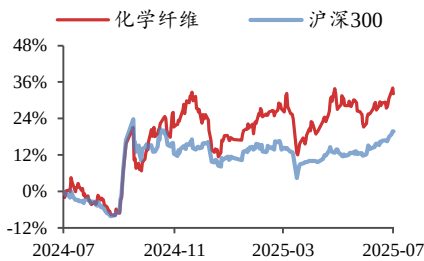


化学纤维

2025 年 07 月 24 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

涤纶长丝：“反内卷”先锋，行业扩产已到尾声，底部利润有望向上抬升

——化工“反内卷”系列报告（五）

金益腾（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

龚道琳（分析师）

gongdaolin@kysec.cn

证书编号：S0790522010001

蒋跨越（分析师）

jiangkuayue@kysec.cn

证书编号：S0790523120001

● 涤纶长丝扩产周期已到尾声，新增产能集中于头部，龙头集中度再提升

涤纶长丝行业已告别高速扩产期，2014-2023 年行业产能从 2103 万吨增至 4128 万吨，年均复合增长率达 7.78%；而 2024 年新增产能仅 97 万吨，同比增速骤降至 2.35%，2025 年 155 万吨新增产能规划也仅由桐昆股份、新凤鸣两大龙头释放，且投产节奏有序。近两年行业集中度也因此进一步提升，CR6 从 2023 年的 85%左右升至 2024 年的 87%，龙头企业对行业的主导能力进一步增强。展望 2026 年，行业潜在新增产能依旧主要集中在桐昆股份和新凤鸣两大龙头。我们长期坚定看好，涤纶长丝行业格局优化，盈利能力有望持续修复。

● 涤纶长丝下游纺服需求稳健，直接出口增长明显，带动长丝需求稳中向上

全球纺织服装需求稳健，对涤纶长丝需求起到良好支撑作用。国内方面，2025 年 1-6 月，服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增长 3.10%，带动涤纶长丝表观消费量同比增长 5.37%，内需市场呈现稳健增长态势。长丝直接出口端表现亮眼，2025 年 1-6 月涤纶长丝出口量达 176.52 万吨，累计同比增长 14.18%，涤纶长丝直接出口增速表现强劲。终端服装出口方面，截至 2025 年 6 月，服装及衣着附件出口累计金额降幅收窄至 0.2%，海外服装订单修复趋势明显。此外，美国服装面料批发商库存持续去化，历经 2024 年一年的去库周期，库存已基本回归正常水平；自 2024 年 4 月以来，美国服装及服饰配饰店月度销售额均保持正增长，美国作为全球重要的服装消费市场，其服装消费增速良好亦将带动涤纶长丝需求稳健增长。

● 行业自律进行中，或助力涤纶长丝盈利继续修复

作为化工行业“反内卷”先锋，涤纶长丝率先在 2024 年 5 月通过推行“一口价”等方式进行行业自律，涤纶长丝价格及盈利能力得以明显改善，2024 年 7 月 7 日 POY、FDY、DTY 价差分别较 2024 年 5 月 20 日的低点增长了 571、421、371 元/吨；但受 7 月原油大幅下跌、下游开机率低迷等因素影响，企业经营心态恐慌，竞相降价出货，此次行业自律以失败收尾。进入 2025 年，本次行业自律行为取消了“一口价”模式，更加贴合实际和灵活调整。在 4-5 月受特朗普关税政策影响，下游需求和上游原料大幅波动的背景下，行业依旧保持了较强的盈利韧性。我们中短期看好行业联合减产背景下，长丝行业单吨利润将向上修复，行业盈利能力有望显著增强；长期坚定看好长丝行业新增产能投放速度放缓，且主要集中在头部桐昆股份、新凤鸣两家企业，行业格局持续优化，长丝单吨盈利能力有望逐步抬升。

● 受益标的

新凤鸣、桐昆股份、恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、东方盛虹。

● **风险提示：**原油价格大幅波动、下游需求不及预期、贸易保护政策调整、行业协同效果不及预期、其他风险详见第十页标注。

目 录

1、供给端：行业高速扩产告一段落，集中度进一步提升.....	3
2、需求端：长丝下游纺织服装内需和外需保持稳健.....	3
2.1、国内：纺织服装需求稳健增长带动涤纶长丝需求向上.....	3
2.2、出口：长丝直接出口增长明显，终端纺服出口增速正在回暖.....	4
3、行业自律：涤纶长丝是“反内卷”先锋行业，中短期看好盈利能力改善，长期看好行业格局优化.....	5
3.1、长丝行业于2024年5月率先开启行业自律，7月由于油价大幅下跌本次行业自律以失败告终.....	5
3.2、2025年“反内卷”再度开启，截至目前来看本次行业自律的模式更加合理和有效.....	7
4、投资建议：建议关注长丝作为“反内卷”先锋行业，通过行业自律带来的中短期盈利上升以及长期格局改善.....	8
5、风险提示.....	9

图表目录

图 1：2024 年涤纶长丝产能同比增速 2.35%，大幅收窄	3
图 2：截至 2024 年底，涤纶长丝行业产能 CR6 达 87%.....	3
图 3：2025 年 1-6 月中国服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增长 3.10%.....	4
图 4：2025 年 1-6 月涤纶长丝表观消费量同比增长 5.37%.....	4
图 5：2025 年 1-6 月涤纶长丝出口量增长明显	4
图 6：2025 年 1-6 月服装及衣着附件出口金额累计同比减少 0.20%，降幅进一步收窄	4
图 7：2023-2024 年，美国服装面料批发商库存持续去化	5
图 8：美国服装销售额自 2024 年 4 月以来稳定增长.....	5
图 9：2024Q2 长丝价格价差在“一口价”模式下回升	6
图 10：2024 年 Q3 原油价格大幅下降.....	6
图 11：2024 年 7 月 18 日 POY 库存高达 29.3 天，企业降价出货.....	7
图 12：2024 年 8 月 9 日江浙织机开机率仅 59%.....	7
图 13：2025 年长丝价差表现尚可，但仍处于历史中低位.....	8
图 14：2025 年头部企业以联合减产等方式进行行业自律.....	8
表 1：涤纶长丝行业是“反内卷”先锋代表	5
表 2：涤纶长丝龙头企业有望受益	8

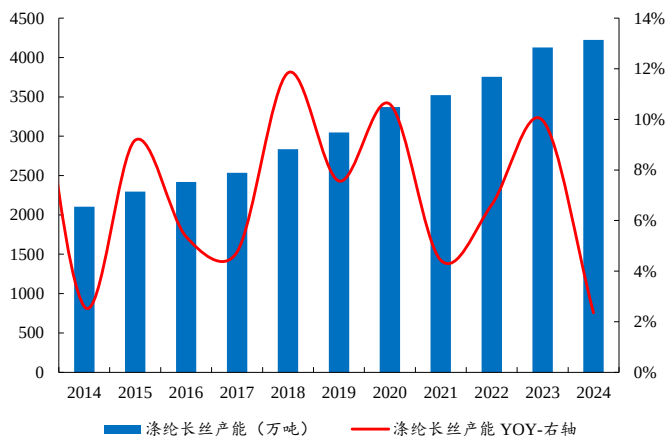
1、供给端：行业高速扩产告一段落，集中度进一步提升

行业产能增速大幅放缓，扩产周期告一段落。2014-2023 年，涤纶长丝行业处于产能高速扩张期，产能稳步提升，据隆众资讯数据，行业产能从 2014 年的 2103 万吨提升至 2023 年的 4128 万吨，年均复合增速达 7.78%。但从 2024 年开始，头部企业主动收缩扩产节奏，行业“反内卷”行为开始体现。涤纶长丝在 2024 年仅新增产能 97 万吨，同比增速大幅放缓，较 2023 年仅有 2.35% 的增速。

行业新增产能集中于头部。据百川盈孚数据，2025 年新增产能规划为 185 万吨，目前仅有新凤鸣 65 万吨新增产能投产，其余 120 万吨新增产能来自于桐昆股份。但是，我们预计，根据公司目前规划，2025 年下半年桐昆股份或仅有 60 万吨产能投产，因此 2025 年全年新增产能预计为 125 万吨。虽然 2025 年新增产能规划或将超过 2024 年全年新增产能，但是投产企业仅集中在长丝龙头桐昆股份和新凤鸣，且投产节奏有序。目前涤纶长丝的行业发展已经从“规模扩张”转向“质量提升”。

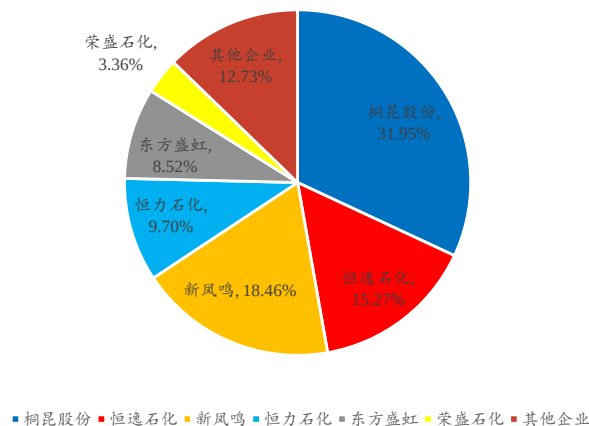
CR2 集中度有望进一步提升。据我们统计，截至 2024 年底，涤纶长丝行业的龙头企业桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化、恒力石化、东方盛虹和荣盛石化产能分别为 1350、780、637（根据 2024 年年报，该产能包括聚酯切片）、410、360、142 万吨，行业 CR6 从 2023 年的 85% 左右达到 2024 年的 87% 左右，集中度进一步提升。展望 2026 年，我们预计，涤纶长丝潜在新增产能依旧主要集中在桐昆股份和新凤鸣两家专注于涤纶长丝生产制造的企业，两大长丝龙头地位稳固。

图1：2024 年涤纶长丝产能同比增速 2.35%，大幅收窄



数据来源：隆众资讯、开源证券研究所

图2：截至 2024 年底，涤纶长丝行业产能 CR6 达 87%



数据来源：各公司公告、隆众资讯、开源证券研究所

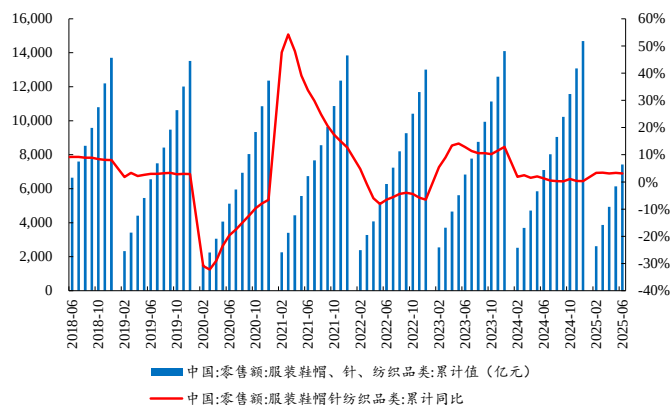
2、需求端：长丝下游纺织服装内需和外需保持稳健

2.1、国内：纺织服装需求稳健增长带动涤纶长丝需求向上

国内纺服消费增长带动涤纶长丝需求提升。根据 Wind 的数据，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%；涤纶长丝表观消费量在 2025 年 1-6 月累计达 1785.50 万吨，同比增加 5.37%，保持稳健的需求增速。在进一步强化内循环和刺激国内消费的背景下，我们认为纺服消费仍会

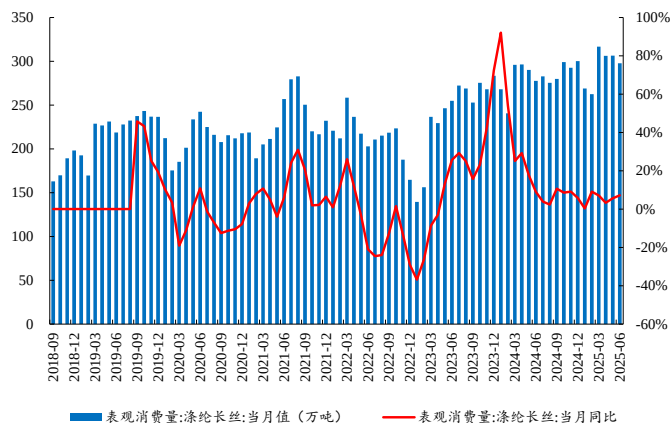
保持稳步上升趋势，将带动涤纶长丝需求提升。

图3：2025年1-6月中国服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增长3.10%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2025年1-6月涤纶长丝表观消费量同比增长5.37%

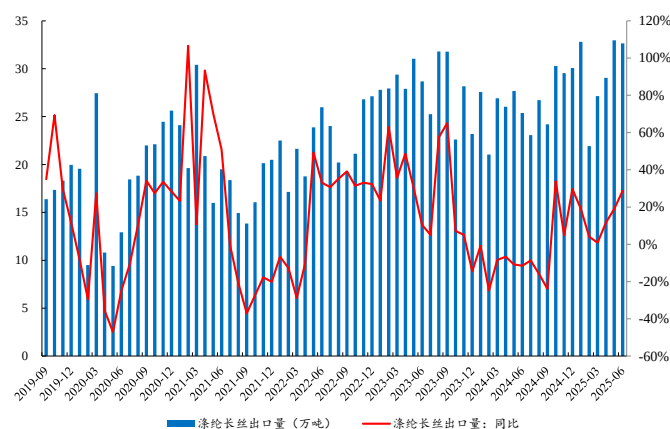


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、出口：长丝直接出口增长明显，终端纺服出口增速正在回暖

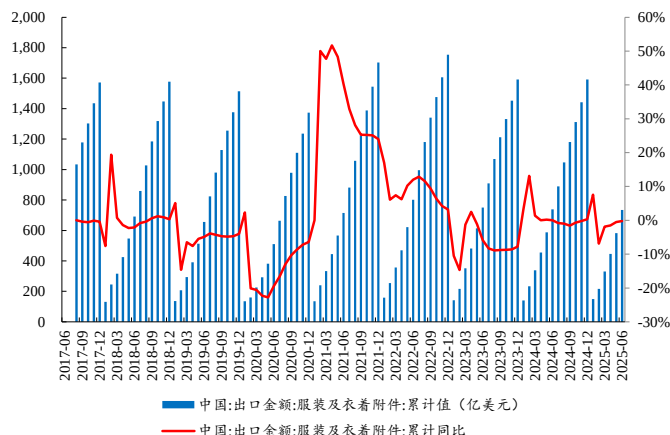
2025年以来，涤纶长丝出口量增长明显，服装及衣着附件的出口也逐渐回暖。根据Wind数据，涤纶长丝2025年1-6月出口量达176.52万吨，保持每月同比增长的同时，1-6月累计同比增长14.18%，涤纶长丝直接出口增速表现强劲。同时2025年1-6月服装及衣着附件出口金额累计同比减少0.2%，此前1-5月累计同比增速为-0.5%，降幅进一步收窄。综合来看，涤纶长丝的直接出口增量明显，服装终端出口也在5-6月逐渐修复，将对涤纶长丝的需求起到支撑作用。

图5：2025年1-6月涤纶长丝出口量增长明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

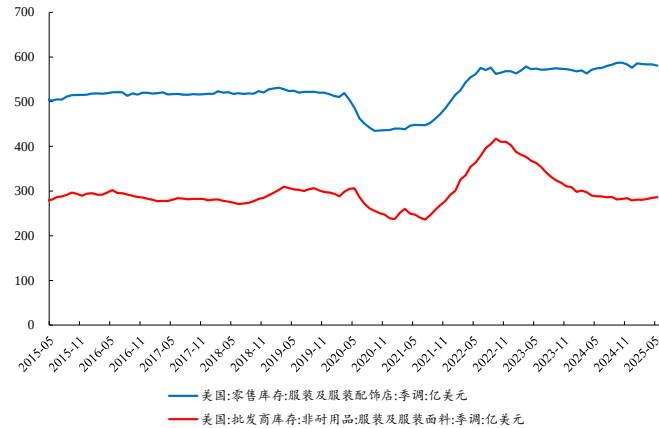
图6：2025年1-6月服装及衣着附件出口金额累计同比减少0.20%，降幅进一步收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

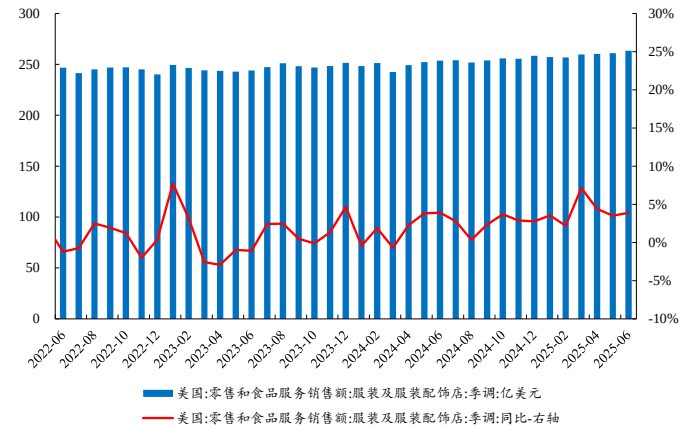
美国作为重要的世界纺织品消费大国，其服装及服饰面料批发商库存在 2024 年已经去库完成。2023-2024 年，美国服装面料批发商库存持续去化，历经 2024 年一年的去库周期，库存基本回归正常水平，截至 2025 年 5 月，美国服装及服装面料的批发商库存保持在 280 亿美元左右，其库存销售比进入正常水平。自 2024 年 4 月以来，美国服装及服饰配饰店月度销售额均保持正增长，服装消费需求恢复稳健增速，2025 年 6 月，美国服装及服装配饰店销售额同比增长 3.88%，美国服装消费增速良好带动涤纶长丝需求稳健增长。

图7：2023-2024 年，美国服装面料批发商库存持续去化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美国服装销售额自 2024 年 4 月以来稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、行业自律：涤纶长丝是“反内卷”先锋行业，中短期看好盈利能力改善，长期看好行业格局优化

3.1、长丝行业于 2024 年 5 月率先开启行业自律，7 月由于油价大幅下跌本次行业自律以失败告终

涤纶长丝行业是“反内卷”先锋，早在 2024 年 5 月中旬就开启了行业自律。2024 年 5 月，POY 库存天数超过 30 天，远高于 15-20 天的合理区间，FDY/DTY 的库存天数也超过 25 天。高库存导致企业“以价换量”，POY 价格由 2024 年 4 月中下旬的 7750 元/吨左右跌至 2024 年 5 月 20 日的 7300 元/吨，价差由 2024 年 4 月中下旬的 1100 元/吨左右跌至 2024 年 5 月 20 日 684 元/吨，行业陷入亏损。据隆众资讯，2024 年 5 月，长丝龙头企业实行“一口价”模式缓解行业内卷情况，涤纶长丝价格及盈利水平通过行业自律明显改善。据中国化学纤维工业协会官网，2024 年 12 月，中国化学纤维工业协会出台涤纶长丝行业协会高质量发展倡议书，明确指出要加强行业自律，同时谨慎投资、合理扩产，彰显行业“反内卷”的决心。从时间线上可以看出，涤纶长丝行业作为“反内卷”的先锋行业，走在“反内卷”行动的前端。

表1：涤纶长丝行业是“反内卷”先锋代表

时间	主体	内容
2024 年 5 月中旬	江浙沪涤纶大厂	江浙沪涤纶大厂联合减产，执行“一口价”政策
2024/07/30	中共中央政治局会议	首次提出要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

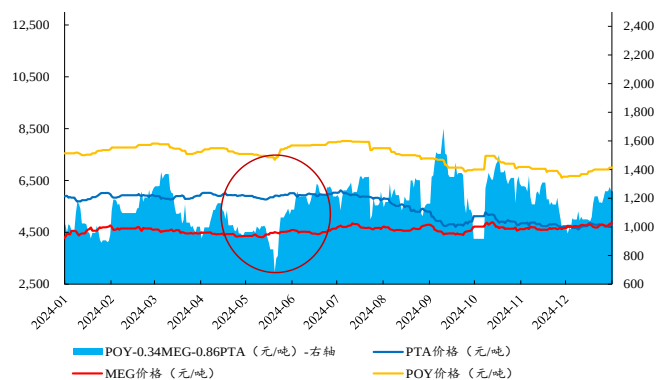
时间	主体	内容
2024/12/17	中国化学纤维工业协会	出台涤纶长丝行业协会高质量发展倡议书，明确指出要加强行业自律，同时谨慎投资、合理扩产，释放行业“反内卷”信号
2025/03/05	两会《政府工作报告》	明确将“综合整治内卷式竞争”列为年度任务
2025/07/01	中央财经委员会第六次会议	强调依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品质量，推动落后产能有序退出

资料来源：隆众资讯、共产党员网、中国化学纤维工业协会官网、人民网、中国政府网、开源证券研究所

2024 年 Q2 涤纶长丝龙头企业“一口价”政策带动涤纶长丝价格回升，“反内卷”效果明显。在上述高库存、低价差的行业经营困境下，2024 年 5 月，行业头部企业（桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化等）进行行业自律，推行“一口价”模式。涤纶长丝价格维稳回升，根据 Wind 数据，2024 年 7 月 7 日 POY、FDY、DTY 价格分别较 2024 年 5 月 20 日的价格低点增长 725、575、525 元/吨，价差分别增长 571、421、371 元/吨。产品价格、价差在行业自律的作用下维持了近 2 个月的良好状态。

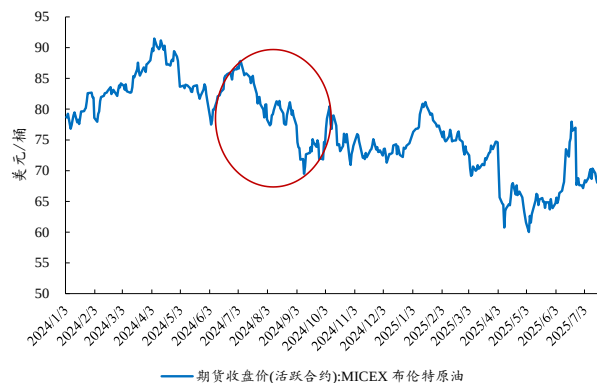
然而，2024 年 7 月开始，由于 OPEC+加速增产、下游需求萎靡等因素，原油价格大幅下跌，涤纶长丝原料成本随之大幅下降；叠加高温淡季、下游开机率不佳，据 CCF 数据，2024 年 8 月 9 日，江浙加弹开机率和江浙织机开机率分别仅有 71%、59%。在中小企业低价抢单与高成本库存挤压的情况下，龙头企业被迫降价销售以清理库存、维持市占率，“一口价”模式的行业自律以失败告终。但是 2024 年 Q2 的涤纶长丝价格、价差走势足以证明“反内卷”对稳定涤纶长丝价格、维持企业利润有着重要的正面影响。

图9：2024Q2 长丝价格价差在“一口价”模式下回升

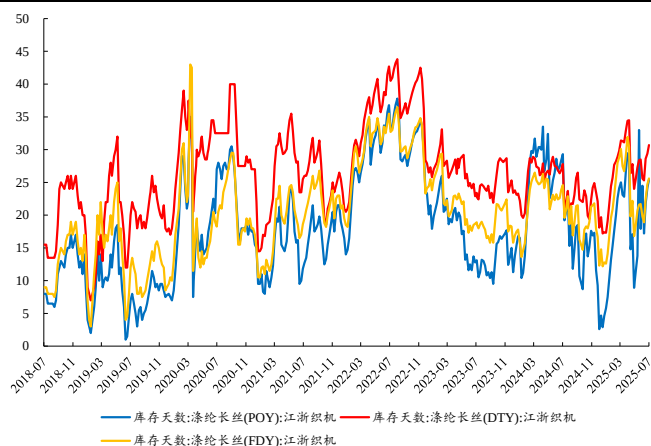


数据来源：Wind、开源证券研究所

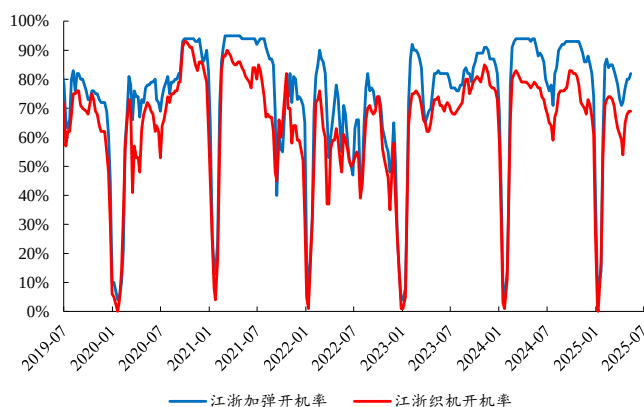
图10：2024 年 Q3 原油价格大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2024年7月18日POY库存高达29.3天，企业降价出货


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2024年8月9日江浙织机开机率仅59%


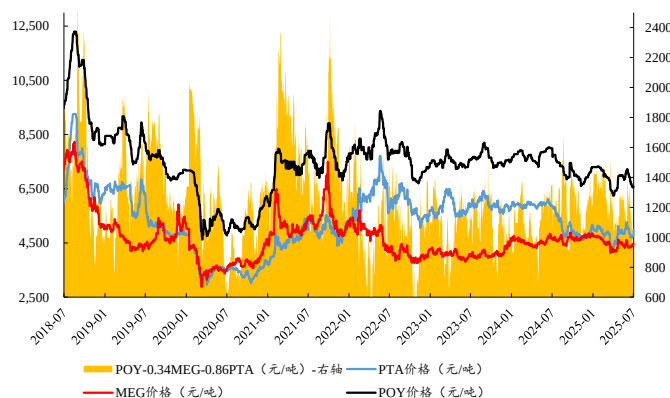
数据来源：CCF、开源证券研究所

3.2、2025年“反内卷”再度开启，截至目前来看本次行业自律的模式更加合理和有效

本次“反内卷”行业自律行为取消了“一口价”模式，更加贴合实际和灵活调整。从Wind数据来看，2025年1-6月，涤纶长丝价差整体保持良好，在4月初因特朗普关税政策，原油价格再次快速、大幅下跌，同时纺织服装订单受到一定影响，行业整体情绪较为悲观，但是本次企业的经营心态多了稳健、少了恐慌，行业通过联合减产和控价等方式，控制库存冲高速度和长丝价格跌幅，4月的POY平均价差为1183元/吨，保持良好盈利空间；库存高点为4月17日的29.4天。进入5月，特朗普关税政策有所缓和，纺织服装订单有所回归，长丝行业库存也得以有效去化，在5月15日，涤纶长丝POY库存降低至8.9天，较4月高点降低了20.5天。我们认为，本次行业自律行为较上次更加合理有效。

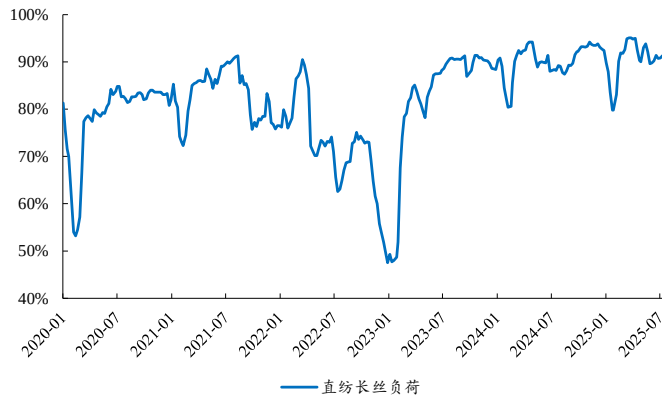
截至7月21日，涤纶长丝POY/DTY/FDY价差分别为918、1168、2168元/吨；截至7月17日，POY/DTY/FDY库存天数分别为25.4、30.7、25.6天。在传统淡季和低价差的背景下，据CCF，上周（7月14日-7月18日），长丝主流大厂继续执行联合减产，截至7月18日，直纺长丝负荷为90.5%，较7月11日下降0.8pcts。

图13：2025 年长丝价差表现尚可，但仍处于历史中低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2025 年头部企业以联合减产等方式进行行业自律



数据来源：CCF、开源证券研究所

中短期看好“反内卷”背景下，涤纶长丝盈利能力有所改善；长期看供给增速放缓，进入投产尾声，长丝单吨利润或将逐步抬升。2025Q1，桐昆股份、新凤鸣分别实现归母净利润 3.57 亿元（扣除浙石化投资收益）、3.06 亿元，据我们测算，其单吨净利润分别达到 143 元/吨、215 元/吨，这是 2023Q4 至今以来的单吨最佳利润。短期行业自律行为将帮助行业脱离低价无序竞争的泥沼，促进行业高质量发展，实现企业盈利能力的改善。长期来看，在供给端新增产能增速大幅放缓之后，前期投放的产能将被稳健的下游需求增速逐步消化，行业格局将逐步优化，长丝单吨盈利能力有望逐步上移，优质产能供给将与下游终端需求形成动态匹配，行业终将进入良性发展周期。

4、投资建议：建议关注长丝作为“反内卷”先锋行业，通过行业自律带来的中短期盈利上升以及长期格局改善

我们中短期看好行业联合减产背景下，长丝行业单吨利润将向上修复，行业盈利能力有望显著增强；长期坚定看好长丝行业新增产能投放速度放缓，且主要集中在头部企业桐昆股份、新凤鸣两家企业，行业格局持续优化，长丝单吨盈利能力有望逐步抬升。

受益标的：新凤鸣、桐昆股份、恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、东方盛虹。

表2：涤纶长丝龙头企业有望受益

公司名称	公司代码	评级	2025/7/23	2025/7/23	归母净利润（亿元）			PE（倍）		
			总市值（亿元）	股价	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
新凤鸣	603225.SH	买入	187	12.24	16.09	20.49	25.52	11.60	9.11	7.31
桐昆股份	601233.SH	买入	293	12.17	25.41	36.48	42.74	11.52	8.02	6.85
恒力石化	600346.SH	买入	1,117	15.87	91.42	113.95	123.24	12.22	9.80	9.06
荣盛石化	002493.SZ	买入	936	9.37	19.62	41.20	62.62	47.71	22.72	14.95

公司名称	公司代码	评级	2025/7/23	2025/7/23	归母净利润（亿元）			PE（倍）		
			总市值（亿元）	股价	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
恒逸石化	000703.SZ	未评级	222	6.16	2.36	5.25	6.53	94.03	42.27	33.98
东方盛虹	000301.SZ	未评级	602	9.11	12.26	25.91	33.65	49.13	23.25	17.90

数据来源：Wind、开源证券研究所（上述“未评级”公司盈利预测来自 Wind 一致预测）

5、风险提示

- （1）原油价格大幅波动：原油价格大幅波动会造成长丝原料和长丝价格随之大幅波动，对盈利稳定性造成不利影响。
- （2）下游需求不及预期：下游需求萎靡将对长丝需求产生负面影响。
- （3）贸易保护政策调整：关税等贸易保护政策将对长丝及其下游终端出口需求造成一定影响。
- （4）行业协同效果不及预期：行业自律措施执行不到位将对短期长丝基本面造成负面影响。
- （5）其他风险详见第十页标注。

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