

晨会纪要

数据日期: 2025-10-29	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	4016.33	13691.38	4747.83	14575.49	3987.65	1489.12
涨跌幅度(%)	0.70	1.94	1.19	1.20	1.77	1.18
成交金额(亿元)	9682.15	12878.14	6458.98	4348.39	6166.45	861.54

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观专题: 宏观经济专题研究-旧尺子量不出新经济
固定收益投资策略: 2025年11月转债市场研判及“十强转债”组合
固定收益专题研究: 公募基金三季度转债持仓分析-公募转债持仓规模大增, 绩优产品8月末减转债加股票
策略专题: AI赋能资产配置(十九)-机构AI+投资的实战创新之路

行业与公司

海外市场专题: 海外策略笔记-黄金4400: 对美元霸权发起的首次挑战
新和成(002001.SZ) 财报点评: 液体蛋氨酸顺利投产, 三季度业绩韧性十足
云图控股(002539.SZ) 财报点评: 短期业绩承压, 长期发展向好
金发科技(600143.SH) 财报点评: 产品结构不断优化, 三季度业绩同比高增
艾为电子(688798.SH) 财报点评: 三季度收入同环比增长, 净利率继续提高
思瑞浦(688536.SH) 财报点评: 三季度收入创季度新高, 净利率持续提高
北京人力(600861.SH) 财报点评: 经营效能持续改善, 业绩承诺稳步推进
黄山旅游(600054.SH) 财报点评: 主动优化门票政策实现量价稳增, 关注核心景区扩容后增量释放
新东方-S(09901.HK) 海外公司财报点评: 经调经营利润率提升, K12业务展望积极, 更新股东回报计划
长白山(603099.SH) 财报点评: 暑期旺季利润增长19%, 交通优化有望打开冰雪季客流渗透
中国银行(601988.SH) 财报点评: 净息差企稳, 业绩持续改善
瑞丰银行(601528.SH) 财报点评: 规模降速, 净息差走阔
成都银行(601838.SH) 财报点评: 规模保持较快扩张, 营收利润双稳健
中煤能源(601898.SH) 财报点评: 煤炭、煤化工业务齐改善, 业绩显著修复
晋控煤业(601001.SH) 财报点评: Q3 煤价调整滞后、成本微增, 期待Q4业绩继续改善
三全食品(002216.SZ) 财报点评: 收入端降幅收窄, 主动控费提效
海天味业(603288.SH) 财报点评: 增速阶段性放缓, 改革红利持续释放
安井食品(603345.SH) 财报点评: 拥抱商超定制成效初显, 加码冷冻烘焙赛道

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 10月30日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	26346.14	-0.33

基金指数 10月30日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3275.34	0.05
股票基金指数	12665.83	-0.48
混合基金指数	11810.74	-0.41

汇率 10月30日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.16	-0.45
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.77	0.02
美元兑日元	152.73	0.42

非流通股解禁 10月30日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
国信证券	47358.75	100.00	2025-08-14
西南证券	33000.00	100.00	2025-07-22
鹏欣资源	22026.56	100.00	2025-06-12
内蒙一机	412.50	82.58	2025-06-03
华电重工	408.34	100.00	2025-06-02
宁波银行	7581.90	95.06	2025-05-16
新点软件	15651.92	100.00	2025-05-16
华兰股份	3782.78	100.00	2025-04-30

立高食品(300973.SZ) 财报点评:稀奶油维持较好增长,盈利水平稳健
青岛啤酒(600600.SH) 财报点评:2025 年三季度收入增速放缓,产品结构延续提升
盐津铺子(002847.SZ) 财报点评:渠道策略调整致三季度收入增速放缓,盈利能力较快提升
东方电缆(603606.SH) 财报点评:重点项目交付提振业绩,订单结构持续升级
菜百股份(605599.SH) 财报点评:三季度利润加速增长,门店网络加密扩张
华测检测(300012.SZ) 财报点评:单三季度归母净利润同比增长 11.24%,国际化战略加速推进
杰瑞股份(002353.SZ) 财报点评:前三季度收入同比增长 29%,海外业务加速扩张
豪迈科技(002595.SZ) 财报点评:单三季度归母净利润同比增长 29%,发展态势持续向好
东方雨虹(002271.SZ) 财报点评:Q3 单季收入同比转正,转型调整成果有望逐步显现
华新水泥(600801.SH) 财报点评:收入同比逆势增长,海外成长持续兑现
塔牌集团(002233.SZ) 财报点评:Q3 水泥量价均有承压,投资浮盈继续贡献业绩
盐湖股份(000792.SZ) 财报点评:三季度业绩环比明显增长,4 万吨锂盐项目投料试车
芒果超媒(300413.SZ) 财报点评:广告业务同比向上,关注综艺内容表现
稳健医疗(300888.SZ) 财报点评:第三季度业绩亮眼,收入利润均实现加速增长

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观专题：宏观经济专题研究-旧尺子量不出新经济

三季度我们基于传统生产法构建的月度 GDP 测算值与官方公布值出现模型运行以来罕见的显著偏差，差距达到 0.5 个百分点以上。通过深入分析，我们认为模型“失效”背后，揭示了国民经济统计口径的微妙变化，对判断后续宏观政策调控方向具有显著的指征意义。即：传统以地产、基建投资为抓手的财政“逆周期”模式可能逐步淡出。

关键发现：

（1）建筑业是主要偏差来源。三季度与生产法 GDP 中建筑业相挂钩的基建与房地产开发投资增速大幅下滑，按历史模型本应拖累 GDP 约 0.7 个百分点，但实际拖累仅为 0.13 个百分点。

（2）经济结构已发生深刻变化。数据分析显示，2023 年后基建和房地产开发投资与建筑业 GDP 的相关性显著减弱。

（3）建筑业引擎正在逐渐切换。与房屋更新活动（装修、改造、维护）相关的建筑业占比正快速提升，预计 2025 年已升至约 40%，而传统“首次开发”占比相应明显下降。

启示：“铁公基”时代也许一去不返

三季度月度 GDP 同比“失灵”的测算结果，恰恰印证了我国经济正在经历一场静默的结构转型。随着中央明确城市发展进入“存量提质”新阶段，仅靠跟踪传统基建和房地产开发投资已无法准确判断经济真实走势。我们需要新的“尺子”来丈量这个正在告别“大拆大建”、迈向“精耕细作”的新经济。

与此同时，这一结构性变化也意味着政府宏观调控手段将出现深刻变化。

首先，未来政策重心将从“投资于物”向“投资于人”倾斜，居民财富永远不会“过剩”。

此外，在“投资于物”范畴内，传统基建和房地产开发转向支持城市更新、存量提质及相关服务业发展。财政资金与激励政策会更多向建筑装饰、节能改造、老旧小区改建等“轻量级”建筑活动倾斜，并加快建立能够准确捕捉更新活动贡献的新统计体系。

随着经济发展进入新阶段和新征程，在当前和今后一个时期，唯有与时俱进调整政策工具箱，才能有效引导并支撑我国经济实现从“规模扩张”到“质量提升”的平稳过渡。

风险提示：模型失效，海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

证券分析师： 李智能（S0980516060001）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益投资策略：2025 年 11 月转债市场研判及“十强转债”组合

高价高溢价与频繁赎回掣肘收益空间，波段思维对待转债资产：

10 月权益表现强势，月底四中全会、中美谈判、美联储降息及北美科技大厂财报等重大宏观及中观事件前后落地，上市公司三季报发布完毕，上证指数突破 9 月初以来的横盘区间；11 月起将进入每年最长业绩真空期，从以往季节性规律看，消费电子、汽车零部件等中游制造行业有望受益于估值锚点切换至 2026 年预期 EPS，而年底会议前政策博弈、产业来年招标规划/订单预览/新产品推出等均可能成为期间行情及风格的驱动因素；

转债层面看，10 月下旬转债 ETF 连续流出一月有余后转为小幅流入，显示本轮筹码出清结束，但受大面积个券触发赎回条款、与近期股市大盘风格契合度较低等因素影响，转债指数涨幅不明显，估值略有压缩；当前转债价格中位数回到 130 元上方，整体机会难寻——偏债型方面，截至 2025 年 10 月 27 日，低于 115 元转债仅余 17 只，此外涉及下修博弈个券市场均以乐观情形定价，部分个券临近下修触发计息期即有买入力量博弈，低价型策略容量和收益空间均有限；平衡型转债中不少面临强赎预期，高溢价意味着转债已相当程度上透支正股上涨空间；偏股不赎回品种中绩优“核心票”高价高溢价运行，市场波

动期容易遭遇估值平价双杀；然而权益牛市氛围浓厚，加减仓决策均不易做出；应对方式上，一方面对于资产整体应以波段思维对待，择券时均衡配置各行业为宜，对于平衡型转债应选正股高波能迅速消化转债高溢价的品种，偏股型则应优先关注低溢价标的；

具体板块与择券层面，我们梳理了高赔率、高胜率和适合波段操作的板块与逻辑，根据不同属性资金和账户状态及收益回撤需求做出配置选择：

高胜率（向上空间大）的方向包括：近期产品涨价或国产替代份额突破的锂电（储能 IRR 提升带动装机需求，锂电材料行业出清接近尾声涨价频现）、半导体设备与材料（国产产品实现份额突破）、农药（全球农药周期复苏，下游补库与反内卷推动价格回升）、变压器（行业价格战缓解，AI 基建推升需求）、功率半导体（新能源汽车、充电桩及数据中心变压需求激增，带动功率器件量价齐升）、医疗器械等（院内招标回暖）等；

•高赔率（向下有保护）的方向包括：银行（保险开门红资金配置+布局银行中期分红抢筹行情）、生猪养殖（猪价旺季不旺行业产能出清，龙头提高分红比例）、电力（煤价上行支撑电价）、转债化债（正股下跌时转债仍按转股情形定价，风险收益优于正股）；

中长期逻辑待兑现，适合波段操作，等待产业突破性进展催化行情的板块：人形机器人（T 链商业化在即，国产成果不断）、低空经济（全国招标金额增长企业订单落地，零部件厂适配技术升级）、反内卷（光伏/生猪/瓶片&长丝，协议减产及收储）、创新药（11 月-1 月为 BD 密集落地期+商保目录落地+学界年会等）；

证券分析师：王艺熹（S0980522100006）、吴越（S0980525080001）、赵婧（S0980513080004）

◆ 固定收益专题研究：公募基金三季度转债持仓分析-公募转债持仓规模大增，绩优产品 8 月末减转债加股票

持仓规模及仓位：二级债基、转债基金及 ETF 为增配主力，低价转债数量下降波动率提升，“边缘配置者”离场。在关税暂免、AI 催化不断、海内外流动性宽松预期增强等利好驱动下，权益市场大幅上涨，推动转债平价中枢稳步上移，中证转债指数同步走强。三季度转债市场规模大幅下降 778 亿，但公募基金整体转债持仓规模逆势大幅提高 438 亿元至 3166 亿元。可转债基金资产总值由二季度末的 563.38 亿元大幅增加至三季度末的 678.50 亿元，超过 21Q3 高点。仓位较低的转债“边缘配置者”数量下降，或因浦发等底仓转债转股、低价转债个券数量大幅下降、多数个券价格波动率提升，对回撤要求严格的投资者离场。泛固收+基金中，转债资产占总资产比例大幅下降，与转债市场缩量有关。

行业及个券配置情况方面，三季度资金主要加仓光伏、电池、TMT、有色、医药行业标的，减配大金融及消费板块转债。金融转债普遍被机构减仓，环保及公用事业、钢铁、交运等板块中部分低价品种获增持；TMT 板块获加仓较多，尤其其中半导体、消费电子相关个券；医药转债普遍获增配；汽车转债 Q3 强赎退市的较多，存量个券多数获增配；光伏及电池板块转债仓位大幅提升；生猪养殖龙头企业获增配；有色板块普遍获加仓；化工方面表现分化；消费板块多数遭减配。

各类基金回报情况统计-偏股产品领跑主动型基金，转债基金收益中位数+13%。25Q3 权益市场大幅上涨，偏股型基金表现领跑主动型基金，平均回报+25%。41 只（泛）转债基金净值增长中位数+13%，大幅落后于股票型产品，一方面因转债资产与权益市场占优的大盘成长风格匹配度不高，另一方面大量发行人选择赎回转债，转债投资者未享受到后续正股收益。

绩优产品情况梳理：我们统计了转债占基金资产总值比例大于 40%、基金资产总值大于 1 亿元的产品三季度净值变化情况，78/79 只基金实现正回报，净值增长率中位数为 11.04%，截至 10 月 28 日内净值增长率中位数为 10.4%。其中，三季度回报靠前的两只基金净值分别+28.73%、+27.29%。回报率第一的 A 基金 7 月中旬加仓转债，重仓 TMT 与军工行业偏股和高价个券，8 月底净值与转债指数相关性下降，其重仓的半导体及化工股票在 9 月大幅上涨，带动产品净值在 9 月转债市场调整中创下新高。回报率第二的 B 基金转债配置相对均衡，而股票仓位更集中与半导体设计与制造领域，9 月转债市场调整中该基金净值创出新高。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、赵婧（S0980513080004）、吴越（S0980525080001）

◆ 策略专题:AI 赋能资产配置（十九）-机构 AI+投资的实战创新之路

核心结论：①信息基础重塑：LLM 正将海量非结构化文本转化为可量化的 Alpha 因子，根本上拓展了传统投研的信息边界。②技术路径已验证：从 LLM 的信号提取、DRL 的动态决策到 GNN 的风险建模，AI 赋能资产配置的全链条技术栈已具备现实基础。③未来迈向智能演进：AI 正从辅助工具转向决策中枢，推动资产配置从静态优化迈向动态智能演进，重塑买方的投研与执行逻辑。

AI 技术正从信息基础、决策机制到系统架构三个层面，深度重构资产配置的理论与实践。大语言模型（LLMs）通过深度理解财报、政策等非结构化文本，拓展了传统依赖结构化数据的信息边界；深度强化学习（DRL）则推动决策框架从静态优化转向动态自适应；而图神经网络（GNNs）通过揭示金融网络中的风险传导路径，深化了对系统性风险的认知。

落地应用不依赖单一模型性能，而依赖模块化协作机制。贝莱德 AlphaAgents 的实践揭示了 AI 投研系统的核心形态：通过模型分工，LLM 负责认知与推理（如多智能体辩论），外部 API 与 RAG 提供实时信息支撑，数值优化器完成最终的资产配权计算。这种架构不仅有效缓解了 LLM 的“幻觉”问题，提升了决策稳健性与可解释性，更形成了从信号生成到组合执行的、可复制的技术栈，为构建真正实用的投资 Agent 奠定了坚实基础。

头部机构的竞争已升维至“AI 原生”战略，其核心是构建专有、可信且能驾驭复杂系统的 AI 核心技术栈。摩根大通的案例表明，其战略远非简单应用外部模型，而是围绕“可信 AI 与基础模型”、“模拟与自动化决策”、“物理与另类数据”三大支柱，进行全链条的专有技术布局。其通过将合规性转化为信任护城河、将市场模拟能力转化为战略风洞、将另类数据转化为信息优势，建立起对手难以短期逾越的复合壁垒。

对国内资管机构而言，破局之道在于战略重构与组织变革，走差异化、聚焦式的技术落地路径。国内资管机构应进行顶层设计并寻求差异化破局，而非盲目跟随。关键在于构建务实高效的“人机协同”体系。面对技术与资源差距，国内机构不宜盲目追求“大而全”。技术落地上，优先利用 LLM 挖掘 A 股市场独特的政策与文本 Alpha，并构建以“人类专家为核心、AI 为智能副手”的协同流程；在组织与文化上，必须打破部门壁垒，锻造融通投资与科技的复合型团队，并将风险管控内嵌于 AI 治理全周期，从而将 AI 从概念转化为坚实的核心竞争力。

风险提示：警惕大语言模型内在缺陷与“幻觉”风险；警惕 AI 模型的“黑箱”特性，AI 投资存在潜在的合规与法律风险；文中所提及公司仅做客观事件汇总，不涉及主观投资建议。

证券分析师： 王开（S0980521030001）

行业与公司

◆ 海外市场专题:海外策略笔记-黄金 4400：对美元霸权发起的首次挑战

黄金 4400 是美元霸权“终结的开始”

10 月，黄金上涨至近 4400（美元/盎司，后同），随后回落至 4000 以下。黄金 4400 是一个里程碑价格，意味着黄金总市值与美债总规模基本持平，是黄金首次挑战美债的全球储备货币地位的体现，也是美元霸权“终结的开始”。如果美国财政政策收支平衡不改善，黄金的长线上涨大概率不会止步。长期来看，黄金突破 4400，进而市值超越美债是高确定性事件。

重新认识美债——曾经的全球储备“良币”

在我们的大类资产配置理论——“实质性供应量”体系中，实质性供应量增速决定资产的投资/持有价值。增速越低，资产越稀缺，越有价值。对于一门货币来说，若实质性供应量增速>实际经济增速，它的定位是“流通型货币”；若实质性供应量增速<实际经济增速，它的定位是“价值储藏型货币”。

1970 年代金本位破除后，美元（实质性供应量增速=M2 增速）是流通型货币，美债（实质性供应量增速

=非利息赤字/期初债务规模）是价值储藏型货币。美元与美债共同构建了双轨制的全球储备信用货币系统。随着 2008 年、2020 年美国联邦政府两轮激进的债务扩张，美债两度“稀释”，已失去价值储藏型货币地位。

黄金是仅存的全球性价值储藏型货币，市值追平美债只是开始

黄金的质性供应量（已开采量）增速不足 2%，满足价值储藏型货币定义。2020 年前，黄金和美债共同执行全球性价值储藏型货币的职能。由于美债有一些额外的便利性，因此黄金居于次要地位，总市值低于美债规模；但当美债“稀释”后，黄金成为仅存的全球性价值储藏型货币，开始了对美债的替代。

目前，美债总规模约为 32 万亿美元，黄金的已开采量预计在 2025 年达到 22 万吨，约合 71 亿盎司，用美债总规模÷黄金已开采量，将得到黄金单价为 4400-4500。在里程碑式的价位面前，黄金可能需要时间反复试探，但我们相信黄金的 4400 只是开始，而非终结。

重塑联邦财政纪律几乎是打破黄金逻辑的唯一途径

货币问题的关键在印钞行为上，失去纪律的美国联邦财政让黄金与美债走势分道扬镳，而失去纪律的美联储货币政策加速了这个过程。若要破解黄金的长牛逻辑，重塑财货纪律几乎是唯一解。

美债的实质性供应量增速是非息赤字/债务规模，如果美债要重塑良币地位，那么实质性供应量增速要长期回到 2%以内，可得非息赤字要限制在 6400 亿美元以内，加上约 1.15 万亿美元的利息支出，整体赤字要小于 1.79 万亿美元。目前，市场对美国 2026 年联邦赤字的一致预期是 2.1 万亿美元。也就是说，砍掉约 3100 亿的非息赤字才能打破黄金对美债的替代逻辑。这在当下的美国是难以实现的。

风险提示：美国财政政策的不确定性；美国货币政策的不确定性；美国及全球政经军格局的不确定性；黄金勘探的不确定性。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 新和成(002001.SZ) 财报点评:液体蛋氨酸顺利投产，三季度业绩韧性十足

毛利率提升叠加费用率下降，前三季度公司归母净利润实现稳健增长。2025 年前三季度，公司实现营业收入 166.42 亿元，同比增长 5.45%；实现归母净利润 53.21 亿元，同比增长 33.37%。前三季度公司利润增速超营收增速，盈利能力显著提升，销售毛利率为 45.55%，销售净利率为 31.97%，均保持在较高水平。单季度来看，公司第三季度实现营业收入 55.41 亿元，同比下降 6.66%，环比下降 2.12%；实现归母净利润 17.17 亿元，同比下降 3.80%，环比小幅下降 0.35%。三季度维生素价格大幅回落，而公司液体蛋氨酸与新材料项目预计实现增长，同时公司强化成本费用管控，利润端展现出较强韧性。

蛋氨酸量价齐升，公司生产规模不断扩大。据博亚和讯，截止 2025 年 10 月 28 日，固体蛋氨酸市场价格 2.08 万元/吨，年内涨幅 5.85%。据公司公告，公司与中石化镇海炼化合资合作的 18 万吨/年液体蛋氨酸（折纯）项目已成功产出合格产品，另有 7 万吨/年固体蛋氨酸技改项目在推进，未来公司蛋氨酸的权益产能将达到 46 万吨/年，产能将跃居全球第三。2025 年上半年，子公司山东氨基酸实现营收 37.58 亿元，同比增长 17.24%，净利润 14.38 亿元，同比增长 21.78%，净利润率 38.27%，同比提升 1.43 pcts。总的来说，2024 年以来蛋氨酸行业景气度明显提升，2025 年以来价格持续上涨，同时公司蛋氨酸新产能不断爬坡，为公司业绩增长提供了有力支撑。

VA、VE 价格快速下行，公司盈利相对稳健。巴斯夫的 VA 装置于 2025 年 4 月初复产，VE 也于 5 月中旬恢复投产，截至 2025 年 10 月 28 日，VA、VE 市场价格分别为 63、49.5 元/千克，均已低于 2024 年 7 月巴斯夫事故前水平。上半年公司全资子公司山东新和成精化公司实现营收 20.85 亿元，净利润 12.09 亿元，净利润率 58.00%。整体来看，近期 VA、VE 价格回落，考虑生产成本，以及近期 VA、VE 价格出现不同程度反弹，我们预计后续 VA、VE 价格将逐渐企稳，公司维生素业务预计将保持稳健的盈利水平，对公司整体的盈利水平影响逐渐减小。

风险提示：行业竞争加剧、产品价格下降、新项目投产进度低于预期等。

投资建议：维持“优于大市”评级。公司各项目间产业协同和技术协同效应显著，多项业务经营稳健，考虑到公司各业务板块均有充分挖掘自身技术优势而规划的新项目，我们看好公司长期专注研发而内生的成长潜力。我们维持公司的盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 67.92/72.48/77.37

亿元，当前股价对应 PE 分别为 10.6/9.9/9.3 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、王新航（S0980525080002）

◆ 云图控股(002539.SZ) 财报点评:短期业绩承压，长期发展向好

三季度公司业绩短期承压，主业发展趋势向好。公司三季报显示，2025 年前三季度公司营业收入 158.70 亿元，同比增长 1.10%，归母净利润 6.75 亿元，同比增长 0.86%。毛利率为 12.14%，较去年同期提高 1.50pct，净利率为 4.25%，与去年基本持平。公司第三季度营业收入 44.69 亿元，同比降低 4.73%，归母净利润为 1.64 亿元，同比降低 23.88%。公司扣非归母净利润为 1.68 亿元，同比上升 17.69%，表明公司核心主业经营稳健。公司归母净利润波动主要原因为三季度极端天气导致复合肥施用量暂时下降及纯碱价格下降，公司长期发展向好。

复合肥价格保持高位震荡，销量受极端天气影响略有下降，磷矿石及磷肥出口保持高景气。2025 年三季度国内复合肥价格在保持稳定。体现了下单质肥价格对复合肥价格的支撑。2025 年度三季度末，华北、中部等粮食主产区遭受长时间降雨，秋收及秋播收到了一定程度影响，复合肥销售进度延迟，预计会在四季度释放需求。三季度国内磷矿石价格延续高位持稳态势，行业景气度持续向好。三季度磷酸一铵海内外平均价差分别约 1673 元/吨，叠加三季度出口配额集中释放，出口量价齐升推动磷肥板块业绩提升。

纯碱供需矛盾仍在，价格持续承压。据卓创咨询数据，2025 年三季度轻质纯碱市场均价为 1196 元/吨，同比下降 29.69%，环比下降 8.98%。今年以来商品房销售面积同比负增长，地产需求较为疲软，光伏玻璃行业也面临产能过剩压力，纯碱整体需求增长乏力。由于天然碱开采成本低，且产能投放预期较强，部分落后氨碱法和联碱发企业可能出现亏损。

黄磷三季度行业产量较高，价格预计保持震荡。据卓创咨询数据，2025 年三季度云南省黄磷均价为 19813 元/吨，环比下降 3.81%。2025 年第三季度，我国黄磷产量为 18.89 万吨，同比增长了 25.02%，10 月 27 日，云南省黄磷价格为 19424 元/吨，较与三季度末价格持平。展望四季度，由于进入需求淡季，且库存持续累积，下游主要以消化库存为主，西南电价在四季度预计提升，对黄磷价格形成支撑，黄磷价格预计保持小幅震荡。

投资建议：公司构建了从磷矿资源到氮肥完整产业链，并在积极建设合成氨及磷矿项目，产业链持续完善。鉴于极端天气情况对复合肥销售造成影响且纯碱价格持续下跌。我们下调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.19/12.05/13.60 亿元，（此前 10.01/12.07/13.63 亿元），对应 EPS 分别为 0.76/1.00/1.13 元，（此前为 0.83/1.00/1.13 元），对应当前股价 PE 为 13.4/10.2/9.1。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、董丙旭（S0980524090002）

◆ 金发科技(600143.SH) 财报点评:产品结构不断优化，三季度业绩同比高增

公司产品结构不断优化，三季度归母净利润同比高增 58.04%。金发科技 2025 年前三季度，公司实现营业收入 496.16 亿元，同比增长 22.62%，实现归母净利润 10.65 亿元，同比增长 55.86%。2025 年前三季度公司毛利率为 11.98%；其中第三季度公司营业收入 179.80 亿元，同比增长 5.04%，归母净利润为 4.79 亿元，同比增长 58.04%，毛利率为 12.49%。公司改性塑料产品实现了结构优化与海外业务拓展，新材料产销快速增长，带动业绩快速增长。

改性塑料业务稳定增长，产品结构不断优化，全球化产能布局提速。公司 2025 年三季度改性塑料产品销量为 78.2 万吨，同比增长 15.61%，营收 91.31 亿元，同比增长 7.46%。公司持续优化改性塑料产品结构及加强板块协同改性塑料在汽车、电子电工及新能源等高增长领域的市场份额稳步提升，实现销量与毛利同步增长；同时，海外业务规模持续扩大，海外市场销售呈现强劲增长态势。

绿色石化板块专注合成改性一体化建设，优化产品结构，降低生产成本。公司 2025 年三季度产品销量 46.1 万吨，同比减少 2.78%，营业收入 31.29 亿元，同比减少 11.78%。石化产品目前处于周期底部，产品价格较低。公司持续推进绿色石化与改性塑料板块上下游一体化建设，提高产品附加值与竞争力。未

来随着产业链一体化的完善及产品牌号的丰富，石化板块有望大幅减亏。

公司新材料业务实现销量、毛利快速增长。2025 年三季度，公司新材料板块产成品销量 7.23 万吨，同比增长 9.05%。营业收入 10.78 亿元，同比增长 10.45%。特种工程塑料凭借技术优势，持续扩大在高频通信、AI 设备等高端应用市场的份额；突破生物降解塑料在工业级增材制造与高端食品包装等领域的应用瓶颈。

医疗健康板块公司积极开拓市场，实现减亏。公司手套生产线利用率逐步提升，单位费用率得到优化，明年将持续进行技改，进一步降低成本。随着未来能源价格的下降及产品价格的提升，医疗健康板块经营有望向好。

风险提示：原材料成本上涨、新产品放量及市场推广的风险、技术被赶超或替代的风险、新项目建设及产业化进度不及预期、汇兑风险等风险。

投资建议：我们认为，公司行业龙头地位稳固，改性塑料及新材料板块稳定增长，新应用、新产品不断出现。绿色石化及医疗健康板块经营持续转好。由于公司改性塑料业务结构不断优化，海外产线顺利投产，叠加特种工程塑料产销两旺，我们上调 2025-2027 年盈利预测，分别为 13.30/17.04/19.99 亿元（前值为 12.22/16.27/19.44 亿元），摊薄 EPS 为 0.50/0.65/0.76 元（前值为 0.46/0.62/0.74 元）。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、董丙旭（S0980524090002）

◆ 艾为电子(688798.SH) 财报点评:三季度收入同环比增长，净利率继续提高

前三季度归母净利润同比增长 55%，净利率继续提高。公司 2025 年前三季度实现收入 21.76 亿元 (YoY -8.02%)，归母净利润 2.76 亿元 (YoY +55%)，扣非归母净利润 1.93 亿元 (YoY +42%)，净利率提高 5.15pct 至 12.67%。其中 3Q25 实现收入 8.07 亿元 (YoY +2.83%, QoQ +10.59%)，归母净利润 1.19 亿元 (YoY +37.93%, QoQ +28.94%)，扣非归母净利润 0.70 亿元 (YoY +3.13%, QoQ -9.18%)，净利率为 14.77% (YoY +3.8pct, QoQ +2.1pct)。

三季度毛利率同比提高环比下降，期间费率同环比提高。公司 2025 年前三季度毛利率为 35.73%，相比去年同期提高 6.0pct，其中 3Q25 毛利率为 35.06%，同比提高 2.1pct，环比下降 2.0pct。期间费用方面，前三季度研发费用同比增长 9.93% 至 4.27 亿元，研发费率同比提高 3.2pct 至 19.60%；管理费用率同比提高 0.5pct 至 5.19%，销售费率同比下降 0.4pct 至 3.31%，财务费率同比下降 0.2pct 至 -0.03%。其中 3Q25 研发费率、管理费用率同环比均提高，销售费率和财务费率同比下降、环比提高，四个期间费率合计同比提高 1.4pct，环比提高 1.8pct。

产品型号总计近 2000 款，广泛应用于消费电子、工业互联和汽车市场。公司对高性能数模混合、电源管理、信号链三大产品战略布局，累计拥有 40 多种产品子类、产品型号总计近 2000 款，持续为消费电子、工业互联、汽车客户提供丰富的产品矩阵。多款芯片应用于 AI 端侧产品中，比如 3 通道 RGB LED 驱动、霍尔开关系列、LCD 偏压产品、触觉反馈芯片、红外灯驱动器件、线性霍尔等搭载于 Meta Ray-Ban 智能眼镜系列与 Quest MR 系列；36 路呼吸灯驱动芯片、Smart K 数字音频功放芯片、单通道触控按键芯片以及 5.95V 过压保护芯片搭载于 LG 电子的智能音箱“LG ThinQ ON”。

投资建议：维持“优于大市”评级

我们维持公司业绩预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 3.93/5.23/6.21 亿元，对应 2025 年 10 月 27 日股价的 PE 分别为 49/37/31x。公司新产品持续推出，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品研发不及预期；客户验证不及预期；需求不及预期。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）、连欣然（S0980525080004）

◆ 思瑞浦(688536.SH) 财报点评:三季度收入创季度新高，净利率持续提高

前三季度收入同比增长 80%，3Q25 创季度新高。受益于工业、汽车、通信及消费电子等细分市场需求成

长，且与创芯微完成业务融合，公司 2025 年前三季度实现收入 15.31 亿元 (YoY +80.47%)，其中信号链芯片收入 10.12 亿元 (YoY +42.64%)，电源管理芯片收入 5.17 亿元 (YoY +274%)；实现归母净利润 1.26 亿元 (YoY 228%)，扣非归母净利润 0.83 亿元 (YoY +149%)。3Q25 实现收入 5.82 亿元 (YoY +70.29%，QoQ +10.29%)，创季度新高，其中信号链芯片收入 3.70 亿元 (YoY +26.83%)，电源管理芯片收入 2.11 亿元 (YoY +323.69%)；实现归母净利润 0.60 亿元，扣非归母净利润 0.45 亿元。

三季度毛利率环比微升，期间费率同环比下降。公司 2025 年前三季度毛利率为 46.46%，相比去年同期下降 3.0pct，其中 3Q25 毛利率为 46.60%，同比下降 5.0pct，环比提高 0.3pct。期间费用方面，前三季度研发费用同比增长 6.64%至 4.20 亿元，研发费率下降 19.0pct 至 27.43%；管理费率同比下降 3.5pct 至 6.03%，销售费率同比下降 3.4pct 至 6.33%，财务费率同比提高 1.0pct 至 -0.09%。其中 3Q25 研发费率、管理费率、销售费率均同环比下降，财务费率同比下降、环比提高，四个期间费率合计同比下降 18.7pct，环比下降 0.7pct。

3Q25 四大下游收入均环比增长，部分产品在自有工艺平台上实现量产。公司已实现工业、汽车、通信、消费电子四大市场的全面布局，四大市场前三季度收入均同比增长，3Q25 收入均环比增长。其中汽车 Q3 规模收入客户数量翻倍；光模块客户群数量增加，多款光模块定制化 AFE 产品在研；创芯微三季度收入环比增长 16%，毛利率提升至 40%以上，成功进入歌尔、比亚迪、BAT、大疆、中兴等头部客户供应链。同时，公司积极构建国内外双循环的供应链体系，推进自有工艺产线建设，12 寸 COT 工艺平台开发顺利，部分产品已在平台上实现量产。

投资建议：新产品放量顺利，维持“优于大市”评级

公司新产品不断推出，各下游市场拓展顺利，我们略上调公司 2025-2027 年归母净利润至 1.87/3.38/4.84 亿元（前值为 1.67/3.16/4.74 亿元），对应 2025 年 10 月 28 日股价的 PE 分别为 117/65/45x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品研发不及预期；需求不及预期；竞争加剧的风险。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）、连欣然（S0980525080004）

◆ 北京人力(600861.SH) 财报点评:经营效能持续改善，业绩承诺稳步推进

2025Q3 扣非净利润同增 10.3%。2025 年前三季度，公司实现收入 338.07 亿元/+1.9%；归母净利润 10.07 亿元/+57.0%；扣非净利润 4.34 亿元/+7.9%，其中归母净利润增速显著快于扣非口径，系 2025Q1 公司处置全资房产子公司 100%股权确认税前一次性投资收益 3.6 亿元以及政府补贴的稳健增长。2025Q3，公司收入 111.16 亿元/-1.7%；归母净利润 1.94 亿元/-6.6%；扣非净利润 1.39 亿元/+10.3%，其中三季度归母净利润同比负增长预计主因政府补贴季度确认节奏差异。

具体看核心业务全资子公司北京外企（FESCO），2025 年前三季度，FESCO 实现营收 338.1 亿元，同增 3.8%；归母净利润 7.56 亿元，同比+16.0%；扣非净利润 4.61 亿元，同比+11.6%，2025 年归母/扣非业绩对赌分别为 6.62/6.31 亿元，预计归母业绩已达标，扣非业绩完成率估算为 73%。

规模效应与管理效能体现，盈利能力稳健。2025Q3，毛利率 2.1%，同比+0.2pct；期间费率为 3.0%，同比-0.4pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 1.1%/1.9%/0.1%/-0.1%，分别同比-0.1/-0.4/持平/+0.1pct，整体而言，规模效应释放下效率持续优化；公司归母净利率为 1.7%/-0.1pct，主要系补贴落地节奏差异扰动为主。

社保新规正式落地，合规用工浪潮下人服龙头迎来发展良机。最高人民法院于 8 月 1 日发布的《关于审理劳动争议案件适用法律问题的解释(二)》中，首次对社保缴纳义务的法律属性作出明确界定，要求“用人单位未依法缴纳社会保险费的，劳动者可解除劳动合同并要求经济补偿，法院将依法支持”，用工新规已于 2025 年 9 月 1 日正式实施，只要存在劳动关系，用人单位必须为员工缴纳“五险”，任何“自愿放弃社保协议”均属无效，人力龙头有望持续受益于合规用工的浪潮。

风险提示：宏观经济承压、大客户流失、服务费率下降、政策趋严等。

投资建议：公司运营效率如期改善，补贴落地节奏稳健，维持 2025-2027 年归母净利润预测

11.6/10.1/11.2 亿元，对应 PE 估值为 9.2/10.6/9.6x，若剔除房产处置收益影响主业归母业绩为 9.0/10.1/11.2 亿元，CAGR 约 12%。业绩承诺指引下主观经营动能有望充分激发，且重组上市以来始终维持 50%分红率、红利属性优当前估值水平下具备防御配置价值，维持公司“优于大市”评级，静待外部宏观经营环境的改善。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）

联系人： 周瑛皓

◆ 黄山旅游(600054.SH) 财报点评:主动优化门票政策实现量价稳增，关注核心景区扩容后增量释放

剔除资源有偿使用费扰动后公司业绩预计稳健，新宣布约 20%中期分红回报。2025Q3 公司实现收入 5.95 亿元，同比增长 3.05%；实现归母/扣非净利润 1.27/1.24 亿元，同比分别下降 17.17%/16.29%；2025 年前三季度，公司累计实现收入 15.35 亿元，同比增长 8.75%；归母/扣非净利润 2.53/2.47 亿元，同比分别下降 11.02%/9.23%，若剔除资源有偿使用费政策调整因素影响估算前三季度归母净利润同比增长 3.2%，呈现稳健发展。公司拟每 10 股派发现金红利 0.70 元(含税)，对应前三季度利润的分红率约 20.14%。

主动优化门票政策实现量价齐升，预计山上核心盈利业务增长良好，山下业务仍受竞争与消费环境扰动。公司背靠黄山稀缺自然资源 IP，山上门票、索道、酒店贡献核心利润。今年以来公司主动调整营销方式，收窄门票优惠范围的同时更精细化拓展客群渠道，前三季度实现量价提升。量：前三季度黄山景区累计接待进山游客 375.72 万人次，同比增长 3.44%；其中第三季度接待进山游客 149.31 万人次，同比增长 0.02%，去年高基数下仍突破历史峰值。价：前三季度，估算公司进山游客平均客单价同比增长约 12%，预计系公司主动收窄免票优惠范围贡献，同时山上索道、酒店转化率均维持较强韧性。但同时，公司山下酒店、餐饮等业务预计仍受竞争与消费环境扰动有所下滑。

国庆假期客流趋势延续，明年起山上酒店扩容与东黄山有望逐步释放增量。内生增长方面，黄山景区重点节假日客流维持较高景气，今年国庆假期黄山风景区接待 22.9 万人次，同比增长 19.4%，日均同比增长 4.5%，公司与集团积极推进景区扩容：1）北海宾馆改造已完工并于 2025 年 9 月 20 日开业，酒店地处黄山核心景区，根据可行性报告预计年均有望贡献约 2800 万元的利润；2）黄山东大门索道由集团打造，可进一步跟踪索道落地节奏及上市公司参与方式，项目建成后有望提升景区承载力并丰富游览线路。外延扩张方面，近期公司公告投资 9000 万设立全资子公司黄山云趣游乐园服务有限公司，并以 8252 万元竞得毗邻西递宏村的地块，旨在打造亲子度假综合体项目，顺应休闲度假趋势，积极储备新业态资源。

风险提示：政策风险，国企改革低于预期，新项目培育不及预期。

投资建议：考虑前三季度山下项目仍扰动以及公司营销投放增加，我们下调 2025-2027 年归母净利润至 2.8/3.3/3.7 亿元（此前为 3.1/3.5/4.1 亿元），对应 PE 为 29/25/22x。依托黄山优质资源，山上酒店扩容与东黄山开发协同突破景区接待瓶颈，公司积极作为有望带来增量发展空间；山下区域资源整合与多元业务布局仍待中线盈利潜力释放，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 新东方-S(09901.HK) 海外公司财报点评:经调经营利润率提升，K12 业务展望积极，更新股东回报计划

提升能力与品质战略下，Non-GAAP 经营利润率稳步提升。2026 财年第一季度，公司实现收入 15.23 亿美元，同比提升 6.1%，超出此前预期区间的上限（5%）。实现 Non-GAAP 经营利润 3.36 亿美元/+11.3%。Non-GAAP 经营利润率提升 1pct 至 22%。实现 Non-GAAP 归母净利润 2.58 亿美元/-1.6%，下滑分析主要系分红预提所得税影响。截至期末，递延收入 19.07 亿美元/+10.0%。

具体看各业务表现：留学及大学生业务优于预期，K12 业务展望积极

1)K9 教育新业务收入同增 15%，非学科素养培训人次为 53 万/+10%，学习机付费活跃用户 45.2 万人/+40%，依旧维持较为快速增长。收入同比增速环比上季度有所放缓（33%），预计主要系暑期排课和部分区域

折扣影响；但另一方面学生人次环比提速（FY25Q4 非学科+5%，学习机+36%），体现品牌口碑对家庭仍有较强吸引力。2）高中培训收入同增 7%，高基数上同样受排班和区域折扣影响；展望 FY26Q2，公司将进一步提升 K12 业务产品能力与质量，预计续班率提升下 K12 业务收入有望提速。3）留学考培/咨询期内收入分别同增 1%/2%，预计受益于外部环境的阶段性转好及公司在非美国国家和年轻群体留学业务上的布局，优于此前下滑预期；4）大学生业务收入同比+14%，优于此前预期（预计增长 10%），分析公司凭借教学和服务实现份额提升。

FY2026Q2 收入预计提速，全年维持稳健展望，并更新股东回报计划。展望 FY2026Q2，公司预计净营收同增 9%-12%。同时维持 FY2026 全年净营收同比增长 5%-10%的指引。股东回报方面，宣布一项为期三年的股东回报计划，拟将前一财年归母净利润不低于 50%用于回馈股东。为实施 2026 财年的回报计划，董事会已批准派发总额约 1.9 亿美元的现金股息。以及一项未来 12 个月内最多 3 亿美元的股份回购计划，金额合计达 2025 财年归母净利的 132%。以最新市值计算，公司此轮股东回报计划对应股东回报率约为 5.1%。

风险提示：行业竞争加剧、政策趋严、业务渗透率提升缓慢、股东减持等。

投资建议：综合公司清晰的品质提升战略、较积极的业绩展望、具有吸引力的股东回报，我们维持其“优于大市”评级。我们认为公司“提升能力与品质”的核心战略与行业由“疫后供给缺失”转向“质量优先”的趋势相符，成效体现在经调整利润率稳步修复与 K12 业务学生留存率提升上，为未来收入增长蓄力。我们维持公司 2026-2028 财年经调整净利润 4.3/4.8/5.3 亿美元的预测，对应 PE 分别为 23/20/18 倍。随着公司降本提效的深化与 K12 业务口碑转化率的提升，收入及业绩增速仍有进一步回升空间。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）

联系人： 周瑛皓

◆ 长白山(603099.SH) 财报点评:暑期旺季利润增长 19%，交通优化有望打开冰雪季客流渗透

公司三季度营收同比增长 17.8%，归母净利润同比增长 19.4%。公司 2025Q3 营收 4.01 亿元/+17.78%，归母净利润 1.51 亿元/+19.43%，扣非净利润 1.52 亿元/+18.31%；2025Q1-3 营收 6.36 亿元/+6.99%，归母净利润 1.49 亿元/+1.05%，扣非净利润 1.50 亿元/-3.73%。其中三季度系全年最旺季，暑期前公司积极扩充交通产能提升接待能力，客流突出表现弥补上半年疲势。

三季度避暑需求与 IP 热度带动景区客流增长 20%，人均消费同比下滑 1.8%。前三季度景区客流 306 万人次/+10.4%，其中单三季度客流 202 万人次/+20.0%，7-9 月分别+40.2%/+14.9%/+1.9%，受益于避暑需求及“817 稻米节”IP 活动带动，暑期客流持续高位运行；三季度人均消费同比-1.8%。

三季度毛利率平稳略降，费用控制精细。三季度公司毛利率 57.5%/-0.4pct，预计受人均消费扰动与产能扩充影响，客流增长的规模效应未能充分释放；管理费率、销售费率、财务费率分别为 4.4%/-0.1pct、2.2%/-0.2pct、0.3%/+0.2pct，总体上控制比较精细。

公司核心看一年双旺季打造，政策+交通助力新一轮冰雪季。公司是冰雪游受益标的，展望后续：1）政策端，自冬奥会后冰雪需求逐步释放，而冰雪经济代表对淡季旅游市场提供有效供给激发需求的发展思路。国务院办公厅此前发布《关于以冰雪运动高质量发展激发冰雪经济活力的若干意见》指出，到 2027 年我国冰雪经济总规模达到 1.2 万亿元，2030 年达到 1.5 万亿元；近期又印发《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》再次提出培育壮大冰雪经济。2）交通端，继长白山首条高铁敦白线于 2021 年末开通后，沈白高铁今年 9 月底开通运营，大幅缩短外部交通时间（北京至长白山约 4 小时，沈阳至长白山约 1.5 小时），预计年输送旅客超千万人次。2019 年长白山普铁客流 12 万人次，首条高铁开通后 2022-2024 年客流分别实现 23/86/128 万，景区客流在疫后也逐年创新高，本次高铁开通有望带动京津冀客流，预计对周末、小长假及冬季冰雪季客流有带动作用。

风险提示：恶劣天气扰动经营，新项目不及预期，交通改善效果不及预期等。

投资建议：结合前三季度表现，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润为 1.6/1.9/2.2 亿元（此前为 1.8/2.2/2.6 亿元），最新股价对应 PE 为 87/72/61x。展望未来，公司作为冰雪经济直接受益标的，政策大力倡导提振冰雪经济、沈白高铁开通触达核心客源地、公司积极扩容景区有望共同抬升市场对于公

司一年双旺季的中线成长预期，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 中国银行(601988.SH) 财报点评:净息差企稳，业绩持续改善

净利润累计增速由负转正。2025 年前三季度实现营收 4912 亿元，同比增长 2.69%，较上半年增速回落了 1.1 个百分点。实现归母净利润 1777 亿元，同比增长 1.08%，较上半年增速提升了 1.9 个百分点。前三季度 ROA 和 ROE 分别为 0.70%和 8.98%。

第三季度营收同比增长 0.58%，归母净利润同比增长 5.1%，一是公司在资产质量持续稳健的基础上降低了拨备计提力度，三季度信用资产减值损失同比下降 8.8%；二是公司实际所得税率有所下降，前三季度所得税率 16.1%，较上半年下降了 1.5 个百分点。

三季度净利息收入由负转正，其他非息收入下降拖累三季度营收增速。前三季度净利息收入同比下降 3.0%，第三季度同比增长 1.6%，主要受益于净息差企稳。前三季度手续费净收入累计同比增长 8.1%，其他非息收入累计同比增长 22%，其中第三季度其他非息收入下降了 5.2%，主要是去年金融投资收益基数较高，但今年债市以及汇率市场波动都比较大，给公司金融投资带来了一定冲击。

规模扩张稳健，净息差企稳。期末资产总额 37.55 万亿元，贷款总额 23.35 万亿元，存款总额 25.68 万亿元，较年初分别增长了 7.10%、8.15%和 6.10%。其中，对公贷款余额 16.44 万亿元，个人贷款余额 6.86 万亿元，较年初分别增长 11.71%和 0.56%，零售信贷需求依然疲软，静待政策进一步发力。

公司披露的前三季度净息差 1.26%，与上半年持平，同比下降 15bps，较上半年同比降幅收窄了 3bps。新发放贷款利率降幅逐步收窄，存款重定价以及公司积极加强存款成本管控有效缓解了资产端收益率下行。

资产质量稳健，拨备覆盖率稳定。期末不良率 1.24%，与 9 月末持平，较年初下降 1bp。期末拨备覆盖率 197%，与 9 月末持平，较年初下降了约 4.0 个百分点。

投资建议:维持 2025-2027 年归母净利润 2416/1494/2673 亿元的预测,对应同比增速为 1.6%/3.2%/7.2%，当前股价对应 2025-2027 年 PB 值为 0.65x/0.61x/0.58x，维持“中性”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师： 王剑（S0980518070002）、田维韦（S0980520030002）、陈俊良（S0980519010001）

◆ 瑞丰银行(601528.SH) 财报点评:规模降速，净息差走阔

其他非息收入下降拖累营收增速，净利润增速稳健。2025 年前三季度实现营收 33.56 亿元，同比增长 1.03%，第三季度同比下降 4.41%，主要是其他非息收入同比下降拖累；实现归母净利润 15.26 亿元，同比增长 5.85%，第三季度同比增长 6.22%，主要是公司在资产质量趋于平稳下降低了资产减值损失计提力度，前三季度资产减值损失累计同比下降 18%。

净息差走阔，净利息收入增速提升。前三季度公司净利息收入同比增长 6.1%，较上半年提升了 2.7 个百分点。公司披露的前三季度净息差 1.49%，较上半年提升 3bps，同比仅下降 3bps，同比降幅较上半年收窄了 5bps。我们判断主要来自于存款成本的改善，受益于存款重定价因素外，公司也是积极优化存款成本管控。期末存款余额 1735 亿元，较年初增长 4.4%。资产端公司也是积极优化结构，票据贴现余额较年初大幅压降 53.1%，期末占贷款总额比重由年初的 7.3%降至 3.3%。

信贷需求较弱且公司优化资产布局，规模降速。期末资产总额 2303 亿元，较年初增长 4.4%，资产扩张速度放缓一方面是信贷需求不强，另一方面也是公司优化资产布局。期末贷款总额 1335 亿元，较年初增长 2.0%，较 6 月末压降了 0.5%，主要是票据规模下降。其中，期末对公贷款余额 723 亿元，个人贷款余额 568 亿元，较年初分别增长 10.4%和 1.5%，较 6 月末分别增长 0.7%和 0.6%。期末金融投资余额 761 亿元，较年初增长 2.7%，占总资产的 33.0%，较年初回落了 0.6 个百分点。我们判断主要是目前债市利率仍处在较低水平且债市波动较大，因此公司在金融投资上也比较审慎。

不良率平稳，拨备覆盖率提升。期末不良率 0.98%，与 9 月末持平，较年初上升 1bp。期末拨备覆盖率

197%，较9月末提升了5.0个百分点，较年初提升了24个百分点。

投资建议：维持2025-2027年归母净利润20.3/22.0/24.4亿元的预测，对应同比增速为5.8%/8.1%/11.2%，当前股价对应2025-2027年PB值为0.52x/0.48x/0.44x。公司客群主要聚焦中小微企业，目前行业竞争激烈，且客户信贷需求不强，公司经营短期承压。不过公司客群基础扎实，且区域优势明显，小微信贷市场伴随经济稳步复苏也将有所改善，中长期仍具备较好的成长空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师：王剑（S0980518070002）、田维韦（S0980520030002）

◆ 成都银行(601838.SH) 财报点评:规模保持较快扩张,营收利润双稳健

营收利润维持稳健水平。公司2025年前三季度分别实现营收、归母净利润177.61亿元、94.93亿元，分别同比增长3.01%、5.03%，增速较上半年分别下滑2.90pct、2.26pct。其中三季度单季实现营收54.91亿元，同比下降2.92%；实现归母净利润28.76亿元，同比增长0.17%。公司2025年前三季度年化加权ROE15.20%，同比下降2.35pct，仍居于同业中较高水平。从业绩增长归因来看，主要是净息差及非息收入拖累营收增速，不过公司维持了明显高于行业平均水平的资产增速，另拨备反哺利润的趋势边际增强。规模保持较快扩张，对公拉动，票据回落。公司2025年前三季度总资产同比增长13.4%，2025年9月末总资产超过1.38万亿元，增速较为稳健。资产端，前三季度贷款（不含应计利息）同比增长17.4%至8462亿元，保持较快扩张。前三季度累计新增信贷1049亿元，分项来看，对公/个人/票据贷款分别投放989/75/16亿元。三季度单季新增信贷128亿元，同比少增18亿元，分项来看，对公/个人/票据贷款分别投放324/24/-220亿元，票据规模较上半年回落明显，对公同比多增215亿元，贷款增速主要由对公端贡献，延续半年报结构趋势。9月末，公司贷款、存款（均不含应计利息）分别较年初增长14.2%、11.4%。9月末，公司核心一级资本充足率8.77%，较年初下滑0.29pct，较6月末回升0.16pct。

净息差环比下降，净利息收入增速回升。我们测算的公司2025年三季度单季度净息差1.45%，较二季度下降3bps。公司前三季度净利息收入同比增长8.2%至147.25亿元，增速较上半年回升0.65pct，以量补价效果明显。此外，非息净收入同比下降16.5%至30.36亿元。其中，手续费及佣金净收入3.75亿元，同比下降35.2%；其他非息收入11.50亿元，同比下降27.0%。

资产质量保持优异。公司9月末不良贷款率0.68%，较6月末上升2bps，仍在较低水平；拨备覆盖率433.08%，较6月末下降19.57pct，仍保持较高水平。9月末关注率0.37%，较6月末下降0.07pct。整体来看，公司资产质量保持优异。

投资建议：公司基本面整体表现较为稳定，处于优势明显的川渝核心区位，我们保持盈利预测不变，预计公司2025-2027年归母净利润140/151/162亿元，对比同比增速8.8%/7.6%/7.7%；摊薄EPS为3.29/3.54/3.82元；当前股价对应的PE为5.6/5.2/4.8x，PB为0.85/0.76/0.69，维持“中性”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：王剑（S0980518070002）、刘睿玲（S0980525040002）

◆ 中煤能源(601898.SH) 财报点评:煤炭、煤化工业务齐改善,业绩显著修复

公司发布2025年三季报：2025年前三季度公司实现营收1105.8亿元（-21.2%），归母净利润124.9亿元（-14.6%）；其中2025Q3公司实现营收361.5亿元，同比-23.8%，环比+0.3%，归母净利润47.8亿元，同比-1.0%，环比+28.3%。

煤炭业务：自产煤产/销量维持相对稳定；三季度价涨本降，盈利能力改善。2025Q3公司商品煤产量3424万吨，同/环比-4.4%/+0.7%，其中动力煤产量3231万吨，同/环比-1.9%/+2.3%，炼焦煤产量193万吨，同/环比-33.0%/-19.6%，安全事故影响焦煤生产；商品煤销售量6168万吨，同/环比-14.3%/-4.4%，其中自产商品煤销量3434万吨，同/环比+0.4%/-0.3%。2025Q3自产动力煤、炼焦煤销售均价分别为442元/吨、993元/吨，分别同比-46元/吨、-183元/吨，分别环比+23元/吨、+150元/吨。2025Q3自产商品煤单位销售成本247元/吨，同/环比-27/-9元/吨。2025年前三季度公司自产商品煤单位销售成本258

元/吨，同比-10.1%，主要系①公司优化生产组织等使吨煤材料成本同比减少 4.55 元/吨；②根据安全生产以及未来生产续接需要，加大安全费和维简费使用减少专项基金结余等使吨煤其他成本同比减少 26.66 元/吨。最终 2025Q3 煤炭板块实现毛利 82 亿元，同/环比-13.1%/+18.6%。

煤化工业务：甲醇成本下降、盈利显著改善带动板块业绩修复。2025Q3 公司主要煤化工产品聚烯烃、尿素、甲醇、硝铵销量分别环比+6.2%/-3.7%/+6.4%/-17.5%，价格分别环比-180/-83/-12/-269 元/吨，单位销售成本分别环比-1237/-83/+19/+239 元/吨。经测算，2025Q3 煤化工业务实现毛利 7 亿元，同/环比+87%/+52%。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

由于旺季以来煤价涨幅超过预期，上调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 170/182/191 亿元（前值为 162/165/172 亿元）。考虑公司煤炭、煤化工业务均有增量，业绩稳健性较强，且分红率有较大提升潜力，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、胡瑞阳（S0980523060002）

◆ 晋控煤业(601001.SH) 财报点评:Q3 煤价调整滞后、成本微增，期待 Q4 业绩继续改善

公司发布 2025 年三季报：2025 年前三季度公司实现营收 93.3 亿元（-17.0%），归母净利润 12.8 亿元（-40.7%）；其中 2025Q3 公司实现营收 33.6 亿元，同比-12.9%，环比-5.1%，归母净利润 4.0 亿元，同比-43.9%，环比+10.1%。

2025Q3 煤炭同比基本持平，环比下滑主要系二季度基数较高。2025Q3 公司煤炭产量 897 万吨，同/环比+1.1%/-4.2%；商品煤销量 756 万吨，同/环比-0.7%/-5.9%。

2025Q3 煤炭售价改善幅度较小主要系长协煤价格调整滞后，吨煤成本有所增加，盈利能力与上半年持平。2025Q3 吨煤售价 425 元/吨，同/环比-67/+5.9 元/吨；2025Q3 吨煤成本 264 元/吨，同比+16 元/吨，相比 2025 年上半年的 261 元/吨也增加 3 元/吨；吨煤毛利 161 元/吨，同比-83 元/吨，但与 2025 年上半年的吨煤毛利持平。

2025Q3 销售毛利率小幅下降，销售净利率环比提升主要系投资净收益环比增加以及所得税费用和少数股东损益减少所致。2025Q3 公司实现销售毛利率 36.8%，同比-11.2pct，环比-0.25pct；实现销售净利率 15.7%，同比-9.8pct，环比+0.76pct。2025Q3 投资净收益、所得税费用、少数股东损益分别为 0.45 亿元、1.89 亿元、1.27 亿元，分别环比+193%、-18.8%、-23.2%。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑公司煤价调整滞后，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 17/23/23 亿元（前值为 20/23/24 亿元）。公司煤炭资源优质，经营稳健；背靠中国第二大煤炭生产集团，未来资产注入空间较大，维持“优于大市”评级。

风险提示：煤炭需求不及预期、安全生产事故影响、公司市场煤销售不及预期、公司分红率不及预期、资产注入不及预期等。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、胡瑞阳（S0980523060002）

◆ 三全食品(002216.SZ) 财报点评:收入端降幅收窄，主动控费提效

三全食品 2025 前三季度实现营业总收入 50.00 亿元，同比减少 2.44%；实现归母净利润 3.96 亿元，同比增长 0.37%；实现扣非归母净利润 2.71 亿元，同比减少 13.25%；2025 年第三季度实现营业总收入 14.32 亿元，同比减少 1.87%；实现归母净利润 0.83 亿元，同比增长 34.90%；实现扣非归母净利润 0.47 亿元，同比增长 7.33%。

收入端降幅收窄，渠道改革持续推进。公司聚焦品质与个性化，升级产品矩阵并拓展全渠道，通过推出烤肠、丸滑等产品推动肉制品增长，三季度成功实现降幅收窄。渠道方面，公司深化与大润发、永辉等

KA 系统合作开发定制产品，并与零食连锁品牌加强合作，拓展会员超市、硬折扣等新兴渠道。组织上，公司设立专门部门负责经销商管理与服务，强化渠道管控；对直营商超渠道进行人员与管理模式革新，转为“总对总”集中合作模式以应对市场变化。

主动控费提效，核心业务盈利水平磨底。2025 年第三季度公司毛利率为 22.3%，同比-0.5pct，毛利率降幅也与收入同步收窄；2025 年第三季度销售/管理费用率为 14.0%/3.6%，同比-1.7/+0.2pct，源于公司主动控费，提升费用使用效率；2025 年第三季度归母净利润增加较多，为投资收益及公允价值变动收益增厚；扣非归母净利率为 3.3%，仍处于磨底阶段。

海外孙公司完成注册登记，开拓海外市场。公司拟通过中国香港全资子公司，在开曼群岛设立全资孙公司，并由开曼孙公司在澳大利亚投资建设生产基地，拓展澳大利亚、新西兰及东南亚市场，总投资额约 2.8 亿澳元，资金来源为公司自有资金。目前开曼全资孙公司“三全集团环球控股有限公司”已完成注册登记。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，下游需求恢复不及预期等。

投资建议：由于速冻食品渠道表现疲弱，我们下调此前收入预测，但公司投资收益、公允价值变动增益较多，故小幅上调利润预测。2025-2027 年公司实现营业总收入 65.1/68.8/72.0 亿元（前预测值为 66.8/70.7/73.9 亿元），同比-1.9%/5.7%/4.6%；2025-2027 年公司实现归母净利润 5.4/5.6/5.5 亿元（前预测值为 5.3/5.6/5.6 亿元），同比 0.4%/2.5%/-1.8%；实现 EPS0.62/0.63/0.62 元；当前股价对应 PE 分别为 17.7/17.3/17.6 倍。维持中性评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 王新雨

◆ 海天味业(603288.SH) 财报点评:增速阶段性放缓，改革红利持续释放

海天味业 2025 年前三季度实现营业总收入 216.28 亿元，同比增长 6.02%；实现归母净利润 53.22 亿元，同比增长 10.54%；实现扣非归母净利润 51.55 亿元，同比增长 11.72%；2025 年第三季度实现营业总收入 63.98 亿元，同比增长 2.48%；实现归母净利润 14.08 亿元，同比增长 3.40%；实现扣非归母净利润 13.39 亿元，同比增长 3.86%。

增速阶段性放缓，预计主动消化库存。分品类看 2025 年第三季度酱油/蚝油/调味酱/其他收入同比增长 5.0%/2.0%/3.5%/6.5%，增速环比二季度均放缓，预计受到调味品处于传统淡季以及下游需求疲弱影响。2025 年第三季度线下/线上渠道分别同比增长 3.6%/19.8%，线上渠道增速放缓，预计主因基数提高。

毛利率改善趋势延续，费用投放增加。2025 年第三季度公司毛利率 39.6%，同比提升 3.0pct，主要受益于大豆、包材等原材料成本下行的红利以及公司自动化、智能化改造。调味品行业竞争延续，2025 年第三季度销售/管理费用率 7.4%/3.4%，同比提升 1.8/1.0pct，公司今年费用多用于消费者引导、广告和促销等工作。综合来看，公司经营质量稳健，2025 年第三季度归母净利率 22.0%，同比提升 0.2pct。

内部改革深化，龙头地位稳固。面对市场变化，公司自 2024 年以来全面深化改革，成效显著，新管理层重视运营。新一期员工持股计划覆盖核心业务骨干，有效绑定核心员工利益，有望持续激发组织活力。虽然三季度增速短期放缓，但公司持续释放内部改革成效，凭借龙头优势有望继续逆势提升市场份额，长期增长根基依然稳固。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，餐饮需求恢复不及预期等。

投资建议：由于餐饮环境持续疲弱，我们小幅下调此前盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 287.0/307.0/326.3 亿元（前预测值为 289.2/309.4/328.9 亿元），同比 6.7%/7.0%/6.3%；2025-2027 年公司实现归母净利润 70.6/76.6/83.2 亿元（前预测值为 72.2/78.9/86.2 亿元），同比 11.3%/8.6%/8.6%；实现 EPS1.21/1.31/1.42 元；当前股价对应 PE 分别为 31.8/29.3/27.0 倍。维持优于大市评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 王新雨

◆ 安井食品(603345.SH) 财报点评:拥抱商超定制成效初显,加码冷冻烘焙赛道

安井食品 2025 年前三季度实现营业总收入 113.71 亿元,同比增长 2.66%;实现归母净利润 9.49 亿元,同比减少 9.35%;实现扣非归母净利润 8.67 亿元,同比减少 13.36%。2025 年第三季度实现营业总收入 37.66 亿元,同比增长 6.61%;实现归母净利润 2.73 亿元,同比增长 11.80%;实现扣非归母净利润 2.64 亿元,同比增长 15.27%。

拥抱商超定制成效初显,新零售、特通实现高增。分渠道看,2025 年第三季度经销商/商超/特通/新零售及电商渠道收入同比-0.6%/+28%/+68%/+38%。公司拥抱商超定制化战略推进顺利,在沃尔玛等渠道定制产品进展顺利;特通渠道受益于直营餐饮、茶饮等新增客户增量。分产品看,2025 年第三季度调制食品/菜肴制品/米面制品收入分别同比+6.4%/+8.8%/-9.1%,其中调制食品预计受益于肉多多烤肠产品放量以及锁鲜装产品稳健增长;菜肴制品中小酥肉、虾滑等单品增长表现较好。

费用率下降,盈利能力改善。2025 年第三季度公司毛利率环比改善,主要系毛利率较低的小龙虾业务占比下降。2025 年第三季度公司销售/管理费用率分别为 6.1%/3.0%,同比-0.3pct/-0.5pct,销售费用率下降主因广告宣传费减少,行业价格战效果预计减弱。管理费用率下降主因股份支付费用减少。在此基础上,2025 年第三季度公司扣非归母净利润率同比提升 0.5pct 至 7.0%,盈利能力实现改善。

坚持产品创新驱动,加码冷冻烘焙赛道。公司明确产品创新驱动,持续推进商超定制、新零售及特通定制,通过高品质、差异化产品矩阵满足多元化消费需求,如肉多多烤肠表现良好。2025 年第三季度完成对鼎味泰的并表,在此基础上公司重视冷冻烘焙赛道,计划变更 3.61 亿元募集资金投入鼎益丰烘焙项目建设。

风险提示:行业竞争加剧,原材料成本大幅上涨,新品推广不及预期等。

投资建议:由于速冻食品下游需求较为疲软,我们小幅下调此前收入预测,但是公司降本增效措施效果明显,上调 2025 年利润预测。我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 157.6/170.1/182.5 亿元(前预测值为 158.2/172.3/184.8 亿元),同比 4.2%/7.9%/7.3%;2025-2027 年公司实现归母净利润 14.2/15.4/16.6 亿元(前预测值为 14.0/15.6/16.7 亿元),同比-4.4%/8.8%/7.2%;实现 EPS4.26/4.63/4.97 元;当前股价对应 PE 分别为 16.4/15.1/14.1 倍。维持优于大市评级。

证券分析师: 张向伟(S0980523090001)

联系人: 王新雨

◆ 立高食品(300973.SZ) 财报点评:稀奶油维持较好增长,盈利水平稳健

立高食品 2025 年前三季度实现营业总收入 31.45 亿元,同比增长 15.73%;实现归母净利润 2.48 亿元,同比增长 22.03%;实现扣非归母净利润 2.42 亿元,同比增长 26.63%;2025 年第三季度实现营业总收入 10.75 亿元,同比增长 14.82%;实现归母净利润 0.77 亿元,同比增长 13.63%;实现扣非归母净利润 0.76 亿元,同比增长 14.17%。

核心客户合作趋势良好,稀奶油产品维持较快增势。前三季度冷冻烘焙食品/烘焙食品原料收入占比约 55%/45%,同比增长近 10%/24%,主因核心商超客户上市的主要新品销售表现较好,前三季度商超渠道同比增长约 30%;稀奶油产品市场反馈良好,虽然第三季度受到闰六月影响增速放缓,但是预计旺季备货恢复较好增长,前三季度稀奶油类产品营收同比增长约 40%。酱料核心餐饮连锁客户合作订单增长趋势良好,前三季度酱料类产品营收同比增长略超 35%。

原料价格及结构变化影响毛利,主动控费抵消负面因素。2025 年第三季度毛利率为 28.9%,同比下降 2.4pct。毛利率承压主要源于油脂类原材料价格环比有所上涨;第三季度稀奶油、酱料、直供客户等增长较快,导致产品、渠道结构变化。费用率在公司控费动作下实现收缩,2025 年第三季度销售/管理费用率分别为 9.5%/5.3%,同比下降约 1.0/1.5pct,抵消毛利不利影响,扣非归母净利率同比基本持平。

资源倾斜新兴渠道,新品上新节奏顺利。公司在核心商超客户推新顺利。公司积极销售资源向餐饮、茶饮及新零售等高增长渠道倾斜,在传统渠道增长乏力的阶段,有望对整体业绩形成有力支撑。公司积极开拓新渠道客户,深化存量客户合作关系,积极把握烘焙消费新场景的发展趋势。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，渠道拓展不及预期等。

投资建议：由于油脂类原材料价格较高，我们小幅下调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 43.9/48.7/53.2 亿元（前预测值为 44.1/49.0/53.5 亿元），同比 14.3%/11.0%/9.3%；2025-2027 年公司实现归母净利润 3.2/3.9/4.3 亿元（前预测值为 3.4/4.0/4.5 亿元），同比 21.2%/19.6%/12.0%；实现 EPS1.92/2.29/2.57 元；当前股价对应 PE 分别为 21.2/17.7/15.8 倍。维持优于大市评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 王新雨

◆ 青岛啤酒(600600.SH) 财报点评:2025 年三季度收入增速放缓，产品结构延续提升

公司公布 2025 年三季度业绩：3Q25 实现营业总收入 88.8 亿元，同比-0.2%；实现归母净利润 13.7 亿元，同比+1.6%；实现扣非归母净利润 12.9 亿元，同比+2.4%。

Q3 收入增速放缓，产品结构持续优化。Q3 收入同比-0.2%，较上半年增速有所放缓，主要系受到行业性需求偏弱的影响。Q3 销量同比+0.3%，销量增速环比回落，千升酒收入同比-0.5%。尽管量价表现平淡，但产品结构升级趋势延续，Q3 青岛主品牌/其他品牌销量同比+4.2%/-4.8%，主品牌销量占比进一步提升至 59.1%，且中高档及以上产品销量同比+6.8%，明显高于整体销量增速，销量占比提升至 43.6%。因产品结构有所优化，千升酒收入小幅下滑预计与货折增加有关。

成本红利逐步释放，费用管控良好。受益于大麦、包材等原材料成本下行及产品结构优化，Q3 毛利率 43.6%，同比+1.4pp。费用端，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.4/+0.1/+0.1/+0.4pp，整体费用率稳定，其中销售费用率同比小幅下降体现市场费用管控良好，财务费用率小幅上升预计系利息收入减少。因 Q3 所得税率同比有所提升，归母净利率同比提升幅度较小，同比+0.3pp。

盈利预测与投资建议：公司新管理层上任后，更加注重市场份额与高端化的平衡，在巩固高端优势的同时，有望通过积极的市场策略修复销量与份额。今年公司加速开发新兴渠道，线上业务较快发展，并顺应消费趋势布局生鲜、原浆、精酿类产品，为持续稳健发展提供动力。利润端，成本红利可贯穿 2025 年全年，后续产品结构持续升级，结合精细化运营背景下费用率稳中有降，预计利润率延续小幅改善趋势。公司作为成熟啤酒行业龙头，建议结合公司品牌基础、渠道能力来看其业绩稳健性，同时公司有望持续提升分红比例，也为投资者提供了较好的安全边际。考虑到酒水市场需求恢复速度持续偏慢，我们小幅下调 2025-2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 326.1/332.5/339.2 亿元（前预测值 328.5/336.1/344.2 亿元），同比+1.5%/+2.0%/+2.0%；实现归母净利润 46.6/49.8/52.6 亿元（前预测值 47.5/51.3/54.4 亿元），同比+7.2%/+7.0%/+5.6%；EPS 分别为 3.42/3.65/3.86 元；当前股价对应 PE 分别为 19/18/17 倍。考虑到公司基地市场竞争优势稳固，产品覆盖全面且品牌力处于行业领先地位，目前系统性创新帮助公司把握市场变化，且公司分红率走升强化股东回报，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增长速度显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）

◆ 盐津铺子(002847.SZ) 财报点评:渠道策略调整致三季度收入增速放缓，盈利能力较快提升

公司公布 2025 年三季度业绩：3Q25 实现营业总收入 14.9 亿元，同比+6.0%；实现归母净利润 2.3 亿元，同比+33.5%；实现扣非归母净利润 2.2 亿元，同比+45.0%。

Q3 收入增速放缓，系渠道端主动调整。Q3 公司收入同比+6.0%，增速环比有所放缓，主要系公司主动调整渠道结构，收缩了电商渠道部分低毛利品类的销售。分品类看，核心品类大魔王魔芋延续强劲增长，预计仍实现翻倍式增长，持续贡献主要增量。分渠道看，定量流通渠道增速领衔，量贩零食渠道维持较高增速，电商渠道 Q3 收入下滑接近 40%，系主要拖累。

Q3 盈利能力大幅提升，着力提升经营质量。1) 毛利率端，受益于公司产品结构的优化，大单品占比进一步提升，Q3 毛利率在原料成本高位的情况下仍有 1pp 的同比提升。2) 费用有效管控，销售费用率同

比-3.5pp，与公司主动调整电商渠道有关，减少了低回报率的部分线上营销费用投入。管理/研发/财务费用率分别同比+0.1/-0.2/+0.3pp，变化不大。Q3 归母净利率达 15.6%，同比+3.2pp、环比+2.1pp，均有显著改善。

盈利预测与投资建议：综合来看，Q3 公司经营上更加注重增长质量，尤其是核心品类的全渠道布局、核心品牌的建设。“大魔王”品牌在麻酱魔芋赛道已建立起强大的市场认知与消费者心智影响力，目前在线下渠道仍有较大渗透空间，成为后续公司增长的稳定支撑。此外，渠道建设也在有效推进，公司在巩固量贩零食渠道优势的同时，凭借大魔王系列在定量流通取得较大突破，近期在头部高端会员店上市第二款鹌鹑蛋产品，全渠道布局日趋完善。Q3 电商渠道调整预计接近尾声，我们预计 Q4 开始公司增长动能将逐步恢复，建议持续关注公司核心品类渠道扩张情况、新品表现。考虑到电商渠道策略调整幅度较大，相应地，整体盈利水平中枢抬高，我们小幅下调 2025-2027 年收入预测，并小幅上调 2025-2027 年利润预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 60.1/70.0/80.1 亿元（前预测值 63.3/75.7/88.3 亿元），同比+13.4%/+16.4%/+14.4%；实现归母净利润 8.3/10.2/12.7 亿元（前预测值 8.0/9.8/12.7 亿元），同比+29.7%/+23.0%/+24.2%；EPS 分别为 3.04/3.74/4.65 元；当前股价对应 PE 分别为 23/19/15 倍。公司供应链优势突出、大单品打造能力不断强化，且持续通过现金分红及股份回购的方式加强股东回报，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长受外部环境变化的负面影响；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；渠道拓展进程不及预期。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）

◆ 东方电缆(603606.SH) 财报点评:重点项目交付提振业绩，订单结构持续升级

前三季度业绩保持稳健，下半年海缆进入交付旺季。前三季度公司实现营收 74.98 亿元，同比+11.93%；归母净利润 9.14 亿元，同比-1.95%；扣非净利润 9.02 亿元，同比+6.45%。前三季度公司毛利率 20.03%，同比-2.13pct.；净利率 12.19%，同比-1.73pct.。

三季度业绩大幅增长，广东高附加值项目陆续交付。三季度公司实现营收 30.66 亿元，同比+16.55%，环比+34.16%；归母净利润 4.41 亿元，同比+53.12%，环比+129.63%。三季度公司毛利率 22.60%，同比+0.86pct.，环比+6.34pct.；净利率 14.38%，同比+3.44pct.，环比+5.98pct.。

三季度海缆收入环比大幅增长，电力工程与装备线缆收入环比持平。三季度公司电力工程与装备线缆实现营收 13.40 亿元、环比+2.21%，海底电缆与高压电缆营收 15.92 亿元、环比+109.20%，海洋装备与工程运维营收 0.78 亿元、环比-62.86%。根据施工方信息，我们估计三季度公司帆石二、青州五/七、华能半岛北 L 等海上风电项目实现部分海缆交付。

海底与高压电缆订单达 117 亿元，订单结构持续优化。截至 2025 年 10 月 23 日，公司在手订单约 195.51 亿元，其中电力工程与装备线缆 38.86 亿元，海底电缆与高压电缆 117.37 亿元，海洋装备与工程运维 39.28 亿元。2025 年以来，公司陆续中标阳江三山岛海上风电柔直送出±500kV、浙江某海上风电项目±500kV 等高规格海缆产品，订单结构持续优化。

前瞻布局深远海海上风电，技术持续引领。2025 年 7 月公司参股浙江海风母港项目，风电母港用于深远海风电建设，分温州洞头、宁波象山两个片区，计划 2030 年后形成 300 万千瓦/年以上的深远海风电总装保障能力，开发全省 2800 万千瓦的深远海风电资源，产能辐射华东乃至全国。同时，公司谋划前瞻性技术突破，启动±800kV 直流电缆研发，系统化产品研发取得阶段性进展，500kV 等级交直流海缆通过技术鉴定达到国际领先水平。

风险提示：国内海风开发进度不及预期；行业竞争加剧；出海进度不及预期。

投资建议：上调 25 年盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司在手重点海上风电项目交付节奏，我们上调 25 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 15.60/20.20/23.71 亿元（原预测为 14.60/20.20/23.70 亿元），同比+55%/+29%/+17%，动态 PE 为 28/21/18 倍。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 菜百股份(605599.SH) 财报点评:三季度利润加速增长，门店网络加密扩张

三季度收入及利润均实现 20%左右增长。公司 2025 年三季度实现营收 52.24 亿元，同比+19.93%，取得归母净利润 1.88 亿元，同比+21.89%，扣非归母净利润 1.9 亿元，同比+36.38%，较二季度实现加速增长。整体业绩在贵金属投资业务持续增长及黄金饰品有所修复的情况下表现较好。

核心黄金珠宝零售业务增速 20%，营销网络加密拓展。分业务看，三季度黄金珠宝零售业务实现收入 51.9 亿元，同比+20.03%，其中预计受益金价上涨带来的投资需求增长，公司贵金属投资类产品增速较优。门店方面，三季度新开 5 家直营门店，包括继续在北京加密 3 家，天津 1 家，陕西 1 家。同时关闭 2 家直营门店，合计净开 3 家，期末门店总数 106 家。

毛利率增加 0.48pct，现金流状况良好。公司三季度实现毛利率 9.15%，同比+0.48pct，受益于产品结构优化及金价上涨。销售费用率 2.52%，同比+0.09pct，管理费用率 0.47%，同比-0.13pct，整体费用率基本稳定。前三季度存货周转天数 55.45 天，同比减少 7.78 天，周转效率提升。现金流方面，前三季度实现经营性现金流净额 17.58 亿元，同比+96.31%，现金流状况较好，受益于收入增长及公司持续精细化运营管理优化了现金支出。

风险提示：金价大幅波动；门店拓展不及预期；电商销售不及预期。

投资建议：短期展望四季度看，我们认为 10 月中下旬的金价回调短期有望进一步刺激观望的金条及金饰品需求释放，继续推动公司收入增长。中长期而言，全球风险因素多发及避险情绪增加下，金价仍有望实现稳步上行，利好投资金需求增长。另外公司珠宝饰品业务持续产品创新、IP 联名开发等方式带动需求增长。渠道端稳步推进异地扩张和线上拓展也将推动收入的持续增长。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 7.91/8.82/9.89 亿元，对应 PE 分别为 14/12.6/11.3 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

◆ 华测检测(300012.SZ) 财报点评:单三季度归母净利润同比增长 11.24%，国际化战略加速推进

2025 年前三季度收入同比增长 6.95%，归母净利润同比增长 8.78%。公司 2025 年前三季度实现收入 47.02 亿元，同比增长 6.95%，归母净利润 8.12 亿元，同比增长 8.78%，扣非归母利润 7.66 亿元，同比增长 9.26%，其中三季度收入 17.42 亿元，同比增长 8.53%，归母净利润 3.45 亿元，同比增长 11.24%，扣非归母净利润 3.27 亿元，同比增长 9.51%，业绩表现回升向好。前三季度毛利率/净利率分别为 49.83%/17.23%，同比变动-1.05/+0.12 个百分点，费用管控效果显现；同期经营活动现金流净额约 5.96 亿元，同比增长 117.88%，增长显著。

各业务板块发展态势向好。1) 生命科学板块，三季度快检宠物和现代农业产品线表现优异，食品板块呈现稳健增长态势，同时通过并购开启国际化元年；环境检测加速多元布局，覆盖新污染物、生物多样性调查等新兴领域。2) 消费品测试板块，新能源汽车持续加码投资，电驱电控等新领域进展顺利，产能逐步释放；航空航天领域中标相关项目并签署年度框架协议；芯片半导体检测，战略变革成效显著，增收、减损、客户认可三维跃升，三季度收入实现快速增长。3) 工业测试板块，海事领域并购 NAIAS 实现全球布局，可持续发展领域并购希腊 Emicert 加速布局欧盟市场。4) 贸易保障板块，电子材料化学及可靠性检测加码投资新兴领域，审核及检验并购 Opview 扩宽全球供应链审核服务能力。5) 医药及医学服务板块，药品检测产能逐步释放，CRO 业务通过收购解决资源痛点，医疗器械持续扩充器械能力，医学领域完成战略转型升级，整体发展向好。

国际化战略加速推进。2025 年前三季度境内/境外收入增速分别为 6.35%/16.02%，境内/境外营收比重分别为 93.22%/6.78%，国际化持续推进。同期国际化战略并购加速落地，预计将在四季度形成业绩贡献：收购南非 Safety SA，加码非洲市场布局；战略收购 Opview，扩宽全球供应链审核服务能力；控股希腊 Emicert，加速布局欧盟可持续发展市场；收购法国 MIDAC 实验室，强化日化检测国际服务网络。

投资建议：公司是第三方综合检测龙头，前三季度业绩表现稳中有升，体现出公司经营改善及行业需求

韧性，同时积极推进战略并购，向全球高附加值应用场景延伸，四季度国际化扩张进入兑现期，短期或受益外延业绩贡献、估值提升双驱动，有望实现持续高质量成长。维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 10.00/11.01/12.27 亿元，对应 PE 24/22/20 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济下行；公信力受不利事件影响；业务增速不及预期。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、王鼎（S0980520110003）

◆ 杰瑞股份(002353.SZ) 财报点评:前三季度收入同比增长 29%，海外业务加速扩张

2025 年前三季度收入同比增长 29.49%，扣非后归母净利润同比增长 27.62%。公司 2025 年前三季度实现收入 104.20 亿元，同比增长 29.49%，归母净利润 18.08 亿元，同比增长 13.11%，扣非归母净利润 17.83 亿元，同比增长 27.62%，其中三季度收入 35.19 亿元，同比增长 13.90%，归母净利润 5.67 亿元，同比增长 11.11%，扣非归母净利润 5.51 亿元，同比增长 15.51%，收入增速环比波动，或主要系天然气装备交付节奏阶段性影响。前三季度销售商品收到现金 127.39 亿元，同比增长 33.23%，经营活动现金净额 29.27 亿元，同比增长 99.45%，整体业务拓展持续向好。

积极扩产，保障天然气相关业务订单交付。近两年公司天然气相关业务订单增长较快，公司统筹规划现有订单生产交付节奏，多措并举提产能保交付，提前储备关键核心部件，三季度预付款项较年初增加 108.78%。产能建设方面，公司积极投入资源推进海外产能建设进度，三季度其他非流动资产较年初增加 137.71%。在国内，公司通过租赁厂房等多种方式进行产能扩充，三季度租赁负债较年初增加 70.75%。公司正持续加强产能建设工作，保障订单顺利交付。

发电机组业务推进顺利。公司年内已成立山东杰瑞敏电能源有限公司，推动相关业务开展，可提供燃气内燃发电机组、航改型燃气轮机发电机组及相关发电服务等，已在国内外实现应用。其中在北美地区，公司拥有自主研发的 35MW 移动式燃气轮机发电机组和 6MW 移动式燃气轮机发电机组设备，提供多种稳定、可靠的供电解决方案，目前已在北美成功开展设备销售和发电服务两种业务模式，主要用于石油、天然气开发以及调峰发电、应急发电等领域。今年以来公司合理进行产能规划，持续实现产品交付，并在北美市场取得新的燃气轮机发电服务业务订单。

投资建议：公司为油气装备、工程、服务一体化龙头，成功切入中东、北非天然气工程市场，装备业务发展迎来多重契机，中短期受益压缩机放量、燃机起量，长期受益全球用气、用电结构调整，发展路径明确，成长空间大，我们维持盈利预测，2025 年-2027 年归母净利润分别为 31.63/37.95/44.45 亿元，对应 PE 16/14/12 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：原油天然气价格波动加剧风险；市场竞争加剧及收款风险；国际化经营风险。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、王鼎（S0980520110003）

◆ 豪迈科技(002595.SZ) 财报点评:单三季度归母净利润同比增长 29%，发展态势持续向好

2025 年前三季度收入同比增长 26.88%，归母净利润同比增长 26.21%。2025 年前三季度收入 80.76 亿元，同比增长 26.88%，归母净利润 17.88 亿元，同比增长 26.21%，扣非归母净利润 17.23 亿元，同比增长 27.83%，其中三季度收入 28.11 亿元，同比增长 26.21%，归母净利润 5.92 亿元，同比增长 29.49%，扣非归母净利润 5.62 亿元，同比增长 27.86%。前三季度毛利率/净利率分别为 33.99%/22.15%，同比变动 -0.95/-0.14 个百分点，高基数上维持稳定，销售/管理/研发费用率分别为 0.78%/2.62%/5.65%，同比变动 -0.53/-0.20/+0.48 个百分点，处于高研发投入阶段，主要在机床、模具新技术等领域加大投入。

各项业务有序推进，稳步拓展。1) 大型铸件业务，2024 年的备案项目《年产 6.5 万吨关键装备基础零部件高端铸造建设项目》，项目于年内正陆续投入使用，主要以风电零部件为主，同时年内新增备案项目《年产 7 万吨高端装备零部件铸造项目》，支撑业务规模持续增长。2) 机床业务，机床实验室预计九月底十月初投入运营，开展技术攻关、新产品测试等工作，持续攻关高档数控机床关键核心技术。3) 轮胎模具业务，公司持续推进国际产能布局，当前墨西哥、泰国工厂产能正逐渐提升。

推出员工持股计划，强化中层激励。2025 年 10 月公司公告员工持股计划，计划总人数不超过 2100 人，

覆盖公司及子公司核心骨干，不含董事、监事及高管；股票购买价格 30 元/股，来自公司已完成的回购股份 144.12 万股，占总股本 0.18；锁定期 24 个月、存续期 36 个月，锁定期满一次性解锁；来源于回购专户股份，2023 年已完成回购，区间价 28.97 - 34.57 元/股，公司需确认股份支付费用约 4075.7 万元，分三年摊销，2025 - 2027 年分别摊销 169.8、2037.9、1868.0 万元，对利润影响温和可控。

盈利预测与估值：公司作为全球轮胎模具龙头，在轮胎模具/大型铸件主业稳健基础上，加速向机床装备等高端制造延伸，已形成模具/铸件/机床纵向协同格局，目前高研发投入正显著强化长期护城河。短期看公司有望凭借海外订单持续放量/铸件产能提升/机床业务兑现保持较高水平业绩增速，中长期看装备业务外延有望带来新的利润增长极，估值水平有望提升。我们维持盈利预测，预计 2025 年-2027 年归属母公司净利润分别为 23.58/27.57/31.79 亿元，对应 PE 22/19/16 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济波动；原材料价格波动；机床业务拓展不及预期。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、王鼎（S0980520110003）

◆ 东方雨虹(002271.SZ) 财报点评:Q3 单季收入同比转正，转型调整成果有望逐步显现

Q3 单季收入同比转正，净利润降幅逐季收窄。2025 年 1-9 月公司实现营业收入 206.0 亿元，同比-5.1%，归母净利润 8.1 亿元，同比-36.6%，扣非归母净利润 7.7 亿元，同比-30.0%，EPS 为 0.34 元/股。分季度看，Q3 单季实现营业收入 70.3 亿元，同比+8.5%，Q1、Q2 增速分别为-16.7%/-5.6%，归母净利润 2.5 亿元，同比-26.6%，Q1、Q2 增速分别为-44.7%/-37.5%，扣非归母净利润 2.6 亿元，同比-0.3%，Q1、Q2 增速分别为-44.6%/-36.2%，Q3 单季收入同比转正，净利润降幅逐季收窄，Q3 扣非归母净利润基本持平。

盈利能力仍有承压，费用率同环比改善。2023 年 1-9 月公司实现综合毛利率 25.2%，同比-3.9pp，其中 Q3 单季度毛利率 24.8%，同比-4.1pp/环比-1.9pp，毛利率同环比仍有承压，随着涨价落地及上年返利影响低基数，Q4 毛利率有望修复。1-9 月期间费用率 16.6%，同比-2.0pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-1.7pp/+0.1pp/-0.1pp/-0.3pp，Q3 单季度期间费用率 15.7%，同比-2.8pp/环比-1.4pp，费用率同环比改善。1-9 月净利率 3.8%，同比-2.0pp，其中 Q3 单季度 3.4%，同比-1.7pp/环比-1.5pp，净利率下滑受毛利率承压影响，并继续受减值计提影响，Q3 单季计提信用减值损失 2.9 亿元。

经营现金流同比转正，应收规模延续下降。2025 年 1-9 月实现经营性净现金流 4.2 亿元，上年同期为-4.9 亿元，收现比/付现比为 0.99/0.96，上年同期为 1.0/0.97，其中 Q3 单季度经营性净现金流 8.1 亿元，上年同期为 8.4 亿元，收现比/付现比为 1.09/0.97，上年同期为 1.15/0.94。截至 2025 年 9 月末，应收账款及应收票据/其他应收款/合同资产分别为 93.0/14.7/11.4 亿元，同比-21.5/-12.0/-7.9 亿元，并较 6 月末-4.1/+0.5/-1.8 亿元，应收规模延续下降，并积极盘活资产，计划出售金科股份法拍股票及部分不动产资产，改善资产结构，优化财务状况。

风险提示：地产投资下行超预期；沥青价格大幅上涨；应收账款增长超预期

投资建议：转型调整成果逐步显现，静待经营拐点，维持“优于大市”评级

公司作为防水行业龙头，渠道业务转型持续，并加速海外业务布局，已完成智利零售头部商超 Construmart 收购，未来有望逐步贡献业绩，同时公司积极盘活资产，并响应行业反内卷积极推动产品复价，盈利水平和财务状况有望逐步优化。考虑到短期需求仍持续疲软，叠加存量应收和工抵房处置影响，下调 2025-2026 年盈利预测，预计 25-27 年 EPS 为 0.45/0.67/0.89（前值 0.54/0.70/0.88 元/股），对应 PE 为 29.4/19.6/14.7x，考虑转型效果有望逐步显现，公司有望迎来经营拐点，龙头优势依旧明显，维持“优于大市”

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、陈颖（S0980518090002）

◆ 华新水泥(600801.SH) 财报点评:收入同比逆势增长，海外成长持续兑现

收入同比逆势增长，海外业务显著贡献业绩。2025 年 1-9 月实现营收 250.33 亿元，同比+1.27%，归母净利润 20.04 亿元，同比+76.0%，扣非归母净利润 19.36 亿元，同比+82.0%，EPS 为 0.97 元/股，并拟 10 派 3.4 元（含税）；其中 Q3 单季营收 89.86 亿元，同比+5.95%，Q1、Q2 单季同比+1.10%/-2.94%，归母净利润 9.0 亿元，同比+120.7%，Q1、Q2 单季同比+31.8%/+57.2%，扣非归母净利润 8.66 亿元，同

比+125.96%，Q1、Q2 单季同比+55.34%/+57.84%，收入利润同比逆势增长并加速，预计主要受海外业务增长和尼日利亚并表贡献，国内水泥量价仍有承压。

毛利率同比延续改善，财务费用率明显降低。2025 年 1-9 月，公司实现综合毛利率 29.5%，同比+5.47pp，Q1、Q2、Q3 单季度毛利率分别为 26.1%/31.2%/30.5%，Q3 同比+5.79pp，环比-0.66pp，单季度毛利率同比延续改善，环比基本持平、略有下滑，海外高盈利有效对冲国内盈利下滑。费用端有所优化，1-9 月期间费用率 13.38%，同比-0.31pp，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.75%/5.96%/2.24%/0.43%，分别同比-0.09/+0.45/-0.62/-0.04pp，财务费用率降低主因汇兑损失同比减少所致。1-9 月实现经营性现金流净额 32.27 亿元，同比-4.6%；截至 9 月末，公司资产负债率 53.22%，较 6 月末提高 2.26pp，负债率略有提升但整体可控。

海外业务持续推进，非水泥业务稳步发展。截至 25 年上半年，公司非水泥业务收入占比达 43%，EBITDA 占比达 44%，已持续成为公司利润重要贡献点，同时已在塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦等 14 个国家布局，尼日利亚收购项目的股权交割已于 8 月 29 日完成，标的公司合计拥有水泥产能约 1,060 万吨/年，马拉维 2000 吨熟料项目 9 月底成功点火，海外运营水泥粉磨能力突破 3500 万吨/年，目前仍有莫桑比克 3000 吨/日水泥熟料生产线在建，海外产能持续提升，盈利能力整体好于国内，有望持续贡献业绩增长。

风险提示：需求恢复不及预期；原材料价格上涨超预期；海外扩张不及预期

投资建议：海外成长持续兑现，关注国内反内卷推进，维持“优于大市”

公司加速国际化布局并持续推进一体化战略，海外布局领先、成长持续兑现，非水泥业务稳步贡献业绩，目前国内水泥量价仍有承压，关注后续反内卷持续推进有望带来的供给端优化和盈利修复。考虑海外盈利表现超预期，上调盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 为 1.43/1.77/1.92 元/股，对应 PE 为 15.6/12.6/11.6X，维持“优于大市”评级。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、陈颖（S0980518090002）

◆ 塔牌集团(002233.SZ) 财报点评:Q3 水泥量价均有承压，投资浮盈继续贡献业绩

Q3 收入同比下滑，投资浮盈继续贡献业绩。2025 年 1-9 月实现营收 29.2 亿元，同比-0.49%，归母净利润 5.88 亿元，同比+54.23%，扣非归母净利润 3.1 亿元，同比+26.82%，EPS 为 0.50 元/股；其中 Q3 单季度营收 8.6 亿元，同比-9.89%，归母净利润 1.52 亿元，同比-1.6%，扣非归母净利润 0.69 亿元，同比+12.1%，Q3 量价承压，收入同比下滑，但受益煤炭价格下降和降本增效积累，盈利水平同比改善，同时资本市场持续回暖带来投资收益和持有证券投资公允价值变动收益继续增厚业绩，单季度实现公允价值变动收益+投资收益合计 1.14 亿元。

Q3 水泥量价均有承压，盈利水平同比改善但环比有所下滑。1-9 月公司水泥销量 1129 万吨，同比+6.4%，其中 Q3 单季度销售 340 万吨，同比-7.0%，环比-20.6%，销量同环比均有下滑。我们测算公司 1-9 月全口径水泥吨收入/吨成本/吨毛利分别为 258.4/196.2/62.2 元/吨，同比-17.8/-16.1/-1.7 元/吨，其中 Q3 单季度吨收入/吨成本/吨毛利分别为 252.8/193.2/59.6 元/吨，同比-8.0/-12.5/+4.5 元/吨，环比-12.7/-0.7/-12.0 元/吨，受整体需求不及预期及竞争加剧影响，Q3 水泥量价均有所承压，但受煤炭价格下降和降本增效，销售成本降幅大于水泥价格降幅，水泥主业盈利水平同比改善。

Q3 费用率同比基本持平，现金流有所下滑。公司 1-9 月期间费用率 10.1%，同比-0.57pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.59%/7.72%/-0.54%/0.30%，同比+0.62/-1.41/+0.42/-0.20pct，其中 Q3 单季度期间费用率 10.97%，同比+0.3pct，环比+2.12pct，费用率同环比有所提升主要受收入下滑影响，同时水泥包装费增加带来销售费用同比有所增加。1-9 月实现经营活动现金流净额 2.6 亿元，同比+27.7%，其中 Q3 单季度 1.25 亿元，同比-26.7%，单季度利润同环比下滑影响，现金流同步承压；截至 9 月末资产负债率 8.99%，较 6 月末进一步下降 0.12pct。

风险提示：需求恢复不及预期；原材料价格上涨超预期；供给增加超预期；

投资建议：红利属性依旧，短期盈利有望触底修复，维持“优于大市”评级

短期传统销售旺季叠加西江枯水期影响，企业涨价意愿强烈，9 月以来水泥价格积极推涨，珠三角价格有望触底回升，同时关注补产能进度推进以及后续进一步反内卷预期，中期有望加速行业出清，带来供

需格局进一步改善。公司作为粤东区域水泥龙头，地理位置、资源布局、成本规模、营销渠道等方面优势突出，同时积极回购+分红，根据公司制定的 24-26 年股东回报规划，设定每股现金分红原则不低于 0.45 元，对应目前股息率约 5.3%，红利属性依旧明显。预计 2025-2027 年 EPS 为 0.62/0.67/0.73 元/股，对应 PE 为 13.4/12.7/11.0X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、陈颖（S0980518090002）

◆ 盐湖股份(000792.SZ) 财报点评:三季度业绩环比明显增长，4 万吨锂盐项目投料试车

公司发布三季报：前三季度实现营收 111.11 亿元，同比+6.34%；实现归母净利润 45.03 亿元，同比+43.34%。公司于 25Q3 实现营收 43.30 亿元，同比+34.81%，环比+18.25%；实现归母净利润 19.88 亿元，同比+113.97%，环比+45.02%。公司三季度业绩环比明显增长。

氯化钾：前三季度，氯化钾产量为 326.62 万吨，销量为 286.09 万吨，其中 25Q1/Q2/Q3 产量分别为 96.49/102.49/127.64 万吨，Q3 环比+24.54%，销量分别为 89.11/88.68/108.30 万吨，Q3 环比+22.12%。价格方面，隆众资讯数据显示，西部地区氯化钾（60%粉）25Q1/Q2/Q3 市场价分别为 2809.7/2843.5/3193.9 元/吨，价格稳中有升。

碳酸锂：前三季度，碳酸锂产量为 3.16 万吨，销量为 3.15 万吨，其中 25Q1/Q2/Q3 产量分别为 8514/11486/11600 吨，Q3 环比+0.99%，销量分别为 8124/12476/10900 吨，Q3 环比-12.63%。价格方面，亚洲金属网数据显示，国产电池级碳酸锂 25Q1/Q2/Q3 市场价分别为 7.52/6.51/7.32 万元/吨，锂价于三季度触底反弹。

实控人增持彰显信心：三季度，公司实控人中国五矿启动股份增持计划，通过集合竞价与大宗交易方式累计增持 2.48 亿股（占总股本 4.69%）；增持完成后，中国五矿及其一致行动人合计控制公司 15.87 亿股股份，占总股本比例达 29.99%。

4 万吨锂盐项目投料试车：今年 9 月 28 日，4 万吨/年基础锂盐一体化项目已基本建成，关键装置吸附提锂装置试车产出合格液，纳滤反渗透系统完成膜安装及水联动，沉锂及公辅工程完成核心设备单机试车，正式进入投料试车阶段并产出合格的电池级碳酸锂产品。

风险提示：钾肥和锂盐价格上涨不达预期；碳酸锂扩产进度低于预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

上调公司盈利预测。预计公司 2025-2027 年营收分别为 169.93/186.62/201.49（原预测 157.82/169.33/181.90）亿元，同比增速 12.3%/9.8%/8.0%；归母净利润分别为 67.81/74.51/81.04（原预测 53.52/58.00/63.25）亿元，同比增速 45.4%/9.9%/8.8%；摊薄 EPS 为 1.28/1.41/1.53 元，当前股价对应 PE 为 20/18/16X。考虑到公司依托于察尔汗盐湖得天独厚的资源优势，在国内钾肥和盐湖提锂领域均处于绝对领先的地位，尤其是公司未来在盐湖提锂领域的产能将有望实现快速扩张，有望保持较强的成本优势，对于加强国内锂资源自主可控有重要意义，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、杨耀洪（S0980520040005）

◆ 芒果超媒(300413.SZ) 财报点评:广告业务同比向上，关注综艺内容表现

营收及利润下滑，经营性现金流表现良好。1) 前三季度公司实现营业收入 90.63 亿元、归母净利润 10.16 亿元，同比分别下滑 11.82%、29.67%，对应全面摊薄 EPS 0.54 元；实现扣非归母净利润 7.91 亿元，同比下滑 35.50%；2) 25 年 Q3 公司实现营收 30.99 亿元、归母净利润 2.52 亿元，同比分别下滑 6.58%、33.47%；3) 营业同比下降主要是传统电视购物业务板块收缩；归母净利润同比下降主要是由于公司加大头部影视剧内容、生态布局及技术应用等方面的投入；4) 前三季度经营性现金流量净额为 6.74 亿，同比增长 307.14%，表现良好。

核心平台业务表现稳健，广告业务触底向上。1) 前三季度核心平台芒果 TV 营业收入同比基本持平、表现稳健；2) 用户侧，1-9 月芒果 TV 用户月活均值同比增长约 11.08%（QM 数据）、跑赢行业整体表现；3) 广告业务呈现回暖态势，第三季度广告收入实现同比增长。

内容生态持续完善，关注综艺与剧集表现。1) 综艺节目继续保持行业领先优势。《密室大逃脱第七季》《披荆斩棘 2025》《我家那闺女 2025》《花儿与少年·同心季》等 Q3 上线节目表现良好；2) 剧集方面，《锦绣芳华》《锦月如歌》亦有不错表现。公司储备有《水龙吟》《咸鱼飞升》《野狗骨头》等影视剧近百部，芒果 TV、湖南卫视两大播出平台具备横跨网端和台端的融合影响力，叠加行业主管部门对于广播电视行业内容供给的最新政策支持，将催生更多的优质爆款剧集；3) 后续内容来看，综艺端《再见爱人第五季》、《声鸣远扬》陆续播出；剧集端古装玄幻剧《水龙吟》已上线；4) 微短剧布局持续推进，自制横屏精品短剧《姜颂》登顶猫眼 5 月短剧有效播放排行榜；《乘风》首个 IP 衍生微短剧《乘风 2025 之三十而励》即将上线；《还珠》系列以及《橘祥如意》《新龙门客栈》等一系列长尾效应显著的现象级 IP 将改编为短剧。

风险提示：会员增长不及预期；技术发展低于预期；新业务拓展低于预期等。

投资建议：维持盈利预测，预计 25/26/27 年归母净利润为 18.62/23.53 亿元/28.39 亿元，对应 EPS 为 1.00/1.26/1.52 元，同期 PE =29/23/19x，持续看好公司内容与平台运营优势，维持“优于大市”评级。

证券分析师：张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 稳健医疗(300888.SZ) 财报点评:第三季度业绩亮眼，收入利润均实现加速增长

第三季度收入同比增长 28%，扣非归母净利润同比增长 51%。2025 年第三季度营业收入 26.0 亿元，同比+27.7%，归母净利润 2.4 亿元，同比+42.1%。毛利率为 48.3%，同比+1.3%。公司严控费率，尽管因并购 GRI 增加费用使管理费用率同比+0.6%至 8.4%，但销售费用率同比-1.8%至 23.7%。受益于毛利率和费用率同步改善，扣非归母净利润同比+50.8%至 2.2 亿元，扣非归母净利率同比+1.3 个百分点至 8.4%。期末存货金额同比+9.3%至 21.4 亿元，存货周转天数-11 天至 136 天，应收/应付周转天数分别-4/-16 天。

医疗业务外延并购与内生优化共同驱动增长。前三季度收入 38.3 亿元，同比+44.4%，其中第三季度预计收入 13.9 亿元，同比+47.2%。产品方面，收购 GRI 公司带动手术室耗材收入同比大幅增长 185.3%至 11.5 亿元（剔除 GRI 影响，Q3 预计+15%）；同时，公司持续优化产品结构，高价值高毛利产品占比显著提升，成为内生增长的重要支撑。其中，高端敷料实现收入 7.2 亿元，同比+26.2%（Q3 预计+26%至 2.4 亿元）；健康个护品类实现收入 3.6 亿元，同比+24.6%（Q3 预计+25%至 1.3 亿元）。渠道方面，收购 GRI 公司显著提升境外业绩表现，前三季度公司境外收入同比+81.7%至 21.8 亿元，占医疗板块比重已提升至 57%（Q3 预计+82.9%至 7.5 亿元，占医疗板块比重约 57%），其中，自有品牌的出海业务同比+24%，跨境电商同比+45%；境内渠道前三季度收入 16.5 亿元，同比+13.0%（Q3 预计+6.2%至 5.6 亿元），其中，C 端业务（药店及电商）同比增长+25.8%至 6.6 亿元（Q3 预计+12.6%至 2.1 亿元）。

消费品业务卫生巾延续亮眼表现，兴趣电商突破性增长。前三季度全棉时代营业收入同比+19.1%至 40.1 亿元，其中第三季度预计收入 12.6 亿元，同比+17.3%。产品方面，奈丝公主卫生巾保持高速增长，收入同比+63.9%至 7.6 亿元（Q3 预计+55.9%至 2.2 亿元）；成人服饰延续快速增长，收入同比+17.3%至 7.5 亿元（Q3 预计+13%至 2.3 亿元）；棉柔巾高基数下增速放缓，收入同比+15.7%至 11.7 亿元（Q3 预计+8.4%至 3.6 亿元）；婴童服饰受出生人口减少影响，第三季度仅个位数增长。渠道方面，线上渠道保持快速增长，前三季度收入同比+23.5%至 24.6 亿元（Q3 预计+25%至 7.6 亿元），其中，以抖音为主的兴趣电商平台前三季度实现同比近 80%（Q3 预计+42%）的突破性增长；线下渠道中商超延续高增长的亮眼表现，前三季度收入同比+53.4%至 3.6 亿元（Q3 预计+36.9%至 1.2 亿元）。自营门店“提质提效”，计划每年开设 50-70 家高质量新店，注重开设大店、好店和城市旗舰店，其中，全棉时代首家全球旗舰店于 9 月 20 日在武汉楚河汉街盛大开业。

风险提示：海外需求疲软、新客户开拓不及预期、系统性风险。

投资建议：看好消费核心品类驱动增长，医疗业务整合扩大份额。公司前三季度收入和净利润均实现 30%以上的增长，单三季度利润增速进一步提速，业绩增长主要是受益于消费业务的产品驱动和医疗业务内生外延增长，并且在股权激励较快增长的目标下集团具有较强的驱动力，我们看好公司持续表现出色的成长性，并且在充沛的现金流支撑下维持较好的分红水平。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 10.1/11.7/13.5 亿元，同比增长 44.7%/16.1%/15.5%。维持 48-52 元目标价，对应 2026 年 PE 24-26x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	901.66	-1.70	ICE 布伦特原油	64.40	-1.85
白银	11191.00	0.23	铜	87970.00	0.26
铝	21215.00	0.14	铅	17365.00	-0.43
豆一	4106.00	0.71	锌	22355.00	0.13
豆粕	2930.00	0.44	镍	120680.00	-0.19
玉米	2104.00	0.19	锡	285630.00	0.35
螺纹钢	3043.00	0.29	SR511	5426.00	0.72

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	100.0	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
002736.SZ	国信证券	47358.75	961242.93	100.00	2025-08-14
600369.SH	西南证券	33000.00	664510.91	100.00	2025-07-22
600490.SH	鹏欣资源	22026.56	221288.70	100.00	2025-06-12
600967.SH	内蒙一机	412.50	170338.18	82.58	2025-06-03
601226.SH	华电重工	408.34	116701.00	100.00	2025-06-02
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24

601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	47631.99	-0.155906	68.25	68.25	68.25	68.25	41.73
德国 DAX 指数	24124.21	-0.636033	89.40	1.59	-0.38	23.85	53.85
法 CAC40 指数	8200.88	-0.191077	-0.07	4.06	4.37	9.18	44.75
恒生指数	26346.14	-0.331244	1.22	0.83	3.06	27.89	62.24
沪深 300 指数	4747.83	1.190600	3.38	2.76	14.34	20.97	55.78
美国 SP500 指数	6890.59	-0.004354	2.85	3.44	8.15	18.13	49.68
纳斯达克综合指数	23958.47	0.549701	5.35	6.05	13.55	28.03	52.48
日经 225 指数	51307.65	2.167439	4.05	13.90	26.14	31.88	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	300750.SZ	宁德时代	386.4800	0.0777	无数据	300750.SZ	宁德时代	386.4800	0.0777	无数据
2	688111.SH	金山办公	337.2100	6.3754	无数据	688111.SH	金山办公	337.2100	6.3754	无数据
3	300124.SZ	汇川技术	77.3100	-1.2265	无数据	002050.SZ	三花智控	52.6100	8.2065	无数据
4	600276.SH	恒瑞医药	63.6200	-5.0589	无数据	300124.SZ	汇川技术	77.3100	-1.2265	无数据
5	300274.SZ	阳光电源	165.8800	-0.6409	无数据	600276.SH	恒瑞医药	63.6200	-5.0589	无数据
6	000333.SZ	美的集团	74.4100	-0.6277	无数据	300274.SZ	阳光电源	165.8800	-0.6409	无数据
7	300476.SZ	胜宏科技	327.0000	-3.9140	无数据	300476.SZ	胜宏科技	327.0000	-3.9140	无数据

8	600183.SH	生益科技	67.3900	4.7242	无数据	600183.SH	生益科技	67.3900	4.7242	无数据
9	002475.SZ	立讯精密	64.6600	-1.1315	无数据	002475.SZ	立讯精密	64.6600	-1.1315	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	513.0000	0.7977	无数据	300308.SZ	中际旭创	513.0000	0.7977	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	9880.HK	平安法兴八零A	140.0000	-0.02234637	59108.40	0981.HK	中芯国际	80.1000	-0.03260870	436473.63
2	9880.HK	优必选	140.0000	-0.02234637	59108.40	9988.HK	阿里巴巴-W	171.0000	-0.01497696	409211.81
3	0941.HK	中国移动	85.5500	0.00410798	74084.56	1810.HK	小米集团-W	44.9200	-0.01921397	220118.68
4	0763.HK	中兴通讯	39.5600	-0.04858105	111531.62	1347.HK	华虹半导体	86.1500	-0.00404624	167015.09
5	9992.HK	泡泡玛特	228.2000	-0.02227935	121769.78	0700.HK	腾讯控股	645.0000	-0.01676829	166553.11
6	2050.HK	中移汇丰八零七购	42.2000	0.05184447	130373.45	0763.HK	中兴通讯	39.5600	-0.04858105	120196.11
7	2050.HK	三花智控	42.2000	0.05184447	130373.45	2050.HK	中移汇丰八零七购	42.2000	0.05184447	118967.89
8	0700.HK	腾讯控股	645.0000	-0.01676829	130948.96	2050.HK	三花智控	42.2000	0.05184447	118967.89
9	1347.HK	华虹半导体	86.1500	-0.00404624	206624.53	9992.HK	泡泡玛特	228.2000	-0.02227935	89493.12
10	1810.HK	小米集团-W	44.9200	-0.01921397	223686.47	9880.HK	平安法兴八零A	140.0000	-0.02234637	56673.56
11	9988.HK	阿里巴巴-W	171.0000	-0.01497696	356952.97	9880.HK	优必选	140.0000	-0.02234637	56673.56
12	0981.HK	中芯国际	80.1000	-0.03260870	444150.75	2015.HK	理想汽车-W	81.6000	-0.02392344	42739.15

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032