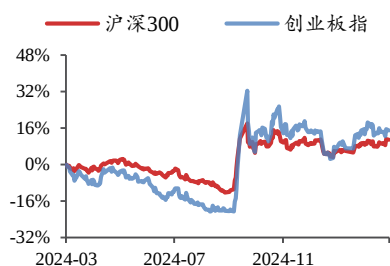


沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
建筑材料	2.051
环保	1.881
综合	1.599
房地产	0.961
汽车	0.930

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	-0.791
美容护理	-0.730
钢铁	-0.604
非银金融	-0.588
煤炭	-0.353

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

行业公司

【地产建筑】新房价格环比降幅持平，新房上海同比领涨——行业点评报告
-20250317

【银行】非银存款恢复增长，债务置换影响信贷——2 月央行信贷收支表要点解读-20250317

【机械】人形机器人量产元年：“金铲子”设备商迎资本开支潮——行业点评报告
-20250317

【社服】优质供给推动拼搭玩具全龄化渗透，创作者经济蓬勃拉动 AI+美丽——
行业周报-20250316

【建材】两会明确稳楼市政策，重视建材布局机会——行业周报-20250316

【传媒】继续布局 AI 游戏等 AI 应用，关注少儿文化消费方向——行业周报
-20250316

【地产建筑】推动银行间多层次 REITs 市场发展，消费 REIT 单周表现优异——行业周报-20250316

【地产建筑】新房成交面积环比增长，深圳公积金政策大调整——行业周报
-20250316

【地产建筑：招商积余(001914.SZ)】收入利润保持双增，新拓规模稳中提质——公司信息更新报告-20250317

【非银金融：中粮资本(002423.SZ)】依托中粮产业链，三大主业构筑四维产融协同——公司首次覆盖报告-20250317

【地产建筑：大悦城(000031.SZ)】“开发+经营”双轮驱动，潜心经营铸就品牌生态圈——公司首次覆盖报告-20250317

【医药：国邦医药(605507.SH)】医药板块稳健增长，动保原料药有望迎来周期拐点——公司首次覆盖报告-20250317

【海外：理想汽车-W(02015.HK)】2025H2 纯电或有惊喜，AI 投入强化 ADAS 竞争力——港股公司信息更新报告-20250317

研报摘要

行业公司

【地产建筑】新房价格环比降幅持平，新房上海同比领涨——行业点评报告-20250317

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

新房价格环比降幅持平，一线新房价格环比增长

国家统计局发布 2025 年 2 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+0.1%、0.0%、-0.3%（1 月分别为+0.1%、+0.1%、-0.2%），70 城整体环比-0.1%，降幅较 1 月持平。同比情况来看，一、二、三线城市同比分别-3.0%、-4.7%、-5.9%（1 月分别为-3.4%、-5.0%、-6.0%），70 城整体新房价格同比下降 5.2%，降幅环比缩小 0.2pct。从 70 城新房价格涨跌个数来看，2025 年 2 月新房价格环比上涨、持平、下跌的城市数分别为 18、7、45 个（1 月分别为 24、4、42 个），同比上涨、持平、下跌的城市数分别为 2、0、68 个（1 月分别为 2、0、68 个）。

二手房价同比降幅缩小，环比降幅持平

从二手住宅房价环比情况来看，2 月 70 城二手房价格环比-0.3%，降幅环比持平。其中一、二、三线城市环比分别-0.1%、-0.4%、-0.4%（1 月分别为+0.1%、-0.3%、-0.4%）。同比情况来看，70 城二手房价格同比-7.5%，降幅缩小 0.3pct。其中一、二、三线城市同比分别-4.9%、-7.4%、-8.0%（1 月分别为-5.6%、-7.6%、-8.2%），其中一、二、三线城市分别缩小 0.7pct、0.2pct、0.2pct。2025 年 2 月二手房价格环比上涨、持平、下跌的城市数分别为 3、2、65 个（1 月分别为 7、3、60 个），同比上涨、持平、下跌的城市数分别为 0、0、70 个（1 月分别为 0、0、70 个）。

新房南京环比领涨，上海同比领涨

从一二线重点 35 城表现来看，2025 年 2 月新房价格同环比均降多增少，但情况边际改善依然明显，同比上海、太原 2 城上涨，环比南京、深圳、上海等 15 城实现上涨，其中南京以环比+0.5%，上海同比+5.6%领跑 35 城。一线城市中仅上海实现新房价格同环比增长。新房 1-2 月整体同比情况方面，上海、太原分别以同比+5.6%、+1.1%领跑 35 城。

投资建议

2025 年 2 月，70 城新房销售价格环比降幅持平，销售价格同比降幅缩小，一线城市新房价格环比增长；二手房方面二手房销售价格同比降幅收窄，一线城市二手房价格环比由涨转跌，二线城市降幅环比降幅略有扩大，三线城市降幅环比基本持平。我们认为，新房和二手房价格数据将进一步修复改善，2025 年前两月销售初步企稳，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、能够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、中国金茂；（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：新城控股、龙湖集团；（3）二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳-W、我爱我家。

风险提示：行业销售恢复不及预期、政策放松不及预期。

【银行】非银存款恢复增长，债务置换影响信贷——2 月央行信贷收支表要点解读-20250317

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：2月银行“缺负债”有所缓解，非银存款流出基本止住

2月大行和中小行的存贷增速差均有改善，缺负债现象有所缓解。2025年2月大行个人存款单月-1874亿元，同比-17114亿元，其中储蓄活期存款负增较多；单位存款单月正增长1961亿元，同比多增13122亿元，主要为单位活期存款同比增长较多。此外，国库定期存款、非银存款单月均为正增长，非银存款流出现象有所缓解。存款结构的变化主要有以下特点：

1、个人活期转定期、大行存款流入中小行。大行和中小行2月均呈现“个人活期负增、个人定期正增”，随着2024年10月之后多数银行跟进下调存款挂牌利率，以及春节后现金重回存款，“定期化”趋势仍然明显。2月M1同比增速环比下降0.3pct至0.1%。此外，2月大行、中小行储蓄定期存款分别新增9569亿元、14285亿元，中小行增量明显较多，或与挂牌利率下调后部分大行存款流入中小行有关。后续中小行存款挂牌利率或仍有进一步下调空间。

2、非银存款在2月恢复增长。2024年非银存款自律后，大行非银存款连续两个月为负增长（2024年12月和2025年1月分别为-34382亿元、-10442亿元），而2025年2月正增19922亿元，非银存款流出趋势已基本止住。我们认为主要原因或有：（1）此前同业活期现价，转化为同业定存；（2）2月股市表现较好，证券结算账户的同业活期存款增加；（3）2月流动性缺口压力大，部分银行提价短期同业定期存款（7—14天）带来的补充。

3、其他角度：2月底大行融出有所恢复，或说明财政支出加大后负债压力阶段性缓解，2月我们测算银行体系超储率约1.2%，较1月提高0.3pct。

资产端：信贷需求仍待提振，对公票据为主要增长项

1、零售：消费贷显著负增长、经营贷小幅负增长。2月存款类金融机构的个人消费贷-3386亿元（其中短期、中长期均为负增长），为6个月正增长后首次负增，同时经营贷小幅负增（-94亿元），居民部门的信贷需求仍有待提振。

2、对公：实体需求仍不足，票据为主要增长项。2月存款类金融机构的对公短贷（不含票据）和对公中长贷同比均为少增，票据则同比多增，反映实体需求仍不足，同时受到务置换的影响（1-2月政府债发行节奏明显加快）。

投资建议

2月央行信贷收支表反映银行负债压力改善，主要受到春节后现金回归表内存款、非银存款流出减轻和股市回暖影响，年内银行或持续受益于负债成本下降。信贷扩张仍较为乏力，结构有待改善。我们看好增量政策对信贷的拉动，当下可重估两条逻辑：（1）低利率环境下盈利稳+分红高的银行投资价值凸显，推荐中信银行、受益标的农业银行；（2）若随着后续的政策落地，经济预期改善，优质区域性银行或将享有更好的业绩弹性，受益标的江苏银行、成都银行、常熟银行。此外持续看好上市银行核心资产的估值修复，受益标的招商银行、宁波银行等。

风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

【机械】人形机器人量产元年：“金铲子”设备商迎资本开支潮——行业点评报告-20250317

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 罗悦（分析师）证书编号：S0790524090001

人形机器人量产元年，产业链大规模资本开支即将开始

Figure发布量产自动化工厂BotQ，首条生产线年产能1.2万台人形机器人，通过自研模型Helix参与工厂生产环节，正式开启商业化倒计时。特斯拉等头部厂商已明确2025年量产万台左右目标，后续两年以10倍速度扩张。国内供应链加速产能准备，拓普集团、三花智控、新剑传动等陆续披露机器人扩产规划，累计规划投入上百亿扩充核心零部件产能。据GGII统计，2025年1-2月国内具身智能机器人融资规模已接近2024年全年总额。我们认为，人形机器人开启“1-10时刻”，产业链有望迎来密集资本开支浪潮，作为核心设备和关键耗材的“铲子股”率先受益。“淘金先富卖铲人”，寻找大赛道的“金铲子”。

1、电机：包括无框力矩电机、微型电机（空心杯、无刷直流等），单个人形机器人电机用量预计 62 个，量产百万台人形机器人预计新增市场规模 254 亿元。电机制造的壁垒在于绕线及动平衡检测，直接决定电机功率密度及稳定性和良率，对应核心设备为全自动绕线机、平衡机。按机器人量产百万台，我们测算电机自动绕线机、平衡机市场需求分别达到 27.1/9.3 亿元。受益标的：集智股份（国内少数具备电机全系列核心设备能力的供应商）；田中精机（绕线机）

2、减速器：包括谐波减速器及行星减速器，单个人形机器人用量预计 38 个（含微型齿轮箱等），量产百万台机器人预计新增市场规模 96 亿元。减速器核心工艺在于齿轮加工精度（决定扭矩传递效率）与动平衡稳定性（影响精度和寿命），核心设备为齿轮加工机床（滚齿机、插齿机等）、平衡检测设备。机器人量产百万台，我们测算减速器齿轮加工机床、平衡机市场需求分别达到 12.0/6.7 亿元。（1）齿轮加工机床推荐标的：秦川机床；受益标的：浙海德曼；（2）动平衡机受益标的：集智股份。

3、丝杠：人形机器人减速器主要包括行星滚柱丝杠及微型丝杠，单个机器人用量预计 44 个（有望持续增加），量产百万台机器人预计新增市场规模 230 亿元。丝杠核心工艺为螺纹加工与精度检测校直，决定了精度及传动效率，核心设备为螺纹磨床、自动校直机。机器人量产百万台，我们测算丝杠螺纹磨床、自动校直机市场需求分别达到 26.7/7.3 亿元。（1）螺纹磨床推荐标的：秦川机床；受益标的：日发精机、华辰装备；（2）丝杠校直机受益标的：集智股份。

4.轴承：单个机器人用量预计 70-90 个，量产百万台机器人预计新增市场规模 15.4 亿元。轴承磨削及检测环节直接影响产品性能，核心设备为磨床和动平衡机。机器人量产百万台，我们测算轴承磨床、检测设备市场需求分别 2.0/0.9 亿元。（1）磨床推荐标的：秦川机床；受益标的：日发精机、华辰装备；（2）检测设备受益标的：集智股份。

投资建议及受益标的

关注弹性大、竞争格局优异的核心设备商。（1）动平衡设备及设备受益标的：集智股份；（2）绕线设备受益标的：田中精机（2）加工机床和磨床推荐标的：秦川机床；受益标的：浙海德曼、华辰装备、日发精机；（3）刀具推荐标的：恒锋工具；受益标的：沃尔德、华锐精密。

风险提示：宏观经济波动风险；机器人量产不及预期；供应链发展不及预期。

【社服】优质供给推动拼搭玩具全龄化渗透，创作者经济蓬勃拉动 AI+美丽——行业周报-20250316

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（联系人）证书编号：S0790123070033

旅游/拼搭玩具：同程深化全球布局，优质供给推动拼搭玩具全龄化渗透

旅游：中国为新加坡入境最大客源地，年轻一代和银发族有望成为赴“新”旅游消费主力。同程：HopeGoo 亮相 ITB 柏林展，深化全球供应链布局。拼搭玩具：我们拆解拼搭玩具品类需求长盛不衰的原因主要来自其跨代际属性，国内市场渗透主要依靠优质供给，包括优质 IP 运营、正版+高性价比产品扩容、头部品牌跨品类布局。乐高：得益于庞大且多元化的产品组合，以及欧美、中东市场强劲需求推动，2024 年乐高业绩稳健增长，收入达到 743 亿丹麦克朗/同比增长 13%。

AI+美丽+创作：3.8 大促国货头部效应显现，创作者经济蓬勃拉动 AI+美丽

美丽：从抖音平台看，韩束、珀莱雅、自然堂、丸美和百雀羚等线下渠道发家的经典国货穿越周期动荡。毛戈平登顶彩妆/香水/美妆工具榜单冠军。销售端以直播带货为主，达人推广占比略高于品牌自营，其中陈三废姐弟、黄奕和与辉同行分别贡献了约 9%-13% 达人销售额。天猫平台，头部效应更为集中。2025 年相比 2024 年新增上榜品牌只有毛戈平和彩棠。截至 2025 年 3 月 15 日，毛戈平 2025 年新增专柜 16 家，撤柜 3 家，目前合计专柜数 430 家，新增专柜以华东地区布局为主，主要以中高端、客流密度较高的百货商店、购物中心布局为主。AI+：根据

QuestMobile 数据显示, 抖音月活用户从 2023 年 10 月的 7.27 亿增长至 2024 年 10 月的 7.86 亿, 同比增长 8%, 小红书月活用户从 2023 年 10 月的 1.91 亿增长至 2024 年 10 月的 2.14 亿, 同比增长 11.9%。国务院印发《提振消费专项行动方案》, 开展“人工智能+”行动, 深入实施数字消费提升行动, 大力培育品质电商。AI 应用下创作门槛大幅降低, 内容生态有望持续丰富, 利好美妆品牌在抖音、小红书等的内容电商平台蓬勃发展。

本周 A 股社服板块跑赢大盘, 港股消费者服务板块跑输大盘

本周 (3.10-3.14) 社会服务指数+3.71%, 跑赢沪深 300 指数 2.12pct; 本周 (3.10-3.14) 港股消费者服务指数-4.02%, 跑输恒生指数 2.9pct。

推荐标的: (1) 旅游: 长白山; (2) 教育: 好未来、科德教育; (3) 餐饮/会展: 特海国际、米奥会展; (4) 美护: 科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的: (1) 旅游: 西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S; (2) 教育: 凯文教育、有道; (3) 美护: 若羽臣、巨子生物、爱美客、青木科技、毛戈平; (4) 运动: 力盛体育; (5) IP: 泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技; (6) 新兴消费: 赤子城科技; (7) 即时零售: 美团-W、顺丰同城; (8) 眼镜: 博士眼镜、佳禾智能、亿道信息; (9) 餐饮: 百胜中国、蜜雪集团。

风险提示: 项目落地不及预期, 出行不及预期, 行业竞争加剧等。

【建材】两会明确稳楼市政策, 重视建材布局机会——行业周报-20250316

张绪成 (分析师) 证书编号: S0790520020003

两会明确稳楼市政策, 重视建材布局机会

本周两会闭幕, 地产和建材相关政策成为焦点。房地产方面, 政府工作报告明确提出“稳住楼市股市”“持续用力推动房地产市场止跌回稳”, 通过“因城施策调减限制性措施”“加力实施城中村和危旧房改造”“盘活存量用地和商办用房, 推进收购存量商品房”“拓宽保障性住房再贷款使用范围”等举措, 提振市场信心。住建部部长倪虹表示要从立标准、强科技、抓项目三方面推进“好房子”建设, 如编制指南、修订规范, 将住宅层高提高到不低于 3 米。建材领域, 全国人大代表郭兴田建议优化家装厨卫“焕新”政策, 提高补贴资金占比、取消限制、鼓励环保绿色整装等; 全国人大代表周金波建议推进建材行业高端化、智能化、绿色化发展, 如加快水泥行业进入碳市场、推广新型室内装饰绿色材料等。

消费建材板块推荐: 东方雨虹 (防水龙头, 经营结构优化)、伟星新材 (经营优质, 零售业务占比高), 三棵树, 坚朗五金; 受益标的: 北新建材 (石膏板龙头, 收购嘉宝莉扩张涂料板块业务) 等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到 2025 年底, 水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右, 能效标杆水平以上产能占比达到 30%, 能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰, 水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%, 预计会加快节能降碳与能设备的迭代更新。水泥板块受益标的: 海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。无碱粗纱市场报盘主流暂稳, 部分成交存灵活空间。受益标的: 中国巨石、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升, 推荐: 力诺药包; 受益标的: 山东药玻。

本周 (2025 年 3 月 10 日至 3 月 14 日) 建筑材料指数上涨 1.18%, 沪深 300 指数上涨 1.59%, 建筑材料指数跑输沪深 300 指数 0.40pct。近三个月来, 沪深 300 指数上涨 1.87%, 建筑材料指数下跌 4.91%, 建材板块跑输沪深 300 指数 6.78pct。近一年来, 沪深 300 指数上涨 12.47%, 建筑材料指数上涨 0.92%, 建材板块跑输沪深 300 指数 11.55pct。

板块数据跟踪

水泥: 截至 3 月 15 日, 全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 354.52 元/吨, 环比上涨 1.33%; 水泥-煤炭价差为 260.92 元/吨, 环比上涨 1.30%; 全国熟料库容比 42.45%, 环比下降 2.21pct。

玻璃：截至3月15日，全国浮法玻璃现货均价为1324.00元/吨，环比下跌29.00元/吨，跌幅为2.14%；光伏玻璃均价为139.45元/重量箱，环比下跌0.39元/重量箱，跌幅为0.28%。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为8.06元/重量箱，环比上涨17.09%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为10.14元/重量箱，环比上涨2.38%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为12.41元/重量箱，环比下跌7.61%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为83.14元/重量箱，环比下跌0.45%。

玻璃纤维：无碱2400tex直接纱报3800-4100元/吨，无碱2400texSMC纱报4800-5400元/吨，无碱2400tex喷射纱报5600-6700元/吨，无碱2400tex毡用合股纱报4800-5400元/吨，无碱2400tex板材纱报4950-5400元/吨，无碱2000tex热塑直接纱（普通级）报4200-4500元/吨。周内电子纱G75主流报价8800-9200元/吨不等，较上一周均价基本持平；7628电子布报价亦趋稳，当前报价3.8-4.4元/米不等，成交按量可谈。

消费建材：截至2025年3月16日，原油价格为71.67美元/桶，周环比上涨0.79%，较2025年年初下跌6.59%，同比下跌16.24%；沥青价格为4390元/吨，周环比下跌1.13%，较2025年年初持平，同比下跌4.98%；丙烯酸价格为8000元/吨，周环比上涨5.26%，较2025年年初上涨1.27%，同比上涨32.23%；钛白粉价格为14300元/吨，周环比持平，较2025年年初持平，同比下跌11.18%。

风险提示：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【传媒】继续布局AI游戏等AI应用，关注少儿文化消费方向——行业周报-20250316

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001 | 肖江洁（联系人）证书编号：S0790124070035

Anuttacon 首发AI游戏PV，GDC2025将至，继续布局AI游戏等AI应用

3月15日，由米哈游创始人蔡浩宇创立的AI创业公司Anuttacon正式公布其首款AI游戏《WhispersFromTheStar》首个PV并在海外开启封闭测试招募，该游戏为一款太空背景实时互动剧情游戏，玩家可通过实时AI消息对话指引游戏中一位叫Stella的女孩采取行动，引导这位被困外星的女孩探索求生，基于AI的实时语音对话或为其核心玩法，剧情走向和结局的多元化或代表了原生AI游戏方向。另外，3月14日，巨人网络旗下社交推理游戏《太空杀》首创基于DeepSeek打造的原生游戏玩法“内鬼挑战”并开启灰度测试，为业内首次将DeepSeek大模型能力深入应用到游戏玩法创新。3月17-21日，被誉为“游戏界春晚”的全球游戏开发者大会（GDC2025）将于美国旧金山举行，微软、英伟达、谷歌、亚马逊、Meta、腾讯、网易等全球科技与游戏巨头将展示最新游戏产品与AI技术融合成果；3月19日，腾讯将发布2024年第四季度财报，游戏业务、AI相关资本开支值得关注。我们认为，高性能DeepSeek模型的开源，加之实时语音、视觉理解、视频/3D内容生成等多模态模型能力的不断提升，或推动原生AI游戏加快落地，拓展游戏成长空间，而新游供给的持续释放，或带动游戏板块2025Q1开始迎来业绩拐点，建议继续布局“AI+游戏”，重点推荐心动公司、盛天网络、恺英网络、网易、神州泰岳、吉比特，受益标的包括巨人网络、掌趣科技、冰川网络等。此外，阿里巴巴于3月13日宣布推出AI旗舰应用“新夸克”，将传统搜索升级为AllinOne的“AI超级框”，满足用户所有需求；微信读书近期上线“AI问书”功能，通过接入混元大模型与DeepSeek，用户只需输入问题即可获得内容解析、知识关联、出处标注等智能服务，头部大模型厂商或带动Agent等AI应用在垂直场景不断落地商业化，并拉动推理算力需求，建议继续布局AI相关领域：1、大模型及通用Agent：重点推荐腾讯控股、快手-W，受益标的包括阿里巴巴-W、昆仑万维；2、AI虚拟陪伴：重点推荐盛天网络、奥飞娱乐、网易云音乐，受益标的包括汤姆猫、实丰文化；3、AI影视：重点推荐上海电影、芒果超媒，受益标的包括华策影视、中文在线、中广天择；4、AI教育/出版：受益标的包括世纪天鸿、果麦文化、盛通股份、南方传媒；5、AI电商/广告：重点推荐值得买、引力传媒，受益标的包括蓝色光标、易点天下；6、算力+云：重点推荐顺网科技，受益标的包括浙文互联、浙数文化、湖北广电。

育儿补贴等政策支持或拉动少儿图书、儿童玩具等需求，积极关注相关领域

中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《提振消费专项行动方案》中提到“加大生育养育保障力度”“研究建立育儿补贴制度”等，后续各地育儿补贴等促生育政策或不断落地，我们认为有望拉动少儿图书、儿童玩具等消费，请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

费需求。根据中国出版协会，2024 年全国图书零售市场码洋规模达 1129 亿元，其中少儿类图书码洋占比最高，达 28.16%；而儿童玩具近年来不断与 AI 大模型结合，主打陪伴、亲子、教育功能，多款产品火热出圈。我们建议积极关注少儿图书、儿童玩具消费，重点推荐奥飞娱乐，受益标的包括荣信文化、长江传媒、汤姆猫等。

风险提示：AI 应用商业化进展、游戏流水、少儿图书销量等低于预期。

【地产建筑】推动银行间多层次 REITs 市场发展，消费 REIT 单周表现优异——行业周报-20250316

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

推动银行间多层次 REITs 市场发展，消费 REIT 单周表现优异

2025 年第 11 周，中证 REITs（收盘）指数为 850.59，同比上涨 8.56%，环比上涨 0.12%；中证 REITs 全收益指数 1046.78，同比上涨 13.8%，环比上涨 0.12%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 6.96 亿份，同比增长 22.54%；成交额达 30.98 亿元，同比增长 48.37%；区间换手率 3.93%，同比下降 18.13%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为-1.14%、+0.49%、+0.07%、+0.31%、+0.30%、+0.63%、+2.78%；一月涨跌幅分别为-2.80%、-1.52%、+1.58%、-1.22%、-1.67%、+0.67%、-2.95%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑将继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，将持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

推动银行间多层次 REITs 市场发展，盘活民营存量资产

北京市发展改革委近日向社会征集基础设施 REITs 意向储备项目，支持注册地在北京的各类市场主体申报。涵盖交通基础设施、新型基础设施等 13 个领域，重点梳理人工智能、数据中心等新型基础设施领域项目。新型基础设施包括数据中心类、人工智能基础设施项目，5G 等通信相关项目，以及智能交通等智慧城市项目。交易商协会发布《银行间债券市场进一步支持民营企业高质量发展行动方案》的通知。其中提到：“推动银行间多层次 REITs 市场发展和供应链票据资产支持证券扩面增量，通过证券化方式盘活民营存量资产。”

一周行情：消费 REITs 单周上涨 2.78%，单月累计下跌 2.95%

2025 年第 11 周，中证 REITs（收盘）指数为 850.59，同比上涨 8.56%，环比上涨 0.12%，2024 年年初至今累计上涨 12.45%，同期沪深 300 指数累计上涨 16.77%，累计超额收益-4.32%；中证 REITs 全收益指数 1046.78，同比上涨 13.8%，环比上涨 0.12%；2024 年年初至今累计上涨 21.47%，累计超额收益+4.70%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为-1.14%、+0.49%、+0.07%、+0.31%、+0.30%、+0.63%、+2.78%；一月涨跌幅分别为-2.80%、-1.52%、+1.58%、-1.22%、-1.67%、+0.67%、-2.95%。

一级跟踪：18 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 11 周，共有 18 只 REITs 基金等待上市。本周华夏华电清洁能源封闭式基础设施证券投资基金首发申请已受理、南方润泽科技数据中心封闭式基础设施证券投资基金首发申请已申报。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【地产建筑】新房成交面积环比增长，深圳公积金政策大调整——行业周报-20250316

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

核心观点：新房成交面积环比增长，深圳公积金政策大调整

本周我们跟踪的 68 城新房成交同比下降，环比增长，20 城二手房成交面积同比增长，环比下降。土地成交

面积同比下降，溢价率环比下降。国内信用债发行规模同比下降，本周住建部表示坚持长短结合、标本兼治，坚决“稳住楼市”；要巩固政策“组合拳”效果，把降息、增贷、减税等政策效应充分释放出来，惠及更多人民群众。深圳出台公积金新政，提高贷款额度、降低首付比例、强化多子女家庭支持及加大利息补贴力度，进一步优化住房保障。本周成都涉3宗宅地出让，地块分别位于锦江区、高新区和成华区，总土地出让面积89945.86 m²，总规划建筑面积183699.7 m²，三宗地块均溢价30%以上成交，共收金50.65亿元。随深圳公积金新政再度释放政府端政策放松信号，叠加2025年前两月销售初步企稳，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，维持行业“看好”评级。

巩固政策“组合拳”效果以“稳住楼市”，深圳公积金政策大调整

中央层面：住建部：坚持长短结合、标本兼治，坚决“稳住楼市”，要巩固政策“组合拳”效果，把降息、增贷、减税等政策效应充分释放出来，惠及更多人民群众。

地方层面：深圳：个人申请公积金贷款最高额度从50万元提高至60万元；家庭申请，最高额度从90万元提高至110万元；购买深圳市首套房，上浮比例从20%提高至40%；有两个及以上子女上浮比例从10%提高至50%。未曾使用过住房公积金贷款的职工，销户提取时可以获得利息补贴，利息补贴系数有所提高。

市场端：土地成交面积环比下降，成都土拍市场火热

销售端：2025年第11周，全国68城商品住宅成交面积224万平米，同比下降9%，环比增加8%；从累计数值看，年初至今68城成交面积达2351万平米，累计同比增加1%。全国20城二手房成交面积为221万平米，同比增速+15%，前值+36%；年初至今累计成交面积1931万平米，同比增速+22%，前值+23%。

投资端：2025年第11周，全国100大中城市推出土地规划建筑面积2366万平方米，成交土地规划建筑面积459万平方米，同比下降84%，成交溢价率为8.8%。成都：3宗宅地出让，地块分别位于锦江区、高新区和成华区，总土地出让面积89945.86 m²，总规划建筑面积183699.7 m²，三宗地块均溢价30%以上成交，共收金50.65亿元。

融资端：国内信用债发行规模同比下降

2025年第11周，信用债发行76.8亿元，同比减少34%，环比减少55%，平均加权利率2.85%，环比增加20BP。信用债累计发行规模767.9亿元，同比减少21%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【地产建筑：招商积余(001914.SZ)】收入利润保持双增，新拓规模稳中提质——公司信息更新报告-20250317

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

营收利润双增长，新拓规模基本持平，维持“买入”评级

招商积余发布2024年年报，公司全年营收利润双增长，新拓规模基本持平。受房地产销售下行、物管行业新拓竞争加剧影响，我们下调2025-2026年并新增2027年盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为9.19、10.81、12.22亿元（2025-2026年原值为9.20、10.83亿元），EPS分别为0.87、1.02、1.15元，当前股价对应PE为13.8、11.7、10.3倍，伴随业务结构调整及降本增效措施，盈利能力底部回升趋势明显，未来业绩有望持续释放，维持“买入”评级。

收入利润保持增长，毛利率提升，期间费率压降

公司 2024 年实现营收 171.72 亿元，同比+9.89%，其中物管业务收入占比 96%，同比增长 11.72%；实现归母净利润 8.40 亿元，同比+14.24%，归母扣非净利润同比+21.12%；实现经营性净现金流 18.36 亿元，同比+1.10%；毛利率和净利率分别为 11.96%和 5.06%，同比分别+0.4pct 和+0.34pct。公司利润增厚一方面由于核心业务毛利率提升，另一方面期间费率同比-0.71pct 至 4.80%。

管理规模质效并进，增值业务结构调整

(1) 基础物管：实现营收 134.01 亿元，同比+10.63%，毛利率同比+1.9pct 至 10.67%。截至 2024 年末，公司在管面积达 3.65 亿平，同比+5.8%，其中关联方占比 36.2%，核心客户续约率达 96%；年内新签合同 40.29 亿元，同比基本持平，其中第三方新签占比提升至 92%，市场化住宅新签同比+47%。(2) 平台增值：实现营收 5.36 亿元，同比-8.22%，毛利率同比+2.0pct 至 10.51%，到家汇平台交易额突破 11 亿元，广州家政服务渗透率超 30%。(3) 专业增值：实现营收 25.51 亿元，同比+23.77%，毛利率同比-8.6pct 至 9.23%。

资管收入有所下降，运营规模稳步推进

公司 2024 年资产管理收入 6.70 亿元，同比-4.03%，毛利率同比-2.7pct 至 48.1%。截至 2024 年末，公司在管商业项目 70 个，管理面积 393 万方，2024 年在管项目集中商业销售额同比+30%，客流同比提升 34%。公司截至 2024 年末拥有自持物业可租面积 46.89 万方，出租率 95%，同比基本持平。

风险提示：第三方项目拓展放缓、关联公司经营不及预期、房地产销售下行。

【非银金融：中粮资本(002423.SZ)】依托中粮产业链，三大主业构筑四维产融协同——公司首次覆盖报告-20250317

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 唐关勇（联系人）证书编号：S0790123070030

依托中粮产业链，三大主业构筑四维产融协同

公司以中粮集团产业链为依托，保险+期货+信托”为主业的金融牌照齐全，央企股东背景有力支撑产融协同，人才激励和考核机制市场化，中长期盈利增长稳健。长远看，中英人寿在合资寿险公司中优势凸显，多元化渠道特色鲜明，负债端高质量转型下价值率大幅改善，投资业绩多年位居行业前列，中长期以“最佳合资寿险”为战略目标，中粮信托积极推进主动管理转型，中粮期货加强经纪业务境内外联动。我们测算公司 2024Q3 末权益类资产规模约 279 亿元，占总投资资产的 23%，其中 FVOCI/FVTPL/长股投分别 207/30/42 亿元，分别占比 17%/2.5%/3.5%，高股息资产贡献稳定股息回报，TPL 资产带来权益弹性。我们预计公司 2024E-2026E 归母净利润分别为 12.7/14.0/15.2 亿元，分别同比+24%/+11%/+8%，对应 ROE 为 5.8%/5.5%/5.7%，对应 EPS 为 0.55/0.61/0.66 元，对应 PB 为 1.2/1.2/1.1，首次覆盖给予“买入”评级。

“保险+期货+信托”为主业，构建四大金融业务矩阵版图

从 2019-2024H1 旗下三大子公司盈利平均贡献占比分别为中英人寿 47%、中粮信托 32%、中粮期货 15%，2020-2024H1 年化 ROE 分别为 13%、8%、7%。(1) 中英人寿：负债端延续高质量增长态势，2024 年受益三大因素驱动 Margin 改善，NBV 实现同比高增，经代、个险、银保为三大主要保费贡献渠道，近年从传统增额终身寿向分红险产品积极转型。资产端业绩表现亮眼，近三年总投资率位居行业第二，2024 年受益股债双牛，公司总投资收益率和综合投资收益率达到 7.5%/15.6%。(2) 中粮信托：2018 年以来积极拥抱主动管理转型，2024H1 达到 3895 亿元，较年初增长+29%，资产管理类标品固收产品为主要利润贡献，逐步拓展资产服务和公益慈善业务市场机遇。(3) 中粮期货：加强经纪业务境内外联动，锚定优秀品种开展风险管理业务，落实产融结合，2024H1 净利润实现 1.34 亿，同比-15%，在 65%持股比例下位中粮资本贡献净利润占比 7%。

公司持续增配高股息资产，权益仓位高且长期盈利稳定

公司持续增配高股息资产，权益仓位较高且长期盈利稳定。2024Q3 末其他权益工具规模达到 207 亿，较年初同比+211%，占公司投资资产比重为 17%，预计交易性金融资产股票规模为 30 亿元，占比 2.5%，长期股权投资请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

规模为 42 亿元，占比 3.5%，2024 年 Q3 末公司权益类资产规模约 279 亿元，占总投资资产的 23%。

风险提示：资本市场波动风险；中长期利差损风险；公司战略落地不及预期

【地产建筑：大悦城(000031.SZ)】“开发+经营”双轮驱动，潜心经营铸就品牌生态圈——公司首次覆盖报告-20250317

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

“开发+经营”双轮驱动，潜心经营铸就品牌生态圈，给予“买入”评级

大悦城背靠中粮集团，“开发+经营”双轮驱动，聚焦全国核心城市布局，整体物业开发及物业投资经营情况稳健，伴随投资物业板块业绩占比提升及地产业务板块逐渐企稳，盈利能力回升趋势明显，业绩有望持续释放。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为-30.35、-8.31、8.72 亿元，EPS 分别为-0.71、-0.19、0.20 元，当前股价对应 2026 年 PE 为 13.4 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

开发业务稳健发展，土地投资优中取优

2023 年，公司实现全口径签约 461 亿元，同比下降 19%，签约面积 223 万平米，同比下降 2%。公司在 2023 年房地产企业销售业绩排行榜位列 29 位，较 2022 年提升 4 位。公司拿地继续坚持谨慎态度，2023 年全年仅获取三宗土地，均为核心城市较核心区域，公司新获取土地建筑面积 16.8 万平方米，同比下降 78.81%；拿地金额 63.34 亿元，同比下降 34.15%。

经营能力打通流量脉络，潜心经营铸就品牌生态圈

公司投资物业业务进展强势，营收占比呈现增长趋势。2023 年，公司投资物业营业收入 53.93 亿元，同比增长 24.3%；2024 年上半年，公司投资物业营业收入 26.03 亿元，同比减少 3.6%。截至 2024 年上半年，商业项目全国布局 45 个，公司在营项目 34 个，总商业面积 374 万平方米。公司以潮流及二次元文化主题购物中心举办的活动可带动大量客流量和销售额，并在运营层面善于将顶流 IP 热度迁移，形成联动效应。公司购物广场主动创造空间稀缺性及产品独特性，最大效率激发客流量，随着公司购物广场项目开业进一步，联动效应有望加强。

负债结构相对稳定，融资成本持续压降

公司持续优化债务结构，融资成本持续下行。截至 2023 年末，公司有息负债规模 726.48 亿元，资产负债率 76.73%，剔除预收账款资产负债率 60.58%。2024 年上半年公司新增借款平均成本 3.13%，综合融资成本为 4.26%，融资成本持续下行。公司华夏大悦城商业 REIT 于 2024 年下半年顺利上市，募集规模达 33.23 亿元，取得投资收益 21 亿元。

风险提示：第三方项目拓展放缓、关联公司经营不及预期、房地产销售下行。

【医药：国邦医药(605507.SH)】医药板块稳健增长，动保原料药有望迎来周期拐点——公司首次覆盖报告-20250317

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

医药原料药板块稳健增长，动保原料药有望贡献较大业绩弹性

公司深耕医药原料药及中间体业务，战略拓展动保原料药业务。凭借公司做精大品种的能力，逐步实现动保领域核心产品的做大做强。受硫氰酸红霉素等原材料价格稳定影响，大环内酯类原料药价格维持稳定水平，受需求增长拉动，公司大环内酯类原料药销量维持较快增长。硼氢化钠等中间体价格底部企稳，公司市场份额较高，有望贡献部分业绩弹性。动保原料药处于供给出清尾声，行业需求复苏，预计未来几年动保原料药有望贡献较大业绩弹性。我们看好公司的长期发展，预计 2024-2026 年归母净利润为 7.98/9.95/12.35 亿元，当前股价对应 PE 为

13.9/11.2/9.0 倍，估值性价比高，首次覆盖，给予“买入”评级。

大环内酯类 API 价格维持高位，销量稳定增长

公司医药原料药板块保持较快增长，从 2017 年的 12.5 亿元增长到 2023 年 22.17 亿元，复合增速 10.02%，毛利率稳定在 20% 以上，2023 年毛利率为 21.7%。大环内酯类原料药需求较好，受成本端支撑，价格维持高位，此外，公司莫西沙星等新品种快速放量，特色原料药板块有望贡献部分业绩弹性。受新冠疫情影响，近些年公司中间体板块业绩有所波动，2023、2024 年中间体产品价格处于底部区域，随着公司产能释放及需求增长，市场份额有望进一步提升。

动保原料药业务进入新一轮向上周期，有望贡献较大业绩弹性

公司近些年重点发力动保原料药业务，受供给过剩及需求低迷影响，产品价格持续下降。公司产能快速增长，市场份额快速上升。2024 年行业需求增长，供给端处于出清尾声阶段，动保原料药领域迎来明显复苏，兽药原料价格指数持续上行，其中强力霉素价格显著回升，氟苯尼考价格温和上涨，替米考星、泰妙菌素、泰乐菌素等产品价格实现较大上涨。预计未来几年动保原料药价格上涨周期有望带动公司业绩大幅增长。

风险提示：产品价格恢复及产能爬坡不及预期风险、行业政策变化风险、汇率波动风险、原材料价格波动风险等。

【海外：理想汽车-W(02015.HK)】2025H2 纯电或有惊喜，AI 投入强化 ADAS 竞争力——港股公司信息更新报告-20250317

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001 | 陈沅（联系人）证书编号：S0790124070037

2025H2 两款纯电新车发布或有惊喜，AI 投入持续强化 ADAS 竞争力

考虑到国内汽车市场竞争加剧，我们将公司 2025-2026 年收入预测由 1692/2162 亿元下调至 1662/2156 亿元，并新增 2027 年预测 2440 亿元，同比增长 15.1%/29.7%/13.2%；考虑到潜在价格战影响、研发持续投入，将公司 2025-2026 年 Non-GAAP 净利润预测由 132/178 亿元下调至 112/169 亿元，并新增 2027 年预测 228 亿元，分别对应 EPS 为 5.2/7.8/10.4 元，当前股价对应 2025-2027 年 19.9/13.3/9.9 倍 PE。伴随 VLA 模型发布、超充站加速布局，2025H2 两款纯电新车发布有望创造惊喜，AI 投入持续加码有望强化 ADAS 竞争力、L3 拐点前率先完成卡位，维持“买入”评级。

2024Q4 净利润符合我们预期，费用优化超预期抵消毛利不及预期影响

公司 2024Q4 收入 442.7 亿元（符合公司指引区间 432-459 亿元），同比增长 6%，季度交付 15.9 万辆小幅不及指引 16.0-17.0 万，对应季度 ASP26.9 万元、环比下滑 0.1 万元为金融贴息政策加码所致。Non-GAAP 净利润 40.4 亿元符合我们预期，受益于经营费用优化超预期、抵消毛利率不及预期影响：（1）整体毛利率环比下滑 1.2pct 至 20.3%，其中车辆毛利环比下滑 1.2pct 至 19.7%，不及我们预期主要受老款车型购买承诺损失一次性计提影响；（2）研发费用环比下降 6.9pct 至 24.1 亿元，分析由于员工薪酬削减、2025H1 无新车发布；SG&A 环比优化 8.4pct 至 30.8 亿元。

2025Q2 增程改款、2025H2 纯电驱动销量逐季向上，利润需跟踪行业竞争环境

公司指引 2025Q1 交付 8.8-9.3 万辆、收入 234-247 亿元、汽车毛利 19.0%，隐含 3 月交付 3.2-3.7 万、季度 ASP 环比下滑 1.7 万元至 25.2 万元，或通过尾款减免等促销政策确保收入指引达成。2025H1 公司 L 系列及 MEGA 智驾焕新版上市、2025H2 发布两款纯电 SUV i8、i6，考虑到 i8 发布时超充站规划建设 2500 座解决补能短板、VLA 模型同步发布夯实智驾领先优势，2025 全年销量曲线或呈前低后高走向，而利润释放仍需跟踪行业政策及竞争环境明朗后价格战力度。

风险提示：产品推出不如预期、产能及供应链风险、新能源汽车增长不如预期。

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。

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