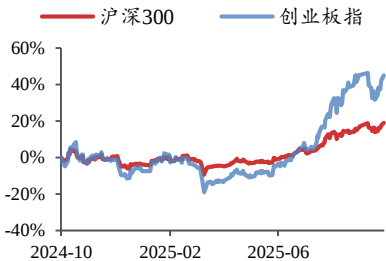


2025 年 10 月 28 日

开源晨会 1028

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	3.219
电子	2.959
综合	2.680
有色金属	2.387
钢铁	1.916

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	-0.954
食品饮料	-0.201
房地产	-0.111
银行	0.054
商贸零售	0.231

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】“十五五”：坚持以经济建设为中心——宏观经济专题-20251027

【策略】机构关注度环比回升：美容护理、建筑材料、综合——机构调研周跟踪-20251027

行业公司

【银行】零售风险及新规影响有限，兼论信贷去抵押化——行业深度报告-20251027

【海外市场】南美/中东非潮玩渗透空间广阔，补贴收缩茶咖龙头强势增长——行业周报-20251026

【传媒】积极布局高景气 AI 漫剧——行业周报-20251026

【食品饮料：涪陵榨菜(002507.SZ)】2025Q3 收入稳健增长，盈利能力保持平稳——公司信息更新报告-20251027

【食品饮料：洽洽食品(002557.SZ)】经营短期承压，新渠道+新产品有望支撑改善——公司信息更新报告-20251027

【化工：阿科力(603722.SH)】主业 Q3 量增价减承压运行，COC 量产稳步推进——公司信息更新报告-20251027

【食品饮料：中炬高新(600872.SH)】改革持续推进，经营短期承压——公司信息更新报告-20251027

【农林牧渔：巨星农牧(603477.SH)】生猪出栏稳增，持续推动生产成绩改善——公司信息更新报告-20251027

【非银金融：中信证券(600030.SH)】投资收益驱动业绩超预期，海外和公募业务线高增——中信证券 2025 三季度点评-20251027

【电子：江海股份(002484.SZ)】前三季度稳健增长，AI 服务器电源市场打开空间——公司信息更新报告-20251027

【家电：绿联科技(301606.SZ)】2025Q3 业绩超预期，继续看好高潜力 NAS 业务以及核心主业高增——公司信息更新报告-20251027

【传媒：值得买(300785.SZ)】AI 商业化成效初显，深化 AI 战略合作助力成长——公司信息更新报告-20251027

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】微短剧战略深化，头部综艺或驱动业绩继续回暖——公司信息更新报告-20251027

【计算机：道通科技(688208.SH)】扣非利润高增长，AI 赋能驱动成长——公司信息更新报告-20251027

【计算机：中控技术(688777.SH)】合同负债增长，工业 AI+机器人持续落地——公司信息更新报告-20251027

研报摘要

总量研究

【宏观经济】“十五五”：坚持以经济建设为中心——宏观经济专题-20251027

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

国内宏观政策：“十五五”将坚持以经济建设为中心

过去两周（10月13日-10月26日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，近两周，中央层面政策聚焦二十届四中全会及中央发布会解读内容。四中全会审议通过了《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》（下文简称“《建议》”）。全会提出了“十五五”时期经济社会发展的主要目标：高质量发展取得显著成效，科技自立自强水平大幅提高，进一步全面深化改革取得新突破，社会文明程度明显提升，人民生活品质不断提高等；“十五五”时期全党要保持战略定力，增强必胜信心，积极识变应变求变，敢于斗争、善于斗争，勇于面对风高浪急甚至惊涛骇浪的重大考验。中共中央举办新闻发布会，介绍和解读党的二十届四中全会精神，并提及《建议》部署的工作内容。《建议》提出推动重点产业提质升级，初步估计未来5年会新增10万亿元左右的市场空间。培育壮大新兴产业和未来产业，未来10年将再造一个中国高技术产业。

基建与产业方面，政策聚焦新型城镇化基础设施建设行动意见出台、水泥和物流行业规范行业竞争行为、科技部部长解读《建议》等。科技部部长表示，持续加强“十五五”人工智能顶层设计和体系化部署。

货币政策方面，央行召开党委会议，提出要构建科学稳健的货币政策体系。把握好货币政策的力度、时机和节奏，充分释放各项货币政策效能。动态完善货币政策框架，加强货币政策执行和传导。拓展丰富中央银行宏观审慎和金融稳定功能，维护股市、债市、汇市等金融市场平稳运行。

财政政策方面，财政部宣布将从地方政府债务结存限额中安排5000亿元下达地方，用于补充地方政府综合财力，支持地方化解存量政府投资项目债务、消化政府拖欠企业账款、以及精准支持扩大有效投资。

地产政策方面，近两周成都、重庆、湖南、杭州等省市出台地产相关政策，涉及公积金贷款调整、购房消费券、发展住建领域新质生产力（智能化建造）、推动城市更新和发行基础设施领域REITs等。

贸易方面聚焦中美经贸问题、商务部出台出海综合服务领域指导文件、外交部反对欧方非法单边制裁、以及即将到来的亚太经合组织（APEC）会议上中美最高领导人可能的会晤等。白宫方面宣布特朗普将于30日与中国国家主席习近平会面，并于当天启程回国。但中方尚未官宣。

海外宏观政策：特朗普将出访亚洲三国

过去两周，海外宏观政策聚焦美国政府停摆、高市早苗当选新一届日本首相并发表施政方针、特朗普 APEC 会议亚洲行行程等。

日本自民党总裁高市早苗当选日本第104任首相。在外交方面，高市强调“日美同盟是日本外交与安全保障的核心”，表示中国是日本的重要邻国，需要构建建设性、稳定性的双边关系，但两国在安全领域仍有一些悬而未决的事项；经济方面，将通过降低债务与GDP的比率，确保财政可持续性并维持市场信心；将迅速制定经济措施，并向议会提交必要的补充预算。

美国总统特朗普10月26日起将出访亚洲，前往马来西亚、日本、韩国三国。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

【策略】机构关注度环比回升：美容护理、建筑材料、综合——机构调研周跟踪-20251027

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

“机构调研信息”是投资者决策过程当中，重要的信息补充

机构调研是资本市场信息传递和价值挖掘的重要环节。对于专业机构而言，是深度研究、投资决策的关键步骤。相较财务信息，机构调研具备披露及时、信息多维且深入等优势。往往在调研结束后 1-2 天内，公司以公告方式对外披露，主要内容包含参会人员信息、会议问答等，投资者与公司管理层之间的问答往往涉及行业最新动态及公司运营细节。

机构调研信息是对基本面信息的重要补充，但信息量大且杂乱。为了清晰梳理出调研中有效、增量信息，我们推出机构调研周跟踪系列，汇总最近一周、一个月公开的机构调研信息，涵盖行业、个股两维度，包含调研热度（环比、同比数据）、调研获得的行业及个股信息增量。

行业视角看机构调研情况:仅美容护理、建筑材料、综合的调研热度有所上升

周度：上周，临近财报披露期，全 A 的被调研总次数环比下跌，且低于 2024 年同期，调研热度有所降温。一级行业中，按机构被调研总次数从高到低排序，机械设备、医药生物、电力设备、电子和基础化工的关注度较高。

边际变化上，相较前一周，大部分一级行业的调研总次数有所下降，仅美容护理、建筑材料、综合的调研总次数有所上升。

月度：9 月，全 A 的被调研总次数环比大幅回暖，高于 2024 年同期。最新一个月，一级行业中，按机构被调研总次数从高到低排序，机械设备、电子、电力设备、医药生物和汽车的关注度较高。

边际变化上，所有一级行业的关注度同比下降或持平。

个股视角看机构调研情况：新强联、利元亨、延江股份等受市场关注较多

周度：上周，新强联、利元亨、延江股份、思源电气、博盈特焊、广电运通、利和兴、纽威数控等受到较多市场关注，被调研总次数相对较高。

月度：最近一个月，欧科亿、威力传动、西子节能、顺网科技、骄成超声、晶华新材、复洁环保、广电运通、立昂微、唯特偶、兴蓉环境、伟时电子、达实智能等受到较多市场关注，被调研总次数相对较高。

以下是重点公司调研细节梳理：

延江股份：海外卫生巾纸尿裤材料大升级，公司有望充分受益。公司近期被机构频繁调研，上周调研次数达 2 次，受到市场较多关注，关注度快速提升。行业层面，2024 年我国一次性卫生用品市场平稳发展，吸收性卫生用品领域，女性卫生用品市场规模 867.1 亿元，较 2023 年增长 23.27%；目前，海外卫生巾纸尿裤材料大升级，公司产品适用于高端纸尿裤的面层材料，且公司客户涵盖了国际以及国内各大主要卫生用品龙头企业，叠加海外产能逐步释放，公司有望受益。

风险提示：公司经营风险、行业政策风险、投资者关系活动记录表错误解读风险

行业公司**【银行】零售风险及新规影响有限，兼论信贷去抵押化——行业深度报告-20251027**

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 丁黄石（分析师）证书编号：S0790524040004

2025H1 零售不良率及不良生成率指标双高，但风险应仍处可控区间

中报上市银行不良率延续低位改善趋势，但或因信贷规模扩张及不良处置因素使其参考价值弱化。中报上市银行零售风险仍持续反弹，不良率曲线延续陡峭化，在对公不良生成率低位运行同时零售不良生成仍居高位，故当前零售不良拐点尚未呈现。我们认为各类零售产品风险当前仍处可控区间：（1）按揭不良率绝对水平仍低，政策支持下按揭违约概率保持平稳；（2）个人经营贷含抵押物，该特性下银行处置不良时，不愿以低价转让，更倾向于抵押品变现，故偏长的处置周期造成经营贷不良堆积于表内，但其对风险的反映更加真实；（3）消费类信贷受金额小、客群分散的特点更易产生逾期，不良绝对水平在零售贷款中最高，其风险处置主要依赖于个贷批量转让，部分银行中报消费类信贷不良率因此边际改善。此外由于整体上零售贷款拨备覆盖率显著低于对公，因此尽管零售风险仍上行，但当前拨备计提对利润表的影响，或弱于此前 2018 年对公风险暴露时期。

风险新规过渡期末临近，拨备对利润冲击或小于市场预期

风险过渡期将于 2025 年底结束，市场主要担忧两方面：（1）已减值贷款需计入不良，认定标准统一后部分银行不良率将抬升，若保持当前拨备水平则需补提；（2）新资本管理办法与风险新规同步，要求银行逐步将非贷资产拨备计提比例提升至 100%，当前股份行金融投资拨备计提比例仍不足。我们认为随着过渡期末的临近政策端影响反而趋弱，一方面部分银行依报表口径完成整改难度较大，或反映报表减值资产口径与监管认定标准存在差异，此外资管新规实施后过渡期曾延长两年，故不排除部分银行寻求延长期限可能。

业务特征及经营目标，推动银行信贷去抵押化

上市银行抵押类贷款占比呈逐年下降趋势，去抵押化特征明显。观察到区域性中小行抵押贷款不良率整体高于信用贷款，或源于客群的逆向选择效应，即中小行对于资质较好的客户，方可发放信用类贷款；对于无法满足信用贷发放资质的客户，则需补充抵押品，该机制下当风险实质发生时，信用资质欠佳的客户最先受到影响，故形成抵押类贷款不良率高于信用类贷款的现象。中小行信贷去抵押化一方面受其业务特征影响，另一方面或源于银行经营目标下的主动选择，即在风险端承压时提升非抵押类贷款占比，选择较低的违约概率，承受较高的违约损失率。该切换过中金融科技赋能风控水平较强的头部城、农商行具有较大优势。

投资建议

（1）部分国有银行客群优势赋予其较高的安全边际，零售风险压力可控同时拨备同比少提，突显其盈利调节能力；（2）部分股份行安全边际高、零售不良绝对水平低，风险亦有修复迹象；（3）城、农商行中部分零售客群风险策略具有相对优势，兼顾了风险、盈利经营目标；另一部分在贷款去抵押化过程中，科技优势为其持续赋能，解决非下沉方式拓展新客的痛点。推荐中信银行，受益标的农业银行、招商银行、兴业银行、北京银行、江苏银行、杭州银行、渝农商行。

风险提示：宏观经济下行、房价下降超预期、海外经济不确定性外溢。

【海外市场】南美/中东非潮玩渗透空间广阔，补贴收缩茶咖龙头强势增长——行业周报-20251026

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 叶彬慧（联系人）证书编号：S0790124070053

潮玩：2025Q3 美泰/孩之宝经营逆风持续，南美/中东非潮玩渗透空间广阔

美泰/孩之宝：2025Q3 美泰、孩之宝实现营收 17.4/13.9 亿美元，同比-5.9%/+8.3%，美国本土市场学前玩具市场收缩、老牌长内容 IP 声量下滑、零售商订单模式调整等多维因素叠加导致消费品业务表现欠佳，对比看具备深度用户运营空间的风火轮、万智牌系列展现相对长周期的销售韧性。中东非/南美市场：根据 TheBrandTrends，发展中国家网友的自用玩具支出占可支配收入的比例，明显高于发达国家。2025 年全球潮玩市场规模有望突破 400 亿美元，南美和中东非市场有望贡献增量。根据欧睿数据，预计 2025 年南美潮玩市场规模将达到 41.4 亿美元，同比增长 10.1%；预计 2025 年中东非潮玩市场规模为 18.9 亿美元，同比增长 14.0%。

餐饮：补贴收缩茶咖龙头强势增长，中餐老乡鸡表现突出

茶咖：受外卖补贴环比收缩影响，2025年9月茶咖行业整体增速略有放缓，但龙头持续引领向上。根据久谦数据，2025年1-9月蜜雪冰城净增门店7498家，古茗净增2562家，瑞幸净增5801家，幸运咖净增2684家。2025年9月蜜雪冰城店效同比增长19.6%，古茗同比增长16.0%，瑞幸同比增长13.3%。中餐：下半年餐饮门店加速扩张，精细化管理同店坪效表现优于店效，9月老乡鸡表现突出。2025年9月，小菜园、绿茶、老乡鸡等中式正餐品牌保持扩张态势，门店数分别达到711、512、1620家，绿茶、老乡鸡、达美乐美团外卖销售额保持双位数同比增长。

金达威：2025Q3利润端稳步增长，保健品业务国内进入快速增长期

2025Q3公司实现营收8.8亿元/yoy+6.9%，归母净利1.14亿元/yoy+25.2%，2025年以来维生素A价格步入下行趋势，2025Q3维A市场价格已接近触底，但公司整体利润端依旧实现稳步增长。我们认为维生素A占比已较低（2025H1占收入比重11%），对公司整体业绩影响逐渐式微，加之公司通过技术改进，成本持续降低，利润率也持续优化。保健品业务国内进入快速增长期。据久谦数据，Doctor's Best 2025Q1/2025Q2/2025Q3线上分别增长36%/+46%/+53%。品牌SKU丰富，沉淀深厚，有望充分把握口服美容+膳食健康对膳食营养补充剂需求增长红利。此外，公司8月发布可转债募投项目对原料业务进行改扩建和扩产，预计辅酶Q10、阿洛酮糖将成为原料业务重要增量。

本周A股社服板块跑输大盘，本周港股消费者服务板块跑赢大盘

本周（10.20-10.24）社会服务指数+2.6%，跑输沪深300指数0.64pct，在31个一级行业中排名第14，旅游、教育类领涨；本周（10.20-10.24）港股消费者服务指数+5.1%，跑赢恒生指数1.48pct，在30个一级行业中排名第5，博彩、旅游类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）餐饮：蜜雪集团、古茗、小菜园、绿茶集团；（2）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）美护：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、四环医药；（4）新消费：美图、赤子城科技；（5）即时零售：美团-W、顺丰同城；（6）旅游：长白山、同程旅行、携程集团-S、大麦娱乐；（7）教育：中国东方教育。

风险提示：项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

【传媒】积极布局高景气AI漫剧——行业周报-20251026

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

AI漫剧为供需共振下又一快速增长的情绪消费赛道，积极布局AI漫剧

漫剧是以漫画视觉语言为基础，结合短剧的叙事节奏和情绪表达，通过动态化呈现方式所创作的视频内容，以竖屏短视频为主要呈现形式，适合碎片化阅读和快速传播。根据DataEye研究院援引8月15日巨量引擎/火山引擎联合举办的“漫剧星河智绘芯穹”沙龙数据，2025年上半年漫剧供给和需求规模均呈现井喷状态，截至8月15日前的半年漫剧流水规模翻12倍，投流日耗已破400万（+568%），日均GMV破千（+1532%），累计上线剧目3000部（+603%）。我们认为，AI漫剧将成为供需共振下持续快速增长的又一情绪消费赛道。需求端来看，漫剧主要用户画像为年轻男性用户（巨量引擎变现Top3漫剧均为男频漫剧），与真人短剧（中老年群体）、女性向游戏及潮玩（年轻女性群体）等其他快速增长的情绪消费赛道在用户群像上互为补充，成为满足年轻男性用户追求二次元画风、游戏式叙事体验和碎片化时间解压娱乐需求的重要内容载体；供给端来看，可灵、即梦、Sora2等AI视频生成模型工具赋能漫剧创作大幅降本提效，头部IP公司加码布局AI漫剧，或推动漫剧供给快速扩容。10月16日，阅文集团宣布推出四大举措布局漫剧生态：在IP资源上，将开放十万部精品IP，包括《国民法医》等头部作品及多元题材；在创作扶持上，将设立亿元专项创作基金，支持作家跨界及优质团队开发；在技术赋能上，推出“漫剧助手”等AIGC工具，加大提升漫剧改编效率；在产业链协同上，构建从制作、发行到IP产业链联动等全链路扶持，构建一个开放、高效、共赢的漫剧共创生态。10月23日，中文在线表示，其AI漫剧团队出品的请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

《从娘胎开始逆袭》登上抖音动态漫榜第3位，且自9月27日上线后专辑播放量已突破1亿，成为AI漫剧赛道的又一爆款。10月24日，捷成股份表示其自研的AI智能体灵犀重点应用于漫剧内容的规模化生产，打造自主可控、高品质、高效率的AI动漫生产平台，助力AI漫剧生产的降本增效提质，目前已发行超百部漫剧，有20余部AI漫剧在制作中，预计将于年底前陆续完成并上线。我们建议积极把握高景气AI漫剧赛道投资机会，重点布局产业链三个方向：（1）拥有流量优势的头部漫剧平台，重点推荐快手、哔哩哔哩、腾讯控股；（2）在网文/动漫领域建立IP/版权储备优势，并积极切入漫剧赛道的头部IP公司，重点推荐阅文集团，受益标的包括中文在线、掌阅科技；（3）AIGC视频工具方面具备技术优势的公司，受益标的包括捷成股份、万兴科技等。

继续聚焦头部游戏运营表现及新游上线计划，坚定布局游戏板块

由哔哩哔哩自研的PVE搜打撤游戏《逃离鸭科夫》截至10月22日销量已突破100万套，据SteamDB数据，10月26日其Steam同时在线峰值超过25.55万人，跃居国产单机游戏历史第2，仅次于《黑神话：悟空》。10月25日，腾讯《王者荣耀世界》宣布2026年春公测，头部新游后续上线或驱动TapTap等游戏社区用户及流量增长。我们认为，游戏行业依然处于景气上行周期，且近期调整后，估值性价比凸显，建议坚定布局游戏板块，重点推荐心动公司、哔哩哔哩、顺网科技、创梦天地、恺英网络、神州泰岳、腾讯控股、巨人网络、吉比特等。

风险提示：AI漫剧竞争加剧导致盈利能力下降，新游戏流水低于预期等。

【食品饮料：涪陵榨菜(002507.SZ)】2025Q3 收入稳健增长，盈利能力保持平稳——公司信息更新报告-20251027

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方一苇（分析师）证书编号：S0790524030001

公司发布2025年三季报，收入利润符合预期

公司披露2025年三季报。2025Q1-Q3营收/归母净利润分别为20.0/6.7亿元（同比+1.8%/+0.3%），其中2025Q3公司营收/归母净利润分别为6.9/2.3亿元（同比+4.5%/+4.3%）。收入利润基本符合预期。我们维持原预测，预计2025-2027年归母净利润8.3/9.0/9.7亿元（同比+3.7%/+8.8%/+7.6%），当前股价对应PE17.9/16.4/15.3倍，考虑公司积极拓展新业务，新产品新渠道有望取得突破，维持“买入”评级。

2025Q3 收入平稳增长，多价格带+多规格挖掘榨菜增长点

2025Q3 维持收入平稳增长态势，主要系榨菜品类保持平稳增长。目前公司在榨菜品类上实现多价格带布局，利用60g产品占领2元价格带，70g产品定位2.5元价格带，80g产品定位3.0元，120g脆口产品定位5元价格带，同时布局10元价格带的量贩装产品、瓶装产品以及新产品榨菜芯产品。

公司积极进行市场投入，2025Q3 投资净收益明显提升

2025Q1-Q3 毛利率/净利率分别同比+1.10/-0.51pct至53.73%/33.67%，其中2025Q3 毛利率/净利率分别同比-3.24/-0.04pct至52.93%/33.86%（环比分别+0.93/5.77pct），其中毛利率同比下降主要系2025Q3 青菜头价格较去年同期较高。费用端，2025Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.84/-0.32/-0.03/+0.42pct。另外，2025Q3 公司投资净收益明显增加至4112万元（去年同期561万元）。

公司积极拓展新渠道，有望打开公司长期增长空间

公司改革成效逐步凸显，通过多价位带、多规格等方式挖掘主力产品榨菜的增长点，同时积极挖掘萝卜、海带等品类的增长潜力。在渠道端，同时公司设立大客户群营业部，针对山姆、盒马等大型商超合作提供直营服务，并且积极拥抱抖音等新兴电商平台。

风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展及竞争风险、原料价格波动风险等。

【食品饮料：洽洽食品(002557.SZ)】经营短期承压，新渠道+新产品有望支撑改善——公司信息更新报告

-20251027

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方一苇（分析师）证书编号：S0790524030001

2025Q3 收入/利润同比下滑 5.9%/72.6%，经营表现短期承压

公司披露 2025 年三季报。2025 年前三季度营收/归母净利润分别为 45.0/1.68 亿元（同比-5.4%/-73.2%），其中 2025Q3 公司营收/归母净利润分别为 17.5/0.8 亿元（同比-5.9%/-72.6%）。收入符合预期，利润略低预期。考虑成本上涨，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预测 2025-2027 年归母净利润分别为 3.4/5.8/6.4 亿元（同比-60.2%/+71.7%/+9.8%），归母净利润原值为 4.0/6.8/7.3 亿元，当前股价对应 PE32.9/19.1/17.4 倍，考虑公司积极推新及布局新渠道，维持“增持”评级。

2025Q3 经营短期承压，积极布局新兴渠道有望成为长期突破口

2025 年前三季度公司营收下滑 5.4%，其中 2025Q3 营收下滑 5.9%，主要系竞争加剧叠加国庆中秋备货疲软。拆品类看，2025Q3 瓜子增长承压为主因，且传统 KA 渠道增长压力较大。目前公司通过增加电商、零食量贩及海外渠道占比，通过加大抖音直播、达播等运营模式支撑收入增长，预期新渠道有望贡献部分增量。

成本上涨及费用投放增加，2025Q3 盈利能力承压

2025Q3 毛利率/净利率分别为 24.5%/4.5%（同比-8.6pct/-11.0pct），主要系：（1）瓜子及核心坚果原料成本上涨；（2）销售费用投放明显增加。2025Q3 销售/管理/研发费用率分别同比+2.3/+0.6/+0.4pct，主要系公司加大新品研发和势能渠道费用投入。目前葵花子采购价格有望回落，预计 2025Q4 盈利能力有望逐步好转。

新产品新渠道齐发力，成本压力有望缓解

全年展望，目前公司积极开发新品并布局新渠道，2025Q2 推出山野系列瓜子、瓜子仁冰淇淋等新品，同时推出蜂蜜黄油味鲜切薯条以及魔芋等休闲食品。渠道上公司全面开展渠道精耕项目（截至 2025H1 渠道数字化平台服务终端网点数量约 56 万家）。我们认为在新产品新渠道共同推动下，公司整体经营有望逐步好转。

风险提示：原料价格波动风险、食品安全事件、渠道拓展不及预期。

【化工：阿科力(603722.SH)】主业 Q3 量增价减承压运行，COC 量产稳步推进——公司信息更新报告 -20251027

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 李思佳（分析师）证书编号：S0790525070006

主业 Q3 量增价减，依然承压，COC 量产稳步推进，维持“买入”评级

公司 2025 前三季度实现营收 3.37 亿元，同比-7.46%；实现归母净利润-1,639.22 万元，同比亏损扩大。其中，Q3 单季实现营收 1.23 亿元，同比+0.79%；实现归母净利润-1,108.10 万元，同比亏损扩大。公司 Q3 营收同环比改善，但受产品竞争加剧、计提股份支付费用等影响公司利润下滑，且因短时间内难以缓解，新产品放量需要时间，我们调减公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.05、0.44、1.39（前值 0.21、1.05、2.54）亿元，对应 EPS 为 0.05、0.45、1.42（前值 0.23、1.19、2.89）元/股，当前股价对应 PE 为 741.1、89.3、28.3 倍。我们依然看好公司 COC 产业化后的广阔前景，维持“买入”评级。

聚醚胺景气持续承压，COC 进入正式生产阶段，各项工作稳步推进

公司 2025 前三季度脂肪胺、光学材料销量分别为 14,881、4,151 吨，分别同比+3.27%、-16.83%；均价分别为 13,324、33,303 元/吨，分别同比-10.23%、+10.75%。其中，Q3 单季度脂肪胺销量 5,692 吨，同比+16.39%、环比+24.38%；均价 12,392 元/吨，同比-12.27%、环比-9.36%。光学材料销量 1,617 吨，同比-7.43%、环比+28.91%；均价 32,557 元/吨，同比+7.02%、环比-9.84%。公司主营产品 Q3 呈量增价跌态势，景气或已见底。上半年，公司

高透光材料（环烯烃共聚物 COC）千吨级生产线已经完成试生产进入正式生产阶段，有少量产品产出，现已联系下游药用包材、光学镜头等领域客户并送样测试。各项工作稳步推进中。

COC 签订合同实现里程碑式突破，更多特色材料在路上

8 月底，公司与大诚高新材料就购买 COC 及相关事宜签订购销合同，合同交易金额 260 万元（含税）。此次购销合同的签订，标志着公司历经 11 年全流程自主研发的 COC 成功进入医药包装领域，也为公司 COC 进入其他应用领域打下坚实的基础，COC 未来将成为公司未来发展的重要增长极。聚醚胺、高耐热树脂等项目即将进入试生产阶段，“年产 2000 吨特种冷却液项目”也已取得备案。公司参股公司阿科力中弗使用的中弗新能源 SOFC 设备正处于研发调试阶段。

风险提示：项目进展不及预期，产品价格大幅下滑，下游需求不及预期。

【食品饮料：中炬高新(600872.SH)】改革持续推进，经营短期承压——公司信息更新报告-20251027

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方一苇（分析师）证书编号：S0790524030001

2025 年三季报披露，收入利润低于预期

公司披露 2025 年三季报。2025Q1-Q3 公司营收/归母净利润 31.6/3.8 亿元（同比-20.0%/-34.1%），2025Q3 营收/归母净利润 10.2/1.2 亿元（同比-22.84%/-45.66%）；美味鲜 2025Q1-Q3 营收/归母净利润 31.07/3.67 亿元（同比-18.40%/-34.14%），2025Q3 营收/归母净利润 10.07/1.20 亿元（同比-19.6%/-27.7%）。公司收入利润略低预期。考虑到改革推进，费用持续投放，我们小幅下调 2025-2027 年归母净利润预测，预计 2025-2027 归母净利润为 5.7/6.6/7.5 亿元（原值 7.0/8.1/8.8 亿元），当前股价对应 PE25.4/21.9/19.1 倍，考虑改革红利有待释放，维持“买入”评级。

改革调整持续推进，营收表现短期承压

目前公司仍处于改革调整期，2025Q3 公司调味品业务收入下滑明显：（1）分产品看：2025Q3 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他营收分别同比-19.2%/-24.2%/-31.6%/-8.8%；（2）分地区看，2025Q3 东部/南部/中西部/北部区域营收分别同比-27.3%/-19.7%/-11.5%/-20.3%。渠道端来看，公司 2025Q3 净增经销商 99 名至 2898 名，渠道网络持续精耕布局。

成本下降带动毛利率提升，费用投放力度同比增加致盈利能力承压

2025Q3 公司毛利率/净利率同比+0.72/-6.93pct 至 39.5%/12.0%。我们认为毛利率提升主要系黄豆、谷氨酸钠等原材料采购价格下行所致，同时公司优化产品结构亦有贡献。费用端：2025Q3 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比+8.07/+1.94/+0.38/+0.35pct，销售费用率增加主要系公司主动加大市场投入，如终端推广、渠道补贴、品牌建设等，导致销售费用上升。

坚定改革方向，内生+外延有望共同支撑长期发展

公司改革持续推进，改革决心坚定，期望通过内生增长+外延并购共同支撑公司稳健发展。在品牌端，公司邀请谢霆锋代言人有望提升品牌形象。此外，公司积极重视产业并购机会，期望补齐产品空白及短板。

风险提示：原料价格波动风险、食品安全事件、改革进展不及预期。

【农林牧渔：巨星农牧(603477.SH)】生猪出栏稳增，持续推动生产成绩改善——公司信息更新报告-20251027

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

生猪出栏稳增，持续推动生产成绩改善，维持“买入”评级

公司发布 2025 年三季报，2025Q1-Q3 营收 56.39 亿元(同比+42.57%)，归母净利润 1.07 亿元(同比-58.69%)。单 Q3 营收 19.22 亿元(同比+11.57%)，归母净利润-0.74 亿元(同比-124.32%)。受猪价下行及行业宏观产能调控影

响，我们下调公司 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.16/4.17/8.02（2025-2027 年原预测分别为 3.90/8.98/17.43）亿元，对应 EPS 分别为 0.03/0.82/1.57 元，当前股价对应 PE 为 593.2/22.5/11.7 倍。公司生猪出栏稳增，持续推动生产成绩改善，维持“买入”评级。

公司生猪出栏稳步增长，持续推动生产成绩改善

公司生猪出栏稳步增长，2025Q1-Q3 公司生猪出栏 293.43 万头（同比+63.02%），销售收入 51.53 亿元，生猪销售均价 14.08 元/公斤。单 Q3 生猪出栏 102.48 万头（同比+46.40%），销售收入 17.22 亿元，生猪销售均价 13.36 元/公斤。成本方面，2025Q3 受生产节奏调整影响，公司生猪完全成本维稳 13.6 元/公斤，预计 2025Q4 生猪完全成本降至 13 元/公斤以内。2025Q3 公司 PSY 已达 29，2025 年 9 月公司断奶仔猪成本降至 255 元/头，公司持续推动生产成绩改善。截至 2025 年 9 月末，公司能繁存栏约 18 万头，为响应行业政策调控，公司能繁后市或进一步调减，生猪养殖业务更侧重于提质增效。

皮革业务经营改善，公司资金充裕经营稳健

2025Q3 公司皮革业务利润环比继续减亏，公司皮革业务积极调整销售策略拓展客户，经营稳中向好。财务方面，2025Q1-Q3 公司期间费用率 6.80%(-2.60pct)，其中销售/管理/财务费用率分别为 0.49%/3.69%/2.62%，分别同比-0.20/-1.18/-1.22pct。截至 2025 年 9 月末公司资产负债率 66.62%(同比+5.81pct)，账面货币资金 6.16 亿元(同比+28.28%)，公司持续推动降本增效，资金充裕，经营稳健向好。

风险提示：猪价大幅波动、动物疫病风险、公司成本下降不及预期。

【非银金融：中信证券(600030.SH)】投资收益驱动业绩超预期，海外和公募业务线高增——中信证券 2025 三季报点评-20251027

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

投资收益驱动业绩超预期，海外和公募业务线高增

2025 前三季度公司营业总收入/归母净利润为 558/232 亿元，同比+33%/+38%，单 Q3 归母净利润 94 亿，同比+52%，环比+32%，业绩好于我们预期。前 3 季度年化加权平均 ROE 为 10.87%，同比+2.5pct，期末杠杆率（扣客户保证金）4.74 倍，同比+0.10 倍。前三季度经纪/投行/资管/利息净收入/投资收益（含公允和汇兑）同比+53%/+31%/+16%/-17%/+35%，业务结构为 20%/7%/16%/1%/54%。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 306/396/457 亿元，同比+41%/+29%/+16%，加权 ROE 分别为 11%/13%/13%，当前股价对应 PE14.5/11.2/9.7 倍，PB（LF）为 1.63 倍。公司各业务综合优势领先，预计海外业务线与公募业务线增速边际扩张，ROE 呈提升趋势，维持“买入”评级。

交易量高增驱动经纪业务增长，国际投行业务同比大增，华夏基金利润高增

（1）前三季度经纪业务净收入 109 亿，同比+53%，Q3 单季度 45 亿，同比+99%，环比+47%，主因市场交易大幅提升驱动，2025Q1-3 市场股基 ADT1.96 万亿，同比+112%，较上半年的 66%扩张；2025Q3 为 2.5 万亿，环比+66%，同比+212%。期末公司客户保证金规模 5061 亿，环比+17%，同比+34%，客户入金体量持续增加。

（2）前三季度投行业务净收入 37 亿，同比+31%，Q3 单季度为 16 亿，同比+47%，环比+42%，我们测算前三季度海外投行业务收入（合并口径-母公司口径）为 11 亿，同比+147%，单季度为 6.6 亿，环比+165%，同比+252%，A 股赴港上市浪潮驱动头部券商海外投行业务高增，预计该趋势延续。

（3）前三季度资管业务净收入 122 亿，同比+16%，Q3 单季度为 25.6 亿，同比+27%，环比+13%。前三季度华夏基金净利润 19.9 亿，同比+18%，较中报的 6%增速扩大，Q3 华夏基金净利润 8.7 亿，环比+54%，同比+39%。Q3 末华夏基金母公司总 AUM3 万亿元，环比+5%，较年初+22%，AUM 驱动收入高增。

自营投资收益环比增长好于预期，两融市占率新高

(1) 前三季度公司自营投资收益(含公允价值变动损益和汇兑净收益, 不含联营)294 亿, 同比+34%, 单季度为 122 亿, 环比+47%。前三季度年化自营投资收益率 4.4%, 较中报的 4.1%扩张, 在 Q3 股强债弱的市场环境下, 公司自营投资环比增长, 预计与海外、自营、客需业务线增长有关。大自营结构来看, Q3 末交易性金融资产/其他权益工具投资/其他债券投资分别为 7929/1006/386 亿, 同比+4%/+50%/-42%, 环比+7%/+18%/-32%, 其他债券投资处置将兑现至投资收益。

(2) 前三季度利息净收入 7.6 亿, 同比-17%, 利息收入/利息支出分别为 146/138 亿, 同比-1%/持平。期末融出资金规模 1917 亿元, 同比+69%, 环比+34%, 市占率 8.06%, 环比+0.27pct, 两融市占率新高。

风险提示: 市场交投活跃度下降; 公司自营投资收益率不及预期。

【电子: 江海股份(002484.SZ)】前三季度稳健增长, AI 服务器电源市场打开空间——公司信息更新报告-20251027

陈蓉芳(分析师)证书编号: S0790524120002 | 张威震(分析师)证书编号: S0790525020002

前三季度稳健增长, AI 服务器电源市场打开增长空间, 维持“买入”评级

公司发布 2025 年三季度报告。(1) 前三季度, 公司实现营收 41.17 亿元, 同比+16.34%; 归母净利润 5.35 亿元, 同比+8.19%; 扣非归母净利润 5.17 亿元, 同比+12.64%; 销售毛利率 24.50%, 同比-0.54pcts; 销售净利率 13.05%, 同比-1.06pcts。(2) 单三季度公司实现营收 14.23 亿元, 同比+21.12%, 环比-7.34%; 归母净利润 1.76 亿元, 同比+20.01%, 环比-14.59%; 扣非归母净利润 1.73 亿元, 同比+20.78%, 环比-16.64%; 毛利率 23.69%, 同比-1.58pcts, 环比-1.70pcts; 净利率 12.34%, 同比-0.23pcts, 环比-1.24pcts。(3) 公司前三季度收入和利润均实现了较好增长, 单三季度利润率水平同环比均略有下降, 预计主要与产品收入结构变化等因素有关。考虑到 AI 服务器对超级电容产品的需求释放仍然需要时间, 且公司薄膜电容器业务进展略低于预期, 我们略下调公司 2025 至 2027 年盈利预测, 预计 2025/2026/2027 年归母净利润为 7.50/9.45/11.01 亿元(原值为 8.21/9.93/11.46 亿元), 当前股价对应 PE 为 34.2/27.2/23.3 倍, 维持“买入”评级。

铝电解电容和薄膜电容需求回暖稳定增长, 车载用薄膜电容持续扩产

目前铝电解电容和薄膜电容仍然是公司主业和发展支柱。(1) 公司铝电解电容器在新能源、电动汽车和充电桩方便都实现了较好增长, 固态叠层高分子电容器在 AI 服务器领域批量交货, 固液混合电容器在汽车领域持续增长, 两者将成为铝电解快速增长点。同时, 公司在铝电解电容器核心材料腐蚀、化成箔技术等方面取得新突破, 展现高容量、高性能、高效率、低成本的核心优势。(2) 薄膜电容方面, 公司业务进展略低于预期, 但车载用薄膜电容器将会持续扩产。

AI 数据中心电源需求高速增长, 铝电解/超容电容器产品未来可期

随着全球 AI 数据中心快速扩容, 数据中心电源架构和服务服务器机柜电源密度都快速迭代, AI 电源需求高速增长, 彭博新能源财经预测, 2025-2035 年全球数据中心电力容量将从 2024 年的 81GW 增长至 277GW。公司铝电解电容和超级电容产品可用于 AI 服务器电源, 目前主要产品已通过下游硬件厂商认定和试验。(1) 随着 AI 服务器功率增加, 铝电解电容器应用数量相应增加。公司 MLPC 技术实现突破, 在 AI 服务器等领域的相关客户已有订单, 预计发展良好。(2) 超级电容方面, 公司 EDLC 和 LIC 产品在 AI 服务器领域均有配套方案, 已跟相关厂商进行技术方案交流, 公司产品能够适应客户需求, 且具有产能大、扩产周期短、特别是成本低等优势。未来随着 AI 数据中心电源需求高速增长, 公司相关产品有望迎来重大发展机遇。

风险提示: 宏观政策风险; 行业竞争加剧风险; 公司新业务不及预期风险。

【家电: 绿联科技(301606.SZ)】2025Q3 业绩超预期, 继续看好高潜力 NAS 业务以及核心主业高增——公司信息更新报告-20251027

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 林文隆（分析师）证书编号：S0790524070004

2025Q3 业绩超预期，看好高潜力 NAS 存储&主业增长，维持“买入”评级

2025Q3 公司实现营收 25.07 亿元（同比+60.4%，下同），归母净利润 1.92 亿元（+67.3%），扣非归母净利润 1.88 亿元（+71.1%），业绩超预期，我们上调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 6.72/9.04/11.87 亿元（原值为 6.26/8.63/11.33 亿元），EPS 分别为 1.62/2.18/2.86 亿元，当前股价对应 PE 分别为 36.7/27.2/20.7 倍，长期看好 NAS 存储赛道行业渗透率提升，公司有望率先享受行业红利，同时看好充电主业势能提升拉动增长，维持“买入”评级。

2025Q3 增长提速&产品竞争力延续，关注后续 NAS 产品/系统迭代催化

分区域，我们预计中国区域营收增速较 Q2 环比显著提升（预计超 50%增长，得益于移动电源增长+部分收入延迟到 Q3 确认），欧洲等海外区域增速环比提升。久谦数据显示，2025Q3 绿联国内线上销售额增速达 73%（2025Q2 为 62%），其中移动电源销售额增速达 189%。此外，2025Q3 NAS 存储/移动电源份额分别为 36%/6%，移动电源份额环比提升。海外亚马逊充电器和移动电源份额稳中有升，竞争力持续。长期维度，线下渠道开拓+苹果迭代功率提升+推新速度加快或带动充电业务维持较高增长；NAS 存储处在 0-1 发展阶段，长期继续看好行业渗透率提升以及公司增长。同时关注后续高端 AINAS 产品及其生态布局催化。

2025Q3 毛利率逆势提升，管理和研发费用率规模效应拉动利润率提升

2025Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 38.0%/36.1%/37.2%，同比分别-1.6/-1.3/+0.7pct，单三季度毛利率超预期同环比提升，或系高毛利海外 NAS 占比提升+部分价格调整+移动电源升级。费用端，2025Q1/Q2/Q3 期间费用率分别为 27.5%/29.1%/27.6%，同比分别-1.8/+0.1/-0.8pct，其中 2025Q3 销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.35/-1.28/-0.3/+0.5pct，销售费用率同比提升幅度较 Q2 收窄，管理和研发费用率在收入高增背景下持续摊薄。综合影响下 2025Q1/Q2/Q3 归母净利率分别为 8.2%/6.1%/7.7%，同比分别+0.3/-1.1/+0.3pct，单季度所得税率较同期有所提升主要系研发加计扣除一次性增加。展望后续，随着 NAS 存储放量及消费者教育趋于成熟，前置投放的销售费用规模效应有望逐步显现，看好长期利润率逐步提升。

风险提示：NAS 存储销售不及预期；海外渠道拓展不及预期；竞争加剧等。

【传媒:值得买(300785.SZ)】AI 商业化成效初显，深化 AI 战略合作助力成长——公司信息更新报告-20251027

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

业务结构优化升级，看好 AI 全面赋能公司成长，维持“买入”评级

2025Q1-Q3 公司营收 8.1 亿元（同比-20%），主要系公司低毛利业务战略性收缩及业务升级，归母净利润 0.13 亿元（同比+253%），主要系公司确认大额递延所得税抵免，其中，Q3 营收 2.2 亿元（同比-24%），归母净利润 0.008 亿元（同比+120%），我们看好公司 AI 商业化持续推进，AI 全面赋能公司业务成长，Q4 “双 11+国补”助力公司业绩继续修复，我们维持 2025-2027 年盈利预测，预测 2025-2027 年公司营收分别为 13.7/15.8/18.2 亿元，归母净利润分别为 0.9/1.1/1.3 亿元，当前股价对应 PE 分别为 72.5/60.2/50.8 倍，维持“买入”评级。

AI 商业化成效初显，Q4 “双 11”、“双 12”购物节有望助力业绩修复

2025Q1-Q3 公司确认 AI 相关收入 1.32 亿元，正式开启 AI 商业化。9 月，公司调用第三方大模型 API 消耗 tokens 数量达 1,084 亿，较 6 月+47%，海纳 MCP Server 输出量超 2,087 万，较 6 月+154%。此外，“双 11”大促开启期，“国补”政策消费拉动力强劲，截至 10.20，京东“双 11”5.2 万+个品牌的成交额同比增长超 300%，10.15 天猫预售 1 小时内，破亿品牌数、成交翻倍品牌数、活跃用户数均超去年同周期，“什么值得买”平台内相关消费 GMV 实现单日环比+103%。

深化 AI 战略合作助力成长，品牌、用户两端赋能推动 AI 电商闭环

2025年7月，公司研发“值数”AI全域洞察平台，该平台通过AI能力评估内容质量、洞察用户情绪，从内容、渠道、用户三个维度助力品牌营销效果提升。9月，“张大妈”App正式上线，AI购物管家“张大妈”基于推理模型，将意图解析与任务执行结合，有效提升用户决策效率与消费体验，另外，公司与华为签署战略合作协议，深化过往在华为云、华为终端BG、市场联合营销等方面的合作。10月，公司与微盟的SaaS商业操作系统深度对接，将依托“海纳”MCPServer开放消费数据服务能力，共同为外部AI生态提供“专业消费内容+AI导购推荐+交易转化”的技术底座，构建“匹配—交易”AI电商闭环。

风险提示：电商政策变化风险、创新业务拓展不及预期等。

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】微短剧战略深化，头部综艺或驱动业绩继续回暖——公司信息更新报告-20251027

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

业绩已现回暖趋势，看好公司综艺剧集长期成长性，维持“买入”评级

2025年Q1-Q3公司实现营收90.6亿元（同比-11.8%），主要系电商业务营收下降所致，归母净利润10.2亿元（同比-29.7%），主要系持续加大内容、研发投入致互联网视频业务成本上升，其中Q3营收31.0亿元（同比-6.6%），归母净利润2.5亿元（同比-33.5%）。基于公司前三季度业绩及内容成本的持续投入和广告主整体投放情况，我们下调2025-2027年盈利预测，预测2025-2027年营收分别为140/151/160（前值为142/160/170）亿元，归母净利润分别为15.3/18.6/21.3（前值为17.8/21.8/24.4）亿，当前股价对应PE分别为35.4/29.1/25.4倍，我们看好公司综艺剧集的长期成长性，维持“买入”评级。

芒果TV月活稳健增长，广告业务回暖，政策或助力长期发展

2025年Q1-Q3芒果TV用户月活均值同比增长11%（QM数据），Q3广告收入实现同比增长。此外，公司保持良性的经营性现金流，Q1-Q3经营性现金流量净额6.7亿元（同比+307%），9月末资金储备超130亿元，为后续持续加大内容、技术和新业务布局提供坚实支撑。8月出台的《进一步丰富电视大屏内容，促进广播电视内容供给的若干举措》放宽影视制作监管限制，或为公司主业注入增长动能。

微短剧战略深化，《声鸣远扬2025》有望驱动广告收入进一步增长

2025年10月，芒果TV启动“AIGC微短剧创作者生态计划”，将提供百部微短剧剧本、漫剧版权IP、AI工具及资金流量扶持，该举措有望进一步扩大优质内容供给，带动会员业务收入增长。此外，公司时隔多年重启全民选秀音综《声鸣远扬2025》，该综艺覆盖“美声、民族、流行”三大唱法，以38座城市、37家专业院团、86所艺术高校构建人才选拔网络，自预选赛启动以来热度持续攀升，10月28日将于湖南、江苏卫视等八大平台协同传播，有望驱动广告主增加投放，为公司业绩贡献可观增量。

风险提示：综艺剧集表现不及预期，AI应用进展不及预期等。

【计算机：道通科技(688208.SH)】扣非利润高增长，AI赋能驱动成长——公司信息更新报告-20251027

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

数字维修全球领导者，维持“买入”评级

公司为数字维修领域全球领导者，数智能源业务已成为高速增长的第二发展曲线，AI+机器人空地一体集群智慧解决方案业务有望打造成为公司第三发展曲线，考虑到公司前三季度业绩超预期，我们上调原有2025-2027盈利预测，预计2025-2027年归母净利润为9.03、11.10、13.74（原值为8.04、10.13、12.46）亿元，EPS为1.35、1.66、2.05（原值为1.20、1.51、1.86）元/股，当前股价对应PE为28.1、22.9、18.5倍，维持“买入”评级。

事件：公司发布2025三季报

2025 年前三季度实现营业收入 34.96 亿元，同比增长 24.69%；归母净利润 7.33 亿元，同比增长 35.49%；扣非归母净利润 7.18 亿元，同比高增 61.81%，盈利能力显著增强。

业绩高增长，盈利能力提升

业绩高增长主要受益于收入持续攀升、期间费用管控有效及汇兑收益增加。AI+诊断领域，公司持续深化 AI 多模态语音大模型和 AIAgents 应用，具备 AI 特性的数字维修新品获得客户高度认可，其中 TPMS 产品持续保持高速增长。AI+充电领域，公司发布 AI 驱动的新一代智慧能源解决方案，实现核心部件自研及系统集成创新，并持续深化“数智能源充电大模型”以及系列 AIAgents 的应用。同时公司推动 AI 驱动的数智化变革和组织能力建设，运营效率持续优化提升。

TPMS 市场需求持续释放，斩获北美双冠有望加速放量

公司公众号数据显示全球汽车保有量超 14 亿辆，欧美地区车龄超 7 年的车辆占比达 60%，且随着美国、欧盟等国家及区域强制安装 TPMS 法规落地，TPMS 替换需求持续释放，预计 2025 年全球市场规模超 50 亿美元。

9 月 24 日，公司公众号报道公司在北美权威轮胎行业媒体《现代轮胎经销商》近日发布的《2025 年 TPMS 品牌洞察研究报告》胎压监测传感器及轮胎压力监测系统诊断工具两大核心赛道均位列北美第一，成为唯一实现双冠王的科技企业，进一步巩固其在数字维修的全球领导者地位，有望助力公司加速成长。

风险提示：海外拓展不及预期；市场竞争加剧；公司研发不及预期风险。

【计算机：中控技术(688777.SH)】合同负债增长，工业 AI+机器人持续落地——公司信息更新报告-20251027

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

流程工业智能制造龙头，维持“买入”评级

公司为流程工业智能制造领域龙头，有望受益设备更新政策和出海机遇，工业 AI 打开长期增长空间，我们维持原有盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 11.20、12.90、15.54 亿元，EPS 为 1.41、1.63、1.96 元/股，当前股价对应 PE 为 37.5、32.6、27.0 倍，维持“买入”评级。

事件：公司发布 2025 三季报

2025 年前三季度公司营业收入约 56.54 亿元，同比减少 10.78%；归母净利润约 4.32 亿元，同比减少 39.78%。

合同负债环比增长，工业 AI 业务持续落地

公司业绩短期承压主要系受行业竞争影响，主营业务收入同比有所下降，同时银行理财、利息收入同比减少。截至 2025 年三季度末，公司合同负债 15.23 亿元，环比增长 11.62%，为未来业绩释放奠定基础。

公司全力发展工业 AI 业务，时间序列大模型 TPT 等创新业务已逐步实现规模化商业落地，2025 年前三季度，工业 AI 产品 TPT 业务收入 1.54 亿元，软件年费 ARR 收入 7691.35 万元，机器人业务收入 1.22 亿元。

积极回购彰显信心，绑定员工夯实长期发展功能

10 月 24 日，公司发布关于以集中竞价交易方式回购股份的回购报告书。公司正处于工业人工智能发展战略的关键时期，为了加速推动时间序列大模型 TPT、订阅制等工业 AI 创新业务发展目标的实现，充分激励在技术创新及业务快速突破方面取得成就的团队及个人，公司拟通过集中竞价交易方式进行股份回购。回购的股份将在未来合适时机全部用于股权激励及/或员工持股计划。回购股份金额 5 亿元至 10 亿元，回购股份价格不超过人民币 68.81 元/股（含）。

风险提示：下游需求不及预期；海外拓展不及预期；公司研发不及预期风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2025 年半季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 4.78% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。根据盐湖股份 2025 年中报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团控股子公司陕西煤业股份有限公司持有盐湖股份 5.03% 的股份。尽管开源证券与陕西煤业股份有限公司均属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对陕西煤业股份有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与盐湖股份不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn