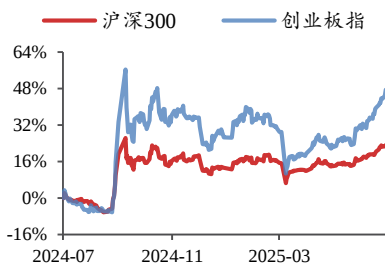


2025 年 07 月 30 日

开源晨会 0730

——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(%)
通信	3.288
钢铁	2.590
医药生物	2.059
电子	1.416
国防军工	1.191

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
农林牧渔	-1.364
银行	-1.192
美容护理	-0.709
轻工制造	-0.628
环保	-0.598

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

【固定收益】债市收益率反转的历史规律——事件点评-20250729

行业公司

【通信】Celestica 上调指引，光模块、液冷需求或再提升——行业点评报告
-20250729

【电子】AI PCB 扩产加速，上游设备景气度有望持续向上——行业点评报告
-20250729

【电子】PCB 新技术方向：新材料、新架构、新封装“三新”共振，铸造板块强β-20250729

【医药：联邦制药(03933.HK)】抗生素龙头企业，掘金动保及代谢领域——港股公司首次覆盖报告-20250729

【电子：芯碁微装(688630.SH)】芯碁微装：领先的 LDI 设备公司，受益 PCB 设备投资扩张与先进封装产业趋势——公司深度报告-20250729

研报摘要

总量研究

【固定收益】债市收益率反转的历史规律——事件点评-20250729

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

2025 年 7 月 29 日，10 年国债收益率 1.75%，较 6 月低点 1.64% 上行 11BP。

规律一：债券收益率见底的两种方式

历史上看，债券收益率见底的两种形态为：V 型反转和 W 型反转。

（1）对于债券收益率的 V 型反转，均是政策显著刺激下，经济明显快速上行，债市在政策影响下呈现收益率的 V 型反转。例如，2009 年、2020 年。

（2）对于债券收益率的 W 型反转，即债券收益率呈现二次探底，原因是经济呈现为 L 型企稳，市场对经济预期存在不确定性，当收益率第一次见底反弹之后，收益率普遍再次下行，甚至下行至新低。例如，2012 年 3 季度和 2013 年 2 季度，2016 年 1 季度和 2016 年 3 季度。

对于 W 型反转情形下，债市收益率处于第一个低点时，市场往往拥挤度较低；债市收益率处于第二个低点时，市场往往拥挤度较高，或因为市场对于收益率下行的预期惯性。

此外，收益率 W 型反转的上行幅度要大于 V 型反转的上行幅度。例如，2009 年和 2020 年的上行幅度分别为 100BP、80BP 左右，2013 年和 2016 年的上行幅度分别为 140BP、130BP 左右。

规律二：债券收益率上行滞后于股市趋势上涨

我们在报告《债券收益率，或滞后于股市上行》中提出，股市趋势上涨，领先于债券的四点逻辑。

（1）股市对经济更敏感。股票交易往往至下而上，对微观实体变化或更为敏感；（2）股市代表市场化的内生动力。股市趋势上涨或代表内生动力的持续改善；

（3）债券投资者的粘性。债券资产具有票息收益，只要收益率不明显上行，投资者持有债券获得票息往往是占优选择，导致债券投资者的多头粘性更强。

（4）债基考核机制。以债基为例，债基的考核机制主要是相对收益，2021 年至今债券持续牛市行情，只有持有久期不低于市场平均久期，才能更好的完成考核，导致债券投资者一直来难以降低久期。

历史上看，2009 年、2013 年、2016 年和 2020 年均是股市领先上涨，债市收益率滞后上行。

规律三：债券收益率上行的直接触发原因均不同

回顾历史，债券收益率上行的逻辑往往是经济回升和资金上行，但实际过程中，当投资者确认经济回升和资金上行，债券收益率往往上行幅度已经明显。

那么，是否可以通过触发债券收益率上行的直接原因来判断拐点？

但历史上看，每一次债券收益率上行拐点的直接触发原因均不同，即准确判断收益率拐点的可能性低。

例如，2009 年 1 月债券收益率上行的触发原因是信贷数据，2013 年 6 月是“钱荒”，2016 年 8 月是紧资金，2020 年 4 月是防疫政策的变化。

经济预期修正下，债券收益率有望上行

我们认为，2025 年下半年 10 年国债收益率目标 1.9-2.2%。2025 年下半年经济增速或不会明显下行，经济预期修正下，债券收益率有望上行。

历史上看，10 年国债收益率合理水平整体处于 DR007+40 到 70BP 区间。2025 年年初 DR007 处于 1.8%左右、对应 10 年国债收益率目标 2.5%，考虑当前到 DR007 处于 1.5%左右、对应目标应为 1.9-2.2%。

同时，如果 2025 年下半年政策反内卷见效，通胀实现正常化，DR007 中枢有望提高至通胀水平之上，届时 10 年国债收益率合理区间同样有望相应幅度上调。例如，如果通胀水平上行至 1.5-2.0%，则 DR007 或再次上行至 1.8%，对应 10 年国债收益率或达到 2.5%。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【通信】Celestica 上调指引，光模块、液冷需求或再提升——行业点评报告-20250729

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

Celestica 上调业绩指引，大客户网络需求强劲

2025 年 7 月 28 日，据天弘科技 Celestica 公告，2025Q2，公司实现营收 28.9 亿美元，同比增长 21%，超公司指引预期，实现调整营业利润率 7.4%，同比提升 1.1 个百分点。分业务来看，2025Q2，公司 CCS 业务实现营收 20.7 亿美元，同比增长 28%，业务毛利率达到 8.3%，同比提升 1.3 个百分点，其中，硬件平台解决方案业务实现营收 12 亿美元，同比增长 82%；公司 ATS 业务实现营收 8.2 亿美元，同比增长 7%，业务毛利率同比提升 0.7 个百分点。从客户结构来看，前两位大客户营收分别占到 2025Q2 总营收的 31%和 13%，前三位大客户分别占到 2025H1 总营收的 30%，13%和 10%。由于上半年强劲的表现，以及 CCS 客户不断加强的需求指引，公司上调 2025 年全年业绩指引，预计实现营收 115.5 亿美元（原 108.5 亿，上调 7 亿美元），预计实现调整营业利润率 7.4%（原 7.2%，上调 0.2 个百分点）。Celestica 业绩亮眼，再次验证海外 AI 高景气度，我们持续看好光通信、液冷、AIDC 等板块估值提升。

谷歌上调资本开支，云客户订单持续增长，Tokens 消耗量较 5 月翻倍

谷歌发布 2025 年第二季度报告，2025Q2 公司实现营收 964 亿美元，同比增长 13.8%，其中，谷歌云业务实现营收 136 亿美元，同比增长 31.7%，谷歌云营业利润率提升至 20.7%，同比提升 9.4 个百分点。公司在谷歌云业务方面，持续看到下游强劲需求：（1）2.5 亿美元合同数量同比翻倍增长；（2）2025H1 签署 10 亿美元合同数量与 2024 全年相同；（3）新 GCP 客户量同比增长约 28%；（4）超 8.5 万企业客户使用 Gemini，使用量同比增长 35 倍。应用方面，Geminiapp 已拥有超 4.5 亿月活跃用户，日请求量较 Q1 增长 50%以上，月 Tokens 消耗数量超 980 万亿个，较 5 月份增长一倍以上。公司 2025Q2 资本开支为 224.46 亿美元，同比增长 70%，预计 2026 年供需关系仍将偏紧，公司上调 2025 年资本开支 13%至 850 亿美元（原 750 亿美元），预计 2026 年还将进一步增加资本支出。

看好海外 AI 算力产业链或步入估值提升阶段

我们认为 AI 巨头或进入 AI 算力和 AI 应用大规模投入期，海外巨头资本开支加速释放，AI Agent 逐步完善，需高度重视 AIDC 算力产业链核心投资方向，重视各大细分板块投资机会：【光模块】推荐标的：中际旭创、新易盛，受益标的：东山精密、长芯博创等；【光芯片】受益标的：源杰科技、长光华芯、华工科技、光迅科技等；【液冷】推荐标的：英维克；【AIDC】推荐标的：新意网集团；受益标的：万国数据等；【CPO】推荐标的：天孚通信，受益标的：仕佳光子、太辰光、致尚科技等；【DCI】受益标的：德科立等；【铜连接&电源】受益标的：沃尔核材、麦格米特等。

风险提示：算力芯片放量不及预期、AI 发展不及预期、行业竞争加剧等。

【电子】AI PCB 扩产加速，上游设备景气度有望持续向上——行业点评报告-20250729

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 陈瑜熙（分析师）证书编号：S0790525020003 | 刘琦（分析师）证书编号：S0790525020001

核心观点：AIPCB 供需紧张驱动扩产，上游设备景气度有望持续向上

海外 AI 巨头资本开支持续高企，导致高端 AI 服务器 PCB 需求旺盛且供应紧张。下游 PCB 厂商正积极扩产以满足需求，且该趋势已逐步传导至上游 PCB 设备环节。我们认为，本轮扩产周期不仅有望带来设备订单量的显著增长，高端 PCB 产线升级更将推动设备 ASP 提升，因此 PCB 设备厂商业绩弹性可期。

PCB 行业迎来密集扩产期，部分 PCB 设备厂商已经供应趋紧。

在 AIPCB 的旺盛需求之下，下游厂商逐步启动扩产计划，当前越来越多企业明确将加大对 HDI 板、高多层板等高端产品的投入力度。我们梳理近两个月内，已有 4 家 PCB 厂商宣布启动新的扩产项目，代表性项目包括沪电股份的黄石基地、深南电路的无锡基地以及广合科技的泰国基地（详见后文附表）；同时，鹏鼎控股亦指引 2025 年资本开支 50 亿元，同比提升 51.5%。我们认为：行业内的扩产提速与资本开支的持续增加，不仅反映了当前的高景气度，也预示着未来增长的可持续性。

在下游厂商积极扩大投资的推动下，部分上游 PCB 设备供应商已出现供应紧张现象。根据芯基微装披露的信息，全球 AI 算力需求的迅猛增长正加速高多层 PCB 板及高端 HDI 板的技术升级和产能扩张。同时，PCB 产业链加速向海外延伸。在此背景下，芯基微装当前的订单交付排期已延续至 2025 年第三季度，产能持续满载运行，业务发展前景乐观。公司表示，将根据市场供需关系及成本变化，灵活调整定价策略以保持竞争力。综合来看，在 PCB 设备市场需求持续走强的环境下，PCB 厂商的订单规模有望稳步增长。

AI 对 PCB 性能提出更高要求，推动相关设备同步升级。

为满足 AI 服务器的高性能需求，PCB 在层数、材料和工艺等方面都需要进行升级。（1）如层数方面，传统服务器的 PCB 层数一般在 6-16 层，而 AI 服务器的 PCB 层数则普遍在 20 层以上，甚至达到 30 层。（2）在工艺方面，AI 服务器的 PCB 需要采用更先进的制造工艺，如背钻、树脂塞孔、POFV 等，以提高电路板的可靠性和稳定性，价值量同步提升。（3）同时，在结构方面，高多层 HDI 板结构复杂，其中导通孔的形式包含埋通孔、通孔、背钻孔、盲孔、跨层盲孔，且都集中在单片 PCB 上，融合了高多层板及高密度板的双重特性。

产品性能、工艺的升级和结构的复杂化也推动相关设备升级。以大族数控为例，其为保障产品质量，推出了具备超大点数的四线测试机；而在高多层板背钻领域，公司开发的新型 CCD 六轴独立机械钻孔机，集成了 3D 背钻和钻测一体化技术，能够实现超短残桩长度与高同心度，显著提升加工精度。与此同时，HDI 及高多层板的发展也推动曝光设备不断迈向更高精度，主流曝光设备的最小线宽向 25 μm 及以下演进，设备的技术含量和附加值同步提升。

受益标的

- （1）PCB 曝光设备：推荐芯基微装；
- （2）PCB 钻孔、曝光、成型及检测设备等受益标的：大族数控；
- （3）PCB 电镀设备受益标的：东威科技；
- （4）PCB 钻针受益标的：鼎泰高科。

风险提示：下游厂商扩产不及预期、AI 需求不及预期。

【电子】PCB 新技术方向：新材料、新架构、新封装“三新”共振，铸造板块强 β -20250729

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 刘琦（分析师）证书编号：S0790525020001

新材料：M9 级别覆铜板迭代在即，上游材料或发生“变革”

英伟达 Rubin 代系产品、1.6T 交换机等即将进入量产周期，其对介电损耗、膨胀系数等指标的要求进一步提升，在此基础上，覆铜板将升级至 M9 级别，配套应用的上游材料也将发生根本变化，需要满足高速低损耗等要求，向着低介电常数、低膨胀系数方向发展，这是一道针对电子布、树脂和铜箔材料的组合题。未来材料的发展趋势：石英布等电子布、PPO 和碳氢树脂等树脂材料以及 HVLP4 和 HVLP5 等铜箔材料有望成为重要选择。

新架构：正交背板可能替代铜缆成为机柜内连接的重要方式

GB200 机柜包含 18 个 Computer 托盘以及 9 个 Switch 托盘，其之间的连接使用大量的高速铜缆，一度因为机架过热、芯片连接故障等问题而影响交付。在英伟达 RubinUltraNVL576 中，单机柜芯片数量高达 576 颗，如果采用铜缆连接方案，上述问题可能更加严重，正交背板相对铜连接具有高速传输、低发热等优势，同时在机柜组装中还能节省空间，其应用趋势逐渐确认。在此基础上，单机柜的 PCB 用量有望显著增长，也将进一步提升上游材料用量。

新封装：PCB 工艺载板化、嵌埋元件、玻璃基等先进封装技术持续发展

目前对于芯片和 PCB 的连接仍然采用芯片-硅中介层-封装基板-PCB 这种封装方式，但是层级过多导致信号路径长、功耗损耗大、成本高等问题，为了减少信号损耗，拥有更好的电源完整性及散热性能，封装方式也在逐渐演进，未来的封装方式可能通过 PCB 工艺载板化、嵌埋元件、玻璃基材料应用等途径改变，简化封装结构，通过减少载板层级，综合成本可能下降。新封装方式对 PCB 的线宽线距、尺寸等要提出更高要求，规格进一步提升。同时，新封装方式需要封测厂等多环节配合，重点关注落地节奏。

投资建议：建议关注技术能力、扩产节奏、客户拓展等多个方向

上游材料环节受益标的：菲利华、宏和科技、中材科技、德福科技、铜冠铜箔、东材科技等；

CCL 环节受益标的：生益科技、南亚新材、华正新材等；

PCB 环节受益标的：沪电股份、胜宏科技、鹏鼎控股、深南电路、兴森科技、景旺电子、生益电子、方正科技、广合科技、东山精密、中富电路、奥士康等。

风险提示：新技术迭代速度不及预期；上游材料扩产节奏不及预期；市场竞争加剧。

【医药：联邦制药(03933.HK)】抗生素龙头企业，掘金动保及代谢领域——港股公司首次覆盖报告-20250729

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 阮帅（分析师）证书编号：S0790524040007

抗生素龙头企业，掘金动保及代谢领域

联邦制药覆盖抗感染、糖尿病、动保、眼科等业务领域。公司抗生素中间体及原料药板块近些年盈利能力显著提升；胰岛素系列产品受集采影响保持稳定，其中门冬胰岛素实现快速放量；动保业务，通过与牧原食品等集团化客户合作，打通产业链上下游，动保业务实现快速增长。展望未来，公司抗生素领域竞争格局稳定；糖尿病领域众多产品陆续上市；动保板块供需共振。考虑公司代谢领域产品陆续获批、动保业务新产能投产，UBT251 注射液开启全球多中心临床，UBT37034、TUL01101、TUL12101 滴眼液等创新药进展顺利，我们看好公司长期发展，预计公司 2025-2027 年净利润分别为 28.39/24.52/27.05 亿元，当前股价对应 PE 分别为 9.3/10.7/9.7 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

抗生素格局稳定，代谢类及动保类产品快速获批，UBT251 开启全球临床

抗生素：近些年受市场需求旺盛驱动，公司 6-APA 及青霉素工业盐满产满销，价格处于高位水平。2025 年行

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

业需求有所下降，产品价格有所下行，在供给端稳定的格局下，预计行业价格水平有望逐步企稳。

代谢类：胰岛素集采落地，门冬胰岛素销售收入实现快速增长。近些年公司大幅增加制剂领域研发投入，利拉鲁肽注射液于 2025 年 3 月获批，德谷胰岛素注射液、司美格鲁肽注射液（糖尿病）预计 2026 年获批，德谷门冬双胰岛素混合注射液、德谷胰岛素/利拉鲁肽注射液、司美格鲁肽注射液（体重管理）预计 2027 年获批，UBT251 注射液（超重/肥胖）预计 2028 年获批上市。此外，公司 UBT251 注射液海外权益授权给诺和诺德，预计 2026 年有望开启全球多中心临床。

动保类：公司动保业务以畜类为主导，逐步拓展禽类、水产及宠物用药等，公司 β -内酰胺类全系列产品、青霉素类兽药制剂处于行业领先地位，2024 年公司动保板块上市 22 个产品，未来几年预计每年上市 10 个以上产品，三大核心生产基地预计今年陆续投产，有望驱动公司动保业务迎来新一轮快速发展

风险提示：研发进度不及预期的风险、市场竞争加剧风险、汇率波动风险。

【电子：芯基微装(688630.SH)】芯基微装：领先的 LDI 设备公司，受益 PCB 设备投资扩张与先进封装产业趋势——公司深度报告-20250729

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

核心观点：PCB 设备受益扩产，半导体设备布局加速，维持“增持”评级

因公司一期工厂产能受限，我们下修公司 2025 年盈利预测，同时考虑到：公司受益下游 PCB 厂商扩产，且公司二期厂房即将投产，中期业绩有良好的释放预期，长期来看，公司半导体业务正逐步构建多增长极，我们新增 2026/2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入将分别达到 15/22/27 亿元（2025 年前值 20 亿元），归母净利润将分别达到 3.0/5.2/7.1 亿元（2025 年前值 4.0 亿元），以 7 月 24 日收盘价计算，对应 PE 分别为 39.8/23.1/16.8 倍。公司作为少有的布局先进封装的直写光刻机厂商，具备稀缺性且增长空间广阔，维持“增持”评级。

公司情况：直写光刻龙头，下游主要涵盖 PCB 和半导体。

公司专业从事微纳直写光刻设备的研发、制造及销售，主要产品包括 PCB 与泛半导体直写光刻设备，产品功能涵盖微米到纳米的多领域光刻环节。PCB 方面，公司 LDI 设备完整覆盖 PCB、FPC、HLC、HDI、SLP 及 IC 载板等多类产品的制造，涵盖线路、阻焊及钻孔工艺。半导体方面，公司基于现有 LDI 技术，主要针对先进封装市场，在 IC 载板、晶圆级封装、2.5D/3D 封装、键合及量测等方面的设备布局。

逻辑 1：PCB 业务--AI 基建带动下下游资本开支，二期产能扩充助力业绩释放

受益于 AI 基建带动的高端 PCB 需求，PCB 厂商资本开支指引乐观，公司自 2024 年二季度开始订单与厂房运转保持饱满状态，但受限于产能不足，订单增长较为有限。往后看，随着公司二期厂房逐步投产，PCB 设备产能逐步释放，订单增长与落地有望看到较为积极的变化。

逻辑 2：半导体业务--设备产业化进程加速，多点布局构筑增长新曲线

公司半导体业务布局涵盖 IC 载板、掩模版制版、先进封装等领域，目前正逐步进入验证上量阶段。具体而言：（1）先进封装技术领域，公司发力 CoWoS、SOW、板级封装及晶圆级封装等领域，2024 年主力机型 WLP2000 已成功完成 3-4 家先进封装客户的产品验证工作。其中，部分客户已进入量产筹备阶段，另有客户正有序开展产品装机测试，验证成果正逐步向产业化应用推进；同时，公司板级封装设备 PLP 系列设备、键合及量检测设备已陆续有订单和相应出货。基于现有设备验证进展，我们预计先进封装设备管线将在未来两年取得较大进展。（2）泛半导体领域，掩模版制版、引线框架及新型显示等业务继续稳健推进，受益国产替代的长期趋势。

风险提示：下游 Capex 不及预期、新设备导入进度不及预期、行业竞争加剧。

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。

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