

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-10-27

宏观策略

2025 年 10 月 27 日

宏观点评 20251024: “创新牛”进入蓄势期，行业风格如何轮动？

2025 年的“创新牛”本质是政策引导下资本定价后产业落地的正向循环。宏观政策通过财政货币工具锚定产业方向，资本市场通过制度创新实现价值发现，增量资金提供流动性支撑，最终产业趋势通过技术突破兑现盈利。当前，这一闭环仍在强化：宏观政策的落地仍在进程中、“科特估”体系在逐步完善、中长期资金入市将逐年完成指标要求、技术国产化盈利尚未完全释放潜力。当前，市场的流动性和估值已有改善，随着业绩压力逐步释放、中美关系趋向缓和、长期发展趋势定调仍然强调科技，产业估值将逐步消化。当前融资余额/全 A 市值在中等位置，对应杠杆资金发力仍有一定空间。公募基金（含混基）产品净值超过 1（净值回正）的比例已经超过 80%，公募基金发行有望进一步加速，成为下一阶段增量资金的主要力量。保险资金在持续增持金融股，外资也有望在人民币汇率升值预期下持续流入股市，形成正向循环。在短期蓄势结束，市场情绪持续转好、增量资金持续入场和科技产业创新持续突破的背景下，“创新牛”的中期，市场风格大概率沿着长科技产业有趋势的板块，如算力、芯片、机器人、储能等方向继续延伸。未来随着 AI+ 的应用场景落地，科技产业发展进一步带动需求回升，价格和企业盈利回升趋势明确后，“创新牛”有望从金融结构性行情演变为全面牛市。风险提示：企业三季报业绩不及预期；中美关系超预期变化；结构化行情演绎趋向极致

晨会编辑 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20251021: 如何挖掘科创债 ETF 成分券套利机会？

在债券性质层面，科创债 ETF 相对倾向于纳入：1）隐含评级达 AA+ 的科创债，其中隐含评级达 AAA 的个券入选可能性更大；2）发行规模在 40 亿元及以下的中小规模科创债，其中单只债券规模在 20 亿元以内的个券入选可能性更大；3）债券类型严格限定为公募公司债与金融债，无次级债；4）由央企企发行人发行的科创债，其央企企发行人所发行个券的入选可能性更大，同时优质民营企业个券亦不乏入选可能性；5）发行人业务范围主要聚焦于传统支柱产业的科创债，其中从事工业、金融业与公用事业等行业的个券入选可能性更大，同时材料、能源等新兴科技创新含量较高的行业入选可能性尚可；6）发行期限和剩余期限均偏中短期的科创债，其中发行期限为 3 年期和 5 年期的个券入选可能性更大，以及新发行或上市时间不长的个券入选可能性更大。在市场表现层面，科创债 ETF 相对倾向于纳入：1）在调整日期之前的更短期内出现新成交，且交易当日换手率较高的科创债，其中交易发生于 15 日以内且当日换手率在 3% 以上的个券入选可能性更大；2）日均跟踪指数偏离度低于 0.1% 的科创债，其中偏离度低于 0.04% 的个券入选可能性更大，而偏离度高于 0.08% 的成分券被剔除出科创债 ETF 的可能性更大。风险提示：指数编制规则变动风险；样本偏差与历史规律失效风险；流动性及价格冲击风险。

行业

计算机行业深度报告：大脑：具身智能落地的关键

投资建议：具身智能市场发展迅速，大脑是具身智能发展的关键，是实现智能的核心。当前具身智能大脑技术路径尚在探索阶段，但全球各种机器人/大脑公司百花齐放，加大投入尝试各种技术方案。我们认为具身智能大脑市场会成为具身智能市场里发展最快，技术难度最高，也是最关键的环节。建议关注具身智能大脑相关标的。 相关标的：品茗科技（通研院子公司拟协议转让取得品茗科技 16%股权），银河通用（未上市），智元机器人（未上市），星动纪元（未上市），星海图（未上市），自变量机器人（未上市），Tesla, Figure AI（未上市），Physical Intelligence 和 Skild AI（未上市）等。 风险提示：技术研发不及预期；具身智能产业发展不及预期；技术路线发展不确定性。

推荐个股及其他点评

派能科技（688063）：2025 年三季报点评：Q3 销量同比高增，单位盈利进一步提升

盈利预测与投资评级：考虑公司 25 年受减值和汇兑影响，出货和盈利将逐季恢复，我们下调公司 25-27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 1.0/5.0/7.2 亿元（此前预期 2.8/5.2/7.5 亿元），同比+150%/+384%/+45%，对应 PE 为 152x/31x/22x，考虑到公司在欧洲户储具备渠道优势，钠电等新品有望快速放量，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧。

巨子生物（02367.HK）：首款 I 型重组胶原三类械获批，打开医美成长新曲线

盈利预测与投资评级：公司是我国重组胶原领域引领者，品牌力和产品力领先，凭借核心技术平台与渠道拓展，消费端与医疗端双轮驱动下保持成长性，未来拓展肌肤焕活可期。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 25.66/32.14/40.46 亿元，同比分别+24%/+25%/+26%，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 16/12/10X，维持“买入”评级。 风险提示：终端需求不及预期，行业竞争加剧等。

联合动力（301656）：2025 年三季报点评：业绩略低于市场预期，新品可期&客户多元，看好长期趋势

25Q3 营收同比+15%、归母净利润-15%、业绩低于市场预期。公司 25Q1-3 营收 145.25 亿元，同比+35.52%，归母净利润 7.92 亿元，同比+38.38%，扣非净利润 7.38 亿元，同比+31.41%，其中 25Q3 营收 53.77 亿元，同比+15.32%，归母净利润 2.43 亿元，同比-15.55%，扣非净利润 2.22 亿元，同比-22.16%，业绩略低于市场预期。

杰瑞股份（002353）：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润同比+11%，短期交付节奏不改长期增长趋势

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 30/35/40 亿元，当前市值对应 PE 估值为 18/15/13 倍，维持“买入”评级。 风险提示：国际油价波动；国内油气资本开支不及预期；国际关系摩擦

汇川技术（300124）：2025 年三季报点评：工控增长势头向好，新能源车增长趋缓

25Q3 营收同比+21%、归母净利润同比+4%、营收符合预期、利润略低于

预期。公司 25Q1-3/25Q3 营收 316.6/111.5 亿元，同比+25%/+21%，归母净利润 42.5/12.9 亿元，同比+27%/+4%，扣非净利润 38.9/12.2 亿元，同比+24%/+14%。25Q1-3/25Q3 毛利率 29.27%/27.51%，同比-1.75/-2.18pct，1) 预计 Q3 工控需求复苏且竞争趋缓，但新能源车竞争加剧，综合毛利率有所降低；2) Q3 非经常损益 0.7 亿元（去年同期 1.7 亿元），系去年子公司搬迁资产处置收益影响消除同时新增非流动资产毁损报废损失。综合看，营收基本符合市场预期，利润略低于市场预期。

亿纬锂能 (300014): 2025 年三季报点评: 储能需求旺盛，盈利逐季提升明确

盈利预测与投资评级: 考虑到公司三季度一次性费用影响，我们下修公司 25 年净利润至 45 亿元（此前预期 47 亿元），同增 11%，考虑到下游需求超预期，我们上修 26-27 年归母净利润至 83/111 亿元（此前预期 75/105 亿元），同增 85%/32%，对应 PE 为 36x/19x/15x，考虑到公司出货高速增长，给予 26 年 30x 估值，对应目标价 122 元/股，维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格波动超市场预期，电动车销量不及市场预期。

滔搏 (06110.HK): FY26H1 业绩点评: 线下短期承压，积极布局全域零售

盈利预测与投资评级: 公司作为国内最大的运动鞋服零售商，FY25 以来受线下零售环境波动影响业绩承压，我们将 FY26-27 归母净利润预测值从 16.36/19.07 亿元下调至 12.91/14.45 亿元，增加 FY28 预测值 15.96 亿元，对应 FY26-28PE 分别为 15/14/12X。长期看，公司所处运动赛道仍具成长性，且主要合作品牌（如耐克）去库存周期接近尾声，有望带动下游零售商复苏。公司积极拓展户外等高增长赛道，现金流稳健并维持高分红政策，维持“买入”评级。风险提示: 国内消费复苏不及预期，行业竞争加剧。

洽洽食品 (002557): 2025 年三季报点评: 业绩符合预期，静待净利率修复

考虑需求疲软和今年的成本压力，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.5/8.9/10.4 亿元（此前分别为 6.0/10.5/11.2 亿元），同比-48%/+99%/+17%，对应 PE 为 27/13/11X；维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20251024：“创新牛”进入蓄势期，行业风格如何轮动？

市场从9月进入楔形震荡开始已经在逐步累积风险，中美关系的不确定性、三季报业绩的发布以及市场整体估值持续推升泡沫化风险加剧的三方面影响下，市场存在调整的内在需求。在上述三方面影响未完全消除之前，本轮震荡调整从宽基指数来看幅度偏小，但时间上大概率仍未走完，整体市场震荡的幅度可能在上述影响因素变化的过程中变宽，前期涨幅较大的TMT行业震荡的幅度更大。目前来看，市场风格已经一定程度上趋向避险，“创新牛”短期进入蓄势期，10月至11月市场大概率呈现指数窄幅震荡、科技板块宽幅震荡的交易模式。

行业轮动 国庆节前市场部分领涨板块已经出现调整迹象，市场的接替动能不足，成长风格需要消化估值。短期市场动能转弱，防御板块短期占优，价值风格好于成长。如果考虑在各板块内部进行风格轮动，短期可以参考交易层面的动量选择：成长行业中电子仍在领先区域，但趋势转弱，通信弱势反弹，短期成长板块可考虑规避；周期行业中有色、钢铁领先区域中走弱，煤炭、石化、公用改善，金融地产行业短期银行、非银、建筑装饰可能占优，稳定制造类行业中电力设备领先，机械、化工转弱，关注交运（航运）。

主题和产业机会：海洋经济 在市场风格切换的关键蓄势期，往往随着政策的发布，会有一些前期市场暂未被交易过、政策热度提升的板块会迎来主题性的行情。本次公报中，在优化区域经济布局的战略部署中明确提出了“加强海洋开发利用保护”的重要任务，这一表述为海洋经济的高质量发展提供了政策指引。结合前期政策中提及的主要海洋产业链条，包含海上风电建设，海洋生物医药、生物制品，海运业发展，有序推进沿海港口群优化整合，海洋碳汇核算等涉及到传统海洋产业和深海探测等新兴产业的主题可能将会成为10月-11月的产业主题之一，海洋经济的新兴产业部分也有望被列入新兴产业和未来产业的延伸涵义中。

“创新牛”的长期走势 当前，市场的流动性和估值已有改善，随着业绩压力逐步释放、中美关系趋向缓和、长期发展趋势定调仍然强调科技，产业估值将逐步消化。当前融资余额/全A市值在中等位置，对应杠杆资金发力仍有一定空间。公募基金（含混基）产品净值超过1（净值回正）的比例已经超过80%，公募基金发行有望进一步加速，成为下一阶段增量资金的主要力量。保险资金在持续增持金融股，外资也有望在人民币汇率升值预期下持续流入股市，形成正向循环。在短期蓄势结束，市场情绪持续转好、增量资金持续入场和科技产业创新持续突破的背景下，“创新牛”的中期，市场风格大概率沿着科技产业有长期趋势的板块，如算力、芯片、机器人、储能等方向继续延伸。未来随着AI+的应用场景落地，科技产业发展进一步带动需求回升，“创新牛”有望进入新阶段。

风险提示：企业三季报业绩不及预期；中美关系超预期变化；结构化行情演绎趋向极致

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

固收金工

固收深度报告 20251021：如何挖掘科创债ETF成分券套利机会？

观点 科创债ETF再度扩容，成分券调整隐含机会：一方面，当一只科创债被科创债ETF纳入后，由于大量被动资金的集中建仓，其价格往往在短期内受到显著的正面推动，收益率随之下行，故而创造套利

机会：即若能精准识别出尚未被纳入、但已具备纳入潜质的“候选”科创债券，意味着可能可抢占先机，提前布局以锁定未来被动资金买入所带来的价格涨幅；另一方面，纳入科创债 ETF 的个券或可在中长期内受益于流动性优化和信用资质“背书”，进而形成价格外溢效应；叠加机构行为的趋同性，多方面因素共同构成科创债 ETF 的“成分券抢筹”行情。

债券性质类指标：1) 在隐含评级上以 AA+作为重要划分标准：科创债 ETF 显著青睐隐含评级 AAA 级的科创债，纳入 ETF 的优先级由高至低为 AAA>AAA-≈AA+，换言之，隐含评级在 AA+以下的科创债被纳入科创债 ETF 的概率较低，同时隐含评级在 AAA 和 AAA-的科创债被剔除出科创债 ETF 的概率较低，故从胜率和稳定性角度而言，隐含评级达 AAA 的科创债或系首选，同时亦可关注隐含评级达 AA+的个券。2) 在债券规模上以 40 亿元作为重要划分标准：科创债 ETF 在调整成分券的过程中呈现向中小规模个券的倾斜，且成分券的纳入与剔除在规模区间上存在显著重叠，即这一维度上成分券的调整思路与科创债个券的新增供给体量关联较强。换言之，中小规模的个券因新增发行数量较多而在科创债 ETF 中被纳入的概率相对更高，较大规模的个券因新增发行数量有限而降低其被纳入概率，但纳入后被剔除的概率较低，故从胜率和稳定性角度而言，债券规模在 20 亿元及以下的科创债或系首选，同时亦可关注规模在 20-40 亿元区间的个券，前者的新增供给预计更为充沛。3) 科创债 ETF 在成分券动态调整中对于券种、发行方式等均有严格限定，即仅纳入公司债与金融债两类券种，且仅纳入公募发行债券，无次级债：a) 有助于确保 ETF 产品在交易所市场流通；b) 采用公募发行方式的债券在信息透明度与市场流动性上具备一定保障；c) 确保 ETF 产品资产均享有标准债权清偿顺序，控制信用风险的同时提升流动性。4) 科创债 ETF 在发行人企业性质维度呈现向央国企发行人的倾向，即央企和地方国企所发行的科创债被纳入 ETF 的概率显著高于其他类型发行人，但同时其被剔除出科创债 ETF 的概率亦显著较高，因此，从胜率和稳定性角度而言，债券发行人属中央国有企业的科创债或系首选，同时亦可关注发行人为地方国有企业以及优质民营企业的个券。5) 科创债 ETF 在发行人所属行业配置策略呈现清晰的层级划分，传统支柱行业享有显著优先级：科创债 ETF 通过确保工业、金融、公用事业等传统支柱行业的科创债在成分券中的比例来为产品提供稳健价值基础和流动性支撑，同时通过对能源、材料等新兴消费和科技领域的主动调整以及择优纳入，来实现传统行业内部的提质增效与新兴领域的适度布局之间的平衡互补。因此，从胜率和稳定性角度而言，债券发行人从事工业、金融业、公用事业等传统行业的科创债或系首选，在新增供给方面具备显著优势，同时亦可关注属于材料、能源等新兴科技行业的个券，或受益于中长期政策扶持。6) 科创债 ETF 在成分券动态调整中，发行期限在 3 年期、5 年期的中短期科创债、剩余期限约 2-5Y 的科创债系科创债 ETF 纳入或剔除出成分券的主要品种：科创债 ETF 在调整成分券的过程中更为倾向于纳入新发行的债券或上市时间不长的债券，以保障产品的流动性充裕，但未见倾向于剔除已存续一段时间的老券，一方面或源于当前科创债 ETF 仍处于持续扩容过程中，剔除数量明显少于纳入数量，另一方面或源于新老券流动性差异，剔除次新券难度低于老券。

市场表现类指标：1) 交易流动性：科创债 ETF 在调整成分券的过程中，在最近一次出现成交的交易日距离被调整日期的交易间隔天数和被调整前最近一次交易的当日换手率两项指标上，相对青睐近期发生交易且换手率较高的个券，一方面债券在发生交易后的 15 天以内被纳入科创债 ETF 的概率相对更高，另一

方面交易当日换手率达 3% 以上的个券被纳入科创债 ETF 的概率相对更高，因此，从胜率和稳定性角度而言，约两周以内被交易且热度较高的科创债或系首选，同时亦可关注近期末发生交易但其他指标达标度良好的个券，原因在于科创债板块内高频交易标的较为缺乏，高换手率个券数量较少，整体流动性仍有待优化，若仅关注已发生交易的个券则布局上空间相对狭窄。2) 日均跟踪指数偏离度：科创债 ETF 在调整成分券的过程中，日均跟踪指数偏离度低于 0.04% 的科创债个券被纳入科创债 ETF 的概率相对更高，从胜率和稳定性角度而言或系首选，同时亦可关注偏离度在 0.1% 以内的个券；而偏离度高于 0.08% 的成分券被剔除出科创债 ETF 的概率相对更高。风险提示：指数编制规则变动风险；样本偏差与历史规律失效风险；流动性及价格冲击风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

计算机行业深度报告：大脑：具身智能落地的关键

投资要点 大脑是机器人实现智能的核心。人形机器人由大脑、小脑、肢体三部分组成。“大脑”主要基于 AI 大模型，根据环境、任务和目标等信息，自主做出最优决策，以实现自主导航、任务执行、人机交互等功能。机器人大模型和通用大模型有一定区别，难以直接共用，后者需要考虑与物理世界的实时交互，技术难度较大。具身智能大脑技术路线仍在探索阶段。从技术路线上看，目前基于大模型的“大脑”技术路线正处在并行探索阶段，并逐渐向端到端的大模型演进。主要存在三条主流路径：1) 端到端 VLA 技术路线，采用单一模型直接从感知到动作的端到端学习方式。2) 大脑+小脑分层技术路线。3) 世界模型技术路线。VLA 仍有很大改善空间，世界模型的研究仍处于特别早期，大小脑技术路线可以实现模块化、可泛化和可解释。大脑是阻碍具身智能发展的关键瓶颈。王兴兴强调，智能体机器人当下和未来所面临的最关键挑战是机器人大模型，这也是限制人形机器人大规模应用的最大阻碍。之所以目前机器人还未能达到智能，现在最大的问题是模型问题，而不是数据问题。全球各大机器人厂商百花齐放，多家大脑公司估值超百亿。行业参与者分为三种：1) 专门做机器人大脑的公司，例如中国的通研院（与宇树签署合作协议，共建具身智能与人形机器人联合实验室，联合宇树、乐聚等企业共同发起成立“通智大脑联盟”），美国的 Physical Intelligence 和 Skild AI 等。2) 通用大模型公司，例如谷歌、OpenAI、字节、阿里等。3) 具身智能企业自研，例如智元机器人、特斯拉等。三种参与者各有优劣势，最终在机器人市场都会有一席之地。银河通用估值 115 亿元，美国 Physical Intelligence 估值 24 亿美元，Skild AI 估值 45 亿美元。投资建议：具身智能市场发展迅速，大脑是具身智能发展的关键，是其实现智能的核心。当前具身智能大脑技术路径尚在探索阶段，但全球各种机器人厂商百花齐放，加大投入尝试各种技术方案。我们认为具身智能大脑市场会成为具身智能市场里发展最快，技术难度最高，也是最关键的环节。建议关注具身智能大脑相关标的。相关标的：品茗科技（通研院子公司拟协议转让取得品茗科技 16% 股权），银河通用（未上市），智元机器人（未上市），星动纪元（未上市），星海图（未上市），自变量机器人（未上市），Tesla, Figure AI（未上市），Physical Intelligence 和 Skild AI（未上市）等。风险提示：技术研发不及预期；具身智能产业发展不及预期；技术路线

发展不确定性。

(证券分析师: 王紫敬 证券分析师: 王世杰)

推荐个股及其他点评

派能科技 (688063): 2025 年三季报点评: Q3 销量同比高增, 单位盈利进一步提升

投资要点 Q3 业绩符合市场预期。公司 25Q1-3 营收 20.1 亿元, 同+42.5%, 归母净利润 0.5 亿元, 同+28%, 毛利率 19.6%, 同-16pct, 归母净利率 2.4%, 同-0.3pct; 其中 25Q3 营收 8.6 亿元, 同环比+56.1% /+14%, 归母净利润 0.3 亿元, 同环比+94%/-34.8%, 毛利率 21.1%, 同环比-11.9/+0.5pct, 归母净利率 3.9%, 同环比+0.8/-2.9pct。Q1-3 销量同比高增, 欧洲家储需求逐步恢复, 发力新兴市场。25Q1-3 公司实现销售 2405MWh, 同增 142%, 其中 Q3 销量 1078MWh, 同增 156%, 环增 16%。前三季度国际家储传统市场持续复苏, 新兴市场的业务持续开拓; 国内外工商业储能业务得到突破性增长; 钠电和共享换电电池等业务增长, 其中钠电实现销售超过 100MWh, 共享换电电池实现销售超过 400MWh。我们预计全年销量有望达 4GWh+, 同增 170%左右。不考虑汇兑影响, Q3 单位盈利环比提升明显。盈利端, Q3 单 Wh 均价 0.9 元 (含税), 环比持平; Q2 汇兑收益 0.4 亿, Q3 汇兑损失 0.1 亿, 投资收益 0.18 亿, 不考虑汇兑和投资收益影响, Q3 单 Wh 盈利约 0.03 元/Wh+, 环比提升近 0.02 元/Wh, 后续随稼动率进一步提升, 盈利水平有望逐季改善。Q3 财务费用提升, 经营性现金流同环比下降。公司 25Q1-3 期间费用率 18.7%, 同-10.5pct, 其中 Q3 费用率 19.7%, 同环比-5.6/+5.9pct。25Q1-3 经营性净现金流 3.6 亿元, 同-46.9%, 其中 Q3 经营性现金流 0.6 亿元, 同环比-71.2%/-59.7%; 25Q1-3 资本开支 2.5 亿元, 同-28.1%, 其中 Q3 资本开支 0.7 亿元, 同环比-43.5%/-44.9%; 25Q3 末存货 13.7 亿元, 较年初+90.4%。盈利预测与投资评级: 考虑公司 25 年受减值和汇兑影响, 出货和盈利将逐季恢复, 我们下调公司 25-27 年盈利预测, 预计 25-27 年归母净利润 1.0/5.0/7.2 亿元 (此前预期 2.8/5.2/7.5 亿元), 同比 +150%/+384%/+45%, 对应 PE 为 152x/31x/22x, 考虑到公司在欧洲户储具备渠道优势, 钠电等新品有望快速放量, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期, 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)

巨子生物 (02367.HK): 首款 I 型重组胶原三类械获批, 打开医美成长新曲线

投资要点 事件: 2025 年 10 月 21 日巨子生物重组胶原三类械获批, 产品名称为重组 I 型 $\alpha 1$ 亚型胶原蛋白冻干纤维 (注册证编号: 国械注准 20253132049), 产品形态为白色或类白色海绵状固体, 由重组 I 型 $\alpha 1$ 亚型胶原蛋白组成, 不具备三螺旋结构, 使用时以无菌生理盐水溶解 (10mg/12mg/16mg/18mg/20mg/22mg/24mg 每瓶等规格), 适应症为面部真皮组织填充以纠正额部动力性皱纹, 包括眉间纹、额头纹、鱼尾纹。公司共有 4 款申请中的重组胶原注射械三产品: 巨子生物目前主要有 4 款申请中的重组胶原注射械三产品, ①水光-重组胶原蛋白液体制剂 (全面部), ②水光-重组胶原蛋白固体制剂 (面部皱纹-眉间纹/额头纹/鱼尾纹), ③填充-交联重组胶原蛋白凝胶 (鼻唇沟/法令纹), ④填充-重组胶原蛋白凝胶 (颈纹), 本次获批的是产品 ②用于眉间纹/额头纹/鱼尾纹等的重组胶原蛋白固体制剂。公司

械三重组胶原产品进入优先审批通道：巨子生物的胶原注射产品，2022 年上市的时已经在申报，在 25Q4 开始获批，其他几款产品也可期进度。2024 年 12 月 5 日，巨子生物三类械重组胶原蛋白凝胶（颈纹）产品进入优先审批通道，优先审批通道平均审核时间相对较短，我们预计公司械三获批进度可期，边际催化弹性较大。持续科研创新，拓展技术应用边界：公司 25 年 8 月，公司两项创新成果获国家知识产权局专利授权，分别为一种修护基底膜和舒缓褪红的重组 IV 型胶原蛋白组合物（中国发明专利：ZL202510192782.1）和富含人参苷 Rg3、Rk1 和 Rg5 的人参发酵产物（中国发明专利：ZL202411595271.6）。该两项授权专利，前者为敏感性皮肤护理提供了全新解决方案，后者为缓解认知障碍、改善记忆等带来针对性创新解决方案。巨子生物持续深化在生物科技领域的专利布局，不断拓展合成生物学技术应用边界。盈利预测与投资评级：公司是我国重组胶原领域引领者，品牌力和产品力领先，凭借核心技术平台与渠道拓展，消费端与医疗端双轮驱动下保持成长性，未来拓展肌肤焕活可期。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 25.66/32.14/40.46 亿元，同比分别 +24%/+25%/+26%，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 16/12/10X，维持“买入”评级。风险提示：终端需求不及预期，行业竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越）

联合动力（301656）：2025 年三季报点评：业绩略低于市场预期，新品可期&客户多元，看好长期趋势

投资要点 25Q3 营收同比+15%、归母净利润-15%、业绩低于市场预期。公司 25Q1-3 营收 145.25 亿元，同比+35.52%，归母净利润 7.92 亿元，同比+38.38%，扣非净利润 7.38 亿元，同比+31.41%，其中 25Q3 营收 53.77 亿元，同比+15.32%，归母净利润 2.43 亿元，同比-15.55%，扣非净利润 2.22 亿元，同比-22.16%，业绩略低于市场预期。结构变化拉低利润率、客户开发&新品投入带动研发费用率上升。公司 25Q1-3 毛利率 15.89%，同比-0.40pct，其中 25Q3 毛利率 14.45%，同比-2.89pct，我们预计系产品&客户结构变化导致。公司 25Q3 期间费用为 4.76 亿元，同比+34%，期间费用率 8.85%，同比+1.26pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.04/-0.06/+1.01/+0.27pct，研发费用率增长较快，预计系海外客户开发及线控等新品投入所致。多合一快速渗透&新品可期、客户多元发展、产能持续加码。1）产品层面，公司多合一总成渗透率快速提升，第 6 代电驱系统即将推出，同时围绕整车智能化向底盘域横向拓展，布局智能悬架产品及其控制技术；2）客户层面，公司新势力、传统车企、海外车企多元发展，国内 TOP 客户理想/广汽埃安/奇瑞/小米 25Q3 销量同比-39%/-28%/+14%/+73%，表现分化。海外基于“Local for Local”战略快速布局，定点开始放量，同时产品由电源向总成拓展；3）产能层面，苏州&常州工厂产能扩建快速推进，根据招股书，预计新增产能驱动总成/电机/电控/电源 12/10/97/29 万套。盈利预测与投资评级：我们预计公司 25-27 年归母净利润 11.3/16.8/25.8 亿元，同比+21%/+49%/+54%，对应现价 PE 为 66x、44x、29x，考虑到电驱动市场空间广阔，公司龙头地位显著，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：新能源车销量不及预期，全球化拓展不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里 证券分析师：谢哲栋 证券分析师：许钧赫）

杰瑞股份（002353）：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润同比+11%，短期交付节奏不改长期增长趋势

投资要点 Q3 归母净利润同比+11%，交付节奏导致业绩增速放缓 2025 年前三季度公司实现营收 104.2 亿元，同比+29.5%；实现归母净利润 18.1 亿元，同比+13.1%；实现扣非归母净利润 17.8 亿元，同比+27.6%。单 Q3 公司实现营业收入 35.2 亿元，同比+13.9%；归母净利润 5.7 亿元，同比+11.1%，扣非归母净利润 5.5 亿元，同比+15.5%。受天然气设备及相关 EPC 项目产能和交付节奏的影响，公司 Q3 收入及利润增速有所放缓，略低于市场预期。公司在手订单充足，为应对产能瓶颈，正积极通过预付款锁定关键部件（预付款项较年初+109%）、建设海外工厂（其他非流动资产较年初+138%）、租赁国内厂房（租赁负债较年初+71%）等方式扩产。展望四季度，作为传统业绩确认旺季，随着产能逐步释放，公司业绩有望加速兑现。受交付节奏影响毛利率略有下降，费控能力表现亮眼 2025 年前三季度公司销售毛利率 31.3%，同比下降 3.7pct，销售净利率 17.9%，同比下降 2.6pct。单 Q3 销售毛利率 29.5%，同比下降 4.2pct，销售净利率 16.9%，同比下降 0.4pct，主要系毛利率相对较低的油服及 EPC 业务收入占比提升所致。费用端来看，2025 年前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.4%/3.7%/3.5%/-1.4%，同比-0.3/-0.4/-0.5/-2.0pct，费控能力优异。2025 年前三季度公司财务费用同比减少 1.9 亿元，主要系汇兑收益、利息收入增加；经营性净现金流 29.3 亿元，同比+99%，主要得益于强化回款管理及海外优质客户回款质量较高。随着公司海外高毛利业务占比持续提升和精细化管理推进，盈利能力和现金流状况有望改善。海外布局进入收获期，短期交付问题不改长期增长趋势 海外逐渐成为公司订单和业绩增量来源，中东和北美为全球最大&准入门槛最高的油服市场，公司凭借过硬的产品质量和多年的深耕持续取得突破。（1）中东市场：中东面临急迫的经济转型需求，在稳定石油开采的基础上加大天然气开采，天然气设备及 EPC 市场规模持续扩张，且公司优势明显，市占率稳健提升。公司 2023 年圆满完成 KOC 项目后，成功打响中东市场知名度，2023 年以来油气设备及 EPC 在手订单持续高增。（2）北美市场：北美是全球最大的存量压裂设备市场，替换市场广阔，公司电驱压裂设备性能优势突出，有望逐步打开美国巨大替换市场。在巨大的市场容量和自身提升市占率双重逻辑下，我们看好公司订单&业绩释放持续性，2025 年为公司业绩释放拐点，有望迎来估值&业绩双击。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 30/35/40 亿元，当前市值对应 PE 估值为 18/15/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：国际油价波动；国内油气资本开支不及预期；国际关系摩擦

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞）

汇川技术（300124）：2025 年三季报点评：工控增长势头向好，新能源车增长趋缓

投资要点 25Q3 营收同比+21%、归母净利润同比+4%、营收符合预期、利润略低于预期。公司 25Q1-3/25Q3 营收 316.6/111.5 亿元，同比+25%/+21%，归母净利润 42.5/12.9 亿元，同比+27%/+4%，扣非净利润 38.9/12.2 亿元，同比+24%/+14%。25Q1-3/25Q3 毛利率 29.27%/27.51%，同比-1.75/-2.18pct，1）预计 Q3 工控需求复苏且竞争趋缓，但新能源车竞争加剧，综合毛利率有所降低；2）Q3 非经常损益 0.7 亿元（去年同期 1.7 亿元），系去年子公司搬迁资产处置收益影响消除同时新增非流动资产毁损报废损失。综合看，营收基本符合市场预期，利润略低于市场预期。通用自动化：增长势头向好、体现强劲 α、预计 Q4 和明年持续复苏向好。25Q1-3/25Q3 通用自动化业务收入 131/43 亿元，同比+20%/+26%，Q3 增速环比提升明显，我

们预计毛利率同比也有所提升，主要系：1) 锂电、3C、半导体、物流等行业需求向好，公司优势领域体现加速增长势头；2) 继续推动新品销售，进一步实施扎寨子计划布局下沉市场。订单方面，7-9 月份订单同比+25~30%，9 月加速，我们预计 Q4 订单有望同比+25~30%，26 年预计通用依然有望保持收入 20%+增长。

新能源汽车：定点放量带动收入持续增长、费用投入导致利润短期承压。公司 25Q1-3/25Q3 新能源车&轨交收入 148/58 亿元，同比+38%/+32%，子公司联合动力 25Q1-3/25Q3 收入 145/54 亿元，同比+36%/+15%，毛利率 15.9%/14.5%，同比-0.4/-2.9pct，预计系产品&客户结构导致。1) 公司新势力、传统车企、海外车企多元发展，TOP 客户理想/广汽埃安/奇瑞/小米/吉利 25Q3 销量同比-39%/-28%/+14%/+73%/+43%；2) 多合一总成渗透率快速提升；3) 苏州&常州工厂产能扩建快速推进。我们预计 25 年新能源车收入 210-220 亿元，同增 31-38%，净利润预计 11~13 亿，同增 20-40%。

电梯：持续大配套&海外挖潜。公司 25Q1-3 电梯收入 36 亿元，同比基本持平，25Q1-3 房屋竣工面积累计同比-15.3%。公司持续通过大配套业务及海外业务贡献增量，我们预计 25 年电梯板块收入 50 亿左右，同比基本持平。

人形机器人：发布执行器&仿生臂等多环节产品、剑指解决方案供应商。公司产品布局丰富，涵盖旋转、直线执行器及主要其零部件和仿生臂、小脑等产品，其中执行器性能领先，在散热、精度等指标上具备优势，同时零部件自研率高。同时，研发（专有团队并与其他部门协同）&产能（自有电机年产数万台）配套充足。

研发投入带动期间费用有所上升、现金流短期承压。公司 25Q3 期间费用为 18.11 亿元，同环比+15.2%/-0.2%，期间费用率 16.2%，同环比-0.8/+0.5pct，其中研发费用 10.3 亿元，同比+40%，研发费用率 9.22%，同比+1.27pct，销售/管理/财务费用率分别同比-1.89pct/-0.19pct/持平；25Q3 经营性净现金流 9.11 亿元，同比-55%；25Q3 末存货 85.1 亿元，同比+15.3%。

盈利预测与投资评级：考虑到公司新能源车业务短期承压，我们下修公司 25-27 年归母净利润至 55.6/67.8/82.5 亿元（原值为 58.0/71.3/86.4 亿元），同比+30%/+22%/+22%，对应现价 PE 为 38x、32x、26x，考虑到公司工控业务拐点已至，机器人星辰大海，给予 26 年 40x PE，目标价 100.5 元，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）

亿纬锂能（300014）：2025 年三季报点评：储能需求旺盛，盈利逐季提升明确

投资要点 表观业绩符合市场预期、经营性利润亮眼。公司 25 年 Q1-3 营收 450 亿元，同增 32%，归母净利润 28 亿元，同减 12%，扣非净利润 19.4 亿元，同减 23%，毛利率 16%，同减 1.4pct；其中 25 年 Q3 营收 168 亿元，同环比+36%/+10%，归母净利润 12.1 亿元，同环比+15%/+140%，扣非净利润 7.8 亿元，同环比-22%/+130%，毛利率 13.7%，同环比-5.3/-3.8pct。公司在 25 年三季报业绩会中说明：1) 毛利率下降，主要由于 Q3 对部分客户历史订单一次性计提 5.3 亿元返利，直接冲减收入，实际公司动力电池 Q3 毛利率稳定、储能毛利率环比+2pct；2) 为了对冲返利影响，公司出售近 0.5pct 摩尔股权，获得 3.5 亿元投资收益。扣除一次性返利、一次性投资收益、2.5 亿元股权激励费用影响，公司经营性利润 14.6 亿元，同增 51%，环增 30%，业绩符合市场预期。

Q3 电池出货量增长提速，26 年动储齐发力。Q3 电池出货 34.6GWh，同环比+58%/+27%，其中动力 14.2GWh，同比+98%，储能 20.4GWh，同比+38%。Q1-3 累计出货看，动力 36GWh，

储能 48.4GWh, 我们预计全年动力超 50GWh, 储能 75-80GWh, 全年销量预期 125-130GWh, 同增近 60%。目前公司储能产品供不应求, 60GWh 628 大电芯产能已开始爬坡, 叠加马来储能工厂 26 年贡献 5-7GWh 产能, 我们预计 26 年储能电芯出货量有望达到 120GWh, 同增 50%+。动力方面, 26 年大圆柱电芯有望贡献近 15-20GWh、商用车电池有望翻番贡献近 20GWh 增量, 因此我们预计动力总体有望实现 80GWh+, 全年出货量合计 200GWh, 增长 60%。动力盈利稳健, 储能 Q4 涨价落地盈利大幅提升。不考虑返利, 25 年 Q3 动储电池收入我们预计 145 亿元, 环比+16%, 对应电池均价 0.47 元/wh, 环比小幅下降。毛利率端, 动力 25 年 Q3 毛利率基本维持 17-18%, 储能毛利率环比提升 2pct 至 12%, 对应动储单 wh 利润 0.023 元/wh, 环比微增, 合计 25 年 Q3 贡献近 8 亿元利润。展望 25 年 Q4, 储能涨价已落地, 预计毛利率有望提升至 15%, 对应单 wh 利润提升至 0.026 元/wh+。动力端, 26 年产能利用率提升+大圆柱放量+商用车翻番, 总体毛利率有望提升至 20%。因此我们预计 26 年公司动储量利双升。其他业务, 总体稳健。我们预计 Q3 消费电池收入 30 亿元+, 同环比+10%, 贡献 4 亿元+利润, 其中小圆柱 25 年出货 12 亿颗, 26 年预计实现 20% 增长。思摩尔贡献近 0.9 亿元投资收益, 全年预计贡献 4.5 亿元, 同增 10%。

盈利预测与投资评级: 考虑到公司三季度一次性费用影响, 我们下修公司 25 年净利润至 45 亿元(此前预期 47 亿元), 同增 11%, 考虑到下游需求超预期, 我们上修 26-27 年归母净利润至 83/111 亿元(此前预期 75/105 亿元), 同增 85%/32%, 对应 PE 为 36x/19x/15x, 考虑到公司出货高速增长, 给予 26 年 30x 估值, 对应目标价 122 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格波动超市场预期, 电动车销量不及市场预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕 证券分析师: 朱家佟)

滔搏(06110.HK): FY26H1 业绩点评: 线下短期承压, 积极布局全域零售

投资要点 公司公布 FY26H1 业绩: FY26H1 (2025/3/1-2025/8/31) 实现收入 122.99 亿元/yoy-5.8%, 归母净利润 7.89 亿元/yoy-9.7%。公司宣布派发中期股息每股 13.00 人民币分, 派息率达 102.2%。

优化全域零售布局, 线上销售额同比增长双位数。 1) 分品牌看, FY26H1 主力品牌(耐克&阿迪达斯)/其他品牌收入分别同比-4.8%/-12.2%, 收入占比分别为 87.9%/11.5%。公司持续深化跑步和户外赛道的品牌布局, 已与跑步品牌 nordaTM、soar、Ciele 及户外品牌 Norrøna 等开启合作。2) 分模式看, FY26H1 零售/批发收入分别同比-3.0%/-20.3%, 收入占比分别为 86.2%/13.2%。公司持续优化线下门店网络, 截至 FY26H1 末直营门店共 4,688 家、同比-19.4%, 总销售面积同比-14.1%。3) 分线上线下来看, ①线上方面, 公司积极拓展全域零售, 零售线上业务销售额实现同比双位数增长。截至期末, 抖音及微信视频号帐号超 800 个, 小程序店铺数超 3,600 家, 入驻即时零售的店铺超 3,700 家, 有效缓解了线下客流波动的影响。②线下方面, 门店面临客流压力, 公司加速淘汰低效门店, 并以更严格标准筛选新店和改造店。同时, 公司开设首家跑步集合店 etkos, 探索业态创新。4) 会员运营方面, FY26H1 公司累计用户数达 8,910 万人, 复购会员对会员整体消费贡献约 60%, 高价值会员虽占比较低(中单位数), 但消费贡献占比接近 35%。

毛利率持平略降, 费用控制审慎, 库存优化。 1) 毛利率: FY26H1 同比微降 0.1pct 至 41.0%。毛利率下降主因线上业务销售占比提升且折扣率较高, 但部分被零售业务贡献占比提高及品牌伙伴的

支持所弥补。2) 费用率: FY26H1 销售及分销+一般及行政费用率同比微增 0.1pct 至 33.2%, 公司审慎的费用管控和全域零售网络的效率优势部分对冲了线下客流下滑带来的负向经营杠杆影响。3) 归母净利率: FY26H1 同比下降 0.3pct 至 6.4%。4) 存货: 截至 FY26H1 末存货 58.34 亿元, 同比下降 4.7%, 显示出良好的库存管理能力。存货周转天数同比增加 1.7 天至 150 天。5) 现金流: FY26H1 经营活动现金流净额 13.55 亿元, 期末持有现金及现金等价物 25.38 亿元, 净现金 12.68 亿元。盈利预测与投资评级: 公司作为国内最大的运动鞋服零售商, FY25 以来受线下零售环境波动影响业绩承压, 我们将 FY26-27 归母净利润预测值从 16.36/19.07 亿元下调至 12.91/14.45 亿元, 增加 FY28 预测值 15.96 亿元, 对应 FY26-28PE 分别为 15/14/12X。长期看, 公司所处运动赛道仍具成长性, 且主要合作品牌 (如耐克) 去库存周期接近尾声, 有望带动下游零售商复苏。公司积极拓展户外等高增长赛道, 现金流稳健并维持高分红政策, 维持“买入”评级。风险提示: 国内消费复苏不及预期, 行业竞争加剧。

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 赵艺原)

洽洽食品 (002557): 2025 年三季报点评: 业绩符合预期, 静待净利率修复

投资要点 事件: 2025Q1-3 公司实现营收 45.0 亿元, 同比-5.4%; 归母净利润 1.7 亿元, 同比-73.2%; 扣非归母净利润 1.2 亿元, 同比-79.5%。2025Q3 公司实现营收 17.5 亿元, 同比-5.9%; 归母净利润 0.8 亿元, 同比-72.6%; 扣非归母净利润 0.7 亿元, 同比-74.0%。收入符合预期。2025Q1-3 公司营收增速分别为-14%/+10%/-6%; 主要系下游消费疲软和竞争环境恶化, 我们预计坚果由于健康和礼赠属性, 表现好于葵花籽。规模效应带动 25Q3 利润率好转。2025Q3 毛利率为 24.5%, 同比-8.6pct, 主要系葵花籽、坚果成本均有上涨; 环比+3.1pct, 坚果、瓜子成本环比稳定, 预计毛利率改善主要来自旺季的规模效应更好。2025Q3 销售/管理费用率同比+2.3/+0.6pct; 销售费用增加预计系推新品后加大营销投放; 管理费用绝对值基本稳定, 费用率提升预计系收入规模减少。销售、费用率环比 Q2 均有降低, 主要系规模效应更好。2025Q3 实现净利率 4.6%, 同比-11.0pct; 环比+3.6pct。静待净利率修复, 关注新品推广进展。10 月开始进入新采购季, 成本有一定下行, 预计 2025Q4 和 2026 年葵花籽毛利率有望修复。今年坚果成本因关税、原产国需求增加等处于在高位, 明年也有望回落。今年 7 月公司推出了五大新品, 包括洽洽山野系列瓜子、每日坚果全坚果系列、魔芋千层肚、脆脆熊鲜切薯条、瓜子仁冰淇淋, 从口味和健康度上都有创新升级, 值得关注。盈利预测与投资评级: 考虑需求疲软和今年的成本压力, 我们下调盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.5/8.9/10.4 亿元 (此前分别为 6.0/10.5/11.2 亿元), 同比-48%/+99%/+17%, 对应 PE 为 27/13/11X; 维持“买入”评级。风险提示: 食品安全风险, 原材料价格波动, 行业竞争加剧。

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 李茵琦)

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>