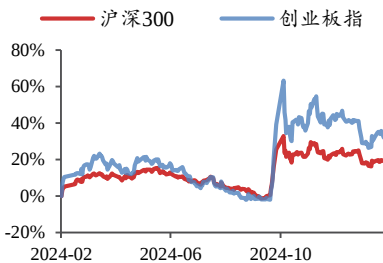


2025 年 02 月 05 日

开源晨会 0205

——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(%)
银行	1.396
公用事业	1.375
建筑材料	1.328
煤炭	1.192
钢铁	1.050

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-3.973
电子	-2.920
机械设备	-2.241
商贸零售	-2.123
非银金融	-1.975

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】特朗普开征关税，国内消费延续修复——春节海内外要闻——宏观深度报告-20250204

【宏观经济】推动中长期资金入市——宏观周报-20250204

【金融工程】港股量化：1月南下资金净流入创四年新高，组合月超额收益2.4%
——金融工程定期-20250203

【金融工程】资产配置月报（2025 年 2 月）——金融工程定期-20250203

行业公司

【中小盘】车市 2024 年圆满收官，2025 年政策延续值得期待——中小盘周报
-20250204

【农林牧渔】节后消费支撑力不足，预计猪价进入下行通道——行业周报
-20250204

【电子】海外科技点评：DeepSeek 冲击海外科技股，节后重点关注国内算力产业链-20250204

【通信】DeepSeek 火出圈，重视 AIDC 产业链及端侧 AI 投资机会——行业周报-20250204

【非银金融】中长期资金入市方案提振信心，券商业绩符合预期——行业周报
-20250204

【计算机】周观点：Deepseek 一鸣惊人，AI 应用繁荣可期——行业周报-20250204

【传媒】DeepSeek/OpenAI 或加速 Agent/多模态/端侧 AI 落地——行业周报
-20250204

【汽车】1月需求弱，车市2024年完结，2025年智驾迎拐点——行业深度报告-20250203

【医药：毕得医药(688073.SH)】拟收购 Combi-Blocks，公司迈入发展新阶段——
公司信息更新报告-20250204

研报摘要

总量研究

【宏观经济】特朗普开征关税，国内消费延续修复——春节海内外要闻——宏观深度报告-20250204

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002 | 潘纬桢（分析师）证书编号：S0790524040006

全球宏观要闻：特朗普开征关税，美联储暂停降息

特朗普对加拿大、墨西哥和中国开征关税。2月1日特朗普签署行政令，对来自加拿大和墨西哥的进口产品征收25%的额外关税，对来自加拿大的能源资源征收10%关税，并对中国进口商品征收额外10%关税。按线性推测，我国总出口增速或将下降0.8%左右，拖累GDP约0.2个百分点。

美联储1月FOMC暂停降息，但降息周期或仍未终止。美联储在1月FOMC会议上宣布暂停降息，美联储主席鲍威尔在发布会上表态中性略偏鸽。虽表示不急于继续降息，但并未否定后续降息的可能性，降息周期或未结束。

日本央行首次加息25bp，欧央行再次降息。日本央行自2007年以来首次加息25bp，并称后续可能继续加息。欧央行则再次降息，目前累计降息160bp。

DeepSeek-R1发布对美股形成较大负面冲击。若美股持续回撤，美国居民的消费可能将会面临一定程度的收缩，最终拖累美国经济表现。

全球经济：美国经济韧性彰显，欧元区略显疲软

美国经济韧性彰显，消费拉动作用进一步。4季度美国实际GDP环比增长2.3%，较3季度下降0.8个百分点，同比增速下降至2.5%。个人消费支出、私人投资、净出口、政府支出分别拉动GDP环比增长2.82、-1.03、0.04、0.42个百分点。

欧元区经济增长略显疲软，德国GDP录得同比负增。美国、欧元区制造业PMI走强，日本制造业PMI略偏弱。

国内政策经济：1月PMI弱于春节效应，企业预期有积极变化

1、总书记在春节团拜会指出，2025年是“十四五”规划收官之年。要坚持稳中求进工作总基调，把发展立足点放在高质量发展上，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，防范化解重点领域风险和外部冲击，推动经济持续回升向好。

2、证监会主席吴清在《求是》杂志撰文《奋力开创资本市场高质量发展新局面》。文章指出下一阶段推动资本市场高质量发展的重点任务包括巩固市场回稳向好势头、深化资本市场投融资综合改革、提升监管执法效能和投资者保护水平等。

3、12月财政数据点评：12月财政收入显著抬升，全年财政收入正增。财政支出加快，水利仍为资金重点投入方向。地方卖地收入显著回升，广义财政收支缺口缩窄，年末卖地收入企稳预示地产改善趋势较为积极。

4、1月PMI数据：剔除春节效应后，制造业PMI和产需水平仍偏弱，价格指数边际回升，中小企业PMI回落较快，但积极变化在于企业预期明显改善。传统淡季、低温天气叠加基数偏高，1月建筑业PMI和新订单均有明显回落。服务业景气度仍扩张但幅度放缓，春节效应提振居民出行消费服务。

5、12月工企数据：政策效应显著改善工企营收和利润增速。拆分来看，量（工业增加值）的贡献连续4个月回升，价（PPI）仍有拖累，主要贡献来自于利（利润率同比）的由负转为正。上游利润降幅收窄，中游受益于请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

“两新”加快落地生效、利润普遍小幅改善，下游利润小幅回落，纸制品、印刷、皮革相对承压。

春节高频跟踪：消费“量”延续改善、“价”有起色

1、消费场景：5省市数据来看，春节旅游人次或较2019年同期增长25%左右；电影市场显现复苏迹象，票房、人次、票价分别较2019年同期增长40%、22%、15%，消费品以旧换新加力扩围影响下，商品消费延续好于服务消费。

2、人流：(1)量大幅超过2019年，春运（1月14日至2月2日）全社会、小客车、铁路、公路、水路、民航分别较2019年同期变动+19.6%、+40.1%、+32.4%、-39.9%、-45.5%、+26.5%。(2)交运价格端有边际改善趋势，2025年春运国内航线经济舱均价同比下降4.6%，好于2024年各假期的10%-20%区间。(3)百度迁徙指数创新高，返乡进度偏快、复工进度偏缓，国际航班持续修复。

3、商品房：一线新建房成交同比保持正增，二手房价格再次反弹。

4、食品：农产品价格延续回升，猪价企稳回升。

大类资产：全球股市有涨有跌，黄金上涨、原油下跌。

风险提示：国内政策不及预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退。

【宏观经济】推动中长期资金入市——宏观周报-20250204

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

国内宏观政策：推动中长期资金入市

过去三周（1月12日-2月3日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，中共中央、国务院印发教育强国建设十年发展规划纲要。《教育强国建设规划纲要（2024—2035年）》明确到2027年和2035年的主要目标，部署了9个方面重点任务。

基建与产业方面，近两周政策聚焦2025年汽车以旧换新工作细则、中央发布黄河流域生态保护和高质量发展意见。商务部等8部门发布《关于做好2025年汽车以旧换新工作的通知》，明确2025年汽车以旧换新政策扩大汽车报废更新支持范围，将符合条件的国四排放标准燃油乘用车纳入其中；同时，统一规范全国汽车置换更新最高补贴限额。

货币方面，央行召开中国外汇市场指导委员会会议，强调进一步强化行业自律管理，指导外汇市场成员严格落实自律规范，对扰乱市场秩序、恶意误导公众等违反自律规范的行为及时采取措施。国新办新闻发布会上，央行有关负责人表示为实现推动社会综合融资成本下降的目标，将综合施策拓展利率政策空间。暂停在二级市场买入国债操作，能够避免影响投资者的配置需要、加剧供需矛盾和市场波动。

消费政策方面，近两周各省市大规模发放新春消费券，湖北省、湖南省发放上亿元符合春节消费场景的消费券，其他省市也纷纷发放电影、餐饮、零售等千万级别消费券。

金融监管方面，证监会、国家金融监管总局明确2025年重点工作。中央金融办、证监会、财政部、人力资源社会保障部、央行、金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。《方案》明确五大类中长期资金，五大举措，还包括引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策；推动上市公司加大股份回购增持再贷款工具的运用；允许公募基金、商业保险资金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、银行理财等作为战略投资者参与上市公司定增等优化资本市场生态的举措。证监会主席吴清撰文《奋力开创资本市场高质量发展新局面》。

贸易相关政策聚焦美政府对中国商品加征10%关税、央行和外汇局决定上调跨境融资宏观审慎调节参数至1.75、商务部加强战略物资出口管制等。2月1日，美国总统特朗普表示对所有进口自中国的商品，美国将在现有

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

关税基础上加征 10% 的关税。中国外交部 2 月 2 日表示，对于美国对华加征关税的行为，中方强烈不满，坚决反对，将采取必要反制措施，坚定维护自身正当权益。中国商务部表示，对于美方的错误做法，中方将向世贸组织提起诉讼。

海外宏观政策：美联储 1 月政策利率“按兵不动”

海外宏观方面，美国总统特朗普宣誓就职并发表演讲，讨论了移民、能源开采、关税等问题。白宫于 2 月 1 日宣布对中国、加拿大、墨西哥加征关税。进口自墨西哥、加拿大两国的商品加征 25% 的关税，其中对加拿大能源产品的加税幅度为 10%。

美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在 4.25% 至 4.5% 之间不变。鲍威尔称需要看到“通胀真正取得进展或劳动力市场出现一些疲软，美联储才会考虑做出调整”。欧央行宣布降息 25bp，符合市场预期。欧央行政策声明表示，尽管经济仍面临阻力，但实际收入增长以及货币政策紧缩效应的逐步消退预计将逐步推动需求回升。日本央行决定把货币政策利率从 0.25% 提升至 0.5%，加息 25bp。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

【金融工程】港股量化：1 月南下资金净流入创四年新高，组合月超额收益 2.4%——金融工程定期-20250203

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003

港股市场 1 月概览：港股市场表现不俗，电子板块持续上涨

2025 年 1 月港股市场表现起伏不定。月初受美股、A 股走弱及美债务问题等影响，港股下跌，多数行业疲软，仅部分大消费股逆势上涨。中旬后，受内地宏观数据超预期等因素支撑，港股回暖，电子板块尤其亮眼。1 月恒生科技指数和恒生指数的月涨跌幅分别为 5.7% 和 0.8%。1 月港股市场成交活跃度持续降低。1 月港股通日均成交额 989.9 亿港元，较 2024 年 12 月日均成交额 1031.6 亿港元下降了 4.0%，港股日均成交 1081.1 亿港元，较 2024 年 12 月日均成交额 1091.3 亿港元下降了 -0.9%。

从港股一级行业来看，行业之间表现差异较大，高股息红利类相关行业表现不佳，涨幅居前的行业为电子、商贸零售、有色等。

港股通成分股资金流分析：1 月净流入额创 2021 年 2 月以来单月最高

2025 年 1 月南下资金持续维持大额净流入，月净流入额约 1256 亿港元，创 2021 年 2 月以来单月最高。

截至 1 月 24 日，南下资金、外资、中资、港资及其他这四类的持仓市值占比分别为 18.48%、61.92%、13.06% 和 6.54%，较 2024 年 12 月的变化分别为 +0.63pct、-0.85pct、+0.10pct、+0.12pct。

南下资金：净流入靠前的行业为煤炭、电子、传媒、计算机、家电。

外资：净流入靠前的行业为电力设备及新能源、计算机、基础化工、汽车、钢铁。

中资：净流入靠前的行业为计算机、非银行金融、汽车、房地产、医药。

港资及其他：净流入靠前的行业为综合、农林牧渔、汽车、传媒、医药。

港股优选 20 组合的绩效表现：1 月组合超额收益 2.4%

在前期报告《公募港股投资变化及港股通优选组合构建》中，我们详细介绍了在港股通样本股中适用的各个因子，四大类因子在港股通成分股中分组表现优异。为了跟踪多头组合的月度表现，我们在每月底对分数最高的前 20 只个股按照等权的方式构建港股优选 20 组合，基准选取港股综合指数(HKD)(930930.CSI)。

2025 年 1 月，港股优选 20 组合的收益率为 2.72%，基准指数的收益率为 0.34%，组合超额收益率 2.38%。

从全区间来看（2015.1~2025.1），港股优选 20 组合的超额年化收益率 14.7%，超额收益波动比为 1.1。

港股优选 20 组合的 2 月持仓：成长板块的比例有所提高

2025 年 2 月的港股优选 20 组合见正文表 3 所示，整体持仓较 1 月提高了在成长板块上的比例。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】资产配置月报（2025 年 2 月）——金融工程定期-20250203

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001

多资产配置观点：看多短债、偏股转债、黄金资产

高频宏观因子：高频经济增长同比较前值上行；高频通货膨胀（消费端）同比较前值上行；高频通货膨胀（生产端）同比较前值下行。

债券久期择时：模型预测未来三个月水平因子上升，斜率因子陡峭化，曲率因子增凸，推荐持有 1 年期短久期债券。

转债配置：“百元转股溢价率”为 25.38%，转债相对正股更具配置价值；“修正 YTM-信用债 YTM”指标中位数为-0.46%，偏债转债相对信用债配置价值较低；转债风格轮动未来两周推荐配置偏股低估转债。

黄金配置：模型测算未来一年黄金的预期收益率为 23.5%，基于 TIPS 收益率的择时模型持续看多黄金资产。

股债配置观点：权益风险预算不变，股票仓位保持中枢

开源金工将风险平价模型与主动信号结合构建主动风险预算模型，每月从股债横向比价、股票纵向估值水平、市场流动性三个维度构建主动风险预算指标。

回顾 1 月股债配置，股权风险溢价 ERP、流动性信号看多，历史估值分位数信号为中性，股票仓位为 18.50%，债券仓位为 81.50%，1 月组合收益-0.30%。展望 2 月股债配置，股权风险溢价 ERP、流动性信号看多，历史估值分位数信号为中性，股票仓位为 18.00%，债券仓位为 82.00%。

行业轮动观点：看多公用事业、房地产、传媒、计算机等

开源金工从交易行为、景气度、资金面、筹码结构、宏观驱动、技术分析六个维度出发，分别构建行业轮动子模型并对模型动态合成双周频优选行业。

风格板块判断：成长组得分高于价值组，推荐均衡成长风格；板块上看多大科技、大金融板块。

行业配置推荐：公用事业、商贸零售、房地产、轻工制造、传媒、计算机。

ETF 轮动组合：电力 ETF、房地产 ETF、游戏 ETF、金融科技 ETF。

“配置+选基” FOF 组合：1 月组合收益 0.67%，相对偏股基金超额 0.52%

2025 年 1 月，开源“配置+选基” FOF 组合收益率为 0.67%，偏股型基金指数收益率为 0.15%，组合超额收益为 0.52%。

2025 年 2 月，我们看多高成长、高质量因子、看空低估值因子，相应的高配高成长、高质量大盘风格基金，低配低估值、小票黑马风格基金。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。基金投资策略分类基于对公开的历史数据的定量测算与统计，对基金产品和基金管理人的研究分析结论不能保证未来的可持续性，不构成对该产品的推荐投资建议。

行业公司

【中小盘】车市 2024 年圆满收官，2025 年政策延续值得期待——中小盘周报-20250204

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014 | 朱珠（联系人）证书编号：S0790124070020

本周市场表现及要闻：中国汽车出口连续 2 年全球第一

市场表现：本周（指 1 月 27 日至 1 月 31 日，下同）上证综指收于 3251 点，下跌 0.06%；深证成指收于 10156 点，下跌 1.33%；创业板指收于 2064 点，下跌 2.73%。大小盘风格方面，本周大盘指数下跌 0.43%，小盘指数下跌 1.23%。2024 年以来大盘指数累计上涨 11.99%，小盘指数累计上涨 0.21%，小盘/大盘比值为 1.26。美格智能、小鹏汽车-W、台华新材本周涨幅居前。

本周要闻：鸿蒙智行新增 eAES 增强型自动紧急转向等功能；江汽集团：与华为的合作第二款车型、第三款车型全面启动研发；中国汽车出口连续 2 年全球第一，拉大对日本领先优势；马斯克：特斯拉将于 6 月在美国得州推出无人监督的无人驾驶出租车服务；特斯拉在美国为 FSD 用户推出 7-8 折专属车险折扣，车主需保持 90 分以上安全驾驶评分；特斯拉 2025 上半年将推平价车型，预估约 3 万美元；通用汽车 2024Q4 业绩超预期同比增长 11%，中国市场扭亏为盈；欧盟启动“欧洲汽车行业未来战略对话”讨论，促进向清洁能源转型、精简监管框架等议题。

本周重大事项：1 月 25 日，双林股份发布员工持股计划，其业绩指标：2025 年、2026 年、2027 年子公司 A 公司净利润目标值分别不低于 2600 万元、3380 万元、4380 万元。

本周专题：车市 2024 年圆满收官、2025 年政策延续值得期待

回顾 2024 年，受以旧换新政策刺激，乘用车销量继续增长，尤其是下半年开始政策效果较好。从生产端来看，2024 年厂商相对克制，经销商库存呈明显下降趋势。新能源车批发销量同比+37.1%，渗透率为 44.8%，插混车批发销量同比+85.9%。乘用车出口销量同比+23.9%，下半年开始受关税等影响拉动作用下降。

展望 2025 年，年初面临一定的压力，但以旧换新政策接续，对销量有一定的支撑，尤其是 Q2 开始预计较好。分结构看，(1)新能源车预计继续渗透；(2)高阶智驾有望迎来加速渗透。特斯拉 FSD 可能入华引发鲶鱼效应，有望推动华为系/小鹏/理想等领军车企加速技术进阶，并推动消费者逐步认可智驾。同时，智驾加速渗透的关键在于降本，2025 年有望见证比亚迪/小鹏等大力推动智驾平权；(3)出口短期有所放缓，欧盟关税政策有望缓和是利好，海外产能投放尚需时间。

重点推荐主题和个股

智能汽车主题（华测导航、长光华芯、经纬恒润-W、炬光科技、美格智能、均胜电子、华阳集团、北京君正、晶晨股份、德赛西威、源杰科技、沪光股份、溯联股份、拓普集团、瑞鹄模具、浙江仙通、长安汽车、继峰股份、芯动联科、小鹏汽车-W）；高端制造主题（凌云光、奥普特、埃斯顿、矩子科技、青鸟消防、莱特光电、台华新材、奥来德、日联科技）；休闲零食及早餐主题（良品铺子、三只松鼠、巴比食品）；户外用品主题（三夫户外）。

风险提示：乘用车销量、新能源车渗透率、智能驾驶技术进展不及预期。

【农林牧渔】节后消费支撑力不足，预计猪价进入下行通道——行业周报-20250204

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

周观察：节后消费支撑力不足，预计猪价进入下行通道

春节期间多数南方地区猪价下跌，多数北方地区猪价上涨。据涌益咨询，截至 2 月 4 日，全国生猪销售均价 15.82 元/公斤，较 1 月 26 日-0.03 元/公斤，同比+0.78 元/公斤，其中广西、云南、广东等南方地区猪价大幅下跌，请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

河南、河北等北方地区猪价大幅上涨。2月4日样本企业日均生猪屠宰量8.52万头，与2024年春节后第一天相比，屠宰量显著下滑，表明春节前囤货透支，节后消费量延续力不足。

春节后生猪步入消费淡季，叠加气温回升，预计猪价或将逐步走低。复盘2020-2024年春节前后猪价及气温走势，我们发现，节后猪价呈现下行趋势，主要系气温上升后猪肉消费疲软，节后猪肉消费需求回落。若出现寒潮等气温扰动因素，猪价或小幅下行。若气温持续升高，则猪价下跌趋势持续时间较长、下跌幅度较深。考虑近期冷空气活动频繁，中东部大部气温同比偏低，预计后续猪价或将小幅下跌。

美国宣布对中国商品加征10%关税，率先发力国内市场的宠物食品企业所受负面影响较小。2月1日，美国总统特朗普签署行政令，对所有进口自中国的商品，美国将在现有关税基础上加征10%的关税。2024年12月中国宠物食品出口额达9.34亿元，同比+14.91%，其中主要出口国为美国、欧盟等，在高关税背景下，预计后续出口增速或将放缓，率先调整业务方向、聚焦国内市场的头部宠物食品企业所受负面影响较小。

周观点：生猪板块业绩持续兑现，转基因产业化扩面提速

生猪板块业绩持续兑现，板块投资价值显现。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物。

供需双驱猪鸡共振向上，看好白鸡景气抬升。推荐圣农发展、禾丰股份。

转基因产业化扩面提速，龙头充分受益。推荐大北农、隆平高科、登海种业。

本周市场表现（1.27）：农业跑赢大盘0.75个百分点

本周上证指数下跌0.06%，农业指数上涨0.69%，跑赢大盘0.75个百分点。子板块来看，宠物食品板块领涨。个股来看，乖宝宠物（+7.44%）、万向德农（+5.90%）、海利生物（+4.51%）领涨。

本周价格跟踪（1.27）：本周仔猪、玉米期货、ICE11号糖期货价格环比上涨

生猪养殖：1月27日全国外三元生猪均价为15.98元/kg，较1月24日价格持平；仔猪均价为34.84元/kg，较1月24日价格上涨2.88元/kg。1月24日白条肉均价21.48元/kg，猪料比价为4.8:1，自繁自养头均利润134.32元/头，较前一周-23.00元/头；外购仔猪头均利润-28.52元/头，较前一周+15.13元/头。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【电子】海外科技点评：DeepSeek 冲击海外科技股，节后重点关注国内算力产业链-20250204

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002

本周（2025-1-27至2025-1-31）行情回顾：海外科技指数整体波动较小，港股指数整体上涨，受DeepSeek冲击美股指数整体下跌。节后重点关注DeepSeek模型引领下的国内算力科技产业链。

（1）港股方面，从指数表现来看，恒生指数收于20225.11，上涨0.79%；恒生科技指数收于4723.63，上涨1.42%，整体呈现小幅上涨。

（2）美股方面，从指数表现来看，纳斯达克综合指数收于19627.44，下跌1.64%；道琼斯工业指数收于44544.66，上涨0.27%；标准普尔500指数收于6040.53，下跌1.00%；纽约证交所综合指数收于19998.82，上涨0.01%。从个股表现来看，科技股在Deepseek冲击下整体下跌，Fabrinet、英伟达、超微电脑、Credo跌幅分别为16.43%、15.81%、14.28%、12.99%。

本周重点事件回顾：Deepseek发布后，微软、亚马逊、英伟达等纷纷接入；苹果Q4营收创历史新高；特朗普普对中国、加拿大、墨西哥加征关税。

（1）微软、亚马逊、英伟达等纷纷接入DeepSeek，阿里、OpenAI模型相继上新。1月20日，DeepSeek-R1正式发布，同步开源模型权重，在数学、代码、自然语言推理等任务上，性能比肩OpenAI o1正式版；定价方面，

DeepSeek-R1 API 服务定价为每百万输入 tokens1 元（缓存命中）/4 元（缓存未命中），每百万输出 tokens16 元；1 月 29 日以来，微软、亚马逊云科技、英伟达等海外 AI 巨头纷纷接入 DeepSeek。“低成本+开源”给现有大模型厂商压力，1 月 29 日，阿里云正式发布升级了通义千问旗舰版模型 Qwen2.5-Max；1 月 31 日，OpenAI 上线新一代推理模型 o3-mini，并首次向 ChatGPT 免费用户开放。

（2）苹果第四季度营收创历史新高。1 月 30 日，苹果发布第四季度业绩，营收实现 1243 亿美元，创历史新高，推出 Apple Intelligence 市场的销售表现明显优于未推出的市场，用户最常用包括写作工具、图像游乐场和 Genmoji 等功能，苹果将于 4 月推出新的语言版本以进一步扩大用户基数。

（3）特朗普对中国、加拿大、墨西哥加征关税。2 月 1 日，美国总统特朗普签署行政令，对中国进口商品加征 10% 关税，对进口自墨西哥、加拿大两国的商品加征 25% 的关税，对出口产业链可能产生一定影响。

未来一阶段，海外科技企业财报密集发布，重点关注市场预期变化。

2 月 3 日起，Fabrinet、超微电脑、AMD、谷歌、高通、Coherent、亚马逊、谷歌、维谛等将相继发布最新一期业绩，重点关注相关企业业绩以及最新市场预期。

投资建议：建议关注国产算力、AI 应用和半导体制造底座，算力方面受益标的：寒武纪、海光信息、华丰科技、深南电路、生益电子、飞荣达等；AI 应用方面受益标的：中科蓝讯、恒玄科技、乐鑫科技等；半导体制造底座方面受益标的：中芯国际、华虹公司、长电科技、通富微电、北方华创、中微公司、拓荆科技、中科飞测等。

风险提示：云厂商 Capex 不及预期；AI 硬件落地节奏不及预期。

【通信】DeepSeek 火出圈，重视 AIDC 产业链及端侧 AI 投资机会——行业周报-20250204

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 李琦（联系人）证书编号：S0790123070063 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006

DeepSeek 登顶下载排行榜，长期或将大幅提升推理侧算力需求

DeepSeek2024 年底以来相继发布了开源大语言模型 V3 和 R1，在多项评测中表现优于主流开源模型，且具有成本优势。2025 年 1 月 27 日，DeepSeek 应用登顶苹果中国地区和美国地区应用商店免费 APP 下载排行榜，在美股下载榜上超越了 ChatGPT。我们认为 DeepSeek 推动 AI 模型降本，使 AI 服务更加普及和实惠，有望驱动后续 AI 模型的需求及 AI 应用的加速爆发，长期或将大幅提升推理侧算力需求。

国内外巨头纷纷接入 DeepSeek，国产算力链迎重大发展机遇

海外方面，1 月 31 日英伟达、亚马逊和微软宣布接入 DeepSeek-R1，国内方面，腾讯云、华为云已上线基于其云服务的 DeepSeek-R1 相关服务，海光信息技术团队成功完成 DeepSeekV3 和 R1 模型与海光 DCU 的国产化适配，并正式上线。全球 AI 军备竞赛日益激烈，国内 AI 大模型能力的提升及国产替代重要性不断增加。DeepSeek 开源后，AMD、英伟达、华为等为其做适配，全球芯片设计会考虑其架构变化，利好国产芯片设计公司，同时有望带动国内算力生态发展，国产算力或将崛起。

微软、Meta 资本开支超预期，利好 AI 算力全产业链

春节期间 Meta 和微软发布了最新财报，Meta2024 财年全年资本开支为 392.3 亿美元，马克扎克伯格预计 Meta 在 2025 年的资本支出为 600 亿至 650 亿美元，高于分析师平均预期的 513.1 亿美元，同时公司计划“大幅”扩大人工智能团队。微软发布 2025 财年第二季度资本开支为 226 亿美元，同比增长 97%，超出分析师预期的约 210 亿美元。我们认为以微软和 Meta 为代表的巨头在 2025 年有望继续大力投入 AI，利好 AI 算力全产业链。

我们判断 2025 年“AI 应用+AI 算力”有望双剑合璧，建议重视 AIDC 产业链及端侧 AI：一、端侧 AI。（1）【AI 手机】推荐标的：中兴通讯等；（2）【AI 玩具&机器人&自动驾驶】推荐标的：广和通、宝信软件；受益标的：移远通信、美格智能、华测导航、禾川科技等。二、AIDC 产业链。（1）【AI 芯片】受益标的：中兴通讯、寒

武纪、海光信息等；(2)【AIDC 机房】推荐标的：润泽科技、宝信软件；受益标的：光环新网、世纪互联等；(3)【液冷】推荐标的：英维克；受益标的：同飞股份、网宿科技、科华数据等；(4)【服务器】推荐标的：中兴通讯、紫光股份；受益标的：烽火通信等；(5)【服务器电源】受益标的：欧陆通、麦格米特等；(6)【铜连接】受益标的：博创科技、瑞可达等；(7)【交换机及芯片】推荐标的：中兴通讯、盛科通信、紫光股份等；(8)【光通信&CPO】推荐标的：中际旭创、新易盛、天孚通信、中天科技、亨通光电；受益标的：太辰光、华工科技、光迅科技、长光华芯、源杰科技、仕佳光子等；(9)【柴油发电机】受益标的：科泰电源、潍柴重机等；(10)【变压器】受益标的：金盘科技等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦。

【非银金融】中长期资金入市方案提振信心，券商业绩符合预期——行业周报-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

周观点：中长期资金入市方案提振信心，券商业绩符合预期

春节假期期间港股市场小幅收涨，节前证监会等 5 部委明确中长期资金入市方案彰显稳股市决心，公募和险资每年增量资金或达万亿规模；ETF 高质量发展意见发布，加快股票 ETF 注册速度，将存量基金指数许可使用费从基金财产中列支改为由基金管理人承担，进一步降低投资成本；关注后续申赎、销售服务费等渠道费用降费举措。从年报业绩看，指南针 4 季度现金流增长超预期，2C 金融信息服务业务景气度高增，券商业绩整体符合我们预期，险企业绩略低于我们预期。继续看好金融信息服务龙头标的、零售优势突出券商和券商并购主题标的，推荐盈利稳健、高股息率的江苏金租。

券商：政策端全力形成并巩固市场回稳向好势头，业绩整体符合预期

(1) 近两周交易日（1 月 20 日至 1 月 24 日、1 月 27 日）日均股基成交额 1.39 万亿，环比-1.7%，偏股/非货币基金新发份额 155/438 亿份，环比+179%/+59%。1 月日均股基成交额 1.38 万亿，环比-24%，同比+60%。(2) 2 月 1 日证监会主席吴清在《求是》杂志发文《奋力开创资本市场高质量发展新局面》。明确资本市场重点任务，首要是坚持稳字当头，全力形成并巩固市场回稳向好势头，其次加快改革开放，深化投融资综合改革。预计后续政策端继续在稳股市工具、投资端引入中长期资金和融资端优化结构、提升科创含量上发力。(3) 17 家纯上市券商披露业绩快报和预告，扣除海通证券、预告业绩以区间中值测算，16 家上市券商 2024 年净利润 675 亿，同比+24%，考虑到 4 季度主动计提平滑盈利的可能，券商业绩整体符合我们预期。(4) 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。

保险：第二批长期股票投资试点落地，4 季度业绩略低于我们预期

(1) 春节前，金融监管总局批复第二批险资长期股票投资试点，规模 520 亿。太保、泰康、阳光及相关保险资管公司获准以契约制基金方式参与试点。预计长期股票投资试点在偿付能力优惠、考核长期化和会计计量平抑波动上更有优势。(2) 2024 年人身险总保费收入 4.01 万亿，同比增长 13.2%，其中寿险同比增长 15.6%；财险总保费收入 1.69 万亿，同比增长 5.9%。(3) 多家上市险企披露业绩预告，整体略低于我们预期，4 季度业绩环比回落明显。(4) 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】周观点：Deepseek 一鸣惊人，AI 应用繁荣可期——行业周报-20250204

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

市场回顾：上周（2025.1.27），沪深 300 指数下跌 0.41%，计算机指数下跌 1.46%。

周观点：Deepseek 一鸣惊人，AI 应用繁荣可期

（1）DeepSeek 推出全新开源模型 DeepSeek-R1，轰动国内外大模型领域

1 月 20 号，DeepSeek 团队推出了全新开源模型 DeepSeek-R1，一夜之间模型就在 Github 上收获了 4k+star，轰动国内外大模型领域。R1 突破了以往的模型训练形式，完全没有使用任何 SFT（Supervised Fine-Tuning）数据，仅通过纯粹的 RL（Reinforcement Learning）来训练模型，说明 R1 已经学会了自己思考问题，更符合人类的思维规则。

（2）DeepSeek-R1 在多个基准测试中展现了卓越的性能，比肩 OpenAI o1

在 AIME2024 数学竞赛中，DeepSeek-R1 取得了 79.8% 的成绩，略高于 OpenAI 的 o1-1217。在 MATH-500 测试中，DeepSeek-R1 更是达到了 97.3% 的高分，与 OpenAI-o1-1217 相当，同时显著优于其他模型。在编程竞赛方面，DeepSeek-R1 表现出了专家级水平，其在 Codeforces 上的 Elo 评级达到了 2029，超过了 96.3% 的人类参赛者。此外，在工程相关任务中，DeepSeek-R1 的表现也略胜 OpenAI-o1-1217 一筹。值得注意的是，DeepSeek-R1 API 服务定价为每百万输入 tokens 1 元（缓存命中）/4 元（缓存未命中），每百万输出 tokens 16 元，输出 API 价格只有 OpenAI o1 的 3%。

（3）Deepseek 展现了国产大模型强实力，为 AI 应用繁荣奠定了基础

1 月 27 日，DeepSeek 超越 ChatGPT，登顶苹果美国区应用商店免费下载排行榜。同日，苹果中国区应用商店免费榜显示，DeepSeek 成为中国区第一。31 日，DeepSeek-R1 正式登陆 NVIDIA ANIM，在单个 NVIDIA HGX H200 系统上，完整版 DeepSeek-R1 671B 的处理速度可达 3,872 Token/秒。同时，亚马逊在 Amazon Bedrock 和 SageMaker AI 中，上线了 DeepSeek-R1 模型。微软也将 DeepSeek-R1 抢先部署在了 Azure 上。Deepseek 展现了国产大模型的强劲实力，也为国内 AI 应用繁荣奠定了基础。

投资建议

Deepseek 充分彰显了国产大模型的强实力，有望推动国内 AI 应用的繁荣。应用端继续推荐金山办公、科大讯飞、鼎捷数智、致远互联、金蝶国际、用友网络、同花顺、合合信息、拓尔思、焦点科技、税友股份、上海钢联等，受益标的包括每日互动、高伟达、汉得信息、新致软件、泛微网络、汉王科技、汉仪股份、三六零、万兴科技、彩讯股份、福昕软件、普元信息等。算力端，推荐淳中科技、海光信息、中科曙光、浪潮信息等，受益标的包括寒武纪、紫光股份、工业富联、景嘉微、远东股份等；华为昇腾链，推荐软通动力、神州数码、卓易信息等，受益标的包括高新发展、广电运通、烽火通信、拓维信息。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【传媒】DeepSeek/OpenAI 或加速 Agent/多模态/端侧 AI 落地——行业周报-20250204

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

DeepSeek/阿里/OpenAI 竞相发新模型，或加速 Agent/多模态/端侧 AI 落地

1 月下旬以来，DeepSeek-R1 引发全球 AI 界广泛关注和讨论，DeepSeekV3 及 R1 或基于宽 MoE 架构、低精

度训练、双管道训练策略及多 Token 预测 (MTP) 等优化降低了模型训练成本, 并通过多头潜在注意力、动态专家选择等方式降低了推理成本, 同时在 post-training 阶段或大规模使用了强化学习 (RL) 技术, 从而实现优秀的模型性能。由于 DeepSeekR1 的低成本高性能及开源属性, 或推动智能体 (Agent) 加快落地, 1 月底微软、英伟达、亚马逊分别宣布将 DeepSeekR1 上线自身企业服务平台。1 月 28 日, DeepSeek 又发布了多模态模型 Janus-Pro 一键整合包, 阿里巴巴也宣布通义全新视觉理解模型 Qwen2.5-VL 上线并开源, 视觉 Agent (视觉定位、视频理解等) 能力大幅增强。2 月 2 日, OpenAI 又发布了面向深度研究领域的 Agent 新品 “DeepResearch”, 由其将推出的 o3 模型提供支持, 可利用推理来搜索、解释和分析互联网上的大量文本、图像和 PDF, 生成研究报告。我们认为 DeepSeek、阿里通义、豆包、OpenAI 等近期密集发布新模型, 推动模型算法、成本优化, 或带动模型商业化从 “API+云” 及 Token 付费往 Agent、端侧 AI 方向发展, 同时模型的视觉理解、生成等多模态能力或继续增强, 有望助力社交陪伴、影视、广告、电商、教育等领域 AI 应用商业化空间进一步打开, 建议继续布局: (1) AI+陪伴: 重点推荐奥飞娱乐、盛天网络、顺网科技、网易云音乐, 受益标的包括汤姆猫、实丰文化; (2) 多模态数据语料: 重点推荐锋尚文化, 受益标的包括每日互动、捷成股份、天娱数科、视觉中国、海天瑞声; (3) AI+影视: 重点推荐上海电影、芒果超媒, 受益标的包括华策影视、中文在线; (4) AI+广告/电商: 重点推荐汇量科技、引力传媒、值得买, 受益标的包括因赛集团、蓝色光标、易点天下、浙文互联; (5) AI+教育: 受益标的包括世纪天鸿、盛通股份、南方传媒、佳发教育; (6) 大模型: 重点推荐腾讯控股、快手, 受益标的包括阿里巴巴-SW、昆仑万维、商汤-W、科大讯飞等。

《哪吒之魔童闹海》票房口碑双丰收放大 IP 影响力, 关注国漫 IP 商业化

根据猫眼专业版, 截至 2 月 3 日 (大年初六), 2025 年春节档票房已超 81 亿元 (含预售), 创下春节档国内票房历史新高, 符合我们在春节前的判断。其中光线传媒主出品的 “封神宇宙” 系列 IP 动画电影《哪吒之魔童闹海》票房超过 39 亿元 (含预售), 总观影人次超 7400 万, 豆瓣评分 8.5, 猫眼预测其最终票房将超 68 亿元, 或大幅刷新单部影片国内票房纪录。《哪吒之魔童闹海》不仅实现了票房口碑双丰收, 还与卡游、集卡社、泡泡玛特、万代南梦宫等开展了从谷子、手办到卡牌等各类商品 IP 联动, 与荣耀、蒙牛、长城汽车开展品牌联动, 拉动衍生收入增长。我们认为《哪吒之魔童闹海》的成功或提升国漫 IP 受众覆盖面及影响力, 头部国漫 IP 或通过潮玩谷子和品牌联动等打开 IP 商业化空间, 建议积极关注国漫 IP 储备丰富及具备商业化运营经验优势的公司, 重点推荐上海电影、奥飞娱乐、哔哩哔哩-W、阅文集团, 受益标的包括光线传媒、中文在线等。

风险提示: AI 应用商业化进展低于预期、国漫 IP 衍生收入不及预期等。

【汽车】1 月需求弱, 车市 2024 年完结, 2025 年智驾迎拐点——行业深度报告-20250203

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

1 月观察: 淡季需求偏弱, 车市 2024 年圆满收官/2025 年政策延续值得期待

1 月车市受以旧换新政策透支一定的需求、本身为传统车市淡季、消费者对 2025 年的政策存在较大的观望情绪等影响, 销量预计同环比下滑较大。1 月新能源车渗透率预计为 41.1%, 环比下滑较大, 但同比实现较大提升, 油车促销力度较大。

回顾 2024 年, 受以旧换新政策刺激, 乘用车销量继续增长, 尤其是下半年开始政策效果较好。从生产端来看, 2024 年厂商相对克制, 经销商库存呈明显下降趋势。新能源车批发销量同比+37.1%, 渗透率为 44.8%, 插混车批发销量同比+85.9%。乘用车出口销量同比+23.9%, 下半年开始受关税等影响拉动作用下降。

展望 2025 年, 年初面临一定的压力, 但以旧换新政策接续, 对销量有一定的支撑, 尤其是 Q2 开始预计较好。分结构看, (1) 新能源车预计继续渗透; (2) 高阶智驾有望迎来加速渗透。特斯拉 FSD 可能入华引发鲶鱼效应, 有望推动华为系/小鹏/理想等领军车企加速技术进阶, 并推动消费者逐步认可智驾。同时, 智驾加速渗透的关键在于降本, 2025 年有望见证比亚迪/小鹏等大力推动智驾平权; (3) 出口短期有所放缓, 欧盟关税政策有望缓和是利好, 海外产能投放尚需时间。

12月回顾：政策刺激叠加车企年度冲量，乘用车批发端、零售端均创新高

12月零售端受政策刺激创新高，出口端同环比小幅增长，批发端再创新高。新能源批发/零售端销量同环比继续增长，渗透率约49%。智能化方面，城市NOA渗透率环比继续提升，小鹏P7+推动20万以下价位段渗透率实现0的突破。

新车前瞻：问界M8预计搭载华为全栈智能化方案，小鹏G7有望再造爆款

问界M8轴距达3.1米，预计搭载华为鸿蒙车机及ADS3.0高阶智驾系统，定位下探吸引力将明显提升；小鹏G7预计将主打大空间和智能化，号称“25万级最强SUV”。比亚迪汉L/唐L引领主品牌向上，预计将搭载天神之眼高阶智驾。

投资建议：政策有望延续需求有支撑、智驾加速渗透在即，关注智能化龙头

政策有望延续需求有支撑，重点关注智能化龙头发展机会，优选龙头华为系及小鹏、理想等新势力，而比亚迪智能化发力后有望补齐短板、巩固新能源龙头地位：(1)比亚迪DM5.0技术红利继续释放，第二代刀片电池等新技术有望推出，高端品牌产品及渠道持续丰富，2025年智能化有望成为公司重要的边际变化，海外市场2025年底开始产能投放预计放量较快；(2)长安深蓝/启源/阿维塔新车周期强势开启，有望逐步扭亏，前瞻布局机器人等领域；(3)长城坦克Hi4-Z及出海带来增量，魏牌新车周期开启增量较大；(4)问界M7/M9销量表现亮眼、M8有望上市，江淮尊界百万级轿车增厚盈利，北汽蓝谷极狐销量爬升、有望迎来享界S9增程版等车型的上市；(5)上汽受政府大力支持、自上而下改革，有望与优秀供应商合作加速电动智能化转型；(6)吉利银河打造“E5+星愿”爆款，雷神EM-i对标DM5.0，领克/极氪整合发挥规模效应；(7)小鹏等新势力有望持续推爆款车。

推荐标的：比亚迪、小鹏汽车-W、长安汽车、长城汽车，受益标的：上汽集团、赛力斯、江淮汽车、北汽蓝谷、吉利汽车、理想汽车-W、零跑汽车、蔚来-SW。

风险提示：行业需求/电动智能化转型/出海/政策支持不及预期、竞争加剧等。

【医药：毕得医药(688073.SH)】拟收购 Combi-Blocks，公司迈入发展新阶段——公司信息更新报告-20250204

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 汪晋（联系人）证书编号：S0790123050021

毕得医药：分子砌块龙头企业，盈利能力同环比持续提升

毕得医药聚焦新药研发产业链前端，为全球新药研发机构提供药物分子砌块及科学试剂产品。历经18年发展，公司已成为中国分子砌块龙头企业，产品与服务得到客户的广泛认可。2018年起，公司积极拓展海外市场，在美国、欧洲、印度等新药研发高地进行业务布局，努力打造国际型新药研发服务企业，海外收入占比逐年提升。2025年1月，毕得医药拟增发收购海外分子砌块老牌企业Combi-Blocks，全球业务将进入发展新阶段。自2024年第二季度起，公司各季度间业绩环比已基本企稳向上，我们看好公司的长期发展，维持2024年并上调2025/2026年的盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为1.18/1.42/2.02亿元（原预计为1.18/1.34/1.61亿元），EPS为1.30/1.56/2.22元，当前股价对应P/E分别为37.3/31.0/21.8倍，维持“买入”评级。

Combi-Blocks是集研产销于一体的老牌分子砌块企业，与毕得医药高度协同

Combi-Blocks成立于1997年，总部位于美国圣地亚哥，是集研发、生产和销售于一体的药物分子砌块和科学试剂企业，业务与毕得医药高度协同。Combi-Blocks产品数量丰富，有超过12万种常备分子砌块现货库存，可向客户提供超过29万种分子砌块；其中，硼酸类产品优势较明显，于欧美市场的占有率较高。Combi-Blocks营业收入与利润保持稳定，净利率较高，2023与2024年营收分别为4996.31/4659.15万美元，净利润分别为2204.18/2042.37万美元，净利率分别为44.1%/43.8%。

2025年1月，公司公告拟增发收购Combi-Blocks。我们认为，本次收购毕得医药有望迈入发展新阶段：从业务上看，此次收购可以快速补充分子砌块和科学试剂的产品种类，并完善海外销售渠道，提升在全球的供应链与

仓储运营效率；从业绩上看，Combi-Blocks 的收购短期内能够增厚毕得医药的业绩，中长期维度看，毕得医药有望凭借 Combi-Blocks 已有的产品线、渠道与客户群提升在全球市场的份额与地位，并提升公司的盈利能力；同时，Combi-Blocks 有望依托于毕得医药不断扩充的新品类，在自身品牌的加持下迎来新的增长。

风险提示：收购失败、整合不及预期、药物发现市场需求下降等。

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