

2024年09月28日

## 两新明显见效，企业利润有望筑底回升

宏观研究团队

——兼评8月企业利润数据

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（分析师）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790524020002

**事件：**2024年1-8月全国规模以上工业企业利润累计同比0.5%，前值3.6%；营业收入累计同比2.4%，前值2.9%。

### ● 高基数拖累工业企业营收、利润表现

2024年8月营收当月同比为1.6%、较前值下滑了1.6个百分点；高基数约束利润表现，8月利润总额当月同比为-17.8%，较前值大幅走弱了21.9个百分点。拆分来看（利润增速=工业增加值\*PPI\*利润率同比），工业增加值贡献延续放缓、PPI负贡献扩大，工业企业利润率同比为最大拖累项，由7月的4.1%降至-17.8%。往后看，工业企业基本面或阶段性见底，9月两新政策已落地生效，叠加924货币政策组合拳加码，926政治局会议凸显稳增长决心、增量政策可期，以及美联储正式进入降息周期，内外合力有望提振需求、改善工业企业盈利。

### ● 利润格局：公用事业占比延续提升

**1、利润占比来看：**1-8月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造、公用事业的利润占比分别为33%、31.6%、26.3%、9.1%，分别较前值变动了-0.1、-0.1、0.0、+0.2个百分点。

**2、利润增速来看：**上游利润降幅扩大，1-8月利润累计同比下滑了4.2个百分点至-10.2%，行业层面有色冶炼延续高景气，化学纤维、黑色采选、黑色冶炼、有色冶炼等边际走弱；中游利润累计同比下滑至0.2%，细分行业普遍较前值回落2-3个百分点；下游利润累计同比小幅下滑至7.1%，其中造纸、木制品、农副食品、家具边际回落较多。

### ● 库存周期：放缓的共振补库或将重启，内需向上确定性较强

**1、库存周期共振补库改善。**国内：8月名义库存基本接近前值，但实际库存大幅走高了0.9个百分点至6.9%，销售走弱导致工业企业库销比反而上行，考虑到1-8月产销率仍不佳，我们判断国内仍处于弱补库且可能为生产强于需求形成的累库；美国：放缓的补库进程出现改善迹象，其中消费电子重启补库、7月库存同比提高了1.1个百分点至4.3%。

**2、增量内需的向上确定性较强：**支持消费品以旧换新的1500亿超长债资金已于8月初全部下达地方（早于要求的8月底），截至9月23日我们统计全部31省已出台落实政策细则。汽车端：截至9月25日汽车报废更新补贴申请超过113万份、较此前明显提速，以当前速率预计全年申请约199-233万份、与发改委测算的200万份较为接近，按2024年上半年零售均价的17.2万元/辆，则对2024年汽车零售的拉动有望上调至3566-4168亿元。家电端：从第三方机构、京东、苏宁易购等平台数据来看，9月电视、空调、电脑、洗衣机燃气灶、冰箱同比均有大幅增长，中位数约114%。

**3、近期房价下跌影响加深、部分行业调整优化，居民收入预期下滑进一步约束了居民消费需求以及消费政策生效。**因而此前我们在多篇报告中强调，补贴、存量房贷降息有一定效果但核心或在于收入性政策，伴随政策重心逐步向消费、民生就业倾斜，出台收入性政策的概率或趋于上升。货币和收入双因素共振是修复居民偿债比率、房地产止跌企稳的较为积极的一种路径，经济基本面和权益市场有望持续受益（详见报告《试论地产需求政策的有效性边界》、《一线城市消费走弱两点成因》等）。

**● 风险提示：**政策变化超预期；地缘政治反复超预期；美国经济超预期衰退。

### 相关研究报告

《这次不一样——9月政治局会议学习—宏观经济点评》-2024.9.27

《吹响稳增长的号角——924“货币大礼包”解读—宏观经济点评》-2024.9.25

《黄金价格再创历史新高—宏观周报》-2024.9.22

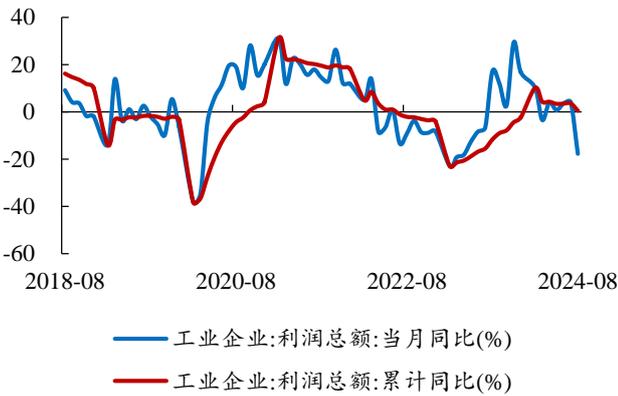
附图 1: 8 月工业企业景气度走弱

| 工业企业主要效益指标     | 2018 |   |   |   | 2019 |   |   |   | 2020 |    |    |   | 2021 |   |   |   | 2022 |   |   |   | 2023 |    |    |   | 2024 |   |   |   |   |   |   |   |       |       |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
|----------------|------|---|---|---|------|---|---|---|------|----|----|---|------|---|---|---|------|---|---|---|------|----|----|---|------|---|---|---|---|---|---|---|-------|-------|----|---|---|---|---|---|---|---|---|-----|
|                | 2    | 3 | 4 | 5 | 6    | 7 | 8 | 9 | 10   | 11 | 12 | 1 | 2    | 3 | 4 | 5 | 6    | 7 | 8 | 9 | 10   | 11 | 12 | 1 | 2    | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10    | 11    | 12 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 最新值 |
| 量              |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   | 1.6   | -1.6  |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| 营收:当月同比*       |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   | 2.4   | -0.5  |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| 营收:累计同比*       |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   | 5.8   | -0.1  |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| 工业增加值:累计同比*    |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   | 4.1   | 0.5   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| 出口交货值:累计同比*    |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   |       |       |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| 价              |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   | 4.1   | 0.5   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| PPI:同比         |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   |       |       |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| 利              |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   | -17.8 | -21.9 |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| 利润总额:当月同比*     |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   | 0.5   | -3.1  |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| 利润总额:累计同比*     |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   | 14.6  | -0.1  |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| 销售毛利率          |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   | 5.3   | -0.1  |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| 营业利润率          |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   | -1.0  | -0.3  |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| PPI-PPIRM      |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   |       |       |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| 费              |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   | 8.4   | 0.0   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| 工业企业:费用率(逆序)   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   |       |       |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| 库存             |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   | 5.1   | -0.1  |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| 产成品存货:累计同比(逆序) |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   | 20.4  | 0.0   |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| 存货周转天数(逆序)     |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   | -2.7  | -0.4  |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |
| 营收增速与存货增速剪刀差   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |      |   |   |   |      |    |    |   |      |   |   |   |   |   |   |   |       |       |    |   |   |   |   |   |   |   |   |     |

\*表示2021年为两年累计同比增速  
注:颜色数字大小关系:绿色<白色(50%分位数)<红色

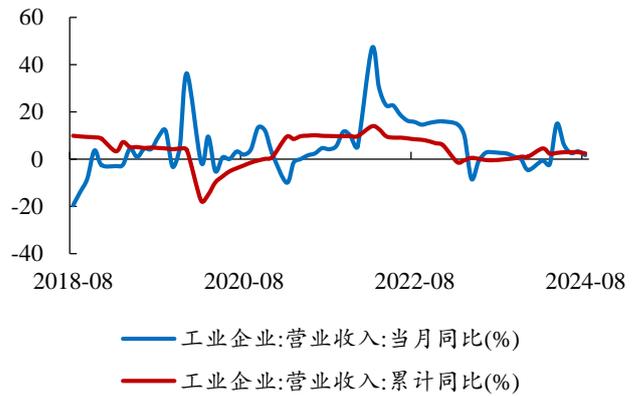
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 8 月利润当月同比大幅下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2021 年为两年复合增速

附图 3: 8 月营收当月同比小幅回落



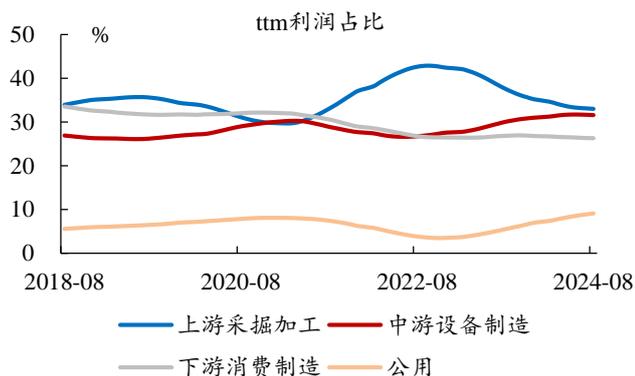
数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2021 年为两年复合增速

附图 4: 分拆来看, 工业增加值贡献放缓, 价格和利润率负贡献扩大



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 5：公用利润占比延续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 6：上游、中游利润增速受高基数拖累较大



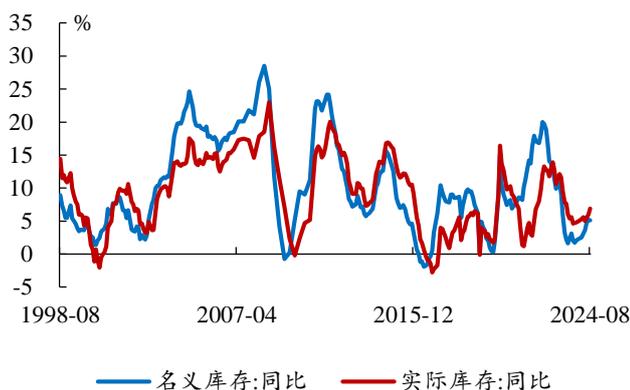
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 7：细分行业利润增速有不同程度的回落

| 工业行业大类            | 主要工业行业               | 1-8月利润总额：<br>累计同比% | Δ较上期% |
|-------------------|----------------------|--------------------|-------|
| 上游采掘加工            | 化学纤维制造业              | 68.4               | -36.8 |
|                   | 有色金属冶炼及压延加工业         | 64.2               | -15.1 |
|                   | 黑色金属矿采选业             | 31.0               | -17.1 |
|                   | 有色金属矿采选业             | 17.1               | 3.4   |
|                   | 橡胶和塑料制品业             | 6.9                | -4.4  |
|                   | 石油和天然气开采业            | 3.9                | -1.4  |
|                   | 化学原料及化学制品制造业         | 0.6                | -4.2  |
|                   | 煤炭开采和洗选业             | -20.9              | 0.8   |
|                   | 非金属矿物制品业             | -50.9              | -2.1  |
|                   | 石油、煤炭及其他燃料加工业        | -194.4             | 4.9   |
|                   | 黑色金属冶炼及压延加工业         | -215.9             | -57.8 |
| 中游设备制造            | 铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业 | 34.5               | -2.4  |
|                   | 计算机、通信和其他电子设备制造业     | 22.1               | -3.0  |
|                   | 金属制品业                | 5.5                | -2.0  |
|                   | 通用设备制造业              | 2.2                | -2.1  |
|                   | 仪器仪表制造业              | -0.4               | -1.8  |
|                   | 专用设备制造业              | -6.0               | -3.1  |
|                   | 电气机械及器材制造业           | -11.2              | -3.1  |
| 下游消费制造            | 造纸及纸制品业              | 86.2               | -21.5 |
|                   | 农副食品加工业              | 18.2               | -5.7  |
|                   | 纺织业                  | 14.7               | -3.7  |
|                   | 印刷业和记录媒介的复制          | 13.4               | -3.7  |
|                   | 酒、饮料和精制茶制造业          | 11.2               | -3.4  |
|                   | 文教、工美、体育和娱乐用品制造业     | 11.1               | -5.1  |
|                   | 食品制造业                | 8.4                | -0.6  |
|                   | 家具制造业                | 7.1                | -5.3  |
|                   | 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业     | 6.5                | 0.2   |
|                   | 汽车制造                 | 3.0                | -3.7  |
|                   | 烟草制品业                | 1.4                | 0.5   |
|                   | 医药制造业                | -0.3               | 0.5   |
|                   | 纺织服装、服饰业             | -1.8               | -1.7  |
| 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业 | -6.7                 | -5.9               |       |

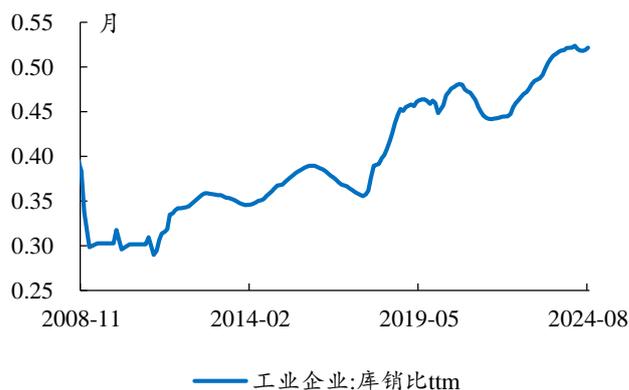
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 8: 名义库存基本持平前值



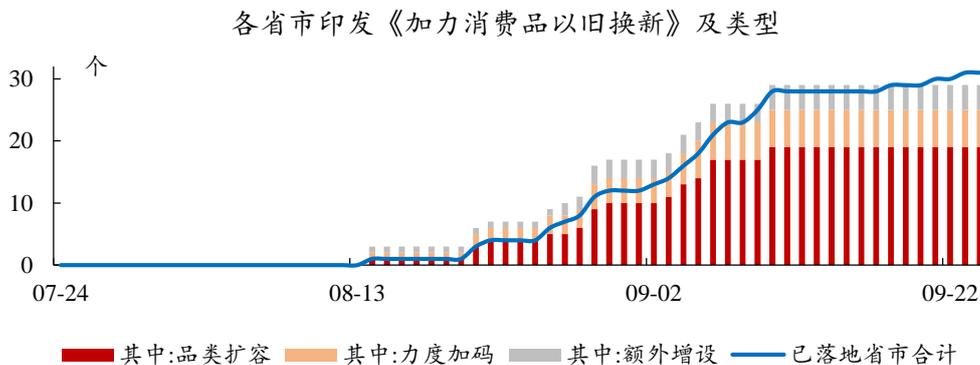
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 9: 销售走弱, 8月库销比再度上行



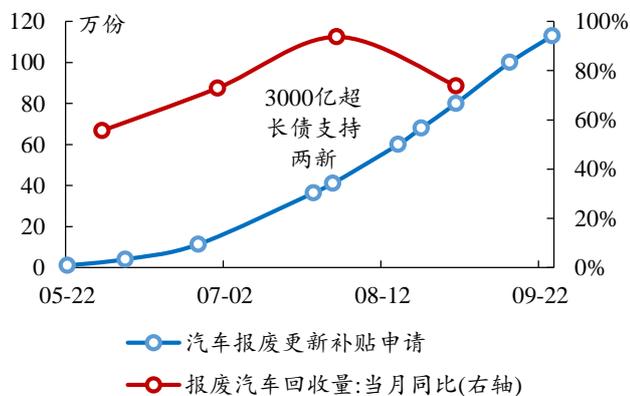
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 10: 截至 9 月 23 日, 全部 31 省市已印发或落地《加力消费品以旧换新》



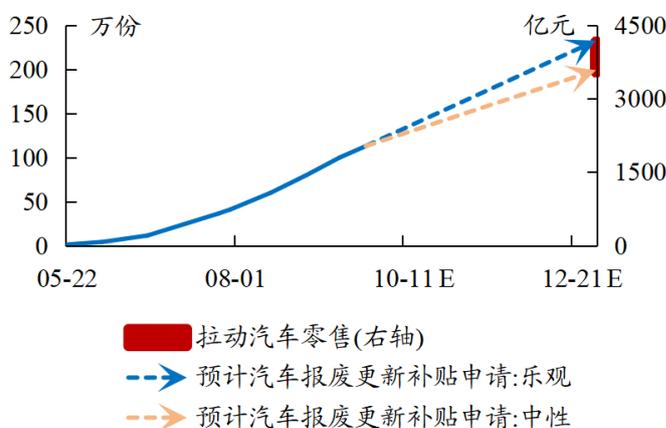
数据来源: 各省市人民政府网、各省市发改委、开源证券研究所

附图 11: 截至 9 月 25 日汽车报废更新申请达到 113 万份



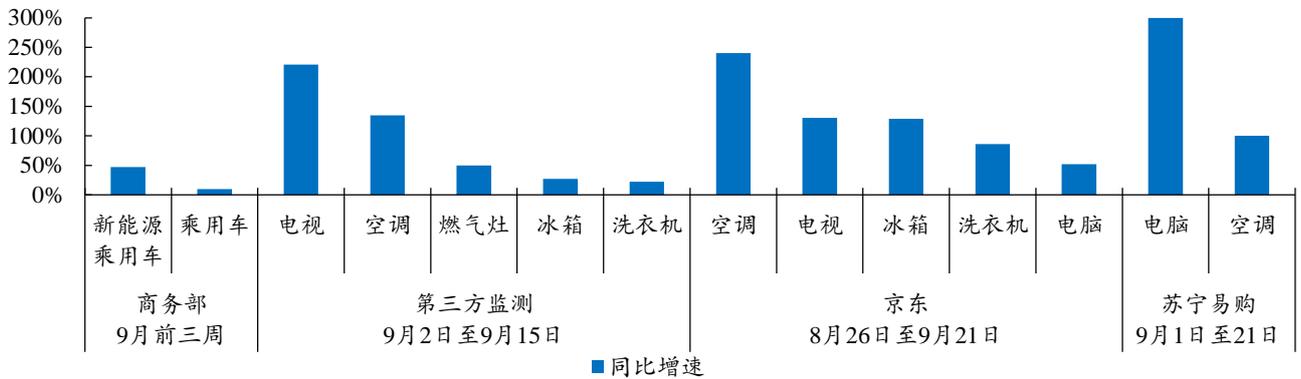
数据来源: 发改委、商务部、开源证券研究所

附图 12: 以旧换新提速, 对 2024 年汽车零售的拉动有望上调至 3566-4168 亿元



数据来源: 发改委、商务部、乘联会、开源证券研究所

附图 13: 9月重点消费品同比大幅增长



数据来源: 发改委、京东、苏宁易购、开源证券研究所

附图 14: 放缓的共振补库或将重启

| 库存同比增速% |       |     |      | 中国工业行业       |       | 中国出口依赖度 |       | 美国对华进口依赖度     |        | 美国批发商行业 |     | 库存同比增速% |       |     |      |
|---------|-------|-----|------|--------------|-------|---------|-------|---------------|--------|---------|-----|---------|-------|-----|------|
| 最新值     | 较前值   | 分位数 | 历史趋势 | 2024-07      |       | 2024-07 |       | 2024-07       |        | 2024-07 |     | 最新值     | 较前值   | 分位数 | 历史趋势 |
| 7.90    | 2.40  | 29% |      | 耐用用品         |       |         |       | 耐用用品          |        |         |     | 2.60    | 0.38  | 27% |      |
| 3.50    | -2.90 | 13% |      | 计算机通信电子设备制造业 | 41.3% |         | 35.2% | 电脑及电脑外围设备和软件  | 4.28   | 1.10    | 54% | 4.28    | 1.10  | 54% |      |
| 3.20    | 1.50  | 18% |      | 电气机械及器材制造业   | 15.5% |         | 31.3% | 电气和电子产品       | -4.00  | 1.15    | 13% | -4.00   | 1.15  | 13% |      |
| 6.10    | 0.30  | 29% |      | 家具制造业        | 20.8% |         | 28.8% | 家具及家居摆设       | -5.74  | 2.76    | 11% | -5.74   | 2.76  | 11% |      |
| 3.80    | -0.30 | 23% |      | 金属制品业        | 9.2%  |         | 28.4% | 五金、水暖及加热设备和用品 | -3.10  | 0.66    | 10% | -3.10   | 0.66  | 10% |      |
| 2.20    | -1.40 | 5%  |      | 木材加工制品业      | 4.5%  |         | 17.2% | 木材及其他建材       | 1.90   | -0.62   | 30% | 1.90    | -0.62 | 30% |      |
| 8.30    | -0.40 | 39% |      | 通用设备制造业      | 14.2% |         | 16.2% | 机械设备和用品       | 11.99  | -0.47   | 77% | 11.99   | -0.47 | 77% |      |
| 7.10    | -2.40 | 42% |      | 专用设备制造业      | 14.9% |         | 10.9% | 专业及商业设备和用品    | 1.30   | 1.88    | 28% | 1.30    | 1.88  | 28% |      |
| 5.30    | 2.50  | 28% |      | 有色金属冶炼及压延加工业 | 2.2%  |         | 7.0%  | 金属及矿产, 石油除外   | -12.41 | -0.63   | 7%  | -12.41  | -0.63 | 7%  |      |
|         |       |     |      | 汽车制造         | 8.0%  |         | 5.1%  | 汽车及汽车零件和用品    | 11.79  | 1.06    | 78% | 11.79   | 1.06  | 78% |      |
|         |       |     |      | 非耐用用品        |       |         |       | 杂项            | -6.21  | -1.78   | 10% | -6.21   | -1.78 | 10% |      |
| 3.70    | 0.20  | 20% |      | 纺织服装、服饰业     | 22.4% |         | 23.3% | 服装及服装面料       | -15.05 | 3.25    | 6%  | -15.05  | 3.25  | 6%  |      |
| 6.00    | 3.40  | 35% |      | 化学原料及化学制品制造业 | 6.1%  |         | 15.6% | 化学品及有关产品      | -8.82  | -1.17   | 5%  | -8.82   | -1.17 | 5%  |      |
| 3.50    | 2.60  | 31% |      | 造纸及纸制品业      | 5.2%  |         | 13.5% | 纸及纸制品         | -7.50  | 0.53    | 10% | -7.50   | 0.53  | 10% |      |
| 2.70    | -0.30 | 12% |      | 食品制造业        | 6.5%  |         | 8.8%  | 食品及相关产品       | -2.35  | 0.83    | 14% | -2.35   | 0.83  | 14% |      |
| 0.90    | 1.50  | 19% |      | 农副食品加工业      | 4.0%  |         | 3.6%  | 农产品原材料        | -22.81 | -2.23   | 8%  | -22.81  | -2.23 | 8%  |      |
| 0.80    | 1.70  | 1%  |      | 医药制造业        | 8.0%  |         | 2.7%  | 药品及杂品         | 9.38   | 2.19    | 61% | 9.38    | 2.19  | 61% |      |
| 4.90    | 2.90  | 37% |      | 石油、煤炭燃料加工业   | 2.9%  |         | 0.3%  | 石油及石油产品       | -9.09  | -6.54   | 16% | -9.09   | -6.54 | 16% |      |
| 6.20    | -0.20 | 34% |      | 酒、饮料和精制茶制造业  | 1.5%  |         | 0.2%  | 啤酒、葡萄酒及蒸馏酒    | -1.36  | 0.49    | 11% | -1.36   | 0.49  | 11% |      |
|         |       |     |      |              |       |         |       | 杂项            | -6.21  | -1.78   | 10% | -6.21   | -1.78 | 10% |      |
|         |       |     |      |              |       |         |       | 除制造商分支销售总额    | 0.42   | 0.48    | 17% | 0.42    | 0.48  | 17% |      |

数据来源: Wind、开源证券研究所

## 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