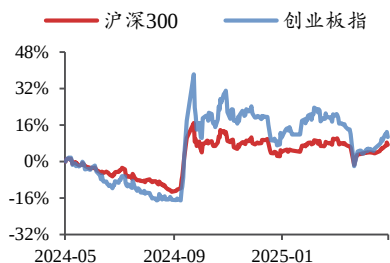


沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
美容护理	3.683
煤炭	0.419
公用事业	0.122
农林牧渔	0.110
银行	-0.123

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	-2.968
通信	-2.451
电子	-2.117
传媒	-1.931
国防军工	-1.799

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】 财政对冲下的宽信用兑现——宏观经济点评-20250515

行业公司

【电力设备与新能源】新质生产力为矛，周期成长为盾——电新行业 2025 年中期投资策略-20250515

【农林牧渔】USDA 发布新一季全球农产品供需预测，预计玉米、大豆、小麦和水稻增产——行业点评报告-20250515

【银行】存款读数改善，政府债提速支撑社融——4月金融数据点评-20250514

【传媒：腾讯控股(00700.HK)】2025Q1 游戏、广告业务表现亮眼，AI 赋能业绩增长——港股公司信息更新报告-20250515

【通信：广和通(300638.SZ)】加速布局机器人和 AI，把握 AI 应用风口——公司信息更新报告-20250514

研报摘要

总量研究

【宏观经济】财政对冲下的宽信用兑现——宏观经济点评-20250515

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：4月社会融资规模增长1.16万亿元，预期1.3万亿，前值5.9万亿；新增人民币贷款2800亿元，预期7644亿，前值增加3.6万亿。

信贷：企业贷款拖累总量，宽货币落地后的宽信用可期

4月信贷增加2800亿元，同比少增4500亿元，信贷总量增长低于季节性。

1、居民中长贷同比多增。居民贷款季节性负增，净偿还规模为5216亿元，同比多减50亿元。短贷与中长贷表现分化，按揭贷款保持一定韧性。居民中长贷同比少减435亿元，维持了3月的边际转暖态势，但速度小幅减弱。4月地产销售增速较3月边际回落，居民中长贷的韧性或与基数、提前还贷减缓有关。居民短贷同比少增501亿元，较上月边际走弱，4月国股行将上调信用消费贷产品利率，金融机构消费贷降价“内卷”模式已难持续，消费贷款增长放缓。后续随着一系列消费政策落地，提振居民消费需求，消费贷或迎来实质性的改善。

2、企业贷款回落由多方面因素导致，扰动偏短期。4月新增企业贷款6100亿元，同比少增2500亿元。企业中长贷同比少增1600亿，低于季节性；企业短贷同比多减700亿。理解企业贷款走弱的原因，可从债务置换节奏、机构冲量动能、企业经营融资需求等方面入手。首先4月债务置换节奏或继续放慢，发行特殊再融资债2617亿元，较上月少发行1213亿元，推测总体置换额度有所下降，这对于企业信贷是正向拉动。其次，商业银行冲量力度边际减弱。表内票据同比少增40亿元，尽管这一规模仍高于季节性水平，但其对于贷款的同比增速拉动不如此前。且一季度货币政策委员会例会强调“防范资金空转”，对金融机构用票据冲量行为约束或有所强化。第三，关税扰动下，企业需求或有所放缓。4月基建高频数据并未出现明显下滑，石油沥青开工率还一度升至30%以上，因此关税的影响或更为显著。但一方面受关税冲击的企业或占贷款总比重不大，另一方面5月初降准降息叠加关税预期转向，这一扰动或不会持续。

4月信贷总量增长边际放缓，存在阶段性的扰动，也有积极的信号，如居民按揭贷款保持韧性，央行指出信贷结构正逐步改善，企业贷款、制造业、消费贷款占比提升等。但有效需求仍待实质性改善，5月一揽子金融政策出台，降息降准将进一步助力宽信用，结构性货币政策也将继续引导对上述领域的信贷投放。

社融：宽信用节奏平稳，政府债券超季节性走高

4月新增社融11585亿元，同比多增12243亿元，增速提升0.3pct至8.7%。政府债券融资依然为强势贡献项。表内人民币贷款新增844亿，同比少增2505亿元，4月本为信贷小月，外部冲击又对需求施加一定扰动。政府债券融资新增9762亿元，同比多增10699亿元，连续三个月多增超过万亿。专项债4月共发行2301亿元发行节奏边际转缓，但同比增量依旧可观，净融资额同比多增2396亿元。同时，4月国债发行创年内新高，共发行1.47万亿，超长期特别国债、注资国债加力发行对直接融资形成支撑。其他分项方面，企业债券、股票融资小幅多增，分别多增633、206亿元，资本市场活跃度边际提升。非标融资总体多增，未贴现银行承兑汇票同比少减1697亿元，信托贷款、委托贷款同比少增。社融延续改善，剔除政府债的社融增速也增长至6.02%，年初以来财政发力是宽信用支点，后续特别国债推进发行以及可能的财政加码或将对社融持续产生支撑。

广义货币：非银存款回升，M2增速显著改善

4月M1增速下降0.1pct至1.5%，M2增速上行至8%。M1增速小幅回落，或隐含关税扰动。4月M1在低基数下仍走低，或反映部分企业被对等关税影响预期，投资意愿降低。尽管体现在M1读数的变化不大，也要关注基数效应背后企业信心的下滑，预计M1后续将逐步回归均衡。居民和企业存款分别同比少减4600、5428亿元，

财政存款同比多增 2728 亿元。季节性看，4 月为税收大月，居民和企业存款向政府转移，但由于 2024 年 4 月整顿“手工补息”，实体部门存款基数较低，这也是 4 月 M2 显著回升的原因之一。此外非银存款大幅多增，或与利率定价自律机制的影响已基本结束、股市“类平准基金”入场有关。

4 月金融数据尚可，隐含“财政加码对冲关税影响”的宏观逻辑。当前货币宽松已至、关税预期缓和，但内需对全年的重要性并不会变。我们认为有效需求改善还需财政政策的持续和加码。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

行业公司

【电力设备与新能源】新质生产力为矛，周期成长为盾——电新行业 2025 年中期投资策略-20250515

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 陈诺（联系人）证书编号：S0790123070031 | 王嘉懿（联系人）证书编号：S0790123070003

1、新质生产力：低空经济进入商业化元年，氢能无人机开始放量。

（a）低空经济：亿航 OC 证落地，物流无人机放量元年。受益标的：万丰奥威、亿航智能、绿能慧充、英博尔、深圳机场、卧龙电驱、莱斯信息、深城交、中信海直、岭南控股；

（b）氢能：氢能无人机元年。受益标的：国富氢能、雄韬股份、神开股份、国鸿氢能、江苏神通、蜀道装备。

（c）固态电池：低空经济、机器人、AI 终端瓶颈环节。受益标的：宁德时代、厦钨新能、天奈科技、长阳科技、纳科诺尔。

2、风电：欧洲海风需求高景气度，国内海风全面开工。

（a）海风：前期滞缓项目有望于年内开工，2025 年海风将迎来集中装机并网。受益标的：大金重工、东方电缆、海力风电、泰胜风能、天顺风能；

（b）陆风：2024 年为招标大年，2025 年有望成为交付大年，大兆瓦零部件或迎来结构性供应短缺。同时，陆上风机中标价有望止跌，产业链将修复利润。受益标的：金雷股份、日月股份、三一重能、金风科技、明阳智能、运达股份；

3、锂电：加工费及碳酸锂底部区间，关注有 alpha 的公司。

（a）锂电主链：关注有阿尔法的锂电龙头。受益标的：宁德时代、亿纬锂能/中创新航、湖南裕能/万润新能、尚太科技/璞泰来/中科电气、科达利、天赐材料/新宙邦等。

（b）欧洲电动车产业链：新车型带动放量。受益标的：宁德时代、湖南裕能、中熔电气、威迈斯、富特科技、浙江荣泰、敏实集团、铭利达等。

（c）充电桩：行业增速有所放缓，期待 to G 端资本开支放量。受益标的：盛弘股份、绿能慧充、通合科技、特锐德；

（d）新技术之干电极：经济性优势明显，产业化持续推进。

（e）新技术之复合集流体：铜价高位运行有望加速复合铜箔产业化。

（f）新技术之钠电：能源自主可控材料，储能加速、动力落地元年。

4、光伏：关注供给侧改革政策及 BC 技术溢价。

（a）主产业链：供给侧改革有望推进。受益标的：通威股份/大全能源/协鑫科技、晶澳科技/隆基绿能/天合光

能/晶科能源/爱旭股份/钧达股份、TCL 中环等。

(b) BC 技术：BC 技术红利开始释放。受益标的：隆基绿能、爱旭股份。

(c) 辅材：关注有 alpha 的辅材龙头。受益标的：福莱特、福斯特、石英股份、欧晶科技。

(d) 设备：poly finger 及边缘钝化设备导入。受益标的：帝尔激光、海目星、英诺激光、晶盛机电。

5、储能及热泵：关注欧洲大储增长及新兴市场需求。

(a) 逆变器：出口重回增长，传统市场与新兴市场需求共振。受益标的：阳光电源、德业股份、艾罗能源、锦浪科技、固德威；

(b) 储能：传统市场稳步增长可期，新兴市场多点开花。受益标的：阳光电源、海博思创、上能电气、阿特斯；

(c) 微逆：阳台光储有望成为新应用场景，政策助力微逆渗透率提升。受益标的：禾迈股份、昱能科技；

(d) 热泵：欧洲热泵库存或已见底，德国补贴资金落地有望打消终端观望情绪。受益标的：儒竞科技；

6、汽车后市场及汽车经销商：售后市场需求稳定，供应链不可替代出海标的或有超预期。

(a) 国内：途虎-W、骆驼股份、中升控股

(b) 海外：美国关税高压下，寻找能够穿越的出海标的。受益标的：冠盛股份、丰茂股份；

风险提示：宏观经济下行，行业竞争加剧等。

【农林牧渔】USDA 发布新一季全球农产品供需预测，预计玉米、大豆、小麦和水稻增产——行业点评报告-20250515

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

玉米：预计 2025/2026 年全球产量同比增长，消费同比增长

(1) 预计 2025/2026 年全球玉米产量同比增长。USDA（美国农业部）发布全球农产品供需预测报告，预计 2025/2026 年全球玉米产量同比增长，主要系美国玉米收获面积扩大及单产提升。(2) 供需情况：产量方面，预计 2025/2026 年全球玉米产量同比增长 4370 万吨至 12.65 亿吨。贸易方面，预计 2025/2026 年全球玉米出口量同比增长 646 万吨至 1.96 亿吨。消费量方面，预计饲用消费量同比增长 1963 万吨至 8.02 亿吨，国内消费量同比增长 2437 万吨至 12.74 亿吨。库存方面，预计 2025/2026 年全球玉米库存较 2024/2025 年末减少 945 万吨至 2.78 亿吨。

大豆：预计 2025/2026 年全球产量同比增长，消费同比增长

(1) 预计 2025/2026 年全球大豆产量同比增长。USDA（美国农业部）发布全球农产品供需预测报告，预计 2025/2026 年全球大豆产量同比增长，主要系巴西大豆种植面积扩大。(2) 供需情况：产量方面，预计 2025/2026 年全球大豆产量同比增长 595 万吨至 4.27 亿吨。贸易方面，预计 2025/2026 年全球大豆出口量同比增长 756 万吨至 1.88 亿吨。消费量方面，预计 2025/2026 年全球大豆压榨量同比增长 1230 万吨至 3.66 亿吨，国内消费量同比增长 1376 万吨至 4.24 亿吨。库存方面，预计 2025/2026 年期末库存较 2024/2025 年末增长 115 万吨至 1.24 亿吨。

小麦：预计 2025/2026 年全球产量同比增长，消费同比增长

(1) 预计 2025/2026 年全球小麦产量同比增长。USDA（美国农业部）发布全球农产品供需预测报告，预计 2025/2026 年全球小麦产量同比增长，主要系欧盟、印度等多国小麦种植面积增加，其中印度小麦产量创新高。(2) 供需情况：产量方面，预计 2025/2026 年全球小麦产量同比增长 881 万吨至 8.09 亿吨。消费方面，预计 2025/2026 年全球小麦饲用消费量同比增长 117 万吨至 1.55 亿吨。贸易方面，预计 2025/2026 年全球小麦进口量同比增长 1159

万吨至 2.10 亿吨，出口量同比增长 687 万吨至 2.13 亿吨。库存方面，预计 2025/2026 年全球小麦期末库存较 2024/2025 年末增长 52 万吨至 2.66 亿吨。

水稻：预计 2025/2026 年全球产量同比增长，消费同比增长

(1) 预计 2025/2026 年全球水稻产量同比增长。USDA（美国农业部）发布全球农产品供需预测报告，预计 2025/2026 年全球水稻产量同比增长，主要系印度、中国水稻单产提升，孟加拉国收获面积扩大。(2) 供需情况：产量方面，预计 2025/2026 年全球水稻产量同比增长 99 万吨至 5.39 亿吨。库存方面，预计 2025/2026 年全球水稻期末库存较 2024/2025 年末减少 4 万吨至 1.85 亿吨。消费方面，预计 2025/2026 年全球水稻消费量同比增长 614 万吨至 5.39 亿吨。贸易方面，预计 2025/2026 年全球水稻进口量同比增长 121 万吨至 5859 万吨，出口量同比减少 60 万吨至 6081 万吨。

风险提示：自然灾害风险、气候变化风险、地缘政治风险、进出口政策风险。

【银行】存款读数改善，政府债提速支撑社融——4 月金融数据点评-20250514

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（分析师）证书编号：S0790524060002

M1 增速略降，低基数影响下 M2 增速显著上升

4 月新口径下的 M1 同比增速为 1.5%，环比微降 0.1pct；M2 同比增速为 8.0%，环比上升 1pct。M1 增速微降而 M2 上升明显，主要是要受到低基数的影响——2024 年 4 月手工补息叫停后当月存款流出较多，受此影响 2025 年 4 月人民币存款同比多增 3.48 万亿元，其中，居民存款和企业存款同比分别多增 4600 亿元、5428 亿元。非银存款同比多增 1.9 万亿元，或与理财等资管产品规模增长有关，截至 2025 年 4 月末理财规模升至 31.1 万亿元，同比增长 2.3 万亿元。

社融：政府债发行提速，一般性信贷需求仍有待恢复

4 月社融新增 1.16 万亿元，略不及市场预期（Wind 一致预期平均值为 1.26 万亿元）；社融存量增速环比升至 8.7%，较 3 月上升 0.3pct。结构上：(1) 贷款：人民币贷款（社融口径）当月新增 884 亿元，同比少增 2465 亿元，一般性贷款需求较弱；(2) 表外三项：委托贷款、信托贷款均同比少增；未贴现银票同比少减 1696 亿元，短期贡献了一定增量；(3) 直接融资：受发行提速的影响，政府债券同比多增 10666 亿元，成为 4 月社融的主要支撑；4 月流动性宽松背景下企业发债成本较低，4 月企业债券明显加速，同比多增 633 亿元（3 月同比少增 5142 亿元）。此外股票融资有所升温，同比多增 205 亿元。

人民币贷款：居民中长贷或受益于消费贷，对公贷款主要为票据贡献

央行披露 4 月新发放企业贷款、新发放个人住房贷款利率分别为 3.2%、3.1%，环比均略有下降。但信贷恢复仍有较大空间，4 月人民币贷款新增 2800 亿元，同比少增 4500 万亿元。

(1) 企业：一般性贷款需求仍乏力，伴随短贷集中偿还。4 月对公短贷单月减少 4800 亿元，同比多减 700 亿元，或为一季度短贷集中偿还导致。对公中长贷新增 2500 亿元，同比少增 1600 亿元，而票据贴现当月新增 8341 亿元，成为公贷主要支撑。短贷偿还、中长贷增长乏力，实体经济复苏仍较慢。

(2) 居民：消费贷新政促进居民中长贷读数改善。4 月居民短贷多减 501 亿元，居民中长贷少减 435 亿元，或主要由于消费贷最长年限由 5 年延长至 7 年导致的读数改善。

(3) 非银：非银贷款同比少增 973 亿元。非银贷款月度间数据波动较大，4 月该项单月少增，对贷款总量形成一定负向影响。

投资建议：

红利稳固可持续，稳增长驱动顺周期。随着降准、降息落地及关税政策调整，看好 5~6 月信贷回暖，全年贷

款同比或基本持平。我们预计 2025 年银行业绩表现基本稳定，营收和净利润增速稳步回升。继续看好稳定股息的红利策略持续性，推荐中信银行、光大银行，受益标的农业银行、招商银行、北京银行；顺周期标的推荐苏州银行，受益标的江苏银行、成都银行、常熟银行。

风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

【传媒：腾讯控股(00700.HK)】2025Q1 游戏、广告业务表现亮眼，AI 赋能业绩增长——港股公司信息更新报告-20250515

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001

游戏、广告业务表现亮眼，业绩延续高增长，维持“买入”评级

公司 2025Q1 年实现营业收入 1800 亿元（同比+13%，环比+4%），归母净利润 478 亿元（同比+14%，环比-7%），Non-IFRS 归母净利润 613 亿元（同比+22%，环比+11%）。2025Q1 增值服务收入 921 亿元（同比+17%），其中国内游戏收入 429 亿元（同比+24%），海外游戏收入 166 亿元（同比+13%），社交网络收入 326 亿元（同比+7%），主要得益于《王者荣耀》《和平精英》的收入增长及近期上线的《DNF 手游》《三角洲行动》的收入贡献。营销服务收入 319 亿元（同比+20%），主要系广告主对视频号、小程序及微信搜一搜广告需求强劲所致。金科企服收入 549 亿元（同比+5%），主要系理财及消费贷款服务收入、云服务收入、商家技术服务费增长所致。我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2169/2363/2555 亿元，对应 EPS 分别为 23.6/25.7/27.8 元，当前股价对应 PE 分别为 20.4/18.7/17.3 倍，我们看好游戏、微信商业化及 AI 驱动公司业绩增长，维持“买入”评级。

公司继续加大研发及 AI 投入，AI 对广告、游戏等业务带来实质性贡献

公司持续加大研发及 AI 投入，2025Q1 研发开支约 189 亿元（同比+20.6%），资本开支约 275 亿元（同比+91.35%）。AI 投入已经对广告、游戏等业务产生了实质性贡献，例如 AI 驱动的智能广告投放系统显著提升匹配精准度，带动多个垂直行业广告主投入同比增长；《和平精英》引入 DeepSeek 大模型，推出 AI 助手和 AI 队友，持续优化用户体验，提升游戏用户参与度。公司自研混元多模态理解模型 T1-Vision 及文生图模型全新升级并上线元宝。AI 有望持续焕新公司核心业务，驱动公司长期成长。

长青游戏流水再创新高，《王者荣耀：世界》开启预约

2025Q1《王者荣耀》《穿越火线手游》流水创下历史新高，《三角洲行动》日活用户峰值突破 1200 万，有望成为又一款长青游戏。此外《王者荣耀：世界》已开启预约，并将于 5 月开启测试，后续上线有望继续为游戏业务带来增量。

风险提示：新游戏上线时间或表现不及预期，视频号商业化进程不及预期等。

【通信：广和通(300638.SZ)】加速布局机器人和 AI，把握 AI 应用风口——公司信息更新报告-20250514

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002

携手云深处科技，加速布局机器人领域，维持“买入”评级

2025 年 5 月 14 日，公司宣布与云深处科技携手合作，为新一代四足机器人提供定制化定位模块 RV-BOT，加速机器人行业商用。公司 RV-BOT 创新构建视觉、RTK、IMU 等的多模态融合架构，通过时空同步校准与内置 AI 算法，在室外开放、半开放的复杂场景下取得突破，在定位精度、连续性、抗干扰性方面表现优异。此外，公司将于 5 月 15 日联合火山引擎共同主办 AI 玩具创新研讨会，加速 AI 玩具量产落地。公司是全球领先的无线通信模组和 AI 解决方案提供商，随着机器人的加速商用落地，叠加 AI 浪潮下智能算力模组需求或将快速增长，公司有望持续受益。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 5.45/7.78/8.62 亿元，当前股价对应 PE 为 40.7/28.5/25.8 倍，维持“买入”评级。

RV-BOT 生态开放，助力机器人在严苛环境中作业

在生态方面，RV-BOT 内置标准化二次开发接口 API，支持客户快速接入，进行语义分割、目标检测等 AI 算法开发。细分下游来看，搭载 RV-BOT 的绝影 X30 在多个场景中表现优异，在电力巡检领域，代替人工在恶劣天气和环境进行高强度、重复性巡检任务，在全球多个变电站开展无人巡检；在应急救援领域，协助救援人员在灾后废墟和易塌建筑物、化学污染等环境下开展侦查工作；在教育科研，绝影 X30 也适用于深度学习和强化学习的多样训练与开发。

积极拓展端侧 AI、车联网、机器人等领域，有望勾勒成长新曲线

公司持续布局端侧 AI，于 2019 年成立智能模组产线，推出端侧智能算力模组，2024 年成立 AI 研究院，全面布局端侧 AI 技术生态，发布自研 FibocomAIStack 技术平台。公司于 2023 年成立智能计算产线，以智能割草机器人为突破，于 2024 年 6 月推出全自动割草机器人解决方案，并于 12 月向客户交付首批订单。此外，公司积极探索具身智能机器人领域，于 2024 年 3 月推出具身智能机器人解决方案并于当年向全球知名的具身智能机器人企业交付样机。

风险提示：市场竞争加剧风险、外协代工风险、中美贸易摩擦加剧等。

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。

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