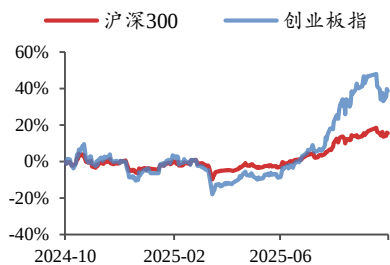


2025 年 10 月 23 日

开源晨会 1023

——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(%)
石油石化	1.584
银行	0.971
家用电器	0.82
房地产	0.754
传媒	0.591

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	-1.359
电力设备	-1.293
农林牧渔	-1.19
国防军工	-1.165
煤炭	-1.028

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

行业公司

【化工：硅宝科技(300019.SZ)】Q3 归母净利润同比高增，硅碳负极项目完工转固——公司信息更新报告-20251022

公司 2025 前三季度及 2025Q3 业绩均实现同比高增长，符合预期，“5 万吨/年锂电池用硅碳负极材料及专用粘合剂项目”完工转入固定资产。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.43、4.35、5.04 亿元，对应 EPS 为 0.87、1.11、1.28 元/股，当前股价对应 PE 为 23.6、18.6、16.1 倍。我们看好公司稳步推进项目建设和投资并购，力争在创立的第三个十年实现产值百亿目标，维持“买入”评级。

【地产建筑：保利发展(600048.SH)】营收微降利润承压，一线城市拿地占比超五成——公司信息更新报告-20251022

保利发展发布 2025 年三季报。公司收入利润均下滑，结转毛利率承压，但销售排名稳居首位，土储结构不断优化，一线城市拿地占比超 5 成，负债结构优化，资金成本优势明显。受公司结转毛利率下降影响，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 42.6、52.4、64.1 亿元（原值 56.8、65.6、75.1 亿元），EPS 分别为 0.36、0.44、0.54 元，当前股价对应 PE 估值分别为 21.3、17.3、14.1 倍，我们看好公司低价项目结转完成后业绩持续修复，维持“买入”评级。

【电子：通富微电(002156.SZ)】AI 浪潮下，AMD 合力与先进封装的价值重估之路——公司深度报告-20251022

2025 年 Q2 公司营收 69.46 亿元/yoy+19.8%，归母净利润 3.11 亿元/yoy+38.6%，双双创历史同期单季度新高，通富苏州与通富槟城背靠大客户贡献净利润 7.25 亿元；与此同时，公司多元化业务拓展顺利，在手机芯片、射频、消费电子热点领域、汽车电子、存储、显示驱动芯片等领域成绩斐然。我们看好公司在大客户渗透率提升、在国产算力产业链自主可控、多元化封测业务突破，三重逻辑下的成长机会，预计公司 2025-2027 分别实现营收 282.49/328.74/382.07 亿元，实现归母净利润 10.49/15.95/21.31 亿元，对应当前股价 PE 分别为 58.7/38.6/28.9 倍，维持“买入”评级。

【商贸零售：润本股份(603193.SH)】2025Q3 驱蚊业务高增，看好双 11 大促业绩表现——公司信息更新报告-20251021

公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 12.38 亿元 (+19.3%)、归母净利润 2.66 亿元 (+2.0%)，其中 2025Q3 实现营收 3.42 亿元 (+16.7%)、归母净利润 0.79 亿元 (-2.9%)。我们认为，公司在“驱蚊和婴童护理”领域地位领先，高性价比策略契合主流消费趋势，公司高效的运营能力和供应链优势奠定了竞争壁垒，产品的持续创新有望提供持续增长动能。

研报摘要

行业公司

【化工：硅宝科技(300019.SZ)】Q3 归母净利润同比高增，硅碳负极项目完工转固——公司信息更新报告-20251022

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，硅碳负极材料及专用粘合剂等项目转固有望贡献增量

公司发布 2025 年三季报，前三季度营收 26.51 亿元，同比+24.3%；归母净利润 2.29 亿元，同比+44.6%；扣非净利润 2.03 亿元，同比+37.6%；其中 Q3 营收 9.44 亿元，同比-3.1%、环比+1.6%；归母净利润 0.75 亿元，同比+32.2%、环比-10.0%；扣非净利润 0.71 亿元，同比+30.3%、环比-0.9%，公司 2025 前三季度及 2025Q3 业绩均实现同比高增长，符合预期，“5 万吨/年锂电池用硅碳负极材料及专用粘合剂项目”完工转入固定资产。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.43、4.35、5.04 亿元，对应 EPS 为 0.87、1.11、1.28 元/股，当前股价对应 PE 为 23.6、18.6、16.1 倍。我们看好公司稳步推进项目建设和投资并购，力争在创立的第三个十年实现产值百亿目标，维持“买入”评级。

原材料有机硅价格延续低位有望助力盈利修复，在建工程有序转固助力成长

2025Q3 公司销售费用、管理费用、研发费用、财务费用分别为 4,789、2,668、3,487、123 万元，同比+18.0%、-23.5%、+19.5%、+70.3%；环比-9.1%、+0.6%、+3.8%、+229.0%。据 Wind 和百川盈孚数据，2025Q3 有机硅 DMC 市场价格 11,380 元/吨，同比-16.4%、环比-5.9%。截至 10 月 22 日，有机硅 DMC 市场价格 11,300 元/吨，同比-17.5%、较 2025 年初-13.1%，处于 2017 年以来的 3.08%历史分位；我们测算价差 3,984 元/吨，同比-23.6%，处于 2017 年以来的 2.86%历史分位，目前供应端受部分厂家检修影响，整体供应量延续缩紧态势，需求端终端消化速度较缓慢，部分企业面临累库压力。主要原材料价格延续低位有望助力盈利能力修复，2025 年前三季度公司销售毛利率、净利率分别为 21.53%、8.64%，同比分别+0.9、+1.09pcts，相较 2024 年报分别+0.71、+1.02pcts。此外，2025 三季度末，公司在建工程较期初减少 13,489.01 万元，下降 72.19%，主要系公司“5 万吨/年锂电池用硅碳负极材料及专用粘合剂项目”和“年产 8500 吨偶联剂、411.7 吨异丙醇、719.6 吨一水合乙二胺项目”完工转入固定资产所致，我们看好公司在建工程有序转固，高附加值产能有序投放带来充足成长动力。

风险提示：原材料及产品价格波动、下游需求不及预期、行业政策不及预期等。

【地产建筑：保利发展(600048.SH)】营收微降利润承压，一线城市拿地占比超五成——公司信息更新报告-20251022

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

经营管理能力优秀的龙头央企，维持“买入”评级

保利发展发布 2025 年三季报。公司收入利润均下滑，结转毛利率承压，但销售排名稳居首位，土储结构不断优化，一线城市拿地占比超 5 成，负债结构优化，资金成本优势明显。受公司结转毛利率下降影响，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 42.6、52.4、64.1 亿元（原值 56.8、65.6、75.1 亿元），EPS 分别为 0.36、0.44、0.54 元，当前股价对应 PE 估值分别为 21.3、17.3、14.1 倍，我们看好公司低价项目结转完成后业绩持续修复，维持“买入”评级。

营收微降利润承压，合联营投资收益显著下滑

2025 前三季度公司实现营业收入 1737.2 亿元，同比-4.95%；实现归母净利润 19.3 亿元，同比-75.31%；实现

经营性净现金流 69.8 亿元，同比实现由负转正；毛利率和净利率分别为 13.4%和 3.8%，分别同比-2.5pct、-2.9pct。公司业绩下滑主要由于（1）结转规模和结转毛利率同比下降；（2）对合联营企业投资收益由 2024 年同期 15.2 亿元降至-2.1 亿元。

销售稳居第一，拿地均位于核心 38 城

2025 前三季度公司实现签约金额 2017.3 亿元，同比-16.5%；实现签约面积 1010.4 万方，同比-25.1%，销售排名稳居行业第一；实现销售回笼 1941 亿元，回笼率 96%。公司前三季度新增拿地建面 290 万方，总土地款 603 亿元，同比+45%，拿地强度约 30%，拿地均位于核心 38 城，其中北上广三城拿地金额占比 51%。截至三季度末，公司待开发建面 4516 万方，同比-14.6%。

货币资金保持稳健，融资成本不断压降

截至 2025 三季度末，公司货币资金余额 1226.5 亿元，同比-3.7%；资产负债率 73.3%，较年初下降 1.1pct。公司前三季度公开市场发债 283 亿元，票融资成本持续下行，最新发 3 年期中票融资成本仅 2.00%；截至 2025 上半年末，公司综合成本降至 2.89%，资产负债率 73.5%，扣除预收款的资产负债率为 63.3%、净负债率为 59.6%。

风险提示：行业恢复不及预期、政策放松不及预期、公司销售恢复不及预期。

【电子:通富微电(002156.SZ)】AI 浪潮下,AMD 合力与先进封装的价值重估之路——公司深度报告-20251022

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 陈瑜熙（分析师）证书编号：S0790525020003

“大客户+自主可控+多元化”，通富微电打开成长空间，维持“买入”评级

2025 年 Q2 公司营收 69.46 亿元/yoy+19.8%，归母净利润 3.11 亿元/yoy+38.6%，双双创历史同期单季度新高，通富苏州与通富槟城背靠大客户贡献净利润 7.25 亿元；与此同时，公司多元化业务拓展顺利，在手机芯片、射频、消费电子热点领域、汽车电子、存储、显示驱动芯片等领域成绩斐然。我们看好公司在大客户渗透率提升、在国产算力产业链自主可控、多元化封测业务突破，三重逻辑下的成长机会，预计公司 2025-2027 分别实现营收 282.49/328.74/382.07 亿元，实现归母净利润 10.49/15.95/21.31 亿元，对应当前股价 PE 分别为 58.7/38.6/28.9 倍，维持“买入”评级。

携手 AMD，通富微电厚增能力、业绩受益，看好 AI 时代的弹性增长机会

自 2015 年与 AMD 达成战略合作以来，通富微电承接 AMD 超过 8 成订单，品类包括高端处理器、显卡、服务器芯片等产品。在此期间公司：(1)厚增能力：2019 年实现 AMD7nm 全系列产品封测，2021 年量产 Chiplet，2024 年涉及 AMDInstinctMI300 以及 AIPC 芯片封测项目，已建成覆盖 2.5D/3D 等封装工艺的技术平台；(2)业绩受益：与 AMD 共享成长红利，全球 OSAT 营收排名已达 No.4。展望未来，我们认为大客户业务中 CPU 确定性高，GPU 弹性大，尤其在服务器 GPU 方面。10 月 6 日 AMD 已与 OpenAI 达成四年协议，预计可使 AMD 年营收增加数百亿美元，公司作为 AMD 战略合作伙伴有望深度受益。

高端先进封装是时代基石/本土机遇，国产核心龙头通富微电有望深度受益

算力产业已开启军备竞赛，国产算力跨越式发展的背景下，本土 AI 算力芯片蓬勃发展，自主可控趋势下产业链迎来发展窗口。Chiplet 工艺适配大尺寸算力芯片，兼备可行性和性价比，不仅是 AI 时代的核心解决方案，也符合我国集成电路政策与产业发展趋势。随算力各环节合力突破，公司厚积薄发，正当其时。

风险提示：AI 产业发展不及预期、高端先进封装产能释放不及预期、国际形势变化带来的不确定性风险。

【商贸零售:润本股份(603193.SH)】2025Q3 驱蚊业务高增，看好双 11 大促业绩表现——公司信息更新报告-20251021

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2025Q1-Q3 营收同比+19.3%，归母净利润同比+2.0%

公司发布三季报：2025Q1-Q3 实现营收 12.38 亿元（+19.3%）、归母净利润 2.66 亿元（+2.0%），其中 2025Q3 实现营收 3.42 亿元（+16.7%）、归母净利润 0.79 亿元（-2.9%）。我们认为，公司在“驱蚊和婴童护理”领域地位领先，高性价比策略契合主流消费趋势，公司高效的运营能力和供应链优势奠定了竞争壁垒，产品的持续创新有望提供持续增长动能。我们维持盈利预测不变，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 3.32/4.24/5.34 亿元，对应 EPS 为 0.82/1.05/1.32 元，当前股价对应 PE 为 32.8/25.7/20.4 倍，维持“买入”评级。

基孔肯雅热疫情拉动驱蚊业务高增，销售费用率上行影响净利率

分品类看，2025Q3 公司驱蚊/婴童护理/精油业务分别实现营收 1.32/1.46/0.43 亿元，同比分别 +48.5%/-2.8%/-7.0%，2025Q3 蚊虫叮咬情况明显，基孔肯雅热病例高发，市场对驱蚊产品需求旺盛；此外，2025Q3 驱蚊类产品平均售价同比+12.0%、婴童护理类+7.9%、精油类-2.4%，产品结构持续优化带动驱蚊类产品价格略有提升。分渠道看，根据久谦数据测算，2025Q1-Q3 润本在抖音、天猫、京东平台累计销售额同比分别 +41.2%/-5.3%/-6.8%。盈利能力方面，2025Q3 毛利率和净利率分别为 59.0%（+1.4pct）/22.9%（-4.6pct）。费用方面，2025Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 29.1%/2.4%/2.6%/-0.8%，同比分别+5.5pct/-0.1pct/-0.8pct/+2.4pct，预计因为竞争激烈销售投放加大，导致销售费用率增加影响净利率水平，财务费用率上升主要系利息收入同比下滑。

爆品表现持续亮眼，看好双 11 大促期间公司的业绩表现

产品端，儿童天然淡彩润唇膏为抖音儿童唇膏爆款榜 TOP2，蛋黄油特护精华霜稳居抖音婴儿面霜爆款榜 TOP3（截止 10 月 20 日），产品表现持续亮眼，公司爆品打造能力得以验证。渠道端，根据久谦数据测算，2025Q3 润本在京东、天猫和抖音三大电商平台增长亮眼，看好双 11 大促期间公司的整体业绩表现。

风险提示：消费意愿下行、新品不及预期、过度依赖营销、市场竞争加剧。

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