

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-10-28

宏观策略

2025 年 10 月 28 日

海外周报 20251026: 美国 CPI 势弱, 联储 10 月降息几无悬念

核心观点: 9 月美国 CPI 全面不及预期, 居住通胀中 OER 分项的超预期回落是主要贡献。核心通胀结构中, 关税相关商品环比反弹, 但增速相较 6-7 月更为温和; 超级核心通胀保持黏性, 居住通胀仍是未来核心服务通胀趋势下行的主要动力。向前看, 偏弱的季节性预计令未来 2 个月美国 CPI 延续震荡回落, 但通胀数据的市场重要性正在下降。由于美国货币市场流动趋势性收紧、地区银行风险犹存, 而 10 月 CPI 预计将缺席, 美联储大概率在 10、12 月连续降息, 10 月 FOMC 的关注点则在于美联储是否提供关于停止缩表的信息。

宏观量化经济指数周报 20251026: 四季度供需分化格局仍将对物价造成影响

10 月份经济仍旧呈现供给端强于需求端的态势

固收金工

固收周报 20251026: 政策扰动期, 债市且战且退

东吴证券_周观: 政策扰动期, 债市且战且退 (2025 年第 41 期)

固收周报 20251026: 为什么说四季度对于转债配置很重要?

25q4 建议以控回撤为主, 同时择机布局具有中长期催化, 且静态供需格局、动态供需弹性较优的平衡性标的。

固收点评 20251025: 二级资本债周度数据跟踪 (20251020-20251024)

一级市场发行情况: 本周 (20251020-20251024) 银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只, 发行规模为 20.00 亿元。 二级市场成交情况: 本周 (20251020-20251024) 二级资本债周成交量合计约 1730 亿元, 较上周增加 62 亿元。

固收点评 20251025: 绿色债券周度数据跟踪 (20251020-20251024)

一级市场发行情况: 本周 (20251020-20251024) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 30 只, 合计发行规模约 55.01 亿元, 较上周减少 49.41 亿元。 二级市场成交情况: 本周 (20251020-20251024) 绿色债券周成交额合计 665 亿元, 较上周增加 52 亿元。

行业

计算机行业跟踪周报: 脑机接口: “十五五” 重点布局, 技术持续突破

投资建议和相关标的: 国内政策积极推进, 国内外临床和商业化进展加速, 看好脑机接口产业。建议关注: 创新医疗、诚益通、三博脑科、翔宇医疗、岩山科技、盈趣科技、东微半导体、塞力医疗、爱朋医疗、中科信息、南京熊猫、狄耐克等。 风险提示: 政策推进不及预期, 行业竞争加剧, 技术发展不及预期。

公用事业行业跟踪周报: 加快建设新型能源体系, 2025M1-9 用电量同增 4.6%

投资建议: 迎峰度夏关注水电、火电投资机会。1) 火电: 迎峰度夏建议

关注区域火电投资机会。建议关注【建投能源】【华电国际】【华能国际】【国电电力】【中能股份】【皖能电力】。2) 水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。3) 核电：成长确定、远期盈利&分红提升。22/23 年连续两年核准 10 台，24 年再获 11 台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。4) 绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5) 消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

建筑材料行业跟踪周报：短期中美贸易出现缓和，中期等待经济工作会议定调

周观点：(1) 9 月固定资产投资增速放缓，显示地产基建等传统经济偏弱。本周十五五规划建议发布，科技如期成为重头戏，短期中美贸易谈判出现缓和迹象。我们短期推荐首先是国内大循环方面的科技方向，其次是地产链上消费方向，中期仍需要等待经济工作会议的定调。(2) 科技方面，十五五期间国产半导体有望加快发展，尤其是先进制程，继续推荐洁净室工程板块，订单均有高增，例如圣晖集成、亚翔集成和柏诚股份，受益于 PCB 升级的玻纤企业，产能均高增，中材科技、宏和科技等。AI 端侧应用上，随着模型和算力的匹配，26 年智能家电有望快速发展，建议关注处于 1-10 的阶段智能摄像头行业龙头萤石网络。处于 10-100 阶段的清洁机器人龙头石头科技。同时也建议关注其他科技属性较强的公司，上海港湾受益于商业卫星的加速发射和技术升级。(3) 消费方面，地产链出清已近尾声，供给格局大幅改善，越是零散的赛道出清越明显，所以我们看到不少零售型公司加速了渠道下沉铺设，例如三棵树、悍高集团。并且估值已过分悲观，即使下调业绩，但股价已经不再下跌。随着好房子和城市更新政策在供需两端作用，格局的改善将更加明显。建议关注三棵树、箭牌家居、公牛集团、北新建材、伟星新材、欧派家居、兔宝宝、奥普科技、欧普照明、江河集团等。(4) 海外方面，短期中美谈判出现缓和迹象。中期而言，美欧财政扩张对于军工、科技和医药大型企业的刺激仍在显现，对应板块仍值得关注，例如圣晖集成、亚翔集成、中材科技、宏和科技等。美国成屋销售仍比较疲软，零售数据虽好但补库意愿较弱，需要继续关注美联储预防式降息对于中小企业和私人投资消费的推动作用。除了欧美地区，出海企业也在大力开发东南亚、中东、非洲等市场，综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐华新水泥、上海港湾、科达制造、中材国际。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

燃气 II 行业跟踪周报：天气转冷美国&中国气价上涨，欧洲进入库存提取季气价微增

投资建议：展望 2025 年，供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征关税后新奥股份等具有美国气源的公司是否能通过转售等消除关税影响；以及涉及省内管输业务的公司管输费下调风险。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能

源】(25 股息率 4.8%) 2024 年不可测利润充分消化,私有化方案定价彰显估值回归空间;【华润燃气】【昆仑能源】(25 股息率 4.8%)【中国燃气】(25 股息率 6.2%)【蓝天燃气】(股息率 ttm9.0%)【佛燃能源】(25 股息率 3.6%);建议关注:【深圳燃气】【港华智慧能源】。2) 海外气源释放,关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐:【九丰能源】(25 股息率 3.6%)【新奥股份】(25 股息率 6.2%)【佛燃能源】;建议关注:【深圳燃气】。3) 美气进口不确定性提升,能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2025/10/24)

汽车周观点: 特斯拉 Robotaxi 进展顺利, 继续看好汽车板块

Q4 重视 AI 智能车投资机会 本周汽车行业表现如何? 本周 A-H 股汽车表现一般,子行业中客车表现最佳。核心变化: 1) 特斯拉 Robotaxi 进展总体顺利, V14.2 版本+去安全员节点+Cybercab 量产节点均非常重要,计划 2026 年启动 Optimus 量产,目标未来实现每年百万台级产能; 2) 北汽蓝谷 2025Q3 单季度营收为 58.7 亿元, 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, 环比均减亏; 3) 爱玛科技 2025Q3 实现收入 80.6 亿元, 同比+17.3%, 归母净利润 6.9 亿元, 同比+15.2%, 扣非归母净利润 6.5 亿元, 同比+17.6%。当前时点汽车板块如何配置? 我们认为汽车行业或又进入了新的十字路口阶段: 汽车电动化红利进入尾声, 汽车智能化正在“黎明前黑暗”, 机器人创新在产业 0-1 阶段。新旧逻辑切换阶段三类主线投资机会并存。【AI 智能车主线】Robotaxi/van 先行, C 端紧跟。下游应用维度核心标的: #Robotaxi 视角: 1) 一体化模式: 特斯拉/小鹏汽车/千里科技; 2) 技术提供商+运营分成模式: 地平线机器人/百度/小马智行/文远知行; 3) 网约车/出租车的转型: 滴滴/曹操出行/如祺出行/大众交通/锦江在线。#Robovan 视角: 德赛西威+中邮科技+开勒股份等。#C 端卖车视角: 整车(小鹏汽车/理想汽车/华为系/小米集团等) 上游供应链维度核心标的: 1) B 端整车代工: 北汽蓝谷/广汽集团/上汽集团等; 2) 核心供应商: 检测(中国汽研/中汽股份等)/芯片(地平线机器人+黑芝麻智能)/域控制器(德赛西威/经纬恒润/均胜电子/科博达等)/传感器(舜宇光学科技/禾赛/速腾聚创)/线控底盘(伯特利/耐世特/浙江世宝)/车灯(星宇股份)/玻璃(福耀玻璃)等 【AI 机器人主线】零部件优选(拓普集团+均胜电子+新泉股份+精锻科技+福达股份+旭升集团+爱柯迪等)。【红利&好格局主线】客车(宇通客车)/重卡(中国重汽 A-H/潍柴动力)/两轮(春风动力/隆鑫通用)等。风险提示: 贸易战升级进一步超出预期; 全球经济复苏力度低于预期; L3-L4 智能化技术创新低于预期; 全球新能源渗透率低于预期; 地缘政治不确定性风险增大。

有色金属行业跟踪周报: 美国通胀数据超预期回落为降息扫除障碍, 工业金属录得普涨

铜: 美国通胀超预期回落叠加中美贸易会谈在即, 宏观向好助力铜价上涨。截至 10 月 24 日, 伦铜报收 10,947 美元/吨, 周环比上涨 3.21%; 沪铜报收 87,720 元/吨, 周环比上涨 3.95%。供给端, 截至 10 月 24 日, 本周进口铜矿 TC 维持-40.5 美元/吨, 矿端供给维持紧缺; 必和必拓三季度铜产量达 49.4 万吨, 同比增 4%; 需求方面, 传统消费旺季成色弱于去年同期, 但新能源汽车、电网投资需求稳步提升对铜价有效支撑; 宏观层面, 美国通胀超预期走弱, 降息预期进一步提升; 中美贸易会谈将于马来

西亚举行，宏观整体风偏有所提升，预计铜价短期继续震荡走强，留意后续中美进一步表态。铝：截至10月24日，本周LME铝报收2,857美元/吨，周环比上涨2.81%；沪铝报收21,225元/吨，周环比上涨1.51%。供应端，本周中国电解铝行业无增减产行为，理论开工产能维持4413.50万吨；海外世纪铝业公司位于冰岛格伦达坦吉的铝冶炼厂因电力设备故障暂时停产，此次影响产能评估20万吨左右；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比持平，铝棒产能利用率环比上升0.33pct，本周电解铝的理论需求有所上升，本周电解铝社会库存环降0.75%至62.51万吨。本周随着美国降息预期提升，中美地缘局势预期改善，整体宏观情绪有所好转，随着海外电解铝供给端出现扰动，铝价震荡上行，后续进一步观察需求端的落地情况以及中美两国后续APEC会谈前后表态。黄金：截至10月24日，COMEX黄金收盘价为4126.90美元/盎司，周环比下降3.30%；SHFE黄金收盘价为938.10元/克，周环比下跌6.17%。美国9月核心CPI年率录得3%，低于预期的3.1%，前值为3.1%；中国9月PPI年率录得-2.3%符合预期。美国联邦政府继续停摆，但9月CPI回落为美联储在非农数据缺席的基础上具备了降息的数据支撑，同时也印证了美国进口关税传导效应较为渐进的观点，降息预期的强化提升了市场整体风偏。此外，中美双方贸易代表在马来西亚举行会面，为下一步两国领导人在APEC会谈创造条件，整体宏观情绪向好。本轮贵金属波段行情的两大逻辑：1）实际利率快速下行；2）欧洲财政端压力及美元信用危机在中期角度仍逻辑通畅，短期贵金属快速上行的同时整体波动率也在快速放大，基于俄乌冲突缓和信号，贵金属属于本周录得大幅回调，但我们认为贵金属中期逻辑依旧通顺，看好回调后

电力设备行业跟踪周报：储能锂电需求强劲

储能：国内容量补偿电价逐步出台，大储需求超预期，供应紧张，今年预计30-40%增长，美国大美丽法案后今年抢装超预期，预计明后年稳增长，欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，持续高增长；欧洲户储去库完成，出货恢复，工商储需求开始爆发，新兴市场光储平价需求持续，我们预计全球储能装机25-28年的CAGR为30-50%，继续强推大储，看好大储集成和储能电池龙头。锂电&固态：9月销量160万，同环比+25%/15%，全年预计增长30%，26年预计15%+增长；欧洲9月主流9国电动车销量合计31万辆，同环比35%/76%，累计增30%，上修全年增长至30-35%；同时9月储能装机及招标继续亮眼，电池供不应求，10月排产进一步提升10%，旺季再上台阶，预计11月排产仍小幅提升，高景气度延续，其中，储能需求超预期，价格已上涨1-3分/wh，预计Q4价格仍有提升空间，材料方面，6F和铁锂涨价确定性强，其余材料26年涨价有望跟进，短期受出口管制错杀，实质影响极小，回调即买点，继续全面看好锂电池板块，首推宁德、亿纬锂能、欣旺达等。同时材料环节一二线厂商产能已打满，涨价诉求强烈，6F和高压密铁锂普遍涨价确定性高，预计26年有望开始盈利有望修复，看好科达利、璞泰来、天赐等锂电龙头公司，同时固态中试线2H25密集落地，继续强推硫化物固态电解质和硫化锂及核心设备优质标的。机器人：英伟达近期加码人形本体和大模型，Tesla Gen3将于10-11月定型，股东大会有望展示，25Q4下订单、26年初量产，2030年依然预期100万台；人形公司产品、订单、资本端等进展提速，25-26年国内外量产元年共振，我们继续全面看好人形板块，全面看好T链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、

丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。AIDC：海外算力升级对 AIDC 要求持续提升，高压、直流、高功率趋势明显，国内相关公司迎来出海新机遇，继续看好有技术和海外渠道优势的龙头；工控：工控 25 年需求总体继续弱复苏，锂电需求恢复、风电、机床等向好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25 年国内海风 10GW+，翻倍增长，Q2 是拐点，欧洲海风进入持续景气周期，继续全面看好海风，陆风 100GW+，同增 25%，铸件等零部件涨价，风机毛利率逐步修复，推荐海缆、海桩、整机等。

商贸零售行业跟踪周报：绿联科技 2025Q3 业绩增速加速，关注 NAS 新消费趋势

NAS 有望成为数字时代的家庭数码仓库。NAS 直译为网络附接存储，NAS 设备链接到局域网之后，可为连接到局域网中的设备提供云存储和文件共享等功能。NAS 的用户包括发烧友个人、小型工作室（尤其文创类）、小型企业等。随着我们生活的数字化程度加深，NAS 渗透率有望提高。

原油周报：美国制裁两家俄罗斯石油公司，国际油价上涨

【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发展（600968.SH）；建议关注：石化油服/中石化油服（600871.SH/1033.HK）、中油工程（600339.SH）、石化机械（000852.SZ）。

【风险提示】1）地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2）宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3）新能源加大替代传统石油需求的风险。4）OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5）美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6）美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7）全球 2050 净零排放政策调整的风险。

非银金融行业跟踪周报：业绩高增长或将驱动保险/券商股估值修复

行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1）保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计持续改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2）证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国平安、新华保险、中国人保、中信证券、同花顺、九方智投控股等。风险提示：1）宏观经济不及预期；2）政策趋紧抑制行业创新；3）市场竞争加剧风险。

电子行业跟踪周报：三季度 AI 业绩持续兑现，Mid-Training 开启结构化智能新阶段-算力周报

本周 AI 产业链股价强势反弹，进入三季报业绩期，部分 AI 产业链公司业绩表现强劲，带领市场情绪回升。数通 PCB/CCL：生益电子+29.35%，胜宏科技+19.13%，景旺电子+17.41%；铜连接：瑞可达+9.76%，华丰科技+9.19%；光芯片/光器件：源杰科技+38.00%，仕佳光子+24.63%，长光华芯+17.71%，太辰光+14.01%；液冷：思泉新材+20.33%，英维克+7.45%；服务器代工：工业富联+12.06%，华勤技术+4.48%。接下来继续关注海外 CSP 等大厂财报披露，或将迎来新催化。近期安费诺与维谛 Q3 业绩均超指引预期，率先印证海外 AI 基础设施建设需求的持续放量。前者受益于 AI 服务器与高性能连接件需求爆发，单季营收创历史新高；后者提前

布局 800 VDC 架构及数据中心电源解决方案，当前订单储备充裕，为未来增长奠定坚实基础。国内方面，生益电子三季度业绩超预期，充分反映 AI 算力周期下 PCB 价值量的跃升与产业链景气的延续性，相关产业链将深度受益。展望后续，短期我们观察到芯片端 CoWoS 订单持续上修，明年芯片出货量有望超预期。同时 AI 算力驱动下的光互连需求增长趋势明显，近期 1.6T 光模块持续加单已形成验证，我们认为景气扩张趋势有望进一步传导至 PCB、铜连接、液冷、服务器代工等其他环节。而在中长期，我们认为 2025 年崛起的 Mid-Training 标志着 AI 训练进入“资本效率”拐点。它打破“预训练+后训练”二段式范式，构建三段式架构，以质量驱动替代规模堆叠，凭高质量数据与结构化推理提升模型边际收益，成为行业新焦点。具体来看，Mid-Training 不同于预训练强调堆砌通用数据、后训练仅做微调，而是依赖于强化学习与合成数据的精确提效。这一过程需要大量算力来支撑数据处理，将算力从单纯的成本项转化为驱动模型迭代的“主动资本”。未来通过复利式持续投入强化模型能力的训练范式有望进一步推动算力需求增长。

医药生物行业跟踪周报：2025 ESMO 中国之声闪耀全球，PD1 双抗与 ADC 成为全球焦点

本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为 0.58%、19.54%，相对沪深 300 的超额收益分别为-2.67%、1.09%；本周、年初至今恒生生物科技指数涨跌幅分别为-1.05%、81.15%，相对于恒生科技指数跑赢 5.22%、36.90%；本周医疗服务（+3.94%）、医药商业（+2.27%）、医药器械（+0.89%）、原料药（+0.25%）股价有所上涨；化学制药（-0.31%）、生物制品（-0.69%）、中药（-0.85%）等股价均有所下跌。

基础化工周报：尿素价格偏弱运行

【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为 18200/14286/13449 元/吨，环比分别+286/-207/+134 元/吨，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 5099/2184/2211 元/吨，环比分别+383/-110/+105 元/吨。【油煤气烯烃板块】① 本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为 1364/3777/531/3937 元/吨，环比分别+21/+15/+16/-0 元/吨。② 本周聚乙烯均价为 7441 元/吨，环比-78 元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 892/1593/15 元/吨，环比分别-56/-96/-51 元/吨。③ 本周聚丙烯均价为 6680 元/吨，环比-120 元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为 16/1289/-113 元/吨，环比分别-86/-122/-78 元/吨。【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2154/1596/3907/2410 元/吨，环比分别-21/-0/-21/-19 元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 140/-83/-168/154 元/吨，环比分别-55/-14/+25/-6 元/吨。

【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升、新和成、安迪苏。【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

大炼化周报：成本支撑转强，产销率提升

【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2564 元/吨，环比-24 元/吨（环比-1%）；国外重点大炼化项目本周价差为 1212 元/吨，环比-2 元/吨（环比-0%）。【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 6407/6618/7732 元/吨，环比分别-114/-79/-54 元/吨，POY/FDY/DTY 行业周均利润为 72/-54/88 元/吨，环比分别-54/-30/-14 元

/吨, POY/FDY/DTY 行业库存为 11.8/21.9/29.5 天, 环比分别-5.0/-4.2/-2.0 天, 长丝开工率为 91.0%, 环比-0.0pct。下游方面, 本周织机开工率为 66.5%, 环比+2.4pct, 织造企业原料库存为 11.1 天, 环比+0.9 天, 织造企业成品库存为 24.0 天, 环比-1.7 天。【炼油板块】国内成品油:本周汽油/柴油/航空煤油价格下跌。美国成品油:本周美国航煤价格下跌。【化工板块】本周 PX 均价为 794.4 美元/吨, 环比+6.9 美元/吨, 较原油价差为 336.7 美元/吨, 环比+4.5 美元/吨, PX 开工率为 86.3%, 环比-1.0pct。【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝: 恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。【风险提示】1) 项目实施进度不及预期; 2) 宏观经济增速下滑, 导致需求复苏弱于预期; 3) 地缘风险演化导致原材料价格波动; 4) 行业产能发生重大变化; 5) 统计口径及计算误差。

机械设备行业跟踪周报: 持续推荐国内全面复苏的工程机械; 建议关注液冷新技术的设备投资机会

风险提示: 下游固定资产投资不及市场预期; 行业周期性波动风险; 地缘政治及汇率风险。

煤炭开采行业跟踪周报: 气温快速下降, 港口煤价环比上行

估值与建议: 仍旧关注保险资金增量; 保费收入维持正增长, 且向头部保险集中。固收类资产荒依旧, 叠加红利资产已经高位, 所以关注权益配置变化, 预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的, 且低估值标的: 建议关注昊华能源, 广汇能源。风险提示: 下游需求不及预期; 保供力度强于预期, 煤价大幅下跌。

金融产品跟踪周报: 权益 ETF 系列: 市场开启反攻, 继续聚焦泛科技板块

A 股市场行情展望: (2025.10.27-2025.10.31) 观点: 市场开启反攻, 继续聚焦泛科技板块。2025 年 10 月, 宏观择时模型的月度评分是-1.5 分, 历史上该分数万得全 A 指数震荡微跌的概率较大。技术择时模型中万得全 A 指数在中期趋势线附近出现强支撑反弹。因此综合分析, 我们维持之前的观点, 十月份万得全 A 指数可能整体呈现震荡的格局。本周 A 股市场处于相对缩量的状态, 市场等待重要会议、中美谈判等事件的逐渐落地, 然后逐步发起反攻。泛科技板块再次引领市场。海外算力、国产算力、新能源等均有所爆发表现。美中不足的是, 本周成交额一直在 2 万亿元以下, 同时周五市场反攻的时候, 机构资金在引领进攻方向, 但散户资金显示在持续流出。后续市场进一步的上攻, 仍然需要各路资金形成共振。港股本周也跟随 A 股发生了反弹, 恒生科技指数本周上涨 5.20%。10 月 24 日, 美国 9 月核心 CPI 同比增长 3%, 低于预期 3.1%。美联储年内再降息两次的可能增大, 利好风险资产。港股后续的表现值得期待。另外, 值得注意的是, 本轮牛市的性质为慢牛。因此, 我们看好后市的表现, 但反攻的幅度和速度可能需要降低一定的预期。指数快速反弹后, 可能会再次进入到慢牛的节奏。基金配置建议: 根据我们上述行情研判, 我们认为后续市场可能会处于震荡偏上涨的行情, 结构性行情仍然会持续涌现。因此从基金配置的角度, 我们建议进行均衡偏成长型的 ETF 配置。风险提示: 1) 模型基于历史数据测算, 未来存在失效风险; 2) 宏观经济不及预期; 3) 发生重大预期外的宏观事件。

AI 漫剧爆发在即, 重视产业链机遇

供需两旺, 漫剧规模高速增长。根据巨量引擎, 近半年漫剧累计上线 3000+ 作品, 流水规模激增 12 倍; 2025M4-M7 漫剧剧目供给量复合增速 83%,

供需两旺态势下漫剧赛道规模有望突破 200 亿。巨量引擎与抖音集团短剧版权中心发布《漫剧政策一览》推出三类合作模式，其中：“番茄 IP 授权改编漫剧”合作模式对外开放 6 万余部番茄小说网文原创 IP 供合作方改编；版权中心补贴 IP 改编费作为内容生产扶持金，收益模式为全渠道免付费净收益 90% 分成，助力漫剧行业高质量发展。工具升级，AI 漫剧产能提速。25 年 Sora、即梦和可灵均进行大幅版本更新，技术拐点已至，物理交互、多模态同步及长时一致性问题均有突破。9 月抖音漫剧新增播放量 TOP50 中，AI 漫剧占据 22 部增势强劲；中文在线计划 25 年生产 300 部 AI 漫剧。25 年 AI 漫剧有望放量。大幅降本，效率指数级提升。漫剧单分钟成本 2-5 千元；应用 AI 后进一步降至 1-2.5 千元。AI 已介入剧本、分镜、线稿、动效、配音、剪辑等全流程，部分环节提效 50%-80%。《明日周一》10 人团队 45 天完成 50 集，上线 5 天抖音播放量破 500 万验证闭环逻辑。建议关注：IP 与内容生产：中文在线、阅文集团、捷成股份、荣信文化、昆仑万维、海看股份、掌阅科技 内容平台与社区：快手-W 风险提示：模型技术迭代速度不及预期，AI 应用商业化落地进程缓慢，政策监管趋严

推荐个股及其他点评

晶盛机电 (300316): 2025 年三季报点评: 利润环比改善, 看好大尺寸碳化硅衬底加速放量

晶盛半导体设备定位大硅片、先进封装、先进制程、碳化硅，零部件子公司批量供应国内头部客户。(1) 大硅片：提供长晶、切片、研磨、抛光整体解决方案。(2) 先进封装：除减薄机外还推出了超快紫外激光开槽设备。(3) 先进制程：12 英寸硅减压外延生长设备顺利实现销售出货。(4) 碳化硅设备：开发了 6-8 英寸碳化硅长晶设备、切片设备、减薄设备、抛光设备及外延设备等；离子注入样机调试阶段；碳化硅氧化炉/激活炉、光学量检测设备已实现批量出货。(5) 半导体零部件：子公司晶鸿精密聚焦关键部件制造，具备特种焊接、精密装配及半导体级表面处理能力，产品覆盖超大型真空腔体、主轴、陶瓷盘等，已批量供应国内头部设备&FAB 端客户。盈利预测与投资评级：考虑到公司订单确收节奏，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 10/12/15 亿元，对应当前 PE 为 52/42/34 倍，但考虑到公司多业务仍具备成长性，维持“买入”评级。风险提示：下游应用拓展不及预期，技术研发不及预期。

通润装备 (002150): 2025 三季报点评: 汇兑损失叠加海外项目延迟致 Q3 业绩环降, 全年有望持续高增

盈利预测与投资评级：考虑传统工具业务出货同比略有下滑，我们略微下调 2025 年盈利预测，基本维持 2026-2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.8/3.9/5.2 亿元（前值为 3.0/3.9/5.2 亿元），同增 29%/40%/32%，对应 PE 为 24/17/13 倍，给予 2026 年 25 倍 PE，对应目标价 27 元，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、政策不及预期。

东威科技 (688700): 2025 年三季报点评: Q3 业绩高增, 高端 PCB 电镀设备放量贡献业绩

有望充分受益于 HDI 电镀设备量价齐升：随着算力需求快速攀升，封装技术加速向高端化、低成本化演进，CoWoP 工艺搭配 HDI（高密度互连）成为关键驱动力，对先进电镀设备需求持续提升。公司针对 HDI 领域布

局了高价值量的水平电镀设备和 MVCP 设备,有望充分受益于 HDI 电镀设备需求的增长:①水平镀三合一设备:相比垂直电镀,水平电镀在高纵横比通孔和微盲孔领域具有明显优势,更适用于高阶 HDI。②MVCP(移栽式垂直连续电镀)设备:公司 MVCP 电镀线宽/线距最小可达 $8\mu\text{m}$,能够满足 MSAP 工艺的高精度要求,有望加速完成国产替代。③脉冲电镀设备:相比传统的直流电镀,脉冲电镀具备更好的深孔电镀能力和表面均匀性,充分满足高端 HDI 高纵横比微孔填充需求,市场前景广阔。Q3 公司获中国台湾某知名科技企业脉冲 VCP 设备订单,合同金额突破一亿元,该设备将用于 AI 服务器关键部件的高精密电镀制程。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 1.47/1.85/2.24 亿元,对应当前估值约 78/62/51 倍 PE,维持“增持”评级。风险提示:下游投资不及预期,新产品验证及客户导入进展不及预期等。

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

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。公司已接获顿罕布什约 3000 台螺杆压缩机订单,预计交付至 2026 年,并积极推进与维谛的磁悬浮方案选型,国内产品已进入浪潮数据中心。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。

道通科技(688208): 2025 年三季报点评:业绩符合预期,“出海+AI”驱动成长

盈利预测与投资评级:公司三项业务全面铺开, AI 有望对新、老业务全面赋能。我们基本维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润 8.0/9.9/11.9 亿元的预期,2025 年 10 月 27 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 33/26/22 倍,维持“买入”评级。风险提示:下游需求不及预期;竞争加剧;公司产品扩张不及预期;国际局势不确定性。

良信股份(002706): 2025 年三季报点评:新能源基本盘稳健增长, AIDC 增长放量未来可期

事件:公司 25 年 Q1-3 营收 35.1 亿元,同比+12.2%,归母净利润 3 亿元,同比-2.1%,扣非净利润 2.7 亿元,同比+2.2%,毛利率 30.4%,同比-0.9pct,归母净利率 8.7%,同比-1.3pct;其中 25 年 Q3 营收 11.7 亿元,同比+5.2%,归母净利润 0.6 亿元,同比-21.9%,扣非净利润 0.5 亿元,同比-27.1%,

毛利率 28.1%，同比-1.5pct，归母净利率 4.9%，同比-1.7pct。受降价+收入结构变化影响，业绩略低于市场预期。 工程建设滞后交付节奏，网内需求旺盛结构向好。新能源基本盘稳固，AIDC 市场加速推进。1) 新能源业务是公司收入基本盘，我们预计 Q1-3 收入同比保持 25-30%的稳健增长，其中储能和风电市场增长较好，新能源汽车的直流接触器产品快速增长，光伏市场略有下滑。但由于新能源市场毛利率整体较低+直流接触器等新业务仍在放量初期规模较小，对综合毛利率形成拖累，展望全年，我们预计新能源下游有望保持 20-30%增长。2) AIDC 市场加速推进，数据中心业务我们预计 Q1-3 收入同比+20-25%，其中运营商和通信电源市场增长较快，积极推进 CSP 客户的技术交流，争取尽快实现国内 CSP 的国产化替代；北美市场开始小批量供货，并以此为支点向海外储能、矿场等客户拓展市场，有望快速实现公司的国际市场的全面突破。 房地产市场今年仍有拖累，集成化产品放量在即。1) 我们预计公司房地产下游市场收入 Q1-3 同比下滑 25-30%，降幅仍较大，并且受下游客户降本诉求的影响，毛利率有所下滑。我们认为当前公司房地产下游收入占比已下降接近 10%，且通过布局智能家居、高端产品等，26 年我们预计房地产市场有望实现收入止跌；2) 公司从元器件向集成化整柜发展，推进在基础设施、智算中心等下游的国产替代，公司 25H1 和汉光电气达成战略合作补全仪器仪表产品空白，提升了整柜自制率水平，打 盈利预测与投资评级：考虑到新能源行业产品降价幅度超预期，我们下修公司 25-27 年归母净利润（括号内为下修幅度）分别为 3.55（-1.54）/5.10（-1.04）/7.14（-1.00）亿元，同比+14%/44%/40%，现价对应 PE 分别为 36x、25x、18x，考虑到公司 AIDC 业务成长性和确定性强，维持“买入”评级。 风险提示：海外 AIDC 市场开拓不及预期，原材料或下游价格波动超预期等

盛新锂能（002240）：2025 年三季报点评：Q3 印尼工厂开始出货，业绩实现扭亏

盈利预测与投资评级：由于 25 年受减值影响，26-27 年锂供需格局改善，我们下调 25 年盈利预测，上调 26-27 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润-6.0/5.5/10.0 亿元（原预期为-1.5/3.6/9.0 亿元），同比+3.5%/+192%/+82%，对应 26-27 年 PE 为 36x/20x，由于公司持有锂矿资源禀赋优异，且海外印尼工厂开始放量，维持“买入”评级。 风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

天奈科技（688116）：2025 年三季报点评：Q3 单壁贡献利润增量，持续高增可期

盈利预测与投资评级：考虑 25 年出货略低于预期，26-27 年单壁放量高增可期，我们下调 25 年盈利预测，上调 26-27 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母利润 3.0/7.1/10.0 亿元（原预期 3.5/5.6/7.6 亿元），同比增 22%/134%/41%，对应 PE 为 69x/29x/21x，考虑单壁放量弹性大且壁垒高，给予 26 年 40x PE，目标价 78 元，维持“买入”评级。 风险提示：需求不及预期，产能建设不及预期，行业竞争加剧。

广汽集团（601238）：2025 年三季报点评：业绩表现略低预期，静待一体化改革效果显现

盈利预测与投资评级：由于行业竞争加剧背景下公司前三季度整体业绩低于我们预期，降本进度仍在推进中，同时考虑华望仍处投入期，我们下调公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期至-42/8/22 亿元（原为-3.6/13/46 亿元），对应 2026/2027 年 PE 为 94/35 倍。考虑公司合资逐步触底，集团

改革加速，与华为合作车型计划在 2026 年发布，有望为公司带来销量增量。因此我们仍维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧风险；对外合作进展低预期等。

九号公司（689009）：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润同比+45.86%，两轮车&滑板车延续高增长趋势

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 20/26/33 亿元，当前市值对应 PE 估值为 22/17/14 倍，维持“买入”评级。 风险提示：新品推广不及预期，海外开拓不及预期，国际贸易摩擦等

龙净环保（600388）：紫金矿业拟现金全额认购龙净环保定增，持续赋能&成长加速

盈利预测与投资评级：紫金矿业现金全额认购定增，持股比例提升。龙净环保资金就位，紫金矿业持续赋能，成长性有望加速体现。我们维持 25-27 年归母净利润预测 12.3/15.3/17.5 亿元，25-27 年 PE 16.3/13.2/11.5x（2025/10/27），维持“买入”评级。 风险提示：紫金矿业矿山扩产进度不及预期，市场竞争加剧等

豪迈科技（002595）：2025 年三季报点评：业绩持续增长，数控机床打开新成长空间

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 25.13/30.48/36.34 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 18/15/13 倍，维持“买入”评级。 风险提示：轮胎模具需求不及预期、研发进度不及预期、宏观经济风险。

创世纪（300083）：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润同比+164%，3C 行业复苏驱动业绩高增

盈利预测与投资评级：考虑到 3C 行业需求复苏&新领域进展，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 5.17/6.44/8.08 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 31/25/20 倍，维持“增持”评级。 风险提示：消费电子行业需求不及预期、制造业复苏不及预期、宏观经济波动风险。

方盛制药（603998）：2025 三季报点评：盈利能力持续上升，核心业务稳健发展

事件：2025Q3，公司实现营收 4.2 亿元（-4.3%，同比，下同），归母净利润 9904 万元（+8.5%），扣非归母净利 7120 万元（+36.37%），单季度利润及扣非利润均创历史最好水平。收入下降主要系：1）部分药品集采及价格联动，价格有所降低，但核心产品销量稳步增长；2）本期筱熊猫药业、锐新医药不再纳入合并范围；3）呼吸品类产品收入下降。考虑到 24Q3 公司存在较大额度非经，公司单 Q3 扣非超我们预期。

秦川机床（000837）：2025 三季报点评：营收稳步增长，政府补助减少拖累利润水平

盈利预测与投资评级：我们下调 2025-2026 年公司归母净利润预期至 0.72（原值 1.37）/0.92（原值 1.80）亿元，预计 2027 年归母净利润为 1.08 亿元，当前市值对应 PE 估值水平分别为 188/147/125 倍，考虑到公司在机床行业内的龙头地位，维持公司“增持”评级。 风险提示：制造业复苏不及预期，机床需求不及预期，宏观经济波动风险。

华新水泥（600801）：2025 年三季报点评：海外增长动能加速释放

Q3 盈利环比逆势增长，预计主要得益于尼日利亚公司并表和海外现有工厂盈利维持。（1）2025Q3 营收同比+6.0%，主要得益于海外水泥量价上升对冲国内量价的下跌，以及尼日利亚公司（8 月 29 日完成交割）、巴西

骨料公司并表的贡献；(2) 2025Q3 实现毛利率 30.5%，同比提升 5.8pct，主要得益于高毛利的海外水泥销量占比提升，海外水泥吨毛利受益于中亚等区域价格上涨、部分生产线技改提产完成，预计同比也有提升。Q3 毛利率环比-0.7pct，基本保持平稳，海外市场的良好表现对冲了国内景气的回落。预计 Q4 在尼日利亚工厂并表的贡献下，盈利有望继续保持高速增长。海外领先布局、并购持续落地彰显公司领先的国际化布局、经营能力。随着海外并购技改提产持续推进，产能规模持续壮大，国内水泥行业反内卷强化，公司一体化及绿色低碳战略强化竞争力，支撑中长期发展动能。基于海外盈利表现超预期，我们上调 2025-2027 年归母净利润预测至 30.6/37.0/41.1 亿元（前值为 28.8/32.2/35.6 亿元），对应市盈率 14/12/10 倍，维持“增持”评级。风险提示：国内水泥需求超预期下行；非水泥+海外业务扩张不及预期；市场竞争加剧的风险。

长城汽车 (601633): 2025 年三季报点评: 业绩受报废税返还确认节奏干扰, 新品周期仍强势

盈利预测与投资评级: 考虑市场竞争加剧, 我们下修公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期为 119/174/221 亿元（原为 140/190/226 亿元），对应 PE 为 17/11/9 倍。由于魏牌/欧拉有望在 2026 年迎来较强新品周期，坦克泛越野版本陆续上市拓展目标人群，我们仍维持“买入”评级。风险提示：海外市场需求低于预期；国内乘用车价格竞争超预期；汇率波动风险；海外市场政策变化风险。

当升科技 (300073): 2025 年三季报点评: 三元受益于欧洲电动化新周期, 铁锂盈利大幅改善

盈利预测与投资评级: 我们维持 2025-2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润 8.0/10.5/13.7 亿元, 同比+70%/+31%/+30%, 对应 PE 为 46x/35x/27x, 考虑公司固态技术领先, 可给予估值溢价, 给予 26 年 50x PE, 目标价 97 元, 维持“买入”评级。风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期。

苏试试验 (300416): 2025 年三季报点评: Q3 归母净利润同比-9%, 新产能释放、信用减值影响盈利

盈利预测与投资评级: 考虑到公司产能扩张节奏与特殊行业回款, 出于谨慎性考虑, 我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.5（原值 2.8）/3.3（原值 3.5）/4.3(维持)亿元, 当前市值对应 PE 分别为 34/25/20X, 维持“增持”评级。风险提示: 竞争格局恶化、下游需求释放节奏不及预期等

厦钨新能 (688778): 2025 年三季报点评: Q3 钴酸锂量利双升, 业绩略超预期

盈利预测与投资评级: 由于钴酸锂量利双升, 我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 8.3/11.1/13.3 亿元（原预期 8.1/9.3/11.2 亿元），同比+69%/+33%/+20%，对应 PE 分别为 47/35/29 倍。考虑公司主业增长明确，且卡位固态电池核心材料硫化锂，维持“买入”评级。风险提示：新材料进展不及预期，电动车销量不及预期，竞争加剧。

青木科技 (301110): 2025 年三季报点评: AI 赋能代运营主业, 自有品牌持续高增

盈利预测与投资评级: 青木科技布局多元电商服务业态, 代运营纵向守住大服饰品牌头部地位、加深优质品牌合作, 横向布局潮玩行业, 挖掘代运营品类盈利新增量。同时品牌孵化业务卡位大健康及宠物食品小而美赛

道，高增可期。考虑到公司品牌孵化业务爬坡较好，电商代运营业务协同发力，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测由 1.1/1.5/2.2 亿元至 1.2/1.9/2.6 亿元，同比分别+31%/+57%/+40%，对应最新收盘价 PE 为 56/36/26X，维持“增持”评级。风险提示：品牌商合作风险、宏观经济环境波动风险、行业竞争加剧等。

伟明环保 (603568): 2025 年三季报点评: 设备订单持续高增，新材料业务贡献加速

事件: 2025Q1-3 公司实现营业收入 58.80 亿元，同降 2.74%；归母净利润 21.35 亿元，同增 1.14%；扣非归母净利润 20.74 亿元，同增 2.03%。盈利预测与投资评级: 固废运营稳健增长，装备品类扩张&订单高增，新材料产线陆续投产带来业绩增量。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 30.03/35.74/40.29 亿元，对应 12/10/9 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示: 项目进展不及预期，政策风险，行业竞争加剧。

东方电缆 (603606): 2025 年三季报点评: 广东项目进入密集交付期，存货规模进一步上量

事件: 公司 25 年 Q1-3 营收 75 亿元，同比+11.9%，归母净利润 9.1 亿元，同比-1.9%，扣非净利润 9 亿元，同比+6.5%；毛利率 20%，同比-2.1pct，归母净利率 12.2%，同比-1.7pct。单 Q3 来看，25Q3 营收 30.7 亿元，同环比+16.5%/+34.2%，归母净利润 4.4 亿元，同环比+53.1%/+129.6%，扣非净利润 4.4 亿元，同环比+79.5%/+134.2%；毛利率 22.6%，同环比+0.9/+6.3pct，归母净利率 14.4%，同环比+3.4/+6pct。

瑞鹤模具 (002997): 2025 年三季度报点评: 25Q3 业绩同比高增，进入新一轮扩产周期

盈利预测与投资评级: 我们维持对公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.50 亿元、5.70 亿元、7.13 亿元的预测，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 2.15 元、2.72 元、3.41 元，市盈率分别为 18 倍、14 倍、11 倍，维持“买入”评级。风险提示: 乘用车价格战超预期；铝价上涨超预期；核心客户放量不及预期

飞龙股份 (002536): 2025 年三季度报告点评: 25Q3 扣非利润同比提升，IDC 液冷再进一程

盈利预测与投资评级: 考虑到公司费用率的短期提升，我们将公司 2025-2027 年归母净利润下调至 4.30/6.24/7.56 亿元（前值为 4.55/6.31/7.89 亿元），当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 30/21/17 倍，但考虑到公司在液冷领域的持续拓展和显著的边际变化，我们仍然维持“买入”评级。风险提示: 新能源渗透率不达预期，非车业务进展不达预期，原材料价格上行风险

星源卓镁 (301398): 2025 年三季度报告点评: 25Q3 营收同环比增长，当前在手订单充沛

盈利预测与投资评级: 考虑到公司目前盈利能力略有下滑，我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测下调为 0.78/1.54/2.30 亿元（前值为 1.10/1.89/2.82 亿元），当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 71/36/24 倍。但考虑到公司当前在手订单充沛，预计 2026 年量产后将大幅提升公司规模效应，加码盈利能力，因此我们维持“买入”评级。风险提示: 原材料成本上行预期，新能源汽车渗透率不达预期，产能扩张进度不达预期。

绿联科技 (301606): 2025 年三季报点评: Q3 归母净利润+67%，NAS 新品扩张+海外高增促业绩加速

盈利预测与投资评级：考虑到 2025Q3 公司收入增速和利润率均超出我们此前的预期，我们将公司 2025-27 年归母净利润预期从 6.2/ 8.5/ 10.9 亿元，上调至 6.9/ 9.6/ 12.7 亿元，同比+49%/ 39%/ 33%，对应 10 月 24 日收盘价为 36/ 26/ 19 倍 P/E，维持“买入”评级。

福达股份 (603166)：2025 年三季度报告点评：25Q3 业绩高增延续，拟与长坂设立合资子公司

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 3.01/3.85/4.60 亿元的预测，对应 EPS 分别为 0.47/0.60/0.71 元/股，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 34/27/23 倍。新能源时代带来混动曲轴及电动齿轮增量，第二增长曲线得到兑现，机器人业务开拓第三增长空间，我们维持对公司“买入”的评级。风险提示：1) 新能源混动车型销量不达预期；2) 曲轴在建产能爬坡不达预期；3) 新能源齿轮进度不达预期；4) 机器人产业进度不达预期

精锻科技 (300258)：2025 年三季度报告点评：25Q3 业绩同环比提升显著，拟增资泰国工厂扩产

盈利预测与投资评级：我们维持对公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.89/2.37/2.98 亿元的预测。当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 43/34/27 倍，公司当前盈利能力环比改善显著，海外市场扩容在即，故我们维持对精锻科技的“买入”评级。风险提示：新能源渗透率不及预期；产能爬坡不及预期；新业务拓展不及预期。

中集车辆 (301039)：2025 年三季报点评：业绩承压，北美市场持续磨底

盈利预测与投资评级：考虑到北美半挂车市场尚未企稳回升，我们下调公司 2025/2026 年盈利预测至 9.25/13.39 亿元（原 10.91/15.03 亿元），基本维持 2027 年盈利预测 18.78 亿元，2025~2027 年对应 EPS 分别 0.49/0.71/1.00 元，对应 PE 为 19.33/13.35/ 9.52 倍，考虑到公司龙头地位显著，25 年有望维持高分红，当前估值处于低位，26 年有望企稳回升，维持“买入”评级。风险提示：全球地缘政治风险超预期；国内物流行业复苏低于预期。

松原安全 (300893)：2025 年三季报点评：2025Q3 业绩符合预期，被动安全国产替代持续推进

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.92 亿元、5.21 亿元、6.99 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 0.83 元、1.10 元、1.48 元，2025-2027 年市盈率分别为 32.25 倍、24.28 倍、18.12 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；新客户及新产品开拓不及预期；原材料价格波动导致盈利不及预期。

苏美达 (600710)：2025 年三季报点评：Q1-3 归母净利润同比+10.0%，产业链板块带动稳健成长

盈利预测与投资评级：考虑公司前三季度产业链业务表现出色，且后续随着上游反内卷、供应链有望复苏，我们将公司 2025-27 年归母净利润预期从 12.4/ 13.3/ 14.1 亿元，上调至 12.6/ 13.6/ 14.6 亿元，2025-27 年归母净利润预计同比+9%/ 9%/ 7%，对应 10 月 24 日收盘价为 11/ 10/ 9 倍 P/E。维持“增持”评级。

柳工 (000528)：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润同比-32.5%，塔机减值拖累短期业绩

盈利预测与投资评级：考虑到塔机减值拖累短期业绩，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 16.2/23.4/27.9 亿元（原值分别为

18.5/27.6/35.5 亿元)，当前市值对应 PE 分别为 15/10/9x，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期等

千方科技（002373）：智慧交通领军，AI+全面赋能

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 78.29/84.71/91.83 亿元，同比增长 8%、8%、8%，归母净利润分别为 3.40/4.96/6.80 亿元，同比增长 129%、46%、37%。我们看好千方科技作为智慧交通和智能物联领军企业，背靠阿里系，积极探索交通数据赋能、AI 深度应用，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期，行业竞争加剧，订单落地不及预期。

伟创电气（688698）：2025 年三季报点评：业绩符合市场预期，多方合力加大机器人布局

25Q3 营收同比+17%，归母净利润同比+10%，业绩符合市场预期。公司发布 2025 年三季报，25Q1-3 实现营收 13.50 亿元，同比+16.67%，归母净利润 2.25 亿元，同比+6.74%，扣非净利润 2.13 亿元，同比+3.53%，其中 25Q3 实现营收 4.53 亿元，同比+17.24%，归母净利润 0.84 亿元，同比+10.03%，扣非净利润 0.75 亿元，同比+2.04%。25Q1-3 毛利率 37.75%，同比-2.78pct，其中 25Q3 毛利率 36.86%，同比-5.77pct，主要系海外市场增速放缓。综合看，业绩符合市场预期。

纽威股份（603699）：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润+40%超预期，出海订单加速兑现

盈利预测与投资评级：公司 Q3 业绩超预期，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 16（原值 15）/19（原值 18）/23（原值 21）亿元，当前市值对应 PE 为 22/18/15x，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化、原材料价格波动等

长安汽车（000625）：2025 年三季报点评：业绩略低预期，静待经营改善

盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧以及公司处理海外库存对报表的负面影响，我们下调公司 2025/2026/2027 年归母净利润至 44/75/102 亿元（原为 65.4/84.4/103.0 亿元），对应 PE 分别为 29/17/12 倍。考虑公司深蓝/阿维塔/启源三大品牌向上，智能化/全球化持续推进，我们仍维持长安汽车“买入”评级。风险提示：海外汽车行业销量不及预期；国内乘用车价格战超预期。

金徽酒（603919）：2025 年三季报点评：毛销差维持改善，战略深耕大西北

三季度升级韧性延续，回款节奏稳健，中长期持续推进大西北根据地市场一体化建设。参考 25Q3 报表节奏，我们维持 2025-2027 年归母净利润预测为 3.77、4.17、4.65 亿元，对应当前 PE 分别为 26.6、24.1、21.6X，维持“买入”评级。

东鹏饮料（605499）：2025 年三季报点评：补水啦延续高增，平台化战略持续深化

中长期看好东鹏平台化潜力，多元化、海外拓展加速迈向饮料巨头。当前在特饮大单品高增、补水啦第二曲线崛起的同时，外加依托果之茶战略入局茶饮料赛道，亦规划在东南亚开启出海第一站。参考 25Q3 报表节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 46.01、58.47、70.51 亿元（前值为 46.54、60.10、73.49 亿元），对应当前 PE 分别为 34、27、22X，维持“买入”评级。

中国西电 (601179): 2025 年三季报点评: 经营稳健增长, 业绩基本符合市场预期

事件: 公司 25 年 Q1-3 营收 170 亿元, 同比+11.5%, 归母净利润 9.4 亿元, 同比+19.3%, 扣非净利润 9.2 亿元, 同比+18.2%, 毛利率 22.1%, 同比+1.7pct, 归母净利率 5.5%, 同比+0.4pct; 其中 25 年 Q3 营收 56.7 亿元, 同比+17.2%, 归母净利润 3.4 亿元, 同比+4.1%, 扣非净利润 3.1 亿元, 同比+1.3%, 毛利率 23.2%, 同比-0.6pct, 归母净利率 6%, 同比-0.8pct。业绩基本符合市场预期。网内主业平稳增长, 特高压加速核准拉动公司订单增长。截至 25 年 8 月末, 我国电网基建投资完成额为 3796 亿, 同比+14%, 公司网内主业保持和行业投资额同速增长, 展望全年, 我们认为公司收入有望保持 5-10% 的稳健增长。25 年 H1 国内特高压核准节奏滞后, H2 开始加速, 蒙西-京津冀和藏东南-粤港澳工程先后完成核准, 目前已开始物资招标, 其中计划招标柔性直流换流阀/常规直流换流阀/换流变/500kV 组合电器分别 12/4/76/109 台, 公司在柔直、常直换流阀, 换流变, 组合电器等产品份额领先, 我们认为蒙西和藏东南项目招标结束有望拉动公司高毛利订单增长。领先布局固态变压器, 雅下工程创造远期需求增量。公司是国内率先布局固态变压器的企业之一, 并已实现量产, 其 2.4MW 的固态变压器于 23 年 9 月在“东数西算”数据中心中投运, 目前已具备工程化应用能力, 未来有望在国内数据中心项目推广应用。雅下世纪工程开工, 公司在 GIL 技术领域处于行业领先地位, 随着工程推进, 有望成为公司远期重要的增量需求。费用管控良好, 在手订单充沛。公司 25 年 Q1-3 期间费用 22.3 亿元, 同比+9.8%, 费用率 13.1%, 同比-0.3pct, 费用管控良好; 25 年 Q1-3 经营性净现金流 5.6 亿元, 同-60.4%, 主要系购买商品付款增加所致; 25 年 Q3 末存货 56.7 亿元, 同比+15%, 我们预计主要为未交付订单较多所致, 25 年 Q3 末合同负债为 50.66 亿元, 同比+29%, 在手订单充沛。盈利预测与投资评级: 我们基本维持公司 25-27 年归母净利润分别为 14.97/17.69/20.52 亿元, 同比+42%/18%/16%, 现价对应 PE 分别为 24x、21x、18x, 维持“买入”评级。风险提示: 电网投资不及预期, 原材料价格大幅波动, 竞争加剧等。

指南针 (300803): 2025 年三季报点评: 各项业务稳健发展

盈利预测与投资评级: 基于公司 2025Q3 的经营情况, 我们维持对公司的盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.83/3.78/4.98 亿元, 对应 PE 分别为 336/252/191 倍, 维持公司“买入”评级, 期待麦高证券的发展, 看好公司长期成长性。风险提示: 业务发展不及预期, AI 技术及应用发展不及预期。

东方财富 (300059): 2025 年三季报点评: 经纪及两融稳健增长, 固收波动影响自营收益下滑

盈利预测与投资评级: 据公司 2025 年前三季度经营情况, 我们维持此前预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 127/151/178 亿元, 对应 PE 分别为 32/27/23 倍。我们看好公司不断巩固零售券商龙头地位, 并借助金融 AI 优势重构传统证券业务存量份额, 维持“买入”评级。风险提示: 公募费改幅度超预期; 权益市场大幅波动; 行业竞争加剧。

中信证券 (600030): 2025 年三季报点评: 三季度净利润同比增长超 50%, 主要由投资类业务驱动

事件: 中信证券发布 2025 年三季报业绩: 实现营业收入 558.1 亿元, 同比+32.7%; 归母净利润 231.6 亿元, 同比+37.9%; 对应 EPS 1.51 元, 未

年化 ROE 8.2%，同比+1.9pct。第三季度实现营业收入 227.8 亿元，同比+55.7%，环比+49.1%；归母净利润 94.4 亿元，同比+51.5%，环比+31.6%。
盈利预测与投资评级：基于市场交投活跃，我们上调对公司的盈利预测，2025-2027 年的归母净利润为 301/308/328 亿元（前值为 274/279/312 亿元），同比分别+39%/+2%/+7%，对应 2025-27 年 PB 为 1.52/1.43/1.35 倍。维持“买入”评级。风险提示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

江苏金租（600901）：2025 年三季报点评：Q3 业绩稳中向好，净利差扩大且不良率改善

盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 32.4/36.0/39.8 亿元，当前市值对应 2025E PB 1.4x。我们认为，公司作为 A 股唯一上市金租企业具有稀缺性，历史业绩与分红表现稳定，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济增长不及预期；社会信用风险水平大幅提升。

重药控股（000950）：全国流通龙头受益国企改革，业务多点开花迈向千亿流通

全国性医药供应链综合服务商，具备院端渠道优势。公司为国内仅有三家经营麻醉药品和第一类精神药品的全国性批发企业之一，麻精药品的销售网络覆盖全国 31 省。截至 2025H1，公司销售网络已覆盖全国，在多个省市区域市场占有率名列前茅；从渠道看，公司拥有二级及以上纯销客户超 8000 家，高质量的医院销售网络将成为公司承接医院外流业务的有利支撑。

欧科亿（688308）：2025 三季报点评：Q3 业绩超市场预期，积极布局新兴加工领域

盈利预测与投资评级：考虑到数控刀具下游行业需求旺盛，刀具价格上涨叠加经销商低价库存消耗殆尽，预计公司未来业绩将加速释放。我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 1.09（原值 0.45）/1.61（原值 0.91）/2.14（原值 1.64）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 40/27/20 倍，考虑到公司持续拓展产品矩阵，维持公司“增持”评级。风险提示：下游行业需求不及预期，原材料价格波动风险，快速扩张而产能利用率低导致的业绩下滑风险，宏观经济风险。

菲利华（300395）：2025 年三季报点评：盈利提质、杠杆减负、现金蓄力，夯实高端石英材料龙头地位

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 5.10/6.83/7.87 亿元，对应 PE 分别为 85/64/55 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。

北摩高科（002985）：2025 年三季报点评：盈利增速与现金流同步跃升，加速向高价值起落架系统升级

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 2.10/2.48/2.92 亿元，对应 PE 分别为 48/41/34 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。

甘化科工（000576）：2025 年三季报点评：前三季度业绩显著回暖，静待

订单结构升级兑现常态化高毛利

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 1.05/1.59/2.35 亿元，对应 PE 分别为 44/29/20 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

海外周报 20251026: 美国 CPI 势弱, 联储 10 月降息几无悬念

核心观点: 9 月美国 CPI 全面不及预期, 居住通胀中 OER 分项的超预期回落是主要贡献。核心通胀结构中, 关税相关商品环比反弹, 但增速相较 6-7 月更为温和; 超级核心通胀保持黏性, 居住通胀仍是未来核心服务通胀趋势下行的主要动力。向前看, 偏弱的季节性预计令未来 2 个月美国 CPI 延续震荡回落, 但通胀数据的市场重要性正在下降。由于美国货币市场流动趋势性收紧、地区银行风险犹存, 而 10 月 CPI 预计将缺席, 美联储大概率在 10、12 月连续降息, 10 月 FOMC 的关注点则在于美联储是否提供关于停止缩表的信息。

大类资产: 受益于好于预期的企业财报、贸易风险情绪缓释、美国 CPI 环比降温的影响, 本周全球主要股指普遍收涨; 黄金则因超买情绪的回调而大跌。本周五公布的 9 月美国 CPI 全面不及预期, 叠加美国货币市场流动性趋势性收紧, 市场完全押注 10、12 月美联储连续降息。非美方面, 高市早苗确认将当选日本新首相, 日股一度创历史新高。大宗商品方面, 因前期投机性仓位快速上涨带来的超买情绪的回调, 黄金在周二大跌超过 5%, 盘中一度跌超 6%, 跌幅为十几年来最高; 而受美欧再度升级对俄罗斯石油出口制裁的影响, 原油本周大涨。整体来看, 全周 (10 月 20 日至 10 月 24 日) 10 年期美债利率微降 0.8bps 至 4%, 2 年期美债利率降 2.26bps 至 3.48%, 美元指数升 0.5% 至 98.95; 标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.9%、2.3%, 日经 225 指数大涨 3.6%; 伦敦现货黄金价格下跌 3.3%, 收至 4113 美元/盎司, WTI 原油期货大涨 6.9% 至 61.5 美元。

美国 CPI: 居住通胀的超预期回落带动 9 月美国核心 CPI 弱于预期, 关税对核心商品通胀影响温和, 超级核心通胀仍有黏性。本周五, BLS 公布了延期的 9 月美国 CPI 数据。从总量数据看, 美国 9 月 CPI 全面低于预期: CPI 环比+0.3%, 预期和前值+0.4%; 核心 CPI 环比+0.2%, 预期和前值+0.3%; CPI 同比+3.0%, 预期+3.1%, 前值+2.9%; 核心 CPI 同比+3.0%, 预期和前值+3.1%。从数据结构看, 本次居住通胀中的自住房折算 (OER) 分项环比增速由+0.38%回落至+0.13%, 增速创下疫情以来新低, 考虑到其高占比 (26%), 这一异常的回落是核心 CPI 不及预期的主要原因, 但后续料不可持续。具体来看: ①核心商品中, 二手车价格环比由前值+1.04%降至-0.41%, 是核心商品通胀降温的主要贡献; 从领先指数 Manheim 二手车价格趋势来看, 未来两个月 CPI 二手车料保持低位; 与关税相关的家具、休闲商品价格环比再度提升, 但幅度不及 6-7 月的连续环比大涨, 一定程度上支持“关税对通胀的冲击是一次性的”论点。②居住通胀环比由前值+0.44%降至+0.21%, 其中租金和自住房折算环比增速均显著回落, 而自住房折算 OER 对 CPI 环比拉动率由+0.1%大幅回落至+0.035%, 是本月总体和核心 CPI 环比不及预期的最大单一贡献。我们预期本月 OER 的异常大跌难以持续, 后续料反弹至正常的 0.2%-0.3% 环比中枢, 对应居住通胀同比增速仍有一小段回落空间。③除居住外核心通胀保持黏性, 环比+, 其分项则延续“此起彼伏”的结构, 高波动的机票酒店回落, 其余分项均有回升, 显示服务业通胀的黏性犹存。向前看, 四季度美国 CPI 季节性偏弱的特征明显, 非季调口径下, 11-12 月美国 CPI、核心 CPI 环比多为负数, 因此未来 2 个月 CPI、核心 CPI 料延续震荡回落路径。结构上, 未来直至明年, 核心 CPI 料延续核心商品向上、居住服务向下、非居住核心幅度震荡的局面, 通胀同比料在 3% 附近维持黏性, 但在非农就业持续恶化的宏观环境下, 美国通胀数

据的市场重要性正在下降。市场预期：分析师上调 25Q3 美国 GDP 预期，下修美国通胀预期。本周彭博更新了分析师对美国经济和货币政策的市场调查。根据彭博在 10 月 17-22 日对 84 名经济学家的问卷调查结果，增长方面，分析师显著上修 25Q3 美国增长预期，当前分析师一致预期 25Q3-26Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 2.8→1.1→1.5→1.9→2.0→2.0%，对 25Q3 预期相较上月大幅上修，对 25Q4、26Q1 的预期略有下修。通胀方面，分析师小幅下修 2026 年通胀预期，最新分析师一致预期 25Q3-26Q4 美国 PCE 同比增速分别为 2.7→2.9→2.8→2.8→2.7→2.5%，其中对 25Q3-26Q2 的预测值均小幅下修 0.1%。货币政策方面，最新分析师一致预期美联储将在 10 月 29 日、12 月 10 日两次 FOMC 会议上各降息 25bps，年底政策利率上限将下调 50bps 至 3.75%；同时预测美联储将在明年 3 月、7 月两次 FOMC 会议上各降息 25bps，到 2026 年底政策利率上限将降至 3.25%，这一预期相较当前市场联邦基金期货交易员预期的明年 3 次降息略为保守。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎
研究助理：王茁）

宏观量化经济指数周报 20251026: 四季度供需分化格局仍将对物价造成影响

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 10 月 26 日，本周 ECI 供给指数为 50.02%，较上周回升 0.03 个百分点；ECI 需求指数为 49.91%，较上周环比持平。从分项来看，ECI 投资指数为 49.90%，较上周环比持平；ECI 消费指数为 49.73%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.21%，较上周回落 0.02 个百分点。月度 ECI 指数：从 10 月前三周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.00%，较 9 月回落 0.03 个百分点；ECI 需求指数为 49.91%，较 9 月环比持平。从分项来看，ECI 投资指数为 49.91%，较 9 月回落 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.73%，较 9 月回升 0.03 个百分点；ECI 出口指数为 50.23%，较 9 月回升 0.01 个百分点。从 ECI 指数来看，10 月份经济仍旧呈现供给端强于需求端的态势，与三季度经济数据反映的结果相一致，而考虑到四季度基数走高对于需求端读数造成的影响，四季度供需分化格局仍将对物价造成一定压力。消费方面，新能源汽车零售增速边际回暖，由于 2026 年开始新能源汽车将减半征收车辆购置税，每辆新能源汽车减税上限将从 3 万元降至 1.5 万元，因此促使部分购车需求前置到今年。出口方面，10 月份以来监测港口累计完成货物吞吐量整体有所放缓，同比增速较 9 月份有所收窄，但随着欧美主要节日的临近，欧美补货需求带动海运价格整体回暖，预计 10 月份出口增速或小幅回落但仍保持较强韧性。物价方面，猪肉和能源价格或对 CPI 的进一步回暖造成制约，截至 10 月 24 日，猪肉平均批发价同比降幅录得 27.1%，与 9 月降幅较为接近，后续随着生猪出栏进入全年高峰期，供给端的继续增长可能会使猪价承压。ELI 指数：截至 2025 年 10 月 26 日，本周 ELI 指数为 -0.66%，较上周回落 0.06 个百分点。月末税期来临，资金面再迎考验。人民银行公告将于 10 月 27 日进行 9000 亿元 1 年期 MLF 操作，由于本月有 7000 亿元 MLF 到期，因此净投放 MLF 2000 亿元，叠加 10 月份 3 个月期，6 个月期买断式回购分别净投放 3000 亿元和 1000 亿元，综合口径来看，10 月份短中期流动性央行累计净投放 6000 亿元，与 8 月至 9 月的净投放规模持平，表明货币政策继续呵护流动性的趋向未变，然而资金面波动

的风险仍未消散。下周月末税期（10月27日至29日）来临，8月份和9月份税期期间，资金面均受到一定收紧冲击，叠加新股申购、同业存单发行等资金需求在短时间内的集中释放，资金利率仍然面临较大的波动风险，在10月27日净投放3000亿MLF资金之后，预计央行或通过加大逆回购招标规模来平抑资金面的季节性扰动，同时也需要关注货币政策“持续发力、适时加力”的“适时”是否打开窗口期，二十届四中全会在分析了当前形势和任务后，强调坚决实现全年经济社会发展目标，出于稳定四季度经济增长的考虑，货币政策或需要在恰当的时机加码宽松，以更好协同配合5000亿元地方政府债限额，以及5000亿元政策性金融工具落地，继续为经济稳定增长创造良好的流动性环境。风险提示：美国关税政策仍有不确定性；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋）

固收金工

固收周报 20251026：政策扰动期，债市且战且退

观点 “双降”预期再起，如何看待其对于债券市场的推动作用？本周（2025.10.20-2025.10.24），10年期国债活跃券收益率从上周五的1.745%上行3.5bp至1.78%。其中10年期国债活跃券于10月23日由250011.IB切换至250016.IB，为保持数据比较的连贯性，此处仍引用250011.IB相关数据。周度复盘：周一（10.20），早盘受周末中美贸易战缓和信号影响，风险偏好有所修复，利率迅速上行。随后LPR公布，维持不变，本月降息预期落空。同时，经济数据公布，三季度实际GDP当季同比4.8%，9月社会消费品零售总额当月同比3.0%，1-9月固定资产投资累计同比-0.5%，9月工业增加值当月同比6.5%，继续呈现“生产强、需求弱”的特征，但债市对基本面数据定价有限，全天10年期国债活跃券收益率上行2.3bp。周二（10.21），债市上午维持震荡，午后新闻称多家中小行下调存款利率，降准降息的“双降”预期发酵，带动利率下行，全天10年期国债活跃券收益率下行1.05bp。周三（10.22），早盘利率上行，回吐昨日因“双降”预期而产生的降幅。午后基金赎回新规有所缓和的预期，加上彭博评论“新一轮降准降息支持经济必要性将上升”，利率受双重利好推动下行，全天10年期国债活跃券收益率小幅上行0.75bp。周四（10.23），债市早盘震荡，午后新闻称中美将在马来西亚举行经贸磋商，带动利率上行。“十五五”公报发布，长期规划对债市扰动有限，全天10年期国债活跃券收益率上行0.7bp。周五（10.24），上证指数突破前高，债市在“股债跷跷板”的推动下，利率有所上行，全天10年期国债活跃券收益率上行0.8bp。周度思考：本周债市围绕贸易战消息和货币政策进一步宽松的预期进行交易，其中贸易战受外围扰动较大，而货币政策宽松预期则由中小银行调降存款利率消息，以及三季度GDP当季同比下滑，经济数据较弱的现实引发。我们认为当前进一步降息的可能性较小，即使降息，对利率的下行推动作用也较有限。首先，中小银行存款利率下调往往滞后于大行存款利率和政策利率的调降，为跟随事件而非指示事件。2022年以来，银行存款利率经历了多轮下调，以工行为例共有7次，而中小行由于品牌影响力弱，需要依靠更高的利率吸引储户，因此通常会“扛”一段时间，等负债成本压力过大或同业都已下调时，才会有所行动。此次中小银行存款利率的下调可视作今年5月大行下调存款利率后的跟随事件。其次，为了完成全年5%的经济增长目标，今年四季度GDP当季同比达到4.6%即可，且已有政策性金融工具作为增

量准财政工具托底，货币政策进一步发力的必要性有限。同时，去年底的利率快速下行已经透支了今年的降息预期，降息和债券收益率的下行幅度或具有“不对称性”。综上所述，我们建议仍以震荡思维应对债券市场，谨慎追涨。美国 2025 年 9 月 CPI 同比、10 月 Markit 制造业 PMI 初值、10 月密歇根大学消费者信心指数终值等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？本周（1020—1024）美债收益率长端针对前期破位下行趋势有所小幅修复，美股上涨，金价受名义收益率止跌影响及地缘风险边际收敛催化大幅下挫，海外市场避险情绪边际下行。正如前周观点所述，背后深层次的归因或由于全球货币政策同步转松的一致性上升所致。同时，特朗普政府广泛关税规制裁量的合宪性即将迎来最高法院裁决节点，中性情景下或将削弱特朗普政府“关税外交”的可信度，推迟关税所带来的不确定性的消除时点，抑制私人部门中长期投融资需求，从而进一步强化全球货币政策同步转松的一致性预期。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）9 月美国 CPI 同比上升 0.1%，全线低于市场预期。10 月 24 日发布的数据显示，美国 9 月 CPI 同比上涨 3%，低于市场预期的 3.1%，前值为 2.9%；核心 CPI 同比上涨 3%，低于市场预期的 3.1%，前值为 3.1%。环比看，美国 9 月 CPI 上涨 0.3%，低于市场预期的 0.4%，前值为 0.4%；核心 CPI 上涨 0.2%，低于市场预期的 0.3%，前值为 0.3%。剔除食品和能源的核心 CPI 环比上涨 0.2%，同比上涨 3.0%，也低于市场预期。分析师 Joe Saluzzi 表示，在经历了两三周的数据空窗期后，这份通胀数据可谓“及时雨”——既缓解了市场焦虑，也印证了通胀温和的普遍预期。（2）美国 10 月 Markit PMI 创今年第二高，超过市场预期。美国 10 月 Markit 制造业、服务业、综合 PMI 均较 9 月有所回升，且都好于预期。美国 10 月 Markit 制造业 PMI 初值 52.2，预期 52，前值 52；美国 10 月 Markit 服务业 PMI 初值 55.2，预期 53.5，前值 54.2；美国 10 月 Markit 综合 PMI 初值 54.8，预期 53.5，前值 53.9。Markit 的新订单综合指数升至 54.2，为今年的最高水平。此次上升主要受制造业订单增速提振，为去年 2 月以来最强劲。服务业的新业务也实现了自 2024 年底以来的最大增幅。与此同时，Markit 调查的细节显示情况较为复杂。尽管制造业产出增长加快，但制造业就业指标降至三个月低点；服务业就业增长速度仅略快于上月。（3）美国 9 月 CPI 数据强化降息预期市场预计今年还将降息两次。在低于市场预期的通胀指数发布后，市场普遍认为，美联储将在下周延续降息步伐，将基准利率从目前 4%—4.25%的目标区间下调 25 个基点。普徕仕（T. Rowe Price）环球固定收益主管兼首席投资总监 Arif Husain 表示，虽然通胀未如预期般高企，但最新数据显示通胀压力正在扩散而非减弱。即使人工智能或能在中期带来通缩效应，但这影响尚未显现。另外，随着政治压力对美联储独立性构成挑战，通胀风险无疑正在上升。在影响利率的因素中，市场完全聚焦于美国经济增长及就业市场放缓，却忽视了通胀反弹的可能性，这令人感到意外。值得关注的是，美国移民政策已限制劳动力供应，但市场共识未能充分预料每月新增职位数字下跌的可能性。就业市场似乎也成为美联储关注的焦点。美联储主席鲍威尔在权衡通胀威胁与劳动力市场疲软时，对降息步伐普遍持谨慎态度。而对特朗普而言，他坚持认为通胀不再是问题，美联储应该大幅降息。截至 10 月 25 日，Fedwatch 预期 2025 年 10 月降息 25bp 的概率降至 91.9%，上周为 99.0%；12 月份降息的可能性降至 91.1%，上周为 92.4%。风险提示：大宗商品价格波动风险；历史经验不代表将来；经济基本面变化超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳

证券分析师：徐津晶）

固收周报 20251026：为什么说四季度对于转债配置很重要？

本周（1020-1024）美债收益率长短端针对前期破位下行趋势有所小幅修复，美股上涨，金价受名义收益率止跌影响及地缘风险边际收敛催化大幅下挫，海外市场避险情绪边际下行。正如前周观点所述，背后深层次的归因或由于全球货币政策同步转松的一致性上升所致。同时，特朗普政府广泛关税规制裁量的合宪性即将迎来最高法院裁决节点，中性情景下或将削弱特朗普政府“关税外交”的可信度，推迟关税所带来的不确定性的消除时点，抑制私人部门中长期投融资需求，从而进一步强化全球货币政策同步转松的一致性预期。国内上证创10年新高，双创周五跳空高开高走，一扫前期承压盘整的颓势，转债跟随上涨，风格上低价连续第五周收阳，突显出远优于中价（平衡）、高价（股性）的控回撤能力，这也是我们在0928-1010观点中所建议关注的，即在结构性高估值高波动时期优先考虑回撤的可控性，以在临近年底降低组合波动。后市思考，一方面我们认为主线（概括为“源网荷储”，本质驱动力来源于双碳+AI双重催化下的能源革命）的可持续性毋庸置疑，将成为未来很长一段时间市场关注的焦点，另一方面具体针对转债配置而言，四季度仍建议以控回撤为主，同时择机布局具有中长期催化，且静态供需格局、动态供需弹性较优的平衡性标的，以埋伏26年确定性更强的结构性机会。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：升24转债、长集转债、恒邦转债、烽火转债、希望转债、利群转债、闻泰转债、柳药转债、鲁泰转债、建工转债。风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20251025：二级资本债周度数据跟踪（20251020-20251024）

观点 一级市场发行情况：本周（20251020-20251024）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债1只，发行规模为20.00亿元。发行年限为10Y；发行人性质为地方国有企业；主体评级为AAA；发行人地域为山东省。二级市场成交情况：本周（20251020-20251024）二级资本债周成交量合计约1730亿元，较上周增加62亿元，成交量前三个券分别为25农行二级资本债03A(BC)（80.76亿元）、25苏州银行二级资本债01（75.82亿元）和25农行二级资本债03B(BC)（55.68亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和江苏省，分别约为1216亿元、135亿元和97亿元。从到期收益率角度来看，截至10月24日，5Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.84BP、-0.73BP、-4.73BP；7Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-1.95BP、0.49BP、0.49BP；10Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.46BP、-0.12BP、-0.12BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20251020-20251024）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为21九台农商二级（-6.2758%）、25顺德农商二级资本债01（-0.5985%）、24天津农商行二级资本债01（-0.4717%），其余折价率均在-0.46%以内。中债隐含评级以AAA-、AA-、AA+评级为主，地域分布以北京市、上海市、广东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为25贵州银行二级资本债01（0.5302%）、24扬州农商行二级资本债01（0.1925%）、25民泰商行二级资本债01（0.1606%），其余溢

价率均在 0.15% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、浙江省、上海市居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收点评 20251025：绿色债券周度数据跟踪（20251020-20251024）

观点 一级市场发行情况：本周（20251020-20251024）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 30 只，合计发行规模约 55.01 亿元，较上周减少 49.41 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、央企子公司、大型民企、其他企业；主体评级多为 AAA、AA+ 级；发行人地域为宁夏回族自治区、山东省、湖北省、吉林省、北京市、广东省、天津市、浙江省、江苏省；发行债券种类为中期票据、私募公司债、企业 ABS、交易商协会 ABN、超短期融资券、一般公司债。二级市场成交情况：本周（20251020-20251024）绿色债券周成交额合计 665 亿元，较上周增加 52 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 335 亿元、255 亿元和 49 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 79.62%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、房地产，分别为 269 亿元、142 亿元和 44 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、湖北省，分别为 203 亿元、87 亿元和 82 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20251020-20251024）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度大于溢价成交，折价成交比例大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 25 水能 G3 (-0.9700%)、25 希望六和 MTN001 (科创债) (-0.7540%)、20 宜春创投绿色债 (-0.4467%)，其余折价率均在 -0.44% 以内。主体行业以金融、建筑、房地产为主，中债隐含评级以 AA、AA+、AA- 评级为主，地域分布以上海市、广东省、江苏省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 25 招商蛇口 MTN005 (绿色) (0.8237%)、鲲鹏 12A2 (绿色) (0.6802%)、24 连瑞租赁 PPN001 (绿色) (0.2830%)，其余溢价率均在 0.20% 以内。主体行业以金融、公用事业、房地产为主，中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、上海市、广东省居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

计算机行业跟踪周报：脑机接口：“十五五”重点布局，技术持续突破

投资要点 政策频发，规范标准逐步清晰：2025 年 9 月，国家医保局发文要求做好脑机接口等创新医用耗材产品申报赋码工作的公告，这意味着产品一旦获批，就能快速进入医保结算系统，解决了进院的“最后一公里”问题。国家药监局发布《采用脑机接口技术的医疗器械术语》行业标准，2026 年 1 月 1 日正式实施，这是我国第一部脑机接口医疗器械标准。

“十五五”重点布局：2025 年 10 月 24 日，中共中央举行新闻发布会，介绍和解读党的二十届四中全会精神。《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》提出前瞻布局未来产业，推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等成为新的经济增长点。这些产业蓄势发力，未来 10 年将再造一个中国高技术产业。我们预计未来相关政策将逐步完善，建立脑机接口相关医疗器械标准，并给予产业更多扶持政策。市场前景广阔：脑机接口技术的发展将为无

数患者带来希望。全球有超过 30 亿人患有神经系统疾病，如中风、阿尔茨海默病、脑膜炎、癫痫和自闭症谱系障碍等。赛迪顾问数据显示，2024 年中国脑机接口市场规模为 32 亿元，预计到 2028 年将达 61.4 亿元。

侵入式：临床案例持续积累。截至 2025 年 9 月，在天坛医院、宣武医院、华山医院等医疗中心，已开展针对脊髓损伤、渐冻症患者的脑机接口植入实验超过 30 项。国内头部公司阶梯医疗侵入式脑机接口产品已进入注册临床试验阶段，受试者良好的术后恢复情况正加快推动其第一代侵入式脑机接口系统的注册取证进度，有望于 2028 年实现产品上市。

非侵入式：多种产品获批注册证，商业化落地加速。2024 年底，韶脑科技拿下了上海市首张非侵入式脑机接口医疗器械二类注册证。截至 2025 年 9 月，其设备已进驻全国超 20 家医院，累计服务患者超 3000 人次。此外爱朋医疗控股子公司、成都前沿类脑人工智能创新中心等公司研发产品在心理治疗、医疗康复等领域实现落地应用。非医疗领域，高校研发团队实现使用脑机接口系统对四足机器人、无人机的操控。

非侵入式技术有望突破。目前非侵入式脑机接口发展的瓶颈主要在于如何实现更好的信号采集效果，而采集效果主要取决于 1) 电极，2) 芯片，3) 算法。近年来，学界持续探索，电极感应精度持续提升，各家纷纷研发高通量芯片和信号提取识别分析算法。非侵入式风险小，成本相对低，若信号采集效果持续提升突破，有望实现快速商业化落地。

投资建议和相关标的：国内政策积极推进，国内外临床和商业化进展加速，看好脑机接口产业。建议关注：创新医疗、诚益通、三博脑科、翔宇医疗、岩山科技、盈趣科技、东微半导体、塞力医疗、爱朋医疗、中科信息、南京熊猫、狄耐克等。

风险提示：政策推进不及预期，行业竞争加剧，技术发展不及预期。

(证券分析师：王紫敬 证券分析师：张文佳)

公用事业行业跟踪周报：加快建设新型能源体系，2025M1-9 用电量同增 4.6%

投资要点 本周核心观点：1) 加快建设新型能源体系。中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议公报公告，全会提出，“加快建设新型能源体系，积极稳妥推进和实现碳达峰，加快形成绿色生产生活方式”、“坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点”、“加快完善要素市场化配置体制机制”。会议领导下，新型电力系统有望加速建设，全国统一电力市场稳步推进。2) 2025M1-9 用电量同比增长 4.6%。2025 年 1-9 月，全社会用电量累计 77675 亿千瓦时，同比增长 4.6%，其中，第一产业 1142 亿千瓦时，同比增长 10.2%；第二产业 49093 亿千瓦时，同比增长 3.4%；第三产业 15062 亿千瓦时，同比增长 7.5%；城乡居民生活用电量 12378 亿千瓦时，同比增长 5.6%。单 9 月份来看，全社会用电量 8886 亿千瓦时，同比增长 4.5%，其中，第一产业 129 亿千瓦时，同比增长 7.3%；第二产业 5705 亿千瓦时，同比增长 5.7%；第三产业 1765 亿千瓦时，同比增长 6.3%；城乡居民生活用电量 1287 亿千瓦时，同比下降 2.6%。3) 电力现货市场加速启动连续结算试运行。截至 2025/10/23，全国共有山西、广东、山东、甘肃、蒙西、湖北、浙江 7 个省级现货市场及省间电力现货市场转入正式运行。2025/11/1，随着青海开启连续结算试运行，河北南网、安徽、江苏、吉林、黑龙江、辽宁、宁夏、陕西、江西、河南、蒙东、湖南、青海合计 13 个电力现货市场开始连续结算试运行。

行业核心数据跟踪：电价：2025 年 6 月全国平均电网代购电价同比下降 1%环比-1.3%。煤价：截至 2025/10/24，动力煤秦皇岛 5500 卡平仓价 770 元/吨，周环比增加 22 元/吨。水情：截至 2025/10/24，三峡水库站水位 175 米，

2021、2022、2023、2024 年同期水位分别为 173 米、159 米、174 米、167 米，蓄水水位正常。2025 年 10 月 24 日，三峡水库站入库流量 16500 立方米/秒，同比增加 92%，三峡水库站出库流量 11900 立方米/秒，同比增加 70%。用电量：2025M1-9 全社会用电量 7.77 万亿千瓦时（同比+4.6%），其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+10.2%、+3.4%、+7.5%、+5.6%。发电量：2025 M1-9 年累计发电量 7.26 万亿千瓦时（同比+1.6%），其中火电、水电、核电、风电、光伏分别-1.2%、-1.1%、+9.2%、+10.1%、+24.2%。装机容量：2025M1-8 新增装机容量，火电新增 4987 万千瓦（同比+74.4%），水电新增 684 万千瓦（同比+3.9%），核电新增 0 万千瓦，风电新增 5784 万千瓦（同比+72.1%），光伏新增 23061 万千瓦（同比+64.7%）。投资建议：迎峰度夏关注水电、火电投资机会。1）火电：迎峰度夏建议关注区域火电投资机会。建议关注【建投能源】【华电国际】【华能国际】【国电电力】【中能股份】【皖能电力】。2）水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。3）核电：成长确定、远期盈利&分红提升。22/23 年连续两年核准 10 台，24 年再获 11 台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。4）绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5）消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

建筑材料行业跟踪周报：短期中美贸易出现缓和，中期等待经济工作会议定调

投资要点 本周（2025.10.18-2025.10.24，下同）：本周建筑材料板块（SW）涨跌幅 1.60%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 3.24%、3.47%，超额收益分别为-1.64%、-1.87%。大宗建材基本本面与高频数据：（1）水泥：本周全国高标水泥市场价格为 348.2 元/吨，较上周+1.3 元/吨，较 2024 年同期-63.0 元/吨。较上周价格持平的地区：长三角地区、长江流域地区、泛京津冀地区、两广地区、华北地区、东北地区、华东地区、中南地区、西北地区；较上周价格上涨的地区：西南地区（+8.0 元/吨）；无较上周价格下跌的地区。本周全国样本企业平均水泥库位为 67.9%，较上周+0.6pct，较 2024 年同期+1.7pct。全国样本企业平均水泥出货率（日发货率/在产产能）为 45.1%，较上周+0.1pct，较 2024 年同期-9.3pct。（2）玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1243.7 元/吨，较上周-57.3 元/吨，较 2024 年同期-9.3 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 6247 万重箱，较上周+290 万重箱，较 2024 年同期+1188 万重箱。（3）玻纤：本周国内无碱粗纱市场价格整体维持稳定趋势，近期市场走货整体表现一般，多数厂产销难达平衡，但价格均持稳观望。截至 10 月 23 日，国内 2400tex 无碱缠绕直接纱市场主流成交价格 3250-3700 元/吨不等，成交价格较上一周基本持平，全国企业报价均价维持 3524.75 元/吨；本周电子纱市场主流产品 G75 报价基本走稳。近期国内各电子纱池窑厂新价落实尚可。本周电子纱 G75 主流报价

8800-9300 元/吨不等，较上一周均价基本持平；7628 电子布报价维持 3.9-4.4 元/米不等，成交按量可谈。

周观点：（1）9 月固定资产投资增速放缓，显示地产基建等传统经济偏弱。本周十五五规划建议发布，科技如期成为重头戏，短期中美贸易谈判出现缓和迹象。我们短期推荐首先是国内大循环方面的科技方向，其次是地产链上消费方向，中期仍需要等待经济工作会议的定调。（2）科技方面，十五五期间国产半导体有望加快发展，尤其是先进制程，继续推荐洁净室工程板块，订单均有高增，例如圣晖集成、亚翔集成和柏诚股份，受益于 PCB 升级的玻纤企业，产能均高增，中材科技、宏和科技等。AI 端侧应用上，随着模型和算力的匹配，26 年智能家电有望快速发展，建议关注处于 1-10 的阶段智能摄像头行业龙头萤石网络。处于 10-100 阶段的清洁机器人龙头石头科技。同时也建议关注其他科技属性较强的公司，上海港湾受益于商业卫星的加速发射和技术升级。（3）消费方面，地产链出清已近尾声，供给格局大幅改善，越是零散的赛道出清越明显，所以我们看到不少零售型公司加速了渠道下沉铺设，例如三棵树、悍高集团。并且估值已过分悲观，即使下调业绩，但股价已经不再下跌。随着好房子和城市更新政策在供需两端作用，格局的改善将更加明显。建议关注三棵树、箭牌家居、公牛集团、北新建材、伟星新材、欧派家居、兔宝宝、奥普科技、欧普照明、江河集团等。

（4）海外方面，短期中美谈判出现缓和迹象。中期而言，美欧财政扩张对于军工、科技和医药大型企业的刺激仍在显现，对应板块仍值得关注，例如圣晖集成、亚翔集成、中材科技、宏和科技等。美国成屋销售仍比较疲软，零售数据虽好但补库意愿较弱，需要继续关注美联储预防式降息对于中小企业和私人投资消费的推动作用。除了欧美地区，出海企业也在大力开发东南亚、中东、非洲等市场，综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐华新水泥、上海港湾、科达制造、中材国际。

大宗建材方面：1、玻纤：（1）我们认为中期粗纱盈利有望重回改善趋势。当前行业盈利仍处低位，一季度以来行业之中前期推迟点火的生产线陆续投产，叠加关税战下出口需求阶段性受冲击，行业库存逐步积累，粗纱低端产品价格松动，而中高端产品价格基本稳定。我们认为粗纱中期供给冲击最大的阶段已经过去，此次行业联合骨干企业的反内卷倡议说明行业稳价共识的进一步强化，有望推动当前竞争较激烈的品类价格企稳回升。中期来看，粗纱产品的资本开支已经大幅收缩，下游需求有韧性，随着前期新增产能消化，供需平衡改善，行业盈利有望延续稳步改善的态势。（2）普通电子布下游景气度提升，而行业盈利仍处低位，新增供给有限，我们认为供给或呈现趋紧态势，短期提价已顺利落地。（3）中长期落后产能出清、玻纤成本的下降也为新应用的拓展和渗透率的提升提供催化剂，随着风电、新能源车等领域用量持续增长，光伏组件边框等新兴应用领域持续拓展，行业容量有望持续增长，产品结构的调整有利于龙头提升壁垒，盈利稳定性也将增强。（4）AI 应用下电子玻纤布产品升级趋势明确，以 Low-Dk、Low-CTE 为代表的特种玻纤/电子布高端产品渗透率加速提升且有望持续迭代，需求潜力大、价值量有望大幅增长。我们认为特种玻纤较普通玻纤其配方、工艺壁垒更高，国内发展起步晚，进入门槛高，叠加下游应用迭代速度快，供给瓶颈短期难以完全打破，有望保持高盈利。随着国内龙头企业技术进步，二代 Low-DK、Q 布等高端产品推动加速测试验证和产能扩大，中长期在全球供应中份额有望加速提升。三四季度有望开启关键的由验证步入量产扩大的窗口期。（5）玻纤行业新增供给压力逐步消化，行业价格竞争缓和，粗纱价格有望企稳改善，电子布价格在下游景气带动

下有望进一步回升，龙头企业积极开拓低介电等新兴产品，有望形成新的增长点，推荐中国巨石，建议关注中材科技、长海股份、宏和科技、国际复材等。

2、水泥：（1）十月下旬，国内水泥市场需求整体仍显疲弱，全国重点地区水泥企业平均出货率为45%。分区域看，北方地区出货率进一步下降至20%-40%，南方地区则维持在40%-60%水平。价格方面，受错峰生产及行业自律措施推动，部分地区价格实现上调，带动全国水泥价格整体小幅回升。预计后续水泥价格将延续震荡调整态势。（2）行业供给自律共识有望进一步强化，全年盈利中枢有望好于去年。尽管Q2因需求波动或错峰执行问题供需阶段性失衡、价格出现回落，但今年行业在主导企业引领下维护利润的意愿显著增强，我们认为供需再平衡时间仍然会明显好于去年，短期天气等因素导致需求季节性修复缓慢，影响了涨价落地，但随着区域错峰力度加强，预期后续旺季价格仍有可观反弹空间。（3）板块市净率估值处于历史底部，产业政策落地有望推动盈利持续修复、估值回升，本周工信部等六部门发布稳增长方案，彰显产业政策的重点和持续性，有望强化水泥产能管控等工作的推动和落地执行，2025年底前对超出项目备案的产能制定产能置换方案，将有效推动行业僵尸产能的退出以及产能过剩区域的产能置换减量，叠加探索设立绿色低碳转型基金，以市场化运作方式加快低效产能退出，利好行业中长期盈利中枢提升。（4）龙头企业综合竞争优势凸显，中长期有望受益于行业格局优化，估值有望迎来修复，推荐全国和区域性龙头企业：华新水泥（国内改善+海外盈利上行、加速布局）、海螺水泥（全国龙头）、上峰水泥（新经济产业投资贡献增量）、金隅冀东（东北区域整合），建议关注天山股份、塔牌集团等。

3、玻璃：短期行业供需呈现僵持状态，在高厂商库存、弱需求预期压力下，浮法玻璃价格低位震荡。但我们认为中期供给侧的出清有望持续，尤其高密龄产线有望在春节前后的窗口期加速冷修，2026年玻璃价格弹性有望提升。可关注反内卷政策导向下产业政策或行业自律措施对过剩产能退出的潜在影响，我们认为供给收缩幅度以及需求的韧性将决定后续价格反弹持续性和空间。浮法玻璃龙头享有硅砂等资源等中长期成本优势，享受超额利润，有望受益于行业产能的出清，光伏玻璃等多元业务也将贡献潜在盈利弹性，推荐旗滨集团，建议关注南玻A等。

风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源）

燃气II行业跟踪周报：天气转冷美国&中国气价上涨，欧洲进入库存提取季气价微增

投资要点 价格跟踪：天气转冷美国&中国气价上涨，欧洲进入库存提取季气价微增。截至2025/10/24,美国HH/欧洲TTF/东亚JKM/中国LNG出厂/中国LNG到岸价周环比变动+25.4%/+1.2%/+0.5%/+6.5%/+0.4%至0.8/2.8/2.9/2.9元/方，海内外倒挂结束。

供需分析：1）天气转冷，美国天然气市场价格周环比+25.4%。截至2025/10/17，储气量周环比+870亿立方英尺至38080亿立方英尺，同比+0.6%。2）进入库存提取阶段，欧洲气价周环比+1.2%。2025M1-7，欧洲天然气消费量为2654亿方，同比+5%。2025/10/16~2025/10/22，欧洲天然气供给周环比+5.1%至62185GWh；其中，来自库存消耗895GWh，周环比+176.6%；来自LNG接收站28002GWh，周环比+3.5%；来自挪威北海管道气17381GWh，周环比-2.3%。2025/10/18~2025/10/24，欧洲燃气发电出力下降，欧洲日平均燃气发电量周环比-36%、同比+6.9%至891.7GWh。截至2025/10/22，欧洲天然气库存945TWh(913亿方)，同比-148.6TWh；库容率82.82%，

同比-12.5pct, 周环比-0.1pct。3) 降温提振补库需求, 国内气价周环比+6.5%。2025M1-9, 我国天然气表观消费量同比+0.7%至 3188 亿方, 原因或为 2024 年冬季偏暖, 影响了 2025M1-3 采暖用气需求。2025M1-9, 产量同比+6.5%至 1949 亿方, 进口量同比-6.2%至 1307 亿方。2025 年 9 月, 国内液态天然气进口均价 3560 元/吨, 环比-6.9%, 同比-13.6%; 国内气态天然气进口均价 2490 元/吨, 环比+0.3%, 同比-8.4%; 天然气整体进口均价 3047 元/吨, 环比-4.9%, 同比-13.4%。截至 2025/10/24, 国内进口接收站库存 372.2 万吨, 同比-3.65%, 周环比+1.2%; 国内 LNG 厂内库存 50.68 万吨, 同比-13.88%, 周环比-5.32%。

顺价进展: 2022~2025M9, 全国 65%(188 个)地级及以上城市进行了居民顺价, 提价幅度为 0.21 元/方。2024 年龙头城燃公司价差 0.53~0.54 元/方, 配气费合理值在 0.6 元/方以上, 价差仍存 10%修复空间, 顺价仍将继续落地。

投资建议: 展望 2025 年, 供给宽松, 燃气公司成本优化; 价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征关税后新奥股份等具有美国气源的公司是否能够通过转售等消除关税影响; 以及涉及省内管输业务的公司管输费下调风险。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐: 【新奥能源】(25 股息率 4.8%) 2024 年不可测利润充分消化, 私有化方案定价彰显估值回归空间; 【华润燃气】【昆仑能源】(25 股息率 4.8%)【中国燃气】(25 股息率 6.2%)【蓝天燃气】(股息率 ttm9.0%)【佛燃能源】(25 股息率 3.6%); 建议关注: 【深圳燃气】【港华智慧能源】。2) 海外气源释放, 关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐: 【九丰能源】(25 股息率 3.6%)【新奥股份】(25 股息率 6.2%)【佛燃能源】; 建议关注: 【深圳燃气】。3) 美气进口不确定性提升, 能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2025/10/24) 风险提示: 经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、安全经营风险。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 谷玥)

汽车周观点: 特斯拉 Robotaxi 进展顺利, 继续看好汽车板块

nQ4 重视 AI 智能车投资机会 n 本周汽车行业表现如何? Ø 本周 A-H 股汽车表现一般, 子行业中客车表现最佳。核心变化: 1) 特斯拉 Robotaxi 进展总体顺利, V14.2 版本+去安全员节点+Cybercab 量产节点均非常重要, 计划 2026 年启动 Optimus 量产, 目标未来实现每年百万台级产能; 2) 北汽蓝谷 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; 3) 爱玛科技 2025Q3 实现收入 80.6 亿元, 同比+17.3%, 归母净利润 6.9 亿元, 同比+15.2%, 扣非归母净利润 6.5 亿元, 同比+17.6%。n 当前时点汽车板块如何配置? Ø 我们认为汽车行业或又进入了新的十字路口阶段: 汽车电动化红利进入尾声, 汽车智能化正在“黎明前黑暗”, 机器人创新在产业 0-1 阶段。新旧逻辑切换阶段三类主线投资机会并存。Ø 【AI 智能车主线】Robotaxi/van 先行, C 端紧跟。ü 下游应用维度核心标的: #Robotaxi 视角: 1) 一体化模式: 特斯拉/小鹏汽车/千里科技; 2) 技术提供商+运营分成模式: 地平线机器人/百度/小马智行/文远知行; 3) 网约车/出租车的转型: 滴滴/曹操出行/如祺出行/大众交通/锦江在线。#Robovan 视角: 德赛西威+中邮科技+开勒股份等。#C 端卖车视角: 整车(小鹏汽车/理想汽车/华为系/小米集团等) ü 上游供应链维度核心标的: 1) B 端整车代工: 北汽蓝谷/广汽集团/上汽集团等; 2) 核心供应商: 检测(中国汽研/中汽股份等)/芯片(地平线机器人+黑芝麻智能)/域控制器(德赛西威/经纬恒润/均胜电子/科博达等)/传感器(舜宇光学科

技/禾赛/速腾聚创)/线控底盘(伯特利/耐世特/浙江世宝)/车灯(星宇股份)/玻璃(福耀玻璃)等。Ø【AI 机器人主线】零部件优选(拓普集团+均胜电子+新泉股份+精锻科技+福达股份+旭升集团+爱柯迪等)。Ø【红利&好格局主线】客车(宇通客车)/重卡(中国重汽 A-H/潍柴动力)/两轮(春风动力/隆鑫通用)等。n 风险提示: 贸易战升级进一步超出预期; 全球经济复苏力度低于预期; L3-L4 智能化技术创新低于预期; 全球新能源渗透率低于预期; 地缘政治不确定性风险增大。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 刘力宇 证券分析师: 孟璐
证券分析师: 郭雨蒙 证券分析师: 孙仁昊 研究助理: 赖思旭
研究助理: 童明祺)

有色金属行业跟踪周报: 美国通胀数据超预期回落为降息扫除障碍, 工业金属录得普涨

投资要点 回顾本周行情(10月20日-10月24日), 有色板块本周上涨 1.13%, 在全部一级行业中排名中后。二级行业方面, 周内申万有色金属类二级行业中能源金属板块上涨 4.32%, 工业金属板块上涨 2.98%, 金属新材料板块上涨 1.33%, 小金属板块上涨 0.99%, 贵金属板块下跌 10.74%。工业金属方面, 本周降息预期的强化提升了市场整体风偏; 此外, 中美双方贸易代表在马来西亚举行会面, 为下一步两国领导人在 APEC 会谈创造条件, 整体宏观情绪向好, 工业金属价格于本周录得普涨。贵金属方面, 短期贵金属快速上行的同时整体波动率也在快速放大, 基于俄乌冲突缓和信号, 贵金属于本周录得大幅回调, 但我们认为贵金属中期逻辑依旧通顺, 看好回调后后市行情。

周观点: 铜: 美国通胀超预期回落叠加中美贸易会谈在即, 宏观向好助力铜价上涨。截至 10 月 24 日, 伦铜报收 10,947 美元/吨, 周环比上涨 3.21%; 沪铜报收 87,720 元/吨, 周环比上涨 3.95%。供给端, 截至 10 月 24 日, 本周进口铜矿 TC 维持 -40.5 美元/吨, 矿端供给维持紧缺; 必和必拓三季度铜产量达 49.4 万吨, 同比增 4%; 需求方面, 传统消费旺季成色弱于去年同期, 但新能源汽车、电网投资需求稳步提升对铜价有效支撑; 宏观层面, 美国通胀超预期走弱, 降息预期进一步提升; 中美贸易会谈将于马来西亚举行, 宏观整体风偏有所提升, 预计铜价短期继续震荡走强, 留意后续中美进一步表态。

铝: 海外电解铝供给端扰动叠加宏观情绪回升, 铝价震荡走强。截至 10 月 24 日, 本周 LME 铝报收 2,857 美元/吨, 周环比上涨 2.81%; 沪铝报收 21,225 元/吨, 周环比上涨 1.51%。供应端, 本周中国电解铝行业无增减产行为, 理论开工产能维持 4413.50 万吨; 海外世纪铝业公司位于冰岛格伦达坦吉的铝冶炼厂因电力设备故障暂时停产, 此次影响产能评估 20 万吨左右; 需求端, 本周铝板带箔企业产能利用率环比持平, 铝棒产能利用率环比上升 0.33pct, 本周电解铝的理论需求有所上升, 本周电解铝社会库存环降 0.75%至 62.51 万吨。本周随着美国降息预期提升, 中美地缘局势预期改善, 整体宏观情绪有所好转, 随着海外电解铝供给端出现扰动, 铝价震荡上行, 后续进一步观察需求端的落地情况以及中美两国后续 APEC 会谈前后表态。

黄金: 贵金属波动率高位背景下触发回调, 中期逻辑依旧通顺。截至 10 月 24 日, COMEX 黄金收盘价为 4126.90 美元/盎司, 周环比下降 3.30%; SHFE 黄金收盘价为 938.10 元/克, 周环比下跌 6.17%。美国核心通胀数据低于预期, 降息预期提升。美国 9 月核心 CPI 年率录得 3%, 低于预期的 3.1%, 前值为 3.1%; 中国 9 月 PPI 年率录得 -2.3%符合预期。美国联邦政府继续停摆, 但 9 月 CPI 回落为美联储在非农数据缺席的基础上具备了降息的数据支

撑，同时也印证了美国进口关税传导效应较为渐进的观点，降息预期的强化提升了市场整体风偏。此外，中美双方贸易代表在马来西亚举行会面，为下一步两国领导人在 APEC 会谈创造条件，我们认为特朗普此前宣布的 11 月 1 日 100%对华额外关税生效概率较低，双边达成短期妥协概率较高，整体宏观情绪向好。贵金属中期逻辑依旧顺畅，看好回调后后市行情。本轮贵金属波段行情的两大逻辑：1) 实际利率快速下行；2) 欧洲财政端压力及美元信用危机在中期角度仍逻辑通畅，短期贵金属快速上行的同时整体波动率也在快速放大，基于俄乌冲突缓和信号，贵金属于本周录得大幅回调，但我们认为贵金属中期逻辑依旧通顺，看好回调后后市行情。风险提示：美元持续走强；下游需求不及预期。

(证券分析师：孟祥文 证券分析师：徐毅达)

电力设备行业跟踪周报：储能锂电需求强劲

投资要点 电气设备 9898 上涨 4.9%，表现强于大盘。风电涨 6.24%，发电设备涨 5.22%，电气设备涨 4.9%，核电涨 4.6%，新能源汽车涨 4.47%，锂电池涨 4.39%，光伏涨 2.96%。涨幅前五为中际旭创、大洋电机、新联电子、中元股份、金雷风电；跌幅前五为华自科技、晓程科技、爱旭股份、天际股份、中电电机。

行业层面：人形机器人：宁波具身智能机器人创新中心启用；特斯拉明年一季度推第三代人形机器人；银河通用机器人在杭州成立新公司；全球首个“力位混合控制算法的统一理论”突破；埃斯顿、亨通光电等成立具身智能机器人创新中心；宇树机器人发布 H2，首次有了仿生人脸。

储能：上海发改委：上海调整 2025 风光开发建设方案，增补 7 个项目，涉及国家电投、中能、海南睿慈科技。浙江发改委：再无两次峰谷充放电机会，输配电价等不浮动，峰谷价差下降 22.46%。天津发改委、工信局：江苏“136 号文”正式下发，存量机制电价 0.3655 元/kWh，增量上限 0.32 元/kWh，暂不设下限，10 月下旬首次竞价。电动车：智界、MG4 紧急采购，“缺芯”开始波及乘用车；锂价连涨五日，需求超预期正向传导；卫蓝斩获 40 亿元固态储能订单，清陶能源突破低成本硫化物电解质；欣旺达发布 400Wh/kg 聚合物全固态电池，锂金属原型已达 520Wh/kg；特斯拉 26 年量产 Cybercab；比亚迪 2026 年技术升级：秦宋车型将搭载低温快充电池；采埃孚 eRE Plus 增程系统首发，零跑 D19 搭载 2026 年量产；小鹏 X9 超级增程亮相：63.3 度电+60L 油，续航超 1600km；特斯拉紧急召回近 1.3 万辆 Model 3/Y：电池故障或致动力丧失；蔚来李斌立下四季度“盈利军令状”：重点车型营销、供应链保供、高质量软件交付；享界 S9T 销量破 2 万，新 S9 EV 车型即将发布。市场价格及周环比：钴：SMM 电解钴 40.75 万/吨，+7.0%；百川金属钴 39.90 万/吨，+2.3%；镍：上海金属网 12.32 万/吨，+0.4%；碳酸锂：SMM 工业级 7.32 万/吨，+2.9%；SMM 电池级 7.54 万/吨，+2.8%；电解液：SMM 磷酸铁锂 1.85 万/吨，+0.0%；SMM 三元动力 2.26 万/吨，+0.0%；前驱体：SMM 四氧化三钴 34.25 万/吨，+4.7%；三元 523 型 10.55 万/吨，+6.6%；正极：SMM 磷酸铁锂-动力 3.46 万/吨，+3.3%；三元 811 型 16.20 万/吨，+4.2%；三元 622 型 14.65 万/吨，+5.4%；负极：百川石油焦 0.29 万/吨，+2.4%；DMC 碳酸二甲酯：电池级 DMC 0.55 万/吨，+0.0%；EC 碳酸乙烯酯 0.43 万/吨，+0.0%；六氟磷酸锂：SMM 9.30 万/吨，+23.2%；百川 9.25 万/吨，+23.3%；电池：SMM 方形-铁锂 523 0.363 元/wh，+7.4%；圆柱 18650-2500mAh 4.5 元/支，0.0%；新能源：中节能太阳能股份有限公司公示 2025-2027 年度光伏支架合格供应商入围征集中标候选人；华电新能：第三季度光伏发电量同比增长 81.11%；30MW/60MWh！山东最大工商业储能项目

并网投运；海南：2025 第三季度分布式光伏配电网可开放容量 1.22GW；340MW！国家管网首个大型地面集中式光伏项目并网；天津 136 号文：风光同场竞价，增量竞价上限 0.32 元/度、执行 10 年；20MW 海上机组，华润阳江三山岛四海上风电项目风机设备即将批量。本周硅料 53.00 元/kg，环比 0.00%；N 型 210R 硅片 1.40 元/片，环比 0.00%；N 型 210 硅片 1.70 元/片，环比 0.00%；双面 Topcon182 电池片 0.29 元/W，环比 0.00%；双面 Topcon182 组件 0.70 元/W，环比 0.00%；玻璃 3.2mm/2.0mm 20.25/13.10 元/平，环比 0.00%/-1.50%。

风电：北京国际风能大会开幕式上，“十五五”我国风电年新增装机应不低于 1.2 亿千瓦，其中海风年新增装机不低于 1500 万千瓦。本周招标 3.95GW：陆上 2.97 GW/海上 0.98GW；本周开/中标暂无。本月招标 7.31GW，同比+32.4%：陆上 5.92GW/海上 1.39GW，同比+15.58%/247.75%。25 年招标 95.50 GW，同比+21.08%：陆上 85.37 GW/海上 10.13 GW，同比+18.27%/同比+51.69%。本月开标均价：陆风 1604 元/KW，陆风（含塔筒）2238 元/KW。电网：河南：构建以大电网为支撑、微电网为支点的新型电网形态。

公司层面：宁德时代：25 年前三季度营收 2830.72 亿元，同增 9.28%，归母 490.34 亿元，同增 35.56%；其中 Q3 营收 1041.86 亿元，同增 12.90%，归母 185.49 亿元，同增 41.21%；汇川技术：25 前三季度预计：营收 316.63 亿元，同增 24.67%；归母净利润 42.54 亿元，同增+26.84%。25Q3 预计：营收 111.53 亿元，同增 21.05%；归母净利润 12.86 亿元，同增+4.04%；亿纬锂能：1）25 前三季度预计：营收 45 亿元，同增+32.17%；归母净利润 28.16 亿元，同比-11.7%。25Q3 预计：营收 16.83 亿元，同增+35.85%；归母净利润 12.11 亿元，同增+15.13%；2）拟询转让不超过 4077.68 万股股份，占公司总股本的 2%；通威股份：25 前三季度：营收 646 亿元，同比-5.38%；归母净利润-53.7 亿元，同比-32.64%。25Q3：营收 240.91 亿元，同比-1.57%；归母净利润-3.15 亿元，同比+62.69%；当升科技：25 前三季度：营收 73.99 亿元，同比+33.92%；归母净利润 5.03 亿元，同比+8.3%。25Q3：营收 29.67 亿元，同比+49.54%；归母净利润 1.92 亿元，同比+8.02%；良信股份：25 前三季度营收 35.07 亿元，同比+12.23%；归母净利润 3.04 亿元，同比-2.08%。25Q3：营收 11.73 亿元，同比+5.22%；归母净利润 5773.92 万元，同比-21.9%。平高电气：25 前三季度营收 84.4 亿，同比 7.0%，归母净利 9.8 亿，同比 14.6%；其中 Q3 营收 27.4 亿，同环比-3.6%/-14.0%，归母净利 3.2 亿，同环比-1.8%/3.6%。容百科技：25 前三季度营收 89.9 亿，同比-20.6%，归母净利-2 亿，同比-275.0%；其中 Q3 营收 27.4 亿，同环比-38.3%/-16.7%，归母净利-1.4 亿，同环比-227.5%/155.4%。派能科技：25 前三季度营收 20.1 亿，同比 42.5%，归母净利 0.5 亿，同比 28.0%；其中 Q3 营收 8.6 亿，同环比 56.1%/14.0%，归母净利 0.3 亿，同环比 94.0%/-34.8%。厦钨新能：25 前三季度营收 130.6 亿元，同+29.8%，归母净利润 5.5 亿元，同+41.5%；其中 25Q3 营收 55.3 亿元，同环比+54.2%/+21.2%，归母净利润 2.5 亿元，同环比+91.1%/+29%；尚太科技：持股 5%以上股东长江晨道计划减持其持有的公司股份不超过 519.39 万股，占公司总股本的 2%。

投资策略：储能：国内容量补偿电价逐步出台，大储需求超预期，供应紧张，今年预计 30-40% 增长，美国大美丽法案后今年抢装超预期，预计明后年稳增长，欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，持续高增长；欧洲户储去库完成，出货恢复，工商储需求开始爆发，新兴市场光储平价需求持续，我们预计全球储能装机 25-28 年的 CAGR 为 30-50%，继续强推大储，看好大储集成和储能电池龙头。锂电&固态：9 月销量 160 万，同环比

+25%/15%，全年预计增长 30%，26 年预计 15%+增长；欧洲 9 月主流 9 国电动车销量合计 31 万辆，同环比 35%/76%，累计增 30%，上修全年增长至 30-35%；同时 9 月储能装机及招标继续亮眼，电池供不应求，10 月排产进一步提升 10%，旺季再上台阶，预计 11 月排产仍小幅提升，高景气度延续，其中，储能需求超预期，价格已上涨 1-3 分/wh，预计 Q4 价格仍有提升空间，材料方面，6F 和铁锂涨价确定性高，其余材料 26 年涨价有望跟进，短期受出口管制错杀，实质影响极小，回调即买点，继续全面看好锂电池板块，首推宁德、亿纬锂能、欣旺达等。同时材料环节一二线厂商产能已打满，涨价诉求强烈，6F 和高压密铁锂普遍涨价确定性高，预计 26 年有望开始盈利有望修复，看好科达利、璞泰来、天赐等锂电龙头公司，同时固态中试线 2H25 密集落地，继续强推硫化物固态电解质和硫化锂及核心设备优质标的。

机器人：英伟达近期加码人形本体和大模型，Tesla Gen3 将于 10-11 月定型，股东大会有望展示，25Q4 下订单、26 年初量产，2030 年依然预期 100 万台；人形公司产品、订单、资本端等进展提速，25-26 年国内外量产元年共振，我们继续全面看好人形板块，全面看好 T 链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。AIDC：海外算力升级对 AIDC 要求持续提升，高压、直流、高功率趋势明显，国内相关公司迎来出海新机遇，继续看好有技术和海外渠道优势的龙头；工控：工控 25 年需求总体继续弱复苏，锂电需求恢复、风电、机床等向好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25 年国内海风 10GW+，翻倍增长，Q2 是拐点，欧洲海风进入持续景气周期，继续全面看好海风，陆风 100GW+，同增 25%，铸件等零部件涨价，风机毛利率逐步修复，推荐海缆、海桩、整机等。光伏：三季度国内终端需求支撑偏弱，排产端暂时小幅下降，政策引导光伏反内卷力度强，硅料成为主要抓手，当前价格 50 元/kg+，硅片和电池顺价，组件待观察终端需求；今年全球光伏装机增速为 15%/5%，欧洲分布式和新兴市场持续需求好，看好受益的逆变器环节、看好反内卷受益的硅料、玻璃、电池和组件等。电网：25 年电网投资增长，出海变压器高景气，看好 Alpha 龙头公司思源等。

投资建议：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、盈利和增长确定估值低）、阳光电源（逆变器全球龙头、海外大储集成优质龙头、切入 AIDC）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间大）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健）、科达利（结构件全球龙头稳健增长、谐波为核心的人形零部件总成潜力大）、湖南裕能（铁锂正极龙头强、高端产品供需紧张涨价在即）、四方股份（二次设备龙头估值低、SST 优势明显并大力拓展）、海博思创（国内大储龙头提前卡位优势明显、积极开拓海外储能）、大金重工（海风出口布局厚积薄发、量利双升超预期）、天赐材料（电解液&六氟龙头、新型锂盐领先）、金风科技（风机毛利率恢复有望超预期、风电运营稳健）、厦钨新能（钴酸锂需求盈利向好、卡位硫化锂固态潜力大）、当升科技（三元正极龙头、固态电解质技术领先）、华友钴业（锂电资源材料一体化布局、钴管控价格和盈利有望超预期）、欣旺达（消费锂电盈利向好、动储锂电上量盈利在即）、璞泰来（负极龙头盈利拐点隔膜涂敷稳增、固态电池设备&材料领先）、尚太科技（负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强）、浙江荣泰（云母龙头增长确定、丝杠及总成大客户进展迅速）、震裕科技（结构件盈利逐步修复、关节总成拓展到手臂总成空间大）、金盘科技（干变全球龙头海外全面布局、AIDC 大力布局）、东方电缆（海缆壁垒高格局好，海风项目开始启动）、思源电气（电力设备国内出海双龙头、

订单和盈利超预期)、上海洗霸(全面布局固态、有研合资硫化锂有望领先)、汇川技术(通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期)、比亚迪(电动车销量持续向好且结构升级、全民智驾超预期)、富临精工(高压实铁锂领先且获宁德控股扩产、机器人布局深厚)、优优绿能(充电桩模块龙头、大力布局 HVDC)、天奈科技(碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益)、艾罗能源(老牌户储龙头、工商储率先起量)、阿特斯(一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期)、德业股份(新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势)、锦浪科技(欧洲去库完成逆变器迎来拐点、新兴市场销售提升提供支撑)、纳科诺尔(干法设备龙头、固态设备全面布局)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、北特科技(丝杠头部批量空间大、汽零平稳)、伟创电气(变频伺服持续增长、大力布局人形机器人)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、星源材质(干法和湿法隔膜龙头、LG 等海外客户进展顺利)、麦格米特(多产品稳健增长、英伟达供应商 AIDC 潜力大)、远航精密(镍带箔龙头、固态镍基潜力大)、良信股份(断路器优质标的,率先切入海外 AIDC 供应链潜力大)、雷赛智能(伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显)、盛弘股份(受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展)、宏发股份(传统继电器稳增长、高压直流和 PDU 持续高增长)、禾迈股份(微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入)、斯菱股份(车后轴承市场稳定增长、打造谐波第二增长曲线)、祥鑫科技(汽零和结构件稳健、积极布局人形/AIDC/液冷)、三星医疗(海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健)、固德威(组串逆变器持续增长,储能电池和集成逐步恢复)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、BC 技术值得期待)、爱旭股份(ABC 电池组件龙头、25 年大幅放量)、通威股份(硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善)、科华数据(全面受益国内 AI 资本开支新周期、数据和数能双星驱动)、晶澳科技(一体化组件龙头、盈利率先恢复)、晶科能源(一体化组件龙头、Topcon 明显领先)、天合光能(210 一体化组件龙头、户用分布式和渠道占比高)、聚和材料(银浆龙头、铜浆率先布局)、福斯特(EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量)、国电南瑞(二次设备龙头、稳健增长可期)、帝科股份(银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即)、曼恩斯特(磨头龙头持续高增、多品类扩张布局固态和人形)、日月股份(大铸件紧缺提价可期,盈利弹性大)、上能电气(逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即)、平高电气(特高压交直流龙头、估值低业绩持续超预期)、许继电气(一二次电力设备龙头、柔直弹性可期)、中伟股份(三元前驱体龙头、镍锂金属布局可观)、明阳智能(海上风机龙头、风机毛利率修复弹性大)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、三一重能(成本优势明显、双海战略见成效)、天齐锂业、赣锋锂业、中矿资源、盛新锂能、艾罗能源、中国西电、禾望电气、恩捷股份、天顺风能、德方纳米、昱能科技、永兴材料、威迈斯、儒竞科技、派能科技、元力股份、大金重工、安科瑞、海兴电力、中熔电气、天齐锂业、日月股份、三一重能、金风科技。建议关注:海辰药业、峰岬科技、英联股份、凌云股份、宏工科技、鸣志电器、科士达、英维克、明阳电气、多氟多、天际股份、东方电气、中信博、东威科技、宇邦新材、海力风电、新强联、通灵股份、快可电子、中科电气、美畅股份、链升科技、信捷电气、振华新材、大全能源、通合科技、金雷股份、禾川科技、嘉元科技、TCL 中环、弘元绿能、东方日升等。风险提示:投资增速下滑,政策不及市场预期,价格竞争超市场预期

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕)

商贸零售行业跟踪周报: 绿联科技 2025Q3 业绩增速加速, 关注 NAS 新消费趋势

周观点 (注: 文中“本周”指的 10 月 19 日至 10 月 26 日) 本周, 绿联科技发布 2025 年三季报, 2025Q3 公司营收同比增长 60%, 归母净利润同比增长 67%。我们认为 NAS 新品的高增是绿联科技业绩高速增长的一大原因, 未来 NAS 产品将有望成为公司重要的第二曲线。

NAS 有望成为数字时代的家庭数码仓库。NAS 直译为网络附接存储, NAS 设备链接到局域网之后, 可为连接到局域网中的设备提供云存储和文件共享等功能。NAS 的用户包括发烧友个人、小型工作室 (尤其文创类)、小型企业等。随着我们生活的数字化程度加深, NAS 渗透率有望提高。

NAS 未来市场需求广阔, 全球规模呈双位数增长。根据 Grand View Research 数据, 2024 年全球消费级 NAS 市场规模 61 亿美元, 预计 2025 到 2030 年年均增长率为 12.1%。随着生活数字化程度的加深, 未来全球 NAS 市场的规模有望持续扩大。

随着操作系统不断成熟, 性价比优势突出的国内厂商份额迅速增长。2020-2024 年国内 NAS 市场市占率第一的龙头企业是群晖, 根据第三方数据, 2020 年群晖的市场占有率接近 70%。但由于群晖的产品价格较贵&国产厂商的产品快速进步, 群晖 NAS 的线上销售占有率从 2019 年下半年的 67% 下降至 2025H1 的 24%。绿联的 NAS 产品市场份额则在不断提升, 2025H1 达到 42%, 市占率同比实现翻倍以上增长。

本周行情回顾 本周 (10 月 19 日至 10 月 26 日), 申万商贸零售指数涨跌幅+0.46%, 申万社会服务+2.60%, 申万美容护理-0.09%, 上证综指+2.88%, 深证成指+4.73%, 创业板指+8.05%, 沪深 300 指数+3.24%。

年初至今 (1 月 2 日至 10 月 26 日), 申万商贸零售指数涨跌幅+2.21%, 申万社会服务+8.51%, 申万美容护+8.28%, 上证综指+17.86%, 深证成指+27.60%, 创业板指+48.09%, 沪深 300 指数+18.44%。

风险提示: 新产品需求波动、行业竞争加剧、海外经营相关风险等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石旻瑄 证券分析师: 张家璇 证券分析师: 阳靖 证券分析师: 郝越 证券分析师: 王琳婧)

原油周报: 美国制裁两家俄罗斯石油公司, 国际油价上涨

n1) 原油价格: 本周 Brent/WTI 原油期货周均价分别 63.4/59.3 美元/桶, 较上周分别+1.4/+1.0 美元/桶。 n2) 原油库存: 美国原油总库存、商业原油库存、战略原油库存、库欣原油库存分别 8.3/4.2/4.1/0.2 亿桶, 环比-14/-96/+82/-77 万桶。 n3) 原油产量: 美国原油产量为 1363 万桶/天, 环比-1 万桶/天。美国活跃原油钻机本周 420 台, 环比+2 台。美国活跃压裂车队本周 175 部, 环比+3 部。 n4) 原油需求: 美国炼厂原油加工量为 1573 万桶/天, 环比+60 万桶/天; 美国炼厂原油开工率为 88.6%, 环比+2.9pct。 n5) 原油进出口量: 美国原油进口量、出口量、净进口量为 592/420/172 万桶/天, 环比+39/-26/+66 万桶/天。 n【美国成品油】 n1) 成品油价格和价差: 美国汽油、柴油、航煤周均价分别 78/95/89 美元/桶, 环比+1.1/+2.0/-5.1 美元/桶; 与原油价差分别 16/32/26 美元/桶, 环比+0.8/+1.7/-5.5 美元/桶。 n2) 成品油库存: 美国汽油、柴油、航空煤油库存分别 2.2/1.2/0.4 亿桶, 环比-215/-148/-149 万桶。 n3) 成品油产量: 美国汽油、柴油、航空煤油产量分别 959/463/164 万桶/天, 环比+24/+4/-7 万桶/天。 n4) 成品油需求: 美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别 845/385/172 万桶/天, 环比 0/-39/+3 万桶/天。 n5) 成品油进出口: ①美国汽油进口

量、出口量、净出口量分别 8/121/114 万桶/天，环比-3/+19/23 万桶/天。
 ②美国柴油进口量、出口量、净出口量分别 8/107/100 万桶/天，环比-8/-9/-1 万桶/天。
 ③美国航空煤油进口量、出口量、净出口量分别 8/22/14 万桶/天，环比-6/+7/+13 万桶/天。
 nn【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油(600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份(601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份(600028.SH/0386.HK)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)、海油发展(600968.SH)；建议关注：石化油服/中石化油服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ)。
 nn【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：周少玟)

非银金融行业跟踪周报：业绩高增长或将驱动保险/券商股估值修复

投资要点 非银行金融子行业近期表现：1)最近 5 个交易日(2025 年 10 月 20 日-2025 年 10 月 24 日)非银金融各子板块均跑输沪深 300 指数。保险行业上涨 2.99%，多元金融行业上涨 2.70%，证券行业上涨 2.02%，非银金融整体上涨 2.30%，沪深 300 指数上涨 3.24%。
 证券：交易量同比提升；9 月证券类 APP 月活创年内新高。1) 10 月交易量同比提升。截至 10 月 24 日，10 月日均股基交易额为 25070 亿元，较上年 10 月上涨 12.07%，较上月下降 9.19%。截至 10 月 23 日，两融余额 24510 亿元，同比提升 47.76%，较年初增长 31.45%。截至 10 月 24 日，10 月 IPO 发行 7 家，募集资金 118.44 亿元(按发行日统计)。2) 非银板块三季度业绩陆续发布，整体表现良好。①券商：中信证券、东方财富 25Q1~3 归母净利润分别为 231.6、91.0 亿元，同比增速分别为 37.9%、50.6%。②金融科技：同花顺、拉卡拉、指南针 25Q1~3 归母净利润分别为 12.1、3.4、1.2 亿元，同比+85.3%、-33.9%、扭亏为盈。③多元金融：江苏金租、陕国投 A、南华期货 25Q1~3 归母净利润分别为 24.5、10.0、3.5 亿元，同比+9.8%、+6.6%、-1.9%。
 3) 9 月份证券类 APP 月活创年内新高。9 月证券类 App 月活人数达 1.75 亿，同比增长 9.73%，环比增长 0.74%。整体来看，证券类 APP 月活人数已连续 4 个月保持上涨，且 9 月份月活规模创年内新高。3) 10 月 24 日证券行业(未包含东方财富)2025E 平均 PB 估值 1.3x。推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头，如中信证券、同花顺、东方财富等。
 保险：Q3 业绩高基数下仍实现高增长；监管推动健康险高质量发展。1) 中国人寿、新华保险、中国财险发布业绩预增，预计其他上市险企三季度利润亦大幅增长。中国人寿前三季度归母净利润预计为 1568 亿元至 1777 亿元，同比增长 50%至 70%；三季度单季同比增长 75%-106%。新华保险前三季度归母净利润预计为 300 亿元至 341 亿元，预计同比增长 45%至 65%；三季度单季同比增长 58%-101%。中国财险预计前三季度净利润同比增长 40%-60%至 375-428 亿元；三季度单季 57%-122%。我们对各上市险企 Q3 利润和 NBV 表现均持乐观预计。2) 金监总局印发《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》，明确不同细分领域相应要求，支持浮动收益型健康保险发展。①商业医疗险：健全长期医疗保险费率调整机制，支持开展个人账户式长期医疗保险业务，鼓励开发惠及带病群体、罕见病群体的商业医疗保险产品。②长护险与失能险：积极对接居家护理、社区护理

和机构护理需求。③疾病保险：及时修订疾病保险的疾病定义，适时更新人身保险业重大疾病经验发生率表，支持监管评级良好的保险公司开展分红型长期健康险业务。3）保险业经营具有显著顺周期特性，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2025年10月24日保险板块估值0.60-0.97倍2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

多元金融：1）信托：截至2024年末，全行业信托资产规模29.56万亿元，同比增长23.58%。2024年信托行业利润总额为231亿元，同比降幅为45.5%。2）期货：9月全国期货交易市场成交量为7.70亿手，成交额为71.50万亿元，同比分别下降3.03%和增长33.16%。2025年8月期货行业净利润12.34亿元，同比增长138.68%，环比2025年7月下降8.12%。

行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1）保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计持续改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2）证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国平安、新华保险、中国人保、中信证券、同花顺、九方智投控股等。

风险提示：1）宏观经济不及预期；2）政策趋紧抑制行业创新；3）市场竞争加剧风险。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：罗宇康）

电子行业跟踪周报：三季度 AI 业绩持续兑现，Mid-Training 开启结构化智能新阶段-算力周报

投资要点 三季度 AI 业绩持续兑现，Mid-Training 开启结构化智能新阶段。

本周 AI 产业链股价强势反弹，进入三季报业绩期，部分 AI 产业链公司业绩表现强劲，带领市场情绪回升。本周股价涨跌幅情况来看，数通 PCB/CCL：生益电子+29.35%，胜宏科技+19.13%，景旺电子+17.41%；铜连接：瑞可达+9.76%，华丰科技+9.19%；光芯片/光器件：源杰科技+38.00%，仕佳光子+24.63%，长光华芯+17.71%，太辰光+14.01%；液冷：思泉新材+20.33%，英维克+7.45%；服务器代工：工业富联+12.06%，华勤技术+4.48%。接下来继续关注海外 CSP 等大厂财报披露，或将迎来新催化。

近期安费诺与维谛 Q3 业绩均超指引预期，率先印证海外 AI 基础设施建设需求的持续放量。前者受益于 AI 服务器与高性能连接件需求爆发，单季营收创历史新高；后者提前布局 800VDC 架构及数据中心电源解决方案，当前订单储备充裕，为未来增长奠定坚实基础。国内方面，生益电子三季度业绩超预期，充分反映 AI 算力周期下 PCB 价值量的跃升与产业链景气的延续性，相关产业链将深度受益。

展望后续，短期我们观察到芯片端 CoWoS 订单持续上修，英伟达、博通等 CoWoS 排产有所提升，明年芯片出货量有望超预期。同时 AI 算力驱动下的光互连需求增长趋势明显，近期 1.6T 光模块持续加单已形成验证，我们认为景气扩张趋势有望进一步传导至 PCB、铜连接、液冷、服务器代工等其他环节。高功率 AI 服务器机柜持续演进，带动高端材料等需求全面升级，产业链中具备技术壁垒与规模优势的企业将充分受益于本轮 AI 硬件景气上行周期。

而在中长期，我们认为 2025 年崛起的 Mid-Training 标志着 AI 训练进入“资本效率”拐点。它打破“预训练+后训练”二段式范式，构建三段式架构，以质量驱动替代规模堆叠，凭高质量数据与结构化推理提升模型边际收益，成为行业新焦点。具体来看，Mid-Training 不同于预训练强调堆砌通用数据、后训练仅做微调，而是依赖于强化学习与合成数据的精确提效。这一过程需要大量算力来支撑数据处理，将算力从单纯的成本项转化为驱动模型迭代的“主动资

本”。未来通过复利式持续投入强化模型能力的训练范式有望进一步推动算力需求增长。

安费诺/维谛：公司 Q3 营收均超指引预期，AI 需求驱动成长动能延续。

安费诺于 10 月 22 日发布 FY25Q3 财报，FY25Q3 营收创单季历史记录为 61.94 亿美元，同比+53.35%/环比+9.63%，超出此前指引上限（54-55 亿美元），毛利率 38.09%，同比+4.49pcts/环比+1.75pcts，下游需求持续强劲，公司盈利能力逐渐提高。分部门营收来看，恶劣环境解决方案营收 15.16 亿元，同比+27%，通信解决方案营收 33.1 亿元，同比+96.35%，互连和传感器系统营收 13.69 亿元，同比+18.05%。

1) 业绩指引：第四季度营收预计为 60-61 亿美元，中值同比+40.1%/环比-2.3%，FY2025 全年预计营收 226.6-227.6 亿美元，中值同比+49.5%。

2) FY25Q3 营收分市场来看：①工业：营收同比+21%/环比+5%，占总营收 18%，工厂自动化、医疗、仪器仪表、工业电动车以及重型设备部门等领域增长强劲，展望四季度预计环比有所回落。②汽车：营收同比+13%/环比+8%，占总营收 14%，展望四季度预计环比有所回落。③通信网络：营收同比+165%/环比+8%，占总营收 11%，得益于收购 Andrew，以及通信网络运营商与设备制造商支出的增加，展望四季度预计环比低双位数下滑。④移动设备：营收同比-3%/环比+18%，占总营收 6%，可穿戴设备销量增长部分被笔记本电脑与平板电脑相关销售额的下滑所抵消，展望四季度预计环比小幅增长。⑤ IT 数据通信：营收同比+128%/环比+13%，占总营收 37%，得益于 AI 应用领域对公司产品的需求持续攀升，另一方面也来自基础 IT 数据通信业务的稳健增长，展望四季度预计环比略有增长。

维谛于 10 月 23 日发布 FY25Q3 财报，FY25Q3 营收为 26.76 亿美元，同比+60%/环比+20%，超出此前指引上限（25.1-25.9 亿美元），毛利率 37.77%，同比+1.29pcts/环比+3.81pcts。目前第三方数据中心与云领域作为增长最快的细分板块，其份额持续扩大，公司凭借更优的技术与执行力，增速始终高于市场整体水平。订单方面，三季度订单环比增加 10 亿美元，目前未交付订单总额达 95 亿美元，为 2026 年业绩提供强劲保障。

展望未来，公司计划在 2026 年下半年推出 800 VDC 产品组合，与英伟达计划 2027 年推出的 Rubin Ultra 平台高度契合。目前公司正与英伟达紧密合作，共同推进这些平台的设计工作。

业绩指引：第四季度营收预计为 28.1-28.9 亿美元，中值同比+21.5%/环比+6.5%，FY2025 全年预计营收 101.6-102.4 亿美元，中值同比+27%。

PCB：生益电子打响业绩超预期第一枪，印证 AI PCB 产业景气度持续上行。

生益电子及生益科技于 10 月 23 日发布三季度业绩预告。生益电子 Q3 预计实现营业收入 28.45-32.65 亿元，中值同比+153%/环比+39.6%，预计实现归母净利润预计 5.43-6.23 亿，中值同比+547.8%/环比+76.7%，超出市场预期。生益科技 Q3 业绩符合预期，预计实现归母净利润 9.94-10.34 亿，中值同比+130.5%/环比+17.5%。

生益电子三季度业绩预告超预期，为 AI PCB 景气度持续扩张提供了有力印证。作为算力基础设施核心环节 PCB 的代表性企业，其业绩直观反映了行业需求旺盛的态势。展望后续，我们观察到芯片端 CoWoS 订单持续上修，明年芯片出货量有望进一步超预期。同时 AI 算力驱动下的光互连需求增长趋势明显，近期 1.6T 光模块持续加单已形成验证，产业链其他环节的需求放量将进一步强化景气传导，为 PCB 带来持续的需求支撑，助力其景气度向更深层次延伸。

而推动 PCB 景气度向纵深延伸的关键变量，是 AI PCB 材料升级趋势，需重点关注。M9 CCL 材料凭借超低 Df/Dk 性能及优异的可靠性，已成为 AI 服务器及高速通信系统的关键材料。其应用主要集中在三大方向：一是 Rubin 系列新增的 CPX

模块与正交中板有望采用 M9 材料，另外 Rubin Ultra 有望全系导入 M9；二是 1.6T 交换机需使用 M9，以支持 224G 传输速率；三是未来 ASIC 升级迭代有望采用 M9 材料。受益于 AI 服务器与高速网络设备放量，M9 材料对应的 PCB 产业链规模有望快速增长。Midtraining: AI 训练范式的资本效率拐点-从算力堆叠到质量驱动的结构化进化。Mid-training: 随着 RL 算力用量不断提升，RL 已经从传统的 Post-training 逐渐独立，和原来的 later stage pre training 整合，成为新的 mid-training。传统的二段式训练（pre training-post training）到了三段式训练（pre training-mid training-post training）。Mid-training 本质上 是 算 力 换 数 据。

图 1：三大训练模式比较

数据来源：《Mid-Training of Large Language Models: A Survey》，东吴证券研究所

在大语言模型的训练体系中，中期训练（mid-training）正成为连接通用预训练与任务特定微调（SFT）的关键阶段，体现出“资本效率”与“算力投入回报率”优化的核心逻辑。当前行业趋势表明，领先模型正普遍采用退火式中期阶段，以在高昂的算力成本下最大化边际收益：通过在这一阶段剔除噪声语料、引入高质量或合成数据，实现从“规模驱动”向“质量驱动”的转变。实践与理论均表明，适度降低学习率可在优质极小值附近稳定收敛，而更精炼的数据分布能显著提升每个新增 token 的价值贡献。若忽视此阶段，即便持续扩大训练规模，模型在推理、代码生成、长文本理解等高附加值能力上仍可能陷入收益递减。中期训练的底层机制在于通过强化结构化推理与指令遵循，实现模型由“记忆模式”向“抽象理解”的跃迁：其理论基础可归纳为梯度噪声优化、信息瓶颈压缩及课程学习三大路径。具体而言，模型在中期阶段通过再平衡数据结构、调整学习率调度、并逐步扩展上下文长度，实现对高价值 token 的精细吸收，从而在成本可控的前提下持续释放模型潜能。三者协同形成闭环，使中期训练成为提升大模型泛化效率与算力利用率的关键拐点，也意味着未来大模型开发将从单纯追求参数规模，转向在中期阶段优化“训练资产配置”的系统性工程。

图 2：近期进行 Mid-training 的大模型数据来源：《Mid-Training of Large Language Models: A Survey》，东吴证券研究所

MidTraining 正在成为 AI 训练范式中最具确定性与边际收益优势的阶段。相较于早期以大规模低质数据为主的 PreTraining，以及高质量但算力利用率低、进展缓慢的 PostTraining，MidTraining 处于两者之间，兼具强化学习与合成数据生成的特征，以更高效的算力利用和更清晰的产出路径，推动模型能力持续跃升。在这一阶段，算力投入与模型能力提升之间的投入产出比极为明确，每一次训练实验都能带来可观的边际增益，极大提高了算力资本的使用效率。随着强化学习环境、专家标注生态和数据生成能力的扩张，MidTraining 已成为头部实验室算力消耗的核心驱动，取代 PreTraining 成为新的竞争焦点。

Mid-Training 的“算力换数据”实质上是一种资本密集型的效率再定价。传统的 Pre-Training 阶段依靠海量公开数据“堆算力”，但边际收益逐步递减；而 Mid-Training 通过强化学习与合成数据生成，将算力投入从“盲目扩张”转向“精确提效”-用更高算力驱动更高质量的数据生产与模型迭代，形成新的正反馈飞轮。这意味着算力不再只是支撑模型规模的成本项，而成为提升模型能力与数据质量的“主动资本”。在这一过程中，算力需求不仅没有下降，反而因 Mid-Training 对持续生成、筛选和验证高质量数据

的依赖而显著提升。可以说，Mid-Training 把 AI 训练的算力投入从一次性支出转变为持续复利型资产，推动行业从“算力消耗”迈向“算力投资”，也因此成为全球科技巨头在 AI 军备竞赛中不断加码数据中心与能源资源的核心原因。

产业链相关公司：PCB/CCL：胜宏科技、沪电股份、深南电路、景旺电子、方正科技、生益科技、南亚新材、生益电子、东山精密、威尔高等；铜缆/铜连接：沃尔核材、兆龙互连、华丰科技、立讯精密、鸿腾精密等；光芯片/光器件：长芯博创、源杰科技、仕佳光子、太辰光、长光华芯等；液冷：英维克、思泉新材、申菱环境、高澜股份等；服务器代工：工业富联、华勤技术。风险提示：供应链波动风险，下游需求不及预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：陈海进 研究助理：解承堯)

医药生物行业跟踪周报：2025 ESMO 中国之声闪耀全球，PD1 双抗与 ADC 成为全球焦点

投资要点 本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为 0.58%、19.54%，相对沪深 300 的超额收益分别为-2.67%、1.09%；本周、年初至今恒生生物科技指数涨跌幅分别为-1.05%、81.15%，相对于恒生科技指数跑赢 5.22%、36.90%；本周医疗服务（+3.94%）、医药商业（+2.27%）、医药器械（+0.89%）、原料药（+0.25%）股价有所上涨；化学制药（-0.31%）、生物制品（-0.69%）、中药（-0.85%）等股价均有所下跌；本周 A 股涨幅居前为特一药业（+22.32%）、*ST 荣控（+19.83%）、毕得医药（+18.87%），跌幅居前为透景生命（-18.56%）、新诺威（-17.47%）、舒泰神（-14.86%）；本周 H 股涨幅居前轩竹生物（+75.81%）、中生北控生物科技（+14.29%）、三爱健康集团（+8.97%），跌幅居前华昊中天医药（-19.50%）、康宁杰瑞制药（-17.72%）、荃信生物（-16.72%）。医药板块表现特点：本周医药板块调整收窄，部分子行业小幅回弹。

勃林格殷格翰 first-in-class 肺纤维化疗法在华获批上市；诺华「司库奇尤单抗」治疗风湿性多肌痛 III 期研究成功。10 月 22 日，勃林格殷格翰宣布那米司特片（nerandomilast）获国家药监局批准上市，用于治疗成人特发性肺纤维化（IPF）。这是十年来首个在 III 期临床试验中达到主要终点并成功获批的 IPF 治疗药物。10 月 22 日，诺华宣布，司库奇尤单抗在 III 期 REPLENISH 研究中达到了主要终点及所有次要终点。在风湿性多肌痛（PMR）成人患者中，截至第 52 周，司库奇尤单抗相较于安慰剂展现出具有统计学显著性和临床意义的持续缓解。

多项重磅研究入选突破性疗法和首席论坛，有望改写现有治疗格局。康方生物依沃西单抗 III 期 HARMON-6 研究纳入 532 例晚期鳞状 NSCLC 患者，PFS 改善 4.24 月，且 PD-L1 表达水平不影响疗效，ORR 76% vs 67%，DoR 11.2 月 vs 8.4 月，安全性相当，显示其在 1L sqNSCLC 中具突破潜力。荣昌生物 RC48-C016 研究纳入 484 例 HER2+尿路上皮癌，联合免疫较含铂化疗 PFS 提升 6.6 月、OS 增 14.6 月，死亡风险降 46%，在各亚组均显著获益，不良反应更少，成果发表于 NEJM，确立 ADC+IO 新标准。HER2 系列 ADC 药物整体表现亮眼，恒瑞 SHR-A1811 乳腺癌 mPFS 30.6 月、ORR 81.7%；百利天恒 BL-M07D1 耐药胃癌 mPFS 10.2 月；科伦博泰博度曲妥珠单抗 PFS 11.1 月显著优于对照。TROP2 ADC 芦康沙妥珠单抗入选主席论坛，OptiTROP-Lung04 研究显著改善 EGFR-TKI 耐药 NSCLC 疗效，NDA 已获优审，亦将在乳腺癌中拓展适应证，中国 ADC 研发实力持续跃升。

具体思路：看好的子行业排序分别为：创新药>科研服务>CXO>中药>医疗器械>药店等。具体标的选择思路：从中药角度，建议关注佐力药业、方盛制药、东阿阿胶等。从 CXO、上游

科研服务角度，建议关注药明康德、皓元医药、奥浦迈、金斯瑞生物等。从医疗器械角度，建议关注联影医疗、鱼跃医疗等。从AI制药角度，建议关注晶泰控股等。从GLP1角度，建议关注联邦制药、博瑞医药、众生药业、信达生物等。从PD1/VEGF双抗角度，建议关注三生制药、康方生物、荣昌生物等。从创新药角度，建议关注信达生物、百济神州、石药集团、恒瑞医药、泽璟制药、百利天恒、科伦博泰、迪哲医药、海思科等。风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等；产品销售及研发进度不及预期。

(证券分析师：朱国广)

基础化工周报：尿素价格偏弱运行

n【聚氨酯板块】本周纯MDI/聚合MDI/TDI行业均价为18200/14286/13449元/吨，环比分别+286/-207/+134元/吨，纯MDI/聚合MDI/TDI行业毛利分别为5099/2184/2211元/吨，环比分别+383/-110/+105元/吨。n【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为1364/3777/531/3937元/吨，环比分别+21/+15/+16/-0元/吨。②本周聚乙烯均价为7441元/吨，环比-78元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为892/1593/15元/吨，环比分别-56/-96/-51元/吨。③本周聚丙烯均价为6680元/吨，环比-120元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为16/1289/-113元/吨，环比分别-86/-122/-78元/吨。n【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为2154/1596/3907/2410元/吨，环比分别-21/-0/-21/-19元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为140/-83/-168/154元/吨，环比分别-55/-14/+25/-6元/吨。n【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升、新和成、安迪苏。n【风险提示】1)项目实施进度不及预期；2)宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3)地缘风险演化导致原材料价格波动；4)行业产能发生重大变化；5)统计口径及计算误差。

(证券分析师：陈淑嫻 证券分析师：周少玟)

大炼化周报：成本支撑转强，产销率提升

n【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为2564元/吨，环比-24元/吨(环比-1%)；国外重点大炼化项目本周价差为1212元/吨，环比-2元/吨(环比-0%)。n【聚酯板块】本周POY/FDY/DTY行业均价分别为6407/6618/7732元/吨，环比分别-114/-79/-54元/吨，POY/FDY/DTY行业周均利润为72/-54/88元/吨，环比分别-54/-30/-14元/吨，POY/FDY/DTY行业库存为11.8/21.9/29.5天，环比分别-5.0/-4.2/-2.0天，长丝开工率为91.0%，环比-0.0pct。下游方面，本周织机开工率为66.5%，环比+2.4pct，织造企业原料库存为11.1天，环比+0.9天，织造企业成品库存为24.0天，环比-1.7天。n【炼油板块】国内成品油：本周汽油/柴油/航空煤油价格下跌。美国成品油：本周美国航煤价格下跌。n【化工板块】本周PX均价为794.4美元/吨，环比+6.9美元/吨，较原油价差为336.7美元/吨，环比+4.5美元/吨，PX开工率为86.3%，环比-1.0pct。n【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝：恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。n【风险提示】1)项目实施进度不及预期；2)宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3)地缘风险演化导致原材料价格波动；4)行业产能发生重大变化；5)统计口径及计算误差。

(证券分析师：陈淑嫻 证券分析师：周少玟)

机械设备行业跟踪周报：持续推荐国内全面复苏的工程机械；建议关注液冷新技术的设备投资机会

1.推荐组合：北方华创、三一重工、中微公司、恒立液压、中集集团、

拓荆科技、海天国际、柏楚电子、晶盛机电、杰瑞股份、浙江鼎力、杭叉集团、先导智能、长川科技、华测检测、安徽合力、精测电子、纽威股份、芯源微、绿的谐波、海天精工、杭可科技、伊之密、新莱应材、高测股份、纽威数控、华中数控。

2.投资要点: **【工程机械】**9月国内非挖大幅转正,国内全面开启周期向上 9月国内汽车起重机/履带起重机/随车起重机/塔式起重机销量同比分别+41%/+67%/+30%/-30%,除塔吊以外起重机已经大幅转正,塔吊降幅也继续缩窄,国内已全面开启周期向上。海外方面,短期来看挖机&非挖持续表现优异,全年重视大挖出口占比提升带来的利润弹性;长期看海外市场广阔,2025年起海外开启周期向上,长期仍有市占率大幅提升空间,未来2-3年板块业绩确定性较强。相关标的:三一重工、某全品类龙头、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。

【液冷设备】AI算力CAPEX加速,新技术方向液冷确定受益 液冷技术是解决数据中心散热压力的必由之路,其具备低能耗、高散热、低噪声和低TCO的优势,同时其能降低数据中心PUE值,满足国家要求。现阶段液冷的主要方案中冷板式占据主流地位,浸没式有望成为未来的发展方向。冷板式液冷系统由室内及室外侧组成,CDU和分集液管成本占比最高,分别达到25%和20%。根据我们测算,26年预计ASIC用液冷系统规模达125亿元,英伟达用液冷系统规模达268亿元。商业模式上,英伟达放权开放供应商名录,代工厂自主选择供应链组成,由此前维谛为唯一认证CDU转向多供应方。建议关注:英维克(国产液冷柜龙头)、宏盛股份(液冷CDU核心零部件)等。

【油服设备】美国关税与油价下跌对出海影响有限,中东区域油气扩产+国产份额提升为长期逻辑 10月10日国际油价下跌约2%,布伦特原油价格报64美元/桶,油价下跌主要系(1)特朗普再次宣布对中加征关税,市场对国际贸易恶化担忧加剧,(2)2025年下半年以来OPEC+持续扩产,(3)以色列与哈马斯停火协议生效,中东原油供给或进一步释放。中期看油价下跌对油服设备需求影响有限:(1)中东区域桶油成本极低,油价仍远高于盈亏平衡点,出于对远期新能源转型的担忧、自身份额的损失,中期油气业主方为保市场地位,仍将扩产。(2)LNG作为新能源转型的过渡工具和发电手段,需求可持续,中东各国对LNG能源资本开支仍将持续增长,带动设备需求上行。中东油服设备市场认证、客户认可壁垒高,近年来国产设备龙头随中国对外投资增加、认证取得突破而持续出海,但2025年份额仍不足5%。关税&油价下跌冲击影响短中相对有限,建议继续关注高壁垒下强者恒强的**【杰瑞股份】、【纽威股份】**

【半导体设备】美加强对华半导体设备管制,看好自主可控下国产化率提升 10月7日美国众议院“中美战略竞争特别委员会”两党议员在经过数月的调查之后发布涉华半导体出口管制重要报告,主要系海外设备龙头均有40%左右的收入来自中国,我们认为这一管制利好国产半导体设备份额提升,国内晶圆厂制程的核心工艺设备环节如光刻、刻蚀、薄膜沉积国产化率有望快速提升;此外存储持续涨价、国内先进制程积极扩产、国产算力发展均带来制造端投资机会。投资建议:(1)前道制程:刻蚀+薄膜沉积设备北方华创、中微公司,量测设备中科飞测、精测电子,薄膜沉积设备拓荆科技、某泛半导体领域设备龙头、微导纳米、晶盛机电等。(2)后道封装:华峰测控、长川科技。(3)先进封装:晶盛机电(减薄机)、某泛半导体领域设备龙头(切磨抛+键合机)、华海清科(减薄机)、盛美上海(电镀机)、芯源微(涂胶显影+键合机)、拓荆科技(键合机)、德龙激光(切片机)、大族激光(切片机)。(4)硅光设备:罗博特科、奥特维(AOI检测设备)。

形机器人】智元 G2 机器人正式发布，宇树/特斯拉核心催化在即
 智元机器人 G2 轮式机器人正式发布，特点包括①腰部 3 自由度设计，可实现近似人类的弯腰、转腰和侧向摆动动作；②双激光雷达、8 颗超声波雷达、360° 环视鱼眼摄像头等传感器，支持全场景全向避障与危险预判；③19 自由度灵巧手配备 3D 触觉感知，可精准抓取各种尺寸、形状和材质的物体，例如在物流分拣中实现柔性抓取包裹
 中长期来看，特斯拉 Gen3 和宇树上市均有望在 25 年末&26 年初落地，目前来看在 A 股中是为数不多拥有明确性催化的板块，且催化级别较高。一方面，Gen3 有望带来硬件多方面的设计变更；另一方面，宇树上市有望领涨板块。因此在有明确催化的前提下，我们的观点是继续看好+建议聚焦核心标的。
 建议关注以下核心标的：
 1) T 链核心：拓普集团、浙江荣泰、恒立液压、绿的谐波、五洲新春、金沃股份、双环传动、科达利、新瀚新材等
 2) 宇树链核心：首程控股、华锐精密、美湖股份、长盛轴承等
 3) 智元链核心：征和工业、中大力德等
 4) 潜在核心标的：新坐标（手部丝杠送样），高测股份（键绳+行星减速机）。

【锂电设备】出口管制不等于禁止出口，看好头部设备商规范出海
 10 月 9 日商务部、海关总署发布 2025 年第 58 号公告，将部分锂电池、高端正负极材料及核心制造设备纳入出口管制范围。我们认为出口管制不等于禁止出口，企业仍可通过申请许可方式开展出口业务，在新的制度框架下，利好具备合规能力和全球化运营经验的头部企业，能够获得更稳定的海外份额与更好的盈利水平。2022-2024Q2 受动力电池供需影响电池厂扩产明显放缓，设备商新签订单承压；自 2024Q2 以来随着国内外新能源车销量快速提升，动力电池装机量回升，叠加储能电芯需求扩张，头部电池厂如宁德时代、比亚迪等产能利用率快速提升接近满产，2024Q4 以来重启资本开支，带来设备商新签订单高增，看好后续国内电池厂欧洲扩产&储能扩张，利好设备商订单持续增长。重点推荐整线设备供应商【先导智能】、激光焊接设备商【联赢激光】、化成分容设备商【杭可科技】，建议关注纤维化设备【宏工科技】、辊压机【纳科诺尔】、干/湿法电极设备商【赢合科技】、干法电极&模组 PACK【先惠技术】、整线供应商【利元亨】、干法/湿法电极设备商【曼恩斯特】、激光设备商【德龙激光】等。

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意 证券分析师：韦译捷 证券分析师：钱尧天 证券分析师：黄瑞）

煤炭开采行业跟踪周报：气温快速下降，港口煤价环比上行

行业近况 本周（10 月 20 日至 10 月 24 日）港口动力煤现货价环比上涨 22 元/吨，报收 770 元/吨。
 供给端，本周环渤海四港区环渤海四港区日均调入量 170.47 万吨，环比上周上涨 21.90 万吨，涨幅 14.74 %。本周产地供应较为稳定，局部地区降雨导致部分煤矿产量短暂减少，港口供应量有所增加。
 需求端，本周环渤海四港区日均调出量 170.89 万吨，环比上周上涨 2 万吨，涨幅 1.18%；日均锚地船舶共 93 艘，环比上周减少 28 艘，降幅 23.18%，库存端，环渤海四港区库存 2396.90 万吨，环比上周增加 16.90 万吨，增幅 0.71%。港口本周整体调出量增加、库存绝对值有所上行、港口煤价较为坚挺，主要由于天气降温后需求增加，市场适当补库导致。
 我们分析认为：目前南方地区快速进入降温区间，居民工业用电后续有望缓慢上行，北方冬储用煤逐步补齐，在港口库存仍处于较高水平下预计煤价短期维持震荡走势。
 估值与建议： 仍旧关注保险资金增量；保费收入维持正增长，且向头部保险集中。固收类资产荒依旧，

叠加红利资产已经高位，所以关注权益配置变化，预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的，且低估值标的：建议关注昊华能源，广汇能源。风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

(证券分析师：孟祥文 证券分析师：米宇)

金融产品跟踪周报：权益 ETF 系列：市场开启反攻，继续聚焦泛科技板块

投资要点 A 股市场行情概述：(2025.10.20-2025.10.24) 主

要宽基指数涨跌幅：排名前三名的宽基指数分别为：创业板指(8.05%)，科创 50(7.27%)，万得微盘股日频等权指数(6.49%)；排名后三名的宽基指数分别为：红利指数(0.71%)，深证红利(0.82%)，中证红利(1.05%)。

风格指数涨跌幅：排名前三名的风格指数分别为：成长(风格.中信)(5.83%)，大盘成长(5.08%)，国证成长(4.53%)；排名后三名的风格指数分别为：消费(风格.中信)(0.61%)，大盘价值(1.30%)，稳定(风格.中信)(1.45%)。

申万一级行业指数涨跌幅：排名前三名的申万一级行业指数分别为：通信(11.55%)，电子(8.49%)，电力设备(4.90%)。排名后三名的申万一级行业指数分别为：农林牧渔(-1.36%)，食品饮料(-0.95%)，美容护理(-0.09%)。

A 股市场行情展望：(2025.10.27-2025.10.31) 观点：市场开启反攻，继续聚焦泛科技板块。

2025 年 10 月，宏观择时模型的月度评分是-1.5 分，历史上该分数万得全 A 指数震荡微跌的概率较大。技术择时模型中万得全 A 指数在中期趋势线附近出现强支撑反弹。因此综合分析，我们维持之前的观点，十月份万得全 A 指数可能整体呈现震荡的格局。

本周 A 股市场处于相对缩量的状态，市场等待重要会议、中美谈判等事件的逐渐落地，然后逐步发起反攻。泛科技板块再次引领市场。海外算力、国产算力、新能源等均有所爆发表现。美中不足的是，本周成交额一直在 2 万亿元以下，同时周五市场反攻的时候，机构资金在引领进攻方向，但散户资金显示在持续流出。后续市场进一步的上攻，仍然需要各路资金形成共振。

港股本周也跟随 A 股发生了反弹，恒生科技指数本周上涨 5.20%。10 月 24 日，美国 9 月核心 CPI 同比增长 3%，低于预期 3.1%。美联储年内再降息两次的可能增大，利好风险资产。港股后续的表现值得期待。

另外，值得注意的是，本轮牛市的性质为慢牛。因此，我们看好后市的表现，但反攻的幅度和速度可能需要降低一定的预期。指数快速反弹后，可能会再次进入到慢牛的节奏。

基金配置建议：根据我们上述行情研判，我们认为后续市场可能会处于震荡偏上涨的行情，结构性行情仍然会持续涌现。因此从基金配置的角度，我们建议进行均衡偏成长型的 ETF 配置。

风险提示：1) 模型基于历史数据测算，未来存在失效风险；2) 宏观经济不及预期；3) 发生重大预期外的宏观事件。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：唐遥衍)

AI 漫剧爆发在即，重视产业链机遇

供需两旺，漫剧规模高速增长。根据巨量引擎，近半年漫剧累计上线 3000+ 作品，流水规模激增 12 倍；2025M4-M7 漫剧剧目供给量复合增速 83%，供需两旺态势下漫剧赛道规模有望突破 200 亿。巨量引擎与抖音集团短剧版权中心发布《漫剧政策一览》推出三类合作模式，其中：“番茄 IP 授权改编漫剧”合作模式对外开放 6 万余部番茄小说网文原创 IP 供合作方改编；版权中心补贴 IP 改编费作为内容生产扶持金，收益模式为全渠道免付费净收益 90% 分成，助力漫剧行业高质量发展。工具升级，AI 漫剧产能提速。25 年 Sora、即梦和可灵均进

行大幅版本更新，技术拐点已至，物理交互、多模态同步及长时一致性问题均有突破。9月抖音漫剧新增播放量TOP50中，AI漫剧占据22部增势强劲；中文在线计划25年生产300部AI漫剧。25年AI漫剧有望放量。大幅降本，效率指数级提升。漫剧单分钟成本2-5千元；应用AI后进一步降至1-2.5千元。AI已介入剧本、分镜、线稿、动效、配音、剪辑等全流程，部分环节提效50%-80%。《明日周一》10人团队45天完成50集，上线5天抖音播放量破500万验证闭环逻辑。

建议关注：IP与内容生产：中文在线、阅文集团、捷成股份、荣信文化、昆仑万维、海看股份、掌阅科技 内容平台与社区：快手-W 风险提示：模型技术迭代速度不及预期，AI应用商业化落地进程缓慢，政策监管趋严

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖)

推荐个股及其他点评

晶盛机电（300316）：2025年三季报点评：利润环比改善，看好大尺寸碳化硅衬底加速放量

投资要点 光伏行业周期影响前三季度业绩，Q3净利润环比改善。2025年前三季度公司实现营收82.7亿元，同比-42.9%；归母净利润为9.01亿元，同比-69.6%；扣非归母净利润为7.55亿元，同比-74.1%。2025Q3单季营收24.74亿元，同比-42.9%，环比-7.0%；归母净利润为2.62亿元，同比-69.7%，环比+296.5%；扣非归母净利润为2.19亿元，同比-73.4%，环比+473.1%。Q3净利润环比恢复，主要得益于成本控制强化、毛利率提升。Q3盈利能力环比改善。2025Q3单季毛利率为29.21%，同比-3.0pct，环比+8.6pct，销售净利率为9.9%，同比-9.8pct，环比+7.6pct。Q3盈利能力随成本端改善出现显著修复。存货&合同负债同比下滑，现金流同环比转负。截至2025Q3末公司合同负债为29.50亿元，同比-55.2%；存货为83.48亿元，同比-33.5%；经营活动净现金流为3.80亿元，同比-56.8%。Q3单季度经营活动净现金流为-0.67亿元，同环比均转负，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。碳化硅衬底已规划产能合计90万片，12寸衬底打开新应用空间。（1）导电型：目前30万片拉晶产能外，公司新建60万片8寸产能，后续合计产能将达90万片；此外马来也规划了24万片切磨抛年产能。公司8寸衬底先发优势明显，有望充分受益于近期国内外器件厂商产能由6寸转为8寸。（2）半绝缘型：公司半绝缘型12寸衬底试线已通线，AR眼镜、CoWoS中介层等新应用打开放量空间。晶盛半导体设备定位大硅片、先进封装、先进制程、碳化硅，零部件子公司批量供应国内头部客户。（1）大硅片：提供长晶、切片、研磨、抛光整体解决方案。（2）先进封装：除减薄机外还推出了超快紫外激光开槽设备。（3）先进制程：12英寸硅减压外延生长设备顺利实现销售出货。（4）碳化硅设备：开发了6-8英寸碳化硅长晶设备、切片设备、减薄设备、抛光设备及外延设备等；离子注入样机调试阶段；碳化硅氧化炉/激活炉、光学量检测设备已实现批量出货。（5）半导体零部件：子公司晶鸿精密聚焦关键部件制造，具备特种焊接、精密装配及半导体级表面处理能力，产品覆盖超大型真空腔体、主轴、陶瓷盘等，已批量供应国内头部设备&FAB端客户。

盈利预测与投资评级：考虑到公司订单确收节奏，我们维持公司2025-2027年归母净利润预测为10/12/15亿元，对应当前PE为52/42/34倍，但考虑到公司多业务仍具备成长性，维持“买入”评级。风险提示：下游应用拓展不及预期，技术研发不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 李文意)

通润装备 (002150): 2025 三季报点评: 汇兑损失叠加海外项目延迟致 Q3 业绩环降, 全年有望持续高增

投资要点 事件: 公司发布 2025 年三季报 2025Q1-3 实现营业收入 25.90 亿元, 同比+6.14%; 归母净利润 1.37 亿元, 同比+27.26%; 毛利率 29.47%, 同比-2.26pct。2025Q3 单季度公司实现营业收入 8.82 亿元, 同比+5.79%, 环比-2.14%; 归母净利润 0.39 亿元, 同比+29.64%, 环比-50.12%; 毛利率 28.31%, 同比-2.88pct, 环比-4.52pct, 业绩略低于市场预期。电芯供应紧张致海外部分项目确收延迟、出货环比略有下滑。我们估计公司 2025Q3 逆变器出货 2-3GW, 环比略降, 主要系电芯供应导致部分海外项目发货较慢, 我们预计 2025Q4 完成确收, 海外出货占比减少进而也导致 2025Q3 毛利率环比下滑 4.5pct 至 28.3%, 展望 2025Q4, 为传统需求旺季叠加部分项目延至 2025Q4 确收, 我们预计 2025Q4 业绩环比高增。汇率波动导致财务费用环增明显、合同负债大幅提升印证需求旺盛。2025Q3 期间费用 1.82 亿元, 同比-6.67%, 环比+5.85%; 费用率 20.62%, 同比-2.75pct, 环比+1.56pct, 其中财务费用达 0.11 亿元, 财务费率达 1.23%, 环比提升 2.65pct, 主要系汇率波动叠加增加借款采购电芯所致; 经营性净现金流+0.06 亿元, 同比-89.04%; 2025Q3 末存货为 14.66 亿元, 同比+28.31%, 2025Q3 末合同负债达 2.3 亿元, 环比提升 1.7 亿元, 侧面印证公司需求旺盛。盈利预测与投资评级: 考虑传统工具业务出货同比略有下滑, 我们略微下调 2025 年盈利预测, 基本维持 2026-2027 年盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.8/3.9/5.2 亿元(前值为 3.0/3.9/5.2 亿元), 同增 29%/40%/32%, 对应 PE 为 24/17/13 倍, 给予 2026 年 25 倍 PE, 对应目标价 27 元, 维持“买入”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)

东威科技 (688700): 2025 年三季报点评: Q3 业绩高增, 高端 PCB 电镀设备放量贡献业绩

投资要点 高端 PCB 设备放量带动业绩持续高增, Q3 利润释放加速: 2025 年前三季度公司实现营收 7.57 亿元, 同比+30.6%; 实现归母净利润 0.85 亿元, 同比+24.8%; 扣非净利润为 0.82 亿元, 同比+38.1%。Q3 单季营收为 3.14 亿元, 同比+67.2%, 环比+35.2%; 归母净利润为 0.43 亿元, 同比+236.9%, 环比+65.1%; 扣非净利润为 0.41 亿元, 同比+309.0%, 环比+62.0%。公司业绩延续高增态势, 三季度收入与利润增速明显加快, 主要受益于高端 PCB 相关设备需求持续放量, 同时公司高毛利率产品确收增加带动盈利能力快速提升, 盈利弹性充分释放。Q3 盈利能力环比改善: 2025 年前三季度公司毛利率为 34.0%, 同比-4.80pct; 销售净利率为 11.3%, 同比-0.5pct; 期间费用率为 19.7%, 同比-6.2pct, 其中销售费用率为 4.5%, 同比-3.3pct, 管理费用率为 6.7%, 同比-0.9pct, 研发费用率为 8.8%, 同比-2.0pct, 财务费用率为-0.3%, 同比持平。2025Q3 单季毛利率为 36.1%, 同比-3.1pct, 环比+1.1pct, 销售净利率为 13.7%, 同比+6.9pct, 环比+2.7pct。订单与交付延续高景气, 经营性现金流持续改善: 截至 2025Q3 末公司存货为 9.3 亿元, 同比+77.1%; 合同负债为 5.6 亿元, 同比+122.1%; 应收账款为 6.95 亿元, 同比+2.5%; 经营活动净现金流为 0.8 亿元, 同比转正。Q3 单季经营活动净现金流 0.48 亿元, 同比+574.3%, 环比+62.0%。我们判断, 在订单持续增长的带动下, 公司交付节奏加快, 经营性现金流保持改善趋势。PCB 电镀

及新能源电镀设备产品加速突破,持续提升技术实力:(1)PCB 电镀设备:推出水平 TGV 电镀线,可应用于半导体封装领域,为高端 SiP 和高算力芯片封装提供支持;水平镀三合一设备获得客户高度认可并获得海外订单 PVD、TGV、RDL 设备均已交付客户,目前试产顺利推进中。(2)新能源电镀设备:公司是目前全球唯一实现新能源锂电镀膜设备(“水电镀”)规模量产的企业;成功研发大宽幅双边传动卷式水平无接触镀膜线;光伏镀铜设备(铜代银)目前在客户处已进入小批量生产阶段,运行良好;复合铝真空蒸镀设备已送至客户处验证。有望充分受益于 HDI 电镀设备量价齐升:随着算力需求快速攀升,封装技术加速向高端化、低成本化演进,CoWoP 工艺搭配 HDI(高密度互连)成为关键驱动力,对先进电镀设备需求持续提升。公司针对 HDI 领域布局了高价值量的水平电镀设备和 MVCP 设备,有望充分受益于 HDI 电镀设备需求的增长:①水平镀三合一设备:相比垂直电镀,水平电镀在高纵横比通孔和微盲孔领域具有明显优势,更适用于高阶 HDI。②MVCP(移栽式垂直连续电镀)设备:公司 MVCP 电镀线宽/线距最小可达 $8\mu\text{m}$,能够满足 MSAP 工艺的高精度要求,有望加速完成国产替代。③脉冲电镀设备:相比传统的直流电镀,脉冲电镀具备更好的深孔电镀能力和表面均匀性,充分满足高端 HDI 高纵横比微孔填充需求,市场前景广阔。Q3 公司获中国台湾某知名科技企业脉冲 VCP 设备订单,合同金额突破一亿元,该设备将用于 AI 服务器关键部件的高精密电镀制程。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 1.47/1.85/2.24 亿元,对应当前估值约 78/62/51 倍 PE,维持“增持”评级。风险提示:下游投资不及预期,新产品验证及客户导入进展不及预期等。

(证券分析师:周尔双 证券分析师:李文意)

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

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。公司已接获顿罕布什约 3000 台螺杆压缩机订单，预计交付至 2026 年，并积极推进与维谛的磁悬浮方案选型，国内产品已进入浪潮数据中心。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）

道通科技（688208）：2025 年三季报点评：业绩符合预期，“出海+AI”驱动成长

投资要点 事件：公司发布三季报，2025 年前三季度公司实现营收 35.0 亿元，同比+24.7%，扣非归母净利润 7.2 亿元，同比+61.8%；2025Q3 公司实现营收 11.5 亿元，同比+19.6%，环比-8.0%，扣非归母净利润 2.4 亿元，同比+57.5%，环比-12.5%，公司业绩符合市场预期。各产品线齐发力，助力业绩高增。AI+诊断领域，公司持续深化 AI 多模态语音大模型和 AI Agents 应用，具备 AI 特性的数字维修新品获得客户高度认可，TPMS 收入保持高速增长。AI+充电领域，公司持续深化“数智能源充电大模型”以及各系列 AI Agents 的应用，高质量推进能源、交通等多个全球行业顶级客户的项目交付。AI+机器人领域，公司积极寻求与生态伙伴的战略协同与联合创新，并围绕场景化的机器人产品和空地一体整体解决方案的联合研发和推广展开合作。公司持续推进“AI+数智化”战略，重点聚焦 AI Agents 在核心业务场景的落地与组织智能跃升，显著提升运营效率与决策智能水平，业绩有望持续增长。

充电桩海外进展迅速，订单规模有望持续增长。3Q25 公司携手澳大利亚最大零售巨头，在悉尼 Moorebank 配送中心成功部署 MaxiCharger DS480 高功率直流充电系统，打造出总功率达 960 kW 的电动重卡充电枢纽，为澳大利亚功率最高的商用重卡充电场站。美国市场方面，公司在美国多户住宅 L2 充电总市场份额超过 30%，超越特斯拉成为第一。我们认为澳洲、美国等标志性项目落地和全球充电设施投资加码为海外充电桩快速增长缩影，公司充电桩业务有望持续增长。

AI 赋能核心业务，助力提质降本增效。公司与科技巨头生态伙伴全面深入合作，实践“共建、共营、共销”，构建巡检领域的“智能体+平台+垂域模型”空地一体集群智慧解决方案。公司已在杭州、深圳、南京设立 AI 子公司，形成“技术研发—城市验证—政策协同”多地联动格局，强化研发落地与产业协同能力。公司全面推进 AI 驱动经营管理的数智化变革，覆盖研发、营销、供应链、职能等核心业务场景，运营效率不断优化，有望持续提质降本增效。

盈利预测与投资评级：公司三项业务全面铺开，AI 有望对新、老业务全面赋能。我们基本维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润 8.0/9.9/11.9 亿元的预期，2025 年 10 月 27 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 33/26/22 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；竞争加剧；公司产品扩张不及预期；国际局势不确定性。

（证券分析师：张良卫）

良信股份（002706）：2025 年三季报点评：新能源基本盘稳健增长，

AIDC 增长放量未来可期

投资要点 事件：公司 25 年 Q1-3 营收 35.1 亿元，同比+12.2%，归母净利润 3 亿元，同比-2.1%，扣非净利润 2.7 亿元，同比+2.2%，毛利率 30.4%，同比-0.9pct，归母净利率 8.7%，同比-1.3pct；其中 25 年 Q3 营收 11.7 亿元，同比+5.2%，归母净利润 0.6 亿元，同比-21.9%，扣非净利润 0.5 亿元，同比-27.1%，毛利率 28.1%，同比-1.5pct，归母净利率 4.9%，同比-1.7pct。受降价+收入结构变化影响，业绩略低于市场预期。

工程建设滞后交付节奏，网内需求旺盛结构向好。新能源基本盘稳固，AIDC 市场加速推进。1) 新能源业务是公司收入基本盘，我们预计 Q1-3 收入同比保持 25-30% 的稳健增长，其中储能和风电市场增长较好，新能源汽车的直流接触器产品快速增长，光伏市场略有下滑。但由于新能源市场毛利率整体较低+直流接触器等新业务仍在放量初期规模较小，对综合毛利率形成拖累，展望全年，我们预计新能源下游有望保持 20-30% 增长。2) AIDC 市场加速推进，数据中心业务我们预计 Q1-3 收入同比+20-25%，其中运营商和通信电源市场增长较快，积极推进 CSP 客户的技术交流，争取尽快实现国内 CSP 的国产化替代；北美市场开始小批量供货，并以此为支点向海外储能、矿场等客户拓展市场，有望快速实现公司的国际市场的全面突破。

房地产市场今年仍有拖累，集成化产品放量在即。1) 我们预计公司房地产下游市场收入 Q1-3 同比下滑 25-30%，降幅仍较大，并且受下游客户降本诉求的影响，毛利率有所下滑。我们认为当前公司房地产下游收入占比已下降接近 10%，且通过布局智能家居、高端产品等，26 年我们预计房地产市场有望实现收入止跌；2) 公司从元器件向集成化整柜发展，推进在基础设施、智算中心等下游的国产替代，公司 25H1 和汉光电气达成战略合作补全仪器仪表产品空白，提升了整柜自制率水平，打开更大的市场规模。

期间费用控制较好，合同负债大幅增长。公司 25 年 Q1-3 期间费用 7.3 亿元，同比+9%，费用率 20.9%，同比-0.6pct，费用控制良好；25 年 Q1-3 经营性净现金流 3.4 亿元，同+17.4%，现金流水平有所改善；25 年 Q3 末存货 5.4 亿元，同比+18%，合同负债 0.72 亿元，同比+158%。

盈利预测与投资评级：考虑到新能源行业产品降价幅度超预期，我们下修公司 25-27 年归母净利润（括号内为下修幅度）分别为 3.55（-1.54）/5.10（-1.04）/7.14（-1.00）亿元，同比+14%/44%/40%，现价对应 PE 分别为 34x、24x、17x，考虑到公司 AIDC 业务成长性和确定性强，维持“买入”评级。

风险提示：海外 AIDC 市场开拓不及预期，原材料或下游价格波动超预期，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：司鑫尧）

盛新锂能（002240）：2025 年三季报点评：Q3 印尼工厂开始出货，业绩实现扭亏

投资要点 Q3 业绩扭亏。公司 25Q1-3 营收 30.9 亿元，同-11.5%，归母净利润-7.5 亿元，同-63%，毛利率 10.2%，同 7.1pct，归母净利率-24.3%，同-11.1pct；其中 25Q3 营收 14.8 亿元，同环比 61.1%/59.6%，归母净利润 0.9 亿元，同环比+132.3%/+112.9%，毛利率 25.3%，同环比 21.4/34.1pct，归母净利率 6%，同环比 35.9/80pct。

Q3 锂价上涨且印尼工厂开始出货，锂业务实现盈利。我们预计 Q1-3 锂盐出货约 4 万吨，其中 Q3 出货约 1.7 万吨，环增 40%+，主要由于印尼冶炼厂一期 6 万吨产能 Q3 开始出货，我们预计 25 全年锂盐出货 6 万吨+，同比基本持平。盈利端，我们测算 Q3 公司锂产品均价约 8.7 万元，环增近 15%，其中印尼冶炼厂海外销售锂盐价格远高于国内；Q3 资

产减值冲回 1.2 亿，汇兑损失约 0.9 亿，扣除之后锂业务实现 0.6 亿利润，单吨利润约 0.3 万+，随着印尼工厂爬坡满产，且碳酸锂供需格局改善，盈利将逐步好转。

Q3 业隆沟和萨比星稳定满产运行，全年矿端自供率约 50%。萨比星精矿产能 29 万吨，我们预计 25 年产量 20 万吨左右，26 年产量 30 万吨，含税成本约 6.8 万；业隆沟精矿产能 7.5 万吨，我们预计 25 年产量 6-7 万吨，26 年产量近 8 万吨，含税成本约 7 万。总体来看，25 年精矿产量约 26 万吨，折 3.2 万吨 LCE，矿端自供率约 50%，26 年产量有望达 38 万吨，折 4.8 万吨 LCE，自供率维持 50%。木绒矿规划产能 7-8 万吨 LCE，规划 28 年大规模出矿，自供矿成本将大幅下降。

Q3 费用率下降，经营性现金流环比改善。公司 25Q1-3 期间费用率 21.5%，同 5.9pct，其中 Q3 费用率 17.8%，同环比-3.9/-3.7pct。25Q1-3 经营性净现金流 1.1 亿元，同-85.4%，其中 Q3 经营性现金流-0.7 亿元，同环比-118.2%/+61%；25Q1-3 资本开支 7.5 亿元，同-62.1%，其中 Q3 资本开支 1.4 亿元，同环比-78.7%/42.9%；25Q3 末存货 20 亿元，较年初-7.5%。

盈利预测与投资评级：由于 25 年受减值影响，26-27 年锂供需格局改善，我们下调 25 年盈利预测，上调 26-27 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润-6.0/5.5/10.0 亿元（原预期为-1.5/3.6/9.0 亿元），同比+3.5%/+192%/+82%，对应 26-27 年 PE 为 36x/20x，由于公司持有锂矿资源禀赋优异，且海外印尼工厂开始放量，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：胡锦芸）

天奈科技（688116）：2025 年三季报点评：Q3 单壁贡献利润增量，持续高增可期

投资要点 Q3 业绩同环比增速亮眼。公司 25Q1-3 营收 10 亿元，同-3.8%，归母净利润 2 亿元，同 7.4%，毛利率 36.8%，同 1.1pct，归母净利率 19.6%，同 2pct；其中 25Q3 营收 3.5 亿元，同环比-11.8%/8.9%，归母净利润 0.8 亿元，同环比 18.3%/35.4%，毛利率 40.2%，同环比 6.1/3.2pct，归母净利率 22.8%，同环比 5.8/4.5pct。

多壁碳管：Q3 出货环比持平，单吨盈利基本稳定。25Q1-3 多壁管浆料出货 5.3 万吨+，同减 10%，主要由于部分产线调整，减少一代产品订单出货，其中 Q3 出货 1.7 万吨，环比持平。我们预计 25 全年一二三代出货量 7 万吨+，同减约 15%，26 年出货预计同比略增。盈利方面，我们测算 Q3 多壁管单吨扣非利润约 0.3 万，环比略增，后续盈利有望维持稳定。

单壁碳管：Q3 出货环比翻倍，贡献利润增量，26 年维持高增。25Q1-3 单壁浆料（纯单壁+四代）出货约 2600 吨，其中 Q3 出货约 1600 吨，环比翻倍。下游快充、高循环、高能量密度产品对四代浆料的需求高增，价值量占电芯材料成本的 4-5%，已成为重要的电芯材料。公司当前产能 40 吨粉体，年底将扩产至 100 吨粉体（对应 2.5 万吨浆料），Q4 单壁浆料出货有望达 3000-4000 吨，全年出货预计 6000-7000 吨；26H1 粉体产能将达 130-140 吨，26 年单壁浆料出货预计 4 万吨。盈利方面，单壁和四代产品国内仅公司可实现大批量出货，预计单吨利润维持 1 万/吨+，26 年有望贡献 5 亿以上利润。

Q3 费用率环比下降，经营性现金流同环比提升。公司 25Q1-3 期间费用率 16.9%，同 0.9pct，其中 Q3 费用率 17.1%，同环比 2.2/-1.1pct；25Q1-3 经营性净现金流 1.2 亿元，同 65.4%，其中 Q3 经营性现金流 0.9 亿元，同环比 412.1%/18.5%；25Q1-3 资本开支 1.9 亿元，同-34.5%，其中 Q3 资本开支 0.5 亿元，同环比 122.6%/-33.5%；25Q3 末存货 2.2 亿元，较年初 7.6%。

盈利预测与投资评级：考虑 25 年出货略低

于预期，26-27 年单壁放量高增可期，我们下调 25 年盈利预测，上调 26-27 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润 3.0/7.1/10.0 亿元（原预期 3.5/5.6/7.6 亿元），同比增 22%/134%/41%，对应 PE 为 69x/29x/21x，考虑单壁放量弹性大且壁垒高，给予 26 年 40x PE，目标价 78 元，维持“买入”评级。风险提示：需求不及预期，产能建设不及预期，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：胡锦芸）

广汽集团（601238）：2025 年三季报点评：业绩表现略低预期，静待一体化改革效果显现

投资要点 公司公告：广汽集团发布 2025 年三季报业绩，2025Q3 公司营收为 243.2 亿元，同环比分别-15%/+7%，归母净利润为-17.7 亿元，扣非后归母净利润为-18.3 亿元。业绩表现略低预期。

1) 营收层面：公司 Q3 营收环比改善。广汽乘用车/广汽埃安 Q3 批发销量分别为 8.1/7.5 万辆，同比分别-8%/-26%，环比分别+5%/+21%，埃安 UT 销量环增较多；广汽自主 Q3 ASP 为 15.7 万元，同环比分别+4%/-5%。2) 毛利率：公司 Q3 销售毛利率为-2.9%，同环比为-8/+0.5pct，毛利率仍为负值，集团降本工作仍处推进中。3) 投资收益：广汽本田/广汽丰田 Q3 销量分别为 6.1/19.2 万辆，同比分别-39%/+6%，环比分别-1%/+5%。广丰整体经营较稳健。公司 Q3 投资收益总额为 11 亿元，同环比分别+187%/-10%，其中对联合营公司的投资收益为 9.5 亿元，同环比有改善，主要来自广丰贡献。4) 最终公司 Q3 实现归母净利润为-17.7 亿元，自主单车亏损为-1.9 万元（根据（扣非归母净利润-投资收益）/自主销量近似计算），环比减亏。

盈利预测与投资评级：由于行业竞争加剧背景下公司前三季度整体业绩低于我们预期，降本进度仍在推进中，同时考虑华望仍处投入期，我们下调公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期至-42/8/22 亿元（原为-3.6/13/46 亿元），对应 2026/2027 年 PE 为 94/35 倍。考虑公司合资逐步触底，集团改革加速，与华为合作车型计划在 2026 年发布，有望为公司带来销量增量。因此我们仍维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；对外合作进展低预期等。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

九号公司（689009）：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润同比+45.86%，两轮车&滑板车延续高增长趋势

投资要点 事件：2025 年 10 月 24 日，公司发布 2025 年三季度报告。Q3 归母净利润同比+45.86%，两轮车&滑板车延续高增长趋势

2025 年前三季度公司实现营收 183.90 亿元，同比+68.63%；实现归母净利润 17.87 亿元，同比+84.31%，实现扣非归母净利润 17.99 亿元，同比+91.88%。单 Q3 公司实现营业收入 66.48 亿元，同比+56.82%；归母净利润 5.46 亿元，同比+45.86%，扣非归母净利润 4.86 亿元，同比+37.00%。25Q3 营收拆分看：1) 电动两轮车：销量 148.67 万台，收入 44.54 亿元，同比+72%，高增长趋势延续；2) 电动滑板车：自主品牌零售和 ToB 收入为 9.57/2.44 亿元，分别同比+38%/+17%，自主品牌零售销量 41.83 万台，同比+16%，单车 ASP 提升明显；3) 全地形车：销量 0.75 万台，收入 3.3 亿元，同比+27%；4) 配件及其他收入：合计 6.63 亿元（包括割草机）。展望全年，随着渠道持续铺开和新品快速导入，公司电动两轮车有望延续快速放量，叠加滑板车需求旺盛、割草机器人高速增长，公司收入端增长趋势有望延续。

盈利能力持续优化，费控能力表现亮眼 2025 年公司前三季度销售毛利率 29.89%，

同比+0.21pct; 2025 单 Q3 销售毛利率为 28.99%, 同比+0.54pct, 主要系一方面高毛利率的割草机占比提升, 另一方面电动两轮车毛利率持续提升; 费用端来看, 2025 年前三季度公司销售期间费用率 16.59%, 同比-2.43pct; 2025 年前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.9%/5.5%/4.7%/-1.5%, 同比-1.3/0.1/-0.3/-0.9pct, 费控能力优异, 随着后续规模扩大, 公司盈利水平有望进一步提升。两轮车产品&渠道共振带动业绩高增, 新业务实现盈利未来可期 (1) 电动两轮车: 2024 年起国内旧换新政策大幅展开, 刺激电动两轮车替换需求, 2025 年政策影响力持续。同时, 在新国标驱动下, 电动两轮车市场已进入强监管、高质量发展阶段。在行业大趋势下, 品牌竞争逐渐从价格战转化为价值战, 将持续推动电动两轮车产品向高端化、智能化方向发展。公司产品定位中高端, 智能化水平行业领先, 随着公司产品势能的逐步扩张, 门店数量和效能同时提升, 有望迎来产品&渠道共振, 带动业绩规模与盈利能力持续增长。 (2) 新业务: ①Navimow 智能割草机器人欧洲市场开拓顺利, 2024 年成为全球首个拥有 10 万家庭用户的无边界割草机器人品牌, 市场领先地位明显, 2025 年有望贡献业绩增量。②全地形车、E-bike 智能化融合顺利, 欧美市场持续开拓下有望实现盈利。 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 20/26/33 亿元, 当前市值对应 PE 估值为 22/17/14 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 新品推广不及预期, 海外开拓不及预期, 国际贸易摩擦等

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 黄瑞)

龙净环保(600388): 紫金矿业拟现金全额认购龙净环保定增, 持续赋能&成长加速

投资要点 事件: 公司公告 2025 年向特定对象发行 A 股股票预案。紫金矿业现金全额认购龙净环保定增。公司公告 2025 年向特定对象发行 A 股股票预案, 发行股票数量不超过 167,926,112 股, 发行价格 11.91 元/股, 募集资金总额不超过 20 亿元。控股股东紫金矿业以现金方式认购本次发行的全部股票。截至 2025/9/30, 紫金矿业及其全资子公司合计持有公司 317,511,529 股股份, 占公司总股本 25%, 预计本次定增完成后, 紫金矿业及其全资子公司持股比例将从 25%提升至 33.8%。 龙净资金就位, 紫金持续赋能。本次定增募集资金, 扣除发行费用后拟全部用于补充流动资金。紫金矿业控股比例提升的同时, 龙净环保将到位不超过 20 亿元的现金。此次资金就位, 一方面有望优化公司资本结构, 改善公司财务状况。另一方面, 紫金矿业赋能下的绿电、储能、矿山装备等成长板块有望迎来成长的进一步加速。 EPS 摊薄有限, 紫金矿业承诺不减持彰显信心。根据公司测算, 假设本次发行方案在 2026 年 5 月实施完毕, 在 2026 年扣非归母净利润同比 2025 年持平/增长 10%/增长 20%的情形下, 2026 年 EPS 发行后相较于发行前, 摊薄分别约 7.3%/6.7%/7.1%, 摊薄有限, 资金就位后的成长更加值得期待。紫金矿业承诺从本次发行定价基准日至本次发行完成后 6 个月内, 不得以任何形式减持所持有龙净环保的股份。本次认购定增的股份, 发行结束之日起 36 个月内不得转让。 2025 年以来, 绿电/储能贡献明显。1) 绿电板块: 2025 年 1-9 月绿电业务贡献净利润近 1.7 亿元, 规划项目储备充足, 绿电业务成为公司业绩增长的重要引擎; 2) 储能板块: 公司与亿纬锂能深度合作, 紧抓市场机遇, 储能电芯呈现满产满销的积极态势。公司现有储能电芯产能约 8.5GWh, 2025 年 1-9 月累计交付电芯 5.9GWh (95%以上外销), 生产良率达到行业头部水平。紫金赋能下, 新能源两大板块成长性加速体现。 环保板块稳健, 订单充沛&确收加速。2025 年

前三季度公司新增环保设备工程合同 76.26 亿元（电力占 61.51%，非电占 38.49%），同比增长 1.1%，第三季度新增环保设备工程合同 22.56 亿元，单季度同比增长 12%。截至 20250930，公司在手订单 197 亿，较 20250630 下降 3 亿，较 2024 年底增加 10 亿，在手订单充足，扭转 250630 上行趋势，收入确认加速。盈利预测与投资评级：紫金矿业现金全额认购定增，持股比例提升。龙净环保资金就位，紫金矿业持续赋能，成长性有望加速体现。我们维持 25-27 年归母净利润预测 12.3/15.3/17.5 亿元，25-27 年 PE 16.3/13.2/11.5x（2025/10/27），维持“买入”评级。风险提示：紫金矿业矿山扩产进度不及预期，市场竞争加剧等

（证券分析师：袁理 证券分析师：曾朵红 证券分析师：任逸轩）

豪迈科技（002595）：2025 年三季报点评：业绩持续增长，数控机床打开新成长空间

投资要点 业绩持续高增，三大业务齐头并进 2025 年前三季度公司实现营收 80.76 亿元，同比+26.89%，实现归母净利润 17.88 亿元，同比+26.21%，实现扣非归母净利润 17.23 亿元，同比+27.83%。公司业绩保持高速增长，主要得益于轮胎模具、大型零部件、数控机床三大核心业务的良好发展态势。单季度来看，公司 Q3 实现营收 28.11 亿元，同比+26.21%，实现归母净利润 5.92 亿元，同比+29.49%，实现扣非归母净利润 5.62 亿元，同比+27.86%。盈利能力维持稳定，期间费用率小幅下滑 2025 年前三季度公司毛利率为 33.99%，同比-0.95pct；销售净利率为 22.15%，同比-0.14pct。期间费用方面，2025 年前三季度公司期间费用率为 8.18%，同比-1.44pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.78%/2.62%/5.65%/-0.87%，同比分别-0.53pct/-0.20pct/+0.48pct/-1.18pct。公司持续加大研发投入，25 年前三季度研发费用同比增长 38.57%；财务费用大幅减少主要系汇率变动带来的汇兑收益增多所致。大型零部件需求旺盛，数控机床打开新成长空间 1）轮胎模具业务：作为公司基本盘，业务保持稳健。中国轮胎企业海外投资建厂的趋势在短暂放缓后已出现明显恢复迹象，为公司模具业务带来持续需求。同时，公司泰国、墨西哥工厂积极扩产，以更好地服务全球客户。2）大型零部件机械产品：受益于全球 AI 算力中心建设带来的电力需求激增，燃气轮机市场景气度持续高涨。公司作为 GE、西门子等国际巨头的核心供应商，燃气轮机零部件业务在手订单饱满，产线满负荷运转。公司 6.5 万吨高端铸造产能在 2025 年中已逐步投产，并已备案新增 7 万吨通用铸造产能，为未来增长提供保障。3）数控机床业务：作为公司第三成长曲线，业务进入高速发展期。2025 年上半年该业务收入同比大增 145%，其中五轴机床为主要产品。公司第三厂区厂房已建成，预计年底前部分投入使用，将缓解装配环节的产能瓶颈。公司通过直销与经销结合的模式，在汽车、精密模具、3C 等多个下游领域不断开拓，客户复购情况良好，市场认可度逐步提升。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 25.13/30.48/36.34 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 18/15/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：轮胎模具需求不及预期、研发进度不及预期、宏观经济风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天 研究助理：陶泽）

创世纪（300083）：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润同比+164%，3C 行业复苏驱动业绩高增

投资要点 受益 3C 行业复苏，Q3 归母净利润高增 164% 2025 年前三季度公司实现营业收入 38.26 亿元，同比+16.80%；实现归母净

利润 3.48 亿元，同比+72.56%；实现扣非归母净利润 3.41 亿元，同比+106.81%，公司业绩高增主要系 3C 行业复苏，公司拳头产品钻攻机销量大增。

单 Q3，公司实现营收 13.84 亿元，同比+14.00%；归母净利润 1.15 亿元，同比+164.38%，扣非归母净利润 1.23 亿元，同比+196.21%。

盈利能力提升，费用管控成效显著 2025 年前三季度公司销售毛利率为 25.33%，同比+2.17pct；其中单 Q3，销售毛利率为 25.80%，同比+2.30pct。我们判断主要系公司毛利率较高的拳头产品钻攻机需求旺盛，收入占比提升。

2025 年前三季度公司销售净利率为 9.31%，同比+2.86pct，其中单 Q3，销售净利率为 8.51%，同比+4.70pct。

期间费用方面，2025 年前三季度公司期间费用率为 11.79%，同比-1.43pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.77%/5.43%/0.24%/3.09%，同比-1.2pct/+0.5pct/-0.8pct/+0.6pct，公司费用管控能力显著提升。

3C 板块复苏带动钻攻机需求，持续开拓机器人&低空等新兴领域

1) 钻攻机国产龙头，有望充分受益于 3C 行业需求复苏：2024 年下半年以来 3C 行业开始复苏，公司拳头产品钻攻机出货快速增长。未来随着钛合金&AI 在手机行业的普及运用，有望带动机器人行业技术创新，钻攻机作为核心制造设备有望充分受益。

2) 持续投入研发，开拓机器人&低空等新领域。2025 前三季度，公司研发投入 1.03 亿元，同比+41.25%，持续加大对各产品系列整机、核心功能部件、数控系统二次应用等开发投入力度，此外针对人工智能、机器人、低空等新兴领域，推出多款定制化机型。

盈利预测与投资评级：考虑到 3C 行业需求复苏&新领域进展，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 5.17/6.44 /8.08 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 31/25/20 倍，维持“增持”评级。

风险提示：消费电子行业需求不及预期、制造业复苏不及预期、宏观经济波动风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天 研究助理：陶泽）

方盛制药（603998）：2025 三季报点评：盈利能力持续上升，核心业务稳健发展

投资要点 事件：2025Q3，公司实现营收 4.2 亿元（-4.3%，同比，下同），归母净利润 9904 万元（+8.5%），扣非归母净利 7120 万元（+36.37%），单季度利润及扣非利润均创历史最好水平。收入下降主要系：1) 部分药品集采及价格联动，价格有所降低，但核心产品销量稳步增长；2) 本期筱熊猫药业、锐新医药不再纳入合并范围；3) 呼吸品类产品收入下降。考虑到 24Q3 公司存在较大额度非经，公司单 Q3 扣非超我们预期。

心脑血管保持快速增长，玄七健骨片加速放量。分行业来看，2025 年 Q1-Q3，公司工业收入实现 11.6 亿元（-6.8%），主要系部分产品集采及价格联动影响。具体来看，心脑血管收入 4.3 亿元（+13.8%），毛利率提升至 82.7%（+1.1pct），主要系依折麦布片、血塞通片等产品销售增长较好；呼吸系统用药实现收入 7394 万元（-59.6%），主要系季节性、疾病图谱变化等。骨骼肌肉系统用药为 3.0 亿元，营收略有下滑，藤黄健骨片已全面执行集采，产品单价降幅较大，但覆盖数量持续提升，销售量同比增长。公司核心业务表现强劲，单季度收入降幅明显收窄。

盈利能力持续提升，整体收入结构更趋优化。2025 年，公司低效商业资产剥离，整体经营质量显著改善，此外，核心产品销量的稳步增长，规模效益叠加精细化成本管控带来的采购成本及费用优化，有效夯实了毛利空间。单 Q3 净利率达到 23.6%，创历史最好水平。我们认为，公司当前已展现出不俗的经营韧性。此外，公司已与中国药科大学与中国医学科学院药物研究所签署相关协议，受让化药 1 类创新药物 IMM-H024 原料药及制剂

项目的专利权，并推进专利候选药物的研发，有望逐步建立和强化公司的创新药管线布局，持续丰富产品矩阵，为后续发展奠定更加坚实的基础。

盈利预测与投资评级：我们维持预计 2025-2027 年归母净利润为 3.09/3.77/4.50 亿元，对应 PE 估值为 17/14/12X。维持“买入”评级。

风险提示：行业政策风险，市场竞争加剧风险，研发不及预期风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：向潇）

秦川机床（000837）：2025 三季报点评：营收稳步增长，政府补助减少拖累利润水平

投资要点 2025Q3 公司主业持续修复，受政府补助减少影响盈利承压

公司 2025 年前三季度实现营收 31.21 亿元，同比+8.14%，主要系机床行业回暖影响，公司主业持续修复；实现归母净利润 0.48 亿元，同比-15.33%；扣非归母净利润亏损 0.01 亿元，亏幅同比收窄，公司归母净利润同比下滑主要系政府补助减少，扣非归母净利润从 2024 前三季度的-0.16 亿元收窄至-0.01 亿元，证实公司经营正在改善。单三季度看，公司 2025Q3 实现营收 10.09 亿元，同比+16.73%；归母净利润 0.03 亿元，同比-74.52%，扣非归母净利润亏损 0.09 亿元，亏幅相比 2024Q3 的-0.23 亿元同比收窄。

费用管控整体有效，季报分红注重股东回报 2025 年前三季度公司毛利率为 17.18%，同比+0.6pct；销售净利率为 2.12%，同比-0.8pct，主要系非经常性损益减少影响。

期间费用方面，2025 年前三季度公司期间费用率为 16.5%，同比-0.04pct。其中销售/财务/管理/研发费用率分别为 3.2%/0.1%/7.9%/5.3%，同比分别-0.55pct/-0.16pct/+0.51pct/+0.15pct。公司高度注重股东回报，拟以总股本 10.20 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 0.30 元（含税），合计派发现金股利 3060 万元（含税）；反映了公司当前现金流稳健，并传达了管理层对公司稳定经营的信心。

研发投入持续增加，坚持创新驱动高质量发展 2025 年前三季度，公司持续加大研发投入，研发费用达 1.66 亿元，同比增加 19.68%，体现了公司坚定推进创新驱动发展的决心。2025 年上半年，在国家级项目、核心技术突破及产品创新上均取得显著成效，为持续发展注入强劲动力。①国家级项目顺利推进：成功牵头申报 2 项、参与 20 余项工业母机国家科技重大专项项目。②核心技术持续突破：蜗杆砂轮磨齿机 YKZ7250 制造成熟度达 8 级；工业机器人关节减速器部分型号在保持高精度输出情况下平均额定寿命突破 1 万个小时，通过 CR 认证并获权威奖项；③专利申请与授权量质齐升：知识产权申请专利 52 件（其中发明专利 24 件），授权专利 18 件（其中发明专利 5 件）。

盈利预测与投资评级：由于当前机床行业阶段性承压，我们下调 2025-2026 年公司归母净利润预期至 0.72（原值 1.37）/0.92（原值 1.80）亿元，维持 2027 年归母净利润为 1.08 亿元，当前市值对应 PE 估值水平分别为 189/148/126 倍，考虑到公司在机床行业内的龙头地位，维持公司“增持”评级。

风险提示：制造业复苏不及预期，机床需求不及预期，宏观经济波动风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天 研究助理：陶泽）

华新水泥（600801）：2025 年三季报点评：海外增长动能加速释放

投资要点 事件：公司披露 2025 年三季报，前三季度实现营业收入/归母净利润 250.33 亿元/20.04 亿元，同比+1.3%/+76.0%，单三季度实现营业收入/归母净利润 89.86 亿元/9.00 亿元，同比+6.0%/+120.7%。公司前三季度拟派发现金红利 0.34 元（含税）。

Q3 盈利环比逆势增长，预计主要得益于尼日利亚公司并表和海外现有工厂盈利维持。（1）2025Q3 营收同比+6.0%，主要得益于海外水泥量价上升对冲

国内量价的下跌，以及尼日利亚公司（8月29日完成交割）、巴西骨料公司并表的贡献；（2）2025Q3实现毛利率30.5%，同比提升5.8pct，主要得益于高毛利的海外水泥销量占比提升，海外水泥吨毛利受益于中亚等区域价格上涨、部分生产线技改提产完成，预计同比也有提升。Q3毛利率环比-0.7pct，基本保持平稳，海外市场的良好表现对冲了国内景气的回落。预计Q4在尼日利亚工厂并表的贡献下，盈利有望继续保持高速增长。财务费用率同比明显压缩，净利率保持良好水平。（1）2025Q3期间费用率为12.7%，同比-1.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率4.7%/6.2%/0.4%/1.4%，同比分别-0.1/+0.8/-0.2/-2.2pct，其中财务费用率明显下降主要因去年同期汇兑损失较多，而Q3坦桑尼亚先令、尼泊尔卢比、美元等汇率风险敞口较大的币种币值较为稳定；（2）2025Q3销售净利率/归母净利率分别为12.3%/10.0%，同比上升5.7/5.2pct，环比2025Q2上升0.4/0.2pct，在去年低基数下提升明显。资本开支力度继续收缩，并购现金支付导致负债率有所上升。（1）前三季度公司实现经营活动净现金流32.27亿元，同比-4.6%；（2）前三季度公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为18.25亿元，同比-7.7%，资本开支力度继续收缩；（3）截至三季度末公司资产负债率53.2%，环比2025年中报提升2.6pct，主要是并购对应的长期借款余额增长所致，Q3取得子公司及其他营业单位支付的现金为44.63亿元。海外布局不断完善、业务版图持续扩大，进入收获期。截至2025年中报公司海外水泥粉磨产能达到2470万吨/年，加之尼日利亚产能1060万吨/年水泥项目已于Q3交割，公司三季度末水泥产能将超过3530万吨/年，较2024年末增长57%。公司坚定推进“海外多业务发展、建设全球领先的跨国建材企业”的战略，在并购技改提产驱动下海外产能、盈利有望持续增长。盈利预测与投资评级：海外领先布局、并购持续落地彰显公司领先的国际化布局、经营能力。随着海外并购技改提产持续推进，产能规模持续壮大，国内水泥行业反内卷强化，公司一体化及绿色低碳战略强化竞争力，支撑中长期发展动能。基于海外盈利表现超预期，我们上调2025-2027年归母净利润预测至30.6/37.0/41.1亿元（前值为28.8/32.2/35.6亿元），对应市盈率14/12/10倍，维持“增持”评级。风险提示：国内水泥需求超预期下行；非水泥+海外业务扩张不及预期；市场竞争加剧的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源）

长城汽车（601633）：2025年三季报点评：业绩受报废税返还确认节奏干扰，新品周期仍强势

投资要点 公告要点：2025Q3公司实现营收612亿元，同环比+21%/+17%；实现归母净利润23亿元，同环比-31%/-50%；实现扣非后归母净利润18.9亿元，同环比分别-30%/-10%。Q3业绩受俄罗斯市场报废税返还确认节奏影响。1）营收层面：出口/魏牌销量占比环比提升，销量/ASP环比均改善。公司Q3批发销量合计35.4万辆，同环比分别+20%/+13%。销量结构上，高山系列热销下Q3魏牌销量占比环比+1pct。出口方面，公司Q3共出口14万辆，同环比分别+11%/+28%，主要为哈弗品牌出口量同环比提升。高山系列热销+出口占比环比提升对冲坦克销量同环比下滑影响，公司Q3ASP环比改善4%至17.3万元。2）毛利率：Q3公司毛利率为18.4%，同环比分别-2.4/-0.4pct，环比下滑主要原因为①高毛利车型坦克Q3销量同环比下滑；②哈弗/皮卡Q3提高对经销商返利。3）费用率：Q2公司销管研发费用率分别为4.8%/1.6%/3.9%，同比分别-0.04/-0.3/-0.1pct，环比分别-0.5/-0.2/-0.5pct。汇兑方面Q3由于人民币升值带来汇兑损失。4）俄

罗斯报废税返还：因两款车本地化调试需补充数据，Q3 未收到补贴税返还。5) 最终公司 Q3 实现归母净利润 23 亿元，单车净利 0.6 万元。公司新车周期强势，技术底座储备完善。智能座舱方面，公司依托 Coffee OS 3 智能座舱系统构建全场景智能出行生态，目前已搭载至蓝山、高山、二代哈弗枭龙 MAX、全新坦克 500、2025 款欧拉好猫等多款战略车型。辅助驾驶方面，Coffee Pilot Ultra 车位到车位功能 8 月正式 OTA 上车，并在坦克 500 改款等新车上搭载；CP Plus 也首搭二代枭龙 MAX 正式上车，让更多用户感受辅助驾驶带来的舒适性、便捷性。电动化方面，2025 年 5 月正式发布了为旗舰豪华而生的下一代全新全动力智能超级平台，兼容插电、混动、纯电、氢能混动和燃油五大动力形式的超级平台，将应用于公司旗下不同品牌的车型中。盈利预测与投资评级：考虑市场竞争加剧，我们下修公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期为 119/174/221 亿元（原为 140/190/226 亿元），对应 PE 为 17/11/9 倍。由于魏牌/欧拉有望在 2026 年迎来较强新品周期，坦克泛越野版本陆续上市拓展目标人群，我们仍维持“买入”评级。风险提示：海外市场需求低于预期；国内乘用车价格竞争超预期；汇率波动风险；海外市场政策变化风险。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

当升科技（300073）：2025 年三季报点评：三元受益于欧洲电动化新周期，铁锂盈利大幅改善

投资要点 Q3 业绩符合预期。公司 25Q1-3 营收 74 亿元，同+33.9%，归母净利润 5 亿元，同+8.3%，毛利率 12.8%，同-0.4pct，归母净利率 6.8%，同-1.6pct；其中 25Q3 营收 29.7 亿元，同环比+49.5%/+17.5%，归母净利润 1.9 亿元，同环比+8%/-4.4%，毛利率 12%，同环比+0.6/-3pct，归母净利率 6.5%，同环比-2.5/-1.5pct。三元：充分受益于欧洲电动化新周期，盈利水平将稳步提升。出货端，25Q1-3 正极材料出货约 11 万吨，同增 70%+，其中 Q3 正极出货 4 万吨，环增 14%。三元正极 25Q1-3 出货约 4 万吨，同增 30%+，其中 Q3 出货约 1.5 万吨，环比略增。根据 LGES、SK On 长期供货协议，我们预计 25 年公司三元正极出货近 6 万吨，同增 40-50%，26 年有望同增 30-40%。盈利端，我们测算 Q3 三元正极单吨利润 1 万元+，环比略降，主要由于国际客户占比略有下降；随着 LGES 放量，国际客户占比保持增长态势，我们预计盈利水平稳步提升。铁锂：25Q3 出货环增 10%+，单吨净利大幅提升至 600-700 元。出货端，25Q1-3 铁锂正极出货约 6.3 万吨，同比翻倍以上增长，其中 Q3 出货近 2.3 万吨，环增 10%+。公司现有 4 万吨自有产能+7-8 万吨代工厂产能，攀枝花首期二阶段 8 万吨 25 年内投产，我们预计 25 年铁锂出货近 10 万吨，同增约 70%，26 年有望同增 60-70%。盈利端，我们测算 25Q3 铁锂单吨净利约 600-700 元，环比扭亏，随着锂价反弹且自有产能投产，我们预计铁锂盈利趋势向好。全固态电池专用正极材料率先出货，固态电解质进展领先。公司固态锂电材料持续放量，其中硫化物全固态电池专用正极材料率先实现十吨级出货，双相复合正极材料已导入清陶、卫蓝、辉能等多家客户。硫化物电解质方面，公司已建成 10 吨级小试线并正常运行，26 年计划建成千吨级产线，将实现百吨级出货。Q3 汇兑损失影响财务费用率，现金流环比提升明显。公司 25Q1-3 期间费用率 6.6%，同-0.4pct，其中 Q3 费用率 6.4%，同环比-0.8/+0.1pct；Q3 汇兑损失 0.17 亿元，公允价值变动收益 0.26 亿元。25Q1-3 经营性净现金流 7.3 亿元，同-36.7%，其中 Q3 经营性现金流 3.4 亿元，同环比-50.9%/1069%；25Q1-3 资本开支 11 亿元，同 71%，其中 Q3 资本开支 4.9 亿元，同环比 135.9%/-1.5%；25Q3 末存货 16 亿元，较年初

51.1%。盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 8.0/10.5/13.7 亿元，同比+70%/+31%/+30%，对应 PE 为 46x/35x/27x，考虑公司固态技术领先，可给予估值溢价，给予 26 年 50x PE，目标价 97 元，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：胡锦芸）

苏试试验（300416）：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润同比-9%，新产能释放、信用减值影响盈利

投资要点 Q3 营业收入同比+11%，各板块平稳增长 2025 年前三季度实现营业收入 15.3 亿元，同比增长 9%，归母净利润 1.6 亿元，同比增长 7%，扣非归母净利润 1.5 亿元。同比增长 14%。单 Q3 公司实现营业收入 5.4 亿元，同比增长 11%，归母净利润 0.40 亿元，同比下降 9%，扣非归母净利润 0.35 亿元，同比下降 4%，非经常性损益主要为政府补助。公司利润增速低于市场预期，主要系设备板块、环试服务民品板块竞争加剧，信用减值计提同比增长（同比增长约 800 万）和新产能折旧增加。展望后续，随公司增强对应收账款的管理、高毛利率的新品如真空罐设备等兑现、产能利用率提升，利润增速有望修复。毛利率阶段性承压，费用率稳中有降 2025 年单 Q3 公司实现销售毛利率 38.7%，同比下降 3.4pct，销售净利率 8.2%，同比下降 2.2pct，受环试设备、新能源/汽车环试服务下游竞争加剧，新产能折旧与订单兑现错配等影响，盈利能力有所下滑。单 Q3 公司期间费用率 27.6%，同比下降 3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.2%/10.5%/8.7%/1.8%，同比分别变动-1.0/-2.8/+0.6/+0.2pct，销售、管理费用控制良好，绝对额、费用率均下降。卡位高壁垒、成长性赛道，看好公司发展前景

我们看好公司作为环境与可靠性试验龙头的发展前景：（1）根据市场监管总局数据，2023 年我国检验检测行业全年实现营业收入约 4700 亿元，同比增长超 9%，市场空间广阔。（2）公司卡位高壁垒检测赛道，下游覆盖特殊行业、半导体、新能源汽车三大板块，同时积极拓展 5G 等高端领域，打造新增长引擎。未来随特殊行业需求修复，芯片国产化及分工专业化，检测需求将持续提升，公司前期扩产的苏州、西安、青岛、成都等实验室和宜特释放产能，成长空间、利润弹性可期。

盈利预测与投资评级：考虑到公司产能扩张节奏与特殊行业回款，出于谨慎性考虑，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.5（原值 2.8）/3.3（原值 3.5）/4.3（维持）亿元，当前市值对应 PE 分别为 34/25/20X，维持“增持”评级。

风险提示：竞争格局恶化、下游需求释放节奏不及预期等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

厦钨新能（688778）：2025 年三季报点评：Q3 钴酸锂量利双升，业绩略超预期

投资要点 业绩略超预期。公司 25Q1-3 营收 130.6 亿元，同+29.8%，归母净利润 5.5 亿元，同+41.5%，毛利率 10%，同+0.3pct，归母净利率 4.2%，同+0.5pct；其中 25Q3 营收 55.3 亿元，同环比+50%/+21%，归母净利润 2.5 亿元，同环比+64%/+29%，毛利率 10%，同环比+0.1/-0.3pct，归母净利率 4.4%，同环比+0.9/+0.3pct。Q3 钴酸锂量利双升，有望持续贡献利润增量。25Q1-3 钴酸锂销量 4.69 万吨，同增 45%，其中 25Q3 钴酸锂销量 1.8 万吨，环增 6%左右，充分受益于国家换机补贴政策和 3C 消费设备 AI 功能带电量提升带来的需求增长，我们预计 25 年出货 6.5 万吨+，同比增长 40%+。盈利端，我们测算 25Q3 单吨净利 1 万/吨以上，环比增长 10%+。NL 结构正极

25 年推进电池定型，率先用于消费领域，26 年有望放量，进一步提升盈利能力。Q3 三元盈利稳定，铁锂微亏，Q4 有望扭亏。25Q1-3 公司动力电池正极材料（三元、铁锂）实现销量 5.3 万吨，同比增长 36%。三元方面，我们预计 25Q1-3 销量 4 万吨+，其中 Q3 销量约 1.5 万吨，环增 20%；25 全年三元销量有望达 5.5-6 万吨，同增近 10%。盈利端，我们测算 25Q3 三元单吨扣非利润约 0.2 万，环比持平。铁锂方面，我们预计 25Q1-3 销量 1.2 万吨+，其中 Q3 销量 0.6 万吨+，环增 30%+。盈利端，25Q3 铁锂预计微亏，随着产销规模提升且工艺改进降本，Q4 起有望扭亏。固态方面公司硫化锂进展领先。公司采用气相法将活性锂化合物与含硫化合物反应，在高温反应器中沉积高纯度硫化锂。依托集团金属冶炼技术和腐蚀材料开发，公司从设备开发到生产工艺，一体化布局，产品已对接日韩客户及国内头部电池企业，预计 25 年底具备 10 吨产能，26 年落地百吨级产线。Q3 经营性现金流下滑，存货较年初增加明显。公司 25Q1-3 期间费用率 4.5%，同-0.6pct，其中 Q3 费用率 4%，同环比-0.8/-0.6pct；25Q1-3 经营性净现金流 9 亿元，同-29.5%，其中 Q3 经营性现金流 2.5 亿元，同环比-24.4%/-33.5%；25Q1-3 资本开支 4.9 亿元，同-35.6%，其中 Q3 资本开支 1.9 亿元，同环比-25%/+40.5%；25Q3 末存货 45.7 亿元，较年初+84.6%。盈利预测与投资评级：由于钴酸锂量利双升，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 8.3/11.1/13.3 亿元（原预期 8.1/9.3/11.2 亿元），同比 +69%/+33%/+20%，对应 PE 分别为 47/35/29 倍。考虑公司主业增长明确，且卡位固态电池核心材料硫化锂，维持“买入”评级。风险提示：新材料进展不及预期，电动车销量不及预期，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：胡锦芸）

青木科技（301110）：2025 年三季报点评：AI 赋能代运营主业，自有品牌持续高增

投资要点 公司发布 2025 年三季报：25Q1-Q3 公司实现营收 10.2 亿元，同比+26.3%，实现归母净利 7962 万元，同比+10.2%，实现扣非归母净利 7468 万元，同比+19.5%。单拆 Q3，公司实现营收 3.5 亿元，同比+33.7%，归母净利 2796 万元，同比+439.7%，扣非归母净利 2615 万元，同比+1217.3%。25Q3 销售净利率同比+5.6pct，盈利能力大幅提升：①毛利率：25Q1-Q3 为 56.3%，同比+5.3pct；25Q3 毛利率为 55.0%，同比+5.0pct。②期间费用率：25Q1-Q3 为 48.3%，同比+4.8pct，其中销售/管理/研发费用率分别为 31.8%/13.3%/3.0%，同比分别+6.2pct/-0.6pct/-1.4pct；25Q3 期间费用率为 49.4%，同比-0.7pct，其中销售/管理/研发费用率分别为 33.1%/13.2%/2.8%，同比分别+2.0pct/-1.9pct/-1.3pct。③销售净利率：25Q1-Q3 为 7.3%，同比-1.2pct；25Q3 销售净利率为 7.5%，同比+5.6pct，得益于代运营服务等业务规模效应，降本增效显著，盈利能力大幅提升。品牌孵化与管理业务持续高增：公司品牌孵化管理业务主要由西班牙女性私护健康品牌 Cumlaude Lab 珂蔓朵和意大利自然膳食营养品牌 Zuccari 意卡莉带动增长。2025 年 3 月，公司与欧洲知名药企 Dermofarm 正式签署战略合作协议，共同开拓中国大健康市场。Dermofarm 旗下拥有多个享誉欧洲的皮肤健康品牌，包括女性私护品牌珂蔓朵、护肤品牌 Sensilis 等，产品线涵盖皮肤护理、皮肤治疗等多个领域。公司此前助力珂蔓朵及意卡莉实现高速增长的成功经验，为此次战略合作奠定了坚实基础，品牌孵化与管理业务有望进一步增长。电商代运营业务协同发力：公司电商代运营服务包括传统电商代运营服务和电商直播服务，

为品牌商在天猫、抖音、京东等电商平台提供全链条或核心环节的代运营服务，直播基地覆盖上海、广州和杭州三座城市，三地直播运营核心优势深度整合联动，其中，上海直播团队深耕中高端服饰赛道；广州直播团队主要运营运动户外、黄金珠宝、个护保健等高潜品类；杭州直播团队关注主播孵化与精准流量运营。公司大力推进 AI 技术，自主研发了青木啄木鸟等技术工具，持续提升数字化服务水平。盈利预测与投资评级：青木科技布局多元电商服务业态，代运营纵向守住大服饰品牌头部地位、加深优质品牌合作，横向布局潮玩行业，挖掘代运营品类盈利新增量。同时品牌孵化业务卡位大健康及宠物食品小而美赛道，高增可期。考虑到公司品牌孵化业务爬坡较好，电商代运营业务协同发力，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测由 1.1/1.5/2.2 亿元至 1.2/1.9/2.6 亿元，同比分别+31%/+57%/+40%，对应最新收盘价 PE 为 56/36/26X，维持“增持”评级。风险提示：品牌商合作风险、宏观经济环境波动风险、行业竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越）

伟明环保（603568）：2025 年三季报点评：设备订单持续高增，新材料业务贡献加速

投资要点 事件：2025Q1-3 公司实现营业收入 58.80 亿元，同降 2.74%；归母净利润 21.35 亿元，同增 1.14%；扣非归母净利润 20.74 亿元，同增 2.03%。2025Q1-3 公司业绩平稳增长，利润率上行，自由现金流大幅转正。25Q1-3，公司环保运营稳健增长，装备订单充裕，新材料业绩逐步加速，销售毛利率 49.57%，同比+1.93pct，销售净利率 38.06%，同比+2.08pct。2025Q1-3 公司经营性现金流净额 22.96 亿元，同比+26.15%，净现比 1.03（上年同期为 0.84），购建固定无形资产支付的现金 15.90 亿元，同比-19.88%，简易自由现金流 7.07 亿元（上年同期为-1.64 亿元）。2025Q3 单季度公司营收 19.76 亿元，同比+2.28%，环比+4.35%，归母净利润 7.10 亿元，同比+3.23%，环比+0.21%，销售毛利率 50.61%，同比-1.03pct，环比-0.65pct，销售净利率 38.69%，同比+1.66pct，环比+0.17pct。垃圾焚烧及协同业务稳健增长，昆山项目投产在即。2025Q3 昆山再生资源项目一炉一机投入试运行，截至 2025Q3 末公司投资控股的生活垃圾焚烧处理投运项目 56 个，投资控股的餐厨垃圾处理投运项目 20 个。2025Q1-3 垃圾入库量 1,055.26 万吨，同比+7.50%，其中生活垃圾入库量 1,006.14 万吨，同比+7.97%，发电量 34.36 亿度，同比+5.26%，上网电量 28.16 亿度，同比+5.11%，吨发 342 度/吨，同比-2.51%，吨上网 280 度/吨，同比-2.66%。2025Q1-3 各垃圾焚烧项目累计收到国补电费资金 1.68 亿元，累计销售绿证 34.25 万张。25Q1-3 设备订单同增 66%，持续推进产品技术创新。2025Q1-3 公司及下属装备制造公司新增设备订单总额约 44.70 亿元，同比+66.29%。装备集团持续推进产品技术创新，顺利完成破拱卸灰阀、叠螺机、小苏打研磨机等新装备的研发试制与性能验证；同时智能产品研发不断取得突破，成功实现吊车机器人自动抓料、投料和智能翻料功能的调试。2025Q3 高冰镍项目实现盈利，伟明盛青业绩贡献加速，与邦普签署前驱体合作协议。公司下属嘉曼公司和伟明盛青公司三季度均实现盈利。嘉曼公司年产 2 万金吨富氧侧吹生产线已投入试生产，于 25 年 7 月取得经营销售许可，2025Q3 实现营收 3.26 亿元；伟明盛青公司 2025Q1-3 实现营业收入 10.45 亿元，其中 2025H1 实现营收 3.85 亿元，2025Q3 单季度营收 6.60 亿元（伟明盛青未并表，盈利计入投资收益），2025Q1-3 公司对联营和合营企业的投资收益为 0.63 亿元（2024Q1-3 为 0.02 亿元），其中 2025Q3 单季度为 0.42 亿元。伟明盛青与广东邦普循环科技有限公

司签署合作框架协议，计划定向销售指定型号三元正极材料前驱体（镍钴锰氢氧化物），合作产量为每年 2.4~4.8 万吨，合作期限三年。盈利预测与投资评级：固废运营稳健增长，装备品类扩张&订单高增，新材料产线陆续投产带来业绩增量。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 30.03/35.74/40.29 亿元，对应 12/10/9 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：项目进展不及预期，政策风险，行业竞争加剧。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

东方电缆（603606）：2025 年三季报点评：广东项目进入密集交付期，存货规模进一步上量

投资要点 事件：公司 25 年 Q1-3 营收 75 亿元，同比+11.9%，归母净利润 9.1 亿元，同比-1.9%，扣非净利润 9 亿元，同比+6.5%；毛利率 20%，同比-2.1pct，归母净利率 12.2%，同比-1.7pct。单 Q3 来看，25Q3 营收 30.7 亿元，同环比+16.5%/+34.2%，归母净利润 4.4 亿元，同环比+53.1%/+129.6%，扣非净利润 4.4 亿元，同环比+79.5%/+134.2%；毛利率 22.6%，同环比+0.9/+6.3pct，归母净利率 14.4%，同环比+3.4/+6pct。

业务拆分：①海底电缆与高压电缆：25Q1-3 营收 35.5 亿元，其中 Q3 营收 15.9 亿元；②电力工程与装备线缆：25Q1-3 营收 35.4 亿元，其中 Q3 营收 13.4 亿元；③海洋装备与工程运维：25Q1-3 营收 3.5 亿元，其中 Q3 营收 0.1 亿元。Q3 起广东青洲五七、帆石一二项目陆续开始交付，海缆确收环比大幅提升。截至 2025 年 10 月 23 日，公司在手订单约 195.5 亿元，海底电缆与高压电缆 117 亿元，电力工程与装备线缆 39 亿元，海洋装备与工程运维 39.3 亿元，环比均基本持平。

存货规模进一步上量，合同负债处于高位：公司 25Q1-3 期间费用 4.9 亿元，同比+5.3%，费用率 6.5%，同比-0.4pct，其中 Q3 期间费用 1.9 亿元，同环比+7.9%/+28.2%，费用率 6.3%，同环比-0.5/-0.3pct。25Q1-3 经营性净现金流 3.2 亿元，同 13.3%，其中 Q3 经营性现金流-3.9 亿元。25Q3 末存货 36.3 亿元，较年初+97.7%，较 25Q2 末+16.4%，存货规模继续上量，公司待交付项目进一步累积；合同负债 15.7 亿元，较年初+37.0%，较 25Q2 末-6.1%。盈利预测与投资评级：基于 25 年海风项目交付节奏低于预期，我们下调 25 年盈利预测，预计 25 年归母净利润为 14.5 亿元（原值为 15.4 亿元）。而项目订单有望累积至 26~27 年交付，我们上调 26~27 年盈利预测，预计 26~27 年归母净利润分别为 20.7/25.8 亿元（原值为 20.0/24.6 亿元），25~27 年同比增长 44%/42%/25%，对应 PE 31/22/18x，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，行业装机不及预期，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）

瑞鹤模具（002997）：2025 年三季度报点评：25Q3 业绩同比高增，进入新一轮扩产周期

投资要点 事件：公司发布 2025 年三季度报告，2025Q1-Q3 公司营收达 26.04 亿元，同比+50.90%；归母净利润达 3.55 亿元，同比+40.53%；扣非归母净利润为 3.42 亿元，同比+48.65%。其中，2025Q3 营收 9.42 亿元，同/环比分别+55.72%/+2.93%；归母净利润为 1.28 亿元，同/环比分别+40.90%/-1.19%；扣非归母净利为 1.25 亿元，同/环比分别+62.31%/0.86%。

从盈利能力看，公司 2025Q1-Q3 归母净利率为 13.63%，同比-1.01pct；毛利率为 25.83%，同比+1.55pct。其中，2025Q3 归母净利率为 13.59%，同/环比分别 1.43pct/-0.57pct；毛利率为 25.99%，同/环比分别+1.45pct/-0.37pct。从费用率看，2025Q3 期间费用率为 9.04%，同比-1.86pct/环比+0.79pct；销售/管理/

财务/研发费用率同比分别-0.25/-1.72/+0.81/-0.71pct。 修订可转债募资额为 7.5 亿元（3 月预案为 8.8 亿元）： 1）3 月预案项目：投资额为 4.21 亿元的“新能源汽车一体压铸车身智能制造项目”和投资额为 2.45 亿元的“新能源汽车轻量化车身总成件项目”。 2）修订为：投资额为 1.86 亿元的“中高档乘用车大型精密覆盖件模具智能制造升级扩产项目”和投资额为 2.67 亿元的“大型精密覆盖件模具关键材料智能增材制造 项目（一期）”。后者由全资子公司瑞鹤新材料投资建设，满产产能为 36000 吨铁基、3000 吨钢基大型精密成形装备毛坯件。 3）同步增资瑞祥工业，机器人布局持续推进。公司将与安川电机同时对瑞祥工业同股同比以货币增资，并拟由公司控股子公司瑞祥工业设立全资子公司芜湖瑞鲸智能，以投资建设可转债募投项目之一的“智能机器人系统集成与智能制造系统整体解决方案项目”，投资总额为 1.83 亿元，建设周期 24 个月。建设完成并满产后，将形成年产 3,000 台智能移动机器人及周边智能制造系统解决方案的研发制造能力。 中期利润分配：公司拟向全体股东每 10 股分配现金红利 1.50 元（含税），分配总额为人民币 3140 万元。 盈利预测与投资评级：我们维持对公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.50 亿元、5.70 亿元、7.13 亿元的预测，市盈率分别为 18 倍、14 倍、11 倍，维持“买入”评级。 风险提示：乘用车价格战超预期；铝价上涨超预期；核心客户放量不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

飞龙股份（002536）：2025 年三季度报告点评：25Q3 扣非利润同比提升，IDC 液冷再进一程

投资要点 事件：公司发布 2025 年三季度报告，2025Q1-Q3 公司营收达 32.37 亿元，同比-7.38%；归母净利润达 2.87 亿元，同比+7.54%；扣非归母净利润为 3.04 亿元，同比+16.66%。其中，2025Q3 公司营收 10.76 亿元，同/环比分别-4.68%/+2.28%；归母净利润为 0.76 亿元，同/环比分别-7.90%/-13.09%；扣非归母净利润为 0.86 亿元，同比+0.38%/环比-9.34%。 毛利率同环比提升，归母净利率同环比下降。2025Q1-Q3 归母净利率为 8.86%，同比+1.23pct；毛利率为 25.77%，同比+4.35pct。2025Q3 归母净利率为 7.09%，同/环比分别-0.25/-1.25pct；毛利率为 26.28%，同/环比分别+0.46/+0.56pct。 费用率环比上升影响业绩。2025Q3 期间费用率为 17.50%，同/环比分别+0.08/+2.85pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.41%/6.51%/7.68%/-0.11%，同比分别-0.14/+0.58/-0.73/+0.36pct；环比分别+0.02/+0.13/+1.41/+1.30pct。财务费用环比提升 0.14 亿元，主要为前期汇兑收益较多。 设立子公司航逸科技，IDC 液冷布局再进一程。公司于 2025 年 7 月成立全资子公司航逸科技，专注于数据中心、风光储能及充电等领域的非车用液冷泵研发、生产与销售，聚焦 IDC 液冷循环泵核心产品，提供覆盖 16W~22kW 功率范围的全系列解决方案。截至 2025 年 10 月，公司液冷领域主要客户及建立联系的超 80 家，有超 120 个项目正在进行中，部分项目已量产；四条液冷领域产线预计年产能最高可达 120 万只。 热管理再获定点，水泵龙头动能充沛。公司 2025 年 7 月发布公告，宣布收到上汽乘用车某项目热管理集成模块定点，项目生命周期内预计销售收入超 4 亿元。 增资用于加码泰国工厂，公司持续迈向国际化：公司于 2025 年 10 月向境外全资子公司飞龙国际增资不超过 3 亿元，后续主要用于飞龙国际对龙泰汽车（泰国）的投资。当前公司泰国生产基地已于 2025 年 6 月投产，设计产能为 150 万只涡壳、100 万只排气歧管、50 万只机械水泵、100 万只电子水泵。公司将依托泰国工厂向东南亚地区向中亚

周围地区辐射，扩大全球业务规模。盈利预测与投资评级：考虑到公司费用率的短期提升，我们将公司 2025-2027 年归母净利润下调至 4.30/6.24/7.56 亿元（前值为 4.55/6.31/7.89 亿元），当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 30/21/17 倍，但考虑到公司在液冷领域的持续拓展和显著的边际变化，我们仍然维持“买入”评级。

风险提示：新能源渗透率不达预期，非车业务进展不达预期，原材料价格上行风险
(证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙)

星源卓镁(301398): 2025 年三季度报告点评: 25Q3 营收同环比增长, 当前在手订单充沛

投资要点 事件：公司发布 2025 年三季度报告。2025 年 Q1-Q3，公司实现营收 2.92 亿元，同比+1.48%；归母净利润 0.45 亿元，同比-19.63%；扣非归母净利润为 0.40 亿元，同比-20.92%。其中，2025Q3 营收为 1.09 亿元，同比+3.93%，环比+14.13%；归母净利 0.14 亿元，同比-28.18%，环比-4.65%；扣非归母净利 0.12 亿元，同比-27.97%，环比+0.92%。

盈利能力方面，25Q1-Q3 公司归母净利率为 15.42%，同比-4.05pct；毛利率为 30.63%，同比-3.09pct。其中，25Q3 归母净利率为 12.63%，同比-5.65pct/环比-2.49pct；毛利率为 29.57%，同/环比分别-3.76/+0.61pct。

费用率同环比上涨。25Q1-Q3 期间费用率为 13.80%，同比+1.29pct，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.29%/6.62%/-1.29%/6.17%，同比分别 -0.10/+0.48/-0.04/+0.96pct。其中，25Q3 期间费用率为 14.75%，同/环比分别 +0.95/+1.51pct；其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.98%/6.98%/-0.27%/6.06%，同比分别 -0.36/+1.01/-0.53/+0.82pct。

可转债已获注册批复，订单支持是核心底盘。公司拟发行可转债，募资不超过 4.5 亿元，用于投资“年产 300 万套汽车用高强度大型镁合金精密成型件项目”，该项目总投资额达 7 亿元。当前，公司可转债申请已于 10 月获中国证券监督管理委员会注册批复。截至 2025 年 8 月，公司已获得镁合金动力总成壳体项目定点 13.63 亿元，预计 2026 年开始陆续量产。

半固态工艺领军企业，镁合金应用趋势下受益链第一梯队。公司自 2021 年起向伊之密采购半固态镁合金注射成型设备，距今已达 5 套。2025 年 7 月，6600T 设备实现交付，最大理论注射量可达 38kg。产品落地端，公司自 2022 年起，已陆续完成显示器支架、车载中大型支架、镁合金电驱壳产品的量产，产业端边际变化显著。产品&客户持续扩容，实现量价齐升。公司近年来镁合金产品线持续扩张，由小型产品逐渐向中大型产品拓展。2022H1，公司大中型产品营收占比达 60.18%，较 2019 年提升 7.46pct。2024 年公司产品 ASP 达 62.5 元，2021-2024 年 CAGR 为 18%。

盈利预测与投资评级：考虑到公司目前盈利能力略有下滑，我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测下调为 0.78/1.54/2.30 亿元（前值为 1.10/1.89/2.82 亿元），当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 71/36/24 倍。但考虑到公司当前在手订单充沛，预计 2026 年量产后将大幅提升公司规模效应，加码盈利能力，因此我们维持“买入”评级。

风险提示：原材料成本上行预期，新能源汽车渗透率不达预期，产能扩张进度不达预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙)

绿联科技(301606): 2025 年三季报点评: Q3 归母净利润+67%，NAS 新品扩张+海外高增促业绩加速

投资要点 业绩简评：公司发布 2025 年三季报。2025Q1-3，公司实现收入 63.6 亿元，同比+48%；实现归母净利润为 4.67 亿元，同比+45%；实现扣非净利润 4.5 亿元同比+44%。对应到 2025Q3，公司实现营收为 25.1 亿元，同比+60%；实现归母净利润为 1.92 亿元，同比

+67%；实现扣非净利润为 1.88 亿元，同比+71%。海外收入高增，公司利润率增长：2025Q3，公司毛利率/净利率为 37.2%/ 7.7%，同比+0.66pct/ +0.42pct。我们认为毛利率同比提升主要受益于公司海外业务高增（2025H1 公司海外业务收入同比+50%，我们认为 Q3 海外高增是促进公司收入高增的主要原因），而海外业务的毛利率高于国内（2024 年公司海外/ 国内毛利率为 44%/ 28%）。营销开支期限错配，Q3 费用率环比大幅改善：2025Q3，销售/ 管理/ 研发/ 财务费用率分别为 19.5%/ 3.2%/ 4.8%/ 0.2%，同比+0.35pct/-1.28ct/-0.3pct/+0.48pct。环比 2025Q2，公司销售费用率下降 1.52pct，这是销售净利率环比增长 1.56pct 的重要原因之一。2025Q2 公司与全球知名明星达成代言合作，相关成本主要体现在 Q2，Q3 营销代言投放效果显现，因此 Q2 营业费用相对较高，Q3 费用逐渐回归正常。受益于 NAS 等新产品、公司业绩增长不断加速：NAS 新品广受市场欢迎，2025H1 公司已经成为国内线上市占率第一。受益于此，2025H1 公司存储类产品实现收入 4.15 亿元，同比+125%；5 月份公司推出 DH4300 PLUS 新品，销售反馈较好，我们认为这也是公司 Q3 收入增长加速的原因之一。我们认为，未来随着数码设备的普及，高清影视、UGC 内容、文档整理需求和 AI 相关需求将会提升大众用户家用存储的数据量，带动 NAS 市场高增。绿联科技作为国内 NAS 行业龙头，将受益于此趋势，并在未来通过 NAS 设备出海进一步打开空间。充电类品质升级+新渠道扩张也是公司营收增长加速的原因之一：①充电类公司近年来不断推动产品升级，实现高端化和品牌化，2025H1 公司推出升级版产品，并新增 Qi2.2 Magflow 磁吸无线产品，随着 iPhone17 提升充电功率和民航充电宝 3C 认证政策，公司充电类产品迎来机遇。②推出 AI 耳机等新品，具备自适应降噪和 AI 语音助手等功能。③渠道端，公司加强线下渠道和新兴市场开拓，2025H1 已成功进驻美国 Walmart、Costco、Bestbuy、B & H、Micro Center，欧洲 Media Markt，日本 Bic Camera、Yodobashi Camera 等知名零售巨头渠道体系。盈利预测与投资评级：考虑到 2025Q3 公司收入增速和利润率均超出我们此前的预期，我们将公司 2025-27 年归母净利润预期从 6.2/ 8.5/ 10.9 亿元，上调至 6.9/ 9.6/ 12.7 亿元，同比+49%/ 39%/ 33%，对应 10 月 24 日收盘价为 36/ 26/ 19 倍 P/E，维持“买入”评级。风险提示：新品销量及盈利能力不及预期、海外风险、产品质量问题等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

福达股份（603166）：2025 年三季度报告点评：25Q3 业绩高增延续，拟与长坂设立合资子公司

投资要点 事件：公司发布 2025 年三季度报告。2025 年 Q1-Q3，公司实现营收 14.13 亿元，同比+27.32%；归母净利润为 2.21 亿元，同比+83.27%；扣非归母净利润为 2.06 亿元，同比+77.68%，业绩符合我们的预期。其中，25Q3 营收为 4.76 亿元，同/环比分别+21.90%/+2.30%；归母净利润为 0.75 亿元，同/环比分别+59.16%/-7.18%；扣非归母净利润为 0.72 亿元，同/环比分别+58.14%/+4.83%。盈利能力方面，25Q1-Q3 公司归母净利率为 15.67%，同比+4.78pct；毛利率为 27.40%，同比+2.66pct。其中，25Q3 公司归母净利率为 15.80%，同/环比分别+3.70/-1.61pct；毛利率为 26.60%，同/环比分别+0.59/-1.89pct。费用管理强劲。25Q1-Q3 期间费用率为 11.74%，同比-3.20pct，其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.09%/4.31%/0.77%/5.57%，同比分别-1.79/-0.25/-0.74/-0.42pct。其中，25Q3 期间费用率为 11.21%，同/环比分别-4.89/-0.12pct；其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.23%/3.99%/0.68%/5.31%，同比分别 -3.10pct/-0.22pct/-0.70pct/-

0.88pct。参股公司实力强劲，长坂牵头摆线针轮国标制定：2025年9月消息，由长坂科技牵头，联合包含秦川机床、重庆大学、扬州大学、江苏哈工联合精密传动、江苏中工高端装备研究院在内的7家单位共同推进《机器人用精密摆线针轮减速器》国家标准的修订。长坂当前产品涵盖行星滚柱丝杠、谐波/摆线减速器，拥有年产3万套反向式行星滚柱丝杠的产能。长坂二期增资落地，拟设立合资公司：2025年8月27日，福达以3300万元增资长坂科技，累计获得长坂科技17%股权。同时，福达拟以5400万元收购其18%股权（估值约3亿元），并拟与长坂科技共同出资设立福达长坂机器人零部件合资公司，业务协同进一步加码。盈利预测与投资评级：我们维持公司2025-2027年归母净利润3.01/3.85/4.60亿元的预测，对应EPS分别为0.47/0.60/0.71元/股，当前市值对应2025-2027年PE为34/27/23倍。新能源时代带来混动曲轴及电动齿轮增量，第二增长曲线得到兑现，机器人业务开拓第三增长空间，我们维持对公司“买入”的评级。风险提示：1）新能源混动车型销量不达预期；2）曲轴在建产能爬坡不达预期；3）新能源齿轮进度不达预期；4）机器人产业进度不达预期

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

精锻科技（300258）：2025年三季度报告点评：25Q3业绩同环比提升显著，拟增资泰国工厂扩产

投资要点 事件：公司发布2025年三季度报告。2025年Q1-Q3，公司实现营收14.92亿元，同比+1.67%；归母净利润为0.92亿元，同比-20.85%；扣非归母净利为0.64亿元，同比-31.73%。其中，2025Q3营收为5.05亿元，同/环比分别+9.73%/+6.43%；归母净利润为0.31亿元，同/环比分别+38.94%/+53.25%；扣非归母净利为0.19亿元，同/环比分别+6.44%/+112.62%。Q3净利率同环比大幅提升。25Q1-Q3公司归母净利率为6.16%，同比-1.75pct；毛利率为23.78%，同比-1.28pct。其中，25Q3归母净利率为6.20%，同/环比分别+1.30pct/+1.89pct；毛利率为22.33%，同/环比分别-1.55pct/-2.45pct。25Q3费用率同环比降幅明显。2025Q3公司期间费用率为15.85%，同/环比分别-2.19/-2.99pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为0.42%/8.96%/5.58%/0.89%，同比分别-0.54/+2.03/-0.31/-3.37pct。财务费用同比下降要由于可转债赎回利息减少和汇兑收益增加。增资泰国工厂扩大产能，拟设立摩洛哥子公司：1）拟对泰国公司增加投资2.5亿元人民币以扩大新能源汽车及工程机械齿轮产能；拟在摩洛哥设立PPF（摩洛哥）子公司，首期投资不超过人民币7亿元，以摩洛哥辐射周边非洲、欧洲及美国市场。当前，公司新加坡、泰国、摩洛哥、日本、法国的全球布局已基本确立，向全球化精密齿轮供应商迈进。半年度分红：2025年10月，公司向全体股东每10股派发现金红利0.35元（含税），合计共派发现金2015万元，占25H1归属于上市公司净利润的比例为33.25%。

前瞻布局机器人减速器，当前进展顺利：1）公司布局行星减速器赛道，2023H2开始推进研发工作，截至2024年11月已开发出相关样品；2）2025年3月公司与工业机器人知名品牌天津爱码信成立合资子公司太平洋关节；3）2025年6月3日以5000万元获得格蓝若智能机器人10%的股份，加快布局机器人关节、精密减速器、控制电驱动、丝杠等领域。盈利预测与投资评级：我们维持对公司2025-2027年归母净利润分别为1.89/2.37/2.98亿元的预测。当前市值对应2025-2027年PE为43/34/27倍，公司当前盈利能力环比改善显著，海外市场扩容在即，故我们维持对精锻科技的“买入”评级。风险提示：新能源渗透率不及预

期；产能爬坡不及预期；新业务拓展不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

中集车辆（301039）：2025 年三季报点评：业绩承压，北美市场持续磨底

投资要点 公告要点：公司发布三季报，25Q3 公司实现营业收入 52.6 亿元，同环比分别+2.6%/+1.9%；实现归母净利润 2.19 亿元，同环比分别-21.7%/-2.2%；实现扣非归母净利润 2.13 亿元，同环比分别-20.2%/-0.3%。

25Q3 利润率同环比承压。公司 25Q3 毛利率 15.5%，同环比分别-2.1/-0.2pct，销售/管理/研发费用率 2.5%/4.5%/2.2%，同比分别-0.2/+0.2/-0.2pct，环比分别-0.0/+0.3/-0.3pct，归母净利率 4.2%，同环比分别-1.3/-0.2pct。

全球半挂车业务：中国+南方市场驱动增长。公司 25Q1-Q3 半挂车生产制造 8.2 万台，营收合计 106.9 亿元，毛利率 16.8%，分区域来看，1）中国增长良好：25Q1-Q3 半挂车+液罐车销量 4.98 万台，销量同比+16.5%，收入同比+16.3%，毛利率同比+2.6pct，25H1 中国市占率 23.07%，连续六年位列第一；2）南方市场：25Q1-Q3 销量 1.58 万台，销量同比+21.4%，收入同比+15.8%，毛利率同比+2.6pct；3）欧洲：市场情况严峻，根据 ACEA 数据，25H1 欧盟新卡车注册量 15.5 万台，同比-15.4%；4）北美：25Q1-Q3 半挂车销量 1.17 万台，根据 ACT 数据，25M1-8 北美市场半挂车产量 14.7 万台，同比-20.1%，市场需求持续疲软，新增订单量仍维持低位。

EVDTB 销量高增，新能源产品位居前列。公司新能源 EVDTB 表现亮眼，25Q1-Q3 新能源 EVDTB 渣土车/搅拌车/冷藏车销量分别 3.9/1.5/1.9 千台，同比分别+87.7%/+84.7%/+84.3%。

盈利预测与投资评级：考虑到北美半挂车市场尚未企稳回升，我们下调公司 2025/2026 年盈利预测至 9.25/13.39 亿元（原 10.91/15.03 亿元），基本维持 2027 年盈利预测 18.78 亿元，2025~2027 年对应 EPS 分别 0.49/0.71/1.00 元，对应 PE 为 19.33/13.35/ 9.52 倍，考虑到公司龙头地位显著，25 年有望维持高分红，当前估值处于低位，26 年有望企稳回升，维持“买入”评级。

风险提示：全球地缘政治风险超预期；国内物流行业复苏低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭）

松原安全（300893）：2025 年三季报点评：2025Q3 业绩符合预期，被动安全国产替代持续推进

投资要点 事件：公司发布 2025 年三季度报告。2025 年前三季度公司实现营业收入 18.34 亿元，同比增长 39.98%；实现归母净利润 2.63 亿元，同比增长 37.93%。其中，2025Q3 单季度公司实现营业收入 6.86 亿元，同比增长 35.39%，环比增长 12.08%；实现归母净利润 1.02 亿元，同比增长 50.88%，环比增长 15.76%。公司 2025Q3 业绩符合我们的预期。

2025Q3 业绩符合预期，毛利率水平环比稳定。营收端，公司 2025Q3 单季度实现营业收入 6.86 亿元，环比增长 12.08%。从主要下游客户 2025Q3 表现来看：奇瑞批发 71.58 万辆，环比增长 16.62%；吉利批发 76.10 万辆，环比增长 7.88%；上通五菱批发 40.44 万辆，环比基本持平；长城汽车批发 35.36 万辆，环比增长 12.97%；理想 L6 批发 3.84 万辆，环比下降 26.15%。毛利率方面，公司 2025Q3 单季度综合毛利率为 29.08%，环比基本持平。期间费用方面，公司 2025Q3 期间费用率为 11.68%，环比提升 0.23 个百分点；其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.22%/3.43%/5.97%/1.05%，环比分别-0.27/+0.14/+0.34/+0.02 个百分点。归母净利润方面，公司 2025Q3 单季度归母净利润为 1.02 亿元，环比增长 15.76%；对应归母净利率 14.82%，

环比提升 0.47 个百分点。安全带业务量价齐升，气囊+方向盘成为第二曲线。安全带方面，公司凭借技术、成本和服务响应等方面的竞争优势，有望持续提升安全带产品的市场份额，实现对外资的国产替代；此外，高性能安全带的功能复杂，安全性更好，价值量更高，特别是集成主被动可逆预紧式安全带（电动安全带）的价值量更是大幅提升，公司安全带业务有望实现量价齐升。而方向盘+气囊业务则是公司的第二曲线，公司于 2021 年实现方向盘+气囊产品的量产，目前已经突破吉利、上通五菱、奇瑞等客户，后续有望持续为公司业绩贡献增量。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.92 亿元、5.21 亿元、6.99 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 0.83 元、1.10 元、1.48 元，2025-2027 年市盈率分别为 32.25 倍、24.28 倍、18.12 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；新客户及新产品开拓不及预期；原材料价格波动导致盈利不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

苏美达(600710): 2025 年三季报点评: Q1-3 归母净利润同比+10.0%，产业链板块带动稳健成长

投资要点 事件：公司发布 2025 年三季报。2025Q1-3，公司实现收入 874.23 亿元，经公司调整后同比+0.52%（以下同比数据均为调整后同比）；归母净利润 11.04 亿元，同比+10.0%；扣非净利润 10.42 亿元，同比+16.4%。对应 2025Q3，公司实现收入 323.2 亿元，同比+4.2%；归母净利润 4.58 亿元，同比+6.58%；扣非净利润 4.48 亿元，同比+12.43%。

产业链板块增速更高，因此公司利润率提升：2025Q1-3，公司销售毛利率为 6.45%，同比-0.12pct；销售净利率为 3.19%，同比+0.24pct。公司业务主要分成供应链和产业链两大板块，其中供应链板块主要经营大宗品随行业需求仍有压力；产业链板块包含大环保、先进制造、大消费，利润率更高且增速更高，带动公司整体利润率提升。

产业链方面，先进制造、大消费领域增速较快：2025H1，公司产业链板块实现收入 155.4 亿元，同比+6.0%；其中，大环保板块实现收入 22.4 亿元，同比-11.0%；先进制造实现收入 65.3 亿元，同比+8.0%，主要受益于柴油发电机组收入同比+22%、船舶制造行业收入同比+14%；大消费板块收入 47.6 亿元，同比+17.8%，主要受益于服装类收入同比+30.8%。

苏美达是低估值+高分红+具备一定成长性的央企：①2021~24 年分红率均超 40%。②公司是商贸领域员工持股激励的央企改革标杆，通过工会代核心员工持有核心子公司 65% 的股份绑定利益，此外通过市场化考核机制能激发员工活力，有助于促进公司长期持续发展。③产业链板块布局广泛增速较高，具备持续的成长能力，尤其是造船、柴发等领域，兼具行业竞争优势和较高的景气度。

盈利预测与投资评级：考虑公司前三季度产业链业务表现出色，且后续随着上游反内卷、供应链有望复苏，我们将公司 2025-27 年归母净利润预期从 12.4/ 13.3/ 14.1 亿元，上调至 12.6/ 13.6/ 14.6 亿元，2025-27 年归母净利润预计同比+9%/9%/7%，对应 10 月 24 日收盘价为 11/10/9 倍 P/E。维持“增持”评级。

风险提示：大宗商品价格波动，宏观经济周期，汇率波动，造船业务交付周期，地缘和海外经营风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

柳工(000528): 2025 年三季报点评: Q3 归母净利润同比-32.5%，塔机减值拖累短期业绩

投资要点 单 Q3 归母净利润同比-32.5%，塔机减值拖累短期业绩 2025 年前三季度公司实现营收 257.6 亿元，同比+12.7%；实现归母净

利润 14.6 亿元，同比+10.4%，实现扣非归母净利润 13.2 亿元，同比+9.0%。单 Q3 公司实现营业收入 75.8 亿元，同比+11.5%；归母净利润 2.3 亿元，同比-32.5%，扣非归母净利润 1.7 亿元，同比-44.1%。Q3 业绩下滑不及预期，主要系公司受房地产市场持续低迷影响，对江汉建机塔机业务计提大额减值所致。分区域看，公司海外业务表现强劲，前三季度已超额完成全年盈利目标；国内业务方面，土方机械等核心业务保持稳健增长。展望 Q4，减值影响将大幅减小，历史包袱逐步出清；俄罗斯市场拖累减小，欧洲等区域表现亮眼，电动产品出口增长强劲，公司业绩有望加速。

减值计提拖累整体利润率，费控能力优异 2025 年前三季度公司销售毛利率 22.3%，同比-1.2pct，销售净利率 4.9%，同比-1.0pct，其中 Q3 毛利率 22.1%，同比-1.6pct，Q3 销售净利率 1.5%，同比-3.5pct。盈利能力短期承压主要系：（1）对塔机业务计提大额减值，前三季度信用减值损失达 6.1 亿元，同比大幅增加 104%；（2）国内电动装载机市场竞争激烈，价格下滑对毛利率形成一定拖累。费用端，2025H1 公司期间费用率 13.7%，同比-1.7pct，2025 年前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.2%/2.5%/3.6%/0.3%，同比-1.3/-0.1/+0.3/-0.2pct，费控能力优异。

通过“十五五”战略规划，目标 2030 年实现营业收入 600 亿元 2025 年 8 月 25 日，公司第十届董事会第三次会议审议通过了《关于公司十五五战略规划的议案》。该战略规划目标 2030 年实现营业收入 600 亿元，其中国际收入占比超 60%，净利率不低于 8%。以 24 年基数计算，2024-2030 年收入/归母净利润年复合增速分别为 12%/24%。

三大核心增长引擎分别为：①土方机械核心业务；②矿山机械、工业车辆和预应力等成长业务；③农机、新技术和产业金融等新兴业务。公司将通过深化全球区域能力建设、产品力及海外运营能力提升、开发行业大客户等业务举措，以及组织流程变革、过程质量控制、资产质量优化等管理举措，推进“全面解决方案、全面智能化、全面国际化”的三全战略升级。

会议还审议通过了《关于公司投资建设印尼制造工厂的议案》，同意公司全资子公司柳工机械印尼制造有限公司投资 5 亿元人民币在印尼投资建设制造工厂，有利于加强公司海外本地化制造能力，进一步完善全球供应链体系。

盈利预测与投资评级：考虑到塔机减值拖累短期业绩，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 16.2/23.4/27.9 亿元（原值分别为 18.5/27.6/35.5 亿元），当前市值对应 PE 分别为 15/10/9x，维持“买入”评级。

风险提示：国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞）

千方科技（002373）：智慧交通领军，AI+全面赋能

投资要点 智慧交通+智能物联领军企业：千方科技是交通新基建的推动者和践行者、车路协同技术路线的发起者和引领者、AIoT(人工智能物联网)领域全球排名第四的产品、解决方案与全栈式能力提供商。公司股权结构稳定，阿里系投资公司杭州灝月为第二大股东。公司主要业务包括智慧交通和智能物联两块。其中智能物联业务 2024 年收入占比 70%，主要包括智慧公路、智慧交管、智慧运输、智能网联、智慧轨交、智慧民航等，以及 V2X、ETC、智能路口设备等智慧交通产品。智能物联产品主要由旗下宇视科技经营。2024 年公司业绩短期承压，2025Q2，公司盈利质量有所修复，扣非归母净利润为 0.50 亿元，环比增长 329%。

智慧交通：政策推动建设加速，数据赋能价值释放。2024 年 4 月，财政部、交通运输部印发《关于支持引导公路水路交通基础设施数字化转型升级的通知》，明确自 2024 年起，通过 3 年左右时间，支持 30 个左右的示范区域，力争推动 85%左右的

繁忙国家高速公路、25%左右的繁忙普通国道和70%左右的重要国家高等级航道实现数字化转型升级。2024年7月，智能网联汽车“车路云一体化”应用试点城市名单发布，确定20个城市（联合体）为首批试点，要求建成“架构相同、标准统一”的城市级试点项目。2025年9月，七部门联合印发《关于“人工智能+交通运输”的实施意见》，要求2027年落地综合交通运输大模型，普及应用一批智能体，建成一批“人工智能+交通运输”标志性创新工程。北京等多地已经开展智慧交通升级项目，我们测算全国城市交通路口升级带来的软硬件市场规模超600亿元。公路数字化转型升级示范项目启动，新增投资超500亿元。公司在全国车辆位置信息感知领域拥有核心卡位优势，积累大量交通数据，推动交通运输大模型深度应用。智能物联：AI迭代加速。AI推动安防市场持续提升。根据中商产业研究院，2024年中国智能安防软硬件的市场规模达到823亿元，同比增长13.05%，预计2025年中国智能安防软硬件市场规模将达到913亿元。宇视科技持续深化AI布局。2025年初升级发布「万物X」后，4月在宇视合作伙伴大会上再度发布了大模型「梧桐2025」，推动AIoT智能体生态建设，加速大模型技术全场景产业化落地。此外公司加强布局充电桩和储能产品，搭建远程智慧运维中枢等解决方案。盈利预测与投资评级：我们预计公司2025-2027年收入分别为78.29/84.71/91.83亿元，同比增长8%、8%、8%，归母净利润分别为3.40/4.96/6.80亿元，同比增长129%、46%、37%。我们看好千方科技作为智慧交通和智能物联领军企业，背靠阿里系，积极探索交通数据赋能、AI深度应用，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期，行业竞争加剧，订单落地不及预期。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：张文佳）

伟创电气（688698）：2025年三季报点评：业绩符合市场预期，多方合力加大机器人布局

投资要点 25Q3 营收同比+17%，归母净利润同比+10%，业绩符合市场预期。公司发布2025年三季报，25Q1-3实现营收13.50亿元，同比+16.67%，归母净利润2.25亿元，同比+6.74%，扣非净利润2.13亿元，同比+3.53%，其中25Q3实现营收4.53亿元，同比+17.24%，归母净利润0.84亿元，同比+10.03%，扣非净利润0.75亿元，同比+2.04%。25Q1-3毛利率37.75%，同比-2.78pct，其中25Q3毛利率36.86%，同比-5.77pct，主要系海外市场增速放缓。综合看，业绩符合市场预期。下游复苏趋势明确，战略布局智慧能源。1）25Q1-3变频器收入8.65亿元，同比+16.67%，伺服系统及控制系统收入4.09亿元，同比+10.85%。年初以来，锂电、3C、物流等行业表现较好，复苏进一步明确，公司通过完整产品矩阵，紧抓船舶、矿山、冶金、钢铁、机床、纺织等行业机会，同时推进中大型PLC等产品研发，布局项目型市场。2）数字能源产品25Q1-3收入0.33亿元，同比+184.98%，公司围绕电源技术，重点推广运营商通信基站/机房场景下的智慧能源综合解决方案。国内复苏节奏加快，海外加大推广。

1）25Q1-3国内收入9.56亿元，同比+18.34%。核心下游机床、船舶等增势依旧，同时多行业需求复苏节奏进一步加快。全年看，传统下游复苏趋势进一步明确，公司不断拓宽新机型，市占率有望进一步提升，25年国内收入有望同比+10~20%。2）25Q1-3海外收入3.65亿元，同比+14.04%。公司于欧洲区成立意大利子公司，推动变频器、光伏扬水等产品销售，一带一路地区持续推广光伏扬水，25年海外收入有望同比+10~20%。多方合力加大机器人布局，定位关节模组&灵巧手解决方案供应商。公司提供全套运动执行器解决方案，在关节模组、

空心杯电机、无框电机、灵巧手解决方案外，融合机电一体化创新技术及 AI 智能软件算法，拓展机器人的应用范围和能力边界，助力人形机器人产业成长。同时与科达利、上海盟立成立伟达立布局关节模组，与科达利、银轮股份、开普勒机器人成立依智灵巧驱动，聚焦灵巧手业务。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年归母净利润 2.96/3.66/4.42 亿元，同比+21%/+24%/+21%，对应现价 PE 分别为 60x、48x、40x，长期看，工控行业国产替代空间大，机器人带来大幅弹性，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，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）

纽威股份（603699）：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润+40%超预期，出海订单加速兑现

投资要点 事件：2025 年 10 月 24 日，公司发布 2025 年三季度报告。Q3 营收同比+36%，订单、现金流表现出色

2025 年前三季度公司实现营业收入 56 亿元，同比增长 26%，归母净利润 11.1 亿元，同比增长 35%，扣非归母净利润 10.9 亿元，同比增长 33%。单 Q3 公司实现营业收入 22 亿元，同比增长 36%，在手订单兑现提速；归母净利润 4.8 亿元，同比增长 40%，扣非归母净利润 4.7 亿元，同比增长 42%，规模效应、经营效率提升，利润增速高于营收。公司业绩维持快速增长，主要受益于：（1）中东油气全产业链投资增加，油服设备需求增长，（2）FPSO、LNG 船订单、交付维持高位，（3）公司于大客户如沙特阿美新品扩批、提份额逻辑兑现，（4）新兴核电、水处理等板块增速良好。同时，公司在手订单饱满，现金流回款良好，2025 前三季度合同负债 6.5 亿，同比增长 256%；净现比 1.6，同环比继续改善。展望未来，传统油气+战略新兴行业增长，公司于头部客户份额提升逻辑可持续，看好业绩持续稳健增长。毛利率维持高水平，费控能力持续提升

2025 年 Q3 公司实现销售毛利率 38.7%，同比基本持平，销售净利率 21.9%，同比提升 0.8pct。2025 年 Q3 公司期间费用率 10.1%，同比下降 1.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.4%/2.5%/1.0%/0.3%，同比分别下降 0.03/1.03/0.12/0.63pct。公司海外业务占比提升、经营效率提升与汇率波动影响相互抵消，毛利率维持高水平，规模效应摊薄费用，净利率稳中有升。

2025 年股权激励计划落地，调动团队积极性 2025 年 7 月公司发布 2025 年限制性股票激励计划（草案），拟授予公司高管、中层管理人员和骨干共 154 人限制性股票数量 771.4 万股，占公告日股本总额 1.00%。业绩考核目标为 2025-2027 年归母净利润不低于 12.7/13.9/15.3 亿元，年同比增速 10%。并于 7 月 17 日公告限制性股票授予，授予价 15.93 元/股。股权激励计划有助于绑定核心员工，调动团队积极性，彰显公司长期发展信心。

盈利预测与投资评级：公司 Q3 业绩超预期，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 16（原值 15）/19（原值 18）/23（原值 21）亿元，当前市值对应 PE 为 22/18/15x，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化、原材料价格波动等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

长安汽车（000625）：2025 年三季报点评：业绩略低预期，静待经营改善

投资要点 公司公告：公司披露 2025 年三季报，2025Q3 实现营收 422.4 亿元，同环比分别+23.4%/+9.6%，归母净利润 7.6 亿元，同环比分别+2.1%/-18.6%，扣非后归母净利润 5.4 亿元，同环比分别+5.8%/-

21.9%。Q3 业绩略低预期，主要受汇兑+海外库存处理影响。1) 营收层面：销量维度，公司 25Q3 实现并表销量 47.1 万台，同环比+26.8%/+13.3%；折算 Q3 并表单车均价 9.0 万元，同环比分别-2.7%/-3.3%。2) 毛利率层面：公司 Q3 毛利率为 15.7%，同环比分别+0.01/+0.5pct，同环均改善。3) 费用率层面：公司 Q3 销管研费用率分别 7.1%/2.5%/4.2%，同比分别+2.3/-0.7/-0.4pct，环比分别+0.1/-0.6/-0.5pct。Q3 进行海外（主要是俄罗斯）库存集中处理产生较大损失，该部分库存处理在三季度末已基本完成。Q3 财务费用为-1.1 亿元，汇兑收益环比下滑较多。4) 最终公司 Q3 实现归母净利润 7.6 亿元，同环比分别+2.1%/-18.6%。

新央企成立，持续加速向智能低碳出行科技公司转型。2025 年 7 月 29 日中国长安汽车集团有限公司在重庆宣告成立。新能源方面，“香格里拉”计划实现新突破。完成全固态原型电芯验证，并实现“电芯组装-电池封装-整车装配”的产业链自主布局。智能化方面，公司发布天枢智驾、天枢座舱、天枢底盘等智能化技术。全球化方面，“海纳百川”计划稳步推进，长安汽车品牌欧洲发布会在德国举行，正式进军欧洲市场，此外新建泰国罗勇备件中心库，全球化服务体系不断完善。

盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧以及公司处理海外库存对报表的负面影响，我们下调公司 2025/2026/2027 年归母净利润至 44/75/102 亿元（原为 65.4/84.4/103.0 亿元），对应 PE 分别为 29/17/12 倍。考虑公司深蓝/阿维塔/启源三大品牌向上，智能化/全球化持续推进，我们仍维持长安汽车“买入”评级。

风险提示：海外汽车行业销量不及预期；国内乘用车价格战超预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

金徽酒（603919）：2025 年三季报点评：毛销差维持改善，战略深耕大西北

投资要点 事件：金徽酒 25Q1-Q3 营收 23.06 亿元，同比-0.97%，归母净利润 3.24 亿元，同比-2.78%，扣非后归母净利润 3.18 亿元，同比-5.61%；其中 25Q3 营收 5.46 亿元，同比-4.89%，归母净利润 0.25 亿元，同比-33.02%，扣非后归母净利润 0.29 亿元，同比-18.87%。300 元以上产品占比韧性提升，持续深耕大西北根据地。1) 分产品来看，25 年前三季度 300 元以上、100-300 元、100 元以下产品营收分别同比+13.75%、+2.36%、-23.60%，300 元以上产品占比提升 3.37pct 至 24.18%；其中单三季度 300 元以上、100-300 元、100 元以下营收分别同比-1.61%、-16.55%、+18.41%，预计年份系列、能量系列、星级系列表现相对较好，柔和系列有所下滑；2) 分地区来看，25 年前三季度省内、省外营收分别同比-2.00%、-2.46%，省内各个区域趋势稳健，省外西北市场作为重点推进，陕西、新疆增长更好，北方市场、华东市场聚焦核心区域。

毛销差维持改善、盈利受非经科目影响，合同负债稳健。25Q3 销售净利率同比-2.30pct 至 4.07%，虽毛销差有所改善，但营业外支出提升、所得税率提升致盈利承压。其中 25Q3 销售毛利率同比+0.31pct 至 61.44%，主要系产品结构韧性升级，销售费用率同比-1.45pct 至 22.63%，主要系营销费用投放更为精准、更加聚焦，综合来看毛销差同比+1.75pct 至 38.80%。但 25Q3 营业外支出 0.13 亿元，主要系公益助学捐款、去年集中在二季度确认所致；25Q3 所得税率提升至 43%(24Q3 所得税率为 13%)，主要系所得税纳税调整所致，三季度在预期盈利亏损情况下，对各公司亏损部分的递延所得税资产调整，影响当期的所得税费用。此外，25Q3 销售回款 6.62 亿元，同比+8.57%，25Q3 末合同负债 6.32 亿元，环增 0.34 亿元/同增 1.56 亿元，合同负债节奏相对稳健，经销商打款积极性较好。短

期销售节奏彰显韧性，中长期推进大西北一体化建设。短期来看，当前白酒产业虽进入深度调整，但金徽品牌、渠道协同发力，销售节奏彰显韧性。中长期来看，金徽经营风格稳健同时不失进取，坚持“布局全国、深耕西北、重点突破”战略路径，稳步推进甘青新市场一体化和陕宁市场一体化建设，进一步夯实大西北根据地市场，着力培育华东市场、北方市场为增长新引擎。盈利预测与投资评级：三季度升级韧性延续，回款节奏稳健，中长期持续推进大西北根据地市场一体化建设。参考 25Q3 报表节奏，我们维持 2025-2027 年归母净利润预测为 3.77、4.17、4.65 亿元，对应当前 PE 分别为 26.6、24.1、21.6X，维持“买入”评级。风险提示：食品安全风险；宏观经济不及预期；市场竞争加大风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东）

东鹏饮料（605499）：2025 年三季报点评：补水啦延续高增，平台化战略持续深化

投资要点 事件：公司 25Q1-Q3 营收 168.44 亿元，同比+34.13%，归母净利润 37.61 亿元，同比+38.91%，扣非后归母净利润 35.40 亿元，同比+32.92%。其中 25Q3 营收 61.07 亿元，同比+30.36%，归母净利润 13.86 亿元，同比+41.91%，扣非后归母净利润 12.69 亿元，同比 32.74%。特饮稳健、补水啦高增，全国化稳步推进。分产品来看，25Q3 东鹏特饮、补水啦、其他饮料营收分别同比+14.59%、+83.81%、+95.63%，其中前三季度东鹏特饮同比+19.36%至 125.63 亿元，在高基数、外部竞争加大下仍实现双位数韧性增长；前三季度补水啦同比+134.78%至 28.47 亿元，占比+7.25pct 至 16.91%，全年体量步入 30-35 亿区间；而其他饮料环比提速主要系果之茶快速放量。分区域来看，25Q3 广东、华东、华中、广西、西南、华北、线上、重庆及其他营收分别同比+2.07%、+33.02%、+26.91%、+7.60%、+67.81%、+72.60%、+42.22%、+40.13%，广东、广西三季度增速放缓推测受阴雨天气、基数节奏影响，华东、华中增速保持稳健，西南、华北受益网点拓展及新品铺货保持高增节奏。25Q3 毛销差有所改善，盈利能力仍有抬升。25Q3 销售净利率同比+1.83pct 至 22.68%，主要系毛销差改善、非经科目收益增加所致，扣非后净利率仍小幅提升(同比+0.37pct 至 20.78%)。其中 25Q3 销售毛利率同比-0.60pct 至 45.21%，主要系毛利率较低的第二曲线新品占比提升；25Q3 管理费用率同比+0.12pct 至 2.54%相对稳定，销售费用率同比-2.61pct 至 15.26%，预计主要系二季度冰柜与广告费用投放前置、同时去年同期奥运营销费用高基数相关。此外，25Q3 其他收益占比+0.20pct 至 0.34%、公允价值变动净收益占比+1.64pct 至 1.97%，主要系政府补助增加、持有的私募股权基金公允价值变动增加所致。盈利预测与投资评级：中长期看好东鹏平台化潜力，多元化、海外拓展加速迈向饮料巨头。当前在特饮大单品高增、补水啦第二曲线崛起的同时，外加依托果之茶战略入局茶饮料赛道，亦规划在东南亚开启出海第一站。参考 25Q3 报表节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 46.01、58.47、70.51 亿元（前值为 46.54、60.10、73.49 亿元），对应当前 PE 分别为 34、27、22X，维持“买入”评级。风险提示：食品安全风险；原材料价格大幅上涨风险；新品迭代不及预期风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东）

中国西电（601179）：2025 年三季报点评：经营稳健增长，业绩基本符合市场预期

投资要点 事件：公司 25 年 Q1-3 营收 170 亿元，同比+11.5%，归母净利润 9.4 亿元，同比+19.3%，扣非净利润 9.2 亿元，同比+18.2%，

毛利率 22.1%，同比+1.7pct，归母净利率 5.5%，同比+0.4pct；其中 25 年 Q3 营收 56.7 亿元，同比+17.2%，归母净利润 3.4 亿元，同比+4.1%，扣非净利润 3.1 亿元，同比+1.3%，毛利率 23.2%，同比-0.6pct，归母净利率 6%，同比-0.8pct。业绩基本符合市场预期。网内主业平稳增长，特高压加速核准拉动公司订单增长。截至 25 年 8 月末，我国电网基建投资完成额为 3796 亿，同比+14%，公司网内主业保持和行业投资额同速增长，展望全年，我们认为公司收入有望保持 5-10% 的稳健增长。25 年 H1 国内特高压核准节奏滞后，H2 开始加速，蒙西-京津冀和藏东南-粤港澳工程先后完成核准，目前已开始物资招标，其中计划招标柔性直流换流阀/常规直流换流阀/换流变/500kV 组合电器分别 12/4/76/109 台，公司在柔直、常直换流阀，换流变，组合电器等产品份额领先，我们认为蒙西和藏东南项目招标结束有望拉动公司高毛利订单增长。领先布局固态变压器，雅下工程创造远期需求增量。公司是国内率先布局固态变压器的企业之一，并已实现量产，其 2.4MW 的固态变压器于 23 年 9 月在“东数西算”数据中心中投运，目前已具备工程化应用能力，未来有望在国内数据中心项目推广应用。雅下世纪工程开工，公司在 GIL 技术领域处于行业领先地位，随着工程推进，有望成为公司远期重要的增量需求。费用管控良好，在手订单充沛。公司 25 年 Q1-3 期间费用 22.3 亿元，同比+9.8%，费用率 13.1%，同比-0.3pct，费用管控良好；25 年 Q1-3 经营性净现金流 5.6 亿元，同-60.4%，主要系购买商品付款增加所致；25 年 Q3 末存货 56.7 亿元，同比+15%，我们预计主要为未交付订单较多所致，25 年 Q3 末合同负债为 50.66 亿元，同比+29%，在手订单充沛。盈利预测与投资评级：我们基本维持公司 25-27 年归母净利润分别为 14.97/17.69/20.52 亿元，同比+42%/18%/16%，现价对应 PE 分别为 24x、21x、18x，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，原材料价格大幅波动，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：司鑫尧)

指南针（300803）：2025 年三季报点评：各项业务稳健发展

事件：2025 年三季度，公司实现总营收同比+81%至 14.02 亿元，归母净利润同比+206%至 1.16 亿元；归母净资产 27 亿元，较 2024 年年末+20%。

投资要点 软件端：市场活跃，业绩稳健增长。据 Wind，2025 前三季度 A 股日均成交额同比+107%至 1.65 万亿元，2025Q3 单季度同比+211%至 2.11 万亿元。公司持续扩大品牌推广及客户拓展力度，广告宣传及网络推广费用同比呈较大幅度增长，新增注册及付费用户数量同比亦有较大幅度增长。2025 年前三季度，公司营业收入（参考金融信息服务收入）同比+62%至 9.63 亿元，公司销售商品、提供劳务收到的现金 10.37 亿元，同比+71%，主要系公司 25Q1 集中营销高端产品私享家版软件，25Q2 至 Q3 集中营销中端系列产品。

券商端：经纪及自营业务保持快速发展。2025 年前三季度，①麦高证券的手续费及佣金净收入（经纪业务为主）同比+171%至 3.66 亿元，客户规模稳定增长，代理买卖证券款较 2024 年年末+36%至 90 亿元。②麦高证券的利息净收入同比+54%至 0.71 亿元。③公司投资收益同比+131%至 2.01 亿元，主要系证券自营业务形成的投资收益，以及先锋基金公允价值重估计入 6554 万元投资收益；2025 年 9 月末，公司交易性金融资产较 2025 年初+89%至 18 亿元。

成本端：各项费用均有增长，费用率下降。2025 年三季度，①营业成本同比+14%至 1.24 亿元。②销售费用同比+67%至 8 亿元，销售费用率同比-5pct 至 57%，主要系公司广告宣传投入增加，销售部门职工薪酬增

加。③管理费用同比+53%至 4.49 亿元，管理费用率同比-6pct 至 32%，管理费用包括麦高证券的业务及管理费，本期增加主要系麦高证券为经营发展持续增加投入。④研发投入同比+10%至 1.21 亿元，研发费用率同比-6pct 至 9%。 公司治理重大升级，董事会扩容与人事调整。①治理结构优化，决策权责更清晰。公司董事会成员由 7 人扩容至 9 人，其中非独立董事增至 5 名、独立董事增至 4 名，实现“5+4”的合理结构。此次调整显著增强董事会的独立性与制衡能力，新架构有效避免“一股独大”风险，提升重大事项决策的审慎性与合规性。②制度体系全面升级，强化合规与透明度。修订《公司章程》，实现“董事会—专门委员会”双层监督架构，符合监管趋势；修订《董事、监事及高级管理人员薪酬管理制度》，强化绩效挂钩，避免利益输送。盈利预测与投资评级：基于公司 2025Q3 的经营情况，我们维持对公司的盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.83/3.78/4.98 亿元，对应 PE 分别为 336/252/191 倍，维持公司“买入”评级，期待麦高证券的发展，看好公司长期成长性。 风险提示：业务发展不及预期，AI 技术及应用发展不及预期。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝)

东方财富 (300059): 2025 年三季报点评: 经纪及两融稳健增长，固收波动影响自营收益下滑

事件：公司发布 2025 年三季报，2025Q1-Q3，①营业总收入同比+59%至 116 亿元，归母净利润同比+51%至 91 亿元，归母净资产 889 亿元，较 2024 年末+10%。②2025Q3 单季度，实现营业总收入同比+101%至 47 亿元，归母净利润同比+78%至 35 亿元。 投资要点 证券业务：市场活跃推动整体业绩增长。据 Wind，2025 前三季度日均股基交易额同比+111.5%至 1.96 万亿元，2025Q3 单季度同比+212%，环比+66%至 2.52 万亿元。2025 年前三季度，①手续费及佣金净收入同比+87%至 66 亿元。②利息净收入同比+60%至 24 亿元，融出资金较年初+30%至 766 亿元，市占率同比+0.2pct 至 3.2%。③自营业务收益（投资收益+公允价值变动净收益-对联营合营企业的投资收益，不包含在营业总收入中）同比-18%至 20 亿元，主要系固收自营收益下降。基金代销：业务趋势向好。2025 年前三季度，公司营业收入同比+13%至 25 亿元，单三季度同比 25Q2 +34%（该项数据可用于参考季度基金代销收入），我们预计天天基金受到基金管理费下降的影响逐步缩小，渠道端费率下滑（包括销售服务费下调、赎回费全部归基金资产等）仍对业务有一定影响，但影响有限，基金降费三阶段靴子落地后，基金代销业务趋势逐步向好。 成本端：各项费用率下滑。2025 年前三季度，公司营业总成本同比+9%至 34 亿元，其中：①营业成本同比+11%至 4 亿元。②销售费用同比+21%至 3 亿元，销售费用率同比-0.7pct 至 2.25%。③研发费用同比-11%至 8 亿元，研发费用率同比-5.1pct 至 6.51%。④管理费用同比+12%至 19 亿元，管理费用率同比-6.9pct 至 16.42%。⑤所得税费用同比+42%至 1 亿元（应税利润增加）。我们继续看好东方财富：①坐拥东方财富网、天天基金网等头部平台，构建了高粘性、需求多元化的 C 端客户生态。②AI 赋能金融：持续深化“AI+金融”战略布局，推动金融服务体验持续优化。③证券业务基于自身“流量优势+低佣金策略+平台高效能”仍在快速扩张，经纪及两融市占率持续稳步提升。④公司基金代销业务仍具有先发优势，龙头地位稳固。⑤A 股市场交投活跃度持续，A 股成交额与两融余额维持高位，A 股新开户数稳定增长，为东方财富核心业务创造了有利的市场环境。 盈利预测与投资评级：据公司 2025 年前三季度经营情况，我们维持此前预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为

127/151/178 亿元，对应 PE 分别为 32/27/23 倍。我们看好公司不断巩固零售券商龙头地位，并借助金融 AI 优势重构传统证券业务存量份额，维持“买入”评级 风险提示：公募费改幅度超预期；权益市场大幅波动；行业竞争加剧。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝）

中信证券（600030）：2025 年三季报点评：三季度净利润同比增长超 50%，主要由投资类业务驱动

投资要点 事件：中信证券发布 2025 年三季报业绩：实现营业收入 558.1 亿元，同比+32.7%；归母净利润 231.6 亿元，同比+37.9%；对应 EPS 1.51 元，未年化 ROE 8.2%，同比+1.9pct。第三季度实现营业收入 227.8 亿元，同比+55.7%，环比+49.1%；归母净利润 94.4 亿元，同比+51.5%，环比+31.6%。交易额大增，带动经纪业务收入大幅增长。2025 年前三季度公司实现经纪业务收入 109.4 亿元，同比+52.9%，占营业收入比重 19.6%。经纪业务收入大幅增长主要是由于市场交投活跃，前三季度全市场日均股基交易额 18723 亿元，同比+108.6%；经纪收入增速低于交易量增速主要是由于佣金率及公募基金费改下降较多，抵消了部分。公司两融余额 1917 亿元，较年初+39%，市场份额 8.0%，较年初+0.6pct。公司利息净收入下滑 17%，主要是由于货币资金及结算备付金、其他债权投资利息收入减少。投行收入增长 31%，优势地位依然稳固。2025 年前三季度实现投行业务收入 36.9 亿元，同比+30.9%。增长主要来自于境内定增大幅回暖以及港股市场 IPO 大增。境内股权主承销规模 1893.5 亿元，同比+310.5%，排名第 1；其中 IPO 9 家，募资规模 64 亿元；再融资 42 家，承销规模 1830 亿元，同比大幅增长 3.7 倍。境内债券主承销规模 16686 亿元，同比+15.3%，排名第 1；其中地方政府债、公司债、金融债承销规模分别为 5288 亿元、3939 亿元、3634 亿元。境内 IPO 储备项目 14 家，排名第 1，其中两市主板 2 家，北交所 3 家，创业板 7 家，科创板 2 家。资管业务收入小幅增长，华夏基金保持龙头地位。2025 年前三季度实现资管业务收入 87.0 亿元，同比+16.4%。截至 2025H1 资产管理规模 15562 亿元，同比+6.9%。投资净收益同比大幅增长。投资净收益（含公允价值）316.0 亿元，同比+44.4%；单季度投资净收益（含公允价值）125.5 亿元，高基数下同比增长 23.6%，环比增长 23.2%，是公司业绩超预期的主因。盈利预测与投资评级：基于市场交投活跃，我们上调对公司的盈利预测，2025-2027 年的归母净利润为 301/308/328 亿元（前值为 274/279/312 亿元），同比分别+39%/+2%/+7%，对应 2025-27 年 PB 为 1.52/1.43/1.35 倍。维持“买入”评级。风险提示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

江苏金租（600901）：2025 年三季报点评：Q3 业绩稳中向好，净利差扩大且不良率改善

投资要点 【事件】江苏金租发布 2025 年三季度业绩：1) 前三季度实现营业收入 46.4 亿元，同比+17.1%，Q3 单季为 16.3 亿元，同比+21.5%。2) 归母净利润 24.5 亿元，同比+9.8%，Q3 单季为 8.8 亿元，同比+11.2%。3) 归母净资产 250 亿元，较年初+3.6%，较中期+3.6%。4) 对应 ROE 9.92%，同比-1.95pct。盈利表现向好，净利差同比扩大。1) 应收租赁款规模增速较上半年放缓。截至 Q3 末公司应收租赁款余额为 1475 亿元，较年初+19.4%，较中期+2.7%。2) 盈利表现向好。前三季度租赁业务净利差为 3.75%，同比扩大 0.08pct，成本收入比同比下降 0.11pct 至 9.55%，我们预计主要受融资端成本下降影

响。3) 利息净收入: 前三季度为 47.2 亿元, 同比+21.3%, Q3 单季为 16.8 亿元, 同比+26.7%。4) 手续费及佣金净收入: 前三季度为-2.0 亿元, 上年同期为-0.5 亿元。5) 经营租赁收入: 前三季度为 8911 万元, 同比+3.8%, Q3 单季为 3000 万元, 同比+8.2%。业务运营稳健, 不良率仍维持低位。1) 公司资产质量保持较优水平, Q3 末不良率为 0.90%, 较年初、年中均-0.01pct。拨备覆盖率 403%, 较年初下降 27pct, 较年中提升 2pct。2) 付息债务规模为 1285 亿元, 较年初+20.6%, 较年中+1.2%。其中短期借款/拆入资金/长期借款/应付债券分别较年初+30%、+18%、+17%、+45%, 拆入资金占比 80.2%。3) 业务及管理费同比+15.3%, 占总营收比重 9.4%, 同比下降 0.2pct。4) 信用减值损失 8.6 亿元, 同比+55%, 我们认为主要是投放规模快速增长下的审慎计提。盈利预测与投资评级: 我们维持此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 32.4/36.0/39.8 亿元, 当前市值对应 2025E PB 1.4x。我们认为, 公司作为 A 股唯一上市金租企业具有稀缺性, 历史业绩与分红表现稳定, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济增长不及预期; 社会信用风险水平大幅提升。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 曹锐)

重药控股(000950): 全国流通龙头受益国企改革, 业务多点开花迈向千亿流通

投资要点 全国性医药供应链综合服务商, 具备院端渠道优势。公司为国内仅有三家经营麻醉药品和第一类精神药品的全国性批发企业之一, 麻精药品的销售网络覆盖全国 31 省。截至 2025H1, 公司销售网络已覆盖全国, 在多数省市区域市场占有率名列前茅; 从渠道看, 公司拥有二级及以上纯销客户超 8000 家, 高质量的医院销售网络将成为公司承接医院外流业务的有利支撑。实控人变更为央企, 资源整合加速, 并购成效显著。2025Q1, 公司实控人由重庆市国资委变更为国务院国资委, 且公司实际加入通用技术集团。“重药控股-中国医药商业联合体”在市场开发及准入、合同营销、产品资源、渠道资源、品牌塑造等多方面开展合作。我们认为随着实控人变更, 公司在融资渠道上将更加便捷, 财务状况有望得到改善, 应收账款风险下降, 且基于央企背景公司有望进一步拓展业务渠道, 实现主营医药商业业务及新兴业务的高增。创新零售及新兴业务打造利润高增潜力。公司当前批发业务占比较高(约 95%), 但公司近年来通过加速落地零售创新业务如线上化布局、建立慢病管理体系等, 赋能零售板块快速发展, 并有望持续提高零售业务占比。此外, 公司加大培育新兴业务增长, 包括核药、兽药、医美、特医食品等高利润率板块, 2025H1 增速亮眼, 未来有望推动公司利润结构改变, 降低对传统批发业务的依赖, 实现整体利润快速增长。首次回购股份, 彰显发展信心。2025 年 7 月 12 日, 公司发布回购股份方案公告, 2025 年 8 月 14 日, 公司首次通过回购专用证券账户, 以集中竞价方式实施回购公司股份。截至 2025 年 9 月 30 日, 公司通过股份回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购股份数量为 15406600 股, 约占公司总股本的 0.8915%; 最高成交价为 5.48 元/股、最低成交价为 5.01 元/股, 支付总金额为 80998765.98 元(不含交易费用)。盈利预测与投资评级: 公司当前 PB 仅 0.8 倍, 远低于行业平均水平, 基于央企入主后对公司财务的改善预期, 我们认为公司 PB 有较大提升空间。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 5.37/6.05/6.77 亿元, 对应当前市值的 PE 为 17/15/14 倍, 考虑公司零售、工业板块占比提升及新兴业务加速落地带来持续利润高增潜力, 首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 经营模式风险、政策风险、市场竞争风险、应收账款发生坏账

风险。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 苏丰)

欧科亿 (688308): 2025 三季报点评: Q3 业绩超市场预期, 积极布局新兴加工领域

投资要点 营收稳步增长, 单季度净利润超市场预期 25Q1-Q3 公司实现营收 10.23 亿元, 同比+14.34%; 实现归母净利润 0.51 亿元, 同比-43.09%; 实现扣非归母净利润 0.27 亿元, 同比-54.43%。其中 Q3 单季度公司实现营收 4.20 亿元, 同比+33.00%; 归母净利润 0.50 亿元, 同比+69.31%, 扣非归母净利润 0.46 亿元, 同比+115.31%, 单 Q3 营收和利润超市场预期主要系产品销售数量与销售价格均有所提升, 主营业务毛利提升所致。毛利率有所下滑, 期间费用率有所下降 25Q1-Q3 公司销售毛利率 19.56%, 同比-6.27pct; 销售净利率 4.7%, 同比-5.3pct。毛利率与净利率下滑主要系固定资产折旧、材料成本及费用率上升且上半年产能处于爬升阶段, 收入增幅较小所致。25Q1-Q3 公司期间费用率为 14.15%, 同比-0.52pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率为 3.39%/4.07%/1.12%/5.57%, 同比分别+0.0/+0.5/-0.3/-0.8pct, 期间费用率有所下降。原材料涨价推动下游补库需求, 持续拓展加工新场景 钨价上涨推动下游渠道补库需求: 刀具原材料钨 25 年以来大幅涨价, 刀具价格跟随钨价上涨, 同时渠道经销商前期低价库存已消耗殆尽, 从而推动补库需求, 导致公司订单饱满。公司积极开展新应用场景: 1) 新能源市场: 公司积极推动燃油汽车和新能源汽车领域核心零部件的刀具整体解决方案; 2) 航空航天市场: 公司攻坚高端领域终端客户, 在航空航天、轨道交通、能源、军工等行业均有开发新的终端客户, 航空机匣、叶片、轨道交通岔、车轮、车轴、电机壳、电机轴等零件的加工方案得到认可; 3) 公司有望持续开拓 PCB&机器人等新兴制造领域, PCB 刀具方面, 公司已有完整棒材布局, 机器人方面也在持续接触机器人零部件制造商。盈利预测与投资评级: 考虑到数控刀具下游行业需求旺盛, 刀具价格上涨叠加经销商低价库存消耗殆尽, 预计公司未来业绩将加速释放。我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 1.09 (原值 0.45) /1.61 (原值 0.91) /2.14 (原值 1.64) 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 40/27/20 倍, 考虑到公司持续拓展产品矩阵, 维持公司“增持”评级。风险提示: 下游行业需求不及预期, 原材料价格波动风险, 快速扩张而产能利用率低导致的业绩下滑风险, 宏观经济风险。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 钱尧天 研究助理: 陶泽)

菲利华 (300395): 2025 年三季报点评: 盈利提质、杠杆减负、现金蓄力, 夯实高端石英材料龙头地位

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 13.82 亿元, 同比去年+5.17%; 归母净利润 3.34 亿元, 同比去年+42.23%。**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, 菲利华实现营业总收入 13.82 亿元, 同比增长 5.17%; 归属于母公司股东的净利润达 3.34 亿元, 同比大幅增长 42.23%, 扣除非经常性损益后的归母净利润为 3.05 亿元, 同比增长 60.61%, 显示核心盈利能力显著增强。业绩高增主要得益于成本管控优化与产品结构升级, 带动销售毛利率提升至 48.96%, 同比+6.60 个百分点, 销售净利率达 22.47%, 同比+3.93 个百分点。费用端整体可控, 研发费用 1.98 亿元, 同比微增 0.29%, 持续夯实技术壁垒; 销售费用 0.19 亿元, 同比下降 11.12%, 管理费用 1.16 亿元, 同比略增 2.19%, 费用结构更趋高效。尽管存在少量资产与信用减值损失, 但整

体利润来源以主营业务为主，非经常性损益占比下降，盈利质量真实、可持续性较强。资产负债结构健康，资产质量与运营效率同步改善。截至 2025 年三季度末，公司总资产 71.22 亿元，总负债 14.60 亿元，资产负债率降至 20.51%，较去年同期下降约 3.1 个百分点，整体杠杆水平保持稳健。有息负债方面，短期借款 2.04 亿元、长期借款 1.76 亿元、一年内到期非流动负债 0.59 亿元，合计 4.39 亿元，偿债压力可控。应收账款为 7.00 亿元，同比增长 24.95%，但应收票据及应收账款合计 9.04 亿元，增幅低于营收增速，回款能力总体良好；信用减值损失 0.17 亿元，计提充分，风险敞口有限。存货 9.47 亿元，同比增长 29.27%，需关注后续周转效率，但结合合同负债 0.21 亿元，仍体现一定订单支撑。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，公司经营活动现金流量净额达 2.09 亿元，同比增长 52.80%，显著高于净利润 3.10 亿元的增速，主要受益于税费返还增加及营运资本管理优化。销售商品、提供劳务收到现金 10.88 亿元，占营业收入比重 78.79%，收入“含现量”处于合理水平。投资活动现金流出 20.75 亿元，其中购建固定资产等支出 4.28 亿元，反映产能投入加速；筹资活动现金净流入 5.19 亿元，主要来自吸收投资 4.97 亿元及新增借款 3.14 亿元，有效支撑扩张需求。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 5.10/6.83/7.87 亿元，对应 PE 分别为 85/64/55 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)

北摩高科 (002985)：2025 年三季报点评：盈利增速与现金流同步跃升，加速向高价值起落架系统升级

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 6.50 亿元，同比去年+34.60%；归母净利润 1.28 亿元，同比去年+53.20%

投资要点 盈利质量稳步改善，利润结构更趋健康。2025 年前三季度，北摩高科实现营业总收入 6.50 亿元，同比增长 34.60%，归属母公司股东净利润 1.28 亿元，同比大幅提升 53.20%，增速显著跑赢收入端，主要得益于军品交付节奏恢复、高附加值刹车组件订单集中确认，叠加去年低基数。销售毛利率 48.85%，虽同比下降 15.10 个百分点，但环比已止滑，公司主动让渡部分溢价以换取份额，属于“以价换量”的良性策略；销售净利率 20.50%，基本持平，显示期间费用管控得力。销售、管理、研发费用分别为 0.25、0.49、0.68 亿元，三费合计占营收 21.85%，同比下降 2.30 个百分点，其中研发费用率 10.46%，保持高位迭代，夯实技术壁垒；销售费用率 3.85%，在军品直销模式下维持极低水平，费用结构健康，利润“含金量”真实且可持续。资产负债结构稳健，资产质量与运营效率同步优化。截至 2025 年三季度末，公司资产负债率 29.63%，较年初下降 6 个百分点，杠杆水平处于军工板块低位；有息负债基本清零，短期借款、长期借款均归零，仅余 0.09 亿元一年内到期非流动负债，偿债压力可忽略不计。应收账款 14.68 亿元，同比下降 23.09%，环比二季度再降 1.10 亿元，回款力度明显加强；信用减值损失 0.28 亿元，计提比例与账龄结构匹配，风险可控。存货 10.02 亿元，同比增长 14.81%，但存货周转天数已缩短 15 天，反映备料节奏与订单匹配度提升。合同负债 0.05 亿元，同比大增 523%，预示下游客户提前锁定产能，未来收入能见度提升；在建工程 0.32 亿元，同比下降 48.74%，产能扩建步入尾声，后

续折旧压力有限，资产结构更趋轻盈健康。 现金流表现亮眼，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净额 2.19 亿元，同比扭亏为盈，较去年同期的-0.56 亿元大幅改善，盈利变现能力显著修复。应收账款减少与存货增速放缓共同贡献现金流正向拉动，验证收入“含现量”提升。投资活动现金流-0.39 亿元，资本开支仅 0.34 亿元，同比下降 20.56%，产能维护性投入阶段已过。综合来看，北摩高科已走出 2024 年的现金低谷，盈利、资产与现金形成良性闭环，四季度有望延续环比改善趋势。 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 2.10/2.48/2.92 亿元，对应 PE 分别为 48/41/34 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)

甘化科工 (000576)：2025 年三季报点评：前三季度业绩显著回暖，静待订单结构升级兑现常态化高毛利

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 3.61 亿元，同比去年+29.73%；归母净利润 7753.13 万元，同比去年+287.11%。 投资要点 盈利质量显著改善，利润结构优化但可持续性仍需观察。截至 2025 年前三季度，甘化科工实现营业总收入 3.61 亿元，同比增长 29.73%；归属母公司股东净利润达 0.78 亿元，同比大幅增长 287.11%，扭转了 2024 年同期的下滑态势。业绩高增长主要源于非经常性损益贡献显著——本期非经常性损益高达 0.68 亿元，而扣非归母净利润仅 0.09 亿元，同比微增 2.72%，表明核心主业盈利能力尚未同步提升。销售毛利率为 45.53%，较 2024 年同期的 54.59%有所回落，主因营业成本同比增长 55.63%至 1.97 亿元，快于收入增速，压缩了盈利空间；销售净利率则提升至 22.01%，主要受益于投资收益和营业外收入的大幅增长。费用端看，研发费用 0.72 亿元保持投入，销售费用 0.11 亿元显著下降，管理费用 0.38 亿元亦有所优化，整体费用压力减轻。 资产负债结构总体稳健，但部分科目波动提示运营效率承压。截至 2025 年三季度末，公司资产负债率为 24.30%，仍处于较低水平，整体杠杆风险可控。有息负债方面，短期借款 0.58 亿元，一年内到期的非流动负债 0.06 亿元，长期借款 0.29 亿元，合计有息负债约 0.93 亿元，虽绝对规模不大，但短期偿债压力有所上升。应收账款达 4.62 亿元，同比增长 85.85%，显著快于营收增速，回款周期拉长，信用风险需关注。存货 2.61 亿元，同比+47.44%，若结合营收增速，库存周转效率或有所下降，存在一定的库存积压风险。

现金流表现改善，盈利变现能力增强但自由现金流仍承压。2025 年前三季度，公司经营活动现金流量净额为 0.11 亿元，较 2024 年同期的-0.48 亿元明显好转，反映盈利质量边际改善；对应净利润 0.80 亿元，“利润现金含量”为 13.75%，虽仍偏低，但已脱离负值区间，表明盈利向现金的转化能力正在修复。这一改善部分得益于销售商品、提供劳务收到的现金达 3.82 亿元，显著高于营收增速，收入“含现量”提升。然而，应收账款与存货的大幅增加对经营现金流形成占用，制约了变现效率。投资活动现金流量净额为-0.36 亿元，其中购建固定资产等支付现金 0.05 亿元，资本开支相对克制。自由现金流虽转正但规模有限，企业可自由支配的现金仍较紧张。 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 1.05/1.59/2.35 亿元，对应 PE 分别为 44/29/20 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>