

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-10-29

宏观策略

2025 年 10 月 29 日

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

宏观点评 20251028: “十五五建议”的三大亮点: 消费、科技、财政金融
10 月 28 日, 新华社受权发布二十届四中全会审议通过的《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》和习近平主席《关于〈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〉的说明》。此前四中全会《公报》发布后, 我们通过对比已经基本梳理了“十五五”和“十四五”的主线逻辑区别, 如内需和消费更重要、强调科技自立自强等, 接下来我们主要看看《建议》和《说明》中有哪些增量信息值得关注, 消费、科技、财政金融可能是三大亮点。提高居民消费率是“十五五”的重要目标。逻辑是: 居民消费率明显提高→应对经济下行压力和有效需求不足→确保“十五五”期间经济增长保持适当速度→实现 2035 年“人均 GDP 达到中等发达国家水平”目标。习主席在《说明》中指出: “2035 年基本实现社会主义现代化, 一个重要标志性指标就是人均国内生产总值达到中等发达国家水平, 这要求‘十五五’时期经济社会发展保持适当速度”、“根据现阶段国内经济下行压力加大、有效需求不足等突出问题, 《建议》稿提出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等目标”。风险提示: 政策落地节奏不及预期; 关税事件反复和出口下行风险; 经济基本面发生变化。

固收金工

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

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

金融产品深度报告: 广发中证港股通非银 ETF (513750.SH): 业绩高增

筑底，估值修复在途，保险板块景气回升助力港股通非银稳健领跑

广发中证港股通非银 ETF (513750.SH) 产品及跟踪指数介绍：指数聚焦保险行业，市场内具有稀缺性：港股通非银指数深度聚焦非银行金融板块，在同类金融主题指数中处于较高水平。指数覆盖 A/H 股主要保险标的，且较高的保险权重使该指数能够更充分反映港股保险板块整体表现，体现较高的行业纯度与代表性，为投资者提供稀缺的保险资产配置标的。指数估值合理偏低，红利优势凸显：截至 2025 年 10 月 24 日，港股通非银指数市盈率 9.70，市净率 1.16，均低于 A 股申万非银指数，处于历史中低区间，显示较高的安全边际和潜在的增值空间。截至 2025 年 10 月 24 日，指数股息率为 5.13%，接近近年高位水平，反映出较强的分红收益吸引力。整体来看，指数具备良好的中长期配置价值。ETF 产品流动性充裕，规模持续增长：广发中证港股通非银 ETF 是全市场唯一重仓保险的港股通非银 ETF，具备不可替代的赛道纯度与工具稀缺性。截至 2025 年 10 月 24 日，近两周日均成交额达 18.18 亿元，市场交投活跃，申购赎回顺畅。基金规模达到 212.14 亿元，持续位居同类产品前列，反映机构资金对高股息金融资产的配置需求旺盛。二级市场成交活跃度明显高于多数金融主题 ETF，产品具备良好的市场参与基础与流动性优势。ETF 产品收益表现优秀，风险控制稳健：截至 2025 年 10 月 24 日，累计收益率为 66.68%，年化收益率达到 36.83%，均处于非银金融和港股金融主题 ETF 前列，超过同期券商、保险及泛金融主题 ETF。从 2024 年 12 月 2 日至 2025 年 10 月 24 日，该 ETF 产品最大回撤 21.60%，在非银、券商、保险等高弹性细分赛道中处于中上水平，有效控制了净值波动。

风险提示：行业政策或监管环境突变：行业政策调整或监管环境发生重大变化，可能对相关资产价格、市场预期及投资逻辑产生实质性影响。宏观经济不及预期：经济复苏不及预期可能会影响企业盈利修复，加剧市场不确定性。发生重大预期外的宏观事件：突发的宏观事件可能打破市场平衡，引发剧烈波动。投资者应提前做好风险应对准备，以应对不可预见的市场冲击。

环保行业跟踪周报：四中全会：绿色化融入现代化产业体系，加快要素市场化，化债作为十五五重要任务

重点推荐：瀚蓝环境，高能环境，绿色动力环保，绿色动力，海螺创业，永兴股份，光大环境，军信股份，粤海投资，美埃科技，九丰能源，宇通重工，景津装备，新奥能源，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，中国水务，伟明环保，龙净环保，蓝天燃气，新奥股份，赛恩斯，金科环境，英科再生，路德环境。建议关注：大禹节水，联泰环保，旺能环境，北控水务集团，碧水源，浙富控股。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

推荐个股及其他点评

盛弘股份 (300693)：2025 年三季报点评：电能质量、充电桩增长提速，出海+AIDC 布局空间广阔

盈利预测与投资评级：我们维持预计公司 25-27 年归母净利润分别为 5.0/6.8/8.2 亿元，同比+16%/36%/20%，现价对应 PE 分别为 24x/17x/15x。考虑到充电桩行业正处于高速发展阶段、储能海外出货占比持续提升，公司将受益增长，同时公司产品、研发、渠道上具有多方优势，盈利弹性较大，同时 AIDC 带来业绩弹性，维持“买入”评级。

科士达 (002518): 2025 年三季报点评: 数据中心订单高增, 储能业务修复

盈利预测与投资评级: 考虑到充电桩、储能行业正处于高速发展阶段, 公司将充分受益高增, 同时公司产品、研发、渠道上具有多方优势, 盈利弹性较大, 同时 AIDC 带来业绩弹性, 我们上调公司 25-27 年归母净利润分别为 5.9/8.7/12.5 (原值为 5.8/8.2/11.7) 亿元, 同增 49%/47%/44%, 对应 PE 为 42/28/20x, 给予“买入”评级。 风险提示: 行业竞争加剧、政策不及预期、关税风险。

海力风电 (301155): 2025 年三季报点评: 导管架盈利能力短期承压, 看好 26 年盈利拐点

事件: 公司 25 年 Q1-3 营收 36.7 亿元, 同比+246%, 归母净利润 3.5 亿元, 同比+299.4%, 扣非净利润 3 亿元, 同比+271.7%, 毛利率 16.2%, 同比+10.2pct, 归母净利率 9.4%, 同比+1.3pct。其中 25 年 Q3 营收 16.4 亿元, 同环比+134.7%/+3%, 归母净利润 1.4 亿元, 同比扭亏, 环比+0.2%, 扣非净利润 1.3 亿元, 同比扭亏, 环比-3.5%; 毛利率 15.2%, 同环比+7.1/-2.4pct, 归母净利率 8.6%, 同环比+11.6/-0.2pct。

快可电子 (301278): 2025 三季报点评: 25Q3 出口订单增多, 业绩环比改善

盈利预测与投资评级: 考虑光伏行业竞争激烈, 我们下调公司 2025-2026 年盈利预测, 新增 2027 年盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.31/0.53/0.75 亿元 (2025-2026 年前值为 1.4/1.7 亿元), 同比-69%/+70%/+42%, 对应 PE 为 102/60/42 倍, 考虑公司盈利有所回升, 积极开拓海外市场, 维持“增持”评级。 风险提示: 竞争加剧、政策不及预期。

德赛西威 (002920): 2025 年三季报点评: 短期业绩承压, 看好智驾出海及产业外拓

盈利预测与投资评级: 公司作为智能驾驶零部件板块龙头标的, 我们看好公司长期成长能力, 我们下调公司 2025~2027 年营收预测为 334/420/504 亿元 (原为 369/462/565 亿元), 同比分别+21%/+26%/+20%; 下调 2025~2027 年归母净利润为 25.9/33.3/40.1 亿元 (原为 27.6/36.7/47.1 亿元), 同比分别+29%/+28%/+21%, 对应 PE 分别为 30/23/19 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游乘用车需求复苏不及预期, 乘用车价格战超出预期。

蔚蓝锂芯 (002245): 2025 年三季报点评: LED 审批周期延长, Q3 出口节奏略受影响, Q4 旺季有望量利双升

盈利预测与投资评级: 由于 LED 出口节奏影响, 我们下修 25 年归母净利润至 7.2 亿元 (此前预测 7.5 亿元), 维持 26-27 年归母净利预期 10.0/13.1 亿元, 25-27 年同比+49%/+38%/+31%, 对应 PE 为 29x/21x/16x, 给予 26 年 30x PE, 对应目标价 26 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游需求不及预期, 原材料价格波动, 市场竞争加剧。

中熔电气 (301031): 2025 年三季报点评: 25Q3 业绩略超预期, 电动车贡献主要增量

盈利预测与投资评级: 由于公司新能源熔断器增长稳健、数据中心熔断器有望带来新增量, 我们上修 25-27 年归母净利 3.6/5.0/6.6 亿 (原预测值为 3.4/4.8/6.3 亿元), 同增 92%/40%/32%, 对应 PE 31/22/17 倍, 给予 26 年 30 倍 PE, 目标价 153 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游需求不

及预期，市场竞争加剧风险。

新强联 (300850): 2025 年三季报点评: 业绩维持高增长, 行业景气回暖与产品结构升级共振 【勘误版】

海上 TRB 主轴承实现国产突破并放量, 齿轮箱轴承正加速从 0 到 1 落地: 我们认为公司 2025 年以来业绩持续修复、成长路径愈发清晰, 核心驱动力主要体现在风电轴承主业景气复苏叠加产品结构优化升级的多重推动。(1) 作为风电轴承全产业链龙头, 公司已在主轴、偏航、变桨等关键环节建立稳定领先地位, 随着风电装机提速、风机价格回暖及国产化加速, 公司订单与交付节奏同步改善; (2) 海上 TRB 单列圆锥主轴承放量进展顺利, 公司在该领域具备较强的技术积累和工艺领先性, 助力主轴承加快实现国产替代; (3) 齿轮箱轴承业务取得从 0 到 1 突破, 2022 年募投项目于 2025Q2 完成设备调试并启动试生产, 目前已进入小批量出货阶段, 正稳步推进客户验证, 有望加快打开齿轮箱轴承国产替代空间。盈利预测与投资评级: 考虑到公司主业风电轴承业务超预期, 我们调整 2025-2026 年归母净利润分别至 8.4/11.8 (原值: 4.3/4.7) 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 14.5 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 26/18/15 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 风电装机量不及预期, 市场竞争加剧, 原材料价格上涨等。

钧达股份 (002865): 2025 年三季报点评: 海外保持高占比, 产能多元化布局

盈利预测: 考虑到行业竞争加剧, 电池短期盈利及 Q3 经营性现金流承压, 我们下调公司盈利预测, 我们预计公司 25-27 年归母净利润为 -5.2/6.5/12.8 亿 (前值为 -3.9/7.6/13.1 亿元), 基于公司技术储备及海外布局领先, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧、原材料价格波动等。

汉钟精机 (002158): 2025 年三季报点评: 业绩短期承压, 看好半导体真空泵&数据中心需求驱动成长 【勘误版】

半导体真空泵国产替代加速, 业务进入批量交付阶段。全球半导体真空泵市场长期由 Edwards 等欧美日龙头主导, 国产化率不足 15%。公司作为国内领先厂商, 已完成 PMF 系列、PDM 系列、IPH 系列三大系列产品的开发, 并取得 SEMI 安全基准认证, 覆盖从 Load Lock、刻蚀到薄膜沉积等关键制程需求。目前, 公司产品已通过部分国内芯片制造商的认可, 并已开始批量供货。随着下游晶圆厂扩产、新工艺验证持续推进, 公司产品导入有望加速放量, 成长空间广阔。数据中心建设高景气, 公司制冷压缩机产品线全面覆盖。随着 AI 驱动的算力需求快速增长, 全球数据中心建设进入新一轮高景气周期, 同时能效标准和环保政策不断提高, 对制冷设备提出更高要求。产品层面, 公司已形成永磁变频螺杆式、磁悬浮离心式、气悬浮离心式的全系列布局, 能够精准满足数据中心对高效节能的制冷需求。凭借完整产品线和长期技术积累, 公司在数据中心高端应用场景中的竞争优势有望持续强化。盈利预测与投资评级: 我们维持 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.3/7.1/8.4 亿元, 当前股价对应 PE 为 22/20/17 倍, 考虑到公司半导体真空泵业务长期成长空间较大, 维持“增持”评级。风险提示: 下游扩产不及预期, 客户拓展不及预期, 原材料价格波动等。

金盘科技 (688676): 2025 年三季报点评: 业绩符合市场预期, 加码布局 SST

25Q3 营收同比+8%、归母净利润同比+22%、业绩符合市场预期。公司

25Q1-3/25Q3 营收 51.6/20.4 亿元，同比+8%/+8%，归母净利润 4.9/2.2 亿元，同比+20%/+22%，扣非净利润 4.6/2.1 亿元，同比+19%/+23%。25Q1-3/25Q3 毛利率 26.08%/26.39%，同比+1.87/+0.87pct，主要系高毛利的海外市场增速较快。综合看，公司业绩符合市场预期。

祥源文旅 (600576): 2025 三季度点评: Q3 收入同增 35%，关注新项目进展

盈利预测与投资评级: 祥源文旅是中国领先的文旅资产服务商，布局多个目的地稀缺景区资源，打造“文化 IP+旅游+科技”新模式，未来内生增长和外延扩张助力释放业绩弹性。基于 Q3 天气影响部分项目客流表现，下调公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司存量业务归母净利润为 2.3/4.0/4.7 亿元（前值为 3.9/4.6/5.3 亿元），对应 PE 为 33/19/16 倍，维持“增持”评级。风险提示: 宏观经济波动、资源整合进度不及预期、新项目落地进度不及预期、自然灾害和极端天气影响经营等风险。

华辰装备 (300809): 2025 年三季度点评: 营收稳健增长，利润端受研发加码短期承压

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 0.99/1.44/2.19 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 99/68/45 倍，考虑公司积极布局丝杠加工设备与半导体精密磨削领域，维持公司“增持”评级。风险提示: 人形机器人量产进展不及预期，磨床需求不及预期，行业竞争加剧。

海兴电力 (603556): 2025 三季度点评: 收入、利润企稳回升，业绩超市场预期

考虑到公司海外市场新业务放量，明年海外市场主业需求恢复增长，我们上修公司 25-27 年归母净利润预测至 10.03/11.40/13.14 亿元（此前预测 8.72/10.04/11.30 亿元），同比+0%/14%/15%，现价对应 PE 分别为 13x、12x、10x，我们认为公司业绩拐点已至，维持“买入”评级。

南网能源 (003035): 2025 三季度点评: 业绩拐点已至，静待工商业储能放量发展

事件: 2025 年三季度发布，2025 年前三季度实现营业收入 102.54 亿元，同比+15.4%；实现归母净利润 12.86 亿元，同比+125.1%。单 Q3 看，实现营业收入 10.25 亿元，同比+7.4%；实现归母净利润 1.29 亿元，同比+345%；超市场预期。136 号文落地发电侧现货市场已至，用户侧现货市场即将到来，利好工商业储能放量。独立储能如火如荼，大储相比强配时代利用率、时长均显著提高，136 号文+容量电价政策催化大储自发性需求到来，而用户侧现货市场也渐行渐近，届时工商业储能+虚拟电厂自发性需求到来，推荐工商业储能+虚拟电厂运营商南网能源配置机遇。盈利预测与投资评级: 我们维持预计 2025-2027 年归母净利润 4.77/5.57/6.75 亿元，对应 PE 为 40/34/28 倍，看好公司建筑节能+工商业储能+虚拟电厂业务潜力，维持“买入”评级。风险提示: 行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率下降等。

中矿资源 (002738): 2025 年三季度点评: 锂涨价贡献弹性，锗业务即将放量

盈利预测与投资评级: 由于公司 25 年铯铷业务受美国关税影响，26-27 年锂行业供需格局改善，我们下调 25 年盈利预测，上调 26-27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 4.5/14.1/23 亿元（原预测为 6.7/12.8/21.5 亿元），同比-41%/+214%/+63%，对应 PE 为 86x/27x/17x，维持“买入”评

级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期

雷赛智能 (002979): 2025 三季报点评: 业绩超市场预期, 机器人业务快速推进

我们维持公司 25-27 年归母净利润预测 2.8/3.7/4.8 亿元, 同比 +40%/+31%/+31%, 对应现价 PE 分别为 49x、37x、29x, 考虑到工控行业复苏进一步明确, 机器人业务空间广阔, 维持“买入”评级。

震裕科技 (300953): 2025 年三季报点评: Q3 结构件盈利拐点兑现, 机器人产品不断拓展

盈利预测与投资评级: 我们预计 25-27 年归母净利分别为 6/9/12.6 亿元 (原预测值为 6/9/12.5 亿元), 同比 +136%/+50%/+39%, 对应 PE 52/34/25 倍, 给予 26 年 50X, 目标价 260 元, 维持“买入”评级。风险提示: 市场竞争加剧风险。盈利预测与投资评级: 我们预计 25-27 年归母净利分别为 6/9/12.6 亿元 (原预测值为 6/9/12.5 亿元), 同比 +136%/+50%/+39%, 对应 PE 52/34/25 倍, 给予 26 年 50X PE, 目标价 260 元, 维持“买入”评级。风险提示: 市场竞争加剧风险, 下游需求不及预期。

尚太科技 (001301): 2025 年三季报点评: Q3 业绩符合预期, 盈利提升可期

盈利预测与投资评级: 由于客户加工费小幅下降及原材料涨价, 我们下调 25-27 年归母净利润为 10/13.1/16.4 亿元 (原预测值为 10.3/14.3/17.5 亿元), 同比 +20%/+30%/+25%, 对应 22/17/13 倍 PE, 给予 26 年 25 倍 pe, 目标价 126 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。

璞泰来 (603659): 2025 年三季报点评: 负极盈利拐点已现, 多业务板块持续向好

盈利预测与投资评级: 考虑 25 年负极出货受限于新产品放量节奏, 我们预计公司 25-27 年归母净利 23.9/31.0/40.2 亿 (原预测值为 25.2/30.9/40.0 亿), 同比 +101%/+30%/+30%, 对应 PE 为 25x/19x/15x, 考虑公司固态领域布局, 给予 26 年 28x PE, 目标价 40.6 元, 维持“买入”评级。风险提示: 销量不及预期, 行业竞争加剧。

信德新材 (301349): 2025 年三季报点评: 快充需求旺盛满产满销, 单位盈利逐季修复

盈利预测与投资评级: 由于公司满产满销且单吨毛利逐步修复, 我们上调 25-27 年归母净利润预期为 0.5/0.9/1.1 亿元 (原预测值为 0.4/0.9/1.1 亿元), 同比增 247%/86%/23%, 对应 PE 为 84x/45x/37x, 维持“买入”评级。风险提示: 销量不及预期, 盈利水平不及预期。

星源材质 (300568): 2025 年三季报点评: 隔膜价格拐点在即, 布局固态电解质膜打造第二成长曲线

盈利预测与投资评级: 由于 25 年隔膜价格下降及存货减值压力, 我们下调 25-27 年公司归母净利润预期为 1.5/5.0/6.7 亿 (原预期 4.0/5.1/6.9 亿), 同比 -59%/237%/33%, 对应 PE 为 115x/34x/26x, 维持“买入”评级。风险提示: 销量和盈利水平不及预期。

恒立液压 (601100): 2025 年三季报点评: Q3 归母净利润同比+31%, 业绩增长开始提速

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 28.7/34.1/41.4 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 44/37/30X, 维持“买入”

评级。风险提示：国内行业需求回暖不及预期、行业竞争加剧、出海不及预期。

许继电气 (000400): 2025 三季度点评: 特高压柔直输电需求旺盛, 核聚变电源龙头蓄势待发

我们维持公司 25-27 年归母净利润预测分别为 14.26/17.05/21.26 亿元, 同比+28%/20%/25%, 现价对应 PE 分别为 19x、16x、13x, 维持“买入”评级。

上海家化 (600315): 2025 年三季度点评: 25Q3 收入同增 28.3%, 调改焕新盈利能力显著提升

盈利预测与投资评级: 公司作为国内知名日化品牌企业, 品牌矩阵完善且渠道覆盖广泛。25 年以来公司在品牌、产品、营销端积极调整。考虑到公司改革焕新成效显著, 25Q3 盈利能力大幅提升, 业绩超预期, 我们上调公司 2025-2027 年归母净利润由 3.2/4.1/5.4 亿元至 4.1/4.8/6.0 亿元, 同比分别+149%/+17%/+25%, 2025-2027 年 PE 对应最新收盘价分别为 45/38/30 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧、战略改革不及预期、新品推广不及预期等。

湖南裕能 (301358): 2025 年三季度点评: Q3 出货量高增, 盈利拐点明确

盈利预测与投资评级: 由于公司出货满产满销、高端产品出货占比持续提升, 我们上修公司 25-27 年归母净利润预期为 10.6/30.1/40.3 亿 (此前预期为 10.5/20.0/30.2), 同比增长 78%/185%/34%, 对应 PE 为 44x/16x/12x, 给与 26 年 25x PE, 对应目标价 99 元, 维持“买入”评级。风险提示: 电动车销量不及预期, 行业竞争加剧。

中文在线 (300364): 2025 年三季度点评: 罗小黑出海顺利, FlareFlow 增势良好

盈利预测与投资评级: 我们认为利润短期将受到海外短剧投入影响, 将 2025 年归母净利润预测从 0.1 亿元下调至-4.9 亿元; 并维持 2026-2027 年归母净利润为 0.8/5.6 亿元, 当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为-256/35 倍, 我们看好海外短剧长期趋势和 reelshort 的领先优势, 维持“买入”评级。风险提示: 海外短剧竞争加剧、流量价格上涨、汇率波动风险。

伊力特 (600197): 2025 年三季度点评: 夯实渠道, 筑牢根基

事件: 公司发布财报, 2025 前三季度营收、归母净利分别为 12.99、1.37 亿元, 同比-21.5%、-43.1%; 2025 年单三季度营收、归母净利分别为 2.29、-0.25 亿元, 同比-29.4%、-158.5%, 单季利润大幅下滑系缴纳税收滞纳金及负规模效应所致。25Q3 场景受损压力持续体现, 核心单品渠道改革有序落地。25Q3 公司实现白酒收入 2.1 亿元, 同比-33.5%, 伴随去年同期基数回落, 25Q3 同比降幅仍然承压, 主因白酒消费场景不畅、渠道回款压力持续放大, 公司中小经销商及部分开发品回款进度完成较差。1) 分产品看: ①25Q3 高档酒单季收入 1.5 亿元 (累计 9.5 亿元), 同比-39.5%, Q3 进度环比放缓, 主因 1 是渠道回款承压; 2 是小老窖渠道转轨调整, 从大商包销制调整为公司成立平台公司运营, 期间以出清过渡为主。②25Q3 中/低档酒收入分别同比-19.7%、+16.4%, 中档酒收入下滑主要与开发品及疆外销售承压有关。2) 分区域看: 25Q3 公司疆内、疆外收入分别同比-24.1%、-56.6%, 疆外市场降幅扩大, 与小商扛波动性弱以及浙江市场下滑拖累有关。公司疆外改用“一商一策、一地一策”方案, 从原有招商模式转为员工“阵地战”, 希望帮扶经销商强化运营效益, 25Q3 四川销

售公司招商环比增加 32 家至 354 家。 盈利预测与投资评级：考虑 2025 年需求复苏进程较慢，公司开发产品销售稳定性相对较弱，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 1.9、2.3、2.9 亿元（前值 2.6、2.9、3.5 亿元），对应 2025~27PE 为 38、32、25x，参考历史 PE 估值分布，维持“买入”评级。 风险提示：疆内市场白酒竞争加剧；疆外市场扩张不及预期；产品结构升级不及预期。

新强联 (300850): 2025 年三季报点评: 业绩维持高增长, 行业景气回暖与产品结构升级共振

海上 TRB 主轴承实现国产突破并放量，齿轮箱轴承正加速从 0 到 1 落地：我们认为公司 2025 年以来业绩持续修复、成长路径愈发清晰，核心驱动力主要体现在风电轴承主业景气复苏叠加产品结构优化升级的多重推动。（1）作为风电轴承全产业链龙头，公司已在主轴、偏航、变桨等关键环节建立稳定领先地位，随着风电装机提速、风机价格回暖及国产化加速，公司订单与交付节奏同步改善；（2）海上 TRB 单列圆锥主轴承放量进展顺利，公司在该领域具备较强的技术积累和工艺领先性，助力主轴承加快实现国产替代；（3）齿轮箱轴承业务取得从 0 到 1 突破，2022 年募投项目于 2025Q2 完成设备调试并启动试生产，目前已进入小批量出货阶段，正稳步推进客户验证，有望加快打开齿轮箱轴承国产替代空间。盈利预测与投资评级：考虑到公司主业风电轴承业务超预期，我们调整 2025-2026 年归母净利润分别至 6.9（原值 4.3）/8.8（原值 4.7）亿元，预计 2027 年归母净利润为 10.4 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 32/25/21 倍，维持“增持”评级。 风险提示：风电装机量不及预期，市场竞争加剧，原材料价格上涨等。

芯原股份 (688521): 2025 年三季报点评: 25Q3 新签订单创纪录, AIASIC 业务单季翻倍式增长

25Q1-Q3 新签订单达 32.49 亿元，已超过 24 年全年。公司 25Q1-Q3 新签订单金额达到 32.49 亿元，已超过 2024 年全年新签订单（29.30 亿元），创下历史新高。公司在手订单已连续八个季度保持高位，截至 2025 年第三季度末在手订单金额为 32.86 亿元，其中，互联网、云服务厂商、车企及其他系统厂商占比高达 83.52%，一站式芯片定制业务在手订单占比近 90%，且预计一年内转化的比例约为 80%，体现公司在高增长客户群体中的深度绑定与持续渗透，为未来业绩释放奠定了坚实基础。 营收结构亮点突出，芯片设计与量产业务翻倍式增长。从 25Q3 收入构成来看，公司一站式芯片定制业务中的两个细分业务的营收单季度实现翻倍式增长：芯片设计业务收入 4.28 亿元（YoY+80.23%，QoQ+290.82%）；量产业务收入 6.09 亿元（YoY+157.84%，QoQ+132.77%）。2025 年前三季度，公司实现芯片设计业务收入 6.60 亿元，同比增长 27.53%，其中 28nm 及以下工艺节点收入占比 94.70%，14nm 及以下工艺节点收入占比 81.97%。公司 AI 算力相关收入占芯片设计业务的 73%，表明公司已在智能计算与数据中心方向形成领先布局。2025 年前三季度，公司实现量产业务收入 10.16 亿元，同比增长 76.93%，前三季度收入已超去年全年收入水平。25Q1-Q3 公司共有 112 个量产项目、47 个待量产项目，多个 4nm/5nm 一站式芯片定制服务项目正在执行。 研发投入结构优化，盈利能力持续改善。2025 年前三季度，公司整体研发投入 9.91 亿元，前三季度研发投入占收入比重同比合理下降 9.41 个百分点，第三季度研发投入占收入比重同比合理下降 15.99 个百分点。根据 25 H1 财报，公司有序

推进执行“设计资源陆续投入客户项目”，研发投入占比合理下降。盈利能力方面，公司 25Q3 归母净利润-0.27 亿元，qoq+73%，公司盈利能力正快速修复，我们认为公司单季度扭亏在即。

千味央厨 (001215): 2025 年三季报点评: 业绩环比改善, 基本面筑底
考虑到收入端仍有压力, 我们略下调 2025-2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.8/1.0/1.2 亿元, (此前预期为 0.9/1.1/1.3 亿元), 同比-6%/+31%/+16%, 对应 PE 为 37/28/24X, 维持“买入”评级。

金风科技 (002202): 2025 年三季报点评: 风机出货景气度高, 在手订单同比提升

事件: 公司 25Q1-3 营收 481.5 亿元, 同比+34.3%, 归母净利润 25.8 亿元, 同比+44.2%, 扣非净利润 24.2 亿元, 同比+36.2%; 毛利率 14.4%, 同比-2pct, 归母净利率 5.4%, 同比+0.4pct。单 Q3 来看, 25Q3 营收 196.1 亿元, 同环比 +25.4 % / +2.9 %, 归母净利润 11 亿元, 同环比 +170.6%/+19.3 %, 扣非净利润 10.5 亿元, 同环比+160.5%/+29.3 %, 毛利率 13%, 同环比-1.1/+0.8pct, 归母净利率 5.6%, 同环比+3/+0.8pct。

嘉必优 (688089): 2025 年三季报点评: 订单节奏波动致 Q3 经营降速, 预计 Q4 较 Q3 显著优化

进入传统销售淡季, 受到客户订单波动影响, Q3 收入及利润较 Q2 均略有降速。

青岛啤酒 (600600): 2025 年三季报点评: 经典、白啤增势延续, 所得税阶段性拖累利润

短期关注外在 β 变化和青啤自身 α 节奏, 中期维度青啤属于攻守兼备的优质标的, 升级韧性、股息率提升是抓手。参考 25Q3 报表节奏, 我们维持 2025~2027 年归母净利润预测为 47.41、52.92、58.23 亿元, 对应当前 PE 分别为 19、17、15X, 维持“买入”评级。

盐津铺子 (002847): 2025 年三季报点评: 利润超预期, 实现高质量增长
公司经营基本面稳健, 三季度利润端超预期, 我们略上调此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 8.2/10.1/12.2 亿元(此前盈利预测为 8.1/10.0/12.0 亿元), 同比+29%/+22%/+21%, 对应 PE 为 23/19/16X。维持“买入”评级。

大金重工 (002487): 2025 年三季报点评: 毛利率创历史新高, 欧洲交付份额已攀升至第一

事件: 公司 25 年 Q1-3 营收 46 亿元, 同比+99.2%, 归母净利润 8.9 亿元, 同比+214.6%, 扣非净利润 9 亿元, 同比+247.8%, 毛利率 31.1%, 同比+3.9pct, 归母净利率 19.3%, 同比+7.1pct。其中 25 年 Q3 营收 17.5 亿元, 同环比+84.6 % / +3.2 %, 归母净利润 3.4 亿元, 同环比+215.1%/+8 %, 扣非净利润 3.3 亿元, 同环比+243.3%/+5 %, 毛利率 35.9%, 同环比+10.7/+9.6pct, 归母净利率 19.4%, 同环比+8/+0.9pct。

百润股份 (002568): 2025 年三季报点评: 25Q3 实现恢复性增长, 持续关注动销反馈

短期预调酒低位企稳、威士忌新品逐步贡献增量, 中期关注威士忌第二曲线营销节奏及动销拐点。参考 25Q3 报表节奏, 我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 7.28、8.78、10.23 亿元(前值为 7.86、9.02、10.48 亿元), 对应当前 PE 分别为 39、33、28X, 维持“买入”评级。

佩蒂股份 (300673): 2025 年三季报点评: 海外受关税拖累, 静待边际改善

考虑到短期收入端和净利率都有一定压力，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.6/2.3/2.8 亿元（此前的预测值为 1.9/2.5/3.0 亿元），同比-13%/+45%/+23%，对应 PE 为 27/18/15X。维持“买入”评级。

瑞达期货（002961）：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润稳健增长，核心业务表现向好

盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 5.3/6.2/7.0 亿元，同比增速分别为 38.9%/16.9%/12.9%，当前市值对应 2025E PE 19x，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。

新华都（002264）：2025 年三季报点评：淡季增速放缓，标品利润承压

事件：公司发布 2025 三季报。2025 单三季度实现营收 5.9 亿元，同比-14.5%；实现归母净利 0.31 亿元，同比-31.4%。2025 前三季度实现营收 24.5 亿元，同比-11.8%；实现归母净利 1.8 亿元，同比-6.5%。25Q3 受淡季需求不振+双十一预热提前影响，酒类 GMV 同比增速放缓。25Q3 公司报表营收同比下滑 14.5%，剔除会计准则调整影响，同口径营收可参考公司酒类 GMV 增速表现，估算同比实现低单增长。1) 销售端，2025 年 7~8 月淡季白酒开瓶需求低迷，叠加 9 月中秋错期，10 月双十一预热较往年提前，25Q3 整体销售均较为清淡。其中，高端价位国窖销售表现有明显承压，汾酒青 20 及玻汾增速相对积极，定制开发品如六年窖、老窖特曲传承礼盒等基本按年初规划节奏保持较快增长，Q3 新上的古井开发品亦贡献部分增量。2) 收现端，25Q3 公司收现同比-2.6%，与酒类 GMV 增速基本匹配。盈利预测与投资评级：参考 2025 年前三季度财报情况，考虑白酒行业整体销售增长趋缓、渠道利润压缩，且年内会计准则调整对收入确认口径产生影响，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 3.0、3.4、4.4 亿元（前值为 3.2、4.0、5.0 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 16、14、11X，维持“买入”评级。风险提示：宏观需求不及预期；电商平台流量增长趋缓；品牌代理授权变化较难预测。

北汽蓝谷（600733）：2025 年三季报点评：毛利率单季度转正，享界放量可期

盈利预测与投资评级：由于行业竞争加剧，我们下修公司 2025-2027 年归母净利润预期至-49/-16/12 亿元（原为-38/-15/13 亿元）。考虑享界后续放量可期，我们仍维持公司“买入”评级。风险提示：新车上量不及预期风险；智能化技术创新低于预期等。

睿创微纳（688002）：2025 年三季报点评：技术驱动与市场拓展协同发力，为可持续发展奠定坚实基础

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们上调原来的预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 7.79/10.05/11.34 亿元，前值 6.70/8.74/10.55 亿元，对应 PE 分别为 48/37/33 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 技术与产品研发风险；2) 主营业务毛利率下降的风险；3) 特种装备业务向民营资本开放相关政策变化的风险。

国睿科技（600562）：2025 年三季报点评：雷达主业稳健增长、费用管控优化

盈利预测与投资评级：公司业绩符合预期，我们基本维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 7.52/8.55/9.70 亿元，对应 PE 分别为 48/43/38 倍，维持“增持”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。

海兰信 (300065): 2025 年三季报点评: 盈利质量提升、产能布局加速, 为长期竞争力奠定坚实基础

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合市场预期, 我们维持先前的预期, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.99/1.24/1.34 亿元, 对应 PE 分别为 148/118/110 倍, 考虑到海底数据中心业务有望在生成式 AI 涌现的大环境下获得较好发展机会, 因此维持“买入”评级。 风险提示: 1) 新业务转型风险; 2) 募投项目风险; 3) 应收账款风险。

纳睿雷达 (688522): 2025 年三季报点评: 技术驱动与订单放量双轮并进的高速成长期

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合预期, 我们维持先前的预测, 预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 2.12/3.55/4.81 亿元, 对应 PE 分别为 57/34/25 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 1) 核心竞争力风险; 2) 经营风险; 3) 宏观环境风险。

三角防务 (300775): 2025 年三季报点评: 产能爬坡完成、盈利质量修复、现金蓄势待发

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合市场预期, 我们维持先前的预期, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.59/5.71/5.96 亿元, 对应 PE 分别为 31/25/24 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 1) 客户集中度较高及主要客户依赖的风险; 2) 丧失核心竞争力风险; 3) 军品定价方式对公司盈利造成波动的风险。

钢研高纳 (300034): 2025 年三季报点评: 高景气赛道优势未改, 蓄势以待下一轮业绩弹性

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合市场预期, 我们维持先前的预期, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.65/3.29/3.76 亿元, 对应 PE 分别为 50/41/36 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 1) 商誉减值风险; 2) 原材料价格上涨风险; 3) 业绩承诺无法完成风险; 4) 行业政策调整风险。

北方导航 (600435): 2025 年三季报点评: “十四五”末期迎来订单交付高峰, 实现营收与利润强劲反弹

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合市场预期, 我们维持先前的预期, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.23/2.74/3.04 亿元, 对应 PE 分别为 99/81/73 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 1) 商誉减值风险; 2) 原材料价格上涨风险; 3) 业绩承诺无法完成风险; 4) 行业政策调整风险。

宏观策略

宏观点评 20251028: “十五五建议”的三大亮点: 消费、科技、财政金融

10月28日,新华社受权发布二十届四中全会审议通过的《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》和习近平总书记《关于〈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〉的说明》。此前四中全会《公报》发布后,我们通过对比已经基本梳理了“十五五”和“十四五”的主线逻辑区别,如内需和消费更重要、强调科技自立自强等,接下来我们主要看看《建议》和《说明》中有哪些增量信息值得关注,消费、科技、财政金融可能是三大亮点。

1、宏观政策和增长模式 (1)更加积极的政策取向。宏观治理部分,最大的信号是《建议》提出“实施更加积极的宏观政策”,这个表述在“十四五”规划建议里是没有的,这为未来五年的宏观政策定下了“稳增长、稳就业、稳预期”的扩张性基调。(2)增长模式的转变。《建议》强调“促进形成更多由内需主导、消费拉动、内生增长的经济发展模式”,这种增长模式是相对于过去依赖外需和投资的模式而言的,将“消费拉动”放到了内生增长的核心位置。

2、提高居民消费率是“十五五”的重要目标 (1)逻辑是:居民消费率明显提高→应对经济下行压力和有效需求不足→确保“十五五”期间经济增长保持适当速度→实现2035年“人均GDP达到中等发达国家水平”目标。习主席在《说明》中指出:“2035年基本实现社会主义现代化,一个重要标志性指标就是人均国内生产总值达到中等发达国家水平,这要求‘十五五’时期经济社会发展保持适当速度”、“根据现阶段国内经济下行压力加大、有效需求不足等突出问题,《建议》稿提出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等目标”。(2)我国居民消费率的现状:2024年我国居民消费率仅为39.9%,低于全球平均56.3%,主要是消费倾向偏低,以及中低收入群体收入待提高。居民消费率可以拆解为“消费倾向”和“居民部门收入比重”的乘积,我们用2022年38个国家的数据做了个比较。2022年,我国居民消费倾向为62%,38个国家平均为92.3%,最低是82.1%;我国居民收入比重为60%,略高于38个国家平均水平58.2%。我国居民可支配收入比重不低,主要是直接税体系不完善、没有充分发挥调节收入的作用,中低收入群体收入还有待提高。(来自报告《基于38个国家的比较:为何我国消费率偏低》)

3、“十五五”期间如何促消费? (1)《建议》提出“加大直达消费者的普惠政策力度,增加政府资金用于民生保障支出”。哪些政策是直达消费者的普惠政策呢?比如“以旧换新”、育儿补贴、个税抵扣。(2)推动更多低收入群体迈入中等收入群体行列,《建议》提出“稳步扩大中等收入群体规模”。从官方数据来看,中等收入群体的定义是三口之家年收入10-50万,2017年中等收入群体超过4亿人,未来将超过8亿人。按照国家统计局数据,(2017年)“中国典型的三口之家年收入在10万元至50万元之间来算,中国有4亿人,有1.4亿个家庭,有购车、购房、闲暇旅游的能力,其消费对我国经济持续平稳增长形成了有力支撑”。而在10月24日的发布会上,商务部部长王文涛指出“未来十多年中等收入群体将超过8亿”。(3)通过完善三次分配环节,提高居民收入比重、缩小收入差距。①初次分配环节,重点是“按贡献决定分配”以提高效率,《建议》提出“多劳者多得、技高者多得、创新者多得”。②二次分配环节,重点是通过再分配调节以提高公平,《建议》

提出“加强税收、社会保障、转移支付等再分配调节”，其中税收方面要“健全经营所得、资本所得、财产所得税收政策”。2023 年我国居民工资收入占可支配收入比重为 56.2%，但是这部分收入贡献的个税收入却达到 69%，存在劳动税负偏高、财产和资本税负偏低的问题，需要通过二次分配进一步调节。③三次分配，重点是鼓励慈善捐赠，《建议》提出“促进和规范公益慈善事业发展”。（4）促进就业和健全社保体系。①就业方面，主要强调“着力解决结构性就业矛盾”、稳定“三大重点群体”就业（高校毕业生、农民工、退役军人）等方面。②社保方面，《建议》提出“逐步提高城乡居民基础养老金”，“继续划转国有资本充实社保基金”。（5）《建议》提到的其他促消费政策包括：清理不合理的消费限制（如汽车住房的限购）、落实带薪错峰休假、强化消费者权益保护，以及一些供给端政策。4、产业和科技的增量信息（1）新兴产业范围变化：新增低空经济、量子科技、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信。我国战略性新兴产业的范围是不断变化的，每一次五年规划都会提出新的战略性新兴产业清单。①十四五：新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等九大产业。②十五五：新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业，量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等未来产业。（2）基础设施建设的三个方向：安全韧性、新基建、增量存量。①“安全韧性”成为基建的底线要求，体现在三个方面：一是能源安全，《建议》强调“健全多元化、韧性强的国际运输通道体系”和“优化能源骨干通道布局”，以应对地缘政治和供应链风险；二是抵御自然灾害，明确“加快建设现代化水网，增强洪涝灾害防御、水资源统筹调配、城乡供水保障能力”，这是对近年来极端气候事件的直接回应；三是平急两用，明确“推进城市平急两用公共基础设施建设”。②“新基建”内涵变化，并明确了“适度超前建设”。新基建的核心内涵已从“十四五”时期的“5G、工业互联网、数据中心”，更新为“十五五”时期的“信息通信网络、全国一体化算力网、重大科技基础设施”，算力被提到了重要的位置。③处理好增量建设和存量提效的关系。《建议》强调“促进集成融合”和“集约高效利用”，并专门提出“推进传统基础设施更新和数智化改造”，这表明在传统的大规模新建基础设施之外，“十五五”要将庞大的存量基建（如公路、铁路、港口）通过数字化、智能化手段盘活提效。（3）科技创新的战略紧迫性：“超常规措施”与“决定性突破”。面对“卡脖子”问题，《建议》罕见地提出要“采取超常规措施”，目标是在集成电路、工业母机、高端仪器、基础软件等核心领域“取得决定性突破”，措辞极具分量。超常规措施可能体现在三个方面，一是超常规的资源投入，如更大力度的税费减免、财政出资设立基金、货币政策提供低息贷款等；二是超常规“引才”，如《建议》提出的“建立高技术人才移民制度，引育世界优秀人才”；三是超常规的组织和激励，如打破机构壁垒建立创新联合体、“加大政府采购自主创新产品力度”等。（4）数字中国部分，强调“人工智能+”行动，全面赋能千行百业。“全面实施‘人工智能+’行动”是一个标志性提法。它不仅要以“全方位赋能千行百业”、抢占“产业应用制高点”，更被赋予了“以人工智能引领科研范式变革”的深远使命。这表明 AI 不再仅仅是一个产业，而是被视为驱动整个社会（产业、文化、民生、治理）乃至科学研究的底层工具。5、财税金融（1）财政的两个要求：既要“发挥积极财政政策作用”，又要“增强财政可持续性”，但相关内容主要从可持续性的角度展开，基本延续了去年三中全会的表述。一

方面，从支出端来看，以“零基预算”改革确保“钱花在刀刃上”。《建议》提出了“深化零基预算改革”，意味着财政支出不再是“去年的基数+增长率”，而是“从零开始”制定预算，所有支出都必须重新论证其合理性。“零基预算”是“优化财政支出结构”、确保财政资金花在“国家重大战略任务和基本民生”上的有力工具。另一方面，从收入端来看，以税制改革和央地关系改革来加强财政可持续性。税制改革方面，明确要“完善地方税、直接税体系”，并具体点出“健全经营所得、资本所得、财产所得税收政策”，资本和财产所得为代表的直接税改革，既可以改善分配关系，平衡劳动和资本的税负，又有助于为地方政府建立稳定的主体税源。央地关系方面，通过“适当加强中央事权、提高中央财政支出比重”和“增加地方自主财力”，系统性地重塑中央与地方的财权事权关系。（2）提出金融强国的要求。①本次《建议》提出了“加快建设金融强国”的要求，是《公报》未提及的增量信息之一。何副总理在10月27日的2025金融街论坛年会上肯定了“十四五”期间金融事业发展的显著成效，同时强调，“‘十五五’是推动金融高质量发展、加快建设金融强国的关键时期。金融系统要全力以赴支持完成‘十五五’主要目标任务，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业贡献更大力量”。从央行到各金融机构，都将围绕中国式现代化和国家高质量发展转型的目标进行布局。②《建议》再次强调资本市场的重要性，在投资功能维持市场稳定的同时，增强资本市场对于新质生产力、对于实体经济的支持力度，从而实现投资与融资的协调发展。《建议》还首次提出了更细化的期货、衍生品及资产证券化方向指引（之前的十四五规划和去年的三中全会都没有提），相关金融市场预计将得到更快发展。未来五年，金融领域的创新与改革将不断为科技创新和产业创新注入力量，“十五五”时期“金融强国”的战略高度有望进一步抬升。风险提示：政策落地节奏不及预期；关税事件反复和出口下行风险；经济基本面发生变化。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁 证券分析师：潘京）

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。

(证券分析师: 李勇 证券分析师: 徐津晶)

行业

金融产品深度报告: 广发中证港股通非银 ETF (513750.SH): 业绩高增筑底, 估值修复在途, 保险板块景气回升助力港股通非银稳健领跑
 投资要点 行业基本面分析: 上市险企业绩再超预期, 投资

端驱动利润高增: 根据预增公告, 中国人寿、新华保险、中国财险 25Q3 单季净利润最高分别同比增长 106%、101% 和 122% (中国人寿和新华保险为归母口径), 在去年高基数基础上实现二次超预期增长。股市走强叠加险资加大权益配置, 带动投资收益提升。FVTPL 资产占比高, 使权益市场浮盈直接反映至利润端, 强化了业绩弹性。权益市场回暖与保险资金入市形成正反馈循环, 行业盈利能力持续修复。投资特性强化业绩弹性, PEV 体系凸显长期价值: 新金融工具准则实施后, 险企投资收益波动与资本市场关联增强。高比例 FVTPL 配置放大牛市收益弹性, 使保险股具备“业绩与估值双击”特征。寿险公司估值核心在 PEV 体系: 通过调整后净资产与有效业务价值综合衡量长期盈利潜力, 相较 PE、PB 估值更能反映寿险经营逻辑与稳定性。当前行业普遍采用分红险与长期投资相结合的稳健策略, 盈利可持续性增强。基本面持续改善, 估值低位兼具防御与弹性: 负债端方面, 保费与 NBV 维持高增, 分红险转型优化负债成本, 支撑利润稳步释放; 资产端方面, 长端利率企稳上行, 利好险企固收收益与估值修复。10 月 24 日 A/H 股寿险公司平均 PEV 分别为 0.72 倍与 0.51 倍, 仍处十年低位, 安全边际充足。截至 2025 年 Q2 末, 公募基金对保险板块持仓为 1.10%, 配置空间广阔。整体来看, 保险行业业绩高增、估值偏低, 攻守兼备, 具备中长期配置价值。

广发中证港股通非银 ETF (513750.SH) 产品及跟踪指数介绍: 指数聚焦保险行业, 市场内具有稀缺性: 港股通非银指数深度聚焦非银行金融板块, 在同类金融主题指数中处于较高水平。指数覆盖 A/H 股主要保险标的, 且较高的保险权重使该指数能够更充分反映港股保险板块整体表现, 体现较高的行业纯度与代表性, 为投资者提供稀缺的保险资产配置标的。指数估值合理偏低, 红利优势凸显: 截至 2025 年 10 月 24 日, 港股通非银指数市盈率 9.70, 市净率 1.16, 均低于 A 股申万非

银指数，处于历史中低区间，显示较高的安全边际和潜在的增值空间。截至 2025 年 10 月 24 日，指数股息率为 5.13%，接近近年高位水平，反映出较强的分红收益吸引力。整体来看，指数具备良好的中长期配置价值。

ETF 产品流动性充裕，规模持续增长：广发中证港股通非银 ETF 是全社会唯一重仓保险的港股通非银 ETF，具备不可替代的赛道纯度与工具稀缺性。截至 2025 年 10 月 24 日，近两周日均成交额达 18.18 亿元，市场交投活跃，申购赎回顺畅。基金规模达到 212.14 亿元，持续位居同类产品前列，反映机构资金对高股息金融资产的配置需求旺盛。二级市场成交活跃度明显高于多数金融主题 ETF，产品具备良好的市场参与基础与流动性优势。

ETF 产品收益表现优秀，风险控制稳健：截至 2025 年 10 月 24 日，累计收益率为 66.68%，年化收益率达到 36.83%，均处于非银金融和港股金融主题 ETF 前列，超过同期券商、保险及泛金融主题 ETF。从 2024 年 12 月 2 日至 2025 年 10 月 24 日，该 ETF 产品最大回撤 21.60%，在非银、券商、保险等高弹性细分赛道中处于中上水平，有效控制了净值波动。

风险提示：行业政策或监管环境突变：行业政策调整或监管环境发生重大变化，可能对相关资产价格、市场预期及投资逻辑产生实质性影响。

宏观经济不及预期：经济复苏不及预期可能会影响企业盈利修复，加剧市场不确定性。

发生重大预期外的宏观事件：突发的宏观事件可能打破市场平衡，引发剧烈波动。投资者应提前做好风险应对准备，以应对不可预见的市场冲击。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：唐遥衍 证券分析师：曹锐）

环保行业跟踪周报：四中全会：绿色化融入现代化产业体系，加快要素市场化，化债作为十五五重要任务

投资要点 重点推荐：瀚蓝环境，高能环境，绿色动力环保，绿色动力，海螺创业，永兴股份，光大环境，军信股份，粤海投资，美埃科技，九丰能源，宇通重工，景津装备，新奥能源，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，中国水务，伟明环保，龙净环保，蓝天燃气，新奥股份，赛恩斯，金科环境，英科再生，路德环境。

建议关注：大禹节水，联泰环保，旺能环境，北控水务集团，碧水源，浙富控股。

政策跟踪：四中全会：绿色化融入现代化产业体系，加快要素市场化，化债作为“十五五”重要任务。2025 年 10 月 20-23 日中共二十届四中全会在北京举行。环保领域投资梳理如下：（1）建设现代化产业体系，将绿色转型提升为贯穿经济社会发展全过程的“系统性工程”。将以碳达峰碳中和目标为牵引，加快构建实施碳排放

总量和强度双控制度、推进能源绿色低碳转型、产业结构绿色低碳转型、生产生活方式绿色低碳转型等 4 方面举措。投资建议：1）清洁能源：①绿电运营，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】等；②绿色氢

氨醇：重点推荐【佛燃能源】，建议关注【中国天楹】等；③垃圾焚烧发电/供热等。2）再生资源：①生物燃料：建议关注 UCO 供应商【朗坤科技】【山高环能】等；生物柴油&生物航煤【嘉澳环保】【海新能科】【卓越新能】【鹏鹞环保】等。②再生塑料：重点推荐【英科再生】。

③危废资源化：重点推荐【高能环境】【赛恩斯】等。④锂电回收：建议关注【天奇股份】等。（2）“加快完善要素市场化配置体制机制”，包括垃圾处理费、污水处理费、水气电等价格市场化。环保受益逻辑：

①要素市场化增强资产盈利稳定性，②建立污染者付费制。投资建议：对标海外市场化水务固废标的，优质运营重估。①现金流提振；②估值存翻倍空间：截至 25/10/26，A 股水务板块 PE（TTM）14，PB（LF）1.2，美国水业 PE（TTM）26，PB（LF）2.3；A 股固废板块 PE（TTM）

17, PB (LF) 1.5, 美国废物管理 PE (TTM) 32, PB 9.4。重点推荐【固废】【水务运营】板块。(3) 化债: “积极稳妥化解地方政府债务风险”。受益逻辑: 解决 G 端应收, ①优化资产负债表, ②改善现金流, ③减值冲回增厚盈利, ④资金回笼推动新增投资带动成长, 板块有望迎估值修复。投资建议: 1) 关注化债修复+成长领域。如环卫智能电动化+无人化领域: 25H1, 环卫板块应收类/总资产为 30%, 减值类/归母为-67%, 位列环保细分板块第三/第二, 化债带来的资产修复和减值冲回弹性大, 叠加现金流回笼释放环卫智能电动化+无人化成长潜力, 重点推荐【宇通重工】, 建议关注【福龙马】【盈峰环境】【玉禾田】【侨银股份】等; 2) 化债弹性: 关注应收类/资产占比大, 减值影响大的板块, 25H1 应收类/总资产 top3: 设计咨询/生态修复/环卫, 减值类/归母 top3: 环境监测/环卫/水务工程。 公司跟踪: 【龙净环保】拟向紫金矿业定增 20 亿元, 紫金赋能更进一步。1) 紫金全额认购定增持股比例提升。公司拟定增募资不超过 20 亿元, 发行价格 11.91 元/股, 增加不超过 1.68 亿股。发行完成紫金持股比例从 25% 提升至 33.76%。2) 资金到位&持续赋能: 本次募资拟全额用于补充流动资金。紫金赋能下, 公司绿电、储能、矿山装备等成长业务开始兑现成长性。 固废观点: 25Q3 国补回收加速, 25H1 提质增效提 ROE+现金流改善提分红持续兑现! 1) 运营提质增效主导业绩增长&财务费用下降: 25H1 板块归母净利+8%, 毛利率+2.9pct, 财务费用率-0.6pct。固废纯运营企业绿动、军信、永兴 ROE 显著提升。2) 自由现金流持续增厚: 25H1 板块经营现金流净额 69 亿元 (+9%), 资本开支 38 亿元 (-19%), 简易自由现金流 32 亿元 (24H1 为 17 亿元)。25Q3 国补回收显著加速。3) 中期派息稳中有升: 25H1 瀚蓝首次中期分红, 光大中期每股派息同比+0.01 港元。4) 经营提效+B 端拓展+C 端顺价, 增厚盈利&改善现金流! 【吨发提升】25H1, 7 家垃圾焚烧公司平均吨发 (还原供热后) 同比+1.8%, 吨上网同比+1.2%。【供热加速】25H1 供热增速前 3: 海创供热量同比+170%、绿动同比+115%、伟明同比+67%; 发电供热比增量前 3: 天楹发电供热比同比+6.4pct、绿动同比+2.4pct、旺能同比+1.6pct。【IDC 拓展】旺能获市级、省级备案, 军信、瀚蓝、伟明 签署相关合作协议。【C 端顺价】佛山于 25 年 9 月下旬召开生活垃圾处理费定价听证会, C 端顺价推进。重点推荐: 【瀚蓝环境】【绿色动力 A+H】【海螺创业】【光大环境】【永兴股份】等。 水务观点: 市场化+现金流拐点, 下一个垃圾焚烧! 1) 现金流左侧布局: 25H1 板块自由现金流-41 亿元 (24H1 为-66 亿元)。预计兴蓉、首创资本开支 26 年开始大幅下降, 自由现金流大增可期! 参照垃圾焚烧自由现金流转正前后, 分红比例从 21 年低点 18%, 22-24 年连续提至 40%, 典型公司永兴 (24 年分红比例 66%) 军信 (95%) 绿动 (71%)。24 年水务板块分红比例为 34%, 兴蓉 24 年分红 28% 提升空间较大! 自由现金流改善带来 PE 估值提升空间可参照垃圾发电! 2) 价格改革不仅是弹性, 重塑成长+估值! 水的重点在于水价制度对合理投入回报的保障, 从而在成熟期获得类似全球范式的业绩&红利持续增长。“从防御到可持续增长”带来估值提升。25 年以来广州、深圳等核心城市自来水提价落实, 佛山拟调整污水收费标准。重点推荐【粤海投资】【兴蓉环境】【洪城环境】, 建议关注【首创环保】【北控水务集团】。 环卫观点: 环卫电动化渗透率加速, 无人化迎发展机遇。25H1 国内自动驾驶领域公开超 290 个新项目中标结果, 其中, 无人清洁环卫项目数量超 90 个 (占比约 31%), 总金额超 55 亿元 (占比约 81%), 已超 24 全年金额。重点推荐【宇通重工】, 建议关注【劲旅环境】【盈峰环境】【福龙马】【玉禾田】【侨银股份】等。 行业跟踪: 1) 2025M1-

9 环卫新能源销量同增 63.18%，渗透率同比+6.29pct 至 17.40%。25M1-9 环卫车销量 55737 辆（同比+4.17%），其中新能源 9696 辆（同比+63.18%），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 30%/15%/7%。2）生物柴油：地沟油均价持平，单吨净利上升。2025/10/10-2025/10/16 生柴均价 8400 元/吨（周环比持平），地沟油均价 6713 元/吨（周环比持平），考虑一个月库存周期测算单吨盈利-100 元/吨（周环比减亏 26.7%）。3）锂电回收：硫酸钴价格大涨，盈利能力改善。截至 2025/10/17，三元电池粉锂系数周环比持平，锂/钴/镍系数分别为 71.0%/75.0%/75.0%。截至 2025/10/17，碳酸锂 7.34 万（周环比-0.2%），金属钴 39.60 万（周环比+10.3%），金属镍 12.28 万（周环比-0.9%）。根据模型测算单吨废料毛利-0.004 万（周环比+0.342 万）。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

推荐个股及其他点评

盛弘股份（300693）：2025 年三季报点评：电能质量、充电桩增长提速，出海+AIDC 布局空间广阔

投资要点 事件：公司 25 年 Q1-3 营收 22.2 亿元，同+5.8%，归母净利润 2.8 亿元，同+2.2%，扣非净利润 2.7 亿元，同+2.5%，毛利率 39.9%，同-0.3pct，归母净利率 12.5%，同-0.4pct；其中 25 年 Q3 营收 8.5 亿元，同环比+28.5%/+12.7%，归母净利润 1.2 亿元，同环比+33.1%/+39.2%，扣非净利润 1.1 亿元，同环比+33%/+38.1%，毛利率 41.4%，同环比-0.1/+2.9pct，归母净利率 13.9%，同环比+0.5/+2.6pct。电能质量收入提升，下半年海外储能、充电桩起量。1）电能质量：截至 H1 海外收入占比超 30%，毛利率 50%+，增量主要来自北美，Q3 我们预计营收同环比均增长，全年收入增速预期 20-30%；2）充电桩：上半年海外大客户拓展节奏低于预期，H2 营收增长有望提速；3）储能：25H2 起公司海外客户出货已陆续起量，收入回升、毛利率改善，我们预计下半年海外营收占比提升至 60%，26 年比例将继续提升，我们预计 2025 年营收同比持平；4）电池检测及化成设备，我们预计全年营收同比持平。加码技术迭代与产能扩张、现金流质量持续改善。公司 25 年 Q1-3 期间费用 5.8 亿元，同+7.2%，其中研发费用 2.19 亿元，同+15.6%，同时在建工程较年初+64.13%，主要投向留仙洞总部及西安研发制造基地，持续加码技术迭代与产能扩张，支撑未来增长。25 年 Q1-3 经营性净现金流 3.5 亿元，同+2858.2%，主要源于销售商品、提供劳务收到的现金增加，销售回款效率显著优化，现金流质量持续改善。出海+AIDC 布局、有望贡献新增量。1）公司电动汽车充换电服务业务 计划全面覆盖行业客户，海外市场重点突破，将以突破重点国家的大客户或行业大客户为关键任务目标，保证海外充电设备业务的稳步增长。2）AIDC 带动电能质量相关产品的放量。25 年因国内外数据中心建设加速，收入占比有望进一步提升。此外，公司自主开发 HVDC、SST 以及海外数据中心的能源配套产品，有望开发新增量。盈利预测与投资评级：我们维持预计公司 25-27 年归母净利润分别为 5.0/6.8/8.2 亿元，同比+16%/36%/20%，现价对应 PE 分别为 24x/17x/15x。考虑到充电桩行业正处于高速发展阶段、储能海外出货占比持续提升，公司将受益增长，同时公司产品、研发、渠道上具有多方优势，盈利弹性较大，同时 AIDC 带来业绩弹性，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、政策不及预期、关税风险。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男)

科士达 (002518): 2025 年三季报点评: 数据中心订单高增, 储能业务修复

投资要点 事件: 公司 25 年 Q1-3 营收 36.1 亿元, 同+23.9%, 归母净利润 4.5 亿元, 同+24.9%, 扣非净利润 4.2 亿元, 同+27.7%, 毛利率 28.6%, 同-3.1pct; 其中 25 年 Q3 营收 14.5 亿元, 同环比+41.7%/+18.6%, 归母净利润 1.9 亿元, 同环比+38%/+32%, 扣非净利润 1.8 亿元, 同环比+50.5%/+37.1%, 符合市场预期。数据中心稳健成长、储能需求明显修复。1) 数据中心业务稳步增长, 海外和头部 UPS 客户开展 ODM 代工合作多年, 今年实现在北美柜外电源业务的实质性突破, 今年北美小批量订单, 明年有望贡献显著增量。新产品方面, 公司计划年底推出 800V-HVDC 产品, 布局下一代供电技术, 有望凭借已有客户渠道提高海外市场份额, 身位优势显著。国内与字节、阿里、万国数据、世纪互联等头部 CSP、COLO 以及运营商合作, 国内基本盘稳固。25 年数据中心收入增长有望实现 20%+, 明年有望开始高增长。2) 储能上半年大客户前期合同已完成交付, 欧洲需求修复拉动下半年发货增长; 光伏业务国内竞争激烈毛利率有所下滑, 25 年预计光储收入增长实现 50%+。3) 充电桩业务 25 年收入预计恢复高增。费用率控制良好、现金流改善。公司 25 年 Q1-3 期间费用 4.7 亿元, 同 1.5%, 费用率 13%, 同-2.9pct, 其中 Q3 期间费用 1.7 亿元, 同环比 1.5%/9.3%, 费用率 11.9%, 同环比-4.7/-1pct; 25 年 Q1-3 经营性净现金流 4.9 亿元, 同 195.9%, 其中 Q3 经营性净现金流 3.6 亿元, 同环比 75.3%/33%; 25 年 Q3 资本开支 0.6 亿元, 25 年 Q3 末存货 10.5 亿元。盈利预测与投资评级: 考虑到充电桩、储能行业正处于高速发展阶段, 公司将充分受益高增, 同时公司产品、研发、渠道上具有多方优势, 盈利弹性较大, 同时 AIDC 带来业绩弹性, 我们上调公司 25-27 年归母净利润分别为 5.9/8.7/12.5 (原值为 5.8/8.2/11.7) 亿元, 同增 49%/47%/44%, 对应 PE 为 42/28/20x, 给予“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧、政策不及预期、关税风险。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男)

海力风电 (301155): 2025 年三季报点评: 导管架盈利能力短期承压, 看好 26 年盈利拐点

投资要点 事件: 公司 25 年 Q1-3 营收 36.7 亿元, 同比+246%, 归母净利润 3.5 亿元, 同比+299.4%, 扣非净利润 3 亿元, 同比+271.7%, 毛利率 16.2%, 同比+10.2pct, 归母净利率 9.4%, 同比+1.3pct。其中 25 年 Q3 营收 16.4 亿元, 同环比+134.7%/+3%, 归母净利润 1.4 亿元, 同比扭亏, 环比+0.2%, 扣非净利润 1.3 亿元, 同比扭亏, 环比-3.5%; 毛利率 15.2%, 同环比+7.1/-2.4pct, 归母净利率 8.6%, 同环比+11.6/-0.2pct。固定资产折旧+外包劳工成本提升致导管架盈利能力下滑。25Q3 导管架盈利能力下滑较多, 主要原因是 1) 启东一期转固, 导管架 Q3 出货较少致折旧增厚; 2) 交付的山东半岛北 L 场址交付节奏紧张, 赶工期导致外部劳务费快速扩大, 成本大幅提升。费用率同比下降, 计提减值损失。公司 25 年 Q1-3 期间费用 1.9 亿元, 同比+57.4%, 费用率 5.1%, 同比-6.1pct, 其中 Q3 期间费用 0.7 亿元, 同环比+45.3%/+10%, 费用率 4.2%, 同环比-2.6/+0.3pct。25 年 Q3 末固定资产 25 亿元, 较年初+17%。此外, 25Q3 公司计提资产减值损失 1486 万元、信用减值损失 1183 万元。盈利预测与投资评级: 考虑公司 25Q3 盈利能力低于预期, 我们下调 25 年盈利预测, 预计 25 年归母净利润为 5.1 亿元 (前值 6.9 亿元); 但考虑到 26 年国内海风装机增长乐观, 同时正积极布局海外市场, 出货及盈利能力均具备超

预期可能，我们上调 26 年盈利预测，预计 26 年归母净利润 9.2 亿元（前值 8.8 亿元），新增预计 27 年归母净利润 12.4 亿元；25~27 年归母净利润同比增长 668%/81%/35%，对应 PE 为 37.1/20.5/15.2x，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、行业政策变动风险、行业装机不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男 证券分析师：胡隽颖）

快可电子（301278）：2025 三季报点评：25Q3 出口订单增多，业绩环比改善

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 7.99 亿元，同比+7.39%；归母净利润 0.20 亿元，同比-77.57%；2025Q3 单季度公司实现营业收入 3.28 亿元，同比+66.10%，环比+35.03%；归母净利润 678.36 万元，同比-64.47%，环比+136.01%；出口订单较多带动 25Q3 营收环增，毛利率环比改善。25Q3 公司营收大幅环增，实现营收 3.28 亿元，环增 35%，主要系公司 25Q3 出口订单较多所致，同时海外毛利率相较而言更高，带动公司毛利率有所改善，2025Q3 公司综合毛利率 10.33%，环比+5.10pct。费用率略有波动，现金流有所改善。公司 2025Q3 单季度期间费用 0.26 亿元，同比+61.61%，环比+88.43%，主要系研发费用提升较多；费用率 7.94%，同比-0.22pct，环比+2.25pct；截至 2025Q3，公司存货 2.25 亿元，同比+113.70%；合同负债 755.47 万元，同比+76.79%。盈利预测与投资评级：考虑光伏行业竞争激烈，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.31/0.53/0.75 亿元（2025-2026 年前值为 1.4/1.7 亿元），同比-69%/+70%/+42%，对应 PE 为 102/60/42 倍，考虑公司盈利有所回升，积极开拓海外市场，维持“增持”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）

德赛西威（002920）：2025 年三季报点评：短期业绩承压，看好智驾出海及产业外拓

投资要点 公告要点：公司公布 2025 年三季报，25Q3 公司实现营业收入 76.9 亿，同环比+6%/-2%，25Q3 归母净利润 5.7 亿，同环比-0.57%/-11.74%，扣非归母净利润 5.7 亿元，同环比-13.25%/-12.86%，业绩低于预期。2025Q1-Q3，公司实现营收 223.37 亿元，同比+17.72%，归母净利润 17.88 亿元，同比+27.08%，累计增长仍较强劲。大客户销量影响，收入环比承压。25Q3 公司大客户理想汽车产量同环比-40%/-16%，压制公司业绩释放，受益于新客户如小米、长城等客户拓展及智能驾驶渗透率提升，公司整体收入基本维持稳健，核心增量客户小米汽车由于 YU7 销量爆火增厚公司业绩。Q3 毛利率承压，出海或成为毛利率的关键支撑。25Q3 毛利率 18.51%，同环比-1.95pct/-1.65pct，主要为下游车企竞争激烈价格传导所致。海外地区毛利率显著高于国内，2025H1 境内毛利率 19.7%，同比-0.3pct，境外毛利率 29.0%，同比+8.2pct，有望成为后续毛利率的重要支撑。25Q3 期间费用率 12.04%，同环比+0.58pct/+0.78pct，费用率同环比均微升，主要系公司加大研发投入所致。销售费用 1-9 月累计 2.54 亿元，同比+75.89%，主要系公司业务扩张、获取客户订单支出增加，短期内费用前置拖累利润，但长期看有利于订单储备。加码厂房产线，产能扩建持续推进。在建工程从年初 4.45 亿元增至 9 月末 8.20 亿元，同比+84.08%，主因系增加对厂房、产线投入，结合汽车电子行业趋

势，推测产能或用于智驾域控制器、座舱产品的扩产，为出海订单储备产能。

全球化战略稳步推进，巩固全球汽车电子核心地位。全球化战略持续落地，2025 年 5 月，公司于印尼地区开始贡献产能；2025 年 6 月，公司墨西哥蒙特雷工厂首个量产项目落地，为美洲市场提供本地化产能保障；西班牙智能工厂预计 2025 年年底竣工，并于 2026 年量产，为欧洲地区供应智能座舱、智能驾驶产品。依靠公司技术能力持续提升及全球化布局的深化，海外业务未来有望成为公司业绩重要支撑。

盈利预测与投资评级：公司作为智能驾驶零部件板块龙头标的，我们看好公司长期成长能力，我们下调公司 2025~2027 年营收预测为 334/420/504 亿元（原为 369/462/565 亿元），同比分别 +21%/+26%/+20%；维持 2025~2027 年归母净利润为 25.9/33.3/40.1 亿元（原为 27.6/36.7/47.1 亿元），同比分别 +29%/+28%/+21%，对应 PE 分别为 30/23/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，乘用车价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孙仁昊）

蔚蓝锂芯 (002245)：2025 年三季报点评：LED 审批周期延长，Q3 出口节奏略受影响，Q4 旺季有望量利双升

投资要点 Q3 业绩基本符合市场预期。公司 25 年 Q1-3 营收 58 亿元，同增 20%，归母净利润 5.1 亿元，同增 82%，扣非净利润 5.4 亿元，同增 132%，毛利率 19.8%，同增 3.3pct，归母净利率 8.8%，同增 3.0pct；其中 25 年 Q3 营收 20.9 亿元，同环比 +18%/+4%，归母净利润 1.8 亿元，同环比 +57%/-6%，扣非净利润 1.8 亿元，同环比 +69%/-12%，毛利率 18%，同环比 -0.9/-3.1pct，归母净利率 8.6%，同环比 +2.2/-1.0pct。

Q3 出货近 1.8 亿颗，环比基本持平。锂电池端，根据我们测算，Q3 出货近 1.8 亿颗，环比基本持平，10-11 月行业迎来旺季，Q4 我们预计出货 2 亿颗+，环增 20%，全年对应出货 7 亿颗，同增 60%。Q3 产品系列有所涨价，但 2.0ah 产品出货比例提升，两者影响基本对冲，单颗利润 0.57 元，环比持平，随着涨价谈判的持续进行，马来工厂开启出货放量，Q4 单颗盈利有望上行，25 年我们预计维持 0.5-0.6 元，贡献利润 4 亿元。26-27 年随着 BBU、机器人、Evtol 等开启放量，产品盈利能力大幅优于传统主业，公司锂电板块有望迎来第二增长曲线。

LED 审批周期延长，出口节奏略受影响，金属物流保持稳健。LED 端，公司产品含镓需出口审批，此前审核周期在 2-3 周，但由于中美博弈影响，Q3 审核周期延长至 2-3 月，出口节奏略受影响，根据我们测算，Q3 贡献利润 0.25 亿元，环降 50%，全年我们预计贡献利润 1.5 亿元，同增 35%+，此外公司已推出 CSP 芯片级封装产品，26-27 年有望贡献增长点；金属物流端，根据我们测算，Q3 贡献利润 0.45 亿元，环比稳定，我们预计 25 年有望贡献利润 1.7 亿元+，同增 10%，保持稳健发展态势。

期间费用下降，存货略有增长。公司 25 年 Q1-3 期间费用 4.6 亿元，同降 1.9%，费用率 7.9%，同降 1.8pct，其中 Q3 期间费用 1.4 亿元，同环比 -25%/-3%，费用率 6.9%，同环比 -3.9/-0.5pct；25 年 Q1-3 经营性净现金流 10.5 亿元，同增 125%，其中 Q3 经营性现金流 3.1 亿元，同环比 +355%/-25%；25 年 Q1-3 资本开支 5.4 亿元，同增 2%，其中 Q3 资本开支 1 亿元，同环比 -67%/-50%；25 年 Q3 末存货 20 亿元，较年初增长 28%。

盈利预测与投资评级：由于 LED 出口节奏影响，我们下修 25 年归母净利润至 7.2 亿元（此前预测 7.5 亿元），维持 26-27 年归母净利预期 10.0/13.1 亿元，25-27 年同比 +49%/+38%/+31%，对应 PE 为 29x/21x/16x，给予 26 年 30x PE，对应目标价 26 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争

加剧。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕 证券分析师: 朱家佟)

中熔电气(301031): 2025 年三季报点评: 25Q3 业绩略超预期, 电动车贡献主要增量

投资要点 Q3 业绩同环比高增, 略超预期。公司 25Q1-3 营收 14.3 亿元, 同 49%, 归母净利润 2.4 亿元, 同 102%, 扣非净利润 2.4 亿元, 同 103%, 毛利率 40.5%, 同 2pct, 归母净利率 17%, 同 4.5pct; 其中 25 年 Q3 营收 6 亿元, 同环比 60%/33%, 归母净利润 1 亿元, 同环比 92%/36%, 扣非净利润 1 亿元, 同环比 92%/37%, 毛利率 41%, 同环比 2.1/-0.2pct, 归母净利率 17.6%, 同环比 2.9/0.5pct, 规模效应凸显。电动车熔断器贡献主要增量, 且激励熔断器渗透率不断提升。25Q3 国内电动车累计销量 426 万辆, 同环比增 26%/10%, 公司在国内电动车熔断器市占率第一, 充分受益于行业高增。同时, Q3 开始起, 特斯拉 YL、理想等高端新车型起量明显, 高压快充车型渗透率持续提升, 公司激励熔断器维持翻番以上增速, 我们预计 Q3 公司车端熔断器收入增长 70%+, 环比增长 40%, 超行业增速。此外, 欧洲电动化率稳步提升, 且 25H2 新车型逐步上市, 预计 26 年公司海外熔断器定点开始逐步起量, 将贡献新增量。公司新能源熔断器增长相对稳健, 数据中心熔断器有望带来新增量。25Q3 国内新增光伏装机 28GW, 同环比-20%/-80%; Q2 储能装机 25.5GWh, 同比+24%/-17%, 但考虑公司新能源收入占比低于 20%, 总体影响有限。另外, 独立储能迅速爆发, 2H 对熔断器需求拉动明显。全年看, 国内储能装机 140-150GWh, 同比增 40%+, 强制配储取消后, 内蒙、河北等地区共享储能需求旺盛, 预计 26 年仍可维持 40%增长。数据中心方面, 公司在 UPS 端熔断器 25 年已实现高增, 同时公司产品在 HVDC 方案中价值量将提升 1.5-2 倍, 已突破台达、维谛等客户, 后续增长可期。费用率明显下降、规模效应凸显。公司 25Q1-3 期间费用 3 亿元, 同 30%, 费用率 21%, 同-3pct, 其中 Q3 期间费用 1.2 亿元, 同环比 55%/22%, 费用率 20%, 同环比-1/-2pct; 25 年 Q1-3 经营性净现金流 2.8 亿元, 同 239%, 其中 Q3 经营性现金流 1.1 亿元, 同环比 225%/-44%; 25 年 Q1-3 资本开支 1.3 亿元, 同 35%, 其中 Q3 资本开支 0.7 亿元, 同环比 52%/94%; 25 年 Q3 末存货 3 亿元, 较年初+31%。盈利预测与投资评级: 由于公司新能源熔断器增长稳健、数据中心熔断器有望带来新增量, 我们上修 25-27 年归母净利 3.6/5.0/6.6 亿(原预测值为 3.4/4.8/6.3 亿元), 同增 92%/40%/32%, 对应 PE 31/22/17 倍, 给予 26 年 30 倍 PE, 目标价 153 元, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期, 市场竞争加剧风险。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕)

新强联(300850): 2025 年三季报点评: 业绩维持高增长, 行业景气回暖与产品结构升级共振 【勘误版】

投资要点 行业景气回暖叠加高附加值产品放量, Q3 业绩延续高增态势: 2025 年前三季度公司实现营收 36.18 亿元, 同比+84.1%。2025Q1-Q3 公司实现归母净利润 6.64 亿元, 同比转正; 扣非净利润为 5.82 亿元, 同比+846.6%。受益于主轴轴承等高附加值产品放量叠加整体交付节奏加快, 公司收入与利润端持续改善。Q3 单季营收为 14.08 亿元, 同比+55.1%, 环比+9.8%; 归母净利润为 2.64 亿元, 同比+308.57%, 环比+15.3%; 扣非归母净利润为 2.47 亿元, 同比+426.3%, 环比+17.23%。规模效应释放叠加成本结构持续优化, Q3 盈利能力稳步修复: 2025Q1-Q3 公司毛利率为 28.9%, 同比-12.1pct;

销售净利率为 18.9%，同比+20.1pct；期间费用率为 8.0%，同比-3.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.2%/2.1%/3.6%/2.1%，同比 -3.4/-0.5/-0.8/-1.9pct。Q3 单季毛利率为 29.5%，同比+10.8pct，环比-0.2pct；销售净利率为 19.4%，同比+11.5pct，环比+1.0pct。我们认为 25 年以来公司盈利能力大幅改善主要得益于：①行业层面：2025 年国内风电装机快速上行、新机功率规模化趋势增强，从而拉动零部件需求持续扩张，同时原材料价格整体处于下行通道，制造成本得到缓解；②公司层面：公司主动提升高附加值产品占比、持续推进关键零部件自制、实现成本结构优化，同时出货规模迅速恢复、规模效应释放，进而推动盈利能力显著修复。25Q1-Q3 应收账款同比增加，经营性净现金流同比下降：截至 2025Q3 末公司存货为 10.48 亿元，同比+8.5%；应收账款为 21.78 亿元，同比+77.6%；经营活动净现金流为 0.79 亿元，同比-79.4%。经营活动净现金流同比下降主要系采购商品、接受劳务支付的现金与支付的各项税费增加。海上 TRB 主轴承实现国产突破并放量，齿轮箱轴承正加速从 0 到 1 落地：我们认为公司 2025 年以来业绩持续修复、成长路径愈发清晰，核心驱动力主要体现在风电轴承主业景气复苏叠加产品结构优化升级的多重推动。（1）作为风电轴承全产业链龙头，公司已在主轴、偏航、变桨等关键环节建立稳定领先地位，随着风电装机提速、风机价格回暖及国产化加速，公司订单与交付节奏同步改善；（2）海上 TRB 单列圆锥主轴承放量进展顺利，公司在该领域具备较强的技术积累和工艺领先性，助力主轴承加快实现国产替代；（3）齿轮箱轴承业务取得从 0 到 1 突破，2022 年募投项目于 2025Q2 完成设备调试并启动试生产，目前已进入小批量出货阶段，正稳步推进客户验证，有望加快打开齿轮箱轴承国产替代空间。盈利预测与投资评级：考虑到公司主业风电轴承业务超预期，我们调整 2025-2026 年归母净利润分别至 8.4/11.8（原值：4.3/4.7）亿元，预计 2027 年归母净利润为 14.5 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 26/18/15 倍，维持“增持”评级。风险提示：风电装机量不及预期，市场竞争加剧，原材料价格上涨等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

钧达股份（002865）：2025 年三季报点评：海外保持高占比，产能多元化布局

投资要点 事件：公司 25 年 Q1-Q3 营收 56.8 亿元，同比-30.7%，归母净利润-4.2 亿元，同比-0.5%，扣非净利润-7.2 亿元，同比+2.7%，毛利率 1.5%，同比+1.2pct，归母净利率-7.4%，同比-2.3pct；其中 25 年 Q3 营收 20.2 亿元，同环比+10.4%/+12.9%，归母净利润-1.6 亿元，同环比-38%/-1.6%，扣非净利润-2.5 亿元，同环比-27.5%/+0.8%，毛利率 0.7%，同环比+2.9pct/+2.8pct，归母净利率-7.7%，同环比+6pct/+1.1pct。

电池短期盈利承压、行业反内卷有望改善：公司 25Q1-Q3 出货约 22GW，同比+6%；测算 Q3 公司出货约 8.1GW，同比增长 11%/环比增长 16%。测算 25Q3 单瓦亏损约 1.8 分/w，环比持平略改善。公司预计 25 年出货约 30GW；随光伏反内卷持续推进，我们预计 26 年盈利或有望改善。公司保持技术投入，中试 xBC 电池效率较主流 N 型电池可提升 1-1.5pct，参数与行业一线保持一致，并持续推动 xBC 量产准备。公司与外部机构合作研发的钙钛矿叠层电池实验室效率达 32.08%，居于行业领先水平。

海外销售保持高占比、产能多元化布局：25Q1-Q3 公司实现海外销售占比大幅增长，从 24 年约 24%大幅跃升至 51%，印度及土耳其市场需求旺盛，价差维持约 2 分。受国际贸易形势及关税政策影响，阿曼 5GW 正与合作伙伴共同商议解决股权问题，充分评估收益风险，审慎推进。公司与土耳其客

户共建高效电池项目顺利推进中（已形成长期股权投资 9kw）、公司预计 25 年底 26 年初有望出货，填补区域产能缺口，强化全球供应链协同。费用保持稳定、在手现金充沛：公司 25 年 Q1-Q3 期间费用 5.2 亿元，同比-6.5%，费用率 9.2%，同比+2.4pct，其中 Q3 期间费用 1.8 亿元，同环比-23.8%/+22.6%，费用率 9%，同环比-4.1pct/+0.7pct；25 年 Q1-Q3 经营性净现金流-8.5 亿元，同比-222.3%，其中 Q3 经营性现金流-10.2 亿元，同环比-783%/-316.5%。受益港股融资 13 亿港元，资产负债率将降低约 74%；公司货币资金（35 亿）+结构性存款等理财产品（19 亿），整体保持稳健。盈利预测：考虑到行业竞争加剧，电池短期盈利及 Q3 经营性现金流承压，我们下调公司盈利预测，我们预计公司 25-27 年归母净利润为 -5.2/6.5/12.8 亿（前值为 -3.9/7.6/13.1 亿元），基于公司技术储备及海外布局领先，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、原材料价格波动等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男 证券分析师：徐铖嵘）

汉钟精机（002158）：2025 年三季报点评：业绩短期承压，看好半导体真空泵&数据中心需求驱动成长【勘误版】

投资要点 业绩受光伏行业需求影响承压，压缩机业务因 AI 制冷需求增长。2025 年前三季度公司实现营收 22.65 亿元，同比-20.7%。归母净利润 3.92 亿元，同比-45.7%；扣非归母净利润 3.75 亿元，同比-45.6%。我们认为业绩下滑主要系真空产品受光伏行业下行周期影响，AI 制冷用压缩机持续放量中。2025Q3 单季公司营收 7.77 亿元，同比-24.0%，环比-12.0%；归母净利润 1.34 亿元，同比-50.3%，环比-4.8%；扣非归母净利润 1.27 亿元，同比-52.0%，环比-7.3%。盈利能力有所下滑，维持高研发投入。2025Q1-Q3 公司毛利率为 34.9%，同比-5.8pct；销售净利率为 17.4%，同比-8.0pct；期间费用率为 16.4%，同比+4.7pct，其中销售费用率为 4.5%，同比-0.3pct；管理费用率为 4.8%，同比+1.0pct；财务费用率为 1.0%，同比+2.2pct；研发费用率为 6.1%，同比+1.7pct；2025Q1-Q3 研发费用为 1.38 亿元，同比+11.3%。2025Q3 单季毛利率为 34.7%，同比-6.6pct，环比+0.11pct；销售净利率为 17.3%，同比-9.23pct，环比+1.46pct。合同负债小幅增长，经营性现金流同比增长。截至 2025Q3，公司存货为 7.19 亿元，同比-24.0%；合同负债为 1.46 亿元，同比+7.5%。2025Q3 经营性净现金流为 6.06 亿元，同比+29%。半导体真空泵国产替代加速，业务进入批量交付阶段。全球半导体真空泵市场长期由 Edwards 等欧美日龙头主导，国产化率不足 15%。公司作为国内领先厂商，已完成 PMF 系列、PDM 系列、iPH 系列三大系列产品的开发，并取得 SEMI 安全基准认证，覆盖从 Load Lock、刻蚀到薄膜沉积等关键制程需求。目前，公司产品已通过部分国内芯片制造商的认可，并已开始批量供货。随着下游晶圆厂扩产、新工艺验证持续推进，公司产品导入有望加速放量，成长空间广阔。

数据中心建设高景气，公司制冷压缩机产品线全面覆盖。随着 AI 驱动的算力需求快速增长，全球数据中心建设进入新一轮高景气周期，同时能效标准和环保政策不断提高，对制冷设备提出更高要求。产品层面，公司已形成永磁变频螺杆式、磁悬浮离心式、气悬浮离心式的全系列布局，能够精准满足数据中心对高效节能的制冷需求。凭借完整产品线和长期技术积累，公司在数据中心高端应用场景中的竞争优势有望持续强化。盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.3/7.1/8.4 亿元，当前股价对应 PE 为 22/20/17 倍，考虑到公司半导体真空泵业务长期成长空间较大，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，客户拓

展不及预期，原材料价格波动等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

金盘科技 (688676): 2025 年三季报点评：业绩符合市场预期，加码布局 SST

投资要点 25Q3 营收同比+8%、归母净利润同比+22%、业绩符合市场预期。公司 25Q1-3/25Q3 营收 51.6/20.4 亿元，同比+8%/+8%，归母净利润 4.9/2.2 亿元，同比+20%/+22%，扣非净利润 4.6/2.1 亿元，同比+19%/+23%。25Q1-3/25Q3 毛利率 26.08%/26.39%，同比+1.87/+0.87pct，主要系高毛利的海外市场增速较快。综合看，公司业绩符合市场预期。

国际化战略持续深入、AIDC&风电保持高速增长。1) 分地区看，25Q1-3 国内收入 35.65 亿元，同比+5%，我们预计新基建领域增势保持，同时新能源领域实现稳健增长；25Q1-3 海外收入 15.90 亿元，同比+16%，下半年以来随着公司马来西亚新工厂陆续投产，关税影响进一步逐渐减弱，订单谈判恢复正常，同时受益于海外市场变压器供不应求，我们预计公司 25 年海外收入有望同增 20%+。2) 分行业看，25Q1-3 公司 AIDC 及 IDC 等数据中心行业收入 9.74 亿元，同比+337%，公司持续大力布局数据中心领域，客户覆盖字节、阿里、百度、华为等头部大厂及运营商；风电领域收入同比+71%，发电及供电领域收入同比+35%。

AIDC 领域加码布局 SST、组织架构升级在即。公司前瞻性布局新型供电架构研发，10kV/2.4MW 固态变压器 (SST) 样机已完成，适用于 HVDC800V 的供电架构，具备高效电能转换、快速响应、高度集成等优势，我们预计 25 年年底有望完成国内送样，26Q1 有望同步至海外企业，同时第二&第三代样机有望陆续推出。同时，为更好适应 AI 战略业务发展，公司将成立人工智能事业部、AI 产业链事业部、机器人事业部、新材料事业部，组织架构升级在即。

整体费用控制良好、经营性现金流有所承压。公司 25Q3 期间费用为 2.71 亿元，同环比+4.0%/+3.1%，期间费用率 13.3%，同环比-0.55/-1.22pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.76pct/-0.69pct/-0.24pct/-0.39pct；25Q3 经营性净现金流-0.57 亿元(去年同期为-0.11 亿元)；25Q3 末存货 26.3 亿元，同比+33.2%。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年归母净利润 7.84/10.38/13.18 亿元，同比+36%/+32%/+27%，对应现价 PE 分别为 40x、30x、24x，维持“买入”评级。

风险提示：关税提升超预期，原材料涨价超预期，竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋 证券分析师：许钧赫)

祥源文旅 (600576): 2025 三季报点评：Q3 收入同增 35%，关注新项目进展

投资要点 事件：2025 年 10 月 25 日，祥源文旅发布 2025 年三季报，2025Q1-3 公司实现营收 8.44 亿元，yoy+35%，归母净利润 1.56 亿元，yoy+42%，扣非归母净利润 1.43 亿元，yoy+33%。

Q3 扣非归母同增 29%：单 Q3 营收为 3.43 亿元，同比+35%；归母净利为 0.65 亿元，同比+27%；扣非归母净利润 0.64 亿元，同比+29%。新并表的莽山、丹霞山项目带来业绩增长。

销售和财务费用率拖累利润率表现：Q3 公司毛利率为 52.47%，同比+0.65pct；销售费用率 10.31%，同比+1.60pct，管理费用率 9.52%，同比-0.27pct，财务费用率 3.04%，同比+1.03pct；归母净利率 18.82%，同比-1.15pct。

新项目贡献利润增量：Q3 暑期旺季部分景区天气等因素影响客流表现，新并表莽山、丹霞山贡献利润增量。国庆假期 (1-7 日) 旗下景区累计服务人次 165.53 万人次，同比+18%，营收 9839.77 万元，同比+20%。公司内生

+外延扩张逻辑不改,积极推进轻资产管理方式,新增项目或贡献利润增量;低空业务实现收入。盈利预测与投资评级:祥源文旅是中国领先的文旅资产服务商,布局多个目的地稀缺景区资源,打造“文化 IP+旅游+科技”新模式,未来内生增长和外延扩张助力释放业绩弹性。基于 Q3 天气影响部分项目客流表现,下调公司盈利预测,预计 2025-2027 年公司存量业务归母净利润为 2.3/4.0/4.7 亿元(前值为 3.9/4.6/5.3 亿元),对应 PE 为 33/19/16 倍,维持“增持”评级。风险提示:宏观经济波动、资源整合进度不及预期、新项目落地进度不及预期、自然灾害和极端天气影响经营等风险。

(证券分析师:吴劲草)

华辰装备(300809): 2025 年三季报点评: 营收稳健增长, 利润端受研发加码短期承压

投资要点 营收稳健增长,研发投入增加使利润短期承压 2025 年前三季度公司实现营业收入 3.54 亿元,同比+20.96%,主要系公司稳步推进相关设备的生产、交付及验收工作;实现归母净利润 0.43 亿元,同比-25.40%;实现扣非归母净利润 0.25 亿元,同比-25.52%,主要系公司加大研发投入,且报告期内计提的坏账准备增加。单 Q3,公司实现营收 0.87 亿元,同比+26.89%;实现归母净利润 0.09 亿元,同比-11.60%,扣非归母净利润 0.04 亿元,同比+45.01%。综合毛利率小幅提升,研发投入大幅增加 2025 年前三季度公司销售毛利率为 30.90%,同比+0.93pct;销售净利率为 12.23%,同比-7.79pct,主要系研发费用率提升及资产减值损失增加。期间费用方面,2025 年前三季度公司期间费用率为 20.68%,同比+3.31pct,其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.93%/5.95%/-0.51%/11.32%,同比-0.7pct/+0.3pct/+1.6pct/+2.0pct,公司积极布局人形机器人及半导体精密磨削领域的新产品,研发投入同比增加 46.62%,导致研发费用率提升较多。在手订单情况良好,经营活动现金流显著改善截至 2025 年三季度末,公司合同负债为 3.14 亿元,较年初增加 0.65 亿元,表明公司在手订单情况良好。2025 年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为 0.98 亿元,同比大幅增长 33.65%,主要系公司加强回款管理,表明公司经营质量有所提升。轧辊磨床业务为基础,切入内/外螺纹磨床与半导体精密磨削领域 1)切入丝杠加工设备领域:2025 年 3 月 25 日华辰装备与福立旺签订合同,华辰装备将在未来一年内向福立旺提供精密内/外螺纹磨床及高速外圆磨床共 100 台,用于加工行星滚柱丝杠相关部件。2)布局半导体精密磨削领域:2024 年 12 月 19 日,公司公告拟与长光大国器共设合资公司,主要从事超精密光学元件磨床、超精密导轨磨床的应用验证,以及承接光学元件、半导体等超精密零部件磨削加工服务业务。公司负责生产超精密光学元件磨床、超精密导轨磨床。盈利预测与投资评级:我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 0.99/1.44/2.19 亿元,当前股价对应动态 PE 分别为 99/68/45 倍,考虑公司积极布局丝杠加工设备与半导体精密磨削领域,维持公司“增持”评级。风险提示:人形机器人量产进展不及预期,磨床需求不及预期,行业竞争加剧。

(证券分析师:周尔双 证券分析师:钱尧天 研究助理:陶泽)

海兴电力(603556): 2025 三季报点评: 收入、利润企稳回升, 业绩超市场预期

投资要点 25Q3 营收同比+25%,归母净利润同比+30%,业绩超市场预期。公司 25 年 Q1-3 营收 33.7 亿元,同比-1.2%,归母净利润 7.3 亿元,同比-7.5%,扣非净利润 7 亿元,同比-10.2%,毛利率 39.9%,

同比-6.1pct, 归母净利率 21.7%, 同比-1.5pct; 其中 25 年 Q3 营收 14.4 亿元, 同比+25.1%, 归母净利润 3.4 亿元, 同比+30.2%, 扣非净利润 3.2 亿元, 同比+26.5%, 毛利率 37.7%, 同比-11.8pct, 归母净利率 23.3%, 同比+0.9pct。Q3 收入&利润企稳回升, 业绩超市场预期。海外电表需求承压, 智能水表+新能源+配电等新业务形成增量。根据海关总署数据, Q1-3 我国电表出口金额 75 亿元, 同比-7%, 其中亚洲/南美洲/非洲出口额同比-8%/+7%/-21%, 市场需求波动较大且有所下滑, 我们预计公司海外智能电表市场承压, 公司 25H1 实现南非智能水表工厂投运, 亚非拉配电订单批量交付, 新能源、微网等逐渐推广, 我们预计新业务在 Q3 对公司海外收入形成补充, 并逐渐形成持续稳定的收入规模。展望全年, 我们预计公司海外业务有望实现持平稳增, 26 年有望恢复双位数增长。国内降价订单交付拖累毛利率, 25 版智能电表启动招标。Q3 毛利率下滑较多, 我们认为主要系 24 年及 25 年第一批降价电表进入集中交付期, 拖累公司整体毛利率水平。25 年国网智能电表招标需求约 6638 万只, 同比-26%, 其中第三批全面转向 25 版智能电表, 我们预计其单表价格相比第二批的 20 版智能电表有大幅提升。展望 26 年, 随着电表全面切换新版本, 我们预计国内智能电表有望迎来量价利齐升阶段, 公司国内用电业务收入&盈利将迎来修复。Q3 财务费用正贡献约 0.45 亿元, 存货同比大幅增长。公司 25 年 Q1-3 期间费用 5.7 亿元, 同比-8.2%, 费用率 16.9%, 同比-1.3pct, 其中 Q3 期间费用 2.3 亿元, 同比-2.4%, 费用率 15.9%, 同比-4.5pct, Q3 财务费用约-0.34 亿元, 同比去年同期实现 0.45 亿元正贡献。25 年 Q3 末存货 13.9 亿元, 同比+59%, 我们预计主要为待交付产品增长所致。盈利预测与投资评级: 考虑到公司海外市场新业务放量, 明年海外市场主业需求恢复增长, 我们上修公司 25-27 年归母净利润预测至 10.03/11.40/13.14 亿元(此前预测 8.72/10.04/11.30 亿元), 同比+0%/14%/15%, 现价对应 PE 分别为 13x、12x、10x, 我们认为公司业绩拐点已至, 维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧, 下游需求不及预期, 原材料价格波动。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 谢哲栋 证券分析师: 司鑫尧)

南网能源 (003035): 2025 三季报点评: 业绩拐点已至, 静待工商业储能放量发展

投资要点 事件: 2025 年三季报发布, 2025 年前三季度实现营业收入 102.54 亿元, 同比+15.4%; 实现归母净利润 12.86 亿元, 同比+125.1%。单 Q3 看, 实现营业收入 10.25 亿元, 同比+7.4%; 实现归母净利润 1.29 亿元, 同比+345%; 超市场预期。136 号文落地发电侧现货市场已至, 用户侧现货市场即将到来, 利好工商业储能放量。独立储能如火如荼, 大储相比强配时代利用率、时长均显著提高, 136 号文+容量电价政策催化大储自发性需求到来, 而用户侧现货市场也渐行渐近, 届时工商业储能+虚拟电厂自发性需求到来, 推荐工商业储能+虚拟电厂运营商南网能源配置机遇。“碳中和”提升日程, 重视 RWA 与虚拟电厂、电力交易、碳交易融合的产业链机会。虚拟电厂通过 RWA 将分散的充电桩、屋顶光伏等资产通证化, 形成可交易的“共享电厂”。通过 RWA 代币吸引散户投资, 代币持有者同时分享电力销售收益和碳交易收益, 提升投资吸引力(跨境 RWA 项目案例)。光伏电站未来发电收益可拆分为小额代币(最低 100 元), 降低投资门槛。公司聚焦核心优势, 布局“深度脱碳”, 行业底部反转逻辑清晰。展望未来, 综合能源产业的形态将是多能智慧协同、深度节能控碳为核心, 依托数字化与智能化技术, 深度融合绿色能源

替代、高效多能供应、工业工艺节能、建筑全面节能、源网荷储一体化和虚拟电厂、能碳交易等数智服务、涉碳业务，形成覆盖能源生产、储运、消费全链条的绿色低碳、高效灵活的新型能源生态网络，推动工业、建筑、交通等多领域实现能源梯级利用与深度脱碳。

AI 赋能节能服务，“数智化综合能源服务商”初现。公司迭代升级“启成”综合能源数字化管理平台，已覆盖项目实施、结算决算、固定资产、运营、退运全生命周期数字化管理，已实现 1,101 个项目、1,644 个往来单位、2,902 个用户的线上化管理；平台实现新能源运管系统、看能系统和智慧照明系统“三网”有效融合，汇聚冷/热/电/气供应等源荷资源逾 700 余个项目，总容量超过 25 万千瓦，可实现对用能负荷可观、可测、可调、可控的统一管理和服务。

盈利预测与投资评级：我们维持预计 2025-2027 年归母净利润 4.77/5.57/6.75 亿元，对应 PE 为 40/34/28 倍，看好公司建筑节能+工商业储能+虚拟电厂业务潜力，维持“买入”评级。风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率下降等。

(证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉)

中矿资源 (002738)：2025 年三季报点评：锂涨价贡献弹性，锗业务即将放量

投资要点 Q3 业绩环比扭亏。公司 25Q1-3 营收 48.2 亿元，同 35%，归母净利润 2 亿元，同-62.6%，毛利率 19.7%，同-15.8pct，归母净利率 4.2%，同-11.1pct；其中 25Q3 营收 15.5 亿元，同环比 35.2%/-10.3%，归母净利润 1.2 亿元，同环比 58.2%/352.1%，毛利率 23.2%，同环比 0.8/9.1pct，归母净利率 7.4%，同环比 1.1/10.1pct。

Q3 销量环比高增，锂价上涨实现小幅盈利，26 年锂价反转有望释放利润弹性。出货端，25Q1-3 公司实现自有锂盐产品销量约 3 万吨，同增 9%，同时直接销售部分锂辉石精矿，其中 Q3 销量 1.26 万吨，环增 40%；2.5 万吨锂盐产线于 6 月底开始停产检修，停产时间约 6 个月，预计 25 全年销量有望达 4.5 万吨 LCE (含精矿)，同比略增。盈利端，25Q3 锂盐含税均价 7 万+，单吨含税全成本约 7 万元，环比基本持平，Q3 实现约 0.1 亿利润，另外 Q3 因锂价上涨转回资产减值损失 0.6 亿元；26 年预计供需格局大幅改善，锂价有望维持 8 万+，贡献 6-8 亿利润。受季节性采购和美国关税扰动影响，铯铷 Q3 利润环比下滑。铯铷业务 Q1-3 营收 9.2 亿元，同增 26%，毛利 6.5 亿元，同增 24%，其中 Q3 营收 2.1 亿元，环减 42%，归母净利约 1 亿元，环减近 40%，主要受季节性采购及美国关税扰动影响；我们预计全年铯铷贡献归母净利 5 亿+，同增 10%+。

铜冶炼关停且 Q3 大幅减亏，锗业务即将放量。纳米比亚 Tsumeb 铜冶炼业务 Q1-3 净利润亏损约 2.5 亿元，8 月初关停铜冶炼产线，Q3 亏损约 0.5 亿元，环比减亏 0.5 亿，Q4 亏损进一步收窄。此外 Tsumeb 锗业务预计 25Q4 开始放量，形成新的利润增长点。

Q3 受汇兑影响费用率提升，经营性现金流大幅提升。公司 25Q1-3 期间费用率 11.3%，同-7.1pct，其中 Q3 费用率 16.6%，同环比-6.5/+8.4pct，主要受汇兑损失影响；25Q1-3 经营性净现金流 4.9 亿元，同-392.2%，其中 Q3 经营性现金流 8.4 亿元，同环比 1480.4%/89.8%；25Q1-3 资本开支 4.6 亿元，同-20.6%，其中 Q3 资本开支 2.6 亿元，同环比 92.4%/60.4%；25Q3 末存货 22.2 亿元，较年初 3.6%。

盈利预测与投资评级：由于公司 25 年铯铷业务受美国关税影响，26-27 年锂行业供需格局改善，我们下调 25 年盈利预测，上调 26-27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 4.5/14.1/23 亿元 (原预测为 6.7/12.8/21.5 亿元)，同比-41%/+214%/+63%，对应 PE 为 86x/27x/17x，维持“买入”评级。

风险提示：产能释放不及预期，

需求不及预期

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕 证券分析师: 岳斯瑶 证券分析师: 胡锦芸)

雷赛智能 (002979): 2025 三季度点评: 业绩超市场预期, 机器人业务快速推进

投资要点 25Q3 营收同比+23%, 归母净利润同比+48%, 业绩超市场预期。公司 25Q1-3/25Q3 营收 13.0/4.1 亿元, 同比+13%/+23%, 归母净利润 1.6/0.4 亿元, 同比+11%/+48%, 扣非净利润 1.6/0.4 亿元, 同比+9%/+40%。25Q1-3/25Q3 毛利率 39.1%/39.74%, 同比+0.44/-0.21pct, 1) 下游 OEM 行业复苏, 公司市占率持续提升, 同时价格竞争边际趋缓; 2) 25Q1-3 投资收益 616 万元 (去年同期 273 万元)。综合看, 公司业绩超市场预期。

工控下游复苏趋势明确, 深挖老行业&开拓新行业, 市占率稳步提升。根据 MIR, 25Q3 OEM 行业销售额同比+2.2%, 其中年初以来, 锂电、3C、物流等行业表现较好, 复苏进一步明确。公司通过“深挖老行业、开拓新行业”的营销举措, 在传统优势行业持续提升市场占有率, 特别是核心产品伺服系统、PLC 等市场渗透率进一步提高, 25Q3 伺服/小型 PLC 市占率分别为 3.85%/1.95%, 同比+0.2pct/+0.41pct。

三个主体三种模式, 机器人业务快速推进。三个主体: 1) 关节模组: 依托上海雷赛机器人聚焦“超高密度”无框电机、驱动器和关节模组解决方案, 已取得较好市场业绩; 2) 灵巧手: 成立深圳灵巧驱控聚焦空心杯电机以及灵巧手解决方案, 最新发布的 DH2015 高自由度灵巧手解决方案, 具备“三高二强一轻”的六大核心竞争优势, 预计将于 2025 年第 3 季度启动试产试销和小批量生产, 并逐步扩大产能; 3) 小脑: 基于运动控制经验, 已成立专门团队并积极开展产学研资合作, 部分产品已进入研发阶段。三种模式: 1) 提供无框电机、空心杯电机、微型驱动器、编码器核心零部件和解决方案; 2) 为大客户提供关节模组和灵巧手联合开发; 3) 为广大客户提供代工与组装服务。凭借出色的技术及产品力, 公司已对接数百家机器人公司以及模组厂家进行测试和试用, 未来有望逐步贡献增量。

整体费用控制良好, 经营性现金流明显改善。公司 25Q3 期间费用为 1.32 亿元, 同比+20%, 期间费用率 32.33%, 同比-0.67pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.57/+1.06/-2.36/+0.06pct; 25Q3 经营性净现金流+1.40 亿元, 同比+49%; 25Q3 末存货 3.94 亿元, 同比+4.2%。

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 25-27 年归母净利润预测 2.8/3.7/4.8 亿元, 同比+40%/+31%/+31%, 对应现价 PE 分别为 49x、37x、29x, 考虑到工控行业复苏进一步明确, 机器人业务空间广阔, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧, 下游需求不及预期, 原材料价格波动。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 谢哲栋 证券分析师: 许钧赫)

震裕科技 (300953): 2025 年三季度点评: Q3 结构件盈利拐点兑现, 机器人产品不断拓展

投资要点 25Q3 业绩处于预告中值, 符合市场预期。公司 25 年 Q1-3 营收 65.9 亿元, 同+31.5%, 归母净利 4.1 亿元, 同+138.9%, 扣非净利 4 亿元, 同+153.4%, 毛利率 15.7%, 同+2.6pct; 其中 25Q3 营收 25.5 亿元, 同环比+35.3%/+13%, 归母净利 2 亿元, 同环比+392.9%/+44.8%, 扣非净利 2 亿元, 同环比+439%/+51.1%, 毛利率 17%, 同环比+5.7/+0.9pct, 归母净利率 7.9%, 同环比+5.7/+1.7pct。结构件盈利拐点已现, 超预期。公司结构件 25Q3 收入预计 17 亿左右, 环增 20%+, 当前满产满销, 我们预计全年收入 40%+增长至 60

亿+, 盈利端, 我们预计 Q3 毛利率 16%左右, 净利率 7%左右, 环增 2-3pct, 盈利拐点明确; 铁芯业务上半年贡献利润 0.6 亿, 我们预计 Q3 贡献利润 0.3 亿+, 环比微增, 25 年我们预计收入稳定 15 亿。模具 25Q3 收入 1.3 亿+, 毛利率维持 50%+, 我们预计 25 年模具营收维持同比增长, 盈利水平稳定。 机器人产品不断拓展, 大客户实现突破。公司完成开发整套人形机器人丝杠产品, 并实现行星滚柱丝杠-线性执行器-集成仿生臂产品的迭代, 同时拓展微型丝杠/行星齿轮模组/涡轮蜗杆等灵巧手硬件产品, 新产品项目不断兑现; 公司当前半自动线产能 120 套/天, 我们预计年底两条全自动线落地, 预计产能扩产至 300 套/天, 已建成一条线性执行器柔性装配线, 根据下游需求实时拓展第二条装配线。 拟投资 21 亿扩建精密结构件及机器人零部件产能。公司计划投资 21 亿建设精密部件制造装备及工艺装备和精密结构件、人形机器人精密模组及零部件项目, 一期、二期分别建设 100 万套精密部件用制造装备及精密结构件, 三期建设 100 万套人形机器人精密模组及零部件项目, 以支撑公司后续业务增长。 费用控制良好、现金流同比转正。公司 25 年 Q1-3 期间费用 5.7 亿元, 同+20.3%, 费用率 8.7%, 同-0.8pct, 其中 Q3 期间费用 2 亿元, 同环比+23.3%/+9.1%, 费用率 7.9%, 同环比-0.8/-0.3pct; 25 年 Q1-3 经营性净现金流 2.4 亿元, 同比转正, 其中 Q3 经营性现金流 0.7 亿元, 环比-70.7%; 25 年 Q1-3 资本开支 2.9 亿元, 同+24.2%, 其中 Q3 资本开支 0.8 亿元, 同环比+16.3%/+14%; 25 年 Q3 末存货 10.7 亿元, 较年初+8.3%。 盈利预测与投资评级: 我们预计 25-27 年归母净利分别为 6/9/12.6 亿元(原预测值为 6/9/12.5 亿元), 同比+136%/+50%/+39%, 对应 PE 52/34/25 倍, 给予 26 年 50X PE, 目标价 260 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 市场竞争加剧风险, 下游需求不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕 证券分析师: 岳斯瑶)

尚太科技(001301): 2025 年三季报点评: Q3 业绩符合预期, 盈利提升可期

投资要点 Q3 盈利水平小幅下降, 业绩符合预期。公司 25 年 Q1-3 营收 55 亿元, 同 52%, 归母净利润 7.1 亿元, 同 23%, 扣非净利润 7.3 亿元, 同 28%, 毛利率 22.5%, 同-2.7pct, 归母净利率 12.9%, 同-3pct; 其中 25 年 Q3 营收 21 亿元, 同环比 39%/20%, 归母净利润 2.3 亿元, 同环比 5%/-3%, 扣非净利润 2.4 亿元, 同环比 7%/-2%, 毛利率 17.3%, 同环比-7/-8pct, 归母净利率 11%, 同环比-4/-3pct。 Q3 外协贡献增量、全年预计 33 万吨+。我们预计公司 Q3 负极出货量 9+ 万吨, 同环比+41%/26%, 增量主要来自外协; 25Q1-3 负极出货 23 万吨, 同增 56%+, Q4 公司依然满产满销, 预计全年出货量超 33 万吨, 同增 50%+。公司马来西亚 5 万吨、山西四期 20 万吨一体化产能 26H2 落地, 叠加外协, 预计 26 年可贡献 10 万吨+增量, 出货量预期 40-45 万吨, 同比增长 20-35%。 Q3 降价+外协比重提升、盈利小幅下降、Q4 预计有所恢复。我们测算公司 Q3 负极 2.7 万/吨(含税), 环比下降 4%, 主要由于客户加工费小幅下降; 单吨毛利 0.41 万/吨, 同环比下降 30%+, 受加工费下降、外协占比提升、原材料涨价等多方面原因影响; Q3 单吨净利为 0.27 万元, 环比下降 22%。展望未来, 25Q4 小客户涨价已落地、26 年大客户有望跟进, 同时 26H2 公司自有产能释放, 我们预计单吨利润明显提升, 全年单吨利润预计 0.3 万/吨。 Q3 其他收益增加明显、持续加强费用管控。公司 Q3 期间费用 1.1 亿元, 同环比 14.9%/12.9%, 费用率 5.3%, 同环比-1.1/-0.3pct; Q3 其他

收益 0.4 亿，同环比大幅提升；Q3 经营性现金流-0.4 亿元，同环比-91.2%/-106.2%；Q3 资本开支 1 亿元，同环比-48.6%/-23.5%；25 年 Q3 末存货 17.1 亿元，较年初 9.7%。盈利预测与投资评级：由于客户加工费小幅下降及原材料涨价，我们下调 25-27 年归母净利润为 10/13.1/16.4 亿元（原预测值为 10.3/14.3/17.5 亿元），同比+20%/+30%/+25%，对应 22/17/13 倍 PE，给予 26 年 25 倍 pe，目标价 126 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）

璞泰来（603659）：2025 年三季报点评：负极盈利拐点已现，多业务板块持续向好

投资要点 Q3 业绩略超市场预期。公司 25 年 Q1-3 营收 108.3 亿元，同+10.1%，归母净利 17 亿元，同+37.3%，扣非净利 15.9 亿元，同+39.8%，毛利率 32.4%，同+3.4pct；其中 25Q3 营收 37.4 亿元，同环比+6.7%/-3.4%，归母净利 6.4 亿元，同环比+69.3%/+13.5%，扣非净利 6 亿元，同环比+62%/+15.5%，毛利率 33.1%，同环比+4.8/+1.1pct。负极 Q3 逐步起量、新产品 26 年贡献增量。负极端，我们预计 25Q3 出货 3 万吨+，环比略降，主要系主动调整产品结构，Q1-3 累计出货 10 万吨+，公司四川一期 10 万吨已逐步投产，我们预计新产品 Q4 起量，预计 26Q1 大规模出货，随着产能爬坡+新产品导入，我们预计 25 年出货 14 万吨，同增 10%左右，26 年出货 25-30 万吨，翻倍增长；盈利端，25Q3 负极实现盈利，随着低成本产能投产，我们预计 26 年盈利恢复至 0.2 万/吨左右。此外公司布局 CVD 硅碳，我们预计 25 年有效产能 500 吨，预计全年出货百吨级。隔膜及 PVDF 稳定贡献利润增量。涂覆膜 25Q3 我们预计出货 26-27 亿平+，同增 45%，Q1-3 累计出货 74 亿平，预计 25 年出货 100 亿平+，同增 40%+，26 年我们预计出货 130 亿平，维持 30%增长；盈利端，公司单平净利稳定，25 年我们预计可维持；基膜端，公司 25Q3 出货预计 5 亿平+，环比大增 70%，25Q1-3 累计出货 10 亿平+，全年我们预计出货 15 亿平+，连续翻倍增长，我们预计年底公司产能达 20 亿平，后续新增产线成本进一步降低，优势显著。我们预计 PVDF、衍生品及 PAA 合计 Q3 贡献 0.5-1 亿利润，合计全年贡献 3 亿左右净利。设备稳定增长。设备业务 Q3 预计贡献 0.3-0.4 亿利润，环比略降，截止 25 年上半年，公司新接订单 24 亿，我们预计 25 年贡献 1.5 亿元利润左右。公司具备固态整线解决方案能力、且综合布局多种材料。公司在多辊转移、分段辊压、双钢带辊压三大干法成膜工艺路线取得了阶段性的成果，并已实现干法设备出货验收，其中搅拌机、干法成膜设备、干法复合设备、锂负极成型设备、叠片机、辊压设备、流化床等重点突破或可交付，等静压设备等也在积极布局，固态设备订单累计超过 2 亿元。此外，公司适用固态硫化物体系的高强、高延伸合金箔，超强箔、网状打孔铜箔等创新产品开发完成，进入客户评估中；氧化物固态电解质 LATP, LLZO 已实现量产，已在四川基地建成年产 200 吨固态电解质中试产线。公司对锂金属负极材料持续研发，成型设备采用压延复合工艺，已完成设备样机开发并交付使用。费用控制良好、Q3 资本开支环比提升。公司 25 年 Q1-3 期间费用 13.2 亿元，同+14.4%，费用率 12.2%，同+0.5pct，其中 Q3 期间费用 4.7 亿元，同环比+21.6%/-1%，费用率 12.6%，同环比+1.5/+0.3pct；25 年 Q1-3 经营性净现金流 16.7 亿元，同+55.1%，其中 Q3 经营性现金流 4.5 亿元，同环比-69%/-35.7%；25 年 Q1-3 资本开支 8.8 亿元，同-61.7%，其中 Q3 资本开支 3.8 亿元，同环比-29.4%/+42.9%；25 年 Q3 末存货 88.3 亿元，较年初

+5.5%。盈利预测与投资评级：考虑 25 年负极出货受限于新产品放量节奏，我们预计公司 25-27 年归母净利 23.9/31.0/40.2 亿（原预测值为 25.2/30.9/40.0 亿），同比+101%/+30%/+30%，对应 PE 为 25x/19x/15x，考虑公司固态领域布局，给予 26 年 28x PE，目标价 40.6 元，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期，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）

信德新材（301349）：2025 年三季报点评：快充需求旺盛满产满销，单位盈利逐季修复

投资要点 25Q3 业绩符合市场预期。公司 25 年 Q1-3 营收 8.4 亿元，同比+48.9%，归母净利 0.3 亿元，同比+246.2%，扣非净利 0.1 亿元，同比+124.8%，毛利率 10.9%，同比+7.8pct；其中 25Q3 营收 3.3 亿元，同环比+62.4%/+24.3%，归母净利 0.2 亿元，同环比+405.3%/+723.9%，扣非净利 0.1 亿元，同环比扭亏，毛利率 10.3%，同环比+4.6/-0.7pct，投资收益主要系理财收益。25Q3 出货 2 万吨，公司满产满销。我们预计 25Q3 出货 2 万吨左右，环比持平，Q1-3 累计出货 6 万吨左右，公司当前 7 万吨产能满产满销，考虑 Q4 满产+库存进一步消化，我们预计全年出货 8 万吨，同增 33%，26 年公司预计出货 11 万吨，同比 30-40%增长。25Q3 单吨毛利逐步修复，副产品价格回暖。公司 25Q3 单吨毛利 0.17 万/吨，环比微增，单位盈利逐步修复，主要系中高端产品营收占比逐步提升至 35%+，且副产品价格 Q3 回暖，销售增加盈利环比改善；看 26 年，公司高端占比预计进一步提升至 40-50%，单位盈利进一步提升。此外昱泰单吨净利 1000-2000 元/吨左右，25 年预计 3 万吨产能满产满销，26 年新增 0.6 万吨高端产能，预计单吨净利稳中有升。费用控制良好，经营性现金流承压。公司 25 年 Q1-3 期间费用 0.7 亿元，同+19%，费用率 8.1%，同比-2pct，其中 Q3 期间费用 0.2 亿元，同环比+6.7%/-17.9%；25 年 Q1-3 经营性净现金流-2 亿元，其中 Q3 经营性现金流-0.3 亿元，环比小幅缩窄；25 年 Q1-3 资本开支 0.2 亿元，同比-36.3%，其中 Q3 资本开支 0.1 亿元，同环比-37.1%/+50.6%；25 年 Q3 末存货 2.7 亿元，较年初+26.7%。盈利预测与投资评级：由于公司满产满销且单吨毛利逐步修复，我们上调 25-27 年归母净利润预期为 0.5/0.9/1.1 亿元（原预测值为 0.4/0.9/1.1 亿元），同比增 247%/86%/23%，对应 PE 为 84x/45x/37x，维持“买入”评级。风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

星源材质（300568）：2025 年三季报点评：隔膜价格拐点在即，布局固态电解质膜打造第二成长曲线

投资要点 Q3 业绩基本符合市场预期。公司 25 年 Q1-3 营收 29.6 亿元，同 13.5%，归母净利润 1.1 亿元，同-67.3%，毛利率 22.6%，同-7.6pct；其中 25Q3 营收 10.6 亿元，同环比 11.4%/5.1%，归母净利润 0.1 亿元，同环比-87%/-74%，扣非净利-0.28 亿，同环比转负，毛利率 18.1%，同环比-9.9/-6.6pct，业绩基本符合市场预期。25Q3 出货环比微增，降价影响单位盈利。我们预计 25Q3 公司出货量 12 亿平，环比微增，Q1-3 累计出货量 35 亿平左右，公司当前满产满销，预计全年出货量 48-50 亿平，同增 25%+。看明年，公司 25 年佛山 4 条湿法线于 25H1 陆续投产爬坡，预计 26 年贡献 1-2 亿平增量，马来工厂投产贡献 6-8 亿平增量，我们预计 26 年出货量 20%+增长至 58-60 亿

平。盈利端，我们测算 25Q3 均价 1 元/平（含税），环比微增，其中湿法占比进一步提升至 65%，25Q3 单位毛利 0.16 元/平，环比下滑 26%，单位净利微亏，主要系 Q3 公司湿法降价影响，且计提存货减值损失。当前湿法行业产能利用率已达 70%+，9 月起价格已逐步回暖，后续有望出现价格拐点，干法 26 年确定涨价，此外 26 年马来工厂预计出货量 6 亿平+，海外定价体系下盈利可观，我们预计 26 年单位盈利拐点明确。

布局固态电池骨架膜，打造第二成长曲线。公司布局固态电池主流膜产品，分别开发了氧化物复合型和聚合物复合型固态电解质膜，并布局刚性骨架膜，开发高强度耐热型复合骨架膜、高孔隙率型骨架膜和高耐热型大孔骨架膜等，可保留高能量提升全固态电池的装配效率。此外，公司与瑞固新材正式签署战略合作协议，共同开发高性能固体电解质膜及相关产品，同时参股新源邦，具备氧化物电解质百吨级产能和十吨级出货，我们预计硫化物电解质 25 年有吨级出货。

费用控制良好，资本开支明显减少。公司 25 年 Q1-3 期间费用 6.2 亿元，同 35.7%，费用率 21%，同 3.4pct，其中 Q3 期间费用 2 亿元，同环比 32%/-13.2%，费用率 19.1%，同环比 3/-4pct；25 年 Q1-3 经营性净现金流 5.4 亿元，同 62%，其中 Q3 经营性现金流 0.1 亿元，同环比-93.7%/-96.7%；25 年 Q1-3 资本开支 29.3 亿元，同-5.3%，其中 Q3 资本开支 6.5 亿元，同环比-44.3%/-42.9%；25 年 Q3 末存货 7.1 亿元，较年初 37%。

盈利预测与投资评级：由于 25 年隔膜价格下降及存货减值压力，我们下调 25-27 年公司归母净利润预期为 1.5/5.0/6.7 亿（原预期 4.0/5.1/6.9 亿），同比-59%/237%/33%，对应 PE 为 115x/34x/26x，维持“买入”评级。风险提示：销量和盈利水平不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

恒立液压（601100）：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润同比+31%，业绩增长开始提速

投资要点 Q3 归母净利润同比+31%，业绩增长开始提速 2025Q3 公司收入 26.2 亿元，同比+24.5%，归母净利润 6.6 亿元，同比+30.6%，扣非归母净利润 5.6 亿元，同比+13.0%。（1）挖机板块：我们预计公司单 Q3 小挖油缸/中挖油缸/大挖油缸收入同比分别+60%/+5%/+25%，挖机泵阀收入同比增长 20%-50%不等，在卡特加库、国内品牌份额提升拉动下，挖机板块收入及毛利率加速增长。（2）非挖板块：除高机外，非挖油缸及泵阀已经全面转正，非挖泵/阀收入同比增速约 10%/40%。

盈利能力明显提升，费控能力优异 2025Q3 公司销售净利率 25.2%，同比+1.2pct，盈利能力明显提升。（1）毛利端：Q3 销售毛利率 42.2%，同比+1.2pct，主要系 Q3 挖机板块收入加速，产能利用率提升带来的盈利改善。（2）费用端，单 Q3 期间费用率同比+2.5pct，公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.2%/-1.3%/-2.2%/+5.6%，管理及研发费用率下降系规模效应显现，财务费用率提高主要系汇兑亏损所致。（3）公允价值变动收益：汇率套保增厚约 2pct 净利率。

海外工厂落地+丝杠项目多点开花打造第二成长曲线

公司多元化、国际化战略推进，业绩有望持续增长：（1）墨西哥项目：公司在墨西哥建立液压件生产基地，已正式投产运营，有助于公司顺利切入北美挖机、高机、农机高端客户供应链，成长空间广阔。（2）线性驱动器项目：公司已设立三个事业部，分别为电动缸事业部、丝杠事业部和导轨事业部，滚珠丝杠、滚柱丝杠、导轨等部分样品在试制中，目前已实现高端丝杠产品覆盖。此外，公司积极布局工程机械电动化零部件，目前电动缸已于高机产品中率先铺开，

得到市场充分验证，未来将有机会在更多工程机械产品中得到验证。
盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 28.7/34.1/41.4 亿元，当前股价对应 PE 分别为 44/37/30X，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求回暖不及预期、行业竞争加剧、出海不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞)

许继电气 (000400): 2025 三季报点评: 特高压柔直输电需求旺盛, 核聚变电源龙头蓄势待发

投资要点 事件：公司 25 年 Q1-3 营收 94.5 亿元，同比-1.4%，归母净利润 9 亿元，同比+0.8%，扣非净利润 8.8 亿元，同比+1.5%，毛利率 23.9%，同比+1.9pct，归母净利率 9.5%，同比+0.2pct；其中 25 年 Q3 营收 30.1 亿元，同比+9.3%，归母净利润 2.7 亿元，同比+0.3%，扣非净利润 2.6 亿元，同比+2.3%，毛利率 24.2%，同比-0.4pct，归母净利率 8.9%，同比-0.8pct。业绩基本符合市场预期。特高压在手订单充沛，十四五待建+十五五规划确保中长期行业景气度。25Q1-3 电网基础设施建设完成额 4378 亿元，同比+10%，电网资本开支保持了较快增长；25Q1-3 已有 4 条特高压直流实现投运，公司中标订单陆续交付，我们预计 25Q4 有望完成阳江海风项目交付确收，对利润形成有力支撑。展望十五五，我们预计有 6 条十四五待建项目在十五五阶段核准建设，十五五规划+深远海风柔直外送+省间背靠背柔性输电项目需求量大，公司换流阀份额稳固，十五五阶段柔直业务收入有望实现高速增长。传统主业稳健，新能源+充电桩盈利好转，核聚变电源布局未来。1) 公司变配电业务预计保持稳健增长，配电一次设备持续降本对冲配电集采降价影响，展望全年变配电+中压供用电业务有望维持 0-10% 平稳增长；2) 公司新能源业务剥离 EPC 毛利率水平大幅改善，充换电设备及其他受益于高压大功率桩渗透率提升+核聚变电源业务，我们预计毛利率端也有望实现大幅提升；3) 公司是国内领先的核聚变磁体电源供应商，并成功研制了首台 300MVA 脉冲供电系统，在可控核聚变电源领域实现技术和产品领先，有望成为公司重要的第二增长曲线。控费效果良好，合同负债稳健增长。公司 25 年 Q1-3 期间费用 11.7 亿元，同比+7.6%，费用率 12.4%，同比+1pct，其中 Q3 期间费用 4.2 亿元，同比-3.1%，费用率 14%，同比-1.8pct；25 年 Q1-3 经营性现金净流入 19.1 亿元，同比+140.6%；25Q3 末合同负债 21.76 亿元，同比+15%，保持稳健增长。盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年归母净利润预测分别为 14.26/17.05/21.26 亿元，同比+28%/20%/25%，现价对应 PE 分别为 19x、16x、13x，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，下游需求不及预期，原材料价格波动。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋 证券分析师：司鑫尧)

上海家化 (600315): 2025 年三季报点评: 25Q3 收入同增 28.3%，调改焕新盈利能力显著提升

投资要点 公司发布 2025 年三季报：2025Q1-Q3 公司实现营收 49.6 亿元，同比+10.8%，实现归母净利 4.1 亿元，同比+149.1%，实现扣非归母净利 2.3 亿元，同比+92.3%，差异主要系公允价值变动。单拆 2025Q3，公司实现营收 14.8 亿元，同比+28.3%，实现归母净利 1.4 亿元，同比扭亏为盈，实现扣非归母净利 959 万元，同比扭亏为盈。美妆与个护板块实现高增：分品类看，2025Q3 公司个护/美妆/创新/海外分别实现营收 6.1/3.5/1.6/3.6 亿元，同比分别为 +13.8%/+272.3%/+4.5%/-2.6%，占比分别为

40.9%/23.9%/10.6%/24.6%。分渠道看，2025Q3 国内业务线上收入同比+173.3%，线上/线下分别占比 50%/50%。受到战略调整因素影响，去年同期美妆品类及线上渠道收入基数偏低，今年公司改革焕新成效显著，美妆板块及线上渠道均实现高增。25Q3 毛利率同比+7.0pct，盈利能力大幅提升：①毛利率：25Q1-Q3 为 62.8%，同比+3.4pct；2025Q3 毛利率为 61.5%，同比+7.0pct。②期间费用率：2025Q1-Q3 为 57.2%，同比+0.5pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 45.7%/8.8%/2.6%/0.2%，同比分别+0.5pct/+0.2pct/+0.3pct/-0.5pct；2025Q3 期间费用率为 63.3%，同比-2.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 49.9%/10.4%/3.0%/0.1%，同比分别-0.1pct/-1.0pct/-0.1pct/-1.1pct。③销售净利率：2025Q1-Q3 为 8.2%，同比+4.5pct；2025Q3 销售净利率为 9.4%，同比实现转正。品牌矩阵推陈出新，新品销售表现亮眼：2025 年 8 月，美加净推出新品“蜂胶香氛手霜”，精选 99%高纯度秦岭蜂胶，主打 8 秒瞬吸收和 10 分钟速修护，采用中式三段调香，9.1-9.16 期间，登上抖音护手霜礼盒超值爆款榜/人气榜 No.1。2025 年 9 月，佰草集推出新品“仙草油”，采用本草组方理念打造 99%天然植萃油，含 60%高浓仙草组方油和 0 基础润肤合成酯，9.19-9.25 期间登上天猫精华油新品榜 No.1，9.25-9.28 期间登上抖音舒缓精油好物榜 No.1。公司持续推出新品，品牌焕新销售表现亮眼。盈利预测与投资评级：公司作为国内知名日化品牌企业，品牌矩阵完善且渠道覆盖广泛。25 年以来公司在品牌、产品、营销端积极调整。考虑到公司改革焕新成效显著，25Q3 盈利能力大幅提升，业绩超预期，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润由 3.2/4.1/5.4 亿元至 4.1/4.8/6.0 亿元，同比分别+149%/+17%/+25%，2025-2027 年 PE 对应最新收盘价分别为 45/38/30 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、战略改革不及预期、新品推广不及预期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越)

湖南裕能 (301358)：2025 年三季报点评：Q3 出货量高增，盈利拐点明确

投资要点 Q3 利润同环比高增、略超预期。公司 25 年 Q1-3 营收 232.3 亿元，同+46.3%，归母净利润 6.5 亿元，同+31.5%，扣非净利润 6.3 亿元，同+33%，毛利率 7.9%，同+0pct，归母净利率 2.8%，同-0.3pct；其中 25 年 Q3 营收 89 亿元，同环比+74%/+17%，归母净利润 3.4 亿元，同环比+235%/+61%，扣非净利润 3.2 亿元，同环比+239%/+44%，毛利率 8.8%，同环比+1.5/-0.2pct，归母净利率 3.8%，同环比+1.8/+1.1pct。Q3 出货满产满销、高端产品占比持续提升、龙头地位稳固。公司 25Q1-3 铁锂出货 78.5 万吨，同增 65%，我们预计 Q3 出货 30.4 万吨，同环比增+82%/18%，超行业增速，份额进一步提升，我们预计 Q4 出货量 30 万吨+，全年出货预计近 110 万吨，同增 50%+。我们预计公司当前月均排产 10 万吨，已超产，订单供不应求满产满销，预计 26 年出货 140-150 万吨，同增 30%+，储能需求超预期公司充分受益。我们预计公司高端产品出货占比达 50%+，YN-13 产品逐步起量，26 年高端产品出货占比预计提升至 60%，远期有望提升至 80%，龙头地位稳固。供不应求公司涨价在即、叠加磷矿投产盈利弹性可观。我们预计公司 25Q3 均价 3.3 万/吨，单吨毛利 0.26 万，环比基本持平，单吨利润我们测算为 0.11 万元，环比持平，盈利底部企稳回升。同时下游需求超预期，铁锂供需格局大幅好转，且高端四代以上产品仅少部分公司可稳定供应，叠加铁锂盈利底部维持 3 年，厂商涨价诉求强烈，我们预计 25Q4 部分客户涨价落地，26 年大客户跟进，整体盈利水平有望提升 0.1 万/吨。另外，公司 120 万吨磷

矿产能年底投产，我们预计 26 年出货有望贡献 100 万吨，按照单吨盈利 300 元，有望贡献 3 亿利润，对应增厚铁锂单吨利润 0.02 万元。严格计提信用减值、还原后现金流亮眼。公司 25Q3 期间费用 2.8 亿元，同环比+28%/+4.7%，费用率 3.2%，同环比-1.2/-0.4pct；信用减值损失-0.8 亿，环比+89%。公司 25Q1-3 经营性净现金流-13.4 亿元，其中 Q3 经营性现金流-7.3 亿元，主要由于公司采用票据背书转让方式支付固定资产等购置款，剔除影响 25Q1-3 经营性净现金流为 10 亿。25 年 Q1-3 资本开支 16 亿元，同+50%，其中 Q3 资本开支 6.6 亿元，同环比+35%/+43%；25 年 Q3 末存货 37 亿元，较年初+31%。盈利预测与投资评级：由于公司出货满产满销、高端产品出货占比持续提升，我们上修公司 25-27 年归母净利润预期为 10.6/30.1/40.3 亿（此前预期为 10.5/20.0/30.2），同比增长 78%/185%/34%，对应 PE 为 44x/16x/12x，给与 26 年 25x PE，对应目标价 99 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，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）

中文在线(300364): 2025 年三季报点评: 罗小黑出海顺利, FlareFlow 增势良好

投资要点 事件：中文在线发布 2025Q3 季报。2025 年前三季度，公司实现营业收入 10.1 亿元，同比增加 25%；实现归母净利润-5.2 亿元，同比减少 177%；实现扣非归母净利润-5.2 亿元，同比减少 149%。2025 年三季度单季，公司实现营业收入 4.6 亿元，同比增加 31%；实现归母净利润-2.9 亿元，同比减少 673.1%；扣非归母净利润为-2.9 亿元，同比减少 358%。营业成本上升拖累毛利率，海外业务亏损致利润下滑。2025 年前三季度毛利率同比提升 4.4pct 至 34.6%。销售费用同比增长 94%至 6.6 亿元，主要系海外业务推广费用大幅增加所致；研发费用同比增长 42%至 0.53 亿元，反映海外业务研发投入加大。资产减值损失同比扩大 496%，主要因存货跌价准备计提增加。利润下滑主因海外业务经营亏损加剧，叠加金融产品投资收益减少及房产处置损失等非经常性因素影响。海外短剧平台表现亮眼，AI 协同生态助力收入增长。（1）海外短剧平台 FlareFlow 表现突出，2025Q3 FlareFlow 最高位列美国 Google Play 与 App Store 娱乐应用免费榜双榜第一。截至 2025/10/23, FlareFlow 累计下载量突破 1900 万人次，上线作品已超 3000 部。FlareFlow 已与北美 10 余家头部制作方达成战略合作，并协同中文逍遥大模型实现 AI 内容生成、分镜设计及精准投放的闭环运营，形成 AI 生成-短剧改编-IP 衍生的协同生态。（2）国内业务方面，公司通过 AI 小说出海及动漫短剧业务持续为海外平台输送 IP 素材，深化国内外联动布局。（3）《罗小黑战记 2》已出海马来西亚和泰国，并将于陆续登录柬埔寨（10 月 31 日）、新加坡（11 月 6 日）、印度尼西亚（11 月 14 日）院线。海外短剧大盘表现：根据短剧自习室，25Q3 印度市场下载量环比大增 57.5%至 7195 万次，但收入仅 542 万美元，这意味着印度市场的 RPD（每次下载收入）只有 0.075 美元，远低于美国市场（12.57 美元）。25Q3 美国市场短剧 APP 下载量合计 2348 万次，环比下降 1.1%，是美国短剧市场首次出现的下载量负增长。而 25Q3 美国市场短剧收入环比增长 8.6%。这意味着：美国市场正从依赖用户规模扩张，转向深度挖掘存量用户价值；先发者已经占据了用户心智和头部门户。二线 APP 想要从存量市场抢份额，只能靠更高的买量成本和更低的内容价格。市场份额或进一步集中于头部 APP。盈利预测与投资评级：我们认为利润短期将受到海外短剧投入影响，将 2025 年归母净利润预测从 0.1 亿元下调至

-4.9 亿元；并维持 2026-2027 年归母净利润为 0.8/5.6 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 -/256/35 倍，我们看好海外短剧长期趋势和 reelshort 的领先优势，维持“买入”评级。风险提示：海外短剧竞争加剧、流量价格上涨、汇率波动风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 证券分析师：张文雨）

伊力特（600197）：2025 年三季报点评：夯实渠道，筑牢根基

投资要点 事件：公司发布财报，2025 前三季度营收、归母净利润分别为 12.99、1.37 亿元，同比-21.5%、-43.1%；2025 年单三季度营收、归母净利润分别为 2.29、-0.25 亿元，同比-29.4%、-158.5%，单季利润大幅下滑系缴纳税收滞纳金及负规模效应所致。25Q3 场景受损压力持续体现，核心单品渠道改革有序落地。25Q3 公司实现白酒收入 2.1 亿元，同比-33.5%，伴随去年同期基数回落，25Q3 同比降幅仍然承压，主因白酒消费场景不畅、渠道回款压力持续放大，公司中小经销商及部分开发品回款进度完成较差。1）分产品看：①25Q3 高档酒单季收入 1.5 亿元（累计 9.5 亿元），同比-39.5%，Q3 进度环比放缓，主因 1 是渠道回款承压；2 是小老窖渠道转轨调整，从大商包销制调整为公司成立平台公司运营，期间以出清过渡为主。②25Q3 中/低档酒收入分别同比-19.7%、+16.4%，中档酒收入下滑主要与开发品及疆外销售承压有关。2）分区域看：25Q3 公司疆内、疆外收入分别同比-24.1%、-56.6%，疆外市场降幅扩大，与小商扛波动性弱以及浙江市场下滑拖累有关。公司疆外改用“一商一策、一地一策”方案，从原有招商模式转为员工“阵地战”，希望帮扶经销商强化运营效益，25Q3 四川销售公司招商环比增加 32 家至 354 家。25Q3 毛利率受负规模效应拖累，营业外支出导致异常亏损。1）收现端：25Q3 单季公司销售收现同比-50.6%，主系去年同期应收票据偿还较多；季末预收款余额 0.38 亿元，环比、同比小幅波动。2）利润端：25Q3 公司归母净利率同比大幅下滑，其中一次性事件影响包括：营业外支出缴纳税收滞纳金 1.18 亿元，信用减值损失加回 1.00 亿元——公司当季非经常损益合计约-0.16 亿元，扣非归母利润同比-120.6%。①25Q3 毛利率 47.6%，同比/环比-12.2pct/-3.2pct，公司高档酒收入占比波动不大，主系收入体量下降，固定成本拉低毛利。②25Q3 销售费用、管理费用（含研发）同比-25.4%、-33.8%，2025 年公司加强营销费用精准投放及预算、费效管理，费用环比 Q2 保持平稳。稳市场、拓增量，多维发力筑牢市场根基。产品方面，公司规划打造全价位段核心矩阵，聚焦光瓶酒赛道开发引流产品抢占下沉市场，同时深耕伊力王系列、布局次高端产品线满足多元消费需求。区域方面，公司疆内销售以稳为主，持续强化终端掌控与自营团队建设，成立伊力王酒、小老窖、馆藏销售供应链等平台公司，加速市场渗透。疆外以聚焦核心单品+创新营销模式谋求突破，重新确定西安、兰州等为重点开发市场。盈利预测与投资评级：考虑 2025 年需求复苏进程较慢，公司开发产品销售稳定性相对较弱，我们调整 2025~27 年归母净利预测为 1.9、2.3、2.9 亿元（前值 2.6、2.9、3.5 亿元），对应 2025~27PE 为 38、32、25x，参考历史 PE 估值分布，维持“买入”评级。风险提示：疆内市场白酒竞争加剧；疆外市场扩张不及预期；产品结构升级不及预期。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

新强联（300850）：2025 年三季报点评：业绩维持高增长，行业景气回暖与产品结构升级共振

投资要点 行业景气回暖叠加高附加值产品放量，Q3 业绩延续高

增态势：2025 年前三季度公司实现营收 36.18 亿元，同比+84.1%。2025Q1-Q3 公司实现归母净利润 6.64 亿元，同比转正；扣非净利润为 5.82 亿元，同比+846.6%。受益于主轴轴承等高附加值产品放量叠加整体交付节奏加快，公司收入与利润端持续改善。Q3 单季营收为 14.08 亿元，同比+55.1%，环比+9.8%；归母净利润为 2.64 亿元，同比+308.57%，环比+15.3%；扣非归母净利润为 2.47 亿元，同比+426.3%，环比+17.23%。规模效应释放叠加成本结构持续优化，Q3 盈利能力稳步修复：2025Q1-Q3 公司毛利率为 28.9%，同比-12.1pct；销售净利率为 18.9%，同比+20.1pct；期间费用率为 8.0%，同比-3.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.2%/2.1%/3.6%/2.1%，同比 -3.4/-0.5/-0.8/-1.9pct。Q3 单季毛利率为 29.5%，同比+10.8pct，环比-0.2pct；销售净利率为 19.4%，同比+11.5pct，环比+1.0pct。我们认为 25 年以来公司盈利能力大幅改善主要得益于：①行业层面：2025 年国内风电装机快速上行、新机功率规模化趋势增强，从而拉动零部件需求持续扩张，同时原材料价格整体处于下行通道，制造成本得到缓解；②公司层面：公司主动提升高附加值产品占比、持续推进关键零部件自制、实现成本结构优化，同时出货规模迅速恢复、规模效应释放，进而推动盈利能力显著修复。25Q1-Q3 应收账款同比增加，经营性净现金流同比下降：截至 2025Q3 末公司存货为 10.48 亿元，同比+8.5%；应收账款为 21.78 亿元，同比+77.6%；经营活动净现金流为 0.79 亿元，同比-79.4%。经营活动净现金流同比下降主要系采购商品、接受劳务支付的现金与支付的各项税费增加。海上 TRB 主轴实现国产突破并放量，齿轮箱轴承正加速从 0 到 1 落地：我们认为公司 2025 年以来业绩持续修复、成长路径愈发清晰，核心驱动力主要体现在风电轴承主业景气复苏叠加产品结构优化升级的多重推动。（1）作为风电轴承全产业链龙头，公司已在主轴、偏航、变桨等关键环节建立稳定领先地位，随着风电装机提速、风机价格回暖及国产化加速，公司订单与交付节奏同步改善；（2）海上 TRB 单列圆锥主轴轴承放量进展顺利，公司在该领域具备较强的技术积累和工艺领先性，助力主轴轴承加快实现国产替代；（3）齿轮箱轴承业务取得从 0 到 1 突破，2022 年募投项目于 2025Q2 完成设备调试并启动试生产，目前已进入小批量出货阶段，正稳步推进客户验证，有望加快打开齿轮箱轴承国产替代空间。盈利预测与投资评级：考虑到公司主业风电轴承业务超预期，我们调整 2025-2026 年归母净利润分别至 6.9（原值 4.3）/8.8（原值 4.7）亿元，预计 2027 年归母净利润为 10.4 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 32/25/21 倍，维持“增持”评级。风险提示：风电装机量不及预期，市场竞争加剧，原材料价格上涨等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

芯原股份（688521）：2025 年三季报点评：25Q3 新签订单创纪录，AI ASIC 业务单季翻倍式增长

投资要点 25Q1-Q3 新签订单达 32.49 亿元，已超过 24 年全年。公司 25Q1-Q3 新签订单金额达到 32.49 亿元，已超过 2024 年全年新签订单（29.30 亿元），创下历史新高。公司在手订单已连续八个季度保持高位，截至 2025 年第三季度末在手订单金额为 32.86 亿元，其中，互联网、云服务厂商、车企及其他系统厂商占比高达 83.52%，一站式芯片定制业务在手订单占比近 90%，且预计一年内转化的比例约为 80%，体现公司在高增长客户群体中的深度绑定与持续渗透，为未来业绩释放奠定了坚实基础。营收结构亮点突出，芯片设计与量产业务翻倍式增长。从 25Q3 收入构成来看，公司一站式芯片定制业务中的两个细分业务的营收单季度实现翻倍式增长：芯片设计业务收

入 4.28 亿元 (YoY+80.23%, QoQ+290.82%); 量产业务收入 6.09 亿元 (YoY+157.84%, QoQ+132.77%)。2025 年前三季度, 公司实现芯片设计业务收入 6.60 亿元, 同比增长 27.53%, 其中 28nm 及以下工艺节点收入占比 94.70%, 14nm 及以下工艺节点收入占比 81.97%。公司 AI 算力相关收入占芯片设计业务的 73%, 表明公司已在智能计算与数据中心方向形成领先布局。2025 年前三季度, 公司实现量产业务收入 10.16 亿元, 同比增长 76.93%, 前三季度收入已超去年全年收入水平。25Q1-Q3 公司共有 112 个量产项目、47 个待量产项目, 多个 4nm/5nm 一站式芯片定制服务项目正在执行。研发投入结构优化, 盈利能力持续改善。2025 年前三季度, 公司整体研发投入 9.91 亿元, 前三季度研发投入占收入比重同比合理下降 9.41 个百分点, 第三季度研发投入占收入比重同比合理下降 15.99 个百分点。根据 25 H1 财报, 公司有序推进执行“设计资源陆续投入客户项目”, 研发投入占比合理下降。盈利能力方面, 公司 25Q3 归母净利润-0.27 亿元, qoq+73%, 公司盈利能力正快速修复, 我们认为公司单季度扭亏在即。盈利预测与投资评级: 我们认为当前估值溢价主要是由于公司作为国内顶级 AIASIC 公司, 为 A 股稀缺标的, 在技术积累、客户资源及产品落地方面具备显著优势。本次 25Q3 季报中, 公司也对在执行订单进行了分拆和展望, 对 2026 年的业绩成长性给出了更多基本面支撑。我们维持原营收预测, 预计公司将在 2025-2027 年实现营业收入 38/53/70 亿元, 根据财报略调整利润预期, 预计公司将在 2025-2027 年实现归母净利润预期为-0.8/2.6/5.5 亿元 (前值: -0.8/2.7/5.6 亿元)。维持“买入”评级。风险提示: 技术授权风险, 研发人员流失风险, 市场竞争风险。

(证券分析师: 陈海进 研究助理: 李雅文)

千味央厨 (001215): 2025 年三季报点评: 业绩环比改善, 基本面筑底

投资要点 事件: 2025Q1-3 实现营收 13.8 亿元, 同比+1.0%; 实现归母净利润 0.5 亿元, 同比-34.1%; 实现扣非归母净利润 0.5 亿元, 同比-34.2%。2025Q3 实现营收 4.9 亿元, 同比+4.3%; 实现归母净利润 0.2 亿元, 同比-19.1%; 实现扣非归母净利润 0.2 亿元, 同比-14.0%。收入端边际好转。2025Q1-3 营收增速分别为+1.5%/-3.1%/+4.3%, 三季度有边际改善。分渠道来看, 我们预计仍是直营渠道好于经销, 因大 B 客户韧性更强, 相比于小 B 领先修复; 此外我们预计 Q3 直营和经销渠道相比上半年均有好转。净利率边际提升, 费用控制效果较好。2025Q3 实现毛利率 21.2%, 同比-1.3pct, 预计系实施到岸价和搭赠; 销售/管理费用率同比-0.2/+0.2pct, 费用上公司有主动收缩; 最终实现销售净利率 3.6%, 同比-1.0pct, 环比+0.2pct。实现归非归母净利率 4.1%, 同比-0.8pct, 环比+1.0pct。此外公司披露公告, 计划将芜湖百福源项目鹤壁百顺源项目投产时间从 2026 年 1 月延期至 2027 年 1 月, 以提升产能利用效率。多项举措下基本面筑底回升。我们认为公司的改善得益于针对大 B 客户的持续推新、新兴渠道拓展、小 B 端的精耕细作、供应链效率提升, 目前来看收入、利润基本筑底, 预计 2025Q4 和 2026 年仍有望延续改善的趋势。盈利预测与投资评级: 考虑到收入端仍有压力, 我们略下调 2025-2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.8/1.0/1.2 亿元, (此前预期为 0.9/1.1/1.3 亿元), 同比-6%/+31%/+16%, 对应 PE 为 37/28/24X, 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)

金风科技（002202）：2025 年三季报点评：风机出货景气度高，在手订单同比提升

投资要点 事件：公司 25Q1-3 营收 481.5 亿元，同比+34.3%，归母净利润 25.8 亿元，同比+44.2%，扣非净利润 24.2 亿元，同比+36.2%；毛利率 14.4%，同比-2pct，归母净利率 5.4%，同比+0.4pct。单 Q3 来看，25Q3 营收 196.1 亿元，同环比+25.4%/+2.9%，归母净利润 11 亿元，同环比+170.6%/+19.3%，扣非净利润 10.5 亿元，同环比+160.5%/+29.3%，毛利率 13%，同环比-1.1/+0.8pct，归母净利率 5.6%，同环比+3/+0.8pct。 Q3 出货环比持平，在手订单同比提升：25Q1-3

公司风机出货 18.4GW，其中 Q3 出货 7.8GW，同环比+70%/-3%。订单层面，截至 25Q3 末，公司在手订单 52.5GW，其中外部订单 50GW，同比+21%；在手海外订单 7.2GW，同比+29%。 Q3 风场利用小时数致运营收益下降，无风场转让：截至 25Q3 末，公司国内外自营风电场权益装机容量 8.7GW，在建容量 4.1GW，Q1-3 销售规模 100MW，其中 Q3 无转让。25Q1-3 风场平均利用小时数 1730 小时，其中各季度分别为 635、620、475 小时，Q3 来风较少致风场运营收益有所下降。

销售费用环比大幅提升，投资收益+公允价值变动收益贡献较大：公司 25Q1-3 期间费用 46.2 亿元，同比-3.2%，费用率 9.6%，同比-3.7pct。25Q3 期间费用 18.1 亿元，同环比-12.2%/+23.6%，其中销售费用 5.3 亿元，同环比-18.0%/+102.4%，销售费用环比提升较多；费用率 9.2%，同环比-4/+1.5pct；25Q1-3 经营性净现金流净额-6.3 亿元，同比+58.7 亿元，其中 Q3 经营性现金流净额 23.2 亿元，同比+40.9%，环比+36.3 亿元；25Q3 末存货 216.5 亿元，较年初+46%。25Q3 公司确认投资净收益 3.95 亿元、公允价值变动净收益 4.74 亿元，主要为股票投资收益；此外，25Q3 公司确认其他收益 9778 万元。盈利预测与投资评级：我们维持 25 年盈利预测，预计 25 年归母净利润 33.5 亿元；考虑 25 年风机中标价小幅上涨，预计对应 26~27 年风机盈利能力具备向上弹性，我们上调 26~27 年盈利预测，预计 26~27 年归母净利润为 45.6/55.5 亿元（原值 40.9/48.4 亿元），25~27 年归母净利润同增 80%/36%/22%，对应 PE 19.6/14.4/11.9x，维持“增持”评级。

风险提示：国内外需求不及预期、风机竞争加剧、风场转让不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男 证券分析师：胡隽颖）

嘉必优（688089）：2025 年三季报点评：订单节奏波动致 Q3 经营降速，预计 Q4 较 Q3 显著优化

投资要点 事件：嘉必优披露 2025 年三季报，1-9 月实现营收 4.28 亿元，同比增长 10.56%；实现归属上市公司股东净利润 1.29 亿元，同比增长 54.18%；扣非归母净利润 1.18 亿元，同比增长 79.65%。2025Q3 实现营收 1.21 亿元，同比下滑 3.97%；Q3 归属上市公司股东净利润 0.21 亿元，同比增长 33.70%；扣非归母净利润 0.18 亿元，同比增长 42.23%，进入传统销售淡季，受到客户订单波动影响，Q3 收入及利润同比较 Q2 均略有降速。

订单节奏波动影响下 Q3 收入同比放缓，预计 Q4 较 Q3 显著优化：于国内市场嘉必优具备显著先发优势、且产品质量卓越，有望受益于本轮国标切换，ARA/DHA 下游需求走强；于海外市场，帝斯曼专利到期，新客户开拓在途、潜力较大，我们看好公司中长期需求。Q3 单季度营收同比降速主要系传统销售淡季及客户订单波动、提货节奏差异：（1）国内市场婴配奶粉的生产处于相对低位；（2）海外市场以雀巢和达能等大客户为例，Q3 正处于新财年采购和供应商额度分配的不确定阶段，致使订单波动；（3）

Q3 部分时间发酵生产处停产检修阶段（影响偏小）。预计 Q4 国内进入消费旺季、海外订单的确定性增强，出货节奏或较 Q3 更好。此外，我们认为利润增长或主要得益于国内核心客户表现较好，实现正向贡献，包括伊利、飞鹤等大客户，以及完达山等中小客户。产品类型叠加客户结构优化，毛利率进一步提高；降本增效深化、生产效率优化致盈利能力提升。Q3 综合毛利率 46.20%，同比上升 11.18pct，主要得益于产能利用率提升、工艺优化降低单位成本以及电价政策支持；此外高毛利的大客户收入占比提升亦对毛利率存正向提振。Q3 销售费用/管理费用/研发费用率分别为 5.81%/9.15%/9.48%，同比分别 +0.75/+2.38/-0.34pct，Q3 销售净利率同比增长 5.15pct 至 16.90%。现金流保持高质量，收现比为 1.38。公司 Q3 销售商品收到现金 1.68 亿元，同比增长 31.60%，收现比为 1.38；Q3 合同负债 1.03 亿元，环比 H1 增长 0.58 亿元；Q3 末账面货币资金余额 1.93 亿元，同比增加 0.87 亿元。增长质量优，报表余力充足。盈利预测与投资评级：新旧国标切换带来增量需求，叠加海外拓客可期，我们看好公司未来发展。考虑到 Q3 客户订单存波动，收入同比出现降速，我们调整 2025-2027 年公司营收至 6.04/6.70/7.56 亿元（前值 7.00/8.23/9.43 亿元），归母净利润为 1.72/2.08/2.50 亿元（前值 1.76/2.13/2.55 亿元），当前市值对应 PE 为 23.9x/19.8x/16.5x，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，折旧摊销风险，食品安全风险等。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：邓洁）

青岛啤酒（600600）：2025 年三季报点评：经典、白啤增势延续，所得税阶段性拖累利润

投资要点 事件：公司公告 2025 年三季报，25Q1-Q3 营收 293.67 亿元，同比+1.41%，归母净利润 52.74 亿元，同比+5.70%，扣非后归母净利润 49.22 亿元，同比+5.03%。其中 25Q3 营收 88.76 亿元，同比-0.17%，归母净利润 13.70 亿元，同比+1.62%，扣非后归母净利润 12.90 亿元，同比+2.41%。量价节奏相对平稳，经典、白啤增势延续。25Q1-Q3 总销量/主品牌销量/中高端以上销量/区域品牌销量分别同比 +1.6%/+4.1%/+5.6%/-1.6%，其中 25Q3 分别同比+0.3%/+4.2%/+6.8%/-4.8%（此前 25Q1 分别同比+3.5%/+4.0%/+5.3%/+2.8%、25Q2 为 +1.0%/+3.9%/+4.8%/-2.2%）。综合来看，一季度销量恢复到历史较好水平，二、三季度消费场景偏弱背景下仍韧性增长，我们预计前三季度白啤销量双位数增长、经典销量稳健增长、纯生仍有下滑。当前青啤新兴渠道保持领先，即时零售业务强化闪电仓、酒专营等新业态开发，对中高端品类有明显带动。25Q1-Q3 吨酒营收同比-0.2%至 4259.74 元/吨，其中 25Q1/25Q2/25Q3 吨酒营收分别同比-0.6%/+0.3%/-0.5%，价格端承压预计与货折加大、新零售渠道销量占比提升相关。毛销差维持改善，所得税阶段性拖累利润。25Q3 销售净利率同比+0.24pct 至 16.09%，毛销差维持改善、但所得税阶段性有所扰动。其中 25Q3 销售毛利率同比+1.44pct 至 43.56%（吨酒营收-0.50%、吨酒成本-2.97%），销售费用率同比-0.42pct 至 13.66%（主要系 24Q3 旺季全面增投费用下高基数所致），25Q3 毛销差同比+1.86pct 至 29.90%维持改善。此外，利息收入仍有减少，非经科目相对平稳，整体来看 25Q3 利润总额同比+4.89%，但受 25Q3 所得税率阶段性抬升影响（从 23%提升至 25%，预计主要系子公司盈利改善影响），25Q3 归母净利润小幅增长 +1.62%。关注外在 β 变化和青啤自身基本面 α 节奏。短期来看，当前餐饮端对啤酒销量贡献已至历史低位，关注政策端边际变化带来的 β 修复机会。而青啤新董事长上任以来对部分弱势省区进行主动变

革，关注后续弱势省区的量价节奏等。中期来看，借鉴海外啤酒巨头的发展路径，我们认为中国啤酒赛道是攻守兼备的优质主线，进攻层面来自升级的韧性及持续性，需求多元化的大众价位是中档放量核心支撑；防御层面来自啤酒产业处于资本开支相对稳健、现金流表现优秀的阶段，未来股息率的明显提升值得期待。

盈利预测与投资评级：短期关注外在 β 变化和青啤自身 α 节奏，中期维度青啤属于攻守兼备的优质标的，升级韧性、股息率提升是抓手。参考 25Q3 报表节奏，我们维持 2025~2027 年归母净利润预测为 47.41、52.92、58.23 亿元，对应当前 PE 分别为 19、17、15X，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不及预期；升级不及预期；非基地市场竞争加剧。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：郭晓东）

盐津铺子（002847）：2025 年三季报点评：利润超预期，实现高质量增长

投资要点 事件：公司 2025Q1-3 实现营业收入 44.27 亿元，同比+14.67%；归母净利润为 6.05 亿元，同比+22.63%。2025Q3 实现营业收入 4.86 亿元，同比+6.05%；归母净利润为 2.32 亿元，同比+33.55%。收入符合预期，魔芋保持放量。25Q3 渠道端我们预计仍是定量流通、量贩渠道增长较快，电商渠道仍在下滑。产品端我们预计魔芋保持翻倍增长，环比也仍在增长。

利润率超预期，继续环比提升。2025Q3 实现毛利率 31.6%，同比+1.0pct；实现毛销差 23.3%，同比+4.5pct；其他费用率相对稳定，管理/研发/财务费用率分别同比+0.1/-0.2/+0.3pct。最终实现销售净利率 15.6%，同比+3.1pct，环比+1.8pct；扣非归母净利率 14.8%，同比+4.0pct，环比+2.1pct。盈利端的优化我们认为主要源自渠道、品类结构的优化，以及内部供应链效率的持续提升。

大单品势能充足，利润率进入上行通道。公司目前主动收缩低毛利渠道和产品，最终体现为收入减缓但盈利质量显著改善。魔芋大单品营收同比、环比都保持良好的增长，规模效应释放也有利于净利率提升。综合来看，目前公司已经进入利润率上行通道。

盈利预测与投资评级：公司经营基本面稳健，三季度利润端超预期，我们略上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 8.2/10.1/12.2 亿元（此前盈利预测为 8.1/10.0/12.0 亿元），同比+29%/+22%/+21%，对应 PE 为 23/19/16X。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）

大金重工（002487）：2025 年三季报点评：毛利率创历史新高，欧洲交付份额已攀升至第一

投资要点 事件：公司 25 年 Q1-3 营收 46 亿元，同比+99.2%，归母净利润 8.9 亿元，同比+214.6%，扣非净利润 9 亿元，同比+247.8%，毛利率 31.1%，同比+3.9pct，归母净利率 19.3%，同比+7.1pct。其中 25 年 Q3 营收 17.5 亿元，同环比+84.6%/+3.2%，归母净利润 3.4 亿元，同环比+215.1%/+8%，扣非净利润 3.3 亿元，同环比+243.3%/+5%，毛利率 35.9%，同环比+10.7/+9.6pct，归母净利率 19.4%，同环比+8/+0.9pct。

欧洲交付份额攀升至第一。以 2025 年上半年单桩销售金额计，公司欧洲市场排名第一，市场份额为 29.1%。

汇兑收益无贡献，研发费用及所得税费用环比大幅提升。公司 25Q1-3 期间费用 3.6 亿元，同比+22.6%，费用率 7.9%，同比-4.9pct，其中 Q3 期间费用 2.3 亿元，同环比+100.5%/+142.4%，费用率 13.2%，同环比+1/+7.6pct，主要是 Q3 没有汇兑收益，以及 Q3 确认研发费用 1.2 亿元，研发费用率 6.6%环比提升 3.1pct。25 年 Q1-3 经营性净现金流净额 15.1 亿元，同比+173.6%，其中 Q3 经营性现金流净额 12.7 亿元，

同环比+317.8%/+146.4%。此外，25Q3 公司资产减值损失冲回 2159 万元、信用减值损失计提 324 万元；所得税费用 7037 万元，环比提升 3296 万元。新增首个海外重型甲板运输船建造合同，贡献增量业绩。公司首条自建的超大型甲板运输船 KING ONE 号已经顺利下水，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了首个外部市场化船舶建造合同。盈利预测与投资评级：我们维持 25 年盈利预测，预计 25 年归母净利润 11.0 亿元；考虑到公司在手订单不断累积，26~27 年出货有望上修，我们上调 26~27 年归母净利润至 17.1/23.1 亿元（原值 15.1/19.9 亿元），25~27 年归母净利润同增 133%/55%/35%，对应 PE 为 30.5/19.6/14.6x，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期，出口订单落地不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男 证券分析师：胡隽颖）

百润股份（002568）：2025 年三季报点评：25Q3 实现恢复性增长，持续关注动销反馈

投资要点 事件：百润股份 25Q1-Q3 营收 22.70 亿元，同比-4.89%，归母净利润 5.49 亿元，同比-4.35%，扣非后归母净利润 5.17 亿元，同比-7.93%。其中 25Q3 营收 7.81 亿元，同比+2.99%，归母净利润 1.60 亿元，同比-6.76%，扣非后归母净利润 1.61 亿元，同比-5.37%。预调酒边际企稳，威士忌贡献增量。25Q1-Q3 酒类业务收入 19.78 亿元，同比-5.89%，我们预计年初以来微醺维持双位数增长、强爽上半年双位数下滑/三季度以来收窄至个位数下滑。其中 25H1 酒类业务收入 12.97 亿元，同比-9.35%，25Q3 酒类业务收入 6.81 亿元，同比+1.49%，酒类业务经历上半年的调整之后，三季度呈现恢复性增长节奏，主要系强爽下滑收窄、果冻酒/轻享新品/威士忌贡献增量等。新品推广期费用投放加大，盈利有所承压。25Q3 销售净利率同比-2.15pct 至 20.52%，主要系税金及附加率抬升、新品推广期费用投放加大所致。其中 25Q3 销售毛利率为 70.19%、同比基本持平；25Q3 税金及附加率同比+1.50pct 至 6.81%，二季度以来延续提升节奏，我们推测与威士忌品类生产节奏相关；销售费用率同比+3.24pct 至 26.70%，管理费用率同比+0.53pct 至 6.69%，果冻酒 6 月上市后逐步在盒马/便利店铺货，轻享 7 月上市，同时崂州单一麦芽威士忌亦处于招商铺货阶段，新品集中推广致费用明显加大。此外，其他非经科目相对平稳。短期实现恢复性增长，持续关注动销反馈。短期来看，三季度在预调酒新品、威士忌增量带动下恢复增长节奏，预计四季度增势延续，后续关注威士忌及预调酒新品动销节奏。中期来看，预调酒业务品类创新能力强、产品营销经验足、全国化产能加持，随着 358 产品矩阵持续完善，未来有望持续受益于渗透率提升。此外威士忌业务先发优势明显，需持续营销投入等待动销拐点，未来威士忌第二曲线有望打开成长空间。盈利预测与投资评级：短期预调酒低位企稳、威士忌新品逐步贡献增量，中期关注威士忌第二曲线营销节奏及动销拐点。参考 25Q3 报表节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 7.28、8.78、10.23 亿元（前值为 7.86、9.02、10.48 亿元），对应当前 PE 分别为 39、33、28X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济不及预期；食品安全问题；预调酒销售不及预期、新品威士忌铺货不及预期。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东）

佩蒂股份（300673）：2025 年三季报点评：海外受关税拖累，静待边际改善

投资要点 事件：2025Q1-3 实现营收 10.9 亿元，同比-17.7%；实

现归母净利润 1.1 亿元，同比-26.6%；实现扣非归母净利润 1.1 亿元，同比-26.1%。2025Q3 实现营收 3.6 亿元，同比-24.3%；实现归母净利润 0.3 亿元，同比-39.4%；实现扣非归母净利润 0.3 亿元，同比-37.8%。海外有一定拖累，爵宴仍有不错增长。三季度收入承压我们预计主要是海外市场拖累，因承担关税影响价格下移，导致收入、毛利率均有影响。国内市场竞争有所加剧，我们预计爵宴仍保持营收高增，但增速放缓，好适嘉有一定压力。盈利端短暂承压。2025Q3 实现毛利率 32.2%，同比+1.3pct，环比-2.5pct；同比改善主要是自主品牌营收占比提升，环比承压与出口关税、国内竞争加剧均有关。销售/管理/研发费用率同比+3.0/+0.9/+1.1pct，主要受国内竞争环境影响。2025Q3 实现销售净利率 9.5%，同比-2.5pct，环比-4.7pct。关税影响偏短期，静待边际改善。未来展望：1）海外方面，关税影响在逐步减弱，后续预计主要是下游承担税率影响；2）国内短期竞争加剧，中长期来看市占率提升，小品牌被整合的趋势是清晰的。盈利预测与投资评级：考虑到短期收入端和净利率都有一定压力，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.6/2.3/2.8 亿元（此前的预测值为 1.9/2.5/3.0 亿元），同比-13%/+45%/+23%，对应 PE 为 27/18/15X。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）

瑞达期货（002961）：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润稳健增长，核心业务表现向好

投资要点 【事件】瑞达期货发布 2025 年三季度业绩：1）前三季度营业收入 16.2 亿元，同比-2.9%；归母净利润 3.9 亿元，同比+42.2%；对应 EPS 0.87 元，ROE 12.6%，同比+2.8pct。2）Q3 单季营业收入 5.7 亿元，同比-13.9%。归母净利润 1.6 亿元，同比+17.4%。3）归母净资产 31.0 亿元，较年初+7.4%，较年中+2.6%。营收：佣金净收入与投资收益大增，核心业务板块向好。1）前三季度手续费及佣金净收入 3.5 亿元，同比+26.6%；Q3 单季 1.4 亿元，同比+30.3%。主要受期货经纪与资管业务向好带动，前三季度手续费及佣金净收入分别为 3.0 亿元和 0.5 亿元，分别同比+21.6%、+78.4%。2）前三季度利息净收入 0.9 亿元，同比-12.6%；Q3 单季 0.3 亿元，同比-20.6%。3）前三季度投资收益+公允价值变动损益合计 3.7 亿元，同比大增 36.8%，主要是瑞达新控持有金融工具收益增加所致。4）前三季度其他业务收入（以风险管理业务为主）8.1 亿元，同比-20.4%，Q3 单季为 2.5 亿元，同比-34.1%。营业总支出同比-15.9%，主要受其他业务成本下降影响。1）前三季度业务及管理费 2.6 亿元，同比-5.7%；Q3 单季为 0.9 亿元，同比-10.1%。2）前三季度其他业务成本（以风险管理业务为主）8.0 亿元，同比-21.0%，预计主要受风险管理业务规模下降影响。3）前三季度信用减值损失 1188 万元，同比+329%，主要是计提应收货币保证金坏账准备增加所致。盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 5.3/6.2/7.0 亿元，同比增速分别为 38.9%/16.9%/12.9%，当前市值对应 2025E PE 19x，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）

新华都（002264）：2025 年三季报点评：淡季增速放缓，标品利润承压

投资要点 事件：公司发布 2025 三季报。2025 单三季度实现营收 5.9 亿元，同比-14.5%；实现归母净利 0.31 亿元，同比-31.4%。2025

前三季度实现营收 24.5 亿元，同比-11.8%；实现归母净利 1.8 亿元，同比-6.5%。

25Q3 受淡季需求不振+双十一预热提前影响，酒类 GMV 同比增速放缓。25Q3 公司报表营收同比下滑 14.5%，剔除会计准则调整影响，同口径营收可参考公司酒类 GMV 增速表现，估算同比实现低单增长。1) 销售端，2025 年 7~8 月淡季白酒开瓶需求低迷，叠加 9 月中秋错期，10 月双十一预热较往年提前，25Q3 整体销售均较为清淡。其中，高端价位国窖销售表现有明显承压，汾酒青 20 及玻汾增速相对积极，定制开发品如六年窖、老窖特曲传承礼盒等基本按年初规划节奏保持较快增长，Q3 新上的古井开发品亦贡献部分增量。2) 收现端，25Q3 公司收现同比-2.6%，与酒类 GMV 增速基本匹配。

批价下行致毛利承压，季度费用保持平稳。25Q3 公司销售净利率同比-1.2pct 至 5.2%，剔除资产减值损失及确认口径影响，净利率同比下降约 1.1pct，主系毛销差改善不及预期。①25Q3 公司综合毛利率为 26.3%，口径还原下同比约下滑 2~3pct，1 是公司加大即时零售平台布局力度，前期以标品引流，对产品结构略有拉低；2 是白酒价格体系进一步承压，公司标品销售利润空间相应受到一定影响；3 是部分百亿补贴的财务确认改为抵扣费用，对表观毛利率造成影响。②25Q3 毛销差还原口径后，估算同比下降 1~2pct，公司自 24H2 起推行 AI 人工替代，25H2 起销售费用去年同期基数回落，25Q3 销售费用同比降幅相应收窄至 6.7%，费率改善幅度有限。③25Q3 公司管理（含研发）费用同比-4.5%，年内各季度费用保持平稳。

多平台布局卡位增量入口，大单品战略持续深化。2025 公司在力保基石业务稳中求进的同时，积极探索新渠道、新业务、新模式、新产品、新技术。

①坚持大单品战略，完善产品矩阵：推动定制开发品如六年窖，老窖特曲传承礼盒、五粮液头曲五灵祥瑞礼盒等，实现放量增长；25Q3 顺利开发推出“古井贡酒年份原浆传承水晶版”新品上架抖音平台做重点培育。②扩大头部电商战略合作范围：布局美团歪马&闪购、抖音小时达、京东秒送等。③布局跨境电商，探索增量市场：战略布局东南亚电商市场，在印度尼西亚雅加达及中国香港设立子公司，与头部电商品牌如 Tik Tok 建立战略合作伙伴关系。深度合作金佰利、欧莱雅等母婴、美护、日化头部品牌，并于印尼本土孵化直播基地，复用国内成熟电商运营经验，目前印尼团队 TP 业务已走上正轨，月均 GMV 跻身 Tik Tok 前列。④数据驱动运营升级，推动 AI + Saas 商业化应用：公司聚焦数智化建设，利用自动化工具全面提升运营效率，目前电商营销垂直领域 AI Agent 产品已实现内部应用。未来伴随产品研发迭代，公司有望实现核心业务流程自动化，并将 AI 产品进行商用推广。

盈利预测与投资评级：参考 2025 年前三季度财报情况，考虑白酒行业整体销售增长趋缓、渠道利润压缩，且年内会计准则调整对收入确认口径产生影响，我们调整 2025~27 年归母净利润预测为 3.0、3.4、4.4 亿元（前值为 3.2、4.0、5.0 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 16、14、11X，维持“买入”评级。风险提示：宏观需求不及预期；电商平台流量增长趋缓；品牌代理授权变化较难预测。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

北汽蓝谷（600733）：2025 年三季报点评：毛利率单季度转正，享界放量可期

投资要点 公告要点：2025Q3 单季度营收为 58.7 亿元，同环比分别-3%/+2%；Q3 单季度归母净利润为-11.2 亿元；Q3 单季度扣非归母净利润为-11.4 亿元，同环比均减亏。

25Q3 毛利率转正。

1) 营收：25Q3 公司实现销量 4.4 万辆，同环比+11.3%/+12.5%，其中享界 Q3 销量为 0.8 万辆，环比-16.5%，享界销量占比为 18.5%，环比

-6.4pct，主要受到新车上市节奏影响。享界 S9T 于 9 月 16 日正式上市，售价 30.98 万元起，上市 25 天大定突破两万台，新车表现出色，将在 Q4 贡献销量增量。公司 Q3 整体 ASP 为 13.2 万元，同环比分别 -13.3%/-9.2%。2) 毛利率：公司 Q3 毛利率 1.8%，同环比分别 +8.5/+5.9pct。公司整体销量改善同时积极推进降本工作，毛利率同环比均实现改善。3) 费用率：公司 25Q3 销售/管理/研发费用率分别为 11.9%/3.5%/8.6%，同比分别 +1.9/-1.4/+1.3pct，环比分别 +3.0/-0.2/-1.7pct。4) 净利润：合并报表口径单车亏损 2.6 万元（扣非后），同环比均减亏。

盈利预测与投资评级：由于行业竞争加剧，我们下修公司 2025-2027 年归母净利润预期至 -49/-16/12 亿元（原为 -38/-15/13 亿元）。考虑享界后续放量可期，我们仍维持公司“买入”评级。

风险提示：新车上量不及预期风险；智能化技术创新低于预期等。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

睿创微纳（688002）：2025 年三季报点评：技术驱动与市场拓展协同发力，为可持续发展奠定坚实基础

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 40.86 亿元，同比去年 +29.72%；归母净利润 7.07 亿元，同比去年 +46.21%。

投资要点 盈利质量稳步提升，利润结构持续优化。2025 年前三季度，公司营收 40.86 亿元、归母净利润 7.07 亿元，同比分别增长 29.72%、46.21%，增速较 2024 年同期的 18.31%、24.94% 显著抬升，主因红外热成像核心器件订单在“低空经济”与海外户外夜视需求共振下放量，叠加高端新品毛利率更高，带动营业利润同比大增 79.62%。销售毛利率 51.97%，同比微升 1.66 个百分点，得益于晶圆级封装良率持续爬升与规模效应摊薄单位成本；销售净利率 15.15%，同比提升 2.90 个百分点，升幅快于毛利率，系利息收入、投资收益等贡献增量。费用端，研发费用 8.12 亿元，同比增 41.19%，占营收 19.87%，公司持续加码 ASIC 芯片与 8 μm 探测器迭代，技术壁垒进一步抬高；销售费用 1.67 亿元、管理费用 2.56 亿元，合计占营收 10.36%，同比微降 0.52 个百分点，费用率稳中趋降显示内部提效成果初显。

资产结构稳健，运营效率与产能布局同步提升。截至 2025 年三季度末，公司资产负债率 36.90%，同比下降 3.56 个百分点，杠杆水平稳居科创板安全区间。应收账款 15.42 亿元，较年初增加 6.32%，低于营收增速，周转天数稳中略降，显示回款节奏匹配销售扩张。存货 21.21 亿元，同比增长 22.86%，其中原材料与半成品占比提升，主要为四季度交付高峰提前备货，结合订单可见度，库存积压风险有限；合同负债 3.20 亿元，同比增 54.72%，预示下游客户提前锁货，未来收入确定性强。在建工程 1.47 亿元，同比大增 156.44%，对应无锡新厂区洁净产线扩建，固定资产 18.77 亿元基本持平，产能建设节奏与需求前瞻匹配，资产质量扎实，扩张步伐稳健。

现金流表现强劲，盈利变现能力与资本开支节奏匹配良好。2025 年前三季度经营性现金流净额 7.67 亿元，同比增长 322.20%，对净利润的“利润现金含量”达 1.24 倍，盈利变现能力显著增强；核心驱动在于销售商品收现 43.60 亿元，同比增长 46.49%，收现比 106.7%，营收“含现量”充足。应收账款净增加 0.94 亿元，存货净增加 3.94 亿元，两项合计占用资金约 4.88 亿元，但经营现金流仍大幅跑赢净利润，显示公司营运资本管控得当。

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们上调原来的预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 7.79/10.05/11.34 亿元，前值 6.70/8.74/10.55 亿元，对应 PE 分别为 48/37/33 倍，维持“买入”评级。

风险提示：1) 技术与产品研发

发风险；2）主营业务毛利率下降的风险；3）特种装备业务向民营资本开放相关政策变化的风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰）

国睿科技（600562）：2025 年三季报点评：雷达主业稳健增长、费用管控优化

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 21.18 亿元，同比去年+6.68%；归母净利润 3.73 亿元，同比去年+1.15%。

投资要点 盈利质量稳健提升，利润结构持续优化。截至 2025 年前三季度，国睿科技实现营业总收入 21.18 亿元，同比增长 6.68%；归属母公司股东的净利润为 3.73 亿元，同比增长 1.15%，扭转了 2024 年同期下滑态势，显示经营基本面逐步企稳。公司销售毛利率为 40.08%，与去年同期基本持平，销售净利率为 17.57%，虽略有下降，但仍维持在较高水平，反映出主业盈利能力具备韧性。费用端方面，研发费用达 1.19 亿元，虽同比微降 2.72%，但投入保持稳定，体现公司对技术创新的持续重视；销售费用 0.45 亿元、管理费用 0.81 亿元，分别同比下降 14.88%和 11.39%，表明公司在控费增效方面取得成效。值得注意的是，财务费用因利息收入减少而显著上升，但整体利润结构以主营业务为主，非经常性损益仅 0.09 亿元，扣非净利润同比增长 1.13%。

资产负债结构健康，资产运营效率稳步改善。截至 2025 年三季度末，公司资产负债率为 33.62%，较去年同期微降，整体杠杆水平保持稳健。有息负债方面，短期借款为 2.05 亿元，一年内到期的非流动负债 0.10 亿元，虽短期债务有所上升，但占总负债比例仍较低，偿债压力可控。应收账款为 45.42 亿元，同比增长 22.43%，略快于收入增速，但结合“销售商品、提供劳务收到的现金”达 19.60 亿元，回款能力实际有所增强，信用风险整体可控。存货为 20.99 亿元，同比基本持平，库存管理趋于稳定。合同负债为 4.49 亿元，虽同比下降 21.45%，但结合在手订单及预收结构，未来收入仍具一定可见度。固定资产 1.86 亿元、在建工程无新增，显示公司当前以轻资产运营为主，资本开支节奏理性，资产质量良好。

现金流表现显著改善，盈利变现能力明显增强。2025 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.42 亿元，虽仍为净流出，但同比大幅改善，主要得益于销售回款提速及税费支付节奏优化。投资活动现金净流出 0.11 亿元，其中购建固定资产等长期资产支付 0.11 亿元，资本开支极为克制，符合当前轻资产策略。筹资活动现金净流入 4.32 亿元，主要来自吸收投资 6.00 亿元及新增借款 1.80 亿元，有效补充了营运资金。

盈利预测与投资评级：公司业绩符合预期，我们基本维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 7.52/8.55/9.70 亿元，对应 PE 分别为 48/43/38 倍，维持“增持”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）

海兰信（300065）：2025 年三季报点评：盈利质量提升、产能布局加速，为长期竞争力奠定坚实基础

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 5.80 亿元，同比去年+128.52%；归母净利润 3980.86 万元，同比去年+290.58%。

投资要点 盈利正在“由虚向实”切换。2025 年前三季度公司营收 5.80 亿元，同比高增 128.52%，归母净利润 0.40 亿元，增速 290.58%，扭转了去年同期收入下滑近五成的颓势；增量主

要来自智能航海与海底数据中心订单集中交付，规模效应摊薄固定成本，使营业利润同比跃升 5.4 倍。销售毛利率 28.27%，同比回落约 23.89 个百分点，但主要系低毛利 EPC 项目收入占比提升所致，属于业务结构主动调整；销售净利率 6.93%，已较去年同期提升 3.2 个百分点，显示费用端控制得当。三费中，研发费用 0.43 亿元仅同比微增 1.24%，公司把资源集中于成熟产品线；销售费用 0.43 亿元同比持平，管理费用 0.54 亿元同比增幅 26.78%，主要因股权激励摊销一次性计入。资产结构更轻、杠杆更低，为下一轮扩张留足安全垫。截至 2025 年前三季度，资产负债率 21.83%，同比下降 3.4 个百分点，连续三年位于 30% 以下；有息负债仅 0.37 亿元，财务杠杆已降至历史低位。应收票据及应收账款 4.05 亿元，同比基本持平，但营收倍增带动周转天数由 360 天骤降至 190 天，回款速度显著加快。存货 1.31 亿元，同比下降 17.35%，库存风险可控；合同负债 0.90 亿元，订单能见度充足。在建工程 0.75 亿元、固定资产 3.08 亿元，分别同比增长 116% 与 17%，资本开支节奏与订单增长匹配，产能释放可期。现金流短暂“失血”但方向明确，全年有望回正。2025 年前三季度经营现金流 -0.28 亿元，主要因海底数据中心项目前期需垫付设备采购款，而客户按节点验收后付款，导致现金回收滞后于利润确认；若剔除存货及预付款增加 0.45 亿元的影响，核心经营现金流实际为正。利润现金含量 -0.69，看似偏低，却与行业“先建后付”结算模式吻合，属于阶段性现象。自由现金流 -1.27 亿元，但随着 Q4 客户验收回款高峰到来，全年经营现金流有望转正。盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们维持先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.99/1.24/1.34 亿元，对应 PE 分别为 148/118/110 倍，考虑到海底数据中心业务有望在生成式 AI 涌现的大环境下获得较好发展机会，因此维持“买入”评级。风险提示：1) 新业务转型风险；2) 募投项目风险；3) 应收账款风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

纳睿雷达 (688522)：2025 年三季报点评：技术驱动与订单放量双轮并进的高速成长期

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 2.54 亿元，同比去年 86.50%；归母净利润 7315.67 万元，同比去年 181.28%。投资要点 盈利质量显著提升，利润结构更趋健康。截至 2025 年前三季度，纳睿雷达实现营业总收入 2.54 亿元，同比增长 86.50%；归属于母公司股东的净利润达 0.73 亿元，同比大幅增长 181.28%，扣非后净利润 0.67 亿元，同比增长 125.09%，显示出强劲的内生增长动能。业绩高增主要受益于雷达产品交付节奏加快及高毛利项目占比提升。公司销售毛利率为 70.06%，虽较去年同期 76.08% 略有回落，但仍维持在较高水平，主要受原材料成本阶段性上行影响；销售净利率则由 19.10% 提升至 28.80%，反映费用管控成效显著。期间费用方面，销售费用 0.24 亿元、管理费用 0.30 亿元、研发费用 0.70 亿元，研发投入持续加码，彰显公司对技术创新的重视。资产结构稳健优化，负债水平可控。截至 2025 年三季度末，公司资产负债率为 13.57%，较去年同期 10.60% 小幅上升，仍处于极低杠杆区间，整体财务风险极低。公司无短期借款及长期借款，有息负债几乎为零，偿债压力微乎其微。应收账款为 1.96 亿元，同比下降 27.80%，显示回款能力明显增强，信用风险有效收敛。存货余额 2.80 亿元，同比增长 16.19%，但结合营收高增长来看，库存处于合理备货区间，未见积压风险。尤为亮眼的是合同负债达 2.06 亿元，同比激增 71.98%，

预示未来订单饱满、收入能见度高。现金流表现强劲，盈利变现能力显著增强。2025 年前三季度，公司经营活动现金流量净额达 0.77 亿元，同比大增 470.44%，远超同期净利润 0.73 亿元，“利润现金含量”高达 105.48%，充分验证盈利质量扎实。这一改善主要得益于应收账款回收加快及合同负债预收增加，有效转化为真金白银。销售商品、提供劳务收到的现金为 3.93 亿元，是营业收入的 154.79%，收入“含现量”极高。投资活动现金流净额为 0.32 亿元，其中购建固定资产等支付 1.04 亿元，资本开支节奏稳健。综合来看，公司不仅盈利高速增长，且现金流匹配度优异，季度环比趋势向好，业绩具备坚实支撑和持续兑现能力。盈利预测与投资评级：公司业绩符合预期，我们维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 2.12/3.55/4.81 亿元，对应 PE 分别为 57/34/25 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 核心竞争力风险；2) 经营风险；3) 宏观环境风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

三角防务 (300775)：2025 年三季报点评：产能爬坡完成、盈利质量修复、现金蓄势待发

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 12.47 亿元，同比去年-8.51%；归母净利润 3.75 亿元，同比去年+25.64%。投资要点 盈利修复通道已打开，利润含金量显著提升。2025 年前三季度公司实现营业总收入 12.47 亿元，虽同比下滑 8.51%，但归母净利润 3.75 亿元、同比大增 25.64%，增速转正且高于营收 34 个百分点，显示“减收增利”的剪刀差由成本端优化与税费节约共同促成。销售毛利率 42.90%，同比抬升 10.68 个百分点，主要受益高附加值航空锻件销售占比提升及原材料价格回落；销售净利率 30.12%，同比提高 8.19 个百分点，盈利弹性充分释放。费用端保持克制，销售、管理、研发费用分别为 0.07、0.51、0.65 亿元，三费合计 1.23 亿元，占营收比重 9.86%，其中研发费率 5.21%，为后续军品迭代储备技术，费用压力温和可控。资产负债表“轻装上阵”，资产更重、负债更轻、周转更快。截至 2025 年前三季度，公司资产负债率 30.02%，同比下降 8.29 个百分点，杠杆水平处于上市以来低位；有息负债合计仅 0.48 亿元，同比骤降 95.65%，长借清零，偿债安全边际大幅拓宽。应收账款 15.40 亿元，同比下降 17.26%，对应营收降幅-8.51%，回款速度明显快于销售下滑，信用风险收敛，结合合同负债 0.10 亿元小幅增加，下游需求能见度依旧清晰。固定资产 18.96 亿元，同比大增 130.80%，对应在建工程余额由 9.82 亿元锐减至 0.22 亿元，资本开支高峰已过，产能释放将为后续规模扩张提供硬核支撑。现金流由负转正、环比大幅改善，盈利“成色”获得现金背书。2025 年前三季度经营活动净现金流-0.39 亿元，同比收窄 93.42%，若剔除存货战略备货影响，当期核心经营现金流已接近持平；利润现金含量-10.40%，较去年同期-199.33%显著修复。销售商品收到现金 7.10 亿元，占营收 56.91%，同比提升 21.16 个百分点，收入“含现量”快速回升。期末现金余额 19.32 亿元，完全覆盖有息负债，后续随着高毛利订单交付及存货周转加快，经营现金流有望进一步回正，为新一轮军品放量与股东回报奠定稳健现金基础。盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们维持先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.59/5.71/5.96 亿元，对应 PE 分别为 31/25/24 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 客户集中度较高及主要客户依赖的风险；2) 丧失核心竞争力风险；3) 军品定价方式对公司盈利造成波动的风险。

(证券分析师: 苏立赞 证券分析师: 许牧 证券分析师: 高正泰)

钢研高纳 (300034): 2025 年三季报点评: 高景气赛道优势未改, 蓄势以待下一轮业绩弹性

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 28.04 亿元, 同比去年+10.69%; 归母净利润 1.25 亿元, 同比去年-46.97%。

投资要点 增收不增利, 短期扰动不改高温合金赛道高景气。2025 年前三季度, 公司营业总收入 28.04 亿元, 同比+10.69%, 而归母净利润 1.25 亿元, 同比-46.97%, 出现“增收不增利”反差。主因系高温合金军民订单结构变化: 军品价格年降条款集中兑现, 民品营收占比提升但毛利率低, 拖累整体销售毛利率由 31.43% 降至 24.19%。叠加镍、钴等贵金属价格高位, 营业成本同比+22.38%, 销售净利率亦从 12.98% 压缩至 7.81%。费用端保持战略定力, 销售费用 0.45 亿元, 公司精简客户维护模式; 管理费用 2.02 亿元, 随规模扩张同步抬升; 研发费用 1.38 亿元, 与去年基本持平, 占营收 4.92%, 持续加码新一代单晶、粉末合金等卡脖子环节。 杠杆稳、订单足, 资产质量为下一轮扩张蓄力。截至 2025 年第三季度, 公司资产负债率 44.46%, 同比降 2.72 个百分点, 连续第三年低于 50%, 杠杆保持温和。有息负债合计 7.40 亿元, 仅占总资产 9.50%, 且长短结构均衡, 偿债安全边际充足。应收账款 19.63 亿元, 同比增 8.03%, 但增速低于营收增速, 回款节奏总体匹配。存货 18.36 亿元, 同比-10.86%, 结合营收增长, 判断前期战略库存已逐步转化为交付, 周转有望提速。合同负债 2.85 亿元, 虽有阶段性回落, 但绝对额仍处近三年高位, 预示四季度及明年上半年排产饱满。整体来看, 公司资产端“重研发、轻库存、稳应收”, 负债端“低杠杆、长周期”, 结构健康, 为新一轮景气周期储备了充裕的资产负债表空间。

现金流匹配性: 盈利短期承压, 但经营现金流已现边际修复。2025 年前三季度经营现金流净额-2.83 亿元, 虽为负值, 同比已收窄 24.65%, 边际改善显著。净利润 2.19 亿元, 利润现金含量-1.29, 主要受存货去库及应收增加影响, 但两项同比增幅均低于营收, 显示“剪刀差”正在收敛。投资现金流净额-0.68 亿元, 资本开支仅 0.76 亿元, 同比-65.74%, 上一轮扩产高峰已过, 后续进入产能爬坡与良率提升阶段, 资本支出压力大幅缓解。综合判断, 公司盈利与现金流阶段性背离, 但库存去化、资本支出收敛、融资渠道畅通三大信号叠加, 四季度经营现金流有望继续回正。

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合市场预期, 我们维持先前的预期, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.65/3.29/3.76 亿元, 对应 PE 分别为 50/41/36 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 商誉减值风险; 2) 原材料价格上涨风险; 3) 业绩承诺无法完成风险; 4) 行业政策调整风险。

(证券分析师: 苏立赞 证券分析师: 许牧 证券分析师: 高正泰)

北方导航 (600435): 2025 年三季报点评: “十四五”末期迎来订单交付高峰, 实现营收与利润强劲反弹

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 24.68 亿元, 同比去年+210.01%; 归母净利润 1.25 亿元, 同比去年+268.83%。

投资要点 盈利质量显著改善, 利润结构趋于健康。截至 2025 年前三季度, 北方导航实现营业总收入 24.68 亿元, 同比增长 210.01%; 归属于母公司股东的净利润达 1.25 亿元, 同比大幅增长 268.83%, 成功扭转 2024 年同期亏损局面。业绩高增长主要源于主营业务订单放量及交付节奏加快, 带动收入规模快速扩张。公司销

售毛利率为 20.32%，虽较 2024 年同期的 31.24% 有所回落，但考虑到收入基数大幅增长及产品结构可能向中低毛利项目倾斜，毛利率仍处合理区间；销售净利率回升至 4.52%，反映费用控制与运营效率同步优化。费用端看，销售费用 0.36 亿元、管理费用 1.68 亿元，而研发费用增至 2.03 亿元，显示公司在保持稳健运营的同时持续加大技术投入，利润增长具备一定可持续性。

资产结构稳健优化，负债水平可控，运营效率有所提升。截至 2025 年三季度末，公司资产负债率为 54.60%，较 2024 年同期的 47.65% 有所上升，但仍处于合理区间，整体杠杆水平可控。有息负债方面，一年内到期的非流动负债为 0.04 亿元，短期偿债压力有限。应收账款为 46.95 亿元，同比增长 34.64%，结合合同负债大幅增长至 3.49 亿元，同比激增 239.45%，表明公司在扩大销售的同时增强了预收能力，未来收入能见度较高。存货 8.40 亿元，同比增长 23.56%，与收入扩张节奏基本匹配，未见明显积压风险。在建工程 0.41 亿元，同比下降 60.32%，固定资产 7.99 亿元，同比增长 7.24%，表明前期资本开支逐步转固，产能扩张趋于理性，资产质量整体健康。

经营现金流显著改善，盈利变现能力增强，自由现金流压力缓解。2025 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 -1.96 亿元，虽仍为净流出，但同比大幅改善，主要得益于销售回款强劲——销售商品、提供劳务收到的现金达 27.02 亿元，同比增长 209.84%，与营收增速高度匹配，收入“含现量”良好。投资活动现金净流出 0.72 亿元，其中购建固定资产等支付 0.89 亿元，资本开支审慎；筹资活动净流出 0.06 亿元，融资行为趋于平稳。

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们维持先前的预期，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.23/2.74/3.04 亿元，对应 PE 分别为 99/81/73 倍，维持“买入”评级。

风险提示：1) 商誉减值风险；2) 原材料价格上涨风险；3) 业绩承诺无法完成风险；4) 行业政策调整风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰)

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>