



REITs资产债性凸显，关注多元化趋势下板块分化机会

2026年度REITs投资策略

姓名 齐东（分析师）

证书编号：S0790522010002

邮箱：qidong@kysec.cn

姓名 胡耀文（分析师）

证书编号：S0790524070001

邮箱：huyaowen@kysec.cn

姓名 杜致远（联系人）

证书编号：S0790124070064

邮箱：duzhiyuan@kysec.cn

核心观点

1.上半年表现优于股债，下半年债性凸显

2025上半年，中证REITs全收益上涨13.41%；沪深300指数上涨3.03%；标普中国债券指数上涨0.66%。2025上半年REITs板块表现明显大幅优于股债，政策红利、利率环境及资金配置共同驱动REITs市场实现上半年REITs较高的超额收益，消费与保租房板块凭借政策支持和需求韧性成为市场主线，而产业园、生态环保等板块分化加剧。2025年三季度至今（2025年10月29日），中证REITs全收益下跌4.84%；沪深300指数上涨20.6%；标普中国债券指数下跌0.46%。REITs板块债性在三季度至今明显凸显。2025年下半年至今，上证指数与十年期国债收益率变化趋势呈现高度正相关性；而与此同时，中证REITs全收益走势则与股指、十年期国债收益率表现出明显的反向走势。

2.板块分化态势加剧

2025年以来，REITs板块分化态势明显。从年初至今表现来看，消费REITs、保障房REITs、仓储物流REITs收益水平相对较高，特别在上半年区间内，涨幅均超20%。环保、高速公路、产业园区、能源REITs受市场关注度较小，行情上看，整体波动性较小，弹性不大。

3. REITs运行态势及发展趋势展望

继2024年7月31日，国家发展改革委发布《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》，首次将REITs的资产行业范围进一步拓宽至养老设施、储能设施项目、清洁低碳、灵活高效的燃煤发电（含热电联产煤电）项目、4A级景区（原为5A级景区）和市场化租赁住房后，2025年9月12日，国家发改委再度发布《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)常态化申报推荐工作的通知》(发改办投资〔2025〕782号)。加快成熟资产类型项目常态化申报。加快收费公路、清洁能源、仓储物流、保障性租赁住房等成熟资产类型项目申报，进一步加大供热、水利、数据中心等潜在发行空间较大资产类型项目的组织力度。积极推动新资产类型项目推荐发行。积极研究探索铁路、港口、特高压输电、通信铁塔、市场化租赁住房、文化旅游、专业市场、养老设施等尚无推荐发行案例的新资产类型项目的发行路径，帮助项目尽快满足发行条件。

4. 投资建议

我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，当前时间节点重点板块需围绕“稳增长”与“新业态”两条主线，持续关注扩容+分化逻辑，注意板块周期及利率敏感资产创造的波段机会。

5.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。

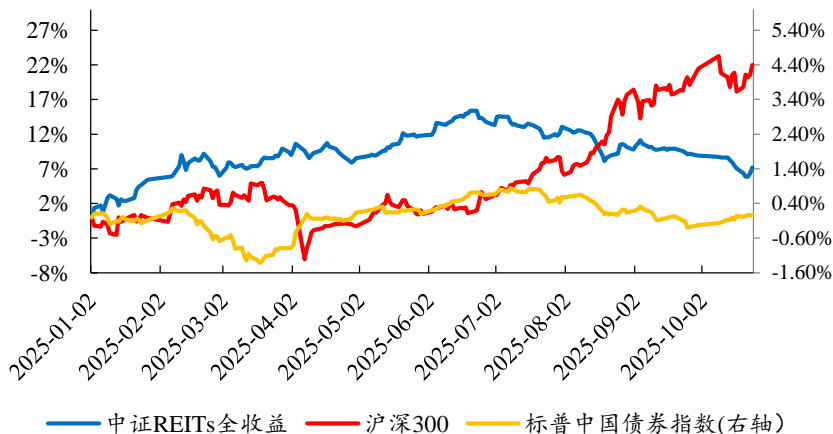
目录

CONTENTS

- 1 2025年REITs板块逻辑复盘
- 2 REITs板块分化态势解读
- 3 REITs未来发展趋势展望
- 4 投资建议
- 5 风险提示

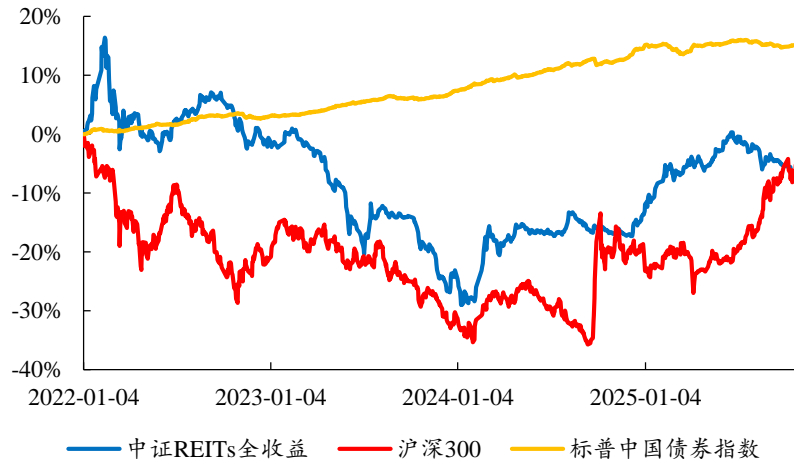
- 2025上半年，中证REITs全收益上涨13.41%；沪深300指数上涨3.03%；标普中国债券指数上涨0.66%。2025上半年REITs板块表现明显大幅优于股债，政策红利、利率环境及资产配置共同驱动REITs市场实现上半年REITs较高的超额收益，消费与保租房板块凭借政策支持和需求韧性成为市场主线，而产业园、生态环保等板块分化加剧。
- 2025年三季度至今（2025年10月29日），中证REITs全收益下跌4.84%；沪深300指数上涨20.6%；标普中国债券指数下跌0.46%。REITs板块债性在三季度至今明显凸显。

图1：2025年，REITs板块上半年表现优于股债，下半年债性凸显



数据来源：Wind、开源证券研究所

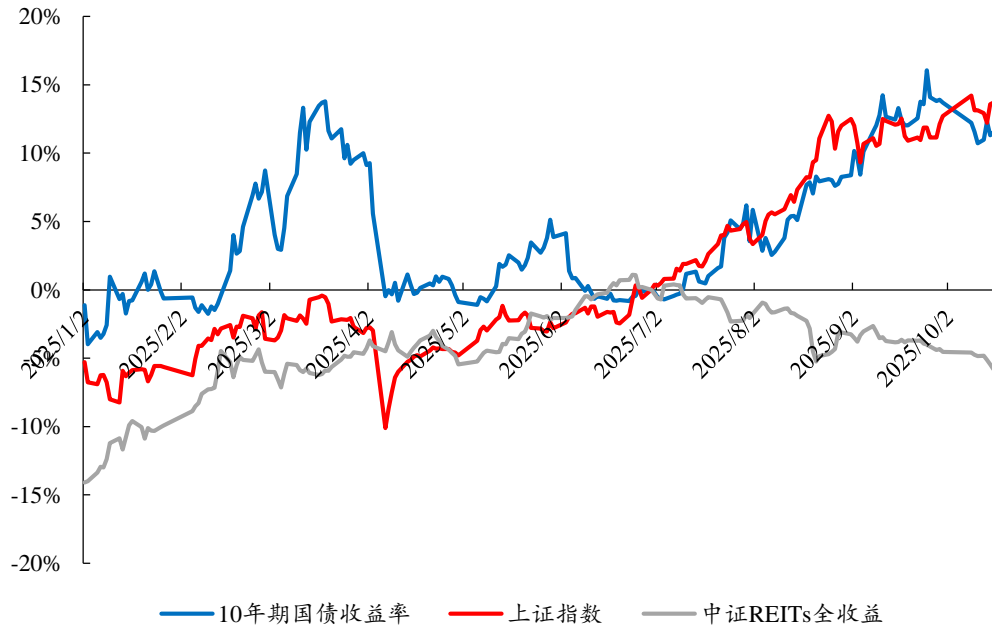
图2：长时间维度看，REITs资产与股债的相关性偏弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 2025年下半年至今，上证指数与十年期国债收益率变化趋势呈现高度正相关性；而与此同时，中证REITs全收益走势则明显与股指、十年期国债收益率表现出明显的反向走势。

图3：2025年下半年以来，利率与股指高度正相关，Reits行情呈现反向变化趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：指数下半年变化率以2025年二季度末为基点）

1.2 反向走势：反内卷与利率的回升逻辑

- 2025年7月，中央财经委会议明确“依法依规治理企业低价无序竞争”后，水泥、光伏、煤炭等行业通过减产、兼并重组等方式优化供给结构。这直接扭转了市场价格长期下行趋势，7月CPI环比由下降0.1%转为上涨0.4%，7月PPI环比降幅收窄至0.2%，为3月以来首次收窄。
- 政策信号释放后，市场对未来物价回升的预期显著增强。市场预期从交易低物价预期转向交易温和通胀，推动利率中枢显著上行。

图4：2025年7月，“反内卷”提出后，利率回升趋势明显

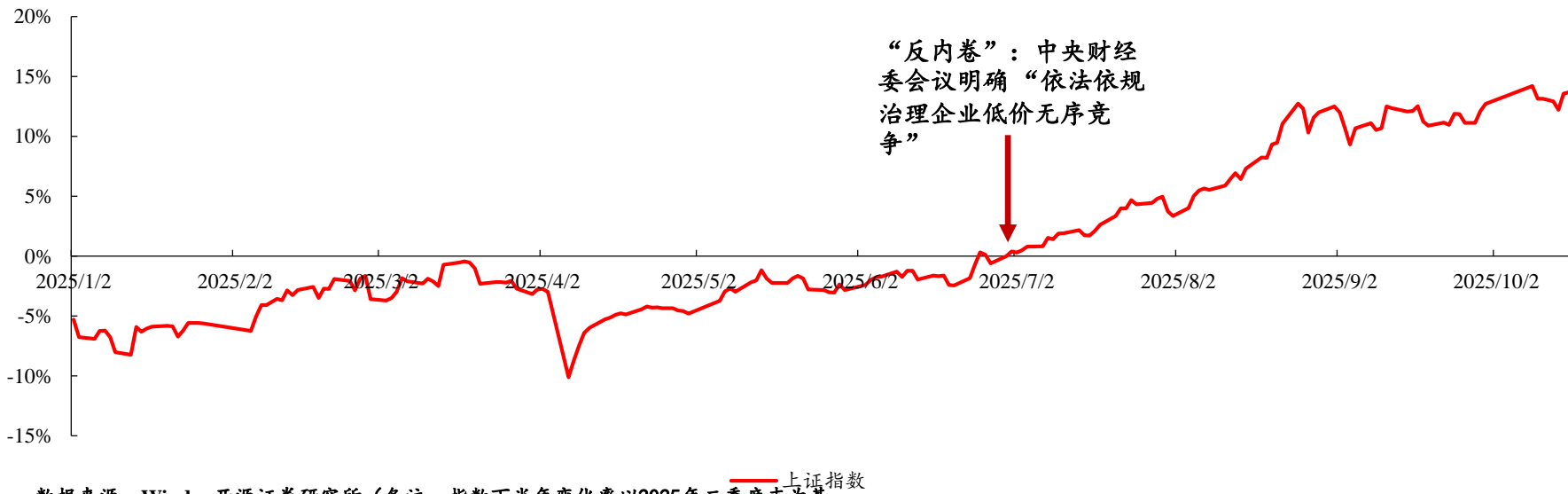


数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：指数下半年变化率以2025年二季度末为基点）

1.2 反向走势：反内卷与股市的修复逻辑

- 2025年7月“反内卷”政策提出后，市场对企业盈利预期显著改善，推动股市估值修复。政策通过抑制低价竞争、优化行业供给结构，直接扭转了部分行业的利润下行趋势：政策引导企业从“量增”转向“质增”，通过技术升级和品质提升构建差异化优势，例如加速BC电池、颗粒硅等新技术应用，推动行业从价格竞争转向技术竞争。这些变化使得投资者对企业盈利可持续性的信心增强，盈利预期的上修直接驱动估值修复——市场从“交易困境”转向“交易复苏”，反内卷相关板块成为引领股市反弹的核心主线。

图5：2025年7月“反内卷”提出后，权益市场估值快速修复

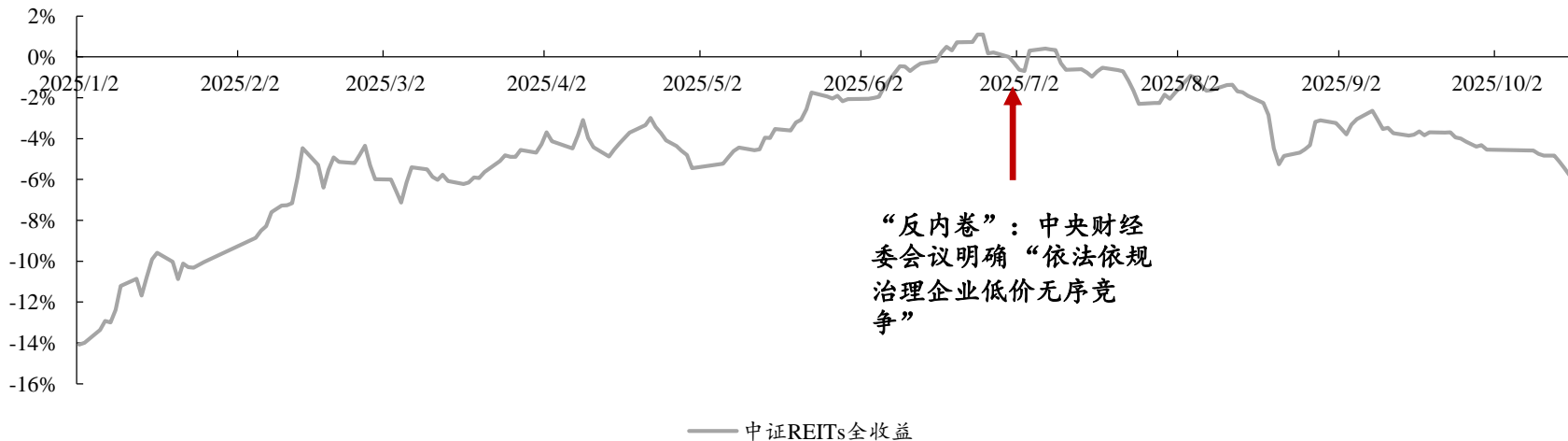


数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：指数下半年变化率以2025年二季度末为基点）

1.2 反向走势：REITs板块基础资产的特征

- 公募REITs的底层资产以成熟运营的基础设施与不动产为主，如交通枢纽、仓储物流、消费物业、保障性租赁住房等，其核心收益来自长期稳定的租金、特许经营权收费等现金流，而非依赖行业产能扩张或价格竞争。这类资产的价值与运营效率、区位稀缺性、需求稳定性直接相关，且多数处于供需格局相对稳定的领域，与反内卷政策重点整治的“低价无序竞争、产能过剩”等问题并无直接关联。反内卷政策聚焦于优化制造业、新兴产业等领域的竞争生态，而REITs底层资产的现金流生成逻辑不受此类行业竞争格局调整的显著影响，因此“反内卷”行情本身没有带给REITs资产估值修复，反而降低了相关资产的相对热度。

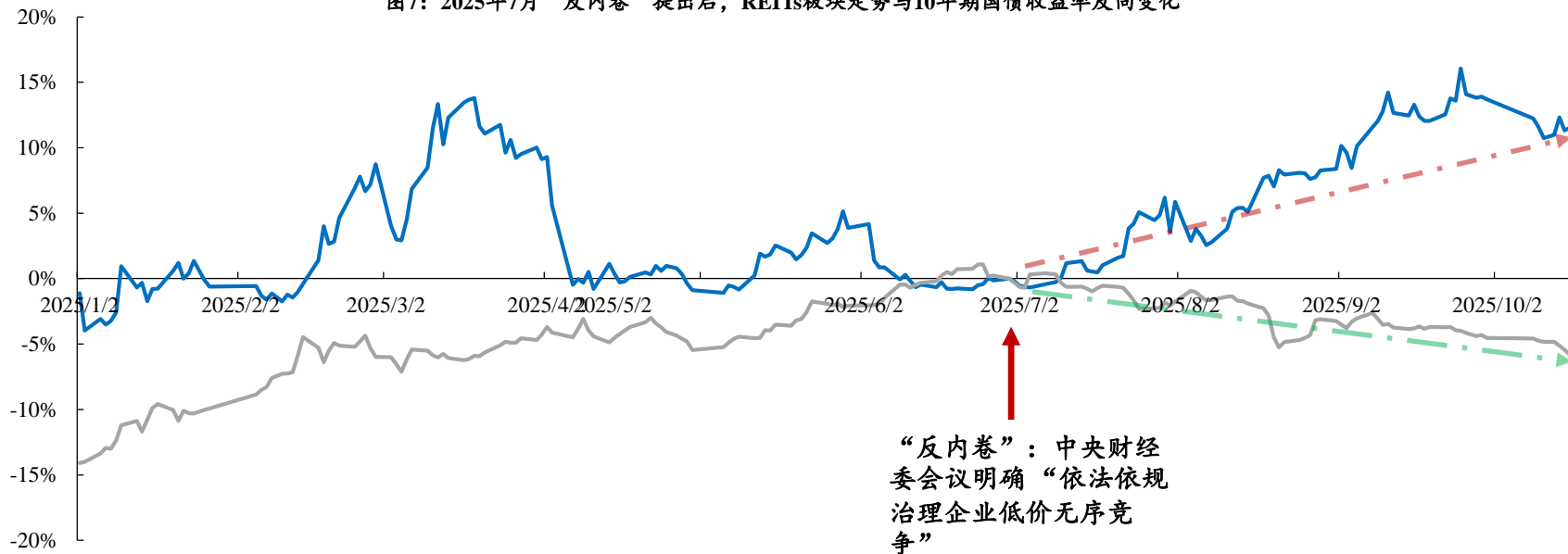
图6：2025年7月“反内卷”提出后，REITs板块市场热度降低



数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：指数下半年变化率以2025年二季度末为基点）

- REITs 兼具股债双重特性，其类固收属性使其估值对利率环境高度敏感，核心源于其以现金流折现为核心的估值逻辑。7月反内卷政策引发市场对通胀回升与名义价格水平增速上行的预期，推动无风险利率中枢上移，而 REITs 的内在价值依赖未来现金流与折现率的匹配关系——当利率升高时，投资者对资产的要求回报率提升，导致相同现金流对应的现值下降，直接压制估值水平。

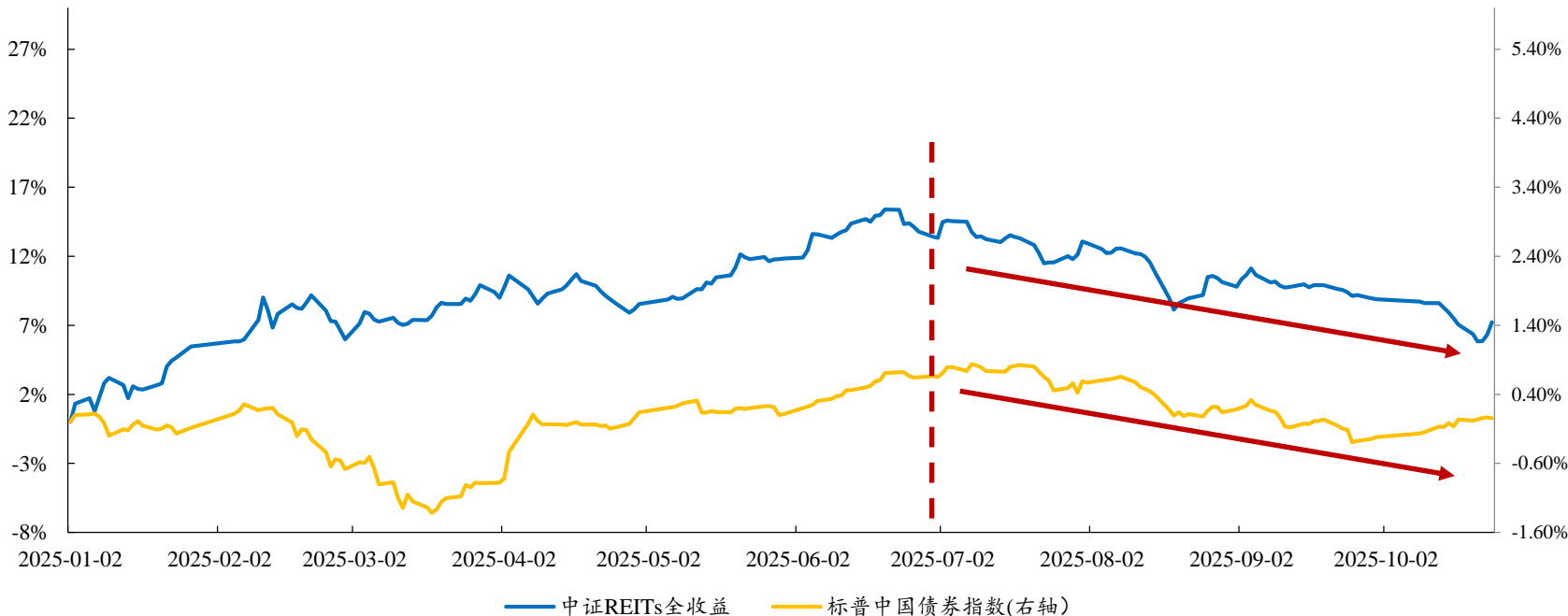
图7：2025年7月“反内卷”提出后，REITs板块走势与10年期国债收益率反向变化



数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：指数下半年变化率以2025年一季度末为基点）

- 同时，利率上行会削弱REITs相对债券等固收资产的分红吸引力，部分追求稳定收益的资金可能转向收益更高的低风险资产，进一步加剧REITs二级市场的估值调整压力，这种压制效应在经营权类等现金流波动较小、债性更强的REITs中表现尤为明显。

图8：2025年7月“反内卷”提出后，REITs板块走势与债券走势同向变化



数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：指数下半年变化率以2025年二季度末为基点）

目录

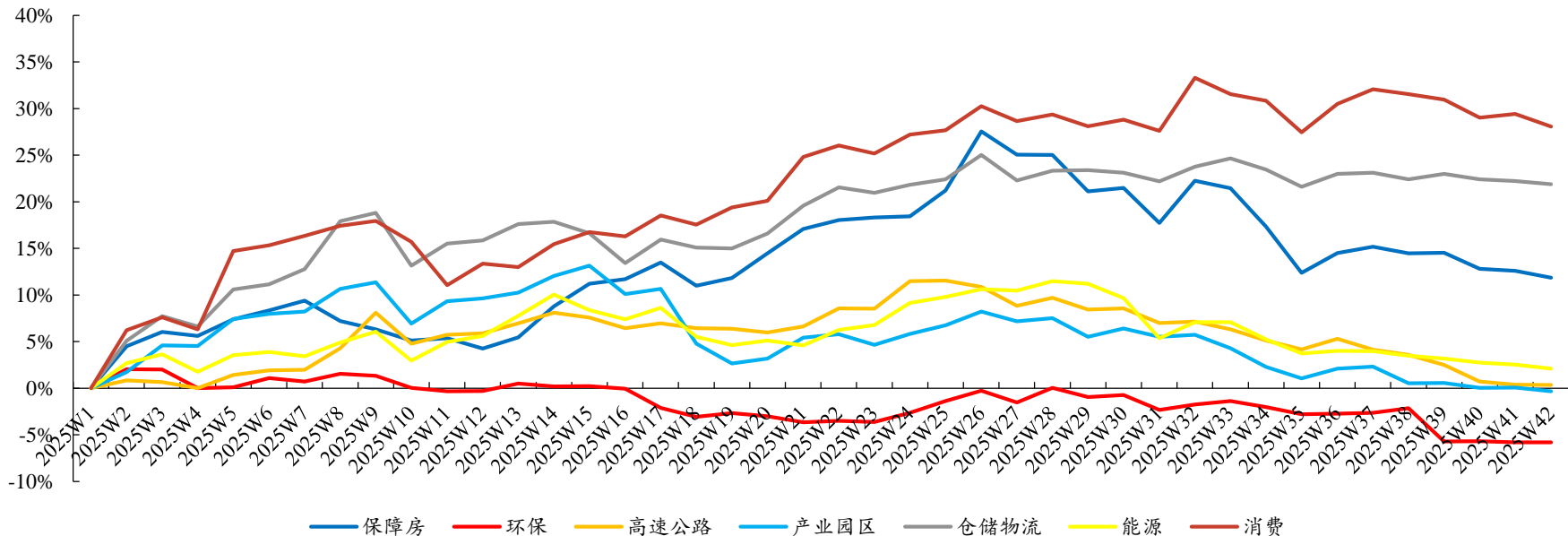
CONTENTS

- 1 2025年REITs板块逻辑复盘
- 2 **REITs板块分化态势解读**
- 3 REITs未来发展趋势展望
- 4 投资建议
- 5 风险提示

2.1 REITs板块分化态势解读：分化态势明显

➤ 2025年以来，REITs板块分化态势明显。从年初至今表现来看，消费REITs、保障房REITs、仓储物流REIT收益水平相对较高，特别在上半年区间内，涨幅均超20%。环保、高速公路、产业园区、能源REITs受市场关注度较小，行情上看，整体波动性较小，弹性不大。

图9：2025年以来，REITs板块分化态势趋于明显

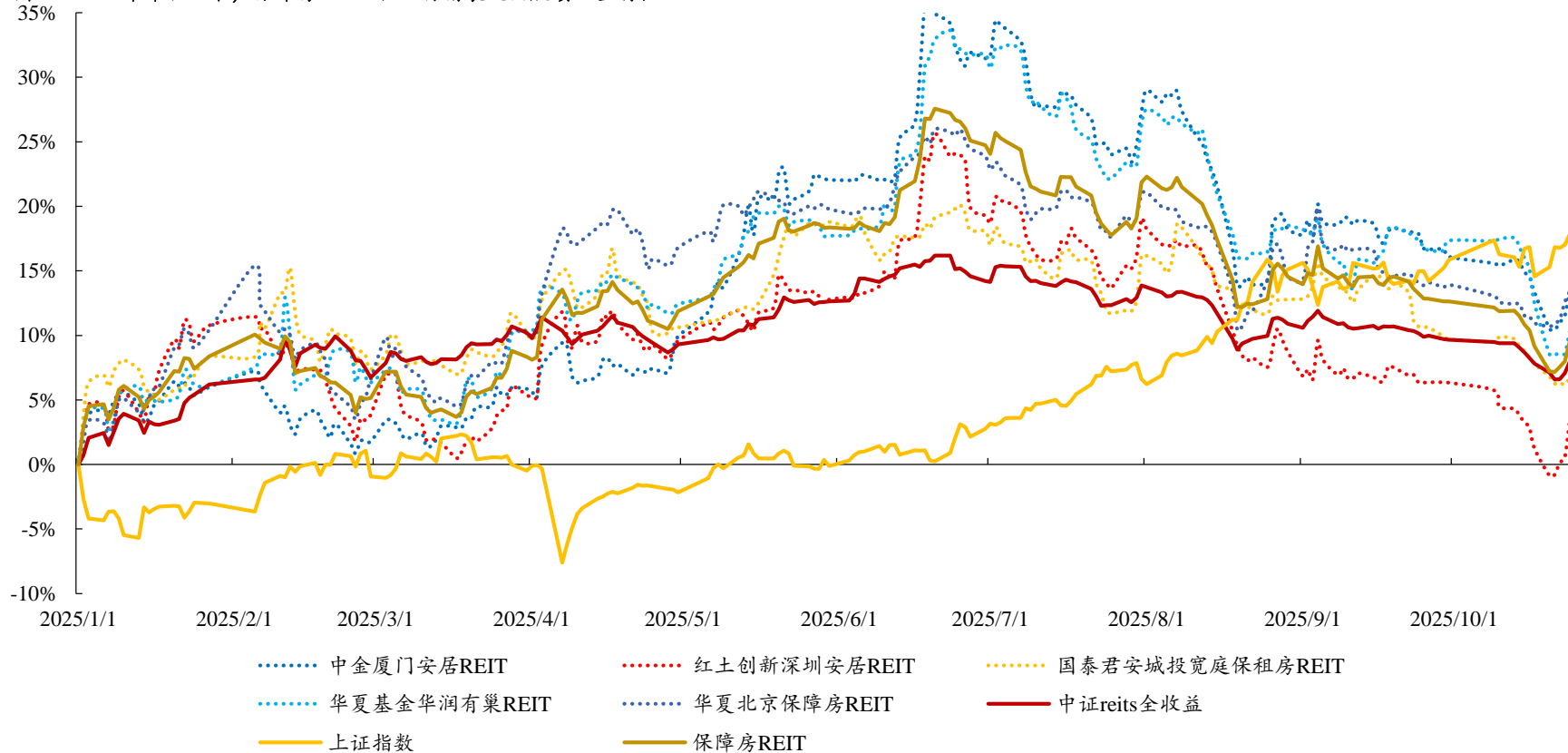


数据来源：Wind、开源证券研究所

- 2025年初至今，保障房REITs的走势主要受多重因素驱动：
- **避险需求激增。**年初受国际局势变动及A股剧烈震荡影响，资金转向抗周期资产。4月7日上证指数下跌7%，5只保租房REITs中4只逆势上涨。
- **底层资产韧性凸显。**核心区位（如北上深科技产业带）、高出租率及长租约占比支撑现金流稳定，叠加租金补贴和产业协同效应（如腾讯、字节跳动员工租户），形成超额收益基础。
- **政策与扩募催化。**国家推动租赁住房金融支持，首单保租房REIT扩募获批（如华夏北京保障房REIT），分派率提升预期增强市场信心，叠加低利率环境下高分红特性吸引保险等长期资金持续流入。
- **下半年债性凸显致使的阶段性回调。**6月至9月10年期国债收益率从低点上行13BP至1.87%的年内高位，而保障房REITs作为稳定现金流的长久期资产，对利率变动敏感性显著增强——与债券走势呈现正相关性，债性特征全面压过股性。

2.2 保障房REITs：上半年涨幅领跑板块，下半年至今回调明显

图10：2025年年初以来，保障房REITs板块行情展现出股债双重特性



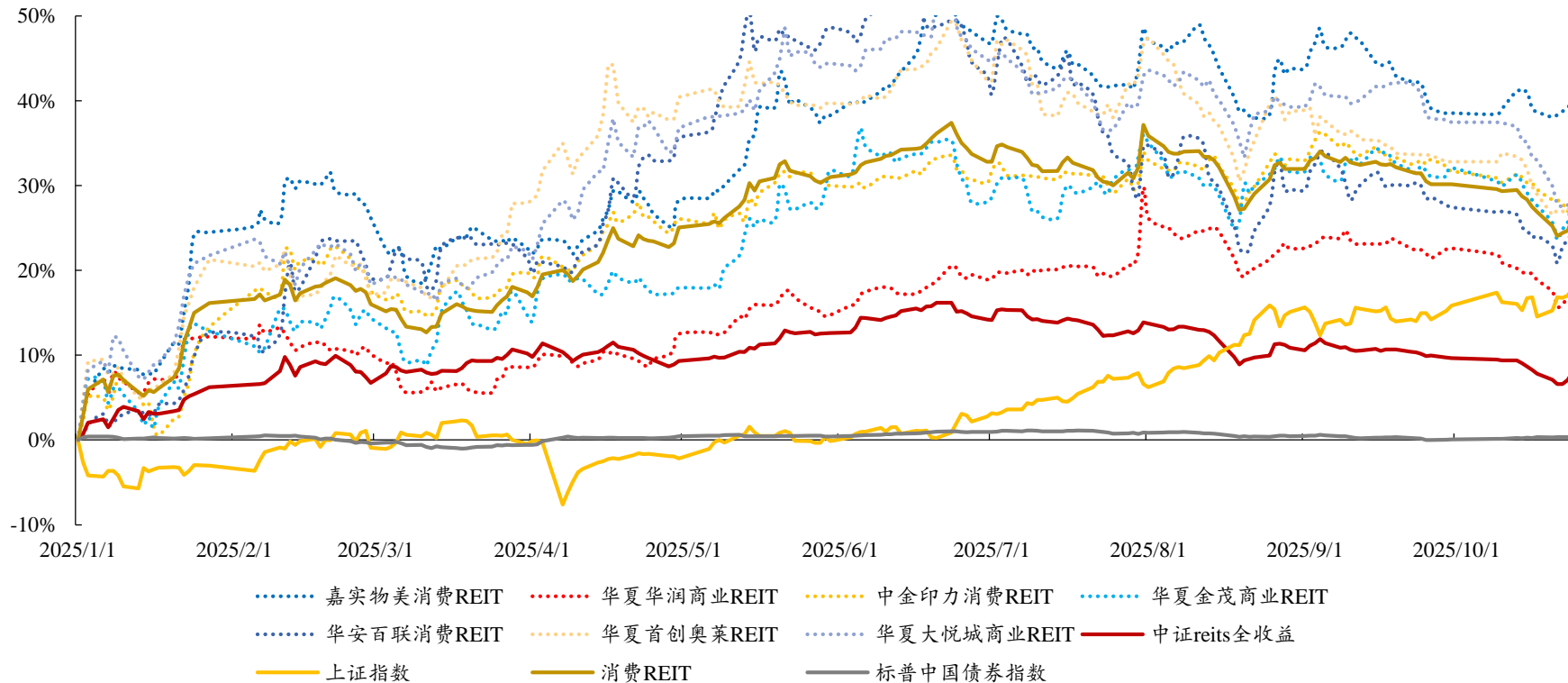
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 消费REITs：政策驱动与基本面分化并存

- 2025年政府工作报告明确将提振消费列为首要任务、叠加《提振消费专项行动方案》等政策催化下，市场对消费复苏预期升温，资金加速涌入消费REITs板块，推动其二级市场价格快速上行；另一方面，消费REITs底层资产租金承压，但凭借高派息率（普遍5%以上）和抗周期属性（如社区超市、奥莱等刚需业态），资金更倾向通过牺牲短期租金弹性换取稳定分红，形成“以价换量”的市场共识。新发消费REITs项目底层资产多为成熟商业体（如长沙览秀城、上海又一城），叠加扩募预期（如中金厦门安居REIT扩募案例引发的板块联动效应），进一步强化了市场对现金流确定性的追逐，但需警惕价格过快上涨后分派率稀释带来的估值回调压力。

2.3 消费REITs：政策驱动与基本面分化并存

图11：2025年年初以来，消费REITs板块行情受政策基本面影响较大（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 2025年REITs板块逻辑复盘
- 2 REITs板块分化态势解读
- 3 **REITs未来发展趋势展望**
- 4 投资建议
- 5 风险提示

3.1 多元化趋势明显，资产范围不断扩充

- 继2024年7月31日，国家发展改革委发布《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》，首次将REITs的资产行业范围进一步拓宽至养老设施、储能设施项目、清洁低碳、灵活高效的燃煤发电（含热电联产煤电）项目、4A级景区（原为5A级景区）和市场化租赁住房后，2025年9月12日，国家发改委再度发布《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)常态化申报推荐工作的通知》(发改办投资〔2025〕782号)。

表1：政策端信号释放：多元化趋势明显，资产范围不断扩充

日期	部门	文件	内容
2020/4/24	中国证监会	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》	明确重点区域与行业，交易结构采用“公募基金+资产支持证券（ABS）”模式，完善制度规范，明确管理人职责、投资者保护机制等，加强资产质量审核，构建监管框架，防范市场风险。
2015/4/24	十二届全国人民代表大会常务委员会	《中华人民共和国证券投资基金法》	立法目的和适用范围，基金管理人和托管人的职责，基金的募集，交易和申购赎回，基金的运作与信息披露，基金合同的变更，终止与财产清算，法律责任等
2023/10/20	中国证监会	《公开募集基础设施证券投资基金指引》	明确产品定义与运作模式，压实机构主体责任，严控基础设施项目质量、明确基金份额发售方式，规范基金投资运作，加强风险管控，夯实投资者保护机制，明确证监会监督管理和相关自律组织管理职责，强化违规行为约束。
2024/2/8	中国证监会	《监管规则适用指引——会计类第4号》	只要基础设施REITs是不可避免现金分红义务和强制清算义务，即可明确其权益属性。
2024/7/31	国家发展改革委	《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》（发改投资〔2024〕1014号）	首次将REITs的资产行业范围进一步拓宽至养老设施、储能设施项目、清洁低碳、灵活高效的燃煤发电（含热电联产煤电）项目、4A级景区（原为5A级景区）和市场化租赁住房；此外，允许园区REITs、消费REITs中的酒店、商办配套比例不高于30%（特殊情况不超过50%）的资产入池。REITs资产范围不断拓宽，资产类别趋于全面，有利于REITs一级市场提质扩容。取消了分派率IRR的要求，预示着在无风险利率下行的背景下，REITs底层资产的估值有望增长，从而增强其股性。
2024/9/12	国家发展改革委	《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)常态化申报推荐工作的通知》(发改办投资〔2025〕782号)	积极推动新资产类型项目推荐发行。积极研究探索铁路、港口、特高压输电、通信铁塔、市场化租赁住房、文化旅游、专业市场、养老设施等尚无推荐发行案例的新资产类型项目的发行路径，加大力度协调解决难点堵点问题，帮助项目尽快满足发行条件。

资料来源：中国政府网、证监会官网、国家发改委官网等、开源证券研究所

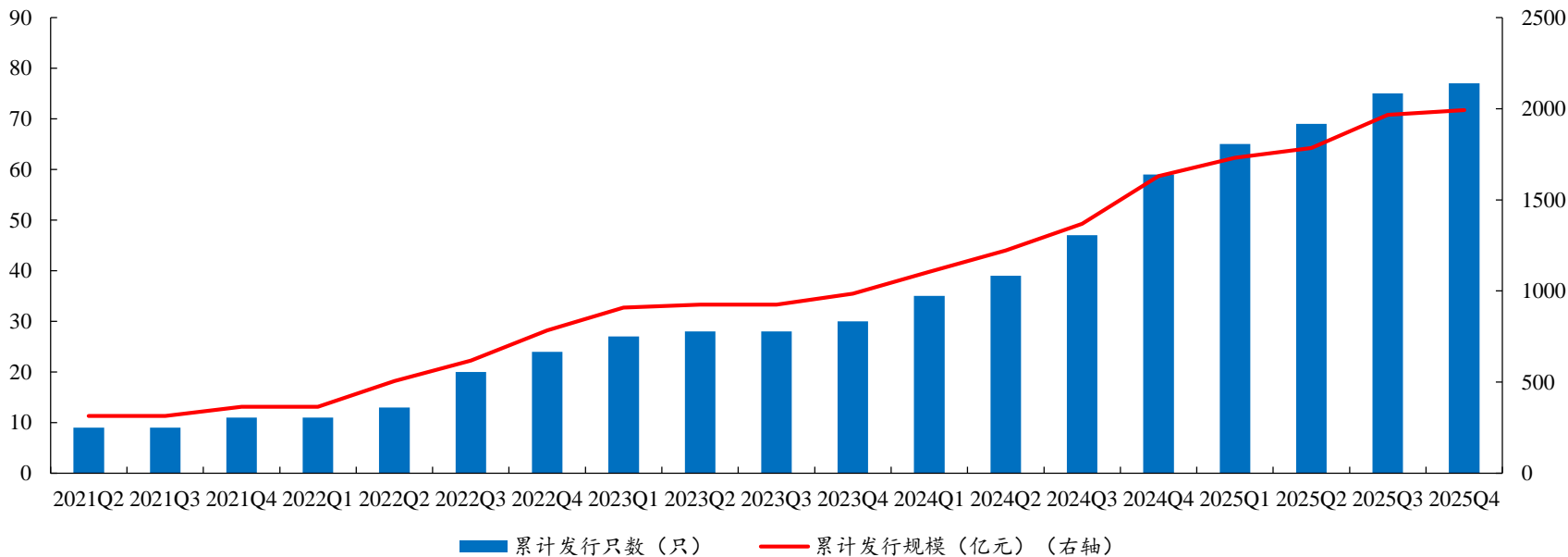
3.2 多元化趋势明显，资产范围不断扩充

- 加快成熟资产类型项目常态化申报。加快收费公路、清洁能源、仓储物流、保障性租赁住房等成熟资产类型项目申报，进一步加大供热、水利、数据中心等潜在发行空间较大资产类型项目的组织力度。
- 积极推动新资产类型项目推荐发行。积极研究探索**铁路、港口、特高压输电、通信铁塔、市场化租赁住房、文化旅游、专业市场、养老设施**等尚无推荐发行案例的新资产类型项目的发行路径，帮助项目尽快满足发行条件。

规模趋势：扩围扩容持续进行，总规模年复合增长率超50%

- 截至2025年10月29日，公募REITs市场累计共发行77只公募REITs基金，总规模累计达1993亿元，总规模相较2024年末增长22.2%，总规模是2021年末总规模的5倍以上。2021Q3-2025Q3四年间，公募REITs总规模年均复合增长率58.2%，规模扩张趋势仍在维持。

图12：截至2025年10月29日，公募REITs市场累计共发行77只公募REITs基金，总规模累计达1993亿元

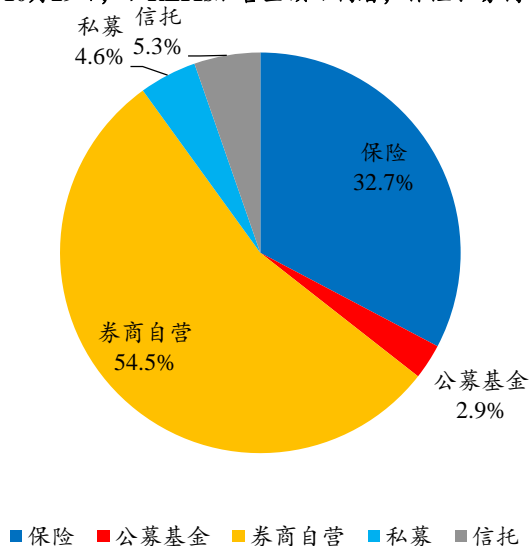


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 机构行为：保险、券商自营配售占比高

➤ 截至2025年10月29日，公募REITs配售中配售金额超3亿元的机构中，券商自营占比54.5%，保险占比32.7%，信托占比5.3%，私募占比4.6%，公募基金占比2.9%。整体来看，券商自营和保险在配售金额超3亿元的机构中占比超85%，券商自营看重REITs可观的打新收益和二级市场的波段交易机会，能有效增厚自营业务收入，并可利用会计处理平滑波动；而保险资金则更着眼于长期，将其作为超越传统债市收益的类固收资产，其稳定且可持续的分红现金流的类债属性能较好地匹配保险机构所期望的久期结构。

图12：截至2025年10月29日，从REITs配售金额结构看，保险、券商自营配售占比高



数据来源：Wind、开源证券研究所（备注：图为对配售金额大于3亿元的机构统计）

目录

CONTENTS

- 1 2025年REITs板块逻辑复盘
- 2 REITs板块分化态势解读
- 3 REITs未来发展趋势展望
- 4 **投资建议**
- 5 风险提示

- 2025年REITs市场将延续扩容与分化的双重趋势，政策常态化推进与资产创新成为扩容核心引擎：发改委9月新政明确“储备-申报”滚动机制，推动收费公路、清洁能源等成熟资产加速上市，同时探索铁路、港口、文旅等新领域发行路径，叠加存量项目扩募“绿色通道”的新兴赛道。低利率环境与权益市场波动下，REITs配置需求持续旺盛，险资通过战略配售深度布局，但分化态势同步加剧——消费类优质资产（中金唯品会奥莱REIT首日涨幅26.81%）与运营稳健标的受追捧，而部分高溢价品种面临分派率稀释风险，中国香港市场更是呈现酒店旅游资产逆势增长、零售物业承压的结构性差异。政策层面，全流程信息化管理系统上线提升透明度，民间投资申报“单列”机制激发社会资本活力，叠加运营指标披露规范的推进，将与专项立法衔接形成长效机制，为市场中长期发展筑牢根基。

- 2025年REITs投资围绕“稳增长打底、新业态突围”的核心逻辑，板块选择上聚焦两大主线：一是优先配置抗周期属性突出的消费类与保租房REITs，二是多元化背景下的新业态上市机会。
- 消费类REITs如社区商业、奥莱等底层资产，后者如华夏北京保障房REIT等政策倾斜标的，凭借刚性需求支撑与租金补贴加持，业绩韧性显著；二是布局高壁垒新兴业态，医药仓储、数据中心、智慧物流等领域，依托行业准入门槛与数字化转型需求，成长潜力优于传统板块。区域布局侧重两类资产，核心城市群（北上深科技带、成渝双城经济圈）项目受益产业协同效应，地方特色项目则借政策扶持获得差异化收益。
- 操作层面需动态平衡估值与分派率，优先选择运营稳健、扩募能力强的标的，同时警惕长端利率上行与REITs供给放量对市场情绪的短期冲击，通过分散配置降低波动风险。

- 我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，当前时间节点重点板块需围绕“稳增长”与“新业态”两条主线，持续关注扩容+分化逻辑，注意板块周期及利率敏感资产创造的波段机会。
- 受益资产：
 - 核心配置：高股息保租房、消费REITs。
 - 波段机会：利率敏感型资产（高速、产业园）在利率下行期或更具弹性。

目录

CONTENTS

- 1 2025年REITs板块逻辑复盘
- 2 REITs板块分化态势解读
- 3 REITs未来发展趋势展望
- 4 投资建议
- 5 风险提示

- 公募REITs价格变动及运营风险：公募REITs价格变动及运营风险相互传导，底层资产运营问题会导致价格波动，而价格低迷又会制约后续运营形成循环。
- 调控政策超预期变化，行业波动加剧：政策调整会直接影响底层资产所在行业的盈利与成本结构，进而传导至REITs产品。
- 各类别资金入市进度不及预期：资金入市进度不及预期，会造成市场流动性不足，既影响一级市场发行扩募，也会加剧二级市场价格波动。
- 项目长期分派率不及预期：项目长期分派率不及预期，当底层资产长期收益能力不达标，会引发投资者赎回并拖累产品价格与后续发展。

分析师声明

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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R4（中高风险），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境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为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。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

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，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：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

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券