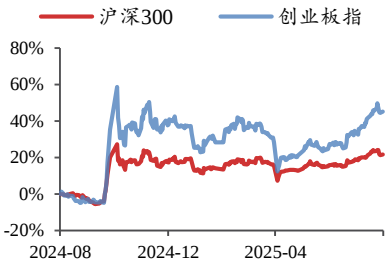


2025 年 08 月 05 日

开源晨会 0805

——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(%)
国防军工	3.062
机械设备	1.926
有色金属	1.870
纺织服饰	1.371
传媒	1.277

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
商贸零售	-0.465
石油石化	-0.361
社会服务	-0.209
综合	-0.129
建筑材料	-0.057

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】7 月出口或有韧性——宏观经济专题-20250804
- 【固定收益】增配中短端高票息城投，3-5Y 永续债具备骑乘机会——固收专题-20250803

行业公司

- 【机械】机器人成为智能大会焦点，产业关注应用场景落地——行业深度报告-20250804
- 【医药】减重赛道全球前沿进展跟踪（一）：Amylin 布局正当时——行业点评报告-20250804
- 【传媒】关注模型/Agent 推新迭代，布局 AI 应用、IP 新消费——行业周报-20250803
- 【建材】政治局经济政策布局，建材反内卷投资进行时——行业周报-20250803
- 【机械】轻量化，机器人商业化落地必答题——行业周报-20250803
- 【银行】增值税调整对银行配债行为及业绩影响——行业点评报告-20250803
- 【商贸零售】7 月抖音护肤韩束稳居第一，老铺黄金新天地店开业——行业周报-20250803
- 【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第二十七期）：深圳政策加码打造“低空经济第一城”，中创航空将亮相印尼应急救援博览会——行业周报-20250803
- 【社服】中餐精细化管理释放利润弹性，经济结构变革为技术学校带来机遇——行业周报-20250803
- 【地产建筑】新房成交面积环比增加，调控政策持续松绑——行业周报-20250803

研报摘要

总量研究

【宏观经济】7月出口或有韧性——宏观经济专题-20250804

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（分析师）证书编号：S0790525070004

供需：工业生产边际转弱，需求震荡偏弱运行

1.建筑开工：开工率仍处季节性低位。最近两周（7月20日至8月2日），石油沥青装置开工率、水泥发运率季节性位置仍位于历史中低位，磨机运转率进一步下行。基建、房建项目水泥出库量企稳，资金方面，建筑工地资金到位率同比低于2024年同期。

2.工业生产端，部分化工链与汽车钢胎开工率回落。最近两周，工业开工整体景气度仍处于历史中高位，部分化工链与汽车钢胎开工率有所回落。化工链中PX开工率回落至历史中位，汽车半钢胎开工率同比有所回落，焦化企业开工率处于历史中低位。

3.需求端，建筑需求偏弱，汽车、家电需求波动运行。最近两周，建筑需求弱于历史同期，螺纹钢、线材、建材表观需求低于历史同期。汽车销售同比分化运行，中国轻纺城成交量维持历史低位，主要家电线上销售表现偏强，线下销售表现偏弱。

商品价格：市场交易反内卷预期，国内工业品表现偏强

1.国际大宗商品：原油价格波动运行，铜、铝、黄金价格震荡偏强运行。

2.国内工业品：震荡偏强运行。国内商品市场交易反内卷预期，除部分建材外的其他多数国内定价工业品震荡偏强运行，南华综合指数震荡回升。细分品种下，黑色、煤炭、化工链多数产品均震荡偏强运行，建材中玻璃价格回升，沥青、水泥价格回落。

地产：新建与二手房成交仍弱

1.新建房：成交维持历史低位。最近两周（7月21日至8月3日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回升16%，从季节性上看弱于历史同期，较2023、2024年同期分别变动-38%、-17%。一线城市成交面积成交降幅略有收窄，较2023、2024年分别变动-30%、-20%。2024年9月地产政策放宽以来，部分需求得以一次性释放，新建房成交历史位置在2024年末上升至历史高位，2025年一季度以来已回落至历史较低位置，建议关注后续稳地产增量政策可能性。

2.二手房：成交量仍偏弱。价格方面，截至7月21日，二手房出售挂牌价指数环比有所回落；成交量方面，最近两周（7月21日至8月3日），北京、上海、深圳二手房成交仍弱，较2024年同期分别同比-8%、-2%、+2%。

出口：7月出口或仍有韧性

若美国不再继续推迟对除中国以外大多数地区的关税执行日期，7月或为全球大规模抢出口最后一个月。预测模型下，7月前31日出口同比+2.8%左右，而不考虑模型、根据图表指向的上海装载集装箱船数量同比指向出口同比在+7%左右。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

【固定收益】增配中短端高票息城投，3-5Y永续债具备骑乘机会——固收专题-20250803

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘瑞（分析师）证书编号：S0790525010001

政策动态和市场热点

国债、地方债及金融债利息收入恢复征收增值税

自 2025 年 8 月 8 日起，新发行的国债、地方政府债及金融债券利息收入恢复征收增值税，存量债券仍免税。政策调整背景一是当前债券投资已颇具规模，“资产荒”背景下，国债、地方债等安全资产已经具有较强吸引力，旨在培育债券市场的免税政策已实现其政策目标；二是财政也在主动寻求资金结构调整；三是政策调整有助于提升国债收益率曲线的基准性。此前，政府债投资人以持有到期为主，交易不活跃，造成市场流动性不足、流动性溢价较高，调整后政府债交易活跃度有望提升。本次调整对市场影响方面，短期或引发新老券利差波动，但中长期将提升国债定价基准功能，并为财政可持续性提供支持。

中央政治局会议强调“落实落细更加积极的财政政策”

2025 年 7 月 30 日，中央政治局会议指出，财政政策应“落实落细更加积极的财政政策”和“适度宽松的货币政策”，加快政府债发行使用，提高资金使用效率。

信用债发行额环比下降；整体成交热度下降；二永债利差全面下行。

一级发行：普信债发行、净融入规模环比均下降，产业债发行规模占比较高。7 月 28 日-8 月 1 日，普信债发行额 1787 亿元，较上周环比减少 1722 亿元；净融入 544 亿元，环比减少 736 亿元。其中，城投债发行额 803 亿元（占比 45%），环比减少 274 亿元；城投债净融入 41 亿元，环比减少 257 亿元；产业债发行额 984 亿元（占比 55%），环比减少 1448 亿元，净融入 503 亿元，环比减少 479 亿元。本周普信债加权发行期限为 4.11 年，环比减少 0.09 年；加权发行利率为 1.94%，环比增加 0.19pct。

二级成交：本周普信债换手率整体环比下降，其中 1 年以下、5-7 年普信债换手率降幅明显，其他期限换手率小幅下降。本周银行二永债换手率整体较上周有所下降。AAA-和 AA+级别降幅明显，AA 级别换手率上升。

利差跟踪：绝对值方面，截至 8 月 1 日，AAA 评级各期限的中短票据、城投债、二级资本债和永续债收益率均值分别为 1.84%、1.84%、1.83%、1.87%，整体处于历史低位水平。利差方面，城投债 1 年期各评级利差均收窄，3 年期各评级均走阔，5 年期除 AA 品种小幅收窄 1.71BP 之外，其他均走阔，其中 3Y 和 5Y 期 AA-级别利差走阔幅度最大，为 5-6BP。本周银行二永债各期限各评级利差均收窄，3Y、AAA-品种收窄幅度最大，为 4.28BP；1Y、AA-和 AA 品种收窄幅度最小，为 1.98bp；5Y 各品种利差平均收窄幅度最大，为 3.19BP。

分区域来看：本周 14 个省份城投利差小幅走阔，辽宁和青海走阔幅度最大，为 7-8BP。

具体来看，1-2Y 城投债中青海和宁夏走阔幅度最大，为 12-13BP，贵州收窄幅度最大，为 4BP；2-3 年期城投债利差走阔均值最高，为 4BP；3-5 年共 21 个省份利差走阔，走阔幅度最大的是吉林和广西，为 8-9BP。

产业债方面：本周多数行业利差小幅走阔，其中建筑装饰行业 AA+级产业债利差走阔幅度最大，为 4.8bp。具体来看，AAA 级产业债中，汽车行业利差收窄幅度最大，为 3bp；有色金属利差走阔幅度最大，为 2.4BP。AA+级产业债中，除化工行业利差小幅收窄 0.3bp 外，其他行业利差均走阔。AA 级产业债中，食品饮料利差收窄幅度最大，为 2.5BP；化工利差走阔幅度最大，为 3.7bp。

信用策略：增配 2-3 年 AA-级强资质城投债，3-5Y 永续债具备骑乘机会

本周信用债市场呈现“短端调整、长端承压”特征，政策预期与资金面宽松形成博弈。策略上建议以中短久期票息为主，关注城投债区域分化及二永债流动性溢价机会，同时警惕权益市场回暖对债市的阶段性扰动。

品种上，增配 2-3 年 AA-级省级及强地市级城投债，利差分位数处于历史低位，但需考虑区域债务压力。银行二永债方面，当前 3-5Y 永续债具备骑乘机会。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【机械】机器人成为智能大会焦点，产业关注应用场景落地——行业深度报告-20250804

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 欧阳蕤（分析师）证书编号：S0790525060002

2025 世界人工智能大会一票难求，人形机器人成为全场焦点

2025 年世界人工智能大会（WAIC）在上海举办，其中人形机器人首次突破 150 台设备同台展示，覆盖工业、服务、医疗等场景。大会强调 AI 与实体经济的融合，具身智能成为核心主线。此次大会上，工信部宣布将深入实施“AI+”行动，面向装备、电子、钢铁等制造业重点领域，加速打造人形机器人等智能终端产品。战略被细化为两项落地机制：一是通过“模数共振”行动建设工业高质量数据集，解决训练数据短缺的瓶颈；二是在全国开展 11 场“AI 赋能新型工业化深度行”活动，推动 2000 余家企业供需对接，将场景需求从抽象概念转化为具体订单。

一级市场蓄力、二级市场赋能，人形机器人有望迎来政策红利

一级市场看，国内具身智能企业融资呈现“规模激增、软硬件布局”的特点。硬件与软件领域协同发力，硬件端聚焦人形机器人本体及核心零部件，软件端侧重具身智能算法与系统开发，形成覆盖“零部件+整机+算法”的全产业链布局。二级市场上，头部企业的资本化动作持续提速，正带动全产业链协同发展。以宇树科技启动上市辅导、智元机器人通过收购上市公司股权实现资本化突破为标志，行业掀起资本化热潮。若后续产业支持和补贴政策落地，我国有应用场景和全产业链的优势，将带动机器人产业进入第一个高速发展期。场景为王，零部件供应链充分受益。

我们认为，国产机器人的下一个阶段是以订单为导向的场景落地。此前中国移动采购宇树和智元机器人产品，订单规模 1.24 亿元；优必选中标觅亿汽车 9051.15 万元机器人设备采购项目，表明机器人产品在多个场景加速释放订单。我们认为有 10 大应用场景需重点关注，包括物流分拣、养老陪护、巡检、导览、家庭陪伴、教育、医疗、汽车工厂、电子厂、文娱演出，其中物流、生活健康、巡检、教育是首选场景。有场景落地和渠道优势的企业可能成为稀缺资源。此外，人形机器人放量依赖稳定供应链支持，包括电机、减速器、传感器、轻量化、齿轮轴承、丝杠等在产业发展初期因供需错配将享受到产业政策带来的第一波红利。

投资标的：重视应用场景落地与产业链零部件公司

（1）应用场景：推荐标的：华荣股份、博实股份；受益标的：荣泰健康、传化智联、诺力股份、中邮科技、德马科技、三晖电气、松霖科技、道通科技。

（2）核心零部件：总成：受益标的：拓普集团、中鼎股份、银轮股份。减速器：推荐标的：隆盛科技、丰立智能；受益标的：中大力德、双环传动、豪能股份。电机：推荐标的：雷赛智能；受益标的：信质集团、步科股份、众辰科技、拓邦股份。传感器：受益标的：万通智控、日盈电子、安培龙、奥比中光。丝杠：推荐标的：震裕科技、雷迪克、五洲新春。受益标的：浙江荣泰。轻量化：受益标的：唯科科技、天龙股份、中欣氟材。灵巧手：受益标的：浙江荣泰、兆威机电、骏鼎达。其他环节：受益标的：迅捷兴、一博科技、奇德新材。

风险提示：宏观经济波动风险；机器人量产不及预期；供应链发展不及预期。

【医药】减重赛道全球前沿进展跟踪（一）：Amylin 布局正当时——行业点评报告-20250804

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 汪晋（分析师）证书编号：S0790525060003

近期重磅 BD 交易总结

艾伯维和罗氏先后在 2025 年一季度花重金布局 amylin 分子。3 月 3 日，艾伯维引进丹麦 biotech 公司 Gubra 的 amylin 分子 GUBamy/GUB014295（1 期）。艾伯维将支付首付款 3.5 亿美金，里程碑高达 18.75 亿美金，以及销

售分成。3月12日，罗氏与丹麦 Zealand 公司达成合作，共同开发和商业化 amylin 分子 petrelintide (2b 期)。罗氏将支付首付款 16.5 亿美金，里程碑高达 36 亿美金，双方将在美国和欧洲地区平分利润，罗氏将支付其他国家地区双位数销售分成。值得注意的是，礼来在拥有 Eloralintide (amylin-biased) 的同时，仍然加注布局 amylin 相关分子。2024 年 10 月，礼来和瑞士 Keybioscience 进一步扩大合作，包括引进一款新的 DACRA 分子 (amylin/降钙素双重激动剂) KBP-336：支付一笔首付款，最高 14 亿美金的里程碑，以及中等单位数到双位数的分成。

Amylin 目标产品画像卓越

Amylin 单药早期数据显示无论是在安全性、高质量减重还是长效化的维度，均展现了优异的竞争力。以礼来的 Eloralintide 为例，2025 年 ADA 大会上的 1 期数据显示早期减重数据优异，即 12 周最高减重 11.3% (安慰剂调整后 11.5%)。更值得关注的是，1 期在没有剂量滴定的情况下，胃肠道安全性数据惊艳，腹泻、恶心和呕吐的发生率低，整体在 10% 以内。当然，我们提醒关注 12 周左右时的体重下降斜率。高质量减重方面，临床前 DIO 大鼠数据显示 Eloralintide 减少的体重最高达 91% 为脂肪。而目前 GLP-1 类药物减重中约 20%-40% 为瘦体重。多款在研 amylin 分子半衰期在 10-18 天范围，有望支持月度给药。根据公开资料，eloralintide、petrelintide、Gubamy、MET-233i 半衰期分别为 13.9-15.8 天、10 天、11 天、19 天。此外，礼来在 ADA 大会上表示未来不排除 eloralintide 开发月度制剂的可能性。Metsera 公司明确 MET-223i 将定位为月度制剂。

未来 6-12 个月催化剂密集，建议关注相关公司积极进展

未来 6-12 个月大量的 amylin 管线数据读出，有望充分验证上述的卓越产品画像。罗氏、礼来、阿斯利康等 MNC 有望读出相关 amylin 管线的 2 期试验数据。诺和诺德的两款 amylin 新分子有望读出 1 期数据，amylin 三靶点有望读出 1 期数据。艾伯维/Gubra、Metsera 均有望进一步读出 12 周的数据。另外，建议关注 Viking、Structure、九源基因、博瑞医药、众生药业、Verdiva/先为达的临床试验进展。值得指出的是，Structure 和众生药业以小分子形式切入了 amylin 赛道。

投资建议

随着 amylin 的数据不断的读出，目标产品画像有望得到进一步验证，我们预计国内相关公司将加速在 amylin 领域的布局。推荐标的：博瑞医药、众生药业等。受益标的：Viking、Structure、Metsera、九源基因等。

风险提示：创新药研发热度下滑、药物临床研发失败、药物安全性风险等。

【传媒】关注模型/Agent 推新迭代，布局 AI 应用、IP 新消费——行业周报-20250803

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

Figma 上市，GPT-5 或推出在即，模型和 Agent 持续跃迁，继续布局 AI 应用

全球 AI 设计 (UI/UX) 领域 SaaS 龙头公司 Figma 于美国东部时间 7 月 31 日上市，当日股价上涨 250%，最新市值高达 595 亿美元，按 2024 年收入对应 PS 达 79 倍，或凸显海外市场对 AI 应用商业化前景的乐观预期，有望提振国内 AI 应用板块估值。此外，WAIC 大会前后 Kimi、阶跃星辰、智谱、快手可灵等多家国产模型厂商纷纷发布多模态模型、Agent 重大更新迭代成果，OpenAI 发布 ChatGPTAgent，并有望近期发布 GPT5，模型及 Agent 能力的持续跃迁，将继续助力 AI 应用商业化加速，我们建议继续布局 AI 陪伴/AI 创作/AI 电商/AI 营销/AI 教育/AI 保险等 AI 应用方向，重点推荐盛天网络、快手-W、值得买、引力传媒，受益标的包括美图公司、易点天下、果麦文化、汤姆猫、蓝色光标、世纪天鸿、粉笔、世纪天鸿、水滴公司等。

游戏高景气延续，国产电影口碑发酵，继续布局游戏/国漫/潮玩等 IP 新消费

(1) 游戏：据伽马数据，2025H1 国内游戏实际销售收入 1680 亿元 (yoy+14.08%)，再创历史新高，其中自研游戏收入 1404.52 亿元 (yoy+19.29%)，移动游戏收入 1253.09 亿元 (yoy+16.55%)，同比增速均为 2021 年以来的 H1 新高，自研游戏海外收入 95.01 亿美元 (yoy+11.07%，增速为 2022 年以来的 H1 新高)，无论是国内游戏整体、手游市场还是游戏出海，或均进入景气上行周期；细分品类来看，出海收入前 100 的自研游戏中，策略类游戏

戏收入占比达 43.33%，较 2024H1 有较大增幅，或体现国内 SLG 游戏出海景气度提升，且全球竞争力增强；另外，国内小程序游戏市场实际销售收入 232.76 亿元（yoy+40.2%），其中内购/广告收入占比分别为 66%/34%，再次验证小程序游戏高景气度，且内购已成为重要变现模式。重点跟踪产品表现来看，巨人网络《超自然行动组》在 7.31 的新角色、道具更新驱动下，8.1 在 iPhone 游戏畅销榜排名升至第 11；心动公司《心动小镇》在 7.26 “水之誓约”全新展演推动下，7.26-7.28 iPhone 游戏畅销榜排名也进入前 20，运营活动或持续助力长青游戏流水提升。（2）电影：7 月以来陆续上映的国产电影《罗小黑战记 2》《南京照相馆》《戏台》《浪浪山小妖怪》最新豆瓣评分分别为 8.7/8.6/8.0/8.6，集体收获高口碑，口碑效应或助力后续票房超预期，其中 8.2 上映的上海电影旗下国漫 IP 电影《浪浪山小妖怪》于 8.3 实现票房逆跌，后续排片率或提升，票房曲线值得期待，后续值得期待的影片中，《731》定档 9.18，从暑期档到国庆档，优质影片或继续驱动票房复苏。（3）潮玩/卡牌：7.31 量子之歌宣布收购旗下控股公司 Letsvan 剩余全部股权，此前 7.23 汉仪股份公告拟收购主营 IP 卡牌等衍生品生产及销售的上海皮东 39% 股权，潮玩卡牌领域资本化继续推进。我们建议继续布局高景气的 IP 新消费赛道，游戏板块重点推荐心动公司、恺英网络、巨人网络、神州泰岳、吉比特、完美世界、腾讯控股，受益标的包括友谊时光、IGG、百奥家庭互动；电影板块重点推荐上海电影，受益标的包括猫眼娱乐、中国电影、幸福蓝海；潮玩/卡牌重点推荐奥飞娱乐、姚记科技、布鲁可，受益标的包括泡泡玛特、量子之歌、汉仪股份。

风险提示：AI 应用收入、游戏流水、电影票房、潮玩卡牌销量低于预期等。

【建材】政治局经济政策布局，建材反内卷投资进行时——行业周报-20250803

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

中央政治局会议定调民生工程加速，建材需求释放再添政策东风。

7 月 30 日中共中央政治局召开会议，会议明确要求“兜底民生保障、高质量推动“两重”建设、落实好中央城市工作会议精神，高质量开展城市更新”、依法依规治理企业无序竞争、推进重点行业产能治理。此举通过行政驱动力打通从资金到施工的“最后一公里”，叠加万亿级雅江水电工程开工的边际催化，政策层面对建材需求的托底作用从预期迈向实质落地，水泥、玻璃等建材细分领域将率先受益于民生工程与城市更新的双向拉动，行业投资机会进一步夯实。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 7 月 28 日至 8 月 1 日）建筑材料指数下跌 2.31%，沪深 300 指数下跌 1.75%，建筑材料指数跑输沪深 300 指数 0.56pct。近三个月来，沪深 300 指数上涨 4.22%，建筑材料指数上涨 10.34%，建材板块跑赢沪深 300 指数 6.12pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 19.81%，建筑材料指数上涨 26.65%，建材板块跑赢沪深 300 指数 6.84pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 8 月 1 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 274.85 元/吨，环比下跌 0.24%；水泥-煤炭价差为 187.10 元/吨，环比下跌 0.70%；全国熟料库容比 69.63%，环比上升 0.56pct。

玻璃：截至 8 月 1 日，全国浮法玻璃现货均价为 1300.85 元/吨，环比上涨 17.71 元/吨，涨幅为 1.38%；光伏玻璃均价为 115.63 元/重量箱，环比下跌 0.08 元/重量箱，跌幅为 0.07%。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 16.16 元/

重量箱，环比上涨 1.25%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 10.48 元/重量箱，环比上涨 2.97%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 11.38 元/重量箱，环比上涨 1.48%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 62.33 元/重量箱，环比下跌 0.06%。

玻璃纤维：截至 2025 年 8 月 1 日，无碱 2400tex 直接纱报 3300-4000 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 8 月 1 日，原油价格为 71.55 美元/桶，周环比上涨 1.62%，较 2025 年年初下跌 6.75%，同比下跌 12.32%；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：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；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；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【机械】轻量化，机器人商业化落地必答题——行业周报-20250803

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 欧阳蕤（分析师）证书编号：S0790525060002

“以塑代钢”趋势明确，轻量化解决人形机器人核心痛点

机器人的轻量化具备减重增加续航、带动性能突破、场景拓展和降本等多种优势。从产业化角度出发，以新能源汽车作参考，整车重量与续航呈负相关，因此铝合金、Peek 等新材料在新能源汽车上得到加速应用，这一点同样适用于机器人。人形机器人应用场景的连续作业需要考虑其轻量化设计和电池能量密度。从特斯拉 Optimus 到波士顿动力 Atlas，从日本丰田的 T-HR3 到中国优必选的 WalkerX，轻量化设计已成为决定产品竞争力的核心要素。

结构轻量化和材料轻量化是主要技术路径

结构优化法在汽车轴承、RV 减速器、丝杠以及工业机器人等领域都有成功应用案例，其中拓扑优化进一步将结构轻量化推向精密化。材料轻量化核心在于用密度更低的材料替代传统的不锈钢、各类合金钢、铝合金等（多用于工业机器人等各种场景）。这其中以镁合金、PEEK 为代表的高性能工程塑料、碳纤维等材料是目前较为前沿的方案，以 PEEK 为例，受益于人形机器人市场带动，预计 2027 年市场空间将增至 28 亿元，年复合增长率 13%。

轻量化材料加速应用于机器人核心零部件，关注几个核心投资方向

轻量化材料正逐步从机器人外壳渗透到核心零部件中，关注几个核心产业投资方向：（1）结构设计和材料设计持续优化下，核心零部件公司凭借自身强大的加工制造能力和产品设计能力推出精度更高的轻量化产品，如行星滚柱丝杠，丝杠公司通过一系列设计和对核心部件使用改性材料，使得产品强度、精度提升。相关具备强大加工制造能力的丝杠、减速器、关节模组公司有望持续受益。（2）轻量化材料端“以塑代钢”趋势确定情形下，包括上游材料端和中游高精度嵌件注塑企业有望持续受益。这其中具备嵌件设计、模具精度与工艺控制的成熟注塑公司和具备强大技术实力的原材料（包括 peek 在内的工程塑料等）企业将首当其冲。（3）区别于传统加工方式，人形机器人及减速器、灵巧手等核心零件从材料端到设计端存在较大变化，新型的加工方式会带来更多样化的需求，如 3D 打印、粉末冶金（MIM）等技术正在极大程度上改变生产制造流程。

投资标的：关注机器人轻量化产业链

核心零部件：总成：受益标的：拓普集团。减速器：推荐标的：隆盛科技、丰立智能，受益标的：中大力德。电机：受益标的：雷赛智能、信质集团。丝杠：推荐标的：震裕科技、雷迪克，受益标的：五洲新春、浙江荣泰。

塑件：受益标的：唯科科技、天龙股份、肇民科技、奇德新材，Peek：受益标的：中欣氟材、中研股份。

新工艺：3D 打印：受益标的：华曙高科，设备：受益标的：华辰装备、浙海德曼

风险提示：宏观经济波动风险；机器人量产不及预期；供应链发展不及预期。

【银行】增值税调整对银行配债行为及业绩影响——行业点评报告-20250803

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 朱晓云（分析师）证书编号：S0790524070010

增值税新规落地，对政府债、金融债利息收入恢复征收增值税

财政部、税务总局公告，自 2025 年 8 月 8 日起，对在该日期之后（含当日）新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。

- （1）新老划断：老券及含续发机制债券依然享受增值税减免，新券发行理论上需加回增值税率补偿。
- （2）银行、保险、券商等自营机构投资增值税率为 6%，公募基金等资管产品按照 3% 简易税率征收。
- （3）同业存单不属于金融债类别，预计继续免征增值税。

银行配债策略调整：配置意愿降低，浮盈兑现节奏放缓，催化基金投资诉求

（1）持有到期策略需调整，交易能力强的银行相对受益。政府债票息额外增加税收成本，配置盘债券利差倒挂矛盾加重，银行自营投资持有至到期的意愿走弱，交易行为或更加活跃。FVTPL 占比高且交易价差能力强的银行相对受益，因资本利得税收规则不变，相较于票息的税收劣势减小。

（2）老券变得稀缺，银行更“惜卖”。FVOCI 释放浮盈与 AC 债券提前兑现的机会成本增加，由于卖老买新会增加一项税收成本，银行持有的老券变得更加稀缺，提前兑现投资收益的行为可能放缓。

（3）阶段性催化银行增加委外基金投资，增量需求或来自政府债到期量大且对收入有较强诉求的银行。一方面，银行自营直接抢配“老券”的空间有限，可通过投资基金间接增持。另一方面，增值税新规落地后，由于增值税率的差异，银行通过基金投资利率债、金融债的税盾效应强化，现阶段银行通过基金投资利率债和金融债的避税效应在 2-5BP 左右。

（4）银行大类资产比价向信贷业务倾斜，自营投资对信用债、同业存单的偏好提升。其中农商行作为同业存单的主要配置机构之一，可能恢复部分新增需求，但受限于负债增速可能整体配债强度弱于上年。

新规或对银行业绩形成负向影响，下阶段重点关注所得税规则调整可能性

我们根据 2024 年数据粗略测算，上市银行配置盘每年新增利率债、金融债产生的增值税约占营收的 0.17%，归母净利润的 0.44%，其中对国有行影响更大，占营收比例为 0.22%。下阶段需关注债券投资利息收入所得税规则、基金分红收入免税条款调整的可能。2024 年上市银行所得税减免占归母净利润比例为 18.9%，国有行/股份行/城商行/农商行分别为 19.4%/17.3%/20.2%/17.0%。

投资建议

从大类资产上看，低风险债券的性价比降低，利好红利性质股票。1、零售风险可控，拨备调节盈利能力突出的国有行；2、安全边际高、存量风险有出清迹象的股份行；3、盈利增长有空间，拨备反哺能力强的城、农商行，推荐中信银行，受益标的建设银行、农业银行、招商银行、江苏银行、杭州银行、渝农商行。

风险提示：宏观经济增速下行，债市利率大幅波动。

【商贸零售】7 月抖音护肤韩束稳居第一，老铺黄金新天地店开业——行业周报-20250803

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031 | 姚慕宇（联系人）证书编号：S0790125040021

7月抖音护肤韩束稳居第一，老铺黄金新天地店盛大开业

7月抖音美妆与护肤赛道国货品牌整体表现突出，榜单国产化趋势持续加强。据青眼数据，国货品牌在美容护肤板块TOP20中占据15席，TOP10中占比达8席，较6月的11席进一步提升，其中韩束稳居第一，C咖由2024年第20名跃升至第7名，百雀羚则从2024年末上榜重回第15位。彩妆板块国货品牌表现亦亮眼。青眼数据显示，国货品牌在TOP20中占据19席，毛戈平、花西子、方里等品牌稳定在榜单之列，卡姿兰从2024年7月的第8名升至第2名，珂拉琪、玛丽黛佳等国货品牌从2024年末上榜进入第13、14名。其中气垫类产品是带动国货品牌冲榜的核心品类，定妆粉饼和口红类产品也贡献突出。整体而言，抖音彩妆国货表现较好，“抖品牌”凭借爆品实现排名跃升。我们认为，国货品牌产品优势正逐步释放，平台势能不断积聚，有望在未来进一步扩大市场份额。此外，本周（8月2日）老铺黄金上海新天地新店盛大开业，店内首发上新十字架2号吊坠产品，开店首日、次日均大排长队，终端销售呈现出旺盛的景气度。

行业关键词：抖音小时达、永辉超市、京东医美、普丽妍、华恒生物等

【抖音小时达】抖音超市将被合并至抖音小时达。

【永辉超市】永辉超市拟定增募资不超过39.92亿元。

【京东医美】京东自营医美诊所正式上线美团APP。

【普丽妍】普丽妍宣布完成C轮融资。

【华恒生物】氨基酸龙头华恒生物赴港IPO。

板块行情回顾

本周（7月28日-8月1日），商贸零售指数报收2213.32点，下跌2.22%，跑输上证综指（本周下跌0.94%）1.28个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第18位。零售各细分板块中，本周专业连锁板块涨幅最大，2025年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周茂业商业（+29.3%）、狮头股份（+10.2%）、焦点科技（+7.8%）涨幅靠前。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线一（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，受益标的曼卡龙、菜百股份；

投资主线二（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；

投资主线三（化妆品）：关注具备差异化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、润本股份等，受益标的若羽臣等；

投资主线四（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：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第二十七期）：深圳政策加码打造“低空经济第一城”，中创航空将亮相印尼应急救援博览会——行业周报-20250803

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

深圳政策加码打造“低空经济第一城”，中创航空将亮相印尼应急救援博览会

（1）政策支持：7月31日，深圳市发改委发布《深圳市低空基础设施高质量建设方案（2024—2026年）》，

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

9 / 14

目标到 2026 年底建成 1200 个起降点、开通 1000 条商业航线，实现 eVTOL 和直升机 1 公里半径覆盖建成区 50% 以上，预计产业规模突破 1300 亿元，强化深圳全球低空经济领导地位。8 月 2 日，江苏启动低空经济人才体系建设，建立科学评价机制，为制造、运营、服务等细分产业提供人才支撑，推动产业规范、可持续发展。与此同时，济南依托产业基础，以“低空+文旅”模式推动城市转型。(2) 行业动态：7 月 28 日，航空 ETF 首日成交近 6000 万，显示资本市场看好低空经济。该基金覆盖 eVTOL 制造、空管及运营等全产业链。在政策、技术及国际博览会（如沃兰特获 17.5 亿订单）推动下，低空经济被视为蓝海市场，预计 2025 年规模破千亿，产业正从概念验证迈向规模商用。7 月 29 日，泸州启动全国首个 10 亿元级市级低空飞行服务平台，涵盖基建、制造与运营。(3) 个企动态：7 月 30 日，高德地图与深圳龙岗区合作启动 9 亿元“空中高德”项目，构建低空三维底座、空域管控及服务模块，吸引 10 余家企业打造示范区。项目利用 AI 实现全域数据天级更新，极大简化航路规划审批（如无人机规划从一周缩至实时），旨在通过聚合平台连接设备商、服务商和用户，推动低空物流、智能驾驶等应用，标志导航企业深度切入低空经济。8 月 1 日，江苏云征量产首台国产 30KW 高性能航空转子发动机，完全自主研制，打破国际禁运。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：小幅下跌，A 股标的中山河智能领涨

7 月 28 日-8 月 1 日低空经济 A 股相关标的平均涨跌幅为-0.8%，涨幅前五标的分别为山河智能(+28.9%)、西测测试(+10.6%)、四川九洲(+9.0%)、纵横股份(+8.8%)、莱斯信息(+8.2%)；跌幅前五标的分别为宁德时代(-7.0%)、宝武镁业(-6.7%)、国轩高科(-5.9%)、应流股份(-5.5%)、新晨科技(-5.1%)。美股方面，Joby Aviation(-5.2%)、EveHolding(-9.2%)、ArcherAviation(-14.0%)、亿航智能(-15.5%)、VerticalAerospace(-16.4%)。

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。

【社服】中餐精细化管理释放利润弹性，经济结构变革为技术学校带来机遇——行业周报-20250803

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

出行/潮玩：暑运航旅量增价跌，量子之歌全资收购 Letsvan

出行：根据航班管家，7 月中旬后航司实行以价换量策略，多家航司暑期运力投放高于 2024 年同期，7 月民航整体旅客运输量同比增长 3.0%；票价端，7 月民航国内经济舱平均票价达 840 元/同比下滑 7.5%，同比 2019 年下降 5.0%。潮玩：7 月 31 日，量子之歌集团宣布通过现金与股票组合对价方式，收购旗下控股公司深圳熠起文化有限公司剩余全部股权，本次收购标志着双方潮玩业务的整合进入深度协同阶段。近期推出全新潮玩 IP “SHINONO”，于上海名创优品 MINISO LAND 全球壹号店线下首发，拉动店铺单日销售额环比上涨 31.3%。

教育/中餐：职业教育迎社会变革新机遇，中餐精细化管理释放利润弹性

中国东方教育：预计 2025H1 新招生人数同比增长 7%，收入同比增长 10%，净利润同比增长 45%-50%。新增针对高中毕业生和本科毕业生的产品，就业率超 90%解决“摩擦性失业”，15 个月高收费班，招生保持 100%+增长。社会结构转型，父母/学生职教观念从“退而求其次”转向“主动选择”。新专业灵活增设，家政、美业、护理、宠物等快增填补女性市场。好未来：FY2026Q1 收入同比上升 38.8%，归母净利润 3128.2 万美元，同比增长 174.4%。大众中餐：小菜园预估 2025H1 净利润为 3.6-3.8 亿元，同比提升 28.6%-35.7%；绿茶预估 2025H1 净利润为 2.3-2.37 亿元，同比提升 32%-36%。乘效率之风家常菜迎增长快车道。

中国营养保健食品市场规模稳健增长，关注内功深厚的优质跨境进口保健品牌

中国营养保健品进口金额从 2008 年 4.08 亿美元增长到 2024 年 77.53 亿美元，16 年间复合增长率 20.21%，其中 2024 年增速 15%。跨境进口保健品具备更宽松准入资质，在细分品类竞争中有望占得先机。新渠道带动保健品

向全年龄段人群延拓，也带来保健品细分赛道多元化需求（口服美容、抗衰、骨骼健康、体重管理、睡眠管理）和新概念的不断涌现。跨境进口保健品牌在准入资质上较为宽松，同时多 sku 积淀、自有工厂供应链优势有望快速相应潜在细分赛道需求。受益标的：金达威。

本周 A 股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（7.28-8.1）社会服务指数+0.1%，跑赢沪深 300 指数 1.85pct，在 31 个一级行业中排名第 5，旅游、检测类领涨；本周（7.28-8.1）港股消费者服务指数-3.92%，跑输恒生指数 0.45pct，在 30 个一级行业中排名第 20，餐饮、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、爱美客、四环医药；（4）新消费：美图、赤子城科技；（5）运动：力盛体育；（6）即时零售：美团-W、顺丰同城；（7）眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（8）旅游：西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S；（9）教育：中国东方教育。

风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【地产建筑】新房成交面积环比增加，调控政策持续松绑——行业周报-20250803

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：新房成交面积环比增加，调控政策持续松绑

本周我们跟踪的 68 城新房成交同比下降，环比增加，20 城二手房成交面积同比增加，环比下降。土地成交面积同比下降，溢价率环比上涨。国内信用债发行规模同比增加，环比下降。南京土拍市场火热，成功出让 13 宗涉宅用地，其中三宗分别位于鼓楼区、江宁区 and 秦淮区，3 宗地块均分别溢价 54.38%、33.87%与 0.17%成交，其余十宗均以底价成交，共揽金 68.915 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。

国家育儿补贴制度实施方案公布，调控政策持续松绑

中央层面：中共中央政治局：会议决定今年 10 月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议，主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，研究关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议。会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。

地方层面：山东：出台智能家居补贴政策，对个人购置智能产品予以补贴，要求新建全装修住宅配备安全监测等基础智能设备及通讯设施，并支持既有住宅智能化改造，旨在推动数字家庭普及和韧性城市建设。

市场端：土地成交面积同比下降，南京土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025 年第 31 周，全国 68 城商品住宅成交面积 215 万平米，同比下降 31%，环比增加 11%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 7296 万平米，累计同比下降 10%。2025 年第 31 周，全国 20 城二手房成交面积为 175 万平米，同比增速+2%，前值+4%；年初至今累计成交面积 6044 万平米，同比增速+8%，前值+8%。

投资端：2025 年第 31 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2260 万平方米，成交土地规划建筑面积 2029 万平方米，同比下降 23%，成交溢价率为 9%。一线城市成交土地规划建筑面积 27 万平方米，同比下降 84%；

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

二线城市成交土地规划建筑面积 663 万平方米，同比下降 23%；三线城市成交土地规划建筑面积 1340 万平方米，同比下降 16%。

杭州：南京土拍市场火热，成功出让 13 宗涉宅用地，其中三宗分别位于鼓楼区、江宁区和秦淮区，3 宗地块均分别溢价 54.38%、33.87%与 0.17%成交，其余十宗均以底价成交，共揽金 68.915 亿元。

融资端：国内信用债发行规模同环比减少

2025 年第 31 周，信用债发行 47.3 亿元，同比增加 21%，环比减少 74%，平均加权利率 2.43%，环比增加 27BP。信用债累计发行规模 2288.8 亿元，同比减少 8%。

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。

¹ 根据新凤鸣 2025 年一季报，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