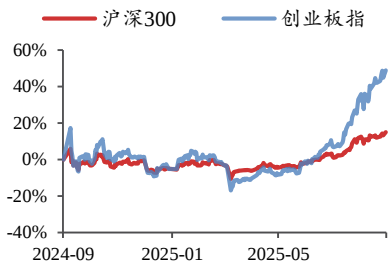


2025 年 09 月 30 日

开源晨会 0930

——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(%)
非银金融	3.843
有色金属	3.781
电力设备	3.073
钢铁	2.494
综合	1.824

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	-0.843
银行	-0.464
社会服务	-0.243
石油石化	-0.217
美容护理	-0.054

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】9 月出口或仍有强韧性——宏观经济专题-20250929

【策略】临近假期，机构调研热度环比下降——机构调研周跟踪-20250929

【固定收益】工业企业盈利水平明显改善，持续去库存——2025 年 8 月工业企业利润点评-20250928

行业公司

【社服】Tiktok 首次全球黑五定档，TOPTOY 申请港股上市——行业周报-20250928

【商贸零售】吉宏股份预告高增长，关注三季度高景气赛道公司——行业周报-20250928

【化工】萤石行情持续复苏、制冷剂继续向上，印度对我国 HFCs 制冷剂发起反倾销调查——氟化工行业周报-20250928

【电力设备与新能源：敏实集团(00425.HK)】电池盒受益于欧洲电动车放量，低空与机器人有望构筑第三成长曲线——公司首次覆盖报告-20250929

研报摘要

总量研究

【宏观经济】9月出口或仍有强韧性——宏观经济专题-20250929

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（分析师）证书编号：S0790525070004

供需：建筑开工分化，工业开工偏强，需求略弱

1.建筑开工：石油沥青装置开工率明显回升。最近两周（9月15日至9月28日），水泥发运率、磨机运转率仍位于同期历史中低位，石油沥青装置开工率回升至历史中位。基建项目水泥直供量有所回落，房建水泥用量亦有所回落，资金方面，建筑工地资金到位率同比低于2024年同期。

2.工业生产端，整体景气度仍处于历史中高位。最近两周，工业开工整体景气度仍处于历史中高位。化工链中PX开工率维持历史中高位，PTA开工率维持历史中低位，汽车半钢胎开工率仅低于2024年同期，焦化企业开工率维持历史中高位。

3.需求端，建筑需求仍弱，汽车、家电销量表现较弱。最近两周，螺纹钢、建材表观需求均保持历史低位，线材表观需求持平于2024年同期。乘用车四周滚动销量表现偏弱，批发销量同比延续回落，零售销量同比仍在偏低位置，中国轻纺城成交量仍处历史中低位，主要家电线上、线下销售表现均走弱。

商品价格：国内工业品震荡偏强运行

1.国际大宗商品：原油、铜铝、黄金价格均震荡上行。

2.国内工业品：价格整体震荡偏强运行。国内定价工业品整体震荡偏强运行，南华综合指数震荡偏强运行。细分品种下，黑色中铁矿石价格震荡回落，螺纹钢价格震荡回升；焦炭价格有所回升，化工链产品震荡分化运行，建材中沥青、玻璃价格回落，水泥价格回升。

地产：政策进一步放宽，短期提振交易市场

1.新建房：成交同比涨幅扩大。最近两周（9月15日至9月28日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回升33%，较2023、2024年同期分别变动-39%、+12%，同比涨幅有所扩大。一线城市成交面积亦转暖，较2023、2024年分别变动-38%、+26%。2024年9月地产政策放宽以来，部分需求得以一次性释放，新建房成交历史位置在2024年末上升至历史高位，2025年一季度以来回落至历史较低位置，近期一线城市地产政策进一步放松，短期提振地产交易市场。

2.二手房：成交量明显转暖。价格方面，截至9月15日，二手房出售挂牌价指数环比延续回落；成交量方面，最近两周（9月15日至9月28日），北京、上海、深圳二手房成交明显转暖，较2024年同期分别同比+49%、+42%、+71%。

出口：9月出口或仍有强韧性

9月前28日港口吞吐量较2024年同期同比+7.3%，较8月(+5.9%)回升；多指标模型下，9月前28日出口同比+6.7%左右；不考虑模型的上海装载集装箱船数量同比指向出口同比在+9%左右。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

【策略】临近假期，机构调研热度环比下降——机构调研周跟踪-20250929

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

“机构调研信息”是投资者决策过程当中，重要的信息补充

机构调研是资本市场信息传递和价值挖掘的重要环节。对于专业机构而言，是深度研究、投资决策的关键步骤。相较财务信息，机构调研具备披露及时、信息多维且深入等优势。往往在调研结束后 1-2 天内，公司以公告方式对外披露，主要内容包含参会人员信息、会议问答等，投资者与公司管理层之间的问答往往涉及行业最新动态及公司运营细节。

机构调研信息是对基本面信息的重要补充，但信息量大且杂乱。为了清晰梳理出调研中有效、增量信息，我们推出机构调研周跟踪系列，汇总最近一周、一个月公开的机构调研信息，涵盖行业、个股两维度，包含调研热度（环比、同比数据）、调研获得的行业及个股信息增量。

行业视角看机构调研情况:长假来临，调研热度有所下降

周度：上周，或因长假来临，全 A 的被调研总次数下跌，且低于 2024 年同期，调研热度环比降温。一级行业中，按机构被调研总次数从高到低排序，机械设备、电子、汽车、医药生物和电力设备的关注度较高。

边际变化上，或因长假来临，所有一级行业的调研总次数环比上周有所下降。

月度：8 月，全 A 的被调研总次数环比小幅回暖，但仍低于 2024 年同期。最新一个月，一级行业中，按机构被调研总次数从高到低排序，机械设备、电子、医药生物、基础化工和电力设备的关注度较高。

边际变化上，机械设备、基础化工、电力设备、计算机、轻工制造、交通运输、建筑装饰、环保、商贸零售、传媒、美容护理、综合的关注度同比增加。

个股视角看机构调研情况：冰轮环境、沪电股份等受市场关注较多

周度：上周，冰轮环境、沪电股份、华夏眼科、碧水源、明泰铝业、骄成超声、莱百股份、国博电子等受到较多市场关注，被调研总次数相对较高。

月度：最近一个月，汇川技术、冰轮环境、联得装备、博实结、皖能电力、乔锋智能、威力传动、延江股份、中控技术、肇民科技、燕麦科技等受到较多市场关注，被调研总次数相对较高。

以下是重点公司调研细节梳理：

冰轮环境：公司产品可用于数据中心、液冷系统，易受益于 AI 基建浪潮。公司近期被机构频繁调研，上周调研次数达 4 次，受到市场较多关注。

明泰铝业：公司高端产品开发进展积极，新能源材料布局开始进入收获期。公司近期被机构频繁调研，上周调研次数达 2 次，受到市场相对较多的关注。

风险提示：公司经营风险、行业政策风险、投资者关系活动记录表错误解读风险

【固定收益】工业企业盈利水平明显改善，持续去库存——2025 年 8 月工业企业利润点评-20250928

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

9 月 27 日国家统计局公布 2025 年 8 月工业企业利润数据，1-8 月规上工业利润同比增长 0.9%（前值为-1.7%，下同），营收同比增长 2.3%（2.3%），营收利润率为 5.24%（5.15%）；8 月规上工业利润同比增长 20.4%（-1.5%），营收同比增长 1.9%（0.9%）。

利润：工业企业利润累计同比转正，企业盈利水平持续好转

工业企业利润累计同比转正，当月同比大幅提升至 20.4%。1-8 月规上工业利润同比增长 0.9%，较 1-7 月上升 2.6pct；8 月规上工业利润同比增长 20.4%，较 7 月上升 21.9pct。工业企业利润累计同比转正，结束自 2025 年 5

月以来企业累计利润持续下降态势，企业盈利水平持续好转。

从量、价、利润率三个方面拆分工业企业利润，1-8月，规上工业增加值同比增长6.2%，较1-7月下降0.1pct；PPI全部工业品同比下降2.9%，较1-7月持平；规上工业营收利润率同比下降1.87个百分点，降幅较1-7月回升2.76pct。量仍有下降，价格持平，利润率回升带动规上工业利润累计同比转正。

结构：装备制造业利润增长拉动规上工业利润恢复，支撑作用明显

分门类看，1-8月采矿业利润总额同比下降30.6%（-31.6%），制造业利润同比增长7.4%（4.8%），公用事业利润同比增长9.4%（3.9%）。采矿业利润降幅收窄1.0pct，公用事业利润涨幅扩大系8月全国受大范围高温天气影响，用水用电量提升所致。1-8月份，制造业利润同比增长较1-7月提升2.6pct，其中规模以上装备制造业利润增长7.2%，拉动全部规模以上工业企业利润增长2.5pct，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，1-8月国有企业利润同比下降1.7%（-7.5%），股份制企业利润同比增长1.1%（-2.8%），外商及港澳台投资企业同比增长0.9%（1.8%），私营企业同比增长3.3%（1.8%），私营企业利润增长高于全部规模以上工业企业平均水平2.4pct，较1-7月加快1.5pct。1-8月规模以上工业中型企业利润同比增长2.7%（1.6%），小型企业利润同比增长1.5%（1.1%），中小型企业效益状况改善明显。

分工业链位置看，1-8月上游原材料采选累计利润占规上工业企业利润比重为12.1%（12.3%），中游材料制造占比为15.6%（15.4%），下游装备制造占比为37.5%（38.0%），下游消费品制造占比为21.3%（21.1%），其他制造占比为0.6%（0.6%），公用事业占比为12.9%（12.5%）。

持续去库存，实际库存同比降幅加速。8月末名义、实际库存同比分别为2.1%（2.4%）、5.0%（6.0%），分别下降0.3pct、1.0pct，实际库存同比降幅加速；8月末工业企业整体资产负债率58.0%（57.9%），资产负债率环比提升0.1pct。

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

【社服】Tiktok 首次全球黑五定档，TOPTOY 申请港股上市——行业周报-20250928

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（分析师）证书编号：S0790525070010

旅游/潮玩：十一假期国内/出入境客流稳增，TOPTOY 申请港股上市

十一假期：交通运输部预计国庆假期国内全社会跨区域流动量同比+3.2%，其中自驾/铁路/民航黄金周旅客运输量分别同比+3.2%/+3.1%/+3.6%；出入境方面，国家移民管理局预测假期日均入境旅客量同比+6.9%。潮玩：TOPTOY 是国内领先的潮玩集合品牌，截至2025年6月公司拥有注册会员数量超1000万，2025H1创收13.6亿元/同比+59%，近年保持强劲增长势头。IP结构上公司目前拥有17/43/600+自有/授权/他牌IP，授权/他牌IP产品贡献核心营收；品类结构上，手办/3D拼装模型构筑基本盘，2025H1核心授权IP三丽鸥新品畅销带动搪胶毛绒品类收入高速增长；渠道结构上，名创优品贡献近半收入，自营门店和线上渠道贡献保持逐年提升态势。

互联网：AI时代云计算、自动驾驶等需求激增，互联网巨头打开估值空间

云计算：2024年全球云服务市场规模为3213亿美元，受AI需求驱动同比大增20%，2025Q2同比增长22%，全球云服务三巨头份额合计为65%，2025Q2收入端AWS+17%、Microsoft Azure+39%、Google Cloud+34%。中国云服务市场将迎发展拐点，预计2025年中国整体云服务市场规模为6376.5亿元，同比增长17.1%

2024年中国公有云市场（IaaS+PaaS）份额阿里云、腾讯云、百度云分别占比28%和8.3%和5.4%。FY2026Q1阿里云业务收入提升至334亿元，同比增长25.8%，大幅提速，2025Q2百度AI云收入为65亿元，同比增长27%。Robotaxi：行业正从技术研发向多区域商业化运营快速迈进，百度、小马智行等头部企业通过牌照获取、国际合作、技术迭代等方式，在全球市场展开竞争与布局，发展进入加速期。

跨境电商：TikTok升级全球扶持机制，“人、货、场”升级助力商家权益转化

TikTok首次全球黑五定档，升级了一系列全球性扶持机制。首次覆盖美、英、德、法、意大利、西班牙、日本、墨西哥等全球多国。同时玩法升级，并设置商家分层策略。美区：提供从降本、增效到曝光完整链条扶持。墨西哥：TikTok本次黑五首秀，8月18日墨西哥站对中国卖家开放跨境自运营（POP模式），推出极具吸引力的优惠政策。墨西哥市场具备较大潜力，且市场格局迎来重大洗牌，期待TikTokShop本次首秀表现。东南亚：9月9日大促表现亮眼，10月年终大促即将开始。TikTokShop东南亚跨境电商精心打造了涵盖“人、货、场”的权益体系，直播+达人+大促势能撬动Q4年终购物季高效业务转化。

本周A股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（9.22-9.26）社会服务指数-5.92%，跑输沪深300指数6.99pct，在31个一级行业中排名第31，教育、检测类领涨；本周（9.22-9.26）港股消费者服务指数-3.59%，跑输恒生指数2.02pct，在30个一级行业中排名第23，餐饮类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）餐饮：蜜雪集团、古茗、小菜园、绿茶集团；（2）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）美护：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、四环医药；（4）新消费：美图、赤子城科技；（6）即时零售：美团-W、顺丰同城；（8）旅游：长白山、同程旅行、携程集团-S、大麦娱乐；（9）教育：中国东方教育。

风险提示：项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

【商贸零售】吉宏股份预告高增长，关注三季度高景气赛道公司——行业周报-20250928

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

吉宏股份发布2025Q3业绩预告，双主业驱动业绩高增

本周（9月25日），吉宏股份发布2025Q3业绩预告，预计实现归母净利润2.09-2.22亿元（同比+55~65%，下同），其中单三季度预计实现归母净利润0.91-1.04亿元（+47~68%）。三季度业绩实现高增由双主业共同驱动，一方面跨境电商业务受益增量市场拓展贡献和自有品牌建设，“AI+”智能化优势铸就护城河，此外新近开启的全球合伙人计划，也有望充分打开各环节积极性和增长动能；另一方面包装业务与行业龙头客户长期合作带动运营效率提升，互联网巨头“外卖大战”，催生食品级包装需求并喷增长亦有短期助力催化。基于“AI+自有品牌+全球化”，跨境电商和包装双主业有望实现高质量成长。一方面，吉宏股份跨境电商业务通过AI算法实现精准客群定位，形成区别于传统电商平台的“货找人”模式，此外全球化布局和自有品牌孵化也助力市场份额稳步提升；另一方面，包装业务基于核心设计和研发能力，逐渐向产业链下游及部分优质高潜力海外市场进行拓展，目前已与国内外多个快消品细分领域龙头建立长期合作关系。我们认为，在数智化、全球化驱动下，公司双主业有望加快高质量成长步伐。

行业关键词：速卖通、美团闪电仓、小红书双 11、巨子生物、Lazada 等

【速卖通】阿里巴巴速卖通启动“超级品牌出海计划”。

【美团闪电仓】美团推出“品牌官旗闪电仓”。

【小红书双 11】小红书双 11 将于 10 月 11 日开售。

【巨子生物】巨子生物控股股东斥资 1.056 亿港元增持公司股份。

【Lazada】阿里旗下东南亚电商平台 Lazada 与天猫全面打通。

板块行情回顾

本周（9 月 22 日-9 月 26 日），商贸零售指数报收 2281.69 点，下跌 4.32%，跑输上证综指（本周上涨 0.21%）4.53 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 29 位。零售各细分板块中，本周品牌化妆品板块跌幅最小，2025 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周宁波中百（+24.7%）、吉宏股份（+16.7%）、星徽股份（+10.5%）涨幅靠前。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线一（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；

投资主线二（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；

投资主线三（化妆品）：关注具备差异化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、润本股份等，受益标的若羽臣等；

投资主线四（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：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

【化工】萤石行情持续复苏、制冷剂继续向上，印度对我国 HFCs 制冷剂发起反倾销调查——氟化工行业周报-20250928

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001

本周（9 月 22 日-9 月 26 日）行情回顾

本周氟化工指数下跌 0.43%，跑输上证综指 0.64%。本周（9 月 22 日-9 月 26 日）氟化工指数收于 4500.77 点，下跌 0.43%，跑输上证综指 0.64%，跑输沪深 300 指数 1.50%，跑赢基础化工指数 0.68%，跑输新材料指数 2.10%。

氟化工周行情：萤石行情持续复苏，制冷剂继续向上

萤石：据百川盈孚数据，截至 9 月 26 日，萤石 97 湿粉市场均价 3,512 元/吨，较上周同期上涨 4.09%；9 月均价（截至 9 月 26 日）3,360 元/吨，同比下跌 2.80%；2025 年（截至 9 月 26 日）均价 3,496 元/吨，较 2024 年均价下跌 1.39%。

又据氟务在线跟踪，10 月氟化氢市场定价落地，环比上月定价上调 1200 元/吨，显著涨幅提振了市场信心，市场普遍看涨预期较为强烈。后市来看，市场预计将保持上行基调。

制冷剂：截至 09 月 26 日，（1）R32 价格、价差分别为 62,500、49,774 元/吨，较上周分别+0.81%、-0.50%；

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

6 / 10

(2) R125 价格、价差分别为 45,500、29,868 元/吨,较上周分别持平、-3.17%;(3) R134a 价格、价差分别为 52,000、32,038 元/吨,较上周分别持平、-4.47%;(4) R410a 价格为 52,500 元/吨,较上周+1.94%;(5) R22 价格、价差分别为 34,500、25,299 元/吨,较上周分别持平、-2.27%。其中外贸市场,(1) R32 外贸参考价格为 60,000 元/吨,较上周持平;(2) R125 外贸参考价格为 45,000 元/吨,较上周持平;(3) R134a 外贸参考价格为 50,000 元/吨,较上周持平;(4) R410a 外贸参考价格为 50,000 元/吨,较上周持平;(5) R22 外贸参考价格为 29,000 元/吨,较上周-6.45%。

又据氟务在线跟踪,R32 月度意向商谈价维持在 60500 元/吨(承兑),相比三季度 50600 元/吨的价位涨幅显著。R32 凭借其优良的环保属性及企业较强的议价能力,已成为国内制冷剂中最具趋势性的品种,预计未来将在与下游的持续博弈中保持稳中向上态势。

要闻&公告:巨化股份项目环评受理;印度对我国 HFC 制冷剂反倾销

【巨化股份】巨化股份新型氟精细化学品及含氟新材料中试项目(一期)环评受理,项目总投资 16368 万元,拟建成三个中试平台共计 15 条装置线,包括氟氯特种单体及衍生物功能化学品中试平台和高性能合成树脂中试平台。

【反倾销】印度对我国聚四氟乙烯做出反倾销终裁,并对我国多个 HFCs(R32、R125 等)制冷剂发起反倾销调查。

【东阳光】近期东阳光成立浙江东阳光液冷科技有限公司(经营范围包括云计算设备销售、人工智能硬件销售、人工智能行业应用系统集成服务、数据处理和存储支持服务等)、浙江东阳光智创科技有限公司(经营范围包括集成电路芯片及产品制造、集成电路芯片设计及服务、集成电路芯片及产品销售等)。

受益标的

推荐标的:金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等。其他受益标的:东阳光、永和股份、东岳集团、新宙邦等。

风险提示:下游需求不及预期,价格波动,行业政策变化超预期等。

【电力设备与新能源:敏实集团(00425.HK)】电池盒受益于欧洲电动车放量,低空与机器人有望构筑第三成长曲线——公司首次覆盖报告-20250929

殷晟路(分析师)证书编号:S0790522080001|邓健全(分析师)证书编号:S0790525090003|王嘉懿(分析师)证书编号:S0790525060004

敏实集团:传统业务增长稳健,电池盒有望带来利润弹性

公司是全球领先的汽车外饰件和车身结构件供应商,已形成塑件、金属及饰件、铝件和电池盒四大产品线,客户涵盖全球知名整车厂。公司传统业务增长较为稳健,电池盒业务受益于欧洲电动车放量,有望贡献利润弹性,且公司已形成较为全面的全球产能布局,构筑产能壁垒。此外,公司积极开拓低空、机器人、AI 液冷等新赛道,有望形成第三成长曲线。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 27.40、33.18、39.86 亿元,EPS 分别为 2.36、2.85、3.43 元/股,当前股价对应 PE 分别为 13.4、11.1、9.2 倍,首次覆盖,给予“买入”评级。

电池盒:充分受益于欧洲电动车放量

2024 年、2025H1 公司电池盒业务营收同比增速均在 50%左右。公司订单覆盖大众、Stellantis、雷诺等欧系车企的畅销电车平台,有望持续受益于欧洲电动车放量;且在产能利用率提升与降本增效的作用下,毛利率持续提升,带来利润弹性。

全球化:已形成较为全面的全球产能布局和国际化管理能力

公司早在 2006 年即开展全球化布局，目前已在中国、美国、墨西哥、德国、英国、塞尔维亚、捷克、泰国、日本、韩国、法国、波兰等地建立了研发、设计、生产及销售网络，并规划建设加拿大据点。

低空&机器人&AI 液冷：前瞻布局新兴赛道，构筑第三成长曲线

在低空经济赛道，公司聚焦机体和旋翼两大产品系统，已与亿航智能签订战略合作协议；在机器人领域，公司聚焦一体化关节模组、机器人电子皮肤、智能面罩、机器人无线充电系统和肢体结构件，已与智元机器人签订战略合作协议；此外，公司重点布局和推动 AI 液冷系统相关产品的开发和落地。

风险提示：宏观经济增速不及预期、下游客户销量不及预期、新业务拓展不及预期。

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。

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