

2024年04月11日

## 核心 CPI 背后的消费韧性来源

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

郭晓彬（联系人）

guoxiaobin@kysec.cn

证书编号：S0790123070017

**事件：**3月CPI同比+0.1%，预期+0.3%，前值+0.7%；PPI同比-2.8%，预期-2.7%，前值-2.7%。

● **出行娱乐消费是核心 CPI 重要支撑，实物需求侧支撑尚不稳固**

3月CPI同比涨幅收窄，较前值下降0.6个百分点至0.1%，环比由正转负，较前值下降2个百分点至-1.0%。

(1) **节后需求回落，食品项环比由正转负**

3月CPI食品项环比由正转负，较前值下降6.5个百分点至-3.2%。蔬菜方面，节后需求回落，蔬菜价格季节性下降，往后看，随着温度回升供给增加，蔬菜价格或将延续回落。猪肉方面，同样受季节性需求回落影响，猪肉价格回落，往后看，消费淡季，且供给充足，短期内猪肉价格或将继续低位波动。

(2) **出行娱乐消费是核心 CPI 支撑，实物价格回升具有需求侧支撑，但尚不稳固**

3月CPI非食品项环比由正转负，较前值下降1.0个百分点至-0.5%。分项看，旅游、交通工具使用和维修环比回落幅度较大，主要受节后出行消费需求季节性回落影响。

我们将主要非食品细分项目环比与季节性进行对比，观察各消费品类价格的中长期趋势性方向与短期边际变动。发现中长期看，出行娱乐类消费价格上行动力较强，是核心CPI的重要支撑；短期看，1-2月的价格超季节性回升具有一定需求端验证，餐饮收入、烟酒、服装、家电音像器材、交通工具等项目零售额均呈现接近或超季节性回暖特征，但酒类、交通工具等项目价格长期低于季节性的走势，以及多数项目3月的超季节性下行，反映2023年12月-2024年2月核心CPI与服务CPI超季节性回升更多来源于超跌后的反弹，需求侧对价格的支撑尚不稳固。

● **PPI 同比回落，大宗商品价格表现分化**

3月PPI同比降幅扩大，同比较前值下降0.1个百分点至-2.8%，环比降幅收窄，环比较前值上升0.1个百分点至-0.1%。

(1) **多重复合指标显示，价格传导仍存梗阻**

3月CPI-PPI同比剪刀差收窄，PPI生活资料-生产资料、PPI-PPIRM同比增速差与前值持平；上游原材料工业同比降幅较前值收窄，采掘工业、加工工业同比降幅较前值均扩大，下游食品、一般日用品价格同比较前值回落，衣着价格同比与前值持平，耐用消费品价格同比较前值回升。综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，上下游多数产品价格有所回落，价格传导仍存梗阻。

(2) **大宗品价格走势有所分化：油气、有色上涨，黑色、非金属矿下跌**

能源方面，地缘政治冲突延续，国内石油链产品价格环比涨幅有所收窄，取暖需求下滑，PPI煤炭开采和洗选业环比降幅扩大。金属方面，产量偏高，黑色金属矿采选环比由正转负，供给端扰动叠加需求预期转暖，有色金属矿采选环比由负转正；节后需求恢复速度较慢，非金属矿价格有所回落。

● **预计 4 月 CPI 同比较前值持平，PPI 同比回升**

CPI方面，结合农产品批发价格指数等高频数据，我们预计4月CPI环比为-0.1%左右，同比或在0.1%左右，再往后，猪价短期内难有大幅上涨，服务与实物消费或将平缓修复，核心通胀将温和回升，叠加低基数效应，CPI同比或将稳中有升，预计2024年全年平均同比在0%-1%区间。PPI方面，结合生产资料价格指数等高频数据，我们预计4月PPI同环比均有所回升，再往后，美国通胀数据超预期或导致美联储降息延后，大宗商品价格短期内或将承压，而国内需求仍有待提振，中短期内PPI上升弹性或有限，预计2024年全年平均同比在-1%-0%区间。

● **风险提示：**政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

### 相关研究报告

《美联储 2024 年可能不降息 —— 美国 3 月 CPI 点评》-2024.4.11

《央行指出关注长期收益率的变化 —— 宏观周报》-2024.4.7

《美联储 2024 年降息决策面临强就业挑战 —— 美国 3 月非农就业数据点评》-2024.4.6

## 目 录

1、 出行娱乐消费是核心 CPI 重要支撑，实物需求侧支撑尚不稳固.....	3
1.1、 节后需求回落，食品项环比由正转负.....	3
1.2、 出行娱乐消费是核心 CPI 重要支撑，实物价格回升具有需求侧支撑，但尚不稳固.....	4
2、 PPI 同比降幅扩大，大宗商品价格表现分化.....	6
2.1、 多重复合指标显示，价格传导仍存梗阻.....	6
2.2、 大宗品价格走势有所分化：油气、有色上涨，黑色、非金属矿下跌.....	6
3、 后续通胀预测：4 月 CPI 同比较前值持平，PPI 同比回升.....	7
3.1、 CPI 预测：预计 4 月 CPI 环比回升，同比较前值持平.....	7
3.2、 PPI 预测：预计 4 月 PPI 同环比均回升.....	7
4、 风险提示.....	8

## 图表目录

图 1： 2024 年 3 月 CPI 同比涨幅收窄.....	3
图 2： 2024 年 3 月食品 CPI 环比由正转负.....	3
图 3： 近 12 个月主要非食品细分项目 CPI 环比变动较季节性变化.....	4
图 4： 近 12 个月服务 CPI 环比 6 次超过季节性.....	5
图 5： 2023 年 4 月-2024 年 2 月餐饮收入环比 6 次超过季节性.....	5
图 6： 2024 年 1-2 月烟酒零售额环比明显超过季节性.....	5
图 7： 2023 年 11 月以来服装类零售额环比超过或接近季节性.....	5
图 8： 2024 年 1-2 月家电音像器材零售额环比明显超过季节性.....	6
图 9： 2024 年 1-2 月汽车零售额环比明显超过季节性.....	6
图 10： 2024 年 3 月 PPI 同比降幅扩大.....	7
图 11： PPI 重点工业品中黑色金属矿采选、煤炭采选和油气开采环比回落.....	7
图 12： CPI 和 PPI 预测.....	8
图 13： CPI-PPI 预测.....	8

事件：3月CPI同比+0.1%，预期+0.3%，前值+0.7%；PPI同比-2.8%，预期-2.7%，前值-2.7%。

## 1、出行娱乐消费是核心CPI重要支撑，实物需求侧支撑尚不稳固

3月CPI同比涨幅收窄，较前值下降0.6个百分点至0.1%，环比由正转负，较前值下降2个百分点至-1.0%。

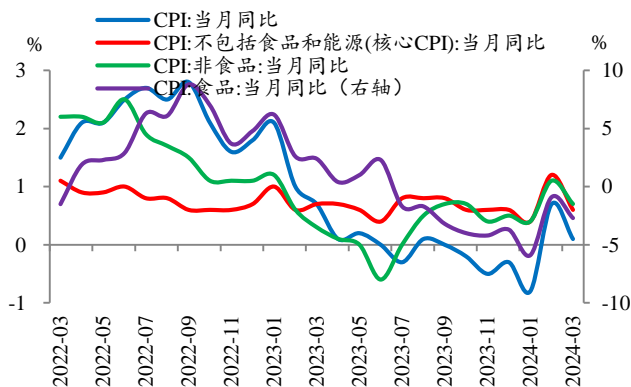
### 1.1、节后需求回落，食品项环比由正转负

3月CPI食品项环比由正转负，较前值下降6.5个百分点至-3.2%。猪肉、鲜菜、鲜果环比由正转负，蛋类环比降幅扩大。

蔬菜方面，节后需求回落，蔬菜价格季节性回落，3月鲜菜CPI环比较前值下降23.7个百分点至-11.0%。往后看，随着温度回升供给增加，蔬菜价格或将延续回落。高频指标看，4月1-10日的28种重点监测蔬菜平均批发价较3月平均价格环比回落4.6%。

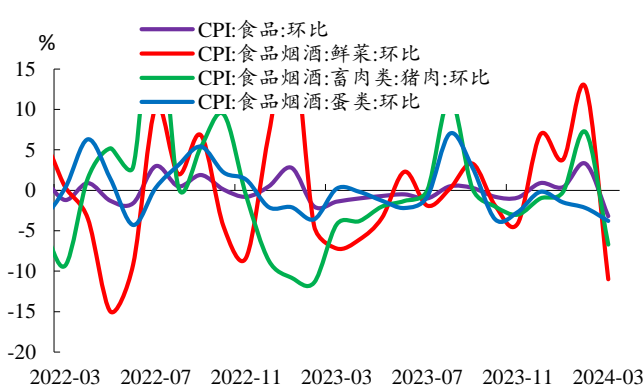
猪肉方面，同样受需求季节性回落影响，3月CPI猪肉环比较前值下降13.9个百分点至-6.7%。往后看，长期看，母猪生产性能恢复背景下能繁存栏量仍处高位，上半年猪肉整体供给或保持宽松，猪价上涨缺乏驱动力；短期看，消费淡季，供给充足，猪肉价格或将继续低位波动。

图1：2024年3月CPI同比涨幅收窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024年3月食品CPI环比由正转负



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、出行娱乐消费是核心 CPI 重要支撑, 实物价格回升具有需求侧支撑, 但尚不稳固

3 月 CPI 非食品项环比由正转负, 较前值下降 1.0 个百分点至-0.5%。分项看, 旅游、交通工具使用和维修环比回落幅度较大。其中旅游项环比较前值下降 27.3 个百分点至-14.2%, 交通工具使用和维修环比较前值下降 5.0 个百分点至-2.4%。主要受节后出行消费需求季节性回落影响。

我们将 12 个月内数据可得的主要非食品细分项目环比与季节性进行对比, 观察各消费品类价格的中长期趋势性方向与短期边际变动。发现中长期看, 出行娱乐类消费价格上行动力较强, 是核心 CPI 的重要支撑; 短期看, 1-2 月的价格超季节性回升具有一定需求端验证, 但酒类、交通工具等项目价格长期低于季节性的走势, 以及多数项目 3 月的超季节性下行, 反映 2023 年 12 月-2024 年 2 月核心 CPI 与服务 CPI 超季节性回升更多来源于价格超跌后的反弹, 需求侧对价格的支撑尚不稳固。

图3: 近 12 个月主要非食品细分项目 CPI 环比变动较季节性变化

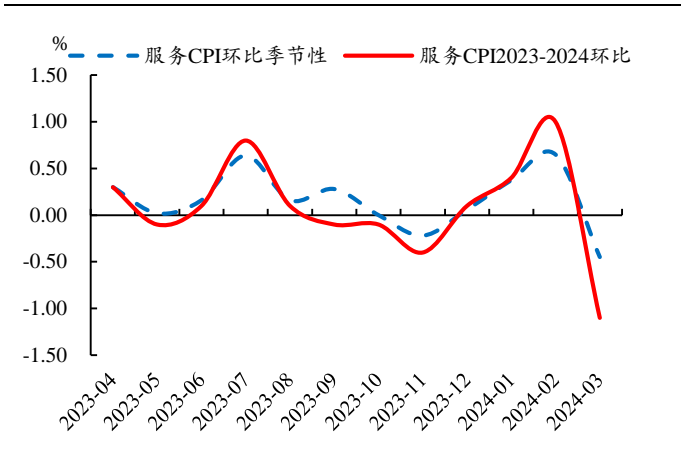
当月环比-季节性环比 (%)	2023-04	2023-05	2023-06	2023-07	2023-08	2023-09	2023-10	2023-11	2023-12	2024-01	2024-02	2024-03	近一年环比不弱于季节性比重	近半年环比不弱于季节性比重	近半年边际变化
<b>核心 CPI</b>	-0.12	-0.06	-0.16	0.18	-0.10	-0.20	-0.10	-0.26	0.04	0.08	0.15	-0.45	33%	50%	上
卷烟	0.07	0.07	0.05	0.02	0.12	0.03	0.05	0.02	-0.07	0.15	0.05	0.10	75%	67%	下
酒类	-0.14	-0.18	-0.46	-0.18	-0.56	-0.24	-0.48	-0.06	0.00	-0.20	-0.73	-0.15	8%	17%	上
衣着	-0.21	0.23	0.01	0.11	0.06	0.00	-0.31	0.16	0.11	0.05	0.23	0.08	75%	83%	上
家用器具	-0.78	-0.66	-0.72	0.72	-0.52	0.14	1.12	-0.84	0.52	0.55	0.18	-0.30	50%	67%	上
交通工具	-0.78	-0.12	-0.16	-0.24	-0.28	-0.52	-0.22	-0.26	-0.60	-0.05	0.10	-0.60	8%	17%	上
通信工具	-0.16	0.42	0.12	0.76	0.30	0.12	-0.16	-1.54	3.02	-0.08	-0.80	0.10	42%	33%	下
中药	0.08	0.26	0.42	0.78	0.40	0.64	0.10	0.06	0.28	0.28	0.08	0.23	42%	0%	下
西药	-0.34	-0.52	-0.44	-0.30	-0.44	-0.46	-0.38	-0.24	-0.18	-0.30	-0.20	-0.43	0%	0%	平
<b>服务 CPI</b>	0.00	-0.12	-0.06	0.16	-0.06	-0.38	-0.10	-0.18	0.04	0.03	0.35	-0.65	42%	50%	上
租赁房租	-0.14	-0.18	-0.14	-0.12	-0.28	-0.30	-0.10	-0.02	0.06	-0.03	-0.20	-0.43	8%	17%	上
家庭服务	-0.02	-0.22	-0.22	-0.24	-0.08	-0.10	-0.18	-0.12	-0.28	0.18	-3.78	2.15	17%	33%	上
交通工具使用和维修	-0.06	-0.20	0.02	-0.10	-0.12	-0.22	0.02	-0.24	-0.12	-0.48	0.13	-0.25	25%	33%	上
通信服务	0.00	-0.06	0.08	-0.10	0.08	0.10	0.02	0.00	0.02	0.20	0.00	0.05	83%	100%	上
邮递服务	0.11	-0.30	-0.02	-0.02	-0.10	0.00	-0.20	-0.08	-0.06	-0.08	-0.85	0.58	25%	17%	下
教育服务	-0.06	-0.02	-0.04	-0.08	0.02	-0.42	-0.12	-0.02	-0.02	-0.15	-0.15	-0.15	8%	0%	下
旅游	2.78	-0.12	-1.02	3.30	1.36	-1.06	0.62	-2.78	-0.04	1.65	6.90	-6.98	50%	50%	平
医疗服务	-0.14	0.00	-0.38	-0.40	-0.22	-0.36	-0.28	-0.10	-0.04	-0.05	0.48	0.00	25%	33%	上
居住	-0.10	-0.17	-0.01	-0.05	-0.16	-0.26	-0.20	-0.09	-0.07	-0.08	-0.08	-0.11	0%	0%	平
生活用品及服务	-0.18	-0.04	-0.48	0.46	-0.35	0.09	-0.05	-0.14	0.61	0.78	-0.65	0.19	42%	50%	上
教育文化娱乐	0.17	-0.04	-0.32	0.14	0.21	-0.29	0.07	-0.37	0.07	0.08	0.58	-1.02	58%	67%	上
医疗保健	-0.19	-0.08	-0.16	-0.25	-0.23	-0.37	-0.27	-0.18	-0.08	-0.15	0.30	-0.04	8%	17%	上
其他用品及服务	0.59	0.10	-0.78	0.39	-0.18	-0.38	0.16	-0.38	0.42	0.25	-0.68	0.99	58%	67%	上

数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 1-3 月季节性采用 2016、2018-2019、2021 环比平均值, 4-12 月季节性采用 2016-2019, 2021 环比平均值, 下同。

出行娱乐类消费价格上行动力较强, 是中长期支撑核心 CPI 的重要动能。如图 3 所示, 卷烟、衣着、家用器具、通信服务、旅游项在近 12 月中至少一半时间环比走势高于季节性, 这其中除家用器具外, 其他项目均与出行或娱乐相关。此外, 已公布的细分项目中服务 CPI 超过季节性的项目较少, 难以解释部分月份核心 CPI 尤其是服务 CPI 的超季节性变动, 我们认为动能或来源于住宿、餐饮、交通、电影及演出等其他未公布的服务项目: 根据国家统计局数据, 2023 年服务零售额比 2022 年增长 20%, 高于同期商品零售额 14.2% 百分点, 主要受益于消费趋势变动带来的住宿、餐饮、交通、文旅消费快速增长。经文化和旅游部数据中心测算, 2024 年清明节假期, 按可比口径, 国内游客出游花费 539.5 亿元, 较 2019 年同期增长 12.7%,

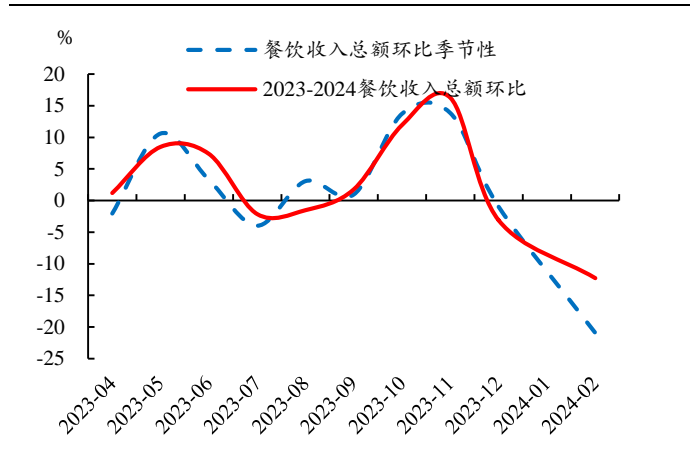
高于出游人次 11.5%的增速。

图4：近 6 个月服务 CPI 环比 3 次超过季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

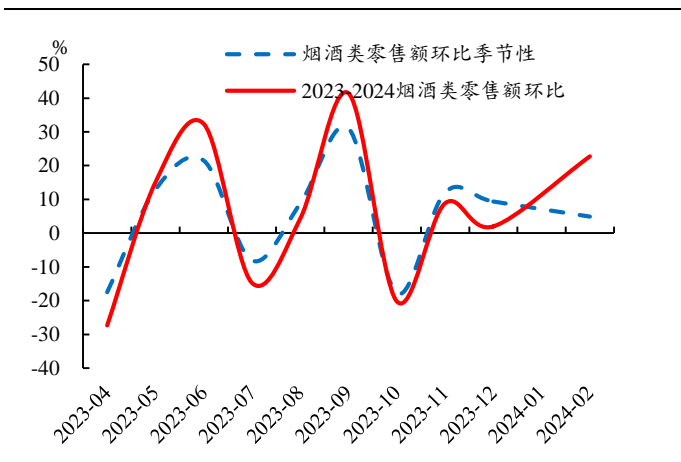
图5：2023 年 4 月-2024 年 2 月餐饮收入环比 6 次超过季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：1、为保证环比口径可比，以 2023 年各月零售额作为基准，2012-2022 年、2024 年零售额为根据累计同比回溯或前推而来。2、其中 2024 年 2 月数值为 1-2 月合计值/2 与 2023 年 12 月环比得出，统计总次数为 10 次，下同。

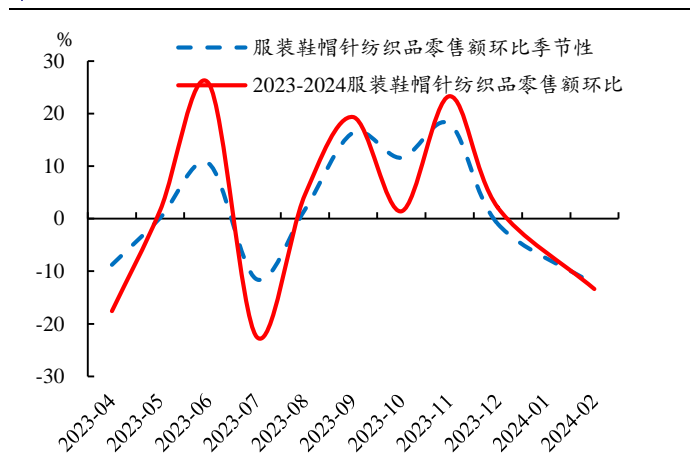
实物消费 CPI 项目中，如图 3 所示，酒类、衣着、家用器具、交通工具项目 CPI 环比近 6 个月超季节性的频次比例高于过去 12 个月，证明其价格近期整体边际向上，具有一定需求侧印证，但尚不稳固。一方面，从需求侧的零售额环比表现来看，2023 年 11 月以来，烟酒、服装、家电音像器材、汽车项目零售额均在某一时间呈现回暖特征，开年 1-2 月数据回暖特征尤甚，一定程度上验证了该类产品价格的 2023 年末至 2024 开年的超季节性反弹。另一方面，酒类、交通工具等项目 CPI 环比近 12 个月多数时间低于季节性，且 2024 年 3 月，酒类、交通工具、家用器具环比低于季节性，或说明部分价格反弹来源于价格超跌后的反弹，需求侧对价格的支撑尚不稳固。

图6：2024 年 1-2 月烟酒零售额环比明显超过季节性

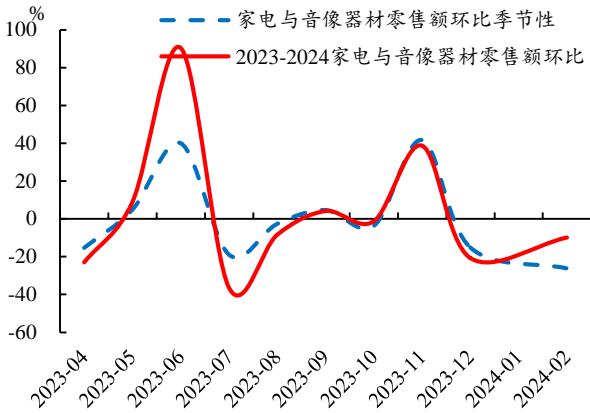


数据来源：Wind、开源证券研究所

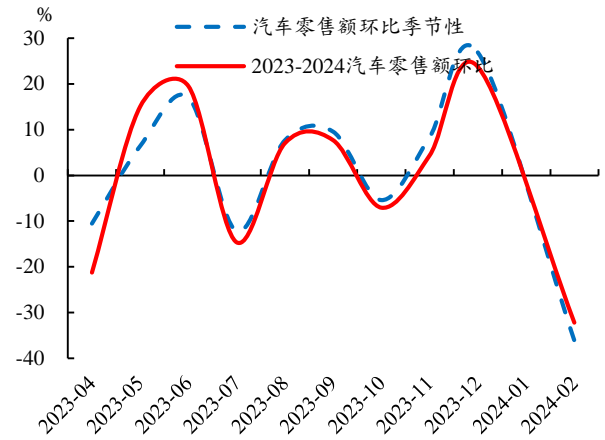
图7：2023 年 11 月以来服装类零售额环比超过或接近季节性



数据来源：Wind、开源证券研究所

**图8：2024年1-2月家电音像器材零售额环比明显超过季节性**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图9：2024年1-2月汽车零售额环比明显超过季节性**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、PPI 同比降幅扩大，大宗商品价格表现分化

3月PPI同比降幅扩大，同比较前值下降0.1个百分点至-2.8%，环比降幅收窄，环比较前值上升0.1个百分点至-0.1%。

### 2.1、多重复合指标显示，价格传导仍存梗阻

3月CPI-PPI同比剪刀差收窄，较前值下降0.5个百分点至2.9%，PPI生活资料-生产资料同比增速差与前值持平，为2.5%，PPI-PPIRM同比增速差与前值持平，为0.7%；上游原材料工业同比降幅较前值收窄，采掘工业、加工工业同比降幅较前值均扩大，下游食品、一般日用品价格同比较前值回落，衣着价格同比与前值持平，耐用消费品价格同比较前值回升。综合以上复合指标，若以同比为衡量基准，上下游多数产品价格有所回落，价格传导仍存梗阻。

### 2.2、大宗品价格走势有所分化：油气、有色上涨，黑色、非金属矿下跌

(1) 能源方面，地缘政治冲突延续，国内石油链产品价格环比涨幅有所收窄，取暖需求下滑，PPI煤炭开采和洗选业环比降幅扩大。

中东地缘政治冲突持续，美国产量边际下滑，对原油价格形成支撑。3月布伦特原油期货价格环比上涨4.1%，WTI原油期货价格环比上涨4.9%，国内石油链产品价格环比涨幅有所收窄，PPI石油和天然气开采业环比+1.1%，前值+2.5%。

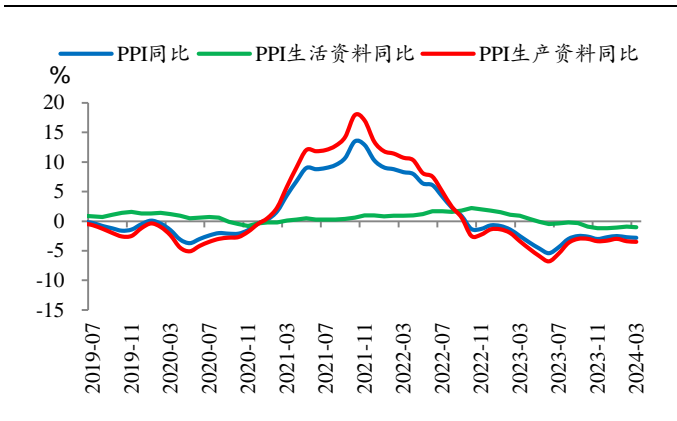
动力煤方面，气温回升，取暖需求下滑，动力煤价格缺乏支撑。3月PPI煤炭开采和洗选业环比降幅扩大，较前值下降0.9个百分点至-1.6%。

(2) 金属方面，产量偏高，黑色金属矿采选环比由正转负，供给端扰动叠加需求预期转暖，有色金属矿采选环比由负转正；节后需求恢复速度较慢，非金属矿价格有所回落。

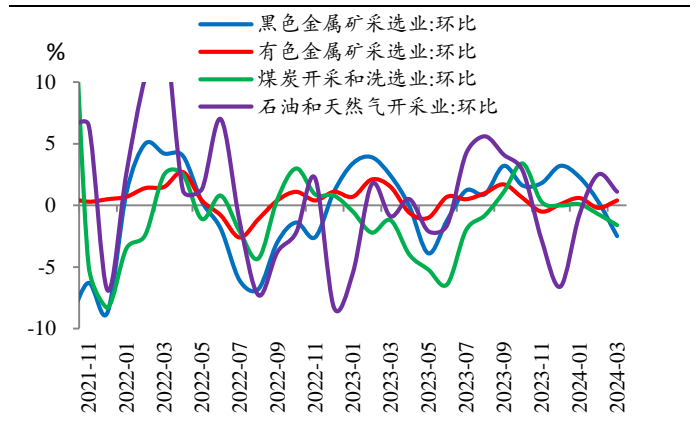
黑色方面，供给端产量偏高，库存压力较大，3月螺纹钢价格环比下降5.5%。PPI黑色金属矿采选业环比由正转负，较前值下降2.8个百分点至-2.5%。

有色方面，供给端扰动叠加需求预期转暖，有色价格震荡上行，国际铜月均期货价环比上升 3.8%，铝月均期货价环比上升 2.2%，PPI 有色金属矿采选业环比由负转正，较前值上升 0.6 个百分点至 0.4%。

非金属矿方面，节后需求恢复速度较慢，3 月水泥价格延续回落，PPI 非金属矿物制品业环比降幅扩大，环比较前值下降 0.1 个百分点至 -0.5%。

**图10：2024年3月PPI同比降幅扩大**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11：PPI重点工业品中黑色金属矿采选、煤炭采选和油气开采环比回落**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、后续通胀预测：4月CPI同比较前值持平，PPI同比回升

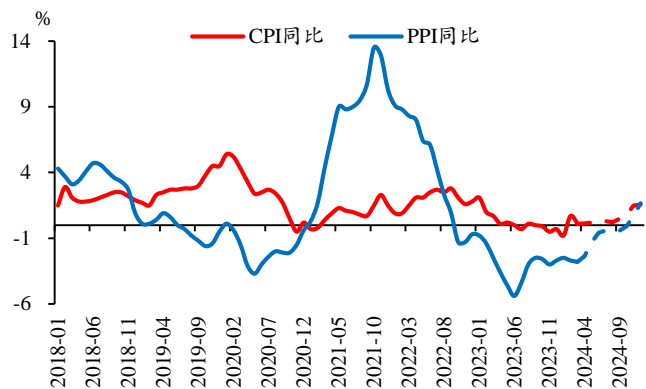
#### 3.1、CPI预测：预计4月CPI环比回升，同比较前值持平

高频数据看，截至4月11日的农产品批发价格200指数较前值下降，环比-1.7%，我们预计4月食品CPI环比有所回落；非食品按等于季节性（为排除春节错月因素，1-3月为2016、2018-2019、2021年均值；4-12月为2016-2019、2021年同期均值）假设，考虑成品油价格的调整，我们预计4月CPI环比为-0.1%左右，同比在0.1%左右，再往后，猪价短期内难有大幅上涨，服务与实物消费或将平缓修复，核心通胀将温和回升，叠加低基数效应，CPI同比或将稳中有升，预计2024年全年平均同比在0%-1%区间。

#### 3.2、PPI预测：预计4月PPI同环比均回升

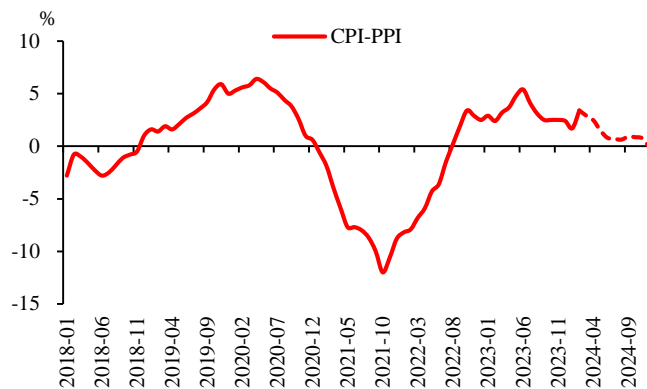
高频数据看，截至4月10日的CRB现货指数平均值环比上升2.2%，截至4月11日的南华工业品指数平均值环比上升1.2%，截至4月5日的生产资料价格指数环比回落0.4%，我们预计4月PPI同环比均有所回升，再往后，美国通胀数据超预期或导致美联储降息延后，大宗商品价格短期内或将承压，而国内需求仍有待提振，中短期内PPI上升弹性或有限，预计2024年全年平均同比在-1%-0%区间。

图12: CPI和PPI预测



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: CPI-PPI预测



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4、风险提示

政策变化超预期, 大宗商品价格波动超预期。



## 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。

## 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10层  
邮编：200120  
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

### 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

### 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