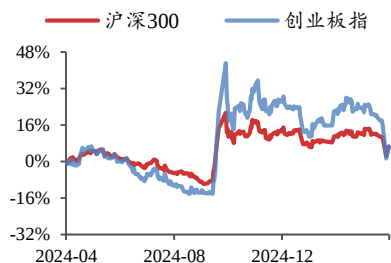


沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
商贸零售	4.831
纺织服装	3.775
有色金属	3.419
汽车	3.206
传媒	3.202

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	0.09
公用事业	0.185
农林牧渔	0.524
食品饮料	0.637
银行	0.679

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

【固定收益】从上交所3号指引修订看城投债信用分化——事件点评-20250410

【固定收益】复盘 2016 年 10 月——债市再次处于交易窗口期——固收专题
-20250410

行业公司

【非银金融】固收兼顾配置和交易，高股息+长股投为破局之道——行业深度报告-20250410

【地产建筑：我爱我家(000560.SZ)】净利润扭亏为盈，整体 GTV 小幅增长——
公司信息更新报告-20250410

【食品饮料：中炬高新(600872.SH)】调味品业务恢复正增长，改革进程持续推进——公司信息更新报告-20250410

【商贸零售：吉宏股份(002803.SZ)】主营业务有所承压，AI 赋能+海外拓展打开成长空间——公司信息更新报告-20250410

【家电：小熊电器(002959.SZ)】2024Q4 业绩显著改善，罗曼智能或赋能内外销增长——公司信息更新报告-20250410

研报摘要

总量研究

【固定收益】从上交所3号指引修订看城投债信用分化——事件点评-20250410

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘瑞（分析师）证书编号：S0790525010001

事件：2025年3月28日，上海证券交易所发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项（2025年修订）》，对公司债的发行审核提出新的监管要求。

城投债发行审核收紧，推动城投债信用分化

本次修订的内容对发行主体的信息披露和发行监管方面作出了进一步明确和细化，强调合规展业。

（1）细化财务指标及信息披露要求（如存货及应收类款项占总资产比例等），要求充分披露指标并说明原因、合理性，对盈利能力/市场化运营能力/偿债能力的影响。

（2）对城投判断标准“335”指标再次确认，要求充分披露。

（3）城投转型时用于扩充收入的“贸易”业务，要求充分披露并说明合理性；要求拼合多种市场化业务主体说明各板块协同性、对各板块实际控制情况等。

（4）压实主承、律师等中介机构的责任。

从指引修订内容来看，城投发债审核收紧，更加关注城投实质转型、城投业务结构及资产结构优化、财务稳健性等方面内容，将进一步推动城投信用分化，倒逼城投加快市场化业务的实质转型。

2025年财政政策的核心是“在化债中发展，在发展中化债”，化债红利与融资寒冬交织城投债市场加速分层

财政政策逻辑：（1）隐性债务置换提速与增量融资收缩。2025年财政政策核心矛盾在于：一方面通过新增6万亿元专项债额度置换隐性债务，另一方面严控城投新增融资，明确债券募集资金仅限“借新还旧”。这一“紧日子”逻辑旨在打破“债务扩张-财政兜底”循环，倒逼城投平台市场化转型。（2）土地财政替代方案落地，土地储备专项债重启后，地方政府可通过专项债回收城投闲置土地资产，可为城投提供资产盘活机会。（3）国有大型银行获5000亿元特别国债补充资本政策落地，信贷资源将向实体经济倾斜，银行信贷投放能力增强，但可能优先支持合规项目（向区域和资质好的城投倾斜，弱资质区域和主体融资渠道进一步收窄，分化加剧），倒逼城投提升资产质量和收益能力。

城投债市场出现分化信号，市场化转型进程加快

（1）信用利差“剪刀差”扩大

江苏、浙江、上海等区域AAA城投债信用利差收窄至40BP内，云贵等地AA级城投债利差仍较高。

（2）市场化转型进度加快

截至2025年4月9日，全国共有市场化经营主体405家，占名单内城投平台的比重为10.5%，未来随着退平台进度推进，叠加城投债发行审核收紧，城投公司将加快市场化业务的实质转型，降低政府业务依赖。

城投债供给端或将受到阶段性影响，需持续观测发行规模边际变化

受新规影响，2025年3月31日~2025年4月3日，全国共发行城投债81只，发行总额为484.82亿元，环比下降62.16%；同期，净融资额为-11.53亿元。发行规模较高的区域分别为江苏、山东、重庆和浙江，分别为88.83亿元、70.56亿元、56.13亿元和50.29亿元；取消发行债券共4只，合计规模34亿元。

当下城投债发行审核趋严，核心在于对弱资质城投新设平台或者非实质转型进行约束，是对财政政策的进一步补充。后续审核或将利好实质转型条件充分的区域和企业，未来需持续观测二季度城投债发行规模的边际变化。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【固定收益】复盘 2016 年 10 月——债市再次处于交易窗口期——固收专题-20250410

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

2014-2016 年与 2021 年至今，两轮债市行情对比

(1) 2014 年-2016 年，债市牛市行情，类似于 2021-2024 年债市牛市行情。

(2) 2016 年 6-8 月，债市收益率快速下行，且期间忽视基本面好转的利空，类似于 2024 年 12 月-2025 年 2 月。

(3) 2016 年 8 月，资金利率变化，包括缩短放长、资金利率波动放大、资金利率中枢提高，类似于 2025 年 1 月。

(4) 2016 年 8-9 月，长端国债收益率有所上行，类似于 2025 年 2-3 月。

(5) 2016 年 9-10 月，政策对房地产进行调控，长债收益率快速下行，类似于 2025 年 3-4 月，当前主要是担忧出口。

(6) 2016 年“十一期间”多地密集调控房地产，超出市场预期，市场观点认为，2016 年经济亮点主要是房地产，考虑到房地产超预期密集调控，经济可能重新走弱，推动收益率快速下行，导致收益率重新下行接近 2016 年 8 月低点。

对比当前 2025 年 4 月，美国“对等关税”超出市场预期，市场观点认为，当前经济亮点主要是出口，如果因为关税导致后续出口下降，收益率再次下行，2025 年 4 月 7 日最低达到 1.63% 水平。

(7) 2016 年 10 月底-2017 年 12 月，经济并未因为房地产调控而下行，反而通胀水平明显上升，以及资金利率仍持续偏紧，最终导致债券收益率趋势上行。

关税或不会改变经济和债市的趋势

2019 年中美关税影响中国出口，本质是全球出口周期下行，2019 年中国出口要好于其他部分国家，不宜以 2018-2019 年关税弹性来评估当前。

我们认为，经济更主要是取决于总需求。比如，伯南克提出，大萧条的根源是总需求不足，特别的，他明确指出，没有关于贸易限制产生破坏性影响的有力证据。对于当前国内总需求，考虑到宽财政和宽信用的政策组合，总需求可能因为关税扰动而面临短期波动，但整体趋势或仍然延续 2024 年四季度至今的回升趋势，对应当前债市收益率上行趋势有望继续。

从 2025 年 GDP 同比的角度上看，我们认为，2024 年二、三季度信用收缩政策，或影响了地方政府、企业和居民部门，影响程度或高于当前关税对于出口链的影响，考虑到 2024 年二、三季度的低基数，2025 年二季度的 GDP 同比或高于一季度 GDP 同比。

央行态度是债市的关键因素

历史上看，10 年国债收益率高于政策利率 40BP-70BP，按照当前 7 天 OMO 利率 1.5%，当前 10 年国债收益率 1.65%，或隐含了 25BP-55BP 的降息预期。如果之后央行降息幅度小于 20BP，则意味着降息兑现程度不及市场预期，或难言对债市进一步利好。

另一方面，即使央行降息，资金利率或不一定下行，比如，2023 年 8 月央行 OMO 降息，之后资金利率反而

上行，最终导致债券收益率持续上行。

当前 2025 年 4 月美国“对等关税”之后，资金利率并未下行，反映出当前央行对于债市态度继续维持宏观审慎，即资金利率高于 OMO 利率，这一点与 2020 年 2-4 月明显不同，更类似于 2016 年 10 月地产调控之后。

2025 年 1 月至今，央行对债市态度以宏观审慎为主，此次美国对等关税事件，或类似于 2016 年 10 月的房地产调控冲击，并不会改变经济和债市收益率的上行趋势，当前关税冲击下收益率的重新回落，债市或再次处于交易窗口期。

对于债市，我们维持前期观点不变，2025 年内，10 年国债收益率或回归 2.5% 以上。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期；央行政策态度超预期，重点关注资金利率，如果后续资金利率大幅下行，或影响债券市场超预期。

行业公司

【非银金融】固收兼顾配置和交易，高股息+长股投为破局之道——行业深度报告-20250410

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

固收兼顾配置和交易，高股息+长股投为破局之道

(1) 长端利率快速下行+资产荒背景下，险资净投资收益率中枢下移，尚需探寻资产配置思路。当下增配超长债仍是解决资产端改善久期差的重要路径，但长债利息接近负债成本水平下，险资开始考虑配置性价比，择时拉长久期+波段交易增厚投资收益。权益配置仍有提升空间，监管松绑考核周期引导险资入市，高股息资产和长股投是未来方向，险企提升资产负债联动是应对低利率环境的重要能力，如优化产品结构、提高浮动收益产品占比以改善负债成本和管控久期。(2) 财政、稳地产和稳股市政策有望扭转经济预期，关注长端利率企稳，中长期资金入市政策拉长险企考核周期，明确增配权益规模，预计偿付能力松绑下权益配置意愿提高，资产端 Beta 催化下关注权益弹性突出标的。(3) 看好寿险板块顺周期机遇，当前保险板块 PEV、PB 估值和机构配置仍有空间，看好板块超额收益机会。推荐中国人寿、中国太保、中国平安，权益弹性受益标的新华保险。

未来方向：债券拉久期+做交易，权益重点为高股息+长股投，关注多元配置

(1) 从固收资产配置看，我国险企主要以利率债为主，信用下沉品种较少，因而长端利率趋势是影响固收配置的主要因素，叠加资产荒下久期错配问题，拉长久期是险资中长期配超长债的战略配置目的。以日本寿险业为例，险资持续增配超长债券，同时把握利率下行的交易机会，固收资产收益率相对 10Y 国债保持明显超额收益。

(2) 权益资产看，配置比例与韩国接近，较美国仍有提升空间，相比日本偏高主因或为超长债供应量和出海投资的差异。对比海外头部险企经验，高股息资产是重点配置方向，此外把握长股投配置机会增厚投资收益率中枢，同时作为医疗和养老战略布局的重要手段。(3) 寻求多元资产配置机会，险资持续增配宽基和红利 ETF，近期监管放开黄金业务试点，预计 1% 资产占比对应的 2000 亿资金配置。

量化测算：配债节奏兼顾性价比，中长期权益配置资金可期

(1) 债券配置节奏：我们以全行业债券增量和保费增量分析，险资债券配置节奏与现金流有一定关系，但考虑到到期再配置资金量和续期保费为主下，新增保费对现金流的影响相对较小，险资配债节奏将兼顾现金流和配置性价比。(2) 高股息资产测算：我们假设保险行业资金股票投资中 5 成为高股息资产，对应规模为 1.16 万亿，全行业 2025 年配置资金预计 7.7 万亿（再配置+保费-赔付费用），若 2025 年配置 4.5% 的高股息资产，对应的增量规模预计 3458 亿；(3) 中长期资金入市测算：我们测算 30% 新增保费三种口径下对应每年全行业配置 A 股资金约 3000-8000 亿，险资权益配置空间可期。

风险提示：长端利率下行和资本市场不及预期；寿险公司改革转型慢于预期。

【地产建筑：我爱我家(000560.SZ)】净利润扭亏为盈，整体 GTV 小幅增长——公司信息更新报告-20250410

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

净利润扭亏为盈，整体 GTV 小幅增长，维持“增持”评级

我爱我家发布 2024 年年度报告，公司降本增效效果明显，受二手房市场行情改善，公司业绩有所修复。我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.6、2.7、3.2 亿元，EPS 分别为 0.07、0.11、0.14 元，当前股价对应 PE 估值分别为 46.1、27.5、22.9 倍，公司通过业务调整迅速实现净利润大幅增长，财务状况整体良好，维持“增持”评级。

归母净利润扭亏为盈，多重举措助力业绩修复

2024 年，公司实现营业收入 125.36 亿元，同比增长 3.67%；实现 GTV2876 亿元，同比增长 1.2%；实现归母净利润 0.73 亿元（2023 年为-8.48 亿元），同比增长 108.65%，实现毛利率 9.77%，同比+0.30pct，净利率 0.56%，同比+7.59pct。业绩相比 2023 年扭亏为盈，实现大幅增长，主要原因系：（1）二手房市场出现复苏态势，公司业务所在核心城市的二手房成交量、成交价格均呈现回升走势。（2）公司继续严控各项费用开支，推动各项运营成本的进一步下降。2023 年公司品牌升级投入的费用在 2024 年不再发生，销售费用进一步下降。（3）公司 2024 一季度出售昆明新纪元大酒店相关资产，对公司 2024 年净利润产生正面影响，影响金额约 7900 万元。（4）公司第二期员工持股计划的股份支付费用已经在 2024 年上半年全部摊销完毕，其对净利润的负面影响也全部结束。

经纪业务收入稳健增长，控本增效毛利率有所提升

公司 2024 年经纪业务实现收入 41 亿元，同比+0.2%，实现毛利率 20.3%，同比+0.1pct。公司经纪业务实现 GTV2315 亿元，同比+4.2%。市占率保持稳步提升，其中上海地区市占率同比提高 0.8 个百分点，实现连续两年提升。

相寓品牌持续探索，在管房源同比增长

公司 2024 年资产管理业务实现 GTV180 亿元，同比+6.5%，实现营业收入 61.3 亿元，同比+6.5%。截至 2024 年底，公司相寓在管房源套数达到 30.3 万套，同比增长 11.8%。公司资产管理业务出租率达 95.4%，保持在行业较高水平。

风险提示：行业销售规模不及预期，相寓业务扩张不及预期。

【食品饮料：中炬高新(600872.SH)】调味品业务恢复正增长，改革进程持续推进——公司信息更新报告-20250410

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方一苇（分析师）证书编号：S0790524030001

2024 年年报披露，收入略低预期，利润符合预期

公司披露 2024 年年报。2024 年公司营收/归母净利润 55.2/8.9 亿元（同比+7.4%/-47.4%），2024Q4 营收/归母净利润 15.7/3.2 亿元（同比+32.6%/-89.3%），利润大幅减少主要系 2023 年工业联合案件撤诉冲回预计提负债影响。2024 年美味鲜营收/净利润 50.8/7.8 亿元（同比+2.9%/+29.5%），收入略低预期，利润基本符合预期。考虑到公司改革效果及成本费用情况，我们新增 2027 年预测，并小幅调整 2025-2026 年归母净利润（原值 8.6/11.0 亿元），预计 2025-2027 归母净利润 9.5/10.2/11.6 亿元，当前股价对应 PE17.6/16.3/14.4 倍，维持“买入”评级。

调味品业务扭转下滑态势，经销商团队逐步扩充

2024 年美味鲜营收实现微增，分产品看，食用油营收同比+27.0%（销量同比+35.2%，主要系餐饮渠道开拓进展较好），酱油/鸡精鸡粉/其他产品营收均出现不同程度下滑（分别同比-1.5%/-0.2%/-11.9%）。2024 年公司对经销

队伍优化扩充，截至 2024 年底经销商数量 2554 名（净增加 570 名）。分区域，东部/南部地区营收同比增长 6.0%/0.02%，中西部及北部地区营收同比下滑 6.7%/1.0%。

成本下降叠加生产效率提升，调味品盈利能力明显改善

美味鲜 2024 年净利率同比+3.1pct 至 15.3%，我们认为净利率提升主要系黄豆等原材料及部分包材价格下行带动毛利率同比+4.3pct 至 37.0%，同时公司生产效率提升，积极推进精细化管理。费用端，2024 年美味鲜销售/管理/研发/财务费用率分别为同比+0.8/0.2/-0.4/+0.2pct，销售费用主要是进行渠道改造、加大费用投入力度，促销推广费用增加；管理费用主要是确认股权激励等待期费用影响。

改革稳步推进，内生+外延有望共同支撑长期发展

公司改革持续推进，改革决心坚定，期望通过内生增长+外延并购共同支撑公司稳健发展。在品牌端，公司邀请谢霆锋代言人有望提升品牌形象。此外，公司积极重视产业并购机会，期望补齐产品空白及短板。

风险提示：原料价格波动风险、食品安全事件、改革进展不及预期。

【商贸零售：吉宏股份(002803.SZ)】主营业务有所承压，AI 赋能+海外拓展打开成长空间——公司信息更新报告-20250410

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

事件：2024 年营收同比下滑 17.4%，归母净利润同比下滑 47.3%

公司发布年报：2024 年实现营收 55.29 亿元（同比-17.4%，下同）、归母净利润 1.82 亿元（-47.3%），单 2024Q4 实现营收 16.32 亿元（-7.5%）、归母净利润 0.47 亿元（+93.8%）。考虑跨境业务受外部宏观因素冲击，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 2.41/3.10/3.84 亿元（2025-2026 年原值 2.57/3.49 亿元），对应 EPS 为 0.63/0.81/1.00 元，当前股价对应 PE 为 17.9/14.0/11.3 倍。我们认为，公司作为跨境社交电商龙头，有望受益 AI 赋能+市场全球化打开成长空间，当前估值合理，维持“买入”评级。

2024 年跨境社交电商业务有所承压，包装业务表现相对稳健

分业务看，（1）跨境社交电商：2024 年实现营收 33.66 亿元（-20.9%）、毛利率 60.8%（-2.5pct），承压明显主要系公司主动控制了汇率波动较大的日韩区域营销投放导致营收下降，同时加大欧洲、东南亚等区域品牌建设投入，但下半年通过积极调整广告投放区域、规模及客单价，实现订单快速修复。（2）包装：2024 年实现营收 20.99 亿元（+0.1%）、毛利率 17.9%（-1.4pct），增速放缓主要系下游需求减弱叠加原料降价调价，后续通过持续开拓市场领域和客户群体有望维持稳健。盈利能力方面，2024 年公司综合毛利率 43.9%（-2.7pct）、净利率 3.3%（-1.6pct）。费用方面，2024 年销售/管理/研发费用率同比分别-1.5pct/+1.1pct/+0.1pct，股份支付摊销金额 1733 万元（同比减少 905 万元）。

“跨境电商+包装”双轮驱动，“AI+品牌建设+国际化布局”打开成长空间

跨境电商：（1）持续加大人工智能投入，接入国内外主流模型如 ChatGPT、LlamaAI、豆包等，实现全链路数字化、智能化管理；（2）加强品牌建设，目前已打造包括 SenadaBikes 电动自行车、Veimia 内衣、Konciwa 遮阳伞及 PETTENA 宠物用品等自有品牌。包装：积极践行“走出去”发展战略，致力于中东、非洲等海外市场深度拓展，持续提升市场影响力和综合竞争力。

风险提示：电商行业竞争加剧、目标市场政策变化、新业务拓展不及预期等。

【家电：小熊电器(002959.SZ)】2024Q4 业绩显著改善，罗曼智能或赋能内外销增长——公司信息更新报告-20250410

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

2024Q4 业绩显著改善，关注罗曼智能长期赋能内外销，维持“买入”评级

2024 年营收 47.58 亿元(同比+0.98%,下同),归母净利润 2.88 亿元(-35.37%),扣非净利润 2.46 亿元(-35.51%)。2024Q4 营收 16.19 亿元 (+16.18%), 归母净利润 1.08 亿元 (-17.03%), 扣非净利润 1.2 亿元 (+6.01%)。考虑到内需国补刺激以及长期聚焦优质代工业务,我们上调 2025~2026 年并新增 2027 年盈利预测,预计 2025~2027 年归母净利润为 3.70/4.08/4.47 亿元 (2025-2026 年原值为 3.17/3.48 亿元),对应 EPS 为 2.36/2.60/2.85 元,当前股价对应 PE 为 17.7/16.1/14.7 倍。伴随基数压力缓解,期待业绩恢复亮眼表现,维持“买入”评级。

罗曼智能聚焦代工业务后业绩显著改善,非厨业务以及外销业务快速增长

分业务上看,2024 年公司厨房/生活/个护/母婴小家电营收分别达 32.8/5.6/3.6/2.5 亿元,同比分别 -10.1%/+15.3%/+174.3%/+31.8%,生活/个护/母婴等小家电较高增长或主要系小熊品牌持续推新以及并表罗曼智能所致。分区域上看,2024 年内销/外销同比分别-5.8%/+80.8%,外销高增长或主要系并表罗曼智能后海外代工业务增长所致。2024Q3 公司并表罗曼智能,剥离自主品牌业务、聚焦核心代工业务后经营业绩改善明显,2024 年罗曼智能营收 6.14 亿元 (+21.5%),净利润 0.72 亿元 (同期亏损 0.04 亿元),合并报表归母净利润已超过 2024 年承诺年度目标净利润 0.15 亿元。展望 2025 年,内销关注国补扩容带动小熊品牌营收恢复以及品类扩张,外销关注优质代工业务(欧洲、日本)以及自主品牌业务增长。

2024Q4 毛利率有所改善,销售/研发费用率维持稳定

2024 年毛利率 35.29% (-1.32pct),2024Q4 毛利率 34.66% (+2.83pct),低基数下单季度毛利率显著改善。费用端,2024 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别 -0.59/+0.93/+1.07/+0.19pct,2024Q4 同比分别 +0.23/+1.51/+0.02/-0.12pct,Q4 营收改善情况下销售/研发费用率维持相对稳定。综合影响下 2024 年净利率 6.05% (-3.4pct),2024Q4 净利率 6.65% (-2.66pct)。展望 2025 年,看好厨房小家电外业务增长+低基数带动毛利率持续恢复,以及营收改善背景下的费用率优化。

风险提示:新品拓展不及预期;行业竞争持续激烈;原材料价格上涨等。

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