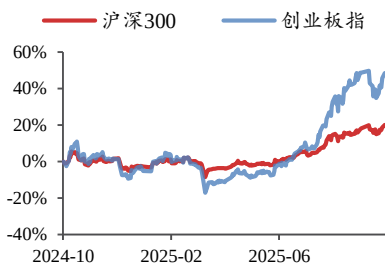


2025 年 10 月 29 日

开源晨会 1029

——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(%)
综合	2.057
国防军工	1.073
交通运输	0.236
纺织服饰	0.194
计算机	0.132

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	-2.722
美容护理	-1.506
钢铁	-1.353
建筑装饰	-0.879
煤炭	-0.790

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】低基数延续提振利润，工企年内首次补库——兼评9月企业利润数据-20251027

【策略】十个投资方向的指引——十五五规划建议稿学习——投资策略专题
-20251028

【固定收益】央行重启国债买卖或是一次性利好——事件点评-20251028

【固定收益】工业企业利润恢复加快，装备制造业支撑有力——2025年9月工业企业利润点评-20251027

行业公司

【农林牧渔】生猪开启去化周期，肉牛延续景气上行——农林牧渔行业 2026 年投资策略-20251028

【食品饮料：金徽酒(603919.SH)】营收稳健，税收等一次性因素导致单季度业绩波动——公司信息更新报告-20251028

【食品饮料：青岛啤酒(600600.SH)】巩固基础，稳中求进——公司信息更新报告
-20251028

【食品饮料：晨光生物(300138.SZ)】主业反转持续，梯队业务多点开花——公司信息更新报告-20251028

【化工：云图控股(002539.SZ)】Q3 秋肥需求较弱拖累业绩，新产能落地或助力公司成长——公司信息更新报告-20251028

【化工：兴发集团(600141.SH)】Q3 业绩高增，前瞻布局固态电池及液冷材料——公司信息更新报告-20251028

【化工：三美股份(603379.SH)】Q3 利润断层增长，制冷剂行情趋势延续，当下确定性、弹性空间兼具，主升正在进行中——公司信息更新报告-20251028

【化工：恒力石化(600346.SH)】三季报超预期，反内卷及扩内需或推动行业景气向上——公司信息更新报告-20251028

【化工：扬农化工(600486.SH)】业绩符合预期，看好辽宁优创项目放量——公司信息更新报告-20251028

【公用事业：华明装备(002270.SZ)】重视股东回报延续高比例分红，海外营收同比高增——公司信息更新报告-20251028

【食品饮料：东鹏饮料(605499.SH)】收入延续快速增长，新品依然强劲——公司信息更新报告-20251028

【食品饮料：劲仔食品(003000.SZ)】收入环比改善，期待旺季表现——公司信息
更新报告-20251028

【农林牧渔：华统股份(002840.SZ)】财务状况改善，持续推动成本下降——公司信息更新报告-20251028

研报摘要

总量研究

【宏观经济】低基数延续提振利润，工企年内首次补库——兼评9月企业利润数据-20251027

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

事件：2025年1-9月全国规上工企利润累计同比3.2%，前值0.9%；营业收入累计同比2.4%，前值2.3%。

低基数叠加新质生产力较快增长，工企景气度延续回升

1、9月工企营收小幅改善、利润延续高增。测算9月营收当月同比约3.1%、较前值改善了0.8个百分点；利润当月同比则回升了1.2个百分点至21.6%，连续2个月高增，符合此前我们提示的“低基数对9月工企利润的贡献有望进一步扩大”。拆分来看（利润增速=工业增加值*PPI*利润率同比），三因子对9月利润增速的贡献分别为+7.0、-2.6、+15.2个百分点。量（工增）的贡献进一步扩大，价（PPI）的负贡献延续收窄，利（利润率同比）维持正贡献。分类型来看，9月私营和外资企业利润明显加快。

2、利润率四因子拆分来看，费用下降贡献较大。9月工业企业每百元营收构成中，成本、费用、投资收益+营业外收支、利润分别为85.4、8.3、-0.8、5.5元，与2024年同期相比分别变动+0.1、-0.5、+0.3、+0.7元。考虑到2024Q4低基数逐步消退，预计工企利润高增态势难继。

利润格局：中上游利润占比提升，反内卷行业改善幅度更大

1、中上游利润占比提升：9月上游采掘、中游设备、下游消费、公用的ttm利润占比分别为28.6%、39.4%、20.7%、11.3%，分别较前值变动了+0.2、+0.2、-0.3、-0.04个百分点。

2、利润累计同比来看：受益于反内卷稳步推进、上游利润降幅延续收窄，1-9月利润累计同比提高了3.5个百分点至-5.6%，其中化学纤维、非金属矿物制品、黑色采选、煤炭采选等改善幅度较大；中游维持较快增长、高技术制造业带动作用明显，细分口径下的航空航天器及设备制造、智能消费设备制造、电子器件制造、电子工业专用设备制造等利润增速表现较好；下游消费制造利润分化，汽车、医药、印刷边际改善，茶酒饮料、家具等相对承压。

3、反内卷行业利润改善幅度更大。测算9月反内卷行业_x0002_利润累计同比改善了3.9个百分点至-0.4%，非反内卷行业则改善了1.9个百分点至2.8%，剪刀差自7月以来持续收窄。？

库存周期：年内首次转为补库

1、9月名义库存同比回升0.5个百分点至2.8%、年内首次转为补库，实际库存同比保持平稳。结合9月量能指标（工增、营收）均改善，产销率改善幅度好于2024年同期，或是企业转向“主动补库存”的初期信号，有待Q4扩内需政策加码进一步巩固向好态势。

2、总体来看，低基数提振8月、9月工企利润，反内卷行业改善幅度更大，但内生性修复动能仍有待强化。往后看，我们预计Q4经济增速下行压力趋增，近期财政政策适时加码投资，包括5000亿政策性金融工具、5000亿限额空间（推测4000亿化债、1000亿投资）等，叠加二十届四中全会公报重提“以经济建设为中心”以及中美贸易形势边际缓和，权益市场有望延续慢牛行情。

风险提示：政策变化超预期；地缘政治反复超预期；美国经济超预期衰退。

【策略】十个投资方向的指引——十五五规划建议稿学习——投资策略专题-20251028

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

事件：北京时间 10 月 28 日，新华社授权发布《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》（以下简称《建议》）和习近平：关于《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》的说明。

建议优先学习总书记的《说明》

我们建议优先学习总书记的关于《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》的说明。对于此说明，我们建议投资者重点关注 2 个表述：（1）“参考以往做法，《建议》稿提出‘十五五’时期经济社会发展目标主要是定性要求”；（2）“要求坚持以经济建设为中心”，这化解了部分投资者在建议稿发布前对于发展方面表述不够积极的担心。

《建议》稿当中，十个投资方向的指引

总论部分，需要关注的重点除了人均 GDP 的定性目标外，还有对消费的积极提法，“居民消费率明显提高”，这需要民生方面更大的进步，我们也在《建议》稿中找到了对应的提法，政策的制定考虑得非常的全面，也使得可行性变得高。

第二大板块，包括十二个部分，为分论，这里面需要重视的点有 10 个：

（1）在规划纲要架构上，“产业发展”，放在“科技创新”之前，其核心目的是推动科技创新的大规模落地与产业转化，而非让科技创新独立成体系。

（2）“产业发展”维度上，重视 2 点：①文字顺序上，传统产业→新兴产业和未来产业→服务业→基础设施；②提及了 10 个潜在重点主题产业。

（3）“科技创新”中，提出对集成电路、工业母机、高端仪器、基础软件、先进材料、生物制造实施“超常规”攻关，全面推进“人工智能+”与数字中国建设。

（4）“国内市场”中，提振消费首次被置于更高优先级，新增一些消费相关表述且部分改革措施指引较为具体，同时也提到了反内卷。

（5）财政和金融方面也有明显着墨，提出加快建设金融强国。

（6）强调建设海洋强国，发展海洋装备制造与海洋新兴产业，推进现代航运服务业，提升海洋经济高质量发展潜力，关注相关投资机会。

（7）加快文化产业发展，扶持优质文化企业和重大项目，推动文化与科技融合。

（8）继续划转国资充实社保基金，推动房地产高质量发展，并完善生育激励和税抵扣政策，发展银发经济与老年人力资源，提升人口质量。

（9）坚持风光水核并举，大力发展新型储能、智能电网与微电网。

（10）军工继续为战略配置方向，强调加快无人智能作战力量和反制体系，推进信息化与智能化军事体系建设，强化数据资源运用。

以经济建设为中心，坚定牛市继续突破的信心，科技为先，PPI 交易为辅

《建议》稿的内容基本符合市场预期，对国内科技、产业、消费等维度的政策重视程度相对更高，科技为先或不仅仅是短期的投资指引，更是贯穿十五五规划阶段的核心主线。大势研判上，本轮行情的核心驱动力来自于国内中微观的积极信号频繁，而从证券化率指标来看，本轮 A 股估值仍有上行空间。

风险提示：宏观政策超预期变动；全球流动性及地缘政治恶化风险。

【固定收益】央行重启国债买卖或是一次性利好——事件点评-20251028

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

2025 年 10 月 28 日，央行提出“目前，债市整体运行良好，我们将恢复公开市场国债买卖操作”。

央行重启国债买卖的原因

我们认为，央行买卖国债主要是丰富基础货币投放渠道和长期基础货币投放渠道的变化。

历史上看，央行的投放渠道最初由外汇占款投放转变为降准投放，当前则逐渐转变为国债买卖。由于投放渠道的变化是央行的既定目标，年内重启国债买卖则是央行的合理安排。

同时从国际经验来看，美国、日本等发达国家央行在公开市场买卖国债，是一种比较成熟和主流的基础货币投放渠道方式。

央行国债买卖方式的变化

2024 年央行买债对短端影响显著，主要与买债方式有关。2024 年银行为完成买债额度，在二级市场收益率下行阶段主动买入短端债券，导致短端国债收益率显著下行。

2025 年 5 月以来，银行已经重启买债，且买入量与 2024 年相当，但并未导致短端国债收益率异常下行，或因为银行买债方式变化。2025 年买债方式或已经转变为被动买入为主，类似于做市商。

由于买债方式的变化，买债对债券的影响由推动短端债券收益率下行转变为平抑短端债券收益率上行幅度。

同时，2025 年央行买债，或主要是买入此前大行买入的债券。

2025 年 5 月 7 日金融发布会后的第一个周一，即 5 月 12 日开始大行持续买入大量短端国债，已经持续近半年。我们认为，或已预示央行大概率重启国债买卖，只是方式或是：大行先储备债券，央行再买入大行的存量债券。

央行国债买卖对债市的影响

从历史和国际经验来看，央行国债卖出并未意味着债市收益率的上行、国债买入并未意味着债市收益率的下行。

2024 年 8 月 10 年国债收益率处于偏低水平，为此央行开展了国债卖出，但并未改变长端特别是超长端债券收益率的大幅下行。

从国际经验来看，近些年美国、日本等央行均持续开展买债，但其长端国债收益率持续上行，30 年国债收益率均在 3% 以上。

我们认为，通胀预期或才是影响债市收益率的关键。如果通胀或者通胀预期上行，例如反内卷、企业盈利改善等原因下，预期 2026 年下半年通胀回到 2% 左右，则长端收益率需要跟随通胀预期上行。例如，2009 年上半年物价水平持续下行、资金利率低位，虽然短端收益率同样处于低位，但通胀预期回升下，长端国债收益率大幅上行。

此次央行宣布国债买卖更可能是落地的一次性影响。从其他国家经验来看，央行买债并不改变债券的方向。但由于市场预期央行买债，制约了债券收益率上行。

考虑到央行并未同时宣布降息，意味着此次央行国债买卖之后，未来降息的概率并不高，反而收益率下行之后，部分投资者或再次选择卖出，进而推动收益率重新上行。

我们认为，央行宣布重启国债买卖只是影响债市的节奏，并不改变债市的方向，或类似于 2023 年 8 月降印花

税对股市的影响。

债市观点：经济预期修正下，债券收益率有望趋势性上行

对于股、债配置，我们维持观点：

- (1) 2025 年下半年，经济增速或不会明显下行(已经进入第二次 L 型的一横)；
- (2) 物价等结构性问题，有望趋势性好转；
- (3) 股债配置继续切换：债券收益率、股市有望持续上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【固定收益】工业企业利润恢复加快，装备制造业支撑有力——2025 年 9 月工业企业利润点评-20251027

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 王帅中（联系人）证书编号：S0790125070016

事件：10 月 27 日国家统计局公布 2025 年 9 月工业企业利润数据，1-9 月规上工业利润同比增长 3.2%（前值为+0.9%，下同），营收同比增长 2.4%（+2.3%），营收利润率为 5.26%（5.24%）；9 月规上工业利润同比增长 21.6%（+20.4%），营收同比增长 2.7%（+1.9%）。

利润：工业企业利润累计同比提升明显，企业盈利水平呈现加快恢复态势

工业企业利润累计同比提升明显，1-9 月规上工业利润同比增长 3.2%，较 1-8 月上升 2.3pct，为 2024 年 8 月份以来各月累计最高增速。9 月规上工业利润同比增长 21.6%，较 8 月上升 1.2pct，延续高位增长。工业企业利润累计同比较大幅度提升，企业盈利水平呈现加快恢复态势。

从量、价、利润率三个方面拆分工业企业利润，1-9 月，规上工业增加值同比增长 6.2%，较 1-8 月持平；PPI 全部工业品同比下降 2.8%，降幅较 1-8 月收窄 0.1pct；规上工业营收利润率同比下降 0.19 个百分点，降幅较 1-8 月回升 1.68pct。量与 1-8 月相比持平，价格微幅回升，利润率回升带动规上工业利润累计提升明显。

结构：三大门类利润总额同比均较前值有所提升，装备制造业支撑有力

分门类看，1-9 月采矿业利润总额同比下降 29.3%（-30.6%），制造业利润同比增长 9.9%（+7.4%），公用事业利润同比增长 10.3%（+9.4%），三大门类利润总额同比均较 1-8 月有所提升。采矿业利润降幅收窄 1.3pct，制造业利润提升 2.5pct，公用事业利润提升 0.9pct。1-9 月规模以上装备制造业利润增长 9.4%，高于全部规模以上工业平均水平 6.2pct，拉动全部规模以上工业企业利润增长 3.4pct，对规模以上工业企业利润恢复支撑作用明显。

分企业性质看，1-9 月国有企业利润同比下降 0.3%（-1.7%），股份制企业利润同比增长 2.8%（+1.1%），外商及港澳台投资企业同比增长 4.9%（+0.9%），私营企业同比增长 5.1%（+3.3%），私营企业利润增长高于全部规模以上工业企业平均水平 1.9pct，较 1-8 月加快 1.8pct。1-9 月规模以上工业大型企业利润同比增长 2.5%（-0.1%）、中型企业利润同比增长 5.3%（+2.7%），小型企业利润同比增长 2.7%（+1.5%），1-9 月不同类型、不同规模企业利润均有所改善。

分产业链位置看，1-9 月上游原材料采选累计利润占规上工业企业利润比重为 11.9%（12.1%），中游材料制造占比为 15.8%（15.6%），下游装备制造占比为 38.1%（37.5%），下游消费品制造占比为 21.1%（21.3%），其他制造占比为 0.6%（0.6%），公用事业占比为 12.5%（12.9%）。

名义库存同比回升，实际库存同比下降。9 月末名义、实际库存同比分别为 2.6%（+2.1%）、4.9%（+5.0%），分别较前值变动+0.5pct、-0.1pct，实际库存同比下降；9 月末工业企业整体资产负债率 58.0%（58.0%），资产负债率与前值持平。

市场：债市今日走出独立行情，央行将恢复公开市场国债买卖

早盘开盘债市收益率上行，或定价中美谈判结果向好，日内权益端表现较好，但并未对债市形成压制，债市今日走出独立行情，利率债收益率普遍下行。在 2025 金融街论坛年会上，中国人民银行行长潘功胜表示央行将恢复公开市场国债买卖，债市迅速反应，长端收益率快速下行，10 年期国债活跃券收益率下行约 3bp，10 年期国开活跃券、30 年期国债活跃券收益率下行约 4bp。

债市观点：经济预期修正下，债券收益率有望趋势性上行

对于股、债配置，我们维持观点：

- (1) 2025 年下半年，经济增速或不会明显下行（已经进入第二次 L 型的一横）；
- (2) 物价等结构性问题，有望趋势性好转；
- (3) 股债配置继续切换：债券收益率、股市有望持续上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【农林牧渔】生猪开启去化周期，肉牛延续景气上行——农林牧渔行业 2026 年投资策略-20251028

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

1. 生猪：市场政策共振驱动能繁去化加速，生猪板块迎配置良机

政策端去产能核心驱动头部猪企去化，市场端猪价超预期下跌带动政策调控有限的中小散去化，此外冬季非瘟疫病高发及养殖成本抬升或进一步加快行业去化节奏。当前生猪板块处相对低位，中美关税扰动背景下兼具防守属性，建议积极布局。推荐标的：温氏股份、牧原股份、巨星农牧；受益标的：德康农牧、神农集团、华统股份、新希望、天康生物、唐人神等。

2. 肉牛：内外围收缩共振，肉牛需求景气大周期上行

供给端，2025 年肉牛养殖盈利改善但行业谨慎去化延续，肉牛养殖周期长供给恢复慢，预计牛周期景气上行或延续至 2027 年。需求端，我国牛肉消费趋势向上，其他肉类对牛肉需求替代有限。进口端，2025 年全球牛肉供给收缩需求延续增长，全球牛价持续创新高，国内进口政策限制进一步驱动牛肉价格上行。当前时点正处于牛周期上行初期，肉牛高景气延续性有保障，建议积极配置肉牛产业链上市公司。主要 A 股受益标的：光明乳业、福成股份；主要港股受益标的：现代牧业、中国圣牧、优然牧业。

3. 白鸡：疫病扰动叠加祖代产能收缩，渐入需求旺季投资逻辑改善

供给端，受海外禽流感高发及进口政策扰动，鸡肉进口存在不确定性；白羽鸡祖代种鸡年滚动更新量自 2024 年 12 月起见顶下行，2025 年 9 月回落至 2023 年 6 月水平，2026 年肉鸡价格中枢上移存在支撑。需求端，鸡肉价格中枢逐步上移，旺季已至鸡肉需求有支撑。推荐标的：圣农发展、禾丰股份等；受益标的：益生股份等。

4. 种子：粮价周期见底，转基因催化向上

粮价方面，受中美关税扰动、气候及最低收购价政策托底支撑，粮价有望企稳向上。转基因方面，第三批玉米大豆转基因国审通过数量大增，叠加产业政策标准持续完善，转基因商业化进程有望全面提速。推荐：大北农、隆平高科、登海种业。

5. 宠物：国内出口双轮驱动，宠物板块高景气延续

2025 年 1-9 月我国宠物食品出口量同比+7.55%，龙头上市公司海外业务表现强势，持续推进全球化布局。国内市场宠物消费空间广阔，陪伴需求催生养宠需求增长，情绪价值支撑宠物消费投入增长，国产品牌市占率持

续提升，双十一、618 销售表现亮眼，增长强势。宠物板块延续高景气增长态势。推荐：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

风险提示：宏观经济下行，原材料价格异常上行，行业竞争加剧等。

【食品饮料：金徽酒(603919.SH)】营收稳健，税收等一次性因素导致单季度业绩波动——公司信息更新报告-20251028

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 逢晓娟（分析师）证书编号：S0790521060002

产品结构保持升级趋势，所得税扰动净利率，维持“增持”评级

2025 年前三季度公司实现营收 23.06 亿元，同比-1.0%，归母净利润 3.24 亿元，同比-2.8%；Q3 营收 5.46 亿元，同比-4.9%，归母净利润 0.26 亿元，同比-33.0%，扣非归母净利润 0.29 亿元，同比-19.0%，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025 年-2027 年归母净利润分别为 3.8（-0.3）亿元、4.1（-0.5）亿元、4.5（-0.9）亿元，同比分别-2.2%、+8.9%、+9.0%，EPS 分别为 0.75（-0.05）元、0.82（-0.09）元、0.89（-0.17）元，当前股价对应 PE 分别为 26.5、24.3、22.3 倍。公司稳扎稳打，坚定推进营销变革，结构升级持续，省外调整有序，维持“增持”评级。

产品结构升级持续，省内、省外市场运行节奏稳健

产品结构升级趋势明显，前三季度 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品分别实现收入 5.37/12.28/4.57 亿元，分别同比+13.8%/+2.4%/-23.6%；Q3 单季度商务需求受影响、三四星产品环比改善明显，300 元/100-300 元/100 元以下白酒分别同比-1.6%/-16.6%/+18.4%。分区域看，前三季度省内/省外分别实现营收 16.9/5.3 亿元，同比分别-2%/-2%，Q3 省内/省外地区收入分别 3.56/1.51 亿元，分别同比-5.2%/-11.8%。公司省外资源进一步向西北倾斜，华东、华北资源更加聚焦。

合同负债增长，现金流表现良好

截至 2025 年三季度末，公司合同负债 6.32 亿元，环比增 0.34 亿元，考虑合同负债环比变量后 2025Q3 营收同比+2%；2025Q3 销售收现 6.6 亿元，同比+9%，表明公司经营节奏平稳，增长质量好于行业整体。

毛利率提升，期间费用率下降，所得税率提升幅度较大影响净利率

前三季度毛利率同比+0.53pct 至 64.66%，Q3 同比+0.21pct 至 61.36%；前三季度销售费用率同比-0.54pct 至 19.82%，Q3 同比-1.33pct 至 22.71%，费投效率提升；前三季度所得税费用率同比+8.02pct 至 26.18%，前三季度归母净利率同比-0.25 至 14.04%。Q3 归母净利率同比-2.04pct 至 4.58%。

风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

【食品饮料：青岛啤酒(600600.SH)】巩固基础，稳中求进——公司信息更新报告-20251028

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

需求承压下力争实现利润增长

2025Q1-Q3 公司营收 293.7 亿元，同比+1.41%；扣非前后归母净利润 52.7、49.2 亿元，同比+5.70%、+5.03%。2025Q3 公司营收 88.8 亿元，同比-0.17%；扣非前后归母净利润 13.7、12.9 亿元，同比+1.62%、+2.41%。需求疲软导致公司收入和利润继续承压，我们下调 2025-2027 年归母净利润预测至 47.32/52.09/58.20 亿元（前次 48.30/53.16/59.36 亿元），对应 2025-2027 年 EPS3.47/3.82/4.27 元，当前股价对应 18.8/17.1/15.3 倍 PE，当前估值低位，需求有望展现韧性，维持“增持”评级。

力保销量稳定，吨价仍承压

2025Q1-Q3 公司啤酒销量同比+1.6%，吨价同比-0.2%，短期吨价仍承压；其中主品牌、副品牌销量同比+4.0%、-1.6%，中高档以上啤酒销量同比+5.6%。2025Q3 公司啤酒销量同比+0.3%、吨价同比-0.5%；其中主品牌、副品牌销量同比+4.2%、-4.8%，2025Q3 在餐饮需求疲软的背景下销量力争持平，消费降级、吨价承压的情况下公司中高端以上啤酒销量同比+6.8%。

吨成本下降带动毛利率改善

2025Q3 归母净利率同比+0.28pct，其中公司毛利率同比+1.44pct，其中吨价同比-0.5%、吨成本同比-3.0%，吨成本下降主因大麦、包材等成本下降。销售、管理、研发、财务费用率分别同比-0.42、+0.08、+0.08、+0.41pct，整体费用率略有上升。

稳中求进，巩固销量

2025 年以来餐饮需求相对疲软，公司作为行业龙头，力争公司销量和吨价相对稳定，巩固市场份额。在行业弱复苏到来之前，我们预计公司仍将稳步销量为先，继续发力 8 元中高端产品，逐渐提升品牌势能，拓展多元消费场景。新管理层稳扎稳打，积极应对不利环境，巩固份额、蓄势待发。

风险提示：成本上涨风险、雨水天气风险、宏观经济放缓风险、食品安全风险

【食品饮料：晨光生物(300138.SZ)】主业反转持续，梯队业务多点开花——公司信息更新报告-20251028

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

主业反转持续，利润弹性释放

2025Q1-Q3 公司收入 50.5 亿元，同比-3.4%；扣非前后归母净利润 3.04、2.56 亿元，同比+385.3%、+1659%。2025Q3 单季收入 13.9 亿元，同比-19.9%，扣非前后归母净利润 0.89、0.72 亿元，同比扭亏。因植提和棉籽业务盈利能力改善现超预期，我们上调 2025-2027 年归母净利润预测至 3.95/4.49/5.37 亿元（前次 3.59/4.19/5.04 亿元），对应 2025-2027 年 EPS0.82/0.93/1.11 元，当前股价对应 2025-2027 年 17.6/15.5/13.0 倍 PE，主业持续改善，维持“买入”评级。

植提业务平稳增长，棉籽业务盈利能力大幅改善

2025Q1-Q3 公司植物提取类业务收入 24.99 亿元，同比增 7.35%，毛利率 20.86%，同比+4.91pct。其中辣椒红色素销量同比增约 36%、辣椒精销量同比增约 87%、食品级叶黄素同比增约 22%；花椒提取物销量同比增长超 29%，甜菊糖收入创同期新高；公司辣椒红、辣椒精份额继续提升，毛利率明显改善。棉籽类业务收入 23.53 亿元，同比降 10.54%，毛利率 7.20%，同比+8.05pct，毛利率逐步恢复到正常水平。

毛利率明显提升带动盈利能力明显改善

2025Q3 单季归母净利率同比+8.54pct。其中毛利率同比+10.56pct，主因植提业务加工利润改善、棉籽业务大幅扭亏贡献；公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比 0.91/1.47/1.98/-0.56pct，费用率同比有所提升，主因棉籽业务职工薪酬、在研项目同比增加。

核心主业持续改善，2026 年毛利率有望持续改善

公司辣椒红、辣椒精市场份额提升、加工利润持续改善，随着上游叶黄素原料供给去化、产品价格上涨，叶黄素有望迎来份额和加工利润双改善，公司三大主业低价原料储备充足，2026 年毛利率有望持续改善。梯队业务甜菊糖苷、花椒提取物等竞争优势明显，有望继续扩大份额。

风险提示：食品安全风险、价格波动风险、贸易政策风险。

【化工：云图控股(002539.SZ)】Q3 秋肥需求较弱拖累业绩，新产能落地或助力公司成长——公司信息更新

报告-20251028

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 宋梓荣（分析师）证书编号：S0790525070002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003

Q3 秋肥需求较弱拖累业绩，新产能落地或助力公司成长，维持“买入”评级

据公司公告，2025 年前 3 季度，公司实现营业收入 158.7 亿元，同比+1.1%；归母净利润 6.75 亿元，同比+0.86%。Q3，公司实现营业收入 44.69 亿元，同比-4.73%、环比-21.43%；归母净利润 1.64 亿元，同比-23.88%、环比-36.22%。Q3，公司磷复肥进入需求淡季，产品销量环比下滑，拖累公司业绩。由于 2025 年 H2 复合肥需求较弱，我们下调前期预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.08(-1.32)、13.02(-0.83)、16.21(-0.22)亿元，EPS 分别为 0.75、1.08、1.34 元，当前股价对应 PE 分别为 13.5、9.4、7.6 倍。随着公司合成氨、磷矿石等项目逐步落地，氮、磷产业链一体化布局逐步完善，公司盈利能力有望持续提升，维持公司“买入”评级。

三季度秋肥需求较弱，以及纯碱、黄磷等价差收窄拖累公司业绩

Q3 前期得益于原料上涨的带动，主流企业预收情况尚可。但进入 9 月，局部干旱、降水、高温等天气频发，对秋肥走货带来制约，同时主要氮磷钾原料价格走跌，下游经销商拿货心态谨慎。整体上三季度秋肥较弱，公司复合肥 Q3 销量环比下降。此外，Q3 纯碱、黄磷等产品价格价差，拖累公司业绩。据 Wind 数据及我们计算，2025Q3，复合肥、磷酸一铵、纯碱、黄磷价格分别环比 Q2-0.6%、+0.6%、-8.5%、-3.7%；价差分别环比 Q2-6.5%、-1.2%、-11.4%、-12.9%。

合成氨、磷矿石、广西贵港等项目持续推进，公司复合肥成本有望持续下降

合成氨方面，预计 2025 年年底，公司将投产 70 万吨/年合成氨产能，进而降低公司复合肥、纯碱等终端产品生产成本。磷矿石方面，阿居洛呷磷矿 290 万吨采选工程已于 2025 年 3 月动工，正式进入矿山建设期。远期公司还有两宗磷矿开采规划，以及广西贵港项目建设规划。未来随着公司上游原料产能布局逐步完善，公司复合肥产品成本有望持续下降，进而推动公司业绩稳步增长。

风险提示：下游需求恢复不及预期、行业竞争加剧、原材料价格大幅波动等。

【化工：兴发集团(600141.SH)】Q3 业绩高增，前瞻布局固态电池及液冷材料——公司信息更新报告-20251028

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

Q3 归母净利润环比高增，特种化学品、肥料、有机硅放量，草甘膦价格上涨

公司发布 2025 年三季报，前三季度实现营收 237.81 亿元，同比+7.8%；归母净利润 13.18 亿元，同比+0.3%；扣非净利润 12.45 亿元，同比-1.9%。其中 Q3 实现营收 91.61 亿元，同比+6.0%、环比+23.9%；归母净利润 5.92 亿元，同比+16.2%、环比+42.1%；扣非净利润 5.79 亿元，同比+12.7%、环比+32.7%，Q3 业绩同环比增长主要受益于草甘膦价格上涨和特种化学品、肥料及有机硅系列销量增长。考虑四季度为农药化肥需求淡季，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 18.17 (-2.45)、23.27、26.82 亿元，EPS 分别 1.65、2.11、2.43 元/股，当前股价对应 PE 为 16.2、12.7、11.0 倍。我们看好公司持续完善产业链，新旧动能转换加速向世界一流精细化工企业迈进，维持“买入”评级。

销售毛利率有所承压，布局固态电解质、液冷硅油等材料和关键技术研发

(1) 分业务看，2025 年 1-9 月，特种化学品、农药、肥料、有机硅系列营收 39.4、39.6、32.4、20.8 亿元，同比-0.7%、-1.0%、+8.2%、+11.7%，销量同比+6.8%、+4.1%、+10.4%、+31.5%，不含税售价同比-7.1%、-4.9%、-2.0%、-15.0%；Q3 单季度特种化学品、肥料、有机硅系列环比量升价跌，农药环比价升量跌。(2) 盈利能力，2025 年前三季度公司销售毛利率、净利率为 16.78%、6.17%，同比分别-1.18、+0.15pcts，相较 2024 年报-2.74、+0.47pcts。2025Q3 销售毛利率、净利率为 17.32%、7.41%，环比分别-2.55、+1.27pcts。(3) 公司公告固态电解质

已完成小试工艺开发，正开展溶剂、铝源等关键工艺参数优化，已明确扩试工艺路线。公司黄磷产能约 17 万吨/年，并掌握了行业领先的超纯黄磷净化技术；此外，公司拥有二十多年五硫化二磷生产经验，在充分参考下游新能源客户产品质量要求的基础上，目前在建 1 万吨/年高端五硫化二磷产能，计划 2026 年上半年建成。公司电池级硫化锂工艺正处于技术调研阶段。此外，公司研发团队正持续开展液冷硅油关键技术攻关，前期已协同相关领域客户推进产品对标验证工作。

风险提示：原材料及产品价格波动、项目进展不及预期、安全环保风险等。

【化工：三美股份(603379.SH)】Q3 利润断层增长，制冷剂行情趋势延续，当下确定性、弹性空间兼具，主升正在进行中——公司信息更新报告-20251028

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 李思佳（分析师）证书编号：S0790525070006

2025Q3 利润增幅年内新高，制冷剂主升行情进行时，维持“买入”评级

公司 2025 前三季度实现营收 44.29 亿元，同比+45.72%；实现归母净利润 15.91 亿元，同比+183.66%；毛利率达 50.73%，同比+22.45pcts；净利率达 35.67%，同比+17.27pcts。其中 Q3 单季度实现营收 16.01 亿元，同比+60.29%；实现归母净利润 5.96 亿元，同比+236.57%；毛利率达 52.90%，同比+21.82pcts，环比+1.3pcts。受益于制冷剂价格超预期恢复性上涨，公司业绩持续高增，我们上调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 23.63、33.66、39.33（前值 20.80、26.08、29.72）亿元，EPS 分别为 3.87、5.51、6.44（前值 3.41、4.27、4.87）元，当前股价对应 PE 为 14.5、10.2、8.7 倍。我们看好制冷剂景气趋势的延续，价格、盈利、估值提升空间依然较大，维持“买入”评级。

制冷剂保持恢复性上涨态势，趋势仍在延续，当下确定性、空间弹性兼具

公司 2025 前三季度氟制冷剂、氟发泡剂、氟化氢销量分别为 9.54、0.65、5.01 万吨，分别同比-1.9%、-10.5%、-1.8%；营收分别为 38.00、1.56、4.18 亿元，分别同比+53.6%、+28.2%、+6.7%；均价分别为 39,830、23,896、8,330 元/吨，分别同比+56.5%（+14,380 元/吨）、+43.2%、+8.6%。

公司 Q3 单季度氟制冷剂、氟发泡剂、氟化氢销量分别为 3.34、0.22、1.77 万吨；营收分别为 13.81、0.59、1.41 亿元；均价分别为 41,297、26,286、7,981 元/吨，其中氟制冷剂均价同比+55.6%（+14,765 元/吨），环比+2.4%（+979 元/吨）。

我们认为：HFCs 制冷剂作为功能性制剂，“刚需消费品”属性与全球“特许经营”商业模式的“基因”逐步形成，其价格持续恢复性上涨、毛利恢复性上升，趋势或仍将延续。当下公司既具备确定性（估值低、趋势强），又具备较大向上空间（价格空间、估值弹性）双重特征，性价比显著。

风险提示：安全生产风险，政策变化风险，终端消费不振。

【化工：恒力石化(600346.SH)】三季报超预期，反内卷及扩内需或推动行业景气向上——公司信息更新报告-20251028

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 宋梓荣（分析师）证书编号：S0790525070002 | 蒋跨跃（分析师）证书编号：S0790523120001

三季报业绩超预期,反内卷及内需增长或推动行业景气向上,维持“买入”评级

据公司公告，2025 年前 3 季度，公司实现营业收入 1,573.84 亿元，同比-11.46%；归母净利润 50.23 亿元，同比-1.61%。Q3 公司实现营业收入 534.96 亿元，同比-17.98%、环比+14.15%；归母净利润 19.72 亿元，同比+81.47%、环比+97.41%。Q3 公司原油平均进价环比下跌，而公司整体产品价格环比企稳、销量环比增长，业绩超预期增长。未来随着 PTA 及石化行业反内卷推进，以及国内需求稳步增长，炼化行业景气有望上行。我们维持公司前期盈利

预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 76.38、99.71、123.24 亿元，EPS 分别为 1.09、1.42、1.75 元，当前股价对应 PE 分别为 15.7、12.1、9.7 倍，维持“买入”评级。

2025Q3，公司原油平均进价环比下跌，而整体产品价、销量环比稳中有增

原料端，2025 年前 3 季度，公司主要原材料煤炭、原油、PX 平均进价分别为 555、3,680、6,029 元/吨，分别较 2025H1-2.1%、-8.5%、-0.03%，其中原油进价下降明显。销量方面，Q3 炼化产品、PTA 及新材料产品销量分别为 553、312、139 万吨，分别环比 39.5%、-10.8%、-9.8%，炼化产品销量环比增长明显，产品总销量环比+11.5%。销售均价方面，Q3 炼化产品、PTA 及新材料板块销售均价分别为 4,854、4,221、7,039 元/吨，分别环比-1.6%、+3.4%、+1.3%，公司整体产品价格环比+0.9%。2025Q3，公司原油平均进价环比下跌，而整体产品价、销量环比稳中有增，公司出色的成本控制能力和经营管理水平进一步凸显。

反内卷及内需增长或推动行业景气向上，公司业绩上行弹性充足

截至 2025 年 9 月，国内 PTA 行业 CR7 达到 76%，行业龙头产能集中度高，且 2025 年 7 月以来 PTA 行业陷入全行业亏损，具备良好反内卷条件。此外，据金联创报道，目前国内常减压装置炼能在 200 万吨/年及以下的炼厂接近 40 家，炼能合计在 4000 万吨附近，这些小型、落后设施或将淘汰。10 月 23 日，二十届四中全会公报强调要坚持扩大内需，增强国内大循环内生动力和可靠性。我们认为，随着国内“反内卷”行动的展开，以及国内需求持续增加，炼化行业景气度或将步入上行区间，公司作为行业内优质龙头企业具有较强业绩上行弹性。

风险提示：下游需求不及预期、油价大幅波动、公司产品所处行业产能过剩。

【化工：扬农化工(600486.SH)】业绩符合预期，看好辽宁优创项目放量——公司信息更新报告-20251028

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

Q3 业绩符合预期，多数主营产品价格仍承压，看好辽宁优创项目放量

公司发布 2025 年三季报，前三季度实现营收 91.56 亿元，同比+14.2%；归母净利润 10.55 亿元，同比+2.9%；扣非净利润 10.44 亿元，同比+5.8%。其中 Q3 实现营收 29.23 亿元，同比+26.1%、环比-2.3%；归母净利润 2.5 亿元，同比-5%、环比-32.7%；扣非净利润 2.48 亿元，同比-0.5%、环比-32.2%，Q3 业绩同环比承压主要受产品价格拖累，考虑四季度为农药需求淡季且公司多数主营产品价格延续下跌，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 12.65 (-1.45)、16.00、18.23 亿元，对应 EPS 为 3.12、3.95、4.50 元/股，当前股价对应 PE 为 20.8、16.5、14.5 倍。我们看好公司深化提质增效，随着辽宁优创项目有序推进，中长期成长确定性强，维持“买入”评级。

2025Q3 原药、制剂平均售价同比上涨，盈利能力有所承压

(1) 分业务看，2025 年 1-9 月，公司原药、制剂（不折百）销量 8.63、3.32 万吨，同比+13.5%、-3.1%；营收 54.09、13.23 亿元，同比+12.2%、-4.6%；不含税均价为 6.27、3.98 万元/吨，同比-1.1%、-1.6%；Q3 单季度原药同比量价齐升、环比量升价跌，制剂同环比均价升量跌。(2) 盈利能力方面，2025 年前三季度公司销售毛利率、净利率为 22.35%、11.53%，同比分别-1.67、-1.27pcts；2025Q3 销售毛利率、净利率为 19.61%、8.54%，环比分别-2.94、-3.86pcts，盈利能力有所承压。截至 10 月 26 日，中农立华原药价格指数报 74.92 点，同比上涨 1.12%，环比 9 月上涨 0.11%。跟踪的上百个产品中，同比 70%产品下跌；环比 9 月 69%产品持平，5%产品上涨。据 Wind 和百川盈孚数据，2025Q4 以来，公司主营的联苯菊酯、功夫菊酯、硝磺草酮、吡啶醚菌酯等价格环比下跌，草甘膦、多菌灵等价格环比上涨。我们认为，当前多数农药产品供需失衡、价格仍处于底部，公司依托多产快销、降本增效，经营业绩稳中有进，同时高效推进辽宁优创一阶段项目生产调试、快速投产见效，彰显农化龙头本色，中长期成长动力充足。

风险提示：项目进展不及预期、农药价格下跌、安全环保风险、汇率波动等。

【公用事业：华明装备(002270.SZ)】重视股东回报延续高比例分红，海外营收同比高增——公司信息更新报

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

11 / 16

告-20251028

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

公司发布 2025 年三季报，海外营收同比高增，兼具成长与红利属性

2025Q1-3 公司实现营业收入 18.15 亿元，yoy+6.9%；归母净利润 5.81 亿元，yoy+17.7%；销售毛利率/净利率分别为 55.4%/32.5%，同比分别提高 5.6pct/3.1pct。公司发布三季度利润分配方案，拟派发现金分红 1.79 亿元，每股股利 0.20 元；2025 年前三季度公司累计分红 3.58 亿元，每股股利 0.40 元，股利支付率 61.7%。考虑到公司海外营收占比持续提高，毛利率水平提升，我们看好公司在行业中的竞争优势地位，上调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 7.47/8.93/10.39 亿元(7.44/8.72/10.14 亿元)，EPS 为 0.83/1.00/1.16 元(原值 0.83/0.97/1.13 元)，对应当前股价 PE 为 21.7/18.2/15.6 倍，维持“买入”评级。

电力设备业务持续增长，国内需求稳健，海外需求高增

分接开关技术壁垒高，竞争格局稳定，公司作为国内第一、全球第二的行业龙头，全面持续受益于全球能源转型与电力需求增长。2025Q1-3 全国电网工程建设完成投资 4378 亿元，yoy+9.9%；截至 2025 年 9 月底，全国全口径发电装机容量达 37.17 亿千瓦，yoy+17.5%；2025Q1-3 新增风电、光伏装机分别为 61GW、240GW。海外变压器需求同比高增，2025Q1-3 我国出口变压器总金额 464.72 亿元，yoy+40.2%。2025Q1-3 公司电力设备业务实现营业收入 15.35 亿元，yoy+16.5%；其中国内营收 10.49 亿元，yoy+6.7%；海外营收 4.86 亿元，yoy+45.4%。

国内高端市场有望持续实现突破，海外市场布局有望开花结果

公司是国内首先掌握特高压分接开关制造技术的企业，打破了国外企业的垄断。2025 年，公司的换流变分接开关实现从第一台到第一批的跨越，在±800kV 陇东-山东直流工程批量投运，高技术壁垒为持续开拓国内外高端电力装备市场提供核心支撑。公司持续深化东南亚、欧美及中东等市场的本土化战略，随着土耳其工厂、印尼工厂、新加坡团队等布局的稳步落地，公司海外业务有望持续突破。

风险提示：电网投资不及预期、电源投资不及预期、宏观及政策风险、海外市场开拓不及预期、海外投资环境变化风险、财务及汇率风险。

【食品饮料：东鹏饮料(605499.SH)】收入延续快速增长，新品依然强劲——公司信息更新报告-20251028

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

2025Q3 延续快速增长

公司 2025Q1-Q3 收入 168.4 亿元，同比增 34.1%，扣非前后归母净利润 37.6、35.4 亿元，同比增 38.9%、32.9%。2025Q3 单季收入 60.1 亿元，同比增 30.4%，扣非前后归母净利润 13.9、12.7 亿元，同比增 41.9%、32.7%。因电解质水和果汁茶表现超出预期，我们上调 2025-2027 年归母净利润预测至 44.97/56.98/66.11（前次 42.28/52.14/57.45 亿元），对应 2025-2027 年 EPS8.65/10.96/12.71 元，当前股价对应 2025-2027 年 33.2/26.2/22.6 倍 PE，新品势头较好，维持“增持”评级。

东鹏饮料维持较快增长，补水啦延续高增长

2025Q1-Q3 公司东鹏能量饮料营收同比+19.6%，高基数下能量饮料实现较快增长；补水啦同比增 135.1%，增长势头依然强劲，主因网点覆盖率提升至 80%左右；其他饮料产品同比增 75.4%，其中果汁茶加快增长。2025Q3 公司东鹏能量饮料营收同比增 15.1%，补水啦营收同比增 84.2%，能量饮料增速有所放缓，补水啦依然高增。分区域看，广东、华东、华中、广西、西南、华北等市场营收同比分别增 2.0%、33.5%、27.0%、8.0%、67.6%、73.2%，广东、广西等成熟市场增速有明显放缓，补水啦、新增网点覆盖带动下华东、华北市场保持 30%以上增长。

净利率同比有所提升

2025Q3 归母净利率高基数下同比+1.85pct 至 22.7%。其中毛利率同比-0.6pct，预计补水啦高速增长下产品结构影响毛利率略降，预计白糖等原料价格下降对毛利率有正贡献。公司销售、管理、研发、财务费用率同比-2.60、+0.13、-0.13、+0.50pct，整体费用率有所下降，预计主因三季度冰柜等投入环比二季度有所减少所致。

新品逐渐接力，支撑收入较快增长

老品增速有所放缓，当前次新品网点覆盖仍有提升空间，新品果汁茶高速增长；公司渠道优势突出，精准数字化营销赋能新品，新品接力高增，有望支撑公司收入较快增长。

风险提示：竞争加剧风险、原材料价格大幅上涨风险、食品安全风险。

【食品饮料：劲仔食品(003000.SZ)】收入环比改善，期待旺季表现——公司信息更新报告-20251028

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 陈钟山（分析师）证书编号：S0790524040001

短期利润波动，维持“增持”评级

公司发布 2025 三季报，2025Q1-3 实现营收 18.1 亿元，同比增长 2.1%；实现归母净利润 1.7 亿元，同比下滑 19.5%。2025Q3 实现营收 6.8 亿元，同比增长 6.5%；归母净利润 0.61 亿元，同比下滑 14.8%。公司短期费用投入和成本波动影响较大，利润有所承压。我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 24.9、28.0、31.8 亿元，同比分别增长 3.2%、12.6%、13.5%；实现归母净利润 2.5、3.1、3.6 亿元，同比分别变化-14.9%、+24.0%、+17.3%，当前股价对应 PE 分别为 21.5、17.4、14.8 倍，公司做为辣卤零食细分头部企业，费用投入营销，期待公司旺季发力，维持“增持”评级。

新产品新渠道表现较好，收入环比改善

公司 2025 年三季度收入同比增长 6.5%，环比二季度下滑情况有所改善。产品端，预计鱼制品保持双位数左右增长，蛋类产品基数较高有所承压，豆制品相对稳健，同时公司布局高景气魔芋京门爆肚产品表现较好。渠道端零食量贩增速较好，会员店布局产品开发，有望后续放量；传统流通渠道相对稳健。

成本影响毛利率，营销投入影响销售费用

公司 2025Q3 毛利率为 28.9%，同降 1.1pct，预计其中小鱼原材料影响较大，另外今年魔芋原料价格相对高位。公司 2025Q3 销售费用率为 13.8%，同比提升 1.6pct，管理费用率为 3.8%，同比提升 1.4pct，环比均有所好转，营销费用主动有所调整。公司持续拓展产品矩阵，完善全渠道覆盖，期待公司后续在塘心鹤鹑蛋、短保豆干等新产品和零食量贩、山姆会员店等新兴渠道销售表现。

风险提示：原材料价格波动风险，行业竞争加剧风险，新产品推广销量不及预期风险。

【农林牧渔：华统股份(002840.SZ)】财务状况改善，持续推动成本下降——公司信息更新报告-20251028

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

财务状况改善，持续推动成本下降，维持“买入”评级

公司发布 2025 年三季报，2025Q1-Q3 营收 60.88 亿元(同比-6.13%)，归母净利润 0.71 亿元(同比+32.93%)，单 Q3 营收 18.44 亿元(同比-20.52%)，归母净利润-0.05 亿元(同比-102.99%)。公司养殖成本持续下降，但受猪价下行及行业宏观产能调控影响，我们下调公司 2025、2027 年盈利预测，上调公司 2026 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.04/3.52/5.45(2025-2027 年原预测分别为 2.37/2.43/7.61)亿元，对应 EPS 分别为 0.00/0.44/0.68 元，当前股价对应 PE 为 2218.9/25.0/16.1 倍。公司财务状况改善，持续推动成本下降，维持“买入”评级。

公司生猪出栏相对维稳，持续推进成本下降

2025Q1-Q3 公司生猪出栏 187.4 万头（同比-3.80%），其中外销仔猪 3.8 万头，2025Q3 公司实现生猪出栏 60.3

万头(同比-1.43%)。公司积极响应行业产能调控政策,截至 2025 年 9 月末,公司能繁存栏 13.3 万头,预计年底降至 13 万头以内。成本方面,2025M7-M9 生猪完全成本 13.6/13.4/13.3 元/公斤,公司 2025 年底成本目标降至 13 元/公斤以内。公司生猪出栏相对维稳,持续推进成本下降,生猪养殖高质量发展。

公司财务状况持续改善,生猪屠宰经营稳健贡献利润

公司财务状况持续向好,截至 2025 年 9 月末,公司资产负债率 60.40%(同比-14.02pct),账面货币资金 13.38 亿元(同比+96.31%)。公司生猪屠宰业务经营稳健,2025Q3 公司生猪屠宰量 120 万头,屠宰头均利润约 14 元。公司生猪养殖屠宰协同发展,屠宰产能利用率提升贡献利润。

风险提示:动物疫病风险、猪价异常波动风险、公司出栏及成本下降不及预期。

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 年半季报，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 4.78% 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。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