



万联晨会

2025 年 10 月 28 日 星期二

概览

核心观点

【市场回顾】
周一 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 1.18%，深成指收涨 1.51%，创业板指收涨 1.98%。沪深两市成交额 23399.22 亿元。申万行业方面，通信、电子、综合领涨，传媒、食品饮料、房地产领跌；概念板块方面，存储芯片、同花顺果指数、AI PC 概念涨幅居前，赛马、电子竞技、海南自贸区概念跌幅居前。港股方面，恒生指数收涨 1.05%，恒生科技指数收跌 0%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 0.71%，标普 500 收涨 1.23%，纳指收涨 1.86%。

【重要新闻】
【9 月规上工业企业利润增速加快】国家统计局公布数据显示，9 月份，我国规模以上工业企业利润同比增长 21.6%，较 8 月份加快 1.2 个百分点，连续两个月增速超过 20%。高技术制造业、装备制造业等新质生产力较快增长，私营和外资企业利润明显加快。
【QFII 加码顺周期领域】随着三季报披露进入高峰期，QFII 的最新持仓路径也随之清晰。截至目前，Wind 数据显示，已有 236 家 A 股上市公司的前十大流通股股东名单中出现 QFII 身影，QFII 合计持股量达 10.18 亿股。以今年三季度末收盘价核算，这 10.18 亿股市值合计达 212.83 亿元。三季度 QFII 呈现新进与增持动作并进特征，新进重仓个股数量达 93 只，同时对 67 只个股进行了不同幅度的增持。行业配置上，QFII 加码顺周期领域，有色金属、电力成为加仓的热门方向。

研报精选

深化投融资综合改革，持续增强我国资本市场吸引力、竞争力
9 月社零总额同比+3.0%，增速同比、环比均下降
2025H1 汽车板块营收增速略高于利润增速，整车制造利润承压
逆变器出口：整体环比回调，大洋洲保持高景气
电力设备出口：变压器出口高景气，开关、电缆出口回升
全国化战略进入收获期，多元化产品矩阵成型
需求端承压致营收负增长，利润端保持韧性
利润端有所承压，三季度驱蚊产品收入高增

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,996.94	1.18%
深证成指	13,489.40	1.51%
沪深 300	4,716.02	1.19%
科创 50	1,484.21	1.50%
创业板指	3,234.45	1.98%
上证 50	3,069.53	0.78%
上证 180	10,317.48	1.37%
上证基金	7,167.52	0.21%
国债指数	224.80	-0.02%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	47,544.59	0.71%
S&P500	6,875.16	1.23%
纳斯达克	23,637.46	1.86%
日经 225	50,512.32	2.46%
恒生指数	26,433.70	1.05%
美元指数	98.82	-0.12%

主持人： 冯永棋
Email: fengyql@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周一 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 1.18%，深成指收涨 1.51%，创业板指收涨 1.98%。沪深两市成交额 23399.22 亿元。申万行业方面，通信、电子、综合领涨，传媒、食品饮料、房地产领跌；概念板块方面，存储芯片、同花顺果指数、AIPC 概念涨幅居前，赛马、电子竞技、海南自贸区概念跌幅居前。港股方面，恒生指数收涨 1.05%，恒生科技指数收跌 0%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 0.71%，标普 500 收涨 1.23%，纳指收涨 1.86%。

【重要新闻】

【9 月规上工业企业利润增速加快】国家统计局公布数据显示，9 月份，我国规模以上工业企业利润同比增长 21.6%，较 8 月份加快 1.2 个百分点，连续两个月增速超过 20%。高技术制造业、装备制造业等新质生产力较快增长，私营和外资企业利润明显加快。

【QFII 加码顺周期领域】随着三季报披露进入高峰期，QFII 的最新持仓路径也随之清晰。截至目前，Wind 数据显示，已有 236 家 A 股上市公司的前十大流通股股东名单中出现 QFII 身影，QFII 合计持股量达 10.18 亿股。以今年三季度末收盘价核算，这 10.18 亿股市值合计达 212.83 亿元。三季度 QFII 呈现新进与增持动作并进特征，新进重仓个股数量达 93 只，同时对 67 只个股进行了不同幅度的增持。行业配置上，QFII 加码顺周期领域，有色金属、电力成为加仓的热门方向。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

研报精选

深化投融资综合改革，持续增强我国资本市场吸引力、竞争力 ——策略快评报告

投资要点：

事件：10 月 27 日下午，以“创新、变革、重塑下的全球金融发展”为主题的 2025 金融街论坛年会在北京开幕。证监会主席吴清发表主题为《发挥投融资综合改革牵引作用，推动“十五五”资本市场高质量发展》的演讲。

深化资本市场改革，增强多层次资本市场体系的包容性和覆盖面，服务我国高水平科技自立自强的加快发展：吴清主席发言中多次强调增强多层次资本市场体系的包容性和覆盖面，“十五五”期间是新一轮科技革命和产业变革的重要发展时期，新产业、新业态的快速发展尤其需要资本市场的大力支持，不断增强资本市场的包容性、适应性，才能更快更好的服务和促进新兴产业的发展壮大。吴清主席也具体提到对多层次资本市场的持续改革，科创板科创成长层将迎来首批新注册企业上市，试点引入资深专业机构投资者；将启动创业板深化改革，设置更加符合新兴产业和未来产业的上市标准；持续推动北交所、新三板等的高质量发展，服务创新型中小企业的发展融资需求等。预计“十五五”期间，我国多层次资本市场“含科量”将大为提升，资本市场也将成为我国高水平科技自立自强发展的重要推动助力。

持续夯实市场稳定基础，不断提升上市公司质量，促进上市公司做优做强，增强我国资本市场的吸引力和竞争力。吴清主席在演讲中也再次强调，高质量上市公司是资本市场稳定运行的基石。拓宽并购重组渠道，促进上市公司通过产业整合做优做强，同时，督促上市公司加大分红回购增持力度，形成向股东融资和给予股东分红的良性循环。在资金

端，充分发挥中长期资金“压舱石”和“稳定器”作用，构建“长钱长投”的市场生态。随着上市公司质量和中长期投资资金占比的提升，市场稳定性和吸引力将有望大大增强。

在扩大高水平制度型对外开放和大力提升投资者权益保护方面，吴清主席也提到了一系列举措。虽然未来五年我国资本市场发展仍将面临复杂深刻的变化，在全球资本配置格局和科技创新趋势发展变革中，只有不断深化投融资综合改革，持续提升我国多层次资本市场体系的包容性和适应性，我国资本市场的吸引力和竞争力就会不断增强，服务我国高水平科技发展的能力也将会不断增强。

风险因素：地缘政治冲突加剧；国内经济表现不及预期；政策效果不及预期；市场环境发生重大变化等。

分析师 徐飞 执业证书编号 S0270520010001

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

9月社零总额同比+3.0%，增速同比、环比均下降

——2025年9月社零数据跟踪报告

投资要点：

总体：2025年9月社零同比+3.0%，增速同比下降、环比下降。2025年9月我国社会消费品零售总额41,971亿元，同比增长3.0%，较去年同期增速下降0.2pcts，较8月增速环比下降0.4pcts。①商品零售增速下降，餐饮收入增速下降。2025年9月商品零售同比+3.30%，较8月增速环比-0.3pcts；餐饮收入同比+0.90%，较8月增速环比-1.2pcts，小幅下降。限上企业商品零售额同比+2.7%，较8月增速环比+0.1pcts。②按地区分类：城镇和乡村社零增速继续下降，乡村增速高于城镇。9月城镇消费品零售额同比+2.9%，较8月增速环比-0.3pcts；9月乡村消费品零售额同比+4.0%，较8月增速环比-0.6pcts。

细分：通讯器材类、体育娱乐用品类、家具类增速亮眼，均超+11%。2025年9月份，限额以上单位16类商品中，3类商品（饮料类、石油及制品类、建筑及装潢材料类）为负增长，其余为正增长，其中通讯器材类、体育娱乐用品类、家具类增速亮眼，均超+11%。较2025年8月增速来看，7类商品（日用品类、饮料类、金银珠宝类、家用电器和音像器材类、文化办公类、家具类、体育娱乐用品类）零售额同比增速回落，其中1类商品（饮料类）由正转负，6类商品（日用品类、金银珠宝类、家用电器和音像器材类、文化办公用品类、家具类、体育娱乐用品类）保持正增长而增长幅度有所减少；6类商品（粮油、食品类、中西药品类、服装鞋帽针纺织品类、化妆品类、通讯器材类、汽车类）保持正增长且增幅扩大，1类商品（烟酒类）零售额同比增速由负转正，2类商品（石油及制品类、建筑及装潢材料类）保持负增长但降幅收窄。

网上：1-9月线上零售额累计同比+9.8%。2025年1-9月，全国网上零售额112,830亿元，同比+9.8%，较2024年同期+1.2pcts，占社会消费品零售总额的比重为30.84%。其中，实物商品网上累计零售额为91,528亿元，同比增长6.5%，在实物商品网上零售额中，吃类/穿类/用类商品分别增长15.1%/2.8%/5.7%。

投资建议：2025年9月社会消费品零售总额同比+3.0%，增速同比下降、环比下降。本月体育娱乐用品类、通讯器材类、家具类零售额同比增速相对较高。体育娱乐类消费活力持续，9月份限额以上体育用品类零售额同比增长11.9%，但增速有所回落，可能与暑期旺季结束有关；“国补”政策持续显效，9月份限额以上单位通讯器材类零售额同比增长16.2%，家具类增长16.2%，其中通讯器材类增速显著上升，可能与9月开学季商品促销有关，而家具类则延续年初以来两位数增长态势，但增长略有回落；同时，由于中秋节从去年9月份变为今年10月份，餐饮收入增速下降较为明显。

建议关注：（1）食品饮料：①白酒行业：我们判断白酒行业处于筑底阶段，低估值+高分红为股价提供强支撑，因此向下空间有限，预计随着渠道库存逐步出清，市场有望提前于白酒企业报表端业绩拐点而迎来向上拐点，可以静待投资机会。②大众食品：2025年

扩内需政策加码，同时一些细分行业的原料成本处于下降通道或者底部区域，从而有利于利润释放和业绩向好，建议关注乳制品、饮料、啤酒、调味品等行业。（2）社会服务：作为提振消费的核心抓手之一，社服多个赛道今年迎来业绩增长良机，建议关注受益于政策重点利好的旅游、免税、酒店、餐饮、教育龙头。（3）商贸零售：①黄金珠宝：在全球贸易环境多变、美元信用体系受冲击的背景下，黄金作为避险资产的吸引力进一步提升，金价有望持续上涨。同时，国潮文化影响下，消费者更愿意为产品工艺支付溢价，建议关注注重产品设计、运营能力强、品牌势能强、高分红+高股息的黄金珠宝龙头企业。②化妆品：近年来国货美妆企业愈发重研发投入，不少国货品牌凭借出众的产品力脱颖而出，即便在行业需求疲软的背景下依然取得亮眼增长。年轻一代消费者对于国货美妆品牌的接受度逐渐提高，国货品牌有望进一步抢夺国外品牌的份额，实现市占率提升。建议关注强研发、产品力和营销能力优秀的国货化妆品龙头公司。（4）轻工制造：随着2025年各地加力促进房地产市场的止跌回稳，以及“以旧换新”政策补贴的进行，家居、家电需求端有望得到提振，建议关注产品力强、渠道多样化、具备规模优势的家居和家电企业。

风险因素：政策力度不及预期风险、消费复苏不及预期风险、宏观经济增长不及预期风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

2025H1 汽车板块营收增速略高于利润增速，整车制造利润承压 ——汽车行业跟踪报告

投资要点：

2025H1 汽车板块在激烈竞争中实现稳健增长，营收增速略高于利润增速。2025 年 1-6 月汽车板块实现营收 19,287.64 亿元，同比增长 7.56%；实现归母净利润 801.38 亿元，同比增长 6.16%。汽车板块营收的增长主要得益于新能源汽车销量爆发与海外市场拓展。新能源汽车的销量增长是拉动营收向上的主要引擎，但其内部的激烈竞争也是导致利润增速低于营收增速的主要原因。同时，“出海”成为重要的增长极和利润缓冲垫，海外市场通常利润率更高，在一定程度上对冲了国内市场的“内卷”压力。

2025H1 汽车板块毛利率有所下降，但费用控制得到一定改善。2025 年 1-6 月汽车板块整体毛利率与净利率分别为 15.56%和 4.34%，较 2024 年同期分别下降 0.52 和 0.06 个百分点。毛利率下降的主要原因为车企为了刺激需求、清理库存、争夺新能源市场份额，普遍采取了降价、增配降价等促销手段，直接拉低了单车售价和毛利空间。但在毛利率明显承压的情况下，净利率保持了相对稳定。2025 年 1-6 月汽车板块整体销售费用率、管理费用率与财务费用率分别为 3.44%、3.66%、-0.54%，较 2024 年同期分别-0.59、+0.09 和-0.71 个百分点。这表明车企通过严格的费用管控，对冲了大部分毛利率下滑带来的负面影响。其中销售费用率下滑幅度较大，“降价”本身取代了部分传统的营销支出，车企将原本可能用于广告、渠道返利的预算，直接转化为对消费者的“官降”或现金优惠，这种方式的营销在财务上直接体现为收入的减少而非销售费用的增加。

汽车各子板块：整车制造利润承压。子板块营收及归母净利润方面，2025 年 1-6 月乘用车、汽车零部件、商用车、摩托车及其他、汽车服务板块分别实现营收 9,453.83 亿元、7,164.60 亿元、1,725.50 亿元、497.99 亿元、445.73 亿元，同比+9.73%、+13.18%、-0.54%、+23.19%、-47.38%；分别实现归母净利润 281.76 亿元、431.87 亿元、40.68 亿元、41.84 亿元、5.23 亿元，同比-7.88%、17.06%、-16.74%、34.61%、3816.73%。在总量个位数增长的背景下，汽车行业内部各子板块分化较为明显。子板块毛利率及净利率方面，2025 年 1-6 月乘用车、汽车零部件、商用车、摩托车及其他、汽车服务板块毛利率分别为 14.36%、18.49%、10.40%、20.64%、8.02%，净利率分别为 3.03%、6.44%、2.50%、8.22%、1.23%。各子板块毛利率具有不同程度的下滑，乘用车及商用车净利率也有所下滑。摩托车及其他板块盈利质量较好，毛利率高达 20%以上，其产品（尤其是中大排量摩托车）

具备较强的品牌溢价和消费属性，消费者对价格的敏感度相对较低，8.22%的净利率也表明其费用控制得当。汽车零部件板块毛利率远高于下游的乘用车和商用车整车厂，具有一定的技术壁垒与议价权。商用车和乘用车板块是竞争压力集中的体现，盈利能力和空间被压缩。汽车服务超低的毛利率和净利率说明其核心业务本身的盈利模式较为传统且艰难。

投资建议：SW 汽车行业 2025 年上半年行业整体营收、净利润实现同比增长，但利润增速不及营收增速，且内部子板块业绩较为分化。在行业整体增速放缓、内部激烈分化的背景下，重点布局盈利能力强、增长确定性高的细分领域，汽车零部件板块拥有较强的盈利韧性和增长质量，重点关注在“电动化、智能化”领域拥有高技术壁垒和客户粘性的汽车零部件核心供应商。

风险因素：全球新能源汽车渗透率不及预期风险、下游需求不及预期风险、市场竞争加剧风险、政策及贸易关税变动风险。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

逆变器出口：整体环比回调，大洋洲保持高景气 ——电力设备行业跟踪报告

核心观点：2025 年 10 月 20 日，海关总署发布 2025 年 9 月逆变器出口数据。2025 年 9 月，我国逆变器出口金额为 50.67 亿元，环比下降 19.37%，同比增长 4.60%，环比降幅扩大，同比增速小幅回升。2025 年 1-9 月，我国逆变器累计出口金额为 483.22 亿元，同比增长 7.30%。分地区来看，亚洲市场结构性调整延续，出口环比回落，同比小幅下降；欧洲出口环比下滑显著，英国市场表现亮眼；北美需求疲弱，出口规模继续收缩；拉美市场整体回调，同比保持高增长；非洲市场分化，南非表现较好，尼日利亚则环比有所回落，同比保持高增长；大洋洲保持高位运行，出口动能延续。整体来看，9 月逆变器出口区域分化增强，多地区出现结构性调整，大洋洲市场表现亮眼，持续高景气。

投资要点：

分到达地区来看：

亚洲：市场延续结构性调整，阿联酋、印度市场相对较好。2025 年 9 月，我国对亚洲地区逆变器出口金额为 16.95 亿元，环比下降 12.70%，同比下降 3.48%，整体出口规模环比略有回落。分国家来看，2025 年 9 月，我国对沙特、阿联酋、印度、巴基斯坦逆变器出口金额分别为 0.10、2.81、2.65、0.83 亿元，分别同比-80.56%、+85.18%、+48.99%、-55.06%。整体来看，亚洲市场延续结构性调整，区域内部走势分化加剧。中东市场波动较大，沙特出口显著下滑，环比下降超九成；阿联酋出口高位震荡，环比下调 31%，同比保持高增长；印度市场短期回调，环比下降，同比保持高增长；巴基斯坦市场持续疲弱，出口环比、同比双降。

欧洲：出口环比大幅下滑，同比小幅下降。2025 年 9 月，我国对欧洲地区逆变器出口金额为 18.81 亿元，环比下降 30.11%，同比下降 9.51%，出口环比明显滑落，同比小幅下降。分国家来看，2025 年 9 月，我国对德国、荷兰、英国、波兰逆变器出口金额分别为 2.97、8.62、1.27、0.54 亿元，分别同比-9.01%、-8.56%、+33.19%、-70.04%。其中，对德国出口环比回落、同比小幅下降；对荷兰出口环比大幅回调、同比微降；对英国出口则同环比回升，表现亮眼；对波兰出口环比和同比均显著下滑，降幅居前。

其他地区：北美、拉美市场回调，大洋洲出口保持高景气

北美：出口延续回落态势，环比与同比均下降。2025 年 9 月，我国对北美地区逆变器出口金额为 1.51 亿元，环比-16.99%，同比-24.84%。其中，2025 年 9 月，我国对美国逆变器出口金额为 1.38 亿元，环比-10.81%，同比-24.90%。整体来看，北美市场需求持续偏弱，出口规模较上月继续收缩。

拉丁美洲：市场整体回调，同比保持高增长。2025 年 9 月，我国对拉美地区逆变器出口金额为 5.29 亿元，环比-5.07%，同比+36.60%。分国家来看，2025 年 9 月我国对巴

西、墨西哥逆变器出口金额分别为 2.02、0.74 亿元，分别同比+7.61%、-19.02%。巴西短期波动较大，环比大幅下降；墨西哥环比小幅下滑。

非洲地区：南非出口整体回升，尼日利亚出口同比保持高增长。2025 年 9 月，我国对非洲地区逆变器出口金额为 3.73 亿元，环比-13.42%，同比+22.69%。其中，2025 年 9 月，我国对南非、尼日利亚逆变器出口金额分别为 1.10、1.06 亿元，分别环比+25.65%、-1.97%，同比+88.49%、+48.61%。整体来看，南非市场整体回升，实现同环比高增长，尼日利亚出口保持稳健，环比小幅回落，同比保持高增长。

大洋洲：出口金额保持高位，环比小幅回调，同比延续高增长。2025 年 9 月，我国对大洋洲地区逆变器出口金额为 4.56 亿元，环比-7.17%，同比+288.29%。其中，2025 年 9 月，我国对澳大利亚逆变器出口金额为 4.47 亿元，环比-4.34%，同比+305.75%。整体来看，大洋洲市场出口保持高景气，增长动能强劲。

分发货地来看：

广东、安徽出口同环比双降，浙江、江苏同比保持增长。2025 年 9 月，我国广东、浙江、安徽、江苏逆变器出口金额分别为 18.25、13.65、4.64、6.86 亿元，分别环比-19.40%、-17.30%、-38.34%、-17.36%，同比-2.78%、+10.69%、-13.68%、+59.32%。从省份表现看，广东出口环比下滑，同比小幅下降；浙江、江苏出口环比回落，但同比保持增长；安徽出口环比与同比双降。

注：各省份主要逆变器公司如下，广东（盛弘股份、禾望电气、华为）；江苏（固德威、上能电气）；浙江（德业股份、锦浪科技、艾罗能源、昱能科技、禾迈股份）；安徽（阳光电源）。

投资建议：长期来看，全球可再生能源装机快速增长，电网不稳定性增加，储能需求有望持续提升。分地区来看：（1）欧洲户储库存影响减弱，大储装机规模增长提速，接替户储增量，整体市场有望逐步回暖；（2）美国大储装机需求较大，储能项目并网有望加速，带动市场规模增长，当前美国关税影响有所减弱，出口有望实现回升；（3）新兴市场增长较快，亚洲、非洲、南美、大洋洲等地区户储空间广阔，有望为储能需求增长持续提供新动能；（4）中东可再生能源投资增长，储能项目投建加速，沙特、阿联酋的大储装机有望保持稳定增长。建议关注海外布局完善、市场地位领先的龙头个股。

风险因素：海外市场需求不及预期、贸易政策变动、极端天气影响、行业竞争加剧、产品价格下行等。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

电力设备出口：变压器出口高景气，开关、电缆出口回升 ——电力设备行业跟踪报告

核心观点：2025 年 10 月 20 日，海关总署发布 2025 年 9 月电力设备出口数据。2025 年 9 月，电力设备出口表现稳定，9 月合计出口金额为 86.47 亿元，环比增长 9.17%，同比增长 48.97%，1-9 月累计出口金额达到 655.96 亿元，同比增长 36.33%。细分产品来看，变压器出口高景气延续，非洲市场领涨，欧洲市场环比高位回落，同比保持高增长；电表出口回调明显，主要市场需求偏弱，整体需求有待修复；开关环比小幅回升，同比保持高增长，非洲与拉美地区表现突出，同比保持高增速；电缆出口延续回升态势，拉美市场表现亮眼，亚洲稳中有升，欧洲出现回调。

投资要点：

变压器（>16kVA）：出口持续高景气，非洲市场同比增速领先

9 月出口表现强劲，环比显著上升，同比保持高增速。2025 年 9 月，我国变压器出口金额为 53.81 亿元，环比增长 14.06%，同比增长 60.40%，出口规模创近年新高，增速较 8 月明显加快，延续高景气态势。2025 年 1-9 月，我国变压器累计出口金额为 350.92 亿元，同比增长 52.73%，行业整体保持稳健增长势头。

亚洲和非洲地区表现突出，北美地区回升。2025 年 9 月，我国对亚洲、非洲、欧洲、北美、拉美的变压器出口金额分别为 26.53、6.80、11.60、3.20、5.24 亿元，分别同比+47.87%、+207.47%、+69.26%、+16.11%、+52.77%，我国对亚洲、非洲及拉美地区出口金额表现亮眼，同环比实现高增长，其中，对亚洲、非洲地区出口金额创近年新高；对北美出口出现回升，同环比实现正增长；对欧洲出口环比回落 23.1%，同比保持高增长。

电表：出口同比下降，大洋洲地区表现相对稳健

9 月出口回调明显，环比下降。2025 年 9 月，我国电表出口金额为 7.02 亿元，环比下降 19.58%，同比下降 25.49%。全年来看，2025 年 1-9 月，我国电表累计出口金额为 77.05 亿元，同比下降 6.03%。

分地区来看，大洋洲地区表现较好，亚、非、欧市场均下滑。亚洲、非洲、欧洲是我国电表出口的主要市场。2025 年 9 月，我国对亚洲、非洲、欧洲的电表出口金额分别为 2.50、1.58、2.14 亿元，分别同比-22.56%、-39.10%、-20.38%，亚洲、非洲、欧洲地区均同比下降。另外，大洋洲地区表现较好，同比保持大幅增长，环比+4.87%、同比+158.94%，市场整体保持活跃。整体来看，电表出口主要市场需求转弱，出口同比降幅扩大。

开关(>1kV)：出口同环比增长，非洲、拉美地区表现亮眼

9 月出口环比回升，同比维持高增速。2025 年 9 月，我国开关出口金额为 7.32 亿元，环比+6.50%，同比+84.41%，延续较高增势。2025 年 1-9 月，我国开关累计出口金额为 62.71 亿元，同比增长 36.24%，整体保持稳定增长。

分地区来看，非洲与拉美地区表现突出，同比保持高增速。2025 年 9 月，我国对亚洲、非洲、欧洲、拉美的开关出口金额分别为 4.46、0.36、1.26、0.89 亿元，分别环比-2.65%、+13.34%、+13.47%、+61.71%，分别同比+85.14%、+104.21%、+96.98%、+100.45%，出口保持同比高增长。

电缆(>1kV)：出口同环比回升，各地区市场有所分化

9 月出口环比小幅回升，同比高增长。2025 年 9 月，我国电缆出口金额为 18.31 亿元，环比+11.52%，同比+65.00%，整体出口规模回升，延续年内稳健态势。全年来看，2025 年 1-9 月，我国电缆累计出口金额为 165.29 亿元，同比+33.97%。

分地区来看，拉美市场表现亮眼，亚洲稳中有升，欧洲出现回调。2025 年 9 月，我国对亚洲、非洲、欧洲、拉美的电缆出口金额分别为 8.89、2.33、1.92、2.39 亿元，分别同比+101.18%、+92.28%、-14.78%、+95.56%。其中，非洲、拉美市场维持高景气增长；亚洲市场延续回升，同环比高增长；欧洲市场有所回调，同环比下滑。整体来看，电缆出口整体回升，各地区市场表现有所分化。

投资建议：在能源转型的背景下，全球可再生能源装机快速增长，叠加电网设备换代升级，全球电网建设投资稳定增长。我国电力设备产品具备技术及成本优势，竞争力较强，在海外市场渗透率有望持续提升，变压器、电表、开关及线缆等产品出口有望持续受益。建议关注海外市场开拓顺利、技术领先的龙头个股。

风险因素：海外市场需求不及预期、全球电网投资不及预期、贸易政策变动、极端天气影响、行业竞争加剧、产品价格下行等。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

全国化战略进入收获期，多元化产品矩阵成型

——东鹏饮料（605499）点评报告

报告关键要素：

2025 年 10 月 24 日，公司发布 2025 年三季度报告。2025 年第三季度，公司实现营收 61.07 亿元（同比+30.36%），归母净利润 13.86 亿元（同比+41.91%），扣非归母净利润 12.69 亿元（同比+32.74%）。2025 年前三季度，公司实现营收 168.44 亿元（同比+34.13%），归母净利润 37.61 亿元（同比+38.91%），扣非归母净利润 35.40 亿元（同比+32.92%）。

投资要点:

业绩维持高增长。2025 年第三季度，公司实现营收 61.07 亿元（同比+30.36%），归母净利润 13.86 亿元（同比+41.91%），扣非归母净利润 12.69 亿元（同比+32.74%），三者较 2025 年 Q2 增速分别环比-3.74pcts/+10.86pcts/+11.57pcts，营收增速环比略有下降，但利润增速环比进一步提升。总体来看，公司三季度业绩增速维持高位水准。

分地域：西南、华北等新兴市场强势崛起，全国化战略进入收获期，收入结构持续优化。2025 年前三季度广东区域仍保持销售收入占比第一，为 23.08%，而华北区域占比 15.45%，超越华东区域的 14.23%，成为第二大销售收入贡献区域，销售收入同比增速+72.88%，为各区域第一。具体来看，传统销售市场收入占比下降，广东/华东/华中/广西区域分别实现销售收入 38.85/23.95/22.08/11.42 亿元，同比增速分别为+13.50%/+32.76%/+28.15%/+21.99%，增速放缓，占比分别为 23.08%/14.23%/13.11%/6.78%，占比同比变动-4.20pcts/-0.15pcts/-0.62pcts/-0.68pcts；而新兴市场如西南区域和华北区域劲头强势，销售收入占比大幅增加，二者分别实现销售收入 20.27/26.01 亿元，同比增速分别为+48.91%/+72.88%，占比分别为 12.04%/15.45%，占比同比变动+1.19pcts/+3.46pcts。

分产品：核心单品增长态势延续，但增速较上半年有所放缓，产品矩阵优化，稳步实现多元化战略。2025 年前三季度公司核心单品东鹏特饮销售收入为 125.63 亿元（同比+19.36%）；东鹏补水啦收入为 28.47 亿元（同比+134.78%），占比同比增长 7.25pcts 至 16.91%，延续上半年占比上升趋势；其他饮料收入为 14.24 亿元（同比+76.41%），占比同比增长 2.02pcts 至 8.46%。公司的增长模型正在重构：在“东鹏特饮”构筑的坚实基础上，“东鹏补水啦”已在电解质赛道成为强劲的增长极，同时，茶与咖啡等新品类也为未来增长贡献力量。多引擎驱动格局成为东鹏饮料进化为综合性饮料集团的核心表现。

毛利率略有下降，有效费用管控助推净利率稳定上升。2025 年第三季度，毛利率为 45.21%（同比-0.60%），毛利率略有下降，我们认为原因可能是公司产品结构发生变化，毛利率相对较低的“东鹏补水啦”和其他饮料新品收入占比快速提升。公司净利率为 22.68%（同比+1.83pcts），主要与销售费用率显著下降有关；公司费用端稳步优化，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 15.26%/2.54%/0.31%/-0.16%，同比-2.61/+0.12/-0.13/+0.50pcts。销售费用率同比回落，阶段性的集中投入有所减少，但绝对数额依旧较大，仍需关注销售费用投入效率问题；管理费用小幅上升可能是因公司为筹备港股上市以及业务扩张带来的管理人员费用增长。

盈利预测与投资建议：渠道方面，公司以广东为大本营进行渠道精耕，同时持续推进全国化发展战略，抢占市场份额，市场拓展取得亮眼成绩。产品方面，公司在饮料领域全面实施多品类产品矩阵战略，在核心单品东鹏特饮保持增长的同时，新品东鹏补水啦已被打造成第二成长曲线，茶与咖啡也为增长贡献力量，公司产品矩阵从单一品类向多品类的综合性饮料集团稳步发展。公司在年报中确定 2025 年营收和净利润增长 20%以上的经营目标，我们判断大概率能超额完成经营目标，根据最新数据调增此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 44.35/54.99/68.22 亿元（调整前为 40.29/49.37/61.07 亿元），每股收益分别为 8.53/10.58/13.12 元/股，对应 2025 年 10 月 27 日收盘价的 PE 分别为 34/27/22 倍，维持“增持”评级。

风险因素：全国化拓展不及预期风险，成本上涨风险，核心产品销售不及预期风险，食品安全风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

需求端承压致营收负增长，利润端保持韧性
——珠江啤酒（002461）点评报告

报告关键要素：

10月23日，公司发布2025年三季度报告。报告显示，公司2025年第三季度实现营业收入18.75亿元（YoY-1.34%），归母净利润3.32亿元（YoY+8.16%），扣非归母净利润3.13亿元（YoY+7.14%）。公司2025年前三季度累计实现营业收入50.73亿元（YoY+3.81%），归母净利润9.44亿元（YoY+17.05%），扣非归母净利润9.00亿元（YoY+17.16%）。

投资要点：

1 公司营收首现负增长，需求端承压明显，但利润端仍保持韧性，增速较同期显著放缓。由于餐饮业整体疲软，需求承压，公司2025年Q3公司实现营收18.75亿元（YoY-1.34%），增速较去年同期（+6.89%）大幅下降，自2023年以来增速首次由正转负。归母净利润3.32亿元（YoY+8.16%），增速较去年同期（+10.60%）下降明显，扣非归母净利润3.13亿元（YoY+7.14%），增速较去年同期（+9.10%）下降明显，虽然增速有所下降，但利润端仍能保持正增长。

1 毛利率、净利率均同比上升，整体期间费用率均小幅增加。2025年第三季度公司毛利率为50.93%，同比+1.16pcts；2025年第三季度公司净利率为17.83%，同比+1.36pcts。毛利率和净利率明显增加，延续上半年成本管控战略和产品高端化转型升级战略，收益稳健增长。2025年第三季度公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为15.45%/6.53%/3.15%/-2.14%，同比+0.24pcts/+0.02pcts/+0.07pcts/+0.03pcts，整体期间费用率均略有上升。

1 盈利预测与投资建议：由于需求端承压，公司营收自2023年以来首次出现同比负增长，但由于当前公司高端化持续进行，有望通过释放高档产品实现利润正增长，且原材料成本下降提升公司盈利能力，带动公司净利润保持提升。我们维持此前盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润为9.51/10.21/11.10亿元，同比增长17.43%/7.29%/8.72%，对应EPS为0.43/0.46/0.50元/股，10月24日收盘价对应PE为22/21/19倍，维持“增持”评级。

风险因素：市场变动风险，原材料供应及价格波动风险，行业竞争风险，食品安全风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

利润端有所承压，三季度驱蚊产品收入高增 ——润本股份（603193）点评报告

报告关键要素：

2025年前三季度，公司实现营收12.38亿元（同比+19.28%），归母净利润2.66亿元（同比+1.98%）。

投资要点：

Q3收入保持较快增长，归母净利润有所承压。2025Q1-Q3，公司实现营收12.38亿元（同比+19.28%），归母净利润2.66亿元（同比+1.98%），扣非归母净利润2.51亿元（同比-1.79%）。单Q3来看，25Q3分别实现营收/归母净利润同比+16.67%/-2.89%。

盈利能力同比下滑，销售和财务费用率提升较多。2025Q1-Q3，公司毛利率同比-0.06pcts至58.27%，净利率同比-3.65pcts至21.50%，盈利能力有所下滑，主因销售和财务费用率同比提升较大，分别+2.66/+2.43pcts。此外，管理费用率/研发费用率分别同比-0.09/-0.34pcts。

受基孔肯雅热事件及产品结构变化影响，Q3驱蚊产品收入高增。2025Q3，公司驱蚊/婴童护理/精油系列产品分别实现收入1.32/1.46/0.43亿元，同比分别+48.54%/-2.76%/-7.02%，均价分别为6.14/8.51/8.87元，其中，驱蚊产品系列2025Q3平均售价同比

+12.04%，主因 Q3 受基孔肯雅热事件及产品结构变化所致；婴童护理/精油产品系列平均售价分别同比+7.86%/-2.42%。

盈利预测与投资建议：公司是国内知名婴童护理及驱蚊日化企业，产品不断推陈出新，线下积极拓展 KA 和特通渠道。考虑到行业竞争与营销费用投放，我们调整此前的盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.80/0.94/1.08 元/股（调整前 2025-2027 年 EPS 分别为 0.84/1.00/1.19 元/股），对应 2025 年 10 月 24 日收盘价的 PE 分别为 33/28/24 倍，下调为“增持”评级。

风险因素：宏观经济和消费恢复不及预期风险、行业竞争加剧风险、新品拓展不及预期风险、渠道拓展不达预期风险。

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场