



2025年10月29日

晨会纪要20251029

证券分析师:

陈芯楠 S0630525090001

cxn@longone.com.cn

证券分析师:

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师:

王洋 S0630513040002

wangyang@longone.com.cn

重点推荐

- 1.适度宽松货币政策逐步兑现，宏观审慎管理持续完善——银行业简评
- 2.深化投融资综合改革，加强中小投资者保护力度——资本市场聚焦（九）
- 3.华阳集团（002906）：2025Q3业绩符合预期，汽车电子业务多点开花——公司简评报告
- 4.恒立液压（601100）：挖掘机行业复苏，三季度营收与净利润齐增长——公司简评报告
- 5.恒力石化（600346）：三季度盈利略超预期，周期底部展现龙头韧性——公司简评报告
- 6.特宝生物（688278）：派格宾新适应症获批，益佩生加速商业推广——公司简评报告
- 7.燕京啤酒（000729）：U8韧性较强，改革持续兑现——公司简评报告

财经要闻

- 1.新华社受权发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》
- 2.国务院总理李强出席第28次中国－东盟领导人会议
- 3.央行行长潘功胜：持续释放政策效能，研究储备新的政策举措
- 4. ADP初步预估：美国单周就业岗位平均增加1.425万个

正文目录

1. 重点推荐	3
1.1. 适度宽松货币政策逐步兑现，宏观审慎管理持续完善——银行业简评	3
1.2. 深化投融资综合改革，加强中小投资者保护力度——资本市场聚焦（九） .	4
1.3. 华阳集团（002906）：2025Q3 业绩符合预期，汽车电子业务多点开花——公司简评报告	5
1.4. 恒立液压（601100）：挖掘机行业复苏，三季度营收与净利润齐增长——公司简评报告	6
1.5. 恒力石化（600346）：三季度盈利略超预期，周期底部展现龙头韧性——公司简评报告	7
1.6. 特宝生物（688278）：派格宾新适应症获批，益佩生加速商业推广——公司简评报告	8
1.7. 燕京啤酒（000729）：U8 韧性较强，改革持续兑现——公司简评报告	8
2. 财经新闻	10
3. A 股市场评述	12
4. 市场数据	14

1.重点推荐

1.1.适度宽松货币政策逐步兑现，宏观审慎管理持续完善—— 银行业简评

证券分析师：王鸿行，执业证书编号：S0630522050001，whxing@longone.com.cn

事件：2025 金融街论坛举行，人民银行行长潘功胜发表主题演讲。

央行恢复买卖国债初步兑现适度宽松货币政策立场。2024 年 Q4 专项债发行力度较大，为缓解供应端压力，央行 10-12 月累计净买入 7000 亿元国债。2025 年 Q1 央行出于防范利率快速下行风险的目的，暂停买卖国债。本次重启时机较为成熟，表现在四个方面：内需方面，物价指数持续偏弱，需求改善仍需要适度宽松货币政策环境；外部方面，美国就业放缓、通胀压力可控，美联储在 9 月已经降息 25bps 基础上，10-12 月连续降息预期可能性较大；汇率方面，人民币贬值压力大幅度缓解；债市方面，市场在区间震荡行情中稳健运行。由于央行买卖国债本身具有基础货币投放的功能，因此，本次重启可以理解继 5 月降息之后，对宽松货币政策的进一步落实。

市场反应预计更理性。方向上来看，这对债市情绪会产生积极影响，27 日债市尾盘已有积极反应。不过，后续市场表现可能很难达到 2024 年 Q4 的债牛水平，主要原因在于：一方面，2024 年 Q4 银行、保险等配置型资金对长久期国债需求旺盛，央行购债成为利率快速下行的最后一块拼图，而当前股市的良好表现明显缓解了资产荒，需求可能明显不及彼时；另一方面，目前尚无迹象表明 11-12 月政府债供给压力明显上升，出于维护市场稳定的目的，央行的操作策略或更成熟，以避免引发市场的单边预期；再者，市场流动性持续保持充裕的状态，对债市的推动作用逐步钝化。当前宏观基本面仍对债市有利，不过，AI 浪潮下市场风险偏好早已转向，股债跷跷板效应对债市的压制也较为明显，这种背景下，债市震荡行情预计延续。央行于 9 月、10 月中长期流动性净投放规模分别达到 6000、7000 亿元，预计本次恢复买卖国债对流动性仍有改善效果，短期内进一步宽松预期或有所降温。在债市震荡行情下，Q4 中小银行投资收益面临较大的基数压力，但息差压力与中间业务收入改善将有所缓解，预计整体业绩压力有限。

加快构建覆盖全面的宏观审慎管理体系，从源头上防范化解金融风险。人民银行将从以下四个方面加快构建覆盖全面的宏观审慎管理体系：强化系统性金融风险的监测和评估体系、完善并强化重点机构和重点领域风险防范举措、持续丰富宏观审慎管理工具箱、不断健全协同高效的宏观审慎管理治理机制。近年来，人民银行在化解中小金融机构风险、房地产金融风险、地方隐性债务风险方面积累了丰富的经验，并取得了良好的效果。未来，针对金融市场，将探索在特定情景下向非银机构提供流动性的机制性安排。全面宏观审慎管理体系的构建将增强金融风险防范化解能力，在银行业资产质量仍面临一定压力的背景下，有利于缓解市场对银行资产质量的担忧。

投资建议：规模增长方面，年内信贷增速逐步放缓，Q4 新型政策性工具或对信贷产生较好的撬动效果。政策利率总体上对息差较为友好，预计 2025 年息差下行压力将明显小于 2024 年。现阶段银行业零售资产风险拐点有待进一步确认，但参照此前制造业、对公房地产业不良周期的演进路径，预计整体资产质量依然稳定。Q3 市场风险偏好回升，银行板块调整明显，当前板块股息优势再度体现，建议关注板块修复机会。

风险提示：制造业贷款、经营性贷款风险快速上升；债市大幅调整导致中小银行投资收益明显承压。

1.2.深化投融资综合改革，加强中小投资者保护力度——资本市场聚焦（九）

证券分析师：陶圣禹，执业证书编号：S0630523100002，tsy@longone.com.cn

事件：2025 年金融街论坛年会于 10 月 27 日在北京召开，证监会主席吴清在开幕式上做了名为《发挥投融资综合改革牵引作用 推动“十五五”资本市场高质量发展》的主题演讲，我们就演讲核心内容做以下解读。

“十四五”收官之年，锚定“变局”与“新机”的双重坐标。当前既有外部格局之变，国际资本在风险再定价中更趋稳健均衡配置，“分散投资”成为全球共识，今年前 9 个月新兴市场吸引国际资金超 1500 亿美元，A 股、港股等成为全球配置的重要选项；也有内部发展之需，人工智能、生物医药等新产业、新业态蓬勃发展，“投入高、风险大、回报周期长”的特征也对“耐心资本”和融资环境提出了更高要求。“十四五”收官和二十届四中全会的召开，进一步明确投融资综合改革的发展路径，对“十五五”高质量发展奠定基础。

深化投融资综合改革，多措并举提升市场包容性和吸引力。深化投融资综合改革是吴清主席在演讲中的两大发展方向之一，纵深推进板块改革，夯实市场稳定内在基础，扩大高水平对外开放，才可以系统性打通“融资端-投资端-市场端”的良性循环，持续增强资本市场的包容性、适应性和吸引力、竞争力。

1) 纵深推进板块改革，增强多层次市场体系的包容性和覆盖面。现阶段我国已形成主板重“稳”、科创板重“硬科技”、创业板重“成长”、北交所重“中小”、四板重“培育”的多层次资本市场体系。此前科创板“1+6”政策落地，科创成长层首批新注册企业上市，改革效应加快显现。此次会议对板块改革明确了两条路径，一是将启动实施深化创业板改革，设置更加契合新兴领域和未来产业创新创业企业特征的上市标准，为新产业、新业态、新技术企业提供更加精准、包容的金融服务；二是持续推动北交所高质量发展，健全新三板市场差异化的挂牌、信披、交易制度，畅通三、四板对接机制，筑牢多层次资本市场的塔基和底座。我们认为，改革路径的深化推进，将进一步强化各板块的差异化定位与协同效应，显著提升多层次资本市场对新质生产力的包容性与适配性，进而推动形成“培育-成长-成熟”的全生命周期企业服务链条，为实体经济高质量发展注入更强劲、更精准的资本动能。

2) 着力发挥中长期资金“压舱石”和“稳定器”作用，努力完善“长钱长投”市场生态。此前公募基金改革落地，通过优化考核机制、丰富长期产品谱系、三阶段费改等，推动资金投向与企业成长周期深度匹配；保险资金运用范围持续拓宽，股权投资比例限制进一步放宽，为科技创新、先进制造等领域注入“耐心资本”。此次会议进一步明确要全面落实长周期考核，减少短期业绩波动对投资决策的干扰，打通“资金供给-市场承接-价值回报”的良性循环，最终构建起“资金有耐心、市场有韧性、企业有活力”的长效生态。

3) 择机推出再融资储架发行制度，进一步拓宽并购重组支持渠道。此前科创板、创业板已试点再融资“小额快速”机制，简化审批流程、缩短融资周期；并购重组领域在“并购十六条”的指引下，以“并联审核”等举措支持企业跨行业、跨区域整合。此次会议提出将择机推出再融资储架发行制度，允许符合条件的优质企业一次性获批、分期发行，灵活匹配资金需求。我们认为，通过简化流程、优化节奏，让融资从“监管主导”转向“企业主导”，既提升了再融资效率，又能精准匹配科技创新与产业升级的资金需求，助力企业把握发展机遇，强链补链，加速产业转型升级。

4) 优化 QFII 机制，稳步扩大高水平制度型对外开放。QFII 机制已成为我国资本市场连接全球资本的核心通道，历经多轮改革后，投资范围从股票、债券拓展至衍生品、公募基金等多领域。证监会亦于会议后发布《合格境外投资者制度优化工作方案》，在优化准入管理、

提高投资运作效率、扩大投资范围等方面进一步完善，其中资格审批与开户“高效办成一件事”、对配置型外资准入实行绿色通道两项举措当日即已落地。我们认为，新规将进一步提升 QFII 机制的包容性和便利性，既为境外长期资本提供更广阔的配置空间，引导外资“真投、长投、稳投”中国优质资产，也通过外资参与推动资本市场规则与国际接轨，强化我国资本市场在全球金融体系中的地位，最终实现“制度开放-资本流入-市场成熟-实体受益”的良性循环，为金融强国建设注入开放动能。

发布中小投资者保护指导意见，增强投资者获得感与安全感。除了深化投融资综合改革外，大力提升投资者权益保护质效是另一发展重点。早前严监严管的基调已持续筑牢市场底线，通过“零容忍”打击欺诈发行、财务造假等违法行为，市场公平交易环境逐步优化。证监会于会议当日发布《关于加强资本市场中小投资者保护的若干意见》，是资本市场投资者保护领域的一部综合性政策文件，共在 8 个方面提出了 23 项具体措施，我们认为该意见的出台标志着我国投资者保护进入“全链条、系统化、法治化”新阶段，将显著提升中小投资者的获得感与安全感，既通过“前端预防、中端化解、末端惩戒”的全链条治理筑牢市场信任基石，也能引导各类资金“愿意来、留得住”，为资本市场高质量发展与金融强国建设注入持久动力。

投资建议：我们认为在前期严监严管的背景下，未来投融资综合改革将成为资本市场长远发展的主要推动力，一流投资银行建设的有效性和方向性不改，建议把握并购重组、财富管理转型、创新牌照展业和 ROE 提升在内的逻辑主线，个股建议关注资本实力雄厚且业务经营稳健的大型券商配置机遇。

风险提示：权益市场大幅波动影响股票交投活跃度，投资者风险偏好降低拖累市场景气度，宏观环境下行影响市场基本面，政策落地力度不及预期。

1.3. 华阳集团（002906）：2025Q3 业绩符合预期，汽车电子业务多点开花——公司简评报告

证券分析师：陈芯楠，执业证书编号：S0630525090001，cxn@longone.com.cn

投资要点

事件：公司发布 2025 年三季报，2025Q3 实现营收 34.80 亿元，同比+31%，归母净利润 2.20 亿元，同比+24%，扣非净利润 2.17 亿元，同比+25%；2025Q1-Q3 实现营收 87.91 亿元，同比+28%，归母净利润 5.61 亿元，同比+21%，扣非净利润 5.40 亿元，同比+20%。

汽车电子、精密压铸业务放量，收入端延续高增速。2025Q3 公司收入及利润同环比均维持高速增长，单季度营收、归母净利润、扣非净利润环比分别+23%、+18%、+25%，营收及归母净利润创单季度历史新高，我们认为主要受益于汽车电子（含座舱域控、HUD、数字声学等产品）和精密压铸（含汽车智能化零部件、光通信模块零部件等）两大业务板块的新产品、新项目进入密集放量期。

期间费用率持续下降，规模效应释放提升盈利能力。2025Q3 公司毛利率为 18.93%，同比-2.13pct，我们判断主要受产品结构变化（毛利率尚在爬坡的座舱域控等产品占比提升）及下游客户价格压力传导影响，后续随着新产品陆续上量及终端价格企稳，公司毛利率有望修复；期间费用率为 11.39%，同比-1.26pct，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比-0.90pct、-0.52pct、+0.06pct、+0.09pct，规模效应及管理改善持续提升公司盈利水平，其中财务费用率提升主要受利息费用及汇兑损益影响。

座舱域控与 VPD 放量显著，新兴业务稳步拓展。1）汽车电子业务增长强劲，产品矩阵多点开花：座舱域控业务高速增长，已成为汽车电子第二大产品线，随着北汽、奇瑞、长安

福特等客户新项目陆续量产，该业务有望持续贡献可观增量；HUD 业务龙头地位稳固，创新产品 VPD 已搭载小米汽车并实现全球首家规模化量产；电子后视镜、精密运动机构等产品订单额大幅增加。2) 精密压铸受益 AI 新机遇：精密压铸业务延续高增长，应用领域从汽车智能化相关部件（如激光雷达、域控壳体等）拓展至 AI 光通信赛道，其为泰科、莫仕等客户提供的光通讯模块零部件快速放量，成为强劲新增长点。3) 机器人等新兴业务前瞻布局：公司凭借在软硬件、光学、算法、精密机构、精密模具、机加工等方面技术积淀正加速推进人形机器人领域的多种产品应用。

全球化战略成效显著，海外产能加速落地支撑全球业务扩张。产品矩阵方面，公司已从过去仅面向国际客户供应无线充电等单一产品升级为向大众、Stellantis、福特、现代起亚等全球主流车企的平台项目提供 HUD、座舱域控、屏显示等核心产品，全球配套能力逐步获市场验证，单车价值量持续提升；海外产能方面，公司已在海外设立泰国、墨西哥子公司，并计划在泰国设立汽车电子工厂并在墨西哥布局精密压铸产能。

投资建议：基于公司汽车电子、精密压铸产品需求情况调整 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 8.42 亿元、10.56 亿元、12.62 亿元（原 2025/2026 预测值为 8.89 亿元/11.43 亿元），对应 EPS 为 1.60 元、2.01 元、2.40 元（原 2025/2026 年预测值为 1.69/2.18 元），按 2025 年 10 月 28 日收盘价计算，对应 PE 为 19X、15X、13X。公司在“汽车电子新品周期+精密压铸受益 AI 新机遇+全球化突破”三大引擎驱动下，成长路径清晰，尽管毛利率短期受产品结构调整及行业竞争影响承压，但内部降本增效已形成有效对冲，随着后期高价值产品放量与海外订单兑现，公司有望进入新一轮高速成长期，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧的风险、主要客户销量表现不及预期的风险、新产品研发不及预期的风险等。

1.4.恒立液压（601100）：挖掘机行业复苏，三季度营收与净利润齐增长——公司简评报告

证券分析师：商俭，执业证书编号：S0630525060002，shangjian@longone.com.cn

投资要点

事件：公司 2025 年前三季度实现营收 77.90 亿元，同比增长 12.31%；归母净利润达 20.87 亿元，同比增长 16.49%；2025 年前三季度实现毛利率和净利率分别为 41.96%和 26.85%；2025 年第三季度实现营收 26.19 亿元，同比增长 24.53%；归母净利润 6.58 亿元，同比增长 30.60%。

费用率保持平稳，持续推进降本增效。2025 年前三季度公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用分别为 2.10%、5.86%、7.07%和-2.56%，销售费用和管理费用较去年同期有所上升，同比+0.02pct 和+0.4pct。主要系公司全球化扩张和线性驱动项目，导致员工总数和薪酬增加所致。研发费用和财务费用较去年有所下降，同比-0.64pct 和-0.16pct。另外，公司深化成本管理，推进降本项目，截止年中，累计实施降本措施 400 余项，涵盖原材料采购、生产工艺优化、设备维护等多个环节，为公司盈利能力的提升提供有力支撑。

挖掘机行业复苏，油缸泵阀份额提升。据中国工程机械协会，2025 年 1-9 月挖掘机共销 17.40 万台，同比增长 18.1%，行业恢复增长。其中，国内销量为 8.99 万台，同比增长 21.5%；出口 8.42 万台，同比增长 14.6%。在此背景下，公司上半年共销售挖掘机用油缸 30.83 万只，同比增长超 15%；挖掘机用液压泵阀，在中大型挖掘机上取得持续突破，产品份额持续提升。此外，非挖行业用液压泵阀产品谱系持续扩充，销量同比增长超 30%，进一

步扩大了在高空作业平台、装载机及农业机械等领域的国内份额。并且，公司在海外市场也实现了业务突破，已向国外知名工程机械厂家批量供货。

墨西哥工厂投产运营，线性驱动项目成绩亮眼。公司大力开拓海外市场，持续推进海外产能布局，公司海外最大生产基地墨西哥工厂已正式投产运营。线性驱动器项目上半年在技术研发与市场拓展方面取得亮眼成绩，累计开发超过 50 款新产品，所有新品均已顺利完成量产转化并正式投放市场。直线传动产品凭借公司技术优势与品质保障，初入市场便迅速获得行业高度关注，新增建档客户近 300 家。公司将持续深化与客户合作，推动精密丝杠、直线导轨、电动缸等重点产品在更多应用场景的落地，持续提升在电传动领域的领先地位。

投资建议：公司是国内液压件龙头，挖机泵阀市场份额提升，非挖产品持续放量，推进国际化和电动化战略。公司推进降本增效汇兑收益增加，并且挖机行业复苏，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 27.96/31.51/35.59 亿元，EPS 对应当前股价 PE 分别为 45.06/39.98/35.40 倍，维持“买入”评级。

风险提示：技术迭代不及预期风险；海外市场风险；汇率变动风险；原材料波动风险。

1.5.恒力石化（600346）：三季度盈利略超预期，周期底部展现龙头韧性——公司简评报告

证券分析师：吴骏燕，执业证书编号：S0630517120001；证券分析师：谢建斌，执业证书编号：S0630522020001，wjyan@longone.com.cn

投资要点

成本优化与毛利率修复驱动单季净利同比增长：公司前三季度实现营收 1574.67 亿元，同比减少 11.46%；归母净利润 50.23 亿元，同比减少 1.61%。其中，第三季度单季营收 535.24 亿元，同比下滑 17.99%，但归母净利润 19.72 亿元，同比大幅增长 81.47%。前三季度营收同比下滑主因是炼化产品（营收同比-6.02%）和 PTA（营收同比-17.55%）业务承压，但受益于原油价格波动趋稳后毛利率改善，公司单季营业成本降幅达 25.62%（447.42 亿元），显著快于营收降幅，反映公司通过精细化管理有效对冲原料价格波动。面对炼化行业产能结构性矛盾，公司依托“油煤化”融合平台（煤制氢降低炼化成本）和全产业链协同，维持成本优势。

分红政策稳定股东回报，现金流支撑长期发展：公司 2025 年前三季度实现经营性现金流净额 201.34 亿元，同比基本持平（同比+0.09%）。截至三季度末，公司货币资金较上年末增加 17.42%，达 362.09 亿元。公司持续践行高比例分红，2025 年首次实施了“年度+中期”分红，每股派发现金红利 0.08 元（含税），合计派现 5.63 亿元（含税），进一步增强了市场信心。

“反内卷”趋势下石化行业有望走出底部，龙头或率先受益：自 2024 年起，国家层面多次强调要综合整治“内卷式”竞争，规范地方招商引资行为。石化行业近年供给过剩现象突出，有望成为“反内卷”重要领域。另外，海外石化企业退出整合事件频发，我国炼化一体化优势有望更具国际竞争力。恒力石化作为民营大炼化龙头，公司拥有 2000 万吨/年炼化一体化项目、500 万吨/年现代煤化工装置、150 万吨/年乙烯项目和 1660 万吨/年的 PTA 装置四大产能集群，同时在差异化纤维、功能性薄膜、工程塑料和可降解新材料等下游化工新材料领域拥有完善的产能布局，有望未来受益炼化新一轮景气周期。

盈利预测与投资评级：根据最新财报，我们维持预测 2025 年-2027 年公司 EPS 分别为 1.10 元、1.56 元、1.81 元。对应 PE（以 2025 年 10 月 28 日收盘价计算）分别为 15.77 倍、11.07 倍和 9.57 倍。我们看好公司分红持续增强的龙头属性，维持“买入”评级。

风险提示：石化产能出清不及预期风险；原料能源价格大幅波动风险；市场竞争加剧风险。

1.6.特宝生物（688278）：派格宾新适应症获批，益佩生加速商业推广——公司简评报告

证券分析师：杜永宏，执业证书编号：S0630522040001；证券分析师：付婷，执业证书编号：S0630525070003，dyh@longone.com.cn

投资要点

Q3 利润短期放缓。2025 前三季度，公司实现营业收入 24.80 亿元（同比+26.85%）、归母净利润 6.66 亿元（同比+20.21%）、扣非净利润 6.73 亿元（同比+15.91%）。其中 Q3 单季实现收入 9.69 亿元（同比+26.68%），归母净利润 2.38 亿元（同比-4.63%），扣非净利润 2.42 亿元（同比-3.55%）。2025Q3 季度公司销售毛利率为 91.90%（同比-1.44pp），销售净利率为 24.59%（同比-8.07pp）；从费用上看，销售费用率为 42.34%（同比+5.97pp，环比+4.14pp），管理费用率为 10.06%（同比+0.82pp）；研发费用率为 10.79%（同比+0.41pp）。公司 Q3 利润略有波动，主要由于长效生长激素处于市场早期推广阶段，销售推广费用增加所致。

派格宾临床治愈适应症获批。2025 年 10 月 12 日派格宾联合核苷（酸）类似物用于成人慢性乙型肝炎患者的 HBsAg 持续清除的增加适应症获批上市，派格宾联合核苷（酸）类似物在治疗期结束，停止所有治疗药物 24 周后，31.4%的患者获得了 HBsAg 转阴且 HBV DNA 持续抑制（检测不到）的临床治愈结果。派格宾是首个获批该适应症的药品，进一步巩固了长效干扰素在乙肝功能性治愈中的基石地位，为未来联合治疗方案的持续优化提供坚实基础。随着派格宾在乙肝临床治愈和降低乙肝相关肝癌发生风险的临床研究与实践的广泛应用，有望持续放量，市场渗透率有望进一步提高。

长效生长激素（益佩生）商业化加速。2025 年 5 月，长效重组人生长激素获批上市，用于治疗 3 岁及以上儿童的生长激素缺乏症所致的生长缓慢，采用全球独创的 Y 型聚乙二醇长效修饰技术，结构更稳定，给药剂量更低，是国内长效生长激素领域第二款上市产品。根据药智网统计，重组人生长激素注射液 2024 年在样本医院的销售额达 38.87 亿元，市场空间巨大，公司正在加速推进益佩生入院，年底有望参加国谈。

投资建议：公司核心产品持续放量，新产品商业化加速，产品不断丰富，我们预计公司 2025-2027 年实现营收 37.34 亿元、49.60 亿元、63.64 亿元，实现归母净利润 10.92 亿元、14.57 亿元、18.84 亿元，对应 EPS 分别为 2.68/3.58/4.63，对应 PE 分别为 26.45/19.82/15.33 倍。维持“买入”评级。

风险提示：新产品商业化推广不及预期风险；研发进展不及预期风险；市场竞争加剧风险。

1.7.燕京啤酒（000729）：U8 韧性较强，改革持续兑现——公司简评报告

证券分析师：吴康辉，执业证书编号：S0630525060001；证券分析师：姚星辰，执业证书编号：S0630523010001，wkh@longone.com.cn

投资要点

事件：公司发布 2025 年三季报，2025Q1-Q3 公司实现营业收入 134.33 亿元（同比 +4.57%，下同），归母净利润 17.70 亿元（+37.45%），扣非净利润 16.85 亿元（+33.59%）。其中，Q3 营业收入 48.75 亿元（+1.55%），归母净利润 6.68 亿元（+26.00%），扣非净利润 6.49 亿元（+24.60%）。

Q3 需求平淡，销量增速放缓，产品结构升级延续。2025 年 Q1-Q3 公司销量为 349.52 万千升（+1.39%），其中 Q3 啤酒销量为 114.35 万千升（+0.10%），Q3 啤酒销量增速明显放缓预计受禁酒令影响，酒类市场需求整体平淡。2025 年 Q1-Q3 吨营收为 3843.27 元/千升（+3.14%），其中 Q3 吨营收 4263.23 元/千升（+1.46%），得益于公司坚定大单品战略执行，U8 继续保持良好增长势能及销售占比的提升，推动产品结构持续改善。

成本下降及经营效率提升，释放盈利弹性。2025 年 Q1-Q3 毛利率为 47.19%（+2.10pct），其中 Q3 毛利率为 50.15%（+2.16pct），成本红利的释放为主要驱动，2025 年 Q3 吨成本同比下降 2.74%至 2125.05 元/千升。费率：公司深化卓越管理体系建设，加快供应链智能化转型和数字化建设步伐，有效促进全链条效率提升。2025Q1-Q3 期间费用率为 22.25%（-1.38pct），其中销售费率为 11.59%（-0.39pct），管理费率为 10.24%（-0.98pct），费率整体管控较好；其中，Q3 销售费率为 13.80%（-0.06pct），管理费率为 10.06%（-0.85pct）。净利率：2025Q1-Q3 归母净利率为 13.18%（+3.15pct），其中 Q3 归母净利率 13.70%（+0.33pct），盈利能力持续提升。

投资建议：尽管短期受到禁酒令政策的影响，市场需求偏淡，但公司积极发力零售渠道，U8 延续良好增长态势，我们认为 U8 的增长较为健康；长期看，区域和渠道拓展空间仍较广阔，U8 的成长具有持续性。经营上，公司深化卓越管理体系，推动经营质效稳步提升，短期叠加成本红利释放，公司改革持续兑现；长期持续看好公司降本增效。预计 2025/2026/2027 年公司归母净利润分别为 15.03/18.07/21.16 亿元，增速分别为 42.41%/20.22%/17.09%，对应 EPS 为 0.53/0.64/0.75 元，对应当前股价 PE 分别为 21.99/18.29/15.62，维持“买入”评级。

风险提示：U8 销量增长不及预期、产品结构升级不及预期、食品安全问题。

2.财经新闻

1.新华社授权发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》

10月28日，新华社授权发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》。

《建议》指出，“十五五”时期在基本实现社会主义现代化进程中具有承前启后的重要地位。实现社会主义现代化是一个阶梯式递进、不断发展进步的历史过程，需要不懈努力、接续奋斗。“十五五”时期是基本实现社会主义现代化夯实基础、全面发力的关键时期，要巩固拓展优势、破除瓶颈制约、补强短板弱项，在激烈国际竞争中赢得战略主动，推动事关中国式现代化全局的战略任务取得重大突破，为基本实现社会主义现代化奠定更加坚实的基础。

“十五五”时期经济社会发展的主要目标：

高质量发展取得显著成效。经济增长保持在合理区间，全要素生产率稳步提升，居民消费率明显提高，内需拉动经济增长主动力作用持续增强，经济增长潜力得到充分释放，全国统一大市场建设纵深推进，超大规模市场优势持续显现，新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化取得重大进展，发展新质生产力、构建新发展格局、建设现代化经济体系取得重大突破。

科技自立自强水平大幅提高。国家创新体系整体效能显著提升，教育科技人才一体发展格局基本形成，基础研究和原始创新能力显著增强，重点领域关键核心技术快速突破，并跑领跑领域明显增多，科技创新和产业创新深度融合，创新驱动作用明显增强。

进一步全面深化改革取得新突破。国家治理体系和治理能力现代化深入推进，社会主义市场经济体制更加完善，高水平对外开放体制机制更加健全，全过程人民民主制度化、规范化、程序化水平进一步提高，社会主义法治国家建设达到更高水平。

社会文明程度明显提升。文化自信更加坚定，主流思想舆论不断巩固壮大，社会主义核心价值观广泛践行，全民族文化创新创造活力不断激发，人民精神文化生活更加丰富，中华民族凝聚力和中华文化影响力显著增强，国家软实力持续提高。

人民生活品质不断提高。高质量充分就业取得新进展，居民收入增长和经济增长同步、劳动报酬提高和劳动生产率提高同步，分配结构得到优化，中等收入群体持续扩大，社会保障制度更加优化更可持续，基本公共服务均等化水平明显提升。

美丽中国建设取得新的重大进展。绿色生产生活方式基本形成，碳达峰目标如期实现，清洁低碳安全高效的新型能源体系初步建成，主要污染物排放总量持续减少，生态系统多样性稳定性持续性不断提升。

国家安全屏障更加巩固。国家安全体系和能力进一步加强，重点领域风险得到有效防范化解，社会治理和公共安全治理水平明显提高，建军一百年奋斗目标如期实现，更高水平平安中国建设扎实推进。

在此基础上再奋斗五年，到二〇三五年实现我国经济实力、科技实力、国防实力、综合国力和国际影响力大幅跃升，人均国内生产总值达到中等发达国家水平，人民生活更加幸福美好，基本实现社会主义现代化。

（信息来源：新华社）

2.国务院总理李强出席第28次中国－东盟领导人会议

国务院总理李强在马来西亚吉隆坡出席第 28 次中国-东盟领导人会议李强指出，中国愿同东盟国家加强发展战略对接，落实好《中国-东盟全面战略伙伴关系行动计划(2026-2030)》，继续推动构建更为紧密的中国·东盟命运共同体。中方将继续向中国-东盟合作基金注资，愿同东盟国家设立中国-东盟数字学院，搭建人工智能合作平台机制，建立海事发展与技术合作中心等，深化交通运输、数字经济、绿色经济、防灾减灾、气候变化等合作。

（信息来源：中国政府网）

3. 央行行长潘功胜：持续释放政策效能，研究储备新的政策举措

10 月 26 日，央行行长潘功胜受国务院委托作关于金融工作情况的报告。潘功胜表示，将执行好各项已出台货币政策措施，持续释放政策效能，研究储备新的政策举措。综合运用多种货币政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。盘活存量，用好增量，提高资金使用效率。强化利率政策执行和监督，深化明示贷款综合融资成本工作，推动社会综合融资成本下降。保持汇率弹性，强化预期引导，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

潘功胜表示，下一步，持续深化金融供给侧结构性改革。加快完善中央银行制度，健全科学稳健的货币政策体系，持续畅通货币政策传导机制。健全覆盖全面的宏观审慎管理体系，不断拓展宏观审慎管理的覆盖范围。推动大型商业银行做好资本补充后续工作。制定政策性银行业务分类监管政策。推动商业银行经营转型。大力发展债券市场“科技板”，深化科创板、创业板改革，促进股权投资行业高质量发展，提升直接融资比重。

（信息来源：央行）

4. ADP 初步预估：美国单周就业岗位平均增加 1.425 万个

ADP：将发布美国全国就业报告单周预估数据；根据初步预估，美国单周就业岗位平均增加 1.425 万个；将继续每月发布就业报告及薪资洞察。

（信息来源：Wind）

3.A 股市场评述

上交易日上证指数小幅震荡收阴，盘中上破了 4000 点整数关口

证券分析师：王洋，执业证书编号：S0630513040002，wangyang@longone.com.cn

上交易日上证指数小幅震荡收阴，收盘下跌 8 点，跌幅 0.22%，收于 3988 点。深成指、创业板双双回落，主要指数多呈回落。

上交易日上证指数震荡收小实体星状 K 线，盘中上破 4000 点整数关口，创 4010 点波段新高，取得了阶段性胜利。指数一旦上破了重要点位，即便短线仍或有多空争夺从而震荡，但后市再度上破是大概率事件。昨日量能略收，大单资金没有延续净流入，而是加码净流出超 244 亿元，金额可观。指数自本年 4 月以来最大涨幅已经超过 29%，目前虽日线指标尚未走弱，但若多空分歧较大，仍或影响指数上行动能。目前指数日线 KDJ、MACD 金叉共振尚未走弱，日线均线多头排列尚未走弱。但 30 分钟线 KDJ、MACD 死叉共振成立，分钟线指标走弱，需要时间修复，短线指标或延续震荡整理。短线关注指数下方缺口支撑位的支撑力度。

上证指数周线呈红阳线。近日指数跳空向上留下跳空缺口，成为短线较重要支撑。目前指数仍处周均线体系之上，5 周均线尚未走平，周 KDJ、MACD 金叉共振尚未明显走弱。但周技术条件表现滞后，在指数波段涨幅较大的情况下，震荡中仍需密切关注短周期技术条件变化。

深成指、创业板双双回落，收盘分别下跌 0.44%、0.15%，均收星状 K 线带上影线。指数在上方缺口压力下盘中震荡。两指数日线 KDJ 金叉延续尚未走弱，深成指日线 MACD 虽有向好迹象但尚未金叉，创业板日线 MACD 有金叉迹象，表现略强。但两指数 30 分钟线 MACD、KDJ 死叉共振，分钟线指标走弱，短线震荡整理或延续。目前两指数上有近期高点压力，下有短期均线簇支撑，目前两指数日线指标尚不强势，分钟线指标有走弱迹象，短线或呈区间震荡态势。

上交易日同花顺行业板块中，收红板块占 47%，收红个股占比 44%，未及半数。涨超 9% 的个股 74 只，跌超 9% 的个股 13 只，上交易日市场情绪有所回落。

上交易日同花顺行业板块中，军工装备板块上涨 2.39%，涨幅居首。其次，港口航运、机场航运、公路铁路运输、综合、非金属材料等板块活跃居前。而贵金属、风电设备、工业金属、美容护理、能源金属等板块回落调整居前。军工装备、生物制品、软件开发等板块大单资金净流入居前，而半导体、通信设备、工业金属、小金属、证券板块，大单资金净流出居前。

军工装备板块，昨日收盘上涨 2.39%，在同花顺行业板块中涨幅居首。指数收长阳线带上小影线。指数自本年 8 月 29 日波段顶震荡回落，最大跌幅超过 14%，在跌破 60 日均线后产生破位反弹。昨日一举上破 60 日均线强压力位，以及上破了本年 8 月 29 日以来的下降趋势线。量能明显放大，大单资金净流入超 23.8 亿元，金额可观。日线 MACD、KDJ 金叉共振延续，短期均线多头排列，目前拉升尚无明确结束迹象。但指数 K 线带上小影线，多空或仍有分歧。但若 60 日均线支撑有力，指数短线或仍有震荡盘升动能。

同花顺行业板块中，大多积累了较大的波段涨幅，在相对高位，各板块指数表现分化，观察中仍需谨慎甄别，并需谨慎把握震荡节奏。

表1 行业涨跌幅情况

行业涨跌幅前五			
行业	涨幅前五（%）	行业	跌幅前五（%）
地面兵装 II	4.85	工业金属	-3.30
家电零部件 II	4.08	贵金属	-3.11
非金属材料 II	3.08	能源金属	-2.99
焦炭 II	2.43	风电设备	-2.41
汽车服务	2.37	工程机械	-2.13

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.市场数据

表2 市场表现

2025/10/28	名称	单位	收盘价	变化
资金	融资余额	亿元,亿元	24643	244.98
	逆回购到期量	亿元	1595	/
	逆回购操作量	亿元	4753	/
	7 天逆回购	%,BP	1.4	/
国内利率	1 年期 LPR	%	3	/
	5 年期以上 LPR	%	3.5	/
	DR001	%,BP	1.4687	1.58
	DR007	%,BP	1.5580	-2.38
国外利率	10 年期中债到期收益率	%,BP	1.8179	-2.44
	10 年期美债到期收益率	%,BP	3.9900	-2.00
	2 年期美债到期收益率	%,BP	3.4700	-1.00
	上证指数	点,%	3988.22	-0.22
股市	创业板指数	点,%	3229.58	-0.15
	恒生指数	点,%	26346.14	-0.33
	道琼斯工业指数	点,%	47706.37	0.34
	标普 500 指数	点,%	6890.89	0.23
	纳斯达克指数	点,%	23827.49	0.80
	法国 CAC 指数	点,%	8216.58	-0.27
	德国 DAX 指数	点,%	24278.63	-0.12
	英国富时 100 指数	点,%	9696.74	0.44
外汇	美元指数	/,%	98.7245	-0.09
	美元/人民币(离岸)	/,BP	7.0954	-129.00
	欧元/美元	/,%	1.1652	0.06
	美元/日元	/,%	152.11	-0.50
国内商品	螺纹钢	元/吨,%	3091.00	0.49
	铁矿石	元/吨,%	792.50	1.93
	COMEX 黄金	美元/盎司,%	3968.10	-0.72
国际商品	WTI 原油	美元/桶,%	60.15	-1.89
	LME 铜	美元/吨,%	11029.50	0.26

资料来源：同花顺，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：Http://www.longone.com.cn
座机：(8621) 20333275
手机：18221959689
传真：(8621) 50585608
邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：Http://www.longone.com.cn
座机：(8610) 59707105
手机：18221959689
传真：(8610) 59707100
邮编：100089