



万联晨会

2025 年 10 月 31 日 星期五

概览

核心观点

【市场回顾】
周四 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.73%，深成指收跌 1.16%，创业板指收跌 1.84%。沪深两市成交额 24213.95 亿元。申万行业方面，钢铁、有色金属、公用事业领涨，通信、电子、国防军工领跌；概念板块方面，中韩自贸区、量子科技、培育钻石概念涨幅居前，兵装重组、共封装光学 CP0、天津自贸区概念跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 0.24%，恒生科技指数收跌 0.68%；海外方面，美国三大指数集体收跌，道指收跌 0.23%，标普 500 收跌 0.99%，纳指收跌 1.57%。

【重要新闻】
【中美吉隆坡经贸磋商成果共识公布】美方将取消针对中国商品加征的 10%所谓“芬太尼关税”，对中国商品加征的 24%对等关税将继续暂停一年。美方将暂停实施出口管制 50%穿透性规则以及对华海事、物流和造船业 301 调查措施一年。中方将相应调整或暂停实施相关反制措施。双方还就芬太尼禁毒合作、扩大农产品贸易、相关企业个案处理等问题达成共识。美方在投资等领域作出积极承诺，中方将与美方妥善解决 TikTok 相关问题。

研报精选

政策提振市场信心，投资者情绪回暖
“十五五”规划建议发布，加快建设新型能源体系
9 月挖掘机和装载机销量增长提速
三季度茅台酒稳健增长，系列酒承压

国内市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,986.90	-0.73%
深证成指	13,532.13	-1.16%
沪深 300	4,709.91	-0.80%
科创 50	1,461.30	-1.87%
创业板指	3,263.02	-1.84%
上证 50	3,046.61	-0.54%
上证 180	10,276.25	-0.69%
上证基金	7,161.47	-0.17%
国债指数	225.24	0.02%

国际市场表现		
指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	47,522.12	-0.23%
S&P500	6,822.34	-0.99%
纳斯达克	23,581.14	-1.57%
日经 225	51,325.61	0.04%
恒生指数	26,282.69	-0.24%
美元指数	99.54	0.39%

主持人： 冯永棋
Email: fengyq1@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周四 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.73%，深成指收跌 1.16%，创业板指收跌 1.84%。沪深两市成交额 24213.95 亿元。申万行业方面，钢铁、有色金属、公用事业领涨，通信、电子、国防军工领跌；概念板块方面，中韩自贸区、量子科技、培育钻石概念涨幅居前，兵装重组、共封装光学 CPO、天津自贸区概念跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 0.24%，恒生科技指数收跌 0.68%；海外方面，美国三大指数集体收跌，道指收跌 0.23%，标普 500 收跌 0.99%，纳指收跌 1.57%。

【重要新闻】

【中美吉隆坡经贸磋商成果共识公布】美方将取消针对中国商品加征的 10% 所谓“芬太尼关税”，对中国商品加征的 24% 对等关税将继续暂停一年。美方将暂停实施出口管制 50% 穿透性规则以及对华海事、物流和造船业 301 调查措施一年。中方将相应调整或暂停实施相关反制措施。双方还就芬太尼禁毒合作、扩大农产品贸易、相关企业个案处理等问题达成共识。美方在投资等领域作出积极承诺，中方将与美方妥善解决 TikTok 相关问题。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

研报精选

政策提振市场信心，投资者情绪回暖

投资要点：

10 月 A 股主要指数涨跌互现：截至 10 月 27 日，上证综指收报 3,996.94 点，较 9 月末上涨 2.94%。分结构看，本月 A 股主要股指涨跌互现。其中，上证 50、沪深 300 指数上涨，中证 500、科创 50、创业板指指数小幅下跌。

市场流动性有望继续好转：截至 10 月 27 日，受假期因素影响，10 月新成立的偏股型基金份额环比回落，全市场日均成交额环比下降。但 10 月 A 股市场重要股东净减持规模下降、A 股限售解禁规模环比下降。证监会主席吴清在 2025 金融街论坛年会上表示，证监会推进公募基金改革，推动企业年金、保险资金等全面落实长周期考核，预计将为市场引入以长期价值投资为导向的增量资金。总体看，A 股市场流动性有望持续好转。

10 月中旬以来市场信心回升，风险偏好改善：国庆假期后 A 股市场投资者情绪有所回落，10 月中旬以来，A 股市场交投热情回升，其中，科技等热门板块交投活跃度继续走高。市场风险偏好回升。宏观政策与产业发展政策持续释放积极信号，AI 赛道热度不减。在 2025 金融街论坛年会上，证监会主席吴清表示，证监会将纵深推进板块改革，增强多层次市场体系的包容性和覆盖面；进一步固本培元，夯实市场稳定内在基础；持续增强我国资本市场的包容性、适应性和吸引力、竞争力。预计 A 股市场将更具韧性，对科技创新的支持力度将加强，有望提振市场风险偏好。

大势研判及行业配置建议：国内方面，三季度国内经济增速有所回落，但经济稳中有进发展态势没有变。从物价表现看，物价运行有所改善，核心 CPI 同比涨幅持续扩大，PPI 降幅连续 2 个月收窄。从发展质量看，经济转型升级态势持续。规模以上高技术制造业增加值同比增速明显快于全部工业；信息传输、软件和信息技术服务业延续高增长。从发展动能看，新质生产力加快培育为高质量发展增添了新动能。科技创新持续赋能产业创新，有助于增强经济上行动力。宏观调控进一步加大支持力度，近期出台实施《关于扩大服务

消费的若干政策措施》，下达第四批消费品以旧换新资金，加强“两重”项目组织调度，有助于形成政策合力。

资本市场方面，10月中旬以来市场信心积极，在政策利好提振下，科技板块景气度继续走高，交投热度回升。结合四中全会及“十五五”规划建议精神，资本市场或将进一步深化改革。围绕服务实体经济、推动科技创新加强发力，更大力度支持中长期资金入市，成为市场的“稳定器”，市场韧性有望增强，流动性有望继续好转。建议关注：1）我国加快培育新质生产力，科技板块景气度高，积极把握科技成长板块的配置机遇；2）宏观调控政策持续推动经济增长动能回升。继续关注全方位扩大内需政策的配置主线。

风险因素：海外经济陷入衰退；国内经济复苏力度较弱；政策成效未如预期。

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

“十五五”规划建议发布，加快建设新型能源体系 ——电力设备行业快评报告

事件：2025年10月28日，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》（以下简称《建议》）发布，《建议》由中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议于2025年10月23日审议通过。

投资要点：

《建议》高度重视新能源行业发展，在新质生产力培育、新型电力系统建设以及整治“内卷式”竞争等方面做出了系统性部署：

（1）新质生产力：前瞻布局未来产业，探索多元技术路线。《建议》强调着力打造新兴支柱产业，实施产业创新工程，一体推进创新设施建设、技术研究开发、产品迭代升级，明确加快新能源等战略性新兴产业集群发展。同时，《建议》提出推动氢能和核聚变能等成为新的经济增长点。

（2）新型电力系统：积极稳妥推进和实现碳达峰，加快建设新型能源体系。《建议》明确持续提高新能源供给比重，推进化石能源安全可靠有序替代，着力构建新型电力系统，建设能源强国；坚持风光水核等多能并举，统筹就地消纳和外送，促进清洁能源高质量发展；全面提升电力系统互补互济和安全韧性水平，科学布局抽水蓄能，大力发展新型储能，加快智能电网和微电网建设；加快健全适应新型能源体系的市场和价格机制。

（3）反内卷：综合整治“内卷式”竞争，推动高质量发展。《建议》明确统一市场监管执法，加强质量监管，完善行政裁量权基准制度，强化反垄断和反不正当竞争执法司法，形成优质优价、良性竞争的市场秩序。

投资建议：“十五五”规划建议为新能源产业未来发展做出了清晰指示，有望持续推动新能源行业的高质量发展。建议关注：（1）新质生产力：氢能、固态电池是新能源产业新质生产力的关键发展方向，产业化发展有望持续加速，建议积极关注新兴技术产业化带动的投资机会；（2）新型电力系统：随着我国可再生能源发电量高速增长，电网消纳需求持续提升，新型电力系统配套设施建设有望持续推进，建议积极关注智慧电网、新型储能等核心重点环节；（3）反内卷：近年国内新能源行业竞争剧烈，产业链业绩整体承压。综合整治“内卷式”竞争将有利于供需格局优化，促进行业可持续发展，建议关注产业基本面改善，龙头企业盈利修复带动的投资机会。

风险因素：政策变动超出预期、新型电力系统建设不及预期、新兴技术发展不及预期、行业竞争加剧等。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

9月挖掘机和装载机销量增长提速 ——机械设备行业快评报告

行业事件:

近日，中国工程机械工业协会公布最新统计数据，9月销售各类挖掘机19,858台，同比增长25.4%；9月销售各类装载机10,530台，同比增长30.5%。

投资要点:

9月中国挖掘机海外销量增速亮眼。据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计，2025年9月销售各类挖掘机19,858台，同比增长25.4%，其中国内销量9,249台，同比增长21.5%；出口量10,609台，同比增长29%。2025年1-9月，共销售挖掘机174,039台，同比增长18.1%；其中国内销量89,877台，同比增长21.5%；出口84,162台，同比增长14.6%。电动化方面，9月销售电动挖掘机31台。

9月中国装载机内外销量增速提升较大。据中国工程机械工业协会对装载机主要制造企业统计，2025年9月销售各类装载机10,530台，同比增长30.5%，其中国内销量5,051台，同比增长25.6%；出口量5,479台，同比增长35.3%。2025年1-9月，共销售各类装载机93,739台，同比增长14.6%。其中国内销量49,996台，同比增长20.7%；出口量43,743台，同比增长8.31%。电动化方面，9月销售电动装载机2,586台。

9月挖掘机与装载机内外销均实现超过20%的高速增长，工程机械行业正步入一个质量更高的增长新阶段。短期来看，内需与外需形成了强大的增长合力。挖掘机与装载机内销同比增速分别达到21.5%和25.6%，这说明国内设备更新政策与基建项目的实物工作量正在加速形成，有效提振了市场信心。海外市场销量更为亮眼，挖掘机出口以29%的增速，绝对量在单月超过内销，装载机出口增速高达35.3%，彰显了中国品牌在全球市场的渗透力与竞争力正进入一个爆发期，外需已成为平滑国内周期、驱动增长不可或缺的支柱。长期来看，行业的竞争已超越传统规模与价格战，转向了全球化运营能力与技术路线前瞻布局的比拼，龙头企业凭借其深厚的海外渠道与服务网络，正持续将全球基建需求转化为坚实的市场份额。

投资建议：9月挖掘机和装载机销量表现亮眼，海外数据尤为突出，行业正迈入发展新阶段。国内市场方面，未来在设备更新、地方政府化债等政策推动下，国内需求有望加速复苏。出口方面，我国工程机械主机厂进行海外布局多年，国产工程机械产品具备性价比优势，国内主机厂在海外市场的竞争力持续提升。在国内外需求共振的情况下，工程机械行业需求有望不断改善，当前工程机械行业呈现“内外需共振+技术升级”的特点，建议关注具备市场优势以及积极布局海外市场的优质公司。

风险因素：下游地产、基建投资不及预期风险，政策落地不及预期风险，行业竞争加剧风险，国际贸易摩擦风险，人民币汇率波动风险。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

三季度茅台酒稳健增长，系列酒承压 ——贵州茅台（600519）点评报告

报告关键要素:

公司披露2025年三季度报告，公司2025年前三季度累计实现营业总收入1309.04亿元（YoY+6.32%），营业收入1284.54亿元（YoY+6.36%），归母净利润646.27亿元（YoY+6.25%）。其中，公司2025年第三季度实现营业总收入398.10亿元（YoY+0.35%），营业收入390.64亿元（YoY+0.56%），归母净利润192.24亿元（YoY+0.48%），第三季度业绩表现低于预期。

投资要点:

分产品：茅台酒增速相对稳健，系列酒增速由正转负。2025 年前三季度公司茅台酒收入为 1105.14 亿元，YoY+9.28%，系列酒收入为 178.84 亿元，YoY-7.78%，茅台酒收入增长稳健，系列酒则承压，出现负增长。受白酒行业调整周期、渠道去库存以及“禁酒令”影响，茅台酒终端酒价承压，但营收增速展示了其韧性。

分渠道：直销和批发渠道平衡发展，经销商数量加快扩张。2025 年前三季度公司直销/批发代理实现收入 555.55/728.42 亿元，同比增长 6.68%/6.29%，分别占比 43.27%/56.73%；报告期末，贵州茅台国内经销商总数为 2325 家，较年初增加 205 家，减少 23 家，净增加 182 家；国外增加 17 家至 121 家；去年同期，贵州茅台国内经销商净增加 42 家，国外经销商增加数为 0。对比去年，今年前三季度经销商数量扩张速度加快。

盈利能力：毛利率、归母净利率均小幅上升，销售、管理费用率有所下降。2025 年第三季度公司销售毛利率/归母净利率分别为 91.28%/48.29%，同比+0.23pcts/+0.06pcts，毛利率上升可能与毛利率更高的茅台酒收入占比提升有关。同时，公司可能加强了费用管控，期间费用率有所下降，其中销售/管理费用率分别为 3.06%/4.54%，同比-1.02pcts/-0.33pcts。

盈利预测与投资建议：我们认为，当前行业处于筑底阶段，白酒需求整体疲软，且渠道处于去库存阶段，因此白酒公司业绩普遍较为低迷。随着渠道库存的逐步出清，以及宏观经济的复苏，白酒需求将逐步回暖。公司作为高端白酒龙头，具备强大的品牌力和极深的护城河，业绩有望回升。我们根据最新数据调低盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 925.20/1009.46/1101.39 亿元（调整前为 941.79/1027.69/1121.35 亿元），同比增长 7.30%/9.11%/9.11%，对应 EPS 为 73.88/80.61/87.95 元/股，10 月 29 日收盘价对应 PE 为 19/18/16 倍，维持“增持”评级。

风险因素：消费复苏不及预期风险，政策风险，宏观经济波动风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场