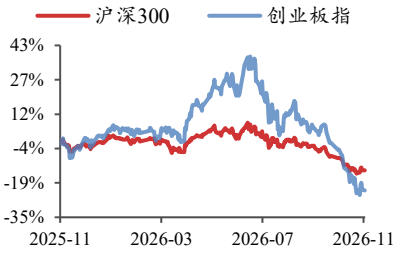
2026 年 11 月 10 日

开源晨会 1110

——晨会纪要

市场快报

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(%)
煤炭	2.744
通信	1.115
国防军工	0.928
银行	0.916
电子	0.846

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电力设备	-1.566
房地产	-1.154
美容护理	-1.018
钢铁	-0.825
传媒	-0.773

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

【策略】2027：盈利周期的两面——策略行业 2027 年度投资策略-20261109

行业公司

【计算机】全视角科技投资脉络：从大模型百家争鸣到算力需求井喷——投资策略专题-20261109

【美容护理】医美化妆品 10 月月报：2026Q3 化妆品收入增长提速，医美上下游分化，聚焦盈利改善——行业点评报告-20261109

【基础化工】产能供给见顶，库存低位蓄力，需求东风下中国化工开启新纪元——行业投资策略-20261109

【海外消费】港股消费&应用：阜博紧抓 AI 短剧红利进入业绩加速期，美护三季报盈利延续分化——行业周报-20261108

【海外科技】算力交付不确定性上升，Anthropic 短期算力成本承压，多模态能力持续升级——行业周报-20261108

【非银金融：香港交易所(00388.HK)】市场成交边际回落，IPO 活跃带来优质资产扩容——香港交易所 2026 年三季报点评-20261108

研报摘要

总量研究

【策略】2027：盈利周期的两面——策略行业 2027 年度投资策略-20261109

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 曹晋（分析师）证书编号：S0790526070003 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005 | 夏诗晴（联系人）证书编号：S0790126070049

1.大势：2027 年盈利增速高点渐近，牛市未必结束——四重矛盾，盈利周期进入验证期

2025 看重估，2026 看结构，2027 看盈利接棒。我们从“牛市二阶段”到“牛三买点火”；7 月以来持续强调极致拥挤后的【再平衡】，重视红利、小微盘及科技“大切中小”。

2027 年四重矛盾：盈利、流动性、拥挤度与产业叙事——盈利增速渐近高点但非断崖；国内资产荒仍在，美债利率约束分母；极致拥挤缓解，资金再平衡启动；AI 长期叙事未破，新增强催化未确认。基准判断:【高波震荡】。

2.盈利增速高点不等于股价高点：胜负手是【ΔG 接棒还是断档】

企业盈利增速高点或临近。我们构建的“企业融资总额”指标领先工业企业利润增速 9 个月，指引 2026 年底至 2027 年初进入盈利增速高点区域，其后增速缓慢回落。增速高点年份仍可作为：历史四轮盈利增速高点（2007/2010/2017/2021）后的 6 个月及全年，股价上涨概率均达 75%。

盈利增速高点之后三条路径：接棒、续航、或重估压力上升。牛熊之分重点看 ΔG 为正行业占比：2017 年存量高景气续航，2021 年“新半军”接棒；2019—2021 年 ΔG 为正行业占比约 50%，2022 年降至 30%以下。牛市是否延续关键看是否有新增长接棒，内需政策传导是重要条件。

3. DDM：宽度取代高度，【鱼尾行情】长度由流动性决定

分子端，2026 年 1—9 月工业利润增长集中于电子设备、有色加工、燃料开采、化学制品；本轮总量增速高点不高，驱动来自价格、利润率修复及“反内卷”，其后大概率缓慢回落。盈利加速度普遍放缓，却向房地产、煤炭、商贸零售转移，2027 年“宽度取代高度，质量弥补速度”。

盈利增速触顶并回落后，【鱼尾行情】开启。美债实际利率、存量社融增速、新发基金规模决定鱼尾行情长度。本轮美国“撤回宽松式”加息可比 1999 年，权益仍以盈利为锚。国内融资回升、新发基金温和，存量支撑仍在，增量共振未至。

4.微观结构：后拥挤时代到来，再平衡带来“大切小”

我们观察的微观结构核心指标“A 股前 5%成交额集中度”从本轮高点 7 月的 49.8%降至 41%附近，接近历史消化区间（8—10 个百分点）。历史五次极致拥挤后，牛熊未必切换，但均发生“大切小”。筹码缓解不等于资金回流，后续重视小微盘和交易扩散。

5.配置：从再平衡为先，到向顺周期要超额，科技等待右侧

科技长叙事未破，从拥挤龙头走向新的盈利加速机会。中国科技分“已形成优势、具备突破基础、仍有差距”三层；国产优于海外，国产算力有技术突破和国产替代的 ΔG，AI 应用从 coding 走向 work agent。

四类基准配置：①【预期差】消费、顺周期（食品饮料、地产、美容护理、交运），地产链需政策传导；②【再平衡】小微盘、科技内部大小切换；③【右侧科技】国产算力、AI 上游及应用，需 G+ΔG 和催化；④【底仓】优化高股息、稳定现金流，辅以净利润断层。基准之外，2027 年宏观与产业变数较多，因此海外 AI 需求爆发、国产 AI 突破、美债利率快速下行、内需政策加力四类变化，要重视右侧确认后应对。

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。

行业公司

【计算机】全视角科技投资脉络：从大模型百家争鸣到算力需求井喷——投资策略专题-20261109

张越（分析师）证书编号：S0790524090003 | 叶进新（联系人）证书编号：S0790126060053

1.大模型能力提升与产业应用同步推进

Transformer 架构、数据工程、训练优化与后训练共同决定模型能力；推理效率和部署成本影响模型能否进入真实业务流程。国产模型竞争从单点性能延伸至开放程度、调用成本、产品体验和生态适配。智谱围绕 GLM、Coding、多模态与 Agent 扩展应用。Anthropic 案例展示企业客户、用量收入与算力投入的联动。

2.物理 AI 加速落地，推理需求带动 AI 服务器与国产算力扩容

物理 AI 通过数据采集、仿真训练和真实场景部署形成完整链条，搬运等任务已有进展，精细操作与跨场景泛化仍需真机验证；具身大脑有望与机器人本体分开收费，商业化仍取决于应用效果与客户的付费意愿。复杂推理与 Agent 任务增加持续性算力消耗，服务器需求从训练集群延伸至高并发推理，国产芯片厂商通过软硬件适配、集群交付和客户场景推进规模应用，采购需求正从测试验证转向实际部署。

3.算力租赁、液冷与先进封装承接基础设施需求

算力租赁让客户按需使用算力，供给方涵盖云厂商、运营商与专业服务商；机柜功率密度上升推动散热升级，冷板式液冷适合现有服务器架构，浸没式、喷淋式液冷继续探索更高密度应用场景，CDU、歧管与快接头等部件集中了液冷系统的价值。先进封装涵盖 2.5D、3D 及面板化路线，玻璃基板以材料特性、应用形态与核心工艺为基础，设备订单、载板验证和产业链配套决定产业化节奏。

风险提示：大模型技术迭代不及预期风险； AI 技术应用不及预期风险；AI Infra 建设不及预期风险；技术研发进度不及预期的风险；玻璃基板技术产业化进展不及预期风险；玻璃基板市场需求不及预期风险；行业竞争加剧的风险；相关政策不及预期风险。

【基础化工】产能供给见顶，库存低位蓄力，需求东风下中国化工开启新纪元——行业投资策略-20261109

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 李婷（联系人）证书编号：S0790126040022

产能供给见顶，库存低位蓄力，需求东风下中国化工开启新纪元

我们坚定看好中国化工在 2027 年开启新一轮景气周期。供给端，产能周期见顶、政策刚性约束以及海外产能加速出清，叠加全行业库存处于历史低位，化工品价格与价差的向上弹性变大。需求端，年内受高油价及下游去库压制，化工原料需求较弱，但随着可预期的油价回落，补库和终端需求复苏将为化工带来巨大弹性。化工行业正站在景气底部向上的起点，板块盈利中枢具备抬升基础，龙头存量资产价值与全球份额提升构成中长期核心逻辑，行业盈利中枢有望进一步抬升，我们坚定看好中国化工长景气周期开启。

供给端：产能供给见顶，库存低位蓄力

在“反内卷”与“双碳”政策的双重约束下，本轮投产周期已基本见顶，且行业自律行为频率更高、持续时间更长，供给端约束正由预期逐步走向兑现。与此同时，海外化工产能持续退出，中国化工企业有望进一步提升全球市场占有率。当前高油价背景下，多数化工品库存处于低位，补库周期有待开启。面对地缘政治引发的油价波动，国内化工行业抗风险能力突出，全球市占率持续抬升。

需求端：高利率、高油价压制年内需求，2027 年或将迎来边际改善

内需方面，房贷贴息接力国补政策、以旧换新等一揽子促消费政策，共同拉动国内需求企稳修复。外需方面，若后续海外加息周期结束，融资约束边际缓解，叠加油价、通胀压力边际改善，海外制造业补库及开工意愿有望释放，化工品外需或将迎来显著修复。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份、卫星化学等；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学、新乡化纤、三友化工等；【氟化工】巨化股份、三美股份、金石资源、昊华科技等；【铬盐】振华股份；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】中盐化工、博源化工、新疆天业、滨化股份等；【其他】黑猫股份、苏博特、江苏索普、大洋生物、万凯新材等。【新材料】：瑞联新材、万润股份、濮阳惠成；胶膜：皖维高新、洁美科技、东材科技、圣泉集团、长阳科技；/轮胎帘：利安隆、安利股份、雅化集团、通用股份等。受益标的：【化工龙头白马】东方盛虹；【化纤行业】神马股份、吉林化纤、恒逸石化、华鼎股份等；【氟化工】东岳集团；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、川金诺、史丹利、湖北宜化等；【硅】新安股份；【氯碱行业】中泰化学；【新材料】国瓷材料；【其他】海新能科、华谊集团等。

风险提示：需求不及预期、油价持续高位、双碳政策不及预期、其他风险 1-2。

【海外消费】港股消费&应用：阜博紧抓 AI 短剧红利进入业绩加速期，美护三季报盈利延续分化——行业周报-20261108

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（分析师）证书编号：S0790525070010

AI 应用：阜博、金蝶 2026Q3 业绩增速亮眼，AI 应用进入加速兑现期

阜博集团：2026Q3 收入同比+32%、较上半年明显加速，平台算力服务开始放量。公司 AI 相关资产占比较 2024Q4 的 3%一路提升至 2026Q3 的 26%；AI 短剧平台军备竞赛下确权与分账监测成为刚需，阜博作为红果独家版权服务商，AI 短剧版权监测服务季度数量环比+106%，作为“卖水人”率先受益。第二曲线成型，AI 影视工厂与版权大模型双线推进，文莱算力中心计划 2027 年落地首个 25 兆瓦、2028 年再落地 25 兆瓦，锁定 AI 内容时代的算力卡位。金蝶国际：2026Q3 单季净新增 ARR 同增 46.9%，订阅 ARR 约 46.04 亿元（同比+19.3%）；灵基定位企业智能体操作系统，推动产品价值“由信息查询向流程处理延伸”，费用审核智能体可释放 20%-30%的审单人力，前三季度 AI 原生产品累计签约合同金额达 10.02 亿元。两家公司业绩共同印证 AI 应用进入加速兑现期。

小米集团：汽车月交付破 5 万创新高，手机 ASP 走高覆盖部分存储涨价

汽车：10 月交付超 5 万辆创年内新高，出海窗口在 2027 年下半年。澎程系列 9 月上市首月交付超 1 万辆，SU7、YU7 及澎程三线矩阵逐步成型；出海方面，公司已明确 2027 年进入欧洲（德国首站）、2028 年上半年进入右舵市场。手机：量跌价升，涨价覆盖部分成本端压力。2026Q2 出货 3,120 万台、同比-26.5%，ASP 升至 1,351.0 元（+25.9%）创历史新高，量价相抵后手机收入 421 亿元（-7.5%），毛利率 8.5%（-3.0pct）；ASP 上行并非需求改善所致，背后是存储成本上行，存储占手机 BOM 成本已升至 30%-40%，TrendForce 周度数据显示 DDR4 现货价格有所降温，传导至采购成本仍需合约价重新谈判。

美护：行业增速放缓，美护三季报盈利延续分化

2026Q1-Q3 美护线上呈低速稳健增长，主流电商美妆 GMV 合计 3822 亿元、同比+3.8%，抖音增速放缓至 11.6%，天猫恢复低增，渠道增速趋近。品牌端头部集中强化，TOP20GMV793 亿元、同比+11.7%，高于大盘；外资高端表现亮眼，雅诗兰黛、修丽可等双位数以上增长，国货在部分细分品类表现突出。财报端，Q1-Q3 美容护理板块收入 493.6 亿元、同比+8.3%，归母净利 57.3 亿元、同比-9.6%，Q3 利润压力加大；销售费用率 41.7%、同比+2.2pct，美

妆销售费用率 44.4%、同比+2.2pct，平台红利弱化与国际大牌促销加码侵蚀本土品牌利润。个护板块收入/归母净利同比+37%/+57%，产品升级与矩阵拓展驱动高增；医美上游供给增加、竞争加剧，盈利承压。毛戈平 Q3 营收、净利同比+22%-24%，高端品牌韧性凸显。后续关注新品放量、费用投放效率与盈利修复。

本周行情：商贸零售、消费者服务、电力设备及新能源均跑赢大盘

本周（2026.11.2-2026.11.6）港股商贸零售/消费者服务/电力设备及新能源指数+7.88%/+8.86%/+10.23%，较恒生指数涨跌幅+2.79/+3.76/+5.13pct，在 30 个一级行业中排名第 4/3/1。

推荐标的：(1)AI 应用：阜博集团、美图公司；(2)零售:万物新生、西普尼。

受益标的：(1)IP:泡泡玛特、布鲁可、阅文集团；(2)美护:毛戈平、林清轩、若羽臣、巨子生物、雅诗兰黛；(3)零售:东方甄选、华润万象生活、太古地产；(4)牙科:时代天使、现代牙科、爱迪特、先临三维；(5)AI 电力:BloomEnergy、壹连科技、威胜控股；(6)制造:津上机床中国；(7)AI 应用:赤子城科技、迈富时、salesforce、servicenow。

风险提示：项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

【海外科技】算力交付不确定性上升，Anthropic 短期算力成本承压，多模态能力持续升级——行业周报-20261108

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 叶彬慧（分析师）证书编号：S0790526070007 | 李秋莹（联系人）证书编号：S0790126060038

大模型：Anthropic 算力投入与成本压力显现，多模态理解与生成能力升级

本周 AI 商业化投入与多模态模型能力升级同步推进。Anthropic 更新 IPO 招股书，2026Q3 收入达 169.56 亿美元，环比增长约 47%，增速较 Q2 放缓；受额外算力交付及短期高价算力采购影响，调整后营业利润率由 19%降至 15%。截至 2026 年 9 月 30 日及期后，公司累计承诺支出约 8,954 亿美元，绝大部分涉及算力和基础设施。我们认为，Anthropic 收入规模持续扩大，但短期高价算力采购对利润率形成压力，叠加大规模长期基础设施承诺，未来资金需求持续增加。

模型能力方面，腾讯发布混元 Hy4，首次引入视觉理解与 ComputerUse 能力；OpenAI 推出 GPT-Image-2.6；美团发布 LongCat-2.5。我们认为，近期更新体现了多模态理解、复杂任务执行与内容生成能力的同步升级，有望推动 AI 在专业办公、软件开发等场景进一步应用。

云计算：中期选举重塑数据中心政策预期，算力租赁进入交付确定性重定价

中期选举提高数据中心建设的不确定性，算力交付确定性成为市场定价重点。民主党在德克萨斯、俄亥俄、佐治亚等数据中心重镇胜选，相关政策可能通过暂停或附加条件审批、提高电力与水资源成本承担要求，拉长项目建设周期并抬升开发成本。Neocloud 交付缺口大、现金流承压，受影响更明显：CoreWeave、Nebius、IREN 等公司大量已签约电力尚待转化为实际运营容量，面临更明显的通电与现金流压力；大型 CSP 凭借已建成算力、资金实力及跨区域布局，抗风险能力相对较强。我们认为，中期选举并未改变 AI 算力需求趋势，但市场将更重视项目按期通电和交付的确定性，数据中心成本分担与地方审批进程仍需持续关注。

投资建议：

大模型与云计算：推荐标的：智谱B,德适益标的：谷歌、亚马逊、微软、MiniMax。

风险提示：模型及产品推出不及预期、AI 算力需求不及预期风险、算力供给超预期释放风险、宏观经济增长放缓。

【非银金融：香港交易所(00388.HK)】市场成交边际回落，IPO 活跃带来优质资产扩容——香港交易所 2026 年三季报点评-20261108

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 印梓铭（联系人）证书编号：S0790126070027

市场成交边际回落，IPO 活跃带来优质资产扩容

2026 年前三季度香港交易所实现收入及其他收益、股东应占溢利分别达 246、154 亿港元，同比+12%/+15%，单 Q3 分别为 79、49 亿港元，同比+1/-1%，环比-7%/-10%，业绩符合我们预期。Q3 市场活跃度有所回落，一级市场延续高景气，多元化收入来源支撑较强。我们维持此前盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润 195、201、212 亿港元，同比+10%、+3%、+5%，对应 EPS 分别为 15.4、15.9、16.7 港元，当前股价对应 PE 分别为 25.0、24.3、23.1 倍。AtoH 浪潮+中概股回归推动港股优质资产扩容，互联互通机制优化、衍生品体系丰富有望进一步提升市场活跃度，看好公司长期成长空间，维持“买入”评级。

市场成交有所回落，港股一级市场延续高景气

（1）与现货交易量挂钩的收入同比保持较快增长。2026Q1-3 公司交易费及交易系统使用费 88.4 亿港元，同比+13%，单 Q3 为 28.5 亿港元，环比-5%。前三季度现货/衍生品/商品分别为 54、20、14 亿港元，同比分别+14%、+3%、+24%，单 Q3 分别环比-4%、-7%、-6%。2026Q1-3 结算及交收费 65.1 亿港元，同比+23%，单 Q3 为 21.6 亿港元，环比-3%。交易及结算收入环比下降主因三季度交易量边际回落，2026Q3 港股现货/南向 ADT2542/1073 亿港元，环比-12%/-13%，北向 ADT3097 亿元，环比-15%，LME 的收费交易金属合约的平均每日成交量 74 万手，环比-8%。

（2）港股一级市场延续高景气，优质资产持续扩容。2026Q1-3 上市费收入 15.5 亿港元，同比+22%，单 Q3 为 5 亿港元，环比-1%。2026Q1-3 港股新上市 118 家，IPO 募资总额达 3884 亿港元（2025Q1-3 新上市 69 家，IPO 募资额 1883 亿港元）。伴随中概股回归及 AtoH 浪潮，港股优质资产有望持续扩容，市场活跃度有望进一步提升。（3）2026Q1-3 存托管及代理人服务费/市场数据费分别为 13.6/9.6 亿港元，同比分别+22%/+11%。

保证金投资收益有所下降，费用投入同比增加

（1）2026Q1-3 投资收益 35.4 亿港元，同比-9%，其中公司资金投资净收益 14.4 亿港元，同比+11%，其中包含非上市股权投资估值收益 3.1 亿港元，年化投资回报 5.04%高于 2025 年同期 4.67%。保证金及结算所基金投资收益为 21.0 亿港元，同比-19%，主要受结算所优化保证金抵押品安排向结算参与者支付回扣增加影响。

（2）2026Q1-3 公司营业支出 47.6 亿港元，同比+7%，有所增加，其中员工成本 32.3 亿港元，同比+9%。

风险提示：美联储货币政策不确定性；港股市场交易量不及预期。

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。

分析师声明

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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（北交所基准指数为北证 50 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。		

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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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