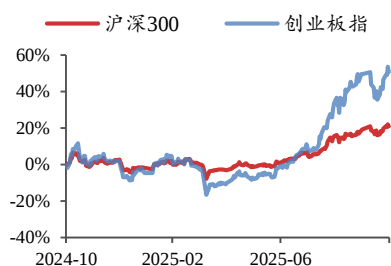


2025 年 10 月 31 日

开源晨会 1031

——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(%)
钢铁	0.901
有色金属	0.790
公用事业	0.133
交通运输	0.115
银行	0.069

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-2.825
电子	-2.231
国防军工	-1.955
传媒	-1.877
综合	-1.784

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】“十五五”规划建议的 10 个关键细节——“十五五”规划学习体会
-20251030

【宏观经济】美联储 12 月降息可能性仍较大——10 月 FOMC 会议点评-20251030

行业公司

【公用事业】电改加速深化，预期有望趋稳——电力行业 2026 年度投资策略
-20251030

【电力设备与新能源：特锐德(300001.SZ)】2025Q3 业绩同环比高增，盈利能力持续提升——公司信息更新报告-20251030

【地产建筑：招商积余(001914.SZ)】营收利润双位数增长，市拓规模同比提升——公司信息更新报告-20251030

【电力设备与新能源：富特科技(301607.SZ)】规模效应下利润释放，国内外均处向上周期——公司信息更新报告-20251030

【家电：安克创新(300866.SZ)】2025Q3 外部扰动下收入表现稳健，安防及扫地机持续高增，毛利率超预期提升——公司信息更新报告-20251030

【计算机：鼎捷数智(300378.SZ)】收入平稳增长，AI 赋能打开长期天花板——公司信息更新报告-20251030

【传媒：恺英网络(002517.SZ)】Q3 业绩高增，新游及传奇盒子共驱持续成长——公司信息更新报告-20251030

【电子：深南电路(002916.SZ)】2025Q3 营收和利润均创新高，产能加速释放
-20251030

【传媒：巨人网络(002558.SZ)】《超自然行动组》致 Q3 业绩高增，后续增长动能强劲——公司信息更新报告-20251030

【传媒：顺网科技(300113.SZ)】Q3 净利润延续高增，算力云或开启商业化——公司信息更新报告-20251030

【地产建筑：我爱我家(000560.SZ)】归母净利润同比大幅增长，GTV 水平稳健提升——公司信息更新报告-20251030

【化工：圣泉集团(605589.SH)】Q3 业绩同比增长，高频高速树脂量价齐升，合成树脂、生物质产品运营稳健——公司信息更新报告-20251030

【化工：安利股份(300218.SZ)】Q3 业绩承压，看好鞋材大客户份额提升及新产品、新需求放量——公司信息更新报告-20251030

【化工：亚钾国际(000893.SZ)】钾肥量利齐升助力 Q3 业绩延续增长，有序推进钾肥及溴素扩产——公司信息更新报告-20251030

【食品饮料：立高食品(300973.SZ)】KA 延续增长势头，控费力保利润较快增长——公司信息更新报告-20251030

研报摘要

总量研究

【宏观经济】“十五五”规划建议的 10 个关键细节——“十五五”规划学习体会-20251030

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

10月28日，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》（下文简称“《建议》”）正式发布。

“十五五”规划建议的 10 个关键细节

细节 1：“十四五”重大成就：新征程实现良好开局。

全会高度评价“十四五”时期我国发展取得的重大成就，认为第二个百年奋斗目标新征程实现良好开局，官方解读认为“我国风景这边独好”。

细节 2：“十五五”重要地位：承前启后。

“十五五”时期在基本实现社会主义现代化进程中具有承前启后的重要地位，体现为指导思想和主要目标延续性强，发展的紧迫性强，要着重应对不确定性。我国发展战略机遇和风险挑战并存，要以自身高质量发展的确定性更好应对外部环境变化的不确定性，抓住时间窗口破除瓶颈，补强短板。

细节 3：“十五五”主要目标：经济增长保持在合理区间。

我们认为“十五五”期间经济增长的隐含目标或在“5%左右”。《建议》强调“经济增长保持在合理区间，到2035年人均国内生产总值达到中等发达国家水平”。必要性来看，我们测算为实现这一目标，2025-2035年需人均GNI增速、实际GDP增速分别超过6.3%、4.6%。可行性来看，学术研究认为“十五五”期间我国潜在经济增速约4.8%-5.0%。总体看，增速目标设在5.0%左右或较为合适。

细节 4：采取超常规措施提高科技自立自强水平。

《建议》要求“全要素生产率稳步提升，科技自立自强水平大幅提高”，突出了科技创新的引领作用，具体亮点有：1.保持制造业合理比重，因地制宜发展新质生产力，防止一哄而上。2.固本升级，优化提升传统产业，发改委预计新增10万亿市场空间。3.培育壮大新兴产业与未来产业，“前瞻布局量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等未来产业”。4.采取超常规措施推动关键核心技术攻关取得决定性突破，重点是集成电路、工业母机、高端仪器、基础软件、先进材料、生物制造等领域。

细节 5 到细节 8 围绕“三个再平衡”展开，包括供给与需求，外需与内需，投资与消费的再平衡。总体看，更加侧重提振消费，“投资于人”。

细节 5：惠民生和促消费结合，扩内需锚向“投资于人”。

《建议》强调“促进形成更多由内需主导、消费拉动、内生增长的经济发展模式”。提振消费方面：1.居民消费率明显提高。截至2023年我国居民消费率约39.6%，较发达国家仍有15-20个点的空间，重点是提升居民消费倾向。2.居民消费潜力更多来源于服务消费。《建议》部署供需两端发力提振服务消费，例如“以放宽准入、业态融合为重点扩大服务消费”，“合理提高公共服务支出占财政支出比重”等。3.促消费与惠民生结合，更多“投资于人”，抓手是完善收入分配制度；健全社会保障体系，重点是“一老一小”；缩小区域差距、城乡差别；政策手段或将更加直达。总体看，提振消费更利好服务消费、大众消费、“一老一小”相关的养老医疗母婴用品和改善性需求消费、农村和低能级城市的消费升级等。

细节 6：保持投资合理增长，推进以人为本的新型城镇化。

根据《建议》稿，“扩大有效投资”的空间或来源于：1.民生消费和基本公共服务均等化投资。2.备战和安全相关投资，比如关键产业备份，平急两用基础设施，“两重”投资，边境建设等。3.科技、能源等现代化基础设施。4.新型城镇化相关升级改造，如 5 万亿地下管网空间等。5.推动房地产高质量发展的城市更新。

细节 7：积极扩大自主开放；推动进出口平衡发展，加力扩大进口；引导产业链供应链合理有序跨境布局，既看 GDP 也看 GNI，企业出海有望持续增长。

细节 8：坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点，综合整治“内卷式”竞争是改革重点。判断整治“反内卷”的要求更加具体，促进各方形成合力。

细节 9：增强财政可持续性、加大存量盘活力度。

宏观政策方面：1.增强财政可持续性，重点是推进财税改革。比如落地消费税、所得税等税制改革，改善央地关系。2.通过盘活存量拓展政策空间，继续划转国有资本充实社保基金。湖北安徽等“三资”改革带动财政收入增长可能成为趋势。

细节 10：统筹发展和安全，推进国家安全体系和国防军队现代化。

加强重点领域国家安全能力建设包括关键领域加强储备和产业备份，加强新兴领域建设；高质量推进国防和军队现代化，重点是机械化信息化智能化融合发展。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

【宏观经济】美联储 12 月降息可能性仍较大——10 月 FOMC 会议点评-20251030

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

事件：美联储于北京时间 10 月 30 日凌晨 2 点发布 10 月 FOMC 会议声明，宣布继续降息 25bp，并于 12 月 1 日起结束缩表。

声明及发布会要点

1.美联储在此次会议上宣布继续降息 25bp 至 3.75%-4.0%区间。缩表方面，将在 12 月 1 日起停止缩表。

2.继续降息 25bp，12 月开始停止缩表，再次出现 2 张反对票。在声明中，美联储的措辞同 9 月份相比基本维持不变。美联储认为经济活动正以温和的速度扩张。就业方面，美联储认为就业增长放缓，失业率略有上升，但仍保持在较低水平；通胀方面，承认通胀仍处于较高水平。此外，美联储认为近几个月来就业下行风险有所上升。本次会议还决定将于 12 月 1 日起结束缩表，宣告美联储量化紧缩告一段落。与 9 月会议相似，本次会议中再次出现反对票，且观点相反。

3.发布会上，鲍威尔整体表态偏鹰，称 12 月降息并非板上钉钉，政策并非提前预定。在发言稿以及问答中，美联储主席鲍威尔表示当前面临通胀上行及就业下行的双向风险，但考虑到风险平衡的变化，本次降息是合适的。但在 12 月是否降息方面，美联储内部存在着非常强烈的意见分歧，因此 12 月是否降息远非定局。因为预测者关注到了更强的经济活动，并提升了对经济增长的预测。目前利率水平已经落入中性利率区间（预估在 3%-4%），而在政府关门，经济数据无法获得的情况下，美联储可能会选择慢下来，观察劳动力市场真实的下行风险。

政府关门及通胀缓和背景下，美联储后续可能继续降息

1.美国政府持续关门，叠加 9 月 CPI 边际缓和，美联储或继续降息。虽然美联储关门无法获得准确的经济数据，但考虑到美国科技巨头开启较大规模的裁员，美国政府关门可能造成的经济损失、政府部门就业人员的可能减少，很多数据指向当前经济下行压力较大，与美联储在 9 月经济预测中的基准指引相对一致。参考 9 月点阵图，

美联储在 12 月份可能还有一次降息，2025 年全年共降息 75bp。

2. 美联储结束缩表或为了防范风险，对市场的边际影响或并不大。近期美国货币市场的流动性似乎开始出现一定程度的紧张态势，首先是作为“冗余流动性”存在的隔夜逆回购用量目前已经不足 200 亿美元；此外银行准备金也跌破 3 万亿美元这一关口。与之相对应，美国银行间市场的利率水平出现一定程度的上行，考虑到在 2019 年 9 月美联储缩表时出现了 SOFR 利率飙升，为了避免货币市场发生较大波动，美联储选择此时结束缩表是一个较为合适的选择。但需要注意的是，这对市场的边际影响或有限，更多的是出于防范风险的需要。

短期内市场风险偏好面临一定程度的压制

决议及发布会后，市场风险偏好受到一定压制。美股方面，在声明及发布会后，美股下跌。最终道琼斯指数收跌 0.16%，纳斯达克指数收涨 0.55%；美债方面，10 年期美债收益率总体上行，收盘后上升至 4.0% 以上；美元方面，发布会后持续上行，已经超过 99；黄金则录得下跌，收盘后低于 3950 美元/盎司。我们认为由于美联储表态较鹰派，市场风险偏好短期内面临一定抑制，后续或主要关注政府关门及中美贸易谈判进展。CME 期货定价美联储将在 12 月降息概率超过 60%。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

行业公司

【公用事业】电改加速深化，预期有望趋稳——电力行业 2026 年度投资策略-20251030

周磊（分析师）证书编号：S0790524090002 | 黄懿轩（联系人）证书编号：S0790125070014

1. 行业回顾：红利风格表现不佳，电力需求平稳增长

2025 年初至 10 月 28 日，红利风格板块整体表现不佳。2025Q1-3，电力需求维持平稳增长，我国全社会用电量 7.77 万亿千瓦时，同比增长 4.8%。预计十五五期间我国将呈现“宽电量、紧电力”的电力供需格局，综合电价有望企稳。

2. 电力：煤价触底带动电价企稳，风电政策底已现

（1）火电：动力煤价格触底回升，有望带动电价企稳。2023 年底至 2025 年中，动力煤价格持续下行，广东、江苏电力市场年度长协电价和月度交易均价逐渐下降。2025 年 7 月，动力煤价格开始反弹，江苏电力市场月度集中竞价出清价格 395.60 元/兆瓦时，环比提高 82.80 元/兆瓦时。

（2）水电：经营稳健，低利率环境下具备长期配置价值。2025Q1-3，主要流域来水基本持平，上市公司经营稳健。2024H2 起，水电股息率与国债收益率的息差走阔；2025 年初至今水电净息差均值较 2023.5-2024.4 区间均值扩大 69bp。低利率环境下，水电资产作为稳定盈利品种具备配置价值。

（3）核电：市场化比例逐渐提升，天然铀价格波动影响较小。2026 年，岭澳、阳江核电市场化电量上限 312 亿千瓦时，较 2025 年提升 14.3%。天然铀价格波动对运营商影响较小；中期维度来看，若天然铀价格达到 90 美元/磅，则核电单位燃料成本较当前提高约 5.61 元/兆瓦时，毛利率下降约 1.7pct。

（4）绿电：收入端政策不确定性落地，市场化改革进入深水区，风电政策底已现。136 号文推动新能源全面入市，辅以外场价差结算机制，绿电收入端政策不确定性落地。山东、甘肃、新疆、云南四省已完成首轮机制电价竞价，出清结果较燃煤基准价下浮较多，市场化改革步入深水区。风电增值税补贴退坡，政策底已现。

3. 电网设备：国网输变电设备集招&一次设备出口金额同比高增

国内电网投资结构分化，海外景气度延续。2025 年 1-9 月，国网输变电设备集招金额累计 681.88 亿元，同比增长 22.9%；特高压设备招标同比减少 58.9%，十五五特高压规划有望再创新高。2025 年 1-9 月一次设备出口金额同比保持高增长；液体介质变压器/高压开关/电能表出口金额 315.82/280.03/78.58 亿元，

yoy+54.9%/+32.6%/-6.0%。

4. 关注火电盈利弹性、优质风电和电力设备出海机会

受益标的：(1) 火电：华能国际 (A/H)、华电国际 (A/H)、华润电力 (H)、大唐发电 (A/H)、建投能源、国电电力、内蒙华电、江苏国信、申能股份、皖能电力、浙能电力等；(2) 水电：长江电力、华能水电、国投电力、川投能源等；(3) 核电：中国核电、中国广核、中广核电力 (H) 等；(4) 绿电：龙源电力 (H)、中国电力 (H)、大唐新能源 (H)、中广核新能源 (H)、江苏新能、浙江新能、中闽能源、三峡能源等；(5) 电网设备：平高电气、许继电气、中国西电、国电南瑞、四方股份、华明装备、思源电气、金盘科技、三星医疗、海兴电力等。

风险提示：电源投资不及预期；利用小时数下降风险；电网建设不及预期；电力市场建设不及预期；燃料成本上涨风险；市场化电价波动风险。

【电力设备与新能源：特锐德(300001.SZ)】2025Q3 业绩同环比高增，盈利能力持续提升——公司信息更新报告-20251030

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 王嘉懿（分析师）证书编号：S0790525060004

2025Q3 实现归母净利润 3.59 亿元，同环比高增

公司发布 2025 年三季报。前三季度公司实现营业收入 98.34 亿元，同比+10.53%；实现归母净利润 6.86 亿元，同比+53.55%。其中，单 Q3 公司实现营业收入 35.79 亿元，同比+1.15%，环比-13.83%；实现归母净利润 3.59 亿元，同比+41.53%，环比+36.75%。2025Q3 公司毛利率 27.76%，环比+0.34pcts；净利率 10.23%，环比+3.56pcts。公司传统主业经营扎实，控费能力提升；充电网业务有望持续贡献利润弹性，我们维持原有盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 12.46、16.10、20.40 亿元，当前股价对应 PE 分别为 25.2、19.5、15.4 倍，维持“买入”评级。

公司稳步推进传统主业出海，充电网业务有望持续贡献利润弹性

(1) 2025 年以来公司稳步推进传统主业出海。上半年海外业务实现合同额约 10 亿元，较 2024 年同期增长 84%。2025 以来，公司成功中标 7 亿元沙特国家电网高压移动式变电站项目；先后中标沙特拉比格二期光伏项目、比亚迪印尼工厂 150kV 变电站项目，莫罗瓦利格林美工业园 150kV 变电站项目、博茨瓦纳朱瓦能 100MW 光伏项目、乌兹别克斯坦 ACWA1.5GW 风电项目等众多海外项目。此外，公司已在阿联酋设立子公司，负责中东乃至周边地区的海外业务拓展，并同步启动青岛前湾保税港区智能制造海外总部基地建设，进一步提升公司海外项目的交付能力和效率，增强公司海外市场竞争力。(2) 公司充电网业务上半年同比已实现扭亏为盈，有望继续保持盈利态势。在充电网技术体系支撑下，公司业务覆盖充电设备制造、充电运营以及能源、数据等增值服务全链条，真正实现充电网价值体系的闭环。

风险提示：充电桩运营盈利能力不及预期，充电桩行业竞争加剧。

【地产建筑：招商积余(001914.SZ)】营收利润双位数增长，市拓规模同比提升——公司信息更新报告-20251030

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

营收利润双位数增长，市拓规模同比提升，维持“买入”评级

招商积余发布 2025 年三季报，公司三季度营收利润双位数增长，新拓规模同比提升。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 9.19、10.81、12.22 亿元，EPS 分别为 0.87、1.02、1.15 元，当前股价对应 PE 为 13.2、11.2、9.9 倍，伴随业务结构调整及降本增效措施，盈利能力底部回升趋势明显，未来业绩有望持续释放，

维持“买入”评级。

收入利润保持增长，毛利率同比改善

公司 2025 年前三季度实现营收 139.42 亿元，同比+14.65%；实现归母净利润 6.86 亿元，同比+10.71%，归母扣非净利润同比+12.97%；实现经营性净现金流-12.1 亿元，毛利率和净利率分别为 11.55%和 4.97%，同比分别+0.25pct 和-0.30pct。公司三季度实现收入和归母净利润同比分别+11.89%、+14.96%。

市拓规模保持增长，市场化拓展能力较强

公司坚持多元赛道布局，截至 2025 年三季度末，公司在管物业项目 2410 个，同比+7.0%；管理面积 3.67 亿平，同比-8.5%。公司前三季度物管新签合同额 30.23 亿元，同比+3.9%，市拓规模保持增长；其中市场化拓展项目新签合同额 27.81 亿元，占比 92%，市场化住宅业态新签年度合同额同比增长 38%。公司重点发力空间运营、美居服务及企业综合服务等高附加值板块，空间资源坪效同比提升 24%，房产经纪营收同比提升 79%，到家服务第三季度平台客单价环比提升 46%，复购率 23%。

集中商业运营稳健，自持物业出租率稳定

截至 2025 年三季度末，公司在管商业项目 72 个，管理面积 397 万方，其中自持项目 3 个，受托管理招商蛇口项目 60 个，第三方品牌输出项目 9 个；三季度在管项目集中商业实现客流同比提升超 20%，销售额同比提升约 15%。公司截至三季度末持有物业总体出租率为 94%，同比基本持平。

风险提示：第三方项目拓展放缓、关联公司经营不及预期、房地产销售下行。

【电力设备与新能源：富特科技(301607.SZ)】规模效应下利润释放，国内外均处向上周期——公司信息更新报告-20251030

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 王嘉懿（分析师）证书编号：S0790525060004

2025Q3 实现归母净利 0.70 亿元，业绩超预期

公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度，公司实现营业收入 25.59 亿元，同比+116.31%；实现归母净利润 1.37 亿元，同比+65.94%。单 Q3 实现营业收入 10.85 亿元，环比+12.05%，同比+108.27%；实现归母净利润 0.70 亿元，环比+48.09%，同比+186.93%。2025Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别 1.11%/2.56%/6.74%/0.27%，环比分别-0.25/-0.52/+0.29/-0.38pcts。三季度公司营收规模环比有所提升，且费用管控得当，规模效应下利润释放。公司是国内车载电源头部供应商，国内外均处向上周期，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.32、3.20、4.06 亿元（原为 1.55、1.99、2.44 亿元），当前股价对应 PE 分别为 29.9、21.7、17.1 倍，维持“买入”评级。

2025 年以来公司国内车载电源市占率明显提升

根据 NE 时代数据，2024 年公司在国内车载 OBC 市场的份额仅 5.6%，2025H1 份额上升至 8.3%，8 月单月份额继续提升至 12.0%。2025 年以来公司国内车载电源市占率明显提升。公司国内客户包括广汽、蔚来、小米、零跑、小鹏、长安等优质厂商，配套车型涵盖蔚来 ES/ET 系列、乐道、萤火虫，小米 SU7/YU7，以及广汽埃安系列等。国内配套车型放量带动公司市占率显著提升。

受益于欧洲电动化趋势，境外营收占比显著提升

公司于 2021 年与雷诺达成项目合作，自 2024 年起逐步实现量产。2024 年公司境外业务收入占比约 6.8%；进入 2025H1，随着量产趋于稳定，境外业务收入占比提升至 17%以上，公司国际化战略逐步取得成效。此外，其他已定点的海外客户项目也在有序推进中。

风险提示：行业竞争加剧、配套车型销量不及预期。

【家电：安克创新(300866.SZ)】2025Q3 外部扰动下收入表现稳健，安防及扫地机持续高增，毛利率超预期提升——公司信息更新报告-20251030

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 林文隆（分析师）证书编号：S0790524070004

2025Q3 收入及毛利率稳健，看好长期经营能力，维持“买入”评级

2025Q3 营收 81.5 亿元(同比+19.9%,下同),归母净利润 7.7 亿元(+27.8%),扣非归母净利润 5.2 亿元(-2.9%),归母利润增速较高主要系公允价值变动收益较大幅度增加,单季度毛利率仍稳健。考虑非经常损益增加,我们上调盈利预测,预计 2025-2027 年归母净利润 26.64/32.3/40.7 亿元(原值为 26.09/31.58/37.99 亿元),对应 EPS 为 4.97/6.02/7.59 元,当前股价对应 PE 为 22.7/18.7/14.9 倍,长期仍看好产品和渠道加持下收入稳健增长以及盈利能力稳定,维持“买入”评级。

2025Q3 充电储能增速受召回+高基数等阶段扰动,安防/扫地机持续高增

分区域,2025Q1-Q3 境内/境外营收同比分别+22%/+28%(H1 境内/境外营收同比分别+19.5%/+33.9%)。分渠道,2025Q1-Q3 线上和线下营收同比分别+25%/+34%。单季度趋势上看,2025Q3 线上/线下营收同比分别+20%/+20%(2025Q2 同比分别+26%/+40%)。分产品,我们预计 2025Q3 智能安防/扫地机/音频三大品类增速延续 2025H1 趋势;充电储能业务营收增速 10~20%(增速环比放缓),主要系召回事件切换供应商影响供货节奏从而影响收入+储能业务同期高基数(2024 年自然灾害频发)+阳台储能新品销售错期等因素阶段性扰动所致。展望后续,伴随召回事件影响走弱+储能及小充新品逐步放量(近期小充推出 45W 配套产品,储能推出 C2000Gen2 产品),我们预计充电储能业务增速有望逐步回升,并且继续看好安防/扫地机持续增长,同时关注新业务落地。

2025Q3 毛利率超预期提升,费用率提升+减值损失增加扰动扣非利润率

2025Q1/Q2/Q3 毛利率分别 43.3%/46.0%/44.6%,同比分别-1.8/+0.7/+1.6pct,单季度毛利率仍超预期稳健,我们预计主要系公司产品结构升级+推新卖贵+海运成本下降等因素所致(2025Q2/Q3CCFI 综合指数同比分别-19%/-39%)。费用端,2025Q3 期间费用率 36.1%(+2.1pct),其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.96/-0.01/+0.36/+0.8pct,单季度财务费用率同比提升或系汇率扰动。综合影响下 2025Q3 归母净利率 9.4%(+0.6pct),扣非归母净利率 6.4%(-1.5pct),归母利润增速高于扣非增速主要系公允价值变动收益大幅度增加(股权投资收益等增加),2025Q3 公允价值变动收益占营收比重同比+3.2pct。长期维度,仍看好公司通过产品结构升级以及全球化供应链布局带动盈利能力维持稳健趋势。

风险提示:欧美需求回落;关税政策风险加剧;新品拓展不及预期等。

【计算机：鼎捷数智(300378.SZ)】收入平稳增长，AI 赋能打开长期天花板——公司信息更新报告-20251030

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

智能制造领军厂商，维持“买入”评级

考虑到大陆地区中小企业景气度阶段性承压,我们小幅下调原有盈利预测,预计 2025-2027 年归母净利润为 1.71、2.06、2.58(原值为 2.01、2.40、2.89)亿元,EPS 为 0.63、0.76、0.95(原值为 0.74、0.88、1.07)元/股,当前股价对应 PE 为 81.6、67.7、54.0 倍,公司是国内领先的智能制造整合规划方案服务提供商,有望持续受益下游景气复苏和出海机遇,AI 打开成长空间,维持“买入”评级。

事件:公司发布 2025 三季报

2025 年前三季度,公司实现营业收入 16.14 亿元,同比增长 2.63%;归母净利润 5108.88 万元,同比增长 2.40%;经营活动现金流量净额达 3552.89 万元,同比高增 117.85%,经营性现金流大幅改善。

工业软件稳健成长,东南亚出海表现亮眼

研发设计类收入 0.91 亿元，同比增长 7.39%，公司 PLM+AI 产品持续落地，PLM 产品伙伴方案逐步实现规模化销售；数字化管理类收入 8.77 亿元，同比增长 2.88%；生产控制类收入 2.47 亿元，同比增长 13.28%；AIoT 类收入 3.90 亿元，同比下降 3.50%，主要系公司聚焦高毛利率的设备云工业 APP 产品，主动优化业务结构。分地区来看，中国大陆地区实现营收 7.34 亿元；非中国大陆地区实现营收 8.80 亿元，同比增长 5.06%，其中东南亚地区营收金额持续保持高增长。

AI 深度融合工业软件，AI 应用矩阵持续丰富

公司加强 AI 技术与工业软件产品矩阵的融合适配和场景创新，已在 ERP、PLM、BI 等系统中加入 AI 应用场景，并在中国大陆地区完成数家 AI 智能套件的 Beta 版本验证与落地部署。同时公司持续推进鼎捷雅典娜数智原生底座的迭代及 AI 智能体应用的场景延伸，在供应链协同、财务核算、库存管理、工厂智能化等关键领域，研发多款场景化 AI 智能体产品，进一步丰富 AI 业务应用矩阵，未来业绩放量值得期待。

风险提示：下游投资不及预期；AI 产品落地不及预期；公司研发不及预期。

【传媒：恺英网络(002517.SZ)】Q3 业绩高增，新游及传奇盒子共驱持续成长——公司信息更新报告-20251030

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

Q3 业绩亮眼，新游戏上线及传奇盒子共驱成长，维持“买入”评级

公司 2025Q1-3 实现营收 40.75 亿元（同比+3.75%），归母净利润 15.83 亿元（同比+23.70%），扣非归母净利润 15.20 亿元（同比+18.65%）。单 Q3 营收 14.97 亿元（同比+9.1%、环比+22.2%），归母净利润 6.33 亿元（同比+34.51%、环比+46.66%）。2025Q1-3 毛利率为 83.0%（同比+0.8pct），净利率为 38.9%（同比+6.3pct），盈利能力提升主要得益于销售费率同比-3.9pct 以及政府补助增加。我们认为销售费率同比下降或系传奇盒子收入占比提升及推广效率增加。截至 Q3 末，公司合同负债达 3.5 亿元（同比+106%、环比+70%），或反映传奇盒子业务增量未完全兑现，Q4 有望延续高增。我们看好新游戏上线及传奇盒子共驱成长，维持 2025 年并上调 2026-2027 年归母净利润预测至 21.67/27.88/32.82（前值 24.01/26.49）亿元，当前股价对应 PE 为 24.6/19.2/16.3 倍，维持“买入”评级。

传奇盒子汇集优质垂类内容，正向飞轮初启，商业化推进或持续贡献增量

截至 2024H1，传奇游戏中国市场累计流水达 3713 亿元，传奇 IP 市场空间广阔。公司旗下传奇盒子获官方独家授权，为玩家提供正版游戏入口及语音、玩家社区等全面配套服务，继 Q3 吸引三九互娱等三家“传奇”大厂入驻后，9 月超 25 款精品游戏陆续入驻，10 月再与顺网科技、顺玩网络达成共建传奇、传世品类 PC 游戏社区合作，后续拟引进超百款传奇类游戏。我们认为优质内容入驻为平台带来新增流量，而平台流量提升亦会吸引更多大厂加入。公司推动平台商业化，开发直播、道具交易台、云游戏等功能，围绕 IP 拓展短剧、小说、数藏等新业态，我们看好流量增长、商业化推进带来的 ARPU 提升共同驱动平台业务高速增长。

储备游戏丰富，重磅产品持续测试完善，增长动能强劲

多角色养成手游《仙境传说之约定好的冒险》9 月 25 日起陆续上线微信小游戏及安卓、苹果端，10 月入选微信小游戏畅销榜。三国题材 SLG《三国：天下归心》融入交易系统 MMO 元素，有望差异化竞争打开市场，其于 10 月 21 日启动付费删档测试，有望于 2026 年上线。储备游戏丰富，《斗罗大陆：诛邪传说》《盗墓笔记启程》等重磅产品已完成多轮测试，新游陆续上线或驱动持续成长。

风险提示：储备游戏上线时间或流水不及预期，传奇盒子收入不及预期等。

【电子：深南电路(002916.SZ)】2025Q3 营收和利润均创新高，产能加速释放-20251030

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 刘琦（分析师）证书编号：S0790525020001

2025Q3 营收和利润均创新高，维持“买入”评级

2025 年前三季度公司实现营业收入 167.54 亿元，yoy+28.39%，实现归母净利润 23.26 亿元，yoy+56.30%，利润增速显著高于营收增速。单 Q3，公司实现营收 63.01 亿元，yoy+33.25%，qoq+11.11%；实现归母净利润 9.66 亿元，yoy+92.87%，qoq+11.20%；实现毛利率 31.39%，yoy+6.00pct，qoq+3.80pct；实现净利率 15.35%，yoy+4.76pct，qoq+0.03pct。2025Q3 毛利率同环比均大幅提升，主要受益于 PCB 产品结构的改善以及载板稼动率的提升；2025Q3 净利率同比大幅提升，环比由于研发费用增加、其他收益减少等的影响相对稳定。基于公司 AI 客户导入顺利以及载板需求修复节奏，我们上调 2025、2026、2027 年利润预期，预计 2025-2027 年归母净利润为 34.80/47.04/58.28 亿元（原值为 26.08/32.76/38.49 亿元），EPS 为 5.22/7.06/8.74 元，当前股价对应 PE 为 43.6/32.3/26.1 倍，维持“买入”评级。

PCB 业务结构持续调整；载板在存储等需求带动的背景上利润率改善明显

PCB 业务方面，AI 算力投资带动了 AI 服务器及相关配套产品的需求增长，公司 AI 加速卡、高速交换机、光模块等产品需求释放，带动订单同比取得显著增长；载板方面，存储市场快速成长，客户订单饱满，公司得益于前期导入并量产了关键客户新一代高端 DRAM 产品项目，需求攀升，工厂产能利用率环比明显提升，进而显著提高了载板业务利润率。

积极进行高端产能扩充，加快产能释放速度，

在现有工厂进行技改突破产能瓶颈的基础上，公司也积极进行新项目的建设，公司新建工厂包括南通四期及泰国工厂，泰国工厂目前已连线试生产，南通四期预计在 2025 年四季度连线；无锡新地块也是为了做 PCB 业务算力相关产品的储备，未来将分期进行建设。

风险提示：下游需求不景气；竞争加剧影响盈利能力；客户导入节奏不及预期。

【传媒：巨人网络(002558.SZ)】《超自然行动组》致 Q3 业绩高增，后续增长动能强劲——公司信息更新报告-20251030

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

《超自然行动组》及储备新游或驱动公司业绩持续高增，维持“买入”评级

2025Q1-3 公司实现营收 33.68 亿元（同比+51.84%），归母净利润 14.17 亿元（同比+32.31%），扣非后归母净利润 14.84 亿元（同比+16.50%），其中 Q3 营收 17.06 亿元（同比+115.6%、环比+81.8%），归母净利润 6.40 亿元（同比+81.2%，环比+49.1%），业绩高增主要系《超自然行动组》表现亮眼。2025Q1-3 毛利率 90.6%（同比+1.7pct），净利率 42.5%（同比-6.1pct），净利率下滑主要系新游投放使销售费率同比+4.3pct。截至 Q3 末，公司合同负债达 13.33 亿元（同比+172%、环比+50%），我们认为其或反映《超自然行动组》收入确认周期延长，递延收入 Q4 释放有望驱动业绩增长加速。我们看好《超自然行动组》持续突破及储备游戏上线驱动公司业绩增长，上调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 24.15/37.72/46.07 亿元（前值 22.93/31.81/37.29 亿元），当前股价对应 PE 分别为 30.4/19.5/15.9 倍，维持“买入”评级。

大 DAU 赛道积累深厚，《超自然行动组》持续突破

《球球大作战》于 2015 年公测，次年 DAU 破千万，作为上线超 10 年产品，2025 年其单月流水创五年新高，并通过小游戏拓展用户圈层，2025H1 累计新进超 1100 万用户，8 月十周年庆典拉动内地 iOS 游戏畅销榜排名最高达第 37。我们认为《球球大作战》《太空杀》等的成功验证公司在大 DAU 赛道的能力积累。《超自然行动组》作为又一大 DAU 力作，2025 年 6/8 月 MAU 分别达 386/795 万（QuestMobile 数据），玩家规模持续上升。据七麦数据，8 月 17 日首款幻梦级时装上线拉动《超自然行动组》内地 iOS 游戏畅销榜排名升至第 4，虽然 9 月下旬系列活动为国庆预热，但 9 月游戏畅销榜排名均值仍为 17，反映扎实的玩家基本盘，10 月国庆档排名最高达第 9，我们看好内容更新推动游戏玩家规模及 ARPU 持续提升。

《名将杀》具大 DAU 潜力，《五千年》持续打磨，业绩增长动力充足

《名将杀》联合“杀牌”类玩法创始人设计游戏规则，创新地融入身份推理玩法，策略深度上限高，并设置多种玩法模式满足不同玩家需求，TapTap 评分高达 9，游戏有望于 2026H1 上线。公司持续打磨赛季制 SLG《五千年》，逐步重塑角色立绘，2025 年启动超 6 轮测试，储备游戏陆续上线或驱动业绩持续高增。

风险提示：游戏流水不及预期；新游上线时间不及预期等。

【传媒：顺网科技(300113.SZ)】Q3 净利润延续高增，算力云或开启商业化——公司信息更新报告-20251030

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

Q3 盈利能力大幅提升，广告高景气或延续，云业务启航，维持“买入”评级

2025Q1-3 公司实现营收 15.09 亿元（同比+8.04%），归母净利润 3.24 亿元（同比+52.59%），扣非后归母净利润 2.91 亿元（同比+39.56%），其中 Q3 实现营收 4.98 亿元（同比-15.4%，环比+15.3%），归母净利润 1.62 亿元（同比+39.0%，环比+84.3%），扣非后归母净利润 1.51 亿元（同比+28.3%，环比+97.8%），业绩保持高速增长。2025Q1-3 毛利率 45.3%，同比+3.6pct，期间费用率 21.1%，同比-1.3pct，净利率 23.1%，同比+6.3pct。单 Q3 毛利率 58.5%，同比+15.3pct，环比+12.4pct。我们认为盈利能力显著提升或受益于业务结构改善，这或系 Q3 营收同比承压原因。我们看好电竞场域流量提升支撑广告延续高增，云业务或将开启商业化，维持预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.68/4.90/6.27 亿元，当前股价对应 PE 分别为 43.7/32.9/25.7 倍，维持“买入”评级。

端游大作陆续上线及双端化产业趋势拉动电竞场域流量，广告业务持续收益

暑期档多款产品发力，双端产品持续贡献，据游戏工委，2025Q3 国内端游市场收入达 202.90 亿元（环比+16%，同比+20%），端游景气度提升。《三角洲行动》7 月平均 DAU 破 2000 万，9 月 DAU 破 3000 万，DAU 高增；《梦幻西游》端游 7-9 月连续三个月同时在线人数创新高，9 月最高超 315 万人；10 月主机游戏《逃离鸭科夫》上线两周销量超 200 万份，同时在线人数最高破 30 万；端游多点开花。后续待上线端游大作众多（《生化危机 9》等），同时以 10 月 30 日为例，TapTap 安卓预约榜前 10 中 9 款为双端游戏，我们看好新老游戏共驱端游景气提升，带动线下电竞场域流量及游戏厂商对电竞场域广告投放增加，驱动公司广告增长。

消费级云算力需求旺盛，公司凭算力基建及服务经验，或成核心受益方

据 IDC，2025H1 中国云终端市场出货量达到 257.6 万台，同比+54.9%。销售额 50.6 亿人民币，同比+74.5%，其中家用消费市场出货量同比增长超 300%，市占率提升至 68%。公司云服务资源及经验丰富，截至 2023 年底，已落地 300 多个算力云边缘机房，覆盖一至五线城市，为超过 50 万终端提供服务。Q3 公司公告拟发力云业务，我们看好云游戏及 AI 端侧推理推动消费级云算力需求高增，公司算力业务有望开启商业化贡献业绩增量。

风险提示：电竞服务需求复苏不及预期；游戏流水下滑；算力业务不及预期。

【地产建筑：我爱我家(000560.SZ)】归母净利润同比大幅增长，GTV 水平稳健提升——公司信息更新报告-20251030

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

归母净利润同比大幅增长，GTV 水平稳健提升，维持“增持”评级

我爱我家发布 2025 年三季度报告，公司降本增效效果明显，GTV 水平稳健提升，归母净利润同比大幅增长，业绩增速有所修复。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.6、2.7、3.2 亿元，EPS 分别为 0.07、0.11、0.14 元，当前股价对应 PE 估值分别为 42.4、25.3、21.0 倍，公司通过业务调整迅速实现净利润大幅增长，财务状况整体良好，维持“增持”评级。

归母净利润同比大幅增长，毛利率水平有所提升

2025 年 1-9 月，公司实现营业收入 81.65 亿元，同比下降 6.81%；实现归母净利润 0.42 亿元，同比增长 398.75%；实现扣非归母净利润 0.54 亿元，同比增长 173.96%。2025 年三季度单季度，公司实现营业收入 25.07 亿元，同比下降 14.94%，实现归母净利润 0.04 亿元，同比增长 118.81%，实现扣非归母净利润 0.04 亿元，同比增长 114.66%。公司前三季度营业收入同比下降主要系资产管理业务推出的新产品“相寓优选”采用“净额法”确认收入，归母净利润相较 2024 年同期取得大幅度增长，主要源于经纪业务成交量的提升以及相关运营成本的下降。2025 年 1-9 月，公司实现毛利率、净利率分别为 9.08%、0.64%，同比分别+1.72pct、+0.53pct。

经纪业务规模稳健增长，GTV 水平稳健提升

2025 年 1-9 月，公司经纪业务和新房业务仍然保持稳健的增长，资产管理业务房屋管理规模持续提升。经纪业务二手房成交量达到 54626 套，同比增长 5.6%，新房业务成交量达到 8150 套，同比增长 0.4%，资产管理业务在管房源规模达到 33 万套，相较年初增长 8.9%，各项业务增长高于市场平均水平，公司市占率仍继续稳步提升。2025 年 1-9 月，公司累计实现住房总交易金额（GTV）为 1962 亿元，同比+5.2%，其中经纪业务、资产管理业务、新房业务分别为 1,566 亿元、137 亿元、259 亿元，同比分别+5.1%、-3.5%、+9.3%。

风险提示：行业销售规模不及预期，相寓业务扩张不及预期。

【化工：圣泉集团(605589.SH)】Q3 业绩同比增长，高频高速树脂量价齐升，合成树脂、生物质产品运营稳健——公司信息更新报告-20251030

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

Q3 归母净利润同比增长、环比承压，先进电子材料及电池材料量价齐升

公司发布 2025 年三季报，前三季度实现营收 80.72 亿元，同比+12.9%；归母净利润 7.6 亿元，同比+30.8%；扣非净利润 7.34 亿元，同比+34.1%。其中 Q3 实现营收 27.22 亿元，同比+7.8%、环比-5.9%；归母净利润 2.59 亿元，同比+3.7%、环比-12.1%；扣非净利润 2.53 亿元，同比+10.4%、环比-12.7%，预计 Q3 先进电子材料及电池材料、合成树脂类环比量价齐跌造成业绩承压。我们下调 2025 年、维持 2026-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.76（-1.13）、13.86、16.59 亿元，EPS 分别为 1.27、1.64、1.96 元/股，当前股价对应 PE 为 23.9、18.6、15.5 倍。我们看好公司依靠产业链优势协同进行技术研发和市场拓展，逐步成为全球领先的生物质和化学新材料解决方案提供商，维持“买入”评级。

前三季度先进电子材料及电池材料量价齐升，盈利能力小幅提升

（1）分业务看：2025 前三季度，随着 AI 服务器需求持续放量和新能源电池材料渗透率提升，公司先进电子材料和电池材料需求增长明显，前三季度销量 6.11 万吨，同比+19.01%；销售收入 12.37 亿元，同比+32.23%。公司合成树脂产业保持韧性，通过开发新应用、迭代产品，市场份额稳步扩大，前三季度销量 58.87 万吨，同比+13.90%；销售收入 40.96 亿元，同比+4.64%。生物质产品前三季度销量 17.18 万吨，同比+30.17%；销售收入 6.60 亿元，同比+25.22%。（2）盈利能力：2025 年前三季度公司销售毛利率、净利率分别为 24.86%、9.69%，同比分别+1.71、+1.38pcts，相较 2024 年报分别+1.25、+0.8pcts。2025Q3 销售毛利率、净利率分别为 24.95%、9.58%，环比分别-0.45、-0.97pcts。我们认为，公司“化工新材料+生物质材料”双主业运营稳健，项目布局丰富，未来成长动力充足。

风险提示：产品价格波动、产能建设及客户验证不及预期、技术迭代等。

【化工：安利股份(300218.SZ)】Q3 业绩承压，看好鞋材大客户份额提升及新产品、新需求放量——公司信息更新报告-20251030

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 蒋跨越（分析师）证书编号：S0790523120001

看好公司鞋材大客户份额提升及新产品、新需求放量，维持“买入”评级

公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度实现营收 16.79 亿元，同比-6.84%，实现归母净利润 1.21 亿元，同比-19.22%。其中，2025Q3 公司实现营收 5.79 亿元，同比-14.24%，环比+6.40%，实现归母净利润 0.28 亿元，同比-51.38%，环比-39.94%。由于公司员工持股计划计提股份支付费用影响当期利润且鞋材、沙发家居等传统需求仍待复苏，我们下调公司 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 1.78（-0.98）、2.37（-1.10）、2.88（-1.19）亿元，EPS 为 0.82（-0.45）、1.09（-0.51）、1.33（-0.55）元，当前股价对应 PE 为 20.6、15.5、12.7 倍。我们看好公司作为 PU 革行业龙头，有望充分受益于鞋材大客户份额提升以及新能源汽车、电子产品、半导体材料等新需求持续放量，维持“买入”评级。

计提股份支付费用及鞋材、沙发家居等传统需求疲软，拖累 Q3 业绩

据公司公告，公司 Q3 业绩环比承压主要原因在于：（1）公司因实施第 4 期员工持股计划，第三季度计提股份支付费用 1,523.10 万元，对当期利润产生一定影响。（2）受外部环境复杂多变，美国关税政策频繁调整，客户谨慎观望且延迟下单等因素叠加影响，公司第三季度产销量同比、环比下降，进而导致营收下降。其中，功能鞋材品类受市场需求不足和体育运动品牌去库存影响，客户订单存在分化、有增有减，总体收入有所下降；沙发家居品类受外部环境影响，订单下降。

鞋材大客户份额有望持续提升，新能源汽车、电子产品等新需求不断放量

尽管受传统需求疲软影响，公司营收同比下滑，但公司客户和产品结构优化，主营产品销售单价同比增长 5.57%。鞋材方面，公司在耐克、阿迪达斯、NewBalance 等大客户采购份额仍有较大提升空间。同时，公司发力汽车内饰、电子产品两大新兴品类，未来有望加速放量。另外，公司积极发展医疗健康领域，目前有部分产品处于开发及量产阶段。公司半导体材料订单也开始量产交付，具身智能相关材料目前也处于初期开发与探索阶段，未来有望为公司贡献重要业绩增量。

风险提示：下游需求不及预期、原材料价格大幅波动、能源成本大幅波动等。

【化工：亚钾国际(000893.SZ)】钾肥量利齐升助力 Q3 业绩延续增长，有序推进钾肥及溴素扩产——公司信息更新报告-20251030

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

钾肥量利齐升助力业绩高增，钾肥及非钾业务新建产能有序推进

公司发布 2025 年三季报，前三季度实现营收 38.67 亿元，同比+55.8%；归母净利润 13.63 亿元，同比+163%；扣非净利润 13.62 亿元，同比+164.6%。其中 Q3 实现营收 13.45 亿元，同比+71.4%、环比+2.7%；归母净利润 5.08 亿元，同比+104.7%、环比+8.0%；扣非净利润 5.06 亿元，同比+105%、环比+7.2%，钾肥量价齐升助力公司业绩高增，符合预期。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 18.22、24.08、29.26 亿元，EPS 分别为 1.97、2.61、3.17 元/股，当前股价对应 PE 为 22.4、16.9、13.9 倍。我们看好公司持续低成本扩张钾肥产能，开拓非钾业务，朝“世界级钾肥供应商”的战略目标稳步迈进，维持“买入”评级。

盈利能力延续提升，顺利推进钾肥及非钾业务新建产能，成长动力充足

（1）钾肥产销：2025 年 1-9 月，公司氯化钾产量 149.86 万吨（同比+13.2%），销量 152.43 万吨（同比+22.8%），营收 38.67 亿元（同比+55.8%），毛利率 58.9%（同比+9.8pcts），我们测算均价 2,537 元/吨（同比+26.9%）。2025Q3 氯化钾产量 48.45 万吨（同比+1.2%、环比-4.6%），销量 47.89 万吨（同比+25.9%、环比-7.4%）。（2）盈利能力：2025 年前三季度公司销售毛利率、净利率为 58.91%、35.21%，同比分别+9.79、+15.26pcts，相较 2024 年报分别+9.44、+9.44pcts。2025Q3 销售毛利率、净利率为 61.55%、37.81%，环比分别+0.92、+1.81pcts。（3）项目建设：根据亚钾国际公众号，目前第二个 100 万吨/年钾肥项目 3#主斜井已贯通，第三个 100 万吨/年钾肥项目斜坡道、主斜井及两条风井已贯通，公司全力推进第二个、第三个百万吨钾肥项目后期建设工作，为投产放量做准备。此

外，公司参股的亚洲溴业 5 万吨/年溴素扩建项目已具备投产条件。我们看好公司有序推进钾肥产能扩张和非钾业务，进一步带动成本优化，成长动力充足。

风险提示：经营环境、政策变化，项目建设及投产运营风险，管理层变化等。

【食品饮料：立高食品(300973.SZ)】KA 延续增长势头，控费力保利润较快增长——公司信息更新报告-20251030

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方勇（分析师）证书编号：S0790520100003

2025Q3 收入稳定增长

2025Q1-Q3 收入 31.5 亿元，同比增 15.73%，扣非前后归母净利润 2.48、2.42 亿元，同比增 22.03%、26.63%。剔除股份支付影响后，归母净利润同比增 19.23%。2025Q3 收入 10.75 亿元，同比增 14.82%，扣非前后归母净利润 0.77、0.76 亿元，同比增 13.63%、增 14.17%。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 3.21、4.06、4.82 亿元，对应 2025-2027 年 EPS1.89/2.40/2.85 元，当前股价对应 2025-2027 年 21.5/17.0/14.3 倍 PE，冷冻烘焙前景可期，维持“增持”评级。

KA 渠道冷冻烘焙、流通渠道奶油增长较好

分业务板块看，2025Q1-Q3 冷冻烘焙收入同比增近 10%，冷冻烘焙收入增速较 2025H1 改善；奶油、酱料等烘焙原料业务收入同比增约 24%，其中稀奶油、连锁客户酱料需求增长较好。分渠道来看，流通渠道收入同比持平，奶油增长抵消流通渠道冷冻烘焙下滑影响；KA 商超同比增约 30%，主因 KA 商超新品表现较好；餐饮、茶饮等新零售渠道同比增约 40%，主因渠道景气度较好，公司积极开拓新零售客户。

成本压力下毛利率同比下降，控费效果较好

2025Q3 归母净利率同比-0.08pct，其中公司毛利率同比-2.40pct，预计主因烘焙油脂等原料价格上涨影响。销售、管理、研发、财务费用率分别同比-1.00、-1.54、-0.06、-0.11pct，公司延续控费趋势，整体费用率有所下降。当前烘焙油脂价格持续维持高位，对盈利能力构成压力，中长期看有望得到改善。

聚焦优质单品和核心客户，延续提效降费

当前公司继续聚焦核心渠道和核心单品，加快 KA 客户新品开发和奶油大单品增长。公司在保证收入较快增长的前提下，持续完善产线管理、优化控费机制、规模集采提升等多方举措持续提效降费，聚焦资源对接核心客户，保证在成本相对高企的环境下实现利润平稳增长。

风险提示：竞争加剧风险、原料上涨风险、大客户依赖风险、食品安全风险。

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 2025 年中报，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 4.79%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。

²根据盐湖股份 2025 年中报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股子公司陕西煤业股份有限公司持有盐湖股份 5.03%的股份。尽管开源证券与陕西煤业股份有限公司均属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对陕西煤业股份有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与盐湖股份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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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