

## 兴发集团（600141.SH） Q3 业绩高增，前瞻布局固态电池及液冷材料

2025 年 10 月 28 日

## ——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**

金益騰 (分析师)

徐正凤（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

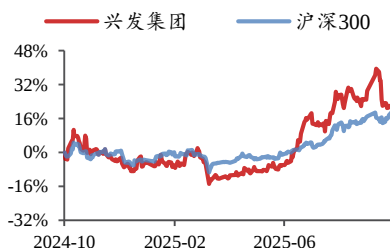
xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号: S0790520020002

证书编号: S0790524070005

| 日期           | 2025/10/27  |
|--------------|-------------|
| 当前股价(元)      | 26.72       |
| 一年最高最低(元)    | 31.38/19.24 |
| 总市值(亿元)      | 294.79      |
| 流通市值(亿元)     | 294.79      |
| 总股本(亿股)      | 11.03       |
| 流通股本(亿股)     | 11.03       |
| 近 3 个月换手率(%) | 99.04       |

### 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《业绩符合预期，拟收购桥沟矿业增强磷矿资源保障—公司信息更新报告》-2025.8.26

《全年业绩稳步增长，高额分红回报  
股东——公司信息更新报告》-2025.4.3

● **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。

## 财务摘要和估值指标

| 指标         | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 28,281 | 28,396 | 29,835 | 32,167 | 33,384 |
| YOY(%)     | -6.7   | 0.4    | 5.1    | 7.8    | 3.8    |
| 归母净利润(百万元) | 1,401  | 1,601  | 1,817  | 2,327  | 2,682  |
| YOY(%)     | -76.1  | 14.3   | 13.5   | 28.0   | 15.3   |
| 毛利率(%)     | 16.2   | 19.5   | 18.9   | 19.8   | 18.8   |
| 净利率(%)     | 5.0    | 5.6    | 6.1    | 7.2    | 8.0    |
| ROE(%)     | 6.4    | 7.1    | 8.3    | 10.1   | 10.7   |
| EPS(摊薄/元)  | 1.27   | 1.45   | 1.65   | 2.11   | 2.43   |
| P/E(倍)     | 21.0   | 18.4   | 16.2   | 12.7   | 11.0   |
| P/B(倍)     | 1.4    | 1.4    | 1.3    | 1.3    | 1.2    |

数据来源：聚源、开源证券研究所

附表 1：2025 年前三季度同比：公司特种化学品、农药、肥料、有机硅系列量升价跌

| 2025 年 1-9 月 | 产量<br>(万吨) | 销量<br>(万吨) | 营收<br>(亿元) | 不含税售价<br>(元/吨) | 产量<br>同比 | 销量<br>同比 | 营收<br>同比 | 不含税售价<br>同比 |
|--------------|------------|------------|------------|----------------|----------|----------|----------|-------------|
| 特种化学品        | 40.8       | 40.9       | 39.4       | 9,642.4        | -8.1%    |          | -0.7%    | -7.1%       |
| 农药           | 17.1       | 19.5       | 39.6       | 20,336.6       | -12.9%   | 4.1%     | -1.0%    | -4.9%       |
| 肥料           | 108.8      | 106.2      | 32.4       | 3,054.1        | 3.7%     | 10.4%    | 8.2%     | -2.0%       |
| 有机硅系列产品      | 26.3       | 22.8       | 20.8       | 9,094.8        | 41.3%    | 31.5%    | 11.7%    | -15.0%      |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

附表 2：2025Q3 环比：公司特种化学品、肥料、有机硅系列量升价跌，农药价升量跌

| 2025Q3      | 产量<br>(万吨) | 销量<br>(万吨) | 营收<br>(亿元) | 不含税售价<br>(元/吨) | 产量<br>同比 | 销量<br>同比 | 营收<br>同比 | 不含税<br>售价同<br>比 | 产量<br>环比 | 销量<br>环比 | 营收<br>环比 | 不含税<br>售价环<br>比 |
|-------------|------------|------------|------------|----------------|----------|----------|----------|-----------------|----------|----------|----------|-----------------|
| 特种化学品       | 14.7       | 14.0       | 13.3       | 9,500.9        | -6.0%    | 4.8%     | -2.7%    | -7.1%           | 5.4%     | 1.7%     | 0.5%     | -1.3%           |
| 农药          | 5.3        | 6.5        | 14.0       | 21,531.4       | -24.1%   | 3.7%     | 4.6%     | 0.9%            | -17.5%   | -7.3%    | 2.6%     | 10.7%           |
| 肥料          | 38.6       | 45.9       | 13.2       | 2,874.4        | 10.1%    | 53.2%    | 32.4%    | -13.6%          | 12.3%    | 54.3%    | 25.6%    | -18.6%          |
| 有机硅系列<br>产品 | 9.3        | 8.5        | 7.1        | 8,355.1        | 29.9%    | 23.9%    | 3.2%     | -16.7%          | -1.9%    | 2.4%     | -6.3%    | -8.5%           |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

附表 3：2025 年前三季度，煤炭、纯碱、金属硅等原材料平均进价同比下跌

| 主要原料        | 2025 年 1 至 9 月<br>平均进价 (元/吨) | 2024 年 1 至 9 月<br>平均进价 (元/吨) | 变动比率 (%) |
|-------------|------------------------------|------------------------------|----------|
| 白煤          | 1,009.89                     | 1,136.29                     | -11.12   |
| 纯碱          | 1,265.90                     | 1,801.07                     | -29.71   |
| 硫磺          | 1,943.74                     | 903.24                       | 115.2    |
| 烟煤          | 707                          | 859.76                       | -17.77   |
| 金属硅         | 8,675.13                     | 11,667.72                    | -25.65   |
| 甲醇（生产有机硅）   | 2,296.66                     | 2,372.85                     | -3.21    |
| 浓硫酸         | 549.5                        | 339.63                       | 61.79    |
| 甲醇（生产草甘膦）   | 2,091.55                     | 2,179.48                     | -4.03    |
| 冰醋酸（生产甘氨酸）  | 2,310.44                     | 2,791.55                     | -17.23   |
| 乌洛托品（生产甘氨酸） | 4,607.71                     | 5,516.27                     | -16.47   |
| 工业盐         | 305.55                       | 366.19                       | -16.56   |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

附表 4：主营产品价格：2025Q4 以来，磷酸二铵、草甘膦、磷酸铁价格环比 Q3 有所上涨

| 均价<br>(元/吨) | 磷矿石<br>30%:船<br>板含税价 | 黄磷     | 磷酸热<br>法酸<br>85%工<br>业 | 六偏磷<br>酸钠 | 三聚磷<br>酸钠 | 磷酸一<br>铵 58%<br>粉状 | 磷酸二<br>铵 64% | 复合肥<br>(45%CL) | 草甘膦    | 有机硅<br>DMC | 107 胶  | 二甲基<br>硅油 | 磷酸<br>铁 |
|-------------|----------------------|--------|------------------------|-----------|-----------|--------------------|--------------|----------------|--------|------------|--------|-----------|---------|
| 2017Y       | 399                  | 15,115 | 4,850                  | 6,404     | 5,371     | 2,014              | 2,467        | 1,882          | 23,635 | 23,219     | 23,892 | 24,730    |         |
| 2018Y       | 512                  | 14,905 | 4,695                  | 6,693     | 5,730     | 2,371              | 2,695        | 2,053          | 26,493 | 29,419     | 30,104 | 33,397    | 16,593  |
| 2019Y       | 485                  | 16,582 | 5,184                  | 6,859     | 5,873     | 2,148              | 2,522        | 2,031          | 24,111 | 18,820     | 19,318 | 21,368    | 12,500  |
| 2020Y       | 400                  | 15,674 | 5,033                  | 6,912     | 5,501     | 1,980              | 2,212        | 1,824          | 22,126 | 18,717     | 19,148 | 20,372    | 12,179  |
| 2021Y       | 540                  | 26,846 | 8,589                  | 7,518     | 6,217     | 3,018              | 3,225        | 2,592          | 50,329 | 31,516     | 32,127 | 33,507    | 16,410  |

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

| 均价<br>(元/吨)  | 磷矿石<br>30%:船<br>板含税价 | 黄磷     | 磷酸热<br>法酸<br>85%工<br>业 | 六偏磷<br>酸钠 | 三聚磷<br>酸钠 | 磷酸一<br>铵 58%<br>粉状 | 磷酸二<br>铵 64% | 复合肥<br>(45%CL) | 草甘膦    | 有机硅<br>DMC | 107 胶  | 二甲基<br>硅油 | 磷酸<br>铁 |
|--------------|----------------------|--------|------------------------|-----------|-----------|--------------------|--------------|----------------|--------|------------|--------|-----------|---------|
| 2022Y        | 868                  | 33,147 | 10,096                 | 9,800     | 7,933     | 3,633              | 3,817        | 3,482          | 62,552 | 23,774     | 24,220 | 28,180    | 23,940  |
| 2023Y        | 986                  | 25,029 | 7,479                  | 9,108     | 8,211     | 3,251              | 3,636        | 2,938          | 32,672 | 14,962     | 15,569 | 17,253    | 13,828  |
| 2024Y        | 1,035                | 22,808 | 6,762                  | 8,420     | 6,888     | 3,421              | 3,711        | 2,804          | 25,062 | 14,005     | 14,251 | 15,606    | 10,419  |
| 2025Y        | 1,040                | 22,780 | 6,919                  | 8,002     | 6,627     | 3,578              | 3,723        | 2,882          | 24,685 | 12,221     | 12,865 | 14,738    | 10,522  |
| 2024Q1       | 1,030                | 23,153 | 6,578                  | 8,535     | 7,259     | 3,395              | 3,750        | 2,901          | 25,411 | 15,544     | 15,756 | 16,801    | 10,357  |
| 2024Q2       | 1,030                | 22,199 | 6,685                  | 8,516     | 7,029     | 3,321              | 3,698        | 2,784          | 25,636 | 13,702     | 13,963 | 15,052    | 10,416  |
| 2024Q3       | 1,039                | 22,792 | 6,767                  | 8,439     | 6,748     | 3,565              | 3,717        | 2,825          | 24,794 | 13,622     | 13,729 | 15,170    | 10,445  |
| 2024Q4       | 1,040                | 23,088 | 7,014                  | 8,195     | 6,520     | 3,401              | 3,679        | 2,706          | 24,416 | 13,164     | 13,568 | 15,410    | 10,457  |
| 2025Q1       | 1,040                | 23,285 | 7,002                  | 8,050     | 6,583     | 3,423              | 3,520        | 2,789          | 23,250 | 13,487     | 13,854 | 15,482    | 10,500  |
| 2025Q2       | 1,040                | 23,153 | 7,016                  | 8,050     | 6,685     | 3,619              | 3,808        | 2,933          | 23,403 | 12,133     | 12,978 | 14,879    | 10,562  |
| 2025Q3       | 1,040                | 22,270 | 6,813                  | 7,960     | 6,640     | 3,669              | 3,811        | 2,922          | 26,545 | 11,371     | 12,097 | 14,190    | 10,505  |
| 2025Q4       | 1,040                | 21,584 | 6,674                  | 7,823     | 6,534     | 3,650              | 3,820        | 2,879          | 27,453 | 11,193     | 11,800 | 13,648    | 10,522  |
| 2025/10/27   | 1040                 | 21609  | 6650                   | 7790      | 6507      | 3650               | 3820         | 2870           | 27295  | 11200      | 11800  | 13500     | 10525   |
| 历史分位         | 83.2%                | 52.9%  | 57.3%                  | 53.3%     | 56.4%     | 88.9%              | 93.9%        | 66.0%          | 59.9%  | 2.7%       | 0.6%   | 0.0%      | 32.1%   |
| 较 2025<br>年初 | 0.0%                 | -5.1%  | -3.6%                  | -3.2%     | 0.1%      | 9.0%               | 6.6%         | 6.7%           | 15.6%  | -13.8%     | -11.9% | -11.2%    | 0.2%    |
| 同比           | 0.0%                 | -8.8%  | -5.0%                  | -5.0%     | 0.1%      | 8.1%               | 2.6%         | 5.5%           | 9.3%   | -15.8%     | -13.2% | -12.9%    | 0.7%    |
| 最大值          | 1,100                | 65,082 | 20,900                 | 10,190    | 9,551     | 4,900              | 4,800        | 4,150          | 80,309 | 60,000     | 61,000 | 61,000    | 27,000  |
| 最小值          | 385                  | 13,037 | 4,400                  | 6,010     | 5,050     | 1,700              | 2,125        | 1,800          | 19,316 | 10,800     | 11,500 | 13,500    | 10,300  |

数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所（注：2025Y、2025Q3 数据截至 2025 年 10 月 27 日）

## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>      | 7774  | 8295  | 6549  | 10060 | 6961  |
| 现金               | 2268  | 1464  | 1966  | 1889  | 2314  |
| 应收票据及应收账款        | 1249  | 1603  | 998   | 2005  | 1005  |
| 其他应收款            | 121   | 94    | 105   | 124   | 106   |
| 预付账款             | 263   | 333   | 154   | 437   | 140   |
| 存货               | 2234  | 3539  | 1874  | 4249  | 1992  |
| 其他流动资产           | 1639  | 1260  | 1453  | 1357  | 1405  |
| <b>非流动资产</b>     | 37036 | 39481 | 39291 | 38993 | 38076 |
| 长期投资             | 1839  | 1642  | 1525  | 1409  | 1292  |
| 固定资产             | 26269 | 30301 | 30724 | 30819 | 30167 |
| 无形资产             | 2998  | 3046  | 3102  | 3199  | 3309  |
| 其他非流动资产          | 5931  | 4493  | 3940  | 3567  | 3309  |
| <b>资产总计</b>      | 44811 | 47776 | 45840 | 49053 | 45037 |
| <b>流动负债</b>      | 11897 | 14003 | 13055 | 16688 | 12661 |
| 短期借款             | 1724  | 2049  | 2867  | 3694  | 2049  |
| 应付票据及应付账款        | 5957  | 6178  | 5502  | 7537  | 5841  |
| 其他流动负债           | 4215  | 5775  | 4685  | 5457  | 4770  |
| <b>非流动负债</b>     | 10790 | 10891 | 9027  | 7172  | 5140  |
| 长期借款             | 9071  | 9119  | 7281  | 5413  | 3388  |
| 其他非流动负债          | 1719  | 1772  | 1745  | 1759  | 1752  |
| <b>负债合计</b>      | 22687 | 24894 | 22081 | 23860 | 17801 |
| 少数股东权益           | 1265  | 1419  | 1581  | 1793  | 2037  |
| 股本               | 1112  | 1103  | 1103  | 1103  | 1103  |
| 资本公积             | 7402  | 6818  | 6818  | 6818  | 6818  |
| 留存收益             | 12314 | 13254 | 14031 | 15607 | 17570 |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 20859 | 21463 | 22177 | 23400 | 25199 |
| <b>负债和股东权益</b>   | 44811 | 47776 | 45840 | 49053 | 45037 |

| 现金流量表(百万元)     | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1336  | 1589  | 5472  | 4460  | 6755  |
| 净利润            | 1409  | 1619  | 1979  | 2538  | 2926  |
| 折旧摊销           | 2070  | 2343  | 2249  | 2419  | 2565  |
| 财务费用           | 318   | 350   | 457   | 390   | 261   |
| 投资损失           | -118  | -121  | -119  | -111  | -118  |
| 营运资金变动         | -3031 | -3258 | 962   | -765  | 1158  |
| 其他经营现金流        | 688   | 656   | -56   | -11   | -36   |
| <b>投资活动现金流</b> | -2589 | -2039 | -1929 | -2000 | -1517 |
| 资本支出           | 2433  | 1503  | 2217  | 2225  | 1771  |
| 长期投资           | 105   | -698  | 117   | 117   | 117   |
| 其他投资现金流        | -261  | 162   | 171   | 108   | 137   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -1365 | -371  | -3860 | -3364 | -3168 |
| 短期借款           | -213  | 325   | 818   | 827   | -1645 |
| 长期借款           | 1132  | 48    | -1838 | -1868 | -2025 |
| 普通股增加          | -0    | -8    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 222   | -584  | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -2506 | -152  | -2840 | -2322 | 502   |
| <b>现金净增加额</b>  | -2600 | -812  | -317  | -904  | 2069  |

| 利润表(百万元)        | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 28281 | 28396 | 29835 | 32167 | 33384 |
| 营业成本            | 23695 | 22854 | 24198 | 25801 | 27098 |
| 营业税金及附加         | 351   | 570   | 522   | 579   | 401   |
| 营业费用            | 361   | 441   | 448   | 450   | 467   |
| 管理费用            | 472   | 567   | 540   | 595   | 494   |
| 研发费用            | 1117  | 1183  | 1223  | 1287  | 1235  |
| 财务费用            | 318   | 350   | 457   | 390   | 261   |
| 资产减值损失          | -355  | -452  | -149  | -106  | -67   |
| 其他收益            | 90    | 205   | 100   | 100   | 100   |
| 公允价值变动收益        | 9     | -23   | 10    | 9     | 10    |
| 投资净收益           | 118   | 121   | 119   | 111   | 118   |
| 资产处置收益          | 1     | 3     | 2     | 1     | 2     |
| <b>营业利润</b>     | 1779  | 2247  | 2514  | 3164  | 3575  |
| 营业外收入           | 91    | 18    | 50    | 50    | 50    |
| 营业外支出           | 125   | 182   | 120   | 100   | 100   |
| <b>利润总额</b>     | 1745  | 2083  | 2444  | 3114  | 3525  |
| 所得税             | 337   | 465   | 464   | 576   | 599   |
| <b>净利润</b>      | 1409  | 1619  | 1979  | 2538  | 2926  |
| 少数股东损益          | 8     | 17    | 162   | 212   | 244   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1401  | 1601  | 1817  | 2327  | 2682  |
| EBITDA          | 4451  | 5109  | 5069  | 5892  | 6354  |
| EPS(元)          | 1.27  | 1.45  | 1.65  | 2.11  | 2.43  |

| 主要财务比率         | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)        | -6.7  | 0.4   | 5.1   | 7.8   | 3.8   |
| 营业利润(%)        | -78.3 | 26.3  | 11.9  | 25.9  | 13.0  |
| 归属于母公司净利润(%)   | -76.1 | 14.3  | 13.5  | 28.0  | 15.3  |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)         | 16.2  | 19.5  | 18.9  | 19.8  | 18.8  |
| 净利率(%)         | 5.0   | 5.6   | 6.1   | 7.2   | 8.0   |
| ROE(%)         | 6.4   | 7.1   | 8.3   | 10.1  | 10.7  |
| ROIC(%)        | 5.6   | 6.0   | 6.5   | 8.0   | 9.4   |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)       | 50.6  | 52.1  | 48.2  | 48.6  | 39.5  |
| 净负债比率(%)       | 49.9  | 57.3  | 46.8  | 40.3  | 22.2  |
| 流动比率           | 0.7   | 0.6   | 0.5   | 0.6   | 0.5   |
| 速动比率           | 0.4   | 0.3   | 0.3   | 0.3   | 0.4   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.7   | 0.6   | 0.6   | 0.7   | 0.7   |
| 应收账款周转率        | 26.0  | 20.0  | 20.0  | 20.0  | 20.0  |
| 应付账款周转率        | 4.9   | 4.2   | 4.5   | 4.4   | 4.5   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 1.27  | 1.45  | 1.65  | 2.11  | 2.43  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 1.21  | 1.44  | 4.96  | 4.04  | 6.12  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 18.79 | 19.34 | 19.99 | 21.09 | 22.72 |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| P/E            | 21.0  | 18.4  | 16.2  | 12.7  | 11.0  |
| P/B            | 1.4   | 1.4   | 1.3   | 1.3   | 1.2   |
| EV/EBITDA      | 9.4   | 8.6   | 8.3   | 7.0   | 5.9   |

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

4 / 6

## 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。

## 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