

2025 年 07 月 13 日

整治企业内卷式竞争

宏观研究团队

——宏观周报

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

沈美辰（分析师）

shenmeichen@kysec.cn

证书编号：S0790524110002

● 国内宏观政策：整治企业内卷式竞争

过去两周（6 月 29 日-7 月 12 日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，近日中央财经委员会召开第六次会议，会议研究纵深推进全国统一大市场建设、整治企业“内卷式”竞争、海洋经济高质量发展等问题。国家主席习近平强调，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。习近平在山西考察时强调，推动煤炭产业由低端向高端、煤炭产品由初级燃料向高价值产品攀升；要着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。国务院印发《关于进一步加大稳就业政策支持力度的通知》，通知提出将从扩大稳岗专项贷款、提高失业保险返还比例等多个方面推动经济发展。

基建与产业方面，近两周政策聚焦部分行业“反内卷”政策，中国水泥协会发布《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》，多行业也发布减产限产通知。据国资委，33 家建筑类企业联合发出建筑行业“反内卷”倡议书，共同推动行业转型，摒弃“内卷式”竞争。国内头部光伏玻璃企业宣布自 7 月起集体减产 30%，以缓解行业“内卷式”竞争。钢铁行业中，部分钢厂近期已收到减排限产通知。

消费方面，政策聚焦上海市优化离境退税服务环境、淘宝闪购平台投入 500 亿消费券补贴打响“外卖价格战”等。针对淘宝闪购此举，人民论坛网评价指出其撬动了更大量级的消费，惠及更多中小商家和经济毛细血管。供应链下游压榨上游、平台压榨商家等“内卷”模式，本质上是压低利润导致经济的下行螺旋；而平台以自身投入撬动增量的创新模式，则恰恰相反，是发挥消费券的杠杆作用，做大市场蛋糕。

金融监管方面，金融监管政策聚焦优化资本市场机制安排、在上海和香港探索人民币稳定币发展、引导保险公司长期稳健投资等。

贸易方面，近两周政策包括中欧举行第十三轮高级别战略对话、美国取消相关对华经贸限制措施等。美国商务部已通知全球三大芯片设计软件供应商——新思科技、楷登电子和西门子，此前要求其在华业务必须申请政府许可的规定现已撤销。在中欧第十三轮高级别战略对话中，王毅回应“中方稀土实施出口管制问题”称，稀土出口从来不是、也不应成为中欧之间的问题；只要遵守出口管制规定并履行必要程序，欧洲企业的正常需求将得到保障。

● 海外宏观政策：美国新减税法案正式落地

过去两周，海外宏观政策聚焦美联储货币、财政政策、全球关税政策进展等。

美国货币与财政方面，美联储“绝大多数”成员预计今年晚些时候再次降息是合适的，而特朗普再度敦促美联储主席鲍威尔降息。美国“大美丽法案”正式落地，该法案的核心内容是延续 2017 年 TCJA 中即将在 2025 年到期的减税措施（主要是个人所得税）。

关税政策方面，美国总统特朗普宣布美政府 7 月 4 日起将向尚未达成贸易协议的国家发出新关税税率的通知，税率区间为 10%至 70%，并计划从 8 月 1 日起正式实施。美国拟对日韩、南非、巴西等多国征收高关税，含日本在内的多国计划在 8 月 1 日前推动与美对话。美欧贸易谈判仍处于僵持状态。

● **风险提示**：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

相关研究报告

《PPI 同比或已见底—宏观经济点评》
-2025.7.9

《工业生产趋缓，地产成交趋弱—宏观经济专题》-2025.7.8

《政府就业支撑美国 6 月非农再超预期—美国 6 月非农就业数据点评》
-2025.7.4

目 录

1、国内宏观：整治企业内卷式竞争	3
1.1、经济增长：纵深推进全国统一大市场建设.....	3
1.2、基建及产业政策：多行业发出“反内卷”通知.....	3
1.3、消费政策：淘宝外卖平台加大投入撬动消费.....	4
1.4、金融监管：推进以“两创板”改革为抓手的新一轮资本市场改革	4
1.5、贸易相关：美国取消相关对华经贸限制措施.....	5
2、海外宏观：美国新减税法案正式落地	6
3、风险提示	8
表 1：依法依规治理企业低价无序竞争	3
表 2：水泥、建筑、光伏等行业整治企业内卷.....	4
表 3：上海下调离境退税起退点	4
表 4：应考虑境内离岸与境外离岸人民币稳定币的联动发展模式.....	5
表 5：中欧应加强交往、深化了解、增进互信、推进合作.....	6
表 6：加拿大方称正与欧盟等盟友协商应对美威胁.....	7
表 7：7 月第二周海外股指涨跌参半	8
表 8：7 月第二周原油黄金价格上涨	8

1、国内宏观：整治企业内卷式竞争

1.1、经济增长：纵深推进全国统一大市场建设

近日中央财经委员会召开第六次会议，会议研究纵深推进全国统一大市场建设、整治企业“内卷式”竞争、海洋经济高质量发展等问题。国家主席习近平在会上发表重要讲话强调，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。习近平在山西考察时强调，推动煤炭产业由低端向高端、煤炭产品由初级燃料向高价值产品攀升；要着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，强化“一老一小”等重点民生保障服务，兜牢困难群众基本生活。

国务院印发《关于进一步加大稳就业政策支持力度的通知》，通知提出将从扩大稳岗专项贷款、提高失业保险返还比例等多个方面推动经济发展。

表1：依法依规治理企业低价无序竞争

时间	机构/领导	主题	具体内容
07.01	中央财经委员会	中央财经委员会召开第六次会议	中共中央总书记、国家主席、中央军委主席、中央财经委员会主任习近平7月1日上午主持召开中央财经委员会第六次会议，研究纵深推进全国统一大市场建设、海洋经济高质量发展等问题，习近平在会上发表重要讲话强调，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。推进中国式现代化必须推动海洋经济高质量发展，走出一条具有中国特色的向海图强之路。
07.08	国家主席习近平	推动资源型经济转型发展	在山西考察时，习近平强调，要在扛牢国家电煤保供责任前提下，推动煤炭产业由低端向高端、煤炭产品由初级燃料向高价值产品攀升，同时着眼于高水平打造我国重要能源原材料基地，配套发展风电、光伏发电、氢能等能源，构建新型能源体系。要着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，强化“一老一小”等重点民生保障服务，兜牢困难群众基本生活。
07.09	国务院	进一步加大稳就业政策支持力度	国务院办公厅印发《关于进一步加大稳就业政策支持力度的通知》。通知提出将从多个方面推动经济发展：扩大稳岗扩岗专项贷款支持范围，深化政银合作，优化业务流程，进一步提升贷款便利程度。提高相关企业失业保险稳岗返还比例，中小微企业返还比例由不超过企业及其职工上年度实际缴纳失业保险费的60%最高提至不超过90%，大型企业返还比例由不超过30%最高提至不超过50%。相关企业生产经营确有困难的，可按规定申请阶段性缓缴养老保险、失业保险、工伤保险单位缴费部分。

资料来源：中国政府网等、开源证券研究所

1.2、基建及产业政策：多行业发出“反内卷”通知

基建与产业方面，近两周政策聚焦部分行业“反内卷”政策，中国水泥协会发布《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》，多行业也应声而动，发布减产限产通知。据国资委，33家建筑类企业联合发出建筑行业“反内卷”倡议书，共同推动行业转型，摒弃“内卷式”竞争。国内头部光伏玻璃企业宣布自7月起集体减产30%，以缓解行业“内卷式”竞争。钢铁行业中，部分钢厂近期已收到减排限产通知。

表2：水泥、建筑、光伏等行业整治企业内卷

时间	机构/领导	主题	具体内容
07.01	中国水泥协会	《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》	1) 切实推动水泥行业熟料生产线备案产能与实际产能的统一工作；2) 各企业逐条逐项核查自身熟料生产线的备案产能与实际产能差异情况，积极支持相关核查调研工作，及时填报相关材料；3) 对于实际产能大于备案产能的企业，尽快补齐产能差额并完善备案、环评、能评等相关手续，依法依规按备案日产能和年产能组织生产。
07.02	国家医保局、国家卫健委	《支持创新药高质量发展的若干措施》	提出 5 方面 16 条措施，加大创新药研发支持力度，支持创新药进入基本医保药品目录和商业健康保险创新药品目录等。
07.08	建筑、光伏、钢铁等行业	反内卷	央视记者从国务院国资委获悉，33 家建筑类企业联合发出建筑行业“反内卷”倡议书，共同推动行业转型，摒弃“内卷式”竞争。国内头部光伏玻璃企业宣布自 7 月起集体减产 30%，以缓解行业“内卷式”竞争。钢铁行业中，部分钢厂近期已收到减排限产通知。

资料来源：中国政府网等、开源证券研究所

1.3、消费政策：淘宝外卖平台加大投入撬动消费

近两周，消费政策聚焦上海市优化离境退税服务环境、淘宝闪购平台投入 500 亿消费券补贴打响“外卖价格战”等。人民论坛网评价指出，淘宝闪购此举撬动了更大量级的消费，惠及更多中小商家和经济毛细血管。供应链下游压榨上游、平台压榨商家等“内卷”模式，本质上是压低利润导致经济的下行螺旋；而平台以自身投入撬动增量的创新模式，则恰恰相反，是发挥消费券的杠杆作用，做大市场蛋糕。

表3：上海下调离境退税起退点

时间	机构/领导	主题	具体内容
07.04	上海市商务委等 6 个部门	《上海市优化离境退税消费环境行动方案（2025-2027 年）》	优化离境退税服务环境。下调离境退税起退点。同一境外旅客同一日在同一退税商店购买退税物品金额达到 200 元人民币，可以申请办理离境退税。计划到 2027 年，上海市离境退税商店超 3000 家、网点超 10000 个，“即买即退”商店占比超 80%。
07.09	浙江	“周末看电影，浙里更精彩”	浙江电影消费券发放总额将超过 3680 万元，覆盖暑期档、中秋国庆、元旦、春节、清明、五一、端午等法定节假日档期、除以上档期外的周末档（每周五至周日）。
07.11	淘宝	500 亿补贴	淘宝闪购启动 500 亿的平台消费券投入，还应消费者消暑需求推出“闪购冰冰节”，各类冰品、降温神器热销，掀起了一波夏日消费高峰。人民论坛网评指出，淘宝闪购此举撬动了更大量级的消费，惠及的是更多的中小商家和经济毛细血管。供应链下游压榨上游、平台压榨商家等“内卷”模式，本质上是压低利润导致经济的下行螺旋；而平台以自身投入撬动增量的创新模式，则恰恰相反，是发挥消费券的杠杆作用，做大市场蛋糕。

资料来源：新华网、长江商报等、开源证券研究所

1.4、金融监管：推进以“两创板”改革为抓手的新一轮资本市场改革

近两周，金融监管政策聚焦优化资本市场机制安排、在上海和香港探索人民币稳定币发展、引导保险公司长期稳健投资等。

表4：应考虑境内离岸与境外离岸人民币稳定币的联动发展模式

时间	机构/领导	主题	具体内容
07.03	证监会党委	优化资本市场机制安排	证监会党委召开扩大会议强调，要持续优化股债融资、并购重组等资本市场机制安排，促进要素向最有潜力的领域高效集聚。牢记我国资本市场中小投资者众多的最大市情，不断完善投资者保护制度体系。深入推进以“两创板”改革为抓手的新一轮全面深化资本市场改革。全力抓好资本市场自主开放重点举措落地。始终把维护市场稳定作为监管工作首要任务，推动健全常态化稳市机制安排，平稳有序防控债券违约、私募基金等领域风险。
07.09	国家金融发展研究室	考虑在上海自贸试验区与香港同步推动相关人民币稳定币的创新探索工作	国家金融与发展实验室副主任杨涛表示，基于 Web3.0 世界打造的稳定币已经超越了传统的离岸与在岸范畴，为了更好地实现战略统筹、主动监管、协同推进，应该考虑采取境内离岸与境外离岸人民币稳定币的联动发展模式。
07.10	财政部	《关于引导保险资金长期稳健投资 进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》	财政部 7 月 11 日发布《关于引导保险资金长期稳健投资 进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》，进一步加强国有商业保险公司长周期考核。净资产收益率和资本保值增值率考核由原来的“当年度+3 年周期”改为“当年度+3 年周期+5 年周期”结合。旨在引导保险资金长期稳健投资，降低短期波动影响，提升权益投资积极性，更好发挥保险资金“压舱石”作用。
07.10	上海市市国资委党委	上海市加强对数字货币的研究探索	上海市市国资委党委召开中心组学习会，围绕加密货币与稳定币的发展趋势及应对策略开展学习。市国资委主任贺青强调，保持对新兴技术敏锐感知，加强数字货币研究探索；推进产数融合，探索区块链技术在跨境贸易、供应链金融、资产数字化等领域应用。

资料来源：中国政府网、证监会等、开源证券研究所

1.5、贸易相关：美国取消相关对华经贸限制措施

近两周，贸易政策聚焦中欧举行第十三轮高级别战略对话、美国取消相关对华经贸限制措施等。美国商务部已通知全球三大芯片设计软件供应商——新思科技、楷登电子和西门子，此前要求其在华业务必须申请政府许可的规定现已撤销。

在中欧第十三轮高级别战略对话中，王毅回应“中方稀土实施出口管制问题”称，稀土出口从来不是、也不应成为中欧之间的问题；只要遵守出口管制规定并履行必要程序，欧洲企业的正常需求将得到保障。

表5：中欧应加强交往、深化了解、增进互信、推进合作

时间	机构/领导	主题	具体内容
07.04	外交部长王毅	中欧举行第三轮高级别战略对话	面对国际局势不确定、不稳定性上升，中欧作为两大力量和两大经济体，应加强交往、深化了解、增进互信、推进合作，共同维护战后国际秩序，为世界提供稀缺的确定性。此外，王毅回应“中方稀土实施出口管制问题”称，稀土出口从来不是、也不应成为中欧之间的问题；只要遵守出口管制规定并履行必要程序，欧洲企业的正常需求将得到保障；中方主管部门还为欧洲企业设立了“快速通道”，有人故意在中欧之间炒作此事是别有用心。
07.04	中国商务部	中美贸易	相关企业已接到美国商务部通知，恢复 EDA 软件、乙烷、飞机发动机等产品对华出口。商务部新闻发言人就美取消相关对华经贸限制措施情况答记者问称，中美伦敦经贸会谈后，双方于近期确认了落实两国元首 6 月 5 日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的具体细节。目前，双方团队正在加紧落实伦敦框架有关成果。中方正依法依规审批符合条件的管制物项出口许可申请。美方也采取相应行动，取消对华采取的一系列限制性措施，有关情况已向中方作了通报。
07.04	美国商务部	对华贸易限制	美国商务部已通知全球三大芯片设计软件供应商——新思科技、楷登电子和西门子，此前要求其在华业务必须申请政府许可的规定现已撤销。西门子称已全面恢复中国客户对其软件和技术的访问权限，新思科技与楷登电子称正在逐步重启相关服务。
07.04	商务部	对原产于欧盟的进口相关白兰地征收反倾销税	自 2025 年 7 月 5 日起，对原产于欧盟的进口相关白兰地征收反倾销税。商务部新闻发言人在答记者问时称，中方一贯主张审慎使用贸易救济措施，本案中决定接受价格承诺再次展现了中方通过对话磋商解决贸易摩擦的诚意；希望欧方与中方相向而行，加强对话沟通，共同化解经贸分歧。
07.10	财政部	《关于在政府采购活动中对自欧盟进口的医疗器械采取相关措施的通知》	财政部表示，对于 4500 万元人民币以上的医疗器械政府采购项目，未分包开展采购的，非欧盟企业提供的自欧盟进口的医疗器械占比不得超过该项目合同总金额的 50%；分包开展采购的，非欧盟企业提供的自欧盟进口的医疗器械占比不得超过分包后单个采购包合同金额的 50%。

资料来源：新华社、中国政府网等、开源证券研究所

2、海外宏观：美国新减税法案正式落地

过去两周（6 月 29 日-7 月 13 日），海外宏观政策聚焦美国货币和财政政策、美向全球多国加征新关税等。

美国货币与财政方面，美联储“绝大多数”成员预计今年早些时候再次降息是合适的。而特朗普再度敦促美联储主席鲍威尔降息。下任美联储主席的热门人选沃勒周四重申，他认为当前的联邦基金利率过于具有限制性，并表示可能在本月底的美联储会议上就会支持降息。美国“**大美丽法案**”正式落地，该法案的核心内容是延续 2017 年 TCJA 中即将在 2025 年到期的减税措施（主要是个人所得税）。根据美国机构的估计，“大美丽法案”将在未来 10 年带来 3 万亿-4 万亿美元额外的财政赤字。

关税政策方面，美国总统特朗普宣布美政府 7 月 4 日起将向尚未达成贸易协议的国家发出新关税税率的通知，税率区间为 10% 至 70%，并计划从 8 月 1 日起正式实施。美国拟对日韩、南非等多国征收高关税，含日本在内的多国计划在 8 月 1 日前推动与美对话。美欧贸易谈判仍处于僵持状态，德国副总理强调，欧盟仍愿意保

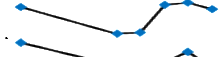
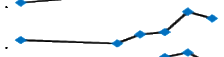
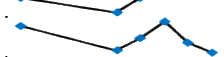
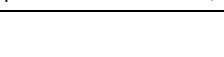
持开放态度，继续谈判，但不会接受任何不对等的条件，若不能与美国达成公平的贸易协议，欧盟准备采取反制措施。

表6：加拿大方称正与欧盟等盟友协商应对美威胁

时间	机构/领导	主题	具体内容
07.02	美联储主席鲍威尔	货币政策	在被问及7月份降息的可能性时，鲍威尔称不会排除任何可能性，这将取决于数据。他表示，美联储“绝大多数”成员确实预计今年晚些时候再次降息是合适的。
07.09	美国政府	“大美丽法案”正式落地	随着特朗普政府的大规模减税与支出法案正式落地，为弥补未来数万亿美元的财政赤字，美国财政部或将开启短期国债的“供应洪流”。
07.09	美国财政部	财政政策	美国财政部宣布，计划在7月底前将财政总账户的现金储备从7月3日的约3130亿美元增至5000亿美元，预计9月达到8500亿美元。分析指出，这一现金重建策略节奏在中期目标不变的情况下，节奏、方式都更为缓和，不仅没有提前发债，也没有给7月的发行预期带来上行风险，反而降低了短期发行量。
07.10	美国总统特朗普、 美联储	特朗普催促降息	特朗普再度敦促美联储主席鲍威尔降息。下任美联储主席的热门人选沃勒周四重申，他认为当前的联邦基金利率过于具有限制性，并表示可能在本月底的美联储会议上就会支持降息。
07.06	美国总统特朗普	关税协定	美国总统特朗普表示，美政府7月4日起将向尚未达成贸易协议的国家发出新关税税率的通知，税率区间为10%至70%，并计划从8月1日起正式实施。这一税率上限（70%）远高于其4月份宣布的50%，市场普遍担忧此举将加剧美国经济的通胀风险，并可能引发新一轮的资产抛售。
07.07	美国总统特朗普	美日韩关税	美国8月1日起对日韩产品征收25%关税，威胁若反制再加征。特朗普致信日韩称，新关税将独立于各类行业性关税，试图通过第三国转运将被征更高关税；在美建厂或生产产品的公司豁免新关税；若日韩提高对美关税，将在25%的基础上追加同等幅度关税。
07.07	美国总统特朗普	美国对多国加增关税	特朗普宣布对南非等12国输美产品征收最高40%关税。8月1日起，美国将对哈萨克斯坦、马来西亚、突尼斯输美产品征收25%关税，将对南非和波黑征30%、印尼征32%、孟加拉国和塞尔维亚征35%、泰国和柬埔寨征36%、老挝和缅甸征40%关税。自8月1日起，美国将对菲律宾产品征收20%的关税，对文莱和摩尔多瓦征25%关税，对阿尔及利亚、伊拉克、利比亚和斯里兰卡征30%关税。
07.08	美国总统特朗普	美国拟对金属及药品行业增加关税	特朗普威胁对铜征收50%关税，对药品征高达200%的关税，给药企至少一年时间将供应链转回美国；未透露半导体关税的时间和水平。美商务部长称，铜关税将于7月稍晚或8月1日到位，制药和半导体领域调查月底完成。
07.08	日本首相石破茂、 美财长、日本外务省	美日关税谈判	特朗普发关税函后，美财长同日本首席谈判代表通电话、被传下周访日。日本外务省称，日本收到美国关税函后，日美官员进行了坦率、深入的讨论，日方将继续探索与美国达成互惠互利协议的途径。日本首相石破茂称，将在8月1日前迅速推进谈判。
07.08	德国副总理兼财政部长克林拜尔	美欧关税谈判	德国副总理兼财政部长克林拜尔强调，欧盟仍愿意保持开放态度，继续谈判，但不会接受任何不对等的条件，如果不能与美国达成公平的贸易协议，欧盟准备采取反制措施。
07.11	白宫贸易顾问、加 总理卡尼	美加贸易谈判	白宫贸易顾问称，对加拿大35%的关税不适用于符合美墨加协定的商品。加总理卡尼回应征税函称，坚定维护本国利益，将加美谈判期延至8月1日，加强同全球其他贸易伙伴的关系；在控制芬太尼方面将继续与美合作。加部长称，正与欧盟等盟友协商应对美威胁。媒体称，加美同意谈判期延至8月1日后，加拿大不会按原计划7月21日将针对钢铝的报复性关税提高一倍至50%。

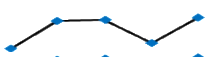
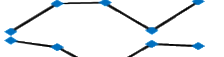
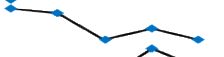
资料来源：央视新闻等、开源证券研究所

表7：7月第二周海外股指涨跌参半

名称	7月11日	7月4日	近一周涨跌幅	变化趋势
标普 500	6259.75	6279.35	-0.31%	
纳斯达克指数	20585.53	20601.10	-0.08%	
道琼斯工业指数	44650.64	44828.53	-0.40%	
德国 DAX	24255.31	23934.13	1.34%	
英国富时 100	8941.12	8823.20	1.34%	
法国 CAC40	7829.29	7754.55	0.96%	
韩国综合指数	3175.77	3116.27	1.91%	
日经 225	39569.68	39785.90	-0.54%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：7月第二周原油黄金价格上涨

名称	7月11日	7月4日	近一周涨跌幅	变化趋势
期货结算价(连续):布伦特原油 (美元/桶)	70.36	68.80	2.27%	
期货结算价(连续):WTI 原油 (美元/桶)	68.45	67.00	2.16%	
期货收盘价(连续):NYMEX 天然气 (美元/百万英热单位)	3.36	3.39	-0.89%	
期货结算价(连续):IPE 理查德湾煤炭 (美元/吨)	97.25	94.60	2.80%	
现货收盘价(场内盘):LME 铜 (美元/吨)	9,637.50	10,120.00	-4.77%	
现货收盘价(场内盘):LME 铝 (美元/吨)	2,591.50	2,604.00	-0.48%	
期货收盘价(连续):COMEX 黄金 (美元/盎司)	3,359.80	3,332.50	0.82%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

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R2（中低风险），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C2、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C2、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。

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