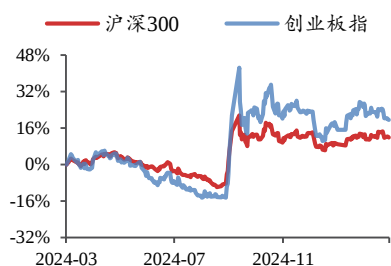


沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
综合	2.106
农林牧渔	1.640
汽车	1.231
纺织服装	0.996
机械设备	0.808

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-1.449
公用事业	-0.430
有色金属	-0.347
钢铁	-0.321
石油石化	-0.228

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

【策略】开源金股，4月推荐——投资策略专题-20250326

【固定收益】MLF 招标方式变化，难言“变相降息”——事件点评-20250326

行业公司

【电力设备与新能源】氢能深度系列（一）：氢能无人机商业化初启，氢能+低空双蓝海赛道腾飞——行业深度报告-20250326

【传媒】“赋能+重构”，AI 游戏扬帆起航——行业深度报告-20250325

【家电：雅迪控股(01585.HK)】2024 业绩承压，龙头优势仍在关注行业大年机遇
——港股公司信息更新报告-20250326

【汽车：比亚迪(002594.SZ)】Q4 业绩高增，“兆瓦闪充+智驾平权”开启新征程——公司信息更新报告-20250326

【传媒：天下秀(600556.SH)】深耕红人营销，“拓平台+出海”驱动增长飞轮——公司首次覆盖报告-20250326

【有色钢铁：南山铝业(600219.SH)】印尼氧化铝扩张进行时，高分红比例彰显发展信心——公司信息更新报告-20250326

【商贸零售：福瑞达(600223.SH)】剔除地产业绩表现稳健，期待化妆品业务稳中有升——公司信息更新报告-20250326

【纺织服装：名创优品(09896.HK)】IP 战略深化及全球化提速，毛利率创新高——港股公司信息更新报告-20250326

【化工：扬农化工(600486.SH)】量升价跌致盈利承压，葫芦岛项目快速推进——公司信息更新报告-20250326

【煤炭开采：神火股份(000933.SZ)】煤炭量价齐跌致业绩承压，关注煤铝成长及铝弹性——公司 2024 年报点评报告-20250326

【海外：比亚迪电子(00285.HK)】等待液冷突破、ADAS 加速、钛合金趋势重启
——港股公司信息更新报告-20250326

【商贸零售：上美股份(02145.HK)】2024 年归母净利润+69.4%，国货美妆龙头多面开花——港股公司信息更新报告-20250325

【海外：舜宇光学科技(02382.HK)】2025 年光学景气大年，策略调整夯实长期基本盘——港股公司信息更新报告-20250325

研报摘要

总量研究

【策略】开源金股，4月推荐——投资策略专题-20250326

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

策略：从政策博弈到基本面突围，寻找“预期差”

市场的恐高情绪+阶段性获利了结+两会日历效应或将使得市场在近期有一个非常短期的盘整。但本轮行情的核心驱动力没有变化，坚定“科技+消费”主线。

金融工程：基于行业轮动模型的4月行业多头

基于行业轮动模型，4月行业多头为：农林牧渔，食品饮料，钢铁，美容护理，医药生物，社会服务，基础化工，传媒，房地产，建筑装饰。

传媒：锋尚文化（300860.SZ）

公司持续拓展C端文旅业务，杭州《湘湖·雅韵》科技秀已于3月15日再次开演，后续上海天时sky632、《湘湖·雅韵》、《海上有青岛》项目或持续复制推广。

电子：恒玄科技（688608.SH）

12nm的BES2700进入放量阶段，新一代6nm智能可穿戴芯片BES2800已于2024年正式量产，巩固耳机手表等市场外，在AI眼镜领域率先布局。

计算机：卓易信息（688258.SH）

（1）全资子公司艾普阳推出ai+编程的新产品；（2）bios和bmc固件也有望受益算力高景气。

家用电器：九号公司-WD（689009.SH）

预计公司2025Q1以及2025全年财报超预期，短期基本面仍然亮眼。

农林牧渔：牧原股份（002714.SZ）

公司为生猪养殖行业龙头，成本优势领先，行业周期低谷有望保持盈利；资本开支告一段落，分红率有望逐步提升。

商贸零售：润本股份（603193.SH）

“驱蚊+婴童护理”细分龙头，推品快准狠，C2M模式保证推新精准切合消费趋势，扁平组织体系确保推品足够快，自由供应链助力产品高性价比。

非银金融：指南针（300803.SZ）

公司是头部2C金融信息服务商，收购证券牌照打开业务上限，成长性持续验证。

医药：诺泰生物（688076.SH）

原料药与制剂板块2025Q1发货情况较好，2024Q1及2024Q4基数较低，同环比预计均有较快增长。

公用事业：中国核电（601985.SH）

公司国内核电双寡头之一，核电加速常态化核准打开未来成长空间，核电发电成本优势明显，远期利润和分

红可期。

机械：震裕科技（300953.SZ）

（1）丝杠：基于精密制造技术，公司丝杠进展迅速，受益机器人量产。

（2）执行器：公司丝杠、电机技术领先，并有望延展至减速器、结构件等领域。

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。

【固定收益】MLF 招标方式变化，难言“变相降息”——事件点评-20250326

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

2025 年 3 月 24 日央行公告，自本月起中期借贷便利（MLF）将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作。2025 年 3 月 25 日，将开展 4500 亿元 MLF 操作，期限为 1 年期。

回顾 2016 年央行公开市场操作

2016 年 1-2 月，央行开展 7 天 OMO 利率 2.25%，以及 28 天 OMO 利率 2.6%。

2016 年 3-8 月，央行开展 7 天 OMO 利率 2.25%，但暂停开展 28 天 OMO 操作。

2016 年 9 月 13 日，央行开展 7 天 OMO 利率 2.25%，且重启开展 28 天 OMO 操作、但操作利率调整至 2.55%。即央行维持 7 天 OMO 利率不变，但下调 28 天 OMO 利率 5BP。

受央行下调影响，债市态度开始明显回暖。

比如，市场观点指出，“央行将 28 天期逆回购中标利率下调 5 个基点，债市收益率应声而下。而对于资金面，即使是紧张，但是从公开市场两天投放 2501 亿来看，央行还是想让资金面整体宽松，资金面宽松的预期还没变，所以，市场并不担心资金面偏紧”；

以及，“央行公开市场继续净投放，并调降 28 天逆回购利率，操作情况明朗之后，市场对去杠杆的担忧情绪有所缓和。从量上看，28 天逆回购不是替代 7 天、14 天而是属于增量，政策维护跨十一流动性的目的，其次利率下调超预期，虽然短期资金价格上升但长端下降。经济数据改善势头能否持续待观察，货币政策不会有太大转向”。

但回顾上看，2016 年 8 月开始资金利率波动放大、中枢抬升，且央行下调 28 天 OMO 利率并未改变这一趋势，截至 2016 年末，DR007 利率 2.5%-2.6%，高于 7 天 OMO 利率 30BP，资金利率明显偏高。至于央行下调 28 天 OMO 利率的原因，或是为了降低银行的长期负债成本。

对于 2016 年债市，尽管央行并未上调 OMO 利率，但由于资金利率的明显抬升，以及市场对于降息预期的回落，10 年国债收益率从低点 2.64%上行至高点 3.37%，幅度达到 73BP。

2025 年债市对资金利率不敏感

2025 年至今资金利率 DR007 已经持续回升，明显高于 7 天 OMO 利率 20BP，但当前债市对此并不敏感。我们认为，可能的原因在于：

（1）当前债市逻辑或与 2016 年类似，对央行持乐观态度。2016 年的债市，市场普遍认为，央行净投放以及下调 28 天 OMO 利率，且基本面仍然存在不确定性，央行或继续维持宽松态度，当前债市逻辑或与 2016 年类似。

（2）市场对 2022 年和 2023 年的学习效应。2022 年 9 月-2023 年 1 月、2023 年 8 月-11 月出现过两次阶段性资金收紧，但之后资金利率重新回落，债券收益率继续下行至新低。

维持债市观点不变：10 年国债收益率目标 2.5%以上

我们认为，2025 年 4-5 月或是全年债市和转债的胜负手。

从当前股市、债市、商品市场的走势上看，或已经开始逐步定价：二季度经济回落，央行资金利率重回宽松以及央行降息落地。

我们认为，如果未来 4-5 月的海外利空相对有限，出口只要保持在正常水平，那么宽财政和宽信用政策组合下，今年二季度 GDP 同比或保持良好水平。

对于债券市场，这一情况下，央行或基于宏观审慎政策，将资金利率持续保持在高于 OMO 利率的水平，届时债市应该按照 DR007 的 1.8% 进行重新定价，按照历史 40BP-70BP 利差，对应 10 年国债利率水平或为 2.2%-2.5%。

即我们提出的观点，2025 年债市收益率上行或“三步走”的第二步：降息预期或完全退潮。

对于转债市场，二季度或将确认盈利同比的拐点，对应市场风格逐步切换到与经济相关性高的大盘转债。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【电力设备与新能源】氢能深度系列（一）：氢能无人机商业化初启，氢能+低空双蓝海赛道腾飞——行业深度报告-20250326

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

氢能无人机即将开启 0-1 商业化落地进程，氢能+低空蓝海市场未来可期

氢能无人机相较锂电无人机核心优势在于高续航、快补能、强环境适应性和使用寿命，具备更高工作效率和能力边界，且特别适用于严苛条件下作业，例如高寒地区电力巡检、远距离物流配送、应急物资输送、偏远山区长距离勘测等，有望在工业领域率先落地。2024 年起产业端已进入密集试验期，前期技术储备充分，随商用化落地有望快速打开成长空间，受益标的包括国富氢能、雄韬股份、神开股份、国鸿氢能、江苏神通、蜀道装备、和京城股份、龙蟠科技和中材科技。

氢能为长期视角下无人机动力更优选，2027/2030 年空间有望达 21/141 亿元

氢能无人机动力系统主要由氢燃料电池、控制器、氢气瓶组成，能将氢燃料化学能转化为电能，从性能来看，氢燃料电池能量密度理论值达锂电池的 3-5 倍、续航可达 3-10 小时（锂电 0.5-1 小时）、寿命达 2000 小时及以上，且加氢仅需 3-5 分钟；此外，还具有 -40℃ 到 60℃ 的宽温域特性。从经济性来看，氢能无人机全生命周期成本更低，燃料电池、储氢瓶等核心部件成本仍处快速下降通道。我们预计氢能无人机有望于 2025-2027 年进入商业化 0-1 关键阶段，2027/30 年中国规模有望达 21.4/141.3 亿元，渗透率对应 1%/3%，23-30 年 CAGR 高达 110.7%。

政策助推+产业技术储备充分，大规模订单初步兑现有望打开商用化局面

中央及地方政府在政策端持续发力，国家层面，2020 年 6 月颁布《无人机用氢燃料电池发电系统》统一了无人机氢燃料电池相关的要求，2024 年 12 月举办《氢能无人机续航能力等级评价规范》《无人机用氢燃料电池散热系统技术规范》研讨会，探讨加速氢能无人机技术商业化和产业化进程。地方层面，2025 年 2 月，重庆、中山、江苏等地陆续发布政策支持氢能无人机产业发展和氢基础设施建设。产业端，主力产品性能出色，已具备商业化基础，2024 年 12 月协氢新能源获 6 亿元大单，实现对大规模商用化应用的初步验证，后续订单有望持续落地。

具备整机生产和核心部件供应能力的公司有望受益

当前尚处产业落地初期，整机方面，协氢新能源已实现电池+整机+制储氢全产业链布局；氢航科技产品线丰富，规划产能 3000 架无人机；氢源智能（国鸿氢能合作）具备 MOFs 固体储氢核心技术，全球首款固体氢动力无人机已完成首飞；零部件方面，国富氢能为国内车载储气瓶、供氢系统龙头，与 Wankel 航空强强联合布局氢能低空领

域；云韬氢能（雄韬股份持股）深耕氢燃料电池，“云航 S20”已完成首飞；瀚氢动力（神开股份持股）国内无人机供氢系统市占率接近 90%；江苏神通高压氢阀产品已在运输类氢能无人机应用；蜀道装备氢动力系统正开展前期验证；京城股份、龙蟠科技、中材科技具备无人机高压储氢瓶产品供货能力。

风险提示：氢能补贴政策落地不及预期风险，氢能制备、使用成本降低缓慢导致经济性不及预期风险，燃料电池等核心部件技术发展不及预期风险。

【传媒】“赋能+重构”，AI 游戏扬帆起航——行业深度报告-20250325

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

政策助力叠加新品供给释放，游戏板块有望迎来业绩拐点

2024 年新发放游戏版号 1416 个，同比增长 31.72%，2025 年 2 月，110 款国产游戏和 3 款进口游戏过审，版号发放数量和频率保持稳定，为行业发展注入强心剂，新游戏产品周期驱动 2023 年以来游戏产业规模也保持持续增长，2024 年达 3258 亿元，同比+7.5%。此外，潜在的苹果降低“苹果税”或开放侧载或带动游戏公司利润率提升。中科院发布的《探寻 AI 创新之路——游戏科技与人工智能创新发展报告》认为，科学探索、游戏科技、产业需求是驱动人工智能突破性发展的重要因素。游戏产业规模每增长 1%，人工智能上市企业的合计营业收入大约平均增加 1.42 亿元。未来，游戏产业对于人工智能产业的拉动规模持续增加，预计将从 2023 年的 315.76 亿上升至 2030 年的 1038.1 亿元，年均增长率约达 16%。AI 与游戏的融合或进一步打开游戏产业成长空间。

AI 有望从开发、交互、商业化等方面重塑游戏

（1）从辅助工具到核心驱动力，AI 重构游戏开发流程：AI 技术已广泛应用于游戏开发的各个环节，从早期的美术资源生成、代码辅助编写等辅助性工作，逐步向玩法设计、剧情架构、智能 NPC 等核心创意领域渗透，有望持续提升游戏研发效率，扩大内容供给。（2）智能 NPC、动态剧情与个性化玩法带来交互革新：智能 NPC 可使剧情发展更具沉浸感与随机性。AI 驱动的动态剧情生成系统能够根据玩家实时决策，自动生成后续剧情，打破线性叙事局限，极大提升游戏重玩性，并进一步打开游戏付费空间。（3）订阅制、内购付费与广告变现等商业模式或迎来新机遇：基于 AI 的高质量内容持续更新能力，订阅制商业模式或更具可行性。AI 能够精准推送游戏内购项目，提升玩家付费意愿。此外 AI 可实现广告内容与玩家兴趣的精准匹配，提高广告点击率与转化率。

下一代游戏：原生 AI 游戏 2027 年收入规模有望超 300 亿

基于大语言模型强大的文本能力，原生 AI 游戏或最先出现于叙事型游戏。随着大模型多模态能力发展，简单的原生 AI 游戏已经初具雏形，并通过广告等模式开启变现。AI 原生游戏有望带来游戏体验丰富度提升，从较单一的“升级打怪”娱乐体验向竞技、社交、艺术等复合体验转变，一方面有望在现有游戏用户之外吸引泛游戏用户，驱动游戏用户规模增长，另一方面丰富内容和体验有助于促进用户活跃，提高单用户付费，带动 APRU 提升。我们预计 AI 原生游戏渗透率将逐步提升，且 APRU 呈持续提升趋势，AI 原生游戏 2027 年收入规模有望超 300 亿元。我们认为，原生 AI 游戏的最终形态或为更加开放与自由的 RPG 游戏，具备开放世界 RPG 游戏丰富开发经验的开发者更具优势，重点推荐心动公司、腾讯控股、网易-S、盛天网络、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特，受益标的包括巨人网络。

风险提示：AI 大模型发展不及预期、AI 游戏落地进展不及预期等。

【家电：雅迪控股(01585.HK)】2024 业绩承压，龙头优势仍在关注行业大年机遇——港股公司信息更新报告-20250326

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 骆扬（联系人）证书编号：S0790122120029

2024 年销量阶段承压，国内提质增效+海外持续开拓，维持“买入”评级

2024 年公司营收 282.36 亿元（同比-18.8%，下同），归母净利润 12.72 亿元（-51.8%）；2024 年公司毛利率同比下降 1.74pct 至 15.19%，归母净利率为 4.51%（-3.09pct）。2024H2 公司营收 138.22 亿元（-22.00%），归母净利润 2.39 亿元（-83.57%）。考虑到公司全球化布局资本开支或加大，我们下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 归母净利润为 26.73/32.48/40.02 亿元（原值 32.52/39.63 亿元），对应 EPS 为 0.9/1.0/1.3 元，当前股价对应 PE 为 16.2/13.3/10.8 倍，龙头产品+渠道壁垒仍稳固，维持“买入”评级。

收入拆分：2024 年多重因素影响销量阶段性承压，单车 ASP 同比提升

产品拆分来看（1）电动两轮车：2024 年总销量为 1302 万件（-21.2%），收入总计 193.35 亿元（-21.4%），主因公司于行业政策切换期+高库存下，全年销售节奏被打乱。其中，电动自行车收入 122.44 亿元（-23.2%），销量 908.95 万件（-21.4%）；电动踏板车收入 70.91 亿元（-17.9%），销量 393.10 万件（-20.8%）。（2）其他产品：电池及充电器实现收入 79.95 亿元（-13.6%）；电动两轮车零部件实现收入 9.06 亿元（-2.1%）。整体单车 ASP 及利润分析，2024 年公司整体单车 ASP 为 2169 元/台（+3.1%），单车利润为 98 元/台（-38.8%），单车利润受损严重主系公司受窜货问题困扰，致使整体产品价格打乱。

盈利能力：2024 年公司产品降价影响毛利率表现，2025 预计逐步恢复

毛利率端，2024 年公司毛利率同比下降 1.74pct 至 15.19%，主系国家标准切换，公司降低老款车型售价以清库存影响所致。2025 年截至目前，公司库存已恢复到正常水平，同时以旧换新政策补贴下公司中高端产品占比提升，预计毛利率得以逐步修复。费用端，公司销售/管理/研发费用占比为 4.3%/3.2%/4.1%，同比+0.17/+0.02/+0.63pct。综合影响下，2024 年公司归母净利率为 4.51%（-3.1pct），收入明显下降下，公司各项费用支出较为刚性，致使归母净利率同比降幅明显。

展望：新国标出台推动行业整合加速，看好量价齐升带动公司业绩逐步恢复

行业层面，以旧换新政策超预期落地，有效刺激行业动销，截至 3 月 18 日，我国电动自行车以旧换新换购新车 204.4 万辆；另一方面，新国标修订正式落地，中小厂商面临产品监管趋严、生产端成本增加及产品研发推新投入增加三重压力，或再推行业出清、整合。公司层面，（1）国内：承接行业东风，加大推新卖贵。2025 年公司作为龙头，或凭借在产品研发储备及合规经营方面优势，有望在行业动销恢复、格局优化中获得超额增长；同时，公司规划加大冠能、摩登、飞越系列产品推新，年初发布的摩登系列产品销售火热，预计后续冠能、飞越系列将有更多款中高端车型面世，带动公司量价齐升逻辑兑现。（2）其他业务：海外方面，加大包括印尼、泰国等市场的产品推新和产能建设，市场增长弹性可期。电池换电方面，加大电池技术研发及产能投入，一方面以达到内部降本增效，2024 年电池自供比例已进一步提升；另一方面，通过自研电池前瞻抢占电池售后市场。

风险提示：新品开发能力下降风险、行业价格战风险、宏观经济风险。

【汽车：比亚迪(002594.SZ)】Q4 业绩高增，“兆瓦闪充+智驾平权”开启新征程——公司信息更新报告-20250326

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014

Q4 旺季销量同环比高增，营收/归母净利润再创新高

公司发布 2024 年年报，实现营收 7771.0 亿元，同比+29.0%；归母净利 402.5 亿元，同比+34.0%，主要系全年销量同比+41.3%、带来规模效应明显。单 Q4 销量同环比+61.3%/34.3%，推动营收实现 2748.5 亿元，同环比+52.7%/36.7%；归母净利 150.2 亿元，同环比+73.1%/29.4%，而受益规模效应，Q4 销售费用率也有明显下降。鉴于公司超级 e 平台发布有望推动纯电车业务崛起、实现智驾功能全覆盖、海外销量明显增长、高端化领域新品迭出，我们上调/新增公司 2025-2026 年/2027 年业绩预测，预计 2025-2027 年归母净利为 534.3(+2.7)/665.6(+19.0)/790.9 亿元，当前股价对应 PE 为 21.3/17.1/14.4 倍，看好长期发展，维持“买入”评级。

超级 e 平台系全球首个乘用车“全域千伏架构”，有望推动纯电车业务崛起

3月17日，公司发布超级e平台，将电池、电机、电源、空调等都带入千伏时代：（1）兆瓦快充：具备1000V最高充电电压、1000A最大充电电流，充电5分钟即可补充400km续航，规划建设超过4000座兆瓦快充站；（2）10C快充电池：将电池内阻降低50%，充电电流做到1000A，充电倍率达到10C；（3）3万转电机：大幅提升车速、降低电机重量，提高功率密度。超级e平台全域千伏架构将首先在汉L/唐L上搭载，并逐步拓展至其他车型，有望推动纯电车业务的快速崛起，叠加插混车业务DM5.0技术持续赋能，有望复刻2021年的亮眼表现。

“超级e平台+智驾平权+出海+高端化”业务提速，2025年有望节节攀升

2025年，公司将陆续推动旗下全系车型实现高阶智驾功能全覆盖，智驾平权增强其产品力。同时。随着超级e平台在充电倍率、续航能力等方面的大幅提升，纯电车产品力将大幅提升，叠加插混车业务全面切换DM5.0技术，主流价位段新能源车龙头地位有望得到持续巩固。海外业务方面，公司2025年前2月海外销量同比增长124.3%，56亿美元H股闪电配售将为国际化业务的部署提供强劲资金支持。高端品牌方面，腾势N9等新车型陆续亮相，经销渠道持续开拓，有望推升公司单车盈利能力。此外，公司发布员工持股计划，业绩考核目标为2025、2026、2027年营收同比增长率均不低于10%，彰显公司长期发展信心。

风险提示：新能源车销量、海外开拓进程、高端品牌发展不及预期等。

【传媒：天下秀(600556.SH)】深耕红人营销，“拓平台+出海”驱动增长飞轮——公司首次覆盖报告-20250326

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

深耕红人营销十六载，新兴平台、出海、AI打开成长空间

公司深耕红人营销经济行业，红人资源丰富，沉淀超20万注册商家客户，超320万注册红人，持续夯实商家和红人之间“高效连接器”的战略定位。2024年来，公司主业锚定小红书、抖音等高增长流量平台，同时孵化/并购多个新消费品牌，拓展出海增量市场，并以“灵感岛”等AI产品赋能营销主业，打开成长空间，我们预计公司2024/2025/2026年营业收入分别为44.03/45.93/47.92亿元，当前股价对应PS分别为2.1、2.0、1.9倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

手握海量红人资源，以大消费客户为基，主业稳健增长

公司以WEIQ红人营销平台、红人加速器IMsocial、克劳锐TOPKLOUT、SMART社交全案服务等四大平台为核心，构筑红人经济基础设施。WEIQ在2024H1注册商家客户数为20.3万，注册红人数为319.8万，同比均保持增长。客户类型方面，公司绑定消费类客户，护肤品、食品饮料、网服电商、3C数码、化妆品类客户位居前列，已累计服务华为、欧莱雅、雅诗兰黛、宝洁等众多知名品牌客户。红人端供给持续增长，客户端优势显著，平台内红人生态持续繁荣。

外延式发展、布局出海市场、AI赋能营销主业，共同驱动未来增长

（1）孵化自有品牌：公司IMSOCIAL加速器已孵化“鱼太闲”等自有IP，并通过并购/孵化了宅猫日记、HeavenPink等新兴消费品牌，以外延式发展驱动增长。（2）出海业务稳步推进：2025年全球网红营销市场规模预计快速增长至325.5亿美元，形成蓝海市场。2023年来公司推出海外红人营销SaaS产品—Adream，目前已服务于北美、中东、东南亚等地红人、MCN及商家，并成为TikTok北美直营业务合作伙伴，海外红人营销业务或打开公司收入空间。（3）AI赋能营销主业：公司推出AIGC产品“灵感岛”APP，实现从创意灵感、内容生成、批量改写、视频制作到内容分发的全链路AI营销，共服务数十万个人创作者，生成内容创作数千万条。产品迭代上，“灵感岛”面向B端推出企业版、小程序端推出AI视频极速版，AI有望持续赋能公司营销主业，打开AI营销业务成长空间。

风险提示：毛利率下滑风险、创新业务发展不及预期风险、应收账款回款风险。

【有色钢铁：南山铝业(600219.SH)】印尼氧化铝扩张进行时，高分红比例彰显发展信心——公司信息更新

报告-20250326

温佳贝（分析师）证书编号：S0790524040009

印尼氧化铝扩张进行时，高分红比例彰显发展信心

2024 年公司实现营业收入 334.77 亿元，同比+16.1%，实现归母净利润 48.3 亿元，同比+39.0%；2024Q4 公司实现营业收入 92.51 亿元，同比+29.3%，环比+8.1%，实现归母净利润 13.4 亿元，同比+0.6%，环比+3.0%，主要系公司于 2024Q4 计提固定资产减值损失约 2 亿元所致；全年来看，公司业绩受益于氧化铝价格上涨表现亮眼。考虑到 2025 年铝元素供应增速进入平台期，铝价维持高位，以及公司目前待出售电解铝合规指标仍处于正常生产状态，我们新增 2027 年业绩预测并调整 2025~2026 年业绩预测，预计公司 2025~2027 年实现归母净利润分别为 51.38、49.19、55.11 亿元（此前预计 2025~2026 年分别为 48.03、50.38 亿元），同比分别变动+6.4%、-4.3%、+12.0%（不考虑出售指标回款），EPS 分别为 0.44、0.42、0.47 元/股，对应 2025 年 3 月 25 日收盘价 PE 分别 8.9、9.3、8.3 倍，公司率先于印尼展开氧化铝项目，且仍有 200 万吨氧化铝产能待释放，成长性显著，维持“买入”评级。

公司 2024 年业绩充分受益氧化铝价格上涨，期待印尼氧化铝扩张落地

2024 年公司业绩实现同比 39% 的增长，主要系氧化铝价格大幅上涨所致，2024 年全年子公司印尼宾坦实现净利润 34.72 亿元，同比增长 175%，主要系氧化铝价格大幅上涨所致。此外，公司于印尼再布局 200 万吨氧化铝项目，其中一阶段 100 万吨已于 2024 年年内基本完成土建安装工作，二阶段 100 万吨项目仍处于土建阶段，扩建项目的落地有望增厚公司业绩。

2024 年全年分红比例超过 40%，彰显公司对股东回报的决心

2024 年公司累计进行三次分红，合计分配股利 19.76 亿元（含税），累计实现现金分红比例 40.92%，连续分红彰显公司回馈股东的决心。

风险提示：（1）铝价、氧化铝价格大幅下跌；（2）项目进展不及预期。

【商贸零售：福瑞达(600223.SH)】剔除地产业绩表现稳健，期待化妆品业务稳中有升——公司信息更新报告-20250326

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

事件：2024 年公司归母净利润同比下滑 19.7%，剔除地产业绩表现稳健

公司发布年报：2024 年实现营收 39.83 亿元（同比-13.0%，下同）、归母净利润 2.44 亿元（-19.7%），实现扣非归母净利润 2.15 亿元（+54.5%），剔除地产影响全年表现稳健，此外 2024 年合计分红比例达 45.92%。考虑市场竞争激烈，我们下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.90/3.36/3.81 亿元（2025-2026 年原值 3.25/3.81 亿元），对应 EPS 为 0.29/0.33/0.38 元，当前股价对应 PE 为 26.7/23.0/20.3 倍。公司聚焦大健康主业，化妆品业务稳中向好，未来经营有望企稳恢复，估值合理，维持“买入”评级。

颐莲增势较好，医药业务调整后下半年企稳回升，盈利能力持续改善

2024 年分业务来看，化妆品：营收 24.75 亿元（+2.5%）、毛利率 62.6%（+0.4pct），颐莲、瑗尔博士营收分别为 9.63 亿元（+12.4%）/13.01 亿元（-3.5%）。医药：营收 5.12 亿元（-1.4%）、毛利率 52.3%（-1.1pct），主要受医药行业政策变动的影 响，公司业务调整后下半年已实现企稳回升。原料：营收 3.43 亿元（-2.4%）、毛利率 35.9%（+3.6pct），聚焦高端产品改善盈利能力。此外，2024 年公司综合毛利率为 52.7%（+6.2pct），产品结构升级带动毛利率上升；销售/管理/研发费用率分别为 36.7%/4.6%/4.2%，同比分别+5.1pct/-0.3pct/+0.8pct，品牌费用投放力度加大推动销售费用率提升。

期待 2025 年全年化妆品稳中向好，原料业务加快高端化转型

化妆品：颐莲喷雾线打造 IP 联名产品，喷雾 2.0 实现销售同比+35%，嘭润品线实施“亿元面霜”计划，嘭润霜销售同比+18%；瑗尔博士益生菌系列面膜和水乳销售分别突破 5 亿元和 1.7 亿元，闪充品线销售同比+9%；珂谧胶原次抛大单品双 11 首场大促销售额突破 2000 万元；渠道端，线上持续精细化运营，线下颐莲、瑗尔博士 2024 年累计销售近 3 亿元。医药：黄精原浆植物饮料等多款药食同源功能性食品上市，通宣理肺胶囊销量同比+37%。原料：加快高端化转型，扩大食品级、化妆品级产品定制化服务；玻璃酸钠原料药获出口欧盟原料药证书。

风险提示：市场竞争加剧、公司新产品推广不及预期、核心人员流失。

【纺织服装：名创优品(09896.HK)】IP 战略深化及全球化提速，毛利率创新高——港股公司信息更新报告-20250326

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

IP 战略深化及全球化提速，毛利率创新高，维持“买入”评级

公司 2024 年实现营收 169.9 亿元（同比+22.8%，下同），其中平均门店+18.3%/同店+低单，经调整净利润为 27.2 亿元（+15.4%）。海外收入持续高增，但考虑直营市场开拓影响短期费用率，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计归母净利润分别为 30.5/37.2/45.7 亿元（此前为 33.9/41.6 亿元），当前股价对应 PE 为 13.7/11.2/9.1 倍，公司坚持品质零售和兴趣消费，稳步执行五年战略，在 IP 战略下预计名创国内门店调改&电商驱动同店增长、海外直营推进打开成长天花板&OPM 有望随规模效应改善，TOPTOY 势能提升，由于 2024 年基数前高后低以及海外零售占比提升，预计 2025H2 表现好于 H1，维持“买入”评级。

中国：MINISO 门店布局优化、IP 渗透提升，TOPTOY 势能提升高速增长

(1) MINISO：线下韧性凸显竞争力、线上挖掘机会品类实现高增长。2024 年中国内地实现营收 93.3 亿元（+10.9%），线下收入 77.3 亿元（+9.6%）、线上收入 8.6 亿元（+24.6%），2024 年末门店为 4386 家（+460，同比+11.7%），客流承压导致同店高单下滑，预计 2025 年继续强化 IP 战略持续推新并加速拓展 IPland 提升同店，线上占比有望进一步提升。(2) TOPTOY：高毛利品类占比提升，海外已有 4 家门店，开启扩张。2024 年营收 9.8 亿元（+44.7%），门店 276 家（+128），同店增加中单位数，产品结构及规模效应带动毛利率+7pct，全年实现盈利。

MINISO 海外：高基数下高增长，直营门店翻倍推动毛利率

2024 年海外实现营收 66.8 亿元（+41.9%），GMV140 亿元（+27.4%），同店中单增长，门店数 3118（+25.4%）家，净增+631，其中直营门店翻倍增长至 503 家，占海外门店数的 16.1%，推动毛利率提升。分市场：亚洲（除中国）/拉美/北美/欧洲 GMV 同比增长 23%/18%/67%/41%，门店数增长 21%/15%/103%/28%。预计 2025 年高基数下销售仍能维持高速增长，直营店经营杠杆有待充分释放。

盈利能力：海外及 TOPTOY 毛利率显著提升，加大直营投入短期影响净利率

(1) 毛利率：2024 年毛利率为 44.9%（+3.7pct），毛利率逐季提升，主要系直营市场收入占比提升、IP 策略带动海外以及 TopToy 毛利率提升。(2) 费用率：2024 年期间费用率 26.1%（+4.8pc），不包含股份支付的薪酬开支销售/管理费用同比+59%/+29%，主要系加大对美国等直营市场投入带动租金、折旧及工资费用增加。(3) 净利率：2024 年经调整净利率 16%（-1pct），归母净利率 15.4%（-0.9pct）。

风险提示：市场竞争加剧、海内外拓展受阻、兴趣消费品类销售不及预期。

【化工：扬农化工(600486.SH)】量升价跌致盈利承压，葫芦岛项目快速推进——公司信息更新报告-20250326

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

业绩基本符合预期，原药、制剂量升价跌致盈利承压，有序推进葫芦岛项目

公司发布 2024 年报，实现营收 104.35 亿元，同比-9.09%；归母净利润 12.02 亿元，同比-23.19%；扣非净利润 11.63 亿元，同比-22.81%。其中 Q4 实现营收 24.19 亿元，同比+9.76%、环比+4.41%；归母净利润 1.76 亿元，同比-13.71%、环比-32.91%；扣非净利润 1.76 亿元，同比-13.11%、环比-29.27%，业绩基本符合预期，公司拟每股派发现金红利 0.68 元（含税）。考虑农药行业竞争加剧、盈利承压，我们下调 2025-2026、新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 14.10（-0.85）、16.00（-4.88）、18.23 亿元，对应 EPS 为 3.47、3.93、4.48 元/股，当前股价对应 PE 为 15.6、13.7、12.0 倍。我们看好公司深化提质增效，随着葫芦岛项目有序推进，中长期成长性确定，维持“买入”评级。

Q4 原药、制剂价格同环比改善，全年盈利能力仍承压，静待葫芦岛项目放量

（1）分业务看，2024 年，公司原药、制剂（不折百）销量 9.99、3.64 万吨，同比+3.5%、+1.8%；营收 64.18、15.45 亿元，同比-13.1%、-7.8%；不含税均价为 6.43、4.25 万元/吨，同比-16.0%、-9.4%；毛利率 27.70%、29.77%，同比分别-2.45、+2.39pcts。2024Q4，公司原药、制剂（不折百）销量 2.38、0.21 万吨，同比+10.9%、-11.2%；营收 15.98、1.58 亿元，同比+11.7%、+8.2%；不含税均价为 6.71、7.62 万元/吨，同比+0.7%、+21.8%，环比+16.9%、+157.5%。截至 3 月 23 日，中农立华原药价格指数报 72.78 点，同比下跌 6.45%，环比 2 月上涨 0.27%。跟踪的上百个产品中，同比 56%产品下跌；环比 2 月 61%产品持平，12%产品上涨，农药行业盈利仍承压，公司凭借卓越运营和提质增效实现全年产销量同比增长。（2）盈利能力方面，2024 年公司销售毛利率、净利率分别为 23.11%、11.53%，同比分别-2.49、-2.12pcts。我们认为，随着海外市场去库存已见成效，新周期备货启动推动部分产品需求恢复，政策引导行业集中度提升，产能出清后农药中期价格或有上升空间，公司作为研产销一体化、卓越运营的农化龙头有望充分受益。此外，公司高效推进葫芦岛一期一阶段生产调试稳步向前，成长动力充足。

风险提示：项目进展不及预期、农药价格下跌、安全环保风险、汇率波动等。

【煤炭开采：神火股份(000933.SZ)】煤炭量价齐跌致业绩承压，关注煤铝成长及铝弹性——公司 2024 年报点评报告-20250326

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

煤炭量价齐跌致业绩承压，关注煤铝成长及铝弹性，维持“买入”评级

公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 383.7 亿元，同比+1.99%；实现归母净利润 43.1 亿元，同比-27.07%；实现扣非后归母净利润 41.1 亿元，同比-29.31%。单 Q4 来看，公司实现营业收入 100.6 亿元，环比-0.3%；实现归母净利润 7.7 亿元，环比-38.7%，实现扣非后归母净利润 7 亿元，环比-44.2%。考虑到煤炭价格回落，我们维持 2025 年盈利预测、下调 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 58.1/64.6/70.1 亿元（2026 年前值为 66.9 亿元），同比+34.9%/+11.2%/+8.5%；EPS 为 2.58/2.87/3.12 元，对应当前股价 PE 为 7.6/6.8/6.3 倍。考虑到公司煤铝业务具备成长性，且公司加大分红力度，长期配置价值提升，维持“买入”评级。

煤炭量价齐跌致业绩承压，电解铝业务盈利略有改善

（1）煤炭业务：产销量方面，公司煤炭核定产能 855 万吨/年，2024 年公司煤炭产量 673.9 万吨，同比-6%，其中无烟煤/贫煤、贫瘦煤产量 294.4/379.6 万吨，同比+0.5%/-10.5%；2024 年公司煤炭销量 670.1 万吨，同比-7.5%，其中无烟煤/贫煤、贫瘦煤销量 290.2/379.9 万吨，同比-2.8%/-10.8%。售价方面，2024 年公司吨煤综合售价 1019.3 元/吨，同比-7.8%。成本方面，受煤炭产量下滑影响，2024 年公司吨煤综合成本 849.4 元/吨，同比+33.5%。盈利方面，受煤价下滑及成本提升影响，2024 年公司吨煤毛利 169.8 元/吨，同比-63.8%。（2）电解铝业务：产销量方面，公司电解铝产能 170 万吨/年（其中新疆煤电 80 万吨/年、云南神火 90 万吨/年），2024 年公司铝产销量 162.9/162.9 万吨，同比+7.3%/6.7%；售价方面，2024 年公司吨铝售价 15956.4 元/吨，同比-3.7%；成本方面，2024 年公司吨铝成本为 11949.4 元/吨，同比-5.2%；盈利方面，受成本下行影响，2024 年公司吨铝毛利 4007 元/吨，同比+1.4%。

煤铝产销量有望进一步释放，提高分红比例回报投资者

(1) 煤铝业务产销量有望进一步释放：煤炭业务方面，2024 年公司煤炭产量 673.9 万吨，2025 年随着刘河煤矿技改后产量爬坡，公司煤炭产量有望提升至 720 万吨左右，产量提升的同时公司吨煤成本有望进一步摊薄；电解铝业务方面，2024 年公司铝产品产量 162.9 万吨，其中新疆项目 80 万吨接近满产状态，云南项目产能 90 万吨尚未达到满产状态，2025 年公司云南项目有望满产。(2) 煤炭远期产能成长可期：彩湾五号矿的开发建设正在积极推进中，目前正在推动合资公司新疆神兴办理五号矿探矿权及探转采等相关工作，未来煤炭产能仍有增量。(3) 提高分红比例回报投资者：公司高度重视对投资者的合理回报，2024 年公司分红比例为 41.78%，较 2023 年提升 11.3pct，按照 2025 年 3 月 24 日收盘价计算，公司当前股息率为 4.1%。

风险提示：煤铝价格下跌超预期；新产能释放不及预期等。

【海外：比亚迪电子(00285.HK)】等待液冷突破、ADAS 加速、钛合金趋势重启——港股公司信息更新报告-20250326

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001 | 陈沅（联系人）证书编号：S0790124070037

等待 AI 服务器零部件、ADAS 加速、以及钛合金升级趋势重启

基于汽车电子业务盈利能力改善不及预期、海外大客户面临加征关税催生潜在的供应链传导压力、结构件供应链格局分散化影响，我们将 2025-2026 年净利润预测由 56/62 亿元下调至 50/61 亿元，并新增 2027 年预测 75 亿元，同比增长 18%/21%/23%，对应 2.2/2.7/3.3 元 EPS，当前股价对应 2025-2027 年 17.5/14.5/11.8 倍 PE。2025Q2 有望迎来 AI 服务器液冷、铜连接等关键零部件突破，2025Q3 ADAS 下沉趋势加速、2026 年海外大客户高端结构件有望重回钛合金升级趋势，维持“买入”评级。

2024Q4 收入小幅超预期主要由安卓组装驱动，净利润受毛利率影响不及预期

公司 2024Q4 收入 551.8 亿元，环比增长 26.7% 小幅超我们预期，主要由安卓组装业务增长驱动。2024Q4 净利润 12.0 亿元，环比下滑 22.2% 不及我们预期，其中 2024Q4 毛利率环比下滑 2.6pct 至 5.9%，分析由于低毛利的组装业务超预期增长、大客户新品 NRE 费用、集团股权激励提前计提及资产折旧影响。

AI 服务器零部件突破、ADAS 下沉有望正面催化，跟踪大客户业务盈利兑现

公司指引 2025 全年收入增长约 10%、净利润增速大于收入增速。(1) AI 服务器液冷、铜连接等核心零部件有望于 2025Q2 取得积极进展，价值量更高、利润率更优有望提振长期成长性及阶段性估值。(2) 比亚迪 2025 年 2 月正式宣布智驾平权战略，天神之眼下沉到 10 万元以下车型，随后国内主流车企接连跟进；理想、极氪等新势力有望推动基于 VLA 模型的高阶智驾方案上车。伴随比亚迪 ADAS 集中上量、汽车销量继续增长，公司汽车电子业务有望持续受益智驾平权趋势。(3) 公司仍维持捷普业务收入持平指引，基于结构件量增价减相互抵消；考虑到海外大客户面临加征关税催生潜在的供应链传导压力、大客户结构件供应链格局分散化影响，仍需跟踪海外大客户相关业务利润实际兑现情况。

风险提示：电动车渗透放缓、行业竞争加剧、客户拓展低于预期。

【商贸零售：上美股份(02145.HK)】2024 年归母净利润+69.4%，国货美妆龙头多面开花——港股公司信息更新报告-20250325

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

事件：2024 年归母净利润+69.4%，公司多渠道、多品牌全面开花

公司发布业绩公告：2024 年实现营收 67.93 亿元（同比+62.1%，下同）、归母净利润 7.81 亿元（+69.4%）。考虑行业竞争激烈及政府补助收入高基数，我们下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 10.06/12.58/15.32（2025-2026 年原值 11.81/14.46 亿元），对应 EPS 为 2.53/3.16/3.85 元，当前股价

对应 PE 为 16.9/13.5/11.1 倍。主品牌韩束大单品及新品类贡献二级增长，一页势头向上，预计未来将持续增长，当前估值较低，维持“买入”评级。

2024 年主品牌韩束增势较强，多渠道扩张推动销售费用率提升

分品牌看，主品牌韩束实现营收 55.91 亿元 (+80.9%)，线上 GMV 位列国货美妆第二，增速位列头部美妆第一，X 肽面霜 2024 年双十一期间销售 4000 万元；Newpage 一页/红色小象/一叶子分别实现收入 3.76 亿元(+146.3%)/3.76 亿元(+0.1%)/2.29 亿元(-35.7%)。分渠道看，线上/线下渠道收入分别为 61.50 (+71.4%)/5.78 亿元(+7.1%)，线上货架和兴趣电商协同发展，线下稳健。盈利能力方面，2024 年公司毛利率 75.2% (+3.2pct)，系产品结构变化带动韩束毛利率提升所致；销售/管理/研发费用率分别为 58.1%/3.6%/2.6%，同比分别+4.7pct/-1.4pct/-0.4pct，线上竞争加剧叠加渠道扩张推动销售费用率提升。

韩束 6 大 BU 协同发展，Newpage 一页势头较猛，新品牌预计尽快面世

韩束：主品牌韩束“聚焦+裂变”打法逐渐成型，建立 6 大 BU 协同发展，爆品蛮腰套盒势能延续，抖音端自播和商品卡发力，预计有助于改善利润；天猫端推出 X 肽、次抛等新品攻克大单品打法，此外男士护肤、彩妆、洗护和身体护理多品类布局，目前新品均起量迅速，大单品与新品类贡献二级增长。Newpage 一页：聚焦大单品策略，以安心霜为切入点拓展中大童以及青少年线，目标成为婴童全年龄功效护肤品牌，低基数下空间较大。其他品牌：青蒿油敏感肌品牌安敏优起量较快，红色小象通过“美+护”战略扭亏向好；此外，公司计划尽快推出婴童护理品牌面包超人以及与化妆师春楠共同设立的彩妆品牌 NANbeauty。

风险提示：市场竞争加剧、新品拓展不及预期、渠道扩张不及预期。

【海外：舜宇光学科技(02382.HK)】2025 年光学景气大年，策略调整夯实长期基本盘——港股公司信息更新报告-20250325

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001 | 张可（分析师）证书编号：S0790523070001

2025 年光学赛道维持高景气，模组策略调整有利夯实长期利润基本盘

基于手机光学模组策略调整，将 2025-2026 年归母净利润预测由 37/42 亿元下调至 35/38 亿元，新增 2027 年预测 44 亿元，同比增长 28%/7%/19%。当前股价对应 2025-2027 年 22.4/21.0/17.6 倍 PE。2025 年手机光学升级、汽车 ADAS 下沉、XR 光学起量三重行业贝塔驱动光学赛道高景气，公司手机光学模组业务策略调整有利其巩固在关键客户及行业市场位势、夯实利润基本盘，积极拓展 XR、机器人驱动 2027 年及以后业绩成长性，维持“买入”评级。

2024 年业绩符合预期，印证手机光学升级趋势重启及海外大客户重要突破

2024 年归母净利润 27 亿同比增长 146%处在此前盈利预告 26.4-27.5 亿元区间中值，整体收入及毛利率符合我们预期、经营费用投入超出我们预期（由于信息化建设带来的行政费用增加）、但被公司分占联营公司收益、非经营性收入超预期抵消。分拆来看：（1）手机模组业务产品结构调整驱动 ASP 和毛利率如期改善，我们测算 2024 年毛利率接近 8%。（2）2024 年手机镜头出货量同比增长 13%，分析主要由海外大客户出货增长拉动，我们测算手机镜头毛利率 22%。（3）车载镜头出货量同比增长 13%略高于指引，我们测算车载镜头 ASP 及毛利率维持稳定。（4）车载模组收入 21 亿、略超公司指引的 20 亿。（5）XR 相关收入同比增长 38%，高于公司此前指引的 25%，分析主要由于下游客户出货量略超预期。

2025 年手机模组策略调整导致量增价平，受益 ADAS 下沉车载业务如期提速

（1）手机模组：公司指引 2025 年出货量增长 5-10%、平均单价持平、毛利率区间 8-10%，分析主要由于公司策略转向多做中低端产品导致产品结构变化。（2）手机镜头：公司指引 2025 年出货量增长 5%、ASP 继续提升、毛利率区间 25-30%。（3）车载镜头：公司指引出货量增长 15%-20%，分析主要由于智驾渗透率提升，指引毛利

率 40%。(4) 车载模组：指引 2025 年收入增长 40%以上至 30 亿。(5) XR：2025 年收入持平或略增。

风险提示：产品推出不如预期、产能及供应链风险、需求复苏不及预期。

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