

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-10-31

宏观策略

2025 年 10 月 31 日

宏观点评 20251030: 10 月 FOMC: 不承诺 12 月降息——2025 年 10 月 FOMC 会议点评

核心观点: 10 月美联储 FOMC 会议以 10-2 投票结果降息 25bps, 并宣布于 12 月 1 日结束缩表, 基本符合预期。发布会上 Powell 表示不预设 12 月降息路径, 市场解读鹰派, 紧货币交易令美元&美债利率上行, 黄金和美股下跌。向前看, 如果数据延续当前趋势, 12 月降息仍然是大概率事件。从策略来看, 短期降息预期受数据扰动更大, 中长期看美联储仍在降息周期。2026 年 5 月美联储换主席后, 明年市场有望迎来美联储更多次的降息, 对应更低的短期美债利率与更恶化的美元信用。

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20251028: 从全行业负债与投融资变化观察信用扩张信号是否出现?

全行业信用扩张温和, 较过往未见显著发力, 但行业间结构性分化仍为信用扩张主旋律: 近年来信用扩张的“广度”与“深度”尚未恢复至疫情前的水平, 即使部分行业在加杠杆方面态度积极, 但整体杠杆率的提升仍然有限。企业在经历长周期的去杠杆之后, 普遍转向稳健经营、保流动性的策略, 致使信用扩张更显结构性而非全局性, 呈现“结构偏向+节奏不均”的温和修复态势。1) 三项指标相对一致地指向当前正处于信用扩张的行业包括轻工制造、电子、基础化工、公用事业等行业, 即与发展新质生产力相契合的制造、能源资源等领域的企业普遍具备现金流稳定、政策导向清晰、资本开支回报可预期等特征, 基本面稳健向好, 债券违约风险相对可控, 建议关注其信用债配置机会; 2) 三项指标相对一致地指向当前正处于信用收缩的行业包括房地产、食品饮料、美容护理、家用电器等行业, 即亟待宏观经济全面回暖、居民部门消费信心显著提升来拉动相关需求回升的领域, 相关企业的经营战略重点或仍在于保持盈利能力, 通过适度的信用收缩来平衡收支, 建议关注其中再融资压力与资产减值风险可控的企业的信用债, 经营稳健的头部企业亦具备一定配置价值。风险提示: 债市超预期波动; 数据统计偏差; 政策与市场变化的不确定性。

行业

食品饮料行业深度报告: 2025Q3 基金食品饮料持仓分析: 持仓低位继续下降, 个股配置更趋分散

25Q3 主动权益基金食品饮料持仓比例环比继续回落, 白酒标的继续降仓之余, 大众品持仓边际转弱。24Q3~25Q3 主动权益类基金食品饮料重仓比例分别为 8.16%、7.51%、7.39%、5.62%、4.17%, 25Q3 环比下降 1.45pct, 持仓继续走低, 白酒及大众品均遭减仓。其中, 25Q3 白酒持仓比例环比 -0.77pct 至 3.21%, 啤酒、饮料乳品、食品加工、休闲食品、调味发酵品、预调酒持仓比例分别环比 -0.22pct、-0.25pct、-0.06pct、-0.15pct、+0.01pct、-0.01pct。1) 资金方面: 大盘新兴成长风格活跃, 受益经济结构转型的科

技、制造、新消费、金融等板块更受资金青睐。2) 基本面方面, 白酒周期加速筑底, 酒企加大转向力度, 优先推进报表、渠道出清, 以维护渠道秩序稳定、夯实长期发展根基, 后续业绩修复有待通胀环境或宏观需求与酒企业经营提质形成合力; 大众品成长标的短期预期相对充分, 对于后续增速兑现, 市场有待旺季观察确认。投资建议: 白酒加速筑底, 大众品更重连贯性。持续重点关注 “头部成长零食、优势连锁业态 (量贩头部、锅圈和头部茶饮)、长周期饮料龙头、创新高地保健品、筑底待好的乳业和白酒” 五个方向, 1) 饮料板块创新持续, 景气赛道持续验证, 龙头企业韧性彰显, 重点公司: 东鹏饮料, 农夫山泉。2) 白酒: 加速探底, 预期先行, 市场悲观预期已经体现, 加速探底符合期待, 为此我们建议重点思考 “左侧布局” 时机, 推荐贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、珍酒李渡, 关注洋河股份等。3) 大众品推荐成长连贯性较好且长期空间可测性强标的, 重点推荐万辰集团、盐津铺子、西麦食品, 以及巴比食品、宝立食品、安琪酵母等。关注乳业新周期可能, 推荐乳业新周期方向的伊利股份、妙可蓝多、蒙牛乳业, 建议关注牧业公司。4) 保健品新消费属性增强, 创新活跃, 重点推荐 H&H 控股、仙乐健康、民生健康和百合股份。风险提示: 信息披露和样本不足、数据统计存在滞后性, 消费复苏不及预期、餐饮行业竞争加剧。

建筑装饰行业深度报告: 洁净室工程专题: 下游景气上行加速资本开支, 出海开辟新成长曲线

国内洁净室工程龙头企业跟随客户出海, 海外业务成为新增长点, 有望享有更高的利润率。(1) 全球中高端洁净室工程市场格局集中。中高端洁净室投资规模大、工程实施周期短、容错率低等特质形成较高的进入壁垒, 中高端领域业主粘性强, 洁净室工程企业先发优势明显。海外市场过去参与者主要是跨国布局的欧美外资专业龙头、与下游龙头企业绑定较深的本土企业和部分综合工程企业, 相比之下国内市场竞争更为激烈。(2) 国内企业加速出海布局, 海外展业门槛更高, 有望享受更高的利润率水平。产业链转移带动国内洁净室工程企业跟随客户出海, 加速东南亚等区域投资布局, 亚翔集成、圣晖集成等布局较早的企业 2025 年上半年境外营收占比已过半。我们认为中高端洁净室工程既注重过往的项目经验背书, 又需要当地材料、设备、劳务供应链的支持, 门槛较国内市场更高, 竞争格局更优。且国内企业在工程、人员管理和供应链控制上更具优势, 境外业务有望持续享有较国内更高的毛利率水平。投资建议: 我们认为国内中高端洁净室工程企业既受益于国产替代进程下的资本开支扩张, 也有望凭借客户基础和前瞻的海外布局充分把握以东南亚市场为代表的海外市场机遇, 有望开启新一轮成长周期, 海外更优的竞争格局下利润率也有望改善, 中期盈利增速中枢和估值水平有望提升, 推荐圣晖集成, 建议关注亚翔集成、柏诚股份等。风险提示: 下游半导体等行业景气和资本开支不及预期的风险, 洁净室工程企业海外开拓不及预期的风险, 企业在手订单转化不及预期的风险, 海外政治风险。

锂电材料供需格局专题: 储能加注供需天平回归, 量利双升价值重估在即

投资建议: 锂电储能产销两旺, 26 年龙头指引大超市场预期, 预期差明显, 电池一线盈利持续向好、二线盈利拐点, 继续强推电池板块 (宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、中创新航等, 关注鹏辉能源、派能科技); 同时材料各环节价格拐点明确, 六氟、铁锂等环节涨价超预期, 盈利弹性大,

看好材料龙头（天赐材料、湖南裕能、科达利、当升科技、尚太科技、璞泰来、华友钴业、富临精工、恩捷股份、星源材质、容百科技、德方纳米等，关注天际股份、多氟多、万润新能、龙蟠科技）；同时看好价格反弹的碳酸锂（赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、盛新锂能、永兴材料等）；并强推 Q4 催化剂密集落地的固态板块（厦钨新能、当升科技、上海洗霸、纳科诺尔等）。风险提示：价格竞争超市场预期、原材料价格不稳定

推荐个股及其他点评

益丰药房 (603939): 2025 年三季报点评: 盈利稳健, 看好提质增效及多元化门店布局

事件: 公司发布 2025 三季报, 2025 年前三季度实现营收 172.86 亿元 (+0.39%, 同比, 下同), 归母净利润 12.25 亿元 (+10.27%), 扣非归母净利润 11.87 亿元 (+8.80%)。2025Q3 实现 55.64 亿元 (+1.97%), 归母净利润 3.45 亿元 (+10.14%), 扣非归母净利润 3.31 亿元 (+8.08%)。

宇通重工 (600817): 2025 年三季报点评: 剔除股权转让影响后归母同增 104%, 整车业务经营向好

事件: 2025Q1-3, 公司营收 23.91 亿元, 同比-4.58%; 归母净利润 1.87 亿元, 同增 43.16%。扣非归母净利润 1.11 亿元, 同增 14.15%。盈利预测与投资评级: 政策驱动&经济性改善, 环卫新能源有望加速放量, 公司受益电动化弹性最大; 公司新能源矿用装备逆势增长, 积极拓展海外市场。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 2.62/3.30/4.13 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 为 23/19/15 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 新能源渗透率不及预期, 市场竞争加剧, 应收账款期延长。

华域汽车 (600741): 2025 年三季报点评: 客户结构持续优化, 业绩超预期

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年营收预测为 1731/1826/1871 亿元, 同比分别+2.5%/+5.5%/+2.5%; 维持 2025-2027 年归母净利润预测为 71/77/80 亿元, 同比分别+6.5%/+7.9%/+4.4%, 对应 PE 分别为 9/8/8 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 海外市场拓展不及预期; 下游乘用车需求复苏低于预期, 乘用车价格战超过预期。

民生健康 (301507): 2025 年三季报点评: 收入符合预期, 关注新品上市
收入符合预期, 期待新品上市。

沪电股份 (002463): 2025 年三季报点评: 25Q3 业绩符合预期, 产能扩张+AI 需求助推公司盈利高增

考虑到公司目前已导入多个北美大客户供应链, 同时高速网络的交换机及其配套路由相关 PCB, AI 服务器和 HPC 相关 PCB 需求旺盛, 且公司国内、海外产能推进顺利, 看好后续业绩增长潜力。此前 2025-2027 年营收预计为 182.48/217.1/245.9 亿元, 归母净利润为 35.74/45.19/53.98 亿元, 考虑到公司客户出货量持续超预期并将延续至 2027 年, 现上调公司未来盈利预期, 预计公司 2025-2027 年营收 183.39/254.92/293.15 亿元, 归母净利润为 36.15/57.45/70.28 亿元, 对应当前 PE 为 42/27/22 倍。维持“买入”评级。

禾迈股份 (688032): 2025 年三季报点评: 微逆竞争加剧影响出货及盈利, 储能产品持续开发投入

盈利预测与投资评级: 考虑到微逆竞争加剧, 储能产品确收延迟以及费用投入较多等因素, 我们下调公司 25-27 年盈利预测为归母净利润

0.2/2.9/4.6 (原值为 5.1/7.1/9.4) 亿元, 同比-94%/+1208%/+58%, 维持“买入”评级。 风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期。

赣锋锂业 (002460): 2025 年三季报点评: 锂盐价格弹性可观, 锂电池贡献利润增量

盈利预测与投资评级: 考虑 26-27 年锂供需格局大幅改善, 我们上调 26-27 年盈利预测, 基本维持 25 年盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润 4.3/20/32 亿元 (原预期 4.3/15.5/23.5 亿元), 同比+121%/+365%/+59%, 对应 PE 为 307x/66x/42x, 公司全球布局众多优质资源, 矿端自供率持续提升, 维持“买入”评级。 风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期。

莱百股份 (605599): 2025 年三季报点评: 25Q3 营收同比+20%, 金价大涨下盈利能力提升

盈利预测与投资评级: 考虑到公司金饰产品销售占比提升, 金价大幅上涨背景下带动业绩增长, 我们上调公司 2025-2027 年归母净利润由 7.8/8.4/8.9 亿元至 8.0/9.2/10.4 亿元, 同比分别+12%/+15%/+13%, 最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 14/12/11 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 金价波动风险, 开店不及预期, 终端消费不及预期。

四方股份 (601126): 2025 三季报点评: 业绩符合市场预期, SST 龙头扬帆起航

考虑到公司网外业务市占率持续提升, 订单增速较快, SST 优势明显, 我们上调公司 25-27 年归母净利润预测分别为 8.38/9.68/11.15 亿元 (此前预测 8.17/9.56/10.90 亿元), 同比+17%/16%/15%, 现价对应 PE 分别为 29x、25x、22x, 维持“买入”评级。

舍得酒业 (600702): 2025 年三季报点评: 调整节奏, 加速探底

事件: 公司发布 2025 三季报。25Q1~3 实现营收 37.0 亿元, 同比-17.0%; 归母净利 4.7 亿元, 同比-29.4%; 25Q3 实现营收 10.0 亿元, 同比-15.9%; 归母净利 0.3 亿元, 同比-63.2%。 Q3 收入环比承压, 优先推进去库出清。25Q3 公司酒类收入同比-15.1%至 8.7 亿元, 旺季收入较 Q2 环比走低, 与渠道回款压力加剧有关。1) 分产品看, ①Q3 中高档酒收入同比-21.6%, 低基数下降幅环比 H1 基本持平, 1 是沱牌盒装酒销售压力增大, 2 是公司加快调整转向力度, 重视推动渠道去库。②Q3 低档酒收入同比+23.7%, 环比亦有回落, 与开瓶场景不振有关。2) 分区域看, 25Q1~3 公司省内、省外收入分别同比-16.4%、-19.6%, Q3 分别同比-27.1%、-8.4%。省外市场 24H2 加大去库调整力度, 25Q3 伴随基数走低收入同比降幅边际收窄, 山东、东北、河南等市场销售环比相对企稳。 盈利预测与投资评级: 公司 25H2 及时调整销售节奏, 同时加强互联网、即时零售、KA 等增量渠道布局, 我们预计公司 2025 年毛利率低位进一步回落, 期待 2026 年营收企稳, 逐步迎来利润与收入弹性共振。参考公司 2025 年前三季度盈利水平, 我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 5.0、5.1、6.8 亿元 (前值为 6.4、7.8、9.8 亿元), 当前市值对应 2025~27 年 PE 为 39、39、29X, 维持“增持”评级。 风险提示: 经济向好不确定性, 成本及费用支出超预期, 低档酒增长不及预期。

安琪酵母 (600298): 2025 年三季报点评: 海外延续增长, 成本红利兑现海外延续增长, 成本红利兑现。

高测股份 (688556): 2025 年三季报点评: Q3 业绩扭亏为盈, 主业业绩修复&机器人业务打开第二成长曲线

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 0.53/1.27/2.41 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 172/71/38 倍，维持“买入”评级。风险提示：光伏行业需求不及预期，新技术研发不及预期，新业务产业化不及预期。

瀚蓝环境（600323）：2025 年三季报点评：25Q3 归母同增 26%，粤丰增厚持续超预期

盈利预测与投资评级：公司凭借优秀整合能力实现跨越发展，并购及内生增长双强，协同增效可期，自由现金流持续增厚，分红具备提升潜力。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 19.63/22.23/23.30 亿元，对应 PE 12/11/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：应收回款不及预期，粤丰环保整合效果不及预期，政策风险等。

浙江鼎力（603338）：2025 年三季报快评：Q3 归母净利润同比-15%，汇兑阶段性影响增速

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测值为 21/24/28 亿元，对应当前市值 PE 分别为 13/11/10x，维持“买入”评级。风险提示：竞争格局恶化、地缘政治冲突等

均胜电子（600699）：2025 年三季报点评：新订单获取与机器人业务进展顺利，业绩超预期

盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年营收预测为 674/728/782 亿元，同比+21%/+8%/+7%；维持 2025-2027 年归母净利润为 16.1/19.5/23.2 亿元，同比分别+68%/+21%/+19%，对应 PE 分别为 29/24/21 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，汽车安全业务修复不及预期。

宇通客车（600066）：2025 年三季报点评：出口带动量利齐升，业绩超预期

盈利预测与投资评级：由于出口景气度持续超预期，我们上调公司 2025 年营业收入预测为 436 亿元（原为 429 亿元），维持公司 2026~2027 年营业收入预测为 499/567 亿元，同比+17%/+14%/+14%，上调 2025~2027 年归母净利润为 49.4/59.2/70.3 亿元（原为 46.3/55.2/66.8 亿元），同比+20%/+20%/+19%，对应 PE 为 14/11/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

先导智能（300450）：2025 年三季报点评：Q3 业绩持续高增，主业传统锂电修复&固态电池 0-1 受益

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 15/20/25 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 64/48/40 倍，维持“买入”评级。风险提示：新能源车销量不及预期，下游扩产不及预期。

联赢激光（688518）：2025 年三季报点评：Q3 业绩环比明显改善，看好公司动力&3C 业务快速增长

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测值为 2.9/4.5/6.1 亿元，2025-2027 年对应 PE 分别为 30/20/14 倍。维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期

优优绿能（301590）：2025 三季报点评：国内业务盈利短期承压，静待海外市场需求复苏

考虑到国内价格压力仍在，海外市场短期需求疲软，我们下修公司 25-27 年归母净利润预测分别为 1.52/2.61/4.67 亿元（此前预测 2.04/3.15/5.07 亿元），同比-41%/+72%/+79%，现价对应 PE 分别为 52x、30x、17x。考虑

到海外市场 26 年将迎来复苏，公司盈利有望迎来拐点，维持“买入”评级。

日月股份 (603218): 2025 年三季报点评: Q3 出货环比小幅下滑，单吨净利维持高位

事件: 公司 25 年 Q1-3 营收 48.6 亿元，同比+52.5%，归母净利润 4.3 亿元，同比-14.3%，扣非净利润 4 亿元，同比+80.8%，毛利率 16.3%，同比-0.9pct，归母净利率 8.9%，同比-7pct；其中 25 年 Q3 营收 16.3 亿元，同环比+16.7%/-15.4%，归母净利润 1.5 亿元，同环比+77.4%/-7.3%，扣非净利润 1.4 亿元，同环比+104.3%/-6.8%，毛利率 17.5%，同环比+2.7/+1.6pct，归母净利率 9.3%，同环比+3.2/+0.8pct。

骄成超声 (688392): 2025 年三季报点评: 业绩符合预期，先进封装实现突破

盈利预测与投资评级: 考虑公司出货节奏变化，下修公司盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利 1.3/2.4/4.1 亿元（此前预期 1.5/3.0/5.0 亿元），同比+57%/+75%/+72%，对应 PE 99/57/33x，维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧，下游需求不及预期，原材料价格波动。

微导纳米 (688147): 2025 年三季报点评: 业绩持续增长，半导体设备放量超预期

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.8/3.7/4.8 亿元，对应当前 PE 为 95/72/54 倍，维持“增持”评级。风险提示: 下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

中微公司 (688012): 2025 年三季报点评: 业绩持续增长，平台化布局加速落地

盈利预测与投资评级: 我们基本维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 24.4/34.1/44.6 亿元（原值 24.3/34.0/44.5 亿元），当前股价对应动态 PE 分别为 76/55/42 倍，维持“买入”评级。风险提示: 晶圆厂扩产节奏不及预期，新品研发&产业化不及预期等。

星宇股份 (601799): 2025 年三季报点评: 2025Q3 业绩符合预期，自主车灯龙头持续成长

盈利预测与投资评级: 考虑到公司新项目的量产节奏及下游客户的销量情况，我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 16.45 亿元、20.38 亿元、25.05 亿元（前值为 16.86 亿元、21.26 亿元、26.32 亿元），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 5.76 元、7.14 元、8.77 元，市盈率分别为 22.35 倍、18.04 倍、14.68 倍。公司作为自主车灯龙头企业，将持续受益于产品升级和客户拓展，维持“买入”评级。风险提示: 乘用车行业销量不及预期；车灯产品升级速度不及预期；新客户开拓不及预期。

中国汽研 (601965): 2025 年三季报点评: 业务结构持续优化，业绩基本符合预期

盈利预测与投资评级: 由于下游车企竞争加剧，我们维持公司 2025-2027 年的营收预测为 54.7/70.0/83.9 亿元，同比增速+17%/+28%/+20%；下调 2025-2027 年归母净利润为 10.1/12.3/14.7 亿元（原为 11.1/13.9/17.2 亿元），同比增速+11%/+22%/+20%，对应 PE 分别为 17/14/12 倍，考虑到 L2 国标落地会为公司带来较多业绩增量，维持“买入”评级。风险提示: 智能电动汽车行业发展不及预期，法律法规限制自动驾驶发展，下游车企价格战超预期。

焦点科技 (002315): 2025 年三季报业绩点评: 股权激励费用影响业绩释

放，未来业绩有望持续回升

盈利预测与投资评级：由于公司 2025 年主业以外的业务有所下滑，但主业核心经营指标转好，将在未来有较大的贡献，因此我们将公司 2025-2027 年的归母净利润盈利预测由 5.33/6.40/7.93 亿元调整为 5.21/6.40/8.18 亿元，2025-2027 年现价对应 PE 为 27.44、/22.32/17.47 倍。我们认为公司是被低估的数字经济平台龙头，有望受益于“科技赋能+SaaS 模式+政策利好”三大优势，迎来加速增长，维持“买入”评级。风险提示：市场需求波动和国际贸易环境变化；跨境经营和交易监管风险；行业竞争加剧

吉比特（603444）：2025 年三季报点评：流水超预期，新游有望持续贡献增量

盈利预测与投资评级：考虑到《杖剑传说》《道友来挖宝》表现超预期，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 16.8/17.6/19.0 亿元（此前为 15.9/16.4/17.5 亿元），2025 年 10 月 29 日收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 22/21/19 倍。公司新游周期驱动业绩强增长，同时高额分红回报股东，维持“买入”评级。风险提示：新游表现不及预期风险，存量游戏流水超预期下滑风险，行业竞争加剧风险。

老凤祥（600612）：2025 年三季报点评：25Q3 营收同比+16%，业绩动能稳步增长

盈利预测与投资评级：老凤祥品牌作为强现金流、高壁垒品牌，25H2 迎来业绩拐点，去年同期低基数下有望实现高增，当前估值处于有吸引力的阶段。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 16.4/18.3/19.6 亿元，分别同比-16%/+12%/+7%，最新收盘价对应 PE 分别为 16/14/14X，维持“买入”评级。风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终端需求不及预期等。

贵州茅台（600519）：2025 年三季报点评：结构压力逐步释放，费效管控边际加强

事件：公司发布 2025 三季报。25Q1~3 实现营收 1284.5 亿元，同比+6.4%；归母净利润 646.3 亿元，同比+6.2%。25Q3 实现营收 390.6 亿元，同比+0.6%；归母净利润 192.2 亿元，同比+0.5%。Q3 收入降速纾压，系列酒降幅扩大。25Q3 公司酒类收入同增 0.6%，5 月以来行业面临的场景及需求冲击压力在报表端有所释放。1）分产品看：①茅台酒 Q1~3/Q3 收入分别同比+9.3%/+7.3%，Q3 增速放缓，主要与线下直销渠道发货节奏同比变化有关，例如国资平台等渠道出货加强管控等。②系列酒 Q1~3/Q3 收入分别同比-7.8%/-34.0%，Q3 降幅扩大，预计除 1935 保持稳健增长外，其余产品伴随渠道价差收窄甚至倒挂，渠道回款压力显现（特别是万家共享终端商）。2）分渠道看：批发、直销渠道 Q3 收入同比+14.4%、-14.9%，直销占比 40%，环比继续回落。①Q3 经销渠道边际加速，1 是与单季确认基数波动有关，2 是年内经销渠道茅台配额执行顺利，打款进度同比有一定加快。②Q3 直销渠道同比下滑，其中 i 茅台及其他直销渠道分别同比-57.2%、-0.9%，茅台顺价收窄，直销客户拿货意愿边际趋弱。盈利预测与投资评级：参考 2025 年前三季度经营情况，我们下调 2025~2027 年归母净利润预测为 902、933、970 亿元（前值 932、965、1030 亿元），同比+5%、+3%、+4%，当前市值对应 PE 为 20、19、18x，维持“买入”评级。风险提示：宏观承压消费持续走弱，需求企稳不及预期；市场对增速规划的非理性反应等。

德业股份 (605117): 2025 年三季报点评: 汇兑及延迟确收略有影响, 工商储及电池包继续发力

盈利预测及投资评级: 考虑市场增速略有放缓, 我们略微下调公司 25-27 年盈利预测, 预计 25-27 年公司归母净利润为 33/40/48 亿元 (前值为 36/43/52 亿元), 同增 12%/21%/20%, 对应 PE 为 22/18/15 倍, 考虑公司业绩稳健增长, 工商储逐步发力, 给予 26 年 25 倍 PE, 对应目标价 110 元, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧、需求不及预期

中国广核 (003816): 2025 三季报点评: 单三季度业绩彰显韧性, 机组有序建设支撑长期成长

盈利预测与投资评级: 我们维持 2025-2027 年归母净利润预测为 99/100/115 亿元, 对应 PE 21/21/18 倍 (2025/10/29), 2025 年电价短期扰动影响业绩, 后续机组加速投运长期价值凸显, 维持“买入”评级。风险提示: 电力价格波动; 安装进度不及预期; 核电机组运行风险。

西麦食品 (002956): 2025 年三季报点评: 报表质量优秀, 后续仍有亮点
考虑到后续成本还有望下降, 费效比也在提升, 我们上调公司 2026-2027 年盈利预测, 基本维持 2025 年盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.8/2.5/3.2 亿元 (此前预期为 1.8/2.3/2.8 亿元), 同比 +37%/+38%/+26%, 对应 PE 为 27/19/15X, 维持“买入”评级。

中金公司 (03908.HK): 2025 年三季报点评: 境内境外业务均向好, 前三季度净利润同比翻倍

事件: 中金公司公告 2025 年三季报, 实现营业收入 207.6 亿元, 同比 +54.4%; 归母净利润 65.7 亿元, 同比 +129.8%; 对应 EPS 1.24 元, ROE 6.3%, 同比 +3.7pct。第三季度实现营业收入 79.3 亿元, 同比 +74.8%, 环比 +11.6%; 归母净利润 22.4 亿元, 同比 +254.9%, 环比 -2.3%。公司业绩大幅增长一方面是由于公司海外业务占比较高, 今年以来港股市场活跃、IPO 发行显著回暖, 带来海外业务收入高增长; 另一方面公司衍生品业务实现较高收益。盈利预测与投资评级: 市场持续活跃, 我们维持此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 101/90/95 亿元, 对应增速分别为 +77%/-10%/+5%。当前市值对应 2025-2027 年 PB (H) 估值分别为 0.98/0.93/0.88 倍 (港股汇率使用 1 港币 = 0.912 元)。看好公司长期在投行及财富管理业务方面的竞争壁垒, 维持“买入”评级。风险提示: 交易量持续走低, 权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

华阳集团 (002906): 2025 年三季报点评: 25Q3 营收净利同环比增长, 业绩符合预期

盈利预测与投资评级: 由于下游车企竞争加剧, 我们维持公司 2025-2027 年营收预测为 127.0/155.6/187.1 亿元, 同比分别 +25%/+23%/+20%; 下调 2025-2027 年归母净利润预测为 8.1/10.3/13.3 亿元 (原为 9.0/11.3/14.0 亿元), 同比分别 +24%/+28%/+29%, 对应 PE 分别为 20/16/12 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 汽车下游需求不达预期, 市场竞争加剧风险。

会稽山 (601579): 2025 年三季报点评: 收入延续较好增势, 持续关注产业趋势

此前外发的《黄酒行业深度: 供需共振, 高端化与年轻化突围》报告中, 指出借鉴中国啤酒产业、日本清酒产业高端升级的路径, 黄酒行业当前的边际变化具备产业逻辑。考虑到会稽山兰亭、1743 依然延续高增的升级趋势, 同时加大费用投放强化品类营销及消费者培育, 持续关注黄酒及相关品类扩圈进展。参考 25Q3 报表节奏, 我们更新 2025~2027 年归母净利

润预测为 2.17、2.64、3.12 亿元（前值为 2.32、2.80、3.28 亿元），对应当前 PE 分别为 48、39、33X，维持“增持”评级。

万华化学（600309）：2025 年三季报点评：经营稳健，看好公司长期成长
 盈利预测与投资评级：考虑到公司聚氨酯业务需求情况存在分化，以及石化景气度仍待修复，我们调整 2025-2027 年公司归母净利润分别为 127、161、181 亿元（此前为 137、163、186 亿元），同比增速分别为-3%、+27%、+13%，根据 2025 年 10 月 29 日收盘价，对应 PE 分别 15、12、11 倍。我们看好公司未来成长性，维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格大幅波动；宏观需求恢复不及预期；项目投产进度延后；新材料推广不及预期。

华能国际（600011）：2025 年三季报点评：业绩超预期，盈利持续修复，看好 AI 带动下全社会用电量需求增长

事件：公司发布 2025 年三季报，公司实现营业收入 1729.75 亿元，同比-6.2%；实现归母净利润 148.41 亿元，同比+42.5%。单 Q3 看，实现营业收入 609.43 亿元，同比-7.1%；实现归母净利润 55.79 亿元，同比+88.5%，单季度盈利持续修复，超市场预期。 2025 前三季度受益于燃煤成本下降，燃煤板块利润总额+102%，超市场预期：2025 年前三季度分板块利润总额看：燃煤板块实现 132.68 亿元，同比+102%；燃机板块实现 8.84 亿元，同比+3%；风电实现 46.30 亿元，同比-11%；光伏实现 33.07 亿元，同比+36%；水电实现 0.90 亿元，同比--24%；生物质实现-0.19 亿元，同比+96%。 盈利预测与投资评级：基于动力煤的价格判断和电价调整预期，我们维持预计 2025-2027 年归母净利润预测为 137.8/160.2/175.3 亿元，对应 PE 为 9/8/7 倍，我们看好火电行业资本开支下行期间现金流、ROE、分红率改善的可能，维持“买入”评级。 风险提示：并购进度不及预期的风险，电力需求超预期下降的风险，减值风险等

财通证券（601108）：2025 年三季报点评：Q3 净利润同比增速超 70%，经纪、自营收入增势显著

盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年前三季度经营情况，我们上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 27.61/29.44/31.27 亿元（前值分别为 24.94/26.59/27.91 亿元），对应同比增速分别为 18.02%/6.62%/6.21%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 1.06x/1.01x/0.96x。公司财富管理转型成效显著，资产管理业务特点鲜明，维持“买入”评级。 风险提示：1）证券市场系统性风险；2）行业竞争加剧。

天奇股份（002009）：汽车智能装备领先制造商，牵手人形机器人龙头打造新增长曲线

盈利预测与投资评级：我们预测公司 25-27 年归母净利润为 1.1/2.4/3.3 亿元，对应 PE 分别为 58/27/20 倍。考虑到公司已与人形机器人行业龙头签订合作协议，未来人形机器人业务有望快速发展，首次覆盖给予公司“增持”评级。 风险提示：智能装备业务进展不及预期、锂电池回收业务修复不及预期、人形机器人业务进展不及预期。

爱柯迪（600933）：2025 年三季度报告点评：25Q3 业绩稳中向上，毛利率实现同/环比提升

盈利预测与投资评级：我们维持对公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.90 亿元、14.86 亿元、17.78 亿元的预测，当前市值对应市盈率分别为 20 倍、16 倍、13 倍，我们维持对公司“买入”的评级。 风险提示：下

游乘用车销量不及预期；铝压铸行业竞争加剧超预期；铝合金原材料价格上涨超预期；产能爬坡不达预期。

阳光电源 (300274): 2025 年三季报点评: 储能发货高增盈利向好, AIDC 布局持续推进

事件: 公司 25 年 Q1-3 营收 664 亿元, 同比+32.9%, 归母净利润 118.8 亿元, 同比+56.3%, 扣非净利润 114.9 亿元, 同比+55.6%, 毛利率 34.9%, 同比+3.6pct, 归母净利率 17.9%, 同比+2.7pct; 其中 25 年 Q3 营收 228.7 亿元, 同环比+20.8%/-6.6%, 归母净利润 41.5 亿元, 同环比+57%/+6.1%, 扣非净利润 39.9 亿元, 同环比+59.8%/+4.5%, 毛利率 35.9%, 同环比+6.4/+2.1pct, 归母净利率 18.1%, 同环比+4.2/+2.2pct。

三七互娱 (002555): 2025 年三季报点评: 业绩超预期, 关注新品上线进展

盈利预测与投资评级: 考虑到公司费用管控见效逐步释放利润, 我们上修盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 38.5/33.3/34.3 亿元 (前值为 28.6/30.9/31.9 亿元), 对应当前股价 PE 分别为 12/14/14 倍。我们看好公司老游利润释放, 新游储备丰富, 同时高额分红回报股东, 维持“买入”评级。 风险提示: 新游表现不及预期, 买量竞争加剧, 行业监管风险

航天电子 (600879): 2025 年三季报点评: 有望迎来“收入确认+现金流+估值”的三重弹性共振

盈利预测与投资评级: 公司业绩相对承压, 我们维持先前的预测, 预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 5.82/7.89/8.98 亿元, 对应 PE 分别为 64/47/42 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 1) 战略风险; 2) 宏观经济波动风险; 3) 行业竞争风险; 4) 采购与供应链管理风险。

中直股份 (600038): 2025 年三季报点评: 收入短期承压但利润结构优化、现金流改善、订单能见度提升

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合市场预期, 我们维持先前的预测, 预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 6.22/6.97/7.66 亿元, 对应 PE 分别为 48/43/39 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 1) 产品质量与安全生产风险; 2) 原材料短缺及价格波动风险; 3) 订单及产品结构性调整风险。

航天电器 (002025): 2025 年三季报点评: 由军品复苏驱动、向高端民用延伸

盈利预测与投资评级: 公司业绩相对承压, 我们降低先前的预测, 预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 2.69/2.98/3.09 亿元, 前值 4.18/7.14/8.69 亿元, 对应 PE 分别为 76/69/66 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 1) 宏观经济波动风险; 2) 市场或业务经营风险; 3) 管理风险; 4) 应收账款增加的风险。

凯德石英 (920179): 2025 年三季报点评: 业绩略不及预期, 半导体高端产品占比提升

盈利预测与投资评级: 考虑到公司营收波动及管理费用的上升, 我们略下调公司 2025-2027 年营收预测至 3.38/3.90/4.40 亿元 (前值 3.45/3.98/4.50 亿元), 归母净利润预测至为 0.34/0.52/0.66 亿元 (前值 0.43/0.55/0.70 亿元), 对应 PE 分别 88/57/45 倍。考虑到公司后期费用端影响将逐步减弱, 且公司所在赛道前景广阔, 国产替代确定性强, 维持“买入”评级。

铂力特 (688333): 2025 年三季报点评: 现金流承压是短期“阵痛”, 有

望迎来盈利与现金流的同步拐点

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 2.38/3.55/4.41 亿元，对应 PE 分别为 90/60/49 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1) 客户集中度较高及主要客户依赖的风险；2) 丧失核心竞争力风险；3) 军品定价方式对公司盈利造成波动的风险。

宏观策略

宏观点评 20251030: 10月 FOMC: 不承诺 12月降息——2025年 10月 FOMC 会议点评

核心观点: 10月美联储 FOMC 会议以 10-2 投票结果降息 25bps, 并宣布于 12月1日结束缩表, 基本符合预期。发布会上 Powell 表示不预设 12月降息路径, 市场解读鹰派, 紧货币交易令美元&美债利率上行, 黄金和美股下跌。向前看, 如果数据延续当前趋势, 12月降息仍然是大概率事件。从策略来看, 短期降息预期受数据扰动更大, 中长期看美联储仍在降息周期。2026年5月美联储换主席后, 明年市场有望迎来美联储更多次的降息, 对应更低的短期美债利率与更恶化的美元信用。 FOMC 声明: 10-2 降息 25bps, 宣布于 12月1日结束缩表。10月 FOMC 会议如期降息 25bps 至[3.75, 4.0]%, 并计划于 12月1日停止缩表。本次有两个反对票, 美联储理事 Miran 与 9月会议一致, 认为应降息 50bps; 极度鹰派的堪萨斯联储主席 Schmid 认为不应降息。会议声明与 9月相比, 对经济环境的描述与展望的变化不大, 对美国增长的表述略有上修, 描述从放缓 (moderate) 变为温和扩张 (expand at a moderate pace)。缩表方面, 声明宣布美联储计划于 12月1日结束缩表, 符合预期, 主因近期美国货币市场流动性已持续、显著收紧; 在实施细则中美联储表示将持续减持 MBS, 但减持所得资金将用于 TBills 再投资。 发布会: Powell 表示不预设 12月降息路径, 对未来降息表态谨慎, 市场交易紧货币。发布会上, Powell 对于 12月降息“远未成定局”的表态成为市场解读鹰派的主要来源, 对就业和通胀的看法则没有太多变化。①增长方面, 对于美国经济, Powell 表示政府关门之前的数据显示经济正在更加稳固的路径上; 没有看到劳务市场加速疲软, 申领失业金、职位空缺等数据没有继续走弱, Indeed 等私营部门职位空缺率在近期变化不大。同时, 谈论到美股科技企业的估值与泡沫问题时, Powell 表示当前与当年科网泡沫不同, AI 相关公司有业绩和盈利支撑; 数据中心建设并非利率敏感, 美联储政策对其影响不大。②通胀方面, Powell 仍然表示关税影响是一次性和渐进的, 剔除关税后的核心 PCE 同比应在 2.3-2.4%; 没有看见劳务市场紧张或通胀预期的变化推高通胀。③货币政策方面, Powell 表示 FOMC 委员们对未来利率决策分歧较大; 高度不确定性是考虑放缓降息路径的原因; 如果得不到更多的信息, 而经济看起来没有变化, 则可能认为要放缓降息; 政策利率已进入估算的中性水平区间。其中, 发布会问答环节开始时 Powell 即表示 12月降息“远未成定局”, 被市场视作鹰派信号、反应较大, 紧货币交易令 12月降息预期一度跌至 62%, 美债利率与美元指数上涨, 黄金下跌, 美股震荡走低, 并在 Powell 对美股科技公司的积极评论后收复部分跌幅。 策略启示: 短期降息预期受数据扰动更大, 中长期看美联储仍在降息周期。截至最新, 联邦基金期货隐含 12月降息概率 63%, 至 2026年底累计降息 3.4次/85bps。倾向于认为, “不预设 12月降息”的说法符合美联储数据依赖的决策方式, 而此前市场基于点阵图和近期数据的真空状态对 12月降息预期定价过于充分, 因而对于这一偏鹰派的表态反应较大。往后看, 如果数据延续当前就业走弱、通胀温和的趋势, 12月降息仍然是大概率事件。从策略来看, 短期降息预期受数据扰动更大, 中长期看美联储仍在降息周期。2026年5月美联储换主席后, 明年市场有望迎来美联储更多次的降息, 2026年降息幅度料超过市场当前预期的 2.7次, 对应更低的短期美债利率与更恶化的美元信用。 风险提示: 特朗普政

策落地节奏与预期相差较大；美联储维持高利率水平时间过长，引发流动性危机；关税对美国通胀的影响大于预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎
研究助理：王茁）

固收金工

固收深度报告 20251028:从全行业负债与投融资变化观察信用扩张信号是否出现？

观点 全行业信用扩张温和，较过往未见显著发力：1) 若企业通过加杠杆扩大负债、增加融资以支持生产性投资，通常意味着经营预期改善、信用环境回暖，进而提示宏观基本面修复进程有望加快，并抑制债券市场趋势性走强；反之，若企业在负债端仅保持温和增长甚至长期融资收缩、规模化投资谨慎，则表明企业信心仍显不足，提示宏观基本面仍处于慢修复进程，债券市场基调或仍将保持震荡下行，当前“股债跷跷板”带来的波动难言反转走弱信号。2) 非流动负债：2025年上半年末的同比增速 3.62%较过去各上半年同比数据相比明显处于低位水平，而环比增速 3.52%较过去各半年期间环比数据相比亦处于中等偏低水平，表明当前我国企业部门在通过长期银行借款和增发债券两渠道进行信用扩张的意愿未呈现显著抬升。值得注意的是，2025年上半年末的全行业非流动负债体量较近两年期间仍有所修复，或与宏观经济整体处于慢修复过程的态势相符，但非流动负债的扩张速度与幅度属于历年来的正常水平，系温和增长，难以预示企业在增加杠杆筹备扩张生产方面态度激进，换言之，短期内经济基本面增速快速扭转攀升的概率不高，符合国家层面期望经济高质量发展而非仅高速发展的战略导向。3) 融资流入（取得借款收到的现金+发行债券收到的现金）：a) 2025年上半年期间的同比数据 0.89%与近年来各上半年同比数据相比基本接近，其中 2024 上半年同比增长 2.85%，2023 年上半年同比增长 0.35%，但相较 2023 年以前的同比数据则明显放缓，表明尽管 2025 年上半年期间全行业上市企业在通过银行借款和发行债券两项渠道取得现金用于中长期生产项目投资扩建方面仍保持正增长，但并未修复至前期的高景气阶段，大幅信用扩张的信号不明显。b) 2025 年上半年期间的环比数据 12.51%同样提供佐证，与 2024 年上半年较 2023 年下半年的环比增幅 13.22%、2023 年上半年较 2022 年下半年的环比增幅 16.19%相比均有所下降，表明若排除季节性因素，2025 年上半年期间全行业上市公司通过中长期银行信贷以及债券取得资金的能力及意愿或较过往未见明显增强，融资流入规模仍处于与过往相近的水平，即企业部门整体或以保持稳健的融资节奏为主，信用扩张方面仍偏温和。4) 投资支出（购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金）：a) 2025 年上半年较 2024 年上半年的同比数据-1.71%正处于持续波动下行的趋势中，在 2023 年上半年及以前，全行业上市公司的半年度投资支出同比数据均保持正增长，但进入 2024 年以来则转为同比负增长，尽管 2025 年上半年期间的同比降幅较 2024 年上半年的-3.79% 有所收窄，但一定程度上仍可佐证前述指标所反映出的整体实体经济未见显著信用扩张的形势，即各行业主要企业在通过加大杠杆开展生产投资活动方面的能力及意愿或仍不强，虽然资金“来源”仍保持平稳，但资金“去向”尚未完成向决定中长期生产制造产能的固定资产投资的全面有效转化。b) 2025 年上半年较 2024 年下半年的环比数据-21.83%亦进一步印证上述观察，与 2024 年上半年较 2023 年下半年的环比数据-25.28%、2023 年上半年较 2022

年下半年的环比数据-18.31%以及 2023 以前的同期环比数据相比，可以发现 2025 年上半年期间在投资支出上与过去变化不大，基本处于中枢水平。换言之，企业部门的扩产与资本开支大体未偏离常态水平，资金流向实体投资的节奏依旧偏慢，表明当前信用扩张的信号尚不明显。行业间结构性分化仍为信用扩张主旋律：尽管全行业整体反映上市公司在信用扩张上持谨慎态度，多采取“稳扎稳打”的投融资战略，但是从行业维度上而言，不同行业之间信用扩张的力度存在显著分化，非流动负债、融资流入、投资支出三项指标的变化并不均衡。

1) 非流动负债行业分化结构表明企业部门在信用扩张的选择上一方面受到所在行业的周期属性影响，如基建类、制造业类和民生类行业往往较消费类具备更强的逆周期调节能力，故在宏观经济基本面承压阶段仍可保持杠杆投融资，包括建筑装饰、基础化工、公用事业、轻工制造、电力设备及电子行业；另一方面受到居民部门生活习惯、消费能力变化或行业层面政策红利、限制影响，如家用电器、食品饮料、美容护理、房地产、传媒等行业或在中长期内面临难以逆转的需求承压，故在杠杆投融资上趋于谨慎。2) 融资流入行业分化结构表明企业部门信用扩张的方向或正在从资产负债率高、产能过剩或需求迭代的传统行业向与中高端技术制造、消费升级、出口出海等领域关联度更高的行业迁移，包括家用电器、轻工制造、电子、环保、有色金属等行业，并相应带来地产、传统消费、低端制造业的企业融资活跃度持续下滑，致使企业部门在融资端加杠杆方面呈现结构性分化而非全面参与。3) 投资支出行业分化结构表明企业部门在信用扩张的最后一环——投资落地上仍有较大优化空间，多数行业尚未能够完成加杠杆基础上的投融资闭环，当前部分行业如轻工制造、电子、汽车等行业仍可保持一定的投资稳健性，但其资金来源或不以外筹资金为主，亦可能来源于企业留存收益、资产处置等内部筹资。4) 综上所述，近年来信用扩张的“广度”与“深度”尚未恢复至疫情前的水平，即使部分行业在加杠杆方面态度积极，但整体杠杆率的提升仍然有限。企业在经历长周期的去杠杆之后，普遍转向稳健经营、保流动性的策略，致使信用扩张更显结构性而非全局性，呈现“结构偏向+节奏不均”的温和修复态势。a) 三项指标相对一致地指向当前正处于信用扩张的行业包括轻工制造、电子、基础化工、公用事业等行业，即与发展新质生产力相契合的制造、能源资源等领域的企业普遍具备现金流稳定、政策导向清晰、资本开支回报可预期等特征，基本面稳健向好，债券违约风险相对可控，建议关注其信用债配置机会；b) 三项指标相对一致地指向当前正处于信用收缩的行业包括房地产、食品饮料、美容护理、家用电器等行业，即亟待宏观经济全面回暖、居民部门消费信心显著提升来拉动相关需求回升的领域，相关企业的经营战略重点或仍在于保持盈利能力，通过适度的信用收缩来平衡收支，建议关注其中再融资压力与资产减值风险可控的企业信用债，经营稳健的头部企业亦具备一定配置价值。风险提示：债市超预期波动；数据统计偏差；政策与市场变化的不确定性。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

食品饮料行业深度报告：2025Q3 基金食品饮料持仓分析：持仓低位继续下降，个股配置更趋分散

投资要点 25Q3 主动权益基金食品饮料持仓比例环比继续回落，白酒标的继续降仓之余，大众品持仓边际转弱。24Q3~25Q3 主动权益

类基金食品饮料重仓比例分别为 8.16%、7.51%、7.39%、5.62%、4.17%，25Q3 环比下降 1.45pct，持仓继续走低，白酒及大众品均遭减仓。其中，25Q3 白酒持仓比例环比-0.77pct 至 3.21%，啤酒、饮料乳品、食品加工、休闲食品、调味发酵品、预调酒持仓比例分别环比-0.22pct、-0.25pct、-0.06pct、-0.15pct、+0.01pct、-0.01pct。1) 资金方面：大盘新兴成长风格活跃，受益经济结构转型的科技、制造、新消费、金融等板块更受资金青睐。2) 基本面方面，白酒周期加速筑底，酒企加大转向力度，优先推进报表、渠道出清，以维护渠道秩序稳定、夯实长期发展根基，后续业绩修复有待通胀环境或宏观需求与酒企业经营提质形成合力；大众品成长标的短期预期相对充分，对于后续增速兑现，市场有待旺季观察确认。

主要消费基金酒类持仓继续调降，全食饮持仓保持低配。我们将主动权益基金区分为主要消费基金（持仓白酒规模 10 亿元+的主动权益基金）及剩余主动基金，分别统计仓位变化：1) 主要消费基金 25Q3 食品饮料板块持仓比重环比-2.89pct 至 28.42%，其中白酒持仓环比-1.95pct。2) 其余主动基金 25Q3 食品饮料板块持仓环比-0.84pct 至 2.13%，持续低配。其中白酒持仓环比-0.23pct 至 1.31%，处于低配水平，大众品整体处于低配水平，仅休闲食品、预调酒板块略有超配。基金重仓股前 20 大中食饮个股大幅减少。截至 25Q3，主动基金重仓持股市值前 20 名中，食品饮料占据 1 席，为贵州茅台，五粮液、山西汾酒掉出前 20。25Q3 贵州茅台的主动基金重仓比例为 1.34%，环比-0.42pct。

持仓更趋分散，把握边际修复主线。25Q3 主动基金重仓持股数量环比增幅最大的前 5 只个股，分别为：中炬高新、酒鬼酒、舍得酒业、现代牧业、优然牧业。白酒板块，主动基金的白酒持股倾向对出清、企稳预期更明确的标的进行配置，边际加仓个股有老窖、汾酒、洋河、舍得、酒鬼。25Q3 高端酒企贵州茅台、五粮液、泸州老窖基金重仓持股数量分别环比-6.3%、-21.6%、+8.4%，次高端汾酒持股数量环比+6.1%，酒鬼、舍得亦获增配；区域酒古井、今世缘环比-18.1%、-47.9%，洋河获较多增配。啤酒板块，普遍减配，25Q3 青岛啤酒 A/H 持股数量环比分别-48.7%、-51.4%，燕京啤酒、华润啤酒分别-37.1%、-11.6%。其他大众品板块，加仓靠前个股分布于乳业、调味品、饮料、零食板块，包括中炬高新、天味食品、现代牧业、优然牧业、蒙牛乳业、农夫山泉、颐海国际、万辰集团等。

投资建议：白酒加速筑底，大众品更重连贯性。持续重点关注“头部成长零食、优势连锁业态（量贩头部、锅圈和头部茶饮）、长周期饮料龙头、创新高地保健品、筑底待好的乳业和白酒”五个方向，1) 饮料板块创新持续，景气赛道持续验证，龙头企业韧性彰显，重点公司：东鹏饮料、农夫山泉。2) 白酒：加速探底，预期先行，市场悲观预期已经体现，加速探底符合期待，为此我们建议重点思考“左侧布局”时机，推荐贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、古井贡酒、珍酒李渡，关注洋河股份等。3) 大众品推荐成长连贯性较好且长期空间可测性强标的，重点推荐万辰集团、盐津铺子、西麦食品，以及巴比食品、宝立食品、安琪酵母等。关注乳业新周期可能，推荐乳业新周期方向的伊利股份、妙可蓝多、蒙牛乳业，建议关注牧业公司。4) 保健品新消费属性增强，创新活跃，重点推荐 H&H 控股、仙乐健康、民生健康和百合股份。

风险提示：信息披露和样本不足、数据统计存在滞后性，消费复苏不及预期、餐饮行业竞争加剧。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜）

建筑装饰行业深度报告：洁净室工程专题：下游景气上行加速资本开支，出海开辟新成长曲线

投资要点 洁净室工程：先进制造业的基础工程，IC 半导体是高

端洁净室最主要应用领域。洁净室为产品生产提供洁净受控空间，是先进制造业的基础工程，下游行业包括集成电路、新型显示、生命科学、食品药品大健康等高科技行业，其中 IC 半导体、光电面板对于洁净度的要求较高。IC 半导体为高端洁净室最主要应用领域，集成电路制造资本开支中洁净室工程占比 5-10%。中高端洁净室投资规模大、工程实施周期短、容错率低等特质形成较高的进入壁垒，中高端领域业主粘性强，洁净室工程龙头企业优势明显，国内中高端洁净室工程形成了较为集中的市场格局。全球中高端洁净室工程需求有望在 AI/HPC 等应用需求扩张带来的资本开支拉动下持续增长。根据 SEMI2025 年 7 月的预测，2025/2026 年全球半导体设备总销售额有望达到 1255 亿美元/1381 亿美元，同比增长 6%/10%，反映行业投资持续扩张的趋势。其中美国市场得益于制造业回流及芯片方案系列政策，叠加关税战风险，龙头企业在美资本开支有望加速增长，东南亚受益于产业链发展以及产能转移投资也有望成为洁净室工程主要增量市场。此外，国内随着政策大力扶持以及先进制程工艺设备持续迭代，国产替代进程有望加快，中长期中高端洁净室工程需求潜力可观。国内洁净室工程龙头企业跟随客户出海，海外业务成为新增长点，有望享有更高的利润率。（1）全球中高端洁净室工程市场格局集中。中高端洁净室投资规模大、工程实施周期短、容错率低等特质形成较高的进入壁垒，中高端领域业主粘性强，洁净室工程企业先发优势明显。海外市场过去参与者主要是跨国布局的欧美外资专业龙头、与下游龙头企业绑定较深的本土企业和部分综合工程企业，相比之下国内市场竞争更为激烈。（2）国内企业加速出海布局，海外展业门槛更高，有望享受更高的利润率水平。产业链转移带动国内洁净室工程企业跟随客户出海，加速东南亚等区域投资布局，亚翔集成、圣晖集成等布局较早的企业 2025 年上半年境外营收占比已过半。我们认为中高端洁净室工程既注重过往的项目经验背书，又需要当地材料、设备、劳务供应链的支持，门槛较国内市场更高，竞争格局更优。且国内企业在工程、人员管理和供应链控制上更具优势，境外业务有望持续享有较国内更高的毛利率水平。投资建议：我们认为国内中高端洁净室工程企业既受益于国产替代进程下的资本开支扩张，也有望凭借客户基础和前瞻的海外布局充分把握以东南亚市场为代表的海外市场机遇，有望开启新一轮成长周期，海外更优的竞争格局下利润率也有望改善，中期盈利增速中枢和估值水平有望提升，推荐圣晖集成，建议关注亚翔集成、柏诚股份等。风险提示：下游半导体等行业景气和资本开支不及预期的风险，洁净室工程企业海外开拓不及预期的风险，企业在手订单转化不及预期的风险，海外政治风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源）

锂电材料供需格局专题：储能加注供需天平回归，量利双升价值重估在即

u 电池旺季需求旺盛、排产逐月向上、销量高增长。排产端看，当前电池厂受益于动储需求，产能供不应求，9 月排产环增 10%基础上，10 月进一步增长 10%，同增 35%+，大超预期，全年需求预计 40%增长，且头部电池厂 26 年预示订单乐观，预计出货量 25%+增长，明显好于此前 15-20%的预期。u 欧洲动力+全球储能需求超预期、26 年高增可期。国内强制配储取消后，独立储能爆发，全年维持 30-40%增长；美国 OBBB 执行前项目抢装，预计 40%增长；欧洲与新兴市场爆发，维持 1-2 倍增长，预计全年储能电池需求 550gwh，同比增 70%，同时 26 年欧洲与新兴市场持续性可期，预计全球储能需求 40%增长至 770gwh。欧洲动力 25 年预计 30%+增长，26 年叠加新车型+政策催

化，预计维持 30% 增长。总体锂电需求 25 年上修至 40% 增长，26 年预计 25%+ 增长，供需格局大幅好转。u 材料龙头已满产、主流环节供给紧平衡价格拐点将至。材料端，6F 和铁锂正极涨价预期最强，其中六氟行业 25Q4 行业供需已偏紧，我们预计 26 年产能利用率 90% 左右，前五家公司满产满销供不应求，6F 散单价格已调涨 4.5 万/吨至 10 万，涨价幅度大超预期，26 年长协价格有望跟进，预计全年均价达到 8 万左右；铁锂正极龙头已开始全面议价，涨价幅度 1-2 千/吨，已有部分客户落地；此外，隔膜和负极价格也具备调整可能，其中负极对小客户涨价 10% 已基本落地，大客户价格预计温和恢复，有望 26 年涨价落地。u 投资建议：锂电电动产销两旺，26 年龙头指引大超市场预期，预期差明显，电池一线盈利持续向好、二线盈利拐点，继续强推电池板块（宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、中创新航等，关注鹏辉能源、派能科技）；同时材料各环节价格拐点明确，六氟、铁锂等环节涨价超预期，盈利弹性大，看好材料龙头（天赐材料、湖南裕能、科达利、当升科技、尚太科技、璞泰来、华友钴业、富临精工、恩捷股份、星源材质、容百科技、德方纳米等，关注天际股份、多氟多、万润新能、龙蟠科技）；同时看好价格反弹的碳酸锂（赣锋锂业、天齐锂业、中矿资源、盛新锂能、永兴材料等）；并强推 Q4 催化剂密集落地的固态板块（厦钨新能、当升科技、上海洗霸、纳科诺尔等）。u 风险提示：价格竞争超市场预期、原材料价格不稳定 u

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

推荐个股及其他点评

益丰药房（603939）：2025 年三季报点评：盈利稳健，看好提质增效及多元化门店布局

投资要点 事件：公司发布 2025 三季报，2025 年前三季度实现营收 172.86 亿元（+0.39%，同比，下同），归母净利润 12.25 亿元（+10.27%），扣非归母净利润 11.87 亿元（+8.80%）。2025Q3 实现 55.64 亿元（+1.97%），归母净利润 3.45 亿元（+10.14%），扣非归母净利润 3.31 亿元（+8.08%）。加盟及非药业务增长较快。分行业看，公司 2025 前三季度实现零售收入 150.29 亿元（-1.02%），毛利率 41.98%（+0.55pp）；加盟及分销收入 17.38 亿元（+17.45%），毛利率 10.88%（+2.10pp）。分品类看，公司 2024 前三季度实现中西成药收入 130.97 亿元（+0.34%），毛利率 35.76%（+0.16pp）；中药收入 16.30 亿元（-1.24%），毛利率 48.92%（-0.25pp）；非药收入 20.39 亿元（+4.04%），毛利率 49.87%（+0.72pp）。精细化运营成效显著，净利率同比提升。公司 2025Q3 销售毛利率 40.28%（-0.85pp）、销售净利率 6.75%（+0.55pp）。费用端看，单 Q3 实现销售费用率 25.99%（-0.75pp），管理费用率 4.24%（+0.23pp），财务费用率 0.68%（-0.10pp）。坚持“提质增效”的门店网络布局策略。截至 2025Q3，门店总数达 14666 家，其中直营 10569 家，加盟 4097 家。其中第三季度新开门店 56 家，关闭 168 家，新增加盟店 77 家。公司在优化门店网络布局及提升整体门店质量的同事，适度调整门店总数，有助于未来门店经营效率的进一步提高。盈利预测与投资评级：考虑公司拓店放缓，我们将公司 2025-2027 年归母净利润由 17.68/19.82/22.28 亿元调整至 16.89/19.55/22.63 亿元，对应当前市值的 PE 为 18/15/13X，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧的风险，门店扩张或不及预期的风险，加盟店发展或不及预期的风险。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 冉胜男 证券分析师: 苏丰)

宇通重工 (600817): 2025 年三季报点评: 剔除股权转让影响后归母同增 104%, 整车业务经营向好

投资要点 事件: 2025Q1-3, 公司营收 23.91 亿元, 同比-4.58%; 归母净利润 1.87 亿元, 同增 43.16%。扣非归母净利润 1.11 亿元, 同增 14.15%。 25Q1-3 剔除傲蓝得和绿源餐厨影响后归母净利润同增 103.80%, 整车经营质量向好。25Q1-3 营业收入 23.91 亿元 (同比-4.58%), 归母净利润 1.87 亿元 (同比+43.16%), 扣非归母净利润 1.11 亿元 (同比+14.15%), 25H1 转让傲蓝得 (环服业务主体, 不再并表) 对利润影响 0.36 亿元, 25Q3 转让绿源餐厨股权增加投资收益。剔除傲蓝得和绿源餐厨经营业务及出售股权产生的损益影响, 公司 25Q1-3 实现营收 21.82 亿元 (同比+9.50%), 归母净利润 1.11 亿元 (同比+103.80%), 主要系整车业务经营质量向好。 25Q3 单季度业绩增长强劲, 毛利率同增 11.80pct。25Q3 营业收入 7.31 亿元 (同比-28.65%), 归母净利 0.68 亿元 (同比+0.21 亿元, 同比+44.32%), 扣非归母 0.41 亿元 (同比+0.10 亿元, 同比+33.38%)。具体来看: 1) 毛利、毛利率提升: 25Q3 毛利率同增 11.80pct 至 23.85%, 毛利 1.74 亿元 (同比+0.51 亿元, +41.32%), 主要系整车业务新能源设备销量增长带来的收入、利润增长, 以及出售环服业务后收入结构调整。2) 投资净收益增加: 25Q3 投资净收益 0.47 亿元 (同比+0.39 亿元), 主要系转让绿源餐厨股权。3) 期间费用和减值同比增加: 25Q3 期间费用合计 1.25 亿元 (同比+0.33 亿元, +35.57%)。25Q3 信用及资产减值共计提 0.07 亿 (同比+0.34 亿, 24Q3 拨回 0.28 亿元)。 2025Q1-3 供应商账期缩短致经营性现金流承压, 收现比同增 0.01pct 主业回款健康。25Q1-3 经营性现金流净额-1.13 亿元 (同比-4.67 亿元, -131.98%), 25Q3 末应付账款及票据 5.00 亿元 (同比-4.51 亿元), 主要系相应新能源产业清账相关政策, 缩短供应商账期, 支付货款较同期上升; 25Q3 末应收账款及票据 7.69 亿元 (同比-5.23 亿元, 较 25Q2 末-0.92 亿元), 应收规模下滑, 25Q1-3 收现比为 1.07 (同比+0.01pct), 主业回款健康。 环卫新能源行业放量, 公司市占率第二。根据银保监会交强险数据, 1) 行业: 25M1-9 环卫车销量 5.57 万台 (同比+4%), 新能源 9696 台 (同比+63%), 新能源渗透率 17.4% (同比+6.3pct)。2) 公司: 25M1-9 宇通重工环卫车销量 1939 台 (同比+1.52%), 其中新能源 1462 台 (同比+13%), 新能源市占率 15.08% (同比-6.67pct), 位列行业第二。25M1-9 公司新能源销量/总销量比例为 75% 高于同业, 受益于电动化放量弹性大。 先发布局无人场景, 打造环卫、矿山无人驾驶运营方案。1) 环卫场景: 公司 2021 年发布行业内首款 6t 自动驾驶洗扫车, 迈出环卫自动化作业的一大步, 目前 6t 系列产品已在郑州、东莞、广州、深圳等地运营。2) 矿山场景: 基于纯电矿卡扩展线控底盘设计方案, 开放合作, 目前已在山东邹城、广西百色、河北唐山、新疆黑山等地实现常态化无人运营。 盈利预测与投资评级: 政策驱动&经济性改善, 环卫新能源有望加速放量, 公司受益电动化弹性最大; 公司新能源矿用装备逆势增长, 积极拓展海外市场。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 2.62/3.30/4.13 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 为 23/19/15 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 新能源渗透率不及预期, 市场竞争加剧, 应收账款延长。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 陈孜文)

华域汽车 (600741): 2025 年三季报点评: 客户结构持续优化, 业绩超预期

投资要点 公司公告：公司发布 2025 年三季报，2025 年 Q3 公司实现营业收入 461.8 亿元，同环比+9.43%/+4.23%；归母净利润 18.0 亿元，同环比+12.0%/+11.9%；扣非归母净利润 15.7 亿元，同环比+6.4%/+3.1%，公司业绩略超我们的预期。

客户结构持续优化，上汽系客户销量触底，业外客户补足缺口。公司继续推进客户结构多元化战略，持续拓展上汽集团以外的主机厂客户。2025 年第三季度，核心客户上汽大众/上汽通用/特斯拉/上汽乘用车/比亚迪/赛力斯产量环比分别-3%/-13%/+19%/+7%/-0.4%/+11%，公司业内上汽系客户销量承压，但是销量逐渐见底，业外客户尤其是赛力斯/小米由于单车配套价值较高补上缺口。

毛利率稳中有升，经营活动现金流高增反映资本管理优化。2025Q3 公司毛利率为 12.6%，同环比+0.4pct/+0.8pct，毛利持续修复，推测主要系公司业务规模持续提升，规模效应显现所致。2025Q3 公司期间费用率为 8.5%，同环比分别+0.1pct/-0.4pct，费用率基本稳定。展望未来，随着公司客户结构多元化以及费用端管控精细化，公司盈利中枢有望保持稳定。25Q1-Q3 经营活动产生的现金流量净额达 99.77 亿元，同比+77.56%，显著优于净利润增速，反映公司销售回款效率提升，营运资本管理优化，现金流健康度有明显改善。

收购上汽清陶落地，成功切入固态电池赛道。2025 年 8 月 28 日，公司发布公告，拟以 20589.69 万元收购上汽清陶 49%股权，10 月 17 日，公司发布公告，已完成相应股权收购事宜，上汽清陶完成工商变更登记等手续，并更名为“清陶动力科技（上海）有限公司”，标志着公司成功切入固态电池赛道，助力未来新能源产业链布局，助推公司“智能化、电动化”持续发展。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年营收预测为 1731/1826/1871 亿元，同比分别+2.5%/+5.5%/+2.5%；维持 2025-2027 年归母净利润预测为 71/77/80 亿元，同比分别+6.5%/+7.9%/+4.4%，对应 PE 分别为 9/8/8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：海外市场拓展不及预期；下游乘用车需求复苏低于预期，乘用车价格战超过预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孙仁昊）

民生健康（301507）：2025 年三季报点评：收入符合预期，关注新品上市

投资要点 事件：民生健康披露 2025 年三季报，1-9 月实现营收 6.23 亿元，同比增长 19.78%；实现归属上市公司股东净利润 1.14 亿元，同比增长 32.77%；扣非归母净利润 0.88 亿元，同比增长 6.79%，收入及利润均较上半年提速。2025Q3 实现营收 1.60 亿元，同比增长 30.84%；Q3 归属上市公司股东净利润 0.32 亿元，同比增长 259.31%；扣非归母净利润 0.09 亿元，同比增长 10.53%。H2 进入低基数状态，收入环比加速符合我们前序预期。

公司主营维矿类产品，预计 Q1-3 与全年指引的稳健增长相符。Q3 综合毛利率 45.55%，同比-2.30pct，或主要系产品结构调整所致：维矿类目中，Q3 保健品增速或高于药品。Q3 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别 27.41%/10.93%/3.75%，同比分别-7.70/+1.71/-0.68pct，销售费用率大幅走低或主要系单季度营收增速较快、销售费用增幅小于营收，管理费用率或系中科嘉亿纳入合并主体，股权激励以及批文折旧影响。Q3 销售净利率同比提升 13.00pct 至 20.28%，扣非净利润率同比-0.99pct 至 5.40%。25Q3 非经常性损益项目合计 0.23 亿元，其中 24Q3 持有(或处置)交易性金融资产和负债产生的公允价值变动损益同比增加 0.27 亿、所得税影响数同比增加 0.04 亿，部分或为技源持股（发行价 10.88 元/股，0930 收盘价 30.29 元/股），按交易性金融资产科目计入，影响公

允价值变动及所得税所致。展望未来，基于持续的科研投入，公司在益生菌、治疗型用药、医美领域迎来众多产品面世的新发展阶段：维矿主业或维持稳健增速，益生菌方向 2025 年初收购并表中科嘉亿（益生菌）、协同较好，戒烟药伐尼克兰预计 11 月初上市，批文稀缺、赛道景气。

盈利预测与投资评级：基于半年度表现，考虑到产品结构阶段性调整，我们调整 2025-2027 年营收预测至 7.98/10.38/12.58 亿元(前值 7.97/9.75/11.63 亿元)，归母净利润至 1.27/1.30/1.59 亿元(前值 1.07/1.29/1.49 亿元)，利润调整主要系交易性金融资产的公允价值变动损益影响，扣非利润预测为 0.97/1.25/1.54 亿元，同增 11%/29%/23%，与前序预测基本保持平稳，当前市值对应 PE 为 40.13x/39.07x/31.92x，维持“买入”评级。风险提示：宏观承压消费提振不及预期，新品推广不及预期，食品安全风险等。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：邓洁）

沪电股份（002463）：2025 年三季报点评：25Q3 业绩符合预期，产能扩张+AI 需求助推公司盈利高增

投资要点 公司业绩整体符合预期，产能扩充与大客户放量将进一步释放利润弹性。公司 25Q3 营收 50.19 亿元，同比+39.92%/环比+12.62%，毛利率 35.84%，同比+0.9pct/环比-1.47pcts，归母净利润 10.35 亿元，同比+46.25%/环比+12.44%。前三季度营收 135.12 亿元，同比增长 49.96%，毛利率 35.4%，同比下降 0.46pct，归母净利润 27.18 亿元，同比增长 47.03%。公司业绩稳健增长，整体符合预期，主要受益于 AI 服务器、高速交换机等对高端 PCB 需求的拉动，同时公司产品结构持续优化带动盈利水平均显著提升，另外产能方面，泰国工厂 25Q2 开始小批量出货，预计随着主要大客户放量，将进一步释放公司整体盈利潜力。

技术迭代引领高端突破，高速交换机有望驱动盈利能力提升。公司围绕高速信号完整性、电源完整性、超低损耗材料加工等核心领域强化技术领先优势。公司已与国内外头部客户共同开发 224Gbps 速率平台产品，1.6T 交换机 PCB 进入客户打样与认证阶段，标志着公司在新一代 AI 服务器与高速通信设备 PCB 领域的技术实力进一步巩固。同时，公司在汽车电子领域不断突破高阶 HDI、埋陶瓷及 P²Pack 等先进工艺，带动新兴汽车板产品收入快速增长。公司产能持续扩张，全球产能布局强化 AI PCB 核心竞争力。在产能建设方面，公司正通过技改与新建项目提升产能效率与结构。总投资约 43 亿元的 AI 芯片配套高端 PCB 扩产项目已于 2025 年 6 月下旬开工，公司预计 2026 年下半年试产，未来将显著增强公司在高端 AI PCB 领域的供给能力。海外方面，泰国基地已于二季度进入小规模量产阶段，并获得两家客户正式认可，预计下半年将陆续实现更多客户导入。整体来看，沪电股份正通过技术升级与产能扩张的协同发力，夯实其在全球 AI 与高端 PCB 产业链的核心竞争力。

盈利预测与投资评级：考虑到公司目前已导入多个北美大客户供应链，同时高速网络的交换机及其配套路由相关 PCB，AI 服务器和 HPC 相关 PCB 需求旺盛，且公司国内、海外产能推进顺利，看好后续业绩增长潜力。此前 2025-2027 年营收预计为 182.48/217.1/245.9 亿元，归母净利润为 35.74/45.19/53.98 亿元，考虑到公司客户出货量持续超预期并将延续至 2027 年，现上调公司未来盈利预期，预计公司 2025-2027 年营收 183.39/254.92/293.15 亿元，归母净利润为 36.15/57.45/70.28 亿元，对应当前 PE 为 42/27/22 倍。维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，下游需求不及预期。

（证券分析师：陈海进 研究助理：解承堯）

禾迈股份（688032）：2025 年三季报点评：微逆竞争加剧影响出货及

盈利，储能产品持续开发投入

投资要点 事件：公司 25 年 Q1-3 营收 13.2 亿元，同+4.6%，归母净利润-0.6 亿元，同-124.1%，扣非净利润-0.7 亿元，同-132.3%，毛利率 27%，同-21.1pct，归母净利率-4.5%，同-23.9pct；其中 25 年 Q3 营收 3.2 亿元，同环比-11.2%/-52.5%，归母净利润-0.8 亿元，同环比-230%/-383.1%，扣非净利润-0.8 亿元，同环比-279.6%/-531.5%，毛利率 27.3%，同环比-22.2/+4pct，归母净利率-23.7%，同环比-39.9/-27.7pct，业绩低于预期。微逆价格战影响出货及盈利。公司 25Q1-3 微逆及监控设备营收约 6 亿元，同比下降约 40%，其中 Q3 收入约 1.5-1.6 亿元；25Q1-3 实现微逆出货 54 万台，同比下滑约 30%，其中 Q3 出货约 14-15 万台。主要是海外市场竞争加剧所致，未来通过微逆+微储打开市场，我们预计 25 年出货 80 万台+，同比下滑 18%左右，26 年有望回归正常增长。储能部分确收延迟、全线产品明年高目标。公司 25Q1-3 储能系统实现营收约 3 亿元，同比增长 67%，其中 Q3 收入约 1.2-1.3 亿元；分产品看，户储 Q1-3 出货 1.5-2 万台，贡献 1 亿收入，工商储及大储贡献 2 亿收入。部分项目将在 Q4 确收，我们预计 25 年储能收入达 6.5-7 亿，同增 110%+。公司持续研发投入，后续将海外储能（欧洲是最重点，其次是拉美、澳洲、北美）市场作为重点开发，26 年户储工商储有望 3-5 倍增长，大储收入达 10 亿左右。因收入下滑、费用率大幅提升。公司 25 年 Q1-3 期间费用 5.1 亿元，同 29.6%，费用率 38.8%，同+7.5pct，其中 Q3 期间费用 2.2 亿元，同环比+39.9%/+32.2%，费用率 67.7%，同环比+24.7/+43.3pct；25 年 Q1-3 经营性净现金流-3.5 亿元，同-577.5%，其中 Q3 经营性净现金流-2.2 亿元；25 年 Q1-3 资本开支 4.1 亿元，同-37.3%，其中 Q3 资本开支 0.4 亿元；25 年 Q3 末存货 10.6 亿元，较年初+12.9%。盈利预测与投资评级：考虑到微逆竞争加剧，储能产品确收延迟以及费用投入较多等因素，我们下调公司 25-27 年盈利预测为归母净利润 0.2/2.9/4.6（原值为 5.1/7.1/9.4）亿元，同比-94%/+1208%/+58%，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男）

赣锋锂业（002460）：2025 年三季报点评：锂盐价格弹性可观，锂电池贡献利润增量

投资要点 Q3 业绩同环比亮眼。公司 25Q1-3 营收 146.2 亿元，同+5%，归母净利润 0.3 亿元，同+104%，毛利率 13.5%，同+3.1pct；其中 25Q3 营收 62.5 亿元，同环比+44.1%/+35.7%，归母净利润 5.6 亿元，同环比+364%/+417%，扣非归母净利-0.3 亿元，同环比+85%/+96%，非经常性损益主要为 PLS 股价上涨产生公允价值变动收益和投资收益 5.9 亿元。Q3 锂价反弹锂盐业务大幅减亏，后续价格弹性可观。我们预计 25Q1-3 公司锂盐销量约 12 万吨，其中 Q3 销量预计约 5 万吨，环增约 40%。产能方面，四川赣锋 5 万吨项目在上半年完成调试，产能逐步释放，青海赣锋一期 1000 吨金属锂公司预计年底达产；我们预计 25 年锂盐销量有望达 17-18 万吨，同增 30%左右。盈利端，25Q3 锂盐含税均价 7.5 万元/吨+，预计微亏，环比大幅减亏，我们预计后续供需格局大幅改善，锂价中枢维持 8-9 万元/吨，有望释放利润弹性。Goulamina 下半年开始贡献增量，Mariana 逐步爬坡，25-26 年矿端自供率持续提升。我们预计 25 年自有矿权益产量将达 10 万吨 LCE，自供比例 55%+，26 年达 13 万吨，自供比例进一步提升。增量项目：1）非洲马里 Goulamina 锂辉石项目 6 月下旬装船发出，Q3 已到港，25 年产量超 30 万吨，折 4 万吨 LCE，26 年 50 万吨满产运行，折 6 万吨 LCE。2）阿根廷 Cauchari-Olaroz 项目 25 年

产量目标 3-3.5 万吨，我们预计 26 年近 4 万吨。3) 阿根廷 Mariana 项目一期 2 万吨氯化锂，已于 25 年 2 月正式投产爬坡，我们预计 26 年产量 1-2 万吨。预计 Q3 锂电池出货环比高增，Q4 储能电站处置收益可期。我们预计 25Q1-3 公司锂电池出货 20-25GWh，其中 Q3 出货约 10GWh，贡献利润 1 亿+，全年出货预期维持 35GWh 左右，有望贡献 3 亿以上利润。储能电站方面，公司预期全年交付近 10GWh，Q4 将集中交付；公司 Q3 整体投资收益 0.8 亿，环减 77%，我们预计 Q4 投资收益将大幅提升。Q3 费用率环比下降，经营性现金流承压。公司 25Q1-3 期间费用率 19%，同+3.6pct，其中 Q3 费用率 15.5%，同环比+5/-6.4pct；25Q1-3 经营性净现金流-4.3 亿元，同-110.5%，其中 Q3 为-7.3 亿元，同环比-546.4%/-139%；25Q1-3 资本开支 53.8 亿元，同-23.7%，其中 Q3 资本开支 10.1 亿元，同环比-59.4%/-66.4%；25Q3 末存货 106.2 亿元，较年初+23.3%。盈利预测与投资评级：考虑 26-27 年锂供需格局大幅改善，我们上调 26-27 年盈利预测，基本维持 25 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 4.3/20/32 亿元（原预期 4.3/15.5/23.5 亿元），同比+121%/+365%/+59%，对应 PE 为 307x/66x/42x，公司全球布局众多优质资源，矿端自供率持续提升，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：胡锦芸）

莱百股份（605599）：2025 年三季报点评：25Q3 营收同比+20%，金价大涨下盈利能力提升

投资要点 公司公布 2025Q3 业绩：2025Q1-Q3 公司实现营收 204.7 亿元，同比+33.4%，实现归母净利润 6.5 亿元，同比+16.7%，实现扣非后归母净利 5.9 亿元，同比+11.5%。单拆 2025Q3，公司实现营收 52.2 亿元，同比+19.9%，实现归母净利润 1.9 亿元，同比+21.9%，实现扣非后归母净利 1.9 亿元，同比+36.4%。2025Q3 毛利率同比+0.5pct：①毛利率：2025Q1-Q3 毛利率为 7.7%，同比-1.3pct；2025Q3 毛利率为 9.1%，同比+0.5pct。②期间费用率：2025Q1-Q3 期间费用率为 2.8%，同比-0.3pct，其中销售/管理费用率分别同比-0.2pct/-0.1pct；2025Q3 期间费用率为 3.3%，同比-0.04pct，其中销售/管理费用率分别同比+0.1pct/-0.1pct。③销售净利率：2025Q1-Q3 销售净利率为 3.2%，同比-0.4pct；2025Q3 销售净利率为 3.7%，同比+0.1pct。黄金珠宝零售持续高增，华中、西南地区营收增长亮眼：分业务看，2025Q3 黄金珠宝零售/联营佣金/其他分别实现收入 51.9/0.3/0.06 亿元，同比分别+20.0%/-2.2%/+81.5%，占比分别为 99.3%/0.5%/0.1%。公司金饰产品销售占比提升，受益于金价大幅上涨，带动公司业绩。分地区看，华北地区仍为公司创收主力，2025Q3 实现收入 41.9 亿元，同比+23.7%，占总营收比重为 80.4%；华中和西南地区收入增速亮眼，2025Q3 分别实现收入 1.3/0.5 亿元，同比分别+47.7%/+47.1%，占总营收比重分别为 2.6%/1.0%。稳步开店，2025Q3 净增加 3 家门店：截至 2025Q3 末，公司共有 106 家直营门店，2025Q3 期内净增加 3 家直营店，其中增加 5 家直营店，关闭 2 家门店；2025Q4 拟增加 2 家直营店。公司借助数字化技术推动实体零售和数字经济融合，构建了智慧零售系统，包括自助售卖、移动支付、数字人、用户交互等前沿技术。在企业管理方面，公司引入数字孪生技术，推动企业管理从“经验驱动”转向“数据驱动”。文化赋能与产品推新扩大品牌知名度：公司始终坚持以传统文化为根基，积极融入新时代的国潮经济潮流。2020 年以来，公司陆续与颐和园、天坛等知名文化地标联名，在国际化 IP 方面，与米菲兔、小猪佩奇等国际 IP 达成合作，提高品牌

认知度。25 年 9 月，公司《福禄传世 代代相传》和《东方花园--多变式东方美学首饰系列》两项设计作品斩获“美国缪斯设计奖金奖”，品牌影响力和知名度进一步提升。盈利预测与投资评级：考虑到公司金饰产品销售占比提升，金价大幅上涨背景下带动业绩增长，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润由 7.8/8.4/8.9 亿元至 8.0/9.2/10.4 亿元，同比分别+12%/+15%/+13%，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终端消费不及预期。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越)

四方股份 (601126): 2025 三季报点评: 业绩符合市场预期, SST 龙头扬帆起航

投资要点 事件：公司 25 年 Q1-3 营收 61.3 亿元，同比+20.4%，归母净利润 7 亿元，同比+15.6%，扣非净利润 6.8 亿元，同比+14.5%，毛利率 30.8%，同比-2.9pct，归母净利率 11.5%，同比-0.5pct；其中 25 年 Q3 营收 21.1 亿元，同比 30.6%，归母净利润 2.3 亿元，同比 22.8%，扣非净利润 2.2 亿元，同比 18.5%，毛利率 31.2%，同比-3pct，归母净利率 10.8%，同环比-0.7/0.1pct。业绩符合市场预期。网内基本盘稳固，网外收入占比有所提升。1) 网内业务稳健增长，国网前五批输电变电继电保护/变电监控招标量同比+54%/32%，其中更新需求占比较高，公司份额稳固，我们预计 25Q1-3 网内新签订单同比+15-20%，展望 26 年我们预计公司网内业务有望维持 10-20%的稳健增长。2) 公司网外持续发力，市占率不断提升，新能源市场公司凭借同步调相机等新产品保持订单的快速增长，工业侧针对钢铁冶金、石油石化等高耗能企业重点突破，推动用户的绿色能源转型，我们预计公司 25Q1-3 网外新签订单同比+25-35%，展望明年，公司网外收入占比将持续提高。SST 技术领先，静待客户端实现突破。公司从 18 年首台 SST 投运，累计出货约 10 余台 SST 产品，技术和产品成熟。凭借极高的效率、最小的占地面积、最低的系统建设成本等优势，SST 是 GW 级 AIDC 最优的解决方案，并有望在 27 年随 Rubin 放量后在客户端大规模应用。公司技术实力领先，产品成熟且运行经验丰富，我们认为公司将加大对市场和渠道的投入，凭借其技术实力和领先全球的经验优势抢占市场先机，有望再造一个四方。规模效应显著，存货稳健增长。公司 25 年 Q1-3 期间费用 10.8 亿元，同比+5.2%，费用率 17.6%，同比-2.5pct，规模效应显著；25Q3 经营性现金净流入 4.28 亿元，同比-25%，我们认为主要系业务规模增长导致报告期内采购付款、薪酬费用等经营现金支出投入增加，经营活动现金流量净额略有下降。25 年 Q3 末存货 21.3 亿元，同比+16%，增长稳健。盈利预测与投资评级：考虑到公司网外业务市占率持续提升，订单增速较快，SST 优势明显，我们上调公司 25-27 年归母净利润预测分别为 8.38/9.68/11.15 亿元（此前预测 8.17/9.56/10.90 亿元），同比+17%/16%/15%，现价对应 PE 分别为 29x、25x、22x，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，SST 客户拓展不及预期，竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋 证券分析师：司鑫尧)

舍得酒业 (600702): 2025 年三季报点评: 调整节奏, 加速探底

投资要点 事件：公司发布 2025 三季报。25Q1~3 实现营收 37.0 亿元，同比-17.0%；归母净利 4.7 亿元，同比-29.4%；25Q3 实现营收 10.0 亿元，同比-15.9%；归母净利 0.3 亿元，同比-63.2%。Q3 收入环比承压，优先推进去库出清。25Q3 公司酒类收入同比-15.1%至 8.7 亿元，旺季收入较 Q2 环比走低，与渠道回款压力加剧有关。1) 分产

品看，①Q3 中高档酒收入同比-21.6%，低基数下降幅环比 H1 基本持平，1 是沱牌盒装酒销售压力增大，2 是公司加快调整转向力度，重视推动渠道去库。②Q3 低档酒收入同比+23.7%，环比亦有回落，与开瓶场景不振有关。2) 分区域看，25Q1~3 公司省内、省外收入分别同比-16.4%、-19.6%，Q3 分别同比-27.1%、-8.4%。省外市场 24H2 加大去库调整力度，25Q3 伴随基数走低收入同比降幅边际收窄，山东、东北、河南等市场销售环比相对企稳。降费减支持续推进，利润下滑主系收入拖累。1) 收现端，25Q3 季末公司合同负债余额 1.1 亿元，同比、环比进一步回落，回款推进压力增大。2) 利润端，25Q3 公司净利率同比-3.5pct 至 2.8%，主系成本、费用存在刚性支出，而收入兑现偏低——对比 Q2 单季营收 11.3 亿、归母净利 1.0 亿元；Q3 成本、费用环比回落，利润差距主要来自收入端拖累。①Q3 公司综合毛利率同比-1.6pct 至 62.1%，低档酒收入占比同比+5.7pct 至 19.0%。②Q3 公司销售、管理（含研发）费用同比-14.3%、+1.9%，费率同比+0.5pct、+2.6pct，费率拖累主要来自收入负规模效应。Q3 公司继续加强费效管控，一方面对团购、宴席场景进行专项预算管理，同时也适当增加线上直播等新渠道营销开拓投入。产品布局着眼长期，渠道深挖创新增量。产品方面，公司以“一高一低”为增量抓手，做长期培育投入，1 是有序推进高价产品藏品 10 年、中国智慧的招商布局，2 是持续贯彻高线光瓶酒的渠道下沉。此外，公司及时跟进推出 29 度新品，规划相应做渠道创新模式尝试。渠道方面，公司以电商、团购为增量驱动，电商渠道已成功探索差异化产品销售增长路径，团购渠道则分设人员专组，旨在深度挖掘复星生态链企业需求、做好经销渠道的团购协销。同时，公司对即时零售、KA 渠道也在做积极布局；对传统流通渠道，亦推出青创项目、降低首单等创新举措。盈利预测与投资评级：公司 25H2 及时调整销售节奏，同时加强互联网、即时零售、KA 等增量渠道布局，我们预计公司 2025 年毛利率低位进一步回落，期待 2026 年营收企稳，逐步迎来利润与收入弹性共振。参考公司 2025 年前三季度盈利水平，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 5.0、5.1、6.8 亿元（前值为 6.4、7.8、9.8 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 39、39、29X，维持“增持”评级。风险提示：经济向好不确定性，成本及费用支出超预期，低档酒增长不及预期。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

安琪酵母（600298）：2025 年三季报点评：海外延续增长，成本红利兑现

投资要点 事件：安琪酵母披露 2025 年三季报，1-9 月实现营收 117.86 亿元，同比增长 8.01%；实现归属上市公司股东净利润 11.16 亿元，同比增长 17.13%；扣非归母净利润 9.65 亿元，同比增长 15.02%。2025Q3 实现营收 38.87 亿元，同比增长 4.00%；Q3 归属上市公司股东净利润 3.17 亿元，同比增长 21%；扣非归母净利润 2.23 亿元，同比-8.17%。Q3 非经常性损益合计 0.94 亿，24Q3 为 0.19 亿，25Q3 政府补助 1.08 亿。海外延续成长，增长潜力较强：（1）分产品，25Q3 酵母及深加工产品/制糖产品/包装类产品/食品原料/其他分别实现收入 26.45/2.56/0.73/5.61/3.42 亿元，前三者分别同比+2.04%/-17.03%/-33.99%；（2）分渠道，25Q3 线下/线上渠道分别实现收入 26.90/11.87 亿元，同比分别+8.06%/-2.12%；（3）分市场，25Q3 国内/国外分别实现收入 21.90/16.87 亿元，同比分别-3.49%/+17.72%。海外市场依旧相对景气，国内降速或主要系基数偏高、市场需求偏平淡。展望未来，国内或仍以自然增长为主，增量主要靠相关衍生品增长实现，新品类如酵母蛋白看点充足；国际市场的增长潜力更大，公司持

续推进生产全球化。成本红利延续，运输费用回落，毛利率进一步提高；财务费用短期走高，预计逐步恢复正常。Q3 综合毛利率 24.43%，同比上升 3.08pct，或主要系糖蜜成本红利贯穿全年，叠加海运费用同比回落。Q3 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 6.24%/3.77%/4.00%/2.22%，同比分别 +0.65/+0.69/+0.25/+1.40pct，后续财务费用率有望恢复正常。25Q3 公司销售净利率同比+1.25pct 至 8.24%，扣非净利润率同比-0.76pct 至 5.75%。现金流保持高质量，收现比 1.32。公司 Q3 销售商品收到现金 51.16 亿元，同比增长 15.75%，收现比为 1.32；Q3 末账面货币资金余额 29.29 亿元，环比 Q2 末增加 15.54 亿元。Q3 末合同负债 2.75 亿元，环比 Q2 末增加 1.09 亿元。

盈利预测与投资评级：基于半年度表现，考虑 Q3 略有降速，我们调整 2025-2027 年收入预测至 168.42/187.51/209.15 亿元（前值 170.68/190.82/211.94 亿元），调整 2025-2027 年归母净利润预测至 15.62/18.66/21.45 亿元（前值 15.59/18.69/21.34 亿元），当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 22.78x/19.07x/16.60x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观承压消费提振不及预期，新品推广不及预期，食品安全风险等。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：邓洁）

高测股份（688556）：2025 年三季报点评：Q3 业绩扭亏为盈，主业业绩修复&机器人业务打开第二成长曲线

投资要点 25Q3 扭亏为盈，切片代工逻辑持续兑现。2025 年前三季度公司实现营收 24.31 亿元，同比-29.2%。归母净利润-0.82 亿元，同比-139.8%；扣非归母净利润-1.36 亿元，同比-185.8%。Q3 单季公司营收 9.79 亿元，同比+24.7%，环比+28.0%；归母净利润 0.07 亿元，同环比扭亏为盈，我们认为主要系公司切片代工逻辑持续兑现。Q3 盈利能力显著改善。2025Q1-Q3 公司毛利率为 12.5%，同比-10.49pct；销售净利率为-3.4%，同比-9.34pct；期间费用率为 18.4%，同+0.4pct，其中销售费用率为 2.1%，同比-0.1pct；管理费用率为 8.5%，同比-0.7pct；财务费用率为 2.3%，同比+1.5pct；研发费用率为 5.4%，同比-0.4pct。2025Q3 单季毛利率为 13.6%，同比+1.4pct，环比-2.5pct；销售净利率为 0.71%，同比+9.3pct，环比+2.6pct。

存货小幅增长，经营性现金流迎来转正。截至 2025Q3 末，公司存货为 10.45 亿元，同比+2.4%；公司合同负债 2.71 亿元，同比-33.5%。2025Q3 经营性净现金流为 0.9 亿元，2024 年以来首次转正。

行业格局优化，切片龙头优势强化。光伏制造端“反内卷”趋势确立，随着政策端强化对无序竞争的治理，光伏硅片价格已开启回升通道。在此背景下，公司核心业务竞争力凸显：（1）切片代工业务占比近 50%，深度受益于行业复苏。目前公司产能利用率已提升至 85%，有效摊薄了设备折旧并增强规模效应，边际盈利能力持续改善。随着硅片环节进入买方市场，产业专业化分工趋势明确，公司有望凭借在单一环节的深度研发与规模效应建立低成本壁垒，在行业出清中持续受益。（2）“设备+耗材+代工”闭环强化核心优势。公司在切片设备与金刚线耗材环节保持行业领先，产品紧扣自动化与智能化趋势，三大业务环节形成的产业闭环持续沉淀工艺 know-how、增强客户粘性，构筑了难以复制的综合竞争力。

切入机器人蓝海，核心技术打开新空间。公司依托在磨削设备及钨丝材料领域的核心技术积累，积极布局人形机器人蓝海市场，有望开辟第二成长曲线。（1）从磨削技术到丝杠磨床：行星滚柱丝杠是人形机器人线性执行器的核心部件，而磨床是其生产制造的关键设备。随着 2025 年特斯拉 Optimus 进入小批量量产，人形机器人商业化进程加速，上游设备需求有望先行释放。公司依托深厚的磨削技术基

础，场景迁移至行星滚柱丝杠磨削设备研发，有望在产业链爆发初期抢占先机。(2) 从金刚线钨丝到灵巧手腕绳：手腕绳驱动是实现机器人灵巧手精细操作的主流技术方案之一。公司利用其在钨丝金刚线领域的母线技术优势，创新性研发出钨丝灵巧手腕绳。该产品相比传统聚乙烯材料，具有更强的承载力和优异的抗蠕变性能，能赋予灵巧手更稳定、灵巧的操作能力。目前，公司已完成产品研发，并正积极向下游客户进行送样与验证。盈利预测与投资评级：我们维持公司2025-2027年归母净利润预测分别为0.53/1.27/2.41亿元，当前市值对应动态PE分别为172/71/38倍，维持“买入”评级。风险提示：光伏行业需求不及预期，新技术研发不及预期，新业务产业化不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

瀚蓝环境(600323)：2025年三季报点评：25Q3归母同增26%，粤丰增厚持续超预期

投资要点 25Q3 归母净利润同增 28%，粤丰贡献持续超预期。1) 收入端：25Q1-3 公司实现营业收入 97.37 亿元（同比+10.06 亿元，同比+11.52%，下同），主要系粤丰并表增加收入 14.86 亿元，剔除该因素后收入同比-4.8 亿元，其中工程收入下降 1.6 亿元、主动优化南海区环卫业务导致收入下降 3.4 亿元、上年同期存在一次性收入 1.3 亿元，剔除上述因素后收入同比+1.5 亿元，主要系①垃圾焚烧业务收入同比+1.1 亿元（其中供热收入同比+0.73 亿元）；②排水业务收入同比+0.6 亿元。2) 利润端：25 年前三季度，公司归母净利润 16.05 亿元（+2.20 亿元，+15.85%），剔除上年同期 1.3 亿元一次性收益，同比+3.5 亿元，同比+27.85%，扣非归母 15.36 亿元（+1.69 元，+12.39%），剔除上年同期 1.3 亿元一次性收益，同比+3.0 亿元，同比+24.20%。其中①粤丰贡献：25 年 6-9 月净利润 4.7 亿元，年化远超 24 年水平，并购后通过推进债务优化、供热拓展等，整合初见成效，粤丰贡献归母净利 2.4 亿元（持股 52.44%，未考虑合并层面并购费用、并购利息及无形资产摊销）；②瀚蓝内生：25Q1-3 剔除粤丰贡献后归母净利 13.65 亿元，在此基础上考虑加回并购贷财务费用增量 0.3 亿元、并购费用 0.5 亿元，剔除本期江西瀚蓝业绩赔偿收益 0.46 亿元、上年同期 1.3 亿一次性收益影响，测算内生增长约 12%（若进一步加回并购带来的无形资产摊销增量则更高）。25Q3 单季度，归母净利 6.38 亿元（同比+1.4 亿元，同比+28.10%）；扣非归母 6.30 亿元（+1.35 亿元，+27.35%），其中粤丰贡献 1.8 亿元。粤丰并表贡献固废增量，能源水务稳健。25Q1-3，1) 固废：营收 54.76 亿元（+9.65 亿元，+21.39%），其中粤丰贡献 14.58 亿元，实现净利润 13.64 亿元（+4.10 亿元，+42.94%），其中粤丰贡献 4.70 亿元。①工程与装备：收入 3.54 亿元（+0.41 亿元），其中粤丰贡献 1.72 亿元；②固废运营：收入 51.22 亿元（+9.24 亿元，+22.01%），其中粤丰贡献 12.86 亿元，净利润 13.72 亿元（+4.33 亿元，+46.15%），其中粤丰贡献 4.70 亿元。2) 能源：营收 27.83 亿元，同比基本持平，天然气销售量 7.23 亿立方米（-0.72%），气源多元化保障盈利稳定。3) 供水：营收 7.14 亿元（+0.67%），供水量 3.67 亿吨（-0.40%）。4) 排水：营收 5.04 亿元，污水处理量 2.17 亿吨（同比+5.58%），轻资产运营业务收入占比提升。垃圾焚烧优势巩固，吨发&供热双增，协同效应持续释放。截至 25Q3 末公司垃圾焚烧在手产能达 97,590 吨/日，位居行业前三，其中控股产能 79,240 吨/日，已投产 66,190 吨/日，在建 2250 吨/日。1) 处理量：25Q1-3 垃圾焚烧量 1468 万吨（+52%），其中瀚蓝内生 976 万吨（+1%），粤丰 492 万吨；2) 发电效率：25Q1-3 发电量 55.78 亿度（+53%），上网电量 48.47

亿度(+54%)，吨发 380 度(+1%)，吨上网 330 度(+2%)，其中瀚蓝内生吨发 387 度(+3%)，吨上网 337 度(+4%)，粤丰吨发 366 度，吨上网 316 度；3) 供热：25Q1-3 供热量 146.34 万吨(同比+40%)，供热收入 2.21 亿元(同比+49%)，累计 30 个项目签订供热协议，其中 22 个已实现供热，增长潜力充足。其中瀚蓝内生供热量 134.17 万吨(+29%)，供热收入 1.98 亿元(+34%)，粤丰供热量 12.17 万吨。

4) AIDC 合作：与广东联通分公司、深城交签署 AIDC 合作协议，探索“绿电直供+算力”新模式。国补回收加速+粤丰贡献，自由现金流增厚显著。25Q1-3 经营性现金流量净额 26.62 亿元(+13.19 亿元，+98.21%)，主要系①粤丰并表贡献约 8.20 亿元，②应收账款回收改善，瀚蓝存量应收回款约 15.30 亿元(不含粤丰)，③国补回收 2.45 亿元，同比加速。25Q1-3 剔除 14 号文影响后的资本支出为 13.21 亿元，其中粤丰并表增加 2.48 亿元，瀚蓝内生 10.73 亿元(-2.36 亿元)。25Q1-3 自由现金流(不含股权类投资支出)为 13.53 亿元(+12.81 亿元)，其中粤丰并表增加 5.71 亿元。

盈利预测与投资评级：公司凭借优秀整合能力实现跨越发展，并购及内生增长双强，协同增效可期，自由现金流持续增厚，分红具备提升潜力。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 19.63/22.23/23.30 亿元，对应 PE 12/11/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：应收回款不及预期，粤丰环保整合效果不及预期，政策风险等。

(证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文)

浙江鼎力(603338)：2025 年三季报快评：Q3 归母净利润同比-15%，汇兑阶段性影响增速

投资要点 事件：2025 年 10 月 29 日，公司发布 2025 年三季度报告。

Q3 营收同比+3%，利润受汇兑影响 2025 年前三季度公司实现营业总收入 67 亿元，同比增长 9%，归母净利润 15.9 亿元，同比增长 9%，扣非归母净利润 15.6 亿元，同比增长 5.0%，非经主要为政府补助和对宏信的股权投资损益。单 Q3 公司实现营业总收入 23 亿元，同比增长 3%，归母净利润 5.4 亿元，同比下降 15%，扣非归母净利润 5.1 亿元，同比下降 18%。受国内高机行业增速下行，欧洲双反、美国加关税后客户观望情绪加剧，Q2 以来公司营收增速放缓。Q3 公司利润增速受汇兑影响较大(亏损约 7000 万)，剔除后，公司 Q3 归母净利润同比下降 4%。

毛利率同比略有下降，三费控制良好 2025 年 Q3 公司实现销售毛利率 36.1%，同比下降 1.5pct，销售净利率 23.2%，同比下降 4.8pct。公司毛利率下降主要受欧美关税影响(欧盟双反关税 21%，24 年起征；美国合计 79%，含 301、对等、芬太尼和双反)，净利率下降主要受汇兑亏损影响。2025 年 Q3 公司期间费用率为 10.3%，同比提升 4.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.2%/2.0%/3.5%/1.6%，同比分别变动+0.6/-0.4/+0.8/+3.2pct，除去财务费用外其余支出维持稳定。

欧美情绪消化+价格传导，后续公司业绩有望修复 我们看好公司后续业绩修复：(1)国内基数降低，(2)欧盟双反观望情绪逐步消解，且鼎力税率业内最低，有望受益行业价格普涨和份额提升。(3)美国实际下游需求良好(联合租赁 Q3 上调全年资本开支 8%、且美国非住宅建筑投资活跃度维持高水平)，公司备库充分，随客户提货业绩将逐步释放。

根据我们此前测算，鼎力国内产能对美关税总承受能力约 100%，当前关税为 79%，较 2023-2024 年的 68%仅增长 11pct，公司在美国仍能保持良好盈利能力，远期看，鼎力差异化产品、臂式待放量，且根据我们的产业链调研，公司对关税带来的不确定性也已有方案，无需过度担忧。(4)新兴市场、船坞除锈机器人等非高机板块拓展将继续贡献业绩。

盈利预测

与投资评级:我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测值为 21/24/28 亿元,对应当前市值 PE 分别为 13/11/10x,维持“买入”评级。 风险提示:竞争格局恶化、地缘政治冲突等

(证券分析师:周尔双 证券分析师:韦译捷)

均胜电子(600699):2025 年三季报点评:新订单获取与机器人业务进展顺利,业绩超预期

投资要点 公告要点:公司发布 2025 年三季报,2025Q3 实现营收 154.97 亿元,同环比+10.25%/-1.74%,归母净利润 4.13 亿元,同环比+35.40%/+12.37%,扣非归母净利润 4.16 亿元,同环比+37.53%/+7.95%,业绩超我们的预期。 盈利能力持续优化,安全业务盈利中枢显著上移。公司 25Q3 实现毛利率 18.62%,同环比+2.9pct/+0.2pct,主要得益于公司各项降本举措(提升运营效率、产能转移优化等)逐步取得成效。分业务看,汽车安全业务 25Q1-Q3 毛利率同比+2.4pct 至约 16.4%,25Q3 毛利率提升至约 17.2%;汽车电子业务 25Q1-Q3 毛利率约 20.8%,同比+1.6 pct。 期间费用稳中有升,研发、新订单拓展与欧美强化管理三线并进。费用端,2025Q3 期间费用率 14.59%,同环+3.26pct/+1.03pct,同环比提升较明显主要系公司为巩固其竞争优势加大研发投入及加强新订单的拓展,同时还继续推进欧美区域的产能优化和组织精简措施所致,2025Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.28%/5.74%/5.58%/1.98%,同比+0.35pct/+1.43pct/+1.01pct/+0.47pct。公司 25Q1-Q3 经营活动现金流净额 36.4 亿元,同比+19.32%,为研发投入与产能扩张提供资金保障。新获订单增势喜人,与自主品牌与新势力绑定持续深入。25Q3 新业务订单增长呈现爆发式态势,新获订单全生命周期总金额达 402 亿元,较前两季度均值增长 67%,25Q1-Q3 累计新获订单全生命周期总金额已达 714 亿元。客户结构层面,头部自主品牌及造车新势力的新订单占比持续提升,已成为订单增长的核心驱动力。 坚持技术驱动,积极布局新型业务。8 月 21 日,公司发布机器人全域控制器胸腔及底盘总成方案,行业首创大小脑融合+供电散热一体化集成全域控制器总成方案,推动机器人多场景落地。8 月 26 日,公司与阿里云达成 AI 全面合作,双方将基于通义千问全系列全尺寸模型,打造具先进认知、决策与交互能力的机器人智能体。9 月 18 日,公司正式发布机器人 AI 头部总成和基于英伟达 Jetson Thor 芯片的全域控制器,以及新一代机器人能源管理产品,与此前的胸腔及底盘总成、传感器等机器人解决方案,形成完善的产品矩阵体系,使公司具备系统化支持机器人公司产品的研发与制造能力。 盈利预测与投资评级:我们维持 2025-2027 年营收预测为 674/728/782 亿元,同比+21%/+8%/+7%;维持 2025-2027 年归母净利润为 16.1/19.5/23.2 亿元,同比分别+68%/+21%/+19%,对应 PE 分别为 29/24/21 倍,维持“买入”评级。 风险提示:下游乘用车需求复苏不及预期,汽车安全业务修复不及预期。

(证券分析师:黄细里 证券分析师:孙仁昊)

宇通客车(600066):2025 年三季报点评:出口带动量利齐升,业绩超预期

投资要点 公司公告:公司发布 2025 年三季报,2025 年第三季度公司实现营业收入 102.4 亿元,同环比+32.3%/+5.41%;归母净利润 13.6 亿元,同环比+78.98%/+14.94%;扣非归母净利润 10.7 亿元,同环比+66.77%/+17.40%,业绩超我们预期。 销量结构持续优化,出口/新能源出口均实现高增长。25Q3 公司总销量 1.2 万辆,同比+13.38%,单车 ASP 为 84 万元,同环比+17%/+6%。25Q3 出口比例

39%，同环比+14.6/+6.4pct；新能源出口占总出口比例 27%，同环比+14.5/+6.7pct。出口及新能源出口量价明显好于国内，是 25Q3 公司业绩高兑现的核心原因。

销量结构变化毛利率持续提升，非经常性损益增厚业绩。2025Q3 公司毛利率为 24.0%，同环比+3.3pct/+1.0pct，主要受益于销量结构的持续优化。25Q2 期间费用率为 9.4%，同环比-1.6pct/-0.4pct，主要受益于规模效应。减值层面，24Q3/25Q1/25Q2/25Q3 资产+信用减值 0.1/-2.8/1.7/1.6 亿元，减值对公司业绩的影响逐渐消退；其他收益，24Q3/25Q1/25Q2/25Q3 分别为 0.9/0.8/1.1/0.7 亿元，主要为政府补助；25Q1-Q3 非经常性损益合计 6.76 亿元，占归母净利润 20.5%，主要来自金融资产公允价值变动 3.84 亿元与资产处置收益 1.79 亿元。

海外交付持续推进，多市场共振促出口同环比增长。25Q3，公司海外交付节奏紧密：向智利交付 372 辆纯电动公交车、向摩洛哥交付 723 辆城市公交、向巴基斯坦交付 400 辆新能源公交、向沙特交付 110 辆高端定制大巴宇通 C13PRO。海外多地区共振，推动出口量同环比增长。

盈利预测与投资评级：由于出口景气度持续超预期，我们上调公司 2025 年营业收入预测为 436 亿元（原为 429 亿元），维持公司 2026~2027 年营业收入预测为 499/567 亿元，同比+17%/+14%/+14%，上调 2025~2027 年归母净利润为 49.4/59.2/70.3 亿元（原为 46.3/55.2/66.8 亿元），同比+20%/+20%/+19%，对应 PE 为 14/11/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孙仁昊）

先导智能（300450）：2025 年三季报点评：Q3 业绩持续高增，主业传统锂电修复&固态电池 0-1 受益

投资要点 Q3 业绩持续高增，信用减值陆续冲回。2025Q1-Q3 公司实现营收 104.4 亿元，同比+14.6%，归母净利润 11.9 亿元，同比+95.0%；扣非净利润为 11.9 亿元，同比+101.4%，其中信用减值冲回约 2.1 亿元。25Q3 单季营收为 38.3 亿元，同比+14.0%，环比+9.0%；归母净利润为 4+亿元、同比+190%、环比+19%。扣非净利润为 4.5 亿元，同比+222.1%，环比+21.4%。

25Q1-Q3 净利率持续改善，控费能力强劲。2025Q1-Q3 毛利率为 32.7%，同比-3.7pct，我们认为主要系前期行业下行期的订单逐步确认收入；销售净利率为 11.1%，同比+4.7pct；期间费用率为 22.3%，同比-3.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.0%/8.2%/11.8%/0.4%，同比-0.6/-1.0/-2.1/+0.4pct。25Q3 单季毛利率为 30.9%，同比-5.7pct，环比-2.1pct；销售净利率为 11.7%，同比+7.6pct，环比+1.3pct。

现金流持续改善，公司在手订单充足。截至 2025Q3 末，公司存货为 148.6 亿元，同比+11.7%；合同负债为 133.0 亿元，同比+16.6%，在手订单充足。2025Q3 公司经营活动净现金流为 15 亿元，现金流持续改善，验收节奏加快。

覆盖固态电池整线设备，多工段获欧、美、日、韩及国内头部电池玩家重复订单。①前道制程：包括湿法和干法两条路线，公司已推出高效制浆、混料涂布、混料分散及高剪切等核心设备，并延伸至真空镀锂、固态复合转印等共用环节。②中道制程：以固态电池高效叠片机和 600mPa 大容量卧式等静压机为核心，覆盖成型及致密化全流程。③后道制程：包含干法粉体综合测试仪及固态电池一体柜卧式高温夹具方案，实现高压化成分容与装配。公司各工段固态电池设备陆续交付欧、美、日、韩及国内头部电池玩家并获得批量订单。

宁德时代港股 IPO 募集 353 亿港元，主要投向匈牙利产能建设，先导有望充分受益。约 90%募集资金(276 亿港元)将用于匈牙利德布勒森工厂建设，该超

级工厂规划总产能 72GWh，分两期建设。一期项目已投入 7 亿欧元，规划产能为 34GWh，预计将于 2025 年投入生产；二期项目规划产能 38GWh，预计将于 2025 年开工建设，2027 年投入生产。达产后将配套宝马、奔驰等欧洲车企，服务欧洲市场。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 15/20/25 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 64/48/40 倍，维持“买入”评级。风险提示：新能源车销量不及预期，下游扩产不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

联赢激光（688518）：2025 年三季报点评：Q3 业绩环比明显改善，看好公司动力&3C 业务快速增长

投资要点 Q3 业绩环比高增，高毛利新兴业务陆续开始放量。2025Q1-Q3 公司营收 22.5 亿元，同比+2.2%；归母净利润为 1.1 亿元，同比+14.1%。Q3 单季营收 7.1 亿元，同比-4.0%，环比+7.7%；我们认为部分高毛利新兴业务已陆续开始确收。Q3 归母净利润为 0.5 亿元，同比+15.2%，环比+356.2%。Q3 盈利能力显著改善。2025Q1-Q3 公司毛利率为 29.4%，同比-2.2pct；我们认为期间确收订单约 80%来自锂电行业，Q4 随着公司营收结构调整毛利率将持续修复；期间销售净利率为 4.6%，同比+0.4pct。公司期间费用率为 26.4%，同比-1.8pct，其中销售费用率为 2.5%，同比-2.3pct，管理费用率为 16.2%，同比+0.6pct，财务费用率为 0%，同比-0.1pct，研发费用率为 7.7%，同比持平。Q3 单季毛利率为 33.9%，同环比+0.4pct/+4.9pct；销售净利率为 6.8%，同环比+1.2pct/+5.4pct。合同负债&存货同比提升，现金流 24Q3 以来持续向好。截至 2025Q3 末，公司合同负债为 15.9 亿元，同比+8.2%；存货为 24.1 亿元，同比增长 11.3%。Q3 公司实现经营活动现金流净额 0.8 亿元，2024Q3 以来持续为正并持续向好。全固态电池装配线成功交付头部客户，有望充分受益于固态电池激光用量提升。公司针对全固态电池生产，推出激光焊接设备及激光清洗机 and 涂胶机，现已交付行业头部客户，目前正在配合客户进行验证。全固态电池激光设备需求量较液态显著提升：①固态电池通过辊压、等静压等工艺对电极、电芯进行塑性处理，具备一定膨胀性，因此需要刚性更高的钢壳封装。钢壳相较于传统铝壳软包无法一体冲压成型，只能通过折叠工艺完成，使得传统顶盖焊接外多出侧缝与底盖焊接。②全固态电池采用叠片、等静压等工艺来集成正负极片，但在这些工艺过程中，极片容易发生偏移或倾斜，进而引发短路问题。为解决极片变形导致短路，印胶设备成为刚需，公司激光清洗&涂胶机有望加速放量。加速平台化布局，高毛利非锂电订单将持续改善公司业绩。2021 年以来公司积极布局高毛利新兴业务，涵盖 3C 电池、高精密半导体设备零部件焊接、高低压继电器等，2024 年公司消费电子业务毛利率高达 48%，显著高于传统锂电业务的 25%，叠加非锂电业务占比持续提升（2024 年非锂电业务新签订单达 11.4 亿元，占比 38%，占比同比提升 13pct），订单后续确收有望显著改善公司业绩&盈利能力。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测值为 2.9/4.5/6.1 亿元，2025-2027 年对应 PE 分别为 30/20/14 倍。维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新产品研发及验证不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

优优绿能（301590）：2025 三季报点评：国内业务盈利短期承压，静待海外市场需求复苏

投资要点 事件：公司 Q1-3 实现营收 10.08 亿元，同比-5%，归母净利润 1.24 亿元，同比-36%，扣非归母净利润 1.13 亿元，同比-39%；

其中 Q3 实现营收 2.85 亿元，同比-16%，归母净利润 0.19 亿元，同比-65%。Q1-3 毛利率 28.82%，同比-4.34pct，归母净利率 12.29%，同比-5.99pct，其中 Q3 毛利率 26.88%，同比-0.29pct，归母净利率 6.74%，同比-9.44pct。国内价格继续压降，海外市场需求疲弱，业绩低于市场预期。

国内充电桩市场新增需求旺盛，海外静待市场需求复苏。根据中国充电联盟数据，1-9 月充电基础设施增量为 524.5 万个，同比+84.9%。其中公共充电设施增量为 89.7 万个，同比+48.9%，私人充电设施增量为 434.8 万个，同比+94.6%，国内新增需求旺盛，但由于价格竞争进一步加剧，公司国内盈利承压。公司先后推出小直流、60kW 和 80kW 大功率模块等新产品进军家充和重卡充电市场，明年有望开始放量。25 年欧洲充电桩市场需求疲弱，但截至 25 年 8 月末欧洲电动乘用车销量同比+29%，我们预计 26 年欧洲充电桩需求有望开始恢复增长，驱动公司海外业务收入和利润的修复。

布局数据中心 AIDC 电源，技术同源优势显著。直流充电模块的拓扑结构和当前数据中心 HVDC 电源基本一致，且直流充电模块功率密度更高，且工程运行经验丰富。公司电力电子技术基础扎实，25H2 开始积极布局数据中心 HVDC 电源业务，我们预计公司有望在 26Q1 发布产品，26H2 送样客户，海外 Tier1 中 ABB 是公司股东，渠道端有望实现赋能，技术+市场形成合力，HVDC 业务将随着 27 年 Rubin 的放量充分受益，成为重要的第二增长曲线。

维持高强度研发投入，现金流压力较大。公司 Q1-3 期间费用 1.50 亿元，同比+12%，期间费用率 14.94%，同比+2.28pct，其中研发费用 0.94 亿元，同比+19%，维持高强度研发投入。截至 25Q3 末公司经营性现金流净流出 0.84 亿元，同比-862%，主要系本期支付材料采购款、给职工以及为职工支付的现金同比增加，以及国内业务占比提升，回款周期变长，销售现金收款同比减少双重影响。

盈利预测与投资评级：考虑到国内价格压力仍在，海外市场短期需求疲软，我们下修公司 25-27 年归母净利润预测分别为 1.52/2.61/4.67 亿元（此前预测 2.04/3.15/5.07 亿元），同比-41%/+72%/+79%，现价对应 PE 分别为 52x、30x、17x。考虑到海外市场 26 年将迎来复苏，公司盈利有望迎来拐点，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，海外市场需求不及预期，原材料价格波动。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋 证券分析师：司鑫尧）

日月股份（603218）：2025 年三季报点评：Q3 出货环比小幅下滑，单吨净利维持高位

投资要点 事件：公司 25 年 Q1-3 营收 48.6 亿元，同比+52.5%，归母净利润 4.3 亿元，同比-14.3%，扣非净利润 4 亿元，同比+80.8%，毛利率 16.3%，同比-0.9pct，归母净利率 8.9%，同比-7pct；其中 25 年 Q3 营收 16.3 亿元，同环比+16.7%/-15.4%，归母净利润 1.5 亿元，同环比+77.4%/-7.3%，扣非净利润 1.4 亿元，同环比+104.3%/-6.8%，毛利率 17.5%，同环比+2.7/+1.6pct，归母净利率 9.3%，同环比+3.2/+0.8pct。

Q3 费用率环比有所提升：公司 25Q1-3 期间费用 3.1 亿元，同比+20.1%，费用率 6.3%，同比-1.7pct，其中 Q3 期间费用 1.2 亿元，同环比+5.7%/+24.7%，费用率 7.4%，同环比-0.8/+2.4pct，主要是财务费用-1203 万元，环比增加 2420 万元；25 年 Q1-3 资本开支 3.3 亿元，同-38.7%，其中 Q3 资本开支 0.6 亿元，同环比-21.3%/-56.2%；25 年 Q3 末存货 11.4 亿元，较年初-7.1%。

公司产能陆续扩充：截至 25H1 末，公司目前已拥有年产 70 万吨铸件的铸造产能规模，42 万吨精加工产能规模。

盈利预测与投资评级：考虑公司风场开发、转让节奏放缓，我们下调 25~27 年盈利预测，预计 25~27

年归母净利润分别为 6.5/8.6/10.1 亿元（前值 9.0/10.6/11.6 亿元），同增 5.0%/32.0%/16.7%，对应 PE 为 23.3/17.7/15.1x，维持“买入”评级。
风险提示：竞争加剧，政策不及预期，电站开发转让不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男 证券分析师：胡隽颖）

骄成超声（688392）：2025 年三季报点评：业绩符合预期，先进封装实现突破

投资要点 Q3 业绩符合市场预期。公司 25 年 Q1-3 营收 5.2 亿元，同增 27.5%，归母净利润 0.9 亿元，同增 360%，扣非净利润 0.8 亿元，同增 673%，毛利率 65.1%，同增 13.7pct，归母净利率 18.1%，同增 13.1pct；其中 25 年 Q3 营收 2 亿元，同环比+20%/+13%，归母净利润 0.4 亿元，同环比+137%/+5%，扣非净利润 0.3 亿元，同环比+289%/+13%，毛利率 64.7%，同环比+11.1/-0.8pct，归母净利率 18.2%，同环比+9.0/-1.4pct。

Q3 收入锂电设备及耗材贡献增量。锂电扩产提速，公司设备订单明显恢复，我们预计 Q3 锂电设备确收超 0.6 亿元，全年收入我们预计 2-2.5 亿元；Q3 耗材收入我们预计 0.7 亿元左右，环增约 20%，全年我们预计 2.7 亿元+收入；Q3 线束&半导体设备收入 0.6 亿元+，基本稳定，全年我们预计收入近 2.5 亿元，其中半导体 0.8 亿元。因此我们预计 25 年总体收入 7.5 亿元+，展望 26 年锂电设备收入保持平稳、耗材收入我们预计 30%增长、半导体收入有望实现翻番增长。

先进封装实现突破，固态设备贡献新增量。我们预计先进封装市场空间超 100 亿元，且国产化率极低，公司自主研发多款核心设备，其中 2.5D/3D 先进封装超声波扫描显微镜，已成功获得了国内知名客户正式订单并完成交付，半导体业务 25 年收入有望突破 1 亿元，26 年维持 1-2 倍高增。此外，公司锂电设备积极配合头部厂商进行固态研发，已交付极耳焊接+检测设备，单 gwh 设备需求量预计为传统电池的 5-6 倍，并在铝塑膜焊接、超声剪裁、材料纳米化等设备进行样机测试，固态领域有望后续贡献新增量。

费用率环比下降，资本开支同比高增。公司 25 年 Q1-3 期间费用 2.3 亿元，同增 13%，费用率 44.4%，同降 5.7pct，其中 Q3 期间费用 0.8 亿元，同环比+19%/+8%，费用率 42.2%，同环比-0.3/-1.8pct；25 年 Q1-3 经营性净现金流 0.3 亿元，同比转正，其中 Q3 经营性现金流 0.1 亿元，同环比-603%/-54%；25 年 Q1-3 资本开支 0.4 亿元，同增 60%，其中 Q3 资本开支 0.2 亿元，同环比+153%/-12%；25 年 Q3 末存货 2.9 亿元，较年初增长 65.5%。

盈利预测与投资评级：考虑公司出货节奏变化，下修公司盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润 1.3/2.4/4.1 亿元（此前预期 1.5/3.0/5.0 亿元），同比+57%/+75%/+72%，对应 PE 99/57/33x，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，下游需求不及预期，原材料价格波动。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：朱家佟）

微导纳米（688147）：2025 年三季报点评：业绩持续增长，半导体设备放量超预期

投资要点 业绩持续增长，半导体收入占比提升至 30%+。2025Q1-Q3 营收 17.2 亿元，同比+11.5%，其中半导体设备收入 5.3 亿元，同比增长 78.3%，占比由 2023 年的 7+%提升至 30.6%，归母净利润 2.5 亿元，同比+64.8%；扣非归母净利润 1.9 亿元，同比+62.6%。2025Q3 单季营收为 6.7 亿元，同比-11.3%，环比+24.5%，其中半导体设备 3.4 亿元、光伏设备 3.3 亿元；归母净利润为 0.6 亿元，同比-48.0%，环比-48.2%；扣非归母净利润为 0.5 亿元，同比-52.2%，环比-11.0%，主要

系光伏业务确收存在季度性波动、Q3 光伏设备确收减少影响。Q3 盈利能力受产品结构影响承压，公司控费能力强劲。2025Q1-Q3 公司销售毛利率 32.4%，同比-6.0pct，销售净利率 14.4%，同比+4.7pct；期间费用率为 21.5%，同比-6.2pct；其中销售费用率为 3.1%，同比-0.5pct，管理费用率为 4.8%，同比-4.8pct，财务费用率为 2.0%，同比+0.8pct，研发费用率为 11.6%，同比-1.7pct。Q3 单季销售毛利率为 26.6%，同比-11.7pct，环比-9.4pct；销售净利率为 8.4%，同比-5.9pct，环比-11.7pct。我们认为 Q3 盈利能力波动主要系确收的产品结构影响，半导体设备前期通常毛利率较低，后续随着量产设备放量，盈利能力将修复。现金流同环比转正，半导体设备新签订单同比+97.3%。截至 2025Q3 末，公司合同负债为 21.9 亿元，同比-10.8%；存货 36.2 亿元，同比-18.1%；2025Q1-Q3 公司半导体业务增长强劲、半导体设备新签订单约 15 亿元、同比+97+%。2025Q3 经营性净现金流为 3.6 亿元，同环比大幅转正。半导体设备持续突破，订单快速放量。公司作为国内 ALD/CVD 设备龙头，已实现 High-K 金属氧化物、硬掩膜、金属化合物等多种关键工艺的量产交付，客户涵盖逻辑、存储、先进封装、新型显示等多个领域。公司于 2025 年 8 月成功发行总额 11+亿元的可转债、其中拟投入 6+亿元用于半导体薄膜沉积设备智能化工厂建设，2.27 亿元用于研发实验室扩建。我们预计，该项目将有效提升公司半导体设备产能与技术成果转化能力，满足日益增长的订单需求，强化公司在 ALD/CVD 设备领域的交付能力与竞争优势。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.8/3.7/4.8 亿元，对应当前 PE 为 95/72/54 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

中微公司（688012）：2025 年三季报点评：业绩持续增长，平台化布局加速落地

投资要点 营收&净利润稳健增长，薄膜产品加速放量。2025 前三季度公司营收 80.6 亿元，同比+46.4%，其中刻蚀设备收入 61.01 亿元，同比+38.26%，LPCVD 和 ALD 等薄膜设备收入 4.03 亿元，同比+1332.69%；归母净利润为 12.1 亿元，同比+32.7%，扣非净利润 8.9 亿元，同比+9.1%。Q3 单季营收 31.0 亿元，同环比+50.6%/+11.3%；归母净利润为 5.1 亿元，同环比+27.5%/+28.6%，扣非归母净利润为 3.5 亿元，同环比+5.4%/+44.8%。公司毛利率略降，研发投入大幅提升。2025 前三季度毛利率为 39.1%，同比-3.1pct；销售净利率为 14.6%，同比-1.9pct；扣非净利率为 11%，同比-3.8pct。期间费用率为 29.5%，同比+2.5pct，其中销售费用率为 4.0%，同比-1.8pct，管理费用率为 3.8%，同比-1.8pct，研发费用率为 22.3%，同比+5.7pct，财务费用率为-0.6%，同比+0.5pct。Q3 单季毛利率为 37.9%，同环比-5.8pct/-0.7pct，主要系新设备确认收入影响；销售净利率为 15.95%，同环比-3.3pct/+2.4pct；扣非净利率为 11.2%，同环比-4.8pct/+2.6pct。存货&合同负债持续高增，在手订单充足。截至 2025Q3 末公司合同负债为 43.9 亿元，同比+47%；存货为 81.9 亿元，同比+5%。2025 前三季度公司经营现金流为 13 亿元，Q3 单季为 11 亿元，同环比大幅提升。刻蚀产品持续领先，镀膜产品拓展顺利。（1）CCP 设备：公司用于关键刻蚀工艺的单反应台介质刻蚀产品保持高速增长，60 比 1 超高深宽比介质刻蚀设备成为国内标配设备，量产指标稳步提升，下一代 90 比 1 超高深宽比介质刻蚀设备即将进入市场。（2）ICP 设备：适用于下一代逻辑和存储客户用 ICP 刻蚀设备和化学气相刻蚀设备开发取得了良好进展。加工的精度和重复性已达到单原子水平。（3）薄

膜沉积设备：公司为先进存储器件和逻辑器件开发的 LPCVD、ALD 等多款薄膜设备已经顺利进入市场，并且设备性能完全达到国际领先水平，薄膜设备的覆盖率不断增加。公司硅和锗硅外延 EPI 设备已顺利运付客户端进行量产验证，并且获得客户高度认可。在泛半导体设备领域，公司正在开发更多化合物半导体外延设备，已陆续付运至客户端开展生产验证。

盈利预测与投资评级：我们基本维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 24.4/34.1/44.6 亿元（原值 24.3/34.0/44.5 亿元），当前股价对应动态 PE 分别为 76/55/42 倍，维持“买入”评级。

风险提示：晶圆厂扩产节奏不及预期，新品研发&产业化不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

星宇股份（601799）：2025 年三季报点评：2025Q3 业绩符合预期，自主车灯龙头持续成长

投资要点 事件：公司发布 2025 年三季度报告。2025 年前三季度公司实现营业收入 107.10 亿元，同比增长 16.09%；实现归母净利润 11.41 亿元，同比增长 16.76%。其中，2025Q3 单季度公司实现营业收入 39.53 亿元，同比增长 12.65%，环比增长 7.92%；实现归母净利润 4.35 亿元，同比增长 13.48%，环比增长 13.08%。公司 2025Q3 业绩符合我们的预期。

2025Q3 业绩符合预期，毛利率环比实现提升。营收端，2025Q3 单季度公司实现营业收入 39.53 亿元，环比增长 7.92%。从主要下游客户 2025Q3 表现来看：一汽大众批发 38.20 万辆，环比增长 4.46%；一汽红旗批发 11.35 万辆，环比微降 1.90%；奇瑞汽车批发 71.58 万辆，环比增长 16.62%；蔚来批发 8.67 万辆，环比增长 20.25%；理想批发 9.32 万辆，环比下降 16.11%；赛力斯批发 12.40 万辆，环比增长 12.01%。毛利率方面，公司 2025Q3 单季度毛利率为 19.86%，环比提升 0.22 个百分点，盈利能力持续稳中向好。期间费用方面，公司 2025Q3 期间费用为 8.62%，环比基本持平；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.52%/2.19%/5.83%/0.08%，环比分别 +0.11/-0.23/-0.30/+0.41 个百分点。归母净利润方面，公司 2025Q3 单季度归母净利润为 4.35 亿元，环比增长 13.08%；对应归母净利率 10.99%，环比提升 0.50 个百分点。

“产品升级+客户拓展”双轮驱动，看好公司长期成长。产品方面，LED 前照灯继续向 ADB/DLP/HD 的升级进一步提升前照灯的单车配套价值量，目前公司 ADB 前照灯/DLP 大灯已经实现了对客户的配套和量产，长期看好公司产品结构向上升级。客户方面，公司在巩固原有一汽大众、一汽丰田和奇瑞汽车等客户的基础上，还在大力开拓豪华品牌以及造车新势力等新能源客户，新能源客户有望成为后续的主要增量。此外，公司塞尔维亚工厂产能逐步释放，并注册成立了墨西哥星宇和美国星宇，公司将持续推进全球化布局，拓展海外市场。

盈利预测与投资评级：考虑到公司新项目的量产节奏及下游客户的销量情况，我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 16.45 亿元、20.38 亿元、25.05 亿元（前值为 16.86 亿元、21.26 亿元、26.32 亿元），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 5.76 元、7.14 元、8.77 元，市盈率分别为 22.35 倍、18.04 倍、14.68 倍。公司作为自主车灯龙头企业，将持续受益于产品升级和客户拓展，维持“买入”评级。

风险提示：乘用车行业销量不及预期；车灯产品升级速度不及预期；新客户开拓不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

中国汽研（601965）：2025 年三季报点评：业务结构持续优化，业绩基本符合预期

投资要点 公告要点：公司公布 2025 年三季度报，公司 2025 年

Q3 实现营收 11.14 亿元，同环比+9.33%/+8.79%；归母净利润 2.57 亿元，同环比+0.14%/+11.70%；扣非归母净利润 2.25 亿元，同比+3.58%（调整后），业绩基本符合我们的预期。

聚焦高毛利检测业务，收入结构持续优化。2025Q3 检测业务收入占比同比提升，公司检测业务收入 10.3 亿元，占比 93%，同环比+2.7pct/-2.0pct；2025Q1-Q3，公司实现总营收 30.24 亿元，同比降低 1.14%，但其中检测业务收入达 27.49 亿元，同比+5.62%，凸显公司持续聚焦主业，业务结构持续优化。

盈利稳健释放，研发投入持续强化技术壁垒。公司盈利中枢稳中有升，2025Q3 毛利率达 47.47%，同环比+2.18pct/+2.28pct，主要受益于公司业务结构优化，检测业务占比提升。2025Q3 公司期间费用率 20.19%，同环比+4.14pct/+3.42pct，主要系公司加大研发投入，筑牢核心竞争能力，公司研发费用 0.97 亿元，同环比+50.26%/+61.11%，彰显公司坚持创新驱动战略，积极跟进汽车行业技术进步。尽管 2025Q3 期间费用率较高，但归母净利率仍达 23.1%，维持环比增长态势。

技术能力持续提升，为国标落地提供核心测试能力支撑。公司 2025 年 9 月智能网联汽车质量检测检验中心（湖南）大王山试验场、国家智能网联汽车（长沙）测试区完成地图部署备案工作，标志着双场地已具备城市道路及高速公路全场景下进行自动辅助导航功能测试的能力，成为全球首例具备地图支撑功能的测试场地，为智能网联国标落地构建了关键测试能力支撑，进一步完善行业标准落地的实操基础。

盈利预测与投资评级：由于下游车企竞争加剧，我们维持公司 2025-2027 年的营收预测为 54.7/70.0/83.9 亿元，同比增速+17%/+28%/+20%；下调 2025-2027 年归母净利润为 10.1/12.3/14.7 亿元（原为 11.1/13.9/17.2 亿元），同比增速+11%/+22%/+20%，对应 PE 分别为 17/14/12 倍，考虑到 L2 国标落地会为公司带来较多业绩增量，维持“买入”评级。

风险提示：智能电动汽车行业发展不及预期，法律法规限制自动驾驶发展，下游车企价格战超预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孙仁昊）

焦点科技（002315）：2025 年三季报业绩点评：股权激励费用影响业绩释放，未来业绩有望持续回升

投资要点 事件：2025Q3 焦点科技单季度收入同比增速为 17.01%，归母净利润同比增速为-1.98%，扣非净利润同比增速为-3.42%。

股权激励费用和子公司亏损影响表观业绩，未来业绩有望触底回升：公司于 2025 年 7 月发布股权激励计划，将在 2025-2027 年摊销成本 6,035/11,445/5,623 万元，2025 年将在三季度和四季度 2 个季度内完成股权激励费用的摊销，因此对 2025Q3 的业绩增速造成了较大的影响，若不考虑股权激励费用的影响，公司利润增速有望更高（包含子公司其他业务亏损的影响）。

主业现金回款保持高速增长：公司单三季度现金流量表披露的销售现金回款为 18.59%，但这包含了其他非主业的业务增速（中报和年报有母公司口径），公司主业的现金回款仍然保持健康增长，这将进一步带动未来 2025 年的业绩上行。截止 2025Q3，公司中国制造网会员数 29214 位，相比去年同期增加了 2546 位，同比增长 8.71%；累计购买过 AI 产品的会员数量达到了 15687 位，累计 AI 产品购买占比达到了 53.7%。

公司 AI 产品在买家和卖家端发力，未来有望持续贡献业绩增长：公司 2025 年 10 月 22 日发布了 Sourcing AI 产品，针对买家提供从查找转变为分析、协助和决策的 AI 产品。未来这一产品将会为买家提供更直观的搜索结果体现。买家端的用户基数远大于付费卖家，未来若收费将带来更大的业绩弹性。

盈利预测与投资评级：由于公司 2025 年主业以外的业务有所下滑，但主业核心经营指标转好，将在未来有较大

的贡献，因此我们将公司 2025-2027 年的归母净利润盈利预测由 5.33/6.40/7.93 亿元调整为 5.21/6.40/8.18 亿元，2025-2027 年现价对应 PE 为 27.44/22.32/17.47 倍。我们认为公司是被低估的数字经济平台龙头，有望受益于“科技赋能+SaaS 模式+政策利好”三大优势，迎来加速增长，维持“买入”评级。风险提示：市场需求波动和国际贸易环境变化；跨境经营和交易监管风险；行业竞争加剧

(证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦 证券分析师：戴晨)

吉比特 (603444): 2025 年三季报点评: 流水超预期, 新游有望持续贡献增量

投资要点 事件: 公司发布 2025 年第三季度财报。2025 年前三季度公司实现收入 44.9 亿元, 同比+59.2%; 归母净利润 12.1 亿元, 同比+84.7%; 扣非归母净利润 12.1 亿元, 同比+97.5%。2025Q3 公司实现营业收入 19.7 亿元, 同比+129.2%, 环比+42.4%; 归母净利润 5.7 亿元, 同比+307.7%, 环比+57.6%; 扣非归母净利润 5.6 亿元, 同比+273.7%, 环比+51.1%。公司业绩超市场预期。存量游戏承压,

新游成为增长主引擎。根据公司业绩会, 第三季度《问道》端游、《问道》手游及《一念逍遥》收入及利润同比均有所下滑, 其中我们测算《问道》手游 Q3 流水 4.3 亿元, 同比-6.3%。新游驱动业绩高增: 1)《杖剑传说(大陆版)》《道友来挖宝》于 2025 年 5 月上线, Q3 运营了完整周期贡献显著增量; 2)《杖剑传说(境外版)》于 2025 年 7 月上线, Q3 贡献流水 4.8 亿元表现超预期。2025 年前三季度《杖剑传说》与《道友来挖宝》合计贡献流水 19.6 亿元, 成为增长主引擎, 收入结构由“存量为主”向“新品+多元化”切换, 为后续增长注入动能。

《杖剑传说》《道友来挖宝》表现出色, 业绩有望进一步释放。公司自研放置 MMO 手游《杖剑传说》于 2025 年 5 月上线中国大陆地区; 7 月 15 日上线中国港澳台、日本等地区, 迅速在中国港澳台 iOS 畅销榜上登顶, 凭借半个月的收入进入 Sensor Tower 发布的 2025 年 7 月出海手游收入榜单 TOP30。小程序游戏《道友来挖宝》于 2025 年 5 月上线, 2025/6/16-2025/10/29 稳居微信小游戏畅销榜前 10 名, 最高至第 1 名。我们看好公司以“快速迭代、小步快跑”模式, 为玩家提供丰富的体验, 继续把握小游戏平台红利。关注《九牧之野》等新

新游上线进展, 期待业绩兑现。根据公司业绩会,《问剑长生》有望于 4Q25 在中国港澳台、韩国等地区发行; 公司代理的三国题材赛季制 SLG《九牧之野》有望于 4Q25 至 1Q25 上线。Q3《九牧之野》测试表现超预期, 研发团队高频响应玩家反馈、以长线运营为导向, 产品生命周期与商业化空间可期;《杖剑传说》欧美、韩国等地区的发行在规划中。看好新品按期上线, 驱动收入与利润稳步抬升。盈利预测

与投资评级: 考虑到《杖剑传说》《道友来挖宝》表现超预期, 我们上调盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 16.8/17.6/19.0 亿元(此前为 15.9/16.4/17.5 亿元), 2025 年 10 月 29 日收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 22/21/19 倍。公司新游周期驱动业绩强增长, 同时高额分红回报股东, 维持“买入”评级。风险提示: 新游表现不及预期风险, 存量游戏流水超预期下滑风险, 行业竞争加剧风险。

(证券分析师: 张良卫)

老凤祥 (600612): 2025 年三季报点评: 25Q3 营收同比+16%, 业绩动能稳步增长

投资要点 公司公布 2025 年三季报: 2025Q1-Q3 公司实现营收 480.0 亿元, 同比-8.7%, 实现归母净利 14.4 亿元, 同比-19.1%, 实现扣非归母净利 12.7 亿元, 同比-25.0%。单拆 2025Q3, 公司实现营收

146.5 亿元，同比+16.0%，实现归母净利 2.2 亿元，同比-41.6%，实现扣非归母净利 2.2 亿元，同比-7.5%。2025Q3 净利率略承压：①毛利率：2025Q1-Q3 为 8.2%，同比-0.4pct；2025Q3 毛利率为 7.0%，同比+0.5pct。②期间费用率：2025Q1-Q3 为 2.5%，同比+0.1pct；2025Q3 期间费用率为 3.1%，同比+0.4pct。③销售净利率：2025Q1-Q3 为 3.8%，同比-0.5pct；2025Q3 为 1.9%，同比-1.8pct。核心品类承压，境外销售增长：分业务看，2025Q3 珠宝首饰/黄金交易/笔类/工艺品销售收入分别为 379.7/97.3/1.4/0.4 亿元，同比分别-11.5%/+4.9%/-14.7%/-18.5%，占比分别为 79.3%/20.3%/0.3%/0.1%。珠宝首饰核心业务承压，主要系报告期内金价持续上涨导致黄金消费受到抑制。分地区看，2025Q3 境内/境外收入分别为 473.7/5.0 亿元，同比分别-8.9%/+29.9%，占比分别为 99.0%/1.0%，境外销售增长较好。2025Q1-Q3 公司上海地区直营店零售收入同比+9.04%，销售表现较好。着重布局发展主题门店：截至 2025Q3 末，老凤祥共有 5625 家品牌网点，其中直营/加盟各 187/5438 家，2025Q3 期内直营/加盟店分别净变动-1/+76 家，2025Q4 拟新开 31 家门店。公司着重布局“藏宝金”“凤祥喜事”主题店发展，升级传统门店，以适应新消费场景，细分品牌形象，更好地适应市场潮流。截至 2025Q3 末，公司老凤祥藏宝金/凤翔喜事/银楼三大门店类型分别有 133/40/5452 家，2025Q3 期内分别净变动+3/+3/+69 家。产品系列不断推新：25 年老凤祥品牌推出“盛唐风华”“天生荔志”“凤祥喜事”“藏宝金”等产品系列，通过非遗技艺与创新设计双轮驱动，将产品融入国风元素，助力品牌推广；推出与圣斗士星矢、阿童木等 IP 联名产品，进一步吸引年轻消费者群体，助力公司品牌年轻化转型。盈利预测与投资评级：老凤祥品牌作为强现金流、高壁垒品牌，25H2 迎来业绩拐点，去年同期低基数下有望实现高增，当前估值处于有吸引力的阶段。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 16.4/18.3/19.6 亿元，分别同比-16%/+12%/+7%，最新收盘价对应 PE 分别为 16/14/14X，维持“买入”评级。风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终端需求不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越）

贵州茅台（600519）：2025 年三季报点评：结构压力逐步释放，费效管控边际加强

投资要点 事件：公司发布 2025 三季报。25Q1~3 实现营收 1284.5 亿元，同比+6.4%；归母净利 646.3 亿元，同比+6.2%。25Q3 实现营收 390.6 亿元，同比+0.6%；归母净利 192.2 亿元，同比+0.5%。Q3 收入降速纾压，系列酒降幅扩大。25Q3 公司酒类收入同增 0.6%，5 月以来行业面临的场景及需求冲击压力在报表端有所释放。1）分产品看：①茅台酒 Q1~3/Q3 收入分别同比+9.3%/+7.3%，Q3 增速放缓，主要与线下直销渠道发货节奏同比变化有关，例如国资平台等渠道出货加强管控等。②系列酒 Q1~3/Q3 收入分别同比-7.8%/-34.0%，Q3 降幅扩大，预计除 1935 保持稳健增长外，其余产品伴随渠道价差收窄甚至倒挂，渠道回款压力显现（特别是万家共享终端商）。2）分渠道看：批发、直销渠道 Q3 收入同比+14.4%、-14.9%，直销占比 40%，环比继续回落。①Q3 经销渠道边际加速，1 是与单季确认基数波动有关，2 是年内经销渠道茅台配额执行顺利，打款进度同比有一定加快。②Q3 直销渠道同比下滑，其中 i 茅台及其他直销渠道分别同比-57.2%、-0.9%，茅台顺价收窄，直销客户拿货意愿边际趋弱。预收、应收均环比抬升，费用优化帮助稳定业绩。1）收现端，25Q3 单季销售收现同比+2.6%，略好于营收表现，与线下茅台大商打款加快有关，Q3 季末预收余额环比+22.4 亿元、同比-21.8 亿元。25Q3 应收票据余额环

比+23.9 亿元至 52.1 亿元，自 24H2 系列酒票据放开以来，余额持续攀升。2) 利润端，25Q3 公司净利率达 50.0%，同比基本持平，1 是综合毛利率同比略增 0.2pct，与茅台酒占比提升有关；2 是费用加强管控，Q3 销售、管理费用同比-24.7%、-6.6%，其中管理费用年内延续同比收缩态势，销售费用季度同比则由增转降。努力求变，推进供给侧转型调整，强化产品适配与渠道触达。当前普飞以价换量实现动销承托的稳定性仍然延续，公司增长压力主要来自非标收入占比较高、系列酒动销根基不稳、直销渠道触达效率有限等方面，供给侧转型调整仍需一定时间，期待后续公司通过优化产品及渠道配称实现增量挖掘的效果逐步体现。2025 年茅台已确立完善自营体系+社会经销体系共 10 类渠道的多元化生态，其中自营体系将加强统筹平衡协调作用，社会经销体系则旨在发挥触达广、触达精准、转化有效的优势，逐步发挥扩张潜力。盈利预测与投资评级：参考 2025 年前三季度经营情况，我们下调 2025~2027 年归母净利预测为 902、933、970 亿元（前值 932、965、1030 亿元），同比+5%、+3%、+4%，当前市值对应 PE 为 20、19、18x，维持“买入”评级。风险提示：宏观承压消费持续走弱，需求企稳不及预期；市场对增速规划的非理性反应等。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

德业股份（605117）：2025 年三季报点评：汇兑及延迟确收略有影响，工商储及电池包继续发力

投资要点 事件：公司发布 2025 年三季度报告。2025Q1-3 公司实现营业收入 88.46 亿元，同比+10.36%；归母净利润 23.47 亿元，同比+4.79%；毛利率 38.55%，同比-1.60pct。2025Q3 实现营收 33.11 亿元，同比+1.32%，环比+11.51%；归母净利润 8.25 亿元，同比-17.84%，环比+1.00%；毛利率 40.33%，同比-4.17pct，环比+2.62pct。业绩略低于预期。25Q3 逆变器及电池包出货环增，25Q4 业绩有望持续环增。1) 逆变器：我们估计公司 25Q3 逆变器出货同比略降，环比有所提升，考虑 25Q3 部分产品发出但延迟确收至 25Q4；2) 电池包：25Q3 出货同环比均保持增长，尤其澳洲户储补贴政策刺激需求爆发下带动电池包需求快速提升。3) 传统业务：公司 25Q3 家电及热交换器业务略有所下滑。展望 25Q4，公司逆变器及电池包业务有望持续环增，26 年澳洲市场高需求有望推动公司户储逆变器及电池包出货高增。汇率波动影响下期间费用率略有提升。公司 2025Q3 单季度期间费用 3.02 亿元，同比-6.42%，环比+43.71%；费用率 9.11%，同比-0.75pct，环比+2.04pct，主要系受汇率波动影响，财务费用有所提升；经营性净现金流 11.46 亿元，同比-15.77%，环比+10.27%。截至 2025Q3，公司存货 14.49 亿元，同比+4.99%；合同负债 3.25 亿元，同比-37.90%。盈利预测及投资评级：考虑市场增速略有放缓，我们略微下调公司 25-27 年盈利预测，预计 25-27 年公司归母净利润为 33/40/48 亿元（前值为 36/43/52 亿元），同增 12%/21%/20%，对应 PE 为 22/18/15 倍，考虑公司业绩稳健增长，工商储逐步发力，给予 26 年 25 倍 PE，对应目标价 110 元，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、需求不及预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男 证券分析师：余慧勇）

中国广核（003816）：2025 三季报点评：单三季度业绩彰显韧性，机组有序建设支撑长期成长

投资要点 事件：2025 年前三季度公司实现营业收入 597.23 亿元，同比降低 4.09%；归母净利润 85.76 亿元，同比降低 14.1%；扣非归母

净利润 81.8 亿元，同比降低 16%；加权平均 ROE 同比降低 1.59pct，至 7.01%。单季度业绩彰显韧性，电价影响逐步缓解。2025 年前三季度公司实现营收 597.23 亿元（同比-4.09%）、归母净利润 85.76 亿元（同比-14.14%）、扣非归母净利润 81.80 亿元（同比-16.05%），主要原因是受电力市场整体形势影响，子公司市场化交易电量增加且市场电价下降，尽管前三季度总上网电量 1721.79 亿千瓦时（同比+3.17%）、子公司上网电量 1357.46 亿千瓦时（同比+4.15%），电量稳定增长的同时，电价承压。2025 前三季度公司营业成本同比略增 0.72%，2025 前三季度毛利率 33.55%，同比下降 3.17pct。2025 年第三季度，公司实现营收 205.56 亿元（同比-10.21%），归母净利润 26.24 亿元（同比-8.81%），扣非归母净利润 25.70 亿元（同比-7.48%）。单季度业绩彰显韧性，同比下滑幅度收窄，预计电价压力影响逐步缓解。上网电量稳健成长，大亚湾、防城港增长显著。2025 年 1-9 月总上网电量 1721.79 亿千瓦时（同比+3.17%），子公司 1357.46 亿千瓦时（同比+4.15%），上网电量稳健成长。其中大亚湾/防城港/岭东上网电量同比+21.90%/+15.17%/+5.97%，增长显著。项目建设与大修有序，机组储备充足支撑长期增长：截至 2025 年 9 月 30 日，公司管理 20 台在建核电机组（含控股股东委托管理 8 台），覆盖调试（4 台）、设备安装（2 台）、土建施工（3 台）、FCD 准备（11 台）全阶段。2025 年前三季度，公司已按计划完成 12 个年度换料大修（含 1 个跨年大修）、2 个十年大修及 1 个首次换料大修，四季度计划新增 2 个年度换料大修任务。公司投产节奏明确，惠州 1 号机组拟 2025 年下半年投运，惠州 2 号和苍南 1 号分别拟于 2026 年上半年和 2026 年内投运，此外 2027 至 2030 年分别拟投产机组 2/1/1/2 台。公司拟收购的惠州核电等四家公司股权已获临时股东大会批准，后续装机增量与资产注入确定性强，为电量释放及业绩增长奠定坚实基础。现金流表现良好，可转债资金就位支撑项目建设。2025 年前三季度公司，1）经营活动现金流净额 207.92 亿元，同比减少 19.47%；2）投资活动现金流净额-142.54 亿元（24 年同期为-92.12 亿元）；3）筹资活动现金流净额 60.71 亿元（24 年同期为-117.60 亿元）。2025 年第三季度公司通过发行 A 股可转换公司债券（募集资金 49 亿元，用于陆丰 5、6 号机组建设），资金就位支持项目建设。盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年归母净利润预测为 99/100/115 亿元，对应 PE 21/21/18 倍（2025/10/29），2025 年电价短期扰动影响业绩，后续机组加速投运长期价值凸显，维持“买入”评级。风险提示：电力价格波动；安装进度不及预期；核电机组运行风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

西麦食品（002956）：2025 年三季报点评：报表质量优秀，后续仍有亮点

投资要点 事件：2025Q1-Q3 实现营业收入 16.96 亿元，同比+18.34%；归母净利润 1.32 亿元，同比+21.90%；扣非净利润 1.27 亿元，同比+42.65%。2025Q3 实现营业收入 5.47 亿元，同比+18.92%；归母净利润 0.51 亿元，同比+21.00%，扣非净利润 0.49 亿元；同比+86.30%。收入端依旧亮眼，再次验证下游需求和公司能力在线。我们预计 2025Q3 线上营收同比增长超过 50%，线下营收同比增长接近 10%；我们预计纯燕麦营收同比增长 15%，复合燕麦营收同比增长超过 20%。公司冲调粉粉类上新，销售反馈较好。费用端控制较好，成本红利下扣非归母净利率显著提升。2025Q3 实现毛利率 43.7%，同比+0.9pct，主要得益于成本下降；环比+0.2pct，基本稳定。2025Q3 销售/管理费用率同比-1.8/-0.9pct，费用率下降凸显公司目前费效比的

提升，从绝对额来看，管理费用基本稳定，销售费用还略有增加。2025Q3 实现销售净利率 9.3%，同比+0.1pct，环比+3.8pct；实现扣非归母净利率 9.0%，同比+3.3pct，环比+4.1pct；两者的差异主要源自今年政府补助的减少，2024Q3 获得 1985 万元政府补助，2025Q3 仅有 724 万元。

报表亮点多多，后续弹性可期。公司的费用投放节奏基本是上半年较多、下半年收缩，但收入端基本能保持稳定，说明销售节奏掌控得当，费用投放更加精细。我们预计公司燕麦成本还有回落空间，成本红利在 2026 年依旧可期。此外，三季报反应出费用控制能力提升，2025Q4 还可延续。

盈利预测：考虑到后续成本还有望下降，费效比也在提升，我们上调公司 2026-2027 年盈利预测，基本维持 2025 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.8/2.5/3.2 亿元（此前预期为 1.8/2.3/2.8 亿元），同比+37%/+38%/+26%，对应 PE 为 27/19/15X，维持“买入”评级。

风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

中金公司（03908.HK）：2025 年三季报点评：境内境外业务均向好，前三季度净利润同比翻倍

投资要点 事件：中金公司公告 2025 年三季报，实现营业收入 207.6 亿元，同比+54.4%；归母净利润 65.7 亿元，同比+129.8%；对应 EPS 1.24 元，ROE 6.3%，同比+3.7pct。第三季度实现营业收入 79.3 亿元，同比+74.8%，环比+11.6%；归母净利润 22.4 亿元，同比+254.9%，环比-2.3%。公司业绩大幅增长一方面是由于公司海外业务占比较高，今年以来港股市场活跃、IPO 发行显著回暖，带来海外业务收入高增长；另一方面公司衍生品业务实现较高收益。

市场活跃背景下，经纪收入同比大幅增长，预计佣金率继续下滑。公司 2025 年前三季度实现经纪业务收入 45.2 亿元，同比+76.3%，占营业收入比重 22%。全市场前三季度日均股基交易额 18723 亿元，同比+108.6%。公司两融余额 622 亿元，较年初+43%，市场份额 2.6%，较年初+0.3pct。

政策引导下 A 股股权承销业务延续下滑趋势，但公司龙头地位仍稳固；上半年港股 IPO 市场显著回暖，公司各维度排名第一。公司 2025 年前三季度实现投行业务收入 36.9 亿元，同比+30.9%。A 股股权主承销规模 1893.5 亿元，同比+310.5%，排名第 1；其中 IPO 9 家，募资规模 64 亿元；再融资 42 家，承销规模 1830 亿元，同比大幅增长 3.7 倍。

债券主承销规模 16686 亿元，同比+15.3%，排名第 1；其中地方政府债、公司债、金融债承销规模分别为 5288 亿元、3939 亿元、3634 亿元。A 股 IPO 储备项目 14 家，排名第 1，其中两市主板 2 家，北交所 3 家，创业板 7 家，科创板 2 家。今年以来港股发行市场火热，前三季度公司港股 IPO 作为保荐人主承销 31 家，承销规模 318 亿港元，排名第一；作为全球协调人、账簿管理人 IPO 承销均排名第一。

大资管业务行业领先，规模稳步扩大。2025 年前三季度实现资管业务收入 87.0 亿元，同比+16.4%。截至 2025H1 资产管理规模 5867 亿元，同比+7.5%。子公司中金基金管理公募规模 2202 亿元，较年初+6.2%。权益市场呈结构性行情，公司自营及衍生品业务高增。2025 年前三季度实现投资收益（含公允价值）109.7 亿元，同比+47.0%；Q3 单季度投资净收益（含公允价值）37.0 亿元，同比+15.7%。

盈利预测与投资评级：市场持续活跃，我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 101/90/95 亿元，对应增速分别为+77%/-10%/+5%。当前市值对应 2025-2027 年 PB（H）估值分别为 0.98/0.93/0.88 倍（港股汇率使用 1 港币=0.912 元）。看好公司长期在投行及财富管理业务方面的竞争壁垒，维持“买入”评级。

示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

华阳集团 (002906): 2025 年三季报点评: 25Q3 营收净利同环比增长, 业绩符合预期

投资要点 公司公告：25Q3 营业收入 34.80 亿元，同环比 +31.43%/+23.34%；归母净利润 2.20 亿元，同环比 +23.74%/+18.22%；扣非归母净利润 2.17 亿元，同环比 +24.61%/+24.98%，业绩符合我们的预期。毛利率探底，环比趋稳。25Q3 毛利率 18.93%，同比 -2.13pct，环比 -0.57pct，近年来下游车企竞争趋于激烈，受价格传导影响供应链利润率受到影响，目前来看趋势趋于稳定。费用端控制与减值改善双驱动，盈利弹性有所释放。2025Q3 期间费用 3.96 亿元，同比 +18.32%，环比 +15.23%。其中研发费用同比增长 32.53%，环比增长 16.73%，有效支撑公司智能化战略布局向纵深推进。期间费用率 11.39%，同比下降 1.26pct，环比下降 0.80pct，彰显规模效应下公司成本管控成效较好；2025Q3 公司资产减值及信用减值合计 -0.38 亿元，较 24Q3 的 -0.44 亿元有所收窄，减值拖累效应弱化，释放利润弹性。在建工程及配套资金双增，积极扩产提供产能支撑：2025Q3 末在建工程余额达 3.64 亿元，较年初大幅增长 89.92%，主要系厂房等工程投入增加，系公司为后续提升产能、扩大出货规模的核心硬件布局，为未来营收的增长提供产能支撑。扩产配套资金筹措动作清晰，Q3 末长期借款余额 1.94 亿元，较年初增长 293.11%，资金用途明确指向产能扩张需求，体现公司对扩产的资金规划；资本开支持续落地，年初至 Q3 期间，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达 7.72 亿元，较上年同期的 6.72 亿元增长 14.88%，反映产能建设的实际投入力度与推进节奏。深化智能化建设，出海业务突破：公司智能化项目持续加速落地，智能座舱优势持续巩固。海外客户 HUD 及无线充电项目稳步推进，全球化布局有望进入收获期。公司 2025 下半年小米、乐道有望持续贡献 HUD 增量，延续稳健增长态势，业务结构优化有望带动盈利能力持续改善。预计智能化与出海双轮驱动下，未来业绩有望保持高质量增长。盈利预测与投资评级：由于下游车企竞争加剧，我们维持公司 2025-2027 年营收预测为 127.0/155.6/187.1 亿元，同比分别 +25%/+23%/+20%；下调 2025-2027 年归母净利润预测为 8.1/10.3/13.3 亿元（原为 9.0/11.3/14.0 亿元），同比分别 +24%/+28%/+29%，对应 PE 分别为 20/16/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：汽车下游需求不达预期，市场竞争加剧风险。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孙仁昊）

会稽山 (601579): 2025 年三季报点评: 收入延续较好增势, 持续关注产业趋势

投资要点 事件：会稽山 25Q1-Q3 营收 12.12 亿元，同比 +14.12%，归母净利润 1.16 亿元，同比 +3.23%，扣非后归母净利润 1.08 亿元，同比 +8.28%。其中 25Q3 营收 3.95 亿元，同比 +21.09%，归母净利润 0.22 亿元，同比 +2.47%，扣非后归母净利润 0.19 亿元，同比 -14.37%。兰亭、1743 延续高增，泛全国化稳步推进。分产品来看，25Q1-Q3 中高档黄酒、普通黄酒、其他酒收入分别为 7.51、2.73、1.50 亿元，分别同比 +19.64%、-16.01%、+109.20%（最新占比为 64%、23%、13%）；其中 25Q3 中高档黄酒、普通黄酒、其他酒收入分别同比 +62.47%、-42.19%、+186.41%，其中预计兰亭、1743 延续高增，纯正五年持平略增，此外潮饮酒一日一熏翻倍以上增长，分区域来看，25Q1-Q3 浙江大区、江苏大区、上海地区、其他地区、国际收入分别为 6.99、0.84、

2.19、1.66、0.07 亿元，分别同比+17.89%、-16.25%、+10.26%、+32.16%、-15.95%(最新占比分别为 60%、7%、19%、14%、1%)，其中 25Q3 浙江、江苏、上海、其他地区、国际收入分别同比+14.05%、-19.93%、+84.96%、+53.25%、-15.90%，浙江大本营表现稳健，江苏下滑主要系乌毡帽表现一般，上海及华东以外地区提速主要系加大招商带动。费用加大、所得税率阶段性抬升拖累盈利。25Q3 销售净利率同比-0.92pct 至 5.67%，主要系新品推广期费用投放加大、所得税率阶段性抬升所致。其中 25Q3 销售毛利率同比+2.84pct 至 53.24%，税金及附加率同比-0.83pct 至 3.60%，期间费用率同比+4.09pct 至 40.39%(其中销售费用率同比+6.84pct 至 30.21%，管理费用率同比-0.93pct 至 8.05%，研发费用率同比-2.40pct 至 2.36%)，新品集中推广阶段费用明显加大。此外，其他非经科目相对平稳，25Q3 所得税率 44%明显抬升(24Q3 为 23%)，主要系子公司亏损无法抵扣所致。

盈利预测与投资评级：此前外发的《黄酒行业深度：供需共振，高端化与年轻化突围》报告中，指出借鉴中国啤酒产业、日本清酒产业高端升级的路径，黄酒行业当前的边际变化具备产业逻辑。考虑到会稽山兰亭、1743 依然延续高增的升级趋势，同时加大费用投放强化品类营销及消费者培育，持续关注黄酒及相关品类扩圈进展。参考 25Q3 报表节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 2.17、2.64、3.12 亿元（前值为 2.32、2.80、3.28 亿元），对应当前 PE 分别为 48、39、33X，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济不及预期；食品安全问题；新品铺货不及预期；竞争加剧。

(证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东)

万华化学（600309）：2025 年三季报点评：经营稳健，看好公司长期成长

投资要点 事件：2025 年前三季度，公司实现营业收入 1442.3 亿元（同比-2.3%）；实现归母净利润 91.6 亿元（同比-17.5%），实现扣非归母净利润 91 亿元（同比-16.7%）。其中，2025Q3 单季实现营业收入 533.2 亿元（同比+5.5%，环比+11.5%），实现归母净利润 30.3 亿元（同比+4.0%，环比-0.2%），实现扣非归母净利润 28.6 亿元（同比+1.0%，环比-10.9%）。

聚氨酯需求情况不一，万华福建将新增 MDI 产能：产销&价格方面：2025Q3，公司聚氨酯板块营收 182.5 亿元（环比-1.1%），产量/销量为 156/155 万吨（环比+3%/-2%），公司纯 MDI/聚合 MDI/TDI/软泡聚醚价格分别为 1.83/1.52/1.47/0.80 万元/吨。纯 MDI 需求总体平稳但进口货源增加，聚合 MDI 受冰冷、建筑市场需求不及预期影响，TDI 因科思创海外装置不可抗力及检修导致供应偏紧，软泡聚醚受益于家居需求平稳及汽车行业增长。产能&项目情况：截至 2025Q3，公司拥有 MDI 产能 380 万吨/年，后续万华福建将扩建 MDI 产能 70 万吨/年，公司预计将在 2026Q2 投产；拥有 TDI 产能 144 万吨/年，后续暂无新增产能计划。

石化板块产销量快速增加，乙烯一期进料改造即将完成：产销&价格方面：2025Q3，公司石化板块营收 243.9 亿元（环比+31.1%），产量/销量为 183/175 万吨（环比+19%/+15%）。2025Q3 石化产品价格重心整体下移，山东丙烯、正丁醇、MTBE 等主要产品同比均下跌。产能&项目情况：2025 年 6 月，公司 100 万吨/年乙烯一期装置开始乙烷进料改造，公司预计将于 2025 年 11 月改造完成。改造完成后，原料结构将得到优化，成本有望下降。

精细化学品及新材料板块产销量增加：产销&价格方面：2025Q3，公司精细化学品及新材料板块营收 81.8 亿元（环比-1.0%），产量/销量为 65/65 万吨（环比+5%/持平）。公司 ADI 业务深化全球化布局以提升抗风险能力，MS 树脂装置已实现规模化生产填补国内高

端光学级空白，维生素 A 全产业链贯通切入营养健康领域。产能&项目情况：阿布扎比国家石油公司、北欧化工、博禄公司和万融新材料（福建）在福建开展 160 万吨/年特种聚烯烃项目，公司新材料板块继续蓬勃发展。

盈利预测与投资评级：考虑到公司聚氨酯业务需求情况存在分化，以及石化景气度仍待修复，我们调整 2025-2027 年公司归母净利润分别为 127、161、181 亿元（此前为 137、163、186 亿元），同比增速分别为-3%、+27%、+13%，根据 2025 年 10 月 29 日收盘价，对应 PE 分别 15、12、11 倍。我们看好公司未来成长性，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动；宏观需求恢复不及预期；项目投产进度延后；新材料推广不及预期。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：周少玟）

华能国际（600011）：2025 年三季报点评：业绩超预期，盈利持续修复，看好 AI 带动下全社会用电量需求增长

投资要点 事件：公司发布 2025 年三季报，公司实现营业收入 1729.75 亿元，同比-6.2%；实现归母净利润 148.41 亿元，同比+42.5%。单 Q3 看，实现营业收入 609.43 亿元，同比-7.1%；实现归母净利润 55.79 亿元，同比+88.5%，单季度盈利持续修复，超市场预期。

2025 前三季度受益于燃煤成本下降，燃煤板块利润总额+102%，超市场预期；2025 年前三季度分板块利润总额看：燃煤板块实现 132.68 亿元，同比+102%；燃机板块实现 8.84 亿元，同比+3%；风电实现 46.30 亿元，同比-11%；光伏实现 33.07 亿元，同比+36%；水电实现 0.90 亿元，同比-24%；生物质实现-0.19 亿元，同比+96%。

2025 年 7 月、8 月连续两月全社会用电量破万亿千瓦时，创历史新高。2025 年前三季度，全国全社会用电量 7.77 万亿千瓦时，同比增长 4.6%，7、8 月全社会用电量连续突破万亿千瓦时，创历史新高。截至 9 月底，全国全口径发电装机容量 37.2 亿千瓦，同比增长 17.5%；其中，非化石能源发电装机占总装机容量比重达到 60.8%，电力行业绿色低碳转型成效显著。煤电在装机容量仍在增长的情况下，全口径发电量同比降低 2.4%，积极稳妥地向系统调节性电源转变。全口径风电和太阳能合计发电量同比增长 27.9%，占总发电量比重为 22.3%，比上年同期提高 4.1 个百分点。前三季度，火电、水电发电量同比下降，风电和太阳能贡献了几乎全部的发电增量，充分体现了风光发电对火电等传统发电方式的替代效应。

2025 前三季度上网电价-3.5%，上网电量-2.8%，平均利用小时-178 小时；公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 478.71 元/兆瓦时，同比-3.5%；完成上网电量 3,314.51 亿千瓦时，同比-2.9%。市场化交易电量比例为 85.00%，比去年同期下降 2.06 个百分点。

关注火电行业资本开支下行期间现金流、ROE、分红率改善的可能：火电行业进入“控容减量”周期，资本开支下行，分红率长维度提高确定性高，煤价下行周期背景下，行业资产质量、现金流、ROE 均有望显著改善。

盈利预测与投资评级：基于动力煤的价格判断和电价调整预期，我们维持预计 2025-2027 年归母净利润预测为 137.8/160.2/175.3 亿元，对应 PE 为 9/8/7 倍，我们看好火电行业资本开支下行期间现金流、ROE、分红率改善的可能，维持“买入”评级。

风险提示：并购进度不及预期的风险，电力需求超预期下降的风险，减值风险等

（证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉）

财通证券（601108）：2025 年三季报点评：Q3 净利润同比增速超 70%，经纪、自营收入增势显著

投资要点 事件：财通证券发布 2025 年三季报。公司 2025 年前三季度实现营业收入 50.6 亿元，同比+14.0%；归母净利润 20.4 亿元，

同比+38.4%；对应 EPS 0.44 元，ROE 5.5%，同比+1.3pct。第三季度实现营业收入 21.0 亿元，同比+48.6%，环比+11.3%；归母净利润 9.5 亿元，同比+75.1%，环比+20.3%。

Q3 经纪业务收入大幅增长：1) 25Q1~3 公司经纪业务收入 13.9 亿元，同比+66.3%，占营业收入比重 27.4%。25Q1~3 全市场日均股基交易额 18723 亿元，同比+108.6%。25Q3 单季度公司经纪业务收入 5.8 亿元，同比+119.1%。2) 公司两融余额 254 亿元，较年初+20%，市场份额 1.1%，较年初-0.1pct，全市场两融余额 23942 亿元，较年初+28.4%。

股权投行业务延续下滑趋势，债承规模保持稳定：25Q1~3 公司投行业务收入 2.8 亿元，同比-29.2%。其中 Q3 单季度投行业务收入 0.6 亿元，同比-48.1%。1) 股权业务：股权主承销规模 7.0 亿元，排名第 39，同比-50.8%；其中 IPO 未有发行；再融资 1 家，承销规模 7 亿元。截至 25Q3，公司未有 IPO 储备项目。2) 债券业务：债券主承销规模 854 亿元，排名第 23，同比+1.8%；其中公司债、ABS、金融债承销规模分别为 518 亿元、240 亿元、81 亿元。

资管业务收入同比下滑，财通基金管理规模环比提升：25Q1~3 公司资管业务收入 9.6 亿元，同比-18.9%，其中 25Q3 单季度资管业务收入 3.5 亿元，同比-1.5%。截至 2025H1，公司资产管理规模 2965 亿元，同比+3.6%。截至 25Q3 末，财通基金管理规模 897 亿元，环比 Q2 提升 20%，排名行业第 66 位。

Q3 自营收益同比高增：25Q1~3 公司投资收益(含公允价值)14.8 亿元，同比+25.3%；Q3 单季度调整后投资净收益(含公允价值、汇兑损益、其他综合收益)5.7 亿元，同比+123.6%。

盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年前三季度经营情况，我们上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 27.61/29.44/31.27 亿元(前值分别为 24.94/26.59/27.91 亿元)，对应同比增速分别为 18.02%/6.62%/6.21%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 1.06x/1.01x/0.96x。公司财富管理转型成效显著，资产管理业务特点鲜明，维持“买入”评级。

风险提示：1) 证券市场系统性风险；2) 行业竞争加剧。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：罗宇康)

天奇股份(002009)：汽车智能装备领先制造商，牵手人形机器人龙头打造新增长曲线

投资要点 主业经营稳健，携手人形龙头切入机器人赛道 天奇股份成立于 1984 年，并于 2004 年于深交所成功上市。公司目前处于业务转型阶段，聚焦于智能装备业务、锂电池循环业务、机器人业务三大方向。2025H1 公司实现营收 12.47 亿元，同比减少 4.92%；实现归母净利润为 0.56 亿元，同比增加 171.11%。2020 年公司切入工业机器人赛道，2023 年携手优必选切入人形机器人赛道，2025 年公司与银河通用签署合作协议，重点布局人形机器人大模型与数采方向。智能装备业务稳中有进，锂电池回收业务企稳回暖 公司深度布局汽车装备领域，海外业务营收及利润贡献大幅提升，25H1 在手订单 13.2 亿元，其中海外项目占比达 54%。公司加速履约比亚迪印尼项目、宝马墨西哥项目、沃尔沃斯洛伐克项目等重要海外项目；国内业务稳定发展，蔚来汽车项目、吉利汽车项目、大众汽车项目等项目持续交付；实现国内外双轮驱动发展。

公司锂电池循环业务持续构建国内及海外锂电池循环产业联盟，但目前锂电循环湿法冶炼环节全行业产能利用率处于低位下行状态，随着回收材料的价格企稳回升，锂电池循环业务渐进筑底，25H1 收入占比为 11%，毛利率也转正达到 0.79%，公司有望逐步扭亏为盈。

牵手人形机器人龙头企业，提供工业制造场景的应用解决方案 天奇股份持续深化具身智能机器人业务布局，联合银河通用、优必选科技等行业领军企业协同创新，

为客户提供包括轮式、双足等多品类机器人产品在工业制造场景的应用解决方案。2025H1，公司与全球汽车安全系统龙头企业伟速达（中国）签订人形机器人工业场景应用协议，围绕人形机器人在汽车零部件制造场景的应用展开深度合作，联合打造汽车零部件领域“全流程人形机器人柔性产线”示范项目。25 年公司已投建无锡市具身智能机器人工业数据采集与实训中心项目，拟通过真实环境模拟和训练，提升 AI 系统对复杂环境的适应能力，实现机器人“场景-数据-模型-应用”闭环，未来公司在数据采集上的优势将进一步扩大。

盈利预测与投资评级：我们预测公司 25-27 年归母净利润为 1.1/2.4/3.3 亿元，对应 PE 分别为 58/27/20 倍。考虑到公司已与人形机器人行业龙头签订合作协议，未来人形机器人业务有望快速发展，首次覆盖给予公司“增持”评级。风险提示：智能装备业务进展不及预期、锂电池回收业务修复不及预期、人形机器人业务进展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天 研究助理：陶泽）

爱柯迪（600933）：2025 年三季度报告点评：25Q3 业绩稳中向上，毛利率实现同/环比提升

投资要点 事件：公司发布 2025 年三季度报告。2025 年 Q1-Q3，公司实现营收 53.10 亿元，同比+6.75%；归母净利润为 8.95 亿元，同比+20.70%；扣非归母净利润为 8.49 亿元，同比+24.74%。其中，2025Q3 营收 18.6 亿元，同/环比分别+7.86%/+4.28%；25Q3 归母净利润为 3.22 亿元，同/环比分别+10.36%/+2.04%；25Q3 扣非归母净利润为 2.97 亿元，同/环比分别+12.8%/-6.39%。

盈利能力方面：2025Q1-Q3 公司毛利率为 30.42%，同比+1.38pct；归母净利率为 16.86%，同比+1.95pct。其中，25Q3 毛利率为 32.59%，同/环比分别+2.84/+2.85pct；25Q3 归母净利率为 17.32%，同/环比分别+0.39/-0.38pct。

销/管/研费用管控强：25Q3 期间费用率为 12.1%，同/环比分别+0.5/+4.42pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.62%/5.56%/4.84%/1.08%，同比分别-0.56/-1.21/-0.64/+2.90pct。

卓尔博收购持续推进，子公司申请新三板挂牌：1）上交所并购重组委员会于 8 月 25 日审核卓尔博并购事宜。卓尔博 2025-2027 年承诺实现净利润数不低于 1.415 亿元、1.569 亿元、1.741 亿元，三年累计承诺的净利润数为不低于 4.725 亿元；2）控股子公司富乐精密拟申请新三板挂牌（爱柯迪持股 65.54%），有利于增加公司资产流动性。

海外产能落地，镁合金+机器人业务双拓展。1）墨西哥二期工厂于 25H1 投产，马来西亚铝铸件生产工厂启动建设，未来公司将进一步完善欧洲产能布局，持续提升公司国际化竞争力；2）镁合金方面，在当前镁合金结构应用趋势增加的背景下，公司着力拓展镁合金压铸工艺技术研发，并以此切入汽车轻量化和人形机器人板块；3）机器人方面，公司全资子公司瞬动机器人负责公司在机器人领域的零部件、可穿戴终端产品的研发、制造和销售。未来，镁合金和机器人业务将为公司长期发展输入新动能。

盈利预测与投资评级：我们维持对公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.90 亿元、14.86 亿元、17.78 亿元的预测，当前市值对应市盈率分别为 20 倍、16 倍、13 倍，我们维持对公司“买入”的评级。

风险提示：下游乘用车销量不及预期；铝压铸行业竞争加剧超预期；铝合金原材料价格上涨超预期；产能爬坡不达预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

阳光电源（300274）：2025 年三季报点评：储能发货高增盈利向好，AIDC 布局持续推进

投资要点 事件：公司 25 年 Q1-3 营收 664 亿元，同比+32.9%，归母净利润 118.8 亿元，同比+56.3%，扣非净利润 114.9 亿元，同比

+55.6%，毛利率 34.9%，同比+3.6pct，归母净利率 17.9%，同比+2.7pct；其中 25 年 Q3 营收 228.7 亿元，同环比+20.8%/-6.6%，归母净利润 41.5 亿元，同环比+57%/+6.1%，扣非净利润 39.9 亿元，同环比+59.8%/+4.5%，毛利率 35.9%，同环比+6.4/+2.1pct，归母净利率 18.1%，同环比+4.2/+2.2pct。费用率维持稳定，现金流大幅改善：公司 25 年 Q1-3 期间费用 78.3 亿元，同比+24.5%，费用率 11.8%，同比-0.8pct，其中 Q3 期间费用 29.2 亿元，同环比+26.5%/+2%，费用率 12.8%，同环比+0.6/+1.1pct。25 年 Q1-3 经营性净现金流 99.1 亿元，同比+1133.1%，其中 Q3 经营性现金流 64.8 亿元，同环比+90.1%/+294.1%。25 年 Q3 末存货 299.3 亿元，较年初+3.1%。布局 AIDC 打造第三增长曲线：公司把握 AIDC 快速发展机遇，依托电力电子技术优势，设立相关事业部开展 AIDC 电源业务，争取明年推出产品，有望打造第三增长曲线。盈利预测与投资评级：考虑公司毛利率表现优异，我们上调 25~27 年盈利预测，预计 25~27 年归母净利润分别为 143/172/193 亿元（前值为 140/162/179 亿元），同比增长 29.9%/20.1%/12.1%，对应 PE 为 27.7/23.1/20.6x，考虑公司逆变器、储能业务毛利率表现较好，全球储能出货继续高增，盈利能力维持高位，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男 证券分析师：胡隽颖）

三七互娱（002555）：2025 年三季报点评：业绩超预期，关注新品上线进展

投资要点 事件：公司发布 2025 年第三季度财报。2025 年前三季度公司实现营业收入 124.6 亿元，同比-6.6%，归母净利润 23.4 亿元，同比+23.6%，扣非归母净利润 22.6 亿元，同比+20.4%。2025 年第三季度公司实现营业收入 39.8 亿元，同比-3.2%，环比-6.3%；归母净利润 9.4 亿元，同比+49.2%，环比+11.0%；扣非归母净利润 8.7 亿元，同比+45.0%，环比+2.6%；销售费用率 49.8%，同比-8.0pct。公司业绩超市场预期。

长线运营精细化深耕，多元产品储备丰富。2025Q3 公司归母净利润及扣非归母净利润环比大幅增长，我们认为主要得益于公司运营效率提升及产品步入成熟期买量费用缩减。《寻道大千》等存量游戏通过 IP 联动、内容更新与活动常态化延长生命周期。2025 年以来，公司上线《时光大爆炸》《英雄没有闪》《斗罗大陆·猎魂世界》等多款新游表现出色，带动收入结构优化。公司持续深化精品游戏研发与长线运营，通过“自研+代理”模式构建多元化产品矩阵，已在 MMORPG、SLG、卡牌、模拟经营等品类储备二十余款优质产品，覆盖西方魔幻、东方玄幻、三国、现代、古风等多样题材。公司储备产品题材类型广泛，积极关注产品测试、版本号、上线定档进度，看好新游陆续上线贡献业绩增量。

AI 全链路赋能，助力提质降本增效。公司已构建以 AI 能力底座为核心、涵盖智能化产品层与业务应用层的 AI 架构，形成游戏研运全链路 AI 赋能体系：自研行业大模型“小七”已覆盖市场分析、产品立项、美术设计、开发辅助、广告投放、运营分析、智能客服、通用办公等业务领域。AI 全链路赋能游戏研运，截至 2025H1 公司发行环节使用 AI 技术辅助生成的 2D 美术资产占比已超过 80%，AI-3D 辅助资产生成占比超过 30%，AI 深度参与生成的游戏广告素材视频占比超 70%，AI 辅助生成代码提效 30%，AI 帮助广告投放工作提效 70%；公司旗下全部游戏都已接入 AI 智能客服，AI 本地化翻译已覆盖旗下 85% 的海外游戏，覆盖 18 个语种，准确率高达 95%。玩法侧，公司积极探索“AI+游戏”技术，尝试打造“千人千面”游戏体验。看好公司继续推进 AI 全链路赋能，持续提质降本增

效。盈利预测与投资评级：考虑到公司费用管控见效逐步释放利润，我们上修盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 38.5/33.3/34.3 亿元（前值为 28.6/30.9/31.9 亿元），对应当前股价 PE 分别为 12/14/14 倍。我们看好公司老游利润释放，新游储备丰富，同时高额分红回报股东，维持“买入”评级。风险提示：新游表现不及预期，买量竞争加剧，行业监管风险

（证券分析师：张良卫）

航天电子（600879）：2025 年三季报点评：有望迎来“收入确认+现金流+估值”的三重弹性共振

事件：公司发布 2025 年三季报。公司 2025 年前三季度实现营业收入 88.35 亿元，同比去年-4.32%；归母净利润 2.09 亿元，同比去年-62.77%。

投资要点 盈利质量承压但结构基本稳健，费用优化初显成效。截至 2025 年前三季度，航天电子实现营业总收入 88.35 亿元，同比下降 4.32%；归属于母公司股东的净利润为 2.09 亿元，同比下滑 62.77%。业绩下滑主要受行业需求阶段性放缓及高基数效应影响，但公司通过成本管控部分对冲了收入压力。销售毛利率为 19.01%，较去年同期的 22.80%有所下降，主因原材料成本波动及产品结构变化；销售净利率为 2.17%，同比显著回落，反映出盈利弹性受限。费用端表现积极：销售费用 1.34 亿元，管理费用 7.96 亿元，研发费用 4.24 亿元，三项费用合计明显压缩，显示公司在收入承压背景下主动优化运营效率。尽管净利润短期波动较大，但扣非归母净利润 1.70 亿元，同比仅下降 15.17%，显著优于整体净利润降幅，表明核心业务盈利仍具韧性，利润结构未出现根本性恶化，具备一定可持续性。

资产负债结构总体稳健，资产质量与回款能力保持良好。截至 2025 年三季度末，公司资产负债率为 49.99%，较去年同期的 47.11%略有上升，但仍处于合理区间，整体杠杆水平可控。有息负债方面，短期借款 48.11 亿元、长期借款 2.93 亿元、一年内到期的非流动负债 0.60 亿元，合计约 51.64 亿元，虽短期借款同比大幅增长 32.41%，但主要系经营性融资需求增加，未显著推高财务风险。应收账款为 105.17 亿元，同比增长 25.20%，略快于收入降幅，但结合合同负债 19.64 亿元来看，公司在手订单充足，未来收入能见度较高。信用减值损失为-0.05 亿元，计提审慎，坏账风险可控。存货 225.11 亿元，同比增长 5.68%，增幅温和，未出现异常囤积，与在建工程 9.80 亿元及固定资产 39.83 亿元共同表明公司资本开支趋于理性，产能扩张节奏稳健，资产质量整体健康。现金流表现弱于利润但趋势改善，自由现金流支撑运营韧性。2025 年前三季度，公司经营活动现金流量净额为-32.33 亿元，虽仍为净流出，但同比改善 15.44%，反映回款效率边际提升。自由现金流为-36.24 亿元，若剔除季节性因素及大额预付影响，企业内生造血能力正在修复，结合期末现金余额 25.93 亿元，短期流动性风险可控，业绩真实性具备现金流基础支撑。

盈利预测与投资评级：公司业绩相对承压，我们维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 5.82/7.89/8.98 亿元，对应 PE 分别为 64/47/42 倍，维持“买入”评级。风险提示：1）战略风险；2）宏观经济波动风险；3）行业竞争风险；4）采购与供应链管理风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰）

中直股份（600038）：2025 年三季报点评：收入短期承压但利润结构优化、现金流改善、订单能见度提升

事件：公司发布 2025 年三季报。公司 2025 年前三季度实现营业收入 150.47 亿元，同比去年-13.02%；归母净利润 3.73 亿元，同比去年

+4.32%。投资要点 盈利质量总体稳健，利润结构持续优化但面临短期压力。截至 2025 年前三季度，中直股份实现营业总收入 150.47 亿元，同比下降 13.02%；归属于母公司股东的净利润为 3.73 亿元，同比增长 4.32%，展现出在收入承压背景下利润端的韧性。业绩分化主要源于高毛利业务占比提升及成本管控见效，尽管营收下滑，但净利润逆势增长。公司销售毛利率为 7.75%，同比下降 0.85 个百分点，销售净利率为 2.17%，同比微升 0.15 个百分点，反映出盈利效率的小幅改善。费用结构方面，销售费用 0.85 亿元、管理费用 6.88 亿元均显著压缩，体现控费成效；而研发费用达 3.23 亿元，同比大增 72.17%，显示公司正加大技术投入以夯实长期竞争力。整体来看，利润虽规模有限，但结构更趋健康。资产负债结构总体稳健，运营效率与资产质量保持良好水平。截至 2025 年三季度末，公司资产负债率为 67.23%，较去年同期的 69.08%略有下降，整体杠杆水平可控。有息负债方面，短期借款 29.46 亿元、长期借款 16.95 亿元、一年内到期非流动负债 0.52 亿元，合计约 46.93 亿元，较 2024 年同期有所下降，偿债压力边际缓解。应收账款为 112.91 亿元，同比增速显著放缓，叠加信用减值损失仅 0.62 亿元，表明回款管理趋严、坏账风险可控。存货 167.93 亿元，同比微降 1.10%，在营收下滑背景下库存未明显积压，周转效率相对稳定。值得关注的是，合同负债达 59.03 亿元，同比增长 32.77%，预示未来订单交付与收入确认具备较强能见度。现金流表现有所改善，盈利变现能力与自由现金流状况边际向好。2025 年前三季度，公司经营活动现金流量净额为-90.24 亿元，虽仍为净流出，但同比改善 21.21%，亏损幅度收窄，主要得益于销售回款显著增强——销售商品、提供劳务收到的现金达 93.41 亿元，同比大增 216.59%，收入“含现量”从 17.05%跃升至 62.08%，盈利质量明显提升。利润现金含量为-27.68，虽为负值，但系行业特性及大额预付款项影响所致，结合应收账款与存货变动趋于平稳，现金流压力正在缓解。自由现金流为-94.04 亿元，若剔除季节性因素及军工行业结算特点，整体现金流匹配性正逐步改善，为后续业绩释放奠定基础。盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 6.22/6.97/7.66 亿元，对应 PE 分别为 48/43/39 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 产品质量与安全生产风险；2) 原材料短缺及价格波动风险；3) 订单及产品结构性调整风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

航天电器 (002025): 2025 年三季报点评：由军品复苏驱动、向高端民用延伸

事件：公司发布 2025 年三季报。公司 2025 年前三季度实现营业收入 43.49 亿元，同比去年+8.87%；归母净利润 1.46 亿元，同比去年-64.53%。投资要点 盈利下滑只是规模扩张与价格策略的过渡代价，费用收敛及新品爬坡有望修复利润。2025 年前三季度，公司营收 43.49 亿元，同比由去年的-23.22%转为+8.87%，归母净利 1.46 亿元，降幅虽仍达-64.53%，但环比二季度已收窄 13 个百分点，显示订单回升与高端连接器放量初见成效。毛利率 31.06%，较去年高基数回落 13.3 个百分点，主因阶段性降价抢单及新品良率爬坡；净利率 4.13%同步下滑，但较上半年回升 1.2 个百分点，盈利拐点隐现。费用端继续向研发倾斜，研发费用 4.79 亿元，占比 11.0%，同比下降 7.8%，主要因部分国家项目验收节点延后，费用确认节奏放缓；销售费用 0.93 亿元、管理费用 4.09 亿元，分别下降 21.97%和 11.19%。资产负

债结构总体稳健，但应收账款与存货双高反映运营效率承压。截至2025年三季度末资产负债率37.88%，仅较去年上升2.4个百分点，杠杆仍处安全区；有息负债合计1.16亿元，不足总资产的1%，货币资金15.79亿元对其覆盖率达13.6倍。应收账款50.65亿元，同比增加4.57%，但增速低于营收，回款周期由上半年的218天降至192天，军品集中交付后的结算高峰正在消化。公司计提信用减值损失-1.76亿元，占应收账款3.5%，比例与行业持平，风险拨备充分。存货24.77亿元，增长37.86%，其中70%为订单式在产品和发出商品，配套下游卫星互联网急单，潜在跌价风险低；合同负债1.32亿元，增长52.35%，预示四季度收入能见度提升。经营现金流表现良好，现金循环已踏上回升轨道。2025年前三季度经营现金流净额-8.00亿元，同比多亏3.23亿元，但三季度单季已收窄至-0.85亿元，环比改善60%，利润现金含量由年中的-9.2倍回升至-4.5倍，回款加速迹象明显。应收增加3.22亿元、存货增加6.80亿元，是拖累现金流的主因，两者均与军品结算及备料节奏相关，具备订单支撑。自由现金流-10.68亿元，环比收窄2.10亿元，随着四季度军品集中结算及预收款释放，全年有望进一步回补。盈利预测与投资评级：公司业绩相对承压，我们降低先前的预测，预计公司2025-2027年的归母净利润分别为2.69/2.98/3.09亿元，前值4.18/7.14/8.69亿元，对应PE分别为76/69/66倍，维持“买入”评级。风险提示：1）宏观经济波动风险；2）市场或业务经营风险；3）管理风险；4）应收账款增加的风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰）

凯德石英（920179）：2025年三季报点评：业绩略不及预期，半导体高端产品占比提升

事件：公司发布2025年三季报，2025年前三季度实现营收2.22亿元，同比下降4.22%；实现归母净利润2224.09万元，同比减少24.57%。

投资要点 公司2025年Q3营收略不及预期，至净利润下滑：2025年前三季度营收2.22亿元，较去年同期有所下降；公司2025年前三季度归母净利润2224.09万元，同比减少24.57%。单季度看，公司2025年Q3营收6454.98万元，同比下降14.19%，归母净利润496.60万元，同比下降49.20%。

半导体石英制品赛道需求旺盛，高端化升级打开增长空间。随着全球芯片制程向先进工艺推进，对石英制品的精度、纯度要求持续提升，带动高端产品市场扩容。2025年全球半导体石英制品市场规模预计突破百亿美元，中国贡献超40%的产能。半导体、光伏和光学领域成为核心增长极。政策端，国内半导体产业自主可控趋势明确，晶圆厂建设加速落地，为本土石英制品企业提供替代机遇；需求端，磷化铟、砷化镓等化合物半导体在光模块、射频器件等领域的应用拓展，进一步丰富石英制品的应用场景。石英制品行业将迎来技术迭代与需求扩张的双重驱动。

聚焦石英玻璃制品赛道，新建产能即将释放：公司作为国内半导体石英制品领域核心企业，在客户合作方面取得显著优势。在晶圆制造领域，深度绑定中芯国际、华虹半导体等头部晶圆厂，在半导体领域，与通美晶体有稳定合作关系。其子公司凯德芯贝积极推进其半导体精密配件研发生产基地建设项目，预计2025年投产后将新增12英寸石英钟罩、立式舟等高端产品产能，可覆盖先进制程客户需求。2024年凯芯新工厂已取得ISO9001质量管理体系认证，目前中微公司、北方华创等设备商已经完成现场审核，待批量供货后有望实现毛利率提升。提高高端产品占比，产品结构转型升级。随着公司越来越多半导体高端石英制品通过下游客户认证，公司12英寸半导体石英制品订单将逐步放量，

目前已经在中芯国际有正式订单。公司将在保持 6 英寸及以下产品生产线的同时提高高端石英产品占比，推动公司产业结构调整 and 升级。半导体业务中 8-12 英寸高端产品占比有望逐渐提高。盈利预测与投资评级：考虑到公司营收波动及管理费用的上升，我们略下调公司 2025-2027 年营收预测至 3.38/3.90/4.40 亿元（前值 3.45/3.98/4.50 亿元），归母净利润预测至 0.34/0.52/0.66 亿元（前值 0.43/0.55/0.70 亿元），对应 PE 分别 88/57/45 倍。考虑到公司后期费用端影响将逐步减弱，且公司所在赛道前景广阔，国产替代确定性强，维持“买入”评级。风险提示：1) 下游行业波动风险；2) 原材料价格波动风险；3) 应收账款发生坏账风险；4) 存货跌价风险；5) 关联销售占比较高的风险。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申 证券分析师：余慧勇 证券分析师：薛路熹 研究助理：武阿兰 研究助理：陈哲晓）

铂力特（688333）：2025 年三季报点评：现金流承压是短期“阵痛”，有望迎来盈利与现金流的同步拐点

事件：公司发布 2025 年三季报。公司 2025 年前三季度实现营业收入 11.61 亿元，同比去年 46.47%；归母净利润 1.56 亿元，同比去年 234.83%。投资要点 盈利质量显著改善，利润结构趋于健康。截至 2025 年前三季度，铂力特实现营业总收入 11.61 亿元，同比增长 46.47%；归母净利润达 1.56 亿元，同比大幅增长 234.83%，扣除非经常性损益后的净利润为 1.09 亿元，同比激增 1966.73%，表明核心业务盈利能力显著增强。业绩高增长主要受益于公司主营业务规模扩张及运营效率提升。销售毛利率为 43.48%，较上年同期的 40.65% 有所提升，反映产品组合优化及成本效率提升；销售净利率达 13.42%，较去年同期的 5.87% 明显改善，显示盈利转化能力增强。费用端方面，销售费用同比增长 51.31% 至 0.90 亿元，与收入扩张节奏匹配；管理费用同比下降 22.13% 至 0.74 亿元，体现管理效率优化；研发费用 1.83 亿元，基本持平，持续高强度投入彰显技术壁垒。资产结构稳健扩张，负债水平可控，运营效率持续优化。截至 2025 年三季度末，公司资产负债率为 42.68%，虽较上年同期的 30.49% 有所上升，但仍处于合理区间，反映公司在扩大经营规模的同时保持了审慎的财务杠杆。有息负债方面，短期借款 9.39 亿元、长期借款 6.05 亿元、一年内到期的非流动负债 0.56 亿元，合计约 16.00 亿元，融资主要用于产能建设，结构合理。应收账款 12.80 亿元，同比增长 33.31%，略低于营收增速，回款能力总体良好。在建工程 12.05 亿元、固定资产 21.11 亿元，分别同比增长 34.47% 和 70.72%，显示公司正积极推进产能扩张，为长期增长奠定基础。现金流表现改善，盈利质量与资本开支节奏匹配良好。2025 年前三季度，公司经营活动现金流量净额为 -2.07 亿元，虽仍为净流出，但同比收窄 11.60%，较去年明显改善。结合净利润 1.56 亿元，利润现金含量为 -1.33，短期承压主要受应收账款与存货增加影响，但随着合同负债增长及回款改善，后续有望转正。销售商品、提供劳务收到的现金为 8.40 亿元，占营业收入比重达 72.38%，收入“含现量”处于合理水平。自由现金流为 -10.17 亿元，虽为负值，但属成长型企业典型特征，整体现金流结构与公司扩张战略高度匹配，趋势向好。盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 2.38/3.55/4.41 亿元，对应 PE 分别为 90/60/49 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 客户集中度较高及主要客户依赖的风险；2) 丧失核心竞争力风险；3) 军品定价方式对公司盈利造成波动的风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正
泰)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>