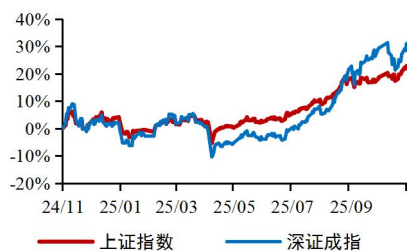


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 10 月 31 日 星期五

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,986.90	-0.73
深证成指	13,532.13	-1.16
沪深 300	4,709.91	-0.80
中小板指	8,312.90	-0.94
创业板指	3,263.02	-1.84
科创 50	1,461.30	-1.87

资料来源：最闻

分析师：

李明阳

执业登记编码：S0760525050002

邮箱：limingyang@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【行业评论】通信：周跟踪（20251020-20251026）-海外产业面和国内政策面共振，把握三季报进攻修复

【山证电子】顺络电子 2025 年三季报点评-单季度业绩创新高，数据中心业务增长迅速

【山证农业】神农集团 2025 年 3 季报点评-生猪养殖成本继续处于行业领先梯队

【山证纺服】周大生 2025Q3 季报点评-2025Q3 营收降幅收窄，电商渠道快速增长

【公司评论】深信服(300454.SZ)：深信服（300454.SZ）：单季度收入增长提速，净利润大幅改善

【公司评论】金山办公(688111.SH)：金山办公（688111.SH）：Q3 收入增长提速，持续加码 AI 及海外业务

【公司评论】润丰股份(301035.SZ)：润丰股份-持续向高附加值布局，25Q3 业绩同环比改善

【公司评论】瑞丰新材(300910.SZ)：瑞丰新材-润滑油添加剂市场稳中有增，布局海外进一步抢占海外市场

【今日要点】

【行业评论】通信：周跟踪（20251020-20251026）-海外产业面和国内政策面共振，把握三季报进攻修复

张天 zhangtian@sxzq.com

【投资要点】

➤ 行业动向：

- 1) Anthropic 向谷歌追加百万块 TPU 算力交易，海外 AI 基建持续加码。
- 根据智东西 10 月 24 日消息，谷歌 Anthropic 发布声明，宣布谷歌将向 Anthropic 供应至多 100 万块专用 TPU 以及附加的谷歌云服务，交易价值数百亿美元。本次 TPU 扩容计划于 2026 年部署完成，将新增超 1GW 算力承载。谷歌作为 Anthropic 曾经的投资方，开始接受超预期的“算力加单”，我们看到北美“资本-算力-应用”的 AI 飞轮正在加速，虽然 AI 应用变现盈利的时间点还很难预期，但 AI 应用流量为王的趋势已愈加明显，传统互联网巨头均绑定 AI 独角兽希望能将存量用户转化为更具价值的 AI 用户增加护城河。目前北美已经形成了以 OpenAI（联合 NVIDIA、AMD、微软、Oracle）、Anthropic（联合谷歌、AWS）、ScaleAI（联合 Meta）、xAI 为代表的四大 AI 独角兽&CSP 算力阵营。我们看到此轮资本开支不仅提升的是短期产业链公司业绩预期，而是令资本市场看到了未来 3-5 年更可持续的 AI 投资，从而愿意给予算力产业链公司更高的估值。对于国内配套产业链而言，我们看到由于带宽配比的持续提升 1.6T 光模块不断加单、更多超节点项目的渗透铜连接持续扩产以及高多层 M9 PCB 的扩产带来高端钻针&激光设备的供应紧张。宏观层面上，根据 Wind 万得，在中美吉隆坡经贸磋商上，双方就解决各自关切达成共识，同意进一步确定具体细节，并履行国内批准程序，市场风险偏好有所回暖。我们认为，当前正值三季报陆续披露时点，AI 链兑现的环比业绩加速趋势叠加拔估值因素将带来明显的板块修复&进攻效应。
- 2) “十五五”规划明确建设“航天强国”、“网络强国”，政策加码催化下建议持续关注商业航天、国产算力超节点板块投资机会。
- 上周，“十五五规划建议”在党的二十届四中全会后发布，建议明确提出加快建设“五个强国”：制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国。我们看到先进制造业代表第六代移动通信、光通信、高端集成电路、商业卫星&火箭等，是我们在国际产业链巩固优势同时扩大科技内需的有力保证。建议提出培育壮大新兴产业和未来产业，新兴支柱产业包括新能源、新材料、航空航天、低空经济等，未来产业包括量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等，我们认为以上赛道中期来看主题投资的概念更加明确，也有望从主题走向主线，建议把握核心催化剂择时布局。
- 上周，2025 上海市松江区卫星互联网产业链活动举行，活动提出到 2027 年松江 G60 卫星互联网产业

集群规模超 300 亿元，2030 年突破 500 亿元，2035 年冲刺千亿。会上披露，随着“千帆星座”第六批次卫星成功发射，千帆在轨组网达到 108 颗，其中两批次由格思航天制造，该企业产能可达 300 颗每年，第二工厂同步建设中。火箭方面，根据经济观察报报道，天兵科技、蓝箭航天、中科宇航、星际荣耀均已开启或完成 IPO 辅导，资本市场关注度显著提升中。其中天兵科技的“天龙三号”大运力液体火箭已进入首飞最后冲刺、蓝箭的朱雀三号也完成了首飞任务第一阶段工作、中科宇航的力箭二号发射设备工位安装调试也取得了成功。我们认为作为“十五五”第一年确定性最强的赛道之一，商业航天产业政策支持足、运力提升斜率大、订单能见度也在清晰，三季度后是重点公司布局的好时机。

- **建议关注：** 1) 1.6T 光模块：中际旭创、天孚通信、新易盛、剑桥科技、源杰科技、仕佳光子、光库科技；2) 国产算力超节点：中兴通讯、紫光股份、华丰科技、意华股份、华勤技术、汇聚科技、盛科通信；3) 商业航天：信科移动、烽火通信、通宇通信、富士达、金信诺、航天动力、超捷股份、高华科技。市场整体：本周（2025.10.20-2025.10.24）市场整体上涨，申万通信指数涨 11.55%，创业板指数涨 8.05%，科创板指数涨 7.27%，深圳成指涨 4.73%，沪深 300 涨 3.24%，上证综指涨 2.88%。细分板块中，周涨幅最高的前三板块为光模块（+29.56%）、控制器（+12.13%）、连接器（+10.24%）。从个股情况看，源杰科技、中际旭创、新易盛、长光华芯、剑桥科技涨幅领先，涨幅分别为+38.00%、+32.23%、+17.91%、+17.71%、+17.50%。广和通、中国移动、光环新网、中国电信跌幅居前，跌幅分别为-3.08%、-0.98%、-0.75%、-0.58%。
- **风险提示：**
- 海外算力需求不及预期，国内运营商和互联网投资不及预期，市场竞争激烈导致价格下降超出预期，外部制裁升级。

【山证电子】顺络电子 2025 年三季度点评-单季度业绩创新高，数据中心业务增长迅速

傅盛盛 fushengsheng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件**
- 近日，顺络电子发布 2025 年三季度报，2025 年前三季度，公司实现营收 50.32 亿元，同比增长 19.95%；归母净利润 7.69 亿元，同比增长 23.23%；扣非净利润 7.33 亿元，同比+23.01%，业绩符合预期。
- **点评**
- **单季度收入、利润创历史新高。** 2025Q3，公司实现收入 18.08 亿元，同比增长 20.21%；归母净利润 2.83 亿元，同比+10.60%；扣非净利润 2.71 亿元，同比+9.19%。分产品看，三季度信号处理收入 6.56 亿元，同比+13.1%，收入占比 36.3%；电源管理收入 6.13 亿元，同比+22.0%，收入占比 33.9%；汽车电子或储能专用收入 4.12 亿元，同比+32.9%，收入占比 22.8%；陶瓷、PCB 及其他收入 1.26 亿元，同比 20.2%，

收入占比 7.0%。

- **毛利率保持平稳，费用控制良好。**2025Q3，公司毛利率 36.84%，环比 2025Q2 的 36.78%基本持平，同比 2024Q3 的 37.93%下滑 1.09 个百分点。三季度，公司管理费用率 4.8%，同比下降 0.2 个百分点；销售费用率 1.3%，同比减少 0.4 pct；研发费率 9.8%，同比+1.8 个百分点；财务费用率 1.4%，同比下降 0.4 个百分点。存货保持合理水平。三季度存货周转天数 91.67 天，低于 2024 年三季报的 96.52 天，处于历史低位。固定资产周转率 0.84 次，同比 2024 年三季报的 0.73 次略有增加。
- **数据中心业务成为公司重要增长驱动力。**2025 年前三季度，作为公司继汽车电子市场后的又一重要新兴战略市场，数据中心业务增长最为迅速。国产算力大模型快速应用，公司国产算力业务逐季蓬勃发展；海外重量级客户对 ASIC 芯片、CPU、GPU 周边的 xPU 供电环节各类模块化电感方案快速增长的需求，为公司数据中心市场持续增长奠定了另一块基石。此外，公司 SOFC 项目按照规划稳步推进，未来值得期待。
- **投资建议：**
- 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 11.21/14.32/18.19 亿元；EPS 分别为 1.39/1.78/2.26 元；对应公司 2025 年 10 月 30 日收盘价 39.0 元，2025-2027 年 PE 分别为 28.1/22.0/17.3，维持“买入-A”评级。
- **风险提示：**
- 需求不及预期；竞争加剧；客户开拓不及预期；技术研发风险等。

【山证农业】神农集团 2025 年 3 季报点评-生猪养殖成本继续处于行业领先梯队

陈振志 chenchenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- **公司披露 2025 年 3 季报。**公司 2025 年前 3 季度实现营业收入 31.23 亿元，同比-3.79%，归属净利润 4.62 亿元，同比-3.89%，EPS0.89 元，加权平均 ROE 为 9.25%，同比下降 1.56 个百分点。其中，2025 年 Q3 单季度实现营业收入 11.26 亿元，同比-28.90%，归属净利润 0.74 亿元，同比-79.21%。截止 3 季度末，公司资产负债率约为 27%，财务结构稳健。
- **公司 2025 年前 3 季度生猪销量 210.96 万头（其中商品猪 181.52 万头，仔猪 25.15 万头），同比+26.8%，实现销售收入 34.80 亿元，同比+7.54%，前 3 季度共向集团内部屠宰企业销售生猪 34.12 万头。**其中，公司 Q3 单季度生猪销量约 57 万头，同比大致持平，实现销售收入 9.76 亿元，同比-24.63%。2025 年上半年，受益于原料成本低位运行和养殖成本下降，生猪养殖行业整体处于盈利区域。进入 3 季度，猪价在 9 月中下旬开始回落。公司 9 月份生猪养殖完全成本为 12.5 元/公斤，断奶成本 269 元/头，PSY 为 29.5 头，公司的生猪养殖成本继续处于行业领先梯队。
- **投资建议**

- 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.59/5.90/11.20 亿元，对应 EPS 为 1.07/1.12/2.13 元，目前股价对应 2025 年 PE 为 29 倍,维持“增持-B”评级。
- 风险提示
- 畜禽疫情风险，自然灾害风险，原料涨价风险，运输不畅风险。

【山证纺服】周大生 2025Q3 季报点评-2025Q3 营收降幅收窄，电商渠道快速增长

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 公司发布 2025 年三季度报告。2025 年前三季度，公司实现营收 67.72 亿元，同比下降 37.35%，实现归母净利润 8.82 亿元，同比增长 3.13%。2025Q3 公司实现营收 21.75 亿元，同比下降 16.71%，实现归母净利润 2.88 亿元，同比增长 13.57%。
- 事件点评
- 2025Q3 公司营收降幅收窄，利润端延续增长。营收端，2025 年前三季度，公司实现营收 67.72 亿元，同比下降 37.35%。其中，2025Q3 实现营收 21.75 亿元，同比下降 16.71%，降幅较上半年显著收窄。业绩端，2025 年前三季度，公司实现归母净利润 8.82 亿元，同比增长 3.13%。其中，25Q3 实现归母净利润 2.88 亿元，同比增长 13.57%。2025 年前三季度，公司业绩增速表现好于营收，主要受益于产品结构优化、渠道结构调整及金价上行红利，带动销售毛利率明显提升。
- 自营及电商渠道表现亮眼，加盟业务持续承压。2025 年前三季度，自营线下、电商、加盟渠道营收占比分别为 19.82%、28.72%、49.39%。其中，自营线下渠道，实现营收 13.42 亿元，同比微降 0.86%，表现稳健；期末门店数量 400 家，较年初净增 47 家。电商渠道，实现营收 19.45 亿元，同比增长 17.68%，成为公司重要的增长引擎。加盟渠道，实现营收 33.45 亿元，同比下降 56.34%，主要系金价高企、消费需求不振，加盟商补货意愿低迷；期末门店数量 4275 家，较年初净减 380 家。截至 2025Q3 末，公司线下门店合计 4675 家，较年初净减少 333 家。
- 素金产品收入下滑，品牌使用费逆势增长。分产品看，2025 年前三季度，镶嵌产品实现营收 5.56 亿元，同比下降 4.89%。素金产品实现营收 49.42 亿元，同比下降 44.44%。品牌使用费实现营收 5.69 亿元，同比增长 3.03%。
- 毛利率大幅提升，经营性现金流承压。盈利能力方面，2025 年前三季度，公司毛利率同比提升 9.16pct 至 29.74%，盈利能力显著增强。这主要受益于产品结构优化、高毛利的自营与电商渠道收入占比提升及金价上行带来的定价红利。期间费用方面，2025 年前三季度，期间费用率同比提升 3.67pct，主因销售费用率提升 3.28pct。综合影响下，2025 年前三季度，公司归母净利率为 13.02%，同比提升 5.11pct。

存货方面，截至 2025Q3 末，公司存货为 45.28 亿元，同比增长 7.44%。经营活动现金流方面，2025 年前三季度，公司经营活动现金流净额为 5.80 亿元，同比下降 55.86%，主因营业收入下降，经营活动收到现金同比减少所致。

➤ **投资建议**

- **2025 年 3 季度，公司营收降幅环比收窄，业绩端延续增长，表现继续好于营收。**公司强化自营与电商渠道建设，加大轻量化、高性价比产品供给，“悦己”与“轻珠宝”类型的产品销售占比提升，有效对冲了传统黄金品类因价格高企导致的需求疲软，自营与电商业务表现优于整体，成为增长亮点。预计公司 2025-2027 年 EPS 为 1.04、1.18、1.33 元，10 月 28 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 为 13.2、11.6、10.3 倍，维持“买入-B”评级。

➤ **风险提示**

- 黄金价格大幅波动；国家宝藏品牌推广不及预期；电商渠道增速不及预期。

【公司评论】深信服(300454.SZ)：深信服（300454.SZ）：单季度收入增长提速，净利润大幅改善

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

➤ **事件描述**

- 10 月 27 日，公司发布 2025 年三季报，其中，2025 年前三季度公司实现收入 51.25 亿元，同比增长 10.62%，前三季度实现归母净利润-0.81 亿元，同比高增 86.10%，实现扣非净利润-1.36 亿元，同比高增 79.14%；2025 年第三季度公司实现收入 21.16 亿元，同比增长 9.86%，三季度实现归母净利润 1.47 亿元，同比高增 1097.40%，实现扣非净利润 1.23 亿元，同比高增 3276.12%。

➤ **事件点评**

- **收入端保持稳健增长，控费提效推动净利润大幅改善。**得益于信创建设及 VMware 国产化替代进程持续深化，今年以来公司云业务保持快速增长，成为整体收入稳健增长的重要驱动力，其中分布式存储、超融合等业务均保持高速增长。2025 年前三季度公司毛利率为 60.94%，较上年同期提高 0.33 个百分点。在利润端，随着公司持续改善管理并实行精细化运营，今年前三季度公司销售、管理、研发费用率分别较上年同期降低 4.41、1.55、5.92 个百分点。受此影响，前三季度公司净利率达-1.57%，较上年同期提高 10.94 个百分点。此外，前三季度公司经营性净现金流从上年同期的-7.31 亿元提升至 0.13 亿元，主要是因为前三季度公司销售收现同比增加，同时购买原材料支付的货款较去年同期有所减少。

- **超融合和 EDS 持续发力，成为重要的收入增长点。**其中，1) 公司的国内超融合龙头地位持续巩固，根据 IDC 数据，2025 上半年，在国内超融合整体市场和全栈超融合市场，深信服超融合分别以 15.9%

和 26.5% 的份额斩获“双料”第一。而随着 VMware 退出中国市场，截至今年 10 月，已有 600 多家央企用户采用公司的超融合产品实现国产化转型升级，其中，东风柳汽部署了 5 个超融合业务集群，包含 550 多台虚拟机；2) 公司的分布式存储业务 EDS 聚焦高价值场景，同时不断推进产品品质提升并加强信创场景方案优化，产品和方案竞争力稳步提升，推动该业务收入保持快速增长。

➤ 投资建议

- 公司作为国内网络安全及云计算领导厂商，AI 需求爆发有望带动公司云业务高速增长，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.23\1.88\2.45，对应公司 10 月 29 日收盘价 114.69 元，2025-2027 年 PE 分别为 93.1\61.0\46.8，维持“增持-A”评级。

➤ 风险提示

- 产品迭代不及预期；宏观经济下行风险；市场竞争加剧风险。

【公司评论】金山办公(688111.SH)：金山办公（688111.SH）：Q3 收入增长提速，持续加码 AI 及海外业务

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 10 月 27 日，公司发布 2025 年三季报，其中，2025 年前三季度公司实现收入 41.78 亿元，同比增长 15.21%，前三季度实现归母净利润 11.78 亿元，同比增 13.32%，实现扣非净利润 11.49 亿元，同比增 15.94%；2025 年第三季度公司实现收入 15.21 亿元，同比增长 25.33%，三季度实现归母净利润 4.31 亿元，同比高增 35.42%，实现扣非净利润 4.21 亿元，同比高增 39.01%。

➤ 事件点评

- **AI 及信创推动 Q3 收入增长加速，净利率明显改善。**分业务看，1) 今年三季度 WPS 个人业务实现收入 8.99 亿元，同比增长 11.18%，主要得益于公司通过 AI 新品落地推广及精细化运营，带动 WPS AI 月活、付费用户数及用户价值稳步提升；2) 随着公司持续完善协作和 AI 条线产品，并加快突破民企及地方国企客户，WPS 365 业务延续高增，三季度实现收入 2.01 亿元，同比增长 71.61%；3) 得益于党政信创招标及确收进度加快，三季度 WPS 软件业务实现收入 3.91 亿元，同比高增 50.52%。2025 年三季度公司毛利率为 86.46%，较上年同期提高 0.99 个百分点。在费用端，今年三季度公司期间费用率 38% 62，较上年同期降低 3.02 个百分点，展现公司控费效果显著。三季度公司净利率达 28.35%，同比环比均明显改善。

- **加速布局海外市场，AI 产品迭代及场景化落地持续推进。**其中，1) 在海外市场拓展方面，截至今年 10 月，通过与高通、AWS、谷歌等合作，公司 WPS Office 全球月活设备数已达 6.51 亿，其中海外月活设备数超 2 亿，而在重点布局的东盟地区，WPS Office 月活设备数已突破 5000 万，深度参与当

地政企的数字化建设。同时，公司将于年底发布 WPS 365 海外版，进一步开拓海外市场；2）在 AI 布局方面，今年 7 月，公司发布 WPS AI 3.0 并推出原生 Office 办公智能体 WPS 灵犀，同时，公司基于 WPS AI 3.0 推出了 WPS AIPPT、灵犀语音助手等 AI 功能。随着 WPS AI 相关产品持续升级，WPS AI 月活用户数显著增加，截至今年 6 月底，月活用户已达 2951 万。此外，公司的政务 AI 产品持续迭代，目前已在中央及地方党政机关落地推广。

➤ 投资建议

- 公司作为国内办公软件龙头，在 WPS 个人业务持续增长及 WPS 365 业务表现强劲的同时，WPS AI 商业化落地进程有望加快，调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 4.04\4.87\5.80，对应公司 10 月 29 日收盘价 337.71 元，2025-2027 年 PE 分别为 83.6\69.4\58.2，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 产品迭代不及预期，宏观环境风险，市场竞争加剧风险。

【公司评论】润丰股份(301035.SZ)：润丰股份-持续向高附加值布局，25Q3 业绩同环比改善

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述

- 事件：10 月 24 日，公司发布《2025 年第三季度报告》，2025Q3 实现收入 43.81 亿元，同环比分别+6.76%/+13.95%，实现归母净利为 3.34 亿元，同环比分别+109.13%/+11.80%。公司业绩同比大幅增长主要系汇兑损失减少，同时公司推动高附加区域及 to C 业务规模增长所致。

➤ 事件点评

- 持续推动高附加值区域及 to C 业务增长。公司前三季度来自北美及欧洲的收入占比为 13.6%，同比+2.7 个 pct，模式 C 业务营收占比提升至 41.39%，同比增加 3.66 个 pct。其中，2025Q3 的 to C 模式营收占比为 43.25%，同比+5.23 个 pct，环比+1.9 个 pct。在高附加值区域及 to C 模式的推动下，公司的盈利能力也在持续改善。2025Q3 销售毛利率为 23.08%，同比提升 2.52 个 pct，环比提升 0.16 个 pct。由于 to C 业务需要投入更多的销售人员及产品推广资源，因此截止 2025Q3 销售费用率提升至 4.96%，同比增加 0.63 个 pct。
- 持续提升杀虫剂和杀菌剂的结构占比。公司 2025Q3 杀虫剂及杀菌剂占比提升至 31.70%，环比提升 5.58 个 pct，同比提升 4.44 个 pct。由于杀虫剂及杀菌剂的客户黏性更强，且产品整体毛利率更高，公司通过更高质量产品登记推动产品结构的持续改善。
- 农化行业景气周期触底回升。根据海关数据，中国 2025Q3 出口农化制剂 26.12 亿美金，同比+21.61%，出口价格为 2.96 美金/公斤（25M1 为 2.87 美金/公斤），出口价格从年初至今呈现逐步回升的趋势。中

国作为全球主要的农化制品出口国家，凭借较低的成本及完备的供应链，具有极强的出口竞争力，看好后续农化行业的逐步修复。

➤ **投资建议**

➤ 预计公司 2025-2027 年净利润分别为 11.4/13.1/16.0 亿元，对应 PE 分别为 19/ 17/ 14 倍。看好公司全球化运营，高附加值区域及 to C 业务规模的增长，更高质量产品登记推动产品结构的持续改善，维持“买入-B”评级。

➤ **风险提示**

➤ 主要农药进口国政策变化、原材料价格波动、环境保护及安全生产等风险。

【公司评论】瑞丰新材(300910.SZ)：瑞丰新材-润滑油添加剂市场稳中有增，布局海外进一步抢占海外市场

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

➤ **事件描述**

➤ **2025Q3 业绩符合预期。**10 月 28 日，公司发布《2025 年三季度报告》，2025Q3 公司实现收入为 8.89 亿元，同比+11.02%，环比+9.27%，实现归母净利为 2.04 亿元，同比+12.68%，环比+16.48%，润滑油添加剂市场稳中有升，公司产品持续放量，并计划于中东建厂，进一步提升全球市场份额。

➤ **事件点评**

➤ **沙特海外合资建厂，完善全球供应链。**公司计划与沙特阿拉伯公司法拉比下游公司合资成立瑞丰法拉比，瑞丰持股 60%，计划总投资额为 2.46 亿美元，本项目计划通过 2 到 3 期的建设，形成一个包括主要核心单剂及主流复合剂品种的润滑油生产基地，辐射中东、非洲、印度等市场。法拉比集团是全球直链烷基苯和正构烷烃的主要生产商，在沙特阿拉伯王国的朱拜勒港与延布市拥有生产基地，能为改项目进行深度赋能。

➤ **润滑油添加剂市场稳中有升，公司盈利质量保持稳定。**2025Q3 中国润滑油添加剂合计出口 70941 吨，同比+2.0%，出口均价为 19268 元/吨，同比-4.8%，主要系润滑油添加剂原材料下滑带动产品价格下降所致。公司 2025Q3 净利率为 23.03%，环比增加 1.53 个 pct，同比增加 0.27 个 pct。投资建议

➤ 预计公司 2025-2027 年归母净利分别为 7.9/9.2/10.6 亿元，对应 PE 分别为 21/18/16 倍，维持“买入-B”评级。

➤ **风险提示**

➤ 原材料涨价风险、海外市场政策风险、复合剂产品认证不能顺利通过的风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

