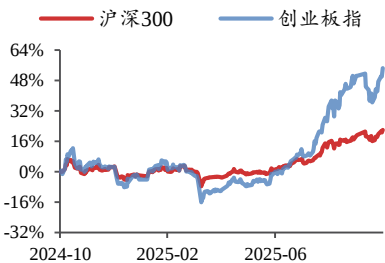


2025 年 10 月 30 日

开源晨会 1030

——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(%)
电力设备	4.792
有色金属	4.285
非银金融	2.082
基础化工	1.526
钢铁	1.256

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-1.983
综合	-0.563
食品饮料	-0.560
纺织服饰	-0.236
轻工制造	-0.219

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，11 月推荐——投资策略专题-20251029

行业公司

【通信】AI 全面加速：Celestica 上调指引，微软与 OpenAI 深入合作，GTC 大会亮眼——行业点评报告-20251029

【化工】“反内卷”为盾，需求为矛，化工有望迎来新一轮景气周期——化工行业 2026 年度投资策略-20251029

【机械】特斯拉首次公开明确 Optimus 量产时间点，2026 年 Q1 前 V3 有望亮相——行业点评报告-20251028

【家电：华宝新能(301327.SZ)】2025Q3 业绩受关税影响，关注 2026 年产能落地+新品放量后的盈利修复——公司信息更新报告-20251029

【商贸零售：爱美客(300896.SZ)】2025Q3 业绩承压，内生+外延布局期待业绩回暖——公司信息更新报告-20251029

【地产建筑：南都物业(603506.SH)】扣非利润保持稳定，加大力度推进机器人生态布局——公司信息更新报告-20251029

【食品饮料：百润股份(002568.SZ)】Q3 收入重回正增长，费投影响利润增速——公司信息更新报告-20251029

【食品饮料：海天味业(603288.SH)】收入利润稳健增长，逆境龙头优势明显——公司信息更新报告-20251029

【通信：奥飞数据(300738.SZ)】盈利能力显著提升，持续拓展 IDC、算力及光伏业务——公司信息更新报告-20251029

【医药：英科医疗(300677.SZ)】海外产能或投产在即，重回美国市场有望利润高增——公司信息更新报告-20251029

【非银金融：中国平安(601318.SH)】增配权益带动业绩超预期，NBV 增速进一步扩张——中国平安 2025 年 3 季报点评-20251029

【电子：沪电股份(002463.SZ)】2025Q3 利润创新高，高端产能持续释放中-20251029

【计算机：致远互联(688369.SH)】AI 关联合同过亿，AI 成为增长新引擎——公司信息更新报告-20251029

【食品饮料：嘉必优(688089.SH)】国际发货放缓、检修影响 Q3 表现，主业成长仍可期——公司信息更新报告-20251029

【传媒：吉比特(603444.SH)】出海及新游或持续驱动业绩高增长——公司信息更新报告-20251029

【煤炭开采：昊华能源(601101.SH)】Q3 业绩受产量下滑影响，关注 Q4 产量修复与化工扭亏——公司信息更新报告-20251029

研报摘要

总量研究

【策略】开源金股，11月推荐——投资策略专题-20251029

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 耿驰政（联系人）证书编号：S0790125050007

策略：双轮驱动下，科技为先

坚定牛市信心，双轮驱动下，科技为先，PPI 交易为辅：AI+以及自主可控科技+反内卷&PPI 扩散方向+稳定型红利+黄金&军工。

金融工程：基于行业轮动模型的 11 月行业多头

基于行业动力学模型，11 月行业组合为：社会服务，非银金融，石油石化，公用事业，轻工制造，纺织服饰，交通运输，商贸零售，钢铁，医药生物。

计算机：卓易信息（688258.SH）

推公司固件和 IDE 业务基本盘稳固，AI+IDE 未来商业化前景值得期待，第三季度利利润大幅上升。

传媒：哔哩哔哩-w（9626.HK）

2025 年第二季度平台活跃用户数及用户粘性持续提升。公司储备游戏众多，新品上线及热游出海有望拉动游戏业务增长。

公用事业：华明装备（002270.SZ）

海外业务增速显著，带动整体业绩稳健增长。

机械：震裕科技（300953.SZ）

（1）丝杠：公司丝杠进展迅速，受益机器人量产。（2）执行器：丝杠、电机技术领先，并有望延展至减速器等领域，具备执行器整体解决方案的底层能力。

电子：珠海冠宇（688772.SH）

公司积极投入研发并在消费和动力类业务中提高市场份额。

通信：新易盛（300502.SZ）

全球光模块领军企业，持续提升高速率光模块市场占有率，新产品研发和市场拓展工作持续取得进展。

汽车：江淮汽车（600418.SH）

新能源车销量同比大幅增长，与华为有望开展后续合作推出跟多车型。

非银金融：中金公司（3908.HK）

A 股和港股持续景气背景下，公司境内和海外投行业务收入有望高增，资本金业务需求旺盛或驱动投资收益高增。

海外：阿里巴巴-w（9988.HK）

积极投入 AI 基础设施建设并计划追加更多投入有望驱动云业务增长提速，淘天

短期加大闪购投入，用户流量增长显著及电商技术服务费贡献收入增量。

食品饮料：西麦食品（002956.SZ）

公司持续聚焦燕麦品类发展，通过产品结构调整和品类创新带动燕麦主业保持高增，年内原料价格回落，成本红利凸显，利润弹性较大。

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。

行业公司

【通信】AI 全面加速：Celestica 上调指引，微软与 OpenAI 深入合作，GTC 大会亮眼——行业点评报告-20251029

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003

Celestica 三季度业绩超预期，再次上调业绩指引

2025 年 10 月 28 日，据天弘科技 Celestica 公告，2025Q3，公司实现营收 31.9 亿美元，同比增长 28%，超公司指引上限，实现调整营业利润率 7.6%，同比提升 0.8 个百分点。公司 GAAP 每股收益达 2.31 美元，调整后每股收益 1.58 美元，也均超预期。由于前三季度强劲表现及云计算、AI 服务器等需求持续向好，公司上调 2025 年全年业绩指引，预计实现营收 122 亿美元（原 115.5 亿，上调 6.5 亿美元），预计实现调整营业利润率 7.4%（维持不变）。同时，公司首次发布 2026 年展望，预计实现营收 160 亿美元，预计实现调整营业利润率 7.8%，反映管理层对 AI 基础设施高景气持续性的信心。Celestica 上调指引再次验证海外 AI 产业链高景气度，利好光通信、液冷等海外链。

NVIDIA 全栈 AI 布局加速，微软与 OpenAI 深入合作

美东时间 10 月 28 日周二，NVIDIA CEO 黄仁勋在 GTC 大会发表演讲，会上展示的 Rubin GPU 已完成实验室测试，预计在 2026 年第三或第四季度进入量产阶段，时间大致与现有的 Blackwell Ultra “GB300” Superchip 平台全面量产相当或更早。

Vera Rubin NVL144 平台性能可实现 3.6 Exaflops（FP4 推理）和 1.2 Eflops（FP8 训练），较 GB300 NVL72 提升 3.3 倍；第二代平台 Rubin Ultra NVL576 平台将在 2027 年下半年推出，CPU 架构保持不变，而 GPU 将升级为四颗 Reticle 尺寸核心，性能可实现 15 Exaflops（FP4 推理）和 5 Eflops（FP8 训练），较 GB300 NVL72 提升 14 倍。出货量方面，Blackwell 芯片预计出货 2000 万块并已在亚利桑那州全面生产，基于过去四个季度出货量与实际需求，NVIDIA 预计 Blackwell 和明年推出的 Rubin 芯片将合计带来五个季度 5000 亿美元的 GPU 销售额，有望进一步巩固其在全球 AI 计算供应链的领先地位。

美东时间 10 月 28 日周二，微软与 OpenAI 就合作框架达成协议，OpenAI 购买额外 2500 亿美元的 Azure 服务，微软持有 OpenAI 集团公益公司价值约 1350 亿美元的投资权益，约 27% 的股权。

坚定看好“光、液冷、国产算力”三条核心主线

AI “虹吸效应”显著，全球 AI 或继续共振，我们看好“光、液冷、国产算力”三大核心主线。推荐标的：中际旭创、新易盛、英维克、源杰科技、天孚通信、中兴通讯、盛科通信、欧陆通、光环新网、奥飞数据、新意网集团、紫光股份、广和通、中天科技、亨通光电等。

风险提示：算力芯片放量不及预期、AI 发展不及预期、行业竞争加剧等。

【化工】“反内卷”为盾，需求为矛，化工有望迎来新一轮景气周期——化工行业 2026 年度投资策略-20251029

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 宋梓荣（分析师）证书编号：S0790525070002

供给端：化工资本开支接近尾声，供给格局缓慢修复，“反内卷”推动下修复进度或加快

2020 年下半年-2023 年，化工行业高景气吸引行业资本性开支提速，尤其 2022 年后新产能释放导致结构性供应更加失调。2024 年以来化工行业库存整体上升，目前行业库存仍处于高位。据 Wind 数据，截至 2025 年 8 月，我国化学原料和化学制品制造业库存为 10,165 亿元，同比+2.2%。据 Wind 数据，截至 2025 年 H1，基础化工板块上市公司在建工程共计 3,504 亿元，同比下降 10%；2025 年 1-8 月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维的固定资产投资完成额累计同比分别-5.2%、+9.3%，较 2021-2022 年明显下行。行业资本开支及产能投放周期接近尾声，行业供给格局已在缓慢修复，“反内卷”推动下修复进度或加快。

需求端：国内持续提振内需，贸易冲突背景下中国化工品出口韧性十足

国内：2025 年《政府工作报告》提出，大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。其中实施提振消费专项行动举措包括，安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新等，带动国内需求有望稳步恢复。海外：2023 年中国化工品销售额约 2.24 万亿欧元，占全球化工品销售总额的 43.1%，位居全球第一。2016 年以来，美国、印度对我国发起的原审立案数量居前。2025 年特朗普当选美国总统之后，美国不断对我国产品征收关税。在外部诸多不利因素影响下，我国出口韧性十足。据 Wind 数据，2025 年 9 月，我国出口金额 3,286 亿美元，同比增长 8%，2025 年以来稳步增长；对美国依赖度为 10%，2021 年以来稳步下降。2025 年 1-8 月，我国向东盟、欧盟、印度出口金额同比增加 15%、7%、13%。中国雄厚的制造业基础是我国面对关税谈判中的最强筹码，其中我国化工实力位居世界前列，化工产品出口具有较强竞争力。

对标制冷剂行业，化工行业在“反内卷”推动下有望迎来业绩、估值双重抬升

根据我们统计，截至 2025 年 10 月 24 日，主要化工品价格价差位于 2020 年以来较低水平，但制冷剂产品价格、价差位于景气高位。制冷剂行业作为反内卷先锋，制冷剂行业为反内卷先锋，2024 年行业正式进入配额制，供给被严格限定，但下游空调、汽车需求增长带动其需求增长，行业景气度持续向上，带动板块估值水平持续向上，2024 年制冷剂行业平均动态 PE、PB 均值分别为 44.23、3.59 倍。截至 2025 年 10 月 17 日，基础化工板块 PE、PB 估值分别为 28.10、2.05 倍。未来在“反内卷”政策推动下，行业供需格局持续向好，行业企业盈利向好修复，同时行业估值有望持续抬升，化工行业有望迎来业绩、估值双重抬升。因此，我们认为在“反内卷”浪潮席卷而来的当下，新一轮供给侧改革呼之欲出，化工行业供需格局有望进一步优化，其中化工行业龙头企业有望凭借更加规范的管理体系、更好的能耗控制水平获得更多市场份额，这是化工行业整体的重大拐点。

风险提示：政策执行不及预期，宏观经济下滑超预期，需求下滑超预期；其他风险详见倒数第 2 页标注 1、2。

【机械】特斯拉首次公开明确 Optimus 量产时间点，2026 年 Q1 前 V3 有望亮相——行业点评报告-20251028

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 欧阳蕤（分析师）证书编号：S0790525060002

特斯拉 2026 年规划建成年产 100 万机器人产线，Q1 前 OptimusV3 有望亮相。

特斯拉召开 2025 年 Q3 业绩会，会上明确表示 Optimus 第一代产线正在安装，预期将量产。此次量产规划是首次明确地写在官方文件上。不同于此前电话会几乎不给数量和节奏预期，本次电话会，马斯克对机器人的量产预期和节奏相比之前更加明确且积极：（1）预计在 2026 年 Q1 或之前推出 OptimusV3，V3 非常逼真拟人，证明特斯拉在现实世界 AI 领域取得显著进展。（2）2026 年内搭建好能年产 100 万台 Optimus 的产线。（3）Optimus 中期产量将达到约 1000 万台，远期或达到 5000 万-1 亿台。Optimus 规模化部署后将达到人类生产力的 5 倍。

特斯拉强调供应链垂直整合，离不开具备全球化产能布局能力的中国供应链。

马斯克此前谈到机器人供应链垂直整合情况。目前市面上买不到合适部件，所有机器人执行器都必须从电机、减速箱到电控系统全部自研。此次电话会，马斯克表示一年生产百万台机器人很困难，此前不存在为人形机器人设计的供应链，特斯拉需要进行高度的垂直整合以量产 Optimus。满足符合特斯拉制造能力要求的相关公司有望进入到其垂直整合的机器人供应链体系中，我们认为最关键的是以下三点，商务关系只是其次：（1）具备持续配

合研发和紧跟迭代能力；(2) 具备工程化能力和能确保大规模制造和降本能力；(3) 具备全球化产能建设能力。

灵巧手是核心难点，但灵巧手研发短期阻碍不影响特斯拉产能规划信心

灵巧手一直是特斯拉机器人最核心的难点，此前灵巧手面临电机散热不足、部分零件使用寿命短等问题。根据晚点新闻信息，Optimus 之前的灵巧手使用寿命不超过两个月，覆盖在手指和手掌的柔性电子皮肤会在 Optimus 摸东西时加速磨损，驱动手指的腱绳容易老化断裂。此次电话会，马斯克表示，制造 Optimus 的灵巧手和前臂是艰难的工程挑战，因为控制人类手部的肌肉主要位于前臂，所以 Optimus 前臂部分比其他部分复杂得多，但 V3 灵巧手定将是杰作。我们认为，灵巧手的研发短期面临的问题并没有阻碍特斯拉对机器人量产和产能建设规划的信心，从产业进展来看，我们相信特斯拉已经找到了有效解决问题的途径，突破点在于微型丝杠、微型电机和齿轮箱和驱动之间的匹配。

相关标的和公司：

(1) 关节总成：拓普集团、三花智控、震裕科技、银轮股份；(2) 灵巧手：五洲新春、拓普集团、浙江荣泰、震裕科技、鸣志电器、骏鼎达、恒勃股份；(3) 丝杠：五洲新春、震裕科技；(4) 减速器：隆盛科技、双环传动、(5) 电机：信质集团；(6) 轻量化：唯科科技；(7) 结构件：旭升股份、蓝思科技；(7) 轴承：五洲新春、雷迪克；(8) 手部触觉：日盈电子；(9) 表面保护材料：恒辉安防；(10) 国内机器人：赛力斯、震裕科技、隆盛科技、涛涛车业、兆丰股份。

风险提示：宏观经济波动风险；机器人量产不及预期；供应链发展不及预期

【家电：华宝新能(301327.SZ)】2025Q3 业绩受关税影响，关注 2026 年产能落地+新品放量后的盈利修复——公司信息更新报告-20251029

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

2025Q3 业绩受关税影响，关注产能落地后盈利修复，维持“买入”评级

2025Q3 公司实现营收 13.05 亿元（同比+32%，下同），归母净利润 0.2 亿元（-77%），扣非净利润-0.02 亿元（-103%）。日本市场行业高基数扰动单季度营收表现，利润率受关税影响，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 1.96/5.07/6.66 亿元（原值为 3.84/5.96/7.72 亿元），对应 EPS 为 1.57/4.07/5.34 元，当前股价对应 PE 为 42.6/16.4/12.5 倍，考虑到公司产品推新速度加快且新品具备一定差异化，以及移动家储产品逐步放量，维持“买入”评级。

2025Q3 日本营收表现受行业高基数影响，但核心地区份额仍持续提升

2025Q1-Q3 拆分，欧洲/北美/亚洲（不含中国）营收同比分别+132%/+41%/+16%；独立站/线下渠道营收同比分别+48%/+42%，独立站占营收比例已达到 29%；HomeBackup 家庭备电产品营收突破 2 亿元。2025Q3 拆分，单季度增速环比放缓主要系日本在高基数下同比微降（2024 年 8-11 月份地震刺激需求高增长），欧洲/北美增速延续 H1 的趋势。竞争维度，我们预计公司在美国/日本便携储能市场份额进一步提升。展望后续，考虑到公司新品具备差异化优势（新品定位更便携），看好便携储能份额提升以及移动家储产品逐步贡献增量。

毛利率阶段性受关税影响，销售费用率受促销+新品营销等影响同比提升

毛利率端，2025Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 44.2%/39.9%/37.1%，同比分别-2.3/-6.4/-6.7pct，单季度毛利率降幅扩大主要系旺季促销+关税负面影响扩大+出口退税比例下降等所致。费用端，2025Q1/Q2/Q3 期间费用率分别为 34.8%/37.5%/37.7%，同比分别-4.4/-3.3/+1.6pct，其中 2025Q3 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+1.1/-0.6/-0.4/+1.5pct，财务费用率提升或主要系汇率波动影响，销售费用率增加系促销+新品计提营销费用+仓储费用增加所致。综合影响下 2025Q3 归母净利率 1.5%（-7.2pct）。展望后续，随着内部持续降本、关税负面影响减弱以及新品占比提升，利润率有望迎来边际修复。

风险提示：行业竞争加剧；电芯成本上涨；新品销售不及预期等。

【商贸零售：爱美客(300896.SZ)】2025Q3 业绩承压，内生+外延布局期待业绩回暖——公司信息更新报告-20251029

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 李昕恬（联系人）证书编号：S0790125100021

事件：公司 2025Q3 营收、归母净利润均有所承压

公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 18.7 亿元（同比-21.5%，下同）、归母净利润 10.9 亿元（-31.1%）；其中单三季度实现营收 5.7 亿元（-21.3%），归母净利润 3.0 亿元（-34.6%）。考虑到市场整体竞争加剧，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 14.80/17.95/21.00 亿元（原值 17.00/20.05/23.25 亿元），对应 EPS 为 4.89/5.93/6.94 元，当前股价对应 PE 为 33.4/27.6/23.6 倍。我们认为，公司产品矩阵丰富，REGEN 加速国际化进程叠加内生多管线也逐步落地，未来有望通过“内生+外延”来不断增强竞争力获得业绩增量，估值合理，维持“买入”评级。

前三季度毛利率略有下滑，整体费用率均有所提升

毛利率方面，2025Q1-Q3/2025Q3 毛利率分别为 93.4%/93.2%，同比分别-1.4pct/-1.4pct，均略有下滑。费用方面，2025Q1-Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.4%/6.4%/12.7%/0.3%，同比分别+3.7Pct/+2.5Pct/+4.8Pct/+1.4Pct，管理费用率提升主要系人工费和咨询服务费有所增加，财务费用率主要系外币投资产生的汇兑损失导致。

化妆品赛道寻求增量市场，流量运营赋能销量增长

产品端：爱美客骨相抗衰新品啍科拉发布上市，锚定高净值分层市场，有望引领骨相抗衰领域发展潮流。研发端：10 月 11 日成功完成首个化妆品新原料备案，稳步推进公司在化妆品领域的战略布局，丰富公司产品多样性，有望在化妆品赛道寻求增量市场。此外，旗下子公司诺博特申请注册的“米诺地尔搽剂”于 9 月 28 日获批，持续拓宽公司多元化药品研发矩阵。渠道端：B 端渠道网络是公司深耕国内市场的一项核心竞争力，依托旗下自媒体学苑全链新媒，赋能行业运营人员，利用流量运营引领销量增长。此外，爱美客 REGEN 新工厂开始投产，为嗨体、濡白天使等产品出海开拓渠道，迈向国际化进程。

风险提示：终端需求疲软、市场竞争加剧、产品获批或推广进度不及预期。

【地产建筑：南都物业(603506.SH)】扣非利润保持稳定，加大力度推进机器人生态布局——公司信息更新报告-20251029

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

扣非利润保持稳定，加大力度推进机器人生态布局

南都物业发布 2025 年三季报，公司营收利润保持增长，布局住宅、商写、城市服务三大领域，在管规模稳健增长。公司市场化程度较高，同时通过多方合作探索机器人服务场景，2025 年以来已成功参投云象机器人、云深处科技和境智具身，助力物管数智升级、成本优化，投资收益有望增厚。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.68、1.76、1.84 亿元，EPS 分别为 0.89、0.94、0.98 元，当前股价对应 PE 为 15.0、14.3、13.7 倍，我们认为公司在退出亏损项目后轻装上阵，盈利能力有望修复，维持“买入”评级。

收入利润保持增长，投资公允价值变动增厚净利润

2025 年前三季度，公司实现营业收入 13.69 亿元，同比增长 2.35%；归母净利润 1.54 亿元，同比增长 156.07%；扣非归母净利润 0.82 亿元，同比增长 1.53%，实现毛利率、净利率分别为 16.6%、11.8%，同比分别+0.5pct、+6.7pct。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

公司归母净利润大幅增长主要系公司投资的安邦护卫股价上涨确认公允价值变动净收益 0.83 亿元（2024 年同期 -0.51 亿元）。

物业服务新签订单下降，投资境智具身智能科技

2025 年前三季度，公司新签项目 59 个，新签面积 698.55 万方，同比下降 24.4%，其中新签一个顾问咨询合同。截至三季度末，公司总签约项目 675 个，总签约面积 8790.83 万方。2025 年公司加大力度推进机器人生态布局，4 月投资杭州云象商用机器有限公司，投资完成后，公司成为云象机器人最大的机构股东与产业方股东，与云象机器人双方可形成“研发+应用”生态协同。6 月由公司联合参与设立的“赛智助龙基金”正式启动投资，首个投资项目为杭州“六小龙”之一——杭州云深处科技。10 月公司与同星科技、杭州柯林电气等企业及机构共同完成对境智具身智能科技的投资，聚焦具身智能技术在工业级与城市级场景的应用落地。

风险提示：新拓项目规模不及预期、机器人服务场景运用不及预期。

【食品饮料：百润股份(002568.SZ)】Q3 收入重回正增长，费投影响利润增速——公司信息更新报告-20251029

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张恒玮（分析师）证书编号：S0790524010001

收入增长转正，费用投入影响利润，维持“增持”评级

2025 年前三季度营收 22.7 亿元，同比-4.9%，归母净利润 5.5 亿元，同比-4.4%；2025Q3 营收 7.8 亿元，同比+3.0%，归母净利润 1.6 亿元，同比-6.8%。公司 Q3 收入迎来转正，但费用投入影响利润。我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 7.3（-0.6）亿元、8.5（-0.5）亿元、9.9（-0.4）亿元，同比分别+1.1%、+16.9%、+16.7%，EPS 分别为 0.69（-0.07）元、0.81（-0.05）元、0.95（-0.03）元，当前股价对应 PE 分别为 36.0、30.8、26.4 倍。公司持续解决预调酒遗留问题，为 2026 年轻装发展奠定较好基础，同时在新品和威士忌业务稳步推进下，看好未来业绩恢复较好增长，维持“增持”评级。

Q3 酒类业务增速转正，香料香精及其他实现双位数增长

酒类 2025 年前三季度收入 19.8 亿元，同比-5.9%，Q3 收入 6.8 亿元，同比+1.5%。食用香精及其他前三季度收入 2.9 亿元，同比+2.5%，Q3 收入 1.0 亿元，同比+14.5%。Q3 酒类收入增速转正，香料香精实现双位数增长，带动营收增速转正。

预调酒环比改善，威士忌业务稳步推进

Q3 预调酒主业收入预计跌幅收窄，一方面公司通过优化经销商结构、降低应收账款、数字化营销等手段，预调酒实现环比改善；另一方面 Q3 推出果冻酒和轻享两个新品，消费者和市场反馈较好，月度销量环比持续爬坡，实现较好收入增量贡献。Q3 威士忌烈酒业务稳步推进，百利得继续聚焦便利店、零售店、O2O 等渠道铺货；峡州上市后，精准聚焦雪茄屋、威士忌吧、餐饮等高端渠道。

毛利率稳定，销售费用率提升，净利率有所下滑

Q3 毛利率同比+0.01pct 至 70.19%，毛利率保持平稳；Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+3.24pct/+0.53pct/+0.05pct/-0.08pct，Q3 公司销售费用率增加，预计费用主要增加在预调酒新品推广、强爽营销活动、威士忌铺货等方面，管理费用率、研发费用率略有增加。综合来看，Q3 净利率同比-2.15pct 至 20.52%。

风险提示：宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、销售不及预期风险。

【食品饮料：海天味业(603288.SH)】收入利润稳健增长，逆境龙头优势明显——公司信息更新报告-20251029

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方一苇（分析师）证书编号：S0790524030001

公司披露 2025 年三季报，收入/利润分别同比+2.5%/3.4%

公司披露 2025 年三季报。2025Q1-Q3 公司营收/归母净利润 216.3/53.2 亿元（同比+6.0%/10.5%），其中 2025Q3 公司营收/归母净利润 64.0/14.1 亿元（同比+2.5%/3.4%）；收入利润略低预期。综合考虑成本费用情况，我们小幅下调 2025-2027 年盈利预测，预测 2025-2027 年归母净利润分别为 70.4/79.3/87.2 亿元（同比+11.0%/+12.5%/+10.1%），原值为 72.6/82.2/90.5 亿元，当前股价对应 PE 分别为 31.9/28.3/25.8 倍。维持“买入”评级。

收入表现稳健，产品+渠道齐发力

产品端：2025Q1-Q3 公司酱油/调味酱/蚝油营收分别+7.9%/9.6%/5.9%，其他品类营收同比+13.4%。其中 2025Q3 公司酱油/调味酱/蚝油/其他营收分别+5.0%/3.5%/2.0%/6.5%。渠道端：2025Q1-Q3 线下渠道营收同比增长 7.4%，同时公司积极布局新零售渠道，赋能经销商利用抖音卖货，带动线上渠道同比增长 32.1%，其中 2025Q3 线下/线上渠道营收分别同比+3.6%/19.8%。2025Q1-Q3 各区域均实现不同程度的增长，南部/东部/中部/北部/西部地区营收分别同比增长 12.7%/12.1%/7.2%/4.9%/6.9%。

成本下降+规模效应释放，盈利能力稳步改善

2025Q1-Q3 毛利率/净利率分别同比+3.2/+1.0pct 至 40.0%/24.6%；其中 2025Q3 毛利率/净利率分别同比+3.0/+0.2pct 至 39.6%/22.0%。毛利率提升主要系原材料成本下降、规模效应释放带来的成本节约，货折减少亦有小幅拉动。费用端，2025Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.85/+1.01/-0.07/-0.93pct。

逆境龙头优势凸显，长期稳健增长可期

全年来看，我们认为公司有望保持稳健增长势头，同时通过生产效率提升及规模效应释放带来的毛利率改善有望持续。成本端，原材料采购价格平稳下行。费用端有望维持平稳状态。

风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展及竞争风险、原料价格波动风险等。

【通信：奥飞数据(300738.SZ)】盈利能力显著提升，持续拓展 IDC、算力及光伏业务——公司信息更新报告-20251029

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002

公司盈利能力显著提升，维持“买入”评级

公司发布 2025 年前三季度报，2025 前三季度，公司实现营收 18.24 亿元，同比增长 15.33%，实现归母净利润 1.45 亿元，同比增长 37.29%，实现扣非归母净利润 1.44 亿元，同比增长 27.88%。2025Q3，公司实现营收 6.76 亿元，同比增长 29.86%，实现归母净利润 0.58 亿元，同比增长 90.36%，实现扣非归母净利润 0.58 亿元，同比增长 81.42%。截至 2025H1，公司自建自营机柜按标准机柜折算超 5.7 万个，持续推进廊坊、天津、张家口、广州、成都五大项目，随着 AI 发展带动训练及推理需求增长，公司有望持续受益，我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 2.08/3.14/4.47 亿元，当前股价对应 PE 为 94.3/62.5/43.8 倍，对应 EV/EBITDA 分别为 25.3 倍、19.4 倍、15.3 倍，维持“买入”评级。

持续推进各地区 IDC 项目交付，拓展分布式光伏业务

2025Q3，公司盈利能力持续提升，销售毛利率达 37.55%，同比提升 8.76 个百分点，环比提升 2.38 个百分点，销售净利率达 10.56%，同比提升 4.04 个百分点，环比提升 3.46 个百分点。公司持续推进各地区 IDC 项目建设，截至 2025Q3，公司固定资产达 94.42 亿元，同比增长 93.99%，2025H1，公司廊坊固安数据中心第五栋、天津武清数据中心二期项目及三期项目部分交付运营，河北怀来数据中心推进土建环节，并储备 60MWIDC 项目；子公司奥飞新能源于 6 月获取售电牌照，于 10 月自研 AI 现货交易测算模型及配套系统，优化购电成本，截至 2025H1，奥飞新能源累计实现国内并网发电项目 310 个，累计并网约 283MW。

获行业头部客户认可，积极拓展算力相关业务

公司 IDC 业务采用“批发+零售”销售模式，客户资源丰富、结构稳定，已为百度、快手、金山云等互联网企业提供业务支持，于 2020 年同阿里云就华南数据中心签署合作备忘录，获得多个头部客户认可。据公司公告，2023 年开始搭建算力平台，未来将继续推进算力租赁及相关算力设备销售业务，巩固市场地位。

风险提示：AI 及云计算发展不及预期、机柜上架不及预期、行业竞争加剧等。

【医药：英科医疗(300677.SZ)】海外产能或投产在即，重回美国市场有望利润高增——公司信息更新报告-20251029

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 石启正（联系人）证书编号：S0790125020004

海外产能或投产在即，重回美国市场有望利润高增，维持“买入”评级

公司 2025Q1-Q3 实现营收 74.25 亿元 (yoy+4.60%)，归母净利润 9.24 亿元 (yoy+34.47%)，扣非归母净利润 4.84 亿元 (yoy-19.32%)。单 Q3 实现营收 25.11 亿元 (yoy-2.90%)，归母净利润 2.14 亿元 (yoy+113.04%)，扣非归母净利润 0.84 亿元 (yoy-25.87%)，利润环比下滑主要系汇兑损失较大。销售费用率 2.87% (+0.02pct)，管理费用率 6.44% (+1.10%)，研发费用率 4.17% (+0.04pct)，财务费用率 1.71% (+2.20pct)，公司财务费用率提高主要系汇兑损失较大。考虑到公司外汇储备及理财产品较多，受美元降息周期影响较大，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 13.15/18.41/23.38 亿元（原值 16.11/18.97/22.35 亿元），EPS 分别为 2.01/2.81/3.57 元，当前股价对应 P/E 分别为 19.4/13.8/10.9 倍，但公司海外产能或投产在即，规避关税壁垒重回价格更高美国市场，利润有望快速增长；长期来看行业老旧产能逐步去化，公司成本优势显著，产能持续扩张，市场份额有望稳步提升，维持“买入”评级。

一次性手套市场成长属性强，丁腈手套量价齐升，前景可期

预计 2025 年全球一次性手套销售量将达到 8293 亿只，销售收入达到 136 亿美元。从细分市场分析，丁腈手套在疫情后，增速领先且市场空间广阔。中国丁腈手套市场成长逻辑清晰，量价齐升的前景值得期待。需求端：使用场景全覆盖，市场空间广阔。价格端：供需关系改善，全球丁腈手套价格企稳回升。成本端：原材料和燃料价格波动较大，影响手套厂商经营情况。公司布局上游原料，通过参控股丁腈胶乳生产企业，保障手套原材料稳定供应。

一次性手套产能快速扩张，设备工艺均处于领先水平

2024 年公司一次性手套总产能达到 870 亿只，同比增长 5.33%。其中，一次性丁腈手套产能达到 560 亿只，一次性 PVC 手套产能达到 310 亿只。公司目前在国内拥有六大生产基地。公司目前在安徽淮北、安徽安庆、江西九江、山东潍坊、江苏镇江以及山东淄博六大生产基地。公司生产设备、生产技术、自动化程度多维度优势显著，标准丁腈手套生产线长度超过 1.6 公里，设有约 500 个控制点，以确保高效稳定的生产及低能耗，良品率维持在 99% 以上。

风险提示：原材料价格波动风险；汇率波动风险；国际贸易摩擦。

【非银金融：中国平安(601318.SH)】增配权益带动业绩超预期，NBV 增速进一步扩张——中国平安 2025 年 3 季报点评-20251029

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 张恩琦（联系人）证书编号：S0790125080012

增配权益带动业绩超预期，NBV 增速进一步扩张

(1) 2025 年前 3 季度集团归母营运利润 1163 亿，同比增长 7.2%，较 2025H1 的+3.7%明显扩张，主要受益于资管和财险分部同比增速的改善。前 3 季度归母净利润 1329 亿，同比+11.5%，第 3 季度当季同比大幅增长 45.4%，投资收益高增驱动业绩同比增速明显扩张。利源分拆看，保险服务业绩 784 亿，同比+0.4%，投资服务业绩 956 亿，同比+23.3%，受益于股市上涨和权益增配。(2) 归母营运利润与归母净利润的差异，主要来自短期投资波动

+261 亿和一次性重大项目及其他-93.5 亿，后者主要受平安好医生和平安医保科技纳入合并报表、出售汽车之家带来一次性损益，及公司发行美元、港元可转换债券转股权价值重估损益影响。剔除一次性重大项目影响后，调整后公司归母净利润同比+27%。(3) 加回分红后 3 季度末归母净资产环比+6.0%，较年初+9.4%，主要受净利润释放、长端利率上行和股市上涨影响。(4) 我们上调集团 2025-2027 年归母净利润预测至 1389/1512/1680 亿（调整前 1346/1504/1648 亿元），分别同比+9.7%/+8.8%/+11.1%。公司 3 季报业绩和 NBV 增长均超预期，医疗和养老服务优势突出，分红险转型持续推进，非保险业务持续改善，当前股价对应 2025-2027 年 PEV 分别为 0.69/0.64/0.59 倍，股息率(TTM)4.46%，维持“买入”评级。

NBV 同比增速进一步扩张，个险人均产能同比提升

2025 年前 3 季度人身险 NBV 达成 357 亿元，同比+46.2%（可比口径），非可比口径+1.6%。用来计算 NBV 的首年保费 1418 亿，同比+2.3%，较中报的-7.2%改善明显。可比口径下看，NBV 改善主要来自价值率提升，NBVmargin(标保口径)30.6%，同比+9.0pct，预定利率调降和产品结构优化共同推动新业务价值率提升。个险渠道 NBV 同比+23.3%，代理人人均新业务价值同比+29.9%，产能持续提升。银保渠道 NBV 同比+170.9%，银保渠道、社区金融服务及其他等渠道，贡献了平安寿险新业务价值的 35.1%。

财险非车险保费增速更优，COR 环比提升，综合投资收益率同比提升明显

(1)2025 年前 3 季度平安产险保险服务收入 2534 亿元，同比+3.0%；整体综合成本率 97.0%，同比优化 0.8pct，较中报的 95.2%有所提升，预计受大灾赔付增加影响。平安产险原保险保费收入 2562 亿，同比+7.1%，其中车险原保险保费收入 1661 亿，同比+3.5%，非车原保费收入 901 亿，同比+14.3%，增速优于车险。(2) 2025 年前 3 季度，平安保险资金投资组合实现非年化综合投资收益率 5.4%，同比+1.0pct；非年化净投资收益率 2.8%，同比-0.3pct。截至 2025 年 9 月 30 日，公司保险资金投资组合规模超 6.41 万亿元，较年初增长 11.9%。公司加大权益配置，积极增加优质另类资产布局，在适应市场趋势的同时，保证长期稳健投资收益、拓展资产和收益来源。

风险提示：长端利率超预期下降；公司负债端增长弱于预期。

【电子：沪电股份(002463.SZ)】2025Q3 利润创新高，高端产能持续释放中-20251029

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

2025Q3 利润创新高，维持“买入”评级

2025 年前三季度公司实现营收 135.12 亿元，yoy+49.96%，实现归母净利润 27.18 亿元，yoy+47.03%。单 Q3，公司实现营收 50.19 亿元，yoy+39.92%，qoq+12.62%；实现了归母净利润 10.35 亿元，yoy+46.25%，qoq+12.44%；实现毛利率 35.84%，yoy+0.90pct，qoq+1.47pct；实现净利率 20.62%，yoy+1.05pct，qoq+0.02pct，得益于高速运算服务器、人工智能等新兴计算场景对印制电路板的结构性需求，公司 Q3 利润创单季度新高。基于公司 AIPCB 的加速放量以及产能的持续释放，我们上调 2025、2026、2027 年利润预期，预计 2025-2027 年归母净利润为 39.26/55.33/75.77 亿元(原值为 34.60/42.13/51.54 亿元)，EPS 为 2.04/2.88/3.94 元，当前股价对应 PE 为 39.2/27.8/20.3 倍，维持“买入”评级。

AI 需求强劲，高速交换机和 AI 服务器快速增长

2025 年上半年公司企业通讯市场板实现营业收入约 65.32 亿元，同比大幅增长约 70.63%，其中 AI 服务器和 HPC 相关 PCB 产品同比增长约 25.34%，占比达到 23.13%；高速网络的交换机及其配套路由相关 PCB 产品成为公司增长最快的细分领域，同比增长约 161.46%，占比达到 53.00%。AI 领域强劲需求成为公司营收和利润快速增长的重要驱动力。

高端产能持续扩充，奠定未来增长基础

公司在近两年加快资本开支投入，一方面通过技改，升级瓶颈及关键制程、靶向扩充产能；另一方面加快新工厂建设。公司总投资约 43 亿元的人工智能芯片配套高端印制电路板扩产项目在 2025 年 6 月下旬开工建设，请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

期将在 2026 年下半年开始试产并逐步提升产能。泰国生产基地于 2025Q2 进入小规模量产阶段，在 AI 服务器和交换机等应用领域，已取得 2 家客户的正式认可，另有 4 家客户的认证与产品导入工作也在持续推进。公司不断加大国内外产能扩充，打开未来营收新天花板。

风险提示：下游需求不景气；竞争加剧风险；算力板块估值下调。

【计算机：致远互联(688369.SH)】AI 关联合同过亿，AI 成为增长新引擎——公司信息更新报告-20251029

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

坚持“平台+生态”发展战略，维持“买入”评级

协同管理作为 AIAgent 落地最重要的场景之一，我们看好公司的发展前景。维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为-0.97、-0.23 亿元、0.21 亿元，营业收入预测为 9.26、10.41、11.75 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PS 为 3.0、2.7、2.4 倍，维持“买入”评级。

Q3 收入基本持平，加强经营现金流管理

(1) 2025 年前三季度公司实现营业收入 5.54 亿元，同比下滑 10.14%；实现归母净利润-2.19 亿元，同比下滑 100.21%。前三季度收入下滑主要由于集团型客户增加，平台搭建环境复杂、导致交付类收入确权周期延长所致。

(2) Q3 单季度实现营业收入 2.16 亿元，同比增长 0.80%；实现归母净利润-8354.68 万元，同比下滑 103.87%。Q3 公司销售毛利率为 55.17%，同比下滑 5.53 个百分点，我们判断主要直销项目交付内容同比增多且更为复杂导致交付成本上升。此外，Q3 销售费用和管理费用同比增长 16.25%和 7.05%，研发费用同比下滑 1.77%，综合影响导致公司归母净利润下滑。

(3) 公司加强了经营活动现金流管理，三季度末合同负债较 2024 年同期增加 7354.23 万元，增幅为 49.41%，应收账款与 2024 年同期相比下降 1.19 亿元，降幅为 24.81%。前三季度销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 13.06%，其中 Q3 单季度增速为 26.7%。

直销签约金额快速增长，签约 AI 关联合同超过 1 亿元

前三季度公司直销签约金额同比增长 19.73%，创近三年同期新高，在建项目同比增长 39%，新产品 A9 的交付效率与质量管理方面的成熟度大幅提升，已交付的项目合同金额同比增长 263%。前三季度公司签约的 AI 产品关联合同金额已超过 1 亿元，其中，新客户签约金额占比 37.1%。AI 产品已成为公司拓展新市场、构建差异化竞争优势的重要引擎。

风险提示：市场竞争加剧；新产品推广不及预期。

【食品饮料：嘉必优(688089.SH)】国际发货放缓、检修影响 Q3 表现，主业成长仍可期——公司信息更新报告-20251029

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

2025Q3 业绩表现弹性

2025Q1-Q3 收入 4.28 亿元，同比增 10.56%；扣非前后归母净利润 1.29、1.18 亿元，同比增 54.18%、79.65%。2025Q3 营收 1.21 亿元，同比-3.97%，扣非前后归母净利润 0.21、0.18 亿元，同比增 33.7%、42.2%。公司终止收购欧易生物，2025Q3 受国际市场发货放缓影响，我们下调 2025-2027 年归母净利润预测至 1.77/2.11/2.52（前次 1.92/2.30/2.76）亿元预测，对应 EPS 预测 1.05/1.25/1.50 元，当前股价对应 22.9/19.2/16.1 倍 PE，国际份额仍有提升空间，维持“买入”评级。

2025Q3 国际客户招标导致发货放缓，以及工厂检修影响订单释放

2025Q1-Q3 分业务看看，ARA 营收预计约个位数增长，DHA 预计较快增长。2025Q3 营收规模环比有所回落，一方面因为国际客户新财年订单采购规模协商期间国际客户发货放缓，一方面因为工厂停产检修影响订单释放。当前来看，国内新国标势头依然较好，国际市场份额提升逻辑不改。

毛利率继续改善，净利率同比提升

2025Q3 单季归母净利率同比+4.97pct。其中 2025Q3 单季毛利率同比+11.18pct，预计主因 ARA 和 DHA 放量后规模效应明显，发酵成本明显下降带动 ARA 与 DHA 毛利率持续提升；销售、管理、研发、财务费用率同比分别+0.75、+2.38、-0.35、-0.19pct，短期整体费用率略偏高。

国际市场份额提升、藻油 DHA 替代鱼油有望支撑主业保持增长

当前新国标红利尚未结束，新一轮婴幼儿配方升级或将继续提升 ARA 和 DHA 添加量。国际市场方面主要以雀巢、达能等龙头客户为主，后续有望纳入其他龙头客户供应链，国际市场份额仍有提升空间。伊利等客户以藻油 DHA 替代鱼油 DHA，有望打开 DHA 发展空间。HMO 在国外应用已十分成熟，国内龙头已逐步开始应用，HMO 有望成为奶粉配方升级的主打新原料，公司 HMO 有望受益。

风险提示：出生率下滑风险，降价风险、客户份额下降风险、食品安全风险。

【传媒：吉比特(603444.SH)】出海及新游或持续驱动业绩高增长——公司信息更新报告-20251029

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

新游业绩持续释放，高增长有望延续，维持“买入”评级

2025Q1-3 公司实现营收 44.86 亿元，同比+59.17%，归母净利润 12.14 亿元，同比+84.66%，扣非归母净利润 12.11 亿元，同比+97.48%，利润接近预告区间上限。单 Q3 公司实现营收 19.68 亿元，同比+129.19%，环比+42.37%，归母净利润 5.69 亿元，同比+307.70%，环比+57.58%，业绩高增主要系《杖剑传说（大陆/境外版）》《道友来挖宝》等新游贡献增量。2025Q3 毛利率 93.3%，同比+4.9pct，净利率 33.6%，同比+4.6pct，销售/管理/研发/财务费率分别为 32.2/7.1/14.3/-0.9%，同比+4.3/-2.3/-6.5/+1.0pct，盈利能力提升及费率下降或受益于规模效应释放，销售费率提升主要系新游投放增加。公司 Q3 拟每 10 股分红 60 元（含税），前三季度股利支付率约 75%，高分红延续。我们看好新游海外市场拓展及储备游戏上线继续驱动业绩高增，上调 2025 年、维持 2026-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 16.32/19.28/23.12（前值 14.99/19.28/23.12）亿元，当前股价对应 PE 为 20/17/14 倍，新游调优后或带来超预期增量，维持“买入”评级。

联动外部知名 IP，挖掘《问道》IP 潜力，核心游戏有望延续高流水

《杖剑传说》持续更新优质内容，7 月联动《为美好的世界献上祝福！》，带动内地 iOS 畅销榜排名升至第 13，9 月坎斯汀音乐节拉动内地 iOS 畅销榜排名升至第 20，Q3 国内流水 7.42 亿元，环比+75%。《杖剑传说》海外表现亮眼，7/8/9 月分列 SensorTower 出海手游收入榜第 28/18/23，Q3 海外流水 4.78 亿元。10 月《杖剑传说》将联动《罗小黑战记 2》，我们看好丰富内容吸引更多玩家并激发付费意愿。《道友来挖宝》5 月上线，在轻度买量下长期维持微信小游戏畅销榜 Top5，9 月一度登顶，上线以来流水 3.16 亿元。该游戏是《问道》IP 衍生产品，立绘设计相近，我们看好其借小游戏低门槛优势，持续吸引《问道》老玩家回流。

新游拓展海外市场，储备游戏陆续上线，增长动能充沛

1 月新游《问剑长生》前三季度流水达 7.13 亿元，其预计 2025Q4 在中国港澳台、韩国等地区上线。三国题材赛季制 SLG 游戏《九牧之野》已取得版号，持续调优测试并择机上线。新游海外发行、储备游戏上线或驱动业绩延续高增。

风险提示：新老游戏流水下滑超预期、新游戏上线时间或流水表现不及预期。

【煤炭开采：昊华能源(601101.SH)】Q3 业绩受产量下滑影响，关注 Q4 产量修复与化工扭亏——公司信息更新报告-20251029

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 程懿（分析师）证书编号：S0790525090001

Q3 业绩受产量下滑影响，关注 Q4 产量修复与化工扭亏。维持“买入”评级

公司发布 2025 年三季报，2025 年前三季度公司实现营业收入 63.07 亿元，同比-7.85%；实现归母净利润 5.54 亿元，同比-50.50%；实现扣非后归母净利润 5.60 亿元，同比-49.23%。Q3 单季度公司实现营业收入 19.12 亿元，环比 2.85%；实现归母净利润 1.06 亿元，环比-38%。业绩环比下滑则主要因三季度自产煤炭产销量下降所致。展望四季度，公司煤炭产量有望恢复，化工业务扭亏为盈提供新的业绩看点，考虑煤价回升，产量恢复，我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 10.0/14.7/15.8 亿元，同比-3.3%/+46.3%/+7.8%；EPS 为 0.70/1.02/1.10 元，对应当前股价 PE 为 11.4/7.8/7.2 倍。未来公司产能有望逐步释放，公司业绩有望受益于量增而持续增厚。维持“买入”评级。

Q3 煤炭产销环比下滑拖累业绩，主力矿井成本优势显著

销量方面。三季度公司煤炭生产受到多重短期因素影响，导致产销量环比下滑。其中，主力矿井高家梁煤矿因“搬家倒面”，生产由“一井两面”临时变为“一井一面”，影响了产量；红墩子煤矿则在 8 月遭遇内蒙古地区罕见暴雨而停产，同时周边公路被冲毁也影响了产品外运。价格方面，受煤炭行业下行影响，公司前三季度自产煤平均售价同比下降 79.33 元/吨。成本端，公司主力矿井成本优势明显，其中高家梁煤矿完全成本约 200 元出头/吨，红庆梁煤矿完全成本不足 200 元/吨。而红墩子煤矿因投产后产量尚未完全释放，单位成本较高，完全成本接近 500 元/吨，对公司整体盈利形成一定拖累。

化工业务首次实现累计盈利，煤炭物流业务稳定收入？

(1) 化工业务：受益于原料煤价格下降及持续的内部成本管控，公司化工子公司国泰化工在 2025 年前三季度首次实现累计扭亏为盈，盈利 100-200 万元。公司管理层表示对国泰化工全年实现扭亏为盈充满信心，化工板块有望成为新的盈利增长点。(2) 煤炭物流：在煤价下行周期，公司的“煤炭+物流”业务利用铁路运费优惠政策，有效支撑了营业收入的稳定，拓展了新的盈利空间，对冲了部分煤价下跌带来的负面影响。

推进工程建设稳定产能释放，分红水平有望提升

(1) 推进工程建设稳定产能释放：公司稳步推进重点工程建设，红墩子煤业红一煤矿和红二煤矿已按智慧矿山要求建成并投产；高家梁煤矿和红庆梁煤矿已稳定应用智能化开采技术。当前公司煤炭销售以动力煤为主，且长协煤占比较高，红一煤矿和红二煤矿主要作为市场煤销售，两矿煤种均以气煤为主，少量 1/2 中粘煤，原煤经洗选可用作炼焦配煤、气化原料或动力煤，煤价弹性大，煤价上行周期有望获得超额收益。(2) 分红水平有望提升：2024 年公司每股派发现金红利 0.458 元（含税），按 2025 年 10 月 28 日收盘价计算股息率为 5.8%，未来公司业绩有望随产能释放、煤价回调而增厚，分红水平有望提升。

风险提示：经济增长不及预期，煤炭价格下跌超预期，产能释放不及预期。

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 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