

## 基础化工

2025年09月05日

## 粘胶：多元驱动需求增长，供需紧平衡，涨势再起

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

金益腾（分析师）

张晓锋（分析师）

毕挥（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

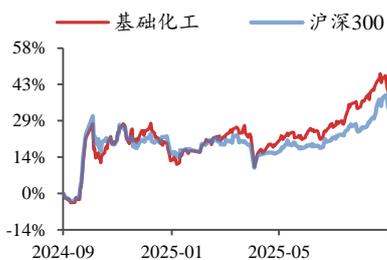
bihui@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522080003

证书编号：S0790523080001

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2025H1 化工板块增收减利，固定资产投资完成额同比下降——行业点评报告》-2025.9.3

《本周化工企业半年报集中披露，制冷剂、涤纶长丝业绩优异——行业周报》-2025.8.31

《“反内卷”政策持续强化，化工行业供给端竞争格局有望改善——行业周报》-2025.8.24

### ● 多元驱动，2023-2024 年粘胶短纤需求同比增长

根据百川盈孚数据，2023 年及 2024 年，粘胶短纤的表观消费量分别为 381、409 万吨，同比增速分别为 9.74%、7.28%。2025 年 H1，粘胶短纤的表观消费量为 196 万吨，同比仅下滑 1.00%，在关税争端比较激烈的情况下，粘胶短纤同比下滑幅度较小，足见其需求韧性。下游来看，根据百川盈孚数据，2023 和 2024 年国内纺服消费分别同比增长 12.9%、0.3%，2025 年 1-6 月中国服装鞋帽、针、纺织品类零售额累计达到 7426 亿元，同比增长 3.10%。下游高景气度有力支持粘胶短纤需求向上。新技术应用方面，根据中国纱线网 2025 年 3 月报道，我国短纤纺纱主要是以环锭纺、气流纺、涡流纺为主，涡流纺市场份额占 10% 左右。由于涡流纺具有流程短、速度快、智能化、绿色环保等优势，发展十分迅猛。根据中国纱线网预测数据，涡流纺纱的市场份额将逐步提高到 25%，即在现有的 4000 台基础上每年增加约 600 台。涡流纺技术更适用于化学纤维，但在天然纤维的应用上仍面临一定的挑战。我们认为，下游持续布局涡流纺设备，有望推动粘胶短纤需求增长。

### ● 2021 年以来，粘胶行业产能整合，行业集中度持续提升

2017 年，工信部发布《粘胶纤维行业规范条件》，要求新建粘胶短纤项目单线产能高于 8 万吨，产品差别化率高于 30%，2024 年工信部更新《规范》，要求新增产能采用产污强度小、节能环保的工艺和设备，旨在提高行业环保水平，淘汰落后中小产能。叠加行业内中小厂商盈利不足，近年来国内粘胶短纤有效产能有所下降。根据百川盈孚数据，粘胶短纤有效产能自 2021 年达到峰值 513 万吨后，2024 年粘胶短纤有效产能降至 488.5 万吨，下降幅度为 4.8%。粘胶短纤行业自 2018-2020 年产能扩张开始，头部企业通过产能扩张、同业收购等方式逐步整合中小产能，目前粘胶短纤行业产能主要集中在赛得利（189 万吨/年）、中泰化学（88 万吨/年）、三友化工（83 万吨/年），CR3 高达 69.77%。

### ● 2025 年 6 月 13 日以来，粘胶短纤行业高开工、低库存，价格呈现上涨趋势

根据百川盈孚数据，截至 8 月 22 日，粘胶短纤行业库存为 15.16 万吨，按照行业名义产能 516 万吨；装置一年稳定运行 330 天折算，当前粘胶短纤工厂库存仅为 9.7 天，处于历史较低水平；行业开工率为 87.6%，明显处于高位。原料方面，2025 年以来，主原料溶解浆价格呈现下跌趋势，而粘胶短纤价格相对坚挺，价差有所扩大。根据 CCF，8 月 11 日，粘胶短纤南方大厂出台新一轮签单政策价格整体提升 150 元/吨左右。根据央视新闻报道，中美双方自 2025 年 8 月 12 日起各自对双方商品再次暂停实施 24% 的关税 90 天。随着国内金九银十纺服、海外“黑五”以及“圣诞节”等纺服旺季到来，以及在关税争端继续暂缓背景下，纺服订单有望复苏，看好粘胶短纤需求增长，供需紧平衡下，粘胶价格继续上涨。  
推荐标的：三友化工；受益标的：中泰化学。

● 风险提示：原材料价格大幅波动、下游需求萎缩、行业新增产能超过预期。

## 目 录

1、需求端：多元驱动，2023-2024 年粘胶短纤需求逐年增长 .....	3
1.1、 纺服需求高涨，棉花价格高企，带动粘胶短纤需求稳健增长 .....	3
1.2、 下游涡流纺设备持续“上新”，有望进一步推动粘胶短纤需求增长 .....	4
2、供给端：2021 年以来，粘胶行业几无新增产能，行业开工率高企 .....	5
3、价格端：供求格局向好，涨价趋势再起 .....	8
4、风险提示 .....	9

## 图表目录

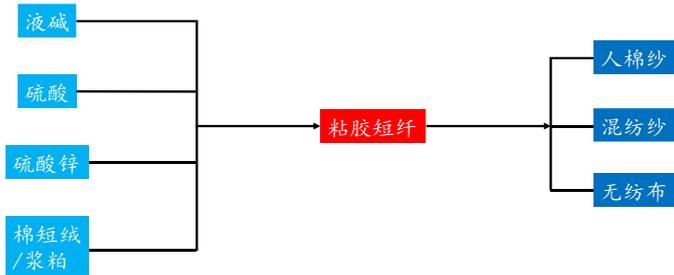
图 1： 粘胶短纤主要下游为纱线和无纺布 .....	3
图 2： 2023 年及 2024 年，粘胶短纤表观消费量同比增长 .....	3
图 3： 2025 年 1-7 月中国服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增长 2.90% .....	4
图 4： 2021 年 H2 以来，棉花价格持续高于粘胶短纤价格 .....	4
图 5： 2023 年涡流纺市场份额为 10%左右 .....	4
图 6： 2011 年以来，喷气涡流纺产能不断增长 .....	4
图 7： 2021 年来粘胶短纤有效产能下降 .....	6
图 8： 目前粘胶短纤行业集中度高，CR3 高达 69.77% .....	7
图 9： 2023、2024 年国内粘胶短纤产量同比增长 .....	7
图 10： 2023 年 4 月以来，粘胶短纤开工率维持高位 .....	8
图 11： 2025 年 6 月 13 日以来，粘胶短纤库存下降 .....	8
图 12： 2025 年以来，粘胶短纤价差逐步扩大 .....	9
表 1： 与莱赛尔短纤相比，粘胶短纤更为柔软 .....	5
表 2： 自 2020 年，累计 46.5 万吨/年粘胶短纤产能淘汰或退出 .....	6
表 3： 预计行业未来供需平衡偏紧 .....	8
表 4： 粘胶短纤行业内公司价格弹性较高 .....	9
表 5： 受益标的：三友化工、中泰化学有望受益于粘胶短纤价格上涨 .....	9

## 1、需求端：多元驱动，2023-2024 年粘胶短纤需求逐年增长

### 1.1、纺服需求高涨，棉花价格高企，带动粘胶短纤需求稳健增长

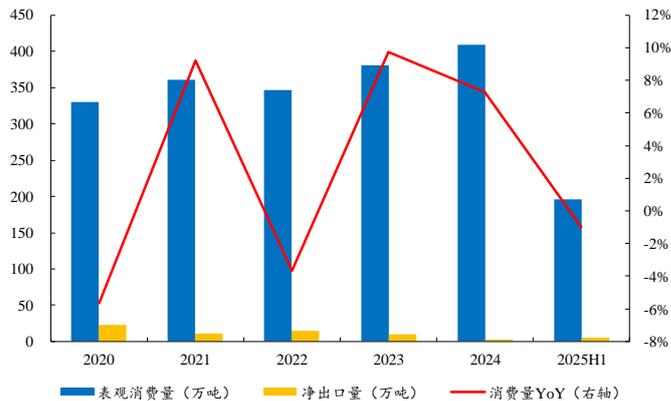
粘胶短纤主要应用于纱线和无纺布，国内需求增长。粘胶短纤属于再生纤维素纤维，主要原料是天然浆粕（木浆、棉浆或竹片浆），俗称“人造棉”。粘胶短纤由于具有吸湿性好、易于染色、手感柔软、悬垂性好等特点，下游产品主要为人棉纱、混纺纱和无纺布，下游终端应用于服装、家纺、医疗卫生（如纱布、口罩等）以及民用清洁（如湿巾、面膜、一次性清洁用品等）。根据百川盈孚数据，2023 年及 2024 年，粘胶短纤的表观消费量分别为 381、409 万吨，同比增速分别为 9.74%、7.28%。2025 年 H1，粘胶短纤的表观消费量为 196 万吨，同比仅下滑 1.00%，在关税争端比较激烈的情况下，粘胶短纤同比下滑幅度较小，足见其需求韧性。国内粘胶短纤净出口量连续两年下降，2024 年粘胶短纤净出口量为 3.01 万吨，较 2022 年下滑 11.89 万吨。根据中国化学纤维工业协会，净出口下滑原因主要是国际采购价格不及国内销售价格，企业倾向于拓展国内市场。

图1：粘胶短纤主要下游为纱线和无纺布



资料来源：百川盈孚、智研咨询、开源证券研究所

图2：2023 年及 2024 年，粘胶短纤表观消费量同比增长

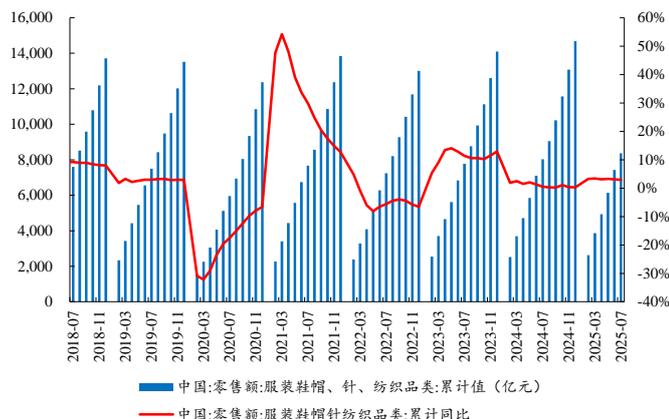


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

国内纺服消费增长带动粘胶短纤需求提升。从历史来看，粘胶短纤表观消费量的波动与国内纺服消费趋势呈现显著的正向联动性。根据 Wind 数据，2020-2024 年，国内纺服消费呈现先增长，后下降，再增长的趋势，2023 和 2024 年国内纺服消费分别同比增长 12.9%、0.3%。与之高度同步的是，2020-2024 年，粘胶短纤表观消费量也呈现先增长，后下降，再增长趋势。2025 年 1-7 月中国服装鞋帽、针、纺织品类零售额累计达到 8,370.7 亿元，同比增长 2.90%。

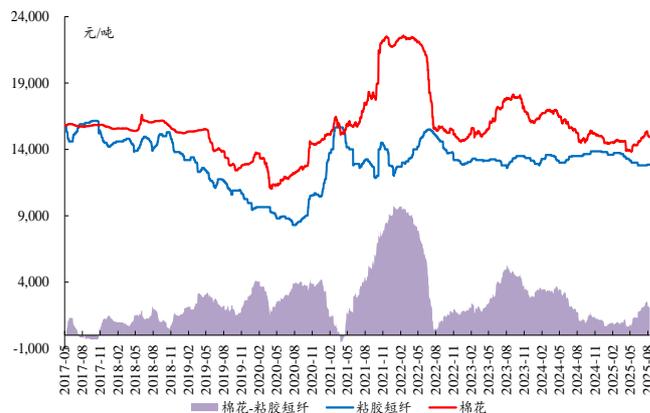
棉花价格高企，间接导致粘胶短纤景气度上行。根据 Wind 数据，自 2021 年 H2 以来，棉花价格持续高于粘胶纤维价格，单吨价差峰值超 9,000 元；同时，与粘胶短纤相比，棉花价格波动大，叠加“买涨不买跌”心理影响，下游客户更青睐于采购价格稳定、低廉的粘胶短纤。这一情况间接导致粘胶短纤需求在 2023、2024 年增长。2025 年 4 月以来，棉花与粘胶短纤价差呈现拉大趋势，有望推动粘胶短纤景气度上行。

图3：2025年1-7月中国服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增长2.90%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2021年H2以来，棉花价格持续高于粘胶短纤价格

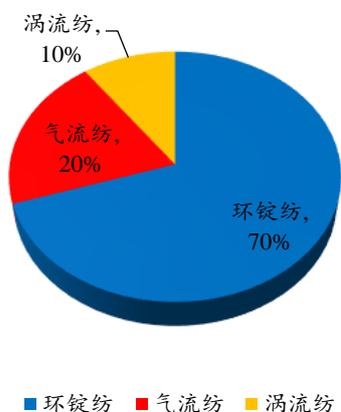


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、下游涡流纺设备持续“上新”，有望进一步推动粘胶短纤需求增长

下游持续布局涡流纺设备，原料标准化要求推动粘胶短纤需求增长。2023年，我国短纤纺纱主要是以环锭纺、气流纺、涡流纺为主，其市场份额分别占70%、20%和10%左右。其中涡流纺因其具有流程短、速度快、智能化、绿色环保等优势，近年来发展十分迅猛。根据中国纱线网预测数据，涡流纺纱的市场份额将逐步从现在的10%提高到25%，即在现有的4000台基础上每年增加约600台，未来涡流纺纱机台数将增加到10,000台左右，相当于环锭纺2,500万锭左右的规模。涡流纺纺纱速度快，车速最高可达600米/分，是环锭纺的25倍、气流纺的4倍。受纺织速度影响，涡流纺适纺的纤维长度和线密度分别为25—65mm、0.17—0.78tex，不适于纺纯棉，主要是由于棉纤维的长度差异大、成熟度不一致、纤维表面状况不均匀、杂质较多等缘故。而粘胶短纤可精准控制长度并且表面光滑，天然适合采用涡流纺方法进行纺织。我们认为，未来涡流纺的加速部署，有望带动粘胶纤维的需求增长。

图5：2023年涡流纺市场份额为10%左右



数据来源：中国纱线网、开源证券研究所

图6：2011年以来，喷气涡流纺产能不断增长



数据来源：中国棉纺织行业协会、开源证券研究所

莱赛尔产能快速发展，但对粘胶短纤替代有限。与粘胶短纤一样，莱赛尔是再生纤维素纤维。由于莱赛尔在加工过程中没有化学反应，是纯物理变化，在生产过程中几乎不污染环境，加之生产流程相比其他再生纤维素纤维较为简化，近年来莱

赛尔国内产能快速发展。但由于莱赛尔存在纤维原纤化的问题，应用于传统的环锭纺还需要技术升级；而莱赛尔应用于快速发展的涡流纺时，由于其表面光滑，更为“脆硬”，容易产生静电，成纱也相对较硬，短期内或难以替代粘胶短纤在涡流纺中的应用。

**表1：与莱赛尔短纤相比，粘胶短纤更为柔软**

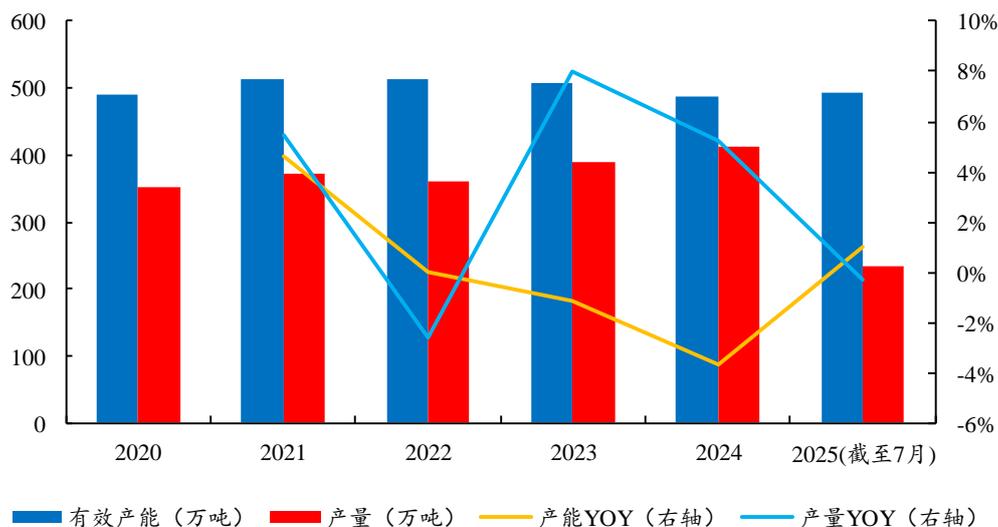
性能指标	莱赛尔短纤	粘胶短纤	棉花
强度 (cN/tex)	40~44	22~26	20-24
断裂伸长 (%)	14~16	20~25	7-9
湿态断裂伸长 (%)	6~18	25~30	12-14
湿强 (cN/tex)	34~38	10~15	26-30
湿态模量 (5% 伸长) (cN/dtex)	270	50	100
回潮率 (%)	11.5	13	8
保水率 (%)	65	90	50

数据来源：中国化学纤维工业协会、开源证券研究所

《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》、商务部9月政策有望带动消费，或将间接推动粘胶短纤需求提升。2025年8月财政部、中国人民银行、金融监管总局印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，居民个人消费贷款中实际用于消费的部分可按规定享受贴息政策，年贴息比例为1个百分点。根据央视网报道，8月27日，国新办就中国服务贸易发展和2025年服贸会筹备工作进展情况举行新闻发布会，商务部副部长表示9月商务部将要出台扩大服务消费的若干政策措施，统筹利用财政、金融等手段，优化提升服务供给能力，激发服务消费新增量。我们预计，《方案》及商务部9月政策有望提振居民消费信心，进一步拉高国内纺织服装景气度。在国内纺织服装高景气的带动下，粘胶短纤需求有望提升。

## 2、供给端：2021年以来，粘胶行业几无新增产能，行业开工率高企

2021年以来，粘胶短纤有效产能小幅下降。2017年，工信部发布《粘胶纤维行业规范条件》，要求新建粘胶短纤项目单线产能高于8万吨，产品差别化率高于30%，2024年工信部更新《规范》，要求新增产能采用产污强度小、节能环保的工艺和设备，旨在提高行业环保水平，淘汰落后中小产能。叠加行业内中小厂商盈利不足，近年来国内粘胶短纤有效产能有所下降。根据百川盈孚数据，粘胶短纤有效产能自2021年达到峰值513万吨后，2024年粘胶短纤有效产能降至488.5万吨，较2021年有效产能下降幅度为4.8%；2025年粘胶短纤有效产能略有增加，截至2025年7月，国内粘胶短纤有效产能为493.5万吨/年。未来新增产能方面，仅盐城金光有50万吨粘胶短纤规划产能，预计在2026年6月投产。但根据盐城金光官网显示，该项目2022年4月27日曾进行过一期第一阶段的部分公用工程招标，该项目进度至今仍无披露，未来是否能如期投产仍存疑虑。

**图7：2021 年来粘胶短纤有效产能下降**


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

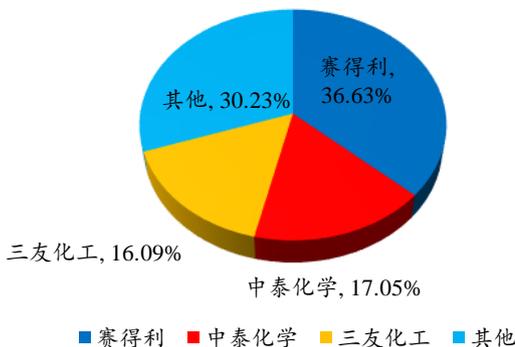
**2018 年来粘胶短纤行业整合，行业集中度逐步提高。**粘胶短纤行业自 2018-2020 年产能扩张开始，头部企业通过产能扩张、同业收购等方式逐步整合中小产能，行业产能集中度逐步提升。2021 年 5 月，赛得利以 17.4 亿元收购阜宁澳洋 33 万吨粘胶产能，优化其在华东区域的产能布局；2022 年 4 月，中泰化学为进一步充分发挥“氯碱—粘胶纤维—纺纱”一体化产业链的协同效应，扩大液碱在疆内的销售规模，构建公司在北疆地区的粘胶纤维一体化产业规模，公司通过向新疆兴泰纤维科技有限公司增资的方式持有其 65% 股权，实现对该公司的控股。同时粘胶短纤行业中小厂商盈利不足，部分产能淘汰或退出市场，根据百川盈孚数据，2020 年以来累计淘汰退出的粘胶短纤产能为 46.5 万吨/年。目前粘胶短纤行业产能主要集中在赛得利（189 万吨/年）、中泰化学（88 万吨/年）、三友化工（83 万吨/年），CR3 高达 69.77%。

**表2：自 2020 年，累计 46.5 万吨/年粘胶短纤产能淘汰或退出**

项目	省份	产能
河北吉藁	河北省	3.5
新疆雅澳	新疆维吾尔自治区	3
安徽舒美特	安徽省	6
新乡化纤	河南省	10
新疆舜泉	新疆维吾尔自治区	6
浙江富丽达	浙江省	18
<b>合计</b>		<b>46.5</b>

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

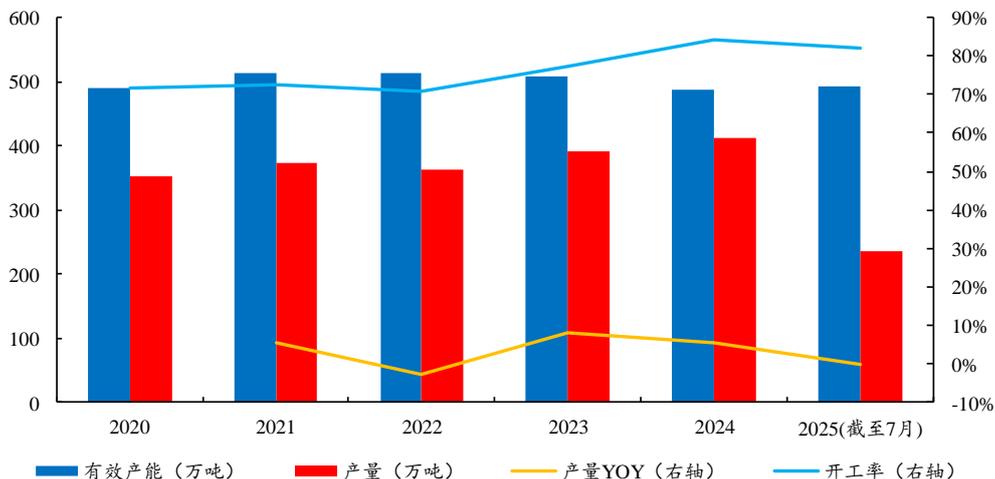
图8：目前粘胶短纤行业集中度高，CR3 高达 69.77%



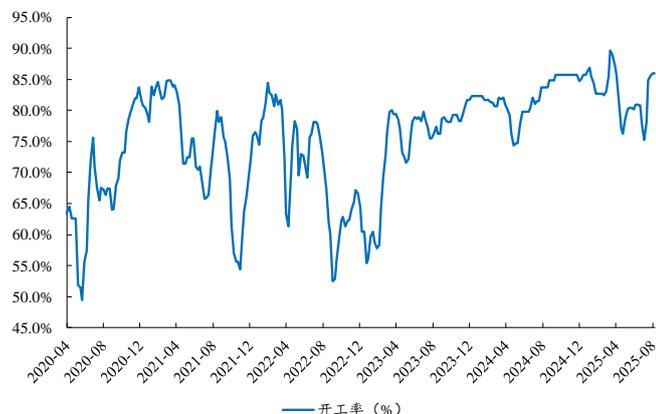
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

**粘胶短纤产量增长，行业开工率处于高位。**根据百川盈孚数据，粘胶短纤受下游需求较为强劲的支持，粘胶短纤产量 2023-2024 年连续两年增长，2024 年国内粘胶短纤产量为 411.7 万吨，同比+5.26%。2025 年 1-7 月，国内粘胶短纤产量为 235.75 万吨，同比仅小幅下降 0.31%，展现了充足的韧性。行业开工率来看，自 2023 年 4 月以来粘胶短纤开工率持续高于 70%，2023、2024 年整体开工率分别为 77.14%、84.28%。2025 年粘胶短纤开工率在年初短暂下探后，自 7 月开始强势反弹，截至 8 月 22 日，行业开工率为 87.6%，明显处于高位。库存方面，截至 8 月 22 日，粘胶短纤行业库存为 15.16 万吨，按照行业名义产能 516 万吨折算，装置一年稳定运行 330 天算，当前粘胶短纤工厂库存仅为 9.7 天，处于历史较低水平。

图9：2023、2024 年国内粘胶短纤产量同比增长



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

**图10: 2023年4月以来, 粘胶短纤开工率维持高位**


数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

**图11: 2025年6月13日以来, 粘胶短纤库存下降**


数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

根据我们测算, 假设 2025-2027 年粘胶短纤表观消费量年化增长率为 5%, 2025-2027 年粘胶短纤行业产量分别为 433、456、480 万吨; 对应开工率分别为 84%、88%、93%。行业开工率高企, 粘胶短纤行业供需平衡或将进一步收紧。

**表3: 预计行业未来供需平衡偏紧**

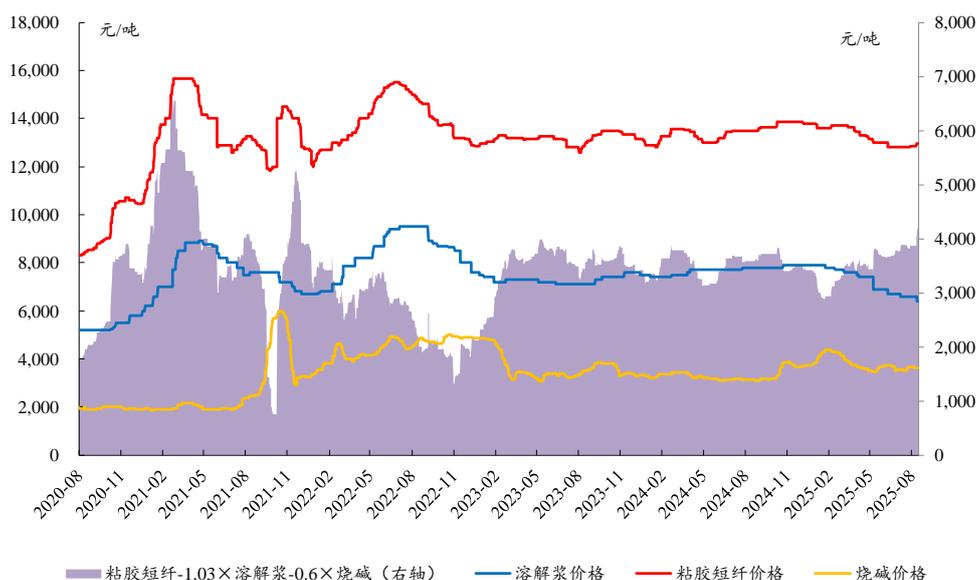
	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
供给	产能 (万吨)	491	513	513	513	513	516	516
	产量 (万吨)	352	372	362	391	412	433	456
	开工率 (%)	72%	72%	71%	76%	80%	84%	88%
	进口量 (万吨)	15	21	18	19	24	24	24
	yoy (%)		41%	-13%	3%	27%	0%	0%
	总供给 (万吨)	368	393	380	410	436	457	480
需求	出口量 (万吨)	38	33	33	29	27	28	30
	yoy (%)		-13%	2%	-13%	-7%	5%	5%
	表观消费量 (万吨)	330	360	347	381	409	429	451
	yoy (%)		9%	-4%	10%	7%	5%	5%
	总需求 (万吨)	368	393	380	410	436	457	480

数据来源: 百川盈孚、开源证券研究所

### 3、价格端: 供求格局向好, 涨价趋势再起

**溶解浆价格下行, 粘胶短纤价格上涨, 行业盈利性提高。**自 2020 年, 粘胶短纤价差上次出现高点 2021 年, 期间价差高点突破 6000 元/吨, 主要原因系海外疫情反复, 部分纺织订单回流国内; 以及疫情后居民对粘胶水刺无纺布的需求大幅度增加。2025 年以来, 主原料溶解浆价格呈现下跌趋势, 而粘胶短纤价格相对坚挺, 价差有所扩大。据 CCF 报道, 8 月 11 日, 粘胶短纤南方大厂出台新一轮签单政策价格整体提升 150 元/吨左右。根据央视新闻报道, 中美双方自 2025 年 8 月 12 日起各自对双方商品再次暂停实施 24% 的关税 90 天。随着国内金九银十纺服、海外“黑五”以及“圣诞节”等纺服旺季到来, 以及在关税争端继续暂缓背景下, 纺服订单有望明显复苏, 看好粘胶短纤需求增长, 供需紧平衡下, 粘胶价格继续上涨。

图12：2025 年以来，粘胶短纤价差逐步扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

**粘胶短纤行业龙头公司价格弹性较高。**根据我们测算，三友化工以粘胶短纤销量 83 万吨计，假设粘胶短纤税前价格每上涨 1,000 元/吨，则有望增厚公司利润总额 7.35 亿元；中泰化学以粘胶短纤销量 88 万吨计，假设粘胶短纤税前价格每上涨 1,000 元/吨，则有望增厚公司净利润 7.79 亿元，行业龙头公司价格弹性较大。

表4：粘胶短纤行业内公司价格弹性较高

公司名称	粘胶短纤产能 (万吨)	粘胶短纤每上涨 1,000 元增厚利润总额 (亿元)
三友化工	83.0	7.35
中泰化学	88.0	7.79

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们看好行业几无新增产能背景下，粘胶短纤行业随下游需求逐渐增长，行业供需格局持续向好，使得未来粘胶短纤价格有望逐步提高，行业盈利空间打开。

**推荐标的：三友化工。受益标的：中泰化学。**

表5：受益标的：三友化工、中泰化学有望受益于粘胶短纤价格上涨

公司名称	公司代码	2025/9/4		EPS (摊薄元/股)				PE (倍)			
		总市值 (亿元)	股价	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
三友化工	600409.SH	124	5.99	0.24	0.20	0.29	0.41	22.34	29.33	20.79	14.69
中泰化学	002092.SZ	122	4.71	-0.38				-11.43			

数据来源：Wind、开源证券研究所（以上盈利预测均来自 Wind 一致预测）

## 4、风险提示

**原材料价格大幅波动：**溶解浆、纯碱等原材料价格大幅波动将对行业盈利稳定性造成干扰。

**下游需求萎缩：**终端需求低迷将对粘胶短纤使用量产生负面影响。

**行业新增产能超出预期：**若粘胶短纤行业新增产能超出预期，或恶化行业供给格局。

## 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。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