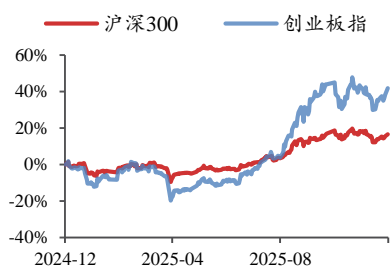


2025 年 12 月 09 日

## 开源晨会 1209

——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	4.794
综合	3.031
电子	2.600
非银金融	1.904
计算机	1.492

数据来源：聚源

### 昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	-1.433
石油石化	-0.839
食品饮料	-0.775
公用事业	-0.421
钢铁	-0.271

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】推动基础设施 REITs 扩围——宏观周报-20251207

#### 行业公司

【中小盘】商业航天催化不断，可复用火箭迎来大发展——中小盘周报-20251207

【银行】大行  $\Delta$ EVE 指标测算及承接债券能力评估——行业深度报告-20251208

【电力设备与新能源】光伏拐点已现，储能大势所趋——行业投资策略-20251208

【煤炭开采】重视煤价四段轮推断，稳煤价依旧——行业周报-20251207

【传媒】聚焦豆包 AI 进展及游戏、电影上新——行业周报-20251207

【社服】柬埔寨公布对中免签政策，蜜雪、古茗进军早餐——行业周报-20251207

【化工：巨化股份(600160.SH)】超预期实施前三季度分红强化股东回报，HFCs 制冷剂价格上行趋势不变，公司分红有望持续提升——公司信息更新报告-20251208

## 研报摘要

### 总量研究

#### 【宏观经济】推动基础设施 REITs 扩围——宏观周报-20251207

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

国内宏观政策：加快战略性新兴产业集群发展

过去两周（11月23日-12月6日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，近期中央召开的重要会议聚焦基本医疗保险制度建设、新型城镇化规划、城市更新行动等议题。

基建与产业方面，近两周政策聚焦国家新兴产业发展示范基地创建工作启动；商业航天高质量发展行动计划推出；推动基础设施 REITs 扩围至城市更新设施、酒店、体育场馆、商业办公设施等领域；发改委发布《关于加强数据要素学科专业建设和数字人才队伍建设的意见》等。

地产政策方面，各地继续推进“好房子”建设，例如北京市“十五五”规划建议持续推进住有所居，实施以公共交通为导向的综合开发，优先向轨道交通站点周边供应建设用地、重庆市出台十条措施规范“好房子”建设等。

消费政策方面，近两周工信部等部门发布《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》，部署19项重点任务，目标是到2027年，消费品供给结构明显优化，形成3个万亿级消费领域和10个千亿级消费热点；商务部部长王文涛表示，“十五五”时期将深入实施提振消费专项行动，推动商品消费扩容升级，加大直达消费者的普惠政策力度；以放宽准入、业态融合为重点扩大服务消费

金融监管政策方面，证监会发布《上市公司监督管理条例（公开征求意见稿）》，围绕防风险、强监管、促上市公司高质量发展的目标，依法规范上市公司及相关各方的行为；证监会主席吴清发表《加快打造一流投资银行和投资机构更好助推资本市场高质量发展》，指出适度拓宽券商资本空间与杠杆上限，对优质机构适当“松绑”，进一步优化风控指标，适度打开资本空间和杠杆限制，提升资本利用效率。此外，《基金管理公司绩效考核管理指引》发布，征求意见稿强化业绩考核，盈利比等指标，多处实现挂钩。

贸易方面涉及中美最高领导人举行电话会议，讨论中美关系打开新的合作空间；中俄《中华人民共和国政府和俄罗斯联邦政府关于促进和相互保护投资的协定》正式生效，包含投资保护、投资促进、投资便利化及争端解决等方面20个条款；中法最高领导人举行会谈；中国贸促会会长任鸿斌出席美国半导体行业协会及会员企业座谈会，推动中美半导体领域合作等。

海外宏观政策：日央行计划加息25个基点

过去两周，海外宏观政策聚焦日央行货币政策、美联储12月利率政策预期、美国与乌克兰谈判最新进展等。

美联储方面，一是关注下一任美联储主席人选。总统特朗普预计将在圣诞假期前决定下一任美联储主席人选，白宫国家经济委员会主任哈塞特（Kevin Hassett）被视作美联储主席人选的领跑者。二是降息预期有所加强，近期哈塞特在接受采访时表示，从美联储理事和地区联储主席近期的表态来看，“他们现在似乎更倾向于降息”。他强调自己希望在长期内“实现更低的利率水平”，并表示如果市场就25个基点形成共识，自己会接受。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

### 行业公司

**【中小盘】商业航天催化不断，可复用火箭迎来大发展——中小盘周报-20251207**

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 张越（分析师）证书编号：S0790524090003 | 赵晨旭（联系人）证书编号：S0790124120019

本周专题：商业航天催化不断，可复用火箭迎来大发展

我国商业航天发展进入提速期，国家航天局于近期发布《推进商业航天高质量发展安全发展行动计划》，提出多项重点任务和举措，并多次提及“可重复使用火箭”。可复用火箭是实现人类大规模低成本进出空间的重要途径。朱雀三号一子级配备九台天鹊-12A 液氧甲烷发动机，是由蓝箭航天自主研发的泵后摆燃气发生器循环液氧甲烷火箭发动机，9机并联总推力达7542kN。继朱雀三号于月初首飞升空，完成“入轨”目标后，可复用火箭天龙三号和长征十二号甲将在一个月内陆续首飞。

我国执行高轨卫星发射任务的主要是长征三号B火箭，发射服务价格约为7.09万元/kg，低轨主要由长征二号执行，发射服务价格约为2.82万元/kg。国外主流运载火箭猎鹰9在可回收情况下，单位载荷发射服务价格能大幅降低，其高轨任务单位载荷发射服务价格为2.75万元/kg，低轨任务相应价格为0.87万元/kg，真正突破了航天产业发展的瓶颈。我国在建的巨型互联网卫星星座备案了上万颗卫星，发射需求庞大，但目前我国运载火箭发射服务价格高，制约了需求。

二十届四中全会将商业航天列为“新兴支柱产业”，十五五期间目标产业规模占GDP比重达2%，2030年带动产业链价值超7万亿元；技术目标火箭回收复用次数超10次，卫星研制成本降50%。通过三大工程破解发展瓶颈。目标建设10个商业发射场，实现日均1箭发射能力；设立国家商业航天实验室，突破可回收火箭、星间链路技术；推动“航天+”融合应用，拓展遥感数据服务等新业态。

受益标的：火箭产业链。包括：（1）元器件。航天发展、航天智装等；（2）固体发动机。中天火箭、国科军工等；（3）液体发动机。航天动力、斯瑞新材等；（4）结构件。超捷股份等；卫星产业链。包括：（1）卫星制造。中国卫星、上海瀚讯等；（2）零部件。臻雷科技、国机精工等；（3）卫星测控。霍莱沃、西测测试等。

本周市场表现及重大事项

市场表现：本周中证1000/国证2000/中证500/万得微盘股指数等中小盘指数表现不及上证50/沪深300等大盘指数。新泉股份本周涨幅居前。

本周重大事项：（1）新股方面，3家公司登陆A股，4家公司登陆港交所。5家公司IPO获受理，3起IPO审核通过，2家公司注册生效；（2）定增方面，新增竞价预案公告9例，发行竞价项目平均折价率13.6%，平均收益率为12.8%；（3）并购方面，2家公司首播重大资产重组，11家公司涉及实控人变更；（4）股权激励和回购方面，本周共披露9例股权激励预案，17家公司推出回购预案。

重点推荐主题及个股

智能汽车主题（沪光股份、瑞鹤模具、新泉股份、芯动联科）；高端制造主题（奥普特、青鸟消防、罗普特、莱特光电、奥来德、日联科技、品茗科技）；户外用品主题（三夫户外）

风险提示：宏观环境变化、IPO政策变动、再融资政策变动、并购政策变动。

**【银行】大行  $\Delta$ EVE 指标测算及承接债券能力评估——行业深度报告-20251208**

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 朱晓云（分析师）证书编号：S0790524070010

$\Delta$ EVE/一级资本净额测算：大行整体承压，部分行2025年内或已超监管要求

根据我们测算，2025H1大行银行账簿利率风险指标（ $\Delta$ EVE/一级资本净额）较2024年进一步下降，工行和建行或已突破-15%监管要求。具体来看，工行/建行/农行/中行/邮储/交行分别为

-16.66%/-17.26%/-14.89%/-12.28%/-9.02%/-12.46% , 较 2024 年 分 别  
-1.95pct/-2.52pct/-0.58pct/-2.39pct/+2.25pct/-3.35pct。

主要测算逻辑为：对比 2024 年上市银行第三支柱报告披露值与我们模型测算数据的偏离度，2025H1 及往年我们模型测算数据用该偏离度进行修正，调整后数值作为（ $\Delta$ EVE/一级资本净额）的最终测算值。

测算：承接地方债对大行指标影响&现阶段大行地方债承接空间

1、根据上市银行 2025H1 数据静态测算，上市银行每承接 2 万亿元地方政府债，国有行 $\Delta$ EVE/一级资本净额边际恶化 0.65pct~1.73pct。主要测算逻辑：假设各家银行用 1 年期负债承接地方债，各家银行地方债承接规模和久期假设如下：

(1) 确定地方债久期：参考 2025.01.01—2025.12.05 期间地方债发行期限分布及加权平均久期，我们假设每发行 2 万亿地方债，其中 5/7/10/15/20/30 年占比分别为 5%/15%/30%/10%/17%/23%，债券久期为 4.83/6.63/9.14/12.83/16.16/21.90 年。

(2) 各家上市银行地方债承接规模：参考 2025H1 各家上市银行地方债增量规模及比例分布。2025H1 上市银行新增地方债 3.25 万亿元，其中国有行新增 1.86 万亿元，占比为 57.2%，工行、建行和农行新增规模均超 4000 亿元。

2、承债空间测算：(1) 根据 2025H1 数据进行静态测算， $\Delta$ EVE/一级资本净额的现有监管缓冲空间，可支撑大行承接 30Y 地方债规模为 6668 亿元。(2) 利率风险指标每放松 1pct，释放大行承接 30Y 地方债规模为 5934 亿元。

财政发长债与银行账簿利率风险指标管控的平衡之术

1、监管层面：适度放松利率风险指标要求。银行账簿利率风险指标承压主要源于配合承接财政部门发行的超长期地方债，配合财政发力诉求下，监管或适度放松银行指标要求，可能的方向有(1) 给予一定缓冲阈值放宽-15%要求，如改为-20%；(2) 修订利率冲击情景，如将平行上移 250BP 调整为平行上移 200BP 等；(3) 央行层面，我们认为公开市场买债有概率拓展至更长期限。

2、银行层面：卖长买短调整资产负债期限错配程度，多措并举补充一级资本净额。缩小资产负债期限错配，缩短持债久期，负债端或探索发行超长金融债等；积极补充一级资本，年初以来大行已通过卖出 AC 存量债券兑现浮盈、释放拨备反哺利润等手段加大内源资本留存，此外还可通过发行永续债等外源渠道补充一级资本。

投资建议

(1) 底仓配置：大型国有银行。受益标的农业银行、工商银行；(2) 核心配置：头部综合龙头。受益标的招商银行、兴业银行，推荐标的中信银行；(3) 弹性配置：受益标的江苏银行、重庆银行、渝农商行。

风险提示：宏观经济增速下行；债市利率大幅波动。

## 【电力设备与新能源】光伏拐点已现，储能大势所趋——行业投资策略-20251208

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 周航（联系人）证书编号：S0790125050020

光伏拐点已现：反内卷持续推进，关注底部反转

当前光伏行业反内卷已取得一定积极成效，Q3 主链上游环节预计显著减亏。后续重点关注供需两条主线：

(1) 供给侧：硅料收储平台落地及产业链限产措施。

(2) 需求侧：关注“十五五”光伏装机需求支撑，出口退税取消及严禁低于成本价销售要求的执行。

在供需两端反内卷的推进下，产业链供需关系有望迎来快速修复，并推动组件价格抬升。具备阿尔法的标的

在行业贝塔修复中具备更大弹性。

受益标的：

硅料：通威股份、大全能源、协鑫科技、新特能源；

BC 技术：爱旭股份、隆基绿能、帝尔激光、拉普拉斯；

硅片：弘元绿能、双良节能、TCL 中环；

电池组件：晶澳科技、晶科能源、天合光能、钧达股份、横店东磁；

贱金属化：博迁新材、帝科股份、聚和材料；

金刚线：美畅股份、高测股份；

玻璃：福莱特、信义光能、旗滨集团；

边框：永臻股份、鑫铂股份；

胶膜：福斯特、海优新材。

储能大势所趋：国内外需求强劲，有望量价同升

当前储能行业呈现供需两旺态势，国内外需求共振，新型储能“一芯难求”，头部电池企业持续满产，电池价格延续上涨趋势，供应链整体具备价格传导能力。需求支撑+供给紧缺+上游挺价，储能景气度有望持续。

兼具规模交付能力、技术创新能力和全生命周期服务能力的头部企业具备显著竞争优势。

受益标的：

大储：阳光电源、海博思创、阿特斯、上能电气；

工商储&户储：德业股份、固德威、锦浪科技、艾罗能源；

电芯：宁德时代、亿纬锂能、中创新航、瑞浦兰钧、国轩高科、鹏辉能源、欣旺达、派能科技、普利特。

风险提示：政策力度不及预期，行业产能出清进展不及预期，新技术产业化进度不及预期。

### 【煤炭开采】重视煤价四段轮推断，稳煤价依旧——行业周报-20251207

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 程懿（分析师）证书编号：S0790525090001

本周要闻回顾：重视煤价四段轮推断，稳煤价依旧

动力煤方面：动力煤价格小跌，截至 12 月 5 日，秦港 Q5500 动力煤平仓价为 785 元/吨，环比下降 31 元/吨，广州港价格为 825 元/吨，目前已经完成我们提示的煤电盈利均分的 750 元价格目标。煤价虽有降低趋势，但预计未来也将逐步恢复至我们预计的第四目标价格区间，即 800-860 区间。另外，虽然近期动力煤价有所回调，但整体上涨趋势不变，价格仍主要受到供给持续收紧和需求继续放量的双重影响。其中供给收缩是自 7 月严查超产行动的延续，叠加 11 月中央安全生产考核巡查推进，使得产能释放进一步受限；而需求上升是由于近期能源进入需求旺季，北方多地由于新一轮寒潮来临而提前供暖，工业生产也推进到了年底冲刺阶段，各种工厂的煤炭需求均有大幅增长态势。炼焦煤方面：截至 12 月 5 日，京唐港主焦煤报价 1630 元/吨，从七月初的 1230 元的底部反弹；焦煤期货反弹更为明显，从 6 月初的 719 元反弹至当前的 1140 元，累计涨幅达到 58.6%；炼焦煤价格随着动力煤价格的波动而波动，在 2.4 倍比值有非常明显的规律。

投资逻辑：动力煤和炼焦煤价格已到拐点右侧

动力煤属于政策煤种，我们判断价格上行将经历“修复央企长协、修复地方长协、达到煤电盈利均分线、上穿且接近电厂报表盈亏平衡线”四个过程。现货修复至长协价格（央企长协 670 元和地方长协 700 元）之上，实际是大宗商品双轨制运行机制下的必选结果，长协本身作为优惠品种而与现货形成倒挂，会促使下游用户优先购买现货而暂缓购买长协，从而驱动现货的价格修复。达到“煤和火电企业”盈利均分位置（测算 2025 年是 750 元左右），是政策修复煤价目标的理想结果。理想目标之后的上穿过程属于惯性结果，对于煤价上穿是否有顶部极值，则预测是电厂报表盈亏平衡线 860 元，区间为 800-860 元。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定，对于其目标价格可通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”作为参考，京唐港主焦煤现货与秦港动力煤的现货比值为 2.4 倍，则与动力煤第一、第二、第三、第四目标对应的炼焦煤目标价分别为 1608 元、1680 元、1800 元、2064 元。焦煤期货将修复与京唐港主焦煤现货的贴水。

投资建议：周期与红利双逻辑，四主线布局

煤炭股双逻辑之一：周期弹性。当前动力煤和炼焦煤价格仍处于历史低位，为反弹提供了空间。随着供给端“查超产”政策推动产量收缩，以及需求端进入取暖旺季，煤炭供需基本面有望持续改善，两类煤种价格均具备向上弹性。其中，动力煤有长协机制修复和“煤和火电企业盈利均分”的逻辑支撑；而炼焦煤因市场化程度更高，对供需变化更敏感，可能展现出更大的价格弹性。煤炭股双逻辑之二：稳健红利。多数煤企依然保持了高分红的意愿，中报仍有 6 家上市煤企发布中期分红方案（中国神华/山西焦煤/陕西煤业/上海能源/兖矿能源/中煤能源）。资本市场在全球政经高度不确定以及国内稳经济的预期下，投资行为存在情绪上的脉冲，煤炭板块具备周期与红利的双重属性，当前煤炭持仓低位，基本面已到拐点右侧，已到布局时点。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，周期逻辑：动力煤的【晋控煤业、兖矿能源】，冶金煤的【平煤股份、淮北矿业、潞安环能】；主线二，红利逻辑：【中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【新集能源、广汇能源】。

风险提示：经济增速下行风险，进口煤大增风险，可再生能源加速替代风险。

## 【传媒】聚焦豆包 AI 进展及游戏、电影上新——行业周报-20251207

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

关注字节火山引擎原动力大会及模型、端侧 AI 新进展，继续布局 AI 应用

根据火山引擎公众号，火山引擎 2025 原动力大会·冬将于 12 月 18-19 日举行，届时将重磅发布豆包大模型家族全线焕新及 Agent 开发工具升级、生态扩容、AI 落地全链路能力提升成果，会议包含发布/技术/开发者 3 大主论坛，以及产品论坛（AI 安全/基础设施/应用/Data+AI/HiAgent/视频与边缘/智能硬件论坛）、行业论坛（AI+游戏/金融/教育/汽车/生态/消费论坛）、创新论坛（创业企业/BytePlus 论坛）、开发者论坛（火山方舟开发者/扣子企业级应用论坛及 AI Agent 开发/豆包应用生成工作坊）4 方面共 20 场专属论坛；此外，12 月 5 日，火山引擎正式发布豆包语音识别模型 2.0，模型推理能力提升，通过深度理解上下文完成精准识别，上下文整体关键词召回率提升 20%，并支持多模态视觉识别，不仅“听懂字”还能“看懂图”，通过单图和多图等视觉信息输入让文字识别更精准；而此前 12 月 1 日，豆包发布手机助手技术预览版，可通过语音唤醒豆包，实现手机跨 App 操作。另据新智元，OpenAI 或于下周发布 GPT-5.2，首次对 Gemini3 做出正面回应。我们认为，继谷歌、阿里巴巴打通“算力云-模型-应用-硬件”闭环，建立全方位优势后，字节、OpenAI 等头部科技公司在多模态模型、Agent、端侧 AI 及算力云方面继续发力，或加剧 AI 领域竞争，推动模型及垂直细分领域 AI 应用落地能力不断提升，助力 AI 商业化空间打开，我们建议继续布局商业化进展较快的 AI 应用方向。（1）AI 广告：重点推荐汇量科技、引力传媒，受益标的包括蓝色光标、易点天下等；（2）AI 漫剧：重点推荐哔哩哔哩、快手、阅文集团，受益标的包括捷成股份、中文在线等；（3）AI 电商：重点推荐值得买，受益标的包括阿里巴巴；（4）AI 设计：受益标的包括美图公司等。

游戏旺季临近，《九牧之野》《鹤鸭杀》手游将于 12.18 上线，继续布局游戏

随年底圣诞、元旦档期及后续寒假、春节假期陆续来临，游戏行业或再次进入新游上线及老游运营推广旺季，

流水有望环比明显提升。新游方面，由吉比特发行的三国题材“SLG+RTX”赛季制手游《九牧之野》将于12月18日全平台公测，12月4日游戏官宣全平台预约人数破100万，TapTap期待值7.8，较传统SLG品类更加强调搭配策略及战斗微操，或凭“降肝减氪”实现优质口碑和超预期长周期表现；另外，由金山软件发行的《鹅鸭杀》手游及哔哩哔哩代理发行的《嘟嘟脸恶作剧》都将于12月18日公测，值得期待。基于旺季临近、新游上线驱动及AI对游戏全面赋能，建议继续布局估值性价比突出的游戏板块，重点推荐吉比特、恺英网络、巨人网络、心动公司、腾讯控股等，受益标的包括世纪华通等。

《阿凡达3》12.19上映，优质新片供给释放或继续驱动电影市场回暖

据猫眼专业版，截至12月7日20:00，《疯狂动物城2》内地累计票房超30亿元，跻身内地影史票房榜前30。而《阿凡达3》（12.19上映，猫眼想看人数67万+）等后续新片上映或继续驱动电影票房回暖，建议继续关注电影出品/引进/发行方及影投院线公司，重点推荐上海电影，受益标的包括中国电影等。

风险提示：AI应用商业化进展、游戏流水、电影票房等低于预期。

### 【社服】柬埔寨公布对中免签政策，蜜雪、古茗进军早餐——行业周报-20251207

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 叶彬慧（联系人）证书编号：S0790124070053

出行旅游：柬埔寨公布对中免签政策，11月海南离岛免税延续增长

中柬旅游：柬埔寨批准对中试行免签证政策，政策窗口期覆盖暑期和国庆的出行旺季，预计推动中柬旅游客流增长。2025年1-11月柬埔寨发展理事会累计批准600个新投资项目/同比+54%，投资总额达93亿美元/同比+43%，外资对柬埔寨市场信心增强，其中中国投资金额占比超过50%。产业投资景气带动商务型游客持续增长，1-10月中国大陆入入境柬埔寨游客人数达100万人/同比+45%，商务游客比例提高至62%。离岛免税：海南离岛免税购物金额23.8亿元/同比+27.1%，连续3月保持正向增长；购物人数32.9万/同比-9.86%，降幅环比有所收窄，离港游客转化率环比提升；客单价同比+41.1%，主要系消费电子等高货值产品比例增加，新政拉动消费显著。

茶咖/教育：蜜雪、古茗进军早餐，重视就业导向的职业教育培训

茶咖：据英敏特数据统计，2020中国早餐市场规模约1.7万亿，其中外食早餐市场规模在7000-8000亿，外食比例伴随城镇化率同向提升，到2019年达到45%，据样本调查，中国早餐外食人均花费约10.3元。古茗新增专门的“烘焙·小轻食”系列，定价10元左右，有望为2026年同店贡献重要增量。蜜雪冰城已在大连、西安、南宁、杭州四座城市率先启动早餐业务试点，套餐售价7.9元。中国东方教育：考研报名人数2024-2026届连续三年下降，较高点减少86万人。《麦可思就业蓝皮书》：本科毕业生月薪低于6000元的，占57.8%，起薪过万不足10%。考生在花钱花时间的学历教育、和高薪就业的职业教育间权衡“性价比”。中国东方教育春季预科班已火热开启，重视高就业率的职业教育。

美丽：林清轩更新港股招股书，关注高端国货护肤品牌发展

美丽：林清轩更新招股书，2025H1公司收入10.5亿元/yoy+98.3%，净利润1.8亿元/yoy+110%，2025H1呈加速发展状态。线上增速高于线下，2025H1线上收入6.9亿元/yoy+137%，线上占比由2022年45%提升至65%。主要系抖音渠道高增，2025M1-M10抖音渠道GMV同比增速超过7倍。线下渠道位于高端商场，门店数量和店效均健康增长。从整体公司产品结构看，已打造了包括精华油、面霜、爽肤水等全系列的高端护肤品类，精华油占比接近50%并维持较高增速，其他品类也保持高增态势。客群扩大的同时复购率维持在较高水平。

本周行情：港股消费者服务/传媒板块跑输大盘，商贸零售板块跑赢大盘

本周（12.1-12.5）港股消费者服务/传媒/商贸零售指数-1.63%/-0.44%/+1.98%，较恒生指数涨跌幅-2.5/-1.32/1.11pct，在30个一级行业中排名第28/25/9，零售、高教类上涨排名靠前。

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、锅圈；(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；(5) 即时零售：美团-W、顺丰同城；(6) 旅游：长白山、同程旅行、携程集团-S、大麦娱乐；(7) 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。

**【化工：巨化股份(600160.SH)】超预期实施前三季度分红强化股东回报，HFCs 制冷剂价格上行趋势不变，公司分红有望持续提升——公司信息更新报告-20251208**

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 李思佳（分析师）证书编号：S0790525070006

超预期发布前三季度分红预案，凸显加强股东回报战略意义，维持“买入”评级

公司公布 2025 前三季度利润分配预案。公司 2025 前三季度实现归母净利润 32.48 亿元，母公司净利润 8,183.31 万元，母公司未分配利润 28.44 亿元。为了认真践行“以投资者为本”理念，增强投资者回报与获得感，兼顾公司可持续发展和投资者合理投资回报，拟向全体股东按每股派发现金红利 0.18 元（含税），拟派发现金股利 4.86 亿元（含税）。此次分红计划并不在市场预期，我们认为，公司此举或向市场表达其加强股东回报的态度，以及对公司未来保持良好向上趋势、继续增强股东回报的信心。我们维持公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 51.28、72.85、85.35 亿元，EPS 分别为 1.90、2.70、3.16 元，当前股价对应 PE 为 17.9、12.6、10.8 倍。我们看好 HFCs 作为功能性制剂的商品本质特征和特定商业模式的内在价值与认识将逐步显现，维持“买入”评级。

公司充分受益 HFCs 发展红利增强盈利能力，未来有望继续加强股东回报

公司 2025 前三季度制冷剂均价达 40,554 元/吨（不含税），同比+58.1%；Q3 单季均价达 42,956 元/吨（不含税），同比+52.58%，环比+5.00%。又据百川盈孚数据，HFCs 主要品种 R32、R134a、R125 四季度平均报价分别环比+9.06%、+7.20%、持平。HFCs 制冷剂作为功能性制剂、“刚需消费品”属性与全球“特许经营”商业模式的“基因”的逐步形成，其价格持续恢复性上涨、毛利恢复性上升，趋势或仍将延续。公司 2025 年调整后 HFCs 配额总量为 30.99 万吨，权益量为 28.08 万吨；其中 R32、R134a、R125 三大品种配额总量为 27.95 万吨，权益量为 25.04 万吨。公司将充分受益于 HFCs 行业红利。公司自 1998 年上市以来累计实现净利润 189.05 亿元并实现每年分红，累计现金分红 27 次共 59.73 亿元，平均分红率 31.59%。本次超预期分红彰显公司对重视股东回报以及未来发展信心。我们认为，随着公司利润不断提升且保持较强的持续性，股东回报或将继续加强。

风险提示：安全生产风险，政策变化风险，终端消费不振等。

## 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。

<sup>1</sup>根据新凤鸣2025年三季报，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4.35%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年三季报，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