

首席周观点：2025 年第 44 周

2025 年 10 月 30 日

首席观点

周度观点



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：金银河（300619.SZ）：全球最大铷铯生产基地建成，稀缺元素价值链或重构公司成长及估值属性（1）-技术及设备生产壁垒构筑公司护城河

铷铯一下游应用广泛且无法替代的稀贵金属。铷铯具有特殊原子结构，化学性质活泼且光电性能优异。铷少有独立矿床存在，供给通过锂、铯开采的副产品析出，极为稀少；铯在自然界中没有单质形态，大部分存于铯榴石中，提取难度较高。铷、铯在石油完井液、电子器件、催化剂、特种玻璃、生物化学、医疗诊断、量子通信、原子钟、磁流体发电、热离子转化发电、离子推进发动机、钙钛矿电池等领域均有难以替代的作用。我国“十四五”规划已明确要求加强铷、铯资源保障，美国、日本等国家也已将铷、铯列入关键矿产清单（享受进口关税豁免）。目前，中国铷、铯资源均无可开发矿床，当前铷矿供应企业的原料来源主要为加拿大 Tanco 矿山进口的高品位铯榴石。

金银河-全球首家千吨级高纯铷铯盐重结晶法生产项目正式达产。金银河年产千吨级铷铯盐项目基于公司掌握的二段硫酸低温矿相重构技术,该技术是全球首条全密闭式连续生产工艺及装备生产线，有效实现锂云母中锂、铷、铯、钾、钒和砷等全元素高值化利用，重构了国内低品位锂云母行业的资源价值。该项目包括低温硫酸法云母提锂及铷铯盐重结晶两条主要产线，主要产品包括电池级碳酸锂、工业级碳酸锂、铷盐（99.9%）、铯盐（99.9%）、钾明矾、硫酸钾和硅砂等。至 2025 年 10 月中旬，公司千吨级高纯铷铯盐产线已成功达产，暗示金银河自主创新的锂云母全元素清洁化提取技术的应用将解锁稀缺金属供给价值链并重构公司的成长属性及估值属性。

金银河千吨级高纯铷铯盐重结晶法生产项目已实现全链高值化的“一矿多产”。金银河高纯铷铯盐重结晶法生产项目包括低温硫酸法云母提锂及铷铯盐重结晶两条主要产线，主要产品包括电池级碳酸锂、工业级碳酸锂、铷盐、铯盐、钾明矾、硫酸钾和硅砂等。在低温硫酸法提锂工艺流程中，公司将锂云母精矿通过酸化、焙烧、浸出、结晶等工艺处理，得到粗品碳酸锂，以及铷铯矾、钾明矾、硫酸钾、硅砂等副产品。随后，粗品碳酸锂经过碳化得到 99.9% 纯度电池级碳酸锂进行销售，硅砂可转化为气凝胶、白炭黑等副产品。另一方面，铷铯矾则进入重结晶工艺铷铯盐精炼产线，通过溶解、沉矾、分离得到硫酸铷、硫酸钾溶液，并进行重结晶分别得到 99.9% 纯度硫酸铷及 99.9% 纯度硫酸铯。后期，公司或增加产线将硫酸铷、硫酸铯进一步转化为氯化铷、氯化铯等其他铷铯盐，以拓宽铷铯盐的应用范围及销售路径。此外，该项目的副产品钾明矾亦可转化成为硫酸钾及氧化铝等产品，从而进一步拓展并丰富

公司的产品线。至 2025 年 10 月中旬，公司千吨级高纯铷铯盐产线已成功达产，公司正式开启高价值产品——铷铯盐的生产及销售，公司营收及利润结构有望切换。

公司千吨级高纯铷铯盐重结晶法生产项目基于低温硫酸法锂云母提锂技术，为云母提锂行业提供了新范式。低温硫酸法提锂技术为公司自研，通过低温硫酸法提锂可大幅降低电池级碳酸锂的生产成本，通过对低品位锂云母资源的高效利用，将有效改变我国锂原料对外高依赖的现状并解决锂云母提锂尾渣环保难题。低温硫酸法提锂的技术突破性主要表现在三个方面：

(1) 高回收率下的全元素回收。低温硫酸法提取的电池级碳酸锂纯度可达 99.9% 以上，对应锂、铷、铯回收率均超 90%，并有效利用氟、硅、铝、钾等元素。全元素回收使得低品位锂云母中的其他高附加值元素亦得到高效利用，增加了低品位锂云母资源利用的经济可行性。相比之下，高温硫酸盐法的锂回收率大部分位于 70%~85% 区间。

(2) 绿色环保，近零排放。副产品的生产不仅提升了项目的综合收益，而且解决了冶炼端锂渣消纳的困难（每吨碳酸锂产生固渣少于 0.3 吨），绿色环保。相比之下，通过传统高温硫酸盐法锂云母提锂，每生产一吨碳酸锂产生的锂渣往往超过 30 吨。由于环保政策禁止高酸高污染的重金属锂渣填埋或露天堆放，高温硫酸盐法锂云母提锂生产商需建设锂渣消纳场以堆放锂渣。考虑到吨锂渣处理成本可达 80-90 元，高温硫酸法提锂每吨碳酸锂生产对应锂渣处理成本或超 2550 元。

(3) 低能耗。由于低温硫酸法反应温度在 300℃ 以下（高温硫酸盐法的晶型转化焙烧温度在 950-1100℃），使得其生产能耗较高温硫酸盐 50% 以上，对应能源成本亦可下降 50% 以上。

铷铯盐重结晶生产工艺支撑公司建成全球首个千吨级铷铯盐产线。公司以低温硫酸法锂云母提锂的副产品铷铯钾矾为原料，通过独立研发、设计制造的铷铯盐重结晶生产工艺及产线进一步提取铷、铯、钾等金属元素。公司使用的铷铯盐重结晶生产工艺具有环保、低成本、高纯度三大优势：

(1) 环保。传统萃取法是通过多次除杂、浓缩富集之后，在强碱性环境中，把铷铯从水溶液中转入有机溶液中，再通过反萃取的方式提取铷铯元素。由于有机萃取剂具有毒性、易燃性、易爆性或腐蚀性，因此其储存、操作过程中安全风险较高，且可能导致环境污染，需对废溶剂专门处理。

(2) 低成本，高纯度。有机溶剂成本较高，同时具有消耗和回收成本；且萃取步骤繁琐，具有更高的操作成本。同时，传统萃取法存在溶剂残留的风险，影响产品的纯度和安全性。

技术及设备生产壁垒构筑公司护城河，即便是最顺利情况下，竞争者也需要至少 36-54 个月才能进入该行业。公司的低温硫酸法提锂技术与铷铯盐重结晶生产工艺均为自研，在行业中拥有大规模量产化、绿色环保及低成本的显著技术及生产优势，公司的自有技术及有效实现低温多元化提锂的自产设备是公司最为坚实的护城河。从护城河的夯实程度观察，我们假设当前行业内有相关公司已完全掌握低温硫酸法提锂技术、有足够资金支持且实验室中试已获成功。从正式工厂搭建计算，建设产线及调试成功至少约 24-36 个自然月（假设新竞争者已具备相关设备完全生产能力），考虑到项目建设好后申请铷铯加工工厂环评，至少需要额外

12-18 个月。依据这个节奏推算，该行业的新进入者至少 36-54 个月才能形成竞争。这意味着公司的技术壁垒已转化为公司在铷铯行业的绝对优势。

金银河千吨级高纯铷铯盐重结晶法项目 2025 年面临的实际性问题及对公司估值弹性与估值属性的影响：

实际问题：公司 25 年 5 月获铷铯盐工厂环评，25 年 10 月中旬正式达产。考虑到 25 年剩余不足季度的可生产时间，工厂产能爬坡过程中仍面临实际性的调试及优化等问题，我们对该项目的估值预测从 26 年完整生产年度开始。

估值分析：1.公司低温提锂业务属于锂行业，对标永兴材料和江特电机。26 年碳酸锂项目（剔除铷铯后的全成本要素计入）产能利用率或升至平均约 65%，即 6500 吨；毛利率按全生产线满产综合摊销法保守预计约 18%，考虑到原材料成本、水电气、三费及项目折旧等均在锂的成本中进行摊销，预计实现净利润约 10%，即 2026 年碳酸锂板块收入约 5.08 亿元，对应实现净利润 0.51 亿元，按锂板块平均 22.38X 估值计算，预计该业务估值为 11.41 亿元。

2.公司铷铯盐业务属于极稀缺战略小金属类业务，该业务对标中矿资源（属稀土类业务）。2026 年我们保守预计铷铯盐项目产能利用率 65%（与碳酸锂一体化产线），产销率 70%（市场拓展预期的计入），且铷盐价格在近两年均价 87.5%基础上再计入 60%折扣的保守测算，按毛利率 70%及净利率 30%（一体化产线主成本由锂业务摊销），我们预计 2026 年铷铯盐板块收入 17.65 亿元，对应毛利润 12.36 亿元，净利润约 5.3 亿元。鉴于稀土业务平均 38.41X 估值，若按孰低原则，参考中矿资源 27.72X 估值预测，预计该业务估值为 146.92 亿元。

3.综合考虑，我们认为至 2026 年金银河低温硫酸法提锂及千吨级高纯铷铯盐重结晶法项目或实现营收 22.73 亿元，实现净利润 5.71 亿元，净利率约 25.1%。根据孰低的保守相对估值方法，我们认为该项目的预估综合价值约为 168.33 亿元。根据金银河直接持股比例 76.75%，对应其权益约为 129.2 亿元。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 20.51/42.43/59.05 亿元，归母净利润分别为 0.61/7.83/13.92 亿元，对应 EPS 为 0.45/5.85/10.4 元/股，对应 PE 分别为 79.13X/6.13X/3.15X。考虑到公司锂云母提锂板块铷铯盐投产或推动公司业绩快速结构性扩张及估值弹性有效优化，锂电设备板块订单数量或从 2025 年起持续恢复并稳定提升，有机硅板块预计维持行业龙头地位，维持“推荐”评级。

风险提示：项目投产情况不及预期，锂价下行，铷铯盐销售情况不及预期，下游锂电行业发展不及预期，下游有机硅行业发展不及预期风险等。

参考报告：《金银河（300619.SZ）：全球最大铷铯生产基地建成，稀缺元素价值链或重构公司成长及估值属性》，2025-10-23



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：明确科技产业“十五五”期间重点地位，国产化替代有望加速

事件：

北京时间 10 月 20 日至 23 日，党的二十届四中全会于北京举行，会议公报于 10 月 23 日发布，会议审议通过了《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》。

点评：

加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力。《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》中明确了科技产业在“十五五”期间的重点地位，主要从以下几个方面进行了部署，重点归纳为：一是加强原始创新和关键核心技术攻关；二是推动科技创新和产业创新深度融合；三是一体推进教育科技人才发展；四是深入推进数字中国建设。其中针对关键核心技术突破中提到：全链条推动集成电路、工业母机、高端仪器、基础软件、先进材料、生物制造等重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破。同时提出前瞻布局未来产业，推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等成为新的经济增长点，这些产业蓄势发力，未来 10 年将再造一个中国高技术产业。

“十五五”规划有望加速半导体全产业链突破的关键阶段。在继续加强基础研究和关键核心技术攻关部署下，聚力开发新的模型算法、高端算力芯片，不断夯实人工智能发展的技术根基是“十五五”期间发展的主要目标。在过去政策与资本双重驱动下，国产芯片整体国产化率由 2021 年 10% 到 2024 年提高至 18%，其中 AI 芯片 2024 年中国品牌渗透率约 30%。在外部限制以及“十五五”明确规划的指引下，国产 CPU、GPU、模拟芯片、存储芯片、车规芯片等领域的替代需求空前迫切，看好国产芯片加速突破，国产化提升空间巨大。

国产设备与材料进程有望迎来加速期。半导体产业的核心竞争力，归根结底取决于设备能力。在地缘政治不确定性持续加剧，半导体设备作为中国主要的“卡脖子环节”，仍处于国产替代的黄金期。目前在 28nm 及以上领域，中国半导体设备厂商已基本实现了全覆盖，部分刻蚀、清洗环节已推进至先进制程节点，国产化率达 80% 以上。而在 14nm 工艺上，中国半导体设备厂商也实现了 50% 以上的覆盖，国产化率可能达到了 20% 以上。目前在 14nm 以下，国产化率仍较低，仅为 10% 左右。半导体制造是“设备+材料”协同发力的过程，半导体材料同样定义半导体制造工艺的能力边界。2024 年全球半导体材料市场由日本企业占据显著份额，达到 52%，继续引领行业格局。中国大陆是全球最大的半导体消费市场，但半导体材料产业仍处于快速发展阶段。在硅片、光刻胶、高纯化学品等领域依赖进口，本土企业仍处于正在加速突破的进程中。长期来看，在政策的指引下，随着国产设备与材料厂商技术与服务的不断成熟，设备与材料国产化比例逐年提升，国产设备与材料厂商有望受益，国产化率增长有望加速。

投资建议：“十五五”时期是我国应对科技革命加速、大国 AI 博弈和扩大内需战略的关键阶段，国产 CPU、GPU、模拟芯片、存储芯片、车规芯片等领域的替代需求空前迫切，看好国产芯片加速突破，国产化提升空间巨大。半导体设备与材料共同定义半导体制造工艺的能力边界，在政策的指引下，国产化率有望加速，受益标的：（1）AI 芯片：寒武纪、海光信息等；（1）模拟芯片：圣邦股份、思瑞浦、希荻微等；（2）存储芯片：兆易创新等；（3）晶圆制造：中芯国际、华虹公司；（4）半导体设备：北方华创、中微公司、拓荆科技等；（5）半导体材料：推荐江丰电子、沪硅产业。

风险提示：市场竞争加剧；政策进一步变化的风险；国产技术研发不及预期。

参考报告：《“十五五”规划点评：电子行业-明确科技产业“十五五”期间重点地位，国产化替代有望加速》，2025-10-29



莫文娟 | 东兴证券能源首席分析师

S1480524070001, 010-66555574, mowj@dxzq.net.cn

能源行业：国内国际天然气价上升，欧美天然气库存增加

国内 LNG 出厂价格月环比上升，到岸价环比上升；美加英天然气期货价格环比上升。截至 10 月 24 日，国内 LNG 出厂价格为 4274.00 元/吨，环比上升 257 元/吨，涨幅为 6.40%；同比下跌 662.00 元/吨，跌幅 13.41%；中国天然气到岸价为 11.23 美元/百万英热单位，环比上升 0.08 美元/百万英热单位，涨幅为 0.69%；美国 NYMEX 天然气期货收盘价为 3.34 美元/百万英热单位，环比上升 0.46 美元/百万英热单位，涨幅为 16.07%；加拿大天然气期货价格为 1.43 加元/千兆焦耳，环比上升 0.66 加元/千兆焦耳，涨幅为 85.84%。英国天然气期货价格为 80.51 便士/色姆，环比涨幅为 1.28%。

供需：9 月，中国天然气产量环比下降；中国天然气表观消费量环比下降，同比增长。9 月，中国天然气单月产量为 596680.00 吨，环比上月下降 105710.00 吨，降幅为 15.05%；中国天然气表观消费量为 353.26 亿立方米，环比下降 13.58 亿立方米，降幅为 3.70%；同比增长 4.83 亿立方米，增幅 1.39%。

库存：美国天然气库存量月环比同比均增长；欧洲天然气库存量月环比上升，同比下降。截至 10 月 17 日，美国液化天然气/液化石油气（不包括丙烷/丙烯）库存为 203244 千桶，环比上升 1788 千桶，增幅为 0.89%；同比上升 28289 千桶，增幅为 16.17%。截至 10 月 22 日，欧洲天然气库存量为 945.64 亿千瓦时，环比上升 11.76 亿千瓦时，增幅为 1.26%；同比下降 147.52 亿千瓦时，降幅为 13.50%。

进出口：9月，欧洲天然气累计进口量月环比下降，欧洲自俄罗斯天然气进口累计量环比下降。9月，欧洲天然气进口累计量为193718.84百万立方米，环比上月降4882.90百万立方米，降幅为2.46%；欧洲自俄罗斯天然气累计进口量为10110.10百万立方米，环比上月下降2352.70百万立方米，降幅18.88%。

结论：截至10月24日，国内LNG出厂价格月环比上升，到岸价环比上升；美加英天然气期货价格环比上升。截至10月17日，美国液化天然气/液化石油气（不包括丙烷/丙烯）库存月环比上升。截至10月22日，欧洲天然气库存量月环比上升。9月，中国天然气产量和表观消费量环比下降；欧洲天然气累计进口量环比下降；自俄罗斯天然气9月进口累计量环比下降。

风险提示：地缘政治风险；能源价格大幅波动的风险；需求不及预期的风险。

参考报告：《国内国际天然气价上升，欧美天然气库存增加》，2025-10-28



赵军胜 | 东兴证券建材首席分析师

S1480512070003, 010-66554088, zhaojs@dxzq.net.cn

建筑建材行业：人民至上，走出去和练内功的新机遇

传统优势产业要着眼优化升级和全球发展视角。十五五报告把建设现代产业体系，巩固壮大实体经济根基放在了具体内容的第一部分，首先提出要优化提升传统产业，是对未来五年发展的重要判断。传统产业是中国经济发展基础，是全球竞争优势突出的产业，是民生需要。所以，对于传统产业要进行优化提升。传统产业的不断升级改造能够保证中国产业持续引领全球的地位，符合中国经济高质量发展的需要，能够更好满足国内外需求，符合人民至上的目标。

十五五报告中提出：“推动重点产业提质升级，巩固提升矿业、冶金、化工、轻工、纺织、机械、船舶、建筑等产业在全球产业分工中的地位和竞争力。”中国的传统产业经过多年的发展，技术成本等优势已经非常突出，这种优势不仅是在国内市场，在全球市场也是处于领先地位。在当前国内地产行业投资下行，基础设施建设更加注重质而非量的情况下，传统优势企业走出去在全球拓展市场空间，特别是与“一带一路”沿线等发展中国家实现战略对接，既能够符合共建国家和人民的利益，也能够为中国传统优势产业拓展出新发展空间。相关共建国家也正处于基础设施建设的高增长阶段，海外发展将为传统优势企业的发展拓展出广阔赛道。

中国建筑企业特别是央国企具备技术、装备和管理等各方面的综合优势，将会在走出去的过程中受益。建筑材料等企业经过国内多年的发展，也形成了自身的经营管理等综合优势，如果能够在海外获得发展的先机，也会迎来新的发展。同时行业中能够不断地升级优化自己的优秀公司也会获得更好地发展。

绿色和高质量发展助力传统行业的供给优化。十五五报告中强调了发展的全面绿色转型。这将根本改变以环境破坏为代价带来的增长，环保更加趋严，举措和覆盖也会更加全面。传统建筑材料行业在更严格的环保要求下，在当前行业竞争激烈，优胜劣汰加剧的情况下，会进一步增加环保的成本。优秀和龙头公司的环保做的较好，而一些产能落后的企业会因环保的趋严进一步削弱其发展，将会加快行业落后产能的淘汰。

报告中提到“建设安全舒适绿色智慧的好房子，实施房屋品质提升工程和物业服务质量提升行动。”这些将会对相关建筑材料和建筑企业提出更高的产品品质和服务的要求，能够生产高品质产品和提供高质量服务的企业将会获得发展机会，这也将会加快行业的落后产能企业的退出。而优秀公司和龙头公司依靠自身高质量的产品和服务将会获得更多的发展机会。

投资注重有效，以人为本和重大项目落地。十五五提出“扩大有效投资。保持投资合理增长，提高民生类政府投资比重，高质量推进国家重大战略实施和重点领域安全能力项目建设”，提出“构建现代化基础设施体系”。在当前固定资产投资下行的情况下，意味着投资依然是未来发展的依托，但是投资要服务于人民，要有效合理。

报告提出“完善现代化综合交通运输体系，加强跨区域统筹布局、跨方式一体衔接，强化薄弱地区覆盖和通达保障。健全多元化、韧性强的国际运输通道体系。优化能源骨干通道布局，加力建设新型能源基础设施。加快建设现代化水网，增强洪涝灾害防御、水资源统筹调配、城乡供水保障能力。推进城市平急两用公共基础设施建设”。加强和推进薄弱区域、国际运输通道和能源通道建设，水网建设和城市平急两用公共设施，对投资的提法更加明确和具体。这有利于相关建筑建材行业和公司受益。

房地产高质量发展写入民生章节，有利推进房地产回归长期健康发展。十五五报告中房地产的相关内容从十四五报告中的新型城镇化章节移进保障和改善民生章节，体现出高质量房地产的发展是改善民生的途径，房地产发展要以人为本，房地产发展新模式构建和优化保障性住房供给，以及因城施策增加改善性住房供给，有利于推动房地产行业回归长期健康发展轨道，有利于房地产产业链条相关行业的估值修复。

新材料发展进入需求释放的新发展阶段。十五五报告提出“加快新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业集群发展”。表明中国新材料等相关战略新兴产业进入发展新阶段，进入到构建完善产业链阶段，进入到为经济高质量发展提供更多更大的支撑的阶段。完善的产业体系将会为新材料提供加速发展的助力平台。建材行业公司的发展也将不再局限于房子和基建，新需求的释放也将带动相关公司的产品结构优化和新发展，随着产品结构优化，新需求的增长也会对冲传统需求的下降，新材料产品的新需求也会得到更大更快的释放。

像《建材行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》中，专门增加了加强高端材料供需对接的内容，提出要推进金刚石复合片在石油开采等领域，复合材料等在光伏、汽车车身等领域应用。推动先进陶瓷、低介电玻璃纤维制品和柔性玻璃等在新型显示、集成电路等领域的推广应用，促进无铅压电陶瓷、高性能驰豫铁电材料、闪烁晶体等在高端医疗装备中的验证和应用，以及推广“石墨烯+”等。

虽然建材的高端需求相对还不大，但可以看到随着科技的发展和产业集群的发展，建材的需

求端从以前地产和基建主导逐步向高新领域拓展和扩展，这也会为转型较好的相关公司带来发展新机遇，为以前小众需求的高新领域新材料建材企业带来更大的需求发展空间。

投资建议：在当前的环境下我们要着眼于产业体系不断完善带来的新需求释放，包括消费建材的需求政策导向和高科技新材料的应用。也要着眼供给端的优化，包括传统落后产能的淘汰和新材料成果的落地产业化带来的机遇。对于传统建材业务上市公司继续关注走出去、落后产能淘汰、反内卷和行业竞争加剧环境下，优秀和龙头公司更好的发展和成长的确定性，以及带来的估值修复和业绩弹性。在新兴领域，需重点聚焦新材料因高科技落地应用所释放的新需求，助力相关新材料企业实现更快成长。

风险提示：相关政策落地节奏的不确定性。

参考报告：《中央第十五个五年规划点评：人民至上，走出去和练内功的新机遇》，2025-10-29



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：快递 9 月数据点评：通达系单票收入继续回升

9 月全国快递服务企业业务完成量 168.8 亿件，同比增长 12.8%。分类型看，9 月同城件业务量同比下降 4.9%，异地件业务量增长 15.0%。7 月以来反内卷趋势逐渐成型，行业以价换量受到抑制，8-9 月件量增速都处于较低水平。

9 月申通和韵达件量增速环比下降，圆通增速环比略有提升。韵达件量增速降至 3.6%，降幅较大，或与放弃了部分低价件有关。价格方面，申通、圆通与韵达 9 月单票收入环比分别提升 2.9%、2.8%和 5.2%。韵达单票收入 8 月提升并不明显，9 月大幅提升，可能是收入确认存在一定滞后，集中反映在了 9 月份。结合 7、8 两月一起看，申通、圆通和韵达单票收入 2 个月合计提升分别为 0.15 元、0.13 元和 0.11 元，申通单票收入的提升最为明显。

顺丰 9 月件量增速冲顶回落，单票收入环比回升。我们认为顺丰本轮提升电商件业务占比主要任务是填充闲置产能，因此电商件吸纳能力存在上限，目前已经比较接近稳态。在行业整体反内卷的情况下，顺丰电商件业务的单票收入预计也有所回升。

8-9 月的经营数据体现出反内卷效果的可持续性。参考 21 年下半年的情况，我们预计行业单票收入的上行还会持续一段时间。但由于今年价格战烈度较 21 年略弱，单票收入的反弹幅度大概率不及 21 年。但即使如此，由于目前行业单票盈利水平已经降至较低水平，提价对于行业盈利的增益依旧较为明显。

投资建议：我们预计后续各地还会继续跟进反内卷的相关政策，行业反内卷的力度和持续性

或超出市场预期，带动企业盈利和板块股价上涨。建议重点关注服务品质领先的行业龙头中通和圆通，以及经营数据改善较明显的申通。

风险提示：行业价格战加剧；人力成本攀升；政策面变化等

参考报告：《快递9月数据点评：通达系单票收入继续回升》，2025-10-24

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526