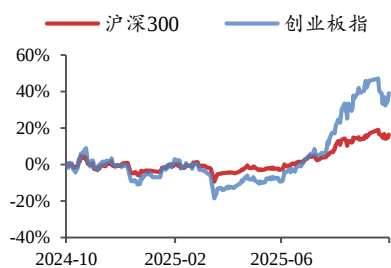


2025 年 10 月 22 日

开源晨会 1022

——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(%)
通信	4.904
电子	3.495
建筑装饰	2.359
综合	2.293
房地产	2.251

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	-1.018
食品饮料	0.227
交通运输	0.289
美容护理	0.31
银行	0.328

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

【固定收益】工业经济稳中有进，经济增长仍具韧性——2025年9月经济数据点评-20251021

行业公司

【食品饮料】9月社零增速边际回落，消费修复仍待巩固——行业点评报告
-20251021

【商贸零售】9月社零同比+3.0%，可选消费表现更佳——行业点评报告-20251020

【地产建筑】“金九”销售成色不足，单月竣工面积同比降幅转正——行业点评报告-20251020

【农林牧渔：海大集团(002311.SZ)】饲料销量延续增长，分拆上市助力公司海外发展——公司信息更新报告-20251021

【家电：萤石网络(688475.SH)】2025Q3 业绩稳健增长，AI 能力持续提升——公司信息更新报告-20251021

【化工：利安隆(300596.SZ)】Q3 归母净利润同环比增长，盈利能力延续修复——公司信息更新报告-20251021

研报摘要

总量研究

【固定收益】工业经济稳中有进，经济增长仍具韧性——2025年9月经济数据点评-20251021

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20日国家统计局公布2025年9月和前三季度经济数据，规上工增当月同比增长6.5%（前值为+5.2%，下同），社零当月同比增长3.0%（+3.4%），固投累计同比减少0.5%（+0.5%）。前三季度GDP按不变价格计算，同比增长5.2%，第三季度GDP同比增长4.8%。

整体：工业经济稳中有进，经济增长仍具韧性

1、生产：工业生产稳中有增，制造业高端化持续推进

9月规模以上工业增加值同比增长6.5%，环比增长0.64%（+0.37%），环比较8月提升0.27pct。采矿业、制造业同比提升拉动规上工增同比增长。装备制造业继续承担工业生产压舱石，前三季度规模以上装备制造业增加值同比增长9.7%，累计增加值占全部规上工增比重达35.9%，已连续31个月超过30%。

制造业高端化进程持续推进，9月份规模以上高技术制造业增加值同比增长10.3%，高于规模以上工业增速。前三季度，规模以上高技术制造业增加值同比增长9.6%，对全部规上工业增长的贡献率为24.7%。

2、消费：社零增速小幅回落，餐饮消费受节日错位影响承压

9月份社会消费品零售总额41971亿元，同比增长3.0%（+3.4%），较8月回落0.4pct；环比降低0.18%（+0.25%），较8月下降0.43pct，社零回落或主要受中秋节错月节假日减少等因素影响。9月餐饮收入同比增长0.9%，限额以上餐饮收入下降1.6%，分别较8月下降1.2pct、2.6pct，餐饮收入回落。

3、投资：固定资产投资同比回落，房地产投资持续寻底

1-9月固定资产投资同比减少0.5%，较1-8月回落1.0pct；扣除房地产开发投资后全国固定资产投资同比增长3.0%，较前值回落1.2pct。“两重”项目开工建设扎实推进，前三季度，基础设施投资同比增长1.1%，增速比全部投资高1.6pct，拉动全部投资增长0.2pct。

1-9月份，房地产开发投资同比下降13.9%，降幅较1-8月扩大1.0pct，房地产投资持续寻底。新建商品房销售面积65835万平方米，同比下降5.5%，降幅较前值扩大0.8pct；销售额同比下降7.9%，降幅较前值扩大0.6pct。国房景气指数进一步下滑至92.78，连续六个月下滑，仍处于较低景气水平区间。

市场：中美局势释放缓和信号，债市收益率震荡上行

经济数据于10:00公布，债市对经济数据整体反应不敏感，低利率环境下市场更为关注权益、商品端走势。周末中美经贸牵头人举行视频通话，同意尽快举行新一轮磋商，释放缓和信号，叠加权益端今日走强，债市收益率震荡上行。

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

【食品饮料】9月社零增速边际回落，消费修复仍待巩固——行业点评报告-20251021

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

投资建议：社零数据增速环比回落，消费需求基础仍待巩固

2025年9月社零数据增速环比回落，主要系9月节假日错期和“以旧换新”政策效果边际减弱。当前随着稳增长及促消费政策效能释放下，宏观经济保持稳中有进，逐步带动居民收入预期和消费需求回暖，食品饮料板块有望逐步改善。细分板块看，白酒行业当前已显现底部特征，后续需求进一步下滑的可能性较低，考虑板块估值相对低位，筹码结构稳定，建议适当布局白酒板块。大众品板块，新消费标的具备业绩增速快、成长性好的特点，且预计全年来看仍有较高成长性，建议从成长性角度按照新渠道、新品类、新市场等思路布局，重点关注卫龙美味、西麦食品、盐津铺子、百润股份等。

月度观察：9月社零增速延续回落，餐饮、饮料类消费增速环比下降

2025年9月社会消费品零售总额同比+3.0%，增速环比8月-0.4pct，9月社零数据增速边际回落，一方面受中秋节错期因素，9月节假日消费同比有所减少；另一方面“以旧换新”政策效应的边际减弱，家电电器、音像器材等增速环比回落。2025年9月餐饮及限额以上餐饮收入同比分别+0.9%、-1.6%，增速环比8月分别-1.2pct、-2.6pct，预计主要与9月节假日错位有关，政商务和家庭餐饮需求同比减少。细分子行业中，2025年9月粮油食品类、饮料类、烟酒类同比分别+6.3%、-0.8%、+1.6%，增速环比8月分别+0.5pct、-3.6pct、+3.9pct，粮油食品需求相对刚性，饮料类消费相对偏弱，烟酒类增速环比改善，主要与9月中秋国庆旺季备货和禁酒令政策边际放松有关，烟酒类消费需求环比改善。

季度观察：2025Q3社零数据增速回落，粮油食品、烟酒类增速环比下滑

观测季度数据变化情况，2025年Q3月消费品零售额同比+3.5%，增速相较2025Q2减少1.9pct，居民消费需求仍有承压，复苏进度相对偏缓。Q3餐饮及限额以上餐饮同比分别+1.3%、-0.2%，增速相较2025Q2分别-2.6pct与-2.7pct，预计主要系禁酒令政策导致部分餐饮消费场景受限。观察消费品中：2025年Q3粮油食品、饮料、烟酒类增速分别为+6.7%、+1.4%、+0.8%，相较2025Q2分别-5.7pct、+2.1pct、-3.7pct，粮油食品和烟酒类增速环比下滑，主要与消费需求疲软有关。

产业观察：白酒行业需求接近底部位置，西麦食品加速新业务落地

白酒板块受禁酒令政策影响，消费场景缺失较多，8月以来随着政策边际放松，带动行业消费需求有所修复，虽然9月动销同比仍有下滑，但环比降幅已有收窄，短期来看白酒需求接近底部位置，但中长期仍需观察经济走势。大众品方面，我们持续看好具备渠道、品类、市场红利的品种，西麦食品近期加速新产品和新渠道业务落地，在胖东来上市药食同源养生粉系列产品，销售反馈较好，在山姆新上市三款燕麦产品，同时2026年公司原料成本红利有望延续，预计利润弹性和确定性较好。

风险提示：原材料价格波动风险、市场经营风险、食品安全风险等。

【商贸零售】9月社零同比+3.0%，可选消费表现更佳——行业点评报告-20251020

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 姚慕宇（联系人）证书编号：S0790125040021

2025年9月社零同比+3.0%，社会消费维持稳健增长

国家统计局发布2025年1-9月社会消费品零售总额（下简称“社零”）数据：1-9月社零总额为365877亿元（同比+4.5%，下同），其中9月社零总额为41971亿元（+3.0%，Wind一致预期为+3.1%）。分地域看，1-9月城

镇/乡村社零同比分别+4.4%/+4.6%。我们认为，9月社会消费整体维持稳健，可选消费整体仍强于必选，结构分化延续，关注后续消费潜能释放。

必选品类中粮油食品维持韧性，可选品类整体表现更强

价格因素方面，9月整体/食品类CPI同比分别-0.3%/-4.4%，环比+0.1/+0.7%，整体CPI同比下降，主要是翘尾影响所致，9月CPI的同比变动中，翘尾影响约为-0.8个百分点。分消费类型，2025年1-9月商品零售、服务零售、餐饮收入同比分别+4.6%/+5.2%/+3.3%，其中9月商品零售37462亿元（+3.3%）。具体分品类看：必选消费方面，粮油食品、饮料、烟酒9月同比分别+6.3%/-0.8%/1.6%，其中粮油食品表现相对较好；可选消费方面，化妆品、金银珠宝、服装鞋帽、家电音像分别同比+8.6%/+9.7%/+4.7%/+3.3%，增速环比分别+3.5pct/-7.1pct/+1.6pct/-11.0pct，其中金银珠宝、化妆品表现亮眼。

线上渠道延续增长，线下各业态增速继续放缓

线上渠道方面，2025年1-9月全国网上零售额112830亿元（+9.8%），其中实物商品网上零售额91528亿元（+6.5%），占社零总额比重为25.0%（-0.7pct），其中吃、穿、用类商品网上零售额同比分别+15.1%/+2.8%/+5.7%，各品类维持增长。线下渠道方面，2025年1-9月超市、便利店、百货店、专业店和品牌专卖店零售额同比分别+4.4%/+6.4%/+0.9%/+4.8%/+1.5%，增速较1-8月分别-0.5pct/-0.2pct/-0.3pct/-0.4pct/-0.2pct，整体增速边际放缓。根据马上赢数据显示，2025Q3线下各业态销售额均较2024Q3承压，大卖场降幅最大（-14.8%），小超市、便利店及食杂店也有10%左右回落，其中大业态（大卖场、大超市）下滑主要来自客单价下降，而小业态（小超市、便利店、食杂店）下滑则源于订单减少。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

消费复苏主旋律下，关注契合“情绪消费”主题且品牌势能和竞争力边际提升的龙头公司，重点关注四条投资主线。（1）黄金珠宝：关注具备差异化产品力和消费者深度洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基等，受益标的六福集团、周生生等。（2）线下零售：关注顺应趋势积极变革探索的零售企业（超市、百货、连锁），重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等。（3）化妆品：关注深耕高景气细分赛道且能力持续迭代的优质国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、巨子生物、润本股份、丸美生物等，受益标的若羽臣等。（4）医美：关注具备差异化管线的医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费复苏不及预期；企业经营成本费用提升。

【地产建筑】“金九”销售成色不足，单月竣工面积同比降幅转正——行业点评报告-20251020

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

单月销售数据环比改善，一线城市成交更加稳健

国家统计局发布2025年1-9月商品房投资和销售数据。1-9月，全国商品房销售面积6.58亿平，同比-5.5%（1-8月-4.7%），其中商品住宅销售面积同比-5.6%；1-9月商品房销售额6.30万亿元，同比-7.9%（1-8月-7.3%），其中商品住宅销售额同比下降7.6%。2025年9月，全国商品房销售面积和金额分别同比-10.5%和-11.8%，单月销售数据降幅环比收窄；单月销售均价同比-1.4%，环比-0.9%，以价换量趋势延续，房价企稳任重道远。根据我们跟踪重点城市成交数据，2025年前42周一线、二线和三四线城市新房成交面积增速分别为-0.1%、-5.6%、-8.7%，不同能级城市均进入下跌通道，一线城市成交更加稳健。

新开工面积降幅收窄，单月竣工面积同比降幅转正

2025年1-9月，全国房屋新开工面积4.54亿平，同比-18.9%（1-8月-19.5%），其中住宅新开工同比-18.3%。我们跟踪的Wind322城2024年宅地成交面积同比-13%，2025年1-9月同比-9%，拿地减少或将持续影响新开工数据。1-9月，房屋竣工面积3.11亿平，同比-15.3%（1-8月-17.0%），单月竣工面积同比+1.5%，自2023年12月以

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

来首次转正，参考 2022-2023 年新开工面积超 20% 的降幅，预计 2025 年竣工面积将依旧承压下降。

开发投资额降幅扩大，房企资金压力犹存

2025 年 1-9 月，房地产开发投资额 6.77 万亿元，同比-13.9% (1-8 月-12.9%)，其中住宅开发投资额同比-12.9%，降幅持续扩大，新开工数据下滑、三季度以来销售回暖不及预期仍影响投资意愿。2025 年 1-9 月，房地产开发企业到位资金 7.23 万亿元，同比-8.4% (1-8 月-8.0%)，其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款累计同比分别-1.4%、-9.3%、-10.3%、-10.6% (1-8 月+0.2%、-8.9%、-10.5%、-10.5%)，除定金及预收款外其他来源资金同比降幅均扩大或增速转负，在销售数据走弱情况下，房企销售回款压力仍较大。

投资建议

二季度以来，销售数据单月同比降幅整体持续扩大，楼市“金九”成色不足。根据 Wind30 城数据，京沪深三城限购调整后，9 月一线城市商品房成交同比+16.1%，整体效果明显。我们跟踪的重点城市 10 月前三周一线、二线和三四线商品房成交面积分别-24.7%、-25.8%、-37.6%，在 2024 年同期高基数下 10 月销售预计将延续低位盘整行情，“银十”市场形势依旧严峻。推荐标的：(1) 布局城市基本面较好、善于把握改善型客户需求的强信用房企：绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、建发国际集团；(2) 住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：华润置地、新城控股、龙湖集团；(3) “好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务、建发物业。

风险提示：(1) 行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大。(2) 政策放松不及预期。

【农林牧渔：海大集团(002311.SZ)】饲料销量延续增长，分拆上市助力公司海外发展——公司信息更新报告-20251021

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

饲料销量延续增长，分拆上市助力公司海外发展，维持“买入”评级

海大集团发布 2025 年三季报，2025Q1-Q3 营收 960.94 亿元，同比+13.24%，归母净利润 41.42 亿元，同比+14.31%，其中 2025Q3 营收 372.63 亿元，同比+14.43%，归母净利润 15.04 亿元，同比+0.34%。2025Q1-Q3 毛利率 11.13%，同比-0.20pct，净利率 4.54%，同比+0.07pct。我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 51.48/57.39/61.72 亿元，对应 EPS 为 3.09/3.45/3.71 元，当前股价对应 PE 为 19.1/17.1/15.9 倍，公司饲料销量延续增长，分拆上市助力公司海外发展，维持“买入”评级。

公司饲料销量延续增长吨利改善，持续推动生猪养殖成本下降

饲料业务方面，2025Q1-Q3 公司饲料业务总销量同比增长 440 万吨，同比+24%，其中水产料、猪料、禽料销量分别同比增长 90、170、180 万吨。预计公司 2025 全年国内饲料销量同比+20%，海外销量同比+40%。2025Q3 受益于产品结构变化，公司饲料单吨净利同比+10 元/吨。公司饲料销量延续增长吨利改善，海外饲料销量增长动能强劲持续成长。生猪养殖方面，2025Q3 公司实现生猪出栏约 150 万头，预计 2025 全年生猪出栏 640-650 万头。2025Q3 公司生猪综合养殖成本约 13 元/公斤，其中自繁自养成本 12.2-12.4 元/公斤，预计 2026Q1 自繁自养成本降至 12 元/公斤，公司生猪出栏稳健增长，持续提升养殖水平推动养殖成本下降。

分拆海大控股港股上市助力海外业务发展，公司整体估值水平有望提高

2025 年 10 月 17 日公司公告拟分拆控股子公司海大控股至港交所主板上市，分拆前海大集团将把下属境外与饲料、种苗和动保产品生产经营相关的子公司股权重组至海大控股旗下。海大控股未来将聚焦在亚洲（不含东亚）、非洲和拉丁美洲三个地区独立经营饲料、种苗和动保业务，2024 年海大控股模拟合并净利润 7.55 亿元，同比+42%。分拆上市有助于提升海大控股融资能力及海大集团整体估值水平，海大控股的财务状况和盈利能力仍将反映在海

大集团合并报表中。

风险提示：猪价下行、饲料原料价格波动、动物疫病风险。

【家电：萤石网络(688475.SH)】2025Q3 业绩稳健增长，AI 能力持续提升——公司信息更新报告-20251021

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 骆扬（分析师）证书编号：S0790525050002

2025Q1-Q3 收入、利润稳健增长，AI 能力持续升级，维持“买入”评级

2025 年 Q1-Q3 公司实现营收 42.93 亿元（同比+8.33%，下同），归母净利 4.22 亿元（+12.68%），扣非净利润 3.91 亿元（+6.22%）。单季度看，2025Q3 公司实现营收 14.65 亿元（+6.25%），归母净利润 1.20 亿元（+28.73%）。考虑到公司部分业务受收入递延影响，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 5.75/6.87/8.34 亿元（原值为 6.24/7.10/8.45 亿元），对应 EPS 0.73/0.87/1.06 元，当前股价对应 PE 为 43.1/36.1/29.7 倍，公司各板块成长逻辑清晰，硬件矩阵&软件升级共同构筑生态化，未来业绩有望稳步增长，维持“买入”评级。

盈利能力：2025Q1-Q3 毛、净利率提升，费用端控制平稳

毛利率端看，2025Q1-Q3 公司毛利率 43.6%（+0.7pct），我们预计为智能入户业务规模逐步扩大+研发和供应链持续降本下，毛利率得以提升。费用端看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.4%/3.9%/15.1%/-1.8%，同比分别+0.9/+0.3/-0.5/-0.1pct，费用整体控制平稳，销售费用率提升明显或因国内外渠道加速拓展。综合影响下，公司 2025Q1-Q3 净利率为 9.8%（+0.4pct）。2025Q3 公司毛利率为 43.7%（+1.7pct），2025Q3 年净利率为 8.2%（+1.4pct）。

公司亮点：实现 AI 能力全新升级，云平台应用场景不断拓宽

公司 2025 年中正式发布蓝海大模型 2.0，实现 AI 能力全新升级，目前已落地入户安全、老人看护等多个消费类场景，我们看好其赋能公司打造差异化产品，拓展产品应用场景边界。智能家居方面，9 月 22 日公司发布启明 AI 智能锁 Y5000FVXUltra，搭载了行业首创的水墨屏把手，并深入融合萤石蓝海大模型，进一步丰富 AI 交互功能。云平台方面，2025Q3 公司围绕云接入、音视频、AI 等产品线，累计发布 18 项功能修复和优化体验，同时公司于阿里云栖大会上，发布养宠、零售、彩票站、养老四类 AI 智能体，将云存储、AI、智能提醒等服务融合进行业务拓展。2025Q1-Q3 我们预计公司云平台业务因收入递延确认，业务收入增速放缓，随着用户数增加以及技术进步，我们看好云平台持续快速发展。

风险提示：行业销量不及预期，行业竞争恶化，公司产品调整不及预期。

【化工：利安隆(300596.SZ)】Q3 归母净利润同环比增长，盈利能力延续修复——公司信息更新报告-20251021

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

Q3 归母净利润环比延续增长，符合预期，看好公司多层次高质量发展

公司发布 2025 年三季报，实现营收 45.09 亿元，同比+5.7%；归母净利润 3.92 亿元，同比+24.9%；扣非净利润 3.85 亿元，同比+27.7%。其中 Q3 实现营收 15.14 亿元，同比+4.8%、环比+0.01%；归母净利润 1.51 亿元，同比+60.8%、环比+13.2%；扣非净利润 1.49 亿元，同比+65.7%、环比+11.4%，Q3 业绩环比延续增长，略超预期，我们上调 2025 年、维持 2026-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 5.45（+0.29）、5.97、6.70 亿元，EPS 分别为 2.37、2.60、2.92 元/股，当前股价对应 PE 为 17.0、15.6、13.9 倍。我们看好公司不断夯实抗老化剂、润滑油添加剂和生命科学事业，同时推进 PI 材料国产化，实现多层次高质量发展，维持“买入”评级。

盈利能力同环比改善，润滑油添加剂、抗老化剂业务企稳增长

（1）期间费用方面，2025Q3 公司销售费用、管理费用、研发费用、财务费用分别为 4,285、4,924、4,049、2,606 万元，环比分别-1,020、-818、-3,341、+3,100 万元，考虑公司海外业务，预计财务费用变化主要是汇率波动造成。（2）盈利能力：2025 年前三季度公司销售毛利率、净利率分别为 21.72%、8.47%，同比分别+0.58、+1.24pcts，

相较 2024 年报分别+0.47、+1.19pcts。2025Q3 销售毛利率、净利率分别为 21.97%、9.77%，环比分别+0.32、+1.21pcts。2025 年以来，公司抗老化助剂、润滑油添加剂业务企稳增长，根据 2025 年中报，抗老化助剂子公司利安隆中卫、利安隆凯亚、利安隆珠海、利安隆赤峰实现净利率同比增长或扭亏为盈；润滑油添加剂子公司锦州康泰净利润同比增长。此外，公司生命科学事业和 PI 项目快速推进，其中生命科学业务方面，公司同时公告控股子公司天津奥瑞芙吸收合并天津奥利芙，奥瑞芙在吸收合并完成后减少注册资本，前述交易完成后，公司对奥瑞芙的出资金额由 400 万元变为 650 万元，持股比例增加至 50.71%，仍为奥瑞芙的控股股东。本次吸收合并及减资事项有利于公司整合并优化现有资源配置，提高公司管理效率，降低管理成本。

风险提示：项目进展不及预期、行业竞争加剧、下游需求不及预期等。

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 年半年报，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