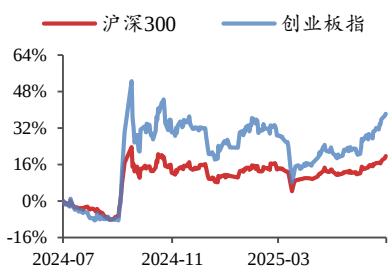


沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	6.176
建筑材料	4.492
建筑装饰	3.379
钢铁	2.590
有色金属	2.019

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-0.984
计算机	-0.729
通信	-0.434
电子	-0.239
纺织服饰	-0.199

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】国内工业品价格表现偏强——宏观经济专题-20250722

【策略】 汇金-市场的底气——投资策略专题-20250722

【策略】机构调研降温，但计算机、传媒、煤炭关注度提升——机构调研周跟踪
-20250721

【固定收益】经济 L 型下半场，下半年资产配置“不下、则上”——事件点评
-20250721

【金融工程】主动权益增持通信、非银，债券型基金规模大幅回升——公募基金
2025 年二季报全扫描-20250721

行业公司

【传媒】继续布局 AI 应用及高景气的文娱 IP 消费——行业点评报告-20250722

【机械】宇树科技：从机器狗到人形机器人的中国范式，“科技顶流”开启新篇章——行业深度报告-20250722

【化工】“反内卷”势在必行，化工行业新一轮供给侧改革呼之欲出——化工“反内卷”系列报告（开篇）-20250722

【医药】siRNA 药物快速发展，国内药企出海潜力大——行业点评报告-20250721

【食品饮料：嘉必优(688089.SH)】预计单季度利润再创新高，下半年依然乐观——公司信息更新报告-20250722

【家电：石头科技(688169.SH)】扫地机&洗地机收入持续超市场预期，2025Q3起盈利能力有望改善——公司深度报告-20250722

【中小盘】矽电股份 (301629.SZ)：国内领先的探针台设备企业——中小盘次新股说-20250722

研报摘要

总量研究

【宏观经济】国内工业品价格表现偏强——宏观经济专题-20250722

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

供需：工业与消费供需波动运行

1.建筑开工：开工率仍处季节性低位。最近两周（7月6日至7月19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保持历史同期低位，但已有企稳回升迹象，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，化工链开工率略降，汽车钢胎开工率回升。最近两周，工业开工整体景气度仍处于历史中高位，且汽车钢胎与高炉焦化企业开工率有所回升。化工链中PX开工率回落至历史中位，汽车半钢胎开工率回升至历史中高位，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，中国轻纺城成交量回落至历史低位，义乌小商品价格指数有所回升，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：油金价格回升，有色价格回落。

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，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，黑色系震荡偏强运行，煤炭价格震荡偏弱运行，化工品分化运行，建材中沥青、水泥价格回升，玻璃价格回落。

地产：新建与二手房成交量均转弱

1.新建房：一线城市成交同比降幅扩大。最近两周（7月7日至7月20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落51%，从季节性上看弱于历史同期，较2023、2024年同期分别变动-35%、-24%。一线城市成交面积成交同比降幅扩大，较2023、2024年分别变动-35%、-28%。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：成交量转弱。价格方面，截至7月7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6日至7月19日），北京、上海、深圳二手房成交仍弱，较2024年同期分别同比-18%、-1%、+8%。

出口：7月前20日出口仍有韧性

7月前20日港口集装箱吞吐量同比+3.9%，相较于6月(+4.6%)有一定回落。预测值方面，因2025年以来，集装箱吞吐量指标对出口指向准确性不及上海装载集装箱船指标，因此暂时将模型核心指标由前者改为后者，由此得到7月前20日出口同比+1.5%左右，而不考虑模型的上海装载集装箱船数量同比指向出口同比在+4%左右。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

【策略】汇金-市场的底气——投资策略专题-20250722

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 耿驰政（联系人）证书编号：S0790125050007

2025 年上半年汇金增持主要 ETF 超 1900 亿元

近期 A 股市场在宏观预期未显著变化的背景下仍实现向上突破,体现出较强的市场韧性和风险偏好修复迹象。我们在 7 月 12 日发布的报告《剖析市场突破的核心动力》中提出,从交易行为、资金流向到制度支持,多重信号共同构筑了本轮市场上行的内在基础。当前,政策稳定预期、市场资金承载力增强、投资者活跃度提升,以及主题主线的持续明确,正逐步成为驱动 A 股走强的核心动因,本文将从政策对资本市场的关注度切入,进一步剖析构筑“政策底”的核心支撑——中央汇金如何稳定市场预期并发挥结构性支撑作用。截至 2025 年 6 月 30 日,根据核心宽基 ETF 二季报披露,中央汇金及其旗下资管公司等大举买入至少 8 只宽基 ETF,包括 4 只沪深 300ETF、上证 50ETF、中证 500ETF、2 只中证 1000ETF 及上证 180ETF (统一以 4 月 7 日后 10 个交易日内均价计算),合计增持金额或超过 1900 亿元。

长期资金持续发力夯实“政策底”

中央汇金公司已逐步成为市场波动期的中坚力量,以持续性的长期资金投入稳定市场中枢,作为耐心资本,发挥类“平准基金”作用。“政策底”在资金端得到有效验证,市场即便面对外部扰动仍展现出较强修复力与资金韧性。自 2013 年以来,汇金多次在关键时点出手增持。2025 年 4 月 7 日,面对对等关税冲击,汇金盘中罕见发声,重申增持 ETF 以维护市场平稳运行。因此,进入 2025 年,在宏观预期平稳、板块轮动加快的背景下,市场即便阶段性处于低位,日成交额仍稳定在 0.9 万亿至 1.1 万亿元之间,显著高于 2023 至 2024 年均值,进一步验证“流动性底”的支撑效应。

长期资金增持结构进一步均衡

当前中央汇金对 ETF 的支持呈现“总量提升、结构扩散”的特征,既强化核心配置,也加快向更多风格方向延伸。截至 2025 年 6 月 30 日,中央汇金在主要 ETF 产品中的持仓市值已达 11624.9 亿元,较 2024 年上半年同比增长超过 120%。其中,沪深 300ETF 为核心配置品种,占比 71.3%。总量的持续增长表明政策性资金正加大对 ETF 的运用力度,并通过长期稳定配置强化市场支撑。从 ETF 增持结构和节奏来看,政策资金的操作范围持续扩展、风格逐步扩散,工具配置也愈加多元。

展望后市,需在轮动中保持对核心配置资产的信心

展望后市,在突破 3500 点关口后,市场情绪阶段性升温,资金活跃度显著提升,短期内板块之间呈现出快速轮动特征。然而,从更中期视角看,政策性资金的持续入场正不断夯实市场底部。中央汇金通过多轮 ETF 增持释放出稳定信号,在应对外部扰动和提振风险偏好方面发挥了关键作用,“政策底”效应正持续强化市场对流动性和系统性支撑的预期。在当前宏观预期平稳、资金面整体充裕的环境下,市场结构性活跃有望延续。我们认为,应充分认识到政策托底的长期意义,在市场调整与轮动中保持对核心配置资产的信心。

风险提示:政策超预期变动;全球流动性及地缘政治风险;定价模型失效。

【策略】机构调研降温,但计算机、传媒、煤炭关注度提升——机构调研周跟踪-20250721

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

“机构调研信息”是投资者决策过程当中,重要的信息补充

机构调研是资本市场信息传递和价值挖掘的重要环节。对于专业机构而言,是深度研究、投资决策的关键步骤。相较财务信息,机构调研具备披露及时、信息多维且深入等优势。往往在调研结束后 1-2 天内,公司以公告方式对外披露,主要内容包含参会人员信息、会议问答等,投资者与公司管理层之间的问答往往涉及行业最新动态及公司运营细节。

机构调研信息是对基本面信息的重要补充,但信息量大且杂乱。为了清晰梳理出调研中有效、增量信息,我们推出机构调研周跟踪系列,汇总最近一周、一个月公开的机构调研信息,涵盖行业、个股两维度,包含调研热

度（环比、同比数据）、调研获得的行业及个股信息增量。

行业视角看机构调研情况:计算机、传媒、煤炭关注度同比增加

周度:上周,全A的被调研总次数有所下滑,且低于2024年同期,显示调研热度降温。一级行业中,按机构被调研总次数从高到低排序,机械设备、汽车、医药生物、电子、基础化工的关注度较高。

边际变化上,计算机、社会服务、传媒、农林牧渔、石油石化、食品饮料、煤炭的关注度同比增加。

月度:6月,全A的被调研总次数环比大幅下滑,且低于2024年同期。最新一个月,一级行业中,按机构被调研总次数从高到低排序,机械设备、电子、医药生物、基础化工、汽车的关注度较高。

边际变化上,基础化工、计算机、国防军工、食品饮料、纺织服饰、交通运输的关注度同比增加。

个股视角看机构调研情况:冰轮环境、中大力德、中国重汽、博实结、东方钽业受到较多市场关注

周度:上周,冰轮环境、中大力德、中国重汽、博实结、东方钽业等受到较多市场关注,被调研总次数、机构调研家数均数值较高。

月度:最近一个月,冰轮环境、博实结、亚普股份、中国重汽、骏鼎达等受到较多市场关注,被调研总次数、机构调研家数均数值较高。

以下是重点公司调研细节梳理:

冰轮环境:AIDC冷机市场产能紧缺,公司海外业务或受益。公司近期被机构频繁调研,上周调研次数达7次,受到市场较多关注。公司有望受益于AI冷机订单的增长,公司海外业务或能得到提升。

东方钽业:钽铌行业格局发生变化,公司拟扩大产能满足市场需求。随着高温合金、国防工业等领域出现了越来越多的新需求,钽铌行业快速发展。为了满足市场对高端制品的需求,公司计划扩大产能。

风险提示:公司经营风险、数据统计错误风险、公司投资者关系活动记录表错误解读风险。

【固定收益】经济L型下半场,下半年资产配置“不下、则上”——事件点评-20250721

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

截至2025年7月21日,万得全A首次突破2024年10月8日高点。

市场关于行情上涨的四种理解

(1) 市场理解一:产业亮点。2022年至今产业亮点一直存在,比如2023年华为芯片,导致2022-2024年不断出现主题行情,但指数持续下降。因此,产业亮点和主题行情或不足以推动指数上涨行情。

(2) 市场理解二:国家队托底。之前同样出现过数次国家队托底,比如,2024年2月国家队托底,但2024年5月之后市场重新下跌。反观当前市场上涨,或并非主要由国家队推动。

(3) 市场理解三:“美国例外论”反转。汇率上看,海外资金或并没有大幅流入中国,且美股持续新高,反映出当前为中美股市共振上涨、而非东升西落,因此“美国例外论”反转或并非关键因素。

(4) 市场理解四:低利率驱动。2022年-2024年债券收益率持续下行,但股市持续下跌,即利率下降并不能驱动股市上涨。估值角度上,虽然当前股债性价比处于高位水平,但估值便宜并非上涨的充分条件,比如2024年5-9月。

行情上涨的关键逻辑或是:政策取向和经济周期

我们认为,市场上涨的关键逻辑在于:政策取向的根本变化,以及经济周期已经处于上行期。

(1) 逻辑一：政策取向的根本性变化。2024 年 9 月政治局会议为政策拐点，一方面结束了 2021-2024 年经济长期去杠杆，类似于 2011-2015 年，标志着 L 型的下降期结束，进入企稳阶段；另一方面，结束了 2024 年 1-9 月的地方隐性债务整治，类似 2018 年，即财政信用政策发生了方向性和趋势性的变化。

(2) 逻辑二：经济周期已经处于上行期。2024 年 2 月之后市场已经逐渐见底，但 2024 年 2-3 季度紧财政和紧信用再次抑制市场信心。2024 年 9 月政策拐点之后，市场信心重新回到向上的路径当中，持续至今。当前或类似 2016 年二三季度，我们认为，市场预期仍有很大的上行空间。

(3) 逻辑三：需求端维稳+解决结构性问题。2025 年 7 月至今，一方面政策反内卷，类似 2016-2017 年供给侧改革；另一方面城市更新，类似 2016-2017 年棚改，即政策需求端维稳，以及解决结构性问题。我们认为，这一轮政策或不会推动类似于 2016-2017 年的地产大幅上行周期或 PPI 同比超过 7%，但地产企稳和通胀转正，或已经足够提振市场预期。

此外，这一轮反内卷的起点为 2025 年 7 月 1 日的中央财经委员会，历史上看，中央财经委员会的政策部署基本都能落地成功。

经济预期修正下股债切换

我们认为，当前经济或类似于 2016 年-2017 年，处于 L 型下半场。

一方面，当前已经结束了 2021-2024 年经济增速 L 型的下行期，开始进入企稳阶段，需求端持续维稳，类似于 2016-2017 年结束了 2011-2015 年的下行期，之后各季度 GDP 增速或基本相同；

另一方面，政策着手于解决结构性问题，促进房地产的企稳和通胀的正常化。2016-2017 年结构性问题是产能过剩和房地产下行压力，当前类似。

对于股债配置，我们维持观点：2025 年下半年经济或不会明显下行，以及结构性问题得到解决，经济预期修正下股债有望切换，债券收益率、股市有望上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【金融工程】主动权益增持通信、非银，债券型基金规模大幅回升——公募基金 2025 年半年报全扫描-20250721

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001

2025 年二季度末，全市场公募基金数量 11868 只，合计规模为 33.01 万亿元，较 2025Q1 规模环比上升 5%。其中，剔除货币市场型基金后基金数量为 11504 只，合计规模为 19.1 万亿元，规模环比上升 5.47%。

主动权益基金：重仓集中度持续下降，股票仓位环比提升 0.43%

2025 年二季度末，主动权益基金数量为 4242 只，合计规模为 3.41 万亿元，环比减少 554.58 亿元。股票仓位：主动权益仓位为 88.63%，环比上升 0.43%；重仓股仓位为 38.89%，环比下降 0.6%。板块配置：消费板块仓位减少 1.71%，金融板块仓位增加 0.74%，科技板块仓位增加 0.71%。行业配置：主动增持通信(259.1 亿元)、非银金融(94.8 亿元)、银行(84.1 亿元)；主动减持食品饮料(-253.2 亿元)、汽车(-203 亿元)、电力设备(-175.3 亿元)。重仓股票：主动增持中际旭创(127.2 亿元)、沪电股份(82.1 亿元)、新易盛(74.1 亿元)；主动减持比亚迪(-140 亿元)、贵州茅台(-65.3 亿元)、立讯精密(-58.5 亿元)。港股配置：主动增持医疗保健业(152.2 亿元)，主动减持科技资讯业(-182.7 亿元)。

固收+基金：股票仓位降至 8.01%，杠杆率升至 116.24%

2025 年二季度末，固收+基金数量为 1707 只，合计规模为 1.87 万亿元，环比增加 823.33 亿元。资产配置：杠杆率为 116.24%，环比上升 2.95%；股票仓位为 8.01%，环比下降 0.44%；债券仓位为 103.89%，环比提升 3.57%。

行业配置：重仓前三行业为有色金属(76.77 亿元)、银行(76.44 亿元)、电子(59.22 亿元)；环比加仓行业为非银金融(+0.12%)、银行(+0.10%)、通信(+0.08%)。重仓转债：前三名分别为兴业转债(102.84 亿元)、上银转债(61.73 亿元)、浦发转债(52.85 亿元)。

纯债基金：基金总体规模上涨 4.72%，杠杆率和信用债占比同步提升

2025 年二季度末，纯债基金数量为 2449 只，合计规模为 7.49 万亿元，季度环比增加 4.72%。其中，中长期纯债型基金数量为 2091 只，合计规模为 6.35 万亿元；短期纯债型基金数量为 358 只，合计规模为 1.14 万亿元。资产配置：短债基金杠杆率升至 114.54%；持有信用债占比 92.02%，环比上升 2.09%；利率债占比 19.28%，环比上升 1.18%。中长债基杠杆率升至 123.01%；持有信用债占比 54.66%，环比上升 0.85%；利率债占比 62.55%，环比上升 0.22%。重仓债券：短债基金重仓中短久期的政策银行债、高等级二级资本债；中长债基重仓短久期的政策性银行债。

FOF 基金：偏债混 FOF 规模增加 71.12 亿元，FOF 新发份额创新高

2025 年二季度末，FOF 基金数量为 518 只，合计规模为 1556.79 亿元，较 2025 年一季度末增加 127.44 亿元。其中，偏债混合型 FOF 基金 191 只，合计规模 702.32 亿元；偏股混合型 FOF 基金 118 只，合计规模 372.37 亿元；目标日期型 FOF 基金 119 只，合计规模 237.67 亿元。

风险提示：本文分析结果基于历史数据统计，过去业绩不代表未来表现，不构成对产品的推荐投资建议。

行业公司

【传媒】继续布局 AI 应用及高景气的文娱 IP 消费——行业点评报告-20250722

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

游戏、音乐、演唱会、国漫延续高景气，继续加码布局

(1) 游戏：7 月 17 日，心动公司旗下《心动小镇》举行小马宝莉 IP 联动等周年庆活动，七麦数据显示，当日 iPhone 游戏畅销榜排名最高升至第 8，或带来可观流水增量；同日创梦天地、友谊时光分别发布半年度业绩预喜公告，创梦天地预计 2025H1 实现净利润 2000-5000 万元，同比扭亏为盈主要得益于自研游戏和新品《卡拉比丘》等上线带来利润率的提升，友谊时光预计 2025H1 实现净利润 3800-4400 万元，同比扭亏为盈主要由于小游戏《杜拉拉升职记》《凌云诺》的亮眼表现带来收益增量，以及高毛利渠道收入占比提升带动毛利率提升，研发、销售费用率均有所下降。我们认为，非头部游戏公司持续迎来新品周期释放所带来的业绩提升，或进一步验证游戏行业景气周期向上，近期板块调整或非基本面因素，调整后带来更高估值性价比。(2) 在线音乐：高品质音乐满足年轻用户悦己、陪伴刚需，基于 Z 世代人群扩大、智能汽车等新终端拓展，国内在线音乐平台用户拓展空间仍大，且相较海外头部平台 Spotify，付费率、ARPU 仍有较大提升空间，近期 AI 歌手 Yuri 出道歌曲《Sureal》登上网易云音乐飙升榜并出圈，AI 赋能的音乐创作或持续提升平台音乐丰富性及社区活跃度。(3) 演唱会：据中国演出行业协会，2024 年大型演唱会票房同比+78%，暑期供给进一步释放下，高景气或延续。(4) 国漫：经典国漫 IP 电影《罗小黑战记 2》于 7.18 上映，豆瓣评分高达 8.6，源自中国奇谭 IP 的动画电影《浪浪山小妖怪》将于 8.2 上映，继 BilibiliWorld2025 实现超 40 万人观展盛况后，ChinaJoy2025 将于 8 月 1-4 日开展，暑期漫展、新游及优质国漫电影的推出，或继续拉动 IP 潮玩、周边消费。我们建议继续布局高景气的文娱 IP 消费，游戏重点推荐心动公司、巨人网络、恺英网络、吉比特、完美世界、神州泰岳，受益标的包括友谊时光、百奥家庭互动；在线音乐重点推荐网易云音乐；演唱会重点推荐锋尚文化，受益标的包括大麦娱乐；国漫/潮玩重点推荐上海电影、哔哩哔哩-W、布鲁可、奥飞娱乐，受益标的包括中文在线、泡泡玛特、量子之歌。

KimiK2 惊艳，ChatGPTagent 亮相，GPT5 或发布，AI 应用再迎助推器

7 月 18 日，国际权威大模型排行榜 LMArena 显示，月之暗面研发的万亿参数开源模型 KimiK2 登顶全球开源模型，其为具备更强代码能力、更擅长通用智能体任务的专家混合架构基础模型；同日 OpenAI 正式发布 ChatGPT？

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

Agent，其核心是融合了 Operator 与网站交互的能力、DeepResearch 整合信息的技巧及 ChatGPT 智能对话优势的统一智能体系统，可直接为用户工作，并在 HLE 测试拿下 41.6% 高分，在网页浏览、各项现实任务完成能力的评估中均刷新了 SOTA。7 月 20 日，OpenAICEOSamAltman 还在社媒宣布，大模型 GPT5 即将发布。近期大模型代码、推理、多模态、Agent 能力的大幅升级，或成为 AI 应用加速商业化的强力助推器，我们建议继续布局 AI 陪伴/AI 创作/AI 电商/AI 营销/AI 教育等 AI 应用，重点推荐恺英网络、盛天网络、快手-W、值得买、引力传媒，受益标的包括美图公司、汤姆猫、果麦文化、易点天下、蓝色光标、粉笔、世纪天鸿等。

风险提示：AI 应用收入、游戏流水、电影票房、潮玩销量等低于预期。

【机械】宇树科技：从机器狗到人形机器人的中国范式，“科技顶流”开启新篇章——行业深度报告-20250722

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 罗悦（分析师）证书编号：S0790524090001 | 朱珠（联系人）证书编号：S0790124070020

宇树科技：从机器狗到人形机器人的中国范式，“科技顶流”开启新篇章

宇树科技是国内最早布局机器狗的企业之一，创始人王兴兴首创电驱动方案，大幅降低成本并提升产品寿命，短短数年从高校实验室产品至全球机器狗销量领先的企业。依托机器狗技术积累，公司延伸至人形机器人领域，产品以高性价比、卓越硬件性能及运动能力出圈，成为人形机器人的“中国范式”。目前，公司 C 轮融资后估值达 120 亿元，已完成股改并启动科创板上市辅导，开启新篇章。

解码“宇树”杀手锏：极客精神内核、惊艳的小脑“运控”、精准产业卡位

1、极客精神内核：宇树科技 95% 以上核心硬件自研、人形机器人与机器狗间零部件复用（迁移率达 60%），构建极致的成本优势。

2、惊艳的小脑“运控”：在全球首个人形机器人格斗竞技赛中，宇树 G1 展现极强自平衡能力；对比同类产品，其移动速度更快、可完成多种复杂动作且反应更敏捷，凸显运动优势。

3、精准产业卡位：宇树通过开放底层资源、硬件可扩展性设计和开发者生态建设，提供全链路二次开发支持，率先满足科研、教育机构等客户需求，加速商业化；开发者数据又可反哺产品升级，形成商业化和产品迭代正循环。

机器狗领衔，人形机器人商业化加速，迈向广阔天地

我们认为未来宇树机器狗“消费级+行业级”双轮驱动，有望成为头部企业，提供充足造血能力；人形机器人从 toA 市场逐步向 toG 和商业化场景渗透，有望在行业竞争中占据关键位置。

1、机器狗：基本盘业务稳固，公司发展的“造血引擎”。海外机器狗企业起步较早，但以宇树科技为首的本土企业成本更低、商业化落地更快，2023 年宇树全球销量市场份额接近 70%，形成稳定的现金流与品牌影响力，成为公司发展的“造血引擎”，为拓展人形机器人业务充分赋能。长期看，机器狗可以参考“大疆模式”，从消费级逐步向行业级拓展，有望在更广阔的机器狗市场空间（2030 年全球机器狗市场或将超 80 亿元，2024-2030 年 CAGR 超 30%）中占据领先地位。

2、人形机器人：自研核心硬件、小脑“运控”领先，打造商业化“最短路径”。未来 3-5 年是人形机器人商业化落地的关键期，我们认为宇树以自研核心硬件为核心、强调“小脑”运控能力，辅以大模型布局，为商业化落地奠定基础：

（1）自研核心硬件、小脑“运控”领先，率先商业化。在人形机器人“大脑”技术路线未明确的阶段，宇树集中资源完善硬件迭代和“小脑”的升级，能更快实现产品性能的稳定与场景适配，率先达成商业化落地。7 月，宇树中标中国移动的大额人形机器人采购项目，也意味着获传统行业的认可，进展领先。

（2）布局 UnifoLM 大模型，拓宽场景边界。2024 年宇树推出了基于 Transformer 架构的 UnifoLM 大模型，

该模型可实现端到端动作训练，加速泛化能力提升。

我们认为，与特斯拉、智元等厂商相比，宇树的创始人风格更偏向务实，机器人以核心硬件自研为定位，着重优化运动性能，更注重量产落地。人形机器人有望成人类历史上首个“百亿量”现象级产品，我们预计 2030 年人形机器人市场规模达 1400 亿元，而宇树人形机器人在 toA 市场有先发优势，并有望凭借自身优势抢占 toG 市场先机，随着客户资源与数据积累深化，在后续商业化场景中更易实现顺势突破。

因此，基于宇树科技在机器狗领域的强竞争力和人形机器人业务商业化的强逻辑，我们认为宇树科技若成功上市，有望成为具身智能赛道的标杆企业。

投资建议与受益标的

(1) PCB: 迅捷兴、一搏科技; (2) 机器视觉: 奥比中光; (3) 轴承: 长盛轴承; (4) 刀具: 华锐精密; (5) 合作伙伴: 传化智联、星帅尔、中信重工、金发科技、卧龙电驱、中科创达、全志科技。

风险提示: 人形机器人产业发展不及预期、行业竞争加剧风险、上市进程不及预期

【化工】“反内卷”势在必行，化工行业新一轮供给侧改革呼之欲出——化工“反内卷”系列报告（开篇）-20250722

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 李思佳（分析师）证书编号：S0790525070006

供给端：化工行业竞争加剧致盈利承压，“反内卷”势在必行

2022 年以来，化工行业面临需求收缩、供给冲击和预期转弱压力，运行走势呈现出自 2021 年高位回落态势。2025 年以来，伴随多项扩内需政策逐步落地，国内需求有望企稳修复，但由于供给端竞争进一步加剧，化工行业产品价格走弱、产能利用率走低问题凸显，企业面临“增收不增利”甚至亏损局面。自 2024 年 7 月召开的中共中央政治局会议首次提出防止“内卷式”恶性竞争以来，国内“反内卷”呼声日益强烈；2025 年 7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议明确强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。此后化工多个行业迅速跟进，纷纷发起“反内卷”号召。我们认为，目前我国化工行业整体利润水平较低，多数企业迫切需要改善行业竞争格局，以获得正常盈利水平，在“反内卷”浪潮席卷而来的当下，新一轮供给侧改革势在必行。

需求端：国内需求有望企稳恢复，出口需求提升空间或有限

国内：2025 年《政府工作报告》提出，大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。其中实施提振消费专项行动举措包括，安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新等，带动国内需求有望稳步恢复。海外：2023 年中国化工品销售额约 2.24 万亿欧元，占全球化工品销售总额的 43.1%，位居全球第一。同时，据中国贸易救济信息网数据，2016-2025 年 7 月 21 日，全球对我国反倾销案共计 720 起，按行业分布，化学原料和制品工业位居第一，共涉及反倾销案 158 起，占比达 21.9%。2025 年来，欧洲多家化工巨头出现“关停潮”，但对国内相关化工品价格提振较小。我们认为，中国化工品销售额已连续多年稳居全球第一，在各国对华频繁发起反倾销背景下，海外需求增长空间或有限。

化工行业底部位置确定性较强，供给侧改革有望推动行业步入发展新阶段

我国工业景气自 2008 年以来经历了三轮周期：(1) 2008 年底-2015 年，全球金融危机后的“四万亿”需求刺激计划带动制造业景气迅速回升。(2) 2015 年底-2020 年中，提出供给侧结构性改革，通过“三去一降一补”等措施，工业景气度大幅提升。(3) 2020 年底-2023 年，因我国率先从全球公共卫生事件冲击中恢复生产，出口需求旺盛，同时我国新能源产业高速发展，并提出“双碳”战略，我国工业景气度因此迅速回升。回顾历史，立足当下，化工行情的推动力已从过去以需求刺激为主，逐渐转向为以供给侧改革为主。从当下 PPI 历史对比来看，当前化工周期在底部区间徘徊已久，且需求端短期改善程度相对有限。因此我们认为，为优化行业供需格局、推

动行业向高质量发展转型，或将从供给端寻求突破。

风险提示：政策执行不及预期，宏观经济下滑超预期，需求下滑超预期；其他风险详见倒数第二页标注 1。

【医药】siRNA 药物快速发展，国内药企出海潜力大——行业点评报告-20250721

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 巢舒然（联系人）证书编号：S0790123110015

诺华 2025H1 业绩公布，长效 siRNA 用药 Leqvio 销售高增

2025 年 7 月 17 日，诺华公布 2025H1 业绩，上半年净销售额为 272.87 亿美元（同比+13%）；净利润为 76.33 亿美元（同比+31%）。单产品来看，长效 siRNAPCSK9 产品 Leqvio 在 2021-2024 年保持高速增长，由 0.12 亿美元快速增至 7.54 亿美元，且 2025H1 销售收入达 5.55 亿美元（+66%）。同时随着 ORION-13 和 ORION-16 两项 III 期研究顺利完成，诺华正在提交 Leqvio 用于治疗青少年降低胆固醇的上市申请，这将为其收入提供新的增长点。

siRNA 药物开发仍有较大优化空间，适应症研发向慢病领域拓展，前景广阔

小核酸药物与传统的小分子药物和抗体药物相比，提供了更广泛的候选靶点，并且开发周期更短、靶向性和特异性更好等优点，有望成为继小分子、抗体药物后的第三大药物类型。然而 siRNA 技术应用面临诸多限制，一方面靶递送存在挑战，为进一步优化功能，现已开发出脂质体纳米颗粒、GalNAc 等多种载体。另一方面，开发 siRNA 药物在副作用上也面临挑战，如免疫原性问题、脱靶效应、稳定性差等，因此必须对 siRNA 进行修饰以增强其体内稳定性与功效。

随着 RNAi 技术不断证明其临床转化及商业化实力，全球 RNAi 赛道的热度正在加速上升。我们进一步对 siRNA 药物已上市及积极在研适应症的临床管线进行梳理，截止目前已有 7 款 siRNA 药物上市；在研管线方面，我们发现在研适应症已逐步由罕见病拓展至慢病领域，如高血脂症、乙肝、肥胖等领域，行业的市场空间有望快速打开。

siRNA 药物 BD 交易火热，中国管线正加速出海

2023 年全球 siRNA 药物交易共 13 起，其中美国和中国企业转让方各 6 起，随后我国企业交易数量仍持续占优。值得关注的是，2024 年起我国企业 siRNA 管线 BD 出海加速，且国内企业同步前瞻性布局 siRNA 赛道，交易迭起。从小分子、抗体到 ADC、TCE 等方向，中国药企的技术突破已由靶点跟随转向原始创新。在 siRNA 药物领域，中国企业已经逐步突破被海外垄断的核心底层技术，并完成对 MNC 的授权。同时，siRNA 药物的开发是个非常复杂的系统性工程，涉及到核糖核苷酸单体的修饰、序列的筛选、靶点基因的选择、递送载体的优化及非肝靶向的突破等多个维度，仍有较多可以提升的空间。我们认为，中国企业有望凭借日益精进的制药能力，在 siRNA 药物上进一步突破，将更多中国原创的管线推向全球市场成为 BD 新热点。

推荐及受益标的

我们看好 siRNA 药物长期发展，在相关领域重点布局的企业有望受益。推荐标的：悦康药业、信达生物、华东医药、阳光诺和、康诺亚、丽珠集团、以岭药业等。受益标的及企业：石药集团、翰森制药、前沿生物、成都先导、舶望制药（未上市）、圣因生物（未上市）等。

风险提示：政策变化风险、技术发展不及预期、研发进展不及预期等。

【食品饮料：嘉必优(688089.SH)】预计单季度利润再创新高，下半年依然乐观——公司信息更新报告-20250722

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方勇（分析师）证书编号：S0790520100003

2025H1 业绩预告超预期，2025Q2 净利润高增

公司预计 2025H1 收入 3.07 亿元，同比增 17.6%；扣非前后归母净利润 1.07 亿、0.93 亿元，同比增 57.6%、

75.5%。预计 2025Q2 营收约 1.51 亿元，同比增约 5.6%，扣非前后归母净利润约 0.62、0.52 亿元，同比增约 40.9%、52.9%。收购尚未完成，不考虑欧易生物并购后的影响，仅预测上市公司原有业务部分，新国标加速落地、中游格局继续集中，我们上调 2025-2027 年归母净利润预至 1.92/2.30/2.76 亿元（前次 1.61/1.90/2.22 亿元），对应 EPS 预测 1.14/1.37/1.64 元，当前股价对应 23.9/19.9/16.6 倍 PE，资产重组有望打开发展空间，维持“买入”评级。

收入规模维持高位

2025Q2 收入同比略增，主因 2024Q2 国外客户担忧航运紧张、积极囤货导致 2024Q2 基数偏高、2024Q3 收入偏低。当前来看，2025Q2 收入环比 2025Q1 基本持平，连续三个季度收入规模维持在 1.5 亿以上，势头依然较好。展望 2025H2，我们认为收入规模有望再上台阶，新国标订单、国际市场订单份额提升两个逻辑继续驱动，同时 DHA 在替代鱼油、健康食品应用等方向上有望带来新增量。

单季度利润再创新高

2025Q2 利润超出市场预期，延续 2025Q1 增长趋势，预计主因 DHA 放量后规模效应明显，成本明显下降带动毛利率持续提升。同时费用端规模效应显现，预计销售和管理费用率明显下降。公司利润规模持续创新高，我们认为收入端增长逻辑持续，2025H2 利润有望保持高增长趋势。

重组标的资产优质，预期差仍大

重组标的欧易生物承诺 2025-2027 年净利润累计不低于 2.7 亿元，平均每年 0.9 亿元（2024 年 Q1-Q3 净利润约 4319 万元），成长性较高。当前多组学分析正处于初步阶段，欧易生物海外市场拓展空间和技术应用空间大。资产重组完成后有望完善嘉必优前端底层研发实力，协同赋能有望加快新品开发、深挖客户价值。

风险提示：出生率下滑风险，产品降价风险、重组不确定性风险。

【家电：石头科技(688169.SH)】扫地机&洗地机收入持续超市场预期，2025Q3 起盈利能力有望改善——公司深度报告-20250722

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 陈怡仲（联系人）证书编号：S0790123070024

2025 全年收入或超市场预期，2025Q3 盈利能力预计改善，维持“买入”评级

凭借高效运营下的产品力、渠道力以及成本费用管控能力，公司扫地机品类份额实现全球第一。当前海内外收入增长空间仍然广阔，同时新品类持续打造第二增长曲线，我们认为公司有望凭借更积极的策略迎来收入快速增长，同时盈利能力有望见底趋稳、逐步改善。国内外业绩有望逐步回暖，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 20.0/29.2/35.3 亿（原值为 20.0/27.1/35.2 亿），对应 EPS 为 7.73/11.27/13.61 元，对应 PE 为 21.1/14.5/12.0 倍，维持“买入”评级。

收入：扫地机内销提渗透率、海外提份额&拓区域，新品类打造第二曲线

短期数据看，2025Q2 公司积极策略成效显著、收入增长无忧。内销 2025Q2 线上渠道销额看，扫地机+51%，洗地机+954%，洗衣机+155%。亚马逊：2025Q2 美亚/德亚/法亚销额同比分别+95%/+45%/-7%，份额分别达 21.7%/41.5%/18.0%、分居第一/第一/第二。7 月 Primeday 战报显示，全欧洲、德国、法国、美国、澳洲销售额第一，其中欧洲/北美/意大利/英国/澳洲分别增长 124%/42%/300%/240%/167%。中长期看，海内外扫地机行业空间广阔。（1）内销：品类低渗高价，国补刺激效果较好。公司份额持续提升，推出更宽价格带产品，还拓展了抖音等新渠道。（2）欧洲：亚马逊渠道收回直营后增长快、有望复制美亚成功，线下渠道北欧份额稳定，德语区恢复高增；拓宽价格带后有西南欧和东欧增量市场。（3）美国：线上抢占 iRobot 份额，全价格带覆盖吸引新用户；线下渠道进入 Target 和 BestBuy，后续仍在持续进驻其他 KA，2025Q1 线下占比超 10%。（4）亚太：韩国、土耳其市占率高、友商难攻破，澳洲和中东地区增长快，推出低价格产品可拓展东南亚市场，目前越南和俄罗斯发展较快。此外，新品类有望接棒扫地机、打造第二增长曲线，目前洗地机内销线上 2025Q2 销额份额已达 20.3%（同比 2024Q2 提升 17.1pcts），海外已拓展亚太和东南亚市场，韩国份额第一、俄罗斯市占率从个位数市占率到 14%，将逐步延

伸至欧美市场，公司 7 月 Primeday 战报显示洗地机品类北美/欧洲 GMV 同比分别增 661%/122%，持续带来收入增量。

净利率：2025Q3 有望在扫地机环比提升、洗地机扭亏、洗衣机减亏下迎改善

扫地机：2025Q2 净利率预计环比略微改善。一是因为 2025Q1 新品费用、收入错期确认；二是上半年的入门新品定价考虑成本做了降本，替代老品降价覆盖低价格带、提升了利润率；三是中高端机型占比提高。2025Q3 净利率预计开始同比提升。原因主系：(1) 2024Q3 起公司开始进行战略转型，费用投放下盈利能力呈现低基数。(2) 每年 8 月公司会进行大促前推新，历史看基本针对友商产品推出“同质优价、同价高质”产品，今年我们预计公司会针对友商热销的活水洗地产品进行推新，复用已积累的品类教育声量获得更好的利润表现。(3) 费用投放效率更优。洗地机：2025Q2 洗地机亏损比例预计减小，可能扭亏为盈，2025Q3 盈利预计在小个位数。一是规模效应显现；二是产品结构升级，高价位段产品占比提高；三是高盈利能力的海外市场发力，除亚太外，2025Q2 已经拓展至欧洲和北美市场。洗衣机：此前投入和发展较快，我们预计该品类会逐步优化组织、增质提效，2025Q2 亏损幅度有望收窄，最终在 2025Q3 起实现较大幅度减亏。

风险提示：渠道拓展不及预期、海外需求不振、新品销售不及预期。

【中小盘】矽电股份 (301629.SZ)：国内领先的探针台设备企业——中小盘次新股说-20250722

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 赵晨旭（联系人）证书编号：S0790124120019

境内领先的探针台设备制造企业，持续受益于国产替代

矽电股份是国内领先的探针测试技术系列设备制造企业，专注于半导体探针测试技术领域。凭借国内领先的技术水平和优质的客户服务，已成为中国大陆探针台市场市占率排名第一的境内厂商。技术方面，公司是中国大陆首家实现产业化应用的 12 英寸晶圆探针台设备厂商，定位精度等方面比肩行业第一梯队厂商东京电子和东京精密，2024 年 H1 核心技术产品收入占比超九成。服务方面，公司相比境外竞争对手更加贴近中国大陆半导体生产企业，具备贴近产地的地缘优势和快速响应的售后服务。随着半导体行业在国民经济中基础性、关键性和战略性地位愈发凸显，国产替代进程将持续深化，探针台等半导体设备市场增量空间有望加速打开。公司作为国内探针台设备龙头，有望持续受益于半导体测试设备的国产替代。

行业：运用于半导体制造全流程，探针台设备市场增长动能强劲

探针台是半导体三大核心测试设备之一，已确立长周期增长主航道。探针测试是半导体测试的关键技术，运用贯穿整个半导体制造过程，是检测芯片性能与缺陷，保证芯片测试准确性，提高芯片测试效率的关键技术。随着半导体技术迭代带动设备更新，以及国产替代进程持续深入，中国大陆探针台设备市场需求持续增长，2013-2023 年中国大陆探针台销售额 CAGR 达 22.28%，据 SEMI 预计，2025 年中国大陆探针台市场规模将达到 4.59 亿美元。尽管目前探针台市场主要由境外厂商垄断，但在设备国产化替代趋势下，以矽电股份为代表的国内龙头有望加速国产渗透，努力打破以海外厂商为主导的竞争格局。2023 年矽电股份在中国大陆市占率已增长至 25.7%，进口替代趋势逐步加强。

公司：技术与服务协同驱动，龙头地位引领设备国产替代

公司是中国大陆规模最大的探针台设备制造企业，在技术水平、客户服务等方面构筑起坚实壁垒。第一，公司卡位探针台设备赛道，国产替代背景下市场份额持续提升。公司是大陆首家实现产业化应用的 12 英寸晶圆探针台设备厂商，在定位精度等技术方面已比肩日本东京电子和东京精密。另外，公司已积累起庞大的客户资源，在国产替代进程中具有客户端先发优势。第二，公司坚持自主可控的核心技术，多措并举抢占市场发展先机。公司已掌握了高精度快响应大行程精密步进技术等六大探针测试核心技术，处于国内领先水平，部分指标已达国际同类设备水平。此外，公司基于多年半导体测试设备领域的技术积累，已成功研发并销售了分选机、曝光机及 AOI 检测设备等其他设备，丰富了公司的产品线。第三，公司凭借地缘优势与快速响应的售后服务，构筑差异化竞争优势。公司相比境外竞争对手更贴近大陆半导体生产市场，且公司坚持为客户提供 7*24 小时及时高效的技术支持

和服务，由此构筑起显著竞争优势。

风险提示：市场竞争加剧风险、客户集中度较高风险、产品竞争力下滑风险。

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