

晨会纪要

数据日期: 2025-10-28	上证综指	深证成指	沪深 300 指数	中小板综指	创业板综指	科创 50
收盘指数 (点)	3988.22	13430.10	4691.97	14401.44	3918.29	1471.73
涨跌幅度 (%)	-0.21	-0.43	-0.50	-0.22	-0.01	-0.84
成交金额 (亿元)	9407.60	12070.98	5715.63	4270.42	5693.36	878.13

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观专题: 宏观经济专题研究-世界货币变迁史
 宏观快评: 中美经贸谈判追踪-战术性缓和, 结构性博弈难改
 宏观快评: 《建议》解读-“十五五”规划建议的 9 条增量信息
 策略快评: 热点快评-智绘新篇: AI 大模型重塑金融业态
 总量专题 (首席经济学家团队): 总量专题-“买好的”和“买得好”:
 议“小登股”和“老登股”

行业与公司

医药生物周报 (25 年第 41 周): Grail 发布 Pathfinder 2 首批数据, 多癌早筛迎来重要里程碑
 传媒互联网周报: 《逃离鸭科夫》首周销量破百万, 关注三季报业绩表现
 公用环保行业周报: 公用环保 202510 第 4 期-前三季度全社会用电量 7.77 (+4.6%), 绿色甲醇政策梳理
 食品饮料行业专题: 白酒行业周期专题 2-以史为镜, 当前时点为什么我们认为白酒进入布局阶段?
 互联网行业周报: 人工智能周报 (25 年第 43 周)-OpenAI 推出 AI 浏览器, DeepSeek 发布开源 DeepSeek-OCR 模型
 宁波银行 (002142.SZ) 财报点评: 资产质量持续改善
 圣晖集成 (603163.SH) 财报点评: 收入利润同比高增长, 毛利率有望在四季度修复
 汇川技术 (300124.SZ) 财报点评: 2025 年前三季度净利润增长 27%, 联合动力上市后表现良好
 龙佰集团 (002601.SZ) 财报点评: 三季度业绩承压, 龙头静待需求拐点
 三美股份 (603379.SH) 财报点评: 制冷剂价格逐季提升, 需求淡季彰显经营韧性
 兴发集团 (600141.SH) 财报点评: 草甘膦出口旺季量价齐升, 三季度业绩环比增长 42.15%
 安踏体育 (02020.HK) 海外公司快评: 三季度流水增长放缓, 管理层调低安踏品牌流水指引
 富安娜 (002327.SZ) 财报点评: 第三季度收入降幅收窄, 费用率企稳
 新澳股份 (603889.SH) 财报点评: 三季度羊绒带动收入增长, 毛纺有望在四季度释放业绩
 焦点科技 (002315.SZ) 财报点评: 三季度营收稳健增长 17%, 平台及 AI

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 10月29日

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

基金指数 10月29日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3273.63	0.05
股票基金指数	12727.31	1.45
混合基金指数	11859.80	1.31

汇率 10月29日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.16	0.08
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.76	0.02
美元兑日元	152.08	-0.51

非流通股解禁 10月29日

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

付费会员数量持续扩大

上海家化(600315.SH) 财报点评:三季度营收加速增长 28%,经营质量同步跃升

贝泰妮(300957.SZ) 财报点评:三季度归母净利润扭亏为盈,期待后续业绩持续改善

宋城演艺(300144.SZ) 财报点评:短期业绩承压,跟踪项目迭代成效与经营拐点

学大教育(000526.SZ) 财报点评:前置性投入致淡季利润承压,但收款增速回升初步印证成效

金诚信(603979.SH) 财报点评:三季度业绩保持平稳,多个矿山资源项目同步推进

新集能源(601918.SH) 财报点评:煤、电齐改善,发电业务增长可期

中国神华(601088.SH) 财报点评:发电业务量增本降,助力业绩改善

千味央厨(001215.SZ) 财报点评:第三季度收入同比增长 4.3%,直营渠道企稳

大金重工(002487.SZ) 财报点评:业绩与盈利能力再创新高,两海布局持续深化

厦钨新能(688778.SH) 财报点评:正极盈利能力表现稳健,固态电池材料等布局加速推进

九丰能源(605090.SH) 财报点评:业绩短期承压,投资煤制气项目进一步扩充资源池

金山办公(688111.SH) 财报点评:收入逐季加速,B端增长显著

金融工程

金融工程定期报告:金融工程季度报告-三季度持股集中度明显提升,科技板块配置权重超 50%——公募基金 2025 年三季报分析

金融工程日报:沪指冲高回落,军工股午后走强

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观专题:宏观经济专题研究-世界货币变迁史

世界货币更迭，本质是全球经济权力的转移，遵循“贸易奠基、金融创新巩固、债务与军事失控崩塌”的核心逻辑。我们梳理了其从金属本位到信用本位的变迁脉络：

西班牙银元：首个全球货币的兴衰（16 世纪）

西班牙银元是首个跨三洲的世界货币，崛起依托南美白银资源（如波托西银矿贡献全球 50% 白银）与“白银高速公路”贸易网络，银元因高含银量、标准化铸造成全球硬通货。

衰落源于“战争-债务”恶性循环：16 世纪西班牙为征战军费激增，1557-1596 年四次债务违约重创信用，叠加 1588 年“无敌舰队”覆灭后白银输入锐减、银矿品位下降，银元逐步退出舞台。

荷兰弗罗林：金融创新驱动的霸权（17 世纪）

西班牙银元衰落时，荷兰凭“海上马车夫”贸易优势，将弗罗林打造成新世界货币，实现金属货币向信用货币跨越。

核心支撑是 1609 年阿姆斯特丹银行的创新：账户清算体系缩短跨境结算时间、降低成本；100% 准备金制度维持汇率稳定；金融衍生品创新扩大弗罗林使用范围。

衰落因 1780-1784 年第四次英荷战争：东印度公司巨亏，荷兰向银行巨额借款致准备金制度失效，弗罗林汇率暴跌、银行挤兑，再叠加产业空心化，1795 年被法郎取代。

英镑：金本位下的霸权与衰落（19-20 世纪）

19 世纪英国借工业革命（生产力爆发）与自由贸易，19 世纪末 80% 国际贸易以英镑结算，伦敦成全球金融中心；1717 年牛顿定黄金价格，1816 年《金本位制度法案》、1821 年启用金本位，及英格兰银行职能完善，巩固英镑信用。

20 世纪两次世界大战成转折点：一战英国军费激增，从债权国变债务国，暂停金本位致英镑贬值；二战军费再攀高峰，外汇储备锐减，1949 年、1967 年两次贬值，储备货币占比下滑。同期美国借美联储创新、纽约取代伦敦成票据中心，美元崛起。

总结：世界货币变迁的三大核心规律

1. 贸易是基础：足够大的贸易体量是货币成为全球计价单位的前提，如西班牙白银航线、英国工业贸易等。
2. 金融创新是核心：每一次金融制度突破（如荷兰账户清算、英国金本位）都降低货币使用成本、提升信用，推动货币本位跨越。
3. 债务与军事是底线：债务失控（如西班牙违约、英国战争债务）摧毁货币信用，军事是贸易与金融的保护屏障，两者失衡则霸权崩塌。

风险提示：海外市场波动，海外经济增速下滑。

证券分析师：邵兴宇（S0980523070001）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

◆ 宏观快评:中美经贸谈判追踪-战术性缓和，结构性博弈难改

10 月 25 至 26 日，中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、财政部长贝森特及贸易代表格里尔在马来西亚吉隆坡举行第五轮经贸磋商，就关税、出口管制、稀土、数字经济等重点议题进行交流，达成初步共识，双方正准备签署一项全面贸易协议，并等待两国元首会晤后正式确认。

证券分析师：邵兴宇（S0980523070001）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

◆ 宏观快评：《建议》解读-“十五五”规划建议的9条增量信息

2025年10月28日，《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》发布。

解读：

“十五五”规划建议描绘了一幅以“核心目标-关键路径-核心动力-制度保障”为清晰逻辑的宏伟蓝图。核心目标是推动“高质量发展取得显著成效”，并通过设立经济增长、全要素生产率与居民消费率等量化指标，使其从宏观愿景转化为可考核的实践纲领。

为实现这一目标，《建议》明确了内外结合的关键路径。对内，通过“提振消费”的系统性专项行动与“扩大有效投资”的理念机制升级，共同夯实国内大循环的内生动力。对外，则以“制度型开放”深化对接国际高标准，拓展发展空间。

在供给端，核心动力源自“科技自立自强”与“现代化产业体系”的精准布局。规划不仅以超常规举措攻关关键核心技术、突出人工智能的引领作用，更对传统产业升级与未来产业培育做出了清晰界定，旨在全面塑造“新质生产力”。

为确保战略落地，规划构建了坚实的制度保障体系。其核心是深化“要素市场化改革”与破除“统一大市场建设卡点堵点”，通过统一制度规则、规范政府行为、强化市场监管，从根本上扫除阻碍经济循环的体制机制障碍。同时，“财政政策”向增强可持续性与效率转型，为整个战略实施提供稳健的财力支撑。

证券分析师： 李智能（S0980516060001）、邵兴宇（S0980523070001）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

联系人： 王奕群

◆ 策略快评：热点快评-智绘新篇：AI大模型重塑金融业态

当前，人工智能大模型技术正经历跨越式发展，其强大的自然语言理解与生成能力已深度渗透至金融行业的各个核心环节。基于AI技术快速演进、行业积极拥抱变革的时代背景，相关案例与功能迭代展现了AI大模型驱动金融业向智能化、个性化迈进的显著趋势。

证券分析师： 王开（S0980521030001）

◆ 总量专题（首席经济学家团队）：总量专题-“买好的”和“买得好”：议“小登股”和“老登股”

核心结论：① 今年以来无论是股价表现，还是估值和拥挤度，“老小登资产”之间的分化都很极致。② 以史为鉴，“买好的”也要“买得好”，增速高不等于投资回报率高，基本面稳健的估值洼地也能实现高回报。③ 本轮牛市主线是AI代表的“小登”，“买好的”指科技主线不变。小登时代也有老登季节，“买得好”指阶段性关注地产、券商、白酒消费。

2025年以来，“老小登资产”分化极致。2025年以来“小登股”组合上涨183.8%，显著优于“老登股”组合的3.91%，其中4月7日以来“小登股”组合上涨超200%，远高于“老登股”组合的13.6%。“老登”行业当前PE仅为2019年以来58%分位数水平，成交额占比降至不足2.8%，显著低于“小登”行业98%的估值分位数和33%的成交额占比。

以史为鉴：买好的，也要买得好。高增速≠高回报，估值很重要。美股市场中，IBM在EPS、利润、收入、市场份额等维度显著优于新泽西标准石油，但后者年化收益长期占优，市场对IBM过高的业绩预期使其估值处于高位，侵蚀了长期回报。A股市场中增速更高不等于投资回报率更优，估值也很重要，比亚迪2018-2020年净利润CAGR达到15%，长城汽车仅为0.98%，但2019-2020年牛市期间比亚迪股价上涨283%，长城汽车股价上涨高达622%，源于两者在行情开启时的估值水平迥异。22-24年银行股超额收益明显，尤其是在板块整体估值低于0.5倍PB时，中国银行期间上涨92.4%，而宁波银行下跌41.2%，核心在于估值，22年初中国银行PB不到0.5倍，而宁波银行为1.95倍。

每轮牛市都有主线，即符合时代的“小登资产”，但阶段性重视价值。从最近三轮牛市规律看，金融地

产周期在 06-07 年享受城镇化、工业化加速的红利，12-15 年期间移动互联网浪潮催生“互联网+”超额机遇，19-21 年期间能源革命、新能源车渗透率快速提升，新能源指数、电力设备行业均上涨 250%以上。从 Chat GPT DeepSeek，技术革命驱动大模型性能持续突破，AI 是最符合当前时代特征的“小登资产”。两条线索指向阶段性重视价值：一是风格与行业层面的季节效应，价值相对成长四季度胜率 64%；二是过往两轮牛市中期，价值、周期、金融地产扩散补涨。当前处于本轮牛市中期阶段，或存在风格轮动。

“小登的时代”也有“老登的季节”，重视地产、白酒、券商。全球 AI 军备竞赛加速，科技巨头资本开支持续向上，AI 作为最符合时代特征的“小登资产”，长期维持科技主线不变的判断。地产板块，股价经历 5 年调整，当前估值已低。目前行业基本面尚未企稳，政策有望发力对冲，股价领先基本面修复。券商板块，“924”以来市场成交放量明显，25 年中报券商净利润表现亮眼，伴随三季度成交额进一步放大，券商营收、利润均有望拾级而上。白酒板块，指数连跌 5 年，股息率回到 4%高位，“低估值+高股息”性价比凸显。股市行情回暖带动居民存款搬家，白酒为代表的低估消费板块有望进一步上行。

风险提示：历史表现不一定代表未来

证券分析师： 荀玉根（S0980525090001）、王开（S0980521030001）

行业与公司

◆ 医药生物周报（25 年第 41 周）：Grail 发布 Pathfinder 2 首批数据，多癌早筛迎来重要里程碑

本周医药板块表现弱于整体市场，医疗服务板块领涨。本周全部 A 股上涨 3.26%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 3.24%，中小板指上涨 4.15%，创业板指上涨 8.05%，生物医药板块整体上涨 0.58%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药下跌 0.31%，生物制品下跌 0.69%，医疗服务上涨 3.94%，医疗器械上涨 0.89%，医药商业上涨 2.27%，中药下跌 0.85%。医药生物市盈率（TTM）38.35x，处于近 5 年历史估值的 80.28%分位数。

Grail 发布 Pathfinder 2 首批数据，多癌早筛迎来重要里程碑。Grail 在 2025 ESMO 年会上公布了多癌早筛（MCED）产品 Galleri 的注册性临床 Pathfinder 2 的首批临床结果：在 216 名检测出癌症信号的参与者中，最终 133 人确诊，阳性预测值达到 61.6%，较 Pathfinder 1 阶段的 38%实现大幅提升，也显著高于其他先前临床研究或真实世界中观察到的 PPV 范围；特异性高达 99.6%，假阳性率极低；Galleri 检出的新发癌症中，53.5%处于 I 期或 II 期，I-III 期合计占比达 69.3%。此外，74%由 Galleri 检出的 I-II 期癌症类型目前尚缺乏推荐的常规筛查手段。组织溯源准确率（CSO）高达 91.7%，大幅缩减了阳性患者的进一步确诊时间。当 Galleri 被添加到 USPSTF A/B 级推荐的常规筛查（乳腺癌、宫颈癌、结直肠癌、肺癌）中时，总癌症检测数量增加了 7 倍以上，进一步证实 Galleri 的价值在于可成为现有筛查体系的增量补充工具。10 月 16 日，三星电子联合子公司三星物产以每股 70.05 美元的价格向 Grail 投资 1.1 亿美元，并将 Galleri 引入亚洲的主要市场。四天后，Grail 再通过私募配售募集约 3.25 亿美元，储备资金足以为公司运营提供资金直到 2030 年。自 9 月 1 日以来公司累计涨幅超过 170%，最高股价超过 100 美元。

风险提示：研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、张超（S0980522080001）

◆ 传媒互联网周报：《逃离鸭科夫》首周销量破百万，关注三季报业绩表现

传媒板块本周表现：行业上涨 4.20%，跑赢沪深 300，跑输创业板指。本周（10.20-10.24）传媒行业上涨 4.20%，跑赢沪深 300（3.24%），跑输创业板指（8.05%）。其中涨幅靠前的分别为荣信文化、游族网络、海看股份、佳云科技等，跌幅靠前的分别为视觉中国、天下秀、星辉娱乐、歌华有线等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 7 位。

重点关注：AI 视频生成技术持续突破，《逃离鸭科夫》上线首周销量突破百万。1）OpenAI、Oracle 的

150 亿美元 Lighthouse 园区启动建设，预计 2028 年竣工；2) 中科大与字节发布 MoGA 长视频生成模型，能够生成分钟级长度、480p 分辨率、24 帧/秒 (fps) 的高质量视频，并支持多镜头场景切换。3) 字节跳动 Seed 团队近日宣布推出 3D 生成大模型 Seed3D1.0，能够从单张图像端到端地生成高质量仿真级 3D 模型。4) 哔哩哔哩的《逃离鸭科夫》上线首周销量突破百万。

本周重要数据跟踪：点点互动持续表现亮眼。1) 本周（10 月 20 日-10 月 26 日）电影票房 1.98 亿元。票房前三名分别为《浪浪人生》（0.41 亿元，票房占比 20.6%）、《志愿军：浴血和平》（0.27 亿元，票房占比 13.8%）、《一战再战》（0.19 亿元，票房占比 9.5%）；2) 综艺节目方面，《花儿与少年同心季》、《喜人奇妙夜第二季》、《向往的生活-戏如人生》、《现在就出发第 3 季》和《再见爱人第五季》排名居前；3) 游戏方面，2025 年 9 月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、点点互动《Kingshot》和柠檬微趣《Gossip Harbor: Merge&Story》。

投资建议：关注三季度业绩，持续看好游戏板块新品周期与 IP 潮玩、把握影视政策转变与 AI 应用机会。1) 持续看好游戏、IP 潮玩景气周期；游戏板块近期调整赋予良好机会，结合产品周期及业绩表现，推荐巨人网络、恺英网络、吉比特等标的；IP 潮玩重点推荐泡泡玛特；媒体端关注经济底部向上可能（分众传媒等）；2) 关注内容政策转向与 AI 应用机会；影视内容关注政策转向、供给端底部改善带动需求改善可能，推荐平台（芒果超媒、哔哩哔哩）、内容（光线传媒、华策影视等）以及播放渠道（万达电影等）；AI 应用重点把握应用场景机会，关注 AI 动漫短剧、玩具、广告、教育、电商、社交等方向。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

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

◆ 公用环保行业周报：公用环保 202510 第 4 期-前三季度全社会用电量 7.77（+4.6%），绿色甲醇政策梳理

市场回顾：本周沪深 300 指数上涨 3.24%，公用事业指数上涨 1.08%，环保指数上涨 1.44%，周相对收益率分别为-2.16%和-1.80%。申万 31 个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第 23 和第 19 名。电力板块子板块中，火电上涨 2.00%；水电上涨 0.23%，新能源发电上涨 0.55%；水务板块上涨 1.52%；燃气板块上涨 1.82%。

重要事件：规上工业电力生产平稳增长。9 月份，规上工业发电量 8262 亿千瓦时，同比增长 1.5%；日均发电 275.4 亿千瓦时。1—9 月份，规上工业发电量 72557 亿千瓦时，同比增长 1.6%。分品种看，9 月份，规上工业火电、风电由增转降，水电由降转增，核电增速放缓，太阳能发电增速加快。其中，规上工业火电同比下降 5.4%，8 月份为增长 1.7%；规上工业水电增长 31.9%，8 月份为下降 10.1%；规上工业核电增长 1.6%，增速比 8 月份放缓 4.3 个百分点；规上工业风电下降 7.6%，8 月份为增长 20.2%；规上工业太阳能发电增长 21.1%，增速比 8 月份加快 5.2 个百分点。

9 月份，全社会用电量 8886 亿千瓦时，同比增长 4.5%。从分产业用电看，第一产业用电量 129 亿千瓦时，同比增长 7.3%；第二产业用电量 5705 亿千瓦时，同比增长 5.7%；第三产业用电量 1765 亿千瓦时，同比增长 6.3%；城乡居民生活用电量 1287 亿千瓦时，同比下降 2.6%。1—9 月，全社会用电量累计 77675 亿千瓦时，同比增长 4.6%，其中规模以上工业发电量为 72557 亿千瓦时。从分产业用电看，第一产业用电量 1142 亿千瓦时，同比增长 10.2%；第二产业用电量 49093 亿千瓦时，同比增长 3.4%；第三产业用电量 15062 亿千瓦时，同比增长 7.5%；城乡居民生活用电量 12378 亿千瓦时，同比增长 5.6%。

专题研究：本期梳理了国家及各省支持绿色甲醇行业发展的有关政策文件。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源，区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源，以及开展新能源与智算中心一体化深化算电协同标的金开新能；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源；6. 基于余热锅炉设备制造进军核能和清洁能源装备制造的西

子洁能。环保：1. 水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境，中山公用；2. 中国科学仪器市场份额超过 90 亿美元，国产替代空间广阔，推荐聚光科技；3. 欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能；4. 煤价下行背景下，秸秆价格同步下降，农林生物质发电行业成本端改善明显，推荐长青集团。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）、崔佳诚（S0980525070002）

◆ 食品饮料行业专题：白酒行业周期专题 2-以史为镜，当前时点为什么我们认为白酒进入布局阶段？

站在当前时点看白酒板块投资机会，市场仍具有分歧：一方面 2025Q3 酒企业绩同比预期大幅转降。另一方面估值持仓双低位，供需两端积极因素边际增加。本报告基于 2013-2015 年调整阶段中股价和酒企业经营策略的复盘，我们认为两轮周期具有较强相似性，买点有望加速确认。

股价与业绩节奏：多数公司股价底部在 2013Q4-2014Q1 确认，2013Q3 起业绩降幅扩大、景气度持续磨底，但股价反映温和、跟随牛市整体呈上涨。我们发现 2013Q3 表现降幅进一步扩大，而三季报后股价反映较为平稳，披露时点后 1 个月内多数公司跑出绝对收益，主因 1) 股价对业绩降速预期的消化已较为充分，2013 年初至三季报酒企跌幅在 30-55%；2) 2013Q4 起经济改革预期加强，白酒短期景气度磨底不改中长期行业逻辑，板块估值跟随流动性回暖逐步修复；3) 高端批价同比降幅收窄进一步加强底部信号，如飞天 2013Q4 批价同比跌幅收窄，股价于 2014Q1 筑底回升。进一步看，个股股价表现依然和基本面挂钩，其中 1) 区域龙头古井、老白干、洋河下滑幅度小于整体，相对板块具有超额；2) 五粮液在 13Q3 出清力度加强后 1 个月内有所补涨，反应市场对高端白酒经营久期的信心。

酒企业经营策略：借力渠道放大品牌、产品优势，是调整周期中不变的命题。调整阶段中酒企业经营策略传递给端改变的信号，2013-2015 年周期中：1) 高端酒重视品牌力的维护，茅台重心回到“拓客”，高度国窖批价超过五粮液；供需问题进一步突出后公司开始撬动渠道和产品的工具，如茅台允许票据、放开经销权、通过定制酒补充收入，五粮液面对渠道压力主动补贴经销商、建立平台运营商制度等，老窖加强控盘分利保证渠道利润。2) 区域龙头酒企退守基地市场，省外转向单点聚焦，洋河、古井加强下沉市场精耕和企业团购渠道培育，汾酒省内加强招商铺货、也采用定制酒开发模式。3) 扩张型次高端调整较早、调幅更大，策略变化与行业趋势一致，如舍得、酒鬼、水井坊均加大中低端产品和大众消费场景的放量，舍得逐步开始小商/团购商/异业经销商的招募，酒鬼酒阶段性把湖南省内作为重点。今年以来酒企增长工具减弱，主流公司开始通过渠道、产品释放压力，与上轮周期相似，可视作供给端调整也在加速探底。

投资建议：我们认为板块估值复苏路径将分两个阶段。1) 结合双节动销看行业需求环比修复，市场对业绩和价格预期较为充分，估值将随需求改善而修复，且对政策预期、流动性改善更敏感，属于第一阶段，由股息率定价，贵州茅台的 PE 有望从 20x 修复到 25x，对应约 3%股息率。2) 展望估值修复的第二阶段，当行业供需关系改善，价格、业绩等景气指标兑现，市场对白酒资产“长久期信仰”回归，贵州茅台以 DCF 法估值条件具备，行业 PE 中枢有望达到 30x，时间上我们预计最早或发生在 2026 年四季度。我们认为行业筑底信号增多，板块进入布局阶段，推荐买入业绩相对稳定，当前产品、渠道策略带来长期更大增长空间的优质白马泸州老窖、贵州茅台、山西汾酒，建议关注风险出清后困境反转的五粮液、洋河股份。

风险提示：经济及需求复苏不及预期；库存去化速度慢，主要产品价格持续下滑；竞争格局恶化导致过度投入费用，酒企净利率受损；食品安全问题等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、张未艾（S0980525070005）

◆ 互联网行业周报：人工智能周报（25 年第 43 周）-OpenAI 推出 AI 浏览器，DeepSeek

发布开源 DeepSeek-OCR 模型

人工智能动态：1) 公司动态：①OpenAI 推出 AI 浏览器并完成 Mac 端 AI 界面 Sky 开发商收购；②Meta 重组 AI 团队，裁员 600 人聚焦前沿模型研发；③Google 升级 AI Studio 推出 vibeCoding，降低开发门槛强化 Gemini 生态竞争力；④华为发布鸿蒙 6；⑤夸克上线对话助手，神秘“C 计划”正式落地；⑥腾讯预计正式发布 ima2.0。

2) 底层技术：①DeepSeek 发布开源新型文字识别模型 DeepSeek-OCR；②腾讯发布并开源混元世界模型 1.1 (WorldMirror)；③百川智能正式发布循证增强医疗大模型 Baichuan-M2 Plus；④港科大开源 DreamOmni2 模型。

3) 行业政策：①十四届全国人大常委会第十八次会议审议网络安全法修正草案，拟新增 AI 安全与发展框架性规定，同时强化法律责任与个人信息保护衔接；②科技部部长阴和俊在中共中央新闻发布会上明确“十五五”AI 发展核心方向。

投资建议：AI 已呈现对互联网巨头广告业务场景、云计算场景和企业效率方面的明显作用，典型体现在 Q2 腾讯广告持续保持在 20% 增长、阿里云增速环比提速至 26%，同时利润端腾讯、腾讯音乐、快手等公司经营效率提升明显。此外，近期随着百度、阿里为代表的互联网公司推出自研芯片，完成芯片、模型、应用全链条布局的云厂有望实现市场份额的持续提升。建议继续聚焦 AI 主线，推荐腾讯控股、阿里巴巴、快手、百度集团、美图公司，以及与宏观经济关联度较低的腾讯音乐和网易云音乐。

风险提示：政策落地不及预期风险，技术商业化瓶颈风险，供应链波动风险等。

证券分析师：张伦可 (S0980521120004)、陈淑媛 (S0980524030003)、王颖婕 (S0980525020001)、刘子谭 (S0980525060001)、张昊晨 (S0980525010001)

◆ 宁波银行 (002142.SZ) 财报点评：资产质量持续改善

营收利润增速略有回升。公司 2025 年前三季度实现营业收入 550 亿元，同比增长 8.3%，增速较上半年回升 0.4 个百分点；前三季度实现归母净利润 224 亿元，同比增长 8.4%，增速较上半年回升 0.2 个百分点。前三季度加权平均净资产收益率 13.8%，同比下降 0.2 个百分点。

资产规模增速保持高位。2025 年三季度末总资产 3.58 万亿元，同比增长 16.6%，较年初增长 14.5%，增速依然保持高位。其中三季度末贷款总额 1.72 万亿元，较年初增长 16.3%；存款总额 2.05 万亿元，较年初增长 11.5%。前三季度新增贷款主要来自对公，个人贷款略有减少；前三季度新增存款也主要来自对公存款。三季度末核心一级资本充足率 9.21%，资本充足。

净息差逐步企稳。公司披露的前三季度日均净息差 1.76%，与上半年持平，同比降低 9bps。其中三季度单季日均净息差 1.76%，环比二季度略微回升 4bps。

手续费净收入增加，其他非息收入减少。前三季度手续费净收入同比增长 29.3% 至 48 亿元，估计主要是得益于代销以及资产管理业务收入增长。前三季度其他非息收入同比下降 9.0%，主要是公允价值变动损失增加，估计主要跟三季度市场利率上升有关。

资产质量改善，拨备计提充足。公司三季度末不良率 0.76%，较年初持平，环比二季度末也持平；关注率 1.08%，较年初上升 0.05 个百分点，环比二季度末上升 0.06 个百分点。公司前三季度不良生成率 0.99%，同比下降 0.27 个百分点，延续一季度以来的改善趋势。得益于不良生成回落和拨备计提增加，前三季度“贷款损失准备计提/不良生成”回升至 125%。三季度末拨备覆盖率 376%，较年初下降 13 个百分点，较二季度末回升 2 个百分点。整体来看，公司资产质量稳中向好，拨备充足，预计未来业绩增长保持稳定。

投资建议：公司整体表现基本符合预期，我们维持盈利预测不变，预计公司 2025-2027 年归母净利润 292/317/341 亿元，同比增速 7.6%/8.4%/7.7%；摊薄 EPS 为 4.27/4.64/5.01 元；当前股价对应的 PE 为 6.5/6.0/5.5x，PB 为 0.80/0.72/0.65x，公司 2025 年动态股息率估计为 3.5%，收入与利润增速尚可，资产质量也持续改善，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

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

◆ 圣晖集成(603163.SH) 财报点评:收入利润同比高增长,毛利率有望在四季度修复

三季度收入利润延续同比高增长。2025Q3 公司实现营业收入 8.21 亿元,同比+59%,实现归母净利润 0.33 亿元,同比+94%。2025 年前三季度累计实现营业收入 21.16 亿元,同比+46%,累计实现归母净利润 0.96 亿元,同比+29%。

当前在手订单充沛。2025 年上半年,公司新签订单金额 22.51 亿元,同比+70%,截至 2025 年三季度末,公司在手订单 22.14 亿元,同比+21%,环比二季度末减少 5.99 亿元。公司单季度签约金额波动较大,10 月 23 日,公司公告签订越南 2.78 亿元订单,预计四季度将有更多项目进入签约阶段,在手订单金额有望回升。

毛利率有望在四季度修复。2025 年第三季度,公司毛利率为 8.53%,较二季度下滑 1.47 个百分点。2025 年前三季度毛利率为 9.41%,净利率为 4.74%,较历史水平亦有所下滑。国内毛利率下降主要因策略性接案金额较大导致,属于阶段性影响;海外毛利率下滑主要源于个别大项目的合同外变更成本尚未完成议价确认,预计四季度相关变更条款将逐步达成一致,海外毛利率将实现修复。

现金流健康,预收款规模维持高位。得益于下游客户资金实力雄厚且对项目工期要求严格,公司回款周期相对短,现金流状况保持健康。2025 年前三季度公司经营活动产生的现金流净额为 1.21 亿元,同比多流入 0.99 亿元。截至 2025 年三季度末,公司反映预收款规模的合同负债余额为 1.75 亿元,较去年同期+34%。公司在手订单储备充足且已收到较多预收款,为未来业绩稳健增长提供坚实支撑。

投资建议:维持盈利预测,维持“优于大市”评级。公司是台资洁净室工程服务商,海外市场运作经验丰富,随着客户全球扩产力度持续加大,有望继续依托现有客户关系进一步拓展海外业务,进而推动收入与利润规模持续增长。预测 2025-2027 年归母净利润为 1.42/2.06/3.05 亿元,同比+24.1%/+45.4%/+47.9%,维持“优于大市”评级。

证券分析师: 任鹤(S0980520040006)、朱家琪(S0980524010001)

◆ 汇川技术(300124.SZ) 财报点评:2025 年前三季度净利润增长 27%,联合动力上市后表现良好

2025 年前三季度营业收入同比增长 24.67%,归母净利润同比增长 26.84%。公司发布 2025 年三季报,2025 年前三季度实现营收 316.63 亿元,同比增长 24.67%;归母净利润 42.54 亿元,同比增长 26.84%。单季度看,2025 年第三季度公司实现营收 111.53 亿元,同比增长 21.05%;归母净利润 12.86 亿元,同比增长 4.04%。公司营收与利润增长主要受益于各业务板块的稳健发展,尤其是新能源汽车业务的强劲拉动。盈利能力方面,2025 年前三季度公司净利率为 13.44%,同比提升 0.23 个百分点。期间费用方面,2025 年前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.30%/3.99%/9.45%/-0.23%,同比变动-1.99%/-0.24%/+0.78%/-0.14 个百分点,研发投入持续加大支撑技术领先优势。

产品结构持续优化,新能源汽车业务成为增长核心引擎。通用自动化业务实现销售收入约 131 亿元,同比增长约 20%,其中通用变频器、伺服系统及 PLC/HMI 等产品线均保持稳定增长,行业有一定复苏。智慧电梯业务实现销售收入约 36 亿元,同比基本持平,表现稳健。新能源汽车方面,联合动力实现营业收入 145.25 亿元,同比增长 35.52%,归母净利润 7.92 亿元,同比增长 38.38%,收入利润快速增长主要受益于客户定点车型放量和固定资产处置损失减少。2025 年前三季度,联合动力毛利率/净利率分别为 15.89%/5.45%,同比变动-0.40%/+0.11 个百分点,盈利能力保持稳定。

着力发展人形机器人,发布多款人形产品。2025 年 9 月,汇川技术举行 2025 年度爆品发布会,会上集中公布了 R300&R220 系列重载六关节机器人、IR-U8 系列协作机器人,以及工业相机、伺服系统、PLC 等 17 款新品。9 月工博会,汇川技术展出一体化行星关节执行器、七自由度仿生臂、无框力矩电机、低压直流驱动器等人形机器人产品,看好公司凭借自身的工控技术积累和客户资源,在人形机器人领域取得领先优势。

投资建议:公司是国内工控龙头,主业通用自动化份额持续提升、新能源汽车持续高增带动主业业绩改善;人形机器人业务 24 年正式布局,零部件研发、客户沟通良好,有较大概率成为人形机器人领先企业。我们小幅调整 2025 年-2027 年归母净利润预测为 54.42/63.83/76.42 亿元(前值为

53.17/64.47/76.44 亿元），对应 PE 39/33/27 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：国产替代进展不及预期；产品突破不及预期；行业竞争加剧。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、杜松阳（S0980524120002）

◆ 龙佰集团(002601.SZ) 财报点评:三季度业绩承压，龙头静待需求拐点

三季度归母净利润同环比下滑。公司 2025 年三季度营收 61.0 亿元（同比-13.7%，环比-2.7%），归母净利润 2.9 亿元（同比-65.7%，环比-58.6%），扣非归母净利润 2.7 亿元（同比-68.1%，环比-60.5%）。毛利率/净利率为 19.4%/4.7%，均同环比下滑，期间费用率 12.1%（同比+0.8pct，环比+1.2pct）。营收及归母净利润同环比双降主要受主营业务钛白粉价格下跌等因素影响。

钛白粉价格下行，国内市场供需承压。据 Wind 数据，2025 年三季度国内金红石型钛白粉均价约 12997 元/吨（同比-14%，环比-9%）。供应端，据卓创资讯，2025 年前三季度中国钛白粉总产量 340 万吨，同比增加约 57 万吨，增幅约 20%，供给端持续增加。钛白粉主要下游为涂料行业，截至 2025 年 9 月，我国房屋竣工面积累计同比-15%，传统需求持续疲软。出口方面，2025 年 9 月中国钛白粉出口 15.6 万吨（同比+6.5%，环比+12.7%）；2025 年前三季度累计出口约 134.6 万吨（同比-6.5%）。尽管 9 月出口增长，但受欧盟、印度等地反倾销措施导致的海外贸易壁垒影响，前三季度累计出口仍同比下滑。8-9 月企业涨价函频发，钛白粉价格达成阶段性止跌，短期供需博弈仍偏宽松，预计行业集中度将进一步提升。

钛矿市场价格下行，铁矿价格回升。据 Wind 数据，三季度攀枝花钛精矿（TiO₂≥46%）均价约 1707 元/吨（同比-23%，环比-7%），受上游矿山供应释放与下游需求疲软双重影响，价格形成下行压力。2025 年三季度铁矿石期货结算价（活跃合约）均价 782 元/吨（同比+4%，环比+10%），铁矿石价格回升。钢厂高炉开工率高位支撑刚性需求，而供应端增量有限且存在结构性矛盾；但终端用钢需求偏弱、钢材库存累积，制约价格上行空间。公司积极推进“红格北矿区两矿联合开发”与“徐家沟铁矿开发”项目，未来钛精矿产能将达 248 万吨，铁精矿产能将达 760 万吨。

海绵钛价格环比微降。2025 年三季度 0 级海绵钛市场均价 50147 元/吨（同比+4%，环比-2%），行业产能过剩，民品需求疲软导致库存积压，价格环比下滑。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司钛白粉行业龙头地位稳固，但钛白粉及钛矿供需偏弱致盈利承压，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 21.79/26.01/29.20 亿元（原值为 29.98/35.05/38.10 亿元），对应 EPS 为 0.91/1.09/1.22 元，当前股价对应 PE 为 20.9/17.5/15.6 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、余双雨（S0980523120001）

◆ 三美股份(603379.SH) 财报点评:制冷剂价格逐季提升，需求淡季彰显经营韧性

公司 2025 年前三季度归母净利润 15.91 亿元，同比大幅增长 183.66%。2025 年 10 月 27 日，公司发布《2025 年第三季度报告》。根据公司公告，2025 年前三季度公司实现营业收入 44.29 亿元，同比增长 45.72%；实现归母净利润 15.91 亿元，同比增长 183.66%；实现扣非后归母净利润为 15.80 亿元，同比增长 188.06%；公司前三季度毛利率达 50.7%，同比增长 22.5pct；前三季度净利率达 35.7%，同比增长 17.3pct。其中第三季度单季实现营收 16.01 亿元，同比增长 60.29%；实现归母净利润 5.96 亿元，同比增长 236.57%，环比二季度（5.94 亿元）略增，需求淡季下实现利润增长，体现出公司制冷剂产品价格增长的韧性；实现销售毛利率 52.9%，同比增长 21.8pct，环比增长 1.3pct；实现销售净利率 36.9%，同比增长 19.4pct，环比增长 0.4pct。公司业绩大幅增长的核心驱动力源于制冷剂业务的强劲表现：第三代制冷剂（HFCs）自 2024 年起实施配额制度，行业供给格局发生根本性变革，从过剩竞争转向供给受限，公司凭借领先的生产配额优势，充分享受行业景气上行红利。

制冷剂均价逐季增长，盈利能力显著提升。2025 年前三季度，公司氟制冷剂业务表现强劲，尽管销量同比有所下滑，但价格的强劲上涨成为业绩核心驱动力。2025 年前三季度，公司氟制冷剂销量为 9.54 万吨，同比下降 1.85%，但销售均价达到 3.98 万元/吨，同比大幅上涨 56.50%。其中第三季度实现制冷剂销量 3.34 万吨，同比提升 7.45%，环比下滑 4.08%；第三季度实现制冷剂销售均价 4.13 万元/吨，同比

提升 55.65%，环比提升 2.43%。在配额制度的刚性约束下，公司凭借行业领先的配额地位，特别是在 R32、R134a、R125 等主流产品上分别拥有 11.8%、24.0%、18.4% 的全国生产配额市场竞争优势明显，保障了公司在制冷剂高景气周期中的核心受益地位。

2026 年制冷剂配额总量设定与分配方案发布，看好制冷剂长期景气度。2025 年 10 月 24 日，生态环境部正式印发《2026 年度消耗臭氧层物质配额总量设定与分配方案》和《2026 年度氢氟碳化物配额总量设定与分配方案》。二代制冷剂方面，2026 年 R22 生产配额削减 3000 吨，R141b 生产配额清零。三代制冷剂方面，在 2025 年度配额（含增发配额）基础上，增发 3000 吨 R245fa，增发 50 吨，其他品种各生产单位可申请的生产配额与内用配额与 2025 年度永久性配额调整价增发后的配额相同；2026 年三代制冷剂品种间可调整两次，合计不能超过该品种配额量的 30%。虽然 2026 年 R141b 生产配额将清零，但公司正推进四代发泡剂的研发以应对 R141b 配额清零。

积极延伸产业链，向氟聚合物、新能源材料等高附加值领域布局。公司在巩固氟化工主业的同时，稳步推进产业链一体化和高端化转型。2025 年前三季度，公司多个重点项目建设取得积极进展：福建东莹年产 1500 吨六氟磷酸锂项目处于试生产及技改阶段；浙江三美 5000 吨/年聚全氟乙丙烯（FEP）、5000 吨/年聚偏氟乙烯（PVDF）、年智能分装 3500 万瓶罐制冷剂项目已完成主体工程，进入设备安装阶段。此外，公司还在推进科创中心、催化剂项目、重庆嘉利合氟化工一体化项目等多个工程，为长远发展储备动能。同时，公司积极布局第四代制冷剂，积极切入新一代产品市场，为未来技术迭代和市场拓展奠定基础。

风险提示：氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。

随着三代制冷剂产品供给侧结构性改革不断深化，行业竞争格局趋向集中，三代制冷剂有望保持长期的景气周期，公司作为行业领先企业将持续受益。未来，公司将积极布局新材料、新能源等业务领域，并通过子公司向氟化工下游高附加值领域延伸。2024 年以来，公司制冷剂产品价格持续上涨，带动公司利润增长，2025 年制冷剂价格将持续上涨，对应制冷剂板块毛利率水平快速上行，我们维持公司盈利预测：预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 21.07/25.21/27.74 亿元，同比增长 170.6%/19.7%/10.0%；摊薄 EPS 为 3.45/4.13/4.54 元；对应当前股价对应 PE 为 16.3/13.6/12.4X。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 兴发集团(600141.SH) 财报点评:草甘膦出口旺季量价齐升，三季度业绩环比增长 42.15%

磷化工全产业链平稳运行，三季度利润环比大幅增长。2025 年前三季度，公司实现营业收入 237.81 亿元，同比增长 7.85%；实现归母净利润 13.18 亿元，同比增长 0.31%。其中第三季度，公司实现营业收入 91.61 亿元，同比增长 5.96%；实现归母净利润 5.92 亿元，同比增长 16.17%，环比增长 42.15%。公司三季度业绩环比改善，主要得益于草甘膦等农药产品价格回暖、磷矿石业务维持高景气以及新能源材料业务盈利改善。

磷矿石价格有望继续在高位区间运行，公司资源优势显著。据百川盈孚，截至 2025 年 10 月 28 日，湖北市场 30%品位磷矿石船板含税价 1040 元/吨，价格在 900 元/吨左右的高价区间运行时间已超 3 年，我们认为四季度磷矿石价格有望继续在高位运行。目前，兴发集团拥有采矿权的磷矿资源储量约 3.95 亿吨，磷矿石设计产能为 585 万吨/年，同时拥有处于探矿和探转采阶段的磷矿资源约 4.10 亿吨（折权益），远期权益产能有望达到 1000 万吨/年以上，为磷化工全产业链高效运行持续赋能。

草甘膦行业反内卷工作推进，盈利水平有望修复。据百川盈孚，截至 2025 年 10 月 28 日，华东地区 95%草甘膦原粉市场价为 2.75 万元/吨，较 3 月上旬上涨 4400 元/吨，涨幅 19.05%。2025 年以来中国的草甘膦开工率维持高位，工厂库存大幅下降，出口量持续增长，海外种植面积增加，整体看草甘膦行业需求持续向好，前期库存低位使得 6-8 月份南美补库旺季时草甘膦价格持续上涨，11 月即将迎来北半球采购旺季，草甘膦价格有望维持涨势。长期看，随着农药行业反内卷工作的推进以及海外拜耳面临的诉讼问题短期内难以解决等催化，我们看好明年草甘膦价格继续在高位维持，公司草甘膦产品的长期盈利水平也有望实现改善。

新材料多点开花，打开长期成长空间。公司特种化学品板块营收及盈利平稳向好，目前公司二甲基亚砷产能规模已经达到 6 万吨/年，是全球最大的亚砷生产商，2025 年上半年，兴发集团拥有 5 万吨/年二甲基亚砷产能的子公司新疆兴发化工实现营业收入 3.23 亿元，净利润 1.06 亿元，净利润率 32.76%，公司亚砷产品的盈利能力保持了良好水平。新能源材料方面，随着开工率提升，今年以来公司的磷酸铁业务的盈利水平持续改善。

风险提示：产品价格大幅波动、下游需求不及预期；新项目进展不及预期等。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.06/21.54/23.33 亿元，摊薄 EPS 为 1.73/1.95/2.11 元，当前股价对应 PE 为 15.5/13.7/12.6x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 安踏体育(02020.HK) 海外公司快评:三季度流水增长放缓，管理层调低安踏品牌流水指引

10 月 27 日，公司公告第三季度最新营运表现，2025 第三季度，安踏主品牌录得低单位数正增长，FILA 录得低单位数正增长，其他品牌录得 45-50%正增长。

国信纺织观点：

1、2025 第三季度：安踏集团整体增长稳健，其中其他品牌延续高增长态势，安踏品牌与 FILA 品牌均实现低单位数增长，增速较第二季度有所放缓；安踏品牌线下折扣稳定、线上折扣略有增加，库销比主受大促备货影响上升，库存仍处于健康水平；管理层下调安踏品牌全年流水指引，但维持安踏经营利润率指引及 FILA 和其他品牌流水增长指引。

2、风险提示：关税政策不确定性；品牌形象受损；市场的系统性风险。

3、投资建议：看好集团多品牌全球化运营下，持续好于行业的成长潜力。2025 年三季度消费市场持续承压，安踏品牌主受渠道调整及大环境影响，流水增长低单略低于公司预期，考虑到四季度消费环境仍存在不确定性，管理层下调全年指引至低单增长；FILA、其他品牌（迪桑特、可隆等）符合预期，管理层维持全年指引；中长期，安踏集团凭借在中国市场多层级的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局，有望持续增强在全球运动市场的竞争力。我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 132.4/152.2/171.6 亿元（前值为 134.8/154.6/173.6 亿元），可比口径的利润增长分别为 11.0%/15.0%/12.7%（2024 年剔除 Amer 上市和配售权益摊薄所得的可比口径利润为 119.3 亿元）。基于盈利预测下调，下调合理估值区间至 116-121 港元（前值为 119-124 港元），对应 2025PE23-24X，维持“优于大市”评级。

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

◆ 富安娜(002327.SZ) 财报点评:第三季度收入降幅收窄，费用率企稳

第三季度收入同比下滑幅度收窄，费用率企稳。在消费市场持续疲软的环境下，公司第三季度收入同比下滑 7.6%至 5.35 亿元（环比二季度同比下滑 15.3%收窄）。毛利率同比下降 2.1 个百分点至 53.4%，主要受库存清理影响。费用端企稳，整体费用率同比-0.7 百分点，销售费用率/管理费用率分别同比+1.0/-1.3 百分点。其他收益占收入比例同比下降 0.6 百分点，主要系增值税加计抵减优惠政策到期所致。归母净利润同比下滑 28.7%至 0.54 亿元，归母净利率同比下降 3.0 个百分点至 10.0%。

存货周转天数上升，现金流表现亮眼。三季度末，公司存货金额为 8.32 亿元，同比-6.2%，存货周转天数同比+31 天至 285 天，预计主要因积极帮助加盟商退换货促进提货；应收/应付周转分别同比+19/18 天；经营性现金流净额相较于去年大幅改善，净现比 2.07，维持在较高水平。

加盟渠道为今年主要拖累，毛利率压力明年有望改善。前三季度，公司累计实现营业收入 16.27 亿元，同比下降 13.8%；实现归母净利润 1.60 亿元，同比下降 45.5%。分渠道看，加盟渠道因去年末备货较多导致库存水平偏高，今年以来提货意愿不强，是收入下滑的主要拖累；直营渠道则受客流减少影响；电商渠道表现相对稳定，同时三季度各渠道增速预计比上半年均有所改善。今年以来毛利率下滑主要受库

存清理影响，四季度预计仍有影响，明年有望企稳；费用端，上半年受经营负杠杆及电商平台扣点费用增加、营销投放影响，销售费用率大幅提升，三季度费用率改善明显，公司费用管控效果显现。

风险提示：市场竞争加剧；存货大幅减值；渠道拓展不及预期。

投资建议：看好库存改善后明年业绩企稳，长期保持高分红水平。2025 年以来公司收入下滑、盈利承压，尤其加盟商存在库存压力导致公司加盟收入下滑明显，同时由于公司帮助加盟商回收和清理库存影响了公司整体毛利率和存货周转；三季度公司收入下滑幅度显著收窄，销售费用率企稳，已初步显现改善迹象。我们预计在今年低基数基础上，明年伴随库存改善、加盟商进货恢复正常，公司有望重回业绩增长正轨。长期来看，公司历史业绩证明了经营韧性，且公司重视股东回报，近三年分红率在 90%以上。我们维持盈利预测，预计 2025~2027 年净利润分别为 3.9/4.1/4.3 亿元，同比-28.5%/+5.2%/+5.1%。维持“优于大市”评级。

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

◆ 新澳股份(603889.SH) 财报点评:三季度羊绒带动收入增长，毛精纺有望在四季度释放业绩

第三季度业绩增长平稳，盈利改善。公司是羊毛和羊绒纺纱龙头制造商。2025 年前三季度实现营业收入 38.94 亿元，同比+0.60%；归母净利润 3.77 亿元，同比+1.98%；扣非归母净利润实现 3.71 亿元，同比+5.25%，核心盈利能力稳健增长。经营性现金流净额为 2.44 亿元，同比下降 8.32%。单三季度，公司实现收入 13.40 亿元，同比+1.90%，收入增速环比提升；归母净利润 1.07 亿元，同比+2.76%；扣非归母净利润 1.03 亿元，同比+11.08%；扣非归母净利润增长主要受益于毛利率增长，毛利率同比提升 1.1 个百分点至 17.6%，扣非归母净利率同比提升 0.6 个百分点至 7.7%。

低价库存优势显著，羊毛价格上涨预期带来业绩释放。三季度以来，澳洲羊毛价格进入明显上行通道，涨幅显著，10 月初较 6 月末价格上涨约 28%，近期较高点小幅回调。公司储备大量低价原材料库存，截至三季度末存货达 20.62 亿元。在原材料价格上涨的背景下，下游客户为锁定成本下单意愿增强，公司 9 月接单已出现显著增长，公司产品定价随行就市，因此有望在四季度及明年上半年充分享受“高售价、低成本”带来的毛利率扩张红利。

三季度羊绒销售稳健增长，四季度毛精纺有望量价齐升。羊绒纱线三季度收入同比增长双位数，增长由量驱动，ASP 基本稳定；毛精纺纱线三季度收入同比下降中高个位数，主因销量下滑；受澳毛价格 9 月快速上行的影响，产品价格传导存在滞后，ASP 提价预计主要在四季度体现，三季度毛纱 ASP 同比变动有限；接单方面，羊毛 8-9 月接单恢复正向增长，尤其 9 月增长明显，预计四季度毛精纺业务有望实现量价齐升。

风险提示：海外需求疲软、新客户开拓不及预期、系统性风险。

投资建议：看好四季度毛精纺量价齐增，及毛利率提升的持续性。2025 前三季度公司业绩稳健增长，其中羊绒业务系收入增长的主要驱动力，毛精纺业务前三季度销量下滑，8-9 月接单转正，同时受益于三季度羊毛价格上涨、产品定价随之上涨，四季度公司毛精纺业务有望实现量价齐升，同时“高售价、低成本”带来的毛利率提升有望至少维持到明年上半年。主要基于三季度以来羊毛价格涨幅超预期，我们小幅上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.6/5.2/5.6 亿元（前值为 4.4/4.9/5.6 亿元），同比增长 7.1%/12.4%/9.5%；我们看好公司持续拓展品类与产能带动的中长期份额提升的机会，维持目标价 7.9-8.6 元，对应 2025 年 PE 13-14x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 焦点科技(002315.SZ) 财报点评:三季度营收稳健增长 17%，平台及 AI 付费会员数量持续扩大

三季度收入增长 17%，股权激励费用等影响短期利润。公司三季度实现营业收入 4.87 亿元，同比+17.01%，取得归母净利润 1.22 亿元，同比-1.98%，扣非归母净利润 1.18 亿元，同比-3.42%。公司收入端在中国制造网平台会员持续增长，以及会员价值贡献提升的支撑下表现较好。截至 9 月底，公司旗下中国制造

网的平台收费会员数为 29214 位，较去年同期增加了 2546 位，累计购买过 AI 麦可的会员数为 15687 位（不含试用体验包客户）。

利润端，三季度短期受股权激励费用 3000 余万等因素影响而表现下滑，剔除该因素后整体归母净利润增长 20%+。

股权激励影响费用率，现金流状况良好。公司三季度实现毛利率 78.52%，同比-1.4pct，预计与增加买家的投放以强化中国制造网的流量优势有关。销售/管理及研发费用率分别同比增加 2.35/1.09/1.73pct，主要系股权激励费用增加等影响。现金流方面，公司前三季度实现经营性现金流净额 4.17 亿元，同比+52.52%，整体现金流状况较好，主要受益于中国制造网现金收入增加，也为后续的收入增加奠定基础。

风险提示：付费会员数量增长不及预期；AI 发展不及预期；贸易环境恶化。

投资建议：剔除股权激励费用影响看，公司经营层面的收入及利润均取得较好的双位数增长，主要得益于中国制造网的综合贸易服务能力提升带来的量价齐升。展望未来，在中国产业优势进一步凸显及海外新兴市场需求增长下，企业出海仍是长期发展趋势。公司不断提升中国制造网的综合贸易服务能力，以及丰富买家的流量资源，有望进一步承接出海红利，提升市场份额。此外，AI 工具的领先布局进一步强化公司的差异化优势，提供业绩增量。

考虑公司相关股权支付费用增加的影响，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 5.17/6.01/7.13 亿元（前值分别为 5.53/6.4/7.37 亿元），对应 PE 分别为 28/24.1/20.3 倍，维持“优于大市”评级。

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

◆ 上海家化(600315.SH) 财报点评:三季度营收加速增长 28%，经营质量同步跃升

公司业绩持续兑现增长。公司 2025 年前三季度实现营收 49.61 亿/yoy+10.83%；归母净利润 4.05 亿/yoy+149.12%；扣非归母净利润 2.31 亿/yoy+92.35%。单 Q3 实现营收 14.83 亿/yoy+28.29%，归母净利润 1.40 亿/扭亏为盈，扣非归母净利润 959 万/扭亏为盈，其中公司投资的金融资产公允价值变动收益 1.43 亿元。Q3 业绩积极表现归因：1) 主要品牌的产品推新迭代效果较好；2) 品牌营销投放提升带动品牌用户群体扩圈；3) 公司电商运营能力提升。此外，四季度从目前双 11 表现来看，公司旗下大多数品牌跑赢大盘，整体预期今年双 11 仍有望实现高两位数增长。

分品类来看，单 Q3 美妆/个护/海外/创新品类分别占比 23.9%/40.9%/24.6%/10.6%，海外业务前三季度营收跌 2%，其中 Q3 跌幅收窄，利润层面亦减亏。美妆业务 Q3 同比增长 272.3%，个护业务同比增 13.8%。

分品牌看，佰草集为三季度增长最大贡献来源，通过重塑经典单品“大白泥”，并结合达人直播等方式，带动该单品 GMV 实现近 2 亿元。同时，Q3 推出的新品仙草油在各平台反响热烈，有望成为明年新增长引擎。其次玉泽年初至今线上 GMV 增长 30%-40%，核心单品面霜已成为亿元级产品，同时 Q3 官宣新代言人樊振东，有效提升了品牌在大众消费者中的知名度。此外六神年初至今线上 GMV 增长近 40%，二代驱蚊蛋产品 GMV 已过亿。

盈利能力持续上行。盈利水平来看，单 Q3 毛利率为 61.48%/yoy+7.0pct，主要系高毛利新品销售增长、线上直营占比提升及部分原材料采购成本下降所致。Q3 销售/管理/研发费用率分别为 49.89%/10.38%/2.96%，分别下降 0.13/1.02/0.12pct，经营效率有所优化。营运能力方面，公司 2025 年前三季度存货周转天数 95 天，同比减少 19 天。应收账款周转天数为 40 天，同比减少 22 天。现金流方面，公司 2025Q3 经营性现金流净额为 0.52 亿，去年同期为-2.19 亿，主要由于公司经营改善带动提升。

风险提示：宏观环境风险，销售不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司 2025 年三季度业绩表现强劲，收入与利润均实现高速增长，扣非净利润成功扭亏为盈，验证了其战略调整与组织改革的正确性，公司正从过去的调整阵痛期迈入业绩兑现期。展望未来，公司将持续加大在品牌建设和新品研发上的投入，夯实公司核心品牌增长势能，践行品牌长期健康发展，并实现市场份额提升。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 4.33/5.04/5.81 亿元，对应 PE 分别为 43/37/32x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 贝泰妮(300957.SZ) 财报点评:三季度归母净利润扭亏为盈，期待后续业绩持续改善

公司仍处于调整期致业绩短期承压。公司前三季度实现营收 34.64 亿元，同比下降 13.78%；归母净利润 2.72 亿元，同比下降 34.45%；扣非归母净利润 1.84 亿元，同比下降 46.17%。单三季度公司实现营收 10.92 亿元，同比下降 9.95%，降幅较上半年有所收窄；归母净利润 0.25 亿元，同比扭亏为盈；扣非归母净利润 114.88 万元，同比扭亏为盈，其中 2407 万非经常性收益主要来自于现金利息以及委托理财到期投资收益。

目前公司仍处于产品及渠道业务的调整变革期，收入端短期仍有压力，核心业务盈利能力亦有待进一步修复。但从目前双 11 表现来看，主品牌在天猫美容榜（10 月 20 日-10 月 24 日）排名第 8 名，抖音美容护肤榜（10 月 9 日-10 月 19 日）国货排名第 9 名，四季度业绩有望在双 11 带动下进一步修复。

盈利水平来看，单 Q3 毛利率为 70.68%/yoy-5.67pct，毛利率下降主要由于清理去年之前的长尾货所致。Q3 销售/管理/研发费用率分别为 50.65%/12.34%/5.03%，分别下降 9.76/1.21/2.01pct，主要由于去年高额投放导致的高基数影响，同时相关经营效率进一步优化。营运能力方面，公司 2025 年前三季度存货周转天数 211 天，同比减少 21 天。应收账款周转天数为 55 天，同比增加 9 天。现金流方面，公司 2025Q3 经营性现金流净额为 0.95 亿，去年同期为-1.35 亿，主要由于公司利润改善所致。

风险提示：宏观环境风险，新品销量不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司正处于战略调整关键时期，随着管理人员上半年调整到位，三季度已显现出利润企稳、经营质量优化的积极信号。后续随着公司主动优化经营策略，摒弃低效促销并聚焦核心价值，并通过费用管控、供应链优化夯实经营基础，且新品牌瑗科缙等的快速增长亦有望打开第二增长曲线。考虑公司目前在调整期，短期收入端可能仍有压力，同时相关品牌投放预计仍维持较高水平，我们下调 2025-2027 归母净利至 5.80/6.85/7.68 亿（原值为 6.87/8.22/9.08），对应 PE 分别为 34/28/25x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 宋城演艺(300144.SZ) 财报点评:短期业绩承压，跟踪项目迭代成效与经营拐点

2025Q3 公司收入-9.9%，归母净利润-22.6%，剔除轻资产确认后估算相对承压。2025Q3 公司收入 7.5 亿元/-9.9%，归母净利润 3.5 亿元/-22.6%，扣非净利润 3.4 亿元/-23.4%；2025Q1-3 公司收入 18.3 亿元/-9.0%，归母净利润 7.5 亿元/-25.2%，扣非净利润 7.3 亿元/-26.9%。结合公司投资者交流日志，前三季度轻资产设计策划费确认 1 亿元，其中 Q3 为 5000 万（上年同期确认 1.7 亿元，其中 Q3 确认约 2000 万），若剔除轻资产部分估算自营项目收入同比下滑 16%，利润同比下滑 31%，相对承压。

公司轻重结合发展，自营项目积极改造应对挑战，轻资产签约推进贡献增量。自营项目：诚然公司面临消费力、消费习惯、市场竞争加剧等多重挑战，但也在持续以市场化方式从产品、内容、渠道、营销、定价层面积极应对，后续需跟踪项目迭代效果与经营拐点。前三季度上海项目收入良好增长且实现盈利，西安项目继续以市占率优先定价策略在激烈市场竞争中保持相对优势，佛山项目受疫情扰动有所影响；成熟项目方面，九寨把握高铁交通改善、桂林与核心旅行社深化合作表现增长，而针对短期仍存压的其他项目，比如公司对开业近 30 年的杭州宋城项目已基本确立了项目整改方案，预计改造后游历空间、演出场所、互动内容将有所丰富，丽江、三亚、张家界项目也积极推进产品整改、渠道拓宽与营销推广。轻资产项目：公司此前陆续新签约青岛、台州项目，预计分别于 2026 年 7 月与 2028 年 5 月开业（不排除提前开业可能性），随项目推进轻资产前期一揽子服务费用将贡献收入增量。

Q3 刚性成本下毛利率同比下滑，暑期旺季公司营销投放加大。Q3 公司毛利率为 72.1%，同比下降 3.5pct，预计受人工储备增加与刚性成本扰动影响；Q3 公司销售费用率为 8.2%，同比提升 2.8pct，主要由于暑期旺季公司加大营销投放，加强与明星、达人合作；Q3 管理费率为 5.2%，同比提升 0.19pct，维持一贯相对精细化管理；研发费用率为 1.1%，同比减少 0.1pct。

风险提示：消费复苏不及预期，新项目不及预期，花房减值，股东减持等。

投资建议：今年以来公司存量成熟项目仍面临消费需求变化的挑战，结合前三季度情况与最新场次跟踪，我们下调公司 2025-2027 年收入至 22.6/24.7/26.6 亿元（此前为 25.9/29.3/31.8 亿元），下调公司归母净利润至 8.9/10.1/11.2 亿元（此前为 11.4/13.0/14.3 亿元），对应动态 PE 为 24/21/19x。目前消费环境和出行习惯变迁下，公司轻重结合扩张，持续推进园区内容创新、品牌营销，以市场化运营以应对挑战，后续跟踪项目迭代效果与经营拐点，同时跟踪出海探索的可能性，维持“优于大市”评级。

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

◆ 学大教育(000526.SZ) 财报点评:前置性投入致淡季利润承压，但收款增速回升初步印证成效

2025 年前三季度公司实现归母净利润 2.31 亿元，同比增长 31.5%。2025Q1-Q3，公司实现收入 26.13 亿元/+16.3%；实现归母净利润 2.31 亿元/+31.5%；扣非后归母净利润为 2.09 亿元/+29.8%，差值主要系 1642 万元非流动性资产处置损益等。其中 2025Q3 单季实现收入 6.97 亿元/+11.2%，归母净利润 143 万元/-89.9%。Q3 利润下滑主要受股权激励产生的股份支付费用 576.74 万元影响，若不考虑该影响，Q3 归母净利润为 720 万元。前三季度累计股份支付费用达 3220 万元。

前置性成本费用投放增加，单季盈利能力承压。2025Q3 公司归母净利率为 0.2%，同比下滑 2.3pct。毛利率 27.2%，同比下滑 5pct，预计系为保持产能扩张，前置储备教师。销售费用率提升 3.1pct 至 10.0%，分析系为抢占市场份额、加密现有城市网点并拓展新城市进行市场投放。管理费用率控制良好，下滑 6.1pct 至 14.0%，当季股权激励费用环比减少。研发费用率与财务费用率保持相对稳定，分别同比下滑 0.4pct/0.2pct 至 1.1%/2.2%。

投入取得一定成效，前置性指标合同负债、收款增速回升。2025 年三季度末，公司合同负债余额为 12.0 亿元，同比增长 22.5%，增速边际明显回升（2025 年二季度末合同负债余额 5.97 亿元，同比增长 3.73%）。2025 第三季度，公司销售商品或提供劳务收到的现金为 13.0 亿元，同比增长 19.8%，增速同样显著回升（2025 年单二季度同比增长 4.81%）。我们分析公司第三季度前置性投入取得一定成效，考虑到公司商业模式仍以预收款模式为主，伴随后续消课有望逐步确认收入利润。

此外，公司于 2025 年 1 月启动股份回购计划，拟以不超过 66.8 元/股回购 1.1-1.5 亿元股份。截至 2025 年 9 月 30 日，公司回购专用证券账户持有股份 261.29 万股，占公司总股本的 2.15%。公司持续进行股份回购，彰显管理层对公司未来发展的信心。

投资建议：我们持续看好学大教育在个性化辅导领域的龙头地位。公司所聚焦的高中个性化辅导赛道预计将持续受益于普通高中扩招趋势以及未来 7-9 年的人口红利。短期来看，在预收费模式下，公司成本费用的投入与利润确认在季节间可能存在错配，但伴随家庭预缴费周期的缩短，消课节奏有望加快。此外，本季度合同负债等前瞻性指标增速回升，反映出公司在市场投放方面已取得一定成效。我们维持此前对公司的 2025-2027 年归母净利润预测 2.51/3.01/3.63 亿元，对应 EPS 为 2.04/2.44/2.95 元，对应 PE 为 22x/18x/15x，维持“优于大市”评级。

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

联系人： 周瑛皓

◆ 金诚信(603979.SH) 财报点评:三季度业绩保持平稳，多个矿山资源项目同步推进

公司发布三季报：前三季度实现营收 99.33 亿元，同比+42.50%；实现归母净利润 17.53 亿元，同比+60.37%。25Q3 实现营收 36.17 亿元，同比+34.07%，环比 3.19%；实现归母净利润 6.42 亿元，同比+33.68%，环比-6.80%。公司三季度利润保持相对平稳。

矿服业务：前三季度实现营收 52.64 亿元，同比+7.92%；实现毛利 11.96 亿元，同比-13.93%；实现毛利率 22.72%，同比减少 5.77 个百分点。今年前三季度矿服业务毛利同比下降，主要系因为：1）公司于 2024 年 7 月完成对 Lubambe 铜矿的收购，Lubambe 由矿服业务转为内部管理单位；2）公司于 2024 年 12 月完成对 Terra Mining 的收购，其主要为露天矿服业务且尚处业务开展前期阶段，减少矿服业务毛利；3）受 25Q2 卡莫阿-卡库拉铜矿非承包矿段矿震影响，相关作业区域实施阶段性停工所致。自 6 月以来，

根据业主方的统一安排，公司积极调整生产方案，逐步在卡库拉矿段西区的北侧和南侧恢复采矿作业，目前作业量正在逐步恢复。

资源业务：前三季度实现营收 45.67 亿元，同比+131.26%；实现毛利 22.35 亿元，同比+155.79%；实现毛利率 48.94%，同比提升 4.69 个百分点。公司于前三季度实现铜当量产量约 6.41 万吨，实现铜当量销量约 6.82 万吨。分季度来看，25Q1/Q2/Q3 分别实现产量 1.75/2.19/2.47 万吨，Q3 环比+12.79%；25Q1/Q2/Q3 分别实现销量 1.89/2.50/2.43 万吨，Q3 环比-2.80%。

矿山资源项目持续取得突破：①Dikulushi 铜矿每年实际产量大幅超出额定的 1 万吨产能。②Lonshi 铜矿项目一期 4 万吨产能，实际产量预计也将较大幅度超出额定产能，同时项目二期前期准备工作也稳步推进。③Lubambe 铜矿预计今年全年有望实现盈亏平衡，同时技改工作稳步推进，预计将于 2027 年完成。④San Matias 铜金银矿项目目前在等待当地的环评批复。⑤两岔河磷矿项目一期处于满产的状态，项目二期建设工作稳步推进。

风险提示：公司资源开发进展不达预期；铜价下跌超预期；安全环保风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营收 140.6/153.9/184.4（原预测 128.6/137.2/165.3）亿元，同比增速 41.5%/9.4%/19.8%；归母净利润 25.1/28.8/35.6（原预测 25.2/26.0/32.6）亿元，同比增速 58.3%/14.8%/23.6%；摊薄 EPS 为 4.02/4.61/5.70 元，当前股价对应 PE 为 17.2/15.0/12.1X。公司矿山服务业务优势明显，毛利率高且保持稳健增长，矿山资源业务已布局优质铜矿、磷矿项目，有增储前景，扩产扩能稳步推进，从中长期角度来说，公司仍是国内铜矿企业中成长性最快的企业之一，维持“优于大市”评级。

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

◆ 新集能源(601918.SH) 财报点评:煤、电齐改善，发电业务增长可期

公司发布 2025 年三季报：2025 年前三季度公司实现营收 90.1 亿元（-2.0%），归母净利润 14.8 亿元（-19.1%）；其中 2025Q3 公司实现营收 32.0 亿元，同比-0.2%，环比+10.3%，归母净利润 5.6 亿元，同比-14.2%，环比+43.1%。

煤炭业务：三季度价涨本降，盈利明显改善。2025Q3 公司原煤产量 561 万吨，同/环比+7.9%/-0.9%；商品煤产量 474 万吨，同/环比+4.9%/-4.1%；商品煤销售量 503 万吨，同/环比+7.5%/+4.2%，其中对外销售 311 万吨，同/环比+9.2%/-9.9%。2025Q3 公司吨煤售价 513 元/吨，同/环比-45/+15 元/吨，吨煤成本 328 元/吨，同/环比-17/-2 元/吨，吨煤毛利 185 元/吨，同/环比-28/+17 元/吨；煤炭销售毛利 9.3 亿元，同/环比-6.5%/+14.8%。

电力业务：三季度需求旺季，发电量环比大幅增长，平均上网电价改善。2025Q3 公司发/上网电量分别为 44/41 亿千瓦时，同比+9.3%/+9.0%，环比+43.4%/+43.8%；平均上网电价 0.371 元/千瓦时，同/环比-7.0%/+1.0%。项目进展方面，截至 2025 年 9 月末，公司煤电项目正在按计划有序推进，上饶电厂项目 1 号机组完成发电机定子就位、转子穿装、汽轮机扣盖等工作，2 号机组完成锅炉水压试验，厂用电受电完成；滁州电厂项目 2 号机组完成汽轮机扣盖、锅炉水压试验，1 号机组锅炉正在准备水压试验，厂用电受电完成；六安电厂项目 1 号机组完成 DCS 受电、冷却塔筒壁结顶、主厂房屋面断水，正在准备水压试验，2 号机组完成冷却塔筒壁结顶；新能源项目亳州市利辛一期风电项目工作已完成 80%，预计 2025 年年底实现并网发电。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。

公司电力业务增长可期，煤电一体业绩稳定性较强，分红率有提升潜力。预计 2025-2027 年归母净利润 19.6/24.8/26.3 亿元，对应 PE 为 8.4/6.6/6.3，维持“优于大市”评级。

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

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

◆ 中国神华(601088.SH) 财报点评:发电业务量增本降,助力业绩改善

公司发布 2025 年三季报:2025 年前三季度公司实现营收 2131.5 亿元(-16.6%),归母净利润 390.5 亿元(-10.0%);其中 2025Q3 公司实现营收 750.4 亿元,同比-13.1%,环比+9.5%,归母净利润 144.1 亿元,同比-6.2%,环比+13.5%。

煤炭:三季度下游需求回暖,产/销量环比修复;长协煤价格调整滞后和结算滞后导致自产煤平均售价环比降低,毛利环比下降。2025Q3 商品煤产量 85.5 百万吨,同/环比+2.3%/+3.1%;煤炭销量 111.6 百万吨,同/环比-3.5%/+5.7%,其中自产商品煤销量 86.8 百万吨,同/环比+2.7%/+4.1%;自产煤、外购煤销售均价分别为 455 元/吨、551 元/吨,分别同比-87 元/吨、-60 元/吨,环比-17 元/吨、+40 元/吨,自产煤售价环比下降主要系长协煤价相比市场煤价调整滞后以及部分结算滞后。销售结构方面,2025Q3 年度长协/月度长协/现货/坑口直销售价分别为 433/538/506/202 元/吨,占比分别为 49%/44%/3%/4%,随着煤价中枢上行,三季度年度长协占比环比提高 1.5pct,月度长协占比环比下降 1.4pct。2025Q3 公司自产煤单位生产成本 165 元/吨,同/环比-14/+4 元/吨。最终,2025Q3 煤炭板块实现毛利 154 亿元,同/环比-25%/-5%。

电力:发/售电量环比大幅增长,叠加燃煤成本下降,盈利能力显著改善。2025Q3 公司发/售电量 641/602 亿千瓦时,分别同比-2.3%/-2.5%,环比+32.5%/+32.4%;平均利用小时数为 1339 小时,同/环比-11.8%/+31.9%;平均售电价格 376 元/兆瓦时,同/环比-4.9%/-2.6%;平均售电成本 298 元/兆瓦时,同/环比-14.1%/-12.4%。2024Q3 板块实现毛利率 24.2%,同/环比+8.6/+7.3pct。最终,2025Q3 板块实现利润 51 亿元,同/环比+58%/+105%。2025 年前三季度随着九江二期扩建工程 3 号机组的投运,公司燃煤发电装机容量增加 1000 兆瓦。

运输:铁路、港口利润增加,整体经营稳健。2025 年前三季度铁路/港口/航运分部营收为 328/53/27 亿元,分别同比+0.3%/+3.1%/-28.7%,毛利率则分别同比+0.2pct/+5.9pct/-0.2pct,港口毛利同比增长的主要系航道疏浚费等成本下降;航运毛利同比下降的主要系航运业务调整导致航运货运量及周转率下降;分别实现利润总额为 103/22/2 亿元,分别同比+1.5%/+23%/-50%。

投资建议:上调盈利预测,维持“优于大市”评级。

由于旺季以来煤价涨幅超过预期,上调盈利预测,预计 2025-2027 年归母净利润为 527/544/554 亿元(前值为 512/519/527 亿元),对应 PE 为 10.3/9.9/9.6。公司是全球领先的以煤为基的综合能源企业,产销运七板块业务协同,业绩稳定性强,股息回报丰厚,维持“优于大市”评级。

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

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

◆ 千味央厨(001215.SZ) 财报点评:第三季度收入同比增长 4.3%,直营渠道企稳

千味央厨 2025 年前三季度实现营业总收入 13.78 亿元,同比增长 1.00%;实现归母净利润 0.54 亿元,同比减少 34.06%;实现扣非归母净利润 0.54 亿元,同比减少 34.15%;2025 年第三季度实现营业总收入 4.92 亿元,同比增长 4.27%;实现归母净利润 0.18 亿元,同比减少 19.06%;实现扣非归母净利润 0.20 亿元,同比减少 13.98%。

直营渠道表现稳定,改善经销渠道结构。直营客户中海底捞、盒马等表现较好,部分客户受到产品周期影响预计有所波动。公司深挖客户增量,目前公司新零售渠道进展顺利,例如盒马今年上新密集,已推出布蕾酥、慕斯挞等新品。经销渠道公司今年引导服务终端为主,积极提升团餐、商超熟食、线上、供应链等场景的业务占比,改善渠道结构。

主动梳理调整,盈利能力环比回升。2025 年第三季度公司毛利率为 21.1%,同比降低 1.4pct,预计主因产品结构及渠道结构变化、产品政策影响;2025 年第三季度销售/管理费用率为 4.7%/9.6%,同比-0.2/+0.3pct,销售费用率同比、环比均有所下降,源于公司主动梳理渠道及控费,费用投放效率提升;2025 年第三季度公司扣非归母净利率为 4.0%,同比/环比-0.8/+0.8pct,环比自二季度低点有所回升。

深化客户合作,积极开拓新品。公司继续深化与百胜等核心客户的战略合作,通过持续导入新品寻求增

长，同时将聚焦新零售渠道，凭借积累的定制与研发能力，重点开拓会员店与升级商超业态。公司一方面积极配合头部客户上新需求，快速跟上客户新品提案节奏；另一方面利用产品线策略，重点发力烘焙类和冷冻预制菜肴产品，目前已进入盒马、奈雪、奥乐齐、沃尔玛等直营大客户。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，餐饮需求恢复不及预期等。

投资建议：由于公司新零售渠道拓客顺利，我们小幅上此前盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 19.1/20.6/22.2 亿元（前预测值为 18.8/19.7/21.0 亿元），同比 2.1%/7.9%/7.7%；2025-2027 年公司实现归母净利润 0.8/0.9/1.0 亿元（前预测值为 0.8/0.9/0.9 亿元），同比-5.2%/14.5%/7.9%；实现 EPS0.80/0.92/0.99 元；当前股价对应 PE 分别为 48.9/42.7/39.6 倍。维持优于大市评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 王新雨

◆ 大金重工(002487.SZ) 财报点评:业绩与盈利能力再创新高，两海布局持续深化

前三季度业绩大幅增长，出口放量带动盈利能力提升。25 年前三季度公司实现营收 45.95 亿元，同比+99.25%；归母净利润 8.87 亿元，同比+214.63%；扣非净利润 8.96 亿元，同比+247.77%。25 年前三季度公司毛利率 31.12%，同比+3.93pct.；净利率 19.31%，同比+7.08pct.。

三季度业绩、盈利能力双创历史新高。三季度公司实现营收 17.54 亿元，同比+84.64%，环比+3.16%；归母净利润 3.41 亿元，同比+215.12%，环比+7.98%；扣非净利润 3.33 亿元，同比+243.30%，环比+4.96%。三季度公司毛利率 35.91%，同比+10.69pct.，环比+9.61pct.；净利率 19.42%，同比+8.04pct.，环比+0.87pct.。

海工出口龙头地位稳固，26 年量利齐增可期。2024 年以来，公司欧洲海风管桩产品订单、交付持续放量。2025 年上半年，公司实现出口收入 22.43 亿元，同比+195.8%，收入占比高达 79%，毛利率为 30.69%，同比+3.1pct.。2025 年以来，公司持续斩获欧洲海风订单，市场份额领先。我们预计，随着公司生产工艺、流程的持续优化，2026 年公司海外交付有望迎来量利齐增。

自制甲板运输船快速推进，保供和盈利能力进一步提升。2025 年 10 月，公司制造的首艘 4 万吨甲板运输船 KING ONE 号顺利吉水，在载货能力、装卸方式、运输效率等方面完美适配大型海工装备的运输需求，预计 2026 年初投入首航。此外，公司自建的第三艘甲板运输船举行铺底仪式，与韩国某航运公司签署首个外部市场化造船合同。我们预计，随着公司自制运输船的陆续服役，公司保供和盈利能力有望进一步提升。

风险提示：欧洲海风开工节奏不及预期；原材料大幅涨价；行业竞争加剧。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司新签订单和自制运输船情况，上调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 11.94/16.55/20.96 亿元（原预测值为 10.05/14.08/18.41 亿元），当前股价对应 PE 分别为 28/20/16 倍，维持“优于大市”评级。

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

◆ 厦钨新能(688778.SH) 财报点评:正极盈利能力表现稳健，固态电池材料等布局加速推进

公司 2025Q3 实现归母净利润 2.45 亿元，同比+64%。公司 2025 年前三季度实现营收 130.59 亿元，同比+30%；实现归母净利润 5.52 亿元、同比+42%；实现扣非归母净利润 5.06 亿元、同比+48%。公司 2025Q3 实现营收 55.26 亿元，同比+50%、环比+21%；实现归母净利润 2.45 亿元，同比+64%、环比+29%；实现扣非归母净利润 2.15 亿元，同比+77%、环比+20%。

公司钴酸锂销量维持快速增长趋势。2025 年以旧换新将电子消费品纳入名录，消费电池需求显著回暖，拉动钴酸锂需求增长。公司 2025Q3 钴酸锂正极销量 1.81 万吨、环比+10%；单吨盈利能力持续稳中向好。公司在钴酸锂市场份额稳居全球第一。同时，公司高电压钴酸锂持续放量，4.53V 高电压钴酸锂已大规

模量产，4.55V 钴酸锂产品进入中试阶段。

公司动力电池正极材料布局持续完善，销量实现快速增长。公司巩固高电压、高功率三元材料技术优势的同时，充分发挥水热法磷酸铁锂差异化竞争优势，正极材料布局持续完善。公司 2025Q3 动力电池正极材料销量 2.11 万吨、环比+9%；其中磷酸铁锂销量超 0.6 万吨、环比微增。公司围绕增程、混动、中高端电动车和低空领域开发多款产品，打造差异化竞争优势。

公司原料布局持续完善，全球化布局稳步推进。2025 年下半年以来，公司与格林美在氯化钴、硫酸镍、四氧化三钴、前驱体、碳酸锂等领域签署 3 年 45 万吨材料采购协议，与中伟股份在四氧化三钴、前驱体、碳酸锂等领域签署 3 年 34.5 万吨材料采购协议。公司在原料端与上游伙伴积极合作，提升供应链稳定性。全球化布局方面，公司法国 4 万吨合资三元正极项目建设有序推进，4 万吨合资三元前驱体项目正在推进技术授权等工作。

公司坚持技术创新，固态电池材料、NL 全新结构材料产业化加速推进。NL 正极方面，公司重点推进其在消费电池应用，并针对低空、电动工具、固态电池开发相应材料体系。固态电池正极方面，公司匹配氧化物路线的正极材料已批量供货，硫化物路线正极材料已进行多批次样品验证。固态电解质方面，公司氧化物电解质实现吨级生产，硫化锂样品在客户端测试进展良好。

风险提示：电动车销量不及预期；原材料价格大幅波动；三元需求不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。基于钴酸锂需求向好对公司业绩的积极影响，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 8.03/10.20/12.16 亿元（原预测为 7.89/9.86/11.25 亿元），同比+63%/+27%/+19%，EPS 为 1.59/2.02/2.41 元，动态 PE 为 50.0/39.4/33.0 倍。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）

联系人：王喆萱

◆ 九丰能源(605090.SH) 财报点评:业绩短期承压，投资煤制气项目进一步扩充资源池

业绩因偶发事件等因素导致短期承压。2025 年前三季度公司实现营业收入 156.08 亿元，同比下降 8.45%，主要系清洁能源产品销售价格同比有所下降所致；实现归母净利润 12.41 亿元，同比下降 19.13%；实现扣非归母净利润 11.54 亿元，同比下降 4.44%。第三季度营业收入 51.80 亿元，同比下降 10.39%，环比提高 4.78%；实现归母净利润 3.80 亿元，同比下降 11.29%，环比提高 7.23%；扣非归母净利润 3.43 亿元，同比下降 18.26%，环比提高 0.10%。除本期无上年同期优化船舶资产的非经常性资产处置收益影响业绩外，第三季度，受台风“桦加沙”“博罗依”等极端天气影响，公司 LPG 运输船舶期末不能顺利进港，偶发性船期滞后形成跨期销售以及广州华凯接收站储罐检修影响报告期税前利润约 0.82 亿元。公司对外提供运力服务的 LPG 船舶开展计划性坞修及结算接船费用，影响报告期税前利润约 0.15 亿元。除此之外，新疆煤制天然气项目及 LNG 工厂项目、特种气体项目等项目开发形成一定费用、股权激励计划及员工持股计划的股份支付成本费用 0.16 亿元，可转债按照实际利率计提财务费用 0.16 亿元。

投资煤制气项目，扩充陆气权益气资源池。公司拟出资不超过 34.55 亿元投资建设新疆庆华年产 55 亿立方米煤制天然气示范项目二期工程（年产 40 亿方煤制天然气项目），将持有 50%权益（对应年产 20 亿方天然气）。根据公司测算，项目建成后平均年利润总额将达到 14.77 亿元，全投资内部收益率 8.20%，投资回收期 7.57 年（不含基建期）。项目建设期为 3 年，目前二期工程项目详细设计正积极推进。项目投产后，一方面将带动公司业绩增长，另一方面将进一步扩充公司“海气+陆气”资源池，完善公司“权益气+长约气+现货气”的多元化资源体系。

风险提示：气价波动、下游需求减弱、项目进度不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计 2025-2027 年公司归母净利润为 15.6/19.6/21.6 亿元（原为 17.3/20.1/22.4 亿元），同比增速-7.5%/25.9%/10.2%，对应当前股价 PE 为 14.4/11.4/10.4X，维持“优于大市”评级。

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）、崔佳诚（S0980525070002）

◆ 金山办公(688111.SH) 财报点评:收入逐季加速, B端增长显著

收入逐季加速, Q3 增长显著。公司 25Q3 收入 41.78 亿元(+15.21%), 归母净利润 11.78 亿元(+13.32%); 扣非归母净利润 11.49 亿元(+15.94%)。单 Q3 来看, 公司收入 15.21 亿元(+25.33%), 归母净利润 4.31 亿元(+35.42%), 扣非归母净利润 4.21 亿元(+39.01%)。25 年近三个季度, 公司收入逐季加速 6.22%/14.14%/25.33%, 各业务持续回暖。

C 端 AI 和海外拓展顺利, B 端业务增长显著。WPS 个人业务收入 8.99 亿元, 同比增长 11.18%, 公司通过 AI 新产品落地推广及海内外市场精细化运营, 带动 WPS AI 月活、付费用户数及用户价值稳步提升。其中 WPS Office 全球月度活跃设备数为 6.69 亿, 同比增长 8.83%; PC 月活增长 14.05%, 移动月活增长 4.54%。B 端业务增长显著, WPS 365 业务收入 2.01 亿元, 同比增长 71.61%, 公司持续不断完善协作与 AI 条线产品, 向民营和地方国企市场拓展收效明显。WPS 软件业务收入 3.91 亿元, 同比增长 50.52%, 党政信创招标及确收进度加速, 带动该业务实现强劲增长。

保持高强度研发投入, 合同负债增长较快。公司销售/管理/研发费用同比增长 12%/8.73%/18.48%, 研发费用保持较高增长, 持续加大在 AI 领域投入。公司经营活动现金净流量 12.77 亿, 同比增长超 18%。公司合同负债及其他非流动资产达到 33.86 亿元, 同比增长 25%。

公司将发布 WPS 365 海外版, 海外市场拓展值得期待。2025 年金山办公全球核心生态伙伴大会在 10 月召开, 公司表示 WPS 365 海外版将在年底发布。国际化是公司重要战略之一, 在东盟地区, WPS Office 月活设备已突破 5000 万, 不仅服务普通用户, 更深度参与当地政务与企业数字化建设。同时, 公司也与阿曼电信公司签署战略合作, 在阿曼面向企业客户推广 WPS 365 国际版。海外市场将打开公司新成长空间。

风险提示: AI 产业发展不及预期; 信创产业进展缓慢; 下游 IT 开支收紧。

投资建议: 维持盈利预测, 维持“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年归母净利润 18.96/23.16/28.41 亿元, 摊薄 EPS=4.10/5.01/6.14 元, 当前股价对应 PE=82/67/55x。基于公司 AI 产品月活快速增长, 海外市场打开长期成长空间, 维持“优于大市”评级。

证券分析师: 熊莉(S0980519030002)、库宏焱(S0980520010001)

金融工程

◆ 金融工程定期报告:金融工程季度报告-三季度持股集中度明显提升, 科技板块配置权重超 50%——公募基金 2025 年三季报分析

基金仓位监控

普通股票型基金仓位中位数为 91.98%, 偏股混合型基金仓位中位数为 91.33%, 与上一季度相比有所提升, 当前普通股票型基金仓位处在历史 98.41%分位点, 偏股混合型基金仓位处在历史 100%分位点。

普通股票型和偏股混合型基金港股仓位均值分别为 13%和 17.11%, 均较上一季度均略有提升。普通股票型配置港股基金数量为 241 只, 偏股混合型配置港股基金数量为 1671 只, 普通股票型以及偏股混合型基金中配置港股的基金数量占比为 59.55%。

基金持股集中度监控

基金重仓股占权益配置比重为 54.96%, 上一期为 52.46%, 集中度明显提升; 另一方面, 基金持股数量在 2025 年三季度相较于上一季度明显减少, 基金经理总体持股数量为 2377 只, 上一期为 2507 只, 这意味着, 基金经理持仓的股票差异降低。

板块配置监控

2025 年三季报中披露的主板配置权重为 47.54%、创业板配置权重为 19.29%、科创板配置权重为 13.91%, 港股配置权重为 19.26%。其中主板权重较上一季度明显降低, 创业板和科创板权重明显提升, 港股权重与上季度相比略有降低。

在 2025 年三季度内，科技板块配置大幅加仓，增加了 12.97%，最新配置权重为 50.51%，为 2010 年以来的历史最高配置水平；而消费和金融板块配置减仓较多，分别减仓了 6.08% 和 3.48%，目前均处于 2010 年以来的历史最低配置水平。

行业配置监控

2025 年三季报中披露配置权重最高的三个行业为电子、电力设备及新能源、医药，配置的权重分别为 23.93%、10.27% 以及 9.81%。主动加仓最多的三个行业为通信、计算机、电子，分别加仓了 2.93%、1.97% 以及 1.85%，与此同时银行、家电、国防军工行业主动减仓最多，分别减仓了 1.77%、1.14% 以及 0.79%。

个股配置监控

绝对市值配置最高的三只股票为宁德时代、腾讯控股、新易盛，其配置绝对市值分别为 740、682 以及 559 亿元。

绩优基金与百亿基金行业配置监控

绩优基金配置最高的三个行业分别为电子、通信、计算机，配置权重分别为 41.18%、38.25%、8.57%。

百亿规模基金配置最高的三个行业为电子、医药、食品饮料，配置权重分别为 26.6%、13.97% 以及 11.41%。

风险提示：本报告基于客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、杨昕宇（S0980525040001）

◆ 金融工程日报：沪指冲高回落，军工股午后走强

市场表现：今日（20251028）大部分指数处于下跌状态，规模指数中中证 2000 指数表现较好，板块指数中创业板指表现较好，风格指数中沪深 300 成长指数表现较好。国防军工、计算机、综合、交通运输、纺织服装行业表现较好，有色金属、钢铁、建筑、医药、煤炭行业表现较差。两岸融合、福建省国资、玻璃纤维、锂电电解液、液态金属等概念表现较好，黄金精选、培育钻石、铅锌矿、钴矿、镍矿等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 71 只股票涨停，有 11 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 3.28%，昨日跌停股票今日收盘收益为 -2.58%。今日封板率 71%，较前日提升 11%，连板率 33%，较前日提升 10%，连板率创近一个月新高。

市场资金流向：截至 20251027 两融余额为 24820 亿元，其中融资余额 24643 亿元，融券余额 177 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.5%，两融交易占市场成交额比重为 12.2%。

折溢价：20251027 当日 ETF 溢价较多的是专精特新 ETF，ETF 折价较多的是消电 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 19 亿元，20251027 当日大宗交易成交金额为 14 亿元，近半年以来平均折价率 6.19%，当日折价率为 3.52%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.16%、3.08%、10.44%、12.84%，当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 0.26%，处于近一年来 60% 分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 3.14%，处于近一年来 48% 分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 9.86%，处于近一年来 54% 分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 12.63%，处于近一年来 54% 分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是九号公司-WD、华大智造、鱼跃医疗、当升科技、依依股份、良信股份、中钨高新、国瓷材料等，九号公司-WD 被 186 家机构调研。20251028 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入前十的股票是恒宝股份、云汉芯城、安泰科技、大为股份、多氟多、楚天科技、上海家化、铜陵有色、路桥信息、先锋新材等，机构专用席位净流出前十的股票是中钨高新、神开股份、建发致新、北方长龙、农心科技、中船特气、海峡创新、诚意药业、中电港、锦富技术等。陆股通净流入前十的股票是中钨高新、方大炭素、江龙船艇、天下秀、锦富技术等，陆股通净流出前十的股票是上海家化、恒宝股份、华建集团、中电港、多氟多、铜陵有色、安泰科技、汇通能源、中船特气、楚天科技、合肥城建等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人：李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	917.30	-2.07	ICE 布伦特原油	65.62	-0.48
白银	11165.00	-2.25	铜	87740.00	-0.35
铝	21185.00	-0.21	铅	17440.00	-0.59
豆一	4077.00	0.27	锌	22325.00	0.17
豆粕	2917.00	0.62	镍	120910.00	-0.94
玉米	2100.00	-0.04	锡	284610.00	0.07
螺纹钢	3034.00	0.79	SR511	5387.00	0.11

本月国内重要信息披露

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

近期非流通股解禁明细

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

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

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	47706.37	0.340282	68.52	68.52	68.52	68.52	41.67
德国 DAX 指数	24278.63	-0.124029	90.61	2.27	1.28	24.30	53.51
法 CAC40 指数	8216.58	-0.274299	-0.51	4.39	5.32	8.72	44.66
恒生指数	26346.14	-0.331244	1.22	0.83	3.06	27.89	62.24
沪深 300 指数	4691.97	-0.509900	1.82	3.11	13.44	18.35	56.44
美国 SP500 指数	6890.89	0.228795	2.30	3.72	7.84	18.32	49.68
纳斯达克综合指数	23827.49	0.803936	3.80	5.97	12.50	28.33	52.77
日经 225 指数	50219.18	-0.580334	1.83	10.72	22.49	30.08	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

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

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

港股资金流入流出前十

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

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032