

2025年09月16日

## 创业板进化论

策略研究团队

——投资策略专题

韦冀星（分析师）

耿驰政（联系人）

weijixing@kysec.cn

gengchizheng@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

证书编号：S0790125050007

### ● 创业板发展史—市场对成长的追逐周期

近期市场对于“纺锤策略”的关注度较高，本质焦点在于能够兼具成长弹性与估值修复潜力的方向。创业板凭借机构化特征明显，直接受益于中风险资产的收益回归，我们此前于9月3日发布的《居民参与股市的生态变化：ETF》报告中提到居民入市资金方式变为ETF净流入后可能推动成长风格向龙头集中，扩散至中大盘成长，创业板当前为行业相对均衡的中大盘成长代表性宽基或相对受益。以年线为镜，创业板指作为中国新兴产业的潮头，在各时代中成为成长主线的锚点与起点。纵观整个阶段，可以看到创业板在不同产业周期中表现出较为清晰的节奏特征：（1）其启动往往依赖于产业趋势与景气赛道的形成；（2）上涨过程中伴随龙头权重的更迭；（3）在保持估值与基本面增长底线的时候，价格通常回到增长元年收盘价附近，估值也随之回归对应区间。

### ● 本轮上涨的差异化探讨

本轮成分更迭并不彻底，但整体行业相对均衡化。从行业权重演变来看，创业板在近几年呈现出明显的“多元共存”特征。新能源产业链（光伏、新能源车、储能）依然是市场的中坚力量，医疗保健占比维持在10-23%区间。这意味着AI带来科技权重回升，但并未形成对其他行业的“压倒式替代”，反而强化了**新能源与硬科技之间的分流格局**。相较于以往由创业板主导的新兴产业周期，如今科创板和北交所或逐渐承担起孕育前沿科技与新周期的角色。

### ● AI与新能源需求强度成关键变量

创业板估值修复进行时。创业板当前估值仍具备较高性价比，使其有望成为增量资金追入的核心舞台，且由于均衡化的赛道分布，居民资金流入行业ETF有望使其持续受益。而后续修复的深度与持续性，关键取决于两个变量：**变量一，全球科技周期与GPU需求带动AI估值修复**。在全球半导体周期共振向上的环境下，科技大类的机会层出不穷。AI的估值空间最终取决于全球科技周期的强度，但目前GPU带来的需求增量能否超越上一轮由苹果耳机与汽车电子驱动的周期强度仍有待验证。**变量二，固态电池带动第二增长曲线**。权重超过30%的工业板块中，新能源占比仍然较大，因此固态电池能否带动第二增长曲线或是核心。我们认为，和AI硬件一样，锂电和光伏同样存在海外映射的估值修复逻辑。

### ● 北交所——类似2013-2015年创业板

随着科创板和北交所的崛起，创业板已不再单纯代表“新资产”，而是形成更均衡的产业格局，当前创业板彻底的权重更迭尚未出现，反而其估值处于低位，在AI硬件波动放大后，**新能源或成为主线**。与此同时，北交所也是我们重点关注的板块。我们在2025年8月19日发布的报告《北证50：从关键突破到新中枢确立》中已提出北证50有望确立新的运行中枢，目前指数在1600点附近已基本企稳，我们的判断得到短期验证，中期维度上仍然保持看好北证50的观点。

● **风险提示**：宏观政策超预期；全球流动性及地缘政治风险；历史不代表未来。

### 相关研究报告

《政策发力，电池储能助力创业板修复加速—投资策略专题》-2025.9.15

《从纺锤策略看港股、创业板的机会—投资策略周报》-2025.9.14

《游戏，下一个创新药—投资策略专题》-2025.9.12

## 目 录

1、 创业板发展史—市场对成长的追逐周期.....	3
2、 本轮上涨的差异化探讨 .....	5
2.1、 本轮成分更迭并不彻底，但整体行业相对均衡化.....	5
2.2、 创业板或将进入估值修复阶段 .....	5
3、 AI 与新能源需求强度成关键变量 .....	7
3.1、 变量一：全球科技周期与 GPU 需求带动 AI 估值修复.....	7
3.2、 变量二：固态电池带动第二增长曲线.....	7
3.3、 北交所——类似 2013-2015 年创业板 .....	9
3.3.1、 北证 50 资产端具备“专精特新”的优势 .....	9
3.3.2、 北交所制度逐步优化 .....	10
4、 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1： 以年线为镜，创业板指走势具有一定规律性.....	3
图 2： 信息技术与工业板块权重均衡 .....	5
图 3： 本轮行情信息技术贡献较大涨幅 .....	5
图 4： 截至 2025 年 9 月 15 日，创业板估值仍处于较低历史分位.....	6
图 5： 过去 3 个月，非宽基型 ETF 和宽基型 ETF 净流入趋势相反.....	6
图 6： 全球半导体周期处于上行阶段 .....	7
图 7： 创业板 NV 链龙头个股估值进一步修复.....	7
图 8： 短期碳酸锂价格仍是股价锚定的关键.....	8
图 9： 海外锂电龙头公司股价底部回升（雅保） .....	8
图 10： 海外锂电龙头公司股价底部回升（智利矿业化工） .....	8
图 11： 海外光伏龙头公司股价向上修复.....	9
图 12： 北证 50 成分股具有主题集中度高、流通市值更小的特性.....	10
图 13： 北交所制度优化持续推进 .....	10

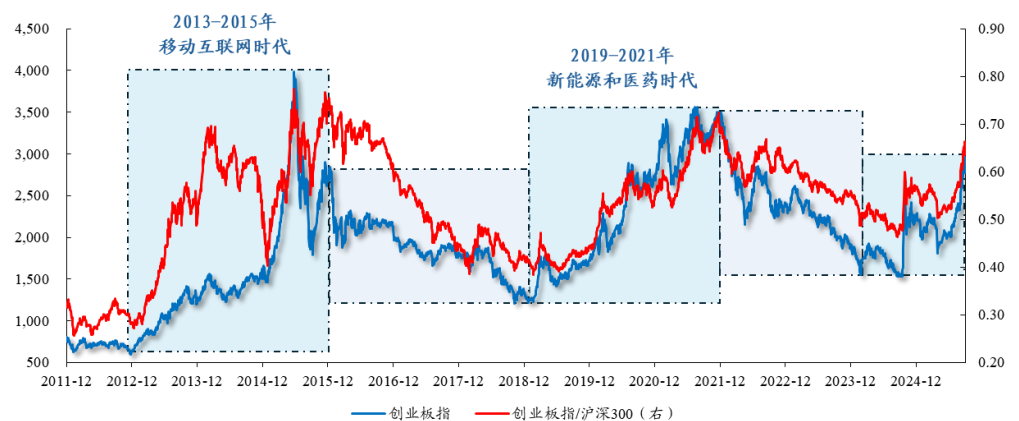
## 1、创业板发展史—市场对成长的追逐周期

近期市场对于“纺锤策略”的关注度较高，本质焦点在于能够兼具成长弹性与估值修复潜力的方向。创业板凭借机构化特征明显，直接受益于中风险资产的收益回归，我们此前于9月3日发布的《居民参与股市的生态变化：ETF》报告中提到居民入市资金方式变为ETF净流入后可能推动成长风格向龙头集中，扩散至中大盘成长，创业板当前为行业相对均衡的中大盘成长代表性宽基或相对受益。以年线为镜，创业板指作为中国新兴产业的潮头，在各时代中成为成长主线的锚点与起点。

**2013-2015 年移动互联网时代中，创业板指第一次“出圈”。**移动互联网与4G的落地，叠加经济转型与“互联网+”政策的持续推进，使创业板成为新兴产业聚集的核心舞台。彼时传统行业盈利承压，资金自然寻求更高成长性的方向。轻资产、高弹性的中小市值公司，凭借商业模式的扩张速度与对新需求的快速响应，集中吸引市场关注。产业成长预期与盈利兑现的节奏错位环境下，创业板2016年开始进入长达3年的出清。与此同时，国内外货币环境的边际收紧、监管环境的变化，使得资金的流动性支持逐步减弱。此前推动市场上行的产业预期与流动性共振难以持续，价格走势逐渐进入回调与出清阶段。也正是在这一轮充分出清之后，创业板重新具备孕育新一轮产业周期的条件。

**2019-2021 年，创业板迎来第二轮上行期。**新能源、创新药、5G、半导体等新兴行业进入高景气周期，产业升级的方向愈发明确，市场风格也逐渐由早期的“广泛追逐成长”转向“聚焦高质量成长”。资金集中流向具备盈利能力与成长确定性的龙头企业，尤其是新能源和半导体等硬科技板块，显示出市场对技术创新与产业升级的深度认可。与此前一轮不同，这一时期大市值公司不仅保持了稳健表现，还获得了显著估值提升，预示着投资风格正从单纯的成长溢价向“价值+成长并重”转变。2022年开始，创业板进入了新一轮的价值回归，持续约两年，并在出清过程中逐步回落至2019年的收盘水平。

图1：以年线为镜，创业板指走势具有一定规律性



数据来源：Wind、开源证券研究所

纵观整个阶段，可以看到创业板在不同产业周期中表现出较为清晰的节奏特征：

- (1) 创业板的启动往往依赖产业趋势/景气赛道的产生；
- (2) 上涨过程中伴随权重的更迭；
- (3) 保留估值/基本面增长底线，价格回到增长元年收盘价附近的同时，估值也

回归对应区间。如互联网时代从 30 倍左右 PE 加速，最终出清后回到 30 倍左右。新能源时代由于是周期制造业公司为主，估值回落后应用 PB 思考问题，会发现从 3.5 倍左右 PB 启动后最终回到此位置附近。

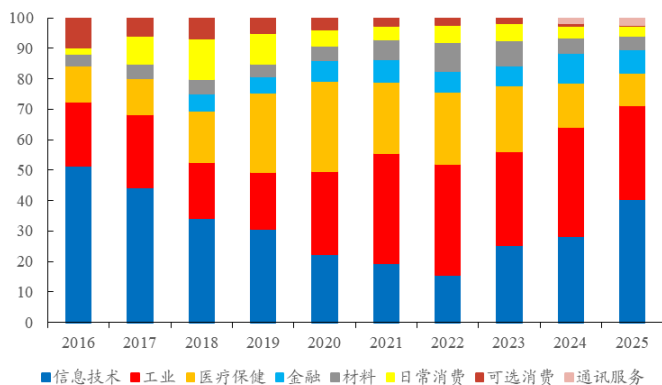
## 2、本轮上涨的差异化探讨

### 2.1、本轮成分更迭并不彻底，但整体行业相对均衡化

从行业权重演变来看，创业板在近几年呈现出明显的“多元共存”特征。2016年信息技术在指数中占比高达51.3%，但此后逐年下降，到2022年仅剩15.6%。随着AI与算力周期的兴起，这一占比在2025年重新回升至40.4%，显示出人工智能、光通信及相关算力链条的重新抬升作用。然而，与2013-2015年那种信息技术“一枝独秀”不同，本轮权重上升更为平缓。工业占比稳定在30-36%左右，新能源产业链（光伏、新能源车、储能）依然是市场的中坚力量，医疗保健占比维持在10-23%区间。这意味着AI带来科技权重回升，但并未形成对其他行业的“压倒式替代”，反而强化了新能源与硬科技之间的分流格局。

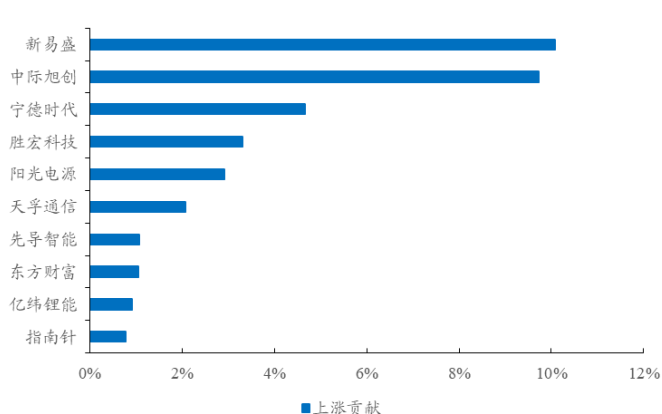
从个股贡献角度看，从8月1日开始，截止到9月10日，本轮上涨的前十家公司合计贡献超过36%，其中光通信（新易盛148.2%涨幅贡献10.1%、中际旭创146.3%/9.7%、天孚通信110.3%/2.1%）和PCB（胜宏科技93.1%/3.3%）合计贡献已超过25%，凸显了算力和高端制造在这一阶段的核心驱动力。与2019-2021年以新能源和医药为主线，或2013-2015年以移动互联网为代表的周期相比，本轮行情中创业板对新兴产业的代表性已明显减弱。随着科创板和北交所的设立，部分前沿科技题材和估值溢价开始在新市场中孕育和释放，创业板不再是唯一的“新兴产业风向标”。创业板正逐步形成更具稳定性和持续性的成长板块格局，而下一轮全新的产业周期或许会更多在科创50和北交所中被率先捕捉。

图2：信息技术与工业板块权重均衡



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：本轮行情信息技术贡献较大涨幅



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.2、创业板或将进入估值修复阶段

当前创业板整体估值水平处于历史低位，PE在40倍左右，处于33%左右的10年历史分位上，与其他主要指数横向对比也具备突出的性价比。在这种背景下，率先入场的资金已经锁定了绝对收益，而此前增量的资金在业绩与排名压力下不得不寻求补涨机会。低估值为后续资金流入提供了安全边际，也使得创业板成为绝对收益者坚守、增量资金追入的核心舞台。

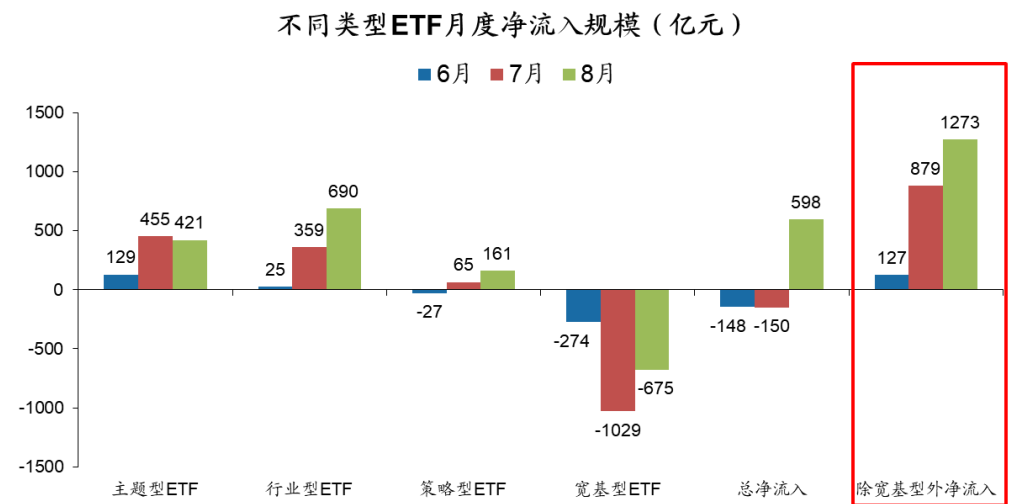
图4：截至 2025 年 9 月 15 日，创业板估值仍处于较低历史分位

	万得全A	上证50	沪深300	科创50	中证1000	中证500	中证800	创业板指	万得微盘股指数	北证50	中证2000
ROE (TTM; %)	7.73	10.18	9.71	3.29	5.25	6.50	9.27	12.81	-3.96	6.97	1.75
归母净利润增速 (2025 H1; %)	2.46	0.45	2.49	-57.46	-4.23	7.30	2.94	13.44	-32.21	-12.57	-7.24
营收增速 (2025 H1; %)	-0.02	-2.77	0.04	-4.38	0.74	-0.61	-0.03	7.40	-7.27	6.09	0.79
PE (TTM)	22.25	11.87	14.13	172.36	46.92	34.11	16.05	43.01	-	75.73	161.18
PB (LF)	1.81	1.29	1.47	6.11	2.49	2.27	1.58	5.35	2.45	5.67	2.86
PE历史分位数 (%)	80.65	52.88	54.96	88.42	34.06	45.09	65.83	33.12	-	92.50	97.81
PB历史分位数 (%)	54.83	72.03	52.92	65.97	50.80	73.84	56.36	60.14	62.28	100.00	97.83

数据来源：Wind、开源证券研究所

**ETF 资金流入或将进一步修复创业板估值。**根据我们在 2025 年 9 月 3 日发布的报告《居民参与股市的生态变化：ETF》，自 6 月以来非宽基型 ETF 规模快速扩张，6-8 月净流入累计 2279 亿元，成为本轮行情的关键拐点。主题型、行业型与策略型 ETF 持续获得显著净流入，说明居民资金更倾向于通过 ETF 直接配置行业龙头和结构性板块。ETF 的被动买入力度加快了龙头股和核心赛道的资金集中，从而推动整体指数估值中枢上移。虽然 9 月创业板 ETF 规模有所回落，但 8 月曾出现显著放量。在“选行业”比“选个股”更为关键的环境下，创业板本身覆盖新能源、半导体、医药和 AI 等多元赛道，若后续增量资金继续通过主题 ETF 流入，创业板的整体估值修复仍具备较强的可持续性。

图5：过去 3 个月，非宽基型 ETF 和宽基型 ETF 净流入趋势相反



数据来源：Wind、开源证券研究所

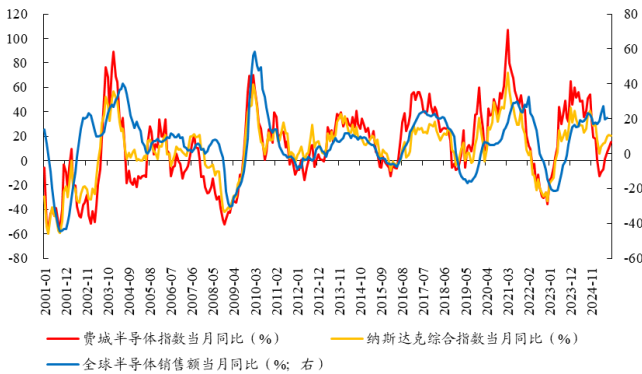
## 3、AI 与新能源需求强度成关键变量

### 3.1、变量一：全球科技周期与 GPU 需求带动 AI 估值修复

**创业板修复逻辑一：**我们在 2025 年 8 月 8 日发布的报告《市场的双轮驱动系列二——全球科技共舞》中提出半导体行业兼具成长性与周期性，在全球半导体周期共振向上的环境下，科技大类的机会层出不穷。**AI 的估值空间最终取决于全球科技周期的强度，但目前 GPU 带来的需求增量能否超越上一轮由苹果耳机与汽车电子驱动的周期强度仍有待验证。**

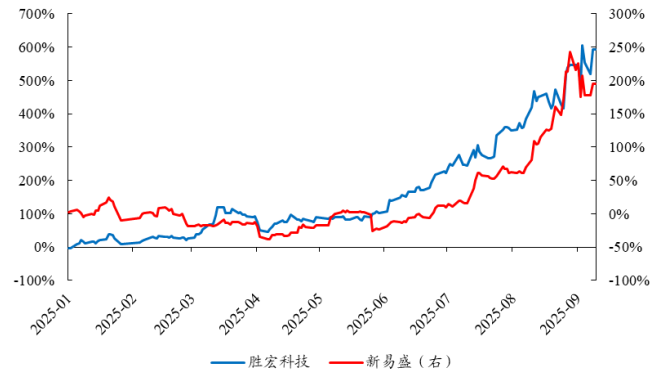
从市场反馈来看，国内在创业板上市的配套 NV 链公司已经基本完成了年初估值错杀的修复，当前正处于对周期高点的震荡定价阶段。以胜宏科技、新易盛等 NV 链代表企业为例，2025 年上半年营收与毛利均实现提升，中报披露后股价明显走强，充分反映出市场对 AI 产业链中 PCB、光模块等关键环节的高景气预期。

图6：全球半导体周期处于上行阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：创业板 NV 链龙头个股估值进一步修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

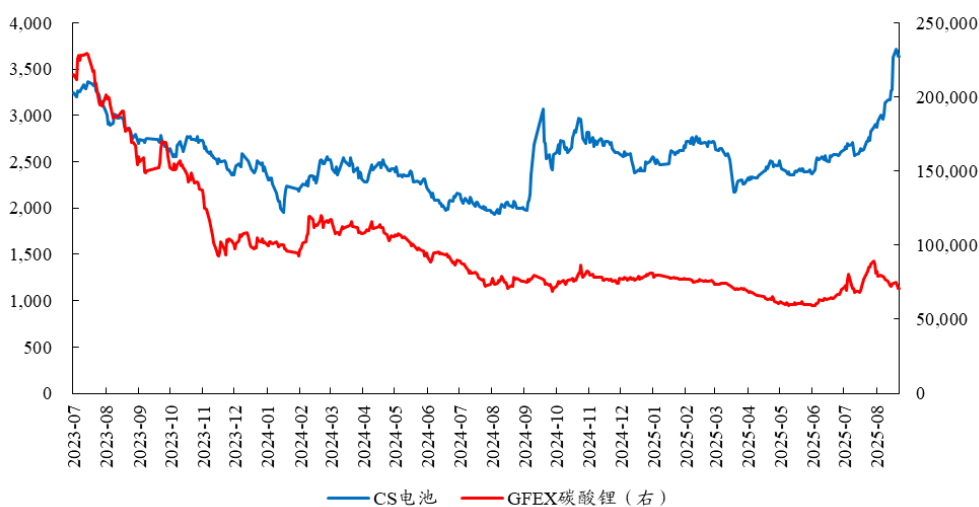
### 3.2、变量二：固态电池带动第二增长曲线

**创业板修复逻辑二：**权重超过 30%的工业板块中，新能源占比仍然较大，因此**固态电池能否带动第二增长曲线或是核心。**

我们于 2025 年 7 月 29 日发布的报告《市场的双轮驱动系列一——交易 PPI》中提到，广谱反内卷下锂电、光伏的供给侧有望改善，但需求才是决定后续估值空间的核心。我们认为，**和 AI 硬件一样，锂电和光伏同样存在海外映射的估值修复逻辑。当前主要靠反内卷修复 但行情有限**

**锂电：固态电池的增长判断已成为行业核心变量。**与传统液态电池相比，固态电池具备更高的安全性和能量密度，未来在 eVTOL、消费电子及动力电池领域逐步放量，有望打开新的需求空间。从锚定逻辑来看，短期（2025-2027）仍以碳酸锂价格为核心，因为半固态电池是主流形态；而中长期（2027-2030+）随着全固态电池逐步量产，锚定逻辑将逐渐转向金属锂及硫化锂、卤化物等固态电解质原料，碳酸锂的作用会弱化。因此当前阶段若股票走势与商品价格出现显著背离，意味着估值修复与基本面存在一定背离；若两者形成共振，则逻辑更顺畅，典型案例是今年表现强势的有色，而反例则是阶段性反弹后回落的钢铁。

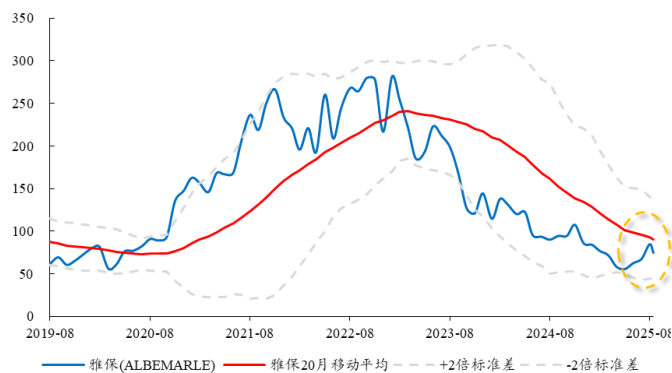
图8：短期碳酸锂价格仍是股价锚定的关键



数据来源：Wind、开源证券研究所

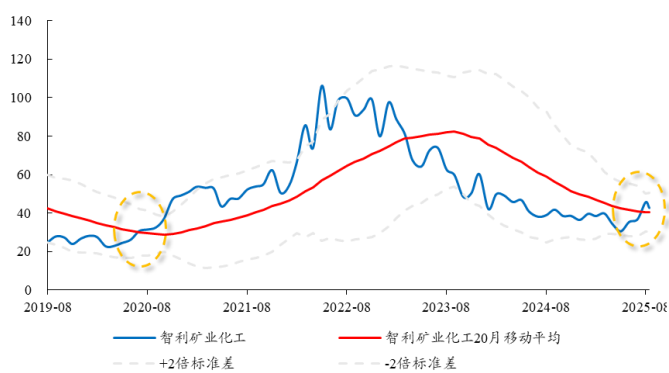
**锂电板块目前海外映射向好：**雅保、智利矿业化工股价均已企稳回升，反映海外锂资源龙头在经历前期调整后，市场对供需改善的预期正在修复。锂资源价值凸显，全球优质锂矿稀缺且开采周期长，供给端瓶颈突出。雅保等美股龙头正从周期低谷中走出，随着电动车与电气化进程加速，锂需求虽被推迟但未消失，锂周期有望逐步触底回升，供应紧张预期或再度推升价格与龙头估值。

图9：海外锂电龙头公司股价底部回升（雅保）



数据来源：Wind、开源证券研究所

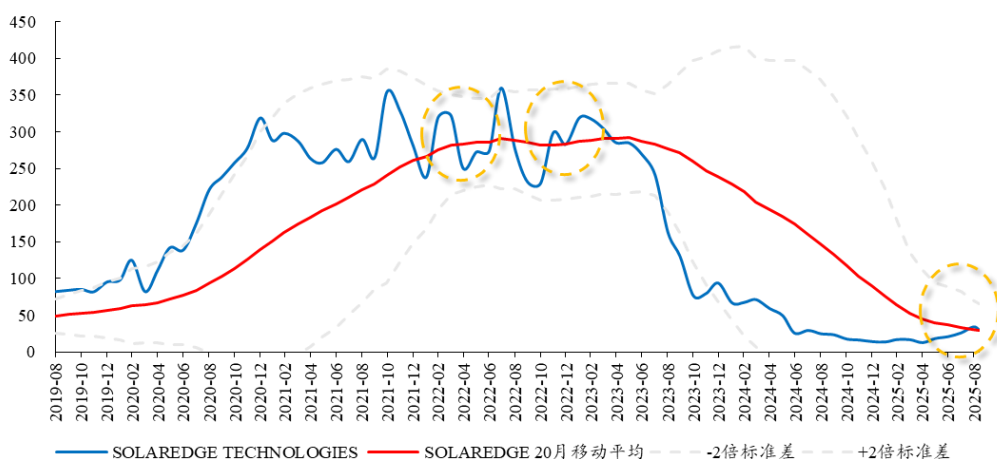
图10：海外锂电龙头公司股价底部回升（智利矿业化工）



数据来源：Wind、开源证券研究所

**光伏：**从全球市占率领先的逆变器龙头表现来看，确能够观察到海外市场映射的改善。以 SolarEdge 为例，2025 年二季度实现营收 2.89 亿美元，环比增长 32%、同比增长 9%，逆变器出货量连续两个季度突破 1GW，储能系统出货量亦由一季度的 180MWh 升至 247MWh。叠加毛利率改善与亏损收窄，反映出光伏产业链在海外的需求正在逐步回暖。

图11：海外光伏龙头公司股价向上修复



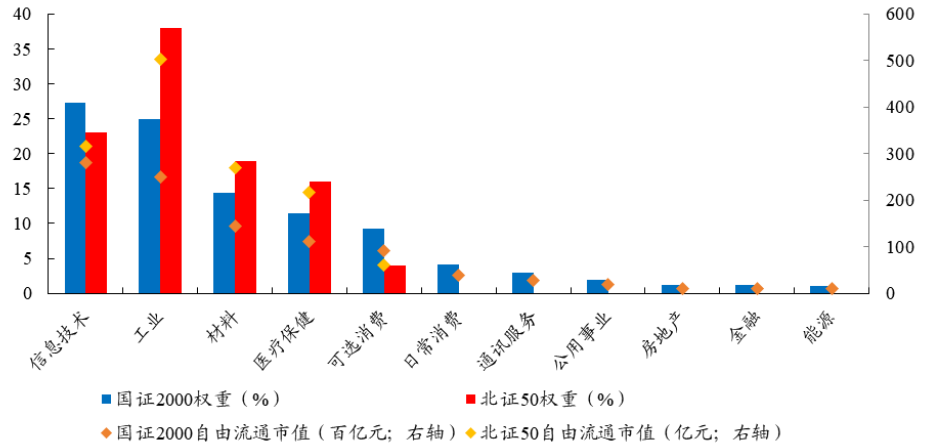
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3、北交所——类似 2013-2015 年创业板

随着科创板和北交所的崛起，创业板已不再单纯代表“新资产”，而是形成更均衡的产业格局，当前创业板彻底的权重更迭尚未出现，反而其估值处于低位，在 AI 硬件波动放大后，新能源或成为主线。与此同时，北交所也是我们重点关注的板块。我们在 2025 年 8 月 19 日发布的报告《北证 50：从关键突破到新中枢确立》中已提出北证 50 有望确立新的运行中枢，目前指数在 1600 点附近已基本企稳，我们的判断得到短期验证，中期维度上仍然保持看好北证 50 的观点。

#### 3.3.1、北证 50 资产端具备“专精特新”的优势

北交所具备“专精特新”型中小企业的资产端优势。北证 50 与国证 2000 均能在一定程度上反映中小盘的市场活跃度，其中国证 2000 覆盖范围更广，横跨 11 个一级行业。截至 2025 年 8 月 18 日，前三大行业为信息技术(27.32%)、工业(24.91%)和材料(14.45%)，合计接近 70%。相比之下，北证 50 则更为集中，汇聚了我国先进制造领域的“专精特新”型中小企业，行业权重高度集中于工业(38.02%)、信息技术(23.05%)、材料(18.95%)和医疗保健(15.98%)，合计超过 95%。由于整体流通市值偏小，北证 50 在增量资金驱动或主题行情催化时往往具备更强的弹性和动能。在市场主题相对迷茫、缺乏明确主线的阶段，这类集中于先进制造与政策支持方向的指数更容易成为资金汇聚的焦点，承载情绪与流动性，甚至走出独立行情。从近期表现来看，北证 50 在液冷、电源、半导体及 AI 应用等信息技术板块的集中优势，使指数在部分阶段展现出更快的上涨动能，这也是其能够阶段性跑赢市场的重要原因。

**图12：北证 50 成分股具有主题集中度高、流通市值更小的特性**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.3.2、北交所制度逐步优化

**北证 50 成分股具有较强的政策支持与制度保障。**设立北交所是党中央推动高质量发展、服务创新型中小企业的重要战略部署，自 2021 年开市以来，已集超过 270 家上市公司，其中半数为国家级专精特新“小巨人”，凸显“专精特新”特色。监管层持续推出制度优化措施——从 2023 年《关于高质量建设北交所的意见》明确发展定位，到 2025 年修订发行与承销细则及推出专精特新指数，均强化了北交所的政策牵引和制度供给。北交所通过严把上市准入关、提升审核透明度与效率、完善融资工具与交易机制，不仅聚焦先进制造、人工智能、低空经济等新质生产力领域，更在制度设计上突出中小企业特征，成为中小企业资本化发展和产业升级的重要平台。

**图13：北交所制度优化持续推进**

日期	文件/公告	重点内容
2023/9/1	证监会发布 《关于高质量建设北京证券交易所的意见》	明确北交所是服务创新型中小企业的重要战略平台，未来将通过优化上市与交易制度、引入中长期资金、强化监管与风险防控等措施，力争在5-10年内建成制度完善、功能齐全、具有国际影响力的交易所。
2024/8/30	北交所发布 “实施公开发行股票并上市三件审核业务指引”	在证监会指导下落实“1+N”政策和新《公司法》要求，分别规范法律、财务和程序问题，细化信息披露与核查标准，固化成熟监管经验，突出中小企业特色，整体保持企业负担不增加。
2025/4/3	北交所第二次修订 《北京证券交易所证券发行与承销管理细则》	落实《关于高质量建设北京证券交易所的意见》等政策要求，并与新《公司法》有序衔接。本次修订重点优化了新股战略配售等制度安排，进一步完善发行与承销规则，以提升市场运行规范性和上市公司质量。
2025/5/16	北交所修订 《北京证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》	引入“小额快速”审核机制、重组简易程序，细化股份对价分期支付机制，以落实新“国九条”和“并购六条”，丰富中小企业并购重组工具，提升审核效率并支持高质量发展。
2025/6/30	北证专精特新指数发布	北证专精特新指数从符合条件的北交所专精特新“小巨人”上市公司证券中选取市值最大的50只作为指数样本，以反映北交所专精特新上市公司证券的整体表现。

资料来源：证监会、北京证券交易所、开源证券研究所

#### 4、风险提示

宏观政策超预期变动放大市场波动。

全球流动性及地缘政治恶化风险。

测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

## 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

### 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