

晨会纪要

数据日期: 2025-10-24	上证综指	深证成指	沪深 300 指数	中小板综指	创业板综指	科创 50
收盘指数 (点)	3950.31	13289.18	4660.68	14269.74	3858.09	1462.22
涨跌幅度 (%)	0.71	2.02	1.17	1.26	2.46	4.35
成交金额 (亿元)	8584.91	11157.17	5519.86	3879.74	5263.77	989.26

晨会主题

【重点推荐】

行业与公司

东方财富(300059.SZ) 财报点评:业绩弹性突出,关注基金代销业务复苏

【常规内容】

宏观与策略

- 宏观快评:二十届四中全会解读-单一增长转为多元驱动
- 宏观快评:美国 9 月 CPI 点评-通胀低于预期,后续“两降”信号渐明
- 宏观周报:宏观经济宏观周报-三季度经济的两大惊喜
- 宏观周报:多资产周报-如何看待近期原油价格大涨?
- 固定收益专题研究:固收+系列报告之一-国内固收+基金:现状解析与路径演进
- 固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪 (20251020-20251024)
- 固定收益周报:超长债周报-超长债交投活跃度小幅下降
- 固定收益周报:转债市场周报-内外部环境共振下随权益回暖
- 策略专题:估值周观察(10月第3期)-全球普涨,A股成长反弹
- 策略快评:策略解读-对比历史看四中全会公报:五年一次产业变迁

行业与公司

- 银行行业快评:唇齿相依,向创而行-二十届四中全会学习体会
- 传媒行业点评:从日历效应看传媒行业,当前或是布局良机
- 海外市场专题:美股市场速览-市场再创新高,大盘成长领先
- 海外市场专题:港股市场速览-市场整体回升,互联网板块领先
- 通信行业周报 2025 年第 43 周:全球算力高景气度延续,我国民营火箭亟待突破
- 农业行业周报:农产品研究跟踪系列报告(179)-旺季支撑畜禽价格回暖,看好肉牛价格 Q4 加速上行
- 食品饮料周报 (25 年第 39 周):三季报密集披露,白酒板块有望加速出清
- 宝丰能源(600989.SH) 财报点评:扣非归母净利同环比提升,规模效应持续释放
- 巨化股份(600160.SH) 财报点评:三代制冷剂景气周期延续,制冷剂均价逐季持续提升
- 卫星化学(002648.SZ) 财报点评:检修影响第三季度利润,看好公司长期

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 10月27日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	26160.15	0.74

基金指数 10月27日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3270.83	0.00
股票基金指数	12305.68	-0.27
混合基金指数	11501.44	-0.01

汇率 10月27日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.16	0.07
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.76	-0.02
美元兑日元	152.88	0.19

非流通股解禁 10月27日

名称	解禁数量 (万股)	流通股增加%	解禁日期
国信证券	47358.75	100.00	2025-08-14
西南证券	33000.00	100.00	2025-07-22
鹏欣资源	22026.56	100.00	2025-06-12
内蒙一机	412.50	82.58	2025-06-03
华电重工	408.34	100.00	2025-06-02
宁波银行	7581.90	95.06	2025-05-16
新点软件	15651.92	100.00	2025-05-16
华兰股份	3782.78	100.00	2025-04-30

成长

亿纬锂能(300014.SZ) 财报点评:动储电池出货量快速增长,股权激励与历史因素扰动短期利润

思源电气(002028.SZ) 财报点评:三季度业绩再创新高,海外业务持续放量

金风科技(002202.SZ) 财报点评:前三季度业绩同比增长 44%,国际业务稳步推进

重庆银行(601963.SH) 财报点评:国家战略核心承载区域,基本面持续改善

重庆银行(601963.SH) 财报点评:扩表提速,业绩实现高增

平安银行(000001.SZ) 财报点评:息差环比回升,资产质量平稳

中信证券(600030.SH) 财报点评:股债平衡配置,投资收益延续高增

山金国际(000975.SZ) 财报点评:矿产金成本优势明显,新项目建设稳步推进

金力永磁(300748.SZ) 财报点评:三季度业绩同增 173%,核心业务销量同比高增

中国有色矿业(01258.HK) 海外公司财报点评:经营业绩保持平稳,多个扩产项目同步推进

东鹏饮料(605499.SH) 财报点评:25 年第三季度收入延续高增,盈利能力提升

金徽酒(603919.SH) 财报点评:前三季度产品结构向上,经营节奏稳健

珠江啤酒(002461.SZ) 财报点评:三季度行业需求疲弱致收入小幅下滑,盈利能力延续提升

圣农发展(002299.SZ) 财报点评:全渠道策略成效显著, Q3 收入同比增长近 20%

乖宝宠物(301498.SZ) 财报点评:品牌直销拓展稳步推进,毛利率维持同比改善趋势

李宁(02331.HK) 海外公司快评:第三季度流水下滑中单位数,四季度新品有望密集发布

滔搏(06110.HK) 海外公司财报点评:上半财年业绩下滑收窄,中期分红率达 102%

金融工程

金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点(第 216 期)

金融工程周报:多因子选股周报-动量因子表现出色,中证 1000 增强组合年内超额 19.00%

金融工程周报:主动量化策略周报-微盘股指数创历史新高,四大主动量化组合本周均战胜股基指数

金融工程周报:港股投资周报-恒生科技领涨,港股精选组合年内上涨 69.75%

金融工程日报:沪指尾盘收涨,煤炭板块发力、量子材料午后拉升

金融工程日报:沪指放量收涨再创十年新高,双创指数强势领涨

【重点推荐】

行业与公司

◆ 东方财富(300059.SZ) 财报点评:业绩弹性突出, 关注基金代销业务复苏

公司发布 2025 年三季报。前三季度实现营收 115.89 亿元、同比+58.7%，实现归母净利润 90.97 亿元、同比+50.6%。加权平均 ROE 10.74%，同比+2.60pct。2024 年 Q4 以来，资本市场交投活跃度显著提升，驱动公司证券业务收入显著增长，尤其是证券经纪业务和两融业务显著增长，带动公司整体业绩同比大幅改善。2025 年以来，A 股日均成交额等关键变量延续高增长，公司业绩因此呈现持续高增。此外，公司近年来持续加大债券投资，投资收益占营收比重有所提升，前三季度固收资产投资收益同比下降略微拖累营收增速。

经纪及两融市占率延续提升趋势。公司 2025H1 股基交易额 16.03 万亿元（双边）、市占率 4.14%。公司 Q3 末两融余额 765.78 亿元、市占率 3.20%。前三季手续费及佣金净收入 66.40 亿元、同比+86.8%；利息净收入 24.05 亿元、同比+59.7%。代理买卖证券款 1,359 亿元、同比+20.5%，其中普通经纪、基金代销业务的代买款项均较年初增长。公司经纪收入占营收比重高达 50%左右，远高于传统券商，伴随市场交易量放大，公司经纪收入增长可为公司业绩持续贡献较大弹性。

基金代销保有规模业内领先，类型以权益基金为主。2025H1 末数据显示，其权益基金保有规模 3,838 亿元、占非货基金比重高达 56.8%（vs 蚂蚁基金约 50%）。期末公司非货基整体保有量 6,753 亿元、较年初增长 17.4%。受权益市场回暖影响，权益基金以及“固收+”基金销售热度有所提升，2025H1 代销基金 10,572 亿元，其中非货基金 6,260 亿元。公司主要客户为零售客户，受代销费率下降影响较小，并且伴随市场回暖，基金代销费率下降趋势或将逐步减缓，同时保有规模增长可有力缓冲费率下降影响。

流量赋能牌照，竞争力持续，龙头地位稳固。公司手握东方财富网及天天基金两大互联网流量池，社区化运营已较为成熟，用户粘性较高。旗下金融牌照已含证券经纪、基金销售、两融、期货经纪、资产管理、投行等多种类，流量变现链条较长，发展潜力较大。公司 AI 大模型“妙想”持续迭代升级，凭借用户规模+AI 技术+数据储备，或可赋能投顾、投教、投研等领域。

投资建议：考虑到 2024Q4 市场交投活跃度较高使得基数较高，并且公司主营中经纪收入占比较高，Q4 单季业务增速或不突出。因此公司前三季度业绩虽亮眼，但我们维持 2025-27 年盈利预测不变。公司当前 PE TTM 36.80x，处近 5 年 59.2%分位。公司流量优势突出，金融牌照全面，考虑到公司经纪&两融市占率提升的成长性，我们对公司维持“优于大市”评级。

风险提示：股票市场景气度下降，证券业务市占率下降，基金代销承压等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、王德坤（S0980524070008）

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:二十届四中全会解读-单一增长转为多元驱动

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。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的第十五个五年规划的建议》。

证券分析师： 田地（S0980524090003）、李智能（S0980516060001）、邵兴宇（S0980523070001）、董德志（S0980513100001）

联系人：王奕群

◆ 宏观快评:美国 9 月 CPI 点评-通胀低于预期, 后续“两降”信号渐明

美东时间 10 月 24 日, 美国劳工统计局公布 9 月 CPI 通胀数据: 同比来看, 整体 CPI 上涨 3.0%, 较上月上行 0.1 个百分点, 核心 CPI 上涨 3.0%, 较上月回落 0.1 个百分点。环比来看, CPI 下降 0.3%, 较上月低 0.1 个百分点, 核心 CPI 上涨 0.2%, 较上月下行 0.1 个百分点。

证券分析师: 田地 (S0980524090003)、邵兴宇 (S0980523070001)、董德志 (S0980513100001)

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-三季度经济的两大惊喜

第一个意料之外的惊喜: 增速水平达到 4.8%。

4.8%这个数字, 与我们模型的测算结果出现了显著偏差。三季度国内基建投资增速较二季度回落 13.3 个百分点, 房地产开发投资增速回落 7.2 个百分点。根据历史数据模型测算, 基建和地产投资如此大幅度的下滑, 本该拖累经济增长 0.7 个百分点, 由此我们内部测算的三季度 GDP 增速仅为 4.1%。

这个差距揭示了一个重大变化: 传统上被认为是经济命脉的房地产和基建, 在国民经济统计中的重要性正在显著下降。换句话说, 中国经济肌体正在发生结构性变化——旧肌肉虽然在萎缩, 但新肌肉的生长速度超出了所有人的想象。这个意外让人欣喜, 因为它意味着政府可以更从容地推进新旧动能转换, 未来的政策重心或将更多“投资于人”而非“投资于钢筋水泥”。

第二个意料之外的惊喜: 出口的超级韧性。

另一个意外来自外部需求。在二季度经历强劲的“抢出口”后, 市场普遍预期三季度出口将明显回落。然而现实是, 三季度出口增速达到 6.6%, 甚至比二季度的 6.2%还要高。

如何理解这种韧性? 常见的解释是新兴市场需求崛起弥补了欧美市场的缺口。但实际上美欧日韩等发达经济体仍占据全球需求的七成左右, 其他经济体的需求总量仍然有限。因此, 在全球贸易冲突加剧的大背景下, 中国出口的真正底气, 不仅在于市场多元化, 更在于我们重建全球供应链的速度超出了所有人的想象。

当贸易战的关税壁垒竖起时, 中国制造依然能够通过重新布局的供应链网络, 相对顺畅地流向全球主要市场。这种强大的供应链自适应能力, 或许是市场对中美关税战逐渐“脱敏”的根本原因。

启示: 换挡时刻的新逻辑

三季度的经济数据给我们最大的启示是: 中国经济正在经历深刻的“换挡”——传统引擎的噪音虽然仍大, 但新动能的推力已不容忽视。理解当下的中国经济, 需要跳出传统的“基建地产”思维定式, 更多关注新兴产业的发展韧性和供应链的重构能力。

这个换挡过程或许会伴随阵痛, 但三季度的“意外”告诉我们: 中国经济的自适应能力, 可能比我们想象的更为强大。在居民部门完成资产负债表修复之前, 这种“政府托底+出口韧性+新动能成长”的组合, 或将持续为我们提供平稳过渡的宝贵时间窗口。

风险提示: 海外市场动荡, 存在不确定性。

证券分析师: 李智能 (S0980516060001)、田地 (S0980524090003)、董德志 (S0980513100001)

联系人: 王奕群

◆ 宏观周报:多资产周报-如何看待近期原油价格大涨?

如何看待近期原油价格大涨? 本周国际油价呈现爆发式上涨, 截至 10 月 24 日, WTI 原油较上周低点累计反弹近 8%, 突破 60 美元/桶关口, 布伦特原油同步回升至 62 美元/桶以上。此轮暴涨的核心推手是欧美对俄罗斯原油产业链的新一轮制裁, 且明确牵扯中国与印度两大原油进口国。

欧盟第 19 轮对俄制裁已获成员国批准, 首次将中国石油链条纳入清单。美国则直接对俄最大两家石油公司 Rosneft (全球第二大石油生产商) 和 Lukoil 实施全面交易禁令。中印作为俄油主要进口方被深度

牵涉，美国与印度贸易谈判接近达成，印度承诺限制俄油进口，市场预期其替代需求将推升美布两油需求，而中国实体被列入制裁清单，加剧了全球供应链紧张担忧，进一步放大原油供应端收缩预期，成为油价拉升的重要催化因素。目前市场普遍预期对俄原油制裁影响原油供应大约在 150 万桶-220 万桶/日。尽管短期制裁驱动油价反弹，但从宏观层面看，原油逻辑是否全面反转仍有待观察。核心因素在于，目前原油需求端存在较大不确定性。关税问题对全球原油需求预期形成持续压制；美国非农就业数据疲软，反映经济复苏动能不足，间接影响原油消费潜力。

多资产图景：

整体收益方面，本周（10 月 18 日至 10 月 25 日），权益方面，沪深 300 上涨 3.25%，恒生指数上涨 3.62%，标普 500 上涨 1.92%；债券方面，中债 10 年上涨 2.41BP，美债 10 年下跌 0BP；汇率方面，美元指数上涨 0.4%，离岸人民币升值 0.01%；大宗商品方面，SHFE 螺纹钢上涨 0.44%，伦敦金现下跌 2.85%，伦敦银现下跌 11.27%，LME 铜上涨 2.66%，LME 铝上涨 2.28%，WTI 原油上涨 6.89%。

资产比价方面，本周金银比数值为 85.5，较上周上升 7.41；铜油比数值为 175.73，较上周下降 7.24；铜螺比数值为 28.69，较上周上升 0.98；金铜比数值为 0.38，较上周下降 0.03；股债性价比数值为 4.01，较上周下降 0.21；AH 股溢价数值为 118.58，较上周下降 1.16。

库存方面，最新一周原油库存为 44355 万吨，较上周上升 278 万吨；螺纹钢库存为 467 万吨，较上周上升 4 万吨；阴极铜库存为 109690 吨，较上周上升 14656 吨；电解铝库存为 62 万吨，较上周上升 2 万吨。

资金行为方面，最新一周美元多头持仓 14032 张，较上周上升 1541 张，空头持仓 24376 张，较上周下降 1009 张；黄金 ETF 规模 3365 万盎司，较上周下降 1 万盎司。

风险提示：海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

证券分析师：邵兴宇（S0980523070001）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益专题研究：固收+系列报告之一——国内固收+基金：现状解析与路径演进

“固收+”的定义：广义的“固收+”指以债券等固定收益资产为配置主体，同时辅以其他风险资产增厚收益的投资组合。常见的“+”资产包括：+股票、+可转债、+衍生品、+商品等。

固收+公募基金业绩回溯：最近十年，万得混合债券型一级基金指数、万得混合债券型二级基金指数、万得偏债混合型指数、万得灵活配置型基金指数、万得平衡混合型指数和可转债基金指数的年化收益率分别为 3.71%、3.57%、4.40%、7.08%、4.07%和 3.06%，对应的夏普比率分别为 1.13、0.46、0.73、0.47、0.25 和 0.16。

从国信固收+公募基金样本池来看，2023 年底已经成立的 1279 只固收+基金中，49.3%的基金年化收益率（2009 年-2025 年 9 月 30 日期间）分布在 2.5%-5%之间，26.7%分布在 5%-7.5%之间，15.5%分布在 0%-2.5%之间，9.9%的基金年化收益率为正。

规模方面，截止 2025 年二季度末，我国固收+基金的总规模 23,276 亿元，平均总规模 17 亿。资产配置方面，二季度固收+基金债券资产占比 88.2%，股票资产占比 7.9%，银行存款占比 1.4%。债券券种方面，可转债资产占比 10.6%，企业债占比 39%，金融债占比 27.5%，利率债占比 19.7%。综合来看，2025 年二季度我国固收+基金股票类资产（股票+可转债）占总规模比重高达 17.3%。

绩优固收+公募基金业绩归因：我们对国内三只历史业绩良好的固收+基金进行全方位分析。三只基金各具特色，投资中借助不同的大类资产，通过不同的策略，在控制风险的前提下追求收益最大化，是优秀的固收+投资组合代表。

固收+公募基金新探索：从国信“固收+”基金样本池来看，随着国内利率绝对水平的不断下降，国内基金产品投资创新也在不断拓展，“固收+”基金在各类资产上的尝试百花齐放。

风险提示：本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议，使用前请仔细阅读报告末页“免责声明”。

证券分析师：赵婧（S0980513080004）、王艺熹（S0980522100006）、陈笑楠（S0980524080001）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪 (20251020-20251024)

我们定期梳理从公开渠道可获得的最新的可交换私募债(私募 EB)项目情况,对私募可交换债项目做基本要素跟踪,私募发行条款发行过程可能有更改,请以最终募集说明书为准,发行进度请与相关主承销商咨询。

上周新增项目信息如下:(部分项目因合规原因未予列示)

1. 福建省国有资产管理有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所反馈,拟发行规模为 2 亿元(本次反馈规模调降),正股为福光股份(688010.SH),主承销商为国新证券,交易所更新日期为 2025 年 10 月 24 日;
2. 奥瑞金科技股份有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所反馈,拟发行规模为 12.5 亿元,正股为永新股份(002014.SZ),主承销商为中信建投证券,交易所更新日期为 2025 年 10 月 21 日;
3. 杭州钢铁集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所受理,拟发行规模为 10 亿元,正股为杭钢股份(600126.SH),主承销商为浙商证券,交易所更新日期为 2025 年 10 月 23 日;
4. 四川九洲投资控股集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行科技创新可交换公司债券项目获交易所受理,拟发行规模为 10 亿元,正股为四川九洲(000801.SZ),主承销商为中信证券,交易所更新日期为 2025 年 10 月 20 日;

风险提示

项目获批进度不及预期,经济增速下滑。

证券分析师: 王艺熹(S0980522100006)、吴越(S0980525080001)、赵婧(S0980513080004)

◆ 固定收益周报:超长债周报-超长债交投活跃度小幅下降

超长债复盘:上周公布的三季度 GDP 同比 4.8%符合预期,但 9 月固定资产投资和社会消费品零售总额同比继续回落,短期经济依然存在压力。另外中美对话开启,欧洲支持俄乌停战,上证指数继续创新高,债市小幅回调,超长债小跌。成交方面,上周超长债交投活跃度小幅下降,交投非常活跃。利差方面,上周超长债期限利差缩窄,品种利差缩窄。

超长债投资展望:

30 年国债:截至 10 月 26 日,30 年国债和 10 年国债利差为 36BP,处于历史较低水平。从国内经济数据来看,9 月经济下行压力继续增加。三季度 GDP 同比 4.8%,较二季度回落 0.4%。通胀方面,9 月 CPI 为 -0.3%,PPI-2.3%,通缩风险依存。我们认为,当前债市反弹概率更大。去年四季度以来的经济企稳,主要来自于中央加杠杆的托底。考虑到今年四季度增发国债的概率较低,预计四季度政府债券融资增速继续回落,四季度国内经济依然承压。考虑到前期 30-10 利差大幅走阔,预计伴随债市的反弹,30-10 利差会阶段性压缩。

20 年国开债:截至 10 月 26 日,20 年国开债和 20 年国债利差为 12BP,处于历史极低位置。从国内经济数据来看,9 月经济下行压力继续增加。三季度 GDP 同比 4.8%,较二季度回落 0.4%。通胀方面,9 月 CPI 为 -0.3%,PPI-2.3%,通缩风险依存。我们认为,当前债市反弹概率更大。去年四季度以来的经济企稳,主要来自于中央加杠杆的托底。考虑到今年四季度增发国债的概率较低,预计四季度政府债券融资增速继续回落,四季度国内经济依然承压。前期国开债收益率上行更多,20 年国开债品种利差小幅走阔,预计短期也将再度压缩。

一级发行:上周超长债发行量激增。和上上周相比,超长债总发行量大幅上升。

成交量:上周超长债交投非常活跃。上周超长债交投活跃度小幅下降。

收益率:上周公布的三季度 GDP 同比 4.8%符合预期,但 9 月固定资产投资和社会消费品零售总额同比继续回落,短期经济依然存在压力。另外中美对话开启,欧洲支持俄乌停战,上证指数继续创新高,债市小幅回调,超长债小跌。

利差分析：上周超长债期限利差缩窄，绝对水平偏低。上周超长债品种利差缩窄，绝对水平偏低。

风险提示：海外市场动荡，全球不确定性上升。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）

◆ 固定收益周报:转债市场周报-内外部环境共振下随权益回暖

上周市场焦点（10月20日-10月24日）

股市方面，上周权益市场表现强势，沪指再创十年新高，海外科技巨头上修光模块指引、存储芯片持续涨价、重要会议对“加快高水平科技自立自强”相关表述等带动下，科技板块全面爆发，而农林牧渔、食品饮料等消费板块表现相对较弱。

债市方面，上周债市震荡走弱，中美将举行新一轮贸易谈判、中美贸易局势或将缓和，党的二十届四中全会召开提振投资者信心，市场风险偏好有所提升，权益市场情绪较好，股市跷跷板作用下债市情绪受到压制；周五10年期国债利率收于1.85%，较前周上行2.4bp。

转债市场方面，上周转债个券多数收涨，中证转债指数全周+1.47%，价格中位数+1.69%，我们计算的算术平均平价全周+2.60%，全市场转股溢价率与上周相比-1.16%。个券层面，晨丰（风电概念）、精达（可控核聚变概念）、蒙泰（聚丙烯纤维）、春秋（消费电子）、航宇（航空航天）转债涨幅靠前；亿田（算力概念）、嘉泽（绿醇概念）、惠城（废催化剂处理）、恒邦（贵金属&已公告强赎）、豫光（贵金属）转债跌幅靠前。

观点及策略（10月27日-10月31日）

上周重要会议召开，叠加中美关税局势释放出缓和信号，市场风险偏好有所修复，风格上科技板块表现更优，转债跟涨势能较好，价格中位数回升至131元，多数平价区间转债溢价率有所修复，etf规模重回正增长。

本周市场或主要围绕“十五五”规划及上市公司三季报进行交易，科技成长产业催化密集，建议逢低布局AI算力、机器人、低空经济等方向中业绩确定性强的标的。近期市场轮动较快，中美贸易谈判仍存在较高的不确定性，浦发转债到期后部分资金存在底仓再配置的需求，关注银行、煤炭等股息水平高的红利板块。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、吴越（S0980525080001）、赵婧（S0980513080004）

◆ 策略专题:估值周观察(10月第3期) - 全球普涨，A股成长反弹

近一周（2025.10.20-2025.10.24）海外市场集体上涨，估值多数温和扩张。韩国和香港涨幅显著，韩国综合指数、恒生科技指数涨幅均超过5%。欧元区英国富时100领涨（+3.11%）；美国各指数均上涨2%左右。估值多数温和扩张，除纳斯达克、罗素3000、德国DAX、印度SENSEX30指数PE微幅收缩，反映盈利上修。仅韩国综合指数（+3.60x）、恒生科技（+1.15x）PE扩张幅度超过1x。当前东证指数各项估值分位数水平均达100%，英国富时100、法国CAC40也达极高位；韩国滚动1年估值分位数达极高位；印度SENSEX30各项估值分位数相对较低。

近一周（2025.10.20-2025.10.24），A股核心宽基集体反弹，估值修复。具体来看，规模上，国证2000（+3.58%）领涨，其余规模指数涨幅均超过2.5%，分化不明显；风格上，大盘成长（+5.08%）领涨，成长风格明显占优。估值均扩张，中证2000（+4.08x）PE扩张最显著，此外，中证1000、国证2000、小盘指数PE扩张幅度均超过1x。截至10月24日，A股主要宽基指数PE、PB、PS基本位于近一年99%-100%分位数，PCF分位数处于低位，位于36%-55%分位数。短中期来看，大盘价值仍相对占优，其4项估值指标的1年、3年滚动分位数水平均值分别为75.36%、84.58%；长期来看，大盘成长相对占优，其4项估值指标的5年滚动分位数均值为49.32%。整体而言，小盘成长估值分位数最高，4项估值指标的1年、3年、5年滚动分位数水平均值分别为89.15%、96.39%、97.79%。三年分位数视角，PE、PB和PS分位数水平整体高于PCF。

本周一级行业涨多跌少，估值整体扩张。仅美容护理、食品饮料、农林牧渔下跌，其余行业均上涨，TMT 板块反弹明显，通信（+11.55%）、电子（+8.49%）领涨。估值与股价变动方向一致，整体扩张。电子（+5.77x）、通信（+5.08x）、计算机（+3.55x）PE 显著扩张，机械设备、电力设备、国防军工、社会服务、传媒、综合的 PE 扩张幅度均超过 1x。

必选消费行业估值性价比占优。综合看 PE、PB、PS、PCF 分位数，以电子、通信为代表的 TMT 板块，估值处于相对高位。不同滚动年份窗口的估值分位数均值均大于 97%。有色金属的短中期估值水平也位于高位，1 年/3 年估值分位数均值分别为 97.11%/99.04%。以食品饮料和农林牧渔为代表的下游必选消费行业估值性价比突出。食品饮料 1 年/3 年/5 年四项估值分位均值仅为 34.45% / 19.24% / 11.54%，农林牧渔为 58.11% / 34.94% / 23.97%，估值修复空间较大；纺织服饰和医药生物 1 年/3 年/5 年的估值分位数均值均小于 88%，整体处于中等水平。

本周新兴产业集体上涨，光电半导体产业链表现突出。仅创新药（-0.25%）下跌。数字经济板块涨幅强势，5G（+12.66%）、数字经济（+9.24%）、IDC（+8.90%）、人工智能（+8.54%）领涨。估值方面，除氢能、动力电池、基因检测、体外诊断的 PE 收缩，其余均扩张。其中，半导体产业、IDC 的 PE 扩张幅度超过 10x，人工智能、5G、集成电路超过 5x。热门概念方面，本周光电半导体产业链表现突出，领涨概念包括光模块（CPO）、Wind 香港半导体、高频 PCB、电子元器件、万得光通信。

风险提示：海外货币政策节奏和幅度的不确定性；文中所列指数、个股产品仅作为历史复盘，不构成投资推荐的依据

证券分析师：王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

◆ 策略快评：策略解读-对比历史看四中全会公报：五年一次产业变迁

事项：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。十五五”时期经济社会发展主要目标，主要包括七个方面：一是高质量发展取得显著成效，二是科技自立自强水平大幅提高，三是进一步全面深化改革取得新突破，四是社会文明程度明显提升，五是人民生活品质不断提高，六是美丽中国建设取得新的重大进展，七是国家安全屏障更加巩固。

风险提示：美联储降息节奏不确定性，海外地缘问题演绎方向不确定性

证券分析师：王开（S0980521030001）

行业与公司

◆ 银行业快评：唇齿相依，向创而行-二十届四中全会学习体会

新华社 10 月 23 日受权发布《中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议公报》。我们认为，金融行业与实体经济唇齿相依，科技金融对建设现代化产业体系、实现高水平科技自立自强具有重要意义，金融行业发展也有望从中受益。

证券分析师：王剑（S0980518070002）、孔祥（S0980523060004）、陈俊良（S0980519010001）、王德坤（S0980524070008）

◆ 传媒行业点评：从日历效应看传媒行业，当前或是布局良机

我们统计了从 2008 年 1 月到 2025 年 9 月期间传媒及子行业（申万行业指数）逐月表现，从历史数据来看，传媒行业及子行业在部分月份具备较为明显的日历效应，其中 11 月份具备较高的正收益表现和概率；结合行业自身发展变化及近期表现，板块或将迎来较好的布局机会。

国信传媒观点：1）从 93 个月的历史数据（2008 年 1 月到 2025 年 9 月）表现来看，传媒行业在 2 月及 11 月具备非常好的正收益概率且具备显著的季节效应；主要子行业中游戏、广告营销、影视原先、出版等行业亦有类似特性（参见正文图表）；业绩披露周期或是传媒行业日历效应表现的重要原因；2）当前时点来看，十月份传媒行业调整显著、三季报业绩风险即将释放，从历史规律来看具备向上基础；行业基本面及催化来看，游戏及潮玩行业景气度及业绩表现持续上行、“广电 21 条”出台及 AI 应用领域

持续落地推进，业绩及主题方向均具备上行催化可能。3) 投资建议：结合历史日历效应表现及传媒板块自身基本面及主题催化可能，行业有望迎来触底向上机会；方向上，a) 从景气及估值角度，持续看好游戏、IP 潮玩龙头，近期调整赋予良好机会，结合产品周期及业绩表现，游戏推荐巨人网络、恺英网络、吉比特等标的；IP 潮玩重点推荐泡泡玛特；b) 关注内容政策转向与 AI 应用机会，重点看好 AI 动漫短剧方向；影视内容关注政策转向、供给端底部改善带动需求改善可能，推荐平台（芒果超媒、哔哩哔哩）、内容（光线传媒、华策影视等）以及播放渠道（万达电影等）；AI 应用重点把握应用场景机会，重点关注 AI 动漫短剧方向，关注广告、玩具等领域机会，AI 动漫短剧推荐中文在线、阅文集团、昆仑万维、华策影视等标的，广告等方向推荐汇量科技、浙文互联等标的。4) 风险提示：日历效应失效，业绩风险，监管政策风险，AI 应用低于预期等。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 海外市场专题：美股市场速览-市场再创新高，大盘成长领先

价格走势：市场再创新高，大盘成长领先

本周，美股持续修复并创新高。标普 500 涨 2.4%，纳斯达克涨 3.9%。

风格方面：大盘成长（罗素 1000 成长+3.2%）>小盘价值（罗素 2000 价值+2.5%）>小盘成长（罗素 2000 成长+2.3%）>大盘价值（罗素 1000 价值+1.4%）。

18 个行业上涨，6 个行业下跌。上涨幅度较大的行业有：技术硬件与设备（+3.9%）、零售业（+3.2%）、资本品（+3.0%）、医疗保健设备与服务（+2.7%）、软件与服务（+2.6%）；下跌幅度较大的行业有：电信业务（-4.6%）、食品与主要用品零售（-0.9%）、运输（-0.6%）、食品饮料与烟草（-0.4%）、公用事业（-0.2%）。

资金流向：总体流速放缓，行业分化加剧

本周，标普 500 成分股估算资金流（涨跌额 x 成交量）为+65.6（亿美元，下同），上周为+91.7，近 4 周为+197.9，近 13 周为+558.0。

16 个行业资金流入，8 个行业资金流出。资金流入的行业主要有：半导体产品与设备（+22.9）、技术硬件与设备（+10.3）、综合金融（+8.5）、软件与服务（+8.0）、汽车与汽车零部件（+7.2）；资金流出的行业主要有：媒体与娱乐（-13.2）、电信业务（-3.1）、耐用消费品与服装（-2.3）、食品饮料与烟草（-1.2）、运输（-0.7）。

盈利预测：快速上修格局，汽车大幅上修

本周，标普 500 成分股动态未来 12 个月 EPS 预期上调 0.4%，上周上调 0.4%。

21 个行业盈利预期上升，3 个行业盈利预期下降。上修幅度领先的行业有：汽车与汽车零部件（+9.0%）、材料（+1.6%）、技术硬件与设备（+0.7%）、综合金融（+0.5%）、保险（+0.5%）；业绩下修的行业有：耐用消费品与服装（-0.5%）、电信业务（-0.3%）、医疗保健设备与服务（-0.2%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 海外市场专题：港股市场速览-市场整体回升，互联网板块领先

股价表现：整体回升，科技涨幅领先

本周，恒生指数+3.6%，恒生综指+3.6%。风格方面，大盘（恒生大型股+4.0%）>中盘（恒生中型股+2.1%）>小盘（恒生小型股+1.2%）。

主要概念指数分化较大，表现较优的是：恒生互联网（+5.9%）；表现较弱的是：恒生生物科技（-0.9%）。

国信海外选股策略均有所上涨，涨幅较领先的是 ROE 策略全天候型（+6.2%）。

25 个行业上涨，5 个行业下跌。涨幅居前的行业有：石油石化（+7.3%）、机械（+6.8%）、商贸零售（+6.6%）、

纺织服装（+5.4%）、消费者服务（+5.3%）；下跌的行业有：综合（-2.1%）、基础化工（-1.9%）、医药（-1.4%）、钢铁（-1.2%）、轻工制造（-0.2%）。

估值水平：整体回升至较高水平

本周，恒生指数估值（动态预期 12 个月正数市盈率，后同）+3.4%至 12.1x；恒生综指估值+2.8%至 12.1x。主要概念指数中，估值上升幅度较大的是恒生互联网（+5.9%至 19.0x）；估值下降幅度较大的是恒生消费（-2.1%至 14.8x）。

国信海外选股策略估值均有所回升，估值上升幅度较大的是 ROE 策略全天候型（+6.4%至 14.4x）。

24 个行业估值上升，5 个行业估值下降。估值上升幅度领先的有：石油石化（+7.4%）、商贸零售（+6.9%）、消费者服务（+6.3%）、纺织服装（+5.8%）、机械（+5.2%）；估值下降的有：基础化工（-4.3%）、医药（-2.4%）、轻工制造（-1.6%）、电力设备及新能源（-1.3%）、建材（-0.9%）。

业绩预期：整体快速上修，行业有所分化

恒生指数 EPS（动态预期 12 个月正数 EPS，后同）+0.5%；恒生综指 EPS 0.5%。

主要概念指数中，EPS 上修幅度较大的是恒生消费（+1.8%）；没有 EPS 下修的概念指数。

国信海外选股策略中，EPS 上修幅度较大的是红利贵族（+0.3%）；EPS 下修幅度较大的是自由现金流 30（-1.7%）。

19 个行业 EPS 上修，9 个行业 EPS 下修，1 个基本持平。上修幅度较大的有：电力设备及新能源（+3.8%）、基础化工（+2.4%）、有色金属（+2.2%）、机械（+1.6%）、轻工制造（+1.4%）；下修幅度较大的行业有：煤炭（-3.3%）、钢铁（-2.1%）、消费者服务（-0.9%）、计算机（-0.4%）、纺织服装（-0.3%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 通信行业周报 2025 年第 43 周：全球算力高景气度延续，我国民营火箭亟待突破

行业要闻追踪：朱雀三号遥一运载火箭飞行试验任务完成第一阶段工作，中国商业航天加速发展。2025 年 10 月 18 日-20 日，蓝箭航天朱雀三号遥一运载火箭在东风商业航天创新试验区液氧甲烷火箭 2 号发射工位顺利完成首飞任务的第一阶段工作——加注合练及静态点火试验。

贯彻落实党的二十届四中全会精神，持续加强“十五五”人工智能顶层设计和体系化部署。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。会上，科技部党组书记、部长阴和俊表示，中国政府高度重视人工智能，持续营造良好的创新生态，推动人工智能加快发展。

全球算力高景气度延续。（1）10 月 23 日，Anthropic 与谷歌正式宣布价值百亿美元的云服务合作协议。预计带来百万级谷歌定制 TPU 芯片，并在 2026 年带来预计 1GW 的 AI 算力。（2）华工科技数通业务快速增长，毛利率显著提升。2025 年三季度归母净利润 4.10 亿元，同比+32.89%。公司光模块业务受益于数通光模块放量利润保持高速增长，激光设备以及传感器业务受行业季节性需求变化导致增长乏力，同时光模块业务毛利显著提升。（3）光迅科技营收环比增长 8.88%，毛利率环比增长。2025 年三季度归母净利润 3.47 亿元，同比+35.42%。业绩增长主要受益于产品结构变化，高速率光模块需求占比提升，有望持续受益于国产算力发展。（4）2025Q3 光缆出口数据环比增长 9.04%，行业景气度持续。整体来看，光缆出口 2025M9 收入 4.1 亿元，同比+55.74%，环比-25.42%。2025 年三季度总收入 17 亿，同比增长 128.84%，环比+9.04%，其中湖北、上海、河南省分别环比增长 21.4%、16.0%和 14.6%。

行情回顾：本周通信（申万）指数上涨 11.55%，沪深 300 指数上涨 3.24%，相对收益 8.30%，在申万一级行业中排名第 1 名。分领域看，光模块光器件、工业通信和光纤光缆表现相对靠前。

投资建议：建议持续关注 AI 算力基础设施发展

（1）10 月步入 Q3 财报季，算力基础设施供应商业绩有望持续验证算力高景气度。推荐关注光器件光模块（中际旭创等），通信设备（中兴通讯等），液冷（英维克等）。

（2）三大运营商仍属红利配置重要资产，三大运营商经营稳健，并且分红比例持续提升，高股息价值

仍在，建议长期持续配置三大运营商。

2025 年第 44 周重点推荐组合：中国移动、中际旭创。

风险提示：宏观经济波动风险、数字经济投资建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦等外部环境变化。

证券分析师：袁文翀（S0980523110003）、张宇凡（S0980525080005）

联系人：赵屿

◆ 农业行业周报:农产品研究跟踪系列报告（179）-旺季支撑畜禽价格回暖，看好肉牛价格 Q4 加速上行

周度农产品跟踪：新一轮牛价上涨已开启，反内卷支撑中长期生猪价格。

生猪：行业反内卷有望支撑猪价中长期表现。10 月 24 日生猪价格 11.82 元/公斤，周环比+6.01%；15kg 仔猪价格约 17.66 元/公斤，周环比-1.83%。

白鸡：供给小幅增加，关注旺季消费修复。10 月 24 日，鸡苗价格 3.36 元/羽，周环比+2.13%；毛鸡价格 6.88 元/公斤，周环比+0.15%。

黄鸡：供给维持底部，有望率先受益内需改善。10 月 24 日浙江快大三黄鸡/青脚麻鸡/雪山草鸡斤价分别为 4.7/5.2/7.5 元，周环比分别-7.84%/-7.14%/-2.60%。

鸡蛋：在产父母代存栏维持增长，中期供给压力较大。10 月 24 日，鸡蛋主产区批发均价 3.69 元/斤，周环比-1.99%，同比-30.34%。

肉牛：新一轮牛价上涨开启，看好 2025 年牛周期反转上行。10 月 24 日，牛肉市场价为 66.61 元/kg，周环比+0.36%。

原奶：三季度奶牛去化有望加速，原奶价格年底或迎拐点。10 月 16 日，国内主产区原奶均价为 3.04 元/kg，周度环比持平，同比-2.88%。

豆粕：短期到港供给宽松，中长期供需支撑走强。10 月 24 日，国内大豆现货价为 3997 元/吨，周环比+0.09%，豆粕现货价为 2984 元/吨，周环比-0.86%。

玉米：国内供需平衡趋于收紧，价格有望维持温和上涨。10 月 24 日国内玉米现货价 2249 元/吨，周环比-0.64%，同比+0.10%。

白糖：短期进口到港增加，关注到港节奏及原油价格波动。10 月 24 日，国内广西南宁糖现货价为 5750 元/吨，较上周环比-0.69%。

橡胶：短期价格预计趋稳，中期看好景气向上。10 月 24 日，泰标现货价为 1860 美元/吨，周环比+0.54%；全乳胶山东市价为 14700 元/吨，周环比+5.00%。

核心观点：看好牧业大周期反转，养殖链低估值龙头标的以及宠物消费成长。1) 肉牛及原奶：看好 2025 年国内牧业大周期反转，海内外肉牛及原奶景气有望共振上行。2) 生猪：反内卷支撑长期价格中枢，看好龙头低估值修复。3) 宠物：稀缺消费成长行业，有望持续受益人口变化趋势。4) 饲料：白马海大集团超额收益明显，有望受益水产景气复苏。5) 禽：白鸡中长期消费中枢上移，黄鸡或率先受益内需提振，看好龙头低估值修复。

投资建议：推荐牧业、猪禽龙头、宠物、海大。1) 牧业推荐：优然牧业、现代牧业、光明肉业等，建议关注中国圣牧。2) 生猪推荐：德康农牧、牧原股份、华统股份、温氏股份、邦基科技、神农集团、新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等。3) 宠物推荐：乖宝宠物、瑞普生物等。4) 饲料推荐：海大集团等。5) 禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等。6) 动保推荐：回盛生物等。7) 种植链推荐：海南橡胶、荃银高科、国投丰乐、隆平高科等。

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；不可控动物疫情引发的潜在风险。

证券分析师：鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 食品饮料周报（25 年第 39 周）：三季报密集披露，白酒板块有望加速出清

行情回顾：本周食品饮料（A 股和 H 股）累计下跌 0.69%，其中 A 股食品饮料（申万食品饮料指数）下跌 0.81%，跑输沪深 300 约 4.06pct；H 股食品饮料（恒生港股通食品饮料）上涨 1.04%，跑赢恒生指数 0.02pct。本周食品饮料板块涨幅前五分别为爱普股份（13.22%）、海南椰岛（9.05%）、西王食品（6.89%）、青海春天（6.85%）和西麦食品（6.76%）。本周投资组合平均涨幅-2.17%，跑输食品饮料（申万）指数 1.36pct。

品类基本面延续分化，饮料>食品>酒类。（1）酒类。白酒：行业景气度仍在磨底，三季报预计加速出清。继续优先推荐战略复利优势、产品增长抓手较多、渠道改革领先行业的泸州老窖；推荐飞天动销改善、伴随流动性改善价值重估空间打开的贵州茅台。啤酒：行业库存良性，静待需求回暖。继续优先推荐大单品快速增长、内部改革持续深化、业绩成长性强的燕京啤酒，推荐啤酒业务竞争优势突出、估值逐步修复的华润啤酒。（2）饮料。乳制品：需求平稳复苏，供给渐进出清，布局 2025 年供需改善带来的向上弹性。板块性推荐乳制品，重点推荐具备估值安全边际的龙头乳企伊利。饮料：行业景气延续，龙头明显跑赢。我们持续推荐经营加速的农夫山泉、加速全国化和平台化的东鹏饮料，同样建议关注今年表现较优的茶饮龙头。（3）食品。零食：优选确定性强的 alpha 型个股，重点关注魔芋零食品类红利的渗透。目前，魔芋零食的品类红利依然突出，两家龙头卫龙美味、盐津铺子的竞争优势突出，成长确定性强，我们维持重点推荐。餐饮供应链：餐饮需求平稳，企业经营磨底，进入旺季观察阶段。推荐复调板块龙头颐海国际和基础调味品龙头海天味业、产能及渠道布局全国化的安井食品，并关注新渠道有望带来增量的立高食品与千味央厨。

板块热点及近期催化：近期行业热点包括哇哈哈舆情事件、西贝预制菜舆情事件。近期催化包括三季度业绩、美联储降息预期、中美关税政策预期等。

展望及投资建议：看多食品饮料板块。目前板块呈现“低基数、低持仓、低预期”的特点，任何供需两端的变化均有可能催化股价上行，近期外需风险增加，我们认为内需弹性板块或率先回暖，推荐三季报预期业绩高增板块，比如零食、饮料等，关注商务消费复苏与全球关税风险。投资组合不变，推荐组合为贵州茅台、巴比食品、东鹏饮料、卫龙美味、泸州老窖。

风险提示：需求恢复较弱；原材料价格大幅上涨；食品安全等风险。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）、柴苏苏（S0980524080003）、张未艾（S0980525070005）

联系人： 王新雨

◆ 宝丰能源(600989.SH) 财报点评:扣非归母净利同环比提升，规模效应持续释放

公司三季度归母净利润同比大幅提升。公司 2025 年三季度营收 127.3 亿元（同比+72.5%，环比+5.6%），归母净利润 32.3 亿元（同比+162.3%，环比-1.5%），扣非归母净利润 33.9 亿元（同比+144.0%，环比+13.7%）；毛利率/净利率为 38.4%/25.4%，期间费用率 7.5%。三季度内蒙古烯烃项目持续释放产能，聚烯烃产销量同比大幅增长，毛利率同环比提升，驱动利润端同比高增。

聚烯烃产能扩张持续，贡献利润增量。2025 年三季度公司聚乙烯/聚丙烯销量为 67.82/66.71 万吨（同比+171%/+165%，环比+6%/+6%），增量核心来自内蒙古煤制烯烃项目的满产贡献。三季度国内聚烯烃市场受原油波动、终端需求分化影响，公司聚乙烯/聚丙烯不含税平均售价 6439/6180 元/吨（同比-8%/-9%，环比-1%/-3%）。公司聚烯烃产能扩张持续，宁东四期烯烃 4 月已开工建设，计划于 2026 年底建成投产；新疆烯烃项目、内蒙二期烯烃项目前期工作正在积极推进。

EVA/LDPE 产销同比增长。公司 EVA/LDPE 产品三季度产量/销量 5.39/5.67 万吨（同比+84%/+118%，环比-8%/-9%），平均售价 8733 元/吨，同比+7%，环比基本持平。EVA 装置主要原料自主供应，产业链协同发展实现成本优化。

焦炭价格环比有所修复。2025 年三季度公司焦炭销量 177.39 万吨（同比+0.2%，环比+4.2%），需求端有所回暖，带动销量环比改善；不含税平均售价 1005 元/吨（同比-23%，环比+7%）。受钢铁行业需求边际改善带动，叠加焦煤成本上涨助推，焦炭价格环比有所修复。

煤制烯烃成本优势仍存。2025 年 1-9 月公司主要原材料采购价格保持低位，气化原料煤/炼焦精煤/动力煤的平均采购单价分别为 448/740/325 元/吨，同比分别-19%/-32%/-24%。三季度内蒙古 5200 大卡原煤坑口价为 487 元/吨（同比-26%，环比+13%），煤价环比提升增加成本压力，但公司内蒙古基地成本进一步优化助力毛利率提升。据卓创资讯，2025 年三季度煤制与油制烯烃平均成本分别为 6338/7456 元/吨，煤制烯烃成本优势约为 1119 元/吨，仍有较大优势。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司主营产品聚烯烃产能扩张贡献利润增量，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 122.06/124.13/132.67 亿元，对应 EPS 为 1.66/1.69/1.81 元，当前股价对应 PE 为 10.4/10.2/9.6 X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、余双雨（S0980523120001）

◆ 巨化股份(600160.SH) 财报点评:三代制冷剂景气周期延续，制冷剂均价逐季持续提升

公司 2025 年前三季度归母净利润 32.48 亿元，同比提升 160.22%。2025 年 10 月 23 日，公司发布《2025 年第三季度报告》。根据公司公告，2025 年前三季度公司实现营业收入 203.94 亿元，同比增长 13.9%；实现归母净利润 32.48 亿元，同比增长 160.2%；扣非后归母净利润为 31.99 亿元，同比增长 170.1%；公司前三季度毛利率达 28.9%，同比增长 11.9pct；前三季度净利率达 17.8%，同比增长 10.0pct。其中第三季度单季实现营收 70.62 亿元，同比增长 21.2%，环比减少 6.2%；实现归母净利润 11.97 亿元，同比增长 186.55%，环比二季度（约 12.42 亿元）略有下滑，体现出一定的行业需求的季节性特征；实现销售毛利率 29.1%，同比增长 11.7pct，环比增长 0.17pct；实现销售净利率 19.1%，同比增长 11.1pct，环比增长 0.8pct。公司业绩大幅增长的核心驱动力源于制冷剂业务的强劲表现：在第三代制冷剂（HFCs）配额制度下，行业供给格局发生根本性变革，从过剩竞争转向供给受限，公司凭借全球领先的生产配额优势，充分享受行业景气上行红利。

制冷剂为刚需消费，供给端为全球“特许经营”生产销售模式，产品价格持续稳步上涨。制冷剂作为空调、热泵的刚需品种，逐步与传统化工原料区别开来，显现出生活改善必需，新兴工、商、农部门“温控”必需，且在下流成本占比低、便利交付和囤储、渠道多元、价格弹性大、价值较高等产品特征。近年来，制冷剂行业的供需与市场格局持续优化、行业集中度不断提升、新业态认知逐步形成、维护行业健康发展和履约意识进一步增强。目前，中国三代制冷剂已根据《蒙特利尔条约》基加利修正案于 2024 年起实行配额制。基于该全球协议的配额制，中国的三代制冷剂拥有全球 80%以上的配额，并形成了“全球供给侧结构性改革结果（过剩产能一次性去化，供给受配额限制）+全球特许经营权（配额许可）+配额集中度高（全球配额集中在中国、中国配额集中在行业头部企业）”特定商业模式。制冷剂产品价格逐渐脱离周期品定价，呈现超长景气周期的价格上涨态势。

非制冷剂业务总体竞争激烈，含氟聚合物均价环比略减。含氟聚合物四大主要品种 PTFE、PVDF、FEP、FKM，近两年供给端通用化产能持续性增加，需求增速不及供给增量，而出现失衡状态。而产业发展趋势将由通用化向专用化、特种化、高端化、高质化、高值化升级。2025 年前三季度公司实现含氟高分子销售 3.64 万吨，同比增长 9.79%；其中 2025 年三季度销售均价为 36795 元/吨，环比-4%，同比-6%，产品价格略有下滑。

数据中心散热需求快速增长，液冷业务打开成长空间。随着 AI 技术发展，服务器功率密度大幅提升，传统风冷散热方式已达瓶颈，浸没式液冷成为未来趋势，带动上游氟化液（冷却液）需求快速增长。公司前瞻性布局了氟化液产品，2021 年 9 月 23 日公司控股子公司创氟公司向衢州市生态环境局报批了《浙江创氟高科新材料有限公司 5000t/a 巨芯冷却液项目》，项目主要生产全氟聚醚冷却液，分两期建设，一期建设 1000t/a 巨芯冷却液，二期建设 4000t/a 巨芯冷却液。该项目一期目前已建成投产，根据公司官网，JX 系列浸没式冷却液产品现已在衢州、金华分别建成了百千瓦级、兆瓦级数据中心应用示范，经中国信通院泰尔实验室实测 PUE 低至 1.065。此外，2024 年底，公司与重庆市潼南区签订战略合作协议，双方将聚焦人工智能产业发展、创新技术应用及传统产业转型升级展开合作。同时，巨化集团下属巨冷科技与潼南高新区签署了人工智能绿色产业园项目投资协议，共建国内最大规模浸没式液冷智算中心。

风险提示：氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

投资建议：公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。氟制冷剂方面，公司制冷剂配额居国内第一，将直接受益制冷剂长期景气度提升。氟精细化学品及氟材料方面，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。从公司自身内生效益来看，多年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。2024年以来，公司制冷剂产品价格、毛利率逐季持续上涨，带动公司利润增长，考虑到2025年制冷剂价格持续上涨，我们维持公司盈利预测：预计2025-2027年归母净利润为41.14/48.23/51.70亿元，对应EPS为1.52/1.79/1.92元，对应当前股价对应PE为23.4/19.9/18.6X。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 卫星化学(002648.SZ) 财报点评:检修影响第三季度利润，看好公司长期成长

2025年前三季度扣非归母净利润同比增长3.7%，业绩符合预期。公司2025年前三季度实现营收347.7亿元（同比+7.7%），归母净利润37.6亿元（同比+1.7%），扣非归母净利润42.4元（同比+3.7%）。公司2025年单三季度实现营收113.1亿元（同比-12.2%，环比+1.6%），归母净利润10.1亿元（同比-38.2%，环比-14.0%），扣非归母净利润13.4亿元（同比-27.6%，环比+11.5%）；毛利率为21.0%（同比-2.6pcts，环比+1.7pcts），扣非净利率为11.9%（同比-2.5pcts，环比+1.0pcts）。2025年9月公司公告2套聚乙烯装置、1套环氧乙烷/乙二醇装置及配套原料装置进行例行检修，对三季度收入及利润产生一定影响，10月17日公司公告检修装置已恢复正常生产。

第三季度成本端价格下降裂解价差走扩，受原油价格影响C2、C3下游产品价格有所回落。公司是国内领先的轻烃产业链一体化生产龙头企业。C2产业链方面，2025年第三季度美国乙烷均价为23.1美分/加仑（环比-10.8%），乙烯-乙烷价差环比增加约5%。2025年第三季度国内丙烷CFR均价为569.4美元/吨（同比-13.0%，环比-7.6%），第四季度至今均价为534.1美元/吨（环比-6.2%）。2025第三季度聚丙烯、丙烯酸、丙烯酸丁酯、聚乙烯、环氧乙烷、乙二醇市场均价分别为6870、6310、7510、7330、6350、4450元/吨，环比分别-3.0%、-8.5%、-8.5%、-0.4%、-3.1%、+1.0%。

高性能催化新材料项目落地，加速打造打造低碳化学新材料科技公司。公司投资30亿元签约高性能催化新材料项目，通过自研科技创新推动高端化学品及新材料生产。此外，公司投资257亿元在连云港徐圩新区投资新建 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目，项目一阶段目前已经全面开工建设，预计将于2026年投产。公司已组建了高水平研发团队，提前布局突破“卡脖子”技术难题， α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目向下游延伸布局高端聚烯烃、 α -烯烃、聚乙烯弹性体等产品，同时公司正着力研发基于碳氢化合物的浸没式液冷冷却液，长期成长可期。

风险提示：在建项目进度不达预期；行业需求复苏不达预期；主要产品价格下跌风险等。

投资建议：考虑到油价下行对于公司产品价格的影响，以及下游需求复苏较弱，我们下调公司2025-2027年归母净利润预测至58.1/65.5/76.6亿元（原值为66.7/74.3/84.7亿元），对应摊薄EPS为1.72/1.94/2.27元，当前股价对应PE为10.6/9.4/8.0x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）

◆ 亿纬锂能(300014.SZ) 财报点评:动储电池出货量快速增长，股权激励与历史因素扰动短期利润

公司2025Q3实现归母净利润12.11亿元，同比+15%。公司2025年前三季度实现营收450.02亿元，同比+32%；实现归母净利润28.16亿元，同比-12%。若剔除股权激励费用、单项坏账计提影响，公司2025年前三季度实现归母净利润36.75亿元、同比+18%。公司2025Q3实现营收168.32亿元，同比+36%、环比+9%；实现归母净利润12.11亿元，同比+15%、环比+140%；实现扣非归母净利润7.80亿元，同比-22%、环比+130%。2025Q3公司基于历史因素、计提一次性返利对扣非净利润产生影响，若将返利加回、利润呈现同环比显著增长趋势。同时公司2025Q3转让了部分长期股权投资，形成3.4亿元非流动性资产处

置收益。

公司动力储能电池销量维持快速增长趋势。公司 2025 年前三季度动力储能电池出货量 83.0GWh、同比+47%；其中动力电池出货量 34.6GWh、同比+67%，储能电池出货量 48.4GWh、同比+36%。公司 2025Q3 动力储能电池出货量 32.8GWh，环比+20%；其中动力电池出货量 13.1GWh、环比+16%，储能电池出货量 19.7GWh、环比+23%。展望后续，公司储能大电芯产品持续获得国内外客户认可，带动电池销量快速提升；动力电池领域，公司积极携手宝马、小鹏、零跑、广汽等客户、持续增加车型供应，市场份额稳中向好。

一次性返利、股权激励等因素扰动短期盈利；公司动储电池经营性利润稳中向好。若将一次性返利、股权激励等加回，我们估计 2025Q3 公司动储电池单位扣非净利约为 0.025 元/Wh 以上，环比小幅增长。展望后续，公司动力与储能电池产能利用率持续高位，储能电池价格稳中向好，海外动力与储能电池客户出货占比有望陆续提升，助力盈利能力稳中向好。

公司新技术快速布局，全球化战略持续推进。公司“龙泉二号”10Ah 全固态电池成功下线，能量密度达 300Wh/kg、主要面向人形机器人、低空飞行器、AI 等高端装备应用领域。同时，公司设立固态电池研究院成都量产基地，一期将于 2025 年 12 月建成，具备 60Ah 电池制造能力；二期计划于 2026 年 12 月实现 100MWh 年产能交付。全球化方面，公司马来西亚小圆柱基地正持续爬坡、储能基地预计 2025 年底到 2026 年初建成投产，匈牙利基地布局稳步推进。此外，公司 CLS 模式首个落地项目 ACT 公司按计划推进产能建设，助力北美商用车市场加快电动化。国内 CLS 合作工厂陆续实现满产满销，协同满足下游客户持续增长交付需求。

风险提示：电动车销量不及预期；产能建设不及预期；原材料涨价超预期。

投资建议：调整盈利预测，维持优于大市评级。考虑到公司一次性返利对于 2025 年利润的消极影响，以及国内外动力储能客户需求向好对中长期业绩的积极影响。我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 45.05/75.25/96.11 亿元（原预测为 46.03/71.14/87.09 亿元），同比+11%/+67%/+28%，EPS 为 2.20/3.68/4.70 元，动态 PE 为 36/21/17 倍。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）

◆ 思源电气(002028.SZ) 财报点评:三季度业绩再创新高，海外业务持续放量

收入利润快速增长，盈利能力持续提升。2025 年前三季度公司实现营收 138.27 亿元，同比+32.86%；归母净利润 21.91 亿元，同比+46.94%；扣非净利润 20.36 亿元，同比+44.87%。2025 年前三季度公司毛利率 32.32%，同比+0.90pct.；净利率 16.42%，同比+1.82pct.。

三季度业绩超预期，盈利能力再创新高。三季度公司实现营收 53.30 亿元，同比+25.68%，环比+1.13%；归母净利润 8.99 亿元，同比+48.73%，环比+6.20%。三季度公司毛利率 33.25%，同比+2.29pct.，环比+0.63pct.；净利率 17.67%，同比+2.99pct.，环比+1.24pct.。

海外业务持续放量，收入占比持续提升。2025 年上半年公司海外收入 28.6 亿元，同比+89%，海外收入占比高达 34%；毛利率 35.69%，同比+1.87pct.。2022 年以来，海外电力设备供给持续偏紧，公司凭借多重优势海外业务持续放量，其中变压器随着公司产能的释放有望贡献较大弹性。

设立合资公司布局 IGCT 阀组，持续拓展业务领域。2025 年 9 月，公司公告计划使用自有资金和怀柔实验室在北京怀柔设立合资公司，从事基于 IGCT 器件的电力电子相关技术产品研发、生产和销售。其中，公司投资额不超过 4 亿元，出资比例暂定 70%，怀柔实验室以知识产权形式出资，出资比例暂定 30%。

超级电容应用进步显著，成功获得重大定点。2024 年以来，公司超级电容产品在车载电源领域，成功获得车企的重大定点项目，为其车载后备电源系统提供核心元件，在电力系统领域应用亦有重大突破，尤其是在静止型同步调相机（SSC）、配网后备电源等创新应用场景。

风险提示：国内电网投资不及预期；公司海外业务开拓不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司海外业务进展，上调盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 30.50/40.45/49.50 亿元（原预测值为 27.88/36.59/45.16 亿元），当前股价对应 PE 分别为 31/24/19

倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 金风科技(002202.SZ) 财报点评:前三季度业绩同比增长44%，国际业务稳步推进

2025 年前三季度业绩 25.8 亿元，同比+44%。2025 年前三季度公司实现营业收入 481.5 亿元，同比+34%；归母净利润 25.8 亿元，同比+44%；扣非归母净利润 24.2 亿元，同比+36%；综合毛利率 14.4%，同比-2.0pct；净利率 5.9%，同比+0.7pct。

第三季度业绩同比增长 171%。2025 年第三季度公司实现营业收入 196.1 亿元，同比+25%，环比+3%；归母净利润 11.0 亿元，同比+171%，环比+19%；扣非归母净利润 10.5 亿元，同比+161%，环比+29%；单季度综合毛利率 13.0%，同比-1.1pct，环比+0.8pct；净利率 5.9%，同比+3.2pct，环比+0.7pct。

风机销售高增，在手订单充裕。2025 年第三季度公司对外销售风机 7.8GW，同比+71%，环比-3%；前三季度累计销量 18.4GW，同比+90%。从订单来看，公司在手订单保持充裕。2025 年前三季度公司新增外部订单 23.2GW，同比+9%；截至 2025 年第三季度末，公司累计在手外部订单 49.9GW，同比+21%，其中海外订单为 7.2GW，同比+29%。

公司坚持推进国际化战略。目前公司业务已遍及全球 6 大洲，47 个国家。2025 年前三季度公司国际业务新增吊装容量 2.4W，同比+91%；截至第三季度末，公司国际业务累计装机 11.2GW，其中在亚洲（不包括中国）装机突破 3GW，在南美洲、大洋洲装机量均已超过 2GW，在北美洲、非洲装机量均已超过 1GW。

三季度风电利用小时数下滑拖累发电利润。2025 年前三季度公司发电板块平均利用小时数分别为 635/620/475 小时，其中第三季度同比减少 41 小时，环比减少 145 小时，拖累公司当季度发电利润。2025 年前三季度公司新增权益并网装机 745MW，出售风电场容量 100MW；截至第三季度末，公司国内外自营风电场权益装机容量 8.7GW，同比+7%，权益在建容量 4.1GW。

风险提示：国内外风电装机需求不及预期；风电开发板块业务拓展不及预期；绿色甲醇业务进展不及预期；市场竞争加剧。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到在手订单稳步增长，权益投资工具升值增厚公司业绩，我们上调 2025-2027 年盈利预测至 29.8/36.8/49.6 亿元（原预测为 27.0/36.7/45.0 亿元），同比+60.4%/+23.4%/+34.8%。当前股价对应动态 PE 分别为 22.4/18.2/13.5 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）、袁阳（S0980524030002）

◆ 重庆银行(601963.SH) 财报点评:国家战略核心承载区域，基本面持续改善

重庆市处在国家战略核心承载区，为公司成长提供坚实的基础。重庆位于新时代西部大开发、成渝地区双城经济圈建设、西部陆海新通道建设、国家战略腹地建设等重大机遇交织汇集的重点区域，成渝一小时经济圈加速成型，共同打造国家区域发展第四极。近年来人口向西回流趋势明显，川渝经济活力强，同时川渝地区也正从“制造大区”向“智造强区”迈进。重庆银行深耕当地，2025 年 6 月末重庆市贷款份额 76.4%，四川省、陕西省和贵州省贷款份额分别为 9.7%、8.8%和 5.1%，未来将充分享受川渝经济圈的红利。

存量包袱出清，新增贷款主要投向政信相关领域；拨备覆盖率逆势提升。2020-2022 年公司加大不良出清力度，积极调整信贷结构，存量不良包袱基本出清。近几年来公司新增贷款约 80%都是投向政信类相关行业，2025 年 6 月末公司政信类相关行业贷款余额占比达到 54.5%，较 2020 年末提升了近 20 个百分点，个人贷款比重则较 2020 年末下降 5 个百分点至 25.5%。期末不良率 1.17%，处在持续下降趋势中，拨备覆盖率 248.3%，自 2023 年以来逆势提升。公司资产质量指标在上市城商行中虽不及东部沿海区域对标行，但在中西部上市城商行中处在较好水平。

净利息率先迎来拐点，业绩改善。2025 年上半年公司净息差 1.39%，较 2024 年提升了 4bps。公司净息差在上市城商行中处在中等偏下水平，主要是存款成本率处在高位，伴随存款挂牌利率调降以及公司加

强存款成本管控，未来存款改善空间较大，预计净息差延续平稳改善态势。受益于国家战略深入推进，公司贷款扩张速度自 2024 年以来有所提升，2025 年 6 月末公司贷款总额 4986 亿元。受益于净息差改善，公司业绩筑底反弹，盈利能力增强。2024 年营收增速 3.5%，由负转正；2025 年上半年营收增速进一步提升至 7.0%。2024 年归母净利润增速 3.8%，同比提升 2.5 个百分点，2025 年上半年营收增速进一步提升至 5.4%。2025 年上半年年化 ROA0.74%，年化 ROE10.31%。

投资建议：综合绝对估值和相对估值，我们认为公司 2026 年合理股价在 12.3~14.4 元，对应的 2026 年 PB 估值 0.69~0.81x，首次覆盖给予“优于大势”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。。

证券分析师： 田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）、张绪政（S0980525040003）

◆ 重庆银行(601963.SH) 财报点评:扩表提速，业绩实现高增

业绩增速提升，营收和归母净利润增速均略超 10%。2025 年前三季度实现营收 117.4 亿元，同比增长 10.40%，实现归母净利润 48.8 亿元，同比增长 10.42%。其中营收和归母净利润单季度同比分别增长了 17.38%和 20.54%，业绩增速明显提升。

2025 年公司规模扩张提速，净息差企稳改善。2025 年前三季度净利息收入同比增长 15.2%，较上半年增速提升了 3.0 个百分点，同时受益于规模扩表提速和净息差企稳改善。2025 年 9 月末，资产总额 1.02 万亿元，贷款总额（不含应计利息）5.18 万亿元，存款总额 5.54 万亿元，较年初分别增长了 19.4%、18.3%和 16.9%。其中，对公贷款和零售贷款较年初分别增长了 23.0%和 1.7%，近几年公司新增信贷主要投向了征信类相关领域。

负债端成本降幅明显，净息差企稳改善。按照期初期末平均余额测算的前三季度年化净息差为 1.32%，较上半年提升 3bps，同比下降 4bps，同比降幅较上半年降幅收窄了 2bps。我们判断主要受益于存款成本的大幅改善，公司存款在上市城商行中一直处在比较高的水平，定期存款占比较高。伴随存款挂牌利率持调降以及公司积极加强存款成本管控，存款成本降幅明显，并且仍有比较大的下行空间。

不良率延续下行趋势，拨备覆盖率稳定。2025 年 9 月末不良率 1.14%，较年初下降了 11bps，较 6 月末下降了 3bps，公司资产质量稳健。期末拨备覆盖率 248.1%，与 6 月末基本持平。展望未来，随着化债的持续推进、稳增长政策效果持续显现，以及公司积极加大零售不良贷款确认和处置，预计公司资产质量将继续延续向好态势。

投资建议：川渝地区是国家多项重大战略的汇集区域，为公司成长提供坚实的基础。同时，当前公司资产质量延续向好态势，净息差企稳反弹，维持 2025-2027 年净利润至 53.9/57.3/62.9 亿元的预测，同比增速分别为 5.3%/6.4%/9.8%，对应 2025-2027 年 PB 值为 0.53x/0.49x/0.46x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师： 田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）

◆ 平安银行(000001.SZ) 财报点评:息差环比回升，资产质量平稳

收入利润降幅略收窄。2025 年前三季度实现营业收入 1007 亿元，同比下降 9.8%，降幅较上半年收窄 0.2 个百分点；前三季度实现归母净利润 383 亿元，同比下降 3.5%，降幅较上半年收窄 0.4 个百分点。前三季度年化加权平均 ROE11.6%，同比下降 1.1 个百分点。

资产规模较年初基本持平。2025 年三季末总资产同比增长 0.4%至 5.77 万亿元，较年初基本持平。三季度末存款本金较年初增长 0.6%至 3.55 万亿元，贷款总额较年初增长 1.3%至 3.42 万亿元。其中一般企业贷款增长较好，较年初增长 10.0%，个人贷款规模较年初下降 2.1%。三季度末核心一级资本充足率 9.52%，较年初略有回升。表外方面，三季度末零售 AUM 为 4.21 万亿元，较年初增长 0.5%。

得益于负债成本改善，净息差环比回升。前三季度日均净息差 1.79%，同比降低 14bps，主要受市场利率下行、贷款结构调整等因素影响。环比来看，三季度日均净息差 1.79%，较二季度回升 3bps，主要得

益于付息率改善，三季度贷款收益率、生息资产收益率分别环比下降 8bps、8bps，存款成本、负债成本环比分别下降 12bps、13bps。

手续费净收入底部企稳，其他非息收入同比减少。前三季度手续费净收入同比下降 0.1%，降幅持续收窄，底部企稳。其他非息收入同比下降 24.1%，主要是公允价值变动损失较多引起。

资产质量平稳。公司三季度末拨备覆盖率 230%，较年初下降 21 个百分点，环比二季度末下降 8 个百分点。三季度末不良率 1.05%，较年初下降 0.01 个百分点，环比二季度末持平；关注率 1.74%，较年初下降 0.19 个百分点，较二季度末下降 0.02 个百分点。整体来看，公司资产质量平稳，风险抵补能力良好。

投资建议：公司整体表现基本符合预期，我们维持盈利预测不变，预计公司 2025-2027 年归母净利润 421/425/430 亿元，同比增速-5.5%/1.1%/1.2%；摊薄 EPS 为 2.02/2.04/2.07 元；当前股价对应的 PE 为 5.7/5.7/5.6x，PB 为 0.50/0.47/0.44x，维持“中性”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）、田维韦（S0980520030002）

◆ 中信证券(600030.SH) 财报点评:股债平衡配置，投资收益延续高增

公司发布 2025 年三季报。前三季度实现营收 558.15 亿元，同比+32.7%（追溯调整后，后同）；归母净利润 231.59 亿元，同比+37.9%；加权平均 ROE 8.15%，同比+1.85pct。分条线看，前三季度营收同比增速：经纪+52.9%、投行+30.9%、资管+16.4%、利息-16.9%、投资+45.9%，营收占比：经纪 19.7%、投行 6.6%、资管 15.6%、利息 1.4%、投资 57.7%。投资收益高增，以及市场活跃度提升下经纪业务扩张是业绩增长的主因。此外，投行业务复苏亦有所助力。

自营投资：金融资产投资延续增长，投资收益率提升。截至 2025Q3 末，公司金融投资资产规模 9,320 亿元，环比+5.6%。其中 FVTPL 资产 7,929 亿元，环比+7.1%；FVOCI 权益工具投资 1,006 亿元，环比+18.0%；FVOCI 债权工具投资 385.8 亿元，环比-32.2%。前三季年化投资收益率 4.64%，延续提升趋势。期末杠杆率 5.12x，略有提升。除金融投资资产以外，融出资金、客户备付金等资产科目也同比小幅增长，侧面显示客户交投活跃。公司自 2024 年以来增配权益、减配债券（尤其是 OCI 债），股市向好使投资收益率提升。

投行业务：关注股承市场改善趋势和境外业务拓展。2025 年以来，A 股 IPO 承销规模未再出现大幅下降，已有企稳回升趋势，再融资承销规模大幅增长。其中 IPO 承销 83 家，承销金额 810.1 亿元，金额已超 2024 年全年。再融资承销 167 家，承销金额 8,565 亿元，已接近 2024 年全年的 4 倍。2025 年初至今，中信证券 IPO 承销 118.5 亿元、居行业第 2，再融资承销 1,479 亿元、居行业第 1。港股 IPO 方面，今年以来港交所 IPO 融资额重回全球第一，中信等中资券商斩获多个投行项目。境内 IPO 及再融资市场改善和境外股承发力，公司投行业务经营逐步复苏。

财富管理及资产管理：市场复苏叠加战略推进，财富管理及资产管理规模扩张。2024 年 Q4 以来，A 股市场交投情绪显著恢复。2025 前三季度全市场股基成交额超 362 万亿元，同比翻倍有余。同时公司加强精细化运营，2025H1 末财富管理客户超 1,650 万户，托管客户 AUM 突破 12 万亿元。资产管理方面，截至 2025H1 末，中信资管 AUM 15,562 亿元，同比小幅增长；截至 2025H1 末，华夏基金管理非货币 AUM 合计 13,251 亿元、居行业第 2，华夏基金 2025H1 净利润 11.23 亿元，同比+5.7%。

风险提示：政策风险，资本市场波动，汇率波动，经济增速不及预期等。

投资建议：基于公司公告数据及资本市场的表现，我们上调了公司经纪业务增速、投资收益率等关键假设，并基于此将 2025-27 年归母净利润上调 10.4%、8.0%、8.0%。公司作为龙头券商，资本实力强劲、业务条线全面、综合实力强劲、ROE 水平行业持续领先，我们对公司维持“优于大市”评级。

证券分析师：孔祥（S0980523060004）、王德坤（S0980524070008）

◆ 山金国际(000975.SZ) 财报点评:矿产金成本优势明显，新项目建设稳步推进

公司发布三季报：前三季度实现营收 149.96 亿元，同比+24.23%；实现归母净利润 24.60 亿元，同比

+42.39%；实现扣非净利润 24.46 亿元，同比+36.96%。公司 25Q3 实现营收 57.50 亿元，同比+3.30%，环比+16.77%；实现归母净利润 8.64 亿元，同比+32.43%，环比-4.22%；实现扣非净利润 8.47 亿元，同比+28.56%，环比-5.26%。

核心产品产销量数据：前三季度矿产金产量 5.59 吨，同比-10.99%，销量 5.98 吨，同比-8.14%，其中，25Q1/Q2/Q3 产量分别为 1.77/1.95/1.87 吨，销量分别为 2.03/2.09/1.86 吨，Q3 产销量环比均有下降，前三季度产量略微不及预期（略不及全年计划的 75%），但由于销售部分去年年底的库存（24 年末有约 540kg 库存），所以销量基本是符合预期。

黄金售价和成本数据：前三季度沪金均值为 750.35 元/克，其中 Q3 均值为 797.17 元/克，环比+3.11%。成本方面，公司前三季度矿产金合并摊销后克金成本为 145.19 元/克，同比+1.67%，其中 Q1/Q2/Q3 合并摊销后克金成本为 147.87/153.96/132.41 元/克，Q3 环比下降约 14%。

资源为先，未来成长性值得期待：1) Osino 主要资产为位于纳米比亚的 Twin Hills 金矿项目，金资源量 127.20 吨，金储量 66.86 吨，项目已启动建设，选厂建设计划于今年第四季度开始，预计 2027 年上半年投产，投产后将带来每年 5 吨黄金产能。2) 华盛金矿是 2021 年收购的停产金矿，属于国内稀有的类卡林型大型金矿，找矿潜力巨大，目前正在推进扩证复产工作，项目采用露天开采，生产工艺简单，开采成本也比较低，预计未来将带来每年 2-3 吨的黄金产能。3) 公司于 9 月 24 日向香港联交所递交了发行境外上市股份（H 股）并在香港联交所主板挂牌上市的申请。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；安全和环保风险；远期扩张摊薄回报的风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。

上调盈利预测。预测公司 25-27 年实现营收 202.71/217.53/249.94（原预测 179.18/180.33/208.62）亿元，同比增速 49.2%/7.3%/14.9%；归母净利润 35.24/44.88/61.14（原预测 34.40/35.15/48.46）亿元，同比增速 62.1%/27.4%/36.2%；当前股价对应 PE 为 17.2/13.5/9.9X。考虑到公司资源禀赋突出，成本优势明显，未来随着资源挖潜以及新项目的并购，黄金产量存在较大提升空间，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、杨耀洪（S0980520040005）

◆ 金力永磁(300748.SZ) 财报点评:三季度业绩同增 173%，核心业务销量同比高增

公司 2025 年前三季度归母净利润同增 162%。公司 2025 年前三季度实现营收 53.73 亿元，同比+7.16%；实现归母净利润 5.15 亿元，同比+161.81%；实现扣非归母净利润 4.30 亿元，同比+381.94%，非经常性损益主要来自 1.01 亿元的政府补助。单三季度来看，公司实现营收 18.66 亿元，同比+12.91%，环比+6.4%；实现归母净利润 2.11 亿元，同比+172.65%，环比+46.5%；实现扣非归母净利润 1.96 亿元，同比+254.98%，环比+53.1%。

盈利能力大幅改善，研发投入持续加大。2025 年前三季度，公司毛利率为 19.49%，同比提升 9.46 个百分点；净利率为 9.59%，同比提升 5.76 个百分点。公司盈利能力提升主要受益于产能利用充足、稀土价格回升和灵活的库存策略，三季度毛利率尤为亮眼，超过 25%。与此同时，公司持续加大研发投入，2025 年前三季度研发费用达 3.16 亿元，同比增长 37.31%，研发费用率由 2024 年前三季度的 3.09% 提升至 5.88%，以支持在新材料、新领域的布局。截至 2025 年三季度末，公司的资产负债率为 50.18%，较 2024 年末的 42.12% 有所提升，主要系业务增长带来的短期借款及应付账款增加所致。

核心业务稳健增长，新兴领域多点开花。2025 年前三季度，公司核心业务保持强劲增长，其中新能源汽车及汽车零部件领域实现销售收入 26.15 亿元，对应产品销量同比增长 23.46%；节能变频空调领域实现销售收入 14.46 亿元，对应产品销量同比增长 18.48%。公司在新兴领域的布局初见成效，具身机器人电机转子及磁材产品与低空飞行器领域产品均实现小批量交付。此外，公司成立橡胶软磁事业部，旨在利用回收物料并为客户提供更全面的磁材解决方案。公司产能扩张稳步推进，至 2024 年底已具备 3.8 万吨/年的磁材坯料产能。预计在 2025 年公司将建成 4 万吨高性能稀土永磁材料产能及人形机器人磁组件生产线，并规划到 2027 年建成 6 万吨产能，为满足持续增长的市场需求提供保障。

风险提示：稀土原材料价格大幅波动风险；行业竞争加剧风险。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年营业收入 104.49/117.95/136.08

亿元，同比增速 54.49%/12.88%/15.37%；归母净利润 7.47/9.79/12.75 亿元，同比增速 156.53%/31.17%/30.17%；摊薄 EPS 为 0.55/0.72/0.93，当前股价对应 PE 为 69.4/52.9/40.7x。公司作为高性能钕铁硼永磁材料头部企业，凭借管理、技术、客户等方面优势，盈利能力强、成长确定性高，具备全球竞争力，正向全球高性能钕铁硼永磁材料龙头迈进，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、马可远（S0980524070004）

◆ 中国有色矿业(01258.HK) 海外公司财报点评:经营业绩保持平稳，多个扩产项目同步推进

公司发布三季度业绩：前三季度实现归母净利润约 3.56 亿元，同比+13.38%，其中 25Q1/Q2/Q3 分别实现归母净利润约 1.23/1.40/0.93 亿美元，Q3 环比-33.57%；其中，公司自有矿山生产粗铜及阳极铜约 5.42 万吨，同比减少约 6%，自有矿山生产阴极铜约 6.39 万吨，同比基本持平；公司前三季度自有矿山产铜总计约 11.81 万吨，同比减少约 3%。

核心矿山方面：前三季度中色非洲矿业生产阳极铜 49864 吨，同比减少约 2%，主因是谦比希东南矿体因主副井圈梁更换暂时停产；中色卢安夏生产阴极铜 34785 吨，同比增长约 2%，生产阳极铜 3133 吨，同比基本持平；刚波夫矿业生产阴极铜 28811 吨，同比增长约 4%。前三季度，公司自有矿山受谦比希东南矿体暂时停产影响，产量同比略有下滑。

公司自有矿山年产铜中长期有望逐步提升至约 30 万吨：公司目前在建和筹建矿山项目共有 5 个，分别为：1) 谦比希湿法桑巴铜矿 150 万 t/a 项目；2) 中色卢安夏新矿项目，目前正在推进排水、可研设计及设施修复工程，具备增加铜精矿含铜产能约 4 万吨/年的潜力；3) 刚波夫门赛萨矿体项目，目前已启动积水抽排及排污工程，预计将于今年启动露天工程建设；4) 刚波夫西矿体项目，目前在可研和论证阶段；5) 谦比希东南矿体二期项目，拟建成开采矿石 330 万吨/年的矿山项目，具备增加铜精矿含铜产能约 4.6 万吨/年的潜力。待以上 5 个项目全部投产且达产之后，预计公司将新增年产 15 万吨铜产能，预计 2030 年自有矿山年产铜金属量将达到约 30 万吨。

公司对外并购同步进行：公司于 6 月公告，采用股份认购的方式，支付认购价款收购 SM Minerals 10.5% 的已发行股本，该认购价款将主要用于本卡拉矿业项目的技术勘探和开发工作。SM Minerals 通过下属企业拥有本卡拉北采矿权和本卡拉南探矿权等资产。本卡拉北采矿权拥有的铜矿存量约 150 万吨铜金属，有足够资源进行大规模采矿业务。

风险提示：矿产品销售价格不达预期的风险，公司项目建设进度不达预期的风险，海外国家矿产资源相关政策变动的风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

预计公司 2025-2027 年营收分别为 36.32/47.30/49.50(原预测 35.42/43.34/43.78)亿美元，同比增速 -4.8%/30.2%/4.7%；归母净利润分别为 4.80/5.18/6.31(原预测 4.50/4.53/5.62)亿美元，同比增速 20.5%/7.7%/21.9%；摊薄 EPS 为 0.12/0.13/0.16 美元，当前股价对应 PE 为 14.7/13.7/11.2X。考虑到公司铜增储上产和对外并购同步进行，有望充分享受铜价上涨所带来的利润弹性，公司分红率及股息率处于同行业领先水平，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、杨耀洪（S0980520040005）

◆ 东鹏饮料(605499.SH) 财报点评:25 年第三季度收入延续高增，盈利能力提升

公司 2025 年第三季度收入同比增长 30%。东鹏饮料发布 2025 年三季报，2025Q3 实现收入 61.07 亿元，同比增长 30.36%，归母净利润 13.86 亿元，同比增长 41.91%。2025Q1-Q3 营收 168.44 亿元，同比+34.13%；归母净利润 37.61 亿元，同比+38.91%。截至 Q3 末公司合同负债额 35.6 亿，同比增加 7.5%，还原合同负债后单 Q3 收入增速为 31.5%。

特饮回归稳健增长，补水啦延续高增，其他饮料亮点较多。分品类看，2025Q3 特饮/电解质水/其他饮料收入分别为 42.03/13.54/5.47 亿元，同比增长 15.08%/84.18%/94.53%。其中，补水啦通过延展口味、提高铺市率维持高速增长；其他饮料中果之茶反馈较好，咖啡亦有不错表现，带动其他饮料在 Q2 旺季

基础上进一步提速。分地区看，2025Q3 广东/华东/华中/广西/西南/华北收入分别 13.39/8.59/8.31/4.03/7.45/8.94 亿元，分别同比增长 2.05%/33.48%/26.99%/8.02%/67.61%/73.22%，其中广东、广西增速放缓一方面是雨水天气影响，另一方面则是季度间节奏影响。

成本红利与规模效应体现，Q3 盈利能力同比提升。25Q3 公司毛利率同比-0.6pcts，成本红利延续，但第二曲线等占比提升有所影响，25Q3 公司销售/管理/财务费率分别为 15.26%/2.54%/-0.16%，同比-2.61/+0.12/+0.50pcts。预计主要受益于去年同期奥运会赛事投放，且今年冰柜前置投放在旺季前。最终，公司净利率为 22.70%，同比+1.83pcts，盈利能力同比有所提升。

投资建议：考虑到特饮增速回归稳健，尽管大单品规模效应依然释放，但盈利能力稍弱的第二曲线占比提升，我们小幅下调未来 3 年盈利预测。我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 208.8/258.9/309.7 亿元（前预测值为 212.2/263.8/314.1 亿元），同比增长 32%/24%/20%；2025-2027 年公司实现归母净利润 46.0/58.3/70.9 亿元（前预测值为 46.5/60.1/74.1 亿元），同比增长 38%/27%/22%；预计 2025-2027 年实现 EPS8.85/11.21/13.65 元；当前股价对应 PE 分别为 32/26/21 倍。公司仍是食品饮料稀缺的景气增长标的，扩品类、全国化仍在推进，按相对估值给予 26 年 30-31xPE，我们维持目标价至 335-347 元，维持“优于大市”评级。

风险提示：原辅材料价格波动风险，新品推广不及预期，行业竞争加剧。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、柴苏苏（S0980524080003）

◆ 金徽酒(603919.SH) 财报点评:前三季度产品结构向上，经营节奏稳健

2025Q3 收入同比-5%，毛销差录得改善。2025Q1-3 公司实现收入 23.1 亿元/同比-1.0%，归母净利润 3.24 亿元/同比-2.8%；2025Q3 收入 5.5 亿元/同比-4.9%，归母净利润 0.25 亿元/同比-33.0%。第三季度公司收入表现好于行业平均，毛销差录得改善，营业外支出和所得税同比多增 2000 万元左右，拖累表观净利率。

前三季度 300 元以上产品占比提升，深耕西北战略取得成效。分产品看，2025Q3 300+/100-300/100-元产品分别实现收入 1.57/2.58/0.91 亿元，同比-1.6%/-16.6%/+18.4%。第三季度继续受到政策的影响，各类宴席场景减少，公司加大小规模宴席投入，发力餐饮场景，基于各价位产品库存水平调整发货节奏，三四星等低价位产品较 25Q2 环比改善。前三季度产品结构升级仍保持较好势能，300+/100-300 元同比+13.8%/+17.7%。分区域看，2025Q3 省内/省外分别实现收入 3.55/1.51 亿元，同比-5.2%/-11.8%；截至 Q3 末省内/省外经销商数量分别 318/631 家，环比第二季度末净+15/-26 家。省内抗风险能力相对较好；省外将西北作为重点市场，陕西、新疆增速高于整体；华东、北方市场调整幅度较大；后续公司在费用投入上也将侧重大西北精耕。

2025Q3 毛销差改善 1.7pcts，净利率下降 2pcts 系营业外支出及所得税扰动。2025Q3 毛利率 61.4%/同比+0.31pcts，预计公司减少货折、买赠等投入；税金/销售/管理费用率同比-0.03/-1.45/+0.53pcts，预计部分销售费用前置于第二季度以促回款，高端产品用户工程、品鉴会等投入阶段性减少，同时公司费效比管理能力逐步提升。第三季度营业外支出同比多增 1154 万元，判断系对外捐赠错期影响（2024 年捐款前置于 Q2 导致 Q3 净利润高基数）。25Q3 所得税税率 43.2%/同比+30pcts，判断主因递延所得税资产调整影响当期所得税费用。

合同负债保持稳健，反映省内竞争势能向上。2025Q3 销售收现 6.62 亿元/同比+8.6%，现金流量净额-0.38 亿元，主因采购粮食导致支出较多。截至第三季度末合同负债 6.32 亿元/环比+0.34 亿元，经销商回款稳健，前三季度（收入+Δ预收）同比增长 3%，反映渠道价值链稳定下，经销商对公司保持打款积极性。

投资建议：展望第四季度，消费需求尤其政商务场景仍处于弱复苏阶段，叠加 2026 年春节时点偏晚，去年高基数下或延续压力；2026 年伴随需求逐步企稳，省内基建工程等项目支撑产品结构升级势能，公司竞争势能向上，业绩有望稳健增长。略下调此前收入及盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入 29.9/31.3/33.8 亿元/同比-1.0%/+4.5%/+8.1%（前值同比+1.4%/+7.7%/+12.1%）；归母净利润 3.8/4.0/4.4 亿元，同比-3.0%/+5.2%/+12.0%（前值同比-1.9%/+5.6%/+15.2%）；当前股价对应 2025/2026 年 26.7/25.4 倍 P/E，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；为应对竞争费用投入较多影响利润率等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、张未艾（S0980525070005）

◆ 珠江啤酒(002461.SZ) 财报点评:三季度行业需求疲弱致收入小幅下滑，盈利能力延续提升

公司公布 2025 年三季度业绩：3Q25 实现营业总收入 18.8 亿元，同比-1.3%；实现归母净利润 3.3 亿元，同比+8.2%；实现扣非归母净利润 3.1 亿元，同比+7.1%。

Q3 行业需求疲弱，公司销量出现下滑。Q3 销量同比-2.9%，千升酒收入同比+1.6%，相较于上半年的量价表现有较为明显的走弱，这主要系受 Q3 啤酒行业需求疲软，以及广东区域不利天气的影响。作为应对，后续公司将会持续在营销改革、产品结构、品牌推广以及管理方面发力，也持续重视与即时零售等新渠道的合作。

Q3 盈利能力延续同比小幅上行，产品结构有所优化、成本红利亦有贡献。毛利率同比+1.2pp，主要受益于产品结构提升（Q3 千升酒收入仍有小幅提升）及原料成本下行。费用方面，Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.2/+0.0/+0.1/+0.0pp，费用控制良好，费用率变化不大。Q3 净利率同比+1.6pp 至 17.7%，毛利率提升是主要推动因素。

盈利预测与投资建议：当前主要竞争对手百威在广东市场处于调整阶段，珠江啤酒处于持续扩大竞争优势的关键时期。1) 目前珠江啤酒 97 纯生在广东市场 8-10 元细分价格带具备较大的竞争优势，公司营销端持续发力，提升品牌影响力；2) 除产品端结构持续优化之外，公司继续大力推动数字化转型（主要围绕数字营销、智慧运营、智能制造三大方向），运维效率持续提升，有助于中长期盈利水平中枢上行；3) 公司积极补充中高端产品线，如推出 97 纯生 970ml 大瓶装、珠江啤酒 1985、雪堡精酿白啤 980ml 罐装等，有望出现更多增长点。因此珠江啤酒仍具备一定的投资价值。考虑到 Q3 外部环境对啤酒行业需求形成压制，结合三季报情况，我们小幅下调 2025-2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 59.8/63.1/66.1 亿元（前预测值 61.3/66.2/70.7 亿元），同比+4.3%/+5.6%/+4.7%；实现归母净利润 9.6/10.9/11.8 亿元（前预测值 9.9/11.5/12.8 亿元），同比+18.5%/+13.5%/+8.4%；EPS 分别为 0.43/0.49/0.53 元；当前股价对应 PE 分别为 22/20/18 倍。目前公司估值在啤酒行业处于中等水平，而由于 97 纯生放量、内部改革及降本增效举措带来净利润增速中枢略高于行业平均水平，故我们认为当前估值处于合理区间，维持优于大市评级。

风险提示：宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增速显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）

◆ 圣农发展(002299.SZ) 财报点评:全渠道策略成效显著，Q3 收入同比增长近 20%

Q3 收入实现同环比较快增长，但行情低迷导致盈利承压。公司 2025 前三季度实现营业收入 147.06 亿元，同比+6.86%，其中 Q3 实现营业收入 58.49 亿元，环比+23.36%，同比+18.77%，主要得益于 C 端零售及出口销量增长；公司前三季度实现归母净利润 11.59 亿元，同比+202.82%，其中 Q3 实现归母净利润 7.63 亿元，环比-67.40%，同比-10.64%，得益于公司自有种源“901+”性能提升，内部使用占比逐步提升，以及公司管理的持续精细化，公司前三季度造肉成本同比下行。然而 Q3 受白羽肉鸡行情回落影响，盈利同环比下降明显。

全渠道策略成效显著，C 端零售维持快速增长，Q3 出口表现亮眼。参考公司销售月报，2025Q3 家禽饲养板块销售量 43.52 万吨，同比+16.27%，收入为 40.90 亿元，同比+12.64%，对应销售均价 9.40 元/kg，同比-3.12%；深加工肉制品板块销量为 15.19 万吨，同比+52.82%，收入为 28.85 亿元，同比+36.73%，对应销售均价 18.99 元/kg，同比-10.53%。报告期内公司坚定推进全渠道策略，凭借较强产品力与优质服务优势逆势扩大市场份额，前三季度 C 端零售渠道收入同比增长超 30%，另外出口业务 7、8 月份表现尤为亮眼，收入同比增速分别高达 100%+和 90%+。

费用率维持平稳，利润率同比改善。公司 2025 前三季度销售毛利率 12.17%，同比+1.86pct，销售净利

率 7.97%，同比+5.30pct，主要得益于主业成本下降和投资收益增加。公司 2025 前三季度销售费用率 3.52%（同比+0.13pct），管理费用率 2.26%（+0.13pct），财务费用率 0.66%（-0.30pct），三项费用率合计 6.44%，同比-0.04pct，整体维持平稳。

主业规模及效率提升，经营现金流同比改善明显。公司 2025 前三季度经营性现金流净额为 30.86 亿元，同比+37.71%；经营性现金流净额占营业收入比例为 20.99%（同比+4.70pct）；销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 108.45%（同比+4.29pct）。资产周转方面，2025 前三季度公司存货天数 61 天（同比-10%），应收账款周转天数 25 天（同比+37%）。

风险提示：养殖疫病风险；饲料原料价格大幅波动风险；食品安全风险等。

投资建议：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 13.8/12.1/14.8 亿元，对应 2025-2027 年每股收益分别为 1.1/1.0/1.2 元。公司作为国内白羽肉鸡一体化自养龙头，中长期有望保持成本优势并受益白羽肉鸡板块景气修复，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 乖宝宠物(301498.SZ) 财报点评:品牌直销拓展稳步推进，毛利率维持同比改善趋势

自主品牌业务维持增长，费用端短期存在压力。公司 2025 前三季度实现营业收入 47.37 亿元，同比+29.03%，其中单 Q3 实现营业收入 15.17 亿元，环比-12.88%，同比+21.85%，报告期内公司麦富迪品牌稳健扩张，弗列加特品牌增势亮眼，境内自有品牌业务整体收入维持增长。公司 2025 前三季度实现归母净利润 5.13 亿元，同比+9.05%，其中单 Q3 实现归母净利润 1.35 亿元，环比-22.35%，同比-16.65%，报告期内公司继续加大自主品牌及直销渠道拓展，Q3 销售费用 3.54 亿元，同比增幅超 50%，导致短期盈利承压。

毛利率维持改善，净利率因短期营销投入加大而承压。公司 2025 前三季度整体销售毛利率 42.83%，同比+0.85pct，其中单 Q3 毛利率为 42.92%，同比+1.08pct。年内受美国对贸易伙伴加征普遍关税影响，公司中国工厂对美出口订单短期受阻，零食出口代工业务短期有所承压，但公司依靠自有品牌及直销渠道拓展，带动整体毛利率维持同比增势。公司 2025 前三季度整体销售净利率 10.84%，同比-2.01pct，其中单 Q3 净利率为 8.91%，同比-4.16pct，主要系销售费用率增加所致。

具体来看，公司 2025 前三季度销售费用为 10.34 亿元，同比+48.86%，对应销售费用率 21.82%（同比+2.90pct），主要系自有品牌收入增长、直销占比提升及公司新品推广使得相应业务推广费和销售服务费增加所致；2025 前三季度管理费用为 2.69 亿元，同比+26.91%，对应管理费用率 5.68%（同比-0.10pct）；2025 前三季度研发费用为 0.70 亿元，同比+17.09%，对应研发费用率 1.48%（同比-0.15pct）。

公司致力“经销转直销”，不断增厚公司盈利能力。公司目前品牌矩阵完善，正积极拓展新品，并基于前期在品牌侧的扎实积累，积极推进渠道侧变革，加大自有品牌直销模式拓展。2025H1 公司在天猫、京东、抖音等第三方平台的直销收入已达 12.10 亿元，同比+39.72%，于总收入中占比已达 37.73%。未来随高毛利直销收入占比提升，公司自有品牌业务整体量利表现有望继续得到强化。

风险提示：汇率大幅波动的风险；中美贸易冲突的风险；自主品牌产品推广不及预期的风险等。

投资建议：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 7.4/9.4/11.9 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.9/2.4/3.0 元。未来随高端品牌和直销模式拓展，公司主业有望保持量利高增，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 李宁(02331.HK) 海外公司快评:李宁(02331.HK)-第三季度流水下滑中单位数，四季度新品有望密集发布

公司公告：1、零售表现：截至 2025 年 9 月 30 日止第三季度，李宁销售点（不包括李宁 YOUNG）于整个平台之零售流水按年录得中单位数下降。就渠道而言，线下渠道（包括零售及批发）录得高单位数下降，其中零售（直接经营）渠道录得中单位数下降，批发（特许经营商）渠道录得高单位数下降；电子商务虚拟店铺业务录得高单位数增长。2、销售点数量：截至 2025 年 9 月 30 日，于中国，李宁销售点数量

(不包括李宁 YOUNG) 共计 6132 个, 较上一季末净增加 33 个, 本年迄今净增加 15 个, 其中零售业务净减少 46 个, 批发业务净增加 61 个。李宁 YOUNG 销售点数量共计 1480 个, 较上一季末净增加 45 个, 本年迄今净增加 12 个。

国信纺服观点: 1) 2025 第三季度: 第三季度李宁大货流水下降中单位数, 较上半年放缓, 其中电商流水增长高单位数; 折扣同环比加深, 库销比受节日及大促备货影响上升至 5-6 个月, 四季度预计新品密集发布; 2) 风险提示: 消费需求不及预期; 品牌形象受损; 市场的系统性风险; 3) 投资建议: 短期门店调整企稳、新品发布有望带动销售, 中期销售增长提速带动盈利加速复苏。2025 年三季度公司在具有挑战的经营环境下, 流水整体下滑中单, 但电商渠道、跑步品类、童装依然维持增长; 在需求疲软、行业促销和竞争压力增加情况下, 折扣率承压, 库存保持健康, 库销比上升主受节日及大促备货影响; 四季度预计门店调整企稳, 公司维持全年大货直营净关闭 10-20 家, 大货批发净开 50 家左右, 童装净开 50-60 家左右的指引; 同时四季度新品密集发布有望一定程度带动销售, 但宏观环境仍有压力。长期我们看好公司专业运动品牌心智的增强、进而带动规模增长。我们维持盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润 25.1/28.3/30.4 亿元, 同比-16.6%/+12.5%/+7.7%。看好公司当前健康的运营基础和未来营销发力对品牌增长提速的潜力, 维持 21.1-22.3 港元的合理估值区间, 对应 2026 PE18-19x, 维持“优于大市”评级。

证券分析师: 丁诗洁 (S0980520040004)、刘佳琪 (S0980523070003)

◆ 滔搏 (06110.HK) 海外公司财报点评: 滔搏 (06110.HK) - 上半财年业绩下滑收窄, 中期分红率达 102%

业绩下滑收窄, 零售业务与主力品牌好于整体。受宏观需求疲软影响, 2026 上半财年收入同比下降 5.8% 至 123.0 亿元。分商业模式看: 零售渠道收入 106.0 亿元, 同比下降 3.0%; 批发渠道收入 16.2 亿元, 同比下降 20.3%。分品牌看: 主力品牌 (耐克、阿迪达斯) 收入 108.1 亿元, 同比下降 4.8%; 其他品牌收入 14.1 亿元, 同比下降 12.2%。归母净利润同比下滑 9.8% 至 7.9 亿元。毛利率同比微降 0.1 个百分点至 41.0%, 主因低毛利的线上渠道占比提升, 但部分被零售业务占比提高及品牌伙伴支持所抵消; 费用率小幅上升 0.1 个百分点至 33.2%, 体现了审慎的费用管控; 净利率同比下降 0.3 个百分点至 6.4%, 主受其他收入 (主要为政府补贴) 同比减少 49.5% 至 0.39 亿元影响。现金方面, 经营现金流净额同比 -48.2% 至 13.5 亿元, 净现比为 1.7。存货周转天数同比上升 1.7 天基本保持稳定, 应收/应付周转天数分别 -3.5/6.5 天, 主受春节错期影响; 中期派息率 102.2%, 每股派息 13.00 分。

门店结构优化, 会员运营与全域零售能力提升, 持续加码跑步和户外赛道。截至 2025 年 8 月末, 直营门店净减少 1125 家至 4688 家 (同比 -19.4%), 总销售面积同比 -14.1%, 单店销售面积同比 +6.5%。累计用户数达 8910 万 (环比 +3.6%, 同比 +10.0%), 会员贡献销售额占比 92.9%; 复购会员贡献 60% 消费额, 高价值会员占比中单位数, 贡献近 35% 销售额, 用户粘性凸显。零售线上业务同比双位数增长, 内容电商增量突出, 抖音和微信视频号超过 800 个, 抖音平台 GMV 保持运动户外榜第一, 小红书账号超过 2300 个; 私域运营加速, 小程序店铺超 3600 家, 蝉联微信运动户外类小程序排名第一; 即时零售表现亮眼, 入驻店铺数超 3700 家。公司战略性切入跑步及户外赛道, 成为高端越野跑品牌 NORDA、SOAR、CIELE 及挪威顶级户外品牌 NORRØNA 的中国独家运营伙伴, 并开设首家跑步集合店 EKTOS, 完善“专业+潮流”产品矩阵, 推动从传统经销商向品牌运营商转型。

二季度销售额下滑高单位数。第二季度 (2025 年 6~8 月) 零售及批发业务之总销售额同比下跌高单位数 (一季度: 下跌中单位数); 直营门店面积环比和同比减少幅度分别扩大至 3.3% 和 14.1% (一季度: 下滑 1.3% 和 12.3%), 下半年门店缩减幅度有望企稳。管理层在业绩会上表示维持 2026 财年净利率持平, 净利率改善的指引。

风险提示: 宏观消费需求不及预期; 渠道运营优化不及预期; 品牌声誉风险。

投资建议: 看好公司经营韧性以及长期现金回报。上半年公司零售下滑幅度收窄, 毛利率企稳, 在整体线下消费环境疲软、线上促销氛围浓厚的较差零售环境下, 公司保持良好的经营韧性; 同时保持稳健的现金流及 102% 的高分红率; 我们看好中长期公司保持高效的现金创收能力与高派息水平。基于宏观消费环境的不确定性, 尤其对线下零售扰动较大, 我们小幅下调盈利预测, 预计 FY2026-2028 净利润分别

12.9/14.1/15.7 亿元（前值为 13.0/14.6/16.3 亿元），同比+0.6%/9.4%/11.3%。维持合理估值区间 3.8~4.0 港元，对应 2026 财年 17~18xPE，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

金融工程

◆ 金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点（第 216 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 10 月 24 日，上证指数、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50 指数 250 日新高距离分别为 0.00%、3.18%、1.04%、3.85%、2.99%、3.14%、2.77%、4.99%。中信一级行业指数中通信、石油石化、电力及公用事业、建筑、电子行业指数距离 250 日新高较近，食品饮料、综合金融、银行、消费者服务、医药行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，万得微盘股日频等权、林木、锂矿、电力公用事业、石油天然气、煤炭、万得全 A 等概念指数距离 250 日新高较近。

见微知著：利用创新高个股进行市场监测：截至 2025 年 10 月 24 日，共 1123 只股票在过去 20 个交易日创出 250 日新高。其中创新高个股数量最多的是电子、机械、基础化工行业，创新高个股数量占比最高的是有色金属、煤炭、电子行业。按照板块分布来看，本周科技、周期板块创新高股票数量最多；按照指数分布来看，中证 2000、中证 1000、中证 500、沪深 300、创业板指、科创 50 指数中创新高个股数量占指数成份股个数比例分别为：18.75%、24.10%、31.60%、30.67%、33.00%、42.00%。

平稳创新高股票跟踪：我们根据分析师关注度、股价相对强弱、趋势延续性、股价路径平稳性、创新高持续性等角度，本周从全市场创新高股票中筛选出了包含香农芯创、工业富联、和而泰等 50 只平稳创新高的股票。按照板块来看，创新高股票数量最多的是科技、制造板块，分别有 18、14 只入选。其中，科技板块中创新高最多的是电子行业；制造板块中创新高最多的是机械行业。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险，本报告基于历史客观数据统计，不构成任何投资建议，历史股价表现不代表未来股价表现。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、胡志超（S0980524070001）

◆ 金融工程周报:多因子选股周报-动量因子表现出色，中证 1000 增强组合年内超额 19.00%

国信金工指数增强组合表现跟踪

- 沪深 300 指数增强组合本周超额收益 0.53%，本年超额收益 18.86%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益 0.45%，本年超额收益 9.03%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益 0.34%，本年超额收益 19.00%。
- 中证 A500 指数增强组合本周超额收益-0.46%，本年超额收益 8.18%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，单季 ROA、单季 ROE、一年动量等因子表现较好，而三个月反转、一个月波动、三个月换手等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，SPTTM、高管薪酬、三个月机构覆盖等因子表现较好，而 EPTTM 一年分位点、非流动性冲击、三个月反转等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，3 个月盈利上下调、标准化预期外收入、标准化预期外盈利等因子表现较好，而三个月反转、BP、预期 EPTTM 等因子表现较差。

以中证 A500 指数为选股空间。最近一周，一年动量、单季营收同比增速、DELTAROA 等因子表现较好，而三个月反转、一个月波动、EPTTM 一年分位点等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，一年动量、标准化预期外收入、3 个月盈利上下调等因子表现

较好，而三个月反转、一个月波动、三个月波动等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 76 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 802 亿元。中证 500 指数增强产品共有 74 只，总规模合计 444 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 150 亿元。中证 A500 指数增强产品共有 68 只，总规模合计 318 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 2.02%，最低-1.13%，中位数 0.06%。最近一月：超额收益最高 1.87%，最低-1.02%，中位数 0.02%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.24%，最低-1.61%，中位数 0.19%。最近一月：超额收益最高 2.66%，最低-1.07%，中位数 1.33%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.52%，最低-1.23%，中位数 0.45%。最近一月：超额收益最高 3.71%，最低-0.71%，中位数 1.90%。

中证 A500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.52%，最低-1.23%，中位数 0.45%。最近一月：超额收益最高 2.16%，最低-1.28%，中位数 0.53%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报:主动量化策略周报-微盘股指数创历史新高，四大主动量化组合本周均战胜股基指数

国信金工主动量化策略表现跟踪：

本周，优秀基金业绩增强组合绝对收益 4.27%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.45%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益 29.53%，相对偏股混合型基金指数超额收益-2.86%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 50.56%分位点（1754/3469）。

本周，超预期精选组合绝对收益 3.90%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.08%。本年，超预期精选组合绝对收益 43.86%，相对偏股混合型基金指数超额收益 11.47%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 25.22%分位点（875/3469）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益 5.82%，相对偏股混合型基金指数超额收益 2.00%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 34.66%，相对偏股混合型基金指数超额收益 2.27%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 40.36%分位点（1400/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益 4.31%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.49%。本年，成长稳健组合绝对收益 54.64%，相对偏股混合型基金指数超额收益 22.26%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 13.12%分位点（455/3469）。

本周，股票收益中位数 3.06%，81%的股票上涨，19%的股票下跌；主动股基中位数 3.44%，91%的基金上涨，9%的基金下跌。

本年，股票收益中位数 22.59%，84%的股票上涨，16%的股票下跌；主动股基中位数 30.20%，98%的基金上涨，2%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合：

在构建量化组合时，从传统地对标宽基指数，转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上，采用量化方法进行增强，达到优中选优的目的。

超预期精选组合：

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池，接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选，挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票，构建超预期精选股票组合。

券商金股业绩增强组合：

以券商金股股票池为选股空间和约束基准，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离，构建券商金股业绩增强组合。

成长稳健组合：

采用“先时序、后截面”的方式，构建成长股二维评价体系。以研报标题超预期及业绩大增为条件筛选成长股股票池，根据距离正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择距离财报预约披露日较近的股票，当样本数量较多时，采用多因子打分精选优质个股，构建 100 只股票等权组合。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报：港股投资周报-恒生科技领涨，港股精选组合年内上涨 69.75%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 1.90%，相对恒生指数超额收益-1.71%。

本年，港股精选组合绝对收益 69.75%，相对恒生指数超额收益 39.34%。

港股市场创新高热点板块跟踪

我们根据分析师关注度、股价相对强弱、股价路径平稳性、创新高连续性等角度在过去 20 个交易日创出过 250 日新高的股票池中筛选出平稳创新高股票。

近期，中国人民保险集团等股票平稳创出新高。

按照板块来看，创新高股票数量最多的是周期板块，其次为科技、消费、大金融、制造和医药板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面，本周恒生科技指数收益最高，累计收益 5.20%；恒生小型股指数收益最低，累计收益 1.21%。

行业指数方面，本周能源业行业收益最高，累计收益 5.63%；医疗保健业行业收益最低，累计收益-0.77%。

概念板块方面，本周集成电路产业基金概念板块收益最高，累计收益 14.42%；黄金珠宝概念板块收益最低，累计收益-10.49%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 173 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 1004 亿港元，今年以来港股通累计净流入 12325 亿港元，总体来看近期南向资金呈现出整体流入的走势。

本周港股通资金中，中国海洋石油、泡泡玛特和紫金黄金国际流入金额最多，阿里巴巴-W、中芯国际和老铺黄金流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数 1.81%，投资港股的主动基金收益中位数 2.37%。

本年，港股通股票收益中位数 27.38%，投资港股的主动基金收益中位数 36.95%。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程日报：沪指尾盘收涨，煤炭板块发力、量子材料午后拉升

市场表现：20251023 规模指数中上证 50 指数表现较好，板块指数中上证综指表现较好，风格指数中中证 500 价值指数表现较好。石油石化、煤炭、综合、有色金属、非银行业表现较好，通信、房地产、建材、电子、医药行业表现较差。深圳市国资、量子材料、冰雪旅游、锂矿、PTA 等概念表现较好，培育钻石、超硬材料、光模块（CPO）、光芯片、玻璃纤维等概念表现较差。

市场情绪：20251023 收盘时有 71 只股票涨停，有 9 只股票跌停。昨日涨停股票今日表现低迷，赚钱效应较弱，高开低走，收盘收益为-0.31%，昨日跌停股票今日收盘收益为-4.80%。今日封板率 72%，较前

日提升 1%，连板率 20%，较前日下降 8%。

市场资金流向：截至 20251022 两融余额为 24524 亿元，其中融资余额 24355 亿元，融券余额 169 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.6%，两融交易占市场成交额比重为 11.0%。

折溢价：20251022 当日 ETF 溢价较多的是油气资源 ETF，ETF 折价较多的是科创综指 ETF 兴业。近半年来大宗交易日均成交金额达到 18 亿元，20251022 当日大宗交易成交金额为 15 亿元，近半年来平均折价率 6.17%，当日折价率为 6.63%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.15%、3.06%、10.33%、12.81%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 0.63%，处于近一年来 43%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 3.38%，处于近一年来 44%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 8.79%，处于近一年来 62%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 10.77%，处于近一年来 63%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是视源股份、泰凌微、民士达、仕佳光子、航宇科技、华邦健康、星网锐捷、博盈特焊等，视源股份被 107 家机构调研。20251023 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入前十的股票是北方股份、幸福蓝海、云汉芯城、盛新锂能、茂化实华、科大国创、特一药业、建发致新、神开股份、海鸥住工等，机构专用席位净流出前十的股票是北方长龙、黄河旋风、蓝丰生化、荣信文化、上实发展、昊创瑞通、深圳能源、秦港股份、准油股份、沙河股份等。陆股通净流入前十的股票是中信重工、盛新锂能、科大国创、国新能源等，陆股通净流出前十的股票是深圳能源、特一药业、黄河旋风、秦港股份、平潭发展、三孚股份、山西焦化、陕西黑猫、上实发展、上海能源等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）

联系人：李子靖

◆ 金融工程日报：沪指放量收涨再创十年新高，双创指数强势领涨

市场表现：今日（20251024）大部分指数处于上涨状态，规模指数中中证 500 指数表现较好，板块指数中科创 50 指数表现较好，风格指数中中证 500 成长指数表现较好。通信、电子、国防军工、计算机、电新行业表现较好，石油石化、煤炭、食品饮料、房地产、钢铁行业表现较差。存储器、磁电存储、电路板、HBM、华为合作半导体企业等概念表现较好，深圳市国资、一级地产商、冰雪旅游、甲醇、粤港澳大湾区等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 71 只股票涨停，有 11 只股票跌停。昨日涨停股票今日表现低迷，赚钱效应较弱，高开低走，收盘收益为-0.69%，昨日跌停股票今日收盘收益为 0.37%。今日封板率 71%，较前日下降 1%，连板率 23%，较前日提升 2%。

市场资金流向：截至 20251023 两融余额为 24510 亿元，其中融资余额 24339 亿元，融券余额 171 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.6%，两融交易占市场成交额比重为 10.7%。

折溢价：20251023 当日 ETF 溢价较多的是 1000 增强 ETF，ETF 折价较多的是油气 ETF 博时。近半年来大宗交易日均成交金额达到 19 亿元，20251023 当日大宗交易成交金额为 29 亿元，近半年来平均折价率 6.16%，当日折价率为 3.63%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.15%、3.06%、10.33%、12.81%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 0.57%，处于近一年来 64%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 3.47%，处于近一年来 43%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 8.50%，处于近一年来 64%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 10.21%，处于近一年来 66%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是视源股份、好太太、广东宏大、华邦健康、恒辉安防、星网锐捷、思源电气、乐歌股份等，视源股份被 107 家机构调研。20251024 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入前十的股票是深南电路、神开股份、江波龙、雅化集团、香农芯创、神工股份、荣信文化、建发致新、山东墨龙、科翔股份等，机构专用席位净流出前十的股票是德明利、C 超颖、生益电子、恒烁股份、云汉芯城、环旭电子、特一药业、昊创瑞通、风华高科、联翔股份等。陆股通净流入前十的股票是香农芯创、方正科技、江波龙、普冉股份、雅化集团、深南电路、风华高科、山东墨龙、锦富技术、特一药业、珠江钢琴等，陆股通净流出前十的股票是黄河旋风、大有能源、生益电子、科大国

创、深赛格、环旭电子、德明利、百川能源、深物业 A 等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	942.84	0.94	ICE 布伦特原油	65.99	5.43
白银	11434.00	0.58	铜	86770.00	1.42
铝	21185.00	0.40	铅	17555.00	0.48
豆一	4087.00	0.71	锌	22260.00	0.40
豆粕	2909.00	0.62	镍	121710.00	0.61
玉米	2112.00	0.00	锡	282940.00	0.88
螺纹钢	2985.00	-0.63	SR511	5396.00	0.11

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	100.0	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
002736.SZ	国信证券	47358.75	961242.93	100.00	2025-08-14
600369.SH	西南证券	33000.00	664510.91	100.00	2025-07-22
600490.SH	鹏欣资源	22026.56	221288.70	100.00	2025-06-12
600967.SH	内蒙一机	412.50	170338.18	82.58	2025-06-03
601226.SH	华电重工	408.34	116701.00	100.00	2025-06-02
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24

601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日涨跌幅(%)	1周涨跌幅(%)	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)	30天波动率(%)
道琼斯工业平均指数	47207.12	1.011051	66.75	66.75	66.75	66.75	42.11
德国 DAX 指数	24239.89	0.132602	90.31	2.42	-0.23	24.67	53.60
法 CAC40 指数	8225.63	-0.001824	0.62	5.08	5.21	9.62	44.62
恒生指数	26160.15	0.740027	3.61	-1.35	1.92	27.67	62.68
沪深 300 指数	4660.68	1.179700	3.24	2.07	12.33	18.62	56.82
美国 SP500 指数	6791.69	0.790242	1.91	2.31	6.73	16.89	50.41
纳斯达克综合指数	23204.87	1.146684	2.31	3.14	10.19	26.00	54.19
日经 225 指数	49299.65	1.352834	3.60	8.04	17.86	29.24	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	688008.SH	澜起科技	146.0500	7.0591	无数据	688008.SH	澜起科技	146.0500	7.0591	无数据
2	601899.SH	紫金矿业	30.0300	1.1111	无数据	601899.SH	紫金矿业	30.0300	1.1111	无数据
3	601138.SH	工业富联	67.2500	5.0945	无数据	601138.SH	工业富联	67.2500	5.0945	无数据
4	002371.SZ	北方华创	414.8000	2.7801	无数据	603259.SH	药明康德	103.8100	1.8744	无数据
5	300394.SZ	天孚通信	178.0000	6.4593	无数据	002371.SZ	北方华创	414.8000	2.7801	无数据
6	002384.SZ	东山精密	69.1500	5.1711	无数据	300394.SZ	天孚通信	178.0000	6.4593	无数据
7	300502.SZ	新易盛	372.9700	7.2493	无数据	002384.SZ	东山精密	69.1500	5.1711	无数据

8	600036.SH	招商银行	41.9500	-0.6866	无数据	300502.SZ	新易盛	372.9700	7.2493	无数据
9	300476.SZ	胜宏科技	308.9800	7.9519	无数据	300476.SZ	胜宏科技	308.9800	7.9519	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	494.0000	12.0486	无数据	300308.SZ	中际旭创	494.0000	12.0486	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	9880.HK	平安法兴八一零A	142.7000	0.06811377	49935.84	0981.HK	中芯国际	80.0000	0.08035111	487657.82
2	9880.HK	优必选	142.7000	0.06811377	49935.84	9988.HK	阿里巴巴-W	168.3000	0.02247874	438133.51
3	2015.HK	理想汽车-W	85.1000	-0.02071346	59114.76	9992.HK	泡泡玛特	230.4000	-0.00860585	275798.80
4	0883.HK	中国海洋石油	20.0200	0.00502008	115266.45	1347.HK	华虹半导体	82.4000	0.13733609	266688.83
5	3690.HK	美团-W	100.6000	0.00600000	170191.84	1810.HK	小米集团-W	45.9200	-0.01754386	214305.40
6	0700.HK	腾讯控股	637.5000	0.00710900	197012.99	0700.HK	腾讯控股	637.5000	0.00710900	159479.32
7	9992.HK	泡泡玛特	230.4000	-0.00860585	212934.91	3690.HK	美团-W	100.6000	0.00600000	104713.77
8	1810.HK	小米集团-W	45.9200	-0.01754386	244186.57	9880.HK	平安法兴八一零A	142.7000	0.06811377	71049.52
9	1347.HK	华虹半导体	82.4000	0.13733609	273654.03	9880.HK	优必选	142.7000	0.06811377	71049.52
10	9988.HK	阿里巴巴-W	168.3000	0.02247874	455185.73	2015.HK	理想汽车-W	85.1000	-0.02071346	70493.70
11	0981.HK	中芯国际	80.0000	0.08035111	547851.80	0883.HK	中国海洋石油	20.0200	0.00502008	58192.23

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032