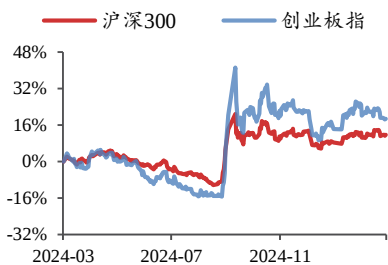


2025 年 03 月 28 日

开源晨会 0328

——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(%)
医药生物	1.878
食品饮料	0.856
基础化工	0.749
电子	0.498
银行	0.452

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	-1.300
社会服务	-1.289
公用事业	-1.151
钢铁	-1.125
综合	-1.094

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】信用债收益率有望上行——固收专题-20250327

行业公司

【化工】全球生物柴油、SAF 需求增长，UCO 景气先行上涨——行业点评报告
-20250327

【医药：三生制药(01530.HK)】核心品种持续发力，多款创新药进入收获期——
港股公司首次覆盖报告-20250327

【食品饮料：双汇发展(000895.SZ)】2024Q4 盈利明显改善，分红率维持较高水平——公司信息更新报告-20250327

【纺织服装：申洲国际(02313.HK)】毛利率修复下核心利润亮眼，海外持续扩产提效——港股公司信息更新报告-20250327

【非银金融：国联民生(601456.SH)】投资收益拖累业绩，看好收购民生证券的协同效应——公司信息更新报告-20250327

【纺织服装：健盛集团(603558.SH)】2024 年棉袜量价齐升，期待无缝板块业绩释放——公司信息更新报告-20250327

【地产建筑：华润置地(01109.HK)】结转业绩稳健，经常性利润贡献过百亿——
港股公司信息更新报告-20250327

【银行：中信银行(601998.SH)】息差表现跑赢同业，分红比例继续提升——中信银行 2024 年报点评-20250327

【计算机：广联达(002410.SZ)】Q4 业绩增速向好，成本费用管控成效显著——
公司信息更新报告-20250327

【医药：科伦博泰生物-B(06990.HK)】公司商业化开启，芦康沙妥珠单抗有望迎
来强劲增长——公司信息更新报告-20250327

【传媒：快手-W(01024.HK)】盈利能力提升，可灵 AI 商业化提速，共同驱动增长——港股公司信息更新报告-20250327

【商贸零售：豫园股份(600655.SH)】珠宝时尚业务继续承压，积极调整应对挑战
——公司信息更新报告-20250326

【地产建筑：金地集团(600383.SH)】结转规模持续收缩，计提减值拖累业绩——
公司信息更新报告-20250326

【地产建筑：华润万象生活(01209.HK)】营收利润稳健增长，维持核心净利润100%分派——港股公司信息更新报告-20250326

研报摘要

总量研究

【固定收益】信用债收益率有望上行——固收专题-20250327

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

重点信用事件：专项债收储

专项债收储。2025年3月4日，自然资源部和财政部联合发布《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》，更好支持运用专项债券开展土地储备工作。3月19日，石家庄市自然资源和规划局发布关于第一批拟收购存量闲置土地价格的公示，拟运用专项债券收回收购5宗闲置土地，土地面积合计约139.98亩，拟收购价格合计约12.96亿元。通过专项债收储，有助于城投平台的账面土地实现资金回笼，从而缓解城投平台的流动性资金，为账面上有息债务的还本付息提供直接的资金来源。

城投企业动态。（1）望城经开区投资建设集团有限公司，控股股东由望城经开管委会变更为湖南望城经控，实控人未变；（2）佛山市建设发展集团有限公司，评级上调主因股权资产注入。

产业公司动态。厦门港务发展股份有限公司，拟向厦门国际港务发行股份及支付现金购买其持有的集装箱码头集团控股权。

一级发行非金信用债净融资由负转正、二级利差有所收窄

一级发行：净融资额方面，3月17日-21日，非金信用债发行额3548亿元，偿还额3054亿元，净融入规模494亿元，其中，城投债净融资规模140亿元，产业债净融资规模354亿元。金融债发行额2125亿元，偿还额3809亿元，净融资-1684亿元，其中，银行二级资本债净融资额为-5亿元，永续债净融资额为-695亿元。

发行期限方面，非金信用债平均发行期限3.11年，其中，城投债为3.52年，产业债为2.83年；金融债发行平均发行期限3.06年。

二级利差：绝对水平上，截至3月21日，AAA评级各期限的中短票据、城投债、二级资本债和永续债收益率均值分别为1.97%、1.98%、2.00%、2.02%，2016年至今分位数分别为4.7%、4.5%、6.2%、10.9%，整体处于历史低位水平。其中，永续债信用利差历史分位数稍高。

变动幅度上，3月17日-21日，信用债市场收益率整体下行，中短票据、城投债、二级资本债和永续债各期限和各评级下行幅度均值分别为-6.8BP、-7.1BP、-5.7BP和-5.2BP。考虑到国债收益率略有上行，信用利差有所收窄。

期限上看，短端信用债收益率下行幅度更为明显，比如，1年期和3年期各品种、各评级的收益率下行幅度均值均为-7.0BP，5年期对应为-5.1BP。信用利差上，同样表现为短期限收窄幅度更为明显。

信用债收益率有望上行

我们认为，2025年政策组合为“宽信用+宽财政+紧资金”，债市收益率有望上行，此前信用债收益率下行的主要逻辑“资产荒”，或逐步转变为“负债荒”，信用债收益率有望上行。

期限上，5Y-1Y的期限利差明显处于低位水平，建议参与1-2Y短久期品种。

品种上，银行永续债收益率较其他品种偏高，且1Y、AAA-银行永续债收益率达到2.02%，要高于隔夜资金利率1.77%，配置价值尚可。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【化工】全球生物柴油、SAF 需求增长，UCO 景气先行上涨——行业点评报告-20250327

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 宋梓荣（联系人）证书编号：S0790123070025 | 李思佳（联系人）证书编号：S0790123070026

全球生物柴油、SAF 需求增长，UCO 供需偏紧

据百川盈孚，截至 3 月 26 日，国内地沟油、泔水油价格（不带票）分别为 6,458、6,717 元/吨，分别较 3 月 25 日+0.64%、+1.39%；分别较 1 月 1 日+17.42%、+4.41%。受原料价格推动，生物柴油价格上涨。据隆众资讯数据，截至 3 月 26 日，一代生物柴油 FOB 价格、价差分别为 1,156 美元/吨、1,845 元/吨，分别较 1 月 1 日分别+9.99%、-3.21%。据百川盈孚报道，当前地沟油、泔水油价格稳中上涨，低价位成交货源已然难寻。供给方面，据 ASA、油脂化工贸易公众号，2023 年全球 UCO 出口前三分别为中国、马来西亚、印尼，而 2025 年年初印尼限制废食用油和棕榈油残渣的出口，这使得全球 UCO 供给偏紧。需求方面，欧盟、美国的生物柴油政策加码；欧盟、新加坡等地船用生物燃料需求增加；2025 年欧盟、英国的 2%SAF 掺混政策推动 SAF 需求增长；中国 SAF 装置陆续投产，对原料进行提前备货，而生物柴油、SAF 均以 UCO 作为原料，进而拉动 UCO 需求增长。全球生物柴油、SAF 需求增长，带动原料 UCO 供需偏紧。

生物柴油：全球减碳背景下生物柴油需求增长，或将带动 UCO 需求增长

欧盟方面，欧盟每年将减少碳排放指标，同时可再生能源指令（REDIII）将于 5 月实施，该指令大幅提高运输部门的降碳目标。欧盟 FuelEU 法规于 2025 年初生效，欧盟船用燃料需求增加。2025 年 2 月欧盟给中国生物柴油企业加收较高关税，而其境内主要原料菜籽油产量不足，使得其向我国进口 UCO 的量大幅增长。据 Wind、隆众资讯等，2024 年欧盟菜籽油产量同比下降 3.89%；2025 年 1-2 月，荷兰向中国进口 UCO 8.6 万吨，同比增长 163%。美国方面，美国可再生燃料标准将使美国生物质柴油增加约 5 亿加仑可再生燃料需求。而欧盟由于自身生物柴油供给偏紧将使得出口美国的量减少，美国生物柴油供需或将偏紧。此外，新加坡在 3 月要求将船用燃料中生物燃料掺混比例从 24%提高到 30%。综上，全球减碳背景下，生物柴油需求向好，进而有望带动 UCO 需求增长。

SAF：未来 SAF 需求或稳步增长，或将推动其对 UCO 需求增长

2025 年，欧盟、英国正式推行 2%的 SAF 掺混政策，并规划逐步提高 SAF 掺混比例。我们预计 2025 年欧盟、英国对 SAF 的需求量在 160 万吨左右。2024 年 5 月以来，我国连续化 SAF 生产装置具有盈利空间。但国内 SAF 装置订单不足，实现连续化生产的装置较少，整体盈利能力较低。待欧洲、英国等地对 SAF 需求稳定增加，或将推动我国 SAF 企业盈利增长，进而推动其对 UCO 需求增长。

投资建议：看好 UCO-生物柴油/SAF 产业链景气高增，UCO 景气先行上涨

我国 UCO 具有较强碳减排属性，随着其下游 SAF、生物柴油需求增加，而其自身新增产能受限，景气度率先增长。因此，在全球降碳背景下，UCO、生物柴油、SAF 相关生产企业有望受益。受益标的：【UCO】山高环能、朗坤环境等；【生物柴油、SAF】卓越新能、嘉澳环保、海新能科、鹏鹞环保等。

风险提示：政策推进不及预期、原材料价格大幅上涨、技术进步不及预期等。

【医药：三生制药(01530.HK)】核心品种持续发力，多款创新药进入收获期——港股公司首次覆盖报告-20250327

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 刘艺（联系人）证书编号：S0790124070022

核心品种持续发力，多款创新药进入收获期

三生制药目前已有 40 余种上市产品，覆盖肾科、肿瘤科、自身免疫性疾病、眼科及皮肤科等多种治疗领域，其中核心品种特比澳、蔓迪系列等有望持续稳健增长。公司在研管线丰富，不仅孵化三生国健优质自免创新药平台，更培育出或合作开发 SSGJ707、自免系列产品及口服紫杉醇等，特别是 SSGJ707 早期临床结果优异，在 J.P.M 展示积极 II 数据，有成为重磅品种的潜力。公司核心品种保持稳定增长，多款创新药又逐步进入收获期。我们看好公司发展，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 23.28、26.12、29.38 亿元，EPS 为 0.97、1.09、1.23 元，对应 PE 分别为 9.3、8.3、7.4 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

多元化业务布局叠加成熟的商业化能力，驱动公司核心产品稳健增长

制药方面，特比澳作为公司第一大单品，2024 年实现同比 20.4% 的高速增长，2024 年医保谈判成功零降价续约并新增儿童 ITP 适应症给产品带来新的增量空间，此外促红素双品牌、益赛普及赛普汀等产品的稳步增长也进一步贡献公司现金流；毛发皮肤方面，蔓迪（5%米诺地尔）是国内首款获批上市的 OTC 米诺地尔，2024 年收入达 13.37 亿元，通过不断开发新系列品种，蔓迪品牌销售有望持续增长；合作项目上，公司 2024 年与众多药企达成创新合作，例如 HER2ADC、克立福替尼、口服紫杉醇等，有望抬升公司业绩天花板。

在研管线多点开花，聚焦优势创新平台打造高价值品种

2025JPM 披露 SSGJ707（PD-1/VEGF 双抗）早期临床数据，疗效与安全性展现优效潜力。公司 SSGJ707 于 2025 年 2 月与百利天恒 EGFR×HER3 双抗 ADC 达成联用合作；SSS06 是新一代长效促红素，用于慢性肾衰竭（CRF）贫血，其 NDA 已于 2024 年 7 月获受理；608（IL-17 单抗）针对斑块状银屑病的 NDA 已于 2024 年 11 月获受理；613（IL-1 β ）、611（IL-4R）等均处于 III 期临床，后续有望相继提交上市申请。公司管线创新价值高，市场潜力有待进一步发掘。

风险提示：临床研发失败风险、竞争格局恶化风险、销售不及预期风险。

【食品饮料：双汇发展(000895.SZ)】2024Q4 盈利明显改善，分红率维持较高水平——公司信息更新报告-20250327

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

2024Q4 盈利明显改善，维持“增持”评级

2024 年公司实现总收入 597.15 亿元，同比-0.6%；归母净利 49.89 亿元，同比-1.3%。Q4 单季收入 156.03 亿元，同比+13.5%；归母净利 11.85 亿元，同比+63.3%，四季度业绩明显改善。我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利分别为 52.4、55.1、58.2 亿元，EPS 分别为 1.51、1.59、1.68 元，当前股价对应 PE 分别为 17.6、16.8、15.9 倍。公司产业链布局完善、龙头地位稳固。2024 年全年累计分红 48.85 亿元，占归母净利润的 98%，分红率稳定在较高水平，是稳健价值投资标的，维持“增持”评级。

肉制品业务环比改善，吨利保持高位运行

2024Q4 肉制品实现营收 55.9 亿元，同比降 0.4%，环比 Q3 降幅收窄，主因公司实施八项举措推动销量改善叠加 2023Q4 低基数效应；营业利润 14.3 亿元，同比增 7.4%，主要是得益于成本的有效控制。2024 年全年肉制品销量 141 万吨（同比-6.1%），单价 17.5 元/公斤（同比基本持平），吨利在 4700 元左右，维持高位。2025 年肉制品原料成本预计持续低位运行，公司计划加大市场推广投入，并推出吨利相对较低的高性价比产品，因此销量有望实现增长，吨利维持高位的同时略低于 2024 年。

Q4 屠宰板块业绩改善明显，养殖业务扭亏为盈

2024Q4 屠宰业务实现营收 85.1 亿元，同比增 21.7%，四季度销售规模明显改善，得益于淡储旺销和核心渠道贡献；营业利润 9543 元，同比增长 153.0%。2024 年全年生鲜产品销量 168 万吨（同比+0.7%，其中生鲜猪-4.4%），单价 18.0 元/公斤（同比-2.7%），展望 2025 年，猪价预计仍处于较低水平，行业竞争有望弱化，叠加公司加强市场开发及经营水平，屠宰规模有望稳步提升，盈利基本保持稳定。养殖业方面，Q4 收入同增 15.1%，经营利润扭

亏为盈，展望 2025 年，养殖业务随着规模和养殖水平的提升，有望实现较快增长，盈利水平同步提升。

风险提示：宏观经济波动风险、市场扩展不及预期、原材料价格波动风险等。

【纺织服装：申洲国际(02313.HK)】毛利率修复下核心利润亮眼，海外持续扩产提效——港股公司信息更新报告-20250327

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 张霜凝（分析师）证书编号：S0790524070006

毛利率修复下核心利润亮眼，海外持续扩产提效，维持“买入”评级

2024 年公司营收 286.6 亿元（同比+14.8%，下同），预计销量+21%、人民币单价-5%，国内产能利用率回升及海外扩产提效带动量增，单价回落主要受内衣及休闲销售占比提升、原材料价格下降以及原材料耗用下降影响。2024 年归母净利润 62.4 亿元（+36.9%），剔除汇兑收益、政府补贴、固定资产处置收益以及银行利息净收入影响后核心利润为 49.2 亿元（+37%）。剔除一次性资产处置收益后，2024 年派息比率为 59.2%。我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 65.5/73.3/82.3 亿元，当前股价对应 PE 为 13.2/11.8/10.5 倍，公司加强新产品开发以及品类多元化下提升老客户份额、新客户加速放量，预计柬埔寨新厂及越南面料产能扩张驱动量增，维持“买入”评级。

2024 年休闲及内衣占比提升，核心客户份额提升，2024H2 运动品类提速

分客户：2024 年 CR4 收入占比 80.7%（+1.1pct），优衣库/耐克/阿迪/puma 收入同比+33%/-4%/+35%/+11%，Lululemon 收入同比增速超 70%。按品类：运动/休闲/内衣/其他收入同比+9.8%/+27.1%/+34.6%/10.9%，休闲品类占比提升，2024H1/H2 运动、休闲增速分别为 7.6%/11.8%、20%/31.8%，运动品类 H2 提速。按地区：欧洲/中国/美国/日本/其他收入同比+3%/+13%/+19%/+32%/+13%，优衣库订单带动日本市场增长，中/美市场收入占比 28%/16%。预计 2025 年 Lululemon、阿迪、优衣库、Puma 订单均有双位数以上增长。

2024H2 毛利率因员工加薪及招聘而环比下降，有效税率大幅提升

盈利能力：2024 年毛利率为 28.1%（+3.8pct），2024H1/H2 分别为 29%/27.4%，H2 环比下降 1.6pct 主要系中国厂基层员工加薪、员工扩充带来的培训成本及效率待爬坡。2024 年期间费用率 9%（-0.6pct），销售/管理/财务费用率分别+0.3/-0.8/-0.1pct，有效税率 12.9%（+4.1pct），其中 H2 税率+7.3pct，主要系越南支柱二税法的相关税差计提，2024 年归母净利率 21.8%（+3.5pct），剔除一次性收益后归母净利率为 20.6%（+2.5pct）。营运能力：存货周转天数 116 天同比环比下降，应收/应付周转相对稳定，净现金 134 亿元（+17%），现金流充沛。

产能：2024 年国内外员工人数均有增加，预计 2025 年扩产提效释放海外产能

员工数：截至 2024 年末员工数从 9.2 万人提升 1.1 万至 10.3 万人，海外及国内员工人数均有增加。预计扩产提效提升海外产能，驱动 2025 年量增双位数：（1）越南：2024 年收购越南西宁省面料新工厂提升一体化能力，预计面料日产能逐步由 400 吨提至 600 吨，越南预计招工 1-2 千人。（2）柬埔寨：金边新成衣工厂土建接近完工，预计 3 月开始招工，规模约 6 千人。（3）效率提升：柬埔寨及越南工厂效率仍有提升空间。此外，印尼产能持续推进，目前项目仍处初期阶段。

风险提示：原材料价格维持高位、汇率波动、产能释放不及预期。

【非银金融：国联民生(601456.SH)】投资收益拖累业绩，看好收购民生证券的协同效应——公司信息更新报告-20250327

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

投资收益拖累业绩，看好收购民生证券的协同效应

2024 年公司营业收入/归母净利润 26.8/4.0 亿元，同比-9%/-41%，单 Q4 归母净利润 0.02 亿元，业绩低于我们预期。2024 年加权平均 ROE 2.19%，同比-1.7pct，期末杠杆率（扣客户保证金）4.4 倍，较年初+0.1 倍。全年来看经纪、资管业务同比+39%/+49%，投行与投资业务同比-31%/-20%拖累业绩。公司发行股份收购民生证券于 2025 年 1 月 3 日完成过户，因民生证券未披露单独的 2024 年报，我们暂不进行合并后公司的盈利预测，不考虑民生证券合并影响，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 8.5/11.4/14.4 亿元（前值 12.3/16.1），同比+115%/+33%/+26%，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.3/0.4/0.5 元。当前股价对应 PB 1.6/1.5/1.5 倍，看好公司收购民生证券后的协同效应，维持“买入”评级。

投资业务亏损叠加业务管理费增加拖累业绩，经纪、资管、两融业务改善

2024Q4 单季度公司调整后营收/归母净利润分别为 6.8/0.02 亿元，同比+51%/扭亏，环比-26%/-99%，经纪业务环比高增符合预期，衍生品业务浮亏或是主要拖累项，同时业务及管理费计提增加 41%也对业绩有负面影响。2024Q4 经纪、投行、资管、利息净收入、投资收益（含公允价值变动损益）分别为 3.2/0.75/1.8/0.3/0.5 亿元，同比+156%/+18%/+18%/扭亏/-44%，环比+169%/-21%/+3%/扭亏/-91%，四季度市场交易量活跃，公司经纪、资管、利息净收入有所改善，投资业务构成明显拖累，或因衍生品相关业务影响，市场波动影响场外期权业务。

完成收购民生证券，关注后续整合与业务协同效果

（1）公司发行股份并募集配套资金方案于 2024 年 12 月 27 日获证监会核准，2025 年 1 月 3 日完成发行股份收购民生证券的过户，股份数量由 28.3 亿股增加至 54.7 亿股（发行价格 11.17 元/股）。2 月 7 日完成公司名称和注册资本的工商变更登记手续，3 月 10 日完成配套募资 20 亿元，股份数量增加至 56.8 亿股（发行价格 9.59 元/股）。（2）2024Q1-3 民生证券净利润 5 亿元，期末净资产 163.3 亿元，假设 4 季度净利润 2 亿元，2024 全年净利润 7 亿元，ROE 约为 4.3%。据 Wind，公司归母净资产（LF）498 亿元，当前公司股价 10.95 元，市值 622 亿，PB（LF）1.25 倍。

风险提示：市场波动影响投资收益；整合效果具有不确定性。

【纺织服装：健盛集团(603558.SH)】2024 年棉袜量价齐升，期待无缝板块业绩释放——公司信息更新报告-20250327

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 张霜凝（分析师）证书编号：S0790524070006

2024 年棉袜量价齐升，期待无缝板块业绩释放，维持“买入”评级

2024 年实现营收 25.74 亿元（同比+12.8%，下同），归母净利润 3.25 亿元（同比+20.2%），扣非归母净利润 3.21 亿元（同比+22.5%），其中 Q4 收入 6.5 亿元（+4.4%），归母净利润 0.62 亿元（-11.6%），剔除奖励基金后增长 11.8%。公司维持高分红，2024 年现金分红比例 54.74%（2023 年为 68%），合计回购金额后比例达到 94.7%。公司棉袜业务核心客户有望持续稳健增长，盈利能力预计稳健；无缝服饰业务盈利能力有望随越南基地产能利用率提升而显著改善，具备业绩弹性，我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润为 3.8/4.3/4.7 亿元（此前为 3.64/4.26 亿元），当前股价对应 PE 为 9.6/8.5/7.8 倍，维持“买入”评级。

棉袜：2024 年棉袜量价齐升驱动增长，净利率维持 15%+的高位

2024 年营收 18.44 亿元（+16%），优衣库和 HBI 增长驱动，高单价产品占比提升，销量 3.78 亿双（+14.4%）、均价 4.9 元/双（+1.5%），毛利率同比+0.6pct 至 30%，净利润为 2.79 亿元（+12.5%），净利率受奖励基金计提同比降低 0.5pct 至 15.1%。预计 2025 年优衣库订单带动棉袜稳健增长，盈利能力维持高位。

无缝服饰：2024 年产品结构导致量增价减，Tefron、HBI 订单展望乐观

2024 年实现营收 6.61 亿元（+5.6%），销量 3332 万件（+25.1%）、均价 19.8 元/件（-15.6%），下降系低单价的常规订单增加，毛利率同比+9pct 至 21.7%，净利润为 0.46 亿元（+105%），净利率+3.4pct 至 7.0%。无缝潜力逐请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

步释放，销售端开拓新客户，预计 2025 年 Tefron、HBI 订单驱动收入增长，贵州基地运营稳定，兴安基地整顿成效显著，预计 2025 年产能利用率提升带来盈利能力改善。

2024 年毛利率提升显著，控费有效，但净利率受所得税率提升影响小幅提升

盈利能力：2024 年毛利率为 28.8%，同比+2.8pct；期间费用率为 13.1%，同比-0.4pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.07/+0.4/-0.4/-0.3pct，管理费用提升主要系 Q2 举办三十周年庆系列活动导致支出增加以及计提奖励基金导致员工薪酬增加，财务费用变动主要系利息支出因借款利率下降而减少以及汇兑收益增加；所得税率 14.7% (+12.6pct)，主要系海外基地实现盈利；归母净利率 12.6%，同比+0.8pct。营运能力：经营性现金流净额为 3.42 亿元 (-12.3%) 主要系存货及应收账款增加，资本支出为 2.8 亿元 (+199%) 主要系设备投资大额增加。

风险提示：汇率波动风险、海外客户需求恢复不及预期、产能爬坡不及预期。

【地产建筑：华润置地(01109.HK)】结转业绩稳健，经常性利润贡献过百亿——港股公司信息更新报告-20250327

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

结转业绩稳健，经常性利润贡献过百亿，维持“买入”评级

华润置地发布 2024 年全年业绩。受行业销售下行影响，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 289.9、317.0、349.1 亿元（2025-2026 年原值为 304.7、338.8 亿元），对应 EPS 为 4.07、4.45、4.90 元，当前股价对应 PE 为 5.9、5.4、4.9 倍，公司销售拿地稳健，市占率持续提升，充裕土储保障未来结转业绩，经常性业务盈利水平高企，维持“买入”评级。

结转毛利率拖累业绩，派息率稳中有升

公司 2024 年营收 2788 亿元，同比+11.0%；归母净利润 256 亿元，核心净利润 254 亿元，同比-8.5%；毛利率 21.6%，同比-3.6pct，其中开发业务毛利率 16.8%，同比-3.9pct。截至 2024 年末，公司资产负债率 55.6%、净有息负债率 31.9%、加权融资成本 3.11%（同比下降 45BP），现金及银行结存 1332 亿元，同比+16.5%；全年每股股息 1.319 元，派息率提升至 37%。

经常性业务利润贡献占比提升，购物中心稳健扩张

公司 2024 年经常性收入 416 亿元，同比+6.6%；经常性核心净利润 103 亿元，同比+8.2%，收入和利润占比分别为 14.9%和 40.7%。其中（1）购物中心：租金收入 193 亿元，同比+8.4%；两费占比同比-1.6pct，毛利率及经营利润率分别升至 76.0%及 61.0%近年高位；零售额同比+19.2%，出租率同比+0.6pct 至 97.1%；2024 年新开商场 16 座，总开业达 92 座。（2）写字楼：租金收入 18.8 亿元，同比-8.7%，出租率 75%，全年 EBITDA 成本回报率为 6.4%。（3）酒店：收入 20.7 亿元，同比-10.8%，两费费率改善 1.0pct 至 17.7%。（4）华润万象生活：收入 170.43 亿元，同比+15.4%；归母净利润 36.29 亿元，同比+23.9%。

销售排名进入前三，拿地稳健土储充裕

公司 2024 年销售金额 2611.0 亿元，进入行业前三，市占率提升至 2.7%的新高，其中一线城市占比同比+9pct，在 25 城市占率稳居前五。公司 2024 年拿地 29 宗，新增土储 393 万方，权益面积 282 万方，其中一二线占比 94%。截至 2024 年末开发销售土储达 4390 万方，一二线城市占比 71%；可售货源 5009 亿元，其中 89%位于一二线城市，住宅占比 77%，已售未结转货值 2935 亿元。

风险提示：政策支持不及预期、行业销售恢复不及预期、公司融资不及预期。

【银行：中信银行(601998.SH)】息差表现跑赢同业，分红比例继续提升——中信银行 2024 年报点评-20250327

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

营收和归母净利润保持正增，净息差同比仅下降 1BP

中信银行 2024 年实现营收 2136 亿元 (YoY+3.76%)，营收保持正增。单季来看，Q4 单季营收同比增长 3.56%，其中单季利息净收入同比增长 7.02%，增速环比提升。2024 年净息差为 1.77%，同比下降 1BP，息差降幅明显收窄，且降幅小于多数目前已披露年报的上市银行。受“报行合一”等代销费率下降的影响，2024 年手续费及佣金净收入仍为负增长，但投资净收益增长较快。2024 年实现归母净利润 686 亿元，同比增长 2.33%，盈利能力韧性较强。考虑到实体需求有待恢复、银行业净息差仍有下降压力，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计中信银行 2025-2027 年归母净利润分别为 688（原值 716）/711（原值 770）/718 亿元，同比增速分别为 +0.36%（原值 +5.3%）/+3.30%（原值 +7.7%）/+1.01%；当前股价对应 2025-2027 年 PB 分别为 0.45/0.41/0.38 倍，由于其息差降幅收窄、资产质量平稳、分红比例较高，维持“买入”评级。

贷款增速平稳、存款重回高增，存贷增速差大幅转正

2024Q4 末总资产为 9.53 万亿元，同比增长 5.30%，其中贷款增速为 4.03%，增速同比下降超 2pct。2024Q4 末存款余额为 5.78 万亿元，同比增速为 7.04%，增速同比上升超 1pct，其中存款结构有所分化：公司活期存款为负增长，公司定期和个人活期存款则增长较快，负债结构优化。存贷增速差（存款 YoY-贷款 YoY）为 3.01%，为近 5 个季度的首次转正，负债端更趋“量价平衡”，对于存款流出的担忧已大幅减轻，后续中信银行或将持续受益于负债成本的压降。

不良率下降、拨备覆盖率上升，各级资本充足率均有提升

2024Q4 末不良率较 2024Q3 末下降 1BP 至 1.16%，其中信用卡不良贷款余额 122.37 亿元，同比减少 9.61 亿元；信用卡不良率 2.51%，同比下降 3BP，零售风险释放接近见顶。2024Q4 末拨备覆盖率为 209.43%，同比上升 1.84pct，拨备安全垫显著增厚。此外，核心/一级/资本充足率分别为 9.72%/11.26%/13.36%，同比均有提升，资本“弹药”较为充足。2024 年普通股现金分红占归属于普通股股东净利润的比例升至 30.50%，同比上升超 2pct（2023 年为 28.01%）；截至 2025-03-26 股息率为 4.89%，在上市银行中仍处于前列，高分红投资属性凸显。

风险提示：宏观经济增速下行，监管政策收紧，公司转型不及预期等。

【计算机：广联达(002410.SZ)】Q4 业绩增速向好，成本费用管控成效显著——公司信息更新报告-20250327

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

建筑信息化龙头，维持“买入”评级

考虑下游行业景气度变化，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 4.14、5.77 亿元（原预测为 7.09、8.84 亿元），新增 2027 年预测为 6.52 亿元，EPS 为 0.25、0.35、0.39 元/股，当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 55.9、40.2、35.5 倍，考虑公司为建筑信息化龙头，维持“买入”评级。

Q4 单季度收入和利润增速向好，成本费用管控成效显著

(1) 2024 年公司实现营业收入 62.03 亿元，同比下滑 4.93%；实现归母净利润 2.50 亿元，同比增长 116.19%；实现扣非归母净利润 1.74 亿元，同比增长 219.92%。其中，Q4 单季度实现营业收入 18.43 亿元，同比增长 3.37%；实现归母净利润 0.37 亿元，同比增长 25.50%；实现扣非归母净利润-0.11 亿元，亏损大幅收窄，Q4 单季度收入和利润增速向好。(2) 2024 年经营活动净现金流为 11.94 亿元，同比提升 87.41%，主要得益于公司加强回款。(3) 2024 年公司销售毛利率为 84.33%，同比提升 1.81 个百分点，主要为公司优化收入结构主动减少硬件销售，相应硬件成本减少所致。此外，公司加强成本控制，取得突出成效，销售费用、管理费用和研发费用同比减少 5.97%。

数字成本业务基本稳定，数字施工业务转型效果显现

(1) 传统造价工具续费率、应用率保持稳定，成本测算产品深耕大客户、应用率不断提升。客户业务转型对

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

数据服务需求日益增长，招标网、采购建议价等数据类产品快速增长，受客户对招投标环节质量要求不断提升以及政策推动的影响，清标业务保持高速增长。(2) 数字施工业务，公司主动调整经营思路，从追求经营规模转向对利润和现金流的管理。产品侧聚焦施工过程中材料、人员、机械等关键生产要素和核心业务管理场景，提供项目级标准化产品，降低低毛利率产品的比重；营销侧聚焦核心区域和重点客户，加强对大客户单品渗透和根据地的建设，实现企业级产品重点客户突破。

风险提示：房地产景气度向下风险；人才流失风险；业务拓展不及预期风险。

【医药：科伦博泰生物-B(06990.HK)】公司商业化开启，芦康沙妥珠单抗有望迎来强劲增长——公司信息更新报告-20250327

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002

公司成功实现商业化转型，2025 年有望迎来芦康沙妥珠单抗加速放量

2024 年公司营业总收入 19.33 亿元（同比增长 25.5%），其中许可及合作协定收入 18.63 亿元，药品销售收入 0.52 亿元；2024 年全年净亏损 2.67 亿元（同比减亏 53.5%），经调整净亏损 1.18 亿元（同比减亏 73.7%）。公司药品销售收入主要是由芦康沙妥珠单抗自 2024 年 11 月 22 日在中国获批上市后贡献。截至 2025 年 3 月，芦康沙妥珠单抗已在中国获批两项适应症且一项已获得受理，MSD 作为合作方已在海外开展十二项全球多中心注册 III 期临床，公司已成功实现从研发型向商业化公司的转型，迈向管线收获期。我们调整 2025 和 2026 年并新增 2027 年归母净利润为-7.07/-4.92/5.12 亿元（原预计 2025-2026 年为-2.92/-0.9 亿元），维持“买入”评级。

芦康沙妥珠单抗获批进度超预期，3LEGFR 突变 NSCLC 数据惊艳

2025 年 3 月 10 日，公司公告芦康沙妥珠单抗获 NMPA 批准第二项适应症上市，用于 3L 治疗 EGFR 突变 NSCLC 患者。这是全球首个在肺癌适应症获批上市的 TROP2ADC 药物。本次批准是基于一项多中心、随机、对照关键临床研究（OptiTROP-Lung03）。根据药品说明书显示，芦康沙妥珠单抗（sac-TMT）治疗 3LEGFR 突变 NSCLC 患者 BIRC 评估的 cORR 和 mPFS 分别为 41.8%、6.9m（HR0.3），研究者评估的 mPFS 为 7.9m（HR0.23），较多西他赛 PFS=2.8 个月延长一倍不止。目前，芦康沙妥珠单抗单药治疗经 EGFR-TKI 治疗失败的 EGFR 突变 NSCLC 患者的补充新药申请（sNDA）已获得受理，有望于 2025 年获批。

公司多项潜在催化剂有望逐步兑现，公司已迈向管线收获期

除 2LEGFR 突变 NSCLC 有望于 2025 年获批外，芦康沙妥珠单抗 2LHR+Her2-BC 适应症也有望于 2025H1 完成 pre-NDA；其多项一线适应症有望于 2026 年递交 NDA。A166（HER2ADC）有望于 2025H1 获批 HER2+乳腺癌适应症。

风险提示：药物临床研发失败、药物安全性风险、核心成员流失、行业竞争格局恶化、国际合作不及预期等。

【传媒：快手-W(01024.HK)】盈利能力提升，可灵 AI 商业化提速，共同驱动增长——港股公司信息更新报告-20250327

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

2024 全年收入稳健增长，连续两年实现盈利，维持“买入”评级

公司 2024Q4 营业收入为 354 亿元（同比+8.7%），毛利率为 54.0%（同比+0.9pct，环比-0.3pct），经调整净利润为 47 亿元（同比+7.8%）。公司 2024 年营业收入为 1269 亿元（同比+11.8%），经调整净利润为 177 亿元（同比+72.5%），经调整净利润率为 14.0%，盈利能力稳步提升。考虑到 AI 仍处于前期持续投入阶段，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年净利润为 188.18/226.85/254.52（前值为 195.72/233.61）亿元，对应 EPS 分别为 4.4/5.3/5.9 元，经调整利润净额分别为 201.18/237.85/263.52 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11.9、

9.9、8.8 倍，看好公司盈利能力继续提升，维持“买入”评级。

流量、用户粘性同比均提升，广告、电商共同拉动收入增长

用户流量稳中有升，2024Q4 平台平均 DAU 为 4.01 亿（同比+4.8%，环比-1.6%），MAU 为 7.36 亿（同比+5.0%，环比+3.0%），DAU 日均使用时长达 125.6 分钟（同比+5.8%，环比-5%）。收入结构来看，2024Q4 线上营销服务收入为 206 亿元（同比+13.3%），短剧等内容消费拉动增长，且 eCPM 实现高单位数同比提升。直播收入为 98 亿元（同比-2.0%），其他服务（含电商）业务收入为 49 亿元（同比+14.1%），2024Q4 平台 GMV 为 4621 亿元（同比+14.4%）。2024Q4 毛利率为 54.0%（同比+0.9pct），销售费用率为 32.0%（同比+0.7pct），经营利润率为 12.1%（同比+1pct）。

可灵 AI 商业化变现提速，出海亏损持续缩窄，或助力公司打开成长空间

AI 方面，2025 年 3 月快手搜索接入 DeepseekR1，持续优化搜索体验，可灵 AI2024Q4 日消耗 AIGC 营销素材超 3000 万元（截至 2024Q3 为 2000 万元以上），2024 年 6 月-2025 年 2 月可灵 AI 总收入超 1 亿元。主业赋能上，可灵 AI 助力短视频营销素材制作成本降低 60-70% 以上，并通过提高推荐效率、AI 虚拟人直播等方式为广告收入贡献增量。我们预计可灵 AI 国内海外流量繁荣，后续商业化变现或进一步提速。出海方面，2024Q4 出海收入为 12.95 亿元（同比+52.9%），经营亏损为-2.36 亿元（同比缩窄 57.2%），出海业务盈利能力或持续提升。

风险提示：广告表现效率不及预期、用户增长放缓、可灵 AI 迭代不及预期等。

【商贸零售：豫园股份(600655.SH)】珠宝时尚业务继续承压，积极调整应对挑战——公司信息更新报告-20250326

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

公司 2024 年营收同比-19.3%，归母净利润同比-93.8%，降幅较大

公司发布年报：2024 年实现营收 469.24 亿元（同比-19.3%，下同）、归母净利润 1.25 亿元（-93.8%）；2024Q4 营收 108.24 亿元（-41.8%）、归母净利润-10.34 亿元；利润下滑主要原因系内需疲软导致收入端承压，叠加房地产项目计提减值同比增加；此外拟每 10 股派发现金红利 1.90 元。考虑物业开发与销售业务影响，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 12.62/14.85/16.25 亿元，对应 EPS 为 0.32/0.38/0.42 元，当前股价对应 PE 为 17.7/15.1/13.8 倍，我们认为公司“产业运营+产业投资”双轮驱动，在新兴消费赛道有望持续成长，当前估值合理，维持“买入”评级。

珠宝时尚业务继续承压，积极调整业务布局适应市场变化

2024 年公司珠宝时尚业务实现营收 299.77 亿元（-18.4%），因金价高位波动等因素影响终端动销有所下滑；业务毛利率为 8.25%，同比提升 0.57pct。渠道端，2024 年末公司“老庙”和“亚一”两大品牌门店数合计为 4615 家，较 2023 年末净关店 379 家；公司积极推进渠道结构调整，加速老庙新模式门店落地，截至 2024 年末，老庙新模式智选门店已突破 800 家。产品端，古韵金产品销售达 75 亿元（-15.7%），新品方面老庙贯彻“好运文化”基因，上新适配年轻消费者的“一串好运”2.0 新品，提升计件类产品销售占比，向高毛利销售升级转型。

公司“产业运营+产业投资”双轮驱动，积极推动新兴消费赛道布局

2024 年公司持续优化各消费产业，“产业运营+产业投资”战略持续推进：（1）餐饮管理与服务板块实现营收 11.61 亿元（-18.3%）；（2）食品百货板块实现营收 10.60 亿元（-31.2%）；（3）化妆品板块实现营收 2.98 亿元（-34.0%）；（4）时尚表业板块实现营收 6.91 亿元（-4.2%）。（5）度假村板块实现营收 8.64 亿元（-8.4%）。面对经济周期性压力与消费市场波动，公司展现高度市场敏锐度和应变能力，积极寻求多形式外延发展机会，不断深化新兴消费赛道布局。

风险提示：竞争加剧、渠道扩张不及预期、收购整合效果不及预期等。

【地产建筑：金地集团(600383.SH)】结转规模持续收缩，计提减值拖累业绩——公司信息更新报告-20250326

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

结转规模持续收缩，计提减值拖累业绩，维持“增持”评级

金地集团发布 2024 年年报，公司房地产项目结转规模减少致使营业收入规模下滑，计提减值及股权投资亏损大幅拖累利润表现。由于公司目前经营规模收缩，投资活动谨慎，伴随市场变动加剧，我们下调公司 2025-2026 盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为-1.1、0.93、2.93 亿元（原 2025-2026 年为 10.5、12.4 亿元），EPS 为-0.02、0.02、0.06 元，当前股价对应 2026-2027 年 PE 为 222.1、70.2 倍，公司销售情况维持前列，物业管理业务经营稳健，减值计提充分卸下历史包袱，优质土储有望在市场边际修复后超预期兑现业绩，维持“增持”评级。

营收规模有所收缩，计提减值拖累业绩

公司实现营业总收入 753.44 亿元，同比减少 23.22%；实现归母净利润-61.15 亿元（2023 年为 8.88 亿元），同比减少 788.54%；实现毛利率、净利率分别为 14.95%、-10.39%，同比分别-2.46pct、-13.65pct。公司营业收入下滑主要系房地产项目结转规模减少，公司归母净利润大幅下滑主要系：（1）减值损失大幅增加（信用减值损失-23.76 亿元，资产减值损失-38.99 亿元）；（2）权益法核算的长期股权投资收益大幅亏损（投资收益-27.37 亿元）。

销售金额保持前列，土储充足聚焦高能级城市

据克而瑞数据显示，公司 2024 年全口径销售金额 685.0 亿元，排名行业第 14 位。公司 2024 新开工面积 101 万平方米，竣工面积 992 万平方米。截至 2024 年末，公司总土地储备约 2916 万平方米，权益土地储备约 1245 万平方米，其中，一、二线城市占比约 77%，公司土地储备相对充足，并主要聚焦于一二线城市。

物业管理毛利率提升明显，出租业务保持稳定

公司 2024 年物业管理营业收入 78.08 亿元，同比增长 0.78%，毛利率 10.11%，同比+2.47pct，截至 2024 年末，公司在管面积达 2.52 亿平方米。写字楼物业方面，公司新租、续租面积合计超过 20 万平方米，长租公寓方面的经营管理表现稳定，成熟期项目出租率保持 93%。

风险提示：销售复苏进程受阻、多元业务推进不及预期、公司拿地不及预期。

【地产建筑：华润万象生活(01209.HK)】营收利润稳健增长，维持核心净利润 100%分派——港股公司信息更新报告-20250326

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

盈利能力同比提升，在管面积稳健增长，维持“买入”评级

华润万象生活发布 2024 年全年业绩。公司收入利润保持增长，毛利率及管理效率同比提升，项目储备优质，同时积极拓展城市空间赛道；商业管理赛道作为行业龙头，在管购物中心及写字楼运营效率提升，盈利能力保持稳健，我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 42.7、48.9、55.0 亿元（2025-2026 年原值为 41.2、47.2 亿元），对应 EPS 为 1.87、2.14、2.41 元，当前股价对应 PE 为 17.0、14.9、13.2 倍，维持“买入”评级。

营收利润保持增长，管理效率有所提升

公司 2024 年营收 170.43 亿元，同比+15.4%；归母净利润 36.29 亿元，同比+23.9%；归母核心净利润 35.07 亿元，同比+20.1%。盈利能力提升主要由于公司毛利率提升 1.1pct 至 32.9%，两费费率同比-1.0pct；营业现金比

率同比+4.4pct至25.0%，经营性净现金流覆盖核心归母净利润比例同比+17.2pct至121.4%；每股派息同比+31.0%至0.922元，特别股息0.614元，保持核心净利润100%分派。

物管规模稳中有进，城市空间服务快速扩张

(1) 物业管理：收入66.60亿元，同比+10.7%；毛利率14.4%，同比+0.4pct。截至2024年末公司合约面积3.02亿平，在管面积2.71亿平，同比+8.1%，其中关联方占比55.6%。(2) 非业主增值：受开发商拿地及交付放缓影响，收入7.18亿元，同比-12.5%；毛利率33.0%，同比-1.3pct。(3) 业主增值：收入15.16亿元，同比+6.3%；毛利率25.6%，同比-1.6pct。(4) 城市空间：收入18.21亿元，同比+36.3%；毛利率12.9%。在管面积1.25亿平，同比+19.8%。

商管服务龙头，提质增效盈利稳定

(1) 购物中心：收入42.09亿元，同比+30.0%；毛利率72.6%，同比+0.7pct。截至2024年末在管118个开业项目，总建面12.7百万方；购物中心零售额2150亿元，同比+18.7%；NOIMargin同比提升0.4pct至65.1%，全年出租率96.7%。(2) 写字楼：收入20.65亿元，同比+7.1%；毛利率34.9%，同比-0.7pct。截至2024年末在管项目221个，在管面积1669万方，整体出租率同比-2.7pct至80.8%。

风险提示：政策支持不及预期、行业销售恢复不及预期、公司融资不及预期。

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