

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-10-30

宏观策略

2025 年 10 月 30 日

FedNote#11: 技术帖: 美联储是如何决策加息降息的?

核心观点: 特定的历史时期赋予美联储特定的使命, 对美联储加息降息决策起决定性作用。美联储从最初的金融系统稳定者、没有独立性的二战“印钞机”逐步演变为以就业最大化与物价稳定为双重使命、以泰勒规则为定量参考决策加息降息的高度独立央行。但很快, 美联储将又一次站在历史的十字路口——特朗普对低利率的强烈政治诉求料再度挑战美联储独立性。泰勒规则基于当前经济展望仅指引 2026 年 1 次降息, 而交易员已定价 2.7 次, 我们预期新任美联储主席在 2026 年 5 月上任后将给出远超经济所需的降息力度。假定 2025 全年降息 3 次的一致预期能落地, 我们预测 2026 年美联储料至少降息 3 次, 将政策利率至少下调至[2.75, 3.0]。策略启示: 更低的美元利率, 更差的美元信用。若美联储落地超经济所需、泰勒规则所指引的降息力度, 则更宽松的货币政策将让美国经济从软着陆走向扩张。对市场而言, 更低的美元利率将压低短期美债利率, 但更差的美元信用将推高长端美债期限溢价, 最终导致长债利率高位震荡。而更低的美元利率、更差的美元信用将给美元施加更多贬值压力, 并助力黄金继续创新高。最后, 重回扩张的美国经济将拉动经济总需求, 推高美股与美铜等大宗商品。

宏观深度报告 20251029: 文旅投资为什么不赚钱?

从根本看, 幸福感是大陆游客亟需被满足的情感需求, 体验文旅活动则是提升游客幸福感的必要路径。而与其他各国游客相比, 大陆游客青睐的文旅活动普遍要求较高的文化附加值。2024 年, 中国大陆游客希望通过海外旅行获得“幸福感”的比例高达 39.8%, 较各国游客的平均水平高出约 13.6 个百分点。体验文旅活动则是提升游客幸福感的必要路径, 从具体项目看, 在①参加漫展等流行文化活动或展览、②逛能买到人气角色等 IP 周边的店铺两大项目领域, 中国游客的需求高出各国游客的平均值 12 至 15 个百分点, 上述活动的共同特征在于需要相对较高的文化附加值。事实上, 经典文化 IP 明显有助于长期提高游客的文旅消费支出。例如: ①在人造景区方面, 迪士尼是依托经典文化 IP 构建商业帝国的典型案例。2025 财年, 周边商品销售、酒店餐饮服务对东京迪士尼运营主体的盈利贡献超过 52%。②在自然景区方面, 《权力的游戏》、《指环王》等经典影视作品持续、显著提高了取景地对全球游客的吸引力。仅在 2019 年, 《指环王》旅行线路便为新西兰贡献了超过 3.5 亿欧元的旅游收入, 而此时距离《指环王》电影三部曲收官已经过去了整整 16 年。作为一种传递思想、符号和生活方式的消费品, 文化 IP 最能迎合未来国内游客的文旅需求, 但目前在全球顶级文化 IP 中, 中国品牌数量依然较少, 未来国内仍需持续努力。

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?

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

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

非银金融行业深度报告：财富管理系列报告之四——财富管理起源欧洲、发展于美国，未来在亚洲（行业篇）

他山之石，可以攻玉，海外财富管理的经验可以给我国带来丰富的借鉴。当下金融科技飞速发展、国民财富不断增长，具备供需两端同时发力的条件，我们认为财富管理业务从卖方销售形态转向买方投顾模式是可见的趋势。在此背景下，海外较为成熟的财富管理转型经验对我国而言具有参考借鉴的价值。风险提示：宏观经济不确定性加大；财富管理行业竞争加剧；国内监管政策或有收紧。

2025 年主流车企城市 NOA 试驾报告—10 月北京篇

2025 年是汽车智能化拐点之年，开启 3 年周期推动国内电动化渗透率实现 50%-80%+ 的跃升，整车格局迎来新的重塑阶段。头部智能驾驶主机厂/方案供应商已实现包括环岛、掉头等复杂场景的城市 NOA 落地体验，并完善车位到车位、场景理解等高阶功能，加强 Corner Case 的处理能力，提升乘客与安全员的驾驶体验。本报告进行了大样本集中路测以及小样本深度路测两种形式，从场景实现、接管频率、舒适性等维度对尊界、小鹏、智己、理想、小米、蔚来共 6 家智能驾驶主机厂/方案供应商的智驾体验进行定性和定量的横截面评价。由于主观尺度、实际路况、安全员对智驾的信任度等因素的限制，本报告不涉及具体车企/方案供应商的智能化能力排序（表格先后顺序不代表排序情况），也不涉及具体车企/方案供应商的投资建议。本次北京智能化关键词为“强者恒强”。华为和小鹏在总体接管次数和细分场景中表现依然领跑，各项维度评价优秀且均衡，尤其在困难场景中展现出及时反应。智己 Momenta 方案表现亮眼，相较上海场体验提升。理想 VLA 架构体验稳定，绝对接管次数少。小米与蔚来能够覆盖城市 NOA 基本场景，逐渐优化细节体验。相比 Q1，Q3 各家车企智驾能力差距呈现不断缩小的趋势。主要体现在：1）Q1 第二梯队主机厂/方案供应商不断完善例如环岛、掉头等城市断点场景；2）Q1 第二梯队主机厂/方案供应商路测接管次数明显减少且向第一梯队趋近；3）Q1 第一梯队主机厂/方案供应商处于底层架构切换期，具体落地效果仍需

等待 Q4 迭代验证。 风险提示：全球 AI 技术创新低于预期；国内 L3 智能化渗透率低于预期等。

非银金融行业点评报告：公募持仓观察：保险持仓环比下降，券商及互金持仓环比基本持平——25Q3 非银板块公募持仓分析

非银板块景气度持续上行，行业配置价值逐步凸显：三季度以来权益市场行情大幅上行，资本市场环境持续优化，中长期资金入市步伐加快，共同驱动非银板块景气度上行。25Q1~3 日均股基成交额达到 18723 亿元，同比提升 109%；其中 Q3 单季度日均股基成交额达到 24076 亿元，同比提升 208%。非银金融行业作为资本市场的重要参与者，后续有望持续受益于市场环境改善。另一方面，当前公募基金对非银板块持仓依然处于相对低位，低配幅度较大。重点推荐中国平安、新华保险、中国人保、中信证券、同花顺、九方智投控股等。 风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

推荐个股及其他点评

首旅酒店（600258）：2025 三季度点评：RevPAR 降幅收窄，开店结构优化

盈利预测与投资评级：首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团，背靠首旅集团协同整合资源，25 年公司继续优化开发经营，开店提速叠加结构升级。基于 RevPAR 承压和直营店关店影响，下调盈利预测，2025-2027 归母净利润分别为 8.5/9.8/10.6 亿元（前值为 9.1/9.9/10.6 亿元），对应 PE 估值为 19/16/15 倍，维持“买入”评级。 风险提示：门店扩张不及预期、市场竞争加剧带来的单房均价下滑等。

兴蓉环境（000598）：2025 年三季度点评：25Q3 单季度归母同增 13%超预期，资本开支下降

盈利预测与投资评级：公司掌握成都优质水务固废资产，污水定价机制稳定，随着污水处理费提价+在建产能逐步投运，享确定性成长，长期自由现金流增厚空间大。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 21.74/23.64/25.72 亿元，对应 PE 为 10/9/8 倍，维持“买入”评级。 风险提示：项目建设进展不及预期，应收账款期延长，资本开支上行等。

仙乐健康（300791）：2025 年三季度点评：环比提速，结构优化

符合预期节奏的经营修复，重点关注 BFPC 事项进展。

精测电子（300567）：2025 年三季度点评：Q3 业绩高增，看好半导体&显示业务持续放量

先进制程设备批量交付，半导体量检测设备加速贡献：（1）半导体设备：公司膜厚系列产品、OCD 设备、电子束设备已取得国内先进制程重复性订单；先进制程明场缺陷检测设备已正式交付客户，28nm 制程设备已在客户端完成验收；有图形暗场缺陷检测设备等其余储备产品目前正处于研发、认证等过程中。（2）平板显示检测设备：2025 年平板显示行业正逐渐走出周期性底部，LCD 大尺寸、超大尺寸预计仍存在扩线投资需求，后续随着消费领域头部客户产品逐步使用 OLED 屏幕叠加端侧 AI 设备放量，以及国内龙头企业京东方 G8.6 OLED 项目的投建，看好显示面板业务持续向好。 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 2.2/3.6/5.6 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 102/63/40 倍。出于对公司半导体业务快速发展及显示业务恢复的乐观预期，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。

神州泰岳 (300002): 2025 年三季报点评: 存量游戏趋稳, 关注新游周期
盈利预测与投资评级: 考虑公司新游推广节奏变化, 我们调整盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 10.2/13.4/14.6 亿元 (前值为 11.1/13.3/14.5 亿元), 2025 年 10 月 29 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 23/18/16 倍。我们看好公司新游上线后的业绩弹性及 AI 业务潜力, 维持“买入”评级。 风险提示: 新游流水不及预期, 行业政策风险。

南网储能 (600995): 2025 年三季报: AI 带动大储时代到来, 推荐稀缺电网侧储能平台

事件: 公司发布 2025 年三季报, 2025 年前三季度公司实现营业收入 53.20 亿元, 同比+17.7%; 实现归母净利润 14.33 亿元, 同比+37.1%。单 Q3 看, 实现营业收入 20.19 亿元, 同比+25.6%; 实现归母净利润 6.01 亿元, 同比+43.4%; 符合市场预期。 2025 年 8 月梅州二期 (30 万千瓦) 投产, 抽蓄装机增至 1058 万千瓦。2025 年前三季度公司营业收入同比+17.7, 分板块看: 一是调峰水电厂来水同比增加, 发电量同比增加, 实现收入 16.50 亿元, 同比+37.6%; 二是梅蓄一期现货市场收入增加+二期投产, 抽蓄实现收入 33.05 亿元, 同比+7.2%; 三是云南丘北储能电站 (200MW/400MWh) 投产, 新型储能收入同比+27.4%。 盈利预测与投资评级: 我们维持预计 2025-2027 年归母净利润为 12.35 亿元、13.94 亿元、15.17 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 为 32 倍、29 倍、26 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 公司调峰电站来水不确定的风险、新型储能电站商业模式不确定的风险等

双环传动 (002472): 2025 年三季报点评: 2025Q3 业绩符合预期, 电驱齿轮龙头持续成长

盈利预测与投资评级: 我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 12.69 亿元、15.40 亿元、18.66 亿元 (前值为 12.69 亿元、15.57 亿元、18.74 亿元), 对应的 EPS 分别为 1.49 元、1.81 元、2.20 元, 2025-2027 年市盈率分别为 29.78 倍、24.54 倍、20.26 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 新能源乘用车销量不及预期; 原材料价格波动影响; 新业务开拓不及预期; 并购整合不及预期。

银轮股份 (002126): 2025 年三季报点评: 2025Q3 业绩符合预期, 毛利率环比有所改善

盈利预测与投资评级: 考虑到公司新项目的放量节奏, 我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 9.71 亿元、12.18 亿元、15.35 亿元 (前值为 10.02 亿元、12.47 亿元、15.31 亿元), 对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.15 元、1.44 元、1.82 元, 市盈率分别为 33.92 倍、27.03 倍、21.46 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 新能源乘用车销量不及预期; 新产品拓展不及预期; 原材料价格波动影响盈利。

2025 年三季报点评: 供热翻倍&降本控费带动业绩高增, 国补回收加速

盈利预测与投资评级: 公司是固废板块提分红+提 ROE 逻辑兑现典范! 当前 A 股股息率 (ttm) 4.1%, 港股股息率 (ttm) 6.3%, 随着国补回收加速&资本开支下降, 自由现金流增厚, 分红仍有提升潜力。公司积极拓展供热&降本控费, 业绩&ROE 双升, 发布股权激励锁定持续成长。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 6.50/7.18/7.60 亿元, 对应港股 10/9/9 倍 PE, 对应 A 股 16/14/13 倍 PE, 维持“买入”评级。(估值日期: 2025/10/28) 风险提示: 应收风险, 危废项目减值风险, 资本开支超预期上行等。

巨人网络 (002558): 2025 年三季报点评: 流水超预期, 关注业绩弹性释放

盈利预测与投资评级: 考虑《超自然》流水持续超预期, 利润率有提升空间, 我们上修盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 23.5/42.8/47.6 亿元 (前值为 22.6/33.7/36.9 亿元), 2025 年 10 月 28 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 31/17/15 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 老游流水超预期下滑, 行业监管风险。

怡合达 (301029): 2025 年三季报点评: 业绩稳步增长, 盈利能力持续提升

盈利预测与投资评级: 考虑到当前下游需求强势增长, 叠加公司盈利能力持续提升, 我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 5.64 (原值: 5.53) /6.83 (原值: 6.65) /8.08 (原值: 7.91) 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 23/19/16 倍, 维持公司的“买入”评级。风险提示: 制造业复苏不及预期, 原材料价格波动, FB 业务进展不及预期。

科达利 (002850): 2025 年三季报点评: Q3 主业经营性利润率稳健, 机器人稳步推进

盈利预测与投资评级: 考虑一次性补缴税费影响, 我们调整 25-27 年归母净利润为 17/22/27 亿 (原预测值为 18/22/26 亿元), 同比增 15%/30%/23%, 对应 PE 为 29x/22x/18x, 给予 26 年 35x PE, 对应目标价 281.4 元, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期, 行业竞争加剧。

中国通号 (688009): 2025 年三季报点评: 加速聚焦主业, 低空经济构筑新增长极

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 39.05/43.05/47.17 亿元。当前市值对应 PE 分别为 15/13/12 倍, 考虑公司加速聚焦主业且布局低空经济领域, 维持公司“买入”评级。风险提示: 信号系统改造需求不及预期, 海外市场拓展不及预期, 宏观经济风险。

伊之密 (300415): 2025 年三季报点评: 营收稳健增长, 拟投资 3.74 亿加码智能制造

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 7.05/8.33/9.79 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 16/14/12 倍, 考虑到公司在注塑机/压铸机领域龙头地位, 维持公司“增持”评级。风险提示: 制造业复苏不及预期, 原材料价格波动, 海外拓展不及预期。

芒果超媒 (300413): 2025 年三季报点评: 广告收入回暖, 优质内容储备待兑现

盈利预测与投资评级: 考虑到 2025 年前三季度广告市场修复不及预期及内容投入相对刚性, 我们将 2025 年归母净利润预测从 15 亿元下调至 12 亿元; 随着广告市场边际改善及优质内容上线拉动会员收入增长, 公司有望于 2026 年重回增长轨道, 我们基本维持 2026-2027 年归母净利润预测 18/20 亿元, 当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 43/30/27 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济与政策风险, 市场竞争风险, 影视内容不及预期。

奥特维 (688516): 2025 年三季报点评: 业绩短期承压, 平台化布局&海外市场拓展驱动中长期成长

成长为横跨光伏&锂电&半导体的自动化平台公司。(1) 光伏: a. 硅片: 公司推出的性价比较高的低氧单晶炉, 获得天合光能、晶科能源、阿特斯等光伏知名客户的认可和复购, 市场份额上升较快; 公司硅片分选机不断

创新，满足客户的各种需求，目前全球主要硅片生产商隆基绿能、高景太阳能、弘元绿能等均是公司硅片分选机客户；25Q3 公司兼容多分片边缘钝化设备成果落地，已在客户端小批量试产测试；b.电池片：子公司旭睿科技负责丝印整线设备，收购普乐新能源负责 LPCVD 镀膜设备，推出激光 LEM 设备；c.组件：公司串焊机的市场地位较高，为全球超过 600 个生产基地提供了串焊机，客户覆盖全球前十大光伏组件供应商，市场占有率超过 60%。（2）半导体：公司铝线键合机、AOI 设备持续获得气派科技、仁懋电子、应用光电（AAOI）、环球广电等批量订单，2025H1 新签订单量接近 2024 年全年新签订单量，呈现高速增长态势，Q3 持续拓展光通讯领域客户，与国内知名企业达成合作；半导体划片机和装片机已在客户端进行验证；CMP 设备处于内部调试阶段。（3）锂电：生产的应用于电化学储能的锂电模组/PACK 智能产线、集装箱装配线，已取得阿特斯、天合储能、晶科储能、中车株洲所、阳光储能等客户的订单；成功拓展固态电池市场，25Q3 硅碳负极核心设备获业内知名企业订单。盈利预测与投资评级：盈利预测与投资评级：我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测至 6.8/6.1/6.4 亿元，对应当前股价 PE 约 20/22/21 倍，考虑到公司半导体&锂电业务持续放量，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

普源精电（688337）：2025 年三季报点评：Q3 营收同/环比+6%/30%，高端产品和解决方案引领增长

盈利预测与投资评级：考虑到关税、新建产能等不确定性，出于谨慎性考虑，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.0（原值 1.3）/1.5（原值 1.8）/2.1（原值 2.4）亿元，当前市值对应 PE 75/51/36X，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、地缘政治冲突、新品推出不及预期等。

锅圈（02517.HK）：2025 年三季度业务数据点评：开店顺利落地，经营情况略超预期

考虑到 2025Q3 的表现略超我们此前预期，我们上调此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利为 4.4/5.6/6.8 亿元（此前预期为 4.2/5.0/5.8 亿元），同比+93%/27%/21%；对应 PE 为 21/17/14X。维持“买入”评级。

富临精工（300432）：2025 年三季报点评：铁锂产能扩张加速，机器人业务稳步推进

盈利预测与投资评级：考虑 26 年对铁锂子公司持股比例下降，下修 25-27 年归母净利预期至 5.4/10/13.7 亿元（原预测值为 6.3/12.3/16.3 亿元），同增 37%/86%/36%，对应 PE 为 62/33/24 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧。

永兴股份（601033）：2025 年三季报点评：25Q3 归母净利同增 26%，自由现金流持续增厚

盈利预测与投资评级：公司掌握广州优质垃圾焚烧项目，积极拓展存量陈腐垃圾、工业固废等。资本开支结束，随着产能爬坡，现金流持续向好，具备长期分红能力。我们维持 2025-2027 年归母净利润为 9.17/10.17/10.87 亿元，同增 11.7%/11.0%/6.9%，对应 PE 16/14/14 倍。维持“买入”评级。（估值日期：2025/10/28）风险提示：补贴政策风险，垃圾量不及预期，收入区域集中度高的风险。

洪城环境（600461）：2025 年三季报点评：折旧年限延长释放盈利，自由现金流回正

事件：2025 年前三季度公司实现营业收入 54.26 亿元，同比减少 3.85%；

归母净利润 9.33 亿元，同比增长 1.18%；扣非归母净利润 9.29 亿元，同比增长 2.60%。盈利预测与投资评级：高分红兼具稳健增长，25 年 7 月供水管网折旧年限延长释放盈利，水务运营资产量价刚性，随着水价市场化&污水顺价推进，板块有望迎价值重估。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 12.51/13.07/13.63 亿元，同比+5.1%/4.4%/4.3%，对应 PE 为 9.4/9.0/8.7 倍，公司承诺 2024-2026 年分红比例不低于 50%，按 50%分红比例测算，对应 2025 年股息率 5.3%，维持“买入”评级。（估值日期：2025/10/28）风险提示：资本开支超预期上行，应收风险，市场化改革不及预期等。

安井食品（603345）：2025 年三季报点评：利润端略超预期，新品新渠道进展顺利

公司利润率表现强劲，但收入端仍受下游需求疲软的影响，我们略下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 14.0/15.9/17.4 亿元（此前预测值分别为 14.3/16.2/19.1 亿元），同比-6%/+14%/+9%，对应 PE 为 17/15/13X。维持“买入”评级。

一拖股份（601038）：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润同比+15.1%，公司业绩迎来向上拐点

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 9.2/9.5/10.6 亿元，当前市值对应 PE 分别为 16/15/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求不及预期，农机补贴政策不及预期，出海进展不及预期

华测检测（300012）：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润同比+11%符合预期，多元化+全球化战略加速推进

盈利预测与投资评级：我们维持公司归母净利润预测为 10.6/11.7/13.1 亿元，当前市值对应 PE 23/21/18x，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、竞争格局恶化、并购整合不及预期等

柏楚电子（688188）：2025 年三季报点评：Q3 收入同比+23.7%，交付结构问题导致盈利能力短期承压

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 10.61/12.93/15.86 亿元，对应当前市值 PE 分别为 38/31/26x，维持“买入”评级。风险提示：下游资本开支不及预期，技术研发不及预期，国产替代进程不及预期

北京人力（600861）：2025 三季报点评：利润率稳定，业绩承诺有望实现

盈利预测与投资评级：北京人力是我国人力资源服务行业龙头，规模优势突出，客户资源丰富，在薪酬管理、人事管理服务等领域有较强的优势，与德科成立的外企德科合资公司在灵活用工行业内享有较好的口碑。考虑降本增效成效超预期及今年投资收益确认，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 11.6/10.3/11.0 亿元（此前为 8.9/9.7/10.5 亿元），最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 9/10/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：用工需求不及预期，招聘需求不及预期等。

永安期货（600927）：2025 年三季报点评：受投资收益增长驱动，Q3 单季归母净利润创新高

盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年前三季度经营情况，考虑到 Q3 归母净利润表现显著超预期，我们上调 2025-2027 年归母净利润至 6.5/7.3/8.0 亿元（前值为 4.7/5.9/6.6 亿元），当前市值对应 2025E PE 34x，维持“买入”评级。风险提示：大宗商品价格波动超预期，国内期货市

场监管政策变化。

立高食品 (300973): 2025 年三季报点评: 收入端稳健, 成本拖累利润端
油脂成本进入 Q3 以后偏高位运行, 虽环比有回落, 但我们预计相比上半年而言仍居于高位, 我们略下调盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.3/4.1/4.7 亿元 (此前的预期分别为 3.6/4.4/5.0 亿元), 同比 +24%/+23%/+14%, 对应 PE 为 21/17/15X。维持“买入”评级。

聚和材料 (688503): 2025 年三季报点评: 银浆市占率保持高位, 拓展半导体外延

盈利预测与投资评级: 考虑到公司毛利率承压, 信用减值与投资损失, 行业竞争加剧, 我们下调 25-27 年归母净利润为 3.5/5/6.5 亿元 (25-27 年前值为 4.2/5.9/7.9 亿元), 同比 -16%/+42%/+29%, 基于公司银浆主业市占率保持高位、出货环比增长, 费用率下降、盈利韧性较强; 并购 SKE 空白掩模业务拓展半导体外延, 成长逻辑清晰, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等。

甘源食品 (002991): 2025 年三季报点评: 营收增速转正, 净利率改善
考虑 Q3 的边际改善已经兑现, 我们略上调 2025 年盈利预测, 2026-2027 年维持不变, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.6/4.0/4.8 亿元 (此前 2025-2027 年分别为 2.3/4.0/4.8 亿元), 同比 -31%/+54%/+19%, 对应 PE 为 19/13/11X。维持“买入”评级。

福莱特 (601865): 2025 年三季报点评: Q3 出货环比高增, 业绩超预期
盈利预测与投资评级: 考虑玻璃价格回升, 我们上调公司 2025-2027 年盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 10.4/16.7/21.8 亿元 (前值为 6.2/11.6/14.9 亿元), 同比 +3%/+60%/+31%, 对应 PE 为 38/23/18 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧、政策不及预期。

洛阳钼业 (603993): 2025 年三季报点评: 铜钴矿山表现优异, 金属价格提升带动公司业绩上行

盈利预测与投资评级: 由于铜钴金属价格显著提升, 我们调整公司 2025-2027 年归母净利为 188/255/297 亿元 (前值为 151/169/198 亿元), 对应 PE 分别为 19/14/12 倍, 基于公司 KFM 二期落地, 铜钴产量释放可期, 维持“买入”评级。风险提示: 市场竞争格局加剧; 地缘政治风险; 金属价格不及预期。

中国平安 (601318): 2025 年三季报点评: Q3 单季净利润与 NBV 高增, 综合投资收益率明显提升

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 2025-2027 年归母净利润至 1419/1564/1773 亿元 (前值为 1297/1427/1638 亿元)。当前市值对应 2025E PEV 0.69x、PB 1.07x, 维持“买入”评级。风险提示: 长端利率趋势性下行; 新单保费增长不达预期。

安徽合力 (600761): 2025 年三季报点评: Q3 营收同比+8%, 研发费用计提影响利润增速

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 14/15/16 亿元, 当前市值对应 PE 13/12/11X, 维持“买入”评级。风险提示: 地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化、原材料价格波动等

捷佳伟创 (300724): 2025 年三季报点评: 业绩持续增长, 光伏&锂电&半导体多点开花

拓展半导体&锂电领域, 逐步完善专用设备平台化布局: (1) 半导体设备: 继 2024 年成功中标碳化硅整线湿法设备订单后, 2025H1 子公司创微微

电子完成湿法设备全流程自主化开发，产品线覆盖 6-12 英寸晶圆制造、第三代半导体（SiC/GaN）及先进封装，可提供清洗、刻蚀、去胶一体化解决方案，关键零部件国产化率均超 95%。其中，6/8 英寸槽式及单片全自动设备已实现碳化硅器件全段工艺覆盖，并已替代进口，在欧亚市场持续斩获订单；12 英寸无篮槽式湿法设备于 SEMICON China 2025 发布，可适配 45-90 nm 及以下制程，软件全部自研，获行业广泛关注。（2）锂电真空专用设备：公司自主研发的双面卷绕铜箔溅射镀膜设备成功下线，并且已向客户成功交付了一步法复合集流体真空卷绕铝箔镀膜设备、新型薄膜电容器卷绕镀膜设备。 盈利预测与投资评级：考虑设备验收进度，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润分别至 30.4/15.1/11.3 亿元（原值分别为 25.4/15.4/15.2 亿元），当前股价对应 动态 PE 分别为 11/22/29 倍。考虑公司逐步完善专用设备平台化布局，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，新签订单&发货量不及预期。

九丰能源（605090）：2025 年三季报点评：短期因素扰动，盈利韧性强&上游拓展顺利

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 15.6/18.0/21.3 亿元，对应 2025-2027 年 PE 14.4/12.4/10.5x（2025/10/28），积极拓展上游优质气源，布局一体化，维持“买入”评级。 风险提示：气价修复不及预期，项目投产不及预期

英杰电气（300820）：2025 年三季报点评：业绩短期承压，半导体&核聚变电源业务构筑多个增长极

泛半导体电源国产替代前景可期，核聚变电源打造新增长极。公司为国内泛半导体工业电源龙头，光伏、半导体产品国产替代率持续提升，有望充分受益于后续核聚变电源需求。（1）光伏：公司产品应用于光伏行业上游的材料生产设备的电源控制上，在还原提纯和晶体生长环节均有应用，运用于 TOPCON 行业的中频溅射电源订单持续放量，有望受益光伏电池片电源国产化；（2）半导体及电子材料：公司重点攻关半导体刻蚀、薄膜沉积（CVD/PECVD）、离子注入等关键制程电源技术，同步拓展碳化硅外延、复合铜箔等新兴领域，部分型号射频电源已实现量产，覆盖 5nm 刻蚀及 PECVD 等先进制程，已经申请了数十项半导体电源相关专利；（3）充电桩：公司全资子公司四川英杰新能源有限公司专注研发制造新能源汽车充电桩，推出工商业储能核心产品，完成核心技术攻关，海外业务由英杰寰宇国际负责，已在欧洲和亚洲地区设立分、子公司，获得欧洲主要能源企业未来五年充电桩招投标机会。（4）核聚变电源：2024 年公司核聚变相关电源订单已突破千万元，正积极对接国内多个在建核聚变工程项目，凭借在高电压调控、大电流输出及抗干扰设计等核心技术领域的显著优势，为相关科研项目提供了关键电源设备支撑。 盈利预测与投资评级：考虑到公司光伏业务承压，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润为 3.0/3.8/4.8 亿元（原值 4.0/5.0/6.3 亿元），当前市值对应 PE 为 38/30/24 倍，但考虑到公司成长性，维持“增持”评级。 风险提示：下游扩产不及预期、产品拓展不及预期等。

杭可科技（688006）：2025 年三季报点评：业绩稳健增长，海内外客户共振支撑长期成长

在手订单充足，现金流短期波动：截至 2025Q3 末公司合同负债为 23.55 亿元，同比+13.6%，在手订单充足。存货为 25.84 亿元，同比+1.9%。Q3

单季公司经营活动净现金流为-0.97 亿元，同环比转负，主要系销售商品、提供劳务收到的现金环比减少。 国内外市场双轮驱动，固态化成设备先发优势凸显：（1）全球客户与业务优势：公司深耕锂电后段系统整体解决方案，具备化成分容、测试、物流等核心环节技术，能够覆盖方形、固态、小钢壳、软包等多类型电池，客户已涵盖宁德时代、比亚迪、三星、LG、SK、丰田等国内外头部电池厂及整车厂。（2）国内市场回暖：2025H1 公司持续深化与比亚迪、亿纬锂能、欣旺达、国轩高科、珠海冠宇等头部厂商合作，中标新增及改造产线订单，并积极支持客户海外工厂建设，稳固基本盘。（3）国际客户突破：在稳固与 LG、三星、SK 等韩系客户合作的基础上，公司成功突破进入特斯拉供应链，进入丰田量产线体系并深化合作，同时稳步推进大众 PowerCo 西班牙及加拿大项目交付与协同，海外订单释放节奏加快。（4）固态电池因其固态电芯结构需采用高压化成分容设备，公司作为软包高压夹具化成设备首创设备商，技术优势凸显，有望充分受益于固态电池产业化。 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 5.8/7.4/8.8 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 34/27/22 倍。看好公司海外订单拓展进度，维持“买入”评级。 风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

粤海投资（00270.HK）：2025 年三季报点评：归母净利同增 13.2%，水务主业稳健&降费增效

事件：2025Q1-Q3 公司持续经营业务收入 142.81 亿港元，同比+1.3%，归属于本公司所有者综合溢利为 40.67 亿港元，同比+13.2%。 风险提示：供水量不及预期，水务调价低于预期，应收账款回款风险。

紫光国微（002049）：2025 年三季报点评：技术驱动与产能扩张并举，有望迎来盈利与现金流的共振释放

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 16.75/19.26/26.13 亿元，对应 PE 分别为 44/39/28 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1）特种集成电路领域的有效需求复苏不及预期的风险；2）部分产品价格下降和去库存的风险；3）新产品研发、技术更新、市场竞争的风险。

中航高科（600862）：2025 年三季报点评：高端复合材料赛道产能蓄力、盈利短暂换挡但现金流充沛

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前对公司 2025-2027 年归母净利润预测，分别为 13.71/16.24/17.93 亿元，对应 PE 分别为 23/20/18 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。

振华科技（000733）：2025 年三季报点评：军品高端元器件升级放量、民品底部磨底蓄力

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 10.83/12.52/14.47 亿元，对应 PE 分别为 27/24/20 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1）宏观经济风险；2）民航业相关需求受其他交通方式发展冲击的风险；3）市场竞争加剧的风险；4）商誉减值风险。

光威复材（300699）：2025 年三季报点评：盈利端随行业价格回调而暂时承压，多因素奠定下一轮需求增长

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 7.61/10.75/12.86 亿元，对应 PE

分别为 32/22/19 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1）业绩波动的风险；2）新产品开发的风险；3）安全生产管理风险；4）产品销售价格下降的风险。

宏观策略

FedNote#11: 技术帖: 美联储是如何决策加息降息的?

核心观点: 特定的历史时期赋予美联储特定的使命, 对美联储加息降息决策起决定性作用。美联储从最初的金融系统稳定者、没有独立性的二战“印钞机”逐步演变为以就业最大化与物价稳定为双重使命、以泰勒规则为定量参考决策加息降息的高度独立央行。但很快, 美联储将又一次站在历史的十字路口——特朗普对低利率的强烈政治诉求料再度挑战美联储独立性。泰勒规则基于当前经济展望仅指引 2026 年 1 次降息, 而交易员已定价 2.7 次, 我们预期新任美联储主席在 2026 年 5 月上任后将给出远超经济所需的降息力度。假定 2025 全年降息 3 次的一致预期能落地, 我们预测 2026 年美联储料至少降息 3 次, 将政策利率至少下调至[2.75, 3.0]%. 策略启示: 更低的美元利率, 更差的美元信用。若美联储落地超经济所需、泰勒规则所指引的降息力度, 则更宽松的货币政策将让美国经济从软着陆走向扩张。对市场而言, 更低的美元利率将压低短期美债利率, 但更差的美元信用将推高长端美债期限溢价, 最终导致长债利率高位震荡。而更低的美元利率、更差的美元信用将给美元施加更多贬值压力, 并助力黄金继续创新高。最后, 重回扩张的美国经济将拉动经济总需求, 推高美股与美铜等大宗商品。 美联储如何决策加息降息? 特定的历史时期赋予美联储特定的使命, 对美联储加息降息决策起决定性作用。美联储从最初的金融系统稳定者、没有独立性的二战“印钞机”逐步演变为以就业最大化与物价稳定为双重使命、以泰勒规则为定量参考决策加息降息的高度独立央行。1951 年的《财政-联储协议》让美联储重获独立性, 1977 年的《联邦储备改革法案》确立了美联储“就业最大化、物价稳定和适度长期利率”的三重目标, 为其加息降息决策定性, 其中就业和通胀的双重使命延续至今; 1993 年的泰勒规则给美联储加息降息提供重要的公式化参考, 为其加息降息决策定量。实践中, 美联储同时关注资本市场波动与金融系统稳定, 其在美股大跌时及时释放鸽派信号安抚市场的行为被称作 Fed Put。 美联储的决策是否总是正确? 1961 年以来的历史数据显示, 美联储政策利率与泰勒规则开出的“处方”在趋势上大体一致, 但在大滞胀、2021 年“通胀暂时论”等时期存在近 10% 的显著偏离。我们认为美联储政策决策的风险主要存在于: ①学术层面。如当前的中性利率是多少、货币政策对实体经济传导的时效与力度应如何评估等。前者影响泰勒规则的参数与结果, 后者决定美联储是否加息过猛引爆金融危机, 或是降息过猛导致经济过热; ②预判层面。2021 年的“通胀暂时论”告诫市场, 美联储的政策决策仍具有很强的主观性, 可很大程度偏离泰勒规则的建议; ③政治层面。无论是 1970s 的伯恩斯、米勒还是将在 2026 年 5 月上任的新主席, 都是让美联储的货币政策变得更加“政治正确”而非“数据依赖”的存在。 如何展望美联储的货币政策? 泰勒规则基于当前经济展望指引美联储 2026 年 1 次降息, 而交易员已定价 2.7 次。我们认为, 交易员对美联储更多的降息并非来自经济预测的分歧, 而是对美联储独立性的担忧——特朗普对低利率的强烈政治诉求料再度挑战美联储独立性。我们预期新任美联储主席在 2026 年 5 月上任后将给出远超经济所需的降息力度。假定 2025 全年降息 3 次的一致预期能落地, 我们预测 2026 年美联储料至少降息 3 次, 将政策利率至少下调至[2.75, 3.0]%. 风险提示: 美联储政策决策规则与其公布的泰勒规则存在偏差; 美联储对于美国增长和通胀的预期存在偏差; 特朗普对美联储独

立性的干预进一步加强。

(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)

宏观深度报告 20251029: 文旅投资为什么不赚钱?

看现象: 国内文旅行业投资规模大但回报不高 文旅需求能够同时拉动消费和投资增长, 但国内文旅投资回报率偏低制约行业发展。2023年, 如果只考虑非财政性收入, 那么全国文化机构的收支自给率平均值仅为 48.7%; 同期全国文化文物机构的“非财政性收入/资产总计”平均值仅为 15.6%。2024 年, 多达 83% 的样本上市或发债文旅企业 ROE 低于 A 股上市公司 ROE 中位数。 作对比: 优质供给不足限制了国内文旅消费需求的充分释放 大陆游客在海外旅行的人均日支出远超国内, 主要原因可能是国内优质文旅消费供给不足。以国庆中秋假日为观察样本, 近 7 年全国国内出游的总花费增长约 35%, 但每人每日平均花费下降约 3.4%, 国内出游呈现“以价换量”趋势。与之相比, 2024 年, 大陆游客在英国、中国台湾的平均旅行花费分别为每人每日 1372 元、1107 元, 约是国内出游平均花费的 10 倍以上。考虑到大陆游客的购物支出占比远超其他国家或地区的游客, 特别是“鞋服包包、美妆香水”等可选消费品吸引了较多大陆游客购买, 因此国内优质文旅消费供给不足可能限制了相关需求的充分释放。 辨原因: 国内需要打造更多经典文化 IP 进而提高投资回报 从表面看, 国内文旅业需要在供给端加大市场化开发力度。 从根本看, 幸福感是大陆游客亟需被满足的情感需求, 体验文旅活动则是提升游客幸福感的必要路径。而与其他各国游客相比, 大陆游客青睐的文旅活动普遍要求较高的文化附加值。 2024 年, 中国大陆游客希望通过海外旅行获得“幸福感”的比例高达 39.8%, 较各国游客的平均水平高出约 13.6 个百分点。体验文旅活动则是提升游客幸福感的必要路径, 从具体项目看, 在①参加漫展等流行文化活动或展览、②逛能买到人气角色等 IP 周边的店铺两大项目领域, 中国游客的需求高出各国游客的平均值 12 至 15 个百分点, 上述活动的共同特征在于需要相对较高的文化附加值。 事实上, 经典文化 IP 明显有助于长期提高游客的文旅消费支出。例如: ①在人造景区方面, 迪士尼是依托经典文化 IP 构建商业帝国的典型案例。2025 财年, 周边商品销售、酒店餐饮服务对东京迪士尼运营主体的盈利贡献超过 52%。 ②在自然景区方面, 《权力的游戏》、《指环王》等经典影视作品持续、显著提高了取景地对全球游客的吸引力。仅在 2019 年, 《指环王》旅行线路便为新西兰贡献了超过 3.5 亿欧元的旅游收入, 而此时距离《指环王》电影三部曲收官已经过去了整整 16 年。 作为一种传递思想、符号和生活方式的消费品, 文化 IP 最能迎合未来国内游客的文旅需求, 但目前在全球顶级文化 IP 中, 中国品牌数量依然较少, 未来国内仍需持续努力。 风险提示: (1) 部分海外国家或地区统计的中国游客支出数据未明确区分中国大陆、中国港澳台游客, 进而可能导致分析不准。(2) 对比国内旅游数据、大陆游客在海外旅行支出数据可能忽视了不同群体可支配收入差异较大的影响。(3) 对中国文旅投资回报率为什么不高、如何提高国内优质文旅消费供给的分析可能不够全面。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 刘子博)

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

非银行业深度报告：财富管理系列报告之四——财富管理起源欧洲、发展于美国，未来在亚洲（行业篇）

投资要点 海外财富管理受供需端共同推动，起源于欧洲，发展于美国，未来在亚洲。1) 需求端，全球财富市场势头喜人。全球财富市场正呈现强劲增长态势，其核心驱动力源于居民财富积累加速、资产配置结构转型以及新兴需求持续涌现。根据波士顿咨询公司（BCG）的全球财富报告，2023 年全球金融资产规模达到 366.9 万亿美元，增速达到 6.9%；净财富（金融财富+实物资产-负债）达到 627.8 万亿美元，增速达到 4.3%。其中，北美、亚洲和欧洲引领了财富创造，其余地区的贡献较小。全球财富市场韧性较强，随着经济逐步复苏，我们预计其未来的增长有望更上一层楼。2) 供给端，全球业务主体同中有异，有竞争亦有互补。目前全球开展财富管理业务的综合金融机构和第三方财富管理公司类型众多，主要分为覆盖高净值、超高净值客户

的头部投行，以及目标客户为大众客户的折扣经纪商两大类。头部投行集中在欧美地区，通过兼并收购来补全自身业务、扩大客户的存量和流量，同时主攻高净值、超高净值客户，由此拥有较高的市场份额；折扣经纪商前期采用降佣战略，实现了零售客户数量和资产管理规模的快速增长，现在也进入了多元服务、提升水准的阶段。而对于介于高净值与零售客户之间的简单需求客群，财富管理机构的业务还未能做到个性、精准地覆盖。

欧洲是海外财富管理的溯源之地，瑞士是欧洲财富管理的典型代表。欧洲财富管理起步最早，可追溯到古希腊时代，且 2020 年欧洲市场财富管理收入占比约为 20%。其中，瑞士人均 GDP 最高、人均私人财富最多，更是成为全球财富管理中心，全球 TOP5 财富管理机构中瑞士独占 2 席。欧洲财富管理机构可大致分为四类，包括独立财务顾问、传统私人银行、大型跨国银行旗下私人银行、家庭办公室。欧洲高净值和超高净值客群财富总额在市场中较为靠前，同时，由该客群带来的收入也较为可观。但与美国和亚洲相比，我们认为其未来增长潜力有限。

美国是海外财富管理的中坚力量。美国财富管理萌芽于 1920s，得益于国内居民金融资金 60-70% 的高配置比例，快速成长为全球财富管理行业中坚力量。21 世纪后，第三方资管机构模式在美兴起，全球前十大资管机构中九家总部设在美国，管理规模近 35%。同时，美国财富管理行业优良的市场环境、业务完备的发展模式等特征也持续维持着吸引力。美国财富管理机构头部效应明显，内部竞争激烈。银行系和平台型两类参与机构存在相对差异化的目标客群定位，行业竞争趋于平稳。而单一类型财富管理机构间竞争更加激烈，头部机构市场份额逐步提升。

亚洲是财富管理的新兴市场。20 世纪后期，财富管理公司登陆亚洲市场，取得了增长和突破。某坊预计，未来五年亚洲或以 39% 的增幅成为超高净值人士数量增长最多的地区，BCG 预计亚洲（不含日本）财富总额绝对值增长或达 15%。目前银行仍是财富管理的常青树，且家族代际财富传承是重要课题。

他山之石，可以攻玉，海外财富管理的经验可以给我国带来丰富的借鉴。当下金融科技飞速发展、国民财富不断增长，具备供需两端同时发力的条件，我们认为财富管理业务从卖方销售形态转向买方投顾模式是可见的趋势。在此背景下，海外较为成熟的财富管理转型经验对我国而言具有参考借鉴的价值。

风险提示：宏观经济不确定性加大；财富管理行业竞争加剧；国内监管政策或有收紧。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷 证券分析师：罗宇康）

2025 年主流车企城市 NOA 试驾报告—10 月北京篇

n2025 年是汽车智能化拐点之年，开启 3 年周期推动国内电动化渗透率实现 50%-80%+ 的跃升，整车格局迎来新的重塑阶段。头部智能驾驶主机厂/方案供应商已实现包括环岛、掉头等复杂场景的城市 NOA 落地体验，并完善车位到车位、场景理解等高阶功能，加强 Corner Case 的处理能力，提升乘客与安全员的驾驶体验。n 本报告进行了大样本集中路测以及小样本深度路测两种形式，从场景实现、接管频率、舒适性等维度对尊界、小鹏、智己、理想、小米、蔚来共 6 家智能驾驶主机厂/方案供应商的智驾体验进行定性和定量的横截面评价。由于主观尺度、实际路况、安全员对智驾的信任度等因素的限制，本报告不涉及具体车企/方案供应商的智能化能力排序（表格先后顺序不代表排序情况），也不涉及具体车企/方案供应商的投资建议。n 本次北京智能化关键词为“强者恒强”。华为和小鹏在总体接管次数和细分场景中表现依然领跑，各项维度评价优秀且均衡，尤其在困难场景中展现出及时反应。智己 Momenta 方案表现亮眼，相较上海场体验提升。理想

VLA 架构体验稳定,绝对接管次数少。小米与蔚来能够覆盖城市 NOA 基本场景,逐渐优化细节体验。n 相比 Q1, Q3 各家车企智驾能力差距呈现不断缩小的趋势。主要体现在: 1) Q1 第二梯队主机厂/方案供应商不断完善例如环岛、掉头等城市断点场景; 2) Q1 第二梯队主机厂/方案供应商路测接管次数明显减少且向第一梯队趋近; 3) Q1 第一梯队主机厂/方案供应商处于底层架构切换期,具体落地效果仍需等待 Q4 迭代验证。nn 风险提示: 全球 AI 技术创新低于预期; 国内 L3 智能化渗透率低于预期等。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 童明祺)

非银金融行业点评报告: 公募持仓观察: 保险持仓环比下降, 券商及互金持仓环比基本持平——25Q3 非银板块公募持仓分析

投资要点 事件: 2025 年公募基金三季报发布完毕, 2025 年三季度末公募基金股票投资中非银金融行业总持仓 1.61% (含同花顺), 环比 2025Q2 下降 0.32pct。相比沪深 300 行业流通市值占比低配 8.35pct, 环比 2025Q2 低配幅度收窄 0.13pct。个股方面, 非银行业前五大重仓股为中国平安、中国太保、华泰证券、中信证券和东方财富, 持仓市值分别为 79.83 亿元、29.72 亿元、29.26 亿元、20.58 亿元、14.20 亿元。

上市险企中国寿、平安获增持, 新华遭小幅减持, 太保、人保减持较多: 截至 2025 年 Q3 末, 保险板块持仓为 0.78%, 较 Q2 末下降 0.32pct。Q3 末保险动态估值为 0.66x PEV, 较 Q2 末基本持平。公司方面, 从持股数量上看, 平安、国寿有所增持, 分别增持 501 万股、320 万股, 其他公司则减持, 人保、太保减持较多, 分别减持 5906 万股、2391 万股; 从持仓比例上看, 除国寿外均较 Q2 有所下降, 太保、平安、人保和新华分别下降 0.13pct、0.11pct、0.05pct 和 0.04pct, 国寿则基本持平。2025 年 Q3 末国寿、平安、太保、新华、人保的持仓分别为 0.02%、0.48%、0.18%、0.09%、0.01%。

券商及互金板块持仓环比基本持平, 板块估值环比有所提升: 1) 券商及互金板块整体: 截至 2025 年三季度末, 公募基金股票投资中券商及互金板块持仓 0.74%, 较 2025 年上半年末增加 0.01 个百分点, 同比增加 0.02 个百分点。其中传统券商持仓占比 0.54%, 较 2025 年上半年末增加 0.01 个百分点, 同比增加 0.1 个百分点。2025 年三季度末券商行业(中信证券 II 指数)估值为 1.55xP/B(静态), 2025 年上半年末为 1.41xP/B。2) 互金标的: 东方财富持仓占比 0.09%, 较 2025 年上半年末减少 0.03 个百分点, 同比减少 0.09 个百分点。同花顺持仓占比 0.07%, 较 2025 年上半年末增加 0.01 个百分点, 同比减少 0.02 个百分点。指南针持仓占比 0.04%, 较 2025 年上半年末增加 0.03 个百分点, 同比增加 0.04 个百分点。3) 传统中大型券商: 截至 2025 年三季度末, 公募基金大中券商持仓为 0.52%, 较 2025 年上半年末增加 0.02 个百分点, 同比增加 0.1 个百分点。传统券商中, 机构持仓仍集中在大中型券商。大中型券商中, 华泰、广发、中金公司、兴业、光大、国信、东方获机构增持, 中信、国泰海通、银河、中信建投、招商、申万宏源、东吴、浙商遭减持。

非银板块景气度持续上行, 行业配置价值逐步凸显: 三季度以来权益市场行情大幅上行, 资本市场环境持续优化, 中长期资金入市步伐加快, 共同驱动非银板块景气度上行。25Q1~3 日均股基成交额达到 18723 亿元, 同比提升 109%; 其中 Q3 单季度日均股基成交额达到 24076 亿元, 同比提升 208%。非银金融行业作为资本市场的重要参与者, 后续有望持续受益于市场环境改善。另一方面, 当前公募基金对非银板块持仓依然处于相对低位, 低配幅度较大。重点推荐中国平安、新华保险、中国人保、中信证券、同花顺、九方智投控股等。

风险提示: 1) 宏观经济不及预期; 2) 政策趋紧抑制

行业创新；3）市场竞争加剧风险。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：罗宇康）

推荐个股及其他点评

首旅酒店（600258）：2025 三季报点评：RevPAR 降幅收窄，开店结构优化

投资要点 事件：2025 年 10 月 29 日，首旅酒店公布 2025 年三季报，2025Q1-3 营收 57.82 亿元，同比-1.81%；归母净利润 7.55 亿元，同比+4.36%；扣非归母净利润 6.75 亿元，同比+2.15%。Q3 归母扣非同增 1%；Q3 营收为 21.21 亿元，yoy-1.60%；归母净利润为 3.58 亿元，yoy-2.21%；扣非归母净利润为 3.40 亿元，yoy+0.57%。Q3 毛利率 44.8%，yoy+1.7pct；销售费用 1.88 亿元，yoy+21%；归母净利率 16.9%，yoy-0.1pct。开店结构持续优化：分业务来看，25Q1-3 公司酒店业务/景区运营业务营收分别为 53.93/3.90 亿元，yoy-2.00%/+0.90%；利润分别为 8.46/1.85 亿元，yoy+5.25%/-0.28%。截止 Q3 末，公司酒店数/客房间数为 7501 家/544155 间，同比+11%/7%，中高端酒店客房间数占比提升至 42.5%。公司开店结构持续优化，单 Q3 新开 387 家店，其中标准管理酒店 219 家，占比 56.6%。已签约未开业储备店 1672 家，其中标准管理酒店占比提升至 71.0%。Q3 RevPar 降幅环比继续收窄：25Q3 全部酒店平均 RevPar 为 165 元，yoy-2.8%；ADR 为 240 元，yoy-1.7%；OCC 68.9%，yoy-0.8pct。不含轻管理全部酒店 RevPar 为 191 元，yoy-2.4%；ADR 为 259 元，yoy-2.0%；OCC 73.6%，yoy-0.3pct。成熟店（不含轻管理）同店 RevPar 为 189 元，yoy-7.9%；ADR 257 元，yoy-4.7%；OCC 73.4%，yoy-2.6pct。RevPar 同比降幅环比继续收窄。盈利预测与投资评级：首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团，背靠首旅集团协同整合资源，25 年公司继续优化开发经营，开店提速叠加结构升级。基于 RevPAR 承压和直营店关店影响，下调盈利预测，2025-2027 归母净利润分别为 8.5/9.8/10.6 亿元（前值为 9.1/9.9/10.6 亿元），对应 PE 估值为 19/16/15 倍，维持“买入”评级。风险提示：门店扩张不及预期、市场竞争加剧带来的单房均价下滑等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旂璿 证券分析师：王琳婧）

兴蓉环境（000598）：2025 年三季报点评：25Q3 单季度归母同增 13% 超预期，资本开支下降

投资要点 事件：2025 年前三季度公司实现营收 65.48 亿元，同增 5.39%；归母净利润 17.64 亿元，同增 8.49%；扣非归母净利润 17.35 亿元，同增 8.29%。25Q3 单季度归母净利同增 13%，毛利率同增 4.15pct 至 51.96%，信用减值收窄。2025Q1-3 公司收入利润双增，得益于新项目投运增量、水量增长、污水处理费提升等。25Q1-3 销售毛利率 47.90%，同比+3.14pct，销售净利率 27.68%，同比+0.81pct。25Q3 单季度营收 23.56 亿元，同比+6.85%，环比+8.62%，归母净利润 7.89 亿元，同比+13.09%，环比+69.11%，单季度业绩增长主要系 1）收入及毛利率提升：25Q3 单季度销售毛利率 51.96%，同比+4.15pct，环比+6.72pct，毛利 12.24 亿元，同比+1.70 亿元，同比+16.11%，环比+2.43 亿元，环比+24.75%；2）其他收益增加：25Q3 其他收益为 0.43 亿元，同比+0.27 亿元，环比+0.33 亿元，主要系收到的增值税即征即退款增加。3）信用减值收窄：25Q3 单季度信用减值计提 0.08 亿元，同比-0.04 亿元，环比-0.42 亿元。应收规模得以控制，25Q3 末应收账款 34.95

亿元,较 25Q2 末-0.89 亿元。水表周检导致销售费用提升,25Q1-3 期间费用率同增 0.20pct。25Q1-3 公司期间费用同增 19.20%至 6.96 亿元,其中,销售、管理、研发、财务费用同比分别+44.03%、-6.48%、+32.43%、+9.36%至 1.34、3.03、0.25、2.85 亿元,销售费用增长主要系下属子公司水表周检费增加所致;销售、管理、研发、财务费用率同比分别+0.55pct、-0.59pct、+0.08pct、+0.16pct 至 2.04%、4.63%、0.38%、4.35%,期间费用率同增 0.20pct 至 11.41%。25Q1-3 经营性现金流净额同增 12%,资本支出同减 22%,自由现金流趋于转正。25Q1-3 公司 1) 经营性现金流净额 23.99 亿元,同比+11.74%,净现比 1.38 (上年同期为 1.29); 2) 投资性现金流净额-24.70 亿元,上年同期为-34.18 亿元,其中购建固定无形其他资产支付现金 26.59 亿元,同比-22.18%; 3) 筹资性现金流净额-1.32 亿元,同比-107.10%。掌握成都优质水务固废资产,产能扩张+污水提价贡献增量,现金流增厚及分红提升空间大。1) 盈利: ①产能: 截至 25 年 6 月底,公司运营及在建的供水、污水、中水项目规模分别为 430、480、130 万吨/日,其中成都自来水七厂三期剩余 40 万吨/日进入试运行阶段,洗瓦堰污水厂(20 万吨/日)于 25Q2 正式投运,25 年下半年贡献增量;垃圾发电在建万兴三期项目(焚烧规模 5100 吨/日)将于 2026 年投入商运; ②提价: 成都中心城区第五期(2024-2026)污水处理服务费暂定均价 2.63 元/吨,2024 年为 2.44 元/吨,2025 年提至 2.74 元/吨,城区中心城区污水定价机制稳定,保障项目合理回报,新产能投运可带来确定性成长。2) 现金流: 26 年资本开支有望显著下降,自由现金流增厚空间大。盈利预测与投资评级: 公司掌握成都优质水务固废资产,污水定价机制稳定,随着污水处理费提价+在建产能逐步投运,享确定性成长,长期自由现金流增厚空间大。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 21.74/23.64/25.72 亿元,对应 PE 为 10/9/8 倍,维持“买入”评级。风险提示: 项目建设进展不及预期,应收账款延长,资本开支上行等。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 陈孜文)

仙乐健康(300791): 2025 年三季报点评: 环比提速, 结构优化

投资要点 事件: 仙乐健康披露 2025 年三季报, 1-9 月实现营收 32.91 亿元, 同比增长 7.96%; 实现归属上市公司股东净利润 2.60 亿元, 同比增长 8.53%; 扣非归母净利润 2.44 亿元, 同比 3.42%, 均较上半年加速。2025Q3 实现营收 12.50 亿元, 同比增长 18.11%; Q3 归属上市公司股东净利润 0.99 亿元, 同比增长 16.20%; 扣非归母净利润 0.85 亿元, 同比增长 3.75%。Q3 单季度非经常性损益 0.14 亿元, 24Q3 仅 0.03 亿元, 主要系 25Q3 政府补助偏高。Q3 中国区域收入提速。25Q3 国内市场收入/订单同增 20%/+25%+, 收入端较 H1 (营收同比-1.63%) 明显提速: (1) 新零售客户发展态势仍强劲, Q3MCN/私域渠道营收均同增 60%+。Q3 新消费客户营收实现高双位数增长, 于中国区业务占比超过 50%; (2) 长青市场重视大客户共创, Q3 头部战略 KA 客户营收同增近 30%。Q3 欧洲区域收入亦环比加速。25Q3 欧洲区域营收同增 35%+, 较 H1 提速 (H1 营收同增 21.96%)。新客拓展较多: 知名英国健康食品零售商、英国新锐线上健康公司, 同时获得欧盟及俄罗斯市场多个新 SKU 业务。Q3 美洲区域收入整体正增长, 或主要系出口业务拉动, 我们认为或系后续存关税担忧、反致订单履约加速, 需持续关注关税动态。BF 核心业务收入个位数正增长, 看好该部分业务后续交付能力、运营管理及成本控制的持续优化。产品类型叠加市场结构优化、毛利率进一步提高。Q3 公司综合毛利率为 30.76%, 同比上升 1.12pct, 或主要系美洲市场收

入占比提升及自研品等高毛利产品占比提升。Q3 单季销售费用率/管理费用率/研发费用率分别 7.72%/9.55%/3.07%（同比+0.45/+0.16/+0.11pct），销售净利率同比-0.41pct 至 6.85%。盈利预测与投资评级：符合预期节奏的经营修复，基于半年度表现，我们基本维持较为审慎的全年营收及盈利预测。我们预计 2025-2027 年公司营收为 45.72/50.92/56.77 亿元，归母净利润 3.32/4.23/5.04 亿元，当前市值对应 PE 为 21.12x/16.61x/13.92x，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：苏毓 证券分析师：邓洁）

精测电子（300567）：2025 年三季报点评：Q3 业绩高增，看好半导体&显示业务持续放量

投资要点 25Q3 业绩超预期，半导体&显示业务加速放量：2025 年前三季度公司实现营收 22.71 亿元，同比+24.0%。归母净利润 1.00 亿元，同比+21.7%；扣非归母净利润 0.51 亿元，同比+7542.5%，我们认为公司迎来显示业务&半导体业务共振。2025Q3 单季公司营收 8.90 亿元，同比+25.4%，环比+28.6%；归母净利润 0.72 亿元，同比+123.4%，环比+829.3%；扣非归母净利润 0.76 亿元，同比+1963.5%，环比+304.4%。盈利能力提升，维持高研发投入：2025Q1-Q3 公司毛利率为 45.8%，同比+2.4pct；销售净利率为 6.8%，同比+4.4pct；期间费用率为 41.8%，同比-7.2pct，其中销售费用率为 6.1%，同比-2.6pct；管理费用率为 9.9%，同比-1.7pct；财务费用率为 2.9%，同比-0.3pct；研发费用率为 22.9%，同比-2.6pct。2025Q1-Q3 研发费用为 5.20 亿元，同比+11.2%。2025Q3 单季毛利率为 48.6%，同比+4.6pct，环比+2.2pct；销售净利率为 5.9%，同比+5.8pct，环比-4.6pct。存货小幅增长，合同负债&经营性现金流同比下降：截至 2025Q3，存货为 21.66 亿元，同比+13.2%；公司合同负债 2.36 亿元，同比-51.7%。2025Q3 经营性净现金流为-0.04 亿元，同比转负。先进制程设备批量交付，半导体量检测设备加速贡献：（1）半导体设备：公司膜厚系列产品、OCD 设备、电子束设备已取得国内先进制程重复性订单；先进制程明场缺陷检测设备已正式交付客户，28nm 制程设备已在客户端完成验收；有图形暗场缺陷检测设备等其余储备产品目前正处于研发、认证等过程中。（2）平板显示检测设备：2025 年平板显示行业正逐渐走出周期性底部，LCD 大尺寸、超大尺寸预计仍存在扩线投资需求，后续随着消费领域头部客户产品逐步使用 OLED 屏幕叠加端侧 AI 设备放量，以及国内龙头企业京东方 G8.6 OLED 项目的投建，看好显示面板业务持续向好。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 2.2/3.6/5.6 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 102/63/40 倍。出于对公司半导体业务快速发展及显示业务恢复的乐观预期，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）

神州泰岳（300002）：2025 年三季报点评：存量游戏趋稳，关注新游周期

投资要点 事件：公司发布 2025 年第三季度财报，2025 年第三季度公司实现收入 13.8 亿元，同比-5.3%，环比+1.7%；归母净利润 2.1 亿元，同比-53.6%，环比-20.6%；扣非归母净利润 2.1 亿元，同比-3.2%，环比-21%。公司业绩符合市场预期。游戏业务：存量游戏稳健，关注新游上线进展。《Age of Origins》《War and Order》自 2024 年起投放放缓，生命周期内流水自然回落，根据公司业绩会，3Q25 存量游戏

流水降幅环比收窄。展望后续,《AOO》《WAO》有望延续长线运营,流水及利润贡献趋稳。新游《Stellar Sanctuary》《Next Agers》已于 2025 年初前后上线海外地区,当前仍处于测试调优阶段并已获国产游戏版号,积极关注海外推广节奏及国服上线进展。此外公司还储备有多款 SLG 新游,有望于 2026H1 先后上线测试。我们认为当前出海 SLG 赛道正处于泛用户扩容阶段,公司深耕出海 SLG 赛道,有望凭借多年积累的经验,快速迭代并推出新游,实现新品突破,持续关注公司新游测试表现及正式推广节奏。

计算机业务:推进产品化和国际化,关注 avavox 落地情况。3Q25 ICT 运营业务贡献收入增量;公司持续推进产品化和国际化,推进 AI 技术在各业务领域的商业化应用和落地。2025H1 公司推出“泰岳灯塔”AI 大模型应用能力体系,包括面向企业的大模型语音机器人 avavox、面向 ICT 运营管理的“岳擎”数智化新 IT 运营大模型体系等。其中 avavox 结合鼎富智能的智能语音交互实践积累,内置 200 多个行业模板,覆盖运营商满意度回访、电商唤醒、餐饮通知、智能电销等多种行业场景。Avavox 采用订阅付费的商业模式,服务高度产品化,经营杠杆有望随收入增长不断体现。2025 年 10 月公司推出 avavox 国际版,同月发布“全球菁英生态伙伴计划”,持续关注 avavox 的客户数量增长、付费情况以及出海节奏,看好公司产品化、国际化战略持续推进,计算机业务盈利能力有望持续改善。

盈利预测与投资评级:考虑公司新游推广节奏变化,我们调整盈利预测,预计 2025-2027 年归母净利润分别为 10.2/13.4/14.6 亿元(前值为 11.1/13.3/14.5 亿元),2025 年 10 月 29 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 23/18/16 倍。我们看好公司新游上线后的业绩弹性及 AI 业务潜力,维持“买入”评级。风险提示:新游流水不及预期,行业政策风险。

(证券分析师:张良卫)

南网储能(600995): 2025 年三季报: AI 带动大储时代到来,推荐稀缺电网侧储能平台

投资要点 事件:公司发布 2025 年三季报,2025 年前三季度公司实现营业收入 53.20 亿元,同比+17.7%;实现归母净利润 14.33 亿元,同比+37.1%。单 Q3 看,实现营业收入 20.19 亿元,同比+25.6%;实现归母净利润 6.01 亿元,同比+43.4%;符合市场预期。

2025 年 8 月梅州二期(30 万千瓦)投产,抽蓄装机增至 1058 万千瓦。2025 年前三季度公司营业收入同比+17.7,分板块看:一是调峰水电厂来水同比增加,发电量同比增加,实现收入 16.50 亿元,同比+37.6%;二是梅蓄一期现货市场收入增加+二期投产,抽蓄实现收入 33.05 亿元,同比+7.2%;三是云南丘北储能电站(200MW/400MWh)投产,新型储能收入同比+27.4%。

截至 2025 年前三季度公司在运抽水蓄能 1058 万千瓦,在运新型储能 65.42 万千瓦。截至 2025Q3,公司在运总装机达 1326.42 万千瓦,其中抽水蓄能 1058 万千瓦、新型储能 65.42 万千瓦、调峰水电 203 万千瓦。抽水蓄能:截至 2025H1,公司抽水蓄能投产装机总规模 1028 万千瓦。在建抽水蓄能电站 10 座,总装机容量 1200 万千瓦,包括广东的肇庆浪江抽水蓄能电站(120 万千瓦)、惠州中洞抽水蓄能电站(120 万千瓦)、梅州抽水蓄能电站二期工程(120 万千瓦)、电白抽水蓄能电站(120 万千瓦),广西的南宁抽水蓄能电站(120 万千瓦)、灌阳抽水蓄能电站(120 万千瓦)、钦州抽水蓄能电站(120 万千瓦)、贵港抽水蓄能电站(120 万千瓦)、玉林抽水蓄能电站(120 万千瓦)、云南的西畴抽水蓄能电站(120 万千瓦)、梅州抽水蓄能电站二期工程首台机组(30 万千瓦)。新型储能:2025Q3 公司新型储能电站累计建成装机规模 65.42 万千瓦/129.83 万千瓦时。调

峰水电：截至 2025Q3，公司在运调峰水电机组装机总规模 203 万千瓦。梅蓄正式进入现货市场交易，抽蓄电站盈利有望得到改善。

2025 年 4 月 16 日，国家发展改革委、国家能源局印发《关于全面加快电力现货市场建设工作的通知》（简称“394 号文”），明确 2025 年底前基本实现电力现货市场全覆盖，并提出了 20 个省份的电力现货市场运行时间表。394 号文的出台，拓宽了储能发展空间，将推动储能从“计划调度”走向“市场竞价”，储能具有同时参与电能量市场、辅助服务市场及容量市场的机会。

盈利预测与投资评级：我们维持预计 2025-2027 年归母净利润为 12.35 亿元、13.94 亿元、15.17 亿元，对应 2025-2027 年 PE 为 32 倍、29 倍、26 倍，维持“买入”评级。

风险提示：公司调峰电站来水不确定的风险、新型储能电站商业模式不确定的风险等

（证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉）

三环传动（002472）：2025 年三季报点评：2025Q3 业绩符合预期，电驱齿轮龙头持续成长

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 64.66 亿元，同比下降 4.10%；实现归母净利润 8.98 亿元，同比增长 21.73%。其中，2025Q3 单季度公司实现营业收入 22.37 亿元，同比下降 7.56%，环比增长 3.37%；实现归母净利润 3.21 亿元，同比增长 21.22%，环比增长 6.68%。公司 2025Q3 业绩符合我们的预期。

2025Q3 业绩符合预期，公司经营持续稳健。营收端，公司 2025Q3 单季度实现营业收入 22.37 亿元，环比增长 3.37%。从主要下游 2025Q3 表现来看：1、国内狭义新能源乘用车批发 398.31 万辆，环比增长 10.68%；其中 A0 级及以上纯电动批发 209.38 万辆，环比增长 17.42%，插电混动批发 147.83 万辆，环比增长 9.80%。2、国内重卡批发 27.75 万辆，环比小幅增长 3.39%。毛利率方面，公司 2025Q3 单季度毛利率 26.84%，环比微降 0.44 个百分点。期间费用方面，公司 2025Q3 单季度期间费用率为 11.91%，环比提升 0.87 个百分点。其中，2025Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.17%/4.56%/5.17%/1.02%，环比分别-0.01/+0.68/-0.71/+0.90 个百分点。

归母净利润方面，公司 2025Q3 实现归母净利润 3.21 亿元，环比增长 6.68%；对应归母净利率 14.36%，环比提升 0.44 个百分点。电驱齿轮龙头强者恒强，机器人减速器+民生齿轮打开长期成长空间。随着乘用车电动化率的持续提升，汽车齿轮市场格局重塑，齿轮外包趋势愈发明确。三环作为电驱齿轮龙头，在技术研发、设备产能和客户资源上均有着明显的竞争优势，后续将持续受益于行业电动化率的提升。减速器方面，减速器是工业机器人的核心部件，价值量占比大，三环深耕工业机器人精密减速器多年，已逐步实现 6-1000KG 工业机器人所需精密减速器的全覆盖，并已配套国内一线机器人客户，后续减速业务收入将持续增长。民生齿轮方面，公司成立环驱科技布局民生齿轮，并收购三多乐，助力民生齿轮业务发展，三多乐主要产品包括精密齿轮、塑胶齿轮减速器、汽车零配件和机能组装机，并覆盖下游广泛优质客户。

盈利预测与投资评级：我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 12.69 亿元、15.40 亿元、18.66 亿元（前值为 12.69 亿元、15.57 亿元、18.74 亿元），对应的 EPS 分别为 1.49 元、1.81 元、2.20 元，2025-2027 年市盈率分别为 29.78 倍、24.54 倍、20.26 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源乘用车销量不及预期；原材料价格波动影响；新业务开拓不及预期；并购整合不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

银轮股份 (002126): 2025 年三季报点评: 2025Q3 业绩符合预期, 毛利率环比有所改善

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 110.57 亿元, 同比增长 20.12%; 实现归母净利润 6.72 亿元, 同比增长 11.18%。其中, 2025Q3 单季度公司实现营业收入 38.90 亿元, 同比增长 27.38%, 环比增长 3.69%; 实现归母净利润 2.30 亿元, 同比增长 14.48%, 环比微增 0.68%。公司 2025Q3 业绩基本符合我们的预期。

2025Q3 业绩符合预期, 毛利率环比实现改善。营收端, 公司 2025Q3 单季度实现营业收入 38.90 亿元, 环比增长 3.69%。从主要下游 2025Q3 表现来看: 国内重卡销量 27.75 万辆, 环比微增 3.39%; 狭义新能源乘用车批发 398.31 万辆, 环比增长 10.68%; 乘用车行业批发 753.62 万辆, 环比增长 7.63%。毛利率方面, 公司 2025Q3 单季度毛利率 19.39%, 环比提升 0.64 个百分点。期间费用方面, 公司 2025Q3 期间费用率为 11.11%, 环比提升 0.69 个百分点; 其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.60%/4.82%/4.07%/0.62%, 环比分别 -0.20/-0.07/+0.34/+0.62 个百分点。归母净利润方面, 公司 2025Q3 单季度实现归母净利润 2.30 亿元, 环比增长 0.68%; 对应归母净利率 5.92%, 环比微降 0.18 个百分点。

新能源汽车热管理持续成长, 数字能源与具身智能协同发展。研发上, 公司不断加大力度, 集中优势资源打造全球化的研发体系, 聚焦于新能源汽车热管理方向。产品上, 公司在新能源热管理领域拥有“1+4+N”的全面产品布局。布局上, 公司秉承着国际化的发展战略, 在海外各市场持续推动生产及技术服务平台, 更好地为全球客户进行属地化的服务。客户上, 公司新能源热管理业务覆盖了北美知名电动车企业、CATL、吉利、蔚来、小鹏等优质客户, 充分享受客户发展红利。此外, 公司还持续布局数字能源和具身智能领域, 有望打造公司的第三及第四成长曲线。

盈利预测与投资评级: 考虑到公司新项目的放量节奏, 我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测调整为 9.71 亿元、12.18 亿元、15.35 亿元 (前值为 10.02 亿元、12.47 亿元、15.31 亿元), 对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.15 元、1.44 元、1.82 元, 市盈率分别为 33.92 倍、27.03 倍、21.46 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 新能源乘用车销量不及预期; 新产品拓展不及预期; 原材料价格波动影响盈利。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 刘力宇)

2025 年三季报点评: 供热翻倍&降本控费带动业绩高增, 国补回收加速

投资要点 25Q1-3 归母净利同增 24%持续超预期, 加权 ROE 同增 1.27pct 至 7.57%。25Q1-3 公司营收 25.82 亿元 (同比+1.49%, 同比+0.38 亿元, 下同), 归母净利润 6.26 亿元 (+24.39%, +1.23 亿元), 销售毛利率 48.63% (+3.19pct), 销售净利率 25.10% (+4.15pct), 加权 ROE 同增 1.27pct 至 7.57%。25Q3 单季度营收 8.98 亿元 (+1.64%, +0.14 亿元), 25Q3 单季度归母净利润 2.49 亿元 (+24.24%, +0.49 亿元)。

增收: 供热翻倍、垃圾量及上网电量提升带动收入增长。1) 前三季度: 25Q1-3 垃圾处理量 1092.19 万吨 (+2.00%), 发电量 38.67 亿度 (+1.17%), 上网电量 32.06 亿度 (+1.46%), 吨发 354 度 (-0.82%), 吨上网 294 度 (-0.53%), 厂自用电率 17.08% (-0.24pct), 供热量 78.81 万吨 (+111.91%), 供汽量较上年同期增加 41.62 万吨, 按 150 元/吨蒸汽价格测算, 供热收入增量为 0.62 亿元。公司通过提升产能利用率和发电效率、供热拓展等方式增收, 在对冲建造下滑的同时拉动收入进一步提升。2) 单三季度: 25Q3 垃圾处理量 376.76 万

吨(+1.82%)，发电量 13.28 亿度(+0.31%)，上网电量 10.93 亿度(+0.44%)，吨发 352 度(同比-1.49%)，吨上网 290 度(同比-1.35%)，厂自用电率 17.67%(同比-0.11pct)，供热量 27.26 万吨(同比+105.12%)，按 150 元/吨蒸汽价格测算，供热收入增量为 0.21 亿元。降本：营业成本节约，25Q1-3 财务费用同降 17%。25Q1-3 营业成本 13.26 亿元(-0.62 亿元)，25Q3 单季度营业成本 4.76 亿元(+0.08 亿元)，2025Q1-3 期间费用 4.45 亿元(-11.33%，-0.57 亿元)，其中财务费用 2.85 亿元(-17.22%，-0.59 亿元)，25Q3 单季度财务费用 0.94 亿元，同比-0.14 亿元，环比略降。国补回收加速，自由现金流大增 46%。2025Q1-3 经营性现金流净额为 13.23 亿元(+25.46%)，主要系 25Q3 国补回款显著增加，25Q1-3 信用减值-0.33 亿元(-0.15 亿元)，25Q3 单季度信用减值冲回 0.13 亿元(24Q3 为-0.05 亿元)；25Q1-3 购建固定无形其他资产支付现金 2.10 亿元(-28.11%)，自由现金流 11.13 亿元(+45.98%)，高分红有保障。更新股权激励方案，延续稳健增长的考核目标。鉴于个别激励对象已离职，公司调整激励对象人数、首次授予数量、总授予数量，考核目标延续前期草案中提出的 26-28 年扣非归母净利润不低于 7.11/7.42/7.73 亿，对应 24-26 年扣非复增 10.9%，27 年/28 年扣非同增 4.4%/4.2%。盈利预测与投资评级：公司是固废板块提分红+提 ROE 逻辑兑现典范！当前 A 股股息率(ttm) 4.1%，港股股息率(ttm) 6.3%，随着国补回收加速&资本开支下降，自由现金流增厚，分红仍有提升潜力。公司积极拓展供热&降本控费，业绩&ROE 双升，发布股权激励锁定持续成长。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 6.50/7.18/7.60 亿元，对应港股 10/9/9 倍 PE，对应 A 股 16/14/13 倍 PE，维持“买入”评级。(估值日期：2025/10/28)风险提示：应收风险，危废项目减值风险，资本开支超预期上行等。

(证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文)

巨人网络(002558)：2025 年三季报点评：流水超预期，关注业绩弹性释放

投资要点 事件：公司发布 2025 年第三季度财报，2025Q3 公司实现营收 17.1 亿元，同比+115.6%，环比+81.8%；归母净利润 6.4 亿元，同比+81.2%，环比+49.1%。2025Q3 合同负债环增 4.4 亿元至 13.3 亿元，主要系《超自然行动组》收入递延，剔除递延因素后公司业绩符合市场预期。《超自然行动组》具备长青潜力，业绩弹性显著。公司大 DAU 新品《超自然行动组》表现亮眼，2025Q3 稳居 iOS 冒险类游戏 TOP2，考虑 Q2 公司收入环增 7.7 亿元，合同负债环增 4.4 亿元，对应流水端贡献增量显著。《超自然行动组》卡位微恐休闲社交搜打撤品类，Q3 惊魂逃生、怪物农场玩法陆续上线，副玩法创新驱动玩家使用时长提升；截至 2025H1 相关短视频播放量已突破 30 亿次，UGC 与陪玩生态验证玩家社区逐步完善、公司长线运营能力提升。我们认为《超自然行动组》具备大 DAU、长青潜力，随运营成熟利润率仍有提升空间，看好春节活动驱动 DAU 与流水再创新高，长周期与高利润率持续贡献业绩。存量游戏稳固，储备新游积极推进。公司深化“长青游戏”战略，对存量进行玩法升级和经济系统改进，2025H1 征途新增用户超 2000 万、球球大作战新增用户超 1100 万，看好存量产品稳固，延续长线运营。公司深耕休闲赛道，球球大作战、太空杀逐步打磨大 DAU 及海外运营能力，爆品能力不断提升。展望后续，公司玩法创新产品储备有多人身份推理策略卡牌游戏《名将杀》(10 月 16 日已开启付费删档测试)、中国历史题材 SLG《五千年》(10 月 17 日已开启内测)、休闲竞技策略对抗游戏《口袋斗蛐蛐》(已开启限量不删档计费测试)等，期待公司赛道突破和品类创新持续验

证，新游上线贡献流水增量。 管理层力推年轻化，AI 赋能游戏创新。2025 年 10 月 28 日，公司董事、前 CEO 刘伟出任 CEO、总经理职务，此次回归将聚焦培养年轻核心人才。看好公司以赛道制、年轻化架构，不断巩固研运一体优势。2025 年公司 AI Lab 多项人工智能研究成果入选 ACM MM、ICASSP、Interspeech 等国际顶级学术会议；9 月公司参与 AI 视频生成领军企业爱诗科技 B 轮融资。公司此前已于《太空杀》、《原始征途》和《球球大作战》落地探索 AI 原生玩法，期待公司在多模态大模型领域不断突破，拓宽 AI 在游戏领域的应用场景，推动玩法创新。 盈利预测与投资评级：考虑《超自然》流水持续超预期，利润率有提升空间，我们上修盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 23.5/42.8/47.6 亿元（前值为 22.6/33.7/36.9 亿元），2025 年 10 月 28 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 31/17/15 倍，维持“买入”评级。 风险提示：老游流水超预期下滑，行业监管风险。

（证券分析师：张良卫）

怡合达（301029）：2025 年三季报点评：业绩稳步增长，盈利能力持续提升

投资要点 锂电/汽车贡献主要增量，25Q3 业绩稳健增长。2025 年前三季度公司实现营收 21.97 亿元，同比+18.30%；实现归母净利润 4.17 亿元，同比+27.16%；实现扣非归母净利润 4.09 亿元，同比+26.41%。公司业绩延续了上半年的增长态势，主要得益于新能源、汽车等下游行业需求拉动，部分对冲了 3C、光伏等行业的波动。分行业看，2025 年前三季度锂电、汽车、半导体、3C、光伏及其他行业，同比分别+52%、+47%、+22%、-7%、-56%和+37%。 单 Q3 看，公司实现营收 7.36 亿元，同比+17.52%；归母净利润 1.36 亿元，同比+28.59%，扣非归母净利润 1.33 亿元，同比+28.44%。 毛利率持续提升，期间费用率有所增加。 2025 年前三季度公司毛利率为 39.47%，同比提升 4.03pct；单 Q3 毛利率为 40.23%，同比提升 4.93pct，盈利能力持续增强。我们判断主要系公司主动优化客户结构。2025 年前三季度和 Q3 公司销售净利率分别为 19.00%和 18.43%，同比分别提升 1.33pct 和 1.58pct。 2025 年前三季度公司期间费用率为 17.05%，同比增加 1.22pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.13%/8.46%/4.07%/-0.61%，同比分别 -0.27pct/+1.00pct/-0.33pct/+0.82pct。管理费用率上升主要系计提第二类限制性股票股权激励股份支付费用所致。 FA 业务持续深化产品开发，FB 业务升级开辟增长新曲线 1) 公司不断深化 FA 业务布局：截至 2025 年 6 月底，公司已成功开发涵盖 199 个大类、4573 个小类、258 余万个 SKU 的 FA 工厂自动化零部件产品体系。 2) FB 业务有望迎快速增长期：公司正积极打造“智能报价系统 + 自动智能编程 + 柔性智能产线”的生产模式，以满足市场上大量存在的“长尾订单”需求。 盈利预测与投资评级：考虑到当前下游需求强势增长，叠加公司盈利能力持续提升，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 5.64(原值：5.53)/6.83(原值：6.65)/8.08(原值：7.91) 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 23/19/16 倍，维持公司的“买入”评级。 风险提示：制造业复苏不及预期，原材料价格波动，FB 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）

科达利（002850）：2025 年三季报点评：Q3 主业经营性利润率稳健，机器人稳步推进

投资要点 25Q3 收入亮眼、利润受补交税款影响、经营性利润符

合预期。公司 25 年 Q1-3 营收 106 亿元，同+23.4%，归母净利 11.8 亿元，同+16.6%，扣非净利 11.3 亿元，同+14.5%，毛利率 23.2%，同+0pct，归母净利率 11.2%，同-0.7pct；其中 25Q3 营收 39.6 亿元，同环比+25.8%/+9.3%，归母净利 4.2 亿元，同环比+12.8%/+8.7%，扣非净利 4.1 亿元，同环比+14.4%/+11.3%，毛利率 23.7%，同环比+0.2/+0.2pct，归母净利率 10.5%，同环比-1.2/-0.1pct，主要由于减值损失计提及补交税款影响，若加回，净利率仍可达接近 12%，符合市场预期。

结构件收入稳定 25%+增长、经营性净利率基本稳定。公司 Q3 收入 39.6 亿，同增 26%，Q1-3 累计收入 106 亿，我们预计 Q4 收入可达 45 亿左右，环增 10%+，全年收入预计突破 150 亿，同比增长 25%。2026 年我们预计行业总体需求 25%增长，公司收入预计可达 180 亿+，同增 23%。盈利端，结构件价格下降空间有限，且公司不断降本增效，我们预计 25-26 年净利率仍可维持 10-12%。

机器人多产品储备、加速客户拓展。子公司科盟布局三大类产品，谐波减速器、摆线减速器、旋转关节总成，主打轻量化。其中谐波减速器主推钢铝复合谐波，预计减重 20-30%，25 年主供工业和协作机器人，人形方面已对接国内外人形机器人主机厂。摆线减速器方面，公司已具备样品，我们预计 25H2 开始送样客户，应用于人形下肢和髋关节。执行器方面，公司推出轴向磁通电机旋转关节，我们预计 25H2 送样客户。公司具备优秀的制造、管理和客户拓展能力，我们预计减速器 25 年形成千万收入，未来随着人形爆发，将成第二增长曲线。

研发费用提升、资本开支低位。公司 25 年 Q1-3 期间费用 9.9 亿元，同+29.9%，费用率 9.3%，同+0.5pct，其中 Q3 期间费用 3.7 亿元，同环比+38.5%/+6.3%，费用率 9.3%，同环比+0.9/-0.3pct；25 年 Q1-3 经营性净现金流 19.3 亿元，同+7.9%，其中 Q3 经营性现金流 5 亿元，同比转正，环比-26.9%；25 年 Q1-3 资本开支 5.6 亿元，同-34%，其中 Q3 资本开支 1.9 亿元，同环比-10.3%/-2.1%；25 年 Q3 末存货 8 亿元，较年初-3.7%。

盈利预测与投资评级：考虑一次性补缴税费影响，我们调整 25-27 年归母净利润为 17/22/27 亿（原预测值为 18/22/26 亿元），同比增 15%/30%/23%，对应 PE 为 29x/22x/18x，给予 26 年 35x PE，对应目标价 281.4 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

中国通号（688009）：2025 年三季报点评：加速聚焦主业，低空经济构筑新增长极

投资要点 2025Q1-Q3 业绩平稳，城轨业务快速增长 2025Q1-Q3 公司实现总营收 218.42 亿元，同比+4.31%；实现归母净利润 22.84 亿元，同比-3.16%；实现扣非归母净利润 22.03 亿元，同比-3.07%。单 Q3 实现收入 70.83 亿元，同比+7.91%；实现归母净利润 6.64 亿元，同比-12.63%；实现扣非归母净利润 6.45 亿元，同比+9.56%。分业务看：2025Q1-Q3，铁路领域实现营收 126.04 亿元，同比+4.78%；城轨领域实现营收 57.81 亿元，同比+14.46%；海外业务实现营收 13.82 亿元，同比-21.90%；工程总承包及其他领域实现营收 18.23 亿元，同比-4.91%。

毛净利率略有下滑，研发投入持续加大 2025Q1-Q3 公司整体毛利率为 28.39%，同比-1.68pct，公司销售净利率为 12.10%，同比-0.98pct。2025Q1-Q3 公司期间费用率为 14.72%，同比-0.19pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.30%/6.66%/-0.09%/5.84%，同比分别-0.31pct/-0.34pct/+0.17pct/+0.30pct。核心业务新签订单增长强劲，调整后经营现金流延续净流出 2025Q1-

Q3 公司累计新签外部合同总额 274.73 亿元，同比-5.68%。其中铁路领域新签合同额 172.52 亿元，同比+17.95%；城市轨道交通领域新签合同额 56.56 亿元，同比+16.12%；海外业务领域新签合同额 20.22 亿元，同比-48.30%；工程总承包及其他领域新签合同额 24.90 亿元，同比-56.44%；低空经济领域新签合同额 0.53 亿元。公司加速退出工程总承包业务，进一步聚焦主业，低空经济领域新签合同逐步显现，构筑新增长点。

2025Q1-Q3 公司经营活动净现金流为-37.50 亿元，去年同期为 34.01 亿元，主要系公司控股子公司财务公司吸收公司控股股东中国铁路通信信号集团有限公司及其附属公司存款发生变动。

加速退出工程业务聚焦主业，海外业务打造新增长曲线

(1) 加速退出工程总承包业务：2025Q1-Q3 公司工程总承包及其他领域新签合同额同比下降 56.44%。公司加速退出低毛利的工程承包业务，有望进一步聚焦主业，轻装上阵。

(2) 低空经济业务有望打造第二增长曲线：2025Q1-Q3 公司低空经济已实现新签合同额 0.53 亿元。公司自主研发低空空域智能管控系统 (ID-Space)，并与紫金山实验室合作成立通号紫金通信科技 (南京) 有限公司。公司对低空经济领域高度重视，着力打造第二增长曲线。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 39.05/43.05/47.17 亿元。当前市值对应 PE 分别为 15/13/12 倍，考虑公司加速聚焦主业且布局低空经济领域，维持公司“买入”评级。

风险提示：信号系统改造需求不及预期，海外市场拓展不及预期，宏观经济风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天 研究助理：陶泽)

伊之密 (300415)：2025 年三季报点评：营收稳健增长，拟投资 3.74 亿加码智能制造

投资要点 营收稳健增长，单季度业绩屡创新高 2025 年前三季度公司实现营业收入 43.06 亿元，同比+17.21%，实现归母净利润 5.64 亿元，同比+17.45%，实现扣非归母净利润 5.56 亿元，同比+18.70%，公司注塑机、压铸机、橡胶机三项业务齐头并进，助推公司业绩稳步增长。

单 Q3，公司实现营收 15.59 亿元，同比+19.62%；实现归母净利润 2.20 亿元，同比+21.24%，扣非归母净利润 2.18 亿元，同比+23.32%。

毛利率承压净利率持稳，费用管控整体有效 2025 年前三季度，公司销售毛利率为 31.87%，同比-2.23pct，主要系原本毛利率位于高位的压铸机、橡胶机毛利率有所下滑；销售净利率为 13.36%，同比-0.06pct。

期间费用方面，2025 年前三季度公司期间费用率为 17.82%，同比-2.37pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.50%/5.08%/0.06%/4.64%，同比 -1.91pct/-0.02pct/-0.15pct/-0.32pct，销售费用率降低系会计政策变更，财务费用率减少主要系汇兑收益增加。

在手订单充沛支撑增长，现金流质量显著优化截至 2025 年三季度末，公司合同负债为 5.15 亿元，同比+2.9%，表明公司在手订单规模稳定；存货 20.44 亿元，同比+18.08%，与业务扩张节奏匹配。同期，公司经营活动现金流量净额为 1.32 亿元，同比+24.93%，表明公司现金流周转状况良好，运营质量持续稳健。

拟投资 3.74 亿元置地扩产，加码智能制造强化核心竞争力 2025 年 10 月 28 日，公司公告称，其全资子公司广东伊之密精密注压科技有限公司拟与佛山市顺德区大良街道土地发展中心签署《投资开发建设协议》，计划投资不低于 3.74 亿元，取得佛山市顺德区 3.56 万平方米的一类工业用地，用于加工机械制造业务。近年来，公司不断加大智能制造领域的投入，已投入使用的五沙第三工厂运行良好，规划建设华东制造基地 (南浔) 一期工厂已开工建设；此次投资开发计划，将进一步推动公司华南区域的物流效率提升和华东区域的提产增效，长

期有望进一步增强公司核心竞争力与盈利能力。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 7.05/8.33/9.79 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 16/14/12 倍，考虑到公司在注塑机/压铸机领域龙头地位，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，原材料价格波动，海外拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天 研究助理：陶泽）

芒果超媒（300413）：2025 年三季报点评：广告收入回暖，优质内容储备待兑现

投资要点 事件：公司发布 2025 年三季报。前三季度实现营业收入 90.6 亿元，同比-12%；归母净利润 10.2 亿元，同比-30%；扣非归母净利润 7.9 亿元，同比-36%。前三季度收入下滑主要源于公司战略收缩传统电商板块，聚焦芒果 IP 衍生品开发。Q3 单季营收 31.0 亿元，同比-6.6%；核心业务芒果 TV 业务 Q3 营收同比基本持平，广告收入实现正增长。Q3 归母净利润 2.5 亿元，同比-33.5%。用户层面，据 QuestMobile 数据，2025 年 1-9 月芒果 TV 月活均值同比增长约 11%；8 月平台全景生态用户量达 7.5 亿，APP 端与 OTT 端分别实现 4.8%和 10.3%同比增长，多端协同效应显著。10 月 28 日，公司召开 2025 秋季招商大会，发布 80+重磅剧集、70+综艺资源，彰显“声鸣远扬，生态焕新”的战略决心。80+剧集储备质量提升，2026 年内内容大年可期。秋季招商大会发布的剧集片单覆盖古装、都市、悬疑三大核心赛道，主创阵容、题材布局、演员配置均有明显改善。①头部导演资源集结，制作规格全面升级：李路（《人世间》）、丁黑（《那年花开月正圆》）、刘家成（《情满四合院》）、高群书（《征服》）、陆川、陈思诚（监制）等行业顶级导演加盟。《美顺与长生》《国家行动》《大雪无痕》等现实题材大剧制作周期长、投资体量大，彰显平台资源调动能力增强。②题材配置均衡务实，覆盖多元用户圈层：古装剧储备丰富（《咸鱼飞升》《玉茗茶骨》《江山为聘》《太平年》等），涵盖仙侠、权谋、传奇等细分品类；现实题材厚度提升（《美顺与长生》《好好的时代》《时差一万公里》《女神蒙上眼》等），既契合主流价值导向，也具备破圈潜力；悬疑赛道持续深耕（《法医秦明》系列、《如木知》《小镇奇谈》等），强化差异化竞争优势。70+综艺矩阵强化生态护城河，王牌 IP 延续竞争优势。秋季招商大会综艺布局涵盖全年周播、王牌音综、生活养成、烧脑迷综、家庭情感、户外真人秀等六大板块。核心看点包括：①王牌音综矩阵覆盖全年：《乘风 2026》《歌手 2026》《披荆斩棘 6》《声鸣远扬 2026》《声生不息 2026》等 IP 持续迭代，Q2-Q4 排播密集，广告招商能见度高。②“迷综三件套”稳固垂类领先地位：《大侦探 11》《密室大逃脱 8》《名侦探学院 10》延续高口碑，强化芒果在推理悬疑赛道的内容壁垒。③家庭情感带深化用户粘性：《再见爱人 6》《妻子的浪漫旅行 2026》《爸爸当家 5》等节目聚焦亲子、夫妻、代际关系，契合平台“合家欢”定位。盈利预测与投资评级：考虑到 2025 年前三季度广告市场修复不及预期及内容投入相对刚性，我们将 2025 年归母净利润预测从 15 亿元下调至 12 亿元；随着广告市场边际改善及优质内容上线拉动会员收入增长，公司有望于 2026 年重回增长轨道，我们基本维持 2026-2027 年归母净利润预测 18/20 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 43/30/27 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济与政策风险，市场竞争风险，影视内容不及预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 证券分析师：张文雨）

奥特维（688516）：2025 年三季报点评：业绩短期承压，平台化布局

&海外市场拓展驱动中长期成长

投资要点 受光伏行业周期影响，业绩短期承压。2025 年前三季度公司实现营收 46.72 亿元，同比-32.5%；归母净利润为 3.90 亿元，同比-66.5%；扣非净利润为 3.43 亿元，同比-70.2%；其中信用减值损失和资产减值损失分别为 1.4/1.3 亿元、主要按账龄综合计提，后续有望冲回。Q3 单季营收 12.92 亿元，同比-48.4%，环比-20.0%；归母净利润为 0.82 亿元，同比-79.2%，环比-50.5%；扣非归母净利润为 0.55 亿元，同比-85.5%，环比-66.7%。Q3 毛利率改善，维持高研发投入。2025 年前三季度毛利率为 30.2%，同比-3.0pct，销售净利率为 7.4%，同比-10.6pct；期间费用率为 16.9%，同比+8.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.6%/5.9%/7.6%/0.8%，同比+1.1/+2.7/+3.9/+0.4pct。公司研发投入 3.5 亿元，同比+30.0%。Q3 单季毛利率为 36.6%，同比+4.6pct，环比+8.3pct，主要系改造等高毛利业务验收占比提升；销售净利率为 4.5%，同比-13.1pct，环比-3.6pct。截至 25Q3 末在手订单同比下滑，半导体设备订单额创新高。截至 2025Q3 末公司合同负债为 28.49 亿元，同比+3.9%，存货为 46.83 亿元，同比-28.1%。截至 2025Q3 末，公司在手订单金额约 99.40 亿元（含税），同比-26.0%，其中半导体订单金额再创历史新高。Q3 单季公司经营活动净现金流为 0.74 亿元，同比-82.4%，环比-85.5%。

成长为横跨光伏&锂电&半导体的自动化平台公司。（1）光伏：a.硅片：公司推出的性价比较高的低氧单晶炉，获得天合光能、晶科能源、阿特斯等光伏知名客户的认可和复购，市场份额上升较快；公司硅片分选机不断创新，满足客户的各种需求，目前全球主要硅片生产商隆基绿能、高景太阳能、弘元绿能等均是公司硅片分选机客户；25Q3 公司兼容多分片边缘钝化设备成果落地，已在客户端小批量试产测试；b.电池片：子公司旭睿科技负责丝印整线设备，收购普乐新能源负责 LPCVD 镀膜设备，推出激光 LEM 设备；c.组件：公司串焊机的市场地位较高，为全球超过 600 个生产基地提供了串焊机，客户覆盖全球前十大光伏组件供应商，市场占有率超过 60%。（2）半导体：公司铝线键合机、AOI 设备持续获得气派科技、仁懋电子、应用光电（AAOI）、环球广电等批量订单，2025H1 新签订单量接近 2024 年全年新签订单量，呈现高速增长态势，Q3 持续拓展光通讯领域客户，与国内知名企业达成合作；半导体划片机和装片机已在客户端进行验证；CMP 设备处于内部调试阶段。（3）锂电：生产的应用于电化学储能的锂电模组/PACK 智能产线、集装箱装配线，已取得阿特斯、天合储能、晶科储能、中车株洲所、阳光储能等客户的订单；成功拓展固态电池市场，25Q3 硅碳负极核心设备获业内知名企业订单。

盈利预测与投资评级：盈利预测与投资评级：我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测至 6.8/6.1/6.4 亿元，对应当前股价 PE 约 20/22/21 倍，考虑到公司半导体&锂电业务持续放量，维持“买入”评级。

风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

普源精电（688337）：2025 年三季报点评：Q3 营收同/环比+6%/30%，高端产品和解决方案引领增长

投资要点 Q3 归母净利润同比-53%，业绩短期受产能、研发和渠道扩张影响 2025 前三季度公司实现营业收入 6.0 亿元，同比增长 12%，归母净利润 0.41 亿元，同比下降 32%，扣非归母净利润 225 万元，同比下降 90%。单 Q3 公司实现营业收入 2.4 亿元，同比增长 6.4%，归母净利润 0.24 亿元，同比下降 53%，扣非归母净利润 1278 万元，同比下降 68%，非经常性损益主要为政府补助和理财损益。2025

前三季度，公司高端产品、解决方案仍引领增长：（1）搭载自研核心技术平台的产品营收同比增长 21%，占比达 46%，同比提升 3.6pct，（2）高带宽 DS80000 系列数字示波器营收同比增长 104%，（3）MHO/DHO 系列高分辨率数字示波器同比增长 26%，（4）解决方案收入 1.1 亿元，同比增长 23%。利润增速承压，主要系新产能成本上升、关税和市场竞争加剧、去年基数较高影响。毛利率阶段性承压，费控能力维持稳定。2025 年 Q3 公司销售毛利率 54.4%，同比下降 6.4pct，受到马来西亚生产基地成本提升、运费、关税和竞争加剧影响，阶段性承压；销售净利率 10.1%，同比下降 9.7pct。2025 年 Q3 公司期间费用率 48.4%，同比提升 0.7pct，总体维持稳定，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.2%/8.3%/25.4%/1.5%，同比分别变动+4.6/-4.0/-1.3/+1.5pct。股权激励+回购推进彰显长期发展信心，拟港股上市推进全球化。2025 年 4 月公司发布限制性股票激励计划草案，拟授予 99 名核心骨干员工等共计 200 万股，占公告日股本总额 1.0%，激励计划分年度对公司业绩指标进行考核，考核期间为 2025/2026 年，触发值均为营收同比增长 15%，或净利润同比增长 10%；目标值均为收入同比增长 30%，或净利润同比增长 20%。同时，2025 年 4 月公司董事会会议通过股份回购方案，拟以自有资金 3000~5000 万元回购 A 股，未来用于股权激励。截至 10 月 10 日，公司累计回购金额 500 万股。股权激励与回购推进彰显公司中长期发展信心。另外，公司 9 月 29 日向香港联交所递交 H 股发行及上市的申请并刊发申请资料，港股上市将助力公司品牌、产品、产能全球化战略推进。盈利预测与投资评级：考虑到关税、新建产能等不确定性，出于谨慎性考虑，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.0（原值 1.3）/1.5（原值 1.8）/2.1（原值 2.4）亿元，当前市值对应 PE 75/51/36X，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、地缘政治冲突、新品推出不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

锅圈（02517.HK）：2025 年三季度业务数据点评：开店顺利落地，经营情况略超预期

投资要点 事件：公司自愿公告 2025Q3 业务情况：2025Q3 净增门店 361 家，截止 2025Q3 末门店数量达到 10761 家。2025Q3 实现营收 18.5~20.5 亿元，同比+13.6%~25.8%；2025Q3 实现核心经营利润 0.65~0.75 亿元，同比+44.4%~66.7%。Q3 开店进展较快，核心经营净利率同比提升。考虑到 Q4 一般是开店旺季，预计开店数量相较 Q3 更多，我们预计公司可提前完成今年净增 1000 家门店的目标。按照中值计算，公司 2025Q3 核心经营净利率为 3.6%。此外，可推算 2024Q3、Q4 的核心经营净利率分别为 2.8%、6.6%；2025Q3 对应去年同期情况，核心经营净利率同比提升 0.8pct，净利率提升的逻辑在今年以来持续得到验证。开店和净利率提升均有兑现，继续重点推荐。今年以来公司同店持续改善，在此基础上加盟商开店动力提升，且乡镇的门店模型已经成型，具备较强竞争力；从 Q1-3 的表现来看，今年开店目标无忧。收入端扩容，叠加供应链的不断优化和规模效应释放，净利率提升的逻辑也顺利兑现。公司业绩持续超预期，当前公司 2026 年估值不到 20X，具备安全边际，继续重点推荐。盈利预测与投资评级：考虑到 2025Q3 的表现略超我们此前预期，我们上调此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利为 4.4/5.6/6.8 亿元（此前预期为 4.2/5.0/5.8 亿元），同比+93%/27%/21%；对应 PE 为 21/17/14X。维持“买入”评级。风险提示：食品安全问题，行业竞争加剧，消费力改善不及预期。

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 李茵琦)

富临精工 (300432): 2025 年三季报点评: 铁锂产能扩张加速, 机器人业务稳步推进

投资要点 Q3 业绩环比恢复、符合预期。公司 25 年 Q1-3 营收 91 亿元, 同比+54%, 归母净利润 3.3 亿元, 同比+5%, 扣非净利润 2.6 亿元, 同比+5%, 毛利率 11%, 同比-2pct, 归母净利率 3.6%, 同比-2pct; 其中 25 年 Q3 营收 33 亿元, 同环比+43%/+5%, 归母净利润 1.5 亿元, 同环比-16%/+197%, 扣非净利润 1.4 亿元, 同环比+7%/+266%, 毛利率 12.2%, 同环比-1.6/+1pct, 归母净利率 4.6%, 同环比-3/+3pct。铁锂满产、扩产提速、价格有上涨可能。我们预计 Q3 铁锂出货量 6-7 万吨, 满产满销, 环比增加 10%, 同比近翻番; 25Q1-3 我们预计铁锂出货量 17 万吨+, 全年出货量预计 25 万吨左右。我们预计 25 年底公司产能达 30 万吨, 此次公告将扩产 35 万吨, 一期 17.5 万吨, 将与川发龙蟒设立合资公司, 公司子公司升华占合资公司持股比例 51%, 我们预计将在 26H2 达产, 预计 26 年有效产能 40-50 万吨。同时, 宁德时代拟通过增资扩股方式, 对升华持股比例提升至 51%, 进一步锁定升华产能, 且后续将加大扩产力度。我们预计 26 年公司铁锂权益产能 20-25 万吨。盈利方面, 我们预计公司 Q3 铁锂单吨利润维持 0.1 万/吨, 由于公司产能打满、且高端铁锂行业供不应求, 26 年加工费有望上涨, 我们预计单吨利润可提升至 0.2 万/吨+。机器人积极拓展头部客户、汽零总体稳健。公司积极拓展人形领域, 自制减速器、编码器、电机电控等部件, 一体化生产关节模组, 与智元成立合资公司深度绑定并配套, 并积极对接多家车企客户, 产品已送样测试。汽零方面, 我们预计 Q3 贡献 0.8-0.9 亿利润, 全年预计利润贡献 4.5 亿左右, 相对稳定。现金流改善明显、存货有所增加。公司 25Q3 期间费用 2.1 亿元, 同环比+35%/+19%, 费用率 6.3%, 同环比-0.4/+0.7pct; 25 年 Q1-3 经营性净现金流 1.2 亿元, 同比-70%, 其中 Q3 经营性净现金流 1.7 亿元, 同环比+19%/+88%; 25 年 Q1-3 资本开支 6.7 亿元, 同比+1.5%, 其中 Q3 资本开支 2.2 亿元, 同环比-24%/+48%; 25 年 Q3 末存货 13.6 亿元, 较年初+57%。盈利预测与投资评级: 考虑 26 年对铁锂子公司持股比例下降, 下修 25-27 年归母净利预期至 5.4/10/13.7 亿元(原预测值为 6.3/12.3/16.3 亿元), 同增 37%/86%/36%, 对应 PE 为 62/33/24 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期, 行业竞争加剧。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕)

永兴股份 (601033): 2025 年三季报点评: 25Q3 归母净利同增 26%, 自由现金流持续增厚

投资要点 事件: 2025Q1-3 公司实现营业收入 32.50 亿元, 同比增长 16.3%; 归母净利润 7.46 亿元, 同比增长 15.0%; 扣非归母净利润 7.15 亿元, 同比增长 16.2%。2025Q1-3 公司营收利润双增, 毛利率与 ROE 实现同比提升。2025Q1-3 公司营业收入实现 32.50 亿元, 同比增长 16.3%; 归母净利润实现 7.46 亿元, 同比增长 15.0%; 归母扣非净利润实现 7.15 亿元, 同比增长 16.2%, 业绩表现亮眼。2025 年前三季度公司经营指标全面提升, 主要系掺烧存量陈腐垃圾提升产能利用率。2025Q1-3 销售毛利率达到 43.8%, 同比提高 0.8 个百分点; 加权平均 ROE 达到 7.06%, 同比提高 0.54 个百分点。单季度看, 公司经营表现突出, 25Q3 归母净利润同增 25.6%。2025Q3 营业收入实现 11.86 亿元, 同比增长 23.4%; 归母净利润实现 2.84 亿元, 同比增长 25.6%; 归母扣非净利润实现 2.75 亿元, 同比增长 27.4%。25Q3 单季度销售毛利率达到 44.6%, 同比增长 1.0 个百分点; 加权平均 ROE

达到 2.68%，同比提高 0.46 个百分点。2025Q1-3 资本开支下降 & 自由现金流同增 16.9%，资产负债率降至 57.3%。2025Q1-3 公司经营性现金流净额 14.80 亿元，同比增长 7.4%（2024 年同期 13.77 亿元）；处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 3.72 亿元，同比下降 13.4%（2024 年同期 4.29 亿元）；自由现金流 11.08 亿元，同比增长 16.9%（2024 年同期 9.48 亿元），现金流状况持续向好，未来分红具备持续提升空间。截止到 2025 年 9 月 30 日，公司资产负债率 57.3%，较 2024 年同期下降 0.29 个百分点。费用管控良好，财务费用下降明显。1）财务费用：2025Q1-3 公司财务费用 2.09 亿元，同比减少 19.1%（2024 年同期 2.59 亿元）。2）管理费用：2025Q1-3 公司管理费用 2.25 亿元，同比增长 11.4%（2024 年同期 2.02 亿元）。3）研发费用：2025Q1-3 公司研发费用 1.21 亿元，同比增长 18.5%（2024 年同期 1.02 亿元）。4）销售费用：2025Q1-3 公司销售费用 0.001 亿元，同比减少 77.7%（2024 年同期 0.004 亿元）。2025 年前三季度期间费用率明显下降，同比下降 3.07 个百分点至 17.08%。盈利预测与投资评级：公司掌握广州优质垃圾焚烧项目，积极拓展存量陈腐垃圾、工业固废等。资本开支结束，随着产能爬坡，现金流持续向好，具备长期分红能力。我们维持 2025-2027 年归母净利润为 9.17/10.17/10.87 亿元，同增 11.7%/11.0%/6.9%，对应 PE 16/14/14 倍。维持“买入”评级。（估值日期：2025/10/28）风险提示：补贴政策风险，垃圾量不及预期，收入区域集中度高的风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

洪城环境（600461）：2025 年三季报点评：折旧年限延长释放盈利，自由现金流回正

投资要点 事件：2025 年前三季度公司实现营业收入 54.26 亿元，同比减少 3.85%；归母净利润 9.33 亿元，同比增长 1.18%；扣非归母净利润 9.29 亿元，同比增长 2.60%。2025Q3 折旧年限延长释放盈利，剔除折旧影响和信用减值增量后运营业绩稳健。2025Q1-3 公司收入下滑，主要系水务工程营收下降所致，销售毛利率 34.88%，同比 +0.98pct，销售净利率 18.50%，同比 +0.19pct。25Q3 单季度公司实现营收 17.38 亿元，同比 +2.41%，环比 -1.52%，归母净利润 3.24 亿元，同比 +2.13%，环比 +17.00%，扣非归母净利润 3.24 亿元，同比 +7.18%，环比 +18.19%。25Q3 归母净利润剔除折旧影响、加回信用减值增量后为 3.16 亿元（24Q3 归母净利润为 3.17 亿元），运营业绩稳健。1）折旧影响：25 年 7 月 1 日起供水管网折旧年限从 15 年调至 35 年，公司预计减少 25 年折旧约 3,864 万元，则对应单季度约 1932 万元，按供水板块 15%所得税率，对 25Q3 净利影响约 0.16 亿元；2）信用减值：25Q3 单季度信用减值损失 -0.14 亿元，同比 -0.08 亿元。降债控费经营提效，2025Q1-3 财务费用同降 15.54%。2025Q1-3，公司期间费用同降 7.56%至 5.90 亿元，期间费用率同降 0.44pct 至 10.87%，其中销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 0.27%、减少 13.47%、增加 8.75%、减少 15.54%至 1.56 亿元、2.11 亿元、0.98 亿元、1.24 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.10pct、下降 0.43pct、上升 0.21pct、下降 0.32pct 至 2.88%、3.90%、1.81%、2.28%。截至 2025Q3 末公司资产负债率 56.37%，同比 -2.16pct，带息债务 78.75 亿元，同比 -4.18%，2025Q1-3 利息费用 1.60 亿元，同比 -10.85%。2025Q1-3 资本开支持续下降，自由现金流回正。2025Q1-3，公司 1）经营活动现金流净额 9.81 亿元（上年同期为 13.76 亿元），收现比 87.64%，同比 -3.30pct，净现比 0.98，上年同期为 1.33，应收账款周转天数 140.73，上年同期为 100.16；2）投资活动现金流净额 -6.31 亿元

(上年同期为-15.74 亿元),其中购建固定无形和其他长期资产支付的现金 6.62 亿元(上年同期为 15.84 亿元);3)筹资活动现金流净额-7.92 亿元(上年同期为 2.95 亿元)。以“经营性现金流净额-购建固定无形其他长期资产支付的现金”近似衡量自由现金流,2025Q1-3 自由现金流为 3.19 亿元,上年同期为-2.09 亿元。盈利预测与投资评级:高分红兼具稳健增长,25 年 7 月供水管网折旧年限延长释放盈利,水务运营资产量价刚性,随着水价市场化&污水顺价推进,板块有望迎价值重估。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 12.51/13.07/13.63 亿元,同比+5.1%/4.4%/4.3%,对应 PE 为 9.4/9.0/8.7 倍,公司承诺 2024-2026 年分红比例不低于 50%,按 50%分红比例测算,对应 2025 年股息率 5.3%,维持“买入”评级。(估值日期:2025/10/28)风险提示:资本开支超预期上行,应收风险,市场化改革不及预期等。

(证券分析师:袁理 证券分析师:陈孜文)

安井食品(603345):2025 年三季报点评:利润端略超预期,新品新渠道进展顺利

投资要点 事件:2025Q1-3 公司实现营收 113.7 亿元,同比+2.7%;归母净利润 9.5 亿元,同比-9.3%;扣非归母净利润 8.7 亿元,同比-13.4%。25Q3 公司实现营收 37.7 亿元,同比+6.6%;归母净利润 2.7 亿元,同比+11.8%;扣非归母净利润 2.6 亿元,同比+15.3%。速冻调理制品表现有韧性,25Q3 鼎味泰并表。2025Q3 速冻调理制品/面食制品/菜肴制品分别实现营收 19.1/4.8/12.3 亿元,同比+6.4%/-9.1%/+8.8%。此外 2025 年 7 月公司完成对江苏鼎味泰食品股份有限公司 70%股权的收购,新增烘焙食品收入 3,212 万元。25Q3 净利率环比改善,后续成本有望回落。2025Q3 实现毛利率 20.0%,同比+0.1pct,环比+2.0pct;今年小龙虾、鱼糜成本有上涨,但 Q3 产品结构环比有改善(低毛利的小龙虾营收占比下降)。2025Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.3/-0.5/-0.1/+0.3pct,我们预计促销费用基本稳定,广告费用有收缩;此外股权激励费用缩减。实现销售净利率 7.3%,同比+0.3pct,环比+0.3pct。今年鱼糜、小龙虾采购成本有上涨,后续看有回落空间。产品创新破局行业内卷,新渠道进展顺利。公司由渠道驱动转为产品驱动,更加重视研发创新,减少价格内卷。在新渠道上也有进展,尤其是头部商超的定制产品(大润发等)进展较快,会员制商超渠道也有望突破。盈利预测与投资评级:公司利润率表现强劲,但收入端仍受下游需求疲软的影响,我们略下调 2025-2027 年盈利预测,预计 2025-2027 年公司归母净利润为 14.0/15.9/17.4 亿元(此前预测值分别为 14.3/16.2/19.1 亿元),同比-6%/+14%/+9%,对应 PE 为 17/15/13X。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)

一拖股份(601038):2025 年三季报点评:Q3 归母净利润同比+15.1%,公司业绩迎来向上拐点

投资要点 Q3 归母净利润同比+15.1%,公司业绩迎来向上拐点 2025 年前三季度公司实现营业总收入 97.0 亿元,同比-9.6%;归母净利润 9.9 亿元,同比-9.7%;扣非归母净利润 9.1 亿元,同比-14.8%。单 Q3 公司实现营业总收入 27.7 亿元,同比-5.3%,归母净利润 2.3 亿元,同比+15.1%,扣非归母净利润 2.2 亿元,同比+14.6%。Q3 收入降幅缩窄,利润增速转正,主要系粮食价格回暖带动行业需求修复,7-9 月国内大中型拖拉机产量同比分别+5.5%/+11.7%/+2.5%,相较于上半年明显好转。利润增速好于收入端,主要系随着行业需求复苏竞争

压力减弱。展望 Q4，随着国内粮食价格筑底回升、渠道去库结束，公司业绩有望保持向上趋势。费用控制稳健，看好智能化、高端化带来的盈利能力提升空间

2025 年前三季度公司销售毛利率 16.23%，同比-0.14pct，销售净利率 10.90%，同比+0.51pct；单 Q3 销售毛利率 16.72%，同比+2.07pct，销售净利率 8.09%，同比+1.41pct，毛利率显著提升主要系行业竞争好转、产品价格压力减小。费用端来看，2025 年前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.09%/2.31%/3.57%/-0.02%，同比分别-0.15/+0.14/+0.61/+0.25pct，整体费用端控制依然保持稳健。随着国内景气度复苏&智能化、高端化产品放量销售，公司盈利能力有望明显提升。农业机械行业增速放缓，智能化产品成新增长点

(1) 国内周期有望筑底回升：2025 年 1-9 月，大中型轮式拖拉机产量分别为 9.05 万台和 17.86 万台，同比分别+0.5%和-2.3%，相较于上半年明显好转。随着粮食价格稳健、渠道去库结束，行业需求有望开启上行拐点；(2) 智能化、高端化产品进展：在政策引导下，“优机优补”推动动力换向等智能农机产品需求上升，公司持续推进大马力无级变速(CVT)、动力换挡等技术开发，行业格局有望进一步向龙头集中；(3) 海外市场扩展顺利：2025H1 海外拖拉机销量 5445 台，同比+29%。其中非洲、中东欧市场表现亮眼，销量同比增长超过 50%。海外农机市场广阔，公司 2025H1 海外收入仅占总营业收入的 9.5%，对比工程机械行业平均 50%的海外收入占比仍有较大提升空间。

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 9.2/9.5/10.6 亿元，当前市值对应 PE 分别为 16/15/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求不及预期，农机补贴政策不及预期，出海进展不及预期

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞)

华测检测 (300012)：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润同比+11% 符合预期，多元化+全球化战略加速推进

投资要点 Q3 营收同比+9%，延续稳健增长 2025 年前三季度公司实现营业总收入 47 亿元，同比增长 7%，归母净利润 8.1 亿元，同比增 9%，扣非归母净利润 7.7 亿元，同比增长 9%，业绩近预告中值，符合市场预期。单 Q3 公司实现营业总收入 17 亿元，同比增 9%，各板块增速稳健，医药医学、半导体同比改善明显；归母净利润 3.4 亿元，同比增长 11%，扣非归母净利润 3.3 亿元，同比增长 10%，精益管理推进，利润增速强于营收。此外，公司回款效率提升，Q3 经营性现金流 4.2 亿元，同比增长 67%。毛利率稳定于高水平，费控能力优秀

2025 年 Q3 公司实现销售毛利率 50.2%，同比下降 3.0pct，受新能源汽车事业部产能扩张等影响，毛利率阶段性下滑；销售净利率 19.8%，同比提升 0.3pct，费用控制水平提升，净利率维持稳定。2025 年 Q3 公司期间费用率 29.1%，同比下降 1.9pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.7%/5.2%/9.1%/0.2%，同比分别变动-1.1/+0.7/-0.8/-0.8pct。展望后续，随公司精益管理推进，人效持续提升，利润率中枢仍将持续上行。

前瞻性+多元化+国际化战略，看好公司长期稳健增长

近年来受宏观经济增速中枢下移影响，第三方检测服务行业整体承压，华测检测作为龙头，前瞻性、多元布局新兴板块，加速推进国际化，阿尔法属性明显：(1) 于生命科学、贸易保障等传统领域保持竞争优势，深挖如宠物食品等新兴细分市场需求；(2) 主动加码半导体、航空航天等战略新兴赛道；(3) 通过战略并购，加速推进国际化：2024 年公司收购希腊 NAIAS、常州麦克罗泰克，加码全球航运绿色能源和 PCB 检测，2025 年公司陆续全资收购澳实（澳大利亚 ALS 集团于中国的分支机构）、收购南非 Safety SA、

收购 Openview 旗下深圳和中国香港公司的控股权（越南控股权交割预计三季度完成），控股希腊 Emicert 等，我们看好公司长期稳健增长。盈利预测与投资评级：我们维持公司归母净利润预测为 10.6/11.7/13.1 亿元，当前市值对应 PE 23/21/18x，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、竞争格局恶化、并购整合不及预期等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

柏楚电子（688188）：2025 年三季报点评：Q3 收入同比+23.7%，交付结构问题导致盈利能力短期承压

投资要点 Q3 归母净利润同比+12.63%，高功率产品渗透率持续突破 2025 年前三季度公司实现营业总收入 16.20 亿元，同比+24.51%；实现归母净利润 9.04 亿元，同比+24.61%；实现扣非归母净利润 8.44 亿元，同比+21.96%。单 Q3 公司实现营业总收入 5.16 亿元，同比+23.71%，实现归母净利润 2.64 亿元，同比+12.63%，实现扣非归母净利润 2.50 亿元，同比+13.38%。公司国内中低功率市场占有率维持领先，且仍然保持高功率激光切割控制系统厂商国内第一的市场地位，展望未来，高功率需求提升带动产品结构优化&新技术应用落地，公司收入端有望延续高增。交付结构问题导致公司盈利能力短期承压，费控能力表现优异 2025 年公司前三季度销售毛利率 78.09%，同比-3.54pct，销售净利率 57.19%，同比-2.23pct；2025 年公司单 Q3 销售毛利率为 76.52%，同比-5.84pct，销售净利率 52.18%，同比-6.39pct；（1）毛利端：我们判断毛利率和净利率同比下降主要系部分客户调整了订单排期节奏，导致相对高毛利产品当期收入占比有所降低，低毛利产品交付量阶段性增加，短暂拉低整体毛利率。（2）费用端：2025 年 Q1~Q3 销售期间费用率为 20.56%，同比-0.58pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.09%/5.95%/11.17%/-1.65%，同比+0.05/+0.05/-0.9/+0.22pct，整体费用控制良好。智能焊接产业趋势确立，加速孵化新技术应用落地 1）中期驱动力：智能焊接在钢结构领域已经进入 1-10 放量阶段，未来有望突破价值量更高的船舶、桥梁、集装箱等领域。2）长期驱动力：公司基于自主研发的五大核心技术，持续加大对平台基础能力建设的投入，一方面公司持续加大研发投入保持技术领先性，一方面下沉终端市场。保证业务落地确定性及盈利能力，持续孵化新技术应用落地。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 10.61/12.93/15.86 亿元，对应当前市值 PE 分别为 38/31/26x，维持“买入”评级。风险提示：下游资本开支不及预期，技术研发不及预期，国产替代进程不及预期

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞）

北京人力（600861）：2025 三季报点评：利润率稳定，业绩承诺有望实现

投资要点 事件：2025 年 10 月 28 日，北京人力发布 2025 年三季度报告。营收略承压，利润水平基本稳定：25Q3 营收 111.2 亿元，yoy-1.7%，实现归母净利润 1.94 亿元，yoy-6.6%；扣非归母净利润为 1.39 亿元，yoy+10.3%。主要由于其他收益（政府补贴）及投资收益波动。归母净利润率稳定，有望实现业绩承诺：25Q3 毛利率 5.7%，同比-0.2 pct；营业利润率 2.9%，同比持平；归母净利率 1.7%，同比-0.1pct。通过降本增效，管理及销售费用同比均略降，保持盈利能力稳定。持续深化与德科的合资合作，助力中国企业“走出去”：2024 年上海公司与德科集团、华为技术有限公司签订全球合作协议，借助德科集团在全球 60 余个国家和地区的业务网络，为中国企业“走出去”提供配套人力资源服务咨询和落地保障。盈利预测与

投资评级：北京人力是我国人力资源服务行业龙头，规模优势突出，客户资源丰富，在薪酬管理、人事管理服务等领域有较强的优势，与德科成立的外企德科合资公司在灵活用工行业内享有较好的口碑。考虑降本增效成效超预期及今年投资收益确认，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 11.6/10.3/11.0 亿元（此前为 8.9/9.7/10.5 亿元），最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 9/10/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：用工需求不及预期，招聘需求不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旖璿 证券分析师：王琳婧）

永安期货（600927）：2025 年三季报点评：受投资收益增长驱动，Q3 单季归母净利润创新高

投资要点 【事件】永安期货发布 2025 年三季度业绩：1）前三季度营业收入 84 亿元，同比-55.3%，主要受贸易类业务收入确认规则调整影响，不影响业务盈亏。归母净利润 4.7 亿元，同比+13.3%。对应 EPS 0.33 元，ROE 3.7%，同比+0.3pct。2）Q3 单季营业收入 28 亿元，同比-57.4%。归母净利润 3.0 亿元，创上市以来单季新高，同比+173.4%，主要系投资收益增加所致。3）Q3 末归母净资产 131 亿元，较年初+2.6%，较年中+2.2%。收入：Q3 投资收益大幅提升，手续费净收入基本稳定。1）投资收益大幅提升：前三季度投资收益+公允价值变动损益合计为 7.1 亿元，同比+24.7%；Q3 单季为 5.5 亿元，同比大增 290%，预计主要受公司持有理财产品收益提升影响。2）手续费净收入：前三季度为 4.0 亿元，同比+4.3%；Q3 单季为 1.6 亿元，同比+4.1%，保持稳定。3）利息净收入：前三季度为 3.3 亿元，同比-11.8%；Q3 单季为 1.1 亿元，同比-8.6%。4）其他业务收入（以基差贸易货物销售收入为主）前三季度同比-60.1%，Q3 单季-67.8%，主要是由于根据监管要求，贸易类业务改用净额法确认收入所致。支出：总支出占比有所改善。1）前三季度总支出 84 亿元，同比-55.3%，占总营收比重同比下降 4.5pct。2）业务及管理费：前三季度 6.3 亿元，同比-0.1%，Q3 单季 3.0 亿元，同比+49.1%。3）信用减值损失为 0.6 亿元，同比增长 327%；其他资产减值损失 2.1 亿元，同比-40.5%。4）其他业务成本（以基差贸易货物销售成本为主）前三季度同比-60.1%，Q3 单季-67.7%，原因与收入变动相同。盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年前三季度经营情况，考虑到 Q3 归母净利润表现显著超预期，我们上调 2025-2027 年归母净利润至 6.5/7.3/8.0 亿元（前值为 4.7/5.9/6.6 亿元），当前市值对应 2025E PE 34x，维持“买入”评级。风险提示：大宗商品价格波动超预期，国内期货市场监管政策变化。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锐）

立高食品（300973）：2025 年三季报点评：收入端稳健，成本拖累利润端

投资要点 事件：2025Q1-3 公司实现营收 31.45 亿元，同比+15.73%；归母净利润 2.48 亿元，同比+22.03%；扣非归母净利润 2.42 亿元，同比+26.63%。2025Q3 公司实现营收 10.75 亿元，同比+14.82%；归母净利润 0.77 亿元，同比+13.63%；扣非归母净利润 0.76 亿元，同比+14.17%。奶油仍是核心驱动力，商超和新零售等渠道保持高增。1）分产品看，2025Q1-3 预计烘焙产品、烘焙原料的营收增速分别为接近 10%/约 24%，其中稀奶油、酱料营收分别同比增长约 40%/略超 35%。2）分渠道看，2025Q1-3 传统渠道/商超/餐饮、茶饮及新零售渠道的营收占比分别大约为 48%/30%/22%，同比增速分别为持平/约 30%/约 40%，商超渠道保持良好增长得益于新品上市。成本

上涨影响盈利水平。2025Q3 实现毛利率 28.9%，同比-2.4pct，环比-1.8pct；毛利率同比、环比均承压主要系油脂原料成本上涨。2025Q3 销售/管理/研发/财务费用率同比-1.0/-1.5/-0.1/-0.1pct，公司内部的降本增效效果明显。最终 2025Q3 实现销售净利率 7.0%，同比-0.1pct，环比-0.9pct。

展望 Q4，新品仍有储备，成本有望边际改善。考虑到 Q4 进入旺季，我们今年奶油也持续推进新品、丰富价格带，我们预计 Q4 收入端仍有保障。此外成本端我们预计环比回落，叠加旺季规模效应，预计 Q4 的净利率可环比提升。

盈利预测与投资评级：油脂成本进入 Q3 以后偏高位运行，虽环比有回落，但我们预计相比上半年而言仍居于高位，我们略下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.3/4.1/4.7 亿元（此前的预期分别为 3.6/4.4/5.0 亿元），同比+24%/+23%/+14%，对应 PE 为 21/17/15X。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）

聚和材料（688503）：2025 第三季报点评：银浆市占率保持高位，拓展半导体外延

投资要点 事件：公司 25 年 Q1-Q3 营收 106.4 亿元，同比+8.3%，归母净利润 2.4 亿元，同比-43.2%，扣非净利润 2.7 亿元，同比-37.4%，毛利率 6.8%，同比-2.1pct，归母净利率 2.2%，同比-2pct；其中 25 年 Q3 营收 42.1 亿元，同环比+37.4%/+22.2%，归母净利润 0.6 亿元，同环比-52.2%/-35.9%，扣非净利润 1.1 亿元，同环比+11.6%/+69.1%，毛利率 6.8%，同环比+2.2pct/-0.6pct，归母净利率 1.4%，同环比-2.6pct/-1.3pct。

出货环比提升、盈利整体平稳：公司 25Q1-Q3 出货约达 1450 吨+，同比下降约 10%；25Q3 银浆出货约 520 吨，同比增长 16%/环比增长 6%，N 型占比达 97%。银浆出货量环比增长，公司市占率保持高位，统计综合市占率约 35%。测算 Q3 单 kg 毛利约 548 元/kg（毛利率 6.78%），环比增长约 30 元/kg；同时 Q3 计提信用减值+投资净亏损约 1 亿+，测算扣非单吨净利约 20 万+/吨，整体保持坚挺。公司预计全年浆料出货 2000 吨+，份额保持稳定。

收购境外股权，拓展半导体外延：9 月公司公告拟收购 SKE 空白掩模业务板块公司，其生产用于 DUV-ArF 和 DUV-KrF 光刻技术节点的空白掩模基板，产品已通过多家半导体晶圆厂自有产线配套验证及第三方独立掩模板客户验证，当前国产化率极低，材料供应相对稀缺。目标公司产能位于韩国，具备约年产 1 万片产能，空白掩模版市场价格约数万元/片、厂商盈利能力高；收购后公司计划充分利用产能，并引入国内扩产，拓展第二曲线。

费用环比优化、经营现金流出：公司 25 年 Q1-Q3 期间费用 3.4 亿元，同比-16.7%，费用率 3.2%，同比-1pct，其中 Q3 费用 1 亿，同环比-13.8%/-18.3%，费用率 2.5%，同环比-1.5pct/-1.2pct；25 年 Q1-3 经营性净现金流-34.5 亿元，同比+332.4%，其中 Q3 经营性现金流-23.5 亿元，同环比+765.9%/+140.1%；25 年 Q1-Q3 资本开支 1.9 亿元，同比+27.2%，其中 Q3 资本开支 0.4 亿元，同环比-26.1%/-14%；25 年 Q3 末存货 13.9 亿元，较年初增加 49.3%。

盈利预测与投资评级：考虑到公司毛利率承压，信用减值与投资损失，行业竞争加剧，我们下调 25-27 年归母净利润为 3.5/5/6.5 亿元（25-27 年前值为 4.2/5.9/7.9 亿元），同比-16%/+42%/+29%，基于公司银浆主业市占率保持高位、出货环比增长，费用率下降、盈利韧性较强；并购 SKE 空白掩模业务拓展半导体外延，成长逻辑清晰，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，政策不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男 证券分析师：徐钺

嵘)

甘源食品 (002991): 2025 年三季报点评: 营收增速转正, 净利率改善

投资要点 事件: 2025Q1-Q3 实现营业收入 15.33 亿元, 同比-4.53%, 归母净利润 1.56 亿元, 同比-43.66%; 扣非净利润 1.40 亿元, 同比-43.68%。2025Q3 实现营业收入 5.88 亿元, 同比+4.37%, 归母净利润 0.82 亿元, 同比-26.31%, 扣非净利润 0.76 亿元, 同比-26.47%。收入端转正, 预计系新品贡献。2025Q3 收入端转正, 2025Q1-3 收入增速分别为-14.0%/-3.4%/+4.4%, 我们预计系豆类新品贡献增量; 渠道端来看, 我们预计零食量贩渠道仍是主力渠道, 电商调整后也有增量贡献。净利率环比改善, 前期投入释放效果。2025Q3 实现毛利率 37.1%, 同比+0.3pct, 环比+4.4pct, 我们预计毛利率改善主因产品结构优化, 毛利较高的豆类占比提升。2025Q3 销售/管理/研发/财务费用率同比+5.9/-0.0/+0.0/+0.1pct, 其中销售费用率环比 Q2 下降 2.6pct, 主因前期费用投入开始产出, 规模效应释放。2025Q3 实现销售净利率 13.9%, 同比-5.8pct, 环比+8.9pct。Q3 的边际改善落地, 26 年若成本回落预计业绩弹性较高。公司春糖推出的新品主要在下半年铺货, 目前看取得不错效果, 前期的渠道调整、费用投放亦开始释放效果。Q3 是基本面好转的开始, 此外今年棕榈油成本偏高位, 明年来看有回落的空间, 业绩弹性可期。盈利预测与投资评级: 考虑 Q3 的边际改善已经兑现, 我们略上调 2025 年盈利预测, 2026-2027 年维持不变, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.6/4.0/4.8 亿元 (此前 2025-2027 年分别为 2.3/4.0/4.8 亿元), 同比-31%/+54%/+19%, 对应 PE 为 19/13/11X。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: 苏铖 证券分析师: 李茵琦)

福莱特 (601865): 2025 年三季报点评: Q3 出货环比高增, 业绩超预期

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 124.64 亿元, 同比-15%; 归母净利润 6.38 亿元, 同比-51%; 2025Q3 公司实现营业收入 47.3 亿元, 同比+21%, 环比+29%; 归母净利润 3.76 亿元, 同比+285%, 环比+143%; 毛利率 16.75%, 同比+10.8pct, 环比+0.1pct, 业绩超市场预期。库存水平回落至低位, 25Q3 玻璃出货环比高增。我们估计公司 25Q3 玻璃出货约 3.8 亿平, 环增 30-40%, 主要系价格跳涨下组件厂存在囤货需求带动出货大幅提升, 公司库存已从 7 月初 20 天左右降至 9 月底 7 天左右。价格端: 7-8 月玻璃价格处于低位水平, 9 月起玻璃价格上行, Q3 平均价格环比基本持平, 成本端: 纯碱及石英砂价格略微有些下行, 我们测算 25Q3 单平盈利约 0.9-1 元, 环增 0.4-0.5 元, 展望 25Q4, 考虑库存处于低位水平, 我们预计玻璃价格持续坚挺, 天然气 Q4 取暖旺季下价格或有所上涨, 整体 25Q4 我们预计盈利能力仍有望环比改善, 出货需看实际市场需求。产能保持稳定、安徽及南通产能视市场情况投产。截至 2025 年 9 月底公司累计在产总产能为 16400 吨/日 (越南 2000 吨/日), 安徽项目 (2*1200) 和南通项目 (4*1200) 将根据市场情况陆续点火运营。印尼 2*1600 吨窑炉预计 2027 年年底点火投产, 以满足不同国家和地区对光伏玻璃的需求, 公司盈利能力较二三线企业持续拉开差距, 有望持续保持领先优势。期间费率略有下滑、存货大幅减少。公司 2025Q3 单季度期间费用 3.27 亿元, 同环比-21%/+19%; 费用率 6.91%, 同比-3.7pct, 环比-0.6pct, 主要系营收大幅增长所致; 2025Q3 末公司存货 12.07 亿元, 环比下滑 30%; 合同负

债 0.55 亿元，环比增长 67%。盈利预测与投资评级：考虑玻璃价格回升，我们上调公司 2025-2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 10.4/16.7/21.8 亿元（前值为 6.2/11.6/14.9 亿元），同比+3%/+60%/+31%，对应 PE 为 38/23/18 倍，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：余慧勇）

洛阳钼业（603993）：2025 三季报点评：铜钴矿山表现优异，金属价格提升带动公司业绩上行

投资要点 事件：2025 年 10 月 25 日，公司发布 2025Q3 业绩报告。2025 年 1-9 月公司实现营收 1455 亿元，yoy-6%；实现归母净利润 143 亿元，yoy+73%，扣非归母净利 145 亿元，yoy+70%。单季度来看，2025Q3 公司实现营收 507 亿元，yoy-2.4%，环比+4.0%，2025Q3 归母净利为 56.1 亿元，yoy+96.4%，环比+18.7%，扣非归母净利 58.1 亿元，yoy+98.6%，环比+21.2%，业绩超市场预期。公司铜产品产量再创新高，KFM 二期规划落地为公司铜产量持续增长打下坚实基础。公司 2025 年前三季度矿山端铜收入 386 亿元，yoy+26%，前三季度公司铜产量 54.3 万吨，yoy+14.1%，已经完成 2025 年产量目标的 86%，超出指引预期节奏，2025 年前三季度铜销量 52 万吨，yoy+11%。2025 年单三季度铜产量 19.0 万吨，环比+3.7%，创公司单季产铜历史新高，铜销量 19.8 万吨，环比基本持平。后续伴随 KFM 二期落地，2027 年建成投产后预计公司每年新增 10 万吨铜金属量，为公司 2028 年实现 100 万吨铜金属产量打下坚实基础。2025 年前三季度公司其他金属品种钴/钼/钨/铌/磷销量分别为 5.1/1.1/0.6/0.8/82.6 万吨，yoy-36%/-0.2%/-4.7%/+7.5%/-3.8%，钴销量下滑主要由于刚果金的钴出口禁令，钼钨销量下滑主要由于矿山品味下降原因。铜钴产品毛利贡献显著，金属价格抬升带动公司业绩上行。公司 2025 年前三季度销售毛利率为 22%（yoy+4.4pct），其中矿业板块毛利率 53%，yoy+6.6pct，其中铜钴为主要毛利贡献品种，2025 年前三季度铜钴贡献毛利分别为 70%及 13%。分品种来看，前三季度矿产铜/钴/钼/钨/铌/磷毛利率分别为 54%/63%/42%/64%/52%/31%，yoy+1.7/27/7.4/1.1/17/6.7pct，主要受益于金属价格抬升及公司规模优势开始体现。业绩角度，2025 年前三季度实现归母净利润 143 亿元，yoy+73%，其中 2025Q3 归母净利为 56.1 亿元，yoy+96.4%，环比+18.7%，2025Q3 拆分来看，公司毛利环比增加 21 亿元，费用端财务费用因借款减少环比减少 4 亿元，公允价值变动收益环比减少 20 亿元，所得税环比减少 7 亿元。盈利预测与投资评级：由于铜钴金属价格显著提升，我们调整公司 2025-2027 年归母净利为 188/255/297 亿元（前值为 151/169/198 亿元），对应 PE 分别为 19/14/12 倍，基于公司 KFM 二期落地，铜钴产量释放可期，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争格局加剧；地缘政治风险；金属价格不及预期。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：米宇）

中国平安（601318）：2025 年三季报点评：Q3 单季净利润与 NBV 高增，综合投资收益率明显提升

投资要点 【事件】中国平安披露 2025 年三季报：1）前三季度归母净利润 1329 亿元，同比+11.5%，Q3 单季同比+45.4%。若剔除平安好医生并表、出售汽车之家等一次性方面影响，则前三季度归母净利润同比+27%，Q3 单季同比+82%。2）前三季度归母营运利润 1163 亿元，同比+7.2%，Q3 同比+15.2%。3）Q3 末归母净资产 9864 亿元，较年初+6.2%，较年中+4.5%。利润：三大主业营运利润表现良

好，资管板块大幅减亏。寿险/产险/银行/资管/金融赋能业务前三季度归母营运利润同比分别+2%、+8%、-4%、扭亏为盈、+202%，Q3 单季分别+1%、+26%、-3%、减亏、+291%。其中资管板块 Q3 单季归母营运利润-0.7 亿元，上年同期为-36 亿元。

寿险：Q3 单季 NBV 高增，银保业务贡献突出。1) 前三季度 NBV 同比+46.2%，Q3 单季同比+58.3%。其中，个险、银保渠道前三季度 NBV 分别同比+23.3%、+170.9%，银保、社区金融服务及其他渠道 NBV 占比达 35.1%。2) 前三季度用于计算 NBV 的首年保费同比+2.3%，Q3 单季同比+21.1%。前三季度按首年保费计算的 NBV margin 同比+7.6pct 提升至 25.2%。3) Q3 末代理人数量 35.4 万人，较年初-2.5%，较年中+4.1%。前三季度代理人人均 NBV 同比+29.9%。

产险：保费稳健增长，综合成本率同比改善。1) 前三季度车险、非车险保费分别同比+3.5%、+14.3%，Q3 单季分别同比+3.2%、+15.6%。2) 前三季度综合成本率同比-0.8pct 至 97.0%。

投资：股市反弹带动综合投资收益率明显提升。1) 截止 Q3 末，公司总投资规模超 6.41 万亿，较年初增长 11.9%。2) 前三季度非年化净投资收益率 2.8%，同比-0.3pct；非年化综合投资收益率 5.4%，同比+1.0pct，预计主要是股市上涨所致。3) 债权计划及理财产品占投资资产比重较年初-1.2pct 至 5.2%。不动产投资占比 3.2%，较年初-0.3pct，其中物权、债权、股权分别占比 83%、10%和 7%。

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 2025-2027 年归母净利润至 1419/1564/1773 亿元（前值为 1297/1427/1638 亿元）。当前市值对应 2025E PEV 0.69x、PB 1.07x，维持“买入”评级。

风险提示：长端利率趋势性下行；新单保费增长不达预期。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锐）

安徽合力（600761）：2025 年三季报点评：Q3 营收同比+8%，研发费用计提影响利润增速

投资要点 Q3 归母净利润同比-12%，受智能物流研发投入影响 2025 年前三季度公司实现营业收入 149 亿元，同比增长 11%，归母净利润 11.2 亿元，同比下降 5%，扣非归母净利润 10.1 亿元，同比增长 0.6%。非经常性损益主要为理财产品公允价值变动损益。单 Q3 实现营业收入 50 亿元，同比增长 8%，归母净利润 3.0 亿元，同比下降 12%，扣非归母净利润 2.7 亿元，同比下降 1%。公司利润下滑，主要受智能物流板块研发投入增强影响，单 Q3 计提研发费用 4.2 亿元，同比增长约 1.2 亿元。

毛利率维持高水平，研发费用以外支出维持稳定 2025 年前三季度公司销售毛利率 23.8%，同比提升 0.5pct，销售净利率 8.6%，同比下降 1.1pct。受益于锂电叉车和海外营收占比提升，维持高水平。2025 年前三季度公司期间费用率 14.4%，同比增长 1.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.0%/3.0%/6.7%/-0.2%，同比分别变动+0.5/持平/+0.8/-0.3pct，Q3 除去研发费用，其余支出维持稳定。

智能物流板块发展提速，打造全新成长曲线 当前仓储物流业迎全面智能化转型拐点，公司前瞻布局，有望充分受益。具体包括：（1）收购安徽宇锋智能，与德马科技、顺丰、京东等多方战略合作，与华为共同揭牌成立“联合创新·天工实验室”；（2）拟与江淮前沿技术协同创新中心成立“联合创新·天枢实验室”，聚焦智能物流具身机器人及特种机器人等的研发和产业化。另外，11 月公司将召开全球代理商大会、国内营销大会和智能物流发展大会，智能化系列新品将面世，商业化落地有望提速。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 14/15/16 亿元，当前市值对应 PE 13/12/11X，维持“买入”评级。

风险提示：地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化、原材料价格波动等

(证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷)

捷佳伟创(300724): 2025 年三季报点评: 业绩持续增长, 光伏&锂电 &半导体多点开花

投资要点 订单持续验收, Q3 业绩同比持续增长: 2025Q1-Q3 公司营收 131.06 亿元, 同比+6.2%, 主要系公司订单持续验收带来收入增长所致; 归母净利润为 26.88 亿元, 同比+32.9%, 扣非归母净利润为 24.63 亿元, 同比+26.7%。Q3 单季营收 47.34 亿元, 同比-17.3%, 环比+10.8%, 归母净利润为 8.58 亿元, 同比+7.7%, 环比-23.5%, 扣非归母净利润为 7.84 亿元, 同比+2.4%, 环比-24.8%。 Q3 盈利能力同比提升: 2025Q1-Q3 公司毛利率为 29.07%, 同比+1.27pct; 销售净利率为 20.5%, 同比+4.1pct, 盈利能力持续提升。公司期间费用率为 4.5%, 同比-1.8pct, 主要系公司优化组织架构、精简人员带来的降本; 其中销售费用率为 0.9%, 同比-1.3pct; 管理费用率为 0.9%, 同比-0.3pct; 研发费用率为 3.0%, 同比-0.4pct; 财务费用率为-0.4%, 同比+0.1pct。 Q3 单季毛利率为 28.06%, 同环比+4.68pct/-3.63pct; 销售净利率为 18.13%, 同环比+4.21pct/-8.14pct。 合同负债、存货同比下降, 25Q1-Q3 现金流同比转负: 截至 2025Q3 末, 公司合同负债 64.81 亿元, 同比-60.6%; 存货 66.22 亿元, 同比-63.4%。25Q1-Q3 公司实现经营活动现金流净额-8.06 亿元, 同比转负, 主要系回款减少及诉讼冻结部分款项所致。

光伏设备: 实现 TOPCon、HJT、钙钛矿及钙钛矿叠层路线全覆盖: (1) TOPCon 路线: 产线升级改造、新建产能需求以及海外扩产仍以 TOPCon 技术为主, 公司继续保持领先的市场份额; 同时, 公司推出 n-TOPCon 智能生产线, 进一步提升产线自动化与智能化水平; (2) HJT 路线: 公司常州中试线上的 HJT 电池片平均转换效率达到 25.6%, 并且公司的大腔室射频双面微晶技术全面量产; (3) 钙钛矿技术路线: 公司的大规格涂布设备、大尺寸闪蒸炉(VCD)以及磁控溅射立式真空镀膜设备顺利出货给下游客户, 钙钛矿中试线也正式投产运营。 2025H1, 公司钙钛矿中试线获“兆瓦级翡翠奖”, 并有 PVD、RPD 等核心设备中标头部客户项目; 同时, 公司推出工业级压电喷墨打印技术, 助力钙钛矿/晶硅叠层电池加速商业化。

拓展半导体&锂电领域, 逐步完善专用设备平台化布局: (1) 半导体设备: 继 2024 年成功中标碳化硅整线湿法设备订单后, 2025H1 子公司创微电子完成湿法设备全流程自主化开发, 产品线覆盖 6-12 英寸晶圆制造、第三代半导体(SiC/GaN)及先进封装, 可提供清洗、刻蚀、去胶一体化解决方案, 关键零部件国产化率均超 95%。其中, 6/8 英寸槽式及单片全自动设备已实现碳化硅器件全段工艺覆盖, 并已替代进口, 在欧亚市场持续斩获订单; 12 英寸无篮槽式湿法设备于 SEMICON China 2025 发布, 可适配 45-90 nm 及以下制程, 软件全部自研, 获行业广泛关注。(2) 锂电真空专用设备: 公司自主研发的双面卷绕铜箔溅射镀膜设备成功下线, 并且已向客户成功交付了一步法复合集流体真空卷绕铝箔镀膜设备、新型薄膜电容器卷绕镀膜设备。

盈利预测与投资评级: 考虑设备验收进度, 我们调整公司 2025-2027 年归母净利润分别至 30.4/15.1/11.3 亿元(原值分别为 25.4/15.4/15.2 亿元), 当前股价对应 动态 PE 分别为 11/22/29 倍。考虑公司逐步完善专用设备平台化布局, 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, 新签订单&发货量不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

九丰能源(605090): 2025 年三季报点评: 短期因素扰动, 盈利韧性

强&上游拓展顺利

投资要点 事件：公司发布 2025 三季报，2025 年前三季度实现营收 156.08 亿元，同减 8.45%；归母净利润 12.41 亿元，同减 19.13%；扣非归母净利润 11.54 亿元，同减 4.44%；加权平均 ROE 同比降低 5.47pct，至 12.61%。

短期因素扰动影响业绩释放，盈利韧性强&上游拓展顺利。1) LPG：第三季度受极端天气影响，LPG 运输船舶期末不能顺利进港；其次，偶发性 LPG 船期滞后形成跨期销售。公司新收购广州华凯接收站处于储罐检修阶段，产生阶段性成本费用，合计影响第三季度税前利润约 8200 万元。2) 能源物流：公司开展计划性 LPG 船舶坞修并结算接船费用，阶段性运力服务收入减少，运营成本与费用增加，影响第三季度税前利润约 1500 万元。3) 新业务拓展：公司推动新疆煤制天然气项目及 LNG 工厂项目、特种气体项目等核心项目的开发，产生相关费用。4) 其他费用：公司确认激励费用 1633 万元及发行可转债计提财务费用 1599 万元。公司 LNG 业务保持发展韧性。第三季度吨 LNG 毛利同比以及环比（上半年）均有提升，终端销量保持基本稳定。短期因素扰动业绩释放，盈利韧性体现，煤制气、特气等成长板块拓展顺利。

LNG 盈利韧性强，LPG 盈利有望实现较快增长。1) LNG：公司 LNG 业务在价格承压态势下保持较强发展韧性。四季度国内天然气价格逐步回升，叠加公司长约资源均衡配置，公司预计 LNG 盈利能力将环比稳步提升。2) LPG：公司东莞-广州 LPG 双库动态运营体系正式落地；极端天气影响结束，跨期资源已于 10 月初顺利进港；LPG 船舶计划性坞修结束，运力服务恢复，公司预计第四季度 LPG 销量稳步提升，盈利水平将实现环比、同比较快增长，形成修复性反弹。

煤制气+特气推进，提供持续成长动能。公司积极推动新疆煤制天然气、LNG 工厂及特种气体项目落地。1) 煤制气项目：公司将加快推动新疆煤制天然气项目相关手续落地、主设备招标、工程施工等关键事项；2) 特气业务：公司继续服务海南商业航天火箭发射任务，提供液氢、液氧、氮气、氦气等资源，为后续常态化高密度发射奠定基础。3) LNG 工厂：公司将加快推进具有护城河及资源、模式优势的相关 LNG 工厂项目落地。公司积极推进核心项目，提供持续成长动能。

资产结构稳健，现金流表现良好。1) 2025 年前三季度公司经营活动现金流净额 10.15 亿元，同比增加 24.04%。2) 截至 2025/9/30，公司资产负债率 32.31%，较 2024/12/31 下降 4.25pct，资产负债率下行。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 15.6/18.0/21.3 亿元，对应 2025-2027 年 PE 14.4/12.4/10.5x (2025/10/28)，积极拓展上游优质气源，布局一体化，维持“买入”评级。

风险提示：气价修复不及预期，项目投产不及预期

(证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩)

英杰电气(300820)：2025 年三季报点评：业绩短期承压，半导体&核聚变电源业务构筑多个增长极

投资要点 业绩受光伏影响短期承压。2025 年前三季度公司实现营收 11.50 亿元，同比-13.5%；期间实现归母净利润 1.93 亿元，同比-36.3%；扣非净利润为 1.83 亿元，同比-37.4%，主要系收入减少、其他收益减少，研发费用增加所致；Q3 单季营收为 4.28 亿元，同比-19.6%，环比+7.6%；归母净利润为 0.73 亿元，同比-41.4%，环比+6.5%；扣非净利润为 0.69 亿元，同比-42.9%，环比+5.4%。

盈利能力短期承压，持续维持高研发投入。2025 年前三季度公司毛利率为 35.79%，同比-6.2pct；销售净利率为 17.07%，同比-6.8pct；期间费用率为 16.81%，同比+2.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为

4.7%/3.2%/9.6%/-0.7%，同比+0.4/+0.1/+2.1/-0.5pct。公司持续加大研发投入，2025 年前三季度研发投入为 1.11 亿元，同比+9.9%。Q3 单季毛利率为 34.46%，同比-7.2pct，环比-1.1pct；销售净利率为 17.33%，同比-7.2pct，环比-0.48pct。存货&合同负债同比有所下滑。截至 2025Q3 末公司存货为 13.56 亿元，同比-22.9%；合同负债为 10.41 亿元，同比-5.7%。2025Q3 公司经营活动净现金流为 0.89 亿元，同比-3.6%。泛半导体电源国产替代前景可期，核聚变电源打造新增长极。公司为国内泛半导体工业电源龙头，光伏、半导体产品国产替代率持续提升，有望充分受益于后续核聚变电源需求。（1）光伏：公司产品应用于光伏行业上游的材料生产设备的电源控制上，在还原提纯和晶体生长环节均有应用，运用于 TOPCON 行业的中频溅射电源订单持续放量，有望受益光伏电池片电源国产化；（2）半导体及电子材料：公司重点攻关半导体刻蚀、薄膜沉积（CVD/PECVD）、离子注入等关键制程电源技术，同步拓展碳化硅外延、复合铜箔等新兴领域，部分型号射频电源已实现量产，覆盖 5nm 刻蚀及 PECVD 等先进制程，已经申请了数十项半导体电源相关专利；（3）充电桩：公司全资子公司四川英杰新能源有限公司专注研发制造新能源汽车充电桩，推出工商业储能核心产品，完成核心技术攻关，海外业务由英杰寰宇国际负责，已在欧洲和亚洲地区设立分、子公司，获得欧洲主要能源企业未来五年充电桩招投标机会。（4）核聚变电源：2024 年公司核聚变相关电源订单已突破千万元，正积极对接国内多个在建核聚变工程项目，凭借在高电压调控、大电流输出及抗干扰设计等核心技术领域的显著优势，为相关科研项目提供了关键电源设备支撑。盈利预测与投资评级：考虑到公司光伏业务承压，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润为 3.0/3.8/4.8 亿元（原值 4.0/5.0/6.3 亿元），当前市值对应 PE 为 38/30/24 倍，但考虑到公司成长性，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期、产品拓展不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

杭可科技（688006）：2025 年三季度报点评：业绩稳健增长，海内外客户共振支撑长期成长

投资要点 25 年前三季度业绩稳步增长，Q3 受前期高基数影响同环比略有下滑：2025 年前三季度公司实现营收 27.21 亿元，同比+1.9%，主要系设备验收有所加快，相应销售收入同比有所上升。公司实现归母净利润 3.86 亿元，同比+2.6%；扣非归母净利润 3.61 亿元，同比+6.1%。Q3 单季营业收入 7.51 亿元，同比-3.75%，环比-41.8%；归母净利润 0.98 亿元，同比-8.4%，环比-43.3%；扣非归母净利润 0.88 亿元，同比-0.01%，环比-43.6%，主要系 24Q3 及 25Q2 高基数影响所致。Q3 毛利率环比改善，净利率较为稳定：2025 前三季度公司毛利率为 28.8%，同比-1.1pct；销售净利率 14.2%，同比+0.1pct，期间费用率为 10.4%，同比-2.7pct，其中销售费用率 2.2%，同比-0.6pct，管理费用率为 5.2%，同比+0.5pct，研发费用率为 7.5%，同比+0.7pct，财务费用率为-4.3%，同比-3.2pct。Q3 单季毛利率为 40.1%，同比+10.0pct，环比+13.7pct，销售净利率为 13.0%，同比-0.7pct，环比-0.3pct。Q3 单季公司毛利率同环比显著提升但净利率同环比略有下降，我们认为主要系本期确认部分高毛利订单带动毛利率上行，但由于费用端主要对应本期签单及项目交付准备，而收入确认滞后于费用发生，收入与费用节奏存在错配，导致期间费用率维持高位。在手订单充足，现金流短期波动：截至 2025Q3 末公司合同负债为 23.55 亿元，同比+13.6%，在手订单充足。存货为 25.84 亿元，同比+1.9%。Q3 单季公司经营活动净现金流为-0.97 亿元，同环比转负，主要系销售商品、

提供劳务收到的现金环比减少。 国内外市场双轮驱动，固态化成设备先发优势凸显：（1）全球客户与业务优势：公司深耕锂电后段系统整体解决方案，具备化成分容、测试、物流等核心环节技术，能够覆盖方形、固态、小钢壳、软包等多类型电池，客户已涵盖宁德时代、比亚迪、三星、LG、SK、丰田等国内外头部电池厂及整车厂。（2）国内市场回暖：2025H1 公司持续深化与比亚迪、亿纬锂能、欣旺达、国轩高科、珠海冠宇等头部厂商合作，中标新增及改造产线订单，并积极支持客户海外工厂建设，稳固基本盘。（3）国际客户突破：在稳固与 LG、三星、SK 等韩系客户合作的基础上，公司成功突破进入特斯拉供应链，进入丰田量产线体系并深化合作，同时稳步推进大众 PowerCo 西班牙及加拿大项目交付与协同，海外订单释放节奏加快。

（4）固态电池因其固态电芯结构需采用高压化成分容设备，公司作为软包高压夹具化成设备首创设设备商，技术优势凸显，有望充分受益于固态电池产业化。

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 5.8/7.4/8.8 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 34/27/22 倍。看好公司海外订单拓展进度，维持“买入”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）

粤海投资（00270.HK）：2025 年三季报点评：归母净利同增 13.2%，水务主业稳健&降费增效

投资要点 事件：2025Q1-Q3 公司持续经营业务收入 142.81 亿港元，同比+1.3%，归属于本公司所有者综合溢利为 40.67 亿港元，同比+13.2%。

归母净利润同比增长 13.2%，财务费用同比下降 52.9%。2025Q1-Q3 公司持续经营业务收入 142.81 亿港元，同比+1.3%，持续经营业务税前利润 62.41 亿港元（同比+9.5%，下同），主要系持续经营业务财务费用节省至 2.63 亿港元（-52.87%）以及行政费用节省等。2025Q1-Q3 公司归属于本公司所有者综合溢利为 40.67 亿港元，同比+13.2%。

水资源业务稳健，东深供水项目收入利润双增，对港供水收入同比+2.6%。①东深供水项目：25Q1-Q3 实现收入 52.42 亿港元（+1.6%），其中对香港供水收入 43.03 亿港元（+2.6%），对深圳及东莞供水收入 9.39 亿港元（-2.5%）。贡献税前利润 35.96 亿港元（+3.9%），总供水量 16.70 亿吨（+1.5%）。东深供水项目收入利润双增长且高于供水量增速，体现其对港供水市场化调价顺畅，盈利能力良好；②其他水资源项目：25Q1-Q3 实现收入 56.11 亿港元（+5.8%），其中运营收入 53.07 亿港元（+4.2%）；贡献税前利润 16.01 亿港元（-2.6%）。截至 2025 年 9 月 30 日，该板块拥有已投运的供水产能 1083.68 万吨/日（+0.9%），在建供水产能 118.7 万吨/日（-8.0%），拥有已投运的污水处理产能 229.79 万吨/日（+12.09%）。

物业板块之粤海天河城税前利润同增 11.3%至 7.67 亿港元，百货店税前利润同增 37.3%至 0.64 亿港元。1）物业投资：25Q1-Q3 粤海天河城及粤海投资大厦（香港）分别贡献收入 12.62 亿港元（+4.8%）、0.36 亿港元（+2.6%）；粤海天河城贡献税前利润 7.67 亿港元（+11.3%）。2）百货运营分部：25Q1-Q3 五间百货店贡献收入 3.17 亿港元（-45.6%），贡献税前利润 0.64 亿港元（+37.3%）。3）酒店分部：25Q1-Q3 贡献收入 5.05 亿港元（+57.8%）；贡献税前利润 0.69 亿港元（-20.3%）。4）道路及桥梁分部：25Q1-Q3 粤海高速贡献收入 4.46 亿港元（-7.0%），贡献税前利润 2.31 亿港元（-8.2%）。5）能源分部：25Q1-Q3 粤海能源及粤电靖海项目分别贡献收入 11.73 亿港元（-3.5%）、41.61 亿港元（-21.4%）；粤海能源贡献税前利润 1.43 亿港元（+17.1%），集团分占粤电靖海项目税前利润 0.35 亿港元（-56.5%）。

盈利预测与投资评级：水务板块业绩稳定，

剥离粤海置地后负债端改善，分红比例稳定&现金流确定性强。考虑降费增效超预期，我们将 2025-2027 年归母净利润从 42.74/43.57/44.53 亿港元上调至 45.36/46.49/47.41 亿港元，对应 PE 10.3/10.0/9.9 倍，假设 25 年全年维持 65% 分红比例，对应 25 年股息率预期为 6.3%，维持“买入”评级。（估值日期：2025/10/28） 风险提示：供水量不及预期，水务调价低于预期，应收账款回款风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

紫光国微（002049）：2025 年三季报点评：技术驱动与产能扩张并举，有望迎来盈利与现金流的共振释放

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 49.04 亿元，同比去年+15.05%；归母净利润 12.63 亿元，同比去年+25.04%。

投资要点 盈利质量稳中有升，利润结构持续优化。截至 2025 年前三季度，紫光国微实现营业总收入 49.04 亿元，同比增长 15.05%；归属于母公司股东的净利润达 12.63 亿元，同比增长 25.04%，显著高于收入增速，显示盈利弹性增强。业绩增长主要受益于特种集成电路等核心业务需求稳健，以及成本控制能力提升。公司销售毛利率为 56.60%，基本持平于去年同期的 56.81%，虽微降 0.38 个百分点，但仍维持在高毛利水平；销售净利率提升至 25.74%，反映期间费用管控有效。费用结构方面，研发费用达 9.49 亿元（同比+2.26%），持续高强度投入体现技术壁垒构建决心；销售费用 2.36 亿元，增幅较大，或与市场拓展节奏加快有关，但整体仍处于可控范围。资产负债结构稳健，资产质量与运营效率同步改善。截至 2025 年三季度末，公司资产负债率为 27.02%，较去年同期微升 0.18 个百分点，整体杠杆水平保持低位，财务风险可控。有息负债规模极小，短期借款仅 0.09 亿元，长期借款 0.86 亿元，一年内到期的非流动负债 2.16 亿元，偿债压力极轻。存货 19.16 亿元，同比下降 5.78%，结合营收增长，库存周转效率提升，库存风险降低。合同负债与预收款项合计 2.0 亿元，虽同比有所下降，但仍为未来收入提供一定可见度。值得注意的是，在建工程同比增长 318.44% 至 1.33 亿元，叠加固定资产增长 9.98%，显示公司正有序推进产能建设，为中长期增长蓄力。 现金流与盈利匹配良好，自由现金流虽短期承压但趋势向好。2025 年前三季度，公司经营活动现金流量净额为 2.85 亿元，虽同比下滑 70.66%，但考虑到净利润达 12.62 亿元，利润现金含量为 22.58%，短期匹配度有所下降，主要受应收账款和存货占用增加影响。不过，“销售商品、提供劳务收到的现金”达 40.46 亿元，占营业收入比重为 82.50%，收入含现量仍处健康区间。自由现金流为-0.83 亿元，短期为负系主动投资所致，而非经营恶化。结合在建工程大幅增长及经营回款基础稳固，预计后续随着项目转固与产能释放，现金流生成能力将显著回升，业绩可持续性具备坚实支撑。

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 16.75/19.26/26.13 亿元，对应 PE 分别为 44/39/28 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1）特种集成电路领域的有效需求复苏不及预期的风险；2）部分产品价格下降和去库存的风险；3）新产品研发、技术更新、市场竞争的风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰）

中航高科（600862）：2025 年三季报点评：高端复合材料赛道产能蓄力、盈利短暂换挡但现金流充沛

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 37.61 亿元，同比去年-1.56%；归母净利润 8.06 亿元，同比去年-11.59%。

投资要点 盈利质量整体稳健，利润结构体现主业韧性但短期承压。2025 年前三季度公司营收 37.61 亿元，同比微降 1.56%，归母净利润 8.06 亿元，同比下降 11.59%，业绩放缓主要受航空主机厂交付节奏延后及高基数影响，但扣非净利润 7.99 亿元，降幅与归母净利润基本同步，显示利润来源扎实。2025 年前三季度销售毛利率 38.24%，仅较上年同期回落 0.28 个百分点，核心盈利能力依旧坚挺；销售净利率 21.62%，下降 2.5 个百分点，主因公司加大研发投入，研发费用增至 1.50 亿元，同比提升 49.97%，同时管理费用同比略增 5.02%，而销售费用同比收缩 22.32%，费用结构向“重研发、轻销售”倾斜，显示公司正借行业短暂调整期加码技术储备，利润短期承压却为后续高附加值产品放量奠定基础。资产负债结构持续优化，资产质量良好且未来收入能见度较高。2025 年三季度末公司资产负债率 26.73%，同比下降 1.54 个百分点，杠杆水平继续保持稳健；有息负债近乎清零，短期借款为零，一年内到期的非流动负债仅 0.36 亿元，债务压力极轻。截至 2025 年三季度应收账款 34.95 亿元，同比下降 22.51%，回款力度显著加强，同期信用减值损失计提 0.29 亿元，同比多提约 0.1 亿元，减值审慎、风险可控。截至 2025 年三季度存货 13.85 亿元，同比增长 15.10%，主要为订单备料增加，结合航空制造“以销定产”模式，库存风险有限；合同负债 0.59 亿元，虽小幅下降 7.84%，但仍预示后续收入能见度。经营现金流大幅改善，盈利变现能力显著增强，自由现金流充裕。2025 年前三季度经营活动现金流净额 10.21 亿元，同比大增 621.17%，对应当期净利润 8.13 亿元，盈利变现能力增强；销售商品、提供劳务收到的现金 21.68 亿元，同比增长 46.21%，回款增速远超营收，收入“含现量”显著提升。应收账款与存货的积极变化在间接法现金流量表中同步验证，经营现金流质量扎实。2025 年前三季度投资活动现金净流出 2.74 亿元，主要用于购建固定资产 1.61 亿元及对外投资 1.20 亿元，资本开支虽同比扩大，但占经营现金流比例可控，扩张节奏克制。

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们基本维持先前对公司 2025-2027 年归母净利润预测，分别为 13.71/16.24/17.93 亿元，对应 PE 分别为 23/20/18 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)

振华科技(000733): 2025 年三季报点评: 军品高端元器件升级放量、民品底部磨底蓄力

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 39.26 亿元，同比去年+4.98%；归母净利润 6.23 亿元，同比去年-3.31%。

投资要点 盈利质量稳中有压，利润结构体现主业韧性。截至 2025 年前三季度，振华科技实现营业总收入 39.26 亿元，同比增长 4.98%；归属于母公司股东的净利润为 6.23 亿元，同比微降 3.31%。尽管利润小幅下滑，但考虑到去年同期基数受非经常性损益扰动较大，当前业绩仍体现出较强的基本面韧性。公司销售毛利率为 45.67%，同比下降 7.92 个百分点，主要受原材料成本波动及产品结构阶段性调整影响；销售净利率为 15.87%，亦有所回落，但整体仍处于电子元器件行业较高水平，反映核心业务盈利能力稳健。费用端方面，销售费用 1.89 亿元、管理费用 4.86 亿元、研发费用 2.24 亿元，三项费用均呈优化趋势，显示公司在控本增效方面持续推进，费用结构更趋合理。整体来看，利润虽有小幅波动，但主要源于外部环境扰动，而非主业失速，盈利质量仍具可持续性。资产负债结构稳健，运营效率与资产质

量保持良好。截至 2025 年三季度末，公司资产负债率为 18.20%，较上年同期微降 0.25 个百分点，整体杠杆水平维持在极低区间，财务结构安全稳健。有息负债方面，短期借款 5.47 亿元，一年内到期的非流动负债 3.38 亿元，虽短期偿债压力有所上升，但期末货币资金达 34.02 亿元，覆盖倍数充足，流动性风险可控。存货 25.02 亿元，同比增长 9.41%，结合营收增长节奏，未显明显积压迹象。合同负债 0.46 亿元，同比增长 43.26%，预示后续订单交付具备一定能见度。在建工程 2.55 亿元，固定资产 19.15 亿元，显示公司资本开支趋于理性，产能扩张节奏与市场需求匹配度较高，资产质量整体健康。现金流表现扎实，盈利变现能力与自由现金流支撑力较强。2025 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 6.42 亿元，虽同比下滑 51.90%，但仍显著高于净利润 6.23 亿元，利润现金含量达 1.03 倍，表明盈利质量较高、变现能力良好。销售商品、提供劳务收到的现金为 37.39 亿元，占营业收入比重达 95.25%，回款效率稳定。经营现金流减少主要受应收账款与存货占用小幅上升影响，属正常运营波动。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 10.83/12.52/14.47 亿元，对应 PE 分别为 27/24/20 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 宏观经济风险；2) 民航业相关需求受其他交通方式发展冲击的风险；3) 市场竞争加剧的风险；4) 商誉减值风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

光威复材 (300699)：2025 年三季报点评：盈利端随行业价格回调而暂时承压，多因素奠定下一轮需求增长

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 19.86 亿元，同比去年+4.40%；归母净利润 4.15 亿元，同比去年-32.55%。

投资要点 盈利质量承压但结构稳健，研发投入支撑长期竞争力。截至 2025 年前三季度，光威复材实现营业总收入 19.86 亿元，同比增长 4.40%；归属于母公司股东的净利润为 4.15 亿元，同比下降 32.55%。利润下滑主要源于高基数效应及部分军品订单交付节奏调整，叠加原材料成本波动对短期盈利形成扰动。公司销售毛利率为 41.18%，较上年同期的 46.76%有所回落，销售净利率亦由 30.31%降至 20.49%，反映出成本端压力尚未完全传导。不过，费用结构持续优化：销售费用仅 0.11 亿元，管理费用 0.89 亿元，均保持稳定；而研发费用大幅增至 1.77 亿元，同比激增 85.03%，显示公司坚定投入核心技术研发，为未来产品升级与市场拓展蓄力。尽管当期利润增速放缓，但高研发投入与可控的期间费用表明盈利基础扎实，利润质量具备可持续性。

资产负债结构总体健康，有息负债扩张伴随产能布局提速。截至 2025 年三季度末，公司资产负债率为 36.03%，虽较上年同期的 28.45%有所上升，但仍处安全区间。有息负债方面，短期借款大幅增至 6.81 亿元，一年内到期的非流动负债达 2.30 亿元，叠加 5.40 亿元长期借款，显示公司正通过债务工具支持战略扩张。应收账款为 13.00 亿元，同比增长 26.94%，但信用减值损失仅 0.29 亿元，计提比例审慎，回款风险可控。存货 7.81 亿元，同比增长 9.12%，结合营收增速看库存管理尚属合理。值得注意的是，合同负债 0.19 亿元，同比增长 21.95%，预示后续订单能见度良好。

经营现金流显著改善，自由现金流转正彰显盈利变现能力回升。2025 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额达 2.88 亿元，同比大增 179.27%，远超同期净利润 4.07 亿元，利润现金含量高达 70.76%，盈利变现能力明显增强。这一改善主要得益于营运资本管理优化，尽管应收账款有

所增加，但购买商品支付现金同比大降 40.93%至 7.08 亿元，有效释放现金流。投资活动现金净流出 5.61 亿元，其中购建固定资产等支付 4.21 亿元，反映产能建设仍在推进但节奏有所放缓。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 7.61/10.75/12.86 亿元，对应 PE 分别为 32/22/19 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 业绩波动的风险；2) 新产品开发的风险；3) 安全生产管理风险；4) 产品销售价格下降的风险。

(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>