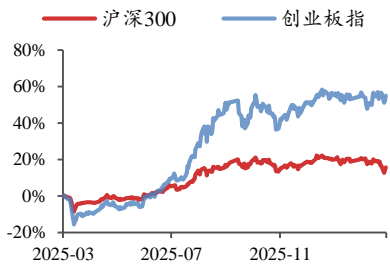


2026年03月26日

开源晨会 0326

——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(%)
综合	3.868
通信	3.706
有色金属	2.970
电子	2.648
社会服务	2.614

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	-1.286
石油石化	-0.437
银行	0.653
食品饮料	0.670
医药生物	0.977

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

【煤炭公用：神火股份(000933.SZ)】 铝量价齐升煤边际改善，高分红价值凸显——公司信息更新报告-20260325

【食品饮料：新乳业(002946.SZ)】 净利率提升节奏超前，分红提升股东回报——公司信息更新报告-20260325

【医药：药明康德(603259.SH)】 超额达成全年指引，2026年小分子CDMO将加速——公司信息更新报告-20260325

【海外科技：明源云(00909.HK)】 地产周期影响仍有待消化，关注AI+出海增量业务——港股公司信息更新报告-20260325

【纺织服装：乐舒适(02698.HK)】 2025年业绩超预期兑现，新兴市场龙头成长动能充足——公司信息更新报告-20260325

【医药：华润江中(600750.SH)】 2025年业绩稳健提升，“内生+外延”蓄力发展——公司信息更新报告-20260325

【银行：中信银行(601998.SH)】 净息差企稳，分红比例新高——中信银行2025年报点评-20260325

【商贸零售&社服：老铺黄金(06181.HK)】 预告2026年一季度业绩高增长，品牌势能持续升级——港股公司信息更新报告-20260325

研报摘要

行业公司

【煤炭公用：神火股份(000933.SZ)】铝量价齐升煤边际改善，高分红价值凸显——公司信息更新报告-20260325

王高展（分析师）证书编号：S0790525070003 | 程懿（分析师）证书编号：S0790525090001

铝板块量价齐升对冲煤价下行，高分红价值凸显。维持“买入”评级

公司发布 2025 年年度报告，2025 年公司实现营业收入 412.41 亿元，同比+7.47%；实现归母净利润 40.05 亿元，同比-7.00%；实现扣非后归母净利润 40.75 亿元，同比-0.94%。单季度看，Q4 公司实现营业收入 102.36 亿元，环比-3.22%；实现归母净利润 5.16 亿元，环比-67.47%，主要系煤炭板块计提大额资产减值准备所致。考虑到公司电解铝板块量价齐升，煤炭业务受煤价下跌影响，我们下调 2026-2027 年并新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润为 58.56/61.09/67.21 亿元（2026 年/2027 年原值 64.35/69.75 亿元），同比+46.2%/+4.3%/+10.0%；EPS 为 2.60/2.72/2.99 元，对应当前股价 PE 为 11.5/11.0/10.0 倍。公司电解铝业务优势稳固，煤炭业务有望迎来修复，叠加高比例分红，长期投资价值凸显。维持“买入”评级。

电解铝业务量价齐升，煤炭业务计提减值拖累业绩

电解铝业务盈利能力大幅提升：2025 年，公司电解铝业务板块实现量价齐升，实现利润总额 79.88 亿元，同比大幅增长 48.66%。全年有色金属冶炼及压延加工业实现销售量 204.94 万吨，同比+8.20%。分部来看，新疆煤电和云南神火净利润分别同比增加 49.62%和 98.12%，主要得益于电解铝售价上涨及原材料成本下降。公司新疆基地具备显著的低电力成本优势，云南基地则受益于绿色水电带来的低碳优势。

煤炭业务承压，大额减值影响当期利润：受煤炭售价下行影响，2025 年公司采掘业实现营业收入 56.02 亿元，同比-18.94%；毛利率为 7.70%，同比下降 53.06 个百分点。尽管煤炭销量同比增长 7.69%至 721.68 万吨，但价格下跌导致新龙公司和兴隆公司净利润分别同比下滑 85.67%和 94.86%。此外，公司对下属和成煤矿、大磨岭煤矿等相关资产合计计提减值准备超 12.5 亿元，对全年归母净利润造成较大影响。

推进绿电替代项目，高比例分红回报股东

(1) 加速绿色能源转型，巩固低碳优势：公司积极推进能源结构转型，新疆煤电与中国电力国际发展有限公司合作，共同投资建设 80 万 KW 风电项目以实现绿电替代，目前项目已实现首期并网发电，全部投运后将显著提高其铝产品“含绿量”。云南电解铝项目利用绿色水电，已成为全国首批获准生产销售绿电铝企业，低碳优势明显。

(2) 高分红凸显长期投资价值：公司 2025 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 8.00 元（含税），合计拟派发现金 17.87 亿元。结合报告期内已实施的 2.55 亿元股份回购，公司全年现金分红总额（含其他方式）达 20.42 亿元，占归母净利润的比例高达 51.0%。按 2026 年 3 月 25 日收盘价计算，股息率约为 2.7%，具备较强的股东回报能力。

风险提示：煤铝价格下跌超预期；新产能释放不及预期；电价调整及限电风险。

【食品饮料：新乳业(002946.SZ)】净利率提升节奏超前，分红提升股东回报——公司信息更新报告-20260325

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

2025Q4 公司业绩亮眼，维持“增持”评级

公司发布 2025 年度报告。2025 年实现收入 112.3 亿元，同比+5.3%；归母净利润 7.31 亿元，同比+36.0%。单

Q4 实现收入 28.0 亿元，同比+11.3%；归母净利润 1.08 亿元，同比+69.3%，业绩亮眼、再超预期。公司深耕低温奶赛道，产品创新、供应链响应、渠道下沉、品牌优势显著，结构优化驱动盈利提升逻辑持续验证。基于此，我们略上调 2026-2027 年归母净利润至 8.65、9.75（原值 8.51、9.41）亿元，新增 2028 年归母净利润为 11.01 亿元，EPS 为 1.00、1.13、1.28 元，当前股价对应 PE 为 17.9、15.9、14.1 倍。同时公司拟每 10 股派发现金红利 3.8 元，2025 年累计分红率达 53%，努力提升股东回报，维持“增持”评级。

低温品类快速增长，子公司经营改善显著

分产品看，2025 年液奶/奶粉/其他同比分别+6.7%/+21.6%/-14.0%，其中液态奶量/价同比分别+6.4%/+0.2%。分板块看，低温表现持续亮眼，在高端鲜奶、“今日鲜奶铺”双位数增长，特色酸奶同增超 30%的推动下，2025 年低温鲜奶和低温酸奶均录得双位数增长，新品收入占比保持双位数。区域方面，西南收入转正；受益于唯品高速增长，华东收入同比+15%。子公司方面，川乳、夏进、琴牌同比均实现正增，净利率水平也同步提升，改革效果显著。渠道方面，DTC 占比稳步攀升并引领增长，直销收入占比提升至 63.8%。公司坚持“鲜酸双强”策略、加大产品创新，同时持续改善常温品类经营，未来有望保持稳健增长。

净利率提升节奏超前，业务结构优化继续支撑盈利改善

2025Q4 公司实现毛利率 28.3% (YoY+2.3pct)，毛利率与管理费用率的差额同比+0.2pct，或主因产品结构优化。2025Q4 销售费用率 16.5% (YoY+1.9pct)，主因公司为品牌建设增加了广告宣传投入，财务费用率 0.6% (YoY-0.3pct) 持续压降。同时，由于生物资产减值损失大幅减少，资产减值损失改善 3483 万元。基于此，2025 年/2025Q4 归母净利率 6.5% (YoY+1.5pct) /3.9% (YoY+1.3pct)，净利率提升节奏超前于五年战略规划，再次验证公司优秀的盈利提升能力。展望未来，预计 2026 年奶价磨底至下半年企稳，同时业务结构优化已成为盈利改善核心动力，费用端基本平稳，公司净利率有望继续稳步提升。

风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期、原料价格波动风险等。

【医药：药明康德(603259.SH)】超额达成全年指引，2026 年小分子 CDMO 将加速——公司信息更新报告-20260325

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002

2025 年收入和利润再创历史新高，持续经营业务在手订单稳健增长

2025 年公司实现营收 454.56 亿元，同比增长 15.8%，持续经营业务收入同比增长 21.4%；归母净利润 191.51 亿元，同比增长 102.7%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 149.6 亿元，同比增长 41.3%，经调整 Non-IFRS 净利率达 32.9%，同比提升 5.9pct。单看 2025 年第四季度，公司实现营收 125.99 亿元，同比增长 9.2%，环比增长 4.5%；经调整 Non-IFRS 归母净利润 44.19 亿元，同比增长 36.4%，环比增长 4.7%。截至 2025 年底，公司持续经营业务在手订单达 580.0 亿元，同比+28.8%。考虑下游需求持续回暖以及小分子 CDMO 业务有望加速增长，我们上调 2026 和 2027 年的盈利预测（原预计归母净利润 151.27/179.39 亿元），并新增 2028 年的盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润为 183.24/226.74/278.86 亿元，EPS 为 6.14/7.60/9.35 元，当前股价对应 PE 为 14.3/11.6/9.4 倍，维持“买入”评级。

小分子 D&M 业务保持强劲增长，TIDES 业务高速增长

2025 年公司化学业务实现营收 364.7 亿元，同比+25.5%。小分子 D&M 业务收入 199.2 亿元，同比+11.4%，其中 2025 年第四季度收入 56.8 亿元，同比+5.19%，环比+2.16%，2025 年小分子 D&M 收入逐季递增。小分子 D&M 管线持续扩张，2025 年新增分子 839 个，管线分子总计 3452 个。2025 年 TIDES 业务实现营收 113.7 亿元，同比增长 96.0%；截至 2025 年底，TIDES D&M 服务客户数同比提升 25%，服务分子数量同比提升 45%，TIDES 在手订单同比增长 20.2%。

安评保持亚太领先，生物学业务持续引流，2026 年保持业务快速增长

2025 年公司测试业务实现营收 40.4 亿元，同比恢复正增长+4.7%，药物安全性评价保持亚太领先地位；2025 年生物学业务实现营收 26.8 亿元，同比恢复正增长+5.2%，持续为公司带来 20%+的新客户。2026 年公司预计整体收入 513-530 亿元，持续经营业务收入同比+18-22%，预计资本开支继续增长至 65-75 亿元。2026 年公司将更加聚焦 CRDMO 核心战略，加速全球化能力建设和产能投放。

风险提示：中美贸易摩擦，市场竞争加剧，环保和安全生产风险。

【海外科技：明源云(00909.HK)】地产周期影响仍有待消化，关注 AI+出海增量业务——港股公司信息更新报告-20260325

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 杨哲（分析师）证书编号：S0790524100001

收入端仍有压力，但利润逐步兑现，AI 及海外业务增长愈发清晰

当前不动产市场仍有压力，但公司降本效果显著、AI 及海外业务增量更为清晰，但考虑到不动产市场的不确定性，我们下调 2026-2027 年收入预测至 12.2/12.1 亿元（前次为 12.4/12.9 亿元），新增 2028 年收入预测 12.8 亿元，下调 2026-2027 年归母净利润至 0.5/0.7 亿元（前次为 0.8/1.1 亿元），新增 2028 年归母净利润预测为 1.0 亿元，当前股价对应 PS 估值 3.0/3.1/2.9 倍，尽管当前地产基本面仍有压力，但我们看好公司在 AI 及出海方向上的拓展，维持“买入”评级。

地产周期压力仍在逐步消化，2025 年下半年环比上半年有所改善

回顾 2025 年：公司收入 12.84 亿元，同比下滑 10.5%，下半年降幅有所收窄实现经调整净利润 1.01 亿元，扭亏为盈。其中：（1）CRM：收入同比下滑 10.6%，其中云客下滑 7.5%，云客配套售楼处数量同比下降 7.6%，客单价同比增长 1.3%，地产周期影响仍在逐步消化过程中；（2）项目建设：收入同比下滑 11.1%，受益于住宅市场新开工项目数量降幅有所收敛，下半年相对上半年增长由负转正；（3）资产管理&运营：收入同比增长 5.1%，下半年较上半年有所提速。

AI：实现不动产销售闭环，带动客单价提升

云客 AI2025 年签约金额 5400 万元（vs2024 年全年 2800 万元），覆盖售楼处数 2500 个（vs2024 年底 1000 个），发展快速，实现不动产 AI 销售闭环，得益于 AI 产品矩阵不断完善，云客已经构建“策略定制-内容制作-传播触达-在线获客”的短视频营销全生命周期解决方案，并带动售楼处客单价提升。

出海：初步打开局面，期待后续放量

2025 年公司海外产品签约金额超 3000 万元，已在东南亚、日本、中国香港、中东等地区建立本地化团队，公司收购日本不动产科技公司 ASIOT，其智能抄表产品 ASmart 在日本有较好的行业竞争力，公司亦基于 AI+IoT+SaaS 的产品逻辑，打造了不动产营销领域的 VR 产品 AIVirtualTour、不动产建设安全及劳务管理平台的 Linkforce。公司出海业务已经逐步打开局面，考虑到海外客户付费率及粘性较优，后续有望成为重要的收入增量来源。

风险提示：房地产景气度持续下行、AI 产品销售不及预期，降费不及预期。

【纺服轻工：乐舒适(02698.HK)】2025 年业绩超预期兑现，新兴市场龙头成长动能充足——公司信息更新报告-20260325

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 郭彬（分析师）证书编号：S0790525090002

2025 年集团核心经营指标全面超出市场预期，实现营收 5.67 亿美元，同比上升 24.9%；实现归母净利润约 1.21 亿美元，同比增长 27.4%，归母净利率、毛利率分别达 21.4%、35.9%。业绩超预期的核心支撑，在于公司依托 29 年非洲市场深耕的本土化制造与深度市场洞察核心壁垒，叠加全球化采购+长约锁价的供应链降本优势，构筑坚实经营护城河。公司持续推进百万终端扁平化布局，当前直控销售占比仅 30%，渠道渗透与数字化运营体系落地仍

有广阔提升空间，运营效率有望持续优化。中长期来看，公司增长动能充足：品类端，低渗透率市场下高毛利卫生巾、高增速湿巾品类仍有较大拓展空间，产品结构将持续优化；区域端，非洲核心市场增长稳健，拉美市场随本地工厂落地有望延续翻倍增长态势，叠加行业出清份额提升、产业链并购与大股东资产注入预期，成长空间持续拓宽，上调公司 2026-2027 年归母净利润至 1.42/1.65 亿美元(原值 2026-2027 年归母净利润为 1.32/1.54 亿美元)，预计 2028 年归母净利润为 1.92 亿美元，当前股价对应 PE 为 19.0/16.4/14.1 倍，维持“买入”评级。

收入结构方面，2025 年婴儿护理产品贡献 78.6% 营收，同比增长 23.1%，毛利率达 35.5%、同比提升 1.6%，筑牢公司核心基本盘；卫生巾品类收入占比由 2022 年 13.5% 升至 2025 年 17.5%，同比增长 27.9%，毛利率小幅下降 1.7% 至 36.7%，成长为核心增长引擎；湿巾品类收入、销量同比分别增长 53.8%/52.8%，增长表现亮眼，毛利率下滑 8.3% 至 43.7%。区域收入方面，东非为第一大市场，收入占比 45.1%，同比增长 23.9%；西非市场收入占比 40.7%，同比增长 18.4%；中非市场收入占比约 10%，2022-2025 年复合增长 24%，增长动能强劲；拉丁美洲市场收入占比 3.9%，同比增长达 413.3%，海外新市场拓展取得突破性进展。

盈利质量与费用管控表现优异，全年销售费用率/管理费用率分别为 3.5%/6.9%，加权平均净资产收益率(ROE)约 19.0%。2022-2025 年收入复合增长率 21.1%，销量复合增长率 23.6%，2025 年销量增长 25.2%，高于历史均值。运营效率持续优化，公司采用先款后货的销售模式，应收账款周转天数仅 5 天，回款能力行业领先；存货周转周期从 2024 年的 141 天优化至 132 天，营运周转效率稳步提升。资产方面，总资产从 2024 年 2.54 亿美元上升至 7.63 亿美元，非流动资产从 0.78 亿美元增至 1.33 亿美元，年内新增 18 条生产线，产能规模与经营硬实力持续夯实。现金流与财务安全边际充足，年末现金储备约 4.45 亿美元，流动性比例达 5.7，同时维持净利润 45% 左右的分红比例，在筑牢经营底盘的同时兼顾股东持续回报。

风险提示：市场竞争加剧、外汇波动、产能拓展不及预期等风险。

【医药：华润江中(600750.SH)】2025 年业绩稳健提升，“内生+外延”蓄力发展——公司信息更新报告-20260325

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 巢舒然（分析师）证书编号：S0790525110001

2025 年经营业绩稳健提升，维持“买入”评级

公司 2025 年实现营收 42.20 亿元（同比-4.87%；下文皆为同比口径），归母净利润 9.07 亿元（+15.03%），扣非归母净利润 8.33 亿元（+11.22%）。从盈利能力来看，2025 年毛利率为 65.37%（+1.85pct），净利率为 23.40%（+4.00pct）。从费用端来看，2025 年销售费用率为 30.84%（-2.86pct），管理费用率 5.32%（+0.16pct），研发费用率 3.62%（+0.68pct），财务费用率-1.73%（-0.03pct）。我们看好公司内生持续稳健发展潜力，维持 2026-2027 年并新增 2028 年盈利预测，预计归母净利润分别为 10.08/11.31/12.42 亿元，EPS 为 1.59/1.78/1.95 元，当前股价对应 PE 为 16.2/14.4/13.1 倍，维持“买入”评级。

健康消费品营收增长领先，各产品板块毛利率均稳中有进

分产品来看，2025 年非处方药实现营收 29.92 亿元（-8.39%），毛利率为 75.14%（+2.40pct）；处方药实现营收 7.20 亿元（-9.15%），毛利率为 41.97%（+2.67pct）；健康消费品及其他实现营收 4.94 亿元（+43.19%），毛利率为 41.46%（+3.74pct），增速领跑各业务板块。公司的健康消费品业务重点围绕滋补品类参灵草、康复品类初元系列、胃肠品类益生菌系列、肝健康品类肝纯片，构建品类集群，同时持续强化自营能力建设，围绕抖音、小红书等流量入口，搭建兴趣电商团队，实现传统电商与兴趣电商的全面布局，推动业务增长。

2026 年“内生+外延”持续推进，完善品类布局

内生方面，公司非处方药业务将坚持以品牌驱动为核心，夯实“家中常备药”定位，巩固胃肠品类的市场领导地位，做大补益维矿、补强咽喉咳嗽、拓展慢病特色等品类，以产品集群巩固品类发展；处方药业务以合规运营为基础，聚焦呼吸、泌尿、心脑血管、补益、妇科等重点品类，深化院内院外双渠道布局；健康消费品则集中资源做强核心品类，战略布局特医品类，并持续挖掘潜力新品。外延方面，将投资并购和 BD 引进作为关键引擎，围

绕中药及类中药、微生态制剂、特医食品、虫草等重点领域，持续强化品类优势，期待更多机遇，稳步推进外延发展。

风险提示：市场竞争加剧，行业政策不及预期，产品销售不及预期等。

【银行：中信银行(601998.SH)】净息差企稳，分红比例新高——中信银行 2025 年报点评-20260325

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（分析师）证书编号：S0790524060002

盈利增速明显改善，净息差环比持平

中信银行 2025 年实现营收 2125 亿元 (YoY-0.55%)，降幅较 2025 年前三季度明显收窄。其中利息净收入同比下降 1.51%，降幅边际收窄，2025 年净息差为 1.63%，与 2025 年前三季度持平。受低基数影响，2025 年手续费及佣金净收入同比增长 5.37%，为营收提供较好支撑；投资净收益同比下降 0.93%，同时公允价值变动净收益为 2.23 亿元 (2024 年为 38.03 亿元)，主要受市场波动及基数影响，对营收形成一定掣肘。2025Q4 单季实现归母净利润 172.27 亿元，同比增长 2.85%，盈利能力韧性较强。基于盈利增速改善、资产质量稳健等因素，我们上调 2026-2027 年并新增 2028 年盈利预测，预计中信银行 2026-2028 年归母净利润分别为 732 (前值 711) / 766 (前值 718) / 810 亿元，YoY 分别为 +3.59% / +4.70% / +5.76%；当前股价对应 2026-2028 年 PB 分别为 0.51 / 0.48 / 0.45 倍，维持“买入”评级。

存款增速放缓，零售财富管理效能释放

2025Q4 末总资产为 10.13 万亿元，同比增长 6.28%，其中贷款 5.86 万亿元，同比增长 2.48%，贷款增速边际微降。2025Q4 末存款余额为 6.05 万亿元，略低于 2025Q3 末，存款同比增速为 4.69% (2024 年为 7.04%)，增速边际放缓或主要受到“存款搬家”影响。存贷增速差 (存款 YoY-贷款 YoY) 为 2.21%，剪刀差边际缩窄。此外，中信银行财富管理的效能持续释放，2025 年零售 AUM 年增创历史最优，对公财富管理规模突破 3000 亿元，财富管理护城河坚固。

资产质量稳健，关注率环比下降，分红比例将创历史新高

中信银行近年资产质量保持稳健，2025Q4 末不良率边际下降 1BP 至 1.15%，关注率 1.62%，环比下降 1BP，资产质量持续稳健。拨备覆盖率 203.61%，环比下降幅度不大。核心/一级/资本充足率分别为 9.48%/10.90%/12.80%，环比均略有下降。2025 年报明确“2025 年拟将现金分红提升至 212 亿元，占归属于普通股股东净利润的 31.75%，分红金额和比例均创历史新高”，高分红投资属性延续。

风险提示：宏观经济增速下行，监管政策收紧，公司转型不及预期等。

【商贸零售&社服：老铺黄金(06181.HK)】预告 2026 年一季度业绩高增长，品牌势能持续升级——港股公司信息更新报告-20260325

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

事件：公司 2025 年营收同比+221.0%，归母净利润同比+230.5%

公司发布业绩公告：2025 年营收 273.03 亿元 (同比+221.0%，下同)、归母净利润 48.68 亿元 (+230.5%)，同时预计 2026 年一季度实现营收 165-175 亿元、归母净利润 36-38 亿元。考虑公司销售需求旺盛、渠道数量增长、品牌势能提升，我们上调 2026-2027 年并新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润为 90.12/123.05/155.37 亿元 (2026-2027 年原值 72.00/94.96 亿元)，对应 EPS 为 50.99/69.62/87.90 元，当前股价对应 PE 为 11.2/8.2/6.5 倍，维持“买入”评级。

产品迭代推新、渠道优化升级、品牌高端定位持续验证

产品端：公司重视产品研发创新和升级，持续推出具备竞争力的新品，截至 2025 年底已创作超 2300 项原创

设计作品。渠道端：2025 年公司线上业务实现收入 46.57 亿元，同比增长 341.3%，意味着随着品牌影响力的扩大，除一线城市以外的消费人群也在快速扩大；线下方面，截至 2025 年底公司门店总数 45 家（新增 10 家、优化扩容 9 家）、入驻高端商场 34 个，2025 年在全球奢侈品集团中，公司在中国内地单商场店效、坪效均排名第一，同店收入同比增长 160.6%。品牌端：老铺黄金品牌影响力持续扩大，根据胡润研究院《胡润至尚优品—中国高净值人群品牌倾向报告》，2026 年老铺黄金进入中国高净值人群最受青睐珠宝品牌榜单前三名，刷新中国品牌纪录。此外，据弗若斯特沙利文数据，老铺黄金与路易威登等五大奢侈品牌消费者重合率从 2025 年 7 月的 77.3% 提升至 2026 年 3 月的 82.4%，高端定位持续验证。

国内门店优化、国际影响力提升，有望推动持续增长

（1）国内：公司持续推进核心商圈门店优化，未来门店面积扩容和区位升级均有望驱动店效增长；（2）国际：公司持续推进品牌国际化和市场全球化，2025 年海外实现收入 39.42 亿元，同比增长 361.0%，随着新加坡金沙店、香港 IFC 旗舰店陆续开业，海外门店布局稳步推进，后续成长空间可期。

风险提示：消费疲软、市场竞争加剧、渠道扩张不及预期、金价大跌等。

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

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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集团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集团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。根据北元集团 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持有北元集团 35.31% 的股份。尽管开源证券与北元集团均属于陕西煤业化工集团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，开源证券无法对北元集团的生产、经营、管理等行为施加任何影响。另外，开源证券与北元集

团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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。

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。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

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

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

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