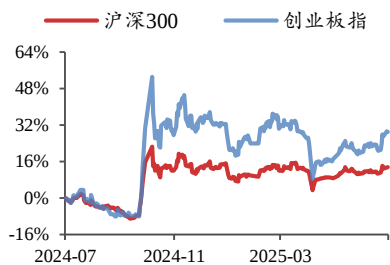


沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
综合	2.601
医药生物	1.804
银行	1.535
有色金属	1.489
公用事业	1.046

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
计算机	-1.182
商贸零售	-0.788
通信	-0.452
传媒	-0.376
电力设备	-0.373

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

【宏观经济】“两重”接力支撑 PMI，预计 Q2 GDP 约 5.2%——兼评 6 月 PMI 数据-20250630

【金融工程】券商金股解析月报（2025 年 7 月）——金融工程定期-20250701

行业公司

【商贸零售】医美化妆品 5 月月报：美丽田园股东 CPE 退出主要股东，618 强品牌美妆龙头和新锐功效品牌脱颖而出——行业点评报告-20250701

【地产建筑】2025 年 1-6 月百强销售金额点评：1-6 月百强销售同比收缩，建发金茂单月销售表现靓眼——行业点评报告-20250701

【电力设备与新能源】破除光伏“内卷式”竞争，关注行业贝塔修复——行业点评报告-20250701

【海外】主权 AI 及 token 消耗强化中长期算力需求的持续性，传统 AI 标的亦有望受益——行业点评报告-20250630

【海外：吉利汽车(00175.HK)】造车成本优势延续，品牌整合驱动经营提效——
港股公司深度报告-20250701

研报摘要

总量研究

【宏观经济】“两重”接力支撑 PMI，预计 Q2 GDP 约 5.2%——兼评 6 月 PMI 数据-20250630

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002

事件：2025 年 6 月官方制造业 PMI49.7%，预期 49.7%，前值 49.5%；官方非制造业 PMI50.5%，前值 50.3%。

制造业：荣枯线下小幅改善，内需相对好于外需

1、制造业景气度小幅回升，供需均有小幅改善。PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别回升了 0.4、0.2、0.7 个百分点，指向内需相对好于外需；分行业来看，食品及酒饮料精制茶、专用设备等行业产需指数扩张，地产链则继续低于临界点。

2、工业原材料价格有所回升，预计 6 月 PPI 同比约-3.1%。根据高频指标预计，6 月 PPI 环比可能在-0.1%左右，同比在-3.1%左右、较前值低位回升。

3、分类型来看，大中型企业景气度改善、小型企业走弱。大中型企业或受益于“两重”加力提速，而小型企业走弱可能指向抢出口效应趋缓。6 月表征民企景气度的 BCI 指数下滑了 1.0 个百分点至 49.3%，销售前瞻、利润前瞻、成本前瞻分项拖累较大。

建筑业：基建维持较高景气，房建降幅可能收窄

1、建筑业：基建维持较高景气，房建降幅可能收窄。6 月建筑业 PMI 回升了 1.8 个百分点至 52.8%，其中基建商务活动指数下滑了 5.6 个百分点至 56.7%，建筑业升而基建分项降，则推测 6 月房建降幅可能收窄。

2、实物工作量有所分化，6 月石油沥青开工好于 2024 年同期，水泥磨机运转率小幅走弱；资金端，截至 6 月 30 日专项债发行进度约 49.1%，较 2024 年同期明显提速。往后看，5 月 20 日发改委指出“2025 年已安排 5000 亿元项目，力争 6 月底前下达完毕全部（8000 亿元）‘两重’建设项目清单”，专项债提速叠加超长债发行支持“两重”，预计基建仍有望保持较高增速。

服务业：PMI 相对平稳

6 月服务业 PMI 为 50.1%、较前值微降 0.1 个百分点，服务业新订单改善了 0.3 个百分点至 46.9%。分行业来看，电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务、资本市场服务、保险等行业景气度较高，节日效应消退导致居民出行消费走弱。

“两重”接力“两新”支撑内需，预计 Q2GDP 约 5.2%

1、6 月 PMI 延续小幅修复，“两重”接力“两新”支撑内需，出口维持一定韧性。我们基于生产法测算，预计 2025Q2GDP 同比约 5.2%，其中第一、二、三产业约为 3.5%、5.2%、5.4%。

2、Q2 经济韧性受益于三“抢”共振——抢出口、抢生产、抢消费补贴，但往后看出口仍有不确定性，且第三批消费品以旧换新资金将在 7 月份下达，更加注重“时序性”和“均衡性”原则，对社零拉动将趋缓趋稳、保障全年有序实施。短期来看政策性金融工具可能较快落地，后续仍需推出增量和其他储备政策。

风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

【金融工程】券商金股解析月报（2025 年 7 月）——金融工程定期-20250701

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002

7 月份券商金股特征解析

7 月份巨化股份、中煤能源、顺丰控股、恺英网络、中芯国际、卫星化学、中航西飞等金股推荐次数靠前。7 月份券商金股已经陆续发布，我们统计了全市场 42 家券商发布的金股，去重后金股数量合计为 273 只。我们按照相对上月是否新进，将全体金股分为新进金股和重复金股两类。在重复金股中，7 月份推荐次数靠前的金股为：巨化股份（4 次）、中煤能源（4 次）、顺丰控股（4 次）、恺英网络（4 次）、紫金矿业（4 次）等；在新进金股中，7 月份推荐次数靠前的金股为：中芯国际（4 次）、卫星化学（4 次）、中航西飞（3 次）、乐普医疗（3 次）、中际旭创（3 次）等。

7 月份电子、电力设备、医药生物、基础化工等行业金股数量占比靠前。7 月份金股权重靠前的行业分别为：电子（12.8%）、电力设备（7.7%）、医药生物（7.4%）、基础化工（6.8%）。相比于上月，本月权重增加最多的行业为：电力设备（+4.1%）、电子（+3.8%）、计算机（+1.9%）；权重减少最多的行业为：交通运输（-2.2%）、美容护理（-1.9%）、食品饮料（-1.9%）。

7 月份券商金股的市值水平上升，估值水平上升。我们按月统计了金股行业内加权市值分位和估值分位水平。可以发现，7 月份券商金股的市值水平上升，估值水平上升，或表明 7 月份券商金股转向成长风格。

6 月份券商金股绩效回顾

6 月份券商金股组合整体收益率为 3.4%，2025 年以来收益率为 8.8%。全历史区间来看，全部金股组合年化收益率为 11.2%，收益表现显著优于沪深 300 指数和中证 500 指数。其中，新进金股组合收益表现优于重复金股组合。全部金股、新进金股、重复金股组合 6 月份收益率分别为 3.4%、3.5%、3.3%，2025 年以来收益率分别为 8.8%、12.6%、5.9%。

6 月份胜宏科技、巨人网络、新易盛、内蒙一机、沪电股份等金股收益率排名靠前。我们统计了月度收益排名前十的金股明细，其中：胜宏科技、巨人网络、新易盛、内蒙一机、沪电股份等金股月度收益靠前，6 月份收益率分别为 56.9%、49.3%、43.1%、41.8%、40.6%。

开源金工优选金股组合

开源金工优选金股组合 6 月份收益率为 5.4%，2025 年相对中证 500 超额+8.7%。全历史区间内，优选金股组合年化收益率为 20.1%，收益表现优于全部金股组合。优选金股组合 6 月份收益率为 5.4%；2025 年以来收益率为 12.0%，2025 年相对中证 500 超额+8.7%。

7 月份开源金工优选金股组合持仓明细：瑞芯微、春风动力、浙江自然、洛阳钼业、阳光电源、安克创新等个股业绩超预期排名靠前。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

行业公司

【商贸零售】医美化妆品 5 月月报：美丽田园股东 CPE 退出主要股东，618 强品牌美妆龙头和新锐功效品牌脱颖而出——行业点评报告-20250701

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031

板块行情回顾

医美（选取 13 家上市公司）：5 月个股涨幅靠前为科笛-B（+61.3%）、四环医药（+36.1%）、华东医药（+15.1%）；化妆品（选取 19 家上市公司）：5 月个股涨幅靠前为拉芳家化（+28.0%）、水羊股份（+24.5%）、芭薇股份（+19.1%）。

医美：迈诺威医药首款溶脂针获批，美丽田园股东 CPE 退出主要股东

(1) 2025 年 6 月，迈诺威医药研发的去氧胆酸注射液“纤塑？”正式获国家药监局批准上市，成为国内首款合规溶脂针产品，产品适用于双下巴、腹部等顽固脂肪堆积区域。随着监管通道的打开，该赛道有望逐步释放市场潜力。(2) 美丽田园医疗健康股东 CPE 拟减持约 5133 万股（约 21.77%）并退出主要股东行列，长远看有助于优化公司治理结构。此外，5 月公司公告增持奈瑞儿 20% 股权，持股比例升至 90%，强化内生外延战略。公司“生美+医美+亚健康”高质量转化的优质商业模式持续验证，中长期有望同步实现市占提升与盈利改善。

化妆品：618 大促电商高质增长，强品牌力美妆龙头和新锐功效品牌脱颖而出

本月 618 大促收官，根据星图数据，此次 618 购物节综合电商销售总额为 8556 亿元（同比+15.2%）。各电商平台以“官方立减”替代“复杂满减”，保障价格力的同时回归消费者真实需求，提高大促增长质量。美妆大盘方面，根据青眼情报数据，618 全周期四大平台美妆类目总 GMV 达 659.09 亿元（同比增长超 10%）。具体品牌而言，国际高端大牌有所回暖，兰蔻、欧莱雅、雅诗兰黛、赫莲娜等均在天猫、抖音平台稳居前列，TOP10 榜单国际品牌份额提升，国际大牌的增长得益于强大的品牌效应和对达播的加大投入，在平台以质量考核为核心下，国际高端美妆展现较强增长韧性。国货品牌方面，珀莱雅和韩束分别稳居天猫及抖音美妆第一，天猫平台毛戈平增长超 70%，双妹增长超 300%，功效护肤新锐纹媿姬同比增长超 900%；抖音平台毛戈平彩妆、彩棠排名大幅提升。整体而言，强品牌力的美妆龙头和新锐功效品牌在此次 618 大促中脱颖而出。

投资建议：看好头部国货美妆品牌份额持续提升

(1) 医美：新品问世有望带来增长新动力，关注差异化布局的上游厂商，重点推荐爱美客、科笛-B，受益标的锦波生物等；(2) 化妆品：看好综合实力强劲的国货龙头以及受益细分赛道高景气的品牌方，重点推荐上美股份（团队组织高效与供应链强，韩束 6 大 BU 协同发展，一页卡位高端婴童表现亮眼）、毛戈平（稀缺的国货高端美妆品牌，“品类+渠道+客群”拓展打开成长空间）、珀莱雅、润本股份、丸美生物、巨子生物等，受益标的若羽臣、上海家化等。618 收官步入淡季，建议关注各美妆品牌推新思路及营销打法。

风险提示：消费复苏不及预期；竞争加剧；政策风险。

【地产建筑】2025 年 1-6 月百强销售金额点评：1-6 月百强销售同比收缩，建发金茂单月销售表现靚眼——行业点评报告-20250701

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

1-6 月百强销售同比收缩，建发金茂单月销售表现靚眼

克而瑞、亿翰智库等第三方机构发布 2025 年 6 月百强销售榜单。根据榜单测算，TOP100 房企 1-6 月全口径累计销售金额 17820.0 亿元，同比下降 11.4%，累计权益销售金额 113013.6 万平方米，同比下降 11.5%。累计销售均价 20727.2 元/平方米。从数据端来看，1-6 月整体销售规模同比有所降温，百强房企不同梯队间销售情况分化程度低，6 月单月销售方面，建发房产、中国金茂表现优异，1-6 月整体销售方面，中国金茂、越秀地产、建发房产 2025 年以来销售情况表现优异。

各梯队累计销售金额同比下降，门槛均值进一步降低

分结构看，TOP10、TOP50、TOP100 房企 1-6 月全口径销售金额分别达 8517.6、15272.6、17820.0 亿元，同比增速分别为-14.0%、-11.5%、-11.4%，权益销售金额分别为 6183.2、11076.8、13013.6 亿元，同比增速-13.9%、-11.2%、-11.5%，头部房企单月销售同比降幅相对更大，但整体分化程度不高。TOP10、TOP50、TOP100 房企 1-6 月销售均价分别为 22014.4 元/平方米、20629.2 元/平方米、20727.2 元/平方米，依然呈现高销售均价向头部倾斜的态势。

保利销售规模保持第一，建发金茂单月销售表现靚眼

从公司视角来看，1-6月全口径累计销售金额TOP5分别是保利发展、中海地产、华润置地、招商蛇口、绿城中国，6月单月销售金额分别为290.9、297.5、234.5、217.6、149.7亿元，分别同比-30.8%、-36.2%、-26.7%、-5.8%、-14.1%，1-6月累计销售金额为1452.0、1201.3、1103.0、888.9、803.0亿元，分别同比-16.2%、-19.0%、-11.5%、-11.9%、-6.0%。头部房企中保利发展规模保持第一，万科销售规模下滑明显。TOP10房企中建发房产、中国金茂单月销售表现靓丽，6月全口径单月销售同比分别+27.9%、+17.3%，累计销售方面，建发房产、越秀地产、中国金茂表现优异，1-6月全口径累计销售金额分别同比+7.0%、+10.8%、19.6%。

投资建议

2025年上半年销售初步企稳，预计后续针对房地产的政策仍将保持积极温和，预计将有更多积极的财政及货币政策出台，助力行业稳健发展。在积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、善于把握改善型客户需求的强信用房企：绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：华润置地、新城控股、龙湖集团；（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务、建发物业。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期（2）调控政策超预期变化。

【电力设备与新能源】破除光伏“内卷式”竞争，关注行业贝塔修复——行业点评报告-20250701

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

人民日报头版推出文章《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》

事件：人民日报6月29日头版推出金社平文章《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》指出，“要深化要素市场化配置改革，主动破除地方保护、市场分割和‘内卷式’竞争。”政府有引导、行业有自律、企业有行动，综合整治“内卷式”竞争就能稳步推进、见到成效。

光伏内卷根源在于供需错配、市场失灵和政府干预

供需错配：行业各环节年产能均超1100GW，外部环境不确定性增加，国内有效需求不足，供大于求矛盾凸显，加剧了行业竞争，一定程度上助推了内卷。

市场失灵：地方保护主义一定程度上依然存在，造成市场分割；经营主体退出机制不健全，加剧了竞争扭曲；产品质量监管不到位，给低质低价竞争留下空间。

政府干预：有的地方追求政绩，导致重复建设、产能增加；有的地方搞起补贴竞赛、打造政策洼地，制约了市场作用的有效发挥，导致资源错配；还有的地方对困难企业不当干预，造成低效产能、落后产能难以退出，加剧了恶性竞争。

破局光伏内卷需三方协同

政府部门：持续扩大需求，做大蛋糕；加强依法整治，重拳出击；强化标准引领，助力升级。

行业协会：中国光伏行业协会引导企业签署自愿控产自律公约，发挥行业自律机制，规范企业行为、维护市场秩序、促进行业健康可持续发展。

企业自律：国内十大光伏玻璃厂商决定集体减产30%。

光伏供给侧改革有望深化

文章明确强调用制度引导良性竞争，点名地方保护主义和地方政府盲目招商引资及干预市场出清，并肯定行业协会和企业自律的作用，具有较强信号意义。当前，协鑫科技与通威股份正积极推动多晶硅行业产能整合，其请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

行动契合政策导向，有望获得支持，加速行业摆脱内卷格局。

投资建议

具有超额受益或替代逻辑阿尔法的标的有望在行业贝塔修复时具备更高弹性。建议关注硅料环节兼并重组及扩产进展，受益标的协鑫科技、通威股份、大全能源、新特能源；建议关注 BC 高溢价持续性 & 扩产进展，受益标的爱旭股份、隆基绿能、帝尔激光、海目星、英诺激光；建议关注电池环节贱金属替代，受益标的博迁新材、帝科股份、聚和材料；建议关注切片环节钨丝线渗透率提升，受益标的高测股份、美畅股份；建议关注格局相对较好的辅材环节优质龙头企业，受益标的福斯特、福莱特、信义光能；建议关注美国高纯石英砂出口受限情况，受益标的石英股份、欧晶科技、凯德石英。

风险提示：行业产能出清进展不及预期，政策力度不及预期，新技术导入进度不及预期。

【海外】主权 AI 及 token 消耗强化中长期算力需求的持续性，传统 AI 标的亦有望受益——行业点评报告-20250630

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 杨哲（分析师）证书编号：S0790524100001

主权 AI+应用 token 消耗支撑算力需求的持续性，非 Gen-AI 标的亦有望受益

此前市场对 AI 的资本开支投入存在担忧，我们认为随着主权 AI 市场逐步清晰，且头部大模型厂商 token 消耗量上未见动能减速，AI 算力资本投入仍有较强的持续性，在围绕生成式 AI 为主线的投资中，偏工程性、可重复性、追求信息准确性的传统 AI 标的有望受益，受益标的：第四范式（聚焦决策式 AI）、百融云-W（聚焦金融行业）。

算力需求的担忧逐步褪减，主权 AI 打开中长期需求空间

6 月 11 日，英伟达在 GTC 巴黎主体演讲中宣称欧洲将规划并建设 20 座 AI 工厂，其中 5 家超过 10 万块芯片的超级工厂。目前英伟达与 Mistral 合作筹备建设 1.8 万片芯片的英伟达 GB 系统；英伟达德国 AI 工厂将配备 1 万块 GPU；Nebius 亦宣布将在 2025Q4 年于英国部署 4000 个英伟达 B300 芯片。尽管英伟达实际确收程度受到供应链、产品性价比选择等因素影响，但相比 CSP，政府主导下的主权 AI 确定性相对更高，一定程度上延伸了中长期对算力需求的展望。

从海内外互联网龙头应用的 token 消耗上，亦可对算力需求的稳健性提供佐证

截至 2025 年 5 月，豆包大模型日均 token 调用量达到 16.4 万亿，占中国公有云大模型调用量的 46.4%，同比增长 137 倍，较 3 月增长 29%；海外 Google 在 5 月披露月 token 消耗量已达到 480 万亿（日 16 万亿），在 1 年内增长了 50 倍。而从后续 token 增长的动能上看，对于豆包而言，短期在内容审核、客服、搜索推荐、智能营销上仍然有充足的渗透空间，中长期还可展望多模态的 token 放量；对于 Google 而言，除了市场领先的 Gemini2.5Pro 外，在搜索引擎开始落地的 AIOverview、AIMode 亦成为 token 消耗量的重要拉动（且并未造成整体搜索量的下滑），后续提升空间大，结合 Google 在 I/O 大会上发布的诸多项目，终端对于 token 的需求或并未感受到明确拐点。

在 CoT 和模型幻觉有待改进的背景下，非 Gen-AI 的行业机会亦有望受益

模型幻觉问题或许不单是技术问题，亦是数学问题，在长思维链或 agent 方案中，若复杂问题需要 10 步拆解，每步准确度为 99%，则复合概率下最终准确度仅 90%，即 10 个问题中有 1 个问题无法准确解答，我们也可看到模型厂商在技术方向的探索（如 Google 的 ProjectMariner）。因此，在偏人力工程、可重复、追求信息准确性的场景中，传统 AI 可对 Gen-AI 形成较好补充，具备较好的行业景气度，受益标的：第四范式（聚焦决策式 AI）、百融云-W（聚焦金融行业）。

风险提示：大模型技术进展不顺利，AI 资本开支放缓，市场竞争加剧。

【海外：吉利汽车(00175.HK)】造车成本优势延续，品牌整合驱动经营提效——港股公司深度报告-20250701

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 陈沅（联系人）证书编号：S0790124070037

造车成本优势有望延续，旗下品牌重组驱动经营提效

考虑到密集新车周期催化、高端品牌极氪与领克驱动 ASP 向上、领克收购完成后销售收入并表，我们预测公司 2025-2027 年营业收入 3367/3685/3956 亿元，同比增长 40%/10%/7%。考虑到新能源车毛利率逐步爬升、品牌重组有望驱动经营提效，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润 152/178/217 亿元，同比增速-8%/17%/22%，分别对应 2025-2027 年 1.6/1.9/2.3 元 EPS，当前股价对应 2025-2027 年 9.6/8.3/6.8 倍 PE。平台化造车成本优势延续支撑平稳度过价格战，高阶智驾平权强化新能源产品竞争力，叠加油车或有超预期表现驱动交付曲线向上势能充足，品牌重组经营提效有望驱动 2025 年往后业绩加速增长，维持“买入”评级。

《台州宣言》开启品牌重组进程，有望巩固公司行业龙二地位

吉利汽车 2020 年进入造车 4.0 时代，当前吉利汽车旗下拥有吉利、银河、极氪、领克四大品牌，全面覆盖低中高端各级车型，涵盖油车、混动、纯电多种能源形式。在原有品牌矩阵架构下，存在定位重叠、各自为战的经营短板，2024 年 9 月 1 日《台州宣言》彰显公司战略调整决心，品牌合并后有望强化平台化造车成本优势、显著改善经营效率、降低各品牌定位冲突，巩固吉利汽车行业龙二地位。

核心车型爆品潜质得到印证，2025 年新车密集上市有望驱动交付目标兑现

公司指引 2025 年交付汽车 271 万辆，其中新能源销量 150 万辆，我们认为全年目标有望兑现：（1）2024 年银河旗下新车 E5、星愿、星舰 7EM-i 均成爆款，充分彰显 GEA 架构降本竞争力，辅以雷神电混系统等出色配置，品牌爆品打造能力已得到印证，银河有望成为 2025 年吉利销售增量主力。（2）极氪车型拥有 SEA 浩瀚架构加持，2025 年车型规划丰富、混动技术再革新，新车有望进一步驱动交付曲线向上；整合领克汽车充分融合吉利集团内部资源，合并后有望明晰产品定位、缓解品牌内耗，驱动公司整体销量更快提升。（3）吉利主品牌油车同级别性价比优势突出，交付向上动能充足，有望稳定贡献收入利润。（4）依托集团海外产能，在全球各地同步发力加速布局，公司出口销量有望持续提升。

风险提示：补贴政策不及预期、新车发布不及预期、市场竞争加剧。

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。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

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