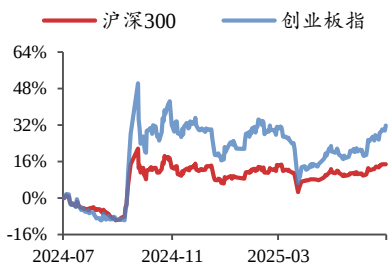


2025 年 07 月 16 日

开源晨会 0716

——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	4.613
计算机	1.418
电子	0.787
家用电器	0.587
汽车	0.576

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	-1.924
农林牧渔	-1.618
公用事业	-1.601
纺织服饰	-1.550
美容护理	-1.530

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】抢出口窗口期或将临近结束——宏观经济点评-20250715

【宏观经济】政府债券对社融的支撑或有持续性——宏观经济点评-20250714

【固定收益】中国出口依赖度高的表象与实质——固收专题-20250715

行业公司

【地产建筑】单月销售数据表现走弱，房企国内贷款增速转正——行业点评报告
-20250715

【地产建筑】新房上海同环比领涨，二手房价同比降幅缩小——行业点评报告
-20250715

【银行】短贷提振货币派生，中小行腾退高息存款影响配债——6 月央行信贷收支表要点解读-20250715

【通信】英伟达将恢复 H20 在华销售，核心利好 AIDC 链——行业点评报告
-20250715

【非银金融】券商中报预告超预期，继续推荐券商板块——行业点评报告
-20250715

【农林牧渔】7月 USDA 农产品报告下调全球玉米、水稻、小麦产量，上调大豆产量——行业点评报告-20250715

【银行】信贷季节性回暖，存款“活期化”初现——6月金融数据点评-20250715

【地产建筑：城投控股(600649.SH)】半年度业绩扭亏，租金流入稳健增长——公司信息更新报告-20250715

【地产建筑：保利发展(600048.SH)】半年度结转业绩下滑，销售拿地保持稳健——公司信息更新报告-20250715

【地产建筑：滨江集团(002244.SZ)】半年度业绩高增，投资强度维持高位——公司信息更新报告-20250715

研报摘要

总量研究

【宏观经济】抢出口窗口期或将临近结束——宏观经济点评-20250715

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

事件：以美元计，中国6月出口同比+5.8%，前值+4.8%；6月进口同比+1.1%，前值-3.4%。

全球贸易需求下行，间接抢出口支撑出口增速

1.间接抢出口仍在继续，6月出口同比不降反升。(1)6月韩国出口同比+4.3%，较前值(-1.3%)明显回升；越南出口同比+19.3%，接近前值(+20.7%)；我们认为，在美国已加征10%基础关税背景下，韩越出口仍保持高增，表明全球工业国抢出口仍在继续。(2)受间接抢出口支撑，6月出口同比+5.8%，在2024年同期高基数背景下较前值不降反升，但我们提示，美国进口关税税率不断提升，未来外需或继续处于周期性回落趋势中，抢出口只能短暂抬高前期出口增速，会对后续出口增速形成透支效应。

2.地区结构看，对美出口降幅收窄，东盟、非洲需求仍有韧性。

边际变动来看，对美出口降幅收窄是6月出口同比不降反升的重要原因：一方面，对东盟、非洲出口的高增是6月出口仍有韧性的基础；另一方面，6月对美出口拖累总出口2.4个百分点，相较于5月的5.0个百分点降低2.6个百分点，是6月出口同比超预期的重要原因。这或表明5月中旬美国对华关税税率降低后，部分需求的恢复集中在6月体现，而美国港口集装箱吞吐量与集装箱船统计指标则在7月初上升至阶段性高点。

3.产品结构看，汽车出口持续高增。从绝对贡献来看，2025年6月出口同比为正主要由汽车支撑。从边际变化来看，汽车出口同比有所回升，或主要对应东盟、欧洲、非洲需求，消费电子出口降幅有所收窄，或主要对应美国需求

进口：同比有所回升

6月进口同比有所回升，较前值回升4.5个百分点至1.1%，主因关税变动影响。后续来看，进口或受周期性与关税扰动因素影响而同比处于低位。

7月抢出口或仍有一定支撑，但随后动能将趋于下降

1.短期(7月前13日数据)来看：对美出口方面，我国至美国集装箱船数量明显回落，或表明7月对美出口将有所下滑；对东盟以及间接抢出口方面，中国至越南以及越南至美国集装箱船数量较6月亦有明显下降，而中国至新加坡集装箱船数量则有明显抬升，或表示中转出口地区有所变化。总体出口方面，我们注意到，自2024年11月以来，上海装载集装箱船数量同比对出口指向作用相较于多指标拟合预测值更为准确，此指标指向7月前13日出口同比+2%。

2.长期来看，随着美国进口关税税率不断提升，全球贸易需求将进入衰退周期中，而短期的间接抢出口抬高近期出口增速，即便美国最终关税税率确定期限不断后移，但随着全球对美国关税预期逐渐稳定或脱敏，全球抢出口持续时间可能并不会随着税率确定时间的不断后移而无限延长，我们预计下半年全球贸易需求回落与前期抢出口的透支效应或将叠加，后续出口加速下行的概率增大。

风险提示：外需回落超预期，政策变化超预期。

【宏观经济】政府债券对社融的支撑或有持续性——宏观经济点评-20250714

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：6月社会融资规模增长4.2万亿元，预期3.7万亿，前值2.3万亿；新增人民币贷款22400亿元，预期18447亿，前值增加6200亿。

信贷：信贷总量修复，企业贷款增速回升

6月信贷增加22400亿元，同比多增1100亿元，结束了延续两个月的同比负增。结构上企业贷款边际改善，居民贷款维持韧性。

居民稳步小幅加杠杆。6月居民贷款新增5976亿元，同比多增267亿，中长贷同比多增151亿元，短贷同比多增150亿元。6月一线城市新房均价环比上涨0.67%，百城新房均价同比上涨2.6%，按揭贷款维持在2025年以来的稳态。居民短贷同比转为多增，或与6月消费季场景相关，部分居民超前消费，推动信用卡等消费贷增长。当前居民加杠杆能力保持低基数下的弱韧性，购房需求的改善还需更大力度的消费政策落地、收入等长周期变量出现转变。

企业中长贷回归同比正增长。新增企业贷款17700亿元，同比多增1400亿元，企业贷款投放边际转暖。企业中长贷同比多增400亿元，为时隔4个月后首次多增；企业短贷同比多增4900亿元，较5月有所改善。虽然年内隐债化解工作逐步进入尾声，但6月置换债券发行规模超3000亿（含特殊再融资债和偿还存量的新增专项债），对企业贷款读数仍有拖累。考虑债务置换对存量贷款偿还后的可比口径，6月实际贷款需求高于读数，可比口径贷款增速边际改善。项目融资需求支撑企业中长贷。基建高频指向6月项目开工速度加快，螺纹钢开工率、石油沥青装置开工率提速。企业短贷和表内票据融资仍呈反向变动，企业短贷大幅增加，同比多增4900亿元；而表内票据同比多减3716亿元，或指向银行在季末考核压力下，选择投放对公短贷进行冲量。

6月新增信贷企稳修复。债务置换期内的企业贷款读数仍有改善，指向信贷大月内银行贷款放量，实体需求也阶段性转暖。向后看，政策性金融工具正式落地后，三季度信贷增量或有所支撑。再往后随着存量项目消耗和财政力度减弱，信贷增长的持续性仍待观察。

社融：政府债券对社融的支撑短期仍有持续性

6月新增社融41993亿元，同比多增9008亿元，增速升至8.9%。政府债券和人民币贷款为社融主要拉动项，社融结构改善。表内人民币贷款同比多增1710亿元，较5月边际改善。政府债券超季节性高增。6月政府债券融资额新增13548亿元，同比多增5072亿元。政府债券供给虽边际放缓，但仍大幅强于近5年同期水平。新增专项债、一般国债放量发行，特殊再融资债也边际提速，特别国债发行较5月放缓。从发债节奏看，财政短期内还有“余力”。截至6月底，超长期特别国债仅发行全年的43%，三季度或将加速发行。其他分项方面，企业债券同比小幅多增，未贴现银行承兑汇票同比多增146亿元，委托贷款同比少增，或与存量债务置换对于贷款的偿还有关。股票融资仍保持较低水平。

广义货币：财政存款向居民和企业转移效率提升

6月M1增速提升2.3pct至4.6%，M2增速回升0.4pct至8.3%。6月M1、M2延续有效修复。一是2024年二季度禁止手工补息导致基数较低；二是季末财政支出力度大，财政存款加速向居民和企业转移。6月财政存款环比减少1.7万亿，企业、居民存款分别环比增加2.2万亿、2万亿，且二者同比多增；非银存款同比多减3400亿元，季末理财资金向表内回流，流入表内后向居民和企业存款转移，拉动M1、M2增长。持续化债对企业账面活性有一定提振效果，经济中活钱增加，叠加低基数效应，M1出现大幅改善。

6月金融数据总体边际改善，但居民和企业加杠杆意愿仍未实质性转暖。往后看，央行在发布会上表示下半年中美货币政策周期错位将得到改善，将“把握好政策实施的力度和节奏”，或释放下半年货币宽松预期。在财政主导货币派生的当下，我们认为四季度增量的财政政策或是维持货币社融增速的关键。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

【固定收益】中国出口依赖度高的表象与实质——固收专题-20250715

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

2025 年一季度，中国 GDP 累计同比贡献率：货物和服务净出口达到 38.9%，似乎反映出中国 GDP 对于出口的高度依赖。但我们认为，这一逻辑或并不正确。

中国 2023 年出口额/名义 GDP 显著低于大多数国家

无论是中国与其他国家比较、还是与历史水平比较，中国出口额占名义 GDP 的比值整体处于较低水平。

根据 2023 年已有数据的 155 个国家的出口额/名义 GDP，中国为 19%（排名 130 名），明显低于韩国 44%（排名 56 名）、德国 43%（排名 62 名）、法国 34%（排名 86 名）、日本 22%（排名 120 名）。

根据中国出口额/名义 GDP 的时间序列，1970 年-2006 年趋势上行，最高为 35%；2007 年-2019 年趋势下行，最低为 17%；2020 年-2024 年，略有反弹，大致处于 17-19%。

中国净出口对 GDP 的拉动，主要来自于进口替代

2025 年一季度，中国净出口对 GDP 贡献率高达 40%，主要原因是进口增速低、并非出口增速高。

2025 年一季度出口累计同比+5.7%，略高于 GDP 实际增速+5.4%，即出口对 GDP 并不存在明显的增量拉动。

2025 年一季度进口累计同比为-7%，进口增速明显偏低，导致净出口增速达到+49%，因此，一季度净出口贡献率将近 40%，主要是进口因素导致。

当前的进口同比明显偏低，主要与进口替代有关。

2024 年 9 月之前，进口增速低主要与内需不足有关；但 2024 年 9 月之后，消费增速快速回升，但进口增速进一步走低。或反映出，当前的进口增速低并非内需不足导致，而是由于国内完善的产业链和商品性价比，替代了国外商品。

比较之下，海外高通胀导致生产成本高、产品竞争力下降，中国的进口替代或将持续较长的时间。

2025 年 6 月中国出口同比+5.8%，进口同比+1.1%，延续了高出口、低进口的态势，表明进口替代仍在持续，未来净出口仍是拉动经济的主要动力之一。

出口下半年或保持较高水平

我们认为，由于“全球贸易动态平衡”，美国减少中国进口、需要对应增加其他国家进口，但其他国家缺乏产能，只能再从中国进口，如果美国的总需求维持，则中国总出口同样会相对稳定。

考虑到美国的总需求，主要取决于美国的财政政策，只要美国宽财政继续，美国总需求和总进口量不会明显下降，即中国总出口或保持相对稳定的水平。

当前，全球主要经济体普遍处于“宽财政”，比如，美国、欧盟、中国。因此，“AnythingButBond”（卖出债券，买入其他），或成为全球的占优策略。

经济预期修正下股债切换

当前有市场观点认为，下半年的中国经济或存在压力。

市场的逻辑在于：（1）2021 年以来，每次经济托底之后，依然有阶段性的下行；（2）政策主要是为了完成 GDP 目标，今年完成压力不大，所以下半年会政策放缓，从而对经济增速造成压力。

我们认为，考虑到出口下半年或保持较高水平，2025 年下半年经济或好于预期，市场预期有望修正，债市收益率和股市或会上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【地产建筑】单月销售数据表现走弱，房企国内贷款增速转正——行业点评报告-20250715

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

6月销售数据表现走弱，城市市场热度分化

国家统计局发布 2025 年 1-6 月商品房投资和销售数据。1-6 月，全国商品房销售面积 4.59 亿平，同比-3.5%（1-5 月-2.9%），其中商品住宅销售面积同比-3.7%；1-6 月商品房销售额 4.42 万亿元，同比-5.5%（1-5 月-3.8%），其中商品住宅销售额同比下降 5.2%。2025 年 6 月，全国商品房销售面积和金额分别同比-5.5%和-10.8%，单月销售数据降幅为 2024 年 9 月以来最大值；单月销售均价同比-5.6%，半年度冲刺月降价促销现象有所显现，市场成交呈现以价换量趋势，房价企稳仍然存在一定压力。分区域看，1-6 月东部、中部、西部、东北区域商品房销售面积同比增速分别为-5.2%、-1.2%、-2.5%、-6.0%，中部区域市场表现较好。根据我们跟踪重点城市成交数据，2025 年前 24 周一线、二线和三四线城市新房成交面积增速分别为+7.3%、-2.2%、-4.2%，高能级城市成交热度更高。

开工数据降幅收窄，竣工面积同比仍下降

2025 年 1-6 月，全国房屋新开工面积 3.04 亿平，同比-20.0%（1-5 月-22.8%），其中住宅新开工同比-10.4%，降幅均有所收窄。我们跟踪的 Wind322 城 2024 年宅地成交面积同比-13%，2025 年 1-6 月同比-5%，拿地减少或将持续影响全年新开工数据。1-6 月，房屋竣工面积 2.26 亿平，同比-14.8%（1-5 月-17.3%），其中住宅竣工面积同比-15.5%，降幅有所收窄，参考 2022-2023 年新开工面积超 20%的降幅，预计 2025 年竣工面积将依旧承压下降。

开发投资额降幅扩大，房企国内贷款增速转正

2025 年 1-6 月，房地产开发投资额 4.67 万亿元，同比-11.2%（1-5 月-10.7%），其中住宅开发投资额同比-10.4%，降幅持续扩大，新开工数据下降及房企销售回款不足持续影响投资意愿。2025 年 1-6 月，房地产开发企业到位资金 5.02 万亿元，同比-6.2%（1-5 月-5.3%），其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款累计同比分别+0.6%、-7.2%、-7.5%、-11.4%（1-5 月-1.7%、-7.2%、-5.0%、-8.5%），除国内贷款同比转正外，其他渠道到位资金同比降幅均扩大，在销售数据走弱情况下，房企自筹资金及销售回款压力仍较大。

投资建议

6 月为房企半年度业绩冲刺月，在降价促销背景下，单月销售数据走弱。我们跟踪的重点城市 7 月前两周成交数据显示，一线、二线和三四线商品房成交面积分别-15.7%、+2.6%、+16.3%，7、8 月为传统销售淡季，预计在 2024 年同期低基数下，三季度销售数据表现有望延续弱复苏趋势。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、善于把握改善型客户需求的强信用房企：绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：华润置地、新城控股、龙湖集团；（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务、建发物业。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大。（2）政策放松不及预期。

【地产建筑】新房上海同环比领涨，二手房价同比降幅缩小——行业点评报告-20250715

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

新房上海同环比领涨，二手房价同比降幅缩小

国家统计局发布 2025 年 6 月 70 大中城市商品住宅销售价格变动情况。从新建商品住宅环比情况来看，一、二、三线城市环比分别-0.3%、-0.2%、-0.3%（5 月分别为-0.2%、-0.2%、-0.3%），70 城整体环比-0.3%，降幅较 5 月扩大 0.1pct。同比情况来看，一、二、三线城市同比分别-1.4%、-3.0%、-4.6%（5 月分别为-1.7%、-3.5%、-4.9%），70 城整体新房价格同比降幅缩小 0.4pct 至 3.7%。从 70 城新房价格涨跌个数来看，2025 年 6 月新房价格环比上涨、持平、下跌的城市数分别为 0、56、1 个（5 月分别为 4、53、3 个），同比上涨、持平、下跌的城市数分别为 3、0、67 个（5 月分别为 3、0、67 个）。

二手房价同比降幅缩小，环比降幅扩大

从二手住宅房价环比情况来看，6 月 70 城二手房价格环比-0.6%，降幅环比扩大 0.1pct。其中一、二、三线城市环比分别-0.7%、-0.6%、-0.6%（5 月分别为-0.7%、-0.5%、-0.5%）。同比情况来看，70 城二手房价格同比-6.1%，降幅缩小 0.2pct。其中一、二、三线城市同比分别-3.0%、-5.8%、-6.7%（5 月分别为-2.7%、-6.1%、-6.9%），降幅分别扩大 0.3pct、缩小 0.3pct、0.2pct。2025 年 6 月二手房价格环比上涨、持平、下跌的城市数分别为 1、0、69 个（5 月分别为 3、0、67 个），同比上涨、持平、下跌的城市数分别为 0、0、70 个（4 月分别为 0、0、70 个），70 城二手房价自 2024 年初以来同比均下降。

新房上海同环比领涨，二手房价格 35 城同比均下降

从一二线重点 35 城表现来看，2025 年 6 月新房价格同环比均降多增少，同比上海、杭州、太原 3 城上涨，环比上海、长沙、宁波等 9 城实现上涨，其中上海以环比+0.4%、同比+6.0%领跑 35 城。一线城市中仅上海实现新房价格同环比实现增长。新房 1-6 月整体同比情况方面，上海、太原分别以同比+5.8%、+1.1%领跑 35 城。

投资建议

2025 年 6 月，70 城新房销售价格环比降幅扩大，同比降幅缩小；二手房方面销售价格同比降幅收窄，环比降幅扩大。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。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、善于把握改善型客户需求的强信用房企：绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：华润置地、新城控股、龙湖集团；（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务、建发物业。

风险提示：行业销售恢复不及预期、政策放松不及预期。

【银行】短贷提振货币派生，中小行腾退高息存款影响配债——6 月央行信贷收支表要点解读-20250715

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（分析师）证书编号：S0790524060002

负债端：非银存款连续两月高增后回落，活期存款大幅多增

大行非银存款结束连续高增态势，随理财回表自然回落。4-5 月大行负债端非银存款罕见高增 2.6 万亿元，6 月当月负增 1841 亿元，同比少增 5484 亿元，主要反映理财回表支撑扩表的季节性特征。从存款增速上看，各类型银行均向上抬升，大行存贷增速差延续修复至-1.15%，说明银行负债端整体稳定，存款搬家暂未形成过大扰动，存贷匹配的流动性缺口不大。

地方化债、短贷派生、股市情绪等共同催化存款“活期化”特征。6 月各类银行负债端均出现活期存款大幅多增，但结构略有差异。大行储蓄活期增长较多，当月新增 1.39 万亿元，同比多增 7732 亿元。或主要由于：（1）长期存款利率大幅调降、股市情绪回暖的背景下，居民的储蓄意愿在向活期转移；（2）季末理财回表主要是理财资金流入活期存款，推升活期存款的增长。此外，中小行单位储蓄活期增长较多，当月新增 8555 亿元，同比多

增 6151 亿元,推测主要是季末财政支出以及地方化债催化的企业短贷派生所致。以上因素共同提振货币增速表现,6 月 M1 增速升至 4.6%。

中小行单位定存及高息存款明显收缩,存款搬家+银行控成本影响其配债能力。在存款挂牌利率及自律要求调整前,中小行是高息存款供给的主力,但随着其存款报价的回落,相较于大行及资管产的竞争优势也在削弱。尤其在对公端,部分平台企业存放利率敏感性较高,利率下调时较易流失。当然,也有中小行出于成本管控考虑,主动压缩高息负债的可能,6 月保证金存款、结构性存款均出现明显下降。存款增长不佳,使得中小行的存贷增速在 6 月小幅回落,对应其债券投资较上月几无增长。

资产端:短贷延续季末冲量,大行继续承接政府债

大行资产端仍有一定短贷冲量特征,票据融资压降,资金空转现象有所改善;债券投资同比明显多增,或说明其继续配合财政发力承接政府债;买入返售资产未出现季末收缩,或体现负债端稳定、指标压力不大,融出能力及意愿平稳。

下阶段银行资负运行关注点:低利率下的久期错配与存款搬家影响

(1) 银行逐渐进入稳息差的关键阶段,低利率+低息差背景下,部分银行会选择拉大资负久期错配,但这对银行账簿资产可能隐含较高利率风险,如何平衡风险和收益是关键问题;(2) 暂时未观察到银行体系有大规模存款搬家现象,但随着定存存款到期比例提高(尤其是 2025Q4),流出效应或仍影响银行经营。

投资建议:低利率时代的价值重估,银行的稳定红利属性具有稀缺性

低利率大资管时代,居民财富或向稳定股息权益方向转移,继续看好经济动能的稳步回升以及银行估值抬升。我们认为 2025 年银行经营业绩将基本保持稳定,主要基于资负结构优化、息差降幅收窄、零售风险可控、债券流转贡献业绩等几方面考虑,随着下阶段无风险收益率的下行,银行红利属性将获得加持,保险中长期资金、公募低配资金等或将继续推动板块行情持续。受益标的农业银行、招商银行、中信银行、北京银行等。

风险提示:宏观经济增速下行,政策落地不及预期等。

【通信】英伟达将恢复 H20 在华销售,核心利好 AIDC 链——行业点评报告-20250715

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

英伟达将恢复对中国的 H20 销售,并推出全新合规 GPU

2025 年 7 月 14 日,据英伟达公告,英伟达将恢复对中国的 H20 销售,并宣布推出一款完全符合中国要求的新 GPU。7 月份,CEO 黄仁勋在华盛顿和北京地区持续推广 AI,黄仁勋指出,英伟达正在申请再次销售英伟达 H20,美国政府已向英伟达保证将发放许可证,英伟达希望尽快开始交付。同时,黄仁勋宣布推出一款全新、完全合规的英伟达 RTXPROGPU,该 GPU 将非常适合智能工厂和物流的数字孪生人工智能领域。我们认为合规芯片 H20 恢复销售有望缓解国内算力“缺芯”问题,核心利好国产 AIDC 全产业链。

世纪互联上调 2025 财年业绩指引,国产 AIDC 产业链发展或提速

2025 年 6 月 27 日,世纪互联宣布上调 2025 财年收入和调整后 EBITDA 指引,净收入由原指引 91-93 亿元(同比增长 10-13%)上调至 91.5-93.5 亿元(同比增长 11-13%),调整后 EBITDA 由原指引 27-27.6 亿元(同比增长 11-14%)上调至 27.6-28.2 亿元(同比增长 14-16%),调整后 EBITDA(扣掉处置 E-JS02 数据中心 8770 万元收益)由原指引 27-27.6 亿元(同比增长 15-18%)上调至 27.6-28.2 亿元(同比增长 18-20%),上调原因主要是批发 IDC 客户比预期更快的迁入和持续的运营效率提高。IDC 下游客户需求不减,迁入速度超预期,我们持续看好国产 AIDC 产业链发展。

坚定看好 AIDC 算力全产业链

一、AIDC 机房建设（AIDC 机房、风冷&液冷、柴油发电机等）。推荐标的：英维克、新意网集团、润泽科技、宝信软件等；受益标的：光环新网、奥飞数据、大位科技、万国数据、世纪互联、数据港、科华数据、首都在线、银轮股份、同飞股份、科泰电源、潍柴重机等。二、IT 侧（国产算力芯片、服务器及电源）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯；受益标的：华勤技术、欧陆通、寒武纪、海光信息、浪潮信息等。三、网络侧（交换机及芯片、光通信、AEC 铜连接、CDN 等）。推荐标的：中际旭创、新易盛、天孚通信、紫光股份、中兴通讯、盛科通信等；受益标的：华工科技、光迅科技、仕佳光子、长光华芯、致尚科技、太辰光、锐捷网络、博创科技、瑞可达、华丰科技、网宿科技等。四、云计算（公有云、私有云、算力租赁）。受益标的：中国移动、中国电信、中国联通、有方科技、宏景科技、云赛智联、润建股份、海南华铁、智微智能等。五、AI 应用：受益标的：广和通、移远通信、美格智能、会畅通讯等。

风险提示：机柜上架不及预期、AI 发展不及预期、行业竞争加剧等。

【非银金融】券商中报预告超预期，继续推荐券商板块——行业点评报告-20250715

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

25 家上市券商披露业绩预告，表现超预期

（1）已披露预告、快报的 25 家上市券商中报归母净利润（剔除国泰海通负商誉影响）合计同比+78%，单二季度环比+16%，表现好于预期。当下市场风险偏好改善，业绩预告有望成为券商板块上涨的催化剂。

（2）已披露的各家中报归母净利润同比来看（净利润体量大小排序），国泰海通同比+205%至+218%（扣非净利润同比+52%至+62%），国信证券同比+52%至+76%，中信建投同比+55%至+60%，申万宏源同比+93%至+111%，中金公司同比+55%至+78%，东方证券同比+54%至+71%，方正证券同比+70%至+80%，东吴证券同比+50%至+70%。

（3）单二季度环比来看，国泰海通（扣非）环比+10%至+25%，国信证券环比+5%至+37%，中信建投环比+40%至+48%，申万宏源环比+7%至+28%，中金公司环比-31%至-6%，东方证券环比+26%至+51%，方正证券环比-8%至+4%，东吴证券环比-22%至+2%。

经纪+权益自营+海外驱动中报同比高增，债券自营+投行支撑 Q2 环比

（1）预计经纪业务、权益自营和海外业务同比高增是券商中报净利润增长核心驱动因素。2025H1 市场日均股基交易额 1.6 万亿，同比+66%，驱动证券行业经纪业务同比高增。市场震荡上涨+交易量活跃利好券商权益自营投资以及相关衍生品业务（2024 年初市场波动导致部分券商衍生品业务亏损），2025H1 沪深 300/万得全 A 上涨 0.3%/5.8%（2024H1 为+0.9%/-8.0%）。上半年港股市场景气度较高，2025 上半年香港市场现货 ADT2402 亿港元，同比+118%，北向 ADT1713 亿人民币，同比+32%，南向 ADT1110 亿港元，同比+196%，恒生指数/恒生科技上涨 20%/19%，港股 IPO 募集规模 1071 亿港元，同比+701%，驱动券商海外经纪、投行、投资业务全方位改善。

（2）预计债券自营、投行环比改善是部分券商二季度业绩环比增长的核心驱动因素。二季度债市环比改善明显，2025Q2 中证综合债指数上涨 1.74%（2025Q1 下跌 0.66%），预计券商债券自营投资环比改善。2025 上半年 A 股市场 IPO 规模 374 亿元，同比+15%，其中 2025Q2 为 209 亿元，环比+27%，预计部分券商投行股权承销业务环比改善明显。

公募低配明显，行业估值仍处低位，看好板块三条主线

OCI 和股票自营、海外业务高增或带来券商中报超预期，预计 2025H1 上市券商业绩同比增速有望超 50%（扣非口径），环比增速可期。2024 年新国九条、央行等金融部委组合拳稳股市的长效影响延续，个人投资者和中长资金持续流入，交易活跃度中枢抬升逻辑验证，券商港股业务和投行业务逐步改善，当下估值仍在低位，机构欠配显著，继续推荐券商板块机会。关注业绩预告、稳定币主题以及基准回补等催化。

推荐标的组合：国泰海通，香港交易所，同花顺，指南针，东方财富，东方证券。

受益标的组合：国信证券，九方智投控股，中国银河，招商证券，中金公司 H。

风险提示：政策落地效果具有不确定性；行业竞争加剧。

【农林牧渔】7 月 USDA 农产品报告下调全球玉米、水稻、小麦产量，上调大豆产量——行业点评报告-20250715

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

玉米：2025/2026 年全球产量、消费量环比下调

(1) USDA 下调全球玉米产量。USDA（美国农业部）发布 7 月全球农产品 2025/2026 年供需预测报告，与 6 月预测报告相比，7 月报告下调玉米产量，主要系美国玉米收获面积缩减。(2) 供需情况：产量方面，2025/2026 年全球玉米产量环比调减 232 万吨至 12.64 亿吨。贸易方面，2025/2026 年全球玉米出口量环比调减 1 万吨至 1.96 亿吨。消费量方面，饲用消费环比调减 96 万吨至 8.01 亿吨，国内消费环比调减 3 万吨至 12.76 亿吨。库存方面，2025/2026 年期末库存环比调减 316 万吨至 2.72 亿吨。

大豆：2025/2026 年全球产量、消费量环比上调

(1) USDA 上调全球大豆产量。与 6 月预测报告相比，7 月报告上调大豆产量，主要系乌克兰大豆收获面积扩大。(2) 供需情况：产量方面，预计 2025/2026 年度全球大豆产量环比调增 86 万吨至 4.28 亿吨。贸易方面，2025/2026 年全球大豆出口量环比调减 80 万吨至 1.88 亿吨。消费量方面，压榨量环比上调 112 万吨至 3.68 亿吨，国内消费环比上调 102 万吨至 4.25 亿吨。库存方面，2025/2026 年全球大豆期末库存环比调增 77 万吨至 1.26 亿吨。

小麦：2025/2026 年全球产量环比下调、消费量环比上调

(1) USDA 下调全球小麦产量。与 6 月报告相比，7 月报告下调小麦产量，主要系俄罗斯、墨西哥收获面积缩减，加拿大收获面积及单产下滑。(2) 供需情况：产量方面，2025/2026 年全球小麦产量环比调减 4 万吨至 8.09 亿吨。消费方面，2025/2026 年全球小麦饲用消费环比调增 33 万吨至 1.56 亿吨，内用消费环比调增 82 万吨至 8.11 亿吨。贸易方面，2025/2026 年全球小麦进口量环比调减 209 万吨，出口量环比调减 127 万吨。库存方面，2025/2026 年全球小麦期末库存环比调减 124 万吨至 2.62 亿吨。

水稻：2025/2026 年全球产量环比下调、消费量环比上调

(1) USDA 下调全球水稻产量。与 6 月报告相比，7 月报告下调水稻产量，主要系美国收获面积缩减。(2) 供需情况：产量方面，2025/2026 年全球水稻产量环比调减 31 万吨至 5.41 亿吨。消费方面，2025/2026 年全球水稻消费环比调增 55 万吨至 5.42 亿吨。贸易方面，2025/2026 年全球水稻进口量环比调增 11 万吨，出口量环比调增 4 万吨。库存方面，2025/2026 年全球水稻期末库存环比调减 55 万吨至 1.87 亿吨。

风险提示：自然灾害风险、气候变化风险、地缘政治风险、进出口政策风险。

【银行】信贷季节性回暖，存款“活期化”初现——6 月金融数据点评-20250715

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（分析师）证书编号：S0790524060002

受低基数、地方政府化债等因素影响，M1、M2 增速明显回升

6 月新口径下的 M1 同比增速为 4.6%，环比上升 2.3pct；M2 同比增速为 8.3%，环比上升 0.4pct，除了低基数效应外，地方政府化债或催化企业短贷，进而改善企业流动性以提振 M1。非银存款同比多减 3400 亿元，非银存款季末月份通常负增长，或与理财季末回表导致的规模下降有关。

社融：政府债发行提速、一般性信贷需求季节性回暖

6月社融新增4.20万亿元,略超市场预期(Wind一致预期最大值为4.0万亿元);社融存量增速环比升至8.9%,较5月上升0.2pct。结构上:(1)贷款:人民币贷款(社融口径)当月新增2.36万亿元,同比多增1710亿元,一般性贷款需求出现季节性回暖,持续性仍有待观察;(2)表外三项:委托贷款同比少增,未贴现银票同比少减184亿元;(3)直接融资:政府债券6月同比多增5072亿元,成为6月社融的主要支撑;6月流动性宽松背景下企业发债成本较低,6月企业债券同比多增313亿元;股票融资同比多增49亿元。

人民币贷款:中长贷仍乏力,短贷贡献主要增量

央行7月14日披露1-6月新发放企业贷款加权平均利率约为3.3%,比2024年同期低约45BP,新发放的个人住房贷款利率约3.1%,比2024年同期低约60BP。信贷增量略超市场预期,6月人民币贷款新增2.24万亿元,同比多增1100亿元。

(1)企业:中长贷仍乏力,主要为短贷发力。6月对公短贷单月同比多增4900亿元,对公中长贷同比多增400亿元,票据贴现同比多减3716亿元。短贷冲量、中长贷增长乏力,实体经济复苏仍较慢。重点领域仍保持亮眼增速:央行7月14日披露,5月末金融“五篇大文章”贷款余额103.3万亿元,同比增长14%,其中科技贷款余额同比增长12%,绿色、普惠、养老、数字贷款同比分别增长27.4%、11.2%、38%和9.5%。

(2)居民:读数小幅改善。6月居民短贷、中长贷同比分别多增150亿元、151亿元,读数小幅改善,但考虑到4-5月居民贷款均同比少增,增长持续性有待观察。

(3)非银:非银贷款同比多增391亿元。非银贷款月度间数据波动较大,6月该项单月多增,对贷款数据形成一定的正向影响。

投资建议:

红利稳固可持续,稳增长驱动顺周期。随着一系列稳增长政策及关税政策调整,全年贷款同比或基本持平。我们预计2025年银行业绩表现基本稳定,营收和净利润增速稳步回升。继续看好稳定股息的红利策略持续性,推荐中信银行、光大银行,受益标的农业银行、招商银行、北京银行;顺周期标的推荐苏州银行,受益标的江苏银行、成都银行、常熟银行。

风险提示:宏观经济增速下行,政策落地不及预期等。

【地产建筑:城投控股(600649.SH)】半年度业绩扭亏,租金流入稳健增长——公司信息更新报告-20250715

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

背靠上海城投,深耕上海,城市更新土储充裕,维持“买入”评级

城投控股发布2025年半年度业绩预告,得益于结转规模增长,公司预计半年度归母净利润扭亏为盈。我们维持盈利预测,预计2025-2027年归母净利润分别为6.1、8.4、9.9亿元,EPS分别为0.24、0.33、0.39元,当前股价对应PE为18.4、13.5、11.4倍,公司背靠上海城投集团,土储优质,结转资源充足;同时公司投融资管退路径清晰,投资业务有望持续增厚公司利润,维持“买入”评级。

结转交付规模提升,半年度利润扭亏

公司预计2025H1实现归母净利润1.2-1.8亿元,2024年同期为-1.02亿元,同比扭亏为盈;实现扣非净利润1.0-1.5亿元,24年同期为-0.78亿元。公司半年度业绩扭亏主要由于房产项目竣工交付结转同比有所增加,2025H1竣工面积11.1万方(2024H1竣工面积为0)。

销售规模有所下降,待售项目充裕

公司 2025H1 主要在售项目包括露香园二期、璟雲里二期、馥公馆、虹盛里等，实现销售面积 2.7 万方，同比-47%；实现销售金额 30.8 亿元，同比-62%。公司 2025H1 暂未新增拿地，2024 年新增黄浦小东门组团地块和闵行华漕镇项目，拿地总价近百亿，同时拿下闵行区杜行、诸翟两个城中村项目，截至 2024 年末待开发土地建面约 82 万方，其中 90%位于上海，待售项目充裕。

保障房租赁规模扩大，租金流入稳健增长

公司 2025 上半年主要在租项目包含城投宽庭租赁社区、城投控股大厦等项目，出租房地产的建筑面积约 57.98 万平方米，已出租经营面积约 35.98 万平方米，2025H1 新增尚云里公寓和城投宽庭徐汇社区的租金收入，上半年实现租金流入 1.7 亿元，同比增长 43%。上半年公司新开业的城投宽庭徐汇社区共有 1283 套房源，建筑面积约 30-79 平方米的一室至两室户型。截至上半年末，城投宽庭在营社区 10 个，现有管理规模超 14000 套。

风险提示：上海销售市场下行、公司城市更新拓展不及预期。

【地产建筑：保利发展(600048.SH)】半年度结转业绩下滑，销售拿地保持稳健——公司信息更新报告-20250715

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

经营管理能力优秀的龙头央企，维持“买入”评级

保利发展发布 2025 年半年度业绩预告。受结转规模和项目盈利能力下降影响，公司利润有所下滑，但销售排名稳居首位，土储结构不断优化，负债结构优化，资金成本优势明显。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 56.8、65.6、75.1 亿元，EPS 分别为 0.47、0.55、0.63 元，当前股价对应 PE 估值分别为 17.2、14.9、13.0 倍，我们看好公司低价项目结转完成后业绩持续修复，维持“买入”评级。

结转项目规模下降且盈利能力下降，导致净利率较低

公司 2025 上半年预计实现归母净利润 27.35 亿元，同比-63.15%；实现扣非净利润 25.99 亿元，同比-64.05%。公司半年度业绩下降主要由于结转项目规模下降且盈利能力下降。2024 年以来，公司持续推进去库存，在部分高权益比项目上进行了降价，这部分项目结算净利率较低。

销售稳居第一，销售均价同比提升

2025 年 1-6 月，公司实现签约面积 713.54 万平方米，同比-25.23%；签约金额 1451.71 亿元，同比-16.25%。虽然公司销售有所下降，但仍然位居行业第一。公司近年来持续优化拿地结构，2024 年新增土储中一线城市占比 74%，反映到销售上带来了销售单价的大幅提升。2025 年上半年公司累计签约销售均价 20345 元/平米，同比提升 12.01%。

拿地强度维持在 33%左右，一线城市拿地占比 47%

2025 年 1-6 月，公司累计获取 26 个项目，新增拿地总占地面积 101.18 万平米，总建筑面积 294.09 万平米，同比增长 153.8%；拿地总金额 488.73 亿元，同比增长 287.8%。2025 上半年公司拿地强度为 33.67%，好于 2024 年同期 7.27%水平。从布局城市看，公司 2025 年上半年持续加大在核心 38 城市的布局，新获取项目按照城市能级分，一线、二线、三四线城市拿地占比分别为 47%、48%、5%。

风险提示：行业恢复不及预期、政策放松不及预期、公司销售恢复不及预期。

【地产建筑：滨江集团(002244.SZ)】半年度业绩高增，投资强度维持高位——公司信息更新报告-20250715
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

半年度业绩高增，杭州优质土储助力盈利修复，维持“买入”评级

滨江集团发布 2024 半年度业绩预告。受结转规模提升影响，公司利润实现高增，销售排名稳居前十，投资强度超 60%，拿地聚焦杭州，融资成本降至央企水平。受房地产销售市场下行影响，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 29.4、32.7、34.2 亿元（原值 38.3、44.1、50.1 亿元），EPS 为 0.94、1.05、1.10 元，当前股价对应 PE 为 10.6、9.5、9.1 倍。公司投资聚焦长三角优质城市，看好高价地结转后盈利修复可期，维持“买入”评级。

结转项目规模提升，半年度利润高增

公司预计 2025 上半年实现归母净利润 16.33-19.82 亿元，同比增长 40%-70%；实现扣非净利润 16.37-19.87 亿元，同比增长 44.8%-75.8%；基本每股收益 0.52-0.64 元/股。公司半年度业绩高增主要由于交付规模有所提升，上半年交付项目共计 17 个，其中杭州地区 15 个，其他城市 2 个。

销售排名稳定前十，拿地强度维持高位

公司 2025 上半年实现销售金额 527.5 亿元，同比-9.4%，行业销售排名第十，民企排名第一。根据克而瑞数据，公司上半年在杭州全口径销售额 287 亿元，市占率维持第一。公司上半年在杭州和金华拿地 16 宗，总土地款 333 亿元，新增货值超 542 亿元，拿地强度达 63%；其中在杭州拿地金额超 307 亿元，新增土储超 84 万方。截至 2024 年末，公司土储建面 997.6 万方，其中杭州占比 70%，土储结构优质。

公开市场融资畅通，融资成本降至央企水平

公司 2025 上半年在公开市场成功发行 2 笔两年期中期票据及两笔 1 年期一般短融券，发行总规模 23 亿元，票面利率 2.5%-3.8%。截至 2025 上半年末，公司综合融资成本由 2024 年末 3.4% 降至 3.1%，平均融资成本持续走低，降至央企融资水平。

风险提示：销售回暖不及预期、杭州市场去化不及预期、公司拿地不及预期。

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 2024 年三季报，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 5.43% 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