

2025 年 10 月 27 日 星期一

经济要闻

- 第 28 次东盟与中日韩领导人会议：**国务院总理李强出席第 28 次东盟与中日韩领导人会议。他强调开放合作是宝贵经验，中方愿与各方加强战略对接，从营造良好环境、深化产业链协同、培育新动能三方面持续释放经济潜力。与会领导人表示合作机制作用重要，当前应团结协作，维护多边体制，推进多领域合作，提升供应链韧性，实现创新、包容和可持续发展。（资料来源：同花顺）
- 加拿大总理卡尼：**在回应近期美加贸易问题时表示，加拿大政府准备在国内进行大规模投资，并推进贸易多元化。加拿大计划在未来十年内，将对非美市场的出口增加一倍以上，价值将超过 3000 亿加元。他同时表示，加拿大政府随时准备继续推动与美国之间的贸易谈判。（资料来源：同花顺）
- 国家统计局：**1—9 月份，规模以上工业企业利润同比增长 3.2%，为去年 8 月份以来各月累计最高增速；较 1—8 月份加快 2.3 个百分点，呈现加快恢复态势。（资料来源：同花顺）
- 中国物流与采购联合会发布：**三季度我国食品冷链物流业务总需求量为 1.17 亿吨，同比增长 4.72%，增速较二季度加快 0.16 个百分点。今年前三季度，食品冷链物流业务总需求量为 3.09 亿吨，同比增长 4.49%，增速较上半年加快 0.14 个百分点。（资料来源：同花顺）
- 今日酒价披露的批发参考价：**10 月 27 日，25 年飞天茅台原箱较前一日下跌 20 元，报 1735 元/瓶；25 年飞天茅台散瓶较前一日下跌 15 元，报 1715 元/瓶。（资料来源：同花顺）
- 国际货币基金组织 (IMF) 预测：**美国政府的债务负担或将在本世纪首次超过意大利和希腊的水平，凸显出美国公共财政的严峻状况。IMF 预测显示，美国政府总债务将从当前水平上升逾 20 个百分点，到本十年末将达到 GDP 的 143.4%，超过疫情后创下的历史纪录。（资料来源：同花顺）
- 外交部发言人郭嘉昆：**在例行记者会上回应关于美军机在南海坠毁事件，郭嘉昆表示，中方愿意在人道主义基础上，向美方提供必要协助。同时指出，美方军机是在南海进行军事演练时坠毁的，并批评美方频繁派遣军舰军机到南海，是引发海上安全问题、破坏地区和平稳定的原因。（资料来源：同花顺）
- 中国人民银行行长潘功胜：**在 2025 金融街论坛年会上表示，人民银行将继续坚持支持性的货币政策立场，实施好适度宽松的货币政策，综合运用多种货币政策工具，提供短期、中期、长期流动性安排，保持社会融资条件相对宽松。同时，继续完善货币政策框架，强化货币政策执行和传导。（资料来源：同花顺）
- 人力资源和社会保障部发布：**全国 31 个省（自治区、直辖市）的最低工资标准第一档次均已达到 2000 元。与去年 10 月相比，至少已有 18 个省份调整了最低工资标准。内蒙古在调整后，最低工资标准第一档次为 2270 元，涨幅达 14.65%。贵州、安徽、福建、重庆、四川、青海、广西等地该档次的涨幅也在 10% 以上。（资料来源：同花顺）
- 中国人民银行发布公告：**10 月 27 日，央行以固定利率、数量招标方式开

本期编辑

分析师：孟斯硕

010-66554041

执业证书编号：

mengssh@dxzq.net.cn

S1480520070004

东兴证券研究所金股推荐

证券代码	证券简称
002074.SZ	国轩高科
002850.SZ	科达利
002991.SZ	甘源食品
300619.SZ	金银河
SZ	子
600012.SH	皖通高速
600176.SH	中国巨石
605123.SH	派克新材
688103.SH	国力电子
688111.SH	金山办公
688627.SH	精智达

数据来源：《十月金股汇》2025 年 09 月 29 日，东兴证券研究所

展了 3373 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.40%，投标量 3373 亿元，中标量 3373 亿元。（资料来源：同花顺）

重要公司资讯

1. 力拓集团与国家电力投资集团有限公司(国家电投)合作：在蒙古国奥尤陶勒盖(Oyu Tolgoi)铜矿正式启动纯电换电矿卡技术应用试点项目。此次试点项目是力拓首次在露天矿使用换电矿卡技术。（资料来源：同花顺）

2. 永茂泰：公司第三季度营收为 16.55 亿元，同比增长 59.65%；净利润为 3040.56 万元，同比增长 6319.92%。前三季度营收为 42.75 亿元，同比增长 54.66%；净利润为 5017.52 万元，同比增长 39.58%。（资料来源：同花顺）

3. 德林海：公司第三季度营收为 1.85 亿元，同比增长 94.96%；净利润为 4873.47 万元，同比增长 1,322.74%。前三季度营收为 2.93 亿元，同比下降 2.39%；净利润为 4564.19 万元，同比增长 61.87%。（资料来源：同花顺）

4. 骑士乳业：公司第三季度营收为 2.46 亿元，同比下降 6.78%；净利润为 2272.59 万元，同比增长 189.26%。前三季度营收为 9.14 亿元，同比增长 24.01%；净利润为 3909.71 万元，同比增长 281.30%。（资料来源：同花顺）

5. 德国大众集团旗下保时捷汽车：公司第三季度亏损达 9.66 亿欧元、约合人民币 80 亿元，受此影响，今年前三季度其销售利润同比大幅下滑 99%。（资料来源：同花顺）

每日研报**【东兴策略】政策点评：目标明确 坚定发展——党的二十届四中全会点评（20251024）**

中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议，于2025年10月20日至23日在北京举行。中央委员会总书记习近平作了重要讲话。全会听取和讨论了习近平受中央政治局委托所作的工作报告，审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》。

主要观点：

科技发展放到首要位置。把“高质量发展取得显著成效，科技自立自强水平大幅提高”放在了首要位置，强调了高质量发展的重要性，过去五年中国经济经历了从量到质的快速提升，未来重视增速的同时对高质量发展提到了战略高度，中国经济正在经历一场史无前例的产业升级，未来很长一段时间，中国经济正从追赶者向引领者转变，一定要依托高质量发展，才能在全球产业链中占有重要位置，因此，科技自立自强是未来高质量发展的核心发展基础，其中的自立自强更多强调发挥自身的科研优势，解决卡脖子问题，实现科技的自主可控大幅提高，为中国高质量发展提供更高的产业链安全保证。会议提出“建设现代化产业体系，巩固壮大实体经济根基”，强调了实体经济的重要性，“加快建设制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国”，会议明确五个方面的强国之路，指明了产业发展的方向。“加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力”

将扩大内需提到新的高度。会议提出“建设强大国内市场，加快构建新发展格局”，重点提到了“以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动，增强国内大循环内生动力和可靠性”，新需求和新供给强调了新的含义，一方面重视出现了新需求，另一方面创造新供给，在需求不足的情况下构建新格局体现在新上，后续可以关注消费端政策的持续发力。

A股市场延续慢牛格局。此次会议明确未来五年的发展目标，指引了政策重点发力的发展方向，有利于稳定市场中长期预期。尤其是政策端未来更加详尽的内容将引领市场新的发展方向，有利于资本市场与产业发展的良性互动，为中国资本市场形成新的发展格局奠定基础。我们看好市场中长期慢牛趋势延续，本次会议为中国资产重估提供了强有力的中期政策支持，有利于增强全球资本配置中国的信心。

配置建议：建议重点大科技板块，从短期市场来看，随着三季报逐步披露，市场重心有望回归业绩层面，有业绩支撑的科技股有望持续走强，尤其是与自主可控相关板块有望成为市场核心板块。同时，我们判断，在未来一到两个季度，消费板块将迎来转机，可以封低配置。

风险提示：经济数据不达预期，海外经济衰退。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572）

【东兴食品饮料】食品饮料：秋糖反馈符合预期（20251027）

近期第113届全国糖酒商品交易会（糖酒会）收官，白酒行业反馈的情况基本与中秋渠道反馈一致，中秋和

国庆期间白酒整体销售额虽然有下滑，但是需求最差时候已经过去。各家酒企为了能够发掘新的消费市场，纷纷出品低度酒欲抢占年轻消费市场，糖酒会期间今世缘 22 度新品亮相，低度酒话题再次引发关注。

今年秋季糖酒会整体氛围较为平淡，参展商总数及参观人流较往年秋糖均有所减少。糖酒会渠道反馈基本与中秋期间渠道反馈一致，渠道观点认为，虽然整体消费仍然在下滑，但是行业需求最差时候已经过去。根据盛初集团董事长王朝成在糖酒会上公布的调研数据显示，在市场剧烈分化下，今年中秋和国庆市场白酒整体销售额下滑约 25%，主要与团购和政务市场的大幅萎缩有关。王朝成认为，目前白酒需求已触及谷底，但去库存仍待时日。

在糖酒会上，一个新的趋势是低度酒成为酒企关注的新焦点。10 月 15 日，在秋糖会期间，今世缘 22 度新品“今世缘·多少”首度亮相。这是继 28 度国窖、29 度五粮液等产品之后又一家酒企推出的低度白酒产品。酒企纷纷推出低度白酒的背后是当前需求整体疲弱，酒企希望能通过低度酒扩大消费人群的需求。

即将到来的线上双十一促销活动或在淡季短期影响到白酒价格，但是我们认为短期价格的波动并不影响行业复苏进程，以茅台为首的龙头企业业绩展现出了较强的穿越周期性，龙头企业逐步触底的迹象更为明显。建议继续关注龙头酒企底部复苏机会，重点推荐贵州茅台。

市场回顾：糖酒会期间食品饮料各子行业中，周涨跌幅依次为：黄酒 6.55%，其他酒类 2.07%，啤酒 0.76%，白酒 0.43%，调味发酵品-0.26%，其他食品-0.66%，乳品-1.42%，软饮料-3.26%，肉制品-3.44%。

糖酒会期间酒类行业公司中，涨幅前五的公司中：会稽山 11.08%，古越龙山 5.07%，舍得酒业 4.92%，泸州老窖 4.76%，百润股份 4.33%；**涨跌幅后五名的公司为：**威龙股份-2.00%，百威亚太-3.10%，ST 兰黄-3.11%，皇台酒业-4.67%，华润啤酒-6.07%。

港股市场回顾：糖酒会期间恒深港股通必需性消费指数涨跌幅为-2.13%，锅圈 10.74%，康师傅控股 2.86%，蜜雪集团 2.34%，卫龙美味 2.09%，古茗 1.41%，中国飞鹤 0.51%，农夫山泉-1.39%，百威亚太-3.10%，周黑鸭-1.99%，华润啤酒-6.07%，益海国际-1.30%。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，商务需求恢复不及预期，样本数据偏差等。

（分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041 分析师：王洁婷 执业编码：S1480520070003 电话：021-25102900）

【东兴银行】银行业：25Q3 理财规模平稳增长，估值整改压力下资产端配置更审慎（20251027）

事件：10 月 23 日，银行业理财登记中心发布《中国银行业理财市场季度报告（2025 年三季度）》。

点评：

产品端：理财规模平稳增长，混合类、封闭式产品占比小幅提升，市场份额继续向理财公司集中。

三季度理财产品规模保持稳定增长。尽管三季度债市波动对理财收益表现有所拖累，但在居民存款到期再配置的资金流入下，理财规模保持平稳增长。截至 25Q3 末，全市场存续理财产品规模 32.13 万亿，同比增加 9.42%，较年初增加 2.18 万亿；25Q3 单季新增 1.46 万亿。产品结构总体稳定：从投资性质来看，25Q3 末混合类产品占比较年初上升 0.15pct 至 2.58%，固收类产品占比较年初下降 0.19pct 至 97.14%；从运作模式来看，25Q3 末封闭式理财占比较年初上升 0.22pct 至 19.42%，开放式产品占比 80.58%。

产品收益率：在估值整改及债市震荡下，理财收益率环比下行。自去年 12 月监管明确禁止理财公司通过收盘价调整、平滑估值或自建估值模型等方式来平滑净值波动以来，银行理财估值整改工作稳步推进，叠加今年债市行情震荡，理财收益率下行压力加大。根据普益标准报告，截至 25Q3 末，存续开放式固收理财（不含现金管理类）近 3 个月年化收益率均值为 2.61%，环比+5bp；存续现金管理类理财近 3 个月年化收益率均值为 1.37%，环比-13bp；存续封闭式固收类理财近 3 个月年化收益率均值为 2.69%，环比-28bp。三季度到期开放式固收类理财平均兑付收益率（年化）为 2.54%，环比下跌 21bp，落后平均业绩比较基准 28bp；到期封闭式固收类理财的平均兑付收益率（年化）为 2.73%，环比下跌 19bp，落后平均业绩比较基准 12bp。

理财公司市场份额进一步提升，未持牌银行预计逐步退出自管理财、转向代销。目前我国理财公司共 32 家，2024 年以来监管收紧理财公司牌照、未新增发放，中小银行获批难度较大。未持牌银行的理财份额不断转移至理财公司。截至 25Q3 末，理财公司存续理财规模占全市场的比例达到 91.13%，较年初提升 3pct。预计未来多数未持牌城农商行将逐步退出自管理财业务，转向产品代销。

资产配置端：估值整改压力下，出于降低净值波动考虑，理财资产配置更加审慎。三季度理财配置现金及存款占比上升，债券、同业存单占比下降。

从理财资产配置情况看，截至 25Q3 末，银行理财投资资产余额 34.33 万亿，同比增长 8.53%；杠杆率 106.65%，较去年同期降低 0.84pct。理财资产配置前三的资产分别是债券、现金及银行存款、同业存单，分别占总投资资产的 40.4%、27.5%、13.1%。其中，债券、同业存单占比环比二季度末下降 1.4pct、0.7pct；现金及银行存款占比环比提高 2.7pct。另外，今年理财配置公募基金占比整体有所提升，25Q3 末占比 3.9%，较年初提高 1pct；但环比下降 0.3pct。

后续展望

（1）居民“存款搬家”有望支撑理财规模保持平稳增长。随着存款利率下行至低位，居民面临前期高利率存款到期再配置选择。考虑这部分客户的整体风险偏好较低，预计更多配置到低波动的理财等安全性和流动性更优的产品。此外，随着理财公司逐步完成估值整改，真正意义上实现净值化转型，理财低波、资金稳定性面临一定挑战。

（2）基金销售新规征求意见稿若正式落地，可能引发理财短期赎回债基。过往理财配置债基主要出于流动性管理需求，平均持有期较短。而基金销售新规征求意见稿的主要方向是通过短期高赎回费，抑制机构频繁申赎、将债基作为短期流动性管理工具的行为。如果征求意见稿正式落地，短期可能引发理财赎回债基。中长期看，理财对公募基金的诉求将逐渐从流动性管理转变为收益增厚。

投资建议：随着中期分红逐步展开，以及充分调整后银行股息吸引力持续提升，长期资金布局有望带来资金面支撑。同时，在息差阶段企稳、中收延续改善下，银行基本面具有较强韧性。看好四季度市场风格再平衡下，银行板块估值修复行情。

风险提示：债市波动压力超预期，理财估值整改超预期，市场风险偏好变化超预期。

（分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013）

【东兴交通运输】快递 9 月数据点评：通达系单票收入继续回升（20251024）

事件：9 月全国快递服务企业业务完成量 168.8 亿件，同比增长 12.8%。件量增速维持在较低水平。

点评：

件量增速环比微增，但维持在较低水平：9 月全国快递服务企业业务完成量 168.8 亿件，同比增长 12.8%。分类型看，9 月同城件业务量同比下降 4.9%，异地件业务量增长 15.0%。7 月以来反内卷趋势逐渐成型，行业以价换量受到抑制，8-9 月件量增速都处于较低水平。

通达系单票收入环比皆明显提升：9 月中通和韵达件量同比增速环比下降，圆通增速则环比略有提升。韵达件量同比增速降至 3.6%，降幅较大，或与放弃了部分低价件有关。

价格方面，申通、圆通与韵达 9 月单票收入环比分别提升 2.9%、2.8%和 5.2%。韵达单票收入 8 月提升并不明显但 9 月大幅提升，可能是收入确认存在一定滞后，集中反映在了 9 月份。结合 8、9 两月一起看，申通、圆通和韵达单票收入 2 个月里环比合计提升分别为 0.15 元、0.13 元和 0.11 元，申通单票收入的提升最为明显。

顺丰件量同比增速冲顶回落，单价有所回升：顺丰 9 月件量同比增速冲顶回落，单票收入环比回升。我们认为顺丰本轮提升电商件业务占比主要任务是填充闲置产能，因此电商件吸纳能力存在上限，目前已经比较接近稳态。在行业整体反内卷的情况下，顺丰电商件业务的单票收入预计也有所回升。

本轮反内卷的持续性在逐步验证：8-9 月的经营数据体现出反内卷效果的可持续性。参考 21 年下半年的情况，我们预计行业单票收入的上行还会持续一段时间。但由于今年价格战烈度较 21 年略弱，单票收入的反弹幅度大概率不及 21 年。但即使如此，由于目前行业单票盈利水平已经降至较低水平，提价对于行业盈利的增益依旧较为明显。

投资建议：我们认为本轮行业反内卷的力度和持续性或超出市场预期，带动企业盈利和板块股价上涨。建议重点关注服务品质领先的行业龙头中通和圆通，以及经营数据改善较明显的申通。

风险提示：行业价格战加剧；人力成本攀升；政策面变化等

(分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904)

【东兴基础化工】化工行业：四中全会强调创新研发和绿色发展（20251024）

党的二十届四中全会于 2025 年 10 月 20 日至 23 日举行，审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》，会议公报于 10 月 23 日发布。我们认为，对于化工行业，科技创新和绿色发展是未来发展的长期目标。

科技创新是化工行业长期发展的趋势。会议公报强调，“加快高水平科技自立自强，全面增强自主创新能力，抢占科技发展制高点，不断催生新质生产力”。我们认为，以化工新材料为代表的重研发创新产品将具备长期发展潜力。目前，5G、新型显示、生物医疗、自动控制等终端应用逐步进入规模化发展，催生了各类配套材料的发展机遇。我国在相关本土企业的不断发展与追赶中，将持续推进高端材料的国产替代。一批本土企业经过多年的技术积累，在部分电子化工材料领域已经实现了技术突破，目前已打入部分国产下游芯片及显示面板的供应链体系中。我们认为，随着目前已实现国产替代的电子化工材料的品质及稳定性不断优化升级，并与下游国内客户深度绑定，这部分材料国产替代的比例有望不断增加；对于部分国产化率较低的高端材料，随着本土企业不断的研发投入、技术的不断突破，未来也有望实现“从零到一”的国产替代突破。此外，近几年化工行业研发投入力度加大，众多企业通过研发驱动向更多高壁垒的精细化学品和新材料领域拓展，一批优质的国内龙头公司市场份额有望继续增加。

绿色发展是化工行业长期良性发展的基石。会议公报提出，“加快经济社会发展全面绿色转型，以碳达峰碳中和为牵引，增强绿色发展动能”。我们认为，国家节能降碳政策的要求驱动相关高耗能行业落后产能逐步淘汰改造，部分子行业供需格局有望改善。2024 年国务院印发《2024-2025 年节能降碳行动方案》，要求 2024-2025 年石化化工行业节能降碳改造形成节能量约 4000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 1.1 亿吨。我们预计将有助于加快石化化工相关高耗能行业落后产能的淘汰，部分相关子行业供需格局或存在改善预期。

投资策略：从四中全会公报中可以看出化工行业未来长期的发展目标包括科技创新和绿色发展，我们认为部分细分领域存在较好的投资机会。我们建议重点关注：①供需格局有望改善、行业景气有望回升的子行业；②资本开支和研发共同驱动中长期增长的龙头企业；③受益于需求增加或国产替代持续推进的部分高端化工新材料。投资标的方面，我们推荐龙佰集团、华鲁恒升、扬农化工、新和成、国瓷材料。

风险提示：化工品需求不及预期；成本端大宗能源价格大幅上涨；产品价格大幅下滑；贸易摩擦导致出口大幅下滑；供给端行业新增产能投放超出预期。

(分析师：刘宇卓 执业编码：S1480516110002 电话：010-66554030)

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用用户应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。