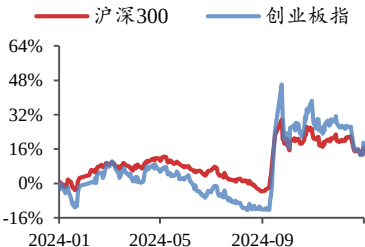


2025 年 01 月 15 日

开源晨会 0115

——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(%)
计算机	6.136
传媒	5.717
机械设备	5.682
汽车	4.969
商贸零售	4.823

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	1.405
煤炭	1.643
石油石化	1.718
有色金属	1.721
公用事业	1.880

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

【固定收益】当前债市调整的四个原因——事件点评-20250113

行业公司

【通信】AI应用渐起，AIDC率先受益——行业点评报告-20250114

【化工：圣泉集团(605589.SH)】合成树脂冠军企业，电子特种树脂和生物质成长可期——公司首次覆盖报告-20250114

【纺织服装：特步国际(01368.HK)】Q4索康尼延续高增态势，主品牌流水环比提速——港股公司信息更新报告-20250114

【纺织服装：安踏体育(02020.HK)】Q4各品牌流水均环比提速，FILA表现好于预期——港股公司信息更新报告-20250113

【地产建筑：新城控股(601155.SH)】负债稳健融资畅通，商业运营达成收入目标——公司信息更新报告-20250113

研报摘要

总量研究

【固定收益】当前债市调整的四个原因——事件点评-20250113

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

2025 年 1 月 13 日，国债 240024.IB 收益率大幅上行 4.5BP。

当前债市调整的四个原因

1、原因一：央行强调“坚决防范汇率的超调风险”。

2025 年 1 月 3 日，央行货币政策例会提及“坚决防范汇率超调风险”。

2025 年 1 月 13 日，央行行长潘功胜在亚洲金融论坛上表示“坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

我们认为，历史看央行汇率政策与利率政策是可以兼顾的。比如，2023 年 6 月央行例会强调“坚决防范汇率大起大落风险”，之后 8 月降息；2024 年 6 月央行例会强调“坚决防范汇率超调风险”，之后 7 月降息。

但站在央行的角度，只要市场预期“央行反复提及汇率超调风险、央行降息概率下降”，债市收益率不再单边下行，即实现了调控债市的目标。

2、原因二：央行暂停公开市场国债买入操作。

2025 年 1 月 10 日，央行公告“2025 年 1 月起暂停开展公开市场国债买入操作，后续将视国债市场供求状况择机恢复”。

我们认为，包括 MLF 投放、OMO 投放、降准、央行买入国债等，本质都是基础货币投放，理论上对债市的影响都是中性的。重要的是，央行总量上是超额投放、还是缩量投放，以及资金利率水平高还是低。

但站在央行的角度，只要市场预期“央行买入国债是债市收益下行、暂停买入是债市收益率上行”，暂停国债买入有助于债市收益率回归政策利率，即实现了调控债市的目标。

3、原因三：金融时报发文解读“适度宽松”。

2025 年 1 月 9 日，金融时报发文引用专家观点，“2024 年年底的中央经济工作会议时隔 14 年重提适度宽松，更多是对前期货币政策立场是支持性的确认”。

金融时报发文观点，“适度宽松”更多是对前期货币政策的确认，不能简单理解为央行之后要大幅度降息，这与我们对“适度宽松”的理解一样。回顾 2008 年-2009 年，2008 年央行定调“适度宽松”之后，但 2009 年并未出现降准降息。

我们认为，金融时报对“适度宽松”的官方解读，一定程度上纠正了前期市场对央行大幅度降息的预期，进而引导了当前短端债券的调整。

4、原因四：资金利率“不下反上”。

2024 年 12 月 24 日，1 年国债收益率最低下行至 0.93%，低于 1%整数点位。历史上看，仅 2008 年底-2009 年上半年、2020 年 4 月末 1 年国债收益率为 1%左右，但上述两次资金利率均低于 1%。

但我们观察到，2024 年 12 月 24 日 DR001 利率为 1.34%，显著高于 1%，意味着市场预期“未来资金利率大

幅下行”，但实际上，2024 年 12 月 24 日至今 DR001 利率“不下反上”，2025 年 1 月 13 日 DR001 利率为 1.87%。

我们认为，之前市场对资金下行预期过度定价，但实际上，资金利率“不下反上”，市场资金利率下行预期被证伪，或是当前债券市场调整的重要原因。

债市观点：防范债市的潜在波动

我们认为，这一轮债市调整以短端国债调整为主，背后或与资金下行落空和央行通过“汇率、暂停国债、解读政策基调”调控市场预期有关。

我们认为，债市有望进入“基本面验证阶段”。

当前债券收益率曲线相对平坦，比如，2025 年 1 月 13 日“10-1 国债利差”为 42BP，2024 年 2 月至今的最低值，即 1 年国债相对 10 年国债性价比明显。

后续债市如果要进一步上行，则需要基本面数据的改善，推动 10 年国债收益率上行，进而打开整个国债收益率曲线的上行空间。

我们认为，未来经济数据是核心变量，投资者需要重点关注“社融、M1、消费、PMI、房地产销量和房价”，来跟踪基本面的走势。

考虑到当前政策已经确定性转向扩张性政策，经济大概率重回上升趋势，需要防范债市的潜在波动。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【通信】AI 应用渐起，AIDC 率先受益——行业点评报告-20250114

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

CES2025AI 应用终端大规模推新，云+端结合或拉动 AIDC 需求

大量 AI 功能加持的可穿戴设备如 AI 翻译耳机、AI 手环/吊坠、AI 戒指、AIAR/VR 眼镜在国际消费电子展 CES2025 亮相，如玩出梦想旗舰 MR 设备配备 8K Micro-OLED 屏幕，通过接入 AI 大模型，可实现 AI 搜索、文本翻译、音乐创作等功能；雷鸟 V3AI 眼镜积极拥抱阿里和高通，落地了 AI SoC 和 AI 端侧通义千问大模型；智能家居加速 AI 化，人形机器人、扫地机器人、割草机器人持续升级，各类 AI 玩具应用亮相。伴随边端 AI 小参数模型性能持续增强，AI 对终端赋能作用持续凸显，对于时延敏感推理应用有望逐步带动终端 AIoT 模组、智能模组需求；对于精度要求高的推理需求有望逐步带动云端 AIDC 需求。我们认为，伴随下游企业对云厂商大模型使用量持续提升，或将带动云厂商持续增加算力基础设施负载，拉动对 AIDC 基础设施需求。

AI 应用 Web 及 APP 用户量快速增长，推理需求持续提升

据量子位智库数据，2024 年 5 月至 7 月，字节跳动旗下豆包 APP 的日新增用户从 20 万迅速提升至 90 万，增速远超其他同类别产品，9 月率先成为国内用户规模破亿的首个 AI 应用。截至 11 月底，豆包 2024 年的累计用户规模已超过 1.6 亿，11 月平均每天有 80 万新用户下载豆包，单日活跃用户近 900 万，位居 AI 应用全球第二、国内第一。用户 DAU 方面，11 月份，豆包 APP DAU 约为 850 万，持续增长；第二名 Kimi DAU 约为 300 万，有所下滑；第三名文小言 DAU 约为 140 万，略有增长。总体来看，国内 AI 应用用户量和用户使用量持续增长，豆包和 Kimi 份额较为领先，推理需求加速释放。Web 端月访问量方面，12 月份，第一名 Kimi 智能助手月总访问量已超过 3500 万，受益于 AI 视频生成功能和 kimi 数学版的上线，环比 11 月增长约 15%；第二名豆包 AI 月总访问量超过 3000 万，环比 11 月增长近 50%；第三名文心一言月访问量保持在 2000 万以上。总体来看，国内 web 端 Kimi、豆包、文心一言 AI 智能助手访问量居于领先地位，优势逐步扩大，推理需求有望加速释放。

推理+训练需求助推 AIDC 需求加速释放，重视稀缺卡位资源的 AIDC 供应商

随着字节跳动、阿里、腾讯等互联网巨头的 AI 应用持续落地，有望持续加大对 AIDC 的需求，重视 AIDC 投资机会。【字节跳动相关 AIDC 核心供应商】推荐标的：润泽科技、宝信软件；受益标的：光环新网、世纪互联、大卫科技、东方国信等；【阿里相关 AIDC 核心供应商】推荐标的：宝信软件、润泽科技；受益标的：万国数据等；【腾讯相关 AIDC 核心供应商】推荐标的：宝信软件；受益标的：科华数据、光环新网等；【百度相关 AIDC 核心供应商】受益标的：奥飞数据等；【AIDC 重要标的】受益标的：云赛智联、数据港、网宿科技等。

风险提示：AI 及云计算发展不及预期、机柜上架不及预期、行业竞争加剧等

【化工：圣泉集团(605589.SH)】合成树脂冠军企业，电子特种树脂和生物质成长可期——公司首次覆盖报告-20250114

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

合成树脂制造业单项冠军企业，电子特种树脂和生物质成长可期

公司着力打造合成树脂产业与生物质化工产业一体化产业链条，是国家制造业单项冠军示范企业（铸造辅助材料、酚醛树脂），前瞻布局聚苯醚树脂（PPO）、马来酰亚胺树脂、碳氢树脂、光刻胶树脂及光刻胶等，成为高频高速覆铜板用电子树脂重要供应商；自主研发的“圣泉法”生物质精炼一体化技术实现秸秆资源高值化利用，大庆生物质项目布局钠电负极硬碳材料、生物甲醇等，成长可期。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 8.91、11.89、13.86 亿元，EPS 分别为 1.05、1.40、1.64 元/股，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 22.7、17.0、14.6 倍。我们看好公司依靠产业链优势协同进行技术研发和市场拓展，逐步成为全球领先的生物质和化学新材料解决方案提供商，首次覆盖给予“买入”评级。

合成树脂：铸造造型材料、酚醛树脂制造冠军企业，聚苯醚树脂前景可期

（1）铸造造型材料：公司呋喃树脂 12 万吨/年、冷芯盒树脂 2 万吨/年，铸造辅助材料产品达 100 多种，是国家制造业单项冠军示范企业。（2）酚醛树脂：国内酚醛树脂供给分散，中高端酚醛树脂存在供应缺口。公司酚醛树脂产能 64.86 万吨/年，拥有 10 大系列 800 多个品种，并不断开发酚醛树脂的新应用，产能规模和盈利能力位居行业前列。（3）高频高速树脂：AI 服务器成长动能延续，带动低损耗电子树脂需求增长。公司拥有 1,300 吨/年 PPO 树脂，苯并噁嗪树脂、碳氢树脂、马来酰亚胺树脂等进展显著，有望助力高频高速树脂国产化进程加速。

生物质：“圣泉法”生物质精炼一体化技术先进，大庆项目成长可期

我国秸秆资源丰富，公司研发的“圣泉法”生物质精炼一体化技术实现了高效分离秸秆中纤维素、半纤维素、木质素三大组分，可产出上百种产品，大庆基地 100 万吨/年生物质精炼一体化（一期工程）项目完成改造后，自 2024 年 6 月开机投产，目前运行平稳，主要产品包括生物质树脂炭、硬碳负极材料、高活性木质素、糠醛、纸浆、生物甲醇、可降解材料等系列绿色生物基产品，成长可期。

风险提示：宏观经济波动、原材料价格波动、安全生产、技术迭代等。

【纺织服装：特步国际(01368.HK)】Q4 索康尼延续高增态势，主品牌流水环比提速——港股公司信息更新报告-20250114

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 张霜凝（分析师）证书编号：S0790524070006

Q4 索康尼延续高增态势，主品牌流水环比提速，维持“买入”评级

2024Q4 特步主品牌流水高单增长、索康尼流水 50%+增长，流水表现符合预期。我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 12.4/13.98/15.7 亿元，当前股价对应 PE 为 11.0/9.8/8.7 倍。主品牌围绕跑步生态，请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

投入高性价比产品、渠道形象升级及投放新店型，当前经营指标稳健，流水有望稳健增长，此外索康尼突品牌升级阶段，门店、营销及产品投入加大，预计品牌势能提升下流水延续高增势头、利润率持续改善，维持“买入”评级。

主品牌：Q4 流水环比提速，功能性跑鞋驱动增长，经营指标维持稳健

2024Q4 流水高单增长，其中电商好于线下、儿童好于成人，电商增长 20%+，线下流水轻微增长，儿童双位数增长。2024 年按季看流水分别增长高单/10%/中单/高单，预计 2024 年功能性跑鞋增长 30%左右，带动全年流水增长高单位数。经营指标：截至 2024Q4，库销比约 4 个月，折扣 70-75 折，折扣同比略有改善。预计 2025 年围绕跑步生态和产品，在新跑步店型、9 代店革新及高性价比跑鞋带动下，叠加库销比良性，预计流水延续稳健增长。

新品牌：索康尼 Q4 流水维持高增态势，预计 2025 年品牌势能进一步提升

索康尼聚焦双精英人群，保持高速增长，逐渐成为驱动集团收入的第二增长曲线，Q4 全渠道录得 50%+流水增长，2024 年全年预计增长 60%+，品牌规模突破 10 亿元。2024 年为索康尼品牌元年，预计 2025 年仍以品牌思路发展：（1）渠道上将在中国内地高线城市的核心商圈持续开设更多新形象店铺并积极改扩以提升店效，新开门店的店效高于平均，品牌打造思路下中期新开店以直营为主，预计直营占比进一步提升；（2）产品上打造爆款产品并加大服装、通勤、复古类产品占比，预计 2025H2 产品丰富度显著提升；（3）营销上，预计 2025 年进一步加码代言人等推广。

风险提示：终端需求疲软、新品接受度不及预期。

【纺织服装：安踏体育(02020.HK)】Q4 各品牌流水均环比提速，FILA 表现好于预期——港股公司信息更新报告-20250113

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 张霜凝（分析师）证书编号：S0790524070006

Q4 各品牌流水均环比提速，FILA 表现好于预期，维持“买入”评级

2024Q4 安踏/FILA/其他品牌流水+高单/+高单/+50-55%，Q4 安踏品牌电商表现亮眼、FILA 表现好于预期，我们维持 2024-2026 年盈利预测，预计归母净利润为 136/137/153 亿元，对应 EPS 为 4.8/4.9/5.4 元，当前股价对应 PE 为 15.0/14.9/13.3 倍。公司坚持单聚焦、多品牌、全球化战略，安踏品牌稳老拓新战略下产品力强化及创新渠道业态驱动成长，FILA 坚持定位并通过强化垂类竞争力、优化渠道继续高质量增长，其他品牌加强新市场渗透预计持续高增，维持“买入”评级。

安踏：Q4 流水符合预期，线上延续流水高增且折扣改善态势，渠道创新见效

2024Q4 安踏品牌流水高单增长，成人/儿童线下流水高单/低双增长，电商流水增长约 20%，线上延续靓丽表现。2024 年按季增长中单/高单/中单/高单，全年增长高单，其中儿童流水突破百亿元。经营指标良好：库销比 5 左右，线下折扣持平、线上折扣改善。稳老拓新战略持续推进，渠道创新方面，安踏冠军、安踏鞋作品集、超级安踏覆盖更多细分人群，预计新店型及零售提效的增长动力将延续。

FILA：Q4 流水好于预期，大货稳健、儿童及潮牌调整见效

2024Q4FILA 流水低单负增长，2024 年按季高单增长/中单增长/低单负增长/高单增长，全年流水中单增长。大货 Q4 流水增长高单位数表现稳健，儿童及潮牌调整见效，儿童 Q4 中单增长、潮牌 Q4 高双增长。经营指标相对健康：春节提前备货因素影响下库销比维持 5 左右，折扣良好。

其他品牌：Q4 流水环比提速，亚洲冬季奥运会有望进一步催化

2024Q4 其他品牌流水增长 50-55%，其中迪桑特增长 40%+，可隆增长 60-65%，2024 年按季

25-30%/40-45%/45-50%/50-55%增长，全年流水 40-45%增长。预计 2025 年 2 月亚洲冬季运动会将进一步带动冰雪运动参与度，迪桑特及可隆坚持品牌定位，有望延续亮眼表现。

风险提示：新品接受度不及预期、经营杠杆及控费效用不及预期。

【地产建筑：新城控股(601155.SH)】负债稳健融资畅通，商业运营达成收入目标——公司信息更新报告-20250113

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

销售规模下降，租金收入双位数增长，维持“买入”评级

新城控股发布 2024 年 12 月经营简报，公司销售规模下降，竣工交付有条不紊，商管经营表现优秀，全年租金收入保持双位数增长。我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 11.8、16.7、21.6 亿元，EPS 分别为 0.5、0.7、1.0 元，当前股价对应 PE 分别为 21.3、15.0、11.6 倍，维持“买入”评级。

销售规模收缩，全年交付超 10 万套

公司 2024 年 1-12 月累计实现销售金额 401.71 亿元，销售面积 538.82 万方，同比分别下降 47.13%和 44.38%，整体销售规模收缩，销售金额在克而瑞榜单排名第 24，较 2023 年下降 6 位；其中 12 月单月公司销售金额和面积分别下降 32.56%和 42.65%。公司全年交付超 10 万套，竣工面积达 1529.1 万方，同比下降 24%。

商管经营稳健，新开业 15 座吾悦广场

截至 2024 年末，公司持有已开业+管理输出的吾悦广场共 173 座，较 2023 年末增加 12 座，其中 2024 年新开业 15 座，12 月新开业杭州、常州、南阳、枣庄、宿迁泗洪、淮安涟水 6 座吾悦广场，商管规模持续扩张。截至 2024 年末，公司出租物业总建面达 1604 万方，可租面积 958 万方，同比增长 5%，出租率同比提升 1.41pct 至 97.86%。公司 1-12 月累计实现商业运营总收入 128.1 亿元，同比增长 13.1%，成功完成 125 亿元收入目标；实现租金收入 119.5 亿元，同比增长 13.0%，其中 12 月单月租金收入 10.9 亿元，同比增长 2.6%。

有息负债持续压降，公开市场融资畅通

公司四季度偿还境内外公开债券 32.92 亿元，全年偿还 52.62 亿元。截至 2024 年末，公司合联营公司权益有息负债 32.73 亿元，同比下降 37%，有息债务持续压降。公司 2024 年发行三笔公开市场中期票据，融资总额 29.2 亿元，其中三年期中票票面利率 3.2%，五年期中票票面利率 3.4%-3.5%，融资成本明显降低。公司 2025 年到期债务为 6 亿美元海外债及 37 亿元境内债，主要集中在下半年，在交付压力和现金流支出减小的情况下，公司偿债能力或将进一步提升。

风险提示：政策调控风险、三四线城市项目去化风险、吾悦广场拓展不及预期。

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。

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