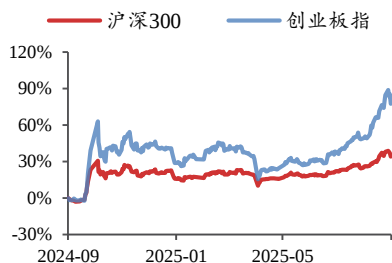


沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
商贸零售	1.633
美容护理	1.191
银行	0.793
社会服务	0.671
纺织服饰	0.622

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-8.477
电子	-5.082
综合	-4.492
有色金属	-3.647
国防军工	-3.303

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】债券市场收益率下行趋势或改变——固收专题-20250904

行业公司

【食品饮料】中报综述：传统消费微光渐明，新消费繁花正盛——行业投资策略
-20250904

【农林牧渔】2025H1 养殖链盈利高增，宠物板块景气延续——行业点评报告
-20250904

【煤炭开采：新奥股份(600803.SH)】Q2 业绩明显提升，高分红长期价值凸显——公司信息更新报告-20250904

【煤炭开采：淮北矿业(600985.SH)】煤炭量价齐跌致业绩承压，关注煤矿成长性——公司信息更新报告-20250904

【煤炭开采：东方雨虹(002271.SZ)】盈利拐点向上，加速海外布局&中期分红提信心——公司信息更新报告-20250904

研报摘要

总量研究

【固定收益】债券市场收益率下行趋势或改变——固收专题-20250904

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

2014 年以来，中国债券收益率趋势下行

2014-2025 年中国债券收益率趋势下行，根本原因在于潜在经济增速的趋势下行。从国际经验看，随着人均 GDP 的提升，潜在经济增速呈现下行的特征。因此，合理预期中国之后的潜在经济增速或下行。

是否意味着，随着之后潜在经济增速下行，中国债券收益率同样继续趋势下行？我们认为，答案是否定的。

从海外国家和 2013 年以前中国债券市场看，债市收益率下行只是阶段性特征

从欧债上看，1997-2020 年收益率整体下行，但 2021 年之后快速回升至 3% 以上水平。收益率上，欧债危机后阶段性低于 2%，其他时间普遍高于欧元区的通胀中枢 2%。

更长周期的美债，过去 70 年一半左右 10 年美债收益率处于上行周期。且除 2020 年疫情冲击等个别时间之外，10 年美债收益率普遍高于美国的通胀中枢 2%。

2003-2013 年中国国债，10 年收益率整体呈现区间震荡。除个别时点外，中国 10 年国债收益率均高于当时中国的通胀中枢 3%。

整体上看，长期限国债收益率趋势下行仅是阶段性特征，且大部分时间均高于当时的通胀中枢水平。

长期看中国债券市场收益率或难延续趋势下行

我们认为，长期看，未来中国债券市场收益率或难延续趋势下行。

2014-2025 年债券收益率持续下行的具体原因或在于，一方面 2013 年利率市场化改革导致 2014 年初 10 年国债收益率上升到 4.5%，显著高于通胀中枢 2%，存在下行空间，另一方面 2013-2025 年潜在经济增速、通胀中枢均趋势下行，推动 10 年国债收益率从高位趋势下行。

我们认为，此前债券牛市的逻辑或已经变化，以及随着未来通胀回升，长期限国债收益率或将逐渐回升，2% 或构成未来 10 年国债收益率的下限。

一是尽管潜在经济增速或仍将继续下行，但 10 年国债收益率已经低于通胀中枢 2%，之后通胀中枢 2% 或构成 10 年国债的下限；

二是 2024 年 9 月以来，政策思路已经变化，社融增速从之前的趋势下行转变为企稳回升，主要方式为大量发行政府债券；

三是 2024 年 9-11 月 CPI 环比为 2021 年以来的明显低基数，而 2025 年二季度以来 CPI 环比略强于季节性规律，如果未来 CPI 环比保持强季节性，2025 年 12 月 CPI 同比或由当前 0% 上升至 1%-1.5%；

四是 2025 年 7 月以来，反内卷成为政策主线之一，如果反内卷见效，2026 年 CPI 同比存在回升至 2% 的可能性。

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】中报综述：传统消费微光渐明，新消费繁花正盛——行业投资策略-20250904

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张恒玮（分析师）证书编号：S0790524010001 | 张思敏（分析师）证书编号：S0790525080001

市场表现：食品饮料年初至今跑输大盘

食品饮料跑输大盘，零食板块表现较好。2025 年 1-8 月食品饮料板块上涨 3.9%，跑输沪深 300 约 17.2pct，在一级子行业中排名居中（第二十七）。分子行业看，零食板块涨幅较好（+55.2%），熟食（+25.6%）、其他酒类（+21.4%）表现相对靠前。啤酒（-3.4%）、调味发酵品（-2.5%）走势较弱。零食板块表现较好，主要是万辰集团（+164.7%）、有友食品（+40.9%）、好想你（+36.2%）涨幅较多。整体来看在市场更多关注科技主题的背景下，食品饮料传统板块表现相对偏弱。

总量判断：承压基调未变，产业边际转暖

从宏观层面来看，2025Q2 我国 GDP 增速为 5.2%，环比 2025Q1 略有回落，也在市场预期之内。观察 2025Q2 社会消费品零售总额同比+5.4%，增速环比 2025Q1 回升 0.8pct，但传统消费行业依旧承压。观察 2025Q2 餐饮与限额以上餐饮增速，较 2025Q1 均有不同程度回落。展望 2025 年全年，我们预判消费复苏仍在缓慢进行中，预计下半年消费可能有所改善。

2025Q2 总结：承压基调下的环比改善

上市公司中报已经全部披露，整体来看 2025Q2 食品饮料板块营收同比增 5.6%，增速较 2025Q1（+4.6%）略有回暖；利润同比下滑 2.1%，增速较 2025Q1（+0.3%）有所回落。其中白酒二季度收入增速（-5.0%）较 2025Q1（+1.7%）有较大回调，主因在于禁酒令影响。大众品中零食（43.0%）增速较高。从中报业绩来看，白酒、啤酒、熟食等中报营收增速回落，一方面来自于禁酒令导致的酒类消费场景受限，另一方面卤制品企业在渠道结构调整过程中承担阶段性阵痛。除零食、保健品、饮料行业外，其他子行业 2025Q2 虽仍是低速增长，行业整体仍然承压，但增速已有回暖。此外中报还体现了两个特性：一是业绩分化进一步拉大，多数龙头企业业绩保持稳定，如贵州茅台、海天味业等业绩仍在市场预期内平稳增长，但部分二线品牌出现收入降速的情况，也体现出外部环境出现压力的背景下龙头市占率仍有提升趋势；二是新消费相关标的表现出较强的韧性，饮料类业绩表现突出、多数零食公司表现较好。我们判断 2025 年下半年多数行业应处于持续回暖过程，需求曲线可能缓慢上行，建议聚焦头部龙头公司进行布局。

投资机会展望：白酒底部渐显，大众品优先成长性

当前市场流动性充裕推动权益资产估值中枢上移，白酒板块作为前期超跌品种，估值提升先于基本面回暖。白酒当前处于需求压力阶段，尽管短期受禁酒令压制消费，但政策进一步收紧空间有限，且 8 月份部分白酒开瓶情况边际转暖，行业已有改善迹象。此外从中报酒企业绩来看，白酒已步入出清节奏，2025Q2 大分部酒企业绩承压，报表出清意味着风险释放，有利于后续回暖。我们建议关注范围可扩散至三条线：一是？全国化次高端回补，如舍得酒业、山西汾酒等；二是关注？区域龙头，如古井贡酒、今世缘等；三是关注高端酒的估值修复，如？泸州老窖、贵州茅台等。大众品方面关注成长性。首先仍需关注新消费标的，此类标的通常具备业绩增速快、成长性好的特点，适宜长期持有。从中报业绩来看，卫龙美味、盐津铺子仍然保持较好增长。我们建议继续以新渠道

(零食量贩系统、山姆会员店、抖音电商渠道等)、新品类(魔芋、威士忌单品)、新市场(海外市场)为主线,挖掘符合产业发展趋势的新消费标的。建议关注盐津铺子、西麦食品、东鹏饮料、有友食品、万辰集团、百润股份等,受益标的包括卫龙美味等。

风险提示:宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

【农林牧渔】2025H1 养殖链盈利高增, 宠物板块景气延续——行业点评报告-20250904

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

2025H1 养殖链盈利修复驱动农业板块利润同比高增

2025H1 农业板块实现营业收入 5699.09 亿元, 同比增长 9.28%, 归母净利润 257.94 亿元, 同比上升 193.46%。2025H1 板块销售毛利率 12.49%, 同比上升 5.52pct; 销售净利率 4.00%, 同比上升 5.24pct; 净资产收益率 6.47%, 同比上升 8.56pct。受益于生猪养殖成本快速下移及龙头上市猪企生猪出栏量同比高增, 生猪板块盈利扩大带动养殖链全链条盈利修复, 并驱动农业板块归母净利润实现同比高增。

子板块分析: 养殖链盈利修复, 宠物板块景气延续

2025H1 农业子板块中, 除渔业板块受需求疲弱等因素影响收入同比下降外, 其他板块收入均实现同比增长, 其中动物保健、宠物食品、畜养殖、饲料收入增速居前, 分别同比+24.85%、+24.25%、+14.92%、+11.60%。受益于生猪养殖盈利带动, 养殖链盈利同比均实现高增。宠物板块净利润延续景气增长, 种植链则受粮价下行影响利润同比下滑。畜养殖、饲料、禽养殖、动物保健归母净利润同比增速居前, 分别+668.38%、+159.19%、+66.50%、+64.69%。盈利能力方面, 2025H1 畜养殖、禽养殖、农产品加工及林业、饲料、动物保健板块净利率和 ROE 同比均有所提升。

畜禽养殖: 生猪板块盈利同比扩大, 禽板块降本增效利润向上

畜养殖: 2025H1 养猪企业实现营收 2266.18 亿元, 同比+16.96%, 板块净利润 166.01 亿元, 同比+1234.37%。2025H1 养殖企业出栏整体呈增长态势, 12 家养猪企业合计出栏 9021.60 万头, 同比+31.57%。受益于生猪养殖成本及出栏增量驱动, 生猪板块盈利扩大。同时政策端持续推进行业能繁调减、限制二次育肥, 有助于对远期猪价形成支撑并平抑猪价波动, 龙头上市猪企长期投资逻辑改善。

禽养殖: 2025H1 肉鸡养殖企业实现收入 249.42 亿元, 同比+5.15%; 归母净利润 11.78 亿元, 同比+70.70%。2025H1 肉鸡价格低迷, 但禽养殖板块利润同比仍实现较好增长, 主要系肉鸡养殖龙头持续推进成本下降及下游产业链拓展。2025H2 肉鸡消费转旺肉鸡价格上行或驱动禽养殖板块利润进一步改善。

饲料和宠物: 饲料后周期景气度抬升, 宠物利润延续景气增长

饲料: 2025H1 饲料企业实现收入 951.47 亿元, 同比增长 11.25%; 归母净利润 31.44 亿元, 同比上升 61.26%。受益于生猪存栏恢复养殖利润改善、原料成本下降及饲料出海贡献增量利润, 饲料板块景气度抬升。

种子: 2025H1 种子板块实现收入 51.22 亿元, 同比-10.60%; 归母净利润-1.98 亿元, 同比-265.87%。粮价低迷, 种子板块业绩短期承压。

宠物: 2025H1 宠物板块实现收入 63.81 亿元, 同比+22.03%; 归母净利润 6.60 亿元, 同比+20.28%。国内及海外景气双轮驱动, 宠物板块利润延续景气增长。

风险提示: 畜禽及农产品价格异常波动; 动物疫情风险、消费需求下降。

【煤炭开采: 新奥股份(600803.SH)】Q2 业绩明显提升, 高分红长期价值凸显——公司信息更新报告-20250904

张绪成(分析师)证书编号: S0790520020003

Q2 业绩明显提升，高分红长期价值凸显，维持“买入”评级

公司发布 2025 年半年报,2025H1 实现营业收入 660.1 亿元,同比-1.5%;实现归母净利润 24.1 亿元,同比-4.8%;实现扣非后归母净利润 24.1 亿元,同比+21.1%;实现归母核心利润 27.4 亿元,同比+1.4%。单 Q2 来看,实现营业收入 322.8 亿元,环比-4.3%;实现归母净利润 14.3 亿元,环比+46.6%;实现扣非后归母净利润 14.2 亿元,环比+44.0%;实现归母核心利润 16.5 亿元,环比+52.5%。考虑到公司项目建设提高处理能力,我们上调 2025-2027 年盈利预测,预计 2025-2027 年归母净利润 54.6/61.6/64.6 亿元(2025-2027 年前值为 51.1/57.8/60.7 亿元),同比+21.6%/+12.7%/+4.9%,EPS 分别为 1.76/1.99/2.09 元,对应当前股价 PE 为 10.4/9.3/8.8 倍。公司天然气全产业链布局,加大分红力度回报投资者,维持“买入”评级。

平台交易气量价齐跌,零售&批发天然气量增

天然气平台交易气业务:销量方面,2025H1 公司平台交易气销售气量达 26.9 亿方,同比-0.6%,其中海外平台交易气销售气量 11.6 亿方,同比+20.3%,国内平台交易气销售气量达 15.3 亿方,同比-12.1%;盈利方面,2025H1 公司平台交易气售价 1.8 元/方,同比-23.0%,成本为 1.2 元/方,同比-29.7%,受售价跌幅明显影响,2025H1 天然气平台交易气业务毛差 0.5 元/方,同比-1.2%。零售业务:销量方面,2025H1 公司零售气量 129.5 亿方,同比+1.9%,其中工商业用户零售气量 97.9 亿方,同比+2.4%,居民用户零售气量 30.4 亿方,同比+1.3%;盈利方面,2025H1 公司零售气售价为 2.6 元/方,同比+0.6%,零售气成本为 2.3 元/方,同比+1%,2025H1 公司零售气毛差 0.31 元/方,同比-2%。批发业务:销量方面,2025H1 公司批发气销售量 46.9 亿方,同比+26.8%;盈利方面,2025H1 公司批发气售价 2.95 元/方,同比-6.5%,批发气成本 2.95 元/方,同比-6.2%。

舟山接收站持续建设,加大分红力度回报投资者

舟山接收站持续建设:2025 年 8 月 6 日,舟山 LNG 接收站三期新增 4 座储罐及配套设施正式建成并投运,投用后实际处理能力累计超过 1.000 万吨/年,配套海底管道输配能力达 80 亿方/年。舟山接收站与舟山市高新区内正在建设中的燃气发电厂的天然气管网连接线于 6 月份启动建设,预计年底完成建设,具备供气条件,拟建 2 台 H 级燃气-蒸汽联合循环机组,总装机约 1490 兆瓦,建成后预计每年天然气使用量约 9 亿方。加大分红力度回报投资者:2024 年公司分红比例达 70.41%(包括年度分红和特别派息),同比+30.73pct,每股派发现金红利 1.03 元(含税),以 9 月 3 日收盘价计算,公司股息率达 5.6%;2026-2028 年公司每年现金分红比例不少于当年归属于上市公司股东的核心利润的 50%,高股息有望带动公司价值提升。

风险提示:平台交易气业务发展不及预期;产品价差缩窄风险;政策风险。

【煤炭开采:淮北矿业(600985.SH)】煤炭量价齐跌致业绩承压,关注煤矿成长性——公司信息更新报告-20250904

张绪成(分析师)证书编号: S0790520020003

煤炭量价齐跌致业绩承压,关注煤矿成长性。维持“买入”评级

公司发布 2025 年中报,2025H1 公司实现营业收入 206.8 亿元,同比-44.6%;实现归母净利润 10.3 亿元,同比-64.9%;实现扣非后归母净利润 9.7 亿元,同比-66.3%。单 Q2 来看,公司实现营业收入 100.8 亿元,环比-4.9%;实现归母净利润 3.4 亿元,环比-50.8%,实现扣非后归母净利润 3.0 亿元,环比-55.5%。考虑到煤炭量价下滑,我们下调 2025-2027 年盈利预测,预计 2025-2027 年公司归母净利润 24.2/37.3/46.2 亿元(前值为 36.3/46.1/51.9 亿元),同比-50.1%/+54.0%/+24.0%;EPS 为 0.90/1.38/1.72 元,对应当前股价 PE 为 13.3/8.7/7.0 倍。新项目有望为公司带来高成长性,业绩弹性有望释放,维持“买入”评级。

煤炭业务:煤炭产销量 H1 同比回落,煤价下滑致吨煤毛利同比回落

商品煤产销量同比回落:2025H1 商品煤产销量 890.8/647.6 万吨,同比-13.7%/-19.4%,2025Q2 产销量 460.0/350.4 万吨,环比+6.8%/+17.9%。煤价下滑致吨煤毛利同比回落:2025H1 吨煤售价为 834.9 元/吨,同比-27%,

吨煤成本为 468.9 元/吨，同比-17%，吨煤毛利为 366 元/吨，同比-36.8%；2025Q2 吨煤售价为 747.6 元/吨，环比-20.3%，吨煤成本为 425.6 元/吨，环比-18.1%，吨煤毛利为 321.9 元/吨，环比-23%。

煤化工业务：甲醇产量同比大幅提升，焦炭及原料洗精煤价格大幅下降

2025H1 焦炭产销量相对平稳，甲醇/乙醇产量同比大幅提升：焦炭方面，2025H1 产销量 170.9/168.4 万吨，同比+0.6%/-1.2%，2025Q2 产销量 96.6/98.3 万吨，环比+29.9%/+40.2%；甲醇方面，2025H1 产销量 30.6/11.5 万吨，同比+90.6%/-2.2%，2025Q2 产销量 18.7/7.2 万吨，环比+57.6%/+68.3%；乙醇方面，2025H1 产销量 22.9/22 万吨，同比+203.4%/+245.9%，2025Q2 产销量 13.3/12.9 万吨，环比+38.9%/41.2%。焦炭及原料洗精煤价格大幅下降：焦炭方面，2025H1 平均售价为 1418.5 元/吨，同比-33.3%，2025Q2 平均售价 1361.1 元/吨，环比-9.2%；甲醇方面，2025H1 平均售价 2132.5 元/吨，同比-2.1%，2025Q2 平均售价 2070.1 元/吨，环比-7.5%；乙醇方面，2025H1 平均售价为 4895.6 元/吨，2025Q2 平均售价为 4978.8 元/吨，环比+4.2%。2025H1 焦炭价格同比大幅下滑的同时，煤化工主要原材料洗精煤采购价格明显回落，2025H1 洗精煤采购单价为 1089.2 元/吨，同比-35.6%，2025Q2 洗精煤采购单价为 1006.3 元/吨，环比-16%，一定程度上对冲煤化工产品价格下降对业绩的影响。

持续加快项目建设，推动煤矿和电力产能建设

公司持续推进项目建设，年产 800 万吨/年陶忽图煤矿预计 2025 年底建成，2026 年实现投产；2024 年下半年公司下属雷鸣科化新建成矿山 7 座，产能 1640 万吨/年，将于 2025 年实现产能释放；成功收储 2,347 万吨涡北矿深部资源；聚能发电 2X660MW 超超临界燃煤发电项目#2 冷却塔外筒到顶，铁路专用线和电力送出线路开工建设，预计年底前实现“双机双投”。

风险提示：经济增长不及预期，煤炭价格下跌超预期，产能释放不及预期。

【煤炭开采：东方雨虹(002271.SZ)】盈利拐点向上，加速海外布局&中期分红提信心——公司信息更新报告-20250904

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

盈利拐点向上，加速海外布局&中期分红提信心。维持“买入”评级

8 月 25 日上海市住房和城乡建设管理委员会等部门联合印发《关于优化调整本市房地产政策措施的通知》，进一步放宽楼市限购政策。此外，东方雨虹近期实施中期分红派发以及发布 2025 年半年报，2025H1 公司实现营业收入 135.7 亿元，同比-10.8%，实现归母净利润 5.6 亿元，同比-40.2%；实现扣非归母净利润 5.1 亿元，同比-39.3%；单 Q2 看，公司实现营业收入 76.1 亿元，环比+27.9%，实现归母净利润 3.7 亿元，环比+93.4%，实现扣非后归母净利润 3.4 亿元，环比+95.4%。考虑地产底部带来需求承压，我们适当下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 13.3/18.1/22.0 亿元（2025-2026 前值为 20.3/23.5 亿元），同比+1128.7%/+35.8%/+22.0%；EPS 为 0.56/0.76/0.92 元，对应当前股价 PE 为 20.2/14.8/12.2 倍。考虑到稳地产政策支持房地产企稳回升，公司持续建设海外布局，维持“买入”评级。

H1 业绩承压，培育渠道发展，加速海外布局

2025H1 公司业绩承压：分产品看，2025H1 公司防水卷材/涂料/砂浆粉料/工程施工业务分别实现收入 55.1/39.5/20.0/8.5 亿元，同比-8.8%/-17.1%/-6.2%/-32.3%，其中防水卷材/涂料/砂浆粉料毛利率为 22.6%/36.5%/26.6%，同比-5.2/-1.0/-0.9pct。培育渠道发展：2025H1 公司零售/工程/直销渠道收入分别为 50.6/63.5/20.4 亿元，同比-7.0%/-5.3%/-28.0%，毛利率分别为 32.2%/20.7%/24.4%，同比分别-8.6pct/-2.6pct/+1.5pct，2025H1 公司实现工程渠道及零售渠道收入共计 114.06 亿元，占营业收入比例为 84.1%，同比+4.3pct，渠道销售收入占比提升。海外布局加速：2025H1 境内/境外分别实现收入 129.9/5.8 亿元，同比-12.3%/+42.1%，休斯敦生产研发物流基地项目建设持续推进，天鼎丰中东生产基地项目正式动工并快速推进建设进度，天鼎丰加拿大生产研发物流基地正式开工启建，马来西亚生产研发物流基地产线顺利完成首次试生产。

费用率有所降低，中期分红凸显投资价值

公司费用管控进一步升级：2025H1 公司期间费用率为 17.06%，同比-1.54pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.04%/5.67%/1.66%/0.69%，分别同比-0.91pct/-0.37pct/-0.23pct/-0.03pct。中期分红凸显投资价值：发布《2025 年半年度权益分派实施公告》，每股派发现金红利 0.925 元（含税），按 9 月 2 日收盘价计算，股息率 8%。2022-2024 年资产负债率为 46.25%、43.90%、43.39%，2025H1 公司资产负债率为 47.55%，长期处于较低水平，凸显长期投资价值。

风险提示：地产和基建投资下行导致需求不及预期；原材料价格大幅上涨；公司海外项目建设不及预期。

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