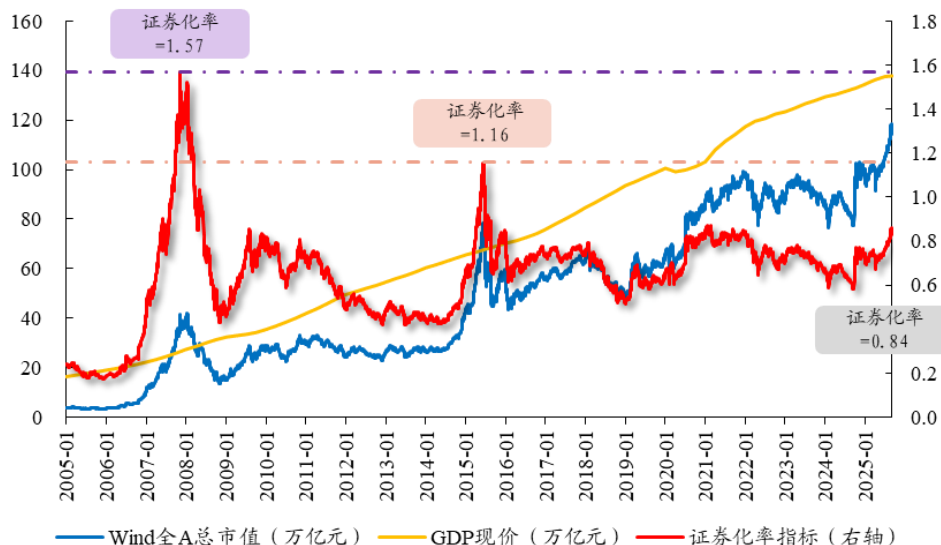
1、坚定牛市思维，双轮驱动，科技为先

市场突破后，我们对于指数的长期突破仍维持乐观判断：（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。

（1）证券化率视角下，当前估值空间充足，仍持续看好

对比过去显著指数牛，当前估值空间充足。我们于 2025 年 8 月 22 日发布的报告《证券化率看牛市估值》中指出，将证券化率指标（股市总市值与 GDP 之比）作为识别估值高点的有效参考工具。在 2005-2007 年与 2014-2015 年的指数牛阶段，该指标分别上升至 1.57 和 1.16。当前证券化率为 0.84，整体估值或仍有一定上行空间。

图1：当前 A 股证券化率仍不及前两轮“指数牛”



数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）市场双轮驱动，科技为先

我们多篇报告一直明确：市场的结构是【双轮驱动】：其一为全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性，其二为“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情。在双轮驱动行情下，“坚守自我，科技为先”尤为重要。

科技板块内，如果有投资者相对畏高，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。

2、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。结构上，重视扩张型和反转型盈利高增长行业，包括电子、机械设备、家用电器、有色金属、非银金融，反转型的盈利高增长行业，包括计算机、农林牧渔、钢铁。

（1）中报总量平淡，结构性复苏突出

2025 年中报，全 A 营收增速转正、盈利增速放缓，2025 年 H1 全 A 的营收同比增速为 0.04%，净利润同比增速为 2.40%。A 股中报业绩的整体相对平淡与 A 股 6 月中旬以来量价齐升的表面背离，我们认为，并不意味着市场表现与基本面的脱钩。解剖市场突破的核心动力，在宏观预期相对缺位下，中微观线索的再度丰富，结构性的产业复苏和产业化加速，让多方资金聚焦于细分方向，成为本轮行情的主要驱动因素。

（2）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

当下的两个重要宏观背景，决定了结构性复苏或先于全面复苏，且结构性复苏的弹性或更大。第一个重要宏观条件，在历经 40 余年的改革开放后，中国经济已然天翻地覆，经济基础的变化意味着绝大多数行业难复现昔日的高增长。这意味着如果停留在总量弹性视角下对比过去，结论通常是不如人意，即中国经济增速和 A 股业绩的弹性可能会在较长的周期内仍相对有限。

更重要的是第二个重要宏观条件，中国正处于经济转型升级的重要时点，结构弹性将远远领先于全市场弹性，当前比过去更乐观。当前时点，中国经济的一端是传统产业的周期性调整，另一端是技术密集型产业的快速发展。年初以来，DeepSeek、宇树机器人、哪吒、创新药多个创纪录 BD 大单等现象级产业现象轮番演绎，高层会议释放民营经济活力，经济发展动能从政策依赖边际转向活跃的产业驱动，且部分行业已显露技术突破、业绩快速增长的迹象。据此，我们认为，经济正处于新一轮行业结构性高增长的早期阶段，当下比过去更值得乐观。

（3）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

结构视角下，2025 年中报的结构性复苏主要体现在两方面：①大类板块来看，盈利高增长的行业多集中在科技制造业，消费和周期表现分化，地产建筑处于盈利周期的筑底阶段。②扩张型的盈利高增长的行业包括，科技制造（电子、机械设备）、消费（家用电器）、周期（有色金属）、大金融（非银金融）；反转型的盈利高增长行业包括，计算机、农林牧渔、钢铁。

图2：2025 年中报业绩一览：科技制造业处于较高的盈利增速期

2025年中报业绩一览（全口径）																
板块行业			营收累计同比		利润累计同比		累计净利润（亿元）						中报净利润累计同比：中位数 （按市值分布）			
			2025年H1	2025年Q1	2025年H1	2025年Q1	2020年H1	2021年H1	2022年H1	2023年H1	2024年H1	2025年H1	高于200亿	100-200亿	50-100亿	低于50亿
科技制造	计算机	盈利改善	11.5%	16.1%	40.4%	698.6%	188.2	224.7	148.3	154.0	91.7	128.8	20.1%	0.2%	12.4%	3.4%
	传媒	盈利改善	4.1%	5.6%	28.7%	39.1%	194.6	281.4	210.6	240.4	169.2	217.8	8.3%	8.8%	17.7%	-28.9%
	电子	盈利扩张	19.1%	18.3%	28.4%	31.6%	439.5	924.3	847.6	468.2	671.6	862.6	26.1%	9.2%	3.7%	-8.5%
	机械设	盈利扩张	7.3%	10.0%	18.1%	24.0%	484.3	722.8	625.1	663.1	646.3	763.1	16.5%	8.8%	5.9%	0.9%
	通信		3.0%	2.4%	7.7%	6.7%	104.4	911.7	1090.1	1187.7	1276.5	1374.7	11.7%	20.4%	-24.2%	-10.1%
	电力设备	盈利改善	4.7%	3.1%	5.5%	-12.8%	407.9	697.4	1286.8	1468.9	663.1	699.4	8.6%	14.8%	6.9%	-6.6%
	国防军工	盈利改善	-0.5%	-13.8%	-9.4%	-25.9%	140.1	172.2	189.0	201.5	190.5	172.7	-13.9%	11.8%	14.9%	-28.5%
消费	农林牧渔	盈利改善	8.9%	8.0%	166.0%	1509.5%	370.5	151.4	1120.8	191.1	102.8	273.5	50.3%	50.3%	0.9%	14.2%
	家用电器	盈利扩张	8.3%	12.7%	12.8%	25.1%	318.9	449.4	507.8	576.3	621.5	701.1	15.6%	4.8%	0.3%	-7.7%
	社会服务		5.1%	4.2%	1.3%	4.9%	-17.0	16.3	-13.3	46.6	50.0	50.6	-	16.8%	-2.8%	3.9%
	汽车		7.3%	7.0%	0.6%	14.6%	351.8	612.2	495.1	642.1	816.8	822.1	10.2%	19.0%	6.1%	3.6%
	食品饮料		2.5%	2.6%	-0.6%	0.3%	744.9	866.4	980.0	1125.4	1284.3	1276.7	1.1%	-17.5%	-14.9%	-13.4%
	医药生物	盈利改善	-2.7%	-4.1%	-3.9%	-8.7%	821.2	1202.1	1328.2	1051.8	1031.3	991.5	4.5%	-5.0%	-6.4%	-13.3%
	纺织服装		-5.2%	-13.1%	-8.4%	-5.0%	90.4	171.0	149.2	158.0	161.5	147.9	-9.5%	-6.2%	-24.3%	-1.4%
	美容护理		5.4%	6.2%	-14.3%	-15.2%	42.6	44.6	43.0	53.9	57.1	48.9	13.8%	4.4%	6.4%	7.4%
	商贸零售		-8.6%	-9.8%	-19.7%	-10.5%	131.2	171.8	155.7	183.7	146.9	117.9	-45.5%	2.1%	-6.3%	-2.5%
地产建筑	建筑材料		-4.9%	-1.6%	43.6%	384.0%	330.5	481.3	348.7	211.2	82.2	118.0	62.0%	-5.2%	-48.6%	-1.5%
	建筑装饰		-5.9%	-6.3%	-6.6%	-8.5%	707.5	976.4	1033.2	1091.4	979.5	914.8	-13.8%	-10.8%	1.7%	-3.6%
	轻工制造		0.0%	-0.2%	-23.1%	-16.9%	126.2	243.4	168.7	149.8	181.5	139.5	7.2%	-4.0%	-7.1%	-17.8%
	房地产		-11.9%	-7.8%	-234.1%	-979.1%	755.1	672.3	415.2	364.5	114.6	-382.9	-14.6%	22.6%	-16.3%	-20.9%
周期	钢铁	盈利改善	-9.2%	-10.0%	157.2%	534.1%	245.1	820.5	386.8	112.2	51.1	131.4	29.9%	29.4%	20.1%	-31.4%
	有色金属	盈利扩张	6.6%	7.9%	35.9%	68.2%	134.4	497.2	1007.3	719.3	701.5	953.6	27.2%	3.4%	10.5%	3.5%
	基础化工		2.3%	5.8%	4.2%	13.5%	421.4	1148.3	1416.9	700.8	669.1	696.9	13.7%	11.6%	10.0%	-3.9%
	交通运输		-0.7%	0.4%	2.7%	1.9%	57.5	911.9	698.6	847.2	946.1	971.6	3.9%	7.7%	-9.0%	-9.9%
	公用事业		-3.1%	-2.8%	0.9%	10.9%	732.3	863.9	752.8	983.7	1153.3	1163.7	-0.5%	-14.3%	-3.0%	20.7%
	环保		1.1%	3.5%	-3.8%	4.6%	116.2	170.3	158.5	162.9	164.1	157.8	0.6%	8.9%	3.1%	1.9%
	石油石化		-8.4%	-6.8%	-14.5%	-6.3%	-393.0	1604.0	2285.9	1970.4	2190.8	1873.1	-12.8%	-	-31.5%	14.9%
	煤炭		-19.5%	-18.1%	32.3%	-28.2%	443.5	737.4	1508.8	1101.0	791.1	535.7	-39.6%	-48.5%	-40.3%	-191.6%
大金融	非银金融	盈利扩张	7.7%	3.9%	18.4%	21.3%	2217.4	2542.6	2279.3	2521.8	2539.1	3005.2	42.2%	21.4%	21.0%	22.3%
	银行		1.0%	-1.7%	0.8%	-1.2%	8606.9	9779.6	10511.6	10874.4	10917.6	11001.4	2.0%	5.1%	-	-
综合	综合	盈利改善	-4.2%	-2.5%	1035.2%	301.9%	16.2	11.0	9.7	-2.1	-0.1	5.7	-	-	7.3%	23.2%
合计：		-	0.04%	-0.15%	2.40%	4.02%	19331	29080	30904	29939	29234	29935	9.2%	5.5%	1.7%	-3.4%
非金融		-	-0.45%	-0.20%	0.96%	5.21%	8506	16758	18113	16543	15777	15929	-	-	-	-

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：数据截至 2025 年 8 月 31 日；右侧区域“-”代表公司数小于 3，样本量不足不予统计）

3、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”。

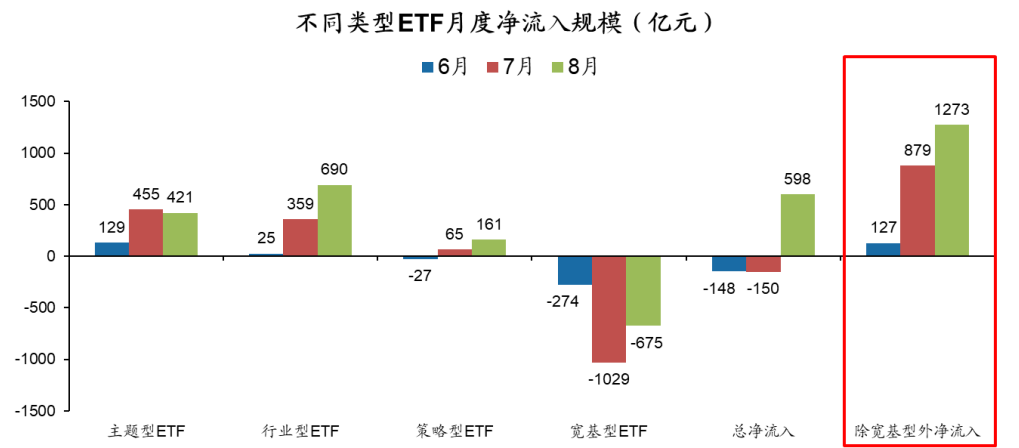
居民资金入市方式变化下，带来的投资建议：（1）**ETF权重股或强于微盘股**，ETF的流入强化“龙头”风格，尤其是ETF权重股重要性提升。（2）**选行业或将比选股更重要**，未来行业间的分化或将会远大于历史经验值，赚钱效应或更为集中化。

（1）6月以来，非宽基ETF规模快速扩张

6-8月非宽基型ETF的规模快速扩张，净流入达到2279亿元。其中，三类非宽基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；宽基型ETF连续3个月净赎回，净赎回规模较大。

宽基型ETF的特殊，导致直接看ETF净流入规模并不大，让部分投资者误以为居民资金并没有通过ETF渠道显著流入市场，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”。

图3：过去3个月，非宽基型ETF和宽基型ETF净流入趋势相反



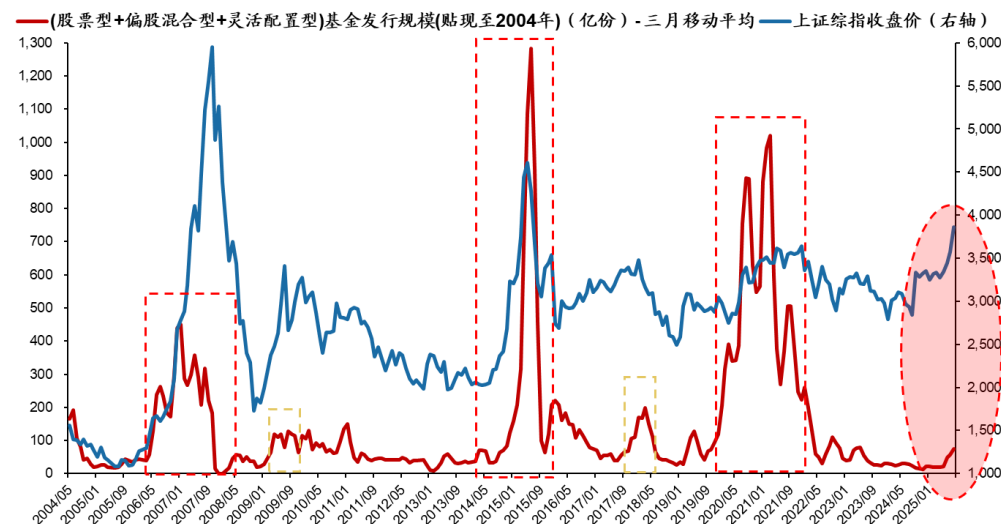
数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）这次居民资金入市的不同：ETF vs 主动管理 vs 自主开户

本轮“牛市行情”主动管理新发规模上行乏力。历史上来看，居民资金入市的重要观测指标是主动管理基金的新发规模。过去3次居民资金大级别的入市，均具备的2大显著条件与特征：（1）银行理财、国债、货基、地产在过去6个月的收益率趋势总体下行。（2）居民需要观察到A股持续的明显赚钱效应，至少在居民资金大举入市前的4个月，上证综指和全A大幅上涨。对于中级别入市，以上条件则至少满足1条。

但本轮 A 股这样的规律却显著的失效了：在 2 大居民资金大级别入市的条件均具备的当下，主动管理新发规模却上行乏力。我们认为其核心原因就是居民资金入市的方式由主动基金变成了 ETF。背后有 4 大原因：ETF 产品丰富度高、弹性高；渠道便利性高；费用低；决策成本低。

图4：历史上 A 股在赚钱效应出现后新发主动管理基金均显著上行，但本轮在 2 大居民资金大级别入市条件具备的背景下规律却失效



数据来源：Wind、开源证券研究所

部分投资者引用开户数数据来印证本轮居民资金尚未开启大举入市，我们认为这个观点忽略了居民资金入市方式的变化。部分投资者通过新开户数据测算：当前居民资金入市的幅度仅为 2024 年 10 月的 38.7%（265 万/685 万）。我们认为居民资金入市的方式已经发生了质的变化，由于 ETF 具备上述 4 大优势，居民资金除了直接开户入市外，ETF 或已成为居民资金入市的重要选择。

（3）投资启示：ETF 权重股或强于微盘股；选行业或将比选股更重要

ETF 的流入强化“龙头”风格，尤其是 ETF 权重股重要性提升。ETF 天然偏向权重股和龙头股，微盘股则缺乏 ETF 产品承接，在当下的市场环境下或存在虹吸效应。因此，在本轮居民资金入市的方式发生改变后，市场风格可能更向“龙头化”趋势演变，而成长风格的 β 从微盘、小盘成长扩散到中大盘成长，微盘股则行情更多呈现“主题性、短期性、波动性”。

行业之间的涨幅差异扩大，未来“选行业”可能比“选股”更重要。以往的“指数牛”中，主动基金会主动寻找估值洼地去填补，行业间涨幅差异有限，但本轮“指数牛”行业之间的涨幅差异显著扩大。这背后的原因也非常易于理解：①居民的投资方式改变成为 ETF；②主题和行业 ETF 更为集中。如果 ETF 仍然持续作为增量资金的重要入口，行业间的分化或将会远大于历史经验值，本轮指数牛赚钱效应或更为集中化，未来“选行业”可能比“选股”更重要。

4、行业分化下，市场的配置思路发生变化

无论从业绩视角，还是流动性视角，二者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，未来行业间的分化或将会远大于历史经验值。

具体看需要配置科技+军工+反内卷&PPI 扩散方向+稳定型红利。

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（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。

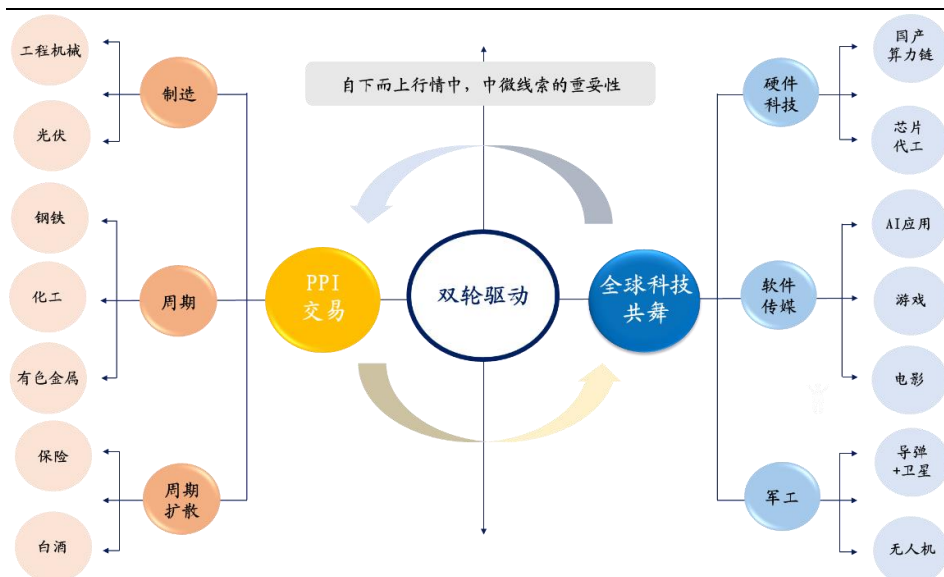
(2) 受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：有色金属、化工、钢铁、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。

(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。

图5：“双轮驱动”投资图谱



资料来源：开源证券研究所

5、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。

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