

## 东吴证券晨会纪要

### 东吴证券晨会纪要 2025-10-24

#### 宏观策略

2025 年 10 月 24 日

宏观点评 20251023: 公报里的“十五五”线索有哪些? ——学习二十届四中全会公报

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

1、经济增长目标:“十四五”开始不设中长期定量目标,预计“十五五”可能也不会,但年度目标仍然会每年都有。2020 年十九届五中全会上,习总书记在《说明》里指出“综合考虑各方面因素,建议稿对‘十四五’和到 2035 年经济发展目标采取了以定性表述为主、蕴含定量的方式”,“十四五”开始不设五年的经济增长定量目标。尽管“十五五”可能不设五年定量目标,但 2035 目标隐含要求是价格和名义增速变得更加重要,“十五五”期间名义增速可能需要不低于 5.5%。按照 2035 年“人均 GDP 达到中等发达国家水平”的远景目标来看,未来十年名义 GDP 增速应不低于 5.4%，“十五五”期间不宜低于 5.5%。此外,2035 年 GDP 或人均 GDP 比 2020 年翻一番,这个并没有作为定量目标,但可以作为参考。参考“翻一番”来看,需要 2025-2035 年实际 GDP 增速不低于 4.4%，“十五五”不低于 4.7%。 2、其他目标:科技自立自强水平大幅提高。公报提出的“十五五”发展目标相比“十四五”更加简洁精炼,可以总结为 6 个方面,包括:经济发展、改革开放、文化建设、生态文明、社会民生、国家治理。其中,比“十四五”新增的表述是“科技自立自强水平大幅提高”。 3、与“十四五”相比,12 个重点任务的领域一致,但顺序有细微差异,现代产业体系、对外开放、社会民生三个主题更靠前,绿色发展比“十四五”略靠后。“十四五”的 12 个工作领域,按顺序依次是:①科技创新,②现代产业体系,③强大国内市场,④构建高水平社会主义市场经济体制,⑤乡村振兴,⑥区域发展,⑦文化建设,⑧绿色发展,⑨对外开放,⑩社会民生,⑪安全发展,⑫国防建设。而“十五五”的 12 个工作领域依次是:①现代产业体系,②科技创新,③强大国内市场,④构建高水平社会主义市场经济体制,⑤对外开放,⑥乡村振兴,⑦区域发展,⑧文化建设,⑨社会民生,⑩绿色发展,⑪安全发展,⑫国防建设。风险提示:政策落地节奏不及预期;关税事件反复和出口下行风险;经济基本面发生变化。

#### 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) 由央企国企发行人发行的科创债,其央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

### 推荐个股及其他点评

#### 南华期货（603093）：2025 年三季报点评：净利润同比微降，Q3 手续费净收入边际提升

盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年前三季度经营情况，我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.71/5.37/5.87 亿元，同比增速分别为 2.95%/13.96%/9.23%，当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 28.12/24.67/22.59 倍。南华期货凭借国际化战略先发优势打造差异化竞争力，尤其在境外清算方面拥有显著优势。公司有望持续兑现发展潜力，维持“增持”评级。风险提示：1) 行业监管趋严；2) 利率大幅波动。

#### 劲仔食品（003000）：2025 年三季报点评：收入增速转正，利润率边际改善

三季度的边际改善基本符合预期，逐步走出基本面底部，我们维持此前盈利预期，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.4/3.5/3.9 亿元，同比-19%/+47%/+13%，对应 PE 为 23/16/14X。维持“买入”评级。

#### 杭叉集团（603298）：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润同比+13%，智慧物流+具身智能布局提速

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 22/24/27 亿元，当前市值对应 PE 16/15/13X，维持“增持”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

#### 广电计量（002967）：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润同比+30%超预期，继续受益战略新兴板块景气上行

盈利预测与投资评级：考虑特殊行业、汽车、集成电路、数据科学等战略性新兴行业景气度较高，我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测上调至为 4.2/5.0/5.9 亿元（原值为 4.0/4.5/5.2 亿元），当前市值对应 PE 28/24/20X，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、市场竞争加剧、定增项目推进不及预期

#### 古茗（01364.HK）：潜心深耕，积厚成器

“新鲜高质”定调产品逻辑，全流程扶持强化门店管理。中价茶饮赛道，古茗以“新鲜美味、出品一致、价格亲民”为经营主张，前端在保证高频产品推新和爆品跟进的同时，以更优异质价比和更稳定品控驱动消费者的更多复购；后端则以鲜果规模化采购、自建冷链车队强化成本管控及品质保障，从而支撑开店加密及区域扩张。市场前端，古茗将高线市场经过消费者检验的主流单品，以高质价比形式复制到下沉市场，产品销售潜力

能见度高；同时通过加盟商在店、数字化运营等手段，对门店出品实现有力管控。供应链后端，公司通过搭建业内最大规模的冷链运输网络，以提升古茗出品更新鲜、更高质、更多元的产品力上限，并通过地域加密策略强化供应链规模优势。不同于平价赛道更简洁的普适款大单品+工业化成本致胜逻辑，中价茶饮赛道的 SKU 更丰富也更短保，对运营效率及门店布局提出了更高要求，而古茗基于前瞻规划，在门店选址、冷链配送、鲜果品控等方面积累的系统性运营优势正在持续显现。 盈利预测与投资评级：古茗作为大众现制茶饮龙头，高质价比及稳定品控不断夯实销售势能，运营效率和门店布局所积累的系统性优势持续显现，份额提升路径清晰。我们维持此前盈利预测，预计公司 2025~2027 年经调整归母净利润为 21.9、25.0、28.8 亿元，同比+44%、+14%、+15%，对应 PE 为 24、21、18x，维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧，消费需求增长不足，门店扩张不及预期，品牌价值和形象受损。

#### **热景生物（688068）：创新布局心脑血管领域，看好 SGC001 的 FIC 及 BIC 潜力**

SGC001 为心梗治疗领域 FIC，临床应用可期。杜吉普单抗（SGC001）已获中美 IND 双报双批认证，并于 25M3 获 FDA 授予的快速通道认证，成为全球首款心肌梗死（AMI）治疗抗体药物。且临床前疗效理想，在全梗恒河猴模型中，SGC001 分别低、中、高剂量下单次静脉给药可显著增加心梗恒河猴的心脏血流供应，并减轻心肌组织病变程度，其中降低心肌梗死体积均值分别减少 23%、43%、53%，改善心功能射血分数分别提升了 55%、141%、175%，具有优良的成药特性。

## 宏观策略

### 宏观点评 20251023: 公报里的“十五五”线索有哪些? ——学习二十届四中全会公报

10月20日-23日,二十届四中全会在北京举行,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》。习近平就《建议(讨论稿)》向全会作了说明。会议闭幕后,发布了《中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议公报》。我们结合《公报》内容,解读如下: 参考“十四五”规划的时间线,预计下周发布“十五五”规划的《建议》和《说明》,3月两会后发布《纲要》。会议公报后,还会陆续发布五年规划的《建议》、《说明》、《纲要》等文件,对此可以参考上次“十四五”规划的时间线。十九届五中全会于2020年10月26日-29日召开,29日发布会议公报,11月3日发布《建议》和关于建议稿的《说明》,《建议》约2万字,《说明》近6000字;2021年3月13日两会后发布的“十四五”规划纲要全文,约7.5万字。

一、“十五五”规划的背景 1、“十五五”规划的背景,关注“十四五”到“十五五”的8个环境变化,国际环境三个变化:(1)全球经贸关系重构,贸易摩擦的幅度、影响的广度都远超“十四五”,贸易战已经从局部冲突演变为全球事件。(2)地缘政治不确定性事件频率提高,冲击全球政治经济稳定性,如俄乌、伊以、印巴等。(3)全球科技竞争日益明显,以AI为代表的新一轮科技革命和产业变革加速。国内环境五个变化:(4)国内经济“破旧立新”,以房地产为代表的“旧经济”经过了“十四五”期间的下行后,在“十五五”预计将逐步见底,而新经济在经济中的比重将越来越大,2024年三新经济占GDP的比重已经超过18%。(5)经济增长进一步从依靠外需到依靠内需转型,以降低全球贸易波动和供应链中断对我国经济的冲击,从而确保更稳定的增长。(6)人口问题的影响日益突出,2022年我国人口总量首次出现负增长,“十五五”将是第一个完整处于人口负增长的五年规划期,应对人口问题的政策更加关键。(7)共同富裕更加重要,面向2035目标,“十五五”期间共同富裕要迈出坚实步伐。(8)国内经济面临一定的低通胀压力,影响到消费、投资、财政等经济增长的各方面。 2、公报对我国发展环境的判断:对外部环境的判断趋于谨慎,将“风险挑战”与“战略机遇”并列,并强调“不确定难预料因素增多”。2025年二十届四中全会:“我国发展进入战略机遇和风险挑战并存、不确定难预料因素增多的时期”,延续了二十大的表述。相比之下,此前2020年十九届五中全会对形势的判断更乐观:“当前和今后一个时期,我国发展仍然处于重要战略机遇期,但机遇和挑战都有新的发展变化”。但是机遇大于挑战,我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大,长期向好的支撑条件和基本趋势没有变,中国特色社会主义制度优势、超大规模市场优势、完整产业体系优势、丰富人才资源优势更加彰显。 二、“十五五”的目标 1、经济增长目标:“十四五”开始不设中长期定量目标,预计“十五五”可能也不会,但年度目标仍然会每年都有。2020年十九届五中全会上,习总书记在《说明》里指出“综合考虑各方面因素,建议稿对‘十四五’和到2035年经济发展目标采取了以定性表述为主、蕴含定量的方式”,“十四五”开始不设五年的经济增长定量目标。 尽管“十五五”可能不设五年定量目标,但2035目标隐含要求是价格和名义增速变得更加重要,“十五五”期间名义增速可能需要不低于5.5%。按照2035年“人均GDP达到中等发达国家水平”的远景目标来看,未来十年名义GDP增速应不低于

5.4%，“十五五”期间不宜低于5.5%。此外，2035年GDP或人均GDP比2020年翻一番，这个并没有作为定量目标，但可以作为参考。参考“翻一番”来看，需要2025-2035年实际GDP增速不低于4.4%，“十五五”不低于4.7%。

2、其他目标：科技自立自强水平大幅提高。公报提出的“十五五”发展目标相比“十四五”更加简洁精炼，可以总结为6个方面，包括：经济发展、改革开放、文化建设、生态文明、社会民生、国家治理。其中，比“十四五”新增的表述是“科技自立自强水平大幅提高”。

三、“十五五”规划的重点工作

1、与“十四五”相比，12个重点任务的领域一致，但顺序有细微差异，现代产业体系、对外开放、社会民生三个主题更靠前，绿色发展比“十四五”略靠后。“十四五”的12个工作领域，按顺序依次是：①科技创新，②现代产业体系，③强大国内市场，④构建高水平社会主义市场经济体制，⑤乡村振兴，⑥区域发展，⑦文化建设，⑧绿色发展，⑨对外开放，⑩社会民生，⑪安全发展，⑫国防建设。而“十五五”的12个工作领域依次是：①现代产业体系，②科技创新，③强大国内市场，④构建高水平社会主义市场经济体制，⑤对外开放，⑥乡村振兴，⑦区域发展，⑧文化建设，⑨社会民生，⑩绿色发展，⑪安全发展，⑫国防建设。

2、重点关注领域：

（1）现代产业体系：①顺序更靠前，从第二位提高到第一位；②明确了现代产业体系的方向，即“三化”，智能化、绿色化、融合化；③建设目标从“四国”到“五国”，“十四五”提出了“制造强国、质量强国、网络强国、数字中国”的建设目标，“十五五”则为“制造强国、质量强国、航天强国、交通强国、网络强国”；④延续了“十四五”“保持制造业比重基本稳定”的提法，“十五五”提出“保持制造业合理比重”；⑤明确提出“构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系”，定位更加清晰。

（2）创新：①“新质生产力”被置于科技创新的核心位置，明确了科技创新的首要任务是“引领发展新质生产力”；②数字中国定位的变化，在“十四五”放在“现代产业体系”下面，“十五五”放在“创新”下面；③强调原始创新和基础研究，公报强调“要加强原始创新和关键核心技术攻关”；④未来《建议》发布后，可进一步关注对战略新兴产业和未来产业的范围界定有何变化。

（3）内需：①内需特别是消费的重要性进一步提高。五年前，“形成强大国内市场”首次写入“十四五”规划；今年，更加强调内需的重要性，比如，经济循环方面没有再讲双循环，而是强调“增强国内大循环内生动力和可靠性”。②新提“两个结合”，消费和投资的关系发生变化，公报强调“坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合”。一方面有助于改善民生的消费领域要加大支持，如“养老育儿”等；另一方面，投资的概念扩大，除了传统的投资于物，还有投资于人，后者包括教育、就业、社保、人口质量、公共服务、服务消费等诸多领域。③开始更多关注需求对供给的影响、关注供需双向关系，“十四五”强调更多的是供给创造需求，提出“高质量供给引领和创造新需求”，而这次“十五五”更注重双向互动关系，“以新需求引领新供给，以新供给创造新需求”。④坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点，下定决心，强力清除掉那些现存的地方保护主义、不统一的市场规则、以及阻碍要素流动的各种制度性障碍，这是实现国内大循环、释放内需潜力的关键一步。

（4）经济体制：①“更好发挥经济体制改革牵引作用”的表述，突出了经济体制改革的火车头地位。②相比“十四五”，更注重“加快完善要素市场化配置体制机制”，打破那些阻碍劳动力、土地、资本、技术、数据等生产要素自由流动的规则，建立起一套能让市场来决定资源流向的、公平高效的新体系。

（5）对外开放：①顺序更靠前，从

第九位提高到第五位，是提升幅度最大的主题；②强调“制度型开放”，不再是过去那种简单的开放，比如降低关税、允许外资进入某个行业，而是转向规则层面的对接，主动对标国际高标准的经贸规则，在法律、法规、管理、标准等制度上进行改革和完善。③“积极扩大自主开放”，强调这种开放是中国基于自身发展需要而主动采取的行动，而不是在外部压力下被动做出的让步，体现了一种战略定力和自信，即按照自己的节奏、规划和优先顺序来决定开放的领域和程度，以服务于国内的高质量发展。④“拓展双向投资合作空间”，“双向”既包括“引进来”（吸引外商来华投资），也包括“走出去”（支持中国企业对外投资），既要一步放宽市场准入、优化营商环境，让外资愿意投、留得住，同时也要为中国企业对外投资创造更多便利和机会。

（6）区域发展：①首次强调四大战略叠加效应，“发挥区域协调发展战略、区域重大战略、主体功能区战略、新型城镇化战略叠加效应”，区域协调发展战略主要解决发展不平衡问题，区域重大战略主要解决“增长极”的引领问题，主体功能区战略主要解决“空间利用”问题，新型城镇化战略主要解决人口流动和城乡发展问题，四大战略叠加效应意味着所有空间规划政策必须相互配合，形成合力。②强调“优化重大生产力布局”，这与此前提出的“因地制宜发展新质生产力”的要求一致，不鼓励各地盲目“一哄而上”发展特定产业，而是要求地方政府根据自身的资源禀赋和产业基础，差异化、特色化地发展新兴产业。③将“加强海洋开发利用保护”单独列出，体现了对海洋经济和海洋安全的重视。（7）社会民生：①共同富裕是重要要求，考虑到2035目标之一是“全体人民共同富裕取得更为明显的实质性进展”，“十五五”期间共同富裕要迈出坚实步伐。②“十五五”时期的民生工作，总目标是扎实推进共同富裕。在推进过程中，必须坚持务实和可持续的原则，即“尽力而为、量力而行”，不能好高骛远。将资源将优先集中在最基本、覆盖面最广、最能保障社会底线的领域，即“加强普惠性、基础性、兜底性民生建设”。③提出“畅通社会流动渠道”，表明在推进共同富裕的过程中，不只是看重结果公平，也更强调机会公平。风险提示：政策落地节奏不及预期；关税事件反复和出口下行风险；经济基本面发生变化。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

## 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

### 推荐个股及其他点评

#### 南华期货(603093): 2025年三季报点评: 净利润同比微降, Q3 手续费净收入边际提升

**投资要点** 事件: 南华期货发布 2025 年三季报。1) 2025 年前三季度公司实现营业总收入 9.41 亿元, 可比口径下同比-8.27%; 归母净利润 3.51 亿元, 同比-1.92%。公司仓单买卖合同的会计处理本期进行变更, 同步对利润表的投资收益、其他营业收入、其他营业成本科目的可比期间信息进行调整。2) 其中 25Q3 实现营收 3.47 亿元, 调整后同比-0.98%; 实现归母净利润 1.20 亿元, 同比-6.21%。3) 2025 年前三季度公司 EPS 0.58 元, ROE (加权平均) 为 8.27%, 同比-1.06pct。收入: 手续费净收入边际改善显著: 1) 手续费净收入: 25Q1~3 公司手续费净收入为 4.3 亿元, 同比增长 7.5%。其中 Q3 单季度手续费净收入 1.9 亿元, 同比增长 53.2%, 预计系期货经纪业务边际改善。2) 利息净收入: 25Q1~3 公司利息净收入为 4.0 亿元, 同比下降 23.0%, 主要系保证金利息收入受利息政策影响大幅下滑。其中 Q3 单季度利息净收入 1.5 亿元, 同比下降 13.0%。3) 投资收益: 25Q1~3 公司投资净收益(投资收益-对联营合营企业的投资收益+公允价值变动收益) 为 0.9 亿元, 可比口径下同比增长 154%。4) 其他业务收入: 公司仓单买卖合同的会计处理本期进行变更, 其他业务收入科目有所调整。25Q1~3 公司其他业务收入 0.4 亿元, 可比口径下同比下降 12.5%。支出: 整体随营收规模而下降: 1) 业务及管理费: 25Q1~3 公司业务及管理费 5.0 亿元, 同比下降 4.9%。其中 Q3 单季度业务及管理费同比-1.4%至 1.8 亿元。2) 资产减值: 25Q1~3 公司信用减值损失 0.09 亿元, 同比下降 54%。3) 其他业务成本: 25Q1~3 公司调整后其他业务成本为 0.09 亿元, 可比口径下同比下降 67.3%, 主要是伴随其他业务收入规模下降而减少。盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 年前三季度经营情况, 我们维持此前盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.71/5.37/5.87 亿元, 同比增速分别为 2.95%/13.96%/9.23%, 当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 28.12/24.67/22.59 倍。南华期货凭借国际化战略先发优势打造差异化竞争力, 尤其在境外清算方面拥有显著优势。公司有望持续兑现发展潜力, 维持“增持”评级。风险提示: 1) 行业监管趋严; 2) 利率大幅波动。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 罗宇康)

#### 劲仔食品(003000): 2025年三季报点评: 收入增速转正, 利润率边际改善

**投资要点** 事件: 公司 2025Q1-3 实现营收 18.1 亿元, 同比+2.1%; 归母净利润 1.73 亿元, 同比-19.5%; 扣非归母净利润 1.42 亿元, 同比-25.0%。2025Q3 实现营收 6.8 亿元, 同比+6.5%; 归母净利润 0.61 亿元, 同比-14.8%; 扣非归母净利润 0.55 亿元, 同比-17.8%。收入端改善, 营收增速转正。分产品来看, 我们预计核心品类鱼制品双位数增长, 豆制品保持稳定, 鹌鹑蛋在高基数下有一定下滑。零食量贩渠道进展顺利, 今年以来保持较快增长, 随着导入的 SKU 增加, 该

渠道收入有望继续提速。净利率边际改善，Q4 还有望提升。2025Q3 实现毛利率 28.9%，同比-1.1pct，主要系成本压力。2025Q3 销售/管理费用率分别同比+1.6/+0.4pct；最终实现净利率 8.8%，同比-2.4pct。从环比趋势来看，毛利率环比持平，销售+管理费用率环比降低 1.3pct，进入 Q2 公司费用率增加主要系收入承压下费效比减弱、24 年底扩充人员、营销费用投放有增加；Q3 边际有好转，一方面收入转正利好规模效应，另一费用上也有主动优化。2025Q3 净利率环比+0.4pct；考虑到 Q4 小鱼成本有回落，以及规模效应更好，预计净利率还可环比改善。外部环境承压致今年收入降速，已在筑底过程中。公司主力的流通渠道因环境疲软进入平台期，公司内部积极调整，有望找到新的发力点；鹤鹑蛋因品类趋势放缓出现下滑压力，但进入 2026 年增速上不会再拖累。盈利预测与投资评级：三季度的边际改善基本符合我们预期，逐步走出基本面底部，我们维持此前盈利预期，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.4/3.5/3.9 亿元，同比-19%/+47%/+13%，对应 PE 为 23/16/14X。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)

### 杭叉集团 (603298): 2025 年三季报点评: Q3 归母净利润同比+13%，智慧物流+具身智能布局提速

**投资要点** Q3 营业收入同比+11%，业绩增速稳健 2025 年前三季度杭叉集团实现营业总收入 140 亿元，同比增长 9%，归母净利润 17.5 亿元，同比增长 11%；单 Q3 实现营业总收入 47 亿元，同比增长 11%，归母净利润 6.3 亿元，同比增长 13%。7 月杭叉集团的子公司杭叉智能以增资控股形式，收购国自机器人 99% 股权，因此 Q3 国自机器人并表，并对前期合并报表追溯调整。公司 Q3 业绩基本符合市场预期：剔除三类车，Q3 叉车行业销量约 14 万台，同比增长 12.5%，公司营业总收入与行业大车销量增速基本一致；利润增速高于营收，主要受益于（1）海外和电车占比提升，毛利率提升，（2）联营企业经营稳健，投资收益稳定增长，前三季度同比增长约 18%。毛利率稳中有升，费用率维持稳定 2025 年前三季度公司销售毛利率 23.5%，同比提升 0.5pct，销售净利率 13.0%，同比提升 0.2pct，继续受益于业务结构优化，高毛利率的海外业务、锂电叉车占比提升。公司期间费用率维持稳定，2025 年前三季度合计 11.5%，同比提升 0.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.4%/2.5%/4.8%/-0.1%，同比分别变动+0.4/+0.1/-0.3/0.0pct。展望后续，公司业务结构优化逻辑可持续，盈利中枢有望维持稳中有升趋势。智能化转型提速，打造第二成长曲线 公司把握下游各行业智能化转型升级的机遇，于国内和海外均加快对智慧物流和系统集成业务的布局，近期包括（1）2024 年 12 月投资设立杭叉美国智能物流有限公司，（2）2025 年 7 月收购集团控股公司，国内移动机器人龙头国自机器人，与其在仓储物流智能化领域强强联合，（3）首款人形机器人“X1”系列拟于 2025 年 10 月 29 日在上海亚洲物流展首发，该轮式物流人形机器人可完成料箱搬运、堆垛等作业，可实现柔性替代和人机协作，加快物流领域机器人的商业化落地。AI+机器人发展背景下，制造业、物流业智能化转型为大趋势。叉车企业布局智能物流与系统集成、相关具身智能设备，在生产、研发和渠道方面优势显著，杭叉集团作为龙头将率先脱颖而出，该板块将成为整机、零部件销售后的第二成长曲线。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 22/24/27 亿元，当前市值对应 PE 16/15/13X，维持“增持”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)

### 广电计量 (002967): 2025 年三季报点评: Q3 归母净利润同比+30%超预期, 继续受益战略新兴板块景气上行

**投资要点** Q3 营收同比+15%, 特殊行业、汽车、集成电路等战略新兴板块引领增长 2025 年前三季度公司实现营收 24 亿元, 同比增长 12%; 实现归母净利润 2.4 亿元, 同比增长 27%, 扣非归母净利润 2.2 亿元, 同比增长 32%。单 Q3 公司实现营业收入 9.4 亿元, 同比增长 15%, 归母净利润 1.4 亿元, 同比增长 30%, 扣非归母净利润 1.3 亿元, 同比+36%。公司 Q3 收入增速符合预期, 受益于特殊行业、汽车、集成电路、数据科学等战略性新兴产业景气度较高, 以及公司主动聚焦、拓展市场。公司 Q3 归母净利润增速超预期, 且增幅超过营收, 主要受益于规模效应摊薄费用。 毛利率环比上行, 费控能力稳中有升 2025 单 Q3 公司实现销售毛利率 47.7%, 同比下降 1.2pct, 环比提升 1.0pct; 销售净利率 15.5%, 同比提升 2.0pct。毛利率同比下降, 我们判断主要系特殊行业确收节奏错配, 以及食品/环保/EHS 业务收缩的短期影响, 公司整体盈利能力中长期向好。单三季度公司期间费用率 30.6%, 同比下降 3.7pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.2%/6.4%/11.0%/1.0%, 同比分别变动 -2.1/-0.5/-1.1/+0.1pct, 产能利用率提升, 费用率下降明显。 拟定增不超过 13 亿元投向航空装备、AI 芯片、卫星互联网等测试平台, 中长期成长动力充足 2025 年 7 月公司公告, 拟定增不超过 13 亿元, 其中, (1) 航空装备 (含低空) 测试平台: 拟投资 3.4 亿元, 服务于航空装备产业与低空经济, 借助江苏、上海等华东区域成熟市场夯实检验检测认证能力, (2) AI 芯片测试平台: 拟投资 2.9 亿元, 增强 AI 检测领域的试验能力和设备能力, 对传统集成电路测试与分析业务形成补充, (3) 卫星互联网项目: 拟投资 3.4 亿元, 提升卫星互联网设备检测和认证的能力。卫星互联网作为“新基建”, 为国家战略性工程, 发展可期。公司定增均投向高成长、战略性下游, 保障中长期高质量持续增长, 看好长期发展前景。 盈利预测与投资评级: 考虑特殊行业、汽车、集成电路、数据科学等战略性新兴产业景气度较高, 我们将公司 2025-2027 年归母净利润的预测上调至 4.2/5.0/5.9 亿元 (原值为 4.0/4.5/5.2 亿元), 当前市值对应 PE 28/24/20X, 维持“增持”评级。 风险提示: 宏观经济波动、市场竞争加剧、定增项目推进不及预期

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 韦译捷)

### 古茗 (01364.HK): 潜心深耕, 积厚成器

**投资要点** 大众现制茶饮龙头, 谋深思远积厚成器。古茗是当前国内规模最大的中价茶饮品牌, 与品牌口号“每天一杯喝不腻”相一致, 公司通过提供持续更新的新鲜美味、出品高质、价格亲民的产品组合, 以吸引并留存国内广大消费者。通过独特的地域加密策略, 公司门店数量在二线及以下城市以及乡镇区域已达到领先水准, 并构建起业内最大的冷链仓储及物流设施系统。基于庞大的终端门店网络, 公司营收主要来自商品和设备销售, 即通过自有供应链向门店出售制作饮品所需的物料及设备。 “新鲜高质”定调产品逻辑, 全流程扶持强化门店管理。中价茶饮赛道, 古茗以“新鲜美味、出品一致、价格亲民”为经营主张, 前端在保证高频产品推新和爆品跟进的同时, 以更优异质价比和更稳定品控驱动消费者的更多复购; 后端则以鲜果规模化采购、自建冷链车队强化成本管控及品质保障, 从而支撑开店加密及区域扩张。市场前端, 古茗将高线市场经过消费者检验的主流单品, 以高质价比形式复制到下沉市场, 产品销售潜力能见度高; 同时通过

加盟商在店、数字化运营等手段，对门店出品实现有力管控。供应链后端，公司通过搭建业内最大规模的冷链运输网络，以提升古茗出品更新鲜、更高质、更多元的产品力上限，并通过地域加密策略强化供应链规模优势。不同于平价赛道更简洁的普适款大单品+工业化成本致胜逻辑，中价茶饮赛道的 SKU 更丰富也更短保，对运营效率及门店布局提出了更高要求，而古茗基于前瞻规划，在门店选址、冷链配送、鲜果品控等方面积累的系统性运营优势正在持续显现。现制茶饮风起云涌，中价赛道乘风踏浪。未来看好中价茶饮细分赛道龙头持续保持较快增长，主要源于：1) 我们看好“十五五”期间国内现制茶饮市场规模有望跨越 5000 亿元，扩容 CAGR 近 15%。2) 对标咖啡及平价茶饮赛道，中价茶饮份额整合空间较大，古茗市占率提升空间可期。3) 消费者复购率决定份额胜负手。中价茶饮内部对比来看，在现制茶饮需求风口减弱背景下，新进品牌快速崛起实现份额赶超的可能性相对较小，而古茗凭借更为扎实的供应链建设及门店运营管理，以更高的品质认同形成更强的复购表现，开店稳扎稳打，品牌势能稳中有进，未来门店数量有望达到 3.5~4.0 万家。盈利预测与投资评级：古茗作为大众现制茶饮龙头，高质价比及稳定品控不断夯实销售势能，运营效率和门店布局所积累的系统性优势持续显现，份额提升路径清晰。我们维持此前盈利预测，预计公司 2025~2027 年经调整归母净利润为 21.9、25.0、28.8 亿元，同比+44%、+14%、+15%，对应 PE 为 24、21、18x，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，消费需求增长不足，门店扩张不及预期，品牌价值和形象受损。

(证券分析师：苏钺 证券分析师：吴劲草 证券分析师：孙瑜  
证券分析师：石旻瑄)

### 热景生物 (688068)：创新布局心脑血管领域，看好 SGC001 的 FIC 及 BIC 潜力

**投资要点** SGC001 为心梗治疗领域 FIC，全球重磅大单品潜力。杜吉普单抗 (SGC001) 已获中美 IND 批件，并于 25M3 获 FDA 授予的快速通道认证，有潜力成为全球首款心肌梗死 (AMI) 治疗抗体药物。且临床前疗效理想，在全梗恒河猴模型中，SGC001 分别低、中、高剂量下单次静脉给药可显著增加心梗恒河猴的心脏血流供应，并减轻心肌组织病变程度，其中降低心肌梗死体积均值分别减少 23%、43%、53%，改善心功能射血分数分别提升了 55%、141%、175%，具有优良的成药特性。临床 Ib 期临床已完成，有望近期披露主要数据，有出海 BD 潜力。积极布局创新管线，多家子公司打开创新成长新空间。公司在肿瘤、神经、心血管领域均有靶点发现和管线产出。子公司尧景基因和舜景医药除心血管领域重磅分子 SGC001 外，还有肝外靶向小核酸平台和肿瘤领域靶向 Tregs 细胞的双抗药物 SGT003。参股公司智源生物在神经系统领域拥有靶向 A $\beta$  蛋白的单抗药物 AA001。公司创新抗体产品均使用独家发现的最新靶点，和市场上其余产品形成差异化，在同赛道药物中规避了机制同质化的竞争。IVD 业务贡献基本盘，产品布局全面，前沿技术平台领先。公司在体外诊断领域，一方面继续扩展磁微粒化学发光、上转发光等原有技术开发；另一方面积极拓展基于国际领先糖捕获技术的“国人肝健康工程”、“国人脑健康工程”和“国人癌症早诊早筛工程”为核心技术的三大“国人健康工程”，进一步拓宽体外诊断领域的核心战略布局；经过多年发展，构建了噬菌体大容量全合成抗体制备技术平台、糖捕获技术平台、磁微粒化学发光技术平台、上转发光技术平台等多项核心技术平台，拥有多项前沿创新技术和创新产品，开发了一系列的体外诊断试剂及仪器，可应用于全场景的免疫诊断。盈利预测与投

资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现收入 5.42/5.97/6.67 亿元，实现归母净利润-1.22/-0.14/0.16 亿元。主业 IVD、创新药及小核酸平台合计有望贡献 480 亿市值。考虑公司主业 IVD 业务贡献基本盘，参股公司创新药管线持续推进，核心产品 SGC001 为 AMI 领域 FIC，逐步转型创新，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：产品研发失败风险；销售不及预期风险；集采风险。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：张翀翯 证券分析师：苏丰）

## 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>