

晨会纪要

数据日期: 2025-10-23	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)	3922.41	13025.44	4606.34	14091.58	3765.15	1401.25
涨跌幅度(%)	0.22	0.22	0.29	0.08	0.01	-0.29
成交额(亿元)	7189.31	9249.78	4208.00	3329.83	4045.38	554.02

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评: 美国宏观市场点评-区域银行再起波澜, 引发信贷隐忧
策略快评: 策略解读-抢占科技发展制高点

行业与公司

医药生物行业 2025 年 10 月投资策略: 看好创新药长期逻辑, 关注底部反转标的

行业快评: 新股前瞻研究系列-望圆科技: 无缆泳池机器人龙头, 技术创新引领行业发展

锐捷网络(301165.SZ) 财报点评: 持续受益 AI 数据中心发展, 股权激励彰显信心

春风动力(603129.SH) 财报点评: 2025 年三季度利润小幅提升, 全地形车、极核等引领高端化

同程旅行(00780.HK) 财报点评: 预计 Q3 业绩韧性增长, 万达酒管交割落地

腾讯控股(00700.HK) 海外公司快评: 三项业务全面向上, 重回成长视角看腾讯

金融工程

金融工程专题报告: 海外资管机构月报-9 月美国新发行超 70 只 ETF, 今年以来 ETF 资金流入规模已超过 1 万亿美元

金融工程周报: 股指分红点位监控周报-IC 及 IM 主力合约年化贴水均超 10%

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24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	25967.98	0.72

基金指数 10月24日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3270.58	0.00
股票基金指数	12339.84	-0.53
混合基金指数	11503.30	-0.50

汇率 10月24日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.16	0.06
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.77	-0.0
美元兑日元	152.58	0.4

非流通股解禁 10月24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

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:美国宏观市场点评-区域银行再起波澜, 引发信贷隐忧

10月16日, 美国银行板块遭遇年内最大单日抛售。锡安银行(Zions Bancorp, ZION)与西联银行(Western Alliance Bancorp, WAL)同时披露了与贷款欺诈及坏账风险相关的重大消息, 引发市场连锁恐慌。

证券分析师: 邵兴宇(S0980523070001)、田地(S0980524090003)、董德志(S0980513100001)、王剑(S0980518070002)

◆ 策略快评:策略解读-抢占科技发展制高点

事项: 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总书记受中央政治局委托所作的工作报告, 审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》。习近平总书记就《建议(讨论稿)》向全会作了说明。

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

◆ 医药生物行业 2025 年 10 月投资策略: 看好创新药长期逻辑, 关注底部反转标的

多项成果在 ESMO 中展示。2025 年的欧洲肿瘤学会(ESMO)将于 10 月中下旬举行, 一系列国产创新药的研究成果在会议中进行展示: 康方生物的伊沃西联合化疗对照替雷利珠单抗联合化疗一线治疗 sqNSCLC 的 ph3 临床(HARMONI-6), 科伦博泰的 sac-TMT 单药对照含铂双药化疗二线治疗 EGFRm NSCLC 的 ph3 临床(OptiTROP-Lung04), sac-TMT 单药对照化疗治疗 HR+/HER2- mBC 的 ph3 临床(OptiTROP-Breast02), 以及荣昌生物的 RC48、RC118、RC148, 百利天恒的 BL-B01D1, 乐普生物的 MRG004A, 三生制药的 707 等。随着国产创新药的临床数据和临床进度在全球范围内的竞争力越来越强, 创新药出海的趋势不断加强。建议关注具备高质量创新能力的公司: 科伦博泰生物、康方生物、信达生物、三生制药、和黄医药、百济神州、泽璟制药、百利天恒等。

关注创新药在海外的临床进展以及数据读出。中国创新药产业已经体现出长期向好的发展趋势, 并在近年集中体现在 BD 交易的爆发式增长。值得注意的是, 对于大部分国产创新药, 对外授权通常只是全球开发的起点, 合作伙伴在海外的开发进度, 以及后续全球临床数据的读出可以进一步加强产品在全球市场商业化的确定性。

器械板块有望迎来“政策优化+景气回升+业绩复苏”下的估值修复机会。25 年以来医疗设备招投标持续回暖, 随着库存逐步消耗, 部分企业 25Q3 业绩有望反转。高值耗材过往受集采和关税影响压制业绩和估值, 集采反内卷和关税缓和背景下估值修复机会大, 出海潜力足。体外诊断受医保控费政策冲击较大, 集采有望加速进口替代和龙头集中。家用器械中的热门单品国内市场规模快速提升, 国产龙头出海布局方兴未艾, 业绩呈加速复苏态势。推荐关注: 迈瑞医疗、威高股份、英科医疗、南微医学、鱼跃医疗。

投资策略: 看好创新药长期逻辑, 关注底部反转标的。2025 年 10 月投资组合: A 股: 迈瑞医疗、药明康德、爱尔眼科、新产业、惠泰医疗、开立医疗、澳华内镜、艾德生物、爱博医疗、金域医学、鱼跃医疗、南微医学; H 股: 康方生物、科伦博泰生物-B、和黄医药、康诺亚-B、三生制药、药明合联、爱康医疗、威高股份。

风险提示: 研发失败风险; 商业化不及预期风险; 地缘政治风险; 政策超预期风险。

证券分析师: 陈曦炳(S0980521120001)、彭思宇(S0980521060003)、陈益凌(S0980519010002)、马千里(S0980521070001)、张超(S0980522080001)、凌珑(S0980525070003)、肖婧舒(S0980525070001)

联系人：贾瑞祥

◆ 家电行业快评:新股前瞻研究系列-望圆科技：无缆泳池机器人龙头，技术创新引领行业发展

9月28日，望圆科技在港交所披露招股说明书，本报告对望圆科技招股说明书进行详细梳理。

国信家电观点：1) 望圆科技系国内泳池机器人行业龙头，多次引领行业创新，在全球泳池机器人市场占有率超过9%。公司2024年营收5.4亿，2022-2024年复合增长31%；公司营收以自有品牌为主，2024年品牌收入占比72%；公司海外线上营收占比高，2024年美欧收入占比89%、线上收入占比65%。2023年以来，公司大力发展亚马逊等线上渠道及自有品牌，销售费用率快速提升，净利率有所下降，2024年净利率为13%，实现净利润0.7亿。

2) 全球泳池机器人近200亿规模，无缆产品快速发展。2024年全球泳池数量3290万个，与泳池清洁相关的支出达到129亿美元，其中泳池机器人行业零售规模达到25亿美元，2019-2024年复合增长16%；出货量规模约450万台，近5年复合增长12%。在技术的持续升级下，泳池机器人渗透率持续提升，从2019年的18%上升至2024年的26%，预计2029年渗透率有望达到34%，出货量规模达到660万台，2024-2029年复合增长8%；零售额达到42亿美元，复合增长11%。无缆泳池机器人快速崛起、成为行业主流，2024年无缆泳池机器人出货量达到200万台，2019-2024年复合增长81%；至2029年有望达到440万台，复合增长17%，占泳池机器人的66%。

3) 泳池机器人行业格局较为集中，望圆系无缆泳池机器人龙头。泳池机器人行业格局较为集中，2024年全球泳池机器人出货量CR5达到75%，龙头以色列企业Maytronics市场占有率35%，望圆科技以9%的市占率位居第三。在无缆泳池机器人领域，我国企业包揽出货量前五，望圆科技以20%的份额位列第一。行业龙头Maytronics主要产品为“Dolphin”品牌泳池机器人，2024年收入约35亿元；行业第二西班牙公司Fluidra，业务涵盖泳池建造、维护等所需的大部分产品，2024年营收175亿元。

4) 望圆科技竞争优势：全栈技术研发能力，产品及渠道布局全面。公司在行业内拥有领先的市场地位，具备泳池清洁机器人从底层硬件设计、中间层软件开发到顶层人工智能算法的所有核心技术，在精确水下声学定位、水下人工智能视觉、水下3D建模等多项技术上保持领先。公司引领轻型、无缆及智能泳池机器人的创新，拥有高级、旗舰级、先锋级等不同定位的产品系列，涵盖小型到中大型、商用等多种泳池场景，产品获得欧盟、美澳等全球多区域认证。公司渠道涵盖亚马逊等线上市场，KA、连锁店等线下市场，及ODM代工等，助力公司全球扩张。

5) 望圆科技增长展望：强化研发丰富产品线，拓展全球销售渠道。公司致力于从泳池清洁及养护到提供全面的庭院管理解决方案，在加大研发投入以进一步提升产品性能和智能化的同时，公司计划开拓更多细分应用场景，并拓展智能除草机器人及智能除雪机器人等庭院管理机器人。渠道端，公司计划入驻更多的全球线下渠道，线上渠道强化营销和推广。公司预计2027年前产能新增60万台至120万台，并提升生产效率。

6) 风险提示：贸易政策及关税风险、行业需求不及预期、行业竞争加剧、原材料成本及汇率大幅波动、专利诉讼风险。

证券分析师：陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）、李晶（S0980525080003）

◆ 锐捷网络(301165.SZ) 财报点评:持续受益AI数据中心发展,股权激励彰显信心

受益AI发展，公司2025年前三季度营收业绩实现双增。2025年前三季度公司实现营业收入106.80亿元，同比增长27.5%；归母净利润为6.80亿元，同比增长65.26%；扣非净利润为6.55亿元，同比增长76.41%。单季度来看，公司营收及利润环比有所下滑，2025Q3实现营收40.31亿元，同比增长20.93%，环比下滑2%；归母净利润为2.28亿元，同比及环比分别下滑11.5%和33.8%。

盈利能力稳健，费用率有所下滑。2025年前三季度公司毛利率为34.08%，相较于2024年下滑4.54pp，2025Q3实现毛利率35.56%，同比提升0.78pp，环比提升5.02pp。2025年前三季度公司费用率下滑明显，销售费用率/管理费用率/研发费用同比分别下降3.04pp/0.6pp/1.83pp，至11%/4.42%/12.43%。

国内 AI 需求景气度高，公司有望持续受益。公司聚焦企业园区/云数据中心/中小企业三张网以及安全、云桌面业务方向。在数据中心方面，运营商及国内互联网厂商纷纷加大资本开支投入在 AI 领域，公司目前已中标中国电信天翼云高性能核心交换机采购招标项目，与阿里巴巴、腾讯、字节跳动等互联网大厂在智算网络、通算网络领域的合作进一步加深，公司有望在 AI 浪潮中持续受益。

公司推出股权激励计划，展现未来发展信心。2025 年 9 月 30 日，公司发布 2025 年限制性股票激励计划实施考核管理办法，考核范围包括董事、高级管理人员、中高层管理人员及核心业务骨干。公司层面考核指标包括净资产收益率（A）、应收账款周转率（B）、净利润增长率（C），分年度设定目标值与触发值，并与对标企业 75 分位值或同行业平均水平比较。参考第三个归属期（2027 年），公司对于净利润的目标是 2022-2024 年净利润平均值为基数，2025-2027 年净利润平均增长率不低于 46%，充分展现公司对未来的发展信心。

风险提示：AI 发展不及预期、技术创新发展不及预期、行业竞争加剧。

投资建议：考虑到 AI 浪潮下公司持续受益于数据中心业务发展，上调 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润率分别为 10.9/14.4/18.4 亿元（前值为 6.7/7.8/8.9 亿元），当前股价对应 PE 分别为 57/43/34X，维持“优于大市”评级。

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

◆ 春风动力(603129.SH) 财报点评:2025 年三季度利润小幅提升，全地形车、极核等引领高端化

摩托车及全地形车业务促进收入提升，利润增速放缓受关税影响。公司 2025Q1-Q3 实现营收 149.0 亿元，同比增长 30.1%，归母净利润 14.1 亿元，同比增长 30.9%；2025Q3 实现营收 50.4 亿元，同比增长 28.6%，环比下降 10.1%，归母净利润 4.1 亿元，同比增长 11.0%，环比下降 29.5%，极核、全地形车新品放量，收入保持较快增长，利润增速有所放缓，主要受关税影响。

产品结构变化、关税加征等导致利润率同比下降。2025Q1-Q3 公司毛利率 27.6%，同比-3.9pct，净利率 10.0%，同比+0.1pct，2025Q3 毛利率 26.1%，同比-5.4pct，，环比-1.2pct，净利率 8.8%，同比-1.0pct，环比-2.3pct。毛利率下降受极核占比提升、关税等影响，净利率下降主要受关税影响。2025Q3 销售/管理/研发/财务费用率为 6.2%/4.1%/6.0%/-1.2%，同比分别为-2.3/+0.9/-1.0/-1.8pct，环比 Q2 分别为+0.9/+0.1/+0.6/0.0pct，销售费用率环比小幅提升，主要由于极核等营销投入导致。

四轮车迎来产品大年，U10 PRO 等新品有望推动业务高弹性增长。2024 年公司迎来产品大年，根据公司北美官网，2024 年年初公司推出三款新品，分别是 CFORCE 800 TOURING、CFORCE 1000 TOURING、ZFORCE 950 Sport 4，增强在 ATV 领域的竞争力，拓展 SSV 产品线。2024H2 U10 PRO/U10 XL PRO/Z10/Z10-4 等多款重磅新品上市，新品较原有产品的动力性大幅提升，公司有望凭借新品在高端领域实现向上突破，加速突破高端市场。

国内摩托车新品及改款频出，积极拓展出口业务。国内两轮摩托新品频出，2024 年推出 150SC/450MT/500SR V00M/675SR-R 等新品，2025 年推出 700MT/450SR 2025 款/675NK/250CL-C 2025 款/450SR-S 2025 款等，持续提升竞争力，2025 年 6 月公司发布复古踏板 150AURA，进一步加强出行市场布局。出口方面，公司在海外各国导入摩托车，美国官网推出街车、仿赛、ADV、mini、巡航太子等众多车型，摩托车产品在海外市场上较对手具备较高性价比优势，摩托车外销有望迎来较快发展。

电动两轮车快速突破，极核构建第三成长曲线。2024 年 6 月，极核新品发布会上正式公布其产品矩阵“MEGA CITY”，涵盖多种系列产品，其中 AE 系列追求极致性能，CITY 系列追求城市玩乐，EZ 为中性系列，MO 系列针对女性用户，GO 系列打造超高性能。2024 年极核销量快速提升，公司拟在浙江桐乡建设年产 300 万台两轮车及核心部件的生产基地，依托于春风过去摩托车领域的积累，有望在电动两轮车市场快速突破。

盈利预测与估值：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑公司四轮车及两轮车放量较快，预期 25/26/27 年归母净利润 18.49/23.86/28.61 亿元，每股收益分别为 12.12/15.64/18.75 元，对应 PE 分别为 21/16/13 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新车上市节奏及销量不及预期；汇率、运费等外部环境波动；中美贸易环境变化；库存水平过高。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、唐英韬（S0980524080002）

◆ 同程旅行(00780.HK) 财报点评:预计 Q3 业绩韧性增长，万达酒管交割落定

三季度预计收入稳健增长，利润率继续优化。结合出行跟踪，我们预计公司 Q3 收入同比增长 9.8%，预计经调整净利润同比增长 14.3%。公司下沉市场线上化红利叠加国际业务增长助力 OTA 收入稳健增长，度假业务则承压延续；考虑 OTA 占比提升以及公司在营销效率与规模效应的持续释放，且度假业务结合需求变化适度减少买断业务投入，预计公司总体盈利能力继续优化。

核心 OTA 业务增长良好，度假业务承压延续。分业务来看，1、OTA 主业：预计 Q3 公司 OTA 业务收入同比增长 14.9%，1）住宿预订业务预计同比增长 14.5%（价端，结合酒店之家数据跟踪，Q3 行业 ADR 同比增长 2.4%，此前从 Q2 起平台 ADR 已经率先转正，预计三星酒店占比同比提升趋势延续；量端，预期酒店间夜量同比双位数增长；24Q3 起基数抬升后预期佣金率相对平稳）；2）交通业务预计同比增长 9.5%（Q3 国内民航客流同比增长 2.8%，预期公司与行业情况相近；此外聚焦变现率提升、国际业务贡献向上动能）；3）预计其他业务收入同比增长 34%，主要系酒管业务快速扩张。2、度假业务：预计 Q3 收入同比下降 11%，主要系受东南亚出境游意愿相对不高影响。

万达酒管交割落定，延伸产业链布局。公司强调以 OTA 为核心的发展战略，同时延伸供应链布局，自 2021 年开始投资酒店以来已跻身国内酒管公司 TOP10，6 月底在营超 2700 家。10 月 17 日同程旅行官方公众号宣布，与万达酒管就 100%股权收购事宜完成交割，交易对价 24.9 亿元。作为轻资产管理公司，万达酒管业务范围包含酒店管理、酒店设计建设等板块，目前拥有万达瑞华、万达文华等九大品牌矩阵；截至 2025 年 6 月底，在营酒店共计 222 家，客房总量超过 42,500 间，另有 406 家已签约待开业。同程通过资本并购补充高端品牌，同时万达酒管在二线及以下城市的高端酒店布局与同程非一线城市用户群体相对契合。考虑此前同程并表的酒管业务分部盈亏平衡，预计并表后对于酒管部分的盈利能力有正向带动。

风险提示：行业竞争加剧，资源分配不及预期，公司治理风险。

投资建议：暂维持 2025-2027 年经调净利润至 33.7/39.3/45.3 亿元，对应动态 PE 为 14/12/11x。公司持续强化产品丰富度并逐步延伸上游产业链，有效承接下沉市场居民出游红利，付费用户保持良性增长，行业格局稳定下主业利润率稳步上行；前期受到两次资本收购扰动情绪，后续可持续观察生态闭环模式的运营效果；国庆节后进入旅游淡季同时市场资金风格变化，公司估值有所回调，后续关注业绩期催化，同时伴随更多地市探索春秋假制度，有望促进家庭出游频次提升并对旅游贝塔形成正面带动，维持“优于大市”。

证券分析师：曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 腾讯控股(00700.HK) 海外公司快评:三项业务全面向上，重回成长视角看腾讯

腾讯控股即将发布 2025 年三季度业绩公告。

国信互联网观点：

2025Q3，我们预计腾讯实现营收 1888 亿元，同比增长 13%。预计三季度网络广告持续受益广告库存释放和 AI；游戏业务长青游戏表现良好，《三角洲行动》表现优秀；金融科技业务维持双位数增长。2025Q3，预计 Non-IFRS 下经营利润 735 亿元，同比增长 20%（没有联营公司以及税率影响）。预计实现 Non-IFRS 下归母净利润 667 亿元，同比增长 12%；Non-IFRS 下归母净利润率 35.4%。具体来看：

①游戏方面，《三角洲行动》表现优异。2025Q3，我们预计公司网络游戏业务收入为 603 亿元，同比增长 16%。预计国内游戏收入同比增长 13%。老游戏基本盘稳固增长以及《三角洲行动》火爆弥补了去年同期《DNFm》的基数效应。我们预计《王者荣耀》、《和平精英》保持流水增长。《和平精英》绿洲启元开放了共创手机编辑器。这个举措进一步降低 UGC 门槛，让每个玩家都可以几乎无阻碍地参与到共创游戏地图的过程中。“绿洲启元”8 月 9 日单日活跃用户突破 3300 万。次新游戏逐步长青，《三角洲行

动》流水持续攀升，我们预估 Q3 流水可达 65 亿元，年化流水可达 200 亿元。海外延续较好增长，预计同比增长 25%。4 月下旬腾讯《三角洲行动》正式推出海外版《Delta Force》，并获得了海外多个市场下载榜冠军。除此以外，Supercell《部落冲突》流水进一步提升。后续 Pipeline 期待：《洛克王国：世界》、《王者荣耀世界》、《逆战：未来》、海外《无畏契约》手游版等。

②营销服务方面，维持快速增长。2025Q3，我们预计腾讯营销服务收入为 357 亿元，同比增长 19%。腾讯营销服务在宏观下发展整体稳健，并且视频号等流量稳健增长，陆续开放更多广告。除此以外，小程序、搜一搜广告在流量增长驱动下维持高增长。腾讯运用 AI 提升用户画像精准度，并加强用户匹配。广告技术提升（AI、CPU 转 GPU 等）也继续驱动腾讯广告增长。根据 9 月微信广告生态合作伙伴大会，目前腾讯为开发者的微信小程序广告展示提供了”自定义模式”和”优选模式”。其中，”优选模式”在 AI 的加持下，能够理解小程序页面信息、场景信息等，智能展示最佳模板和广告样式，全面匹配广告预算。此外，短剧、小说的开发者可以在推广产品时使用”智投 AI 创意”功能，系统会根据剧情走向、用户行为智能生成广告素材，并进行版位择优投放。在产品侧，7 月，腾讯广告”门店通”开启内测。针对本地行业线下门店生意推广需求定制的极简推广方案，解决店铺曝光、到店引流、复购转化等经营问题。

③金融科技及企业服务：同比增长 10%。2025Q3，我们预计金融科技及企业服务收入为 584 亿元，同比增长 10%。拆解腾讯金融科技大盘，主要收入来自于支付业务。支付业务和线下消费大盘相关。根据央行发布的货币当局资产负债表，非金融机构存款（支付机构交存央行的客户备付金存款）在 7/8 月同比增长 5%/6%。企业服务方面，预计微信电商佣金持续放量；腾讯云增长达 20%。

腾讯各业务处于向好趋势中。①《三角洲行动》等的火爆代表射击搜打撤玩法受欢迎，腾讯在国内射击游戏中有绝对优势。腾讯前期海外工作室积极布局，当前可以持续将射击游戏经验、GAAS（游戏商业化）经验赋能海外，我们预计腾讯海外游戏明年延续今年优秀表现。除此以外，腾讯游戏多为大 DAU 游戏，为游戏平台化、UGC 化提供非常良好基础，也为 AI 赋能游戏提供了良好土壤。

②腾讯微信视频号、微信小店发展空间仍大，当前我们测算视频号单季度广告收入可达百亿；微信小店随着电商供给逐步补足，有望持续加大商业化。

③金融科技方面，腾讯”分付”在 8 月灰度测试了”借款到银行卡”功能，理财服务也在持续放量。

④AI 方面，腾讯生态与元宝的融合，从核心的微信社交生态，逐步扩展到办公协同（腾讯文档）、内容消费（腾讯新闻、QQ 音乐、微信读书）和生活服务（腾讯地图）等，未来有望扩展到腾讯小程序生态。近期，腾讯原生多模态图像生成模型——混元图像 3.0（HunyuanImage 3.0）上线。根据 LMArena 榜单（盲测），混元图像 3.0 在全球 26 个大模型中，高居第一位，超过 nano-banana 等顶尖闭源模型。腾讯 AI 图像模型有望持续助力游戏、影视等领域。

投资建议：公司业绩稳健，并蕴含较大发展潜力，长期成长潜力较大的业务比如微信电商爆发以及 AI Agent 赋能并未包含在当前盈利预测中。腾讯生态里用户+场景的天然优势仍然使得腾讯为 AI 时代最佳卡位的企业之一。考虑到游戏业务表现优秀，预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2593/2979/3374 亿元，上调幅度 1%/1%/1%。继续维持”优于大市”评级。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）

金融工程

◆ 金融工程专题报告：海外资管机构月报-9 月美国新发行超 70 只 ETF，今年以来 ETF 资金流入规模已超过 1 万亿美元

美国公募基金市场月度收益

2025 年 9 月，美国股票型基金业绩中位数强于债券基金，弱于国际股票基金和资产配置基金。具体来看，9 月美国股票型基金、国际股票型基金、债券型基金、资产配置型基金收益中位数分别为 1.81%、2.44%、0.93%、2.25%。

美国非货币公募基金资金流向

按管理方式：2025 年 9 月，主动管理型基金整体净流入 79 亿美元，被动基金整体净流入 785 亿美元。

按资产类型：2025 年 9 月，美国市场开放式基金中，债券型基金资金净流入较多，为 333 亿美元，股票型基金资金净流出较多，为 877 亿美元。

2025 年 9 月，美国市场 ETF 中，股票型、债券型 ETF 资金净流入较多，分别达 918 亿、386 亿美元。

值得注意的是，在股票型基金中，开放式基金与 ETF 资金流向相反，表现为资金流出开放式基金并流入 ETF。

头部资管机构资金净流入

美国开放式基金规模 Top10 资管机构大部分均有资金净流出，其中 Vanguard、Capital Group 资金净流出较多，分别净流出 199 亿美元和 79 亿美元。

ETF 方面，美国 ETF 规模 Top10 资管机构均有资金净流入，其中 iShares、Vanguard 净流入最多，分别为 497 亿美元和 307 亿美元。

美国公募基金市场新发产品

2025 年 9 月，美国基金市场新成立基金共 78 只，其中包括 71 只 ETF 和 7 只开放式基金产品；按资产类别区分，2025 年 9 月新成立股票型基金 57 只、债券型基金 20 只、资产配置型基金 1 只。

海外资管机构观点梳理

我们围绕海外头部资管机构近期较为关注的主题，从资管机构公开发布的报告及文章中，整理海外头部资管机构的市场观点及配置建议摘要。本月热点主题包括：欧美政策走势、外资对股票市场观点等。

风险提示：市场环境变动风险，本报告基于客观数据，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、杨昕宇（S0980525040001）

◆ 金融工程周报:股指分红点位监控周报-IC 及 IM 主力合约年化贴水均超 10%

成分股分红进度

截至 2025 年 10 月 22 日：

上证 50 指数中，有 0 家公司处于预案阶段，0 家公司处于决案阶段，0 家公司进入实施阶段，0 家公司已分红，3 家公司不分红；

沪深 300 指数中，有 0 家公司处于预案阶段，0 家公司处于决案阶段，0 家公司进入实施阶段，0 家公司已分红，25 家公司不分红；

中证 500 指数中，有 0 家公司处于预案阶段，0 家公司处于决案阶段，0 家公司进入实施阶段，0 家公司已分红，59 家公司不分红；

中证 1000 指数中，有 0 家公司处于预案阶段，0 家公司处于决案阶段，0 家公司进入实施阶段，0 家公司已分红，174 家公司不分红。

行业成分股股息率比较

我们对当前已披露分红预案的个股股息率进行了统计，其中，煤炭、银行和钢铁行业的股息率排名前三。

已实现及剩余股息率

截至 2025 年 10 月 22 日：

上证 50 指数已实现股息率为 2.26%，剩余股息率 0.29%；

沪深 300 指数已实现股息率为 1.86%，剩余股息率 0.20%；

中证 500 指数已实现股息率为 1.17%，剩余股息率 0.06%；

中证 1000 指数已实现股息率为 0.91%，剩余股息率 0.03%。

股指期货升贴水情况跟踪

截至 2025 年 10 月 22 日，IH 主力合约年化升水 0.55%，IF 主力合约年化贴水 2.85%，IC 主力合约年化

贴水 10.08%，IM 主力合约年化贴水 12.15%。

风险提示：市场环境变动风险，公司分红方案变动风险。

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

【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	934.02	-1.52	ICE 布伦特原油	62.59	2.07
白银	11367.00	0.30	铜	85550.00	0.68
铝	21100.00	0.57	铅	17470.00	1.83
豆一	4058.00	0.76	锌	22170.00	0.88
豆粕	2891.00	1.36	镍	120970.00	0.00
玉米	2112.00	-0.09	锡	280460.00	-0.17
螺纹钢	3004.00	0.23	SR511	5390.00	0.01

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	46734.61	0.309518	65.08	65.08	65.08	65.08	42.53
德国 DAX 指数	24207.79	0.234606	90.05	2.52	-0.13	24.92	53.67
法 CAC40 指数	8225.78	0.230417	0.45	4.49	4.78	9.71	44.61
恒生指数	25967.98	0.722255	0.30	-0.73	1.68	25.08	63.14
沪深 300 指数	4606.34	0.299900	-0.26	1.91	11.81	15.93	57.49
美国 SP500 指数	6738.44	0.582739	1.64	1.22	5.96	16.23	50.80
纳斯达克综合指数	22941.80	0.885648	1.68	1.63	9.14	25.52	54.81
日经 225 指数	48641.61	-1.351064	0.75	6.98	18.14	27.65	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	601899.SH	紫金矿业	29.7000	0.8489	无数据	601899.SH	紫金矿业	29.7000	0.8489	无数据
2	300059.SZ	东方财富	25.4700	1.3933	无数据	300059.SZ	东方财富	25.4700	1.3933	无数据
3	601138.SH	工业富联	63.9900	-2.2456	无数据	601138.SH	工业富联	63.9900	-2.2456	无数据
4	300750.SZ	宁德时代	376.4500	0.9628	无数据	300750.SZ	宁德时代	376.4500	0.9628	无数据
5	601398.SH	工商银行	7.8400	1.0309	无数据	300502.SZ	新易盛	347.7600	-4.1535	无数据
6	300502.SZ	新易盛	347.7600	-4.1535	无数据	688256.SH	寒武纪-U	1398.9000	-2.1406	无数据
7	688256.SH	寒武纪-U	1398.9000	-2.1406	无数据	001309.SZ	德明利	197.2000	4.1018	无数据

8	001309.SZ	德明利	197.2000	4.1018	无数据	688041.SH	海光信息	236.1500	-2.3326	无数据
9	688041.SH	海光信息	236.1500	-2.3326	无数据	300476.SZ	胜宏科技	286.2200	2.7351	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	440.8800	-0.7698	无数据	300308.SZ	中际旭创	440.8800	-0.7698	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	0412.HK	山高控股	2.3600	-0.11278195	71291.98	9988.HK	阿里巴巴-W	164.6000	0.01667696	404913.46
2	1810.HK	小米集团-W	46.7400	0.00863185	117314.34	9992.HK	泡泡玛特	232.4000	-0.09360374	311672.64
3	2367.HK	工行比联八零五D	41.2000	0.06680476	130715.37	0981.HK	中芯国际	74.0500	-0.01068804	284090.17
4	2367.HK	巨子生物	41.2000	0.06680476	130715.37	1347.HK	华虹半导体	72.4500	-0.04608295	249868.30
5	1347.HK	华虹半导体	72.4500	-0.04608295	148420.55	3690.HK	美团-W	100.0000	0.04058273	185449.31
6	0700.HK	腾讯控股	633.0000	0.01523657	164290.06	0700.HK	腾讯控股	633.0000	0.01523657	137768.23
7	0883.HK	中国海洋石油	19.9200	0.02153846	206685.18	1810.HK	小米集团-W	46.7400	0.00863185	123047.11
8	3690.HK	美团-W	100.0000	0.04058273	237895.45	0883.HK	中国海洋石油	19.9200	0.02153846	108717.20
9	0981.HK	中芯国际	74.0500	-0.01068804	326654.04	2367.HK	工行比联八零五D	41.2000	0.06680476	94736.15
10	9992.HK	泡泡玛特	232.4000	-0.09360374	390993.90	2367.HK	巨子生物	41.2000	0.06680476	94736.15
11	9988.HK	阿里巴巴-W	164.6000	0.01667696	420274.71	0412.HK	山高控股	2.3600	-0.11278195	64562.32

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