

2025 年 02 月 06 日

开源晨会 0206

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势

单击或点击此处输入文字。

数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
计算机	6.268
传媒	3.479
电子	1.226
有色金属	1.130
国防军工	1.018

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
综合	-2.310
煤炭	-2.201
建筑材料	-2.111
食品饮料	-2.094
通信	-2.021

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】关税向左，AI 向右——投资策略专题-20250204

【金融工程】券商金股解析月报（2025 年 2 月）——金融工程定期-20250205

行业公司

【社服】小积木塑造大生意，国产 IP 拼搭潮玩品牌创新突围——行业深度报告-20250205

【汽车】DeepSeek-R1 横空出世，智能车产业升级加速——行业点评报告-20250204

【非银金融】非银板块冲高环比减仓，并购主线和高股息标的增仓——主动权益基金 2024Q4 非银重仓股点评-20250204

【计算机：亚信安全(688225.SH)】业绩符合预期，步入成长新阶段——公司信息更新报告-20250205

【中小盘：继峰股份(603997.SH)】2024 年业绩预计亏损，利空缓释——公司信息更新报告-20250205

研报摘要

总量研究

【策略】关税向左，AI 向右——投资策略专题-20250204

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

春节假日变化诸多，美国对华加征关税

春节假期中，海内外扰动因素不断。一方面，DeepSeek 强势崛起，市场开始期待 AI 领域的新变化对原有的中美竞争格局产生新影响；另一方面，美国总统特朗普与 2 月 1 日签署行政令，引发市场对于出口链的关注和思考。本次研究我们重点关注：综合诸多变量来看，本次关税加征 10%，对权益市场的影响有多大？

关税变化带来的新思考

1、关税扰动：关税加征 10%对权益市场的影响拆解。（1）关税预期重燃，特朗普上台签署行政令，对华加征 10%关税。从加征路径来看，本轮关税加征过程中，特朗普使用了《国际紧急经济权力法》作为其政策落地手段。从限制因素来看，国会理论上会成为总统行驶 IEEPA 的最大掣肘。然而，时至今日，对于 IEEPA 的限制因素已愈发弱势，对于 IEEPA 的滥用情况则不断增加。（2）本次加征 10%的关税会对权益市场带来什么影响？我们认为需从基本面（盈利）和情绪面（风险偏好）两个视角考虑。其一，基本面视角下，关税的加征会影响出口企业的盈利，推高企业销售成本；其二，情绪视角下，对华加征 10%关税的行为在特朗普上任之前即被多次提及，市场或对此已有定价。对于中国，目前尚无暂缓加征关税的信息更新，但考虑到特朗普政府对于墨、加的关税举措，我们认为其新任期下，对于关税问题最大的影响仍是不确定性和反复性增强。

2、不止关税：AI 变化更亮眼，政策应对有空间。（1）1 月以来，deepseek 横空出世，其“高性价比”引发全球关注。考虑到 AI 或是引发下一轮全球产业革命的关键，本次技术突破或有助于中国资产的风险偏好回升。（2）此外，随着境外关税扰动的落地，国内政策的应对空间或继续打开。不论是 2024 年 12 月政治局会议，还是 1 月下旬六部门联合印发的《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，均表明了政策持续发力的积极态度。

无惧关税短期扰动，依然坚持以我为主

结合前期分析来看，我们认为本次美国对华加征 10%关税的市场的的影响或相对有限。此外，考虑到 DeepSeek 引发的风险偏好的修复，以及国内政策的持续积极，我们认为当前对于市场而言，应无惧关税短期扰动，依然坚持以我为主。

行业配置建议：“4+1”推荐，坚定 2025 年“成长+消费”核心主线的判断

“4”个行业方向：（1）科技成长“以我为主”：建议关注半导体、信创、军工、高端装备、卫星；（2）资本市场重要性提升下的牛市排头兵：券商、保险；（3）政策超预期下风险偏好回升：地产链、新能源、医药；（4）先促消费政策后内生性复苏的消费品种：包括家电、轻工、汽车（包括两轮电动车）、食品饮料、美容护理；

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

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】券商金股解析月报（2025 年 2 月）——金融工程定期-20250205

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002

2 月份券商金股特征解析

2 月份中芯国际、宁德时代、中兴通讯、宁波银行、上海港湾、中科创达、齐鲁银行等金股推荐次数靠前。2 月份券商金股已经陆续发布，我们统计了全市场 40 家券商发布的金股，去重后金股数量合计为 271 只。我们按照相对上月是否新进，将全体金股分为新进金股和重复金股两类。在重复金股中，2 月份推荐次数靠前的金股为：中芯国际（8 次）、宁德时代（7 次）、中兴通讯（4 次）、宁波银行（4 次）、金山办公（4 次）等；在新进金股中，2 月份推荐次数靠前的金股为：上海港湾（2 次）、中科创达（2 次）、齐鲁银行（2 次）、迎驾贡酒（2 次）、东方证券（2 次）等。

2 月份电子、汽车、电力设备、计算机等行业金股数量占比靠前。2 月份金股权重靠前的行业分别为：电子（14.1%）、汽车（7.7%）、电力设备（6.9%）、计算机（6.4%）。相比于上月，本权重增加最多的行业为：电子（+3.1%）、电力设备（+2.0%）、有色金属（+1.5%）；权重减少最多的行业为：食品饮料（-1.9%）、通信（-1.6%）、非银金融（-1.5%）。

2 月份券商金股的市值水平下降，估值水平上升。我们按月统计了金股行业内加权市值分位和估值分位水平。可以发现，2 月份券商金股的市值水平下降，估值水平上升，或表明 2 月份券商金股转向成长风格。

1 月份券商金股绩效回顾

1 月份券商金股组合整体收益率为 0.8%，2025 年以来收益率为 0.8%。全历史区间来看，全部金股组合年化收益率为 10.8%，收益表现显著优于沪深 300 指数和中证 500 指数。其中，新进金股组合收益表现优于重复金股组合。全部金股、新进金股、重复金股组合 1 月份收益率分别为 0.8%、3.0%、-1.3%，2025 年以来收益率分别为 0.8%、3.0%、-1.3%。

1 月份广和通、应流股份、瑞芯微、瑞可达、峰昭科技等金股收益率排名靠前。我们统计了月度收益排名前十的金股明细，其中：广和通、应流股份、瑞芯微、瑞可达、峰昭科技等金股月度收益靠前，1 月份收益率分别为 51.5%、50.7%、41.0%、40.6%、37.5%。

开源金工优选金股组合

开源金工优选金股组合 1 月份收益率为 8.5%，2025 年相对中证 500 超额 10.9%。全历史区间内，优选金股组合年化收益率为 20.9%，收益表现优于全部金股组合。优选金股组合 1 月份收益率为 8.5%；2025 年以来收益率为 8.5%，2025 年相对中证 500 超额 10.9%。

2 月份开源金工优选金股组合持仓明细：科达利、齐鲁银行、艾利斯、新易盛、春风动力、神州泰岳等个股业绩超预期排名靠前。

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

【社服】小积木塑造大生意，国产 IP 拼搭潮玩品牌创新突围——行业深度报告-20250205

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008

拼搭玩具：高互动性、强表现力玩法，角色类拼搭加速渗透

凭借高互动性和强表现力的手工玩法，拼搭玩具覆盖益智、把玩、收藏、创作的多元化需求，诞生乐高积木、万代高达等全球长青单品，IP 化、成人化趋势下仍具备跨代际、跨周期的长期增长潜力，2023-2028 年全球/中国拼搭玩具市场规模 CAGR 为 15%/22%，预计至 2028 年全球份额提升至 36%。分品类看，随全球 IP 传播和商业化程度加深，拼搭角色玩具兼顾消费者对高 IP 结合度、强互动性和个性化把玩的升级需求，预计是增速最快的细分赛道，2023-2028 年全球/中国拼搭角色玩具市场规模 CAGR 达 29%/41.2%，至 2028 年规模达到 1765/237 亿元。

国内视角：海外巨头定义品类，国产品牌差异化突围

乐高、万代两大巨头引领全球积木、模型品类教育，消费者品牌心智稳固，产品溢价能力强，早期后发国产玩家采取高性价比策略参与竞争。依托逐步成熟的产业链生态，国内原创品牌品类创新层出不穷，以布鲁可积木人产品为例，原创积木骨架+板件拼接的轻量化玩法在设计逻辑上结合了积木模块化、高兼容性特点，同时兼具模型强外观还原度、高可动性、可二创的优势。凭借奥特曼等高人气 IP 加持+高性价比+盲盒潮玩形式的差异化产品，结合广泛且高效的经销渠道网络满足 6-16 岁学龄儿童的平价拼搭玩具需求，布鲁可跻身国内拼搭角色玩具细分赛道领头羊。

壁垒拆解：镜鉴万代、乐高打法，国内玩家按图索骥

我们认为拼搭玩具行业壁垒核心为以品类先发优势为基础，逐步构建自我增强的全产业链生态。镜鉴乐高、万代两大巨头经验，布鲁可通过产品/渠道/运营三段式进阶建立品牌壁垒：产品端，专注于打磨供给质量，高效研发体系促进转化，盲盒线形成单系列高频出新+设计迭代+品质提升的运营思路，建立成本摊薄、精度优化、口碑巩固、价格带下探、进一步放量的良性循环；高端线对标万代，拳头产品遵循“同质优价、高价高质”原则，精准定位万代拼搭 FRS 系列和成品 SHF 系列中间价格带，已在国内核心模玩群体中实现品牌破圈。渠道端，线下经销渠道高效拉新，2024H1 拥有经销商 511 家，覆盖 15W+终端网点；线上营造高粘性 UGC 用户生态，有助于反哺产品运营、拉高复购，平台会员人均购买量 5 件以上。

受益标的：布鲁可、万代南梦宫、爱婴室

我们看好头部拼搭玩具品牌持续引领行业供需升级，看好后续行业 IP 矩阵扩容、海内外渠道铺设和国产消费者心智强化。（1）布鲁可：已打造覆盖全价位、全人群的拼搭角色玩具产品矩阵，目前储备宝可梦、初音未来、柯南等超 50 个全球化 IP，2024H2 非奥特曼 IP 进入加速推新周期，同时从 0 到 1 完成海外零售渠道搭建。（2）万代南梦宫：全球顶级 IP+玩具巨头，亚洲消费者认知强，以高达为敲门砖，加速海外拼搭模玩市场渠道建设。（3）爱婴室：拥有深厚城市直营母婴门店运营经验，携手万代高达基地切入拼搭潮玩市场。

风险提示：IP 授权合作波动、消费者偏好变化、行业竞争加剧风险。

【汽车】DeepSeek-R1 横空出世，智能车产业升级加速——行业点评报告-20250204

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002

Deepseek-R1 横空出世，全球 AI 行业迎变局

R1 横空出世，本土开源推理模型席卷全球。2025 年 1 月 20 日，DeepSeek 发布了 DeepSeek-R1，并同步开源，R1 是一个推理模型，拥有思维链输出，在数学、代码、自然语言推理等任务上拥有惊艳的表现，比肩 OpenAI-o1 正式版。同时模型价格低廉，百万 Token 输出仅需 16 元，远低于 OpenAI o1（438 元）及 o1-mini（88 元）。2025 年 1 月 27 日，R1 模型同时登顶中国和美国区苹果 App 免费榜，据智东西数据 DeepSeek 应用（App）上线 20 天日活突破 2000 万。

R1 模型带来的诸多创新：（1）验证通过纯强化学习训练，模型可自行涌现出长思维链能力。传统训练 AI 推理能力时，通常会以大量具有人类思维过程的数据，让模型学会思考。而 DeepseekR1-Zero（用来训练 R1 的中间模型），通过纯强化学习仅依靠奖惩训练让模型自行涌现出推理能力，探索出了可行的推理能力训练路径，并消除人工瓶颈。（2）优化算法大幅节约算力和成本。DeepSeekV3 模型采用 Moe 架构，节约单次调用模型所需算力，优化了底层算法、训练、推理和网络框架，采用低精度混合训练，大幅节约训练成本。V3 全部训练成本仅为 550 万美元左右。（3）通过蒸馏可有效提升小模型的性能。DeepSeekR1 蒸馏小模型可以使其性能大幅提升，蒸馏版 Qwen-1.5b 模型部分性能甚至超过 GPT4o。（4）Deepseek 模型已经与多个国产算力芯片适配，为本土算力崛起添砖加瓦。

对智能驾驶将产生深远影响

R1 崛起对产业将产生深远影响：（1）提升云端算力使用效率，加强国产算力适配，缓解算力瓶颈。特斯拉在

开发端到端算法过程中算力经历了跨越式发展，目前已达 100EFlops，本土玩家难以企及。而在巨头 OpenAI 等笼罩下，Deepseek 通过对算法优化，以有限算力开发出性能强劲模型，表明依靠算法优化小算力亦有希望做到比肩世界一流的模型性能水平。而 R1 的诸多优化方法有望为智驾行业所借鉴。（2）目前自动驾驶玩家推动大语言模型甚至视觉语言动作模型（VLA）上车提升智驾算法的认知能力，DeepSeek-R1 有望作为优秀的教师模型，将其性能蒸馏给车端模型，进一步提升车端模型的能力。（3）当前的智驾技术路径多以模仿学习为主，通过学习人类驾驶行为实现智驾。这样的范式可以做到接近人类但难以大幅超越，而 DeepseekR1 及 R1-Zero 的纯强化学习的训练涌现思维链的现象，也有望给予自动驾驶行业以启发，探索通过强化学习来强化算法能力，让其拥有远超人类的表现，小马智行楼天城等在采访中亦提及类似思路。

DeepSeekR1 亦有望对智能座舱带来催化

座舱是 AIAgent 载体，车企纷纷探索有关应用落地。R1 模型有望带来更优的座舱交互体验，座舱 Agent 将实现前所未有的功能提升，并有望孕育全新应用场景。同时其对算力的节约也让模型更容易在座舱端本地化部署，实现更优的体验。

推荐标的：小鹏汽车-W、华阳集团、德赛西威、经纬恒润-W、美格智能等。

风险提示：市场需求不及预期、技术工程化落地进度不及预期等。

【非银金融】非银板块冲高环比减仓，并购主线和高股息标的增仓——主动权益基金 2024Q4 非银重仓股点评-20250204

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

2024Q4 非银板块主动权益重仓环比下降，券商板块机构配置位于历史底部

从 2024 年 4 季度公募主动权益基金重仓股数据看，券商和保险板块持仓环比下降，4 季度非银板块上涨阶段机构明显减仓。2024Q4 末主动型基金重仓股中券商板块占比 0.59%，环比-0.20pct，相对 A 股低配 3.44pct，位于近 5 年季度数据 10%分位数，机构持仓位于底部位置；保险板块占比 0.66%，环比-0.39pct，相对 A 股低配 2.01pct，位于近 5 年季度数据 60%分位数，略高于 5 年中枢。

券商、金融 IT 和多元：券商并购主线标的环比增仓，江苏金租延续升势

个股层面看，2024Q4 末持仓市值占比及环比变化为：华泰证券 0.13%/-0.06pct，中信证券 0.11%/-0.04pct，东方财富 0.08%/-0.11pct、国泰君安 0.08%/+0.05pct、同花顺 0.05%/-0.05pct、中国银河 0.03%/+0.01%、指南针 0.003%/-0.01pct。东方财富、同花顺和部分头部券商持仓环比明显下降，而并购类标的国泰君安、中国银河、国联证券持仓股数环比提升，此外，零售优势突出的招商证券持仓环比提升。江苏金租 2024Q4 末持仓市值占比 0.07%，环比+0.02pct，机构持仓持续提升、创历史新高，香港交易所 2024Q4 末持仓市值占比 0.029%，环比-0.54pct，机构持仓位于近 5 年历史低点。

保险：整体呈现环比减仓趋势，新华保险和中国财险环比增仓

个股层面看，2024Q4 末持仓市值占比及环比变化为：中国平安 0.31%/-0.24pct、中国太保 0.25%/-0.14pct、中国人寿 0.03%/-0.03pct、新华保险 0.05%/+0.02pct、中国人保 0.02%/+0.003pct、中国财险（H）0.86%/+0.14pct。剔除股价市值增长的干扰后，从持仓股数环比来看，中国平安、中国太保和中国人寿环比有所减仓，新华保险和中国财险环比有所增仓。

看好盈利改善向好、机构配置低位的券商板块，高股息类标的仍受关注

（1）非银金融板块 4 季度上涨明显，超额收益较强，机构减仓明显。券商板块中并购主线类标的环比增仓，国联证券收购民生证券、国泰君安和海通证券整合等行业事件在 2024 年 Q4 有实质性进度推进。保险板块看，经

历3季度停售后，市场对4季度负债端和2025年开门红预期较弱，且长端利率持续下行带来利差担忧，环比呈现减仓。权益弹性突出的新华保险环比有所增持。高股息标的江苏金租和中国财险持续增仓，仍受市场关注。(2) 券商：个人投资者活跃度中枢提升趋势有望延续，券商板块估值和机构持仓仍在低位，2025年上半年业绩低基数下同比增速较强，看好金融信息服务龙头公司、零售优势突出的中大型券商以及并购主题类标的。(3) 保险：养老需求旺盛、转型持续见效有望支撑2025年负债端稳健增长，投资端在考核长期化、偿付能力指标松绑等预期下，权益占比有望稳步提升，关注资产端beta催化，看好权益弹性突出标的投资机会。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：东方证券，财通证券，东方财富，兴业证券，国联证券，香港交易所；中国人寿，中国平安，中国太保；江苏金租。

受益标的组合：指南针，招商证券，国信证券，同花顺，中国银河，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。

【计算机：亚信安全(688225.SH)】业绩符合预期，步入成长新阶段——公司信息更新报告-20250205

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

身份安全和终端安全领域领军企业，维持“买入”评级

公司是中国网络安全软件市场领跑者，是业内“懂网、懂云”的网络安全公司。我们下调公司2024年归母净利润预测为0.11亿元（原预测为0.15亿元），考虑亚信科技并表影响，我们上调2025-2026年归母净利润为2.31、2.98亿元（原预测为1.32、1.85亿元），EPS分别为0.03、0.58、0.75元/股，当前股价对应PE分别632.9、29.0、22.4倍。考虑公司在网络软件领域的领先地位，同时收购亚信科技有望形成良好协同效应，维持“买入”评级。

业绩符合预期，步入成长新阶段

公司发布业绩预告，2024年全年预计实现营业收入31.1-42.6亿元；预计实现归母净利润850-1275万元；预计实现扣非归母净利润-1,800万元到-1,200万元。公司业绩同比扭亏，主要得益于网安业务业绩开启修复反转及亚信科技成功并表带来的贡献。

网安业务业绩开启修复反转，经营质量显著改善

公司预计2024年网安业务营业收入同比增长约14%至19%，同时，标准化产品收入占比继续上升及解决方案类业务的提效工作成果显著，推动毛利率稳步提升。公司持续推进提质增效，精细化管控提升运营效率，2024年期间费用增速同比显著下降。此外，公司加强回款管理，提升回款效率，2024年销售商品收到的现金、经营活动产生的现金流量净额同比明显改善。

并表亚信科技效益初显，协同效应可期

公司于2024年11月完成对亚信科技的重大资产重组事项，自2024年11月9日起合并亚信科技的业绩。本次交易事项使得公司形成“安全+数字化”的一体两翼发展格局，实现产品线的延伸与增强。未来双方将在运营商市场、数据要素、AI大模型应用等领域强化协同，深挖商机，积极把握市场增量机遇。

风险提示：行业增长速度下降的风险；核心技术人员流失风险；新产品研发风险。

【中小盘：继峰股份(603997.SH)】2024年业绩预计亏损，利空缓释——公司信息更新报告-20250205

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 朱珠（联系人）证书编号：S0790124070020

预计公司2024年归母净利润转亏，利空逐步缓释

公司发布2024年业绩预告，预计全年归母净利润为-5.90~-4.80亿元（2023年为2.04亿元）；预计扣非归母净利润

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

利润为-5.70~-4.60 亿元（2023 年为 2.22 亿元），主要系美国 TMD 出售产生亏损和格拉默欧洲区整合产生费用。单季度来看，取 2024 年业绩预告的中值，预计 2024Q4 归母净利润为-306.32 万元（2023 年同期为 4969.91 万元）；扣非归母净利润为 2474.09 万元，同比-50%。考虑到公司 2024 年全年净利润端出现亏损和格拉默海外区还在整合中，我们下调 2024-2026 年业绩预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为-5.41(-0.28)/6.82(-1.29)/10.61(-2.38)亿元，对应 EPS 分别为-0.43(-0.02)/0.54(-0.10)/0.84(-0.19)元/股，当前股价对应 2025-2026 年 PE 分别为 21.6/13.9 倍，我们长期看好公司乘用车座椅业务的拓展、智能座舱新业务的延伸和格拉默海外区的修复，因此仍维持“买入”评级。

乘用车座椅业务定点不断，智能座舱相关业务打造新增长曲线

（1）乘用车座椅业务：截至 2025 年 1 月 6 日，公司累计获 11 家客户的 25 个座椅项目定点，实现海外豪华车企、国内头部新能源车企+传统高端合资车企+传统头部自主车企多样化客户布局，预计定点项目全生命周期收入累计达 911.90 亿元，全球座椅潜在龙头蓄势待发。（2）智能座舱相关的新兴业务：公司隐藏式出风口业务快速增长，2024H1 收入同比+75%至 1.66 亿元；车载冰箱 2024H1 开始贡献收入，实现 2200 万元销售额，智能化战略新兴业务将贡献新增长曲线。

格拉默海外区持续修复，静待利润回升

（1）美洲区，美国 TMD 非公司核心业务，2024H1 美国 TMD 净利润为-0.97 亿元（格拉默美洲区 EBIT 约为-0.74 亿元），为格拉默美洲区主要亏损来源，因此进行剥离，长期有望显著改善美洲区的盈利能力。（2）欧洲区，公司也在持续深化整合，包括降低人工和管理费用、加强采购管理等，利润率有望进一步提升。

风险提示：宏观经济波动、原材料价格波动、下游客户放量不及预期。

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