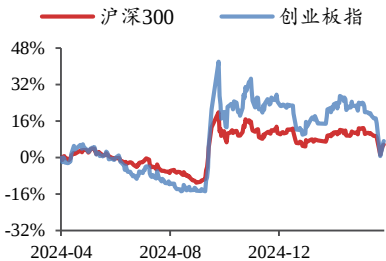


2025 年 04 月 14 日

开源晨会 0414

——晨会纪要

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(%)
电子	3.771
汽车	2.195
机械设备	1.333
国防军工	1.196
电力设备	1.114

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
农林牧渔	-3.185
煤炭	-1.175
房地产	-0.982
商贸零售	-0.980
建筑材料	-0.615

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】通胀超预期下行或难影响美联储降息决策——美国 3 月 CPI 点评-20250411
- 【宏观经济】实物消费价格表现仍好于服务——宏观经济点评-20250411
- 【宏观经济】战略性看多黄金——宏观经济专题-20250410
- 【策略】关税影响下的配置思路——投资策略专题-20250413
- 【金融工程】农业板块的资金行为监测——金融工程定期-20250413

行业公司

- 【传媒】多模态 AI 突破不止，政策暖风持续助力 IP、体验消费——行业周报-20250413
- 【非银金融】券商 1 季报超预期，稳股市政策下看好券商板块机会——行业周报-20250413
- 【煤炭开采】贸易摩擦升级内需有望发力，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250413
- 【地产建筑】新房成交面积同环比下降，探索建立可持续城市更新机制——行业周报-20250413
- 【商贸零售】关税冲击持续，关注内需优质渠道和产品龙头——行业周报-20250413
- 【化工】本周百草清、代森锰锌、菊酯等农药价格上涨，中国调整对原产于美国的进口商品加征关税措施——行业周报-20250413
- 【地产建筑】华泰紫金苏州恒泰 REIT 披露询价公告，保障房 REIT 表现持续优异——行业周报-20250413
- 【医药】推荐科研服务板块国产替代的机会——行业周报-20250413
- 【通信】重视国产算力、卫星互联网、光通信等板块机遇——行业周报-20250413
- 【食品饮料】内需提振预期强化，食品饮料积极布局——行业周报-20250413
- 【计算机】周观点：自主可控大势已至——行业周报-20250413
- 【电力设备与新能源】低空经济行业周报：（4 月第 2 周）广东省加速低空立法，各地对应用场景探索稳步推进——行业周报-20250413
- 【农林牧渔】4 月 USDA 农产品报告上调全球玉米、水稻产量，下调全球大豆、小麦产量——行业点评报告-20250411
- 【家电：九号公司(689009.SH)】2024 年两轮车&割草机器人持续超预期增长，全年现金分红超预期——公司信息更新报告-20250413
- 【食品饮料：煌上煌(002695.SZ)】门店有所收缩，静待经营底部反转——公司信息更新报告-20250413
- 【食品饮料：绝味食品(603517.SH)】静待门店经营恢复，投资收益 2025Q1 环比改善——公司信息更新报告-20250413

研报摘要

总量研究

【宏观经济】通胀超预期下行或难影响美联储降息决策——美国3月CPI点评-20250411

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘伟桢（分析师）证书编号：S0790524040006

事件：美国公布2025年3月最新通胀数据。其中CPI同比上升2.4%，环比下降0.1%；核心CPI同比上升2.8%，环比上升0.1%，回落幅度均超市场预期。

通胀水平超预期回落，且环比增速转负

1.总体通胀与核心通胀均超预期回落。美国3月CPI同比上升2.4%，环比下降0.1%；核心CPI同比上涨2.8%，环比上升0.2%，总的看，美国通胀连续2个月回落，核心通胀亦同步回落，且下行幅度超预期，市场对美国通胀的担忧或进一步缓解。往后看，随着特朗普关税政策的逐渐生效，美国居民部门的物价成本或将逐渐抬升，通胀继续向下的不确定性正在提升。

2.能源通胀继续为负，核心服务对去通胀贡献度进一步提升。具体而言，3月能源项同比下降3.3%，降幅较2月份扩大3.1个百分点；3月份食品项同比上升3.0%，较2月份上升0.4个百分点。核心CPI方面，3月核心CPI同比上升2.8%，较2月下降较多。核心商品同比增速较2月基本不变；核心服务同比上升3.68%，较2月份下降约0.44个百分点。

3.通胀后续或将面临高度不确定性。总的看，3月CPI数据显示美国通胀超预期回落，特别是核心服务通胀亦超预期下行较多，显示美国经济活动确有一定程度的放缓。从美联储关注的超级核心服务通胀来看，3月份同比、环比增速分别较2月份下降0.92、0.46个百分点。往后看，随着基数效应的基本消失，总体通胀水平连续下行的阶段或将告一段落，核心通胀亦是如此。此外，4月份特朗普政府推行的对等关税政策已经开始生效，考虑到其总体征收的税率较4月前有较大幅度的提升，后续通胀水平将面临高度不确定性。

通胀下行或对美联储降息决策影响较小

如何理解3月通胀数据对美联储后续降息节奏及各类资产的影响？

第一，3月CPI数据虽然超预期下行，但由于关税政策已生效，美联储或继续谨慎行动。虽然3月CPI数据回落较为明显，但一方面3月特朗普政府关税政策未全面生效，因此物价水平中尚未包含关税落地所带来的商品价格上涨；另一方面，对美联储而言，由于当前通胀水平尚未达到其目标水平，且居民通胀预期上涨较多，因此暂时保持观望态度，等到经济出现实质性下滑，再启动降息是较好的选择。参考2024年9月的降息经验，后续美联储降息的幅度有可能会超过25bp。

第二，对当前的美股市场而言，我们认为可能还有下跌空间。虽然特朗普政府对关税政策进行了90天的推迟，但基础关税税率仍有10%，叠加对中国征收的高额关税、汽车等行业关税，整体税率相较于美国2024年平均2.3%的关税税率仍有较大提高。因此后续对美国经济基本面或形成持续冲击，在美联储无法进行提前降息的背景下，美国经济有较大可能将继续走软，因此美股或仍有下跌空间。

基准情形下，我们认为美联储2025年或有2-3次降息，节奏上先慢后快，下次降息可能会在6月份或之后，需关注特朗普关税谈判的进程与实际执行力度。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

【宏观经济】实物消费价格表现仍好于服务——宏观经济点评-20250411

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

事件：3月CPI同比-0.1%，预期-0.1%，前值-0.7%；PPI同比-2.5%，预期-2.2%，前值-2.2%。

农产品供给增加，带动CPI环比回落

3月CPI同比较前值上升0.6个百分点至-0.1%，环比较前值下降0.2个百分点至-0.4%。

1、农产品供给增加带动食品CPI环比下行

3月CPI食品项环比降幅扩大，环比较前值下降0.9个百分点至-1.4%。蔬菜方面，天气转暖供给增加，鲜菜CPI环比降幅扩大，往后看，进口农产品价格提升或将带动国内农产品价格。猪肉方面，需求回落，猪肉价格下降，往后看，预计需求将边际改善，进口饲料与肉类价格上涨或将带动猪肉价格回升。

2、核心CPI环比降至季节性以下，服务消费有待提振

3月CPI非食品环比较前值下降0.1个百分点至-0.2%。3月核心CPI环比较前值上升0.2个百分点至0%，在2024年12月-2025年1月连续两个月超季节性（2025年4月季节性采用2019、2021、2023-2024年环比平均值）回升后连续两个月降至季节性以下。

服务消费有待提振。从结构上看，3月核心CPI环比低于季节性0.07个百分点，实物消费的8个细分项目中，除卷烟、中药、西药外其他5个项目均高于季节性，而服务消费的8个细分项目中，除交通工具使用和维修、旅游、通信服务外的其他5个项目均低于季节性，且服务CPI低于季节性均值0.43个百分点，表明核心CPI环比较低主要受服务消费价格拖累。从1-2月社零消费结构来看，同样呈现出实物消费好于服务消费特征，其中商品零售环比略超季节性，而服务零售环比则不及季节性。

PPI同比回落，能源、黑色价格回落，建材价格回升

3月PPI同比较前值回落0.3个百分点至-2.5%，环比较前值回落0.3个百分点至-0.4%。

能源方面，美国衰退预期升温，原油价格承压，石油链产品价格环比由正转负；供给相对稳定而需求平淡，PPI煤炭开采和洗选业环比回落。金属方面，需求不及预期，黑色环比较前值回落，美联储降息预期升温，有色环比略有回升；基建开复工速度逐渐加快，非金属矿物制品业环比降幅收窄。

预计4月CPI同比回升，PPI同比持平

CPI方面，结合农产品批发价格指数等高频数据，我们预计4月CPI环比在0.1%左右，同比或在0%左右，再往后，关税政策或将推高大豆、猪肉等农产品价格，在无政策支持下，服务与实物消费或将平缓修复，CPI同比或震荡上行，2025年全年平均同比或在0%-1%区间。PPI方面，结合CRB现货指数等高频数据，我们预计4月PPI环比略有回升，同比持平于现值，再往后，海外需求整体偏弱，国际定价大宗商品价格难有大幅上涨，或将震荡偏弱运行，2025年全年平均同比或在-1%--2%区间。

风险提示：政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

【宏观经济】战略性看多黄金——宏观经济专题-20250410

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

一、金价长期利多大于利空

1、黄金实物资产属性服从于货币属性：黄金定价主要基于货币属性与实物资产属性，基本定价逻辑我们在《长期黄金价格取决于经济增长的实际驱动力》中做过较为详细的阐明，简言之：黄金的货币属性基于全球潜在共识，在全球秩序动荡、信用货币失锚时充当“资产避风港”功能，是其价值根本。从长期看，实际利率、美元指数指标与黄金价格变动呈现不对称性，也即金价易涨难跌，背后是不确定性提升以及财政货币扩张下的金价中枢水涨船高，是为实物资产属性服从货币属性。此外，即便在全球秩序较为稳定、确定性较强时，若信用货币扩张速度

大幅高于实际经济增速，同样将推高金价中枢。

2、当下情景下，中长期金价利多因素大于利空：(1)货币属性端，“MAGA”结果存疑，但其实现路径侵蚀美元信用：美国经济实际愿景为减少贸易逆差、促进制造业回流、缩减财政赤字，最终巩固美元信用，该过程大概率将耗时良久且结果存疑。且根据“特里芬难题”，美国作为最终消费国，若减少贸易逆差将减少美元输出，在结果存疑的前提下，高筑关税壁垒将破坏全球金融经济秩序与美元共识，严重侵蚀美元信用。这一过程中，非美地区无论出于避险还是更换本币锚定物的目的，大概率将进一步向黄金倾斜。(2)实物资产属性端，美国 AI 或难形成类似上一轮科技革命对于全球的相对领先优势，对经济实际驱动力尚未证实，对美元信用支撑作用或将缩减：以 2010 年为初始定价点，2024 年美元基础货币与地上黄金存量比值比黄金价格高 34%，表明美元货币数量相较于黄金为过剩状态。当货币财政扩张速度快于实际经济增速，实际投资回报率较低时，过剩货币资金或将涌入黄金等稀有实物资产。

二、短期看，年内金价或仍有 10%-16%上行空间

1、当下黄金市场仍处于交易预期进程中，利好因素尚未被完全定价：短期金价波动存在“买预期、卖现实”特征，2025 年 4 月 2 日，特朗普宣布对等关税方案超预期，黄金再创新高后回落，我们认为回落重要原因之一为流动性问题导致黄金被“错杀”，同时后续演进仍存较大不确定性，而市场尚未对此进行完全定价，我们认为，当前仍为较优配置节点。同时，不排除美元流动性危机进一步扩散导致金价再次回落，逢低分步建仓或为较好选择。

2、保守估计，金价年内涨幅或超 23%：截至 2025 年 4 月 9 日，黄金价格相较于年初上涨 14%左右，我们对过去 24 年价格变动进行汇总，为当前黄金价格涨幅提供参考标准：(1)按年末较年初价格涨幅计算，过去 24 年中，共有 10 年年内涨幅超过 14%，且大多涨幅在 23%以上。(2)按年内最大涨幅计算，过去 24 年中共有 14 年最大涨幅超过 14%，且大多在 25%以上。

保守假设 2025 年黄金价格整体走势或将处于历史分位数前十水平。则此假设下，年内黄金价格大概率仍有 10%-16%的上涨空间。

风险提示：历史经验失效，美国经济韧性超预期。

【策略】关税影响下的配置思路——投资策略专题-20250413

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 曹晋（联系人）证书编号：S0790124080011

“关税风暴”冲击市场：先红利黄金，后“科技+消费”

在北京时间 4.3 凌晨美国退出超预期的“对等关税”措施后，我们在 4.3《美“对等关税”下策略视角的应对思路》中明确指出：“本次关税政策的冲击比较超预期，这对红利的超额收益是有支撑的。海外波动性放大下黄金也是配置上的重点关注。除了关注红利黄金外，在冲击逐渐缓和、甚至关税谈判变化、或中国政策对冲后，需要关注“科技+消费”的投资机会。”

一个视角：关税冲击下，业务更聚焦国内的品种更好；更进一步，出海>出口

本周 A 股市场围绕关税影响展开交易，涨跌的分层效应显著：境外业务占比越高的品种表现越弱。上述现象反映：在极端事件形成系统性冲击时，市场能短期快速研判微观冲击和达成共识的能力有限，第一阶段通常沿着最易形成共识的宏观交易逻辑展开。(1) 展望下一阶段的发展：目前中国市场份额由美国企业占据的赛道，在中美当前高关税水平下，中国企业有望通过国产替代实现份额大幅提升。(2) 运用开源策略独有的“出海-出口”数据库，将“海外营收占比高/海外资产占比低”的品种划分为“出口”，将“海外营收占比高/海外资产占比高”的品种划分为“出海”。比较两个不同的品种在本周的表现，我们发现出海的股价表现显著优于出口。

从动态视角看这轮关税接下来的影响

(1) 特朗普对全球增加关税，并非只针对中国，而是对其他国家也增加关税，中国和全球其他国家和地区的

贸易关系将有所改善。要关注对欧洲出口的预期差。

(2) 长期来看，以“人工智能+”和“具身智能”代表的中国科技创新，将使得中国制造进一步引领全球，大大加强中国制造业全球地位，形成对冲。

(3) 这么强势的关税能否持续？我们认为这很有可能不是最后的数字。我们预计谈判或将比较快的到来（但开启谈判的前置条件在于美国的姿态），最后的数字会变化。

(4) 底线思维要建立起来，这有助于我们更好地厘清接下来的投资思路。极限假设下我们需要对冲对美出口的损失，可以由三个维度提供：1、对其他国家的出口出海；2、科技创新下的全要素生产力提振；3、国内扩大内需以及财政刺激等政策。

展望未来我们推荐：“自主可控”科技和军工+“内循环”消费+红利黄金

外部不确定性催化黄金和军工行情；国内应对不确定性下应加大自主可控、国产替代和内循环的关注，配置：“自主可控”科技和军工+“内循环”消费+红利黄金：

“4”个行业方向：(1) 科技成长“自主可控+国产替代”：AI+赋能、机器人、军工、半导体、信创、卫星；(2) 消费“政策+内生复苏”：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理以及新消费；(3) 成本改善驱动：养殖、航空机场、饲料、小金属；(4) 出海结构性机会：中欧贸易关系缓和下的预期差（对欧洲出口占比高品种）及小品类出海（如零食等）；

“1”个底仓逻辑：绝对收益思路下的中长期底仓“红利+黄金”，辅以高股息优化思路增强底仓收益：沪深300增强、央国企红利蓝筹。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

【金融工程】农业板块的资金行为监测——金融工程定期-20250413

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 王志豪（分析师）证书编号：S0790522070003

放量上涨的农业指数

中证农业主题指数（000949.CSI），由 50 只成分股市值加权构成，业务涉及农用机械、化肥与农药、畜禽药物、农产品、肉类与乳制品等领域。我们对农业板块的资金行为进行全方位监测。

农业指数（000949.CSI）在春节以来涨幅 8.68%，4 月以来涨幅 3.61%，相较万得全 A4 月以来超额收益 9.04%，广受市场资金关注。

农业板块资金动向

公募实时持仓：我们基于基金净值、持仓披露、调研行为等市场公开信息，对公募基金持仓进行了实时测算。测算结果显示，公募基金对农业板块配置仓位处于 2018 年以来历史低位水平；

ETF 资金持仓：A 股指数投资的大时代正在到来。近年来，指数投资产品呈现供需两旺的繁荣气象，2024 年四季度末公募 ETF 基金总规模已突破 3.7 万亿元。测算结果显示，ETF 资金持仓占农业板块股票市值比例处于历史高位水平；

两融余额动向：融资余额是指在融资融券交易中未偿还的融资总金额。一般认为，融资余额的增加，意味着投资者看多后市。测算结果显示：农业板块融资余额 3 月以来逐步企稳，融券处于较低水平。

农业成分股资金行为解析

机构调研：2025 年以来，国光股份、一拖股份、海大集团等调研次数最多；

雪球大 V：4 月 1 日以来，北大荒、圣农发展、牧原股份等受到关注最高；

主力资金：4 月 1 日以来，金健米业、海大集团、天康生物等买入最多；

龙虎榜：4 月 1 日以来，北大荒、大北农、金健米业等曾出现在龙虎榜；

高频股东户数：贝斯美、温氏股份、海大集团等股东户数增幅最高。

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

【传媒】多模态 AI 突破不止，政策暖风持续助力 IP、体验消费——行业周报-20250413

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001 | 肖江洁（联系人）
证书编号：S0790124070035

国产大模型能力继续跃升，AI 校对/AI 游戏等应用不断深化，继续布局 AI

4 月 10 日，商汤发布原生多模态通用大模型日日新 SenseNovaV6，其采用 6000 亿参数 MoE 架构，实现文本、图像和视频的原生融合，在纯文本任务和多模态任务中的多项指标均已超越 GPT-4.5、Gemini2.0Pro，在多模态和语言深度推理任务上同时超过 OpenAI o1 和 Gemini2.0flash-thinking，模型特点可总结为“强推理、强交互、长记忆”，基于商汤自研的原生多模态融合训练技术，及多模态长思维链合成技术、多模态混合增强学习技术、长视频统一表征和动态压缩能力来实现，可完成如看图猜城市、根据一段足球游戏视频进行解说、基于剧集片段分析剧情及人物关系等功能。此外，果麦文化旗下 AI 校对王宣布近期成功中标某部队智能文字校对系统项目，加州大学伯克利分校一项名为 AssistanceZero 的技术近期在《我的世界》游戏中得到运用并引发广泛关注，其并未接受大模型常见的 RLHF 训练，而是由 assistanccegames 强化学习驱动，在陪游戏玩家玩《我的世界》游戏时，不需要玩家告诉其怎么做，而是会边观察边配合玩家，并基于玩家意图随时改变计划，体现强大自我学习能力。我们认为，国产模型近期在多模态、推理能力上持续突破，多款达到全球顶尖水平，加之头部模型开源，大模型厂商持续发力 Agent，将继续推动 AI 应用深入落地，拉动推理算力需求，建议继续布局 AI。1、大模型/Agent：重点推荐腾讯控股、快手-W，受益标的包括阿里巴巴-W、昆仑万维、商汤-W；2、AI 游戏：重点推荐心动公司、恺英网络、网易-S，受益标的包括巨人网络；3、AI 虚拟陪伴：重点推荐盛天网络、奥飞娱乐、网易云音乐，受益标的包括汤姆猫、实丰文化；4、AI 教育/校对：受益标的包括果麦文化、荣信文化、盛通股份、世纪天鸿、南方传媒；5、AI 动漫/影视：重点推荐上海电影、芒果超媒，受益标的包括中文在线、光线传媒、华策影视；6、AI 电商/广告：重点推荐值得买、引力传媒，受益标的包括蓝色光标；7、算力+云：重点推荐顺网科技，受益标的包括浙文互联、浙数文化。

促消费政策暖风频吹，继续布局 IP、体验式新消费

4 月 11 日，中国政府网发布国务院关于《加快推进服务业扩大开放综合试点工作方案》的批复，将大连市等 9 个城市纳入试点范围。4 月 12 日，海南省政府网发布《海南省提振和扩大消费三年行动方案》，提到“创新发展新型数字消费；拓展沉浸式互动化服务模式，开发游戏动漫电竞场景，健全海南‘游戏出海’公共服务平台功能，推动产品开发、发行、运营；2027 年，数字经济核心产业营收超过 2200 亿元；丰富精品会展演艺活动，2027 年，引进具有国际影响力的演艺项目超 50 场，带动综合消费超 70 亿元”等。我们认为，政策或进一步激发新消费供给释放，供需两旺下，IP、体验式新消费有望延续高景气，建议继续布局。（1）IP：继续布局国漫、潮玩、卡牌、谷子等细分赛道，重点推荐上海电影、布鲁可、奥飞娱乐、姚记科技，受益标的包括果麦文化、华立科技。（2）演艺/沉浸式体验：重点推荐锋尚文化，受益标的包括风语筑、大丰实业等。

风险提示：AI 应用收入、新游戏流水、IP 衍生品销量、演艺票房低于预期等。

【非银金融】券商 1 季报超预期，稳股市政策下看好券商板块机会——行业周报-20250413

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002 | 唐关勇（联系人）证书编号：S0790123070030

周观点：券商 1 季报超预期，稳股市政策下看好券商板块机会

美国关税事件影响下，本周 A 股波动加大，为应对外部冲击，央行、汇金和国资委等多部委联合发力迅速推出稳股市组合拳提振市场信心：国家队资金增持 ETF、国央企回购和增持股份、险企提高权益资产配置上限、六大国有银行先后发声推进股票回购增持专项贷款。当下，我们看好受益于稳股市政策、1 季报超预期的券商板块机会，同时看好板块红利属性标的，推荐江苏金租和中国财险。

券商：一季报超预期，上市券商和大股东积极回购和增持，看好板块机会

(1) 本周日均股基成交额 1.97 万亿，环比+42%，本周新成立股+混基金规模 181.55 亿，环比+290%；1 季度日均股基成交额 1.77 万亿，同比 72.3%，环比-15.2%；1 季度新成立股+混基金 1102 亿元，同比+102%。(2) 截至 4 月 13 日，10 家上市券商披露一季度业绩预告或业绩快报，在债市明显承压下，业绩增速整体超我们预期，交易量高增长、投资收益低基数预计是主要驱动。头部券商一季报预增明显：中信证券(+32%)、国泰海通(扣非+45%至+65%)、华泰(+50%至+60%)、中国银河(+70%至+90%)，10 家券商合计 1 季报预计同比+48%（取预告业绩中值、国泰海通证券以扣非业绩测算），预计年化 ROE 达到 7.6%。(3) 上市券商和大股东积极回购和增持，截至目前，东方证券、国泰海通、国金证券、国投资本、财通证券、中泰证券推动回购，长城证券控股股东增持股份。(4) 券商板块估值和机构持仓位于低位，应对外部环境不确定性，各部委稳股市组合拳，提振权益市场信心，叠加券商一季报业绩超预期和回购催化，继续看好券商板块机会。三条选股主线：业绩弹性突出的零售优势券商、金融科技和并购主线。

保险：监管提高部分险企权益资产配置上限，关注 1 季度负债端表现

(1) 中国人保 4 月 13 日公告本集团 2025 年一季度归母净利润预计同比增长 30%到 50%；中国太保 4 月 8 日公告，公司已于 4 月 7 日增持了宽基 ETF 等产品，同时公司董事长傅帆于 4 月 8 日提议以公司自有资金回购公司部分普通股 A 股股票。(2) 金监总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》：简化档位标准，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调 5%，进一步拓宽权益投资空间，同时确税延养老保险普通账户不再单独计算投资比例。提高险企权益上限一定程度上利于险企提高权益仓位，关注后续偿付能力优化、考核指标优化和产品侧转型带来的险企权益配置比例提升。(3) 寿险 1 季度 NBV 增速或降档，权益资产弹性成为寿险标的重要影响因素，看好权益弹性突出、负债端平稳标的投资机会。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：江苏金租，中国财险；指南针，东方证券，东方财富，财通证券香港交易所；中国人寿，中国太保。

受益标的组合：国信证券，九方智投控股，中国银河，招商证券，同花顺，新华保险。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

【煤炭开采】贸易摩擦升级内需有望发力，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250413

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：贸易摩擦升级内需有望发力，否极泰来重视煤炭配置

本周港口煤价企稳，其中 CCTD 动力煤 Q5500 报价 676 元/吨，环比持平，秦皇岛港 Q5500 山西产动力末煤报价 665 元/吨，环比持平，港口煤价已连续两周持平。从供给端来看，截至 4 月 6 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 81.7%，环比下跌 0.4 个百分点；截至 4 月 11 日，环渤海港库存 2987.8 万吨，环比下跌 26.8 万吨，跌幅 0.89%，随着库存积压问题得到初步缓解，市场悲观心态也有所好转；截至 4 月 11 日，进口印尼 3800 大卡华南到岸价为

461 元/吨，较同品种内贸煤价格优势为-9 元/吨，进口印尼煤价格倒挂情况下终端对进口煤的需求较为有限。从需求端来看，截至 4 月 10 日，沿海八省电厂日耗合计 185.7 万吨，环比下跌 1.3 万吨，跌幅 0.7%；非电煤中甲醇开工率 81.3%，环比上涨 1.3pct，尿素开工率 86.4%，环比上涨 0.51pct，水泥开工率 51.2%，环比上涨 3.22pct，非电需求小幅好转，有望进一步带动港口库存去化。短期煤价仍处于磨底期，后续政策面和基本面变化有望进一步支撑煤价企稳反弹：（1）长协价上限支撑及煤企自救行为：近期港口现货价格已跌至港口年度长协上限 770 元/吨的临界值，若现货煤价进一步下跌，电厂购买现货意愿将有望增强，并且若煤价大幅跌破 770 元/吨，煤企或采取限产保价等自救行为；（2）年度长协体制维护：自 2017 年开始构建的年度长协煤机制卓有成效，政策一直向“煤电双方盈利平衡”努力，而不是“煤和电顾此失彼”，煤电之间存在盈利均分的平衡点，价格也会出现止跌企稳；（3）煤电价格联动机制：电厂历年不是天然的空头，尤其是政策出台的 303 号文和 1439 号文，共同构筑了“保煤价即是保电价”导向，而触发点位恰为 770 元/吨；（4）疆煤外运成本支撑：运输成本的刚性使疆煤出疆存在盈亏线，快速下跌煤价会触发疆煤发运量的减少，从而减少内地煤炭供给；（5）煤油价格联动：我们梳理测算，68 美元/桶布油和 770 元/吨港口煤价做烯烃成本对等，在当前 80 美元/桶原油而 770 元/吨煤价下，煤化工成本优势明显。回溯 2023 年 6 月，秦港平仓价跌至 759 元/吨后迅速回升至 770 之上，彼时看到上述政策面和基本面的变化，当前煤价亦迎来企稳反弹。本周经过中美多轮互加关税，双方关税达到新高，且中方宣布鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。考虑到关税政策或对中国出口及国内经济造成影响，降准降息有望加速落地，利率下行叠加市场风格转向防御属性或利好红利风格；此外为对冲进口影响，国内消费、地产及基建投资政策或有加码，有望进一步拉动国内煤炭需求。

投资逻辑：煤炭黄金时代 2.0，煤炭核心价值资产有望再起

煤炭股稳健红利投资逻辑：当前国内经济运行偏弱，海外面临特朗普上台之后关税政策打压，美国处于降息周期且国内利率也进入下行通道，煤炭稳健红利仍可配置，此外保险资金已在 24 年 11 月底完成考核，当前已开始新的布局期，煤炭等红利板块且国资背景风险小，或成为险资布局的首选方向。**煤炭股周期弹性投资逻辑：**3 月两会召开之后，无论动力煤还是炼焦煤价格均处于低位，随着供需基本面的持续改善，两类煤种有望企稳反弹，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤是完全弹性；当前宏观政策已表现力度很大，市场更期待政策落地后反映在需求上的真实效果，2025 年“两会”之后，政策方案落实以及开春施工季的来临，煤炭的需求和价格均有望体现出向上趋势，煤炭股周期属性将显现。煤炭板块有望迎来重新布局的起点：一是宏观政策利多和资本市场支持力度。2024 年 9 月 24 日以来，高层持续出台稳增长政策，降准降息，且加大房地产的支持政策，力度和密集程度高于以往，且强化对资本市场的重视和政策支持；二是高分红且多分红已成趋势。2024 年以来多家上市煤企公告中期分红方案（兖矿能源/陕西煤业/电投能源/冀中能源/上海能源/中煤能源/辽宁能源），凸显 2024 年市值管理改革对央企国企分红的促进作用；煤炭板块作为国资重地，积极响应政策号召，且有从央企向地方国企推开之势，未来分红比例及频次均有望持续提升，煤炭板块高分红高股息投资价值更加凸显。三是产业资本入局预示行情底部来临。2024 年下半年来，广汇能源、兖矿能源、平煤股份、淮北矿业等相继披露股东增持和上市公司回购方案，或预示产业资本认可当前为板块价值底部，且增持成本显著低于一级市场购买或二级资产注入，复盘历史股东增持后市场表现，后续股价上行概率或明显提高。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，红利逻辑：【中国神华、陕西煤业、中煤能源（分红潜力）】；主线二，周期逻辑：【平煤股份、淮北矿业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【广汇能源、新集能源】。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险。

【地产建筑】新房成交面积同环比下降，探索建立可持续城市更新机制——行业周报-20250413

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

核心观点：新房成交面积同环比下降，探索建立可持续城市更新机制

本周我们跟踪的 68 城新房成交环比下降，同比下降，20 城二手房成交面积环比下降，同比下降。土地成交面积同比增长，溢价率环比下降。国内信用债发行规模环比增长。本周住建部、财政部提出 2025 年度中央财政将

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

继续支持部分城市实施城市更新行动，探索建立可持续的城市更新机制，推动补齐城市基础设施的短板弱项，加强消费型基础设施建设。本周北京一宗宅地出让，用地规模 34729.57m²，规划建筑面积 86823.925m²，共收金 27.082 亿元，溢价率 16.28%。2025 年前两月销售初步企稳，在更加积极的财政政策、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，维持行业“看好”评级。

探索建立可持续的城市更新机制，南京推出“以旧换新”购房补助活动

中央层面：国家金融监管总局：本周住建部、财政部提出 2025 年度中央财政将继续支持部分城市实施城市更新行动，探索建立可持续的城市更新机制，推动补齐城市基础设施的短板弱项，加强消费型基础设施建设。

地方层面：南京：南京市为促进住房消费，推出“以旧换新”政府补助活动，旨在帮助市民更好地了解和参与。活动期间，购房人将获得新建商品住房合同金额 1% 的政府购房补助，且可叠加享受各区其他购房补助政策。

市场端：土地成交面积同比增长，北京土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025 年第 15 周，全国 68 城商品住宅成交面积 191 万平米，同比下降 28%，环比下降 29%；全国 20 城二手房成交面积为 230 万平米，同比增速-8%，前值+43%；年初至今累计成交面积 2884 万平米，同比增速+20%，前值+24%

投资端：2025 年第 15 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2750 万平方米，成交土地规划建筑面积 2628 万平方米，同比增加 170%，成交溢价率为 12.6%。北京：北京迎来一宗通州八里桥片区宅地出让，地块六通一平，用地规模 34729.57m²，规划建筑面积 86823.925m²，起拍价为 23.29 亿元，起拍楼面价 26824 元/m²，招商蛇口以总价 27.082 亿元竞得该地块，成交楼面价 31192 元/m²，溢价率 16.28%。

融资端：国内信用债发行规模环比增长

2025 年第 15 周，信用债发行 184.5 亿元，同比增加 23%，环比增加 396%，平均加权利率 2.72%，环比减少 25BP。信用债累计发行规模 1124.6 亿元，同比减少 26%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【商贸零售】关税冲击持续，关注内需优质渠道和产品龙头——行业周报-20250413

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

关税冲击持续，关注聚焦内需市场的优质零售渠道和差异化消费品牌

“对等关税”冲击之下，建议关注内需优质渠道和产品龙头。（1）优质渠道：永辉超市助力出口转内销，公开向出口受阻的中国制造企业开通“绿色通道”。结合中国零售业从传统 KA 大卖场时代迈向以用户和产品为中心的品质零售时代，永辉超市作为传统零售业态龙头锐意变革的代表，后续调改进度、策略思路和对“人货场”关系的深度重塑，值得持续关注。（2）优质产品：锦波生物首个胶原蛋白填充类三类械注册获批，此为国内首款针对中面部容量缺失及轮廓缺陷的重组胶原蛋白注射剂。锦波通过胶原蛋白的自组装、自交联能力，创新出既能提供即时填充效果，又能通过持续刺激自身胶原再生的产品，实现填充修复双重功效，同时也意味着重组胶原蛋白开始具备替代动物源胶原蛋白的能力。锦波生物在重组胶原蛋白医美领域具备较强的先发优势，此款创新产品获批进一步稳固其重组胶原医美龙头地位。我们认为，在外需受关税等政策影响存在不确定性背景下，提振内需消费、国货品牌崛起将为必然趋势，建议关注聚焦内需市场的优质零售渠道和差异化消费品牌。

行业关键词：永辉超市、TEMU、胶原蛋白、PRADA、京东母婴等

【永辉超市】永辉超市发布《致中国优质供应链的一封信》。

【TEMU】TEMU 正式进军马尔代夫市场。

【胶原蛋白】全球首个注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶获批。

【PRADA】PRADA 将以 13.75 亿美元收购 Versace。

【京东母婴】京东母婴业务 2024 年全年订单量增长近 20%。

板块行情回顾

本周（4 月 7 日-4 月 11 日），商贸零售指数报收 2120.54 点，上涨 2.88%，跑赢上证综指（本周下跌 3.11%）5.99 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 2 位。零售各细分板块中，本周超市板块涨幅最大，2025 年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周国芳集团（+61.1%）、欧亚集团（+26.3%）、南宁百货（+22.4%）涨幅靠前。

投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

投资主线一（传统零售）：关注顺应消费趋势积极变革探索，把握流量回归机会的线下零售龙头，重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线二（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者理解洞察力的黄金珠宝龙头品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等；

投资主线三（化妆品）：关注深耕高景气细分赛道、综合能力不断迭代的国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、上美股份、润本股份、丸美生物、巨子生物等；

投资主线四（医美）：关注受益医美消费恢复、盈利能力具备更强确定性的上游差异化医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

【化工】本周百菌清、代森锰锌、菊酯等农药价格上涨，中国调整对原产于美国的进口商品加征关税措施——行业周报-20250413

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

本周行业观点：中国调整对原产于美国的进口商品加征关税措施

根据国家统计局数据，2025 年 3 月 CPI 环比下降 0.4%，同比下降 0.1%，降幅明显收窄；PPI 环比下降 0.4%，同比下降 2.5%。这主要受季节性、国际输入性因素等影响。从边际变化看，提振消费需求等政策效应进一步显现，核心 CPI 明显回升，同比上涨 0.5%，供需结构有所改善，价格呈现一些积极变化。4 月 10 日，美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率进一步提高至 125%，自 2025 年 4 月 12 日起，中国调整《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告》（税委会公告 2025 年第 5 号）规定的加征关税税率，由 84%提高至 125%。鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。我们对主要化工品“自美进口量/总进口量”、“对美出口量/表观消费量”等指标进行统计。统计的主流品种中，多数产品进口量水平较为有限；对外出口量较大的品种中，直接对美出口量/表观消费量的占比又较小。因此，虽中美贸易冲突升级，但我们预计短期对化工品直接进口量影响均有限，长期影响需关注是否通过终端向上传导，影响化工品的进出口量以及景气度。

本周行业新闻：中国石化与沙特阿美签署合作框架协议等

【聚氨酯】4 月 2 日，日本化学公司 UBE 株式会社宣布，已完成对德国特种化学品公司朗盛（Lanxess）聚氨酯系统业务的收购。【石化】4 月 8 日，中国石化与沙特阿美签署《延布炼厂扩建项目合作框架协议》。根据协议，该项目将依托现有装置，新建 180 万吨/年乙烯、150 万吨/年芳烃装置及配套下游聚烯烃装置。

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、盐湖股份等；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【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】远兴能源、三友化工等；【其他】黑猫股份、振华股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：彤程新材、阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、川发龙蟒、湖北宜化等；【硅】新安股份；【纯碱&氯碱】中盐化工、新疆天业等。【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】华锦股份等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注 1。

【地产建筑】华泰紫金苏州恒泰 REIT 披露询价公告，保障房 REIT 表现持续优异——行业周报-20250413

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

华泰紫金苏州恒泰 REIT 披露询价公告，保障房 REIT 表现持续优异

2025 年第 15 周，中证 REITs（收盘）指数为 856.72，同比上涨 7.65%；中证 REITs 全收益指数 1065.39，同比上涨 15.04%，环比下跌 1.18%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 6.97 亿份，同比增长 17.54%；成交额达 29.52 亿元，同比增长 22.13%；区间换手率 3.78%，同比下降 22.06%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+0.40%、-1.20%、-1.02%、-2.57%、-2.86%、-0.95%、-0.21%；一月涨跌幅分别为+7.40%、-0.32%、+0.73%、+0.56%、-1.81%、+2.28%、+3.92%。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，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

深交所发布绿色债券白皮书，华泰紫金苏州恒泰 REIT 披露询价公告

深交所发布《深圳证券交易所绿色债券白皮书》，概述绿色债券从顶层设计到落地执行的整体政策框架，总结深市绿色债券发行情况，阐述了绿色债券市场发展趋势，以及深交所下一步工作安排。华泰苏州恒泰租赁住房 REIT 披露询价公告，基金发售的基金份额总额为 5 亿份。初始战略配售基金份额数量为 3.5 亿份，占发售份额总数的比例为 70%。其中原始权益人或其同一控制下的关联方拟认购数量为 1.7 亿份，占发售份额总数的比例为 34%；其他战略投资者拟认购数量为 1.8 亿份，占发售份额总数的比例为 36%。

一周行情：保障房 REITs 单周上涨 0.40%，单月累计上涨 7.40%

2025 年第 15 周，中证 REITs（收盘）指数为 856.72，同比上涨 7.65%，环比下跌 1.36%，2024 年年初至今累计上涨 13.26%，同期沪深 300 指数累计上涨 9.31%，累计超额收益+3.95%；中证 REITs 全收益指数 1065.39，同比上涨 15.04%，环比下跌 1.18%，2024 年年初至今累计上涨 23.63%，同期沪深 300 指数累计上涨 9.31%，累计超额收益+14.32%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+0.40%、-1.20%、-1.02%、-2.57%、-2.86%、-0.95%、-0.21%；一月涨跌幅分别为+7.40%、-0.32%、+0.73%、+0.56%、-1.81%、+2.28%、+3.92%。

一级跟踪：16 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 15 周，共有 16 只 REITs 基金等待上市，发行市场保持活跃。

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。

【医药】推荐科研服务板块国产替代的机会——行业周报-20250413

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002 | 石启正（联系人）证书编号：S0790125020004

中美关税升级，国产替代再加速，关注科研服务板块

美国对全球关税不断升级，贸易冲突持续加剧。2025年4月9日，国务院关税税则委员会今天发布公告，自4月10日12时01分起原产于美国的所有进口商品的加征关税税率由34%提高至84%。2025年4月10日，美国政府将对中国商品征收的关税提高至145%。

中对美进口商品加征关税，进口产品预期提价以应对，国产替代有望再加速。由于行业发展原因，我国科学服务主要市场被外资品牌所领导，整体国产化率相对较低。此次中美关税升级，贸易冲突加剧，部分产自美国的科研服务类产品价格预期上调，将进一步增强我国国产品牌价格优势。2025年4月7日，默克生命科学发文说明，由于关税政策的不断变化，若经努力仍无法消除因关税导致的成本上升，我们将不得不根据实际情况，与此同时，泰坦科技也向客户及合作伙伴说明，受美国关税政策调整影响，原料或产自美国的产品成本大幅上涨，导致部分订单无法按原计划交付，相关产品价格将同步调整。

我们认为此次进口产品关税政策的调整，将进一步凸显国产品牌的性价比优势，建议关注科研服务板块国产替代机会。

4月第2周医药生物下跌5.61%，血液制品板块涨幅最大

从月度数据来看，2025年初至今沪深整体呈现下行趋势。2025年4月第2周农林牧渔、商贸零售行业涨幅靠前，电力设备、通信跌幅靠前。本周医药生物下跌5.61%，跑输沪深300指数2.73pct，在31个子行业中排名第22位。

本周血液制品板块涨幅最大，上涨4.06%；线下药店板块上涨1.81%，医疗设备板块下跌2.62%，中药板块下跌3.35%，其他生物制品板块下跌4.1%；医疗研发外包板块跌幅最大，下跌16.04%，体外诊断板块下跌8.28%，医药流通板块下跌6.4%，原料药板块下跌6.26%，医疗耗材板块下跌5.88%。

推荐及受益标的

推荐标的：制药及生物制品：泽璟制药-U、诺诚健华、科伦博泰生物-B、和黄医药、海思科、艾力斯、艾迪药业、兴齐眼药、人福医药、恩华药业、京新药业、健康元；中药：东阿阿胶、佐力药业、羚锐制药、悦康药业、方盛制药、江中药业、天士力；科研服务：奥浦迈、阿拉丁、昊帆生物、毕得医药、百普赛斯、皓元医药、海尔生物；原料药：普洛药业、健友股份、华海药业、奥锐特、博瑞医药；医疗器械：奥泰生物、安杰思、英科医疗、万孚生物、可孚医疗、圣湘生物、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜、康拓医疗；CXO：药明康德、药明合联、药明生物、泰格医药、博腾股份、泓博医药；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、海吉亚医疗、锦欣生殖；零售药店：益丰药房。

风险提示：产品临床研发失败、产品安全性风险、行业竞争格局恶化。

【通信】重视国产算力、卫星互联网、光通信等板块机遇——行业周报-20250413

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006

工信部力推北斗自主可控，海关新规出炉，国产算力逻辑持续兑现

2025年4月11日，工信部发布文章指出北斗产业发展必须实现全面自主可控；2025年4月11日，海关总署规定“集成电路”无论已封装或未封装，进口报关时的原产地以“晶圆流片工厂”所在地为准进行申报。根据锐

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

捷网络和智微智能最近公告，2025Q1 业绩均表现亮眼，主要原因是受益于国产算力发展。外部环境日益动荡，我们认为内需拓展+自主可控+技术升级的逻辑或被反复强化，国家对于国产算力和北斗/卫星通信等自主可控板块支持力度或持续强化。

CBP 豁免部分光通信产品关税，光模块或迎配置良机

2025 年 4 月 12 日，美国海关及边境保护局（CBP）发布更新指南-特定产品的互惠关税豁免，对部分 HTSUS 编号产品不再被课征依据第 14257 号行政命令（2025 年 4 月 2 日公布）所施行的额外国别税率，该措施自美东时间 2025 年 4 月 5 日凌晨 12 时 01 分起生效，其中包含光模块在内的部分光通信产品及消费电子类产品。我们认为，全球 AI 发展方兴未艾，国内光模块企业竞争优势较显著，近期受到综合因素影响，光通信板块回调幅度较大，建议重点关注板块超跌反弹机遇。

持续看好国产 AI 算力产业链、卫星互联网等六大产业方向

我们继续看好六大产业方向：AIDC 机房建设（AIDC 机房、柴油发电机、风冷&液冷等）、IT 侧（国产算力芯片、服务器及电源）、网络侧（交换机及芯片、光通信、AEC 铜连接、CDN 等）、云计算（公有云、私有云、算力租赁）。一、AIDC 机房建设（AIDC 机房、柴油发电机、风冷&液冷等）。推荐标的：润泽科技、新意网集团、英维克、宝信软件等；受益标的：科泰电源、金盘科技等。二、IT 侧（国产算力芯片、服务器及电源）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯；受益标的：寒武纪、海光信息、浪潮信息、华勤技术、欧陆通等。三、网络侧（交换机及芯片、光通信、AEC 铜连接、CDN 等）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯、盛科通信、中际旭创、新易盛等；受益标的：锐捷网络等、博创科技、瑞可达、华丰科技、网宿科技等。四、云计算（公有云、私有云、算力租赁）。受益标的：中国移动、中国电信、中国联通、云赛智联、润建股份、宏景科技、海南华铁、大名城等。五、AI 应用：受益标的：广和通、移远通信、美格智能等。六、卫星互联网：受益标的：海格通信、铖昌科技、臻镭科技、盛路通信、航天环宇、信科移动-U、创意信息、佳缘科技、天银机电、航天电子、光库科技、西测测试、震有科技、华力创通、盟升电子、上海瀚讯、信维通信、中国卫星等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦。

【食品饮料】内需提振预期强化，食品饮料积极布局——行业周报-20250413

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（联系人）证书编号：S0790123070080

核心观点：板块预期升温，值得积极配置

4 月 7 日-4 月 11 日，食品饮料指数涨幅为 0.2%，一级子行业排名第 4，跑赢沪深 300 约 3.1pct，子行业中乳品（+4.6%）、零食（+3.3%）、调味发酵品（+1.2%）表现相对领先。食品饮料近期超额收益明显，年初至今涨跌幅已位居行业前列。原因与外部环境、市场风格变化有关。（1）近期关税战预期升温，全球贸易冲突加剧，市场风险偏好回落，内需提振预期加强。食品饮料作为强内需板块，自然受到更多资金青睐；（2）年报季报披露期间，市场可有跟随业绩波动，食品饮料作为典型的业绩稳健扎实的代表行业，承担了部分资金避险需求；板块底层逻辑是基本面确认底部区间，后续复苏预期逐渐升温。基本面底部依据：（1）目前大众需求比较平稳，商务需求虽未有明显改善，但部分市场商务活跃度已有边际提升；（2）部分企业主动收缩供给，力求实现供需平衡，减少渠道压力，释放渠道风险。（3）政策刺激力度加强，提振相关消费领域需求。如家电国补、上海北京等地消费券发放、呼和浩特大力补贴生育等，均会对消费需求形成较强刺激。近期国际形势变化，强化了国家提振内需市场的信心，预计后续应会陆续出台更多刺激消费政策，消费复苏预期逐渐升温。

白酒需求已至低点。酒企增长目标的设定更加谨慎，对市场库存和健康更加敏感，整体基调是收缩供给实现市场平衡。从产业需求变化、供给收缩、酒企业绩节奏等角度分析，我们判断白酒行业基本处于自身周期底部位置，后续大概率是平稳上行。当前白酒板块估值一直在低位徘徊，近期龙头酒企公告计划回购股票，也为提振资本市场信心提供助力支持。综合考虑我们认为当前白酒已进入中长期布局时点，以贵州茅台、山西汾酒、今世缘、古井贡酒等公司为主。大众品遵循成长性原则，三个行业可重点关注：一是把握成长性原则，看好渠道改革与海

外市场扩张的红利期，重点关注零食板块。以甘源食品、盐津铺子为主；二是考虑到低基数效应以及年内餐饮复苏，啤酒行业应有改善，重点关注青岛啤酒；三是具备生育政策概念催化，同时原奶价格平衡点有望加速到来的乳制品行业，以龙头伊利股份为主。此外具有成本红利的安琪酵母、西麦食品，以及国内首发威士忌新品的百润股份均值得关注。

推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、甘源食品、西麦食品

(1) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(2) 贵州茅台：公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。(3) 甘源食品：公司持续保持营收稳定增长，出海战略初见成效，看好公司出海战略下的中长期发展。(4) 西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【计算机】周观点：自主可控大势已至——行业周报-20250413

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2025.4.7-2025.4.11），沪深 300 指数下跌 2.87%，计算机指数下跌 5.79%。

周观点：自主可控大势已至

(1) 全球贸易局势紧张，科技自主可控迫在眉睫

2025 年 4 月 2 日，美国总统特朗普在白宫签署行政令，宣布对中国输美商品加征 34% 的“对等关税”，创下中美贸易摩擦以来单次税率新高。4 月 4 日，中方接连表态并发布反制行动。国务院关税税则委员会发文称，自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税。4 月 10 日，美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”税率进一步提高至 125%。因此，国务院关税税则委员会调整《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告》规定的加征关税税率，由 84% 提高至 125%。全球贸易摩擦不断升级，关键核心技术产品自主可控成为重中之重。

(2) 国家财政重点支持，党政信创有望加速推进

2025 年中央经济工作会议指出，要增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。2025 年新一批超长期特别国债的申报工作正在开展中，主要聚焦基础研究和关键核心技术攻关、人工智能+应用攻关工程、数据资源战略储备、关键设施一体化防护、生物制造领域技术创新、粮食与能源资源安全等重大示范项目。在财政支持下，2025 年党政信创有望加速推进。

(3) 国产软硬件逐渐迈入“好用”阶段，替换节奏有望加速

国产算力：以华为昇腾、海光、寒武纪为代表的国产 AI 算力正在崛起；操作系统：Windows7 和 CentOS8 等停服，Google 计划终止开源 Android 项目（AOSP），加速国产操作系统全面替换。华为主导开发的 openEuler 成为国产服务器操作系统的中流砥柱，同时 HarmonyOSNEXT 开启智能终端操作系统新纪元。数据库：以 TiDB、openGauss、OceanBase、PolarDB 为代表的开源数据库广泛应用，达梦数据、人大金仓等国产数据库公司快速崛起，数据库的替换正从非核心、次核心系统向核心系统突破。此外，ERP、工业软件等核心软件也取得快速突破，国产化率逐年提升。

投资建议

我们认为随着全球贸易环境变化，科技自立自强成为发展的必由之路，国产软硬件正在崛起，替代节奏有望加速。国产算力推荐海光信息、中科曙光、神州数码，受益标的景嘉微、中国长城、龙芯中科、安博通、拓维信

息等；信创板块推荐金山办公、达梦数据、太极股份、顶点软件、卓易信息、软通动力、华大九天、中望软件、中控技术、润和软件、中国软件国际、普元信息、宝兰德、普联软件、启明星辰、天融信、安恒信息、深信服等，受益标的中国软件、麒麟信安、中孚信息、诚迈科技、宝兰德、吉大正元、海量数据等。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报：（4 月第 2 周）广东省加速低空立法，各地对应用场景探索稳步推进——行业周报-20250413

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

广东省加速低空立法，各地对应用场景探索稳步推进

立法端，4 月 9 日，全省立法工作会议在广州召开。广东省正在加速低空经济领域的立法工作，《广东省低空经济发展条例》已被列入 2025 年立法计划。此前，深圳、广州已有相关条例实施，此次立法，将进一步为广东省低空经济的发展提供了重要的法律保障和政策支持。场景探索端，4 月 10-11 日，上海举办 2025 低空经济产业发展论坛，涉及低空经济多场景应用的拓展，包括载人交通、物流运输、旅游观光等领域。4 月 10 日，重庆市委书记袁家军强调要进一步拓展“低空+”多元应用场景，重点聚焦城市治理、公共服务、低空物流等领域。同日，“汉阳-阳新”首条武汉“1+8”城际观光航线也正式启航并成功首飞。4 月 8 日，成都市发布首批低空经济创新场景清单，涵盖了 39 项供给清单（如安全防控、飞行保障技术等）和 48 项需求清单（如物流运输、应急救援、文旅消费等）。此外，南京市发布 2025 年“新基建”项目计划，新增低空经济基础设施类别。我们认为，低空经济已经迎来从宏观（国家层面产业规划）到中观（各地地方补贴）再到微观（基建主机招标、应用场景打造）的纵向落地，建议关注低空经济后续板块行情，推荐标的卧龙电驱、绿能慧充，受益标的：（1）低空制造：万丰奥威、宗申动力等；（2）低空基建：莱斯信息、深城交等；（3）低空运营：深圳机场、中信海直、祥源文旅、岭南控股、西域旅游等。

本周板块行情：关税博弈冲击市场，运营环节仍为市场关注重点

4 月 7 日-4 月 11 日低空经济 A 股相关标的平均涨跌幅为-7.3%，关税博弈影响下市场表现不佳，其中涨幅前五标的分别为岭南控股(+10.5%)、祥源文旅(+6.4%)、纳睿雷达(+4.3%)、西域旅游(+3.7%)、中简科技(+0.4%)；跌幅前五的标的分别为新晨科技(-19.7%)、光洋股份(-15.7%)、绿能慧充(-15.5%)、珠海冠宇(-14.3%)、可立克(-13.2%)。美股方面，亿航智能表现不佳(-13.7%)。

长安汽车将强化飞行汽车布局，英搏尔与高域科技签署战略合作协议

长安汽车在低空领域的战略布局涵盖了多个前沿技术与市场开拓计划，“北斗天枢 2.0”计划，将进一步加强了人形机器人与飞行汽车的前瞻布局。2024 年 12 月 21 日，长安汽车与亿航智能达成合作，推动飞行汽车技术落地。未来五年，长安汽车将投入超过 200 亿元用于飞行汽车产业的发展。4 月 8 日，珠海英搏尔电气股份有限公司与广东高域科技有限公司签署了《高域和英搏尔关于“低空经济立体出行”的战略合作协议》，此次合作将通过实现电机、控制器等部件的高度集成，提升高域飞行汽车动力系统的性能，推动高域飞行汽车产品实现更加高效能、轻量化及低成本。本协议的签署标志着客户对珠海英搏尔电气公司持续创新能力、研发实力、产品质量及生产能力的高度认可。

风险提示：产业政策落地速度不及预期，低空应用场景在 C 端普及不及预期。

【农林牧渔】4 月 USDA 农产品报告上调全球玉米、水稻产量，下调全球大豆、小麦产量——行业点评报告-20250411

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055

玉米：2024/2025 年全球产量、消费量环比上调

(1) USDA 上调全球玉米产量。USDA（美国农业部）发布 4 月全球农产品 2024/2025 年供需预测报告，与 3 月（2024/2025 年）预测报告相比，4 月报告上调玉米产量，主要系欧盟收获面积扩大及单产上升，坦桑尼亚单产提升。(2) 供需情况：产量方面，2024/2025 年全球玉米产量环比调增 93 万吨至 12.15 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球玉米出口量环比调增 232 万吨至 1.89 亿吨。消费量方面，饲用消费环比调增 177 万吨至 7.81 亿吨，国内消费环比调增 259 万吨至 12.42 亿吨。库存方面，2024/2025 年期末库存环比调减 129 万吨至 2.88 亿吨。

大豆：2024/2025 年全球产量环比下调，消费量环比上调

(1) USDA 下调全球大豆产量。与 3 月报告相比，4 月报告下调大豆产量，主要系 3 月下旬暴雨造成玻利维亚大豆单产下滑。(2) 供需情况：产量方面，预计 2024/2025 年度全球大豆产量环比调减 18 万吨至 4.21 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球大豆出口量环比上调 17 万吨至 1.82 亿吨。消费量方面，压榨量环比上调 200 万吨至 3.55 亿吨，国内消费环比上调 151 万吨至 4.11 亿吨。库存方面，2024/2025 年全球大豆期末库存环比调增 106 万吨至 1.22 亿吨。

小麦：2024/2025 年全球产量、消费量环比下调

(1) USDA 下调全球小麦产量。与 3 月报告相比，4 月报告下调小麦产量，主要系欧盟收获面积缩减。(2) 供需情况：产量方面，2024/2025 年全球小麦产量环比调减 38 万吨至 7.97 亿吨。消费方面，2024/2025 年全球小麦饲用消费环比调减 27 万吨至 1.55 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球小麦进口量环比调减 386 万吨，出口量环比调减 125 万吨。库存方面，2024/2025 年全球小麦期末库存环比调增 62 万吨至 2.61 亿吨。

水稻：2024/2025 年全球产量、消费量环比上调

(1) USDA 上调全球水稻产量。与 3 月报告相比，4 月报告上调水稻产量，主要系印度种植面积扩大，印尼、柬埔寨等国单产提升。(2) 供需情况：产量方面，2024/2025 年全球水稻产量环比调增 313 万吨至 5.36 亿吨。消费方面，2024/2025 年全球水稻消费环比调增 138 万吨至 5.32 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球水稻进口量环比调增 194 万吨，出口量环比调增 221 万吨。库存方面，2024/2025 年全球水稻期末库存环比调增 173 万吨至 1.83 亿吨。

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。

【家电：九号公司(689009.SH)】2024 年两轮车&割草机器人持续超预期增长，全年现金分红超预期——公司信息更新报告-20250413

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 林文隆（分析师）证书编号：S0790524070004

2024 年现金分红超预期，看好长期收入增长及盈利提升，维持“买入”评级

2024 年实现营收 142 亿元（同比+39%，下同），归母净利润 10.8 亿元（+81%），扣非归母净利润 10.6 亿元（+157%）。2024Q4 营收 32.9 亿元（+22%），归母净利润 1.14 亿元（-48%），扣非归母净利润 1.25 亿元（+92%），剔除股份支付费用以及非经影响预计实际经营利润翻三倍以上增长，全年现金分红 8 亿超预期。2025 年年初以来两轮车&割草机器人渠道拓展持续推进，我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 16.89/23.92/32.69 亿元（2025-2026 原值分别为 15.98/22.97 亿元），对应 EPS 为 23.54/33.35/45.57 元，当前股价对应 PE 为 24.2/17.1/12.5 倍。长期视角，两轮车关注渠道升级+拓宽用户群扩大市场份额、规模效应下预计盈利能力仍有提升空间，同时继续看好高成长赛道割草机器人持续增长以及潜力赛道 E-Bike 贡献增量，维持“买入”评级。

2024Q4 零售滑板车&割草机器人超预期表现，两轮车全年销量符合预期

2024Q4 收入拆分：(1) 两轮车营收 12.4 亿元 (+23%)，销量 46 万台 (+44%)，均价 2679 元 (-14%)。全年销量符合预期，Q4 均价同比下滑主系经销商补贴冲减收入所致。(2) 零售滑板车营收 7.6 亿元 (+34%)，销量 36 万台 (+18%)，均价 2075 元 (+13%)。全年营收增速 17%，超预期表现或系欧洲行业景气较高。(3) 全地形车营收 2.1 亿元 (-5%)，销量 0.58 万台 (+7%)，均价 36045 元 (-11%)。

(4) 割草机器人营收 2.67 亿元 (+178%)，全年营收 8.6 亿元 (+284%)，机器人板块销量超 16 万台，预计割草机器人销量超此前预期。(5) TOB 渠道营收 2.8 亿元 (-41%)。展望 2025 年，两轮车/割草机器人有望在渠道扩张以及新品驱动下维持较高增长，关注两轮车女性新品/M 系列迭代新品以及割草机 X3 表现。

同口径下规模效应驱动毛利率持续提升&销售费用率持续下降

毛利端，2024 年毛利率 28.2% (+3.1pct)，其中两轮车/机器人/全地形车/滑板车&平衡车毛利率同比分别 +2.1/+2.1/-0.65/+7.95pct，滑板车毛利率提升或系高毛利渠道占比提升+补贴适当减少所致。同口径下 2024Q4 毛利率为 31.4% (+3.8pct)，规模效应下毛利率持续提升。费用端，同口径下 2024Q4 公司期间费用率 25.62% (+1.4pct)，其中销售/管理/研发/财务同比分别 -1.8/+0.8/+3.0/-0.7pct，销售费用规模效应明显，研发费用较大幅度增加或系奖金增加所致。综合影响下 2024Q4 公司净利率为 3.5% (-4.7pct)，扣非归母净利率 3.8% (+1.4pct)。

风险提示：渠道拓展不及预期；新品销售不及预期；行业竞争加剧等。

【食品饮料：煌上煌(002695.SZ)】门店有所收缩，静待经营底部反转——公司信息更新报告-20250413

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 陈钟山（分析师）证书编号：S0790524040001

收入小幅下滑，费用支持同店，维持“增持”评级

公司发布 2024 年报，实现收入 17.4 亿元，同比下滑 9.4%，归母净利润 0.4 亿元，同比下滑 42.9%；2024Q4 公司实现收入 2.9 亿元，同比下滑 15.6%，归母净利润亏损 0.4 亿元。公司门店经营短期仍有压力，我们下调公司 2025-2026 年，新增 2027 年盈利预测，预计分别实现归母净利润 0.8 (-0.5)、1.1 (-0.6)、1.2 亿元，同比分别增长 95.0%、36.8%、13.4%，当前股价对应 PE 分别为 68.9、50.4、44.4 倍，公司为卤制品行业头部品牌，外部需求恢复后，门店有望重新扩张，维持“增持”评级。

门店收缩影响鲜货业务，等待经营反转

分产品看，公司 2024 年鲜货产品、包装产品、屠宰加工、米制品、检测和其他业务分别实现营收 12.1、0.5、0.7、3.5、0.01、0.6 亿元，分别同比变化-14.4%、-10.1%、+51.6%、-1.8%、-22.9%、+23.2%，其中鲜货业务受到门店经营影响有所承压，米制品业务需求相对稳定，屠宰业务基数较低，增速较快。截至 2024 年末公司鲜货门店 3660 家，全年净闭店 837 家，下半年净关店 392 家，下半年闭店节奏趋缓。分地区看，公司 2024 年江西、广东、浙江区域分别实现收入 8.5、2.2、3.7 亿元，同比分别下滑 5.8%、24.7%、0.32%，其中广东区域闭店较多，影响相对较大。

费用支出较多，四季度利润端亏损

公司 2024Q4 毛利率为 28.3%，同比下降 2.4pct，或因四季度销量下降，折旧摊销相对增加所致，2024 全年原材料价格有所回落，预计 2025 全年鸭副产品等原材料保持平稳。公司 2024Q4 销售费用率为 24.5%，同比下降 2.7pct，主因线下门店支持及促销宣传，线上美团抖音等促销费用控制所致；管理费用率为 16.8%，同比提升 2.4pct，主因第三方咨询、品牌投入宣传、新基地投产固定费用增加以及子公司存货损失等原因所致；公司四季度利润亏损 0.4 亿元，静待经营恢复。

风险提示：食品安全风险，原材料涨价风险，终端需求影响门店经营风险。

【食品饮料：绝味食品(603517.SH)】静待门店经营恢复，投资收益 2025Q1 环比改善——公司信息更新报告-20250413

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 陈钟山（分析师）证书编号：S0790524040001

经营筑底，投资收益环比恢复，维持“增持”评级

公司发布 2024 年报和 2025Q1 季报，2024 年实现收入 62.6 亿，同减 13.8%，归母净利润 2.3 亿，同减 34.0%；2025Q1 公司收入 15.0 亿元，同减 11.5%，归母净利润 1.2 亿，同减 27.3%。公司同店经营仍有压力，我们下调公司 2025-2026 年，新增 2027 年盈利预测，预计分别实现归母净利润 6.3 (-0.9)、6.8 (-1.3)、7.2 亿元，同增 178.1%、6.9%、6.6%，当前股价对应 PE 分别为 15.4、14.4、13.5 倍，公司作为行业龙头，未来门店经营逐步改善，行业集中度进一步提升，成本压力持续缓解，美食生态圈企业有望逐步恢复，维持“增持”评级。

门店经营仍有压力，静待经营恢复

公司 2024Q4 实现收入 12.4 亿，同减 23.8%，2025Q1 收入 15.0 亿元，同减 11.5%，外部环境影响仍大，门店经营承压，估计部分门店关闭。分品类看，公司 2025Q1 禽类、畜类、蔬菜、其他鲜货、包装产品、加盟商管理和其他主营业务分别实现收入 8.7、0.8、1.4、1.2、1.2、0.1 和 1.9 亿元，同比分别变化-17.6%、-30.0%、+10.9%、-4.4%、106.5%、-13.6%和-19.4%，其中蔬菜类和包装产品受益品类调整有所提升。分区域看，2025Q1 西南、西北、华中、华南、华东、华北、非大陆区域分别实现收入 2.0、0.2、3.7、1.9、3.1、1.8 和 0.2 亿元，同比分别变化-11.6%、-14.7%、-31.5%、-45.5%、4.1%、-12.8%和-17.2%，其中华东区域在各项措施下有所增长。另外公司集采业务、供应链业务经营稳健。

成本有所受益，投资收益 2025Q1 环比改善

2024Q4 公司毛利率为 30.4%，同比提升 3.5pct，主因鸭副产品原料价格有所改善，公司 2025Q1 毛利率为 30.8%，同比提升 0.8pct，环比仍有提升。公司 2024Q4 销售费用率为 16.5%，同比提升 8.2pct，主因广告宣传费用增加所致；管理费用率 9.5%，同比提升 3.9pct。投资收益方面，2024Q4 亏损较多，为 1.6 亿元，主要系公司生态圈被投资企业利润波动影响，另外公司 2024Q4 资产减值损失 0.55 亿元，主因存货跌价和长期资产减值损失，对利润亦有较大影响。公司 2025Q1 销售费用率为 9.7%，同比提升 1.8pct，管理费用率为 7.6%，同比提升 1.3pct，投资收益 2025Q1 亏损 0.04 亿元，环比明显减亏、公司 2025Q1 利润 1.2 亿元，同比下滑 27.3%，经营仍承压，静待底部反转。

风险提示：食品安全风险，原材料涨价风险，终端消费力下行影响需求风险。

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