

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-10-23

宏观策略

2025 年 10 月 23 日

宏观点评 20251020: 经济“温差”如何影响宏观调控? ——三季度和 9 月经济数据点评

GDP 增速维持韧性, 预计可顺利完成全年 5% 增长目标

海外周报 20251019: 黄金价格创新高后, 未来怎么看?

核心观点: 本周市场避险交易推动黄金价格一度上破 4300 美元/盎司创历史新高。市场担忧主要聚焦在: ①美元流动性风险: 逆回购的几近耗尽与 TGA 的持续补充令狭义的货币市场和广义的资本市场面临更大的流动性风险。虽然 TGA 的提升已接近尾声, 但缩表持续、逆回购耗尽的意味着美联储净流动性面临更大挑战, 这或倒逼美联储更快结束缩表, 同时强化 10、12 月各 25bps 的降息概率; ②汽车信贷风险: 高利率的持续、车价飙升导致车贷月供压力激增, 进而冲击车贷行业。不过, 当前美国经济的核心仍然是“薪酬收入→消费支出”的内循环, 非房利息支出虽然自 2022 年以来飙升, 但总体占比过小, 对美国经济影响体量不够大。因此只要地产、劳务市场等核心部门不出现实质性风险, 那么美国经济都将在当前降息周期下延续软着陆。尽管随着地区银行财报好于预期、SRF 使用量重归零, 市场避险情绪有所缓和, 黄金价格有所回调, 但央行通过黄金去美元化的行为长期看仍难以逆转, 因此我们对黄金战略性强烈看多观点依旧维持不变。短期策略来看, 金价较 200MA 的偏离程度显示金价当前处于极度超买位置, 金价回调后可考虑开始进行布局, 但也需做好重新震荡洗盘的准备。风险提示: 特朗普政策超预期; 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机。

宏观量化经济指数周报 20251019: 基数走高对经济读数的影响进一步凸显

本月货币宽松的可能性已相对较低, 但基于经济数据出现的边际变化, 四季度货币宽松的概率仍存。

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, 其中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

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

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

乖宝宠物 (301498): 2025 年三季报点评: 关税影响外销代工, 自有品牌持续高增

盈利预测与投资评级: 公司是国内宠物食品领军企业, 在宠物食品赛道国产品牌崛起背景下, 公司品牌力、产品力、研发力、渠道力 α 优势显著, 自主品牌高端化升级+新兴电商加速拓展。考虑到公司海外代工业务受关税等因素影响, 我们下调 2025-2027 年归母净利润预测从 7.5/9.8/12.3 亿元至 7.0/8.8/10.7 亿元, 分别同比+12.5%/+25.2%/+21.8%, 最新收盘价对应 PE 分别为 49/39/32X, 维持“买入”评级。风险提示: 市场竞争加剧, 贸易摩擦, 汇率波动, 原材料价格波动等。

承德露露 (000848): 追进度 Q3 收入好于预期, 推新仍在途中

承德露露 Q3 营收表现好于市场预期, 成本红利兑现, 推新品销售费用大幅增长致净利润率下降。短期催化为大额回购倒计时。

同花顺 (300033): 2025 年三季报点评: 市场活跃推动业绩高增, 核心业务持续向好

盈利预测与投资评级: 基于资本市场活跃度持续向好, 各项业务收入增长, 我们维持此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 26/34/43 亿元, 分别同比+41%/+32%/+26%, 对应 PE 分别为 73/56/44 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 业务发展不及预期, AI 技术及应用发展不及预期。

行动教育 (605098): 2025 三季报点评: 收入增速转正, 百校战略加速成长

盈利预测与投资评级: 行动教育作为企业培训龙头, 大客户战略助力品牌成长。维持公司盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.0/3.3/3.6 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 估值为 16/15/13 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 订单不及预期, 收款不及预期, 消课进度不及预期, 客户支付意愿较弱等风险等。

波司登 (03998.HK): 品牌引领积势蓄能, 降温加码旺季销售

盈利预测与投资评级: 我们预计 FY2026 公司有望延续稳健增长趋势, 叠加冷冬催化及春节前旺季时间延长, 看好公司旺季销售表现。我们预计 FY26-28 归母净利润分别为 39.4/43.9/49.0 亿元, 分别同比+12.1%/11.6%/11.5%, 对应 PE 分别为 13/12/11X, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济疲软影响消费需求, 行业竞争加剧。

利元亨 (688499): 2025 年三季报点评: 行业回暖加速订单确收, 持续推进固态电池设备落地中试

盈利预测与投资评级: 考虑到行业回暖, 公司业绩陆续释放, 我们上调公

司 2025-2027 年归母净利润至 0.8（原值：0.7）/1.6（原值：1.4）/2.2（原值：1.8）亿元，对应股价 PE 为 126/63/47 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期风险，新产品研发及验证不及预期风险。

中国巨石（600176）：2025 年三季报点评：Q3 稳价增量效果良好，盈利逆势保持稳定

Q3 单季盈利逆势保持稳定。（1）公司 Q3 营收同比增长 23.2%，环比增长 3.6%，预计得益于 Q3 粗纱及电子布产品销量同比和环比均有所增长。Q3 毛利率为 32.8%，同比/环比分别+4.6/-1.0pct，扣非后销售净利率为 19.1%，同比/环比分别+5.4/-1.7pct，预计 Q3 国内中低端粗纱产品受新增产能冲击，价格明显回落，但公司得益于产品结构优势和调整成效，在量增背景下实现了价格和利润率的基本稳定。（2）量价齐升下公司 Q3 扣非后归母净利润 9.11 亿元，同比+72.6%，环比-4.8%。行业前期供给冲击消化，中期新增产能有限，叠加下游需求有韧性，行业库存有望逐步去化，推动景气逐步回升，电子布价格在下游景气带动下有望进一步提升，叠加公司降本调结构下竞争优势巩固，积极提升股东回报，盈利能力有望延续上行态势，估值有望继续修复。我们暂维持公司 2025-2027 年归母净利润预测至 35.1/43.0/49.8 亿元，对应市盈率为 18/15/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：内需回升幅度不及预期、外需衰退的风险，全球贸易摩擦加剧的风险。

平高电气（600312）：2025 年三季报点评：超特高压 GIS 需求稳健增长，业绩基本符合市场预期

事件：公司 25 年 Q1-3 营收 84.4 亿元，同比+7%，归母净利润 9.8 亿元，同比+14.6%，扣非净利润 9.8 亿元，同比+15.1%，毛利率 25.1%，同比+0.8pct，归母净利率 11.6%，同比+0.8pct；其中 25 年 Q3 营收 27.4 亿元，同比-3.6%，归母净利润 3.2 亿元，同比-1.8%，扣非净利润 3.2 亿元，同比-0.2%，毛利率 25.8%，同比+0.3pct，归母净利率 11.6%，同比+0.2pct。盈利能力稳步提升，业绩基本符合市场预期。工程建设滞后交付节奏，网内需求旺盛结构向好。公司 Q3 收入端承压，截至 25Q3 公司存货高达 25 亿元，我们预计主要系公司在手 1000kV GIS 订单交付受客户工程建设滞后影响未交付所致。我们测算目前公司在手百万伏约 39 间隔，25 年计划交付约 10+间隔，Q4 有望迎来交付高峰期。招标端，国网前 5 批输变电组合电器招标同比+10%，其中 110/220/330/500/750kV 招标同比+4%/2%/85%/7%/56%，招标需求保持稳健增长，其中 750kV 仍是结构性机会。展望全年，我们预计公司高压板块收入有望实现 5-10%增长。GIL 成为重要第二增长曲线，配电+国际期待重整再出发。公司是国内 GIL 的龙头企业，是苏通 1000kV GIL 管廊的核心供应商，雅下世纪水电工程开工，山体中需要大量的超高压 GIL 作为电力传输的通道，我们认为公司作为行业内经验最为丰富的企业，目前产能准备充分，GIL 业务有望充分受益。国内配电 Q1-3 受集采影响价格竞争激烈，我们预计国网第二批招标价格战有望趋缓，国际业务目前仍处在调整阶段，海外电力设备需求旺盛，静待公司重整再出发。期间费用率保持稳定，合同负债快速增长。公司 25 年 Q1-3 期间费用 8.8 亿元，同比+5.5%，费用率 10.4%，同比-0.2pct，25Q3 经营性现金流净流入 5.6 亿元，同比+116.3%，现金流实现大幅改善；25 年 Q3 末存货/合同负债 25.1/18.7 亿元，同比+9%/46%，在手订单充沛。盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年归母净利润分别为 12.85/16.09/19.46 亿元，同比+26%/25%/21%，现价对应 PE 分别

为 18x、14x、12x，维持“买入”评级。 风险提示：电网投资不及预期，原材料价格大幅波动，竞争加剧等。

紫金矿业 (601899): 2025 三季度点评: 矿产金表现亮眼, 业绩再创新高
盈利预测与投资评级: 由于金、铜价格不断上涨, 我们调整公司 2025-2027 年归母净利为 504/590/690 亿元 (前值为 390/463/551 亿元), 对应 EPS 分别为 1.9/2.2/2.6 元/股, 对应 PE 分别为 16/14/12 倍, 基于公司为金、铜矿业领军者, 维持“买入”评级。 风险提示: 市场竞争格局加剧; 地缘政治风险; 金属价格不及预期。

万辰集团 (300972): 2025 年三季度点评: 净利率继续环比, 后续仍有催化

盈利预测与投资评级: 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 12.9/19.3/24.5 亿元 (此前盈利预测分别为 12.1/18.0/21.7 亿元), 同比 +339%/+50%/+27%, 对应 PE 为 29/20/15X。维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20251020: 经济“温差”如何影响宏观调控? ——三季度和9月经济数据点评

10月15日,国家统计局发布三季度和9月经济数据, GDP增速维持韧性, 预计可顺利完成全年5%增长目标。具体来看, 三季度GDP同比4.8%, 前三季度累计同比增长5.2%。供给侧, 9月工业增加值同比6.5% (前值5.2%), Wind一致预期5.2%, 服务业生产指数同比5.6% (前值5.6%)。需求侧, 外需再超预期, 出口同比8.3% (前值4.3%), 高于Wind一致预期5.9%; 内需则延续承压, 社零同比3.0% (前值3.4%), 低于Wind一致预期3.1%, 固投累计同比-0.5% (前值+0.5%), 低于Wind一致预期0%。 (1) 为何三季度GDP增速好于需求? Q3固投平均同比增速从Q2的2.3%降至-6.1%、社零平均同比增速从5.4%降至3.4%, 出口持平于Q2, 但GDP同比增速仅从5.2%下降至4.8%, 为何GDP同比增速好于需求表现? 这是因为我国季度GDP核算是用生产法, 所以短期在供给跟需求指标分化时, 会更偏向供给。虽然国内需求指标压力加大, 但三季度生产降幅较小, 工业增加值从Q2的平均同比增速6.2%降至Q3的5.8%, 服务业生产指数从6.1%降至5.7%, GDP同比增速降幅与工业服务业生产降幅基本一致。 (2) GDP增速好于需求指标会带来什么影响? 最大的影响是价格压力。三季度实际GDP同比增速达到4.8%, 名义GDP同比增速为3.7%, GDP平减指数为-1.1%。三季度主要是两股力量支配着物价走势, 一方面是供需分化使得价格下行压力加大, 另一方面“反内卷”政策落地, 有助于促进物价合理回升。从结果来看, GDP平减指数从Q2的-1.3%收窄至Q3的-1.1%, 代表“反内卷”的政策力量影响更大。但是, 如果供需分化持续, 同时“反内卷”政策没有进一步加码的话, 四季度价格压力可能会加大。 (3) 怎么看经济的“温差”? 供需分化的“温差”影响着宏观调控的施策。国庆期间, “钟才文”在《人民日报》发文指出“我们要通过改革发力、政策给力, 着力缩小‘温差’”。当前宏观政策需要更聚焦“不热”的方面, 四季度可能是相关政策的落地期。一是降准降息仍有可能。尽管10月期待落空, 但在内需承压的情况下, 今年内仍有货币政策总量宽松的可能, 以降低融资成本、促进需求回升。二是“两个五万亿”落地拉动投资增速回升。近期5000亿政策性金融工具和5000亿限额以下专项债先后落地, 可以对投资起到一定拉动作用。如政策性银行披露, 截至10月17日, 国开行完成1893.5亿元新型政策性金融工具投放, 预计可拉动项目总投资超2.8万亿元; 农发行完成1001.1亿元新型政策性金融工具投放, 预计可拉动项目总投资超1.26万亿元。 其他方面关注如下: (1) 部分行业投资下降, 从分母端推动产能利用率回升。Q3工业产能利用率从Q2的74%回升至74.6%, 一方面是季节性回升, 过去五年(2020-2024年) Q3平均回升0.56个点; 另一方面, 是反内卷政策对产能和价格的改善起到了一定作用。分行业来看, 主要是装备制造业产能利用率回升的贡献。如汽车制造业环比回升2个点、电气机械环比回升1.4个点、计算机电子环比回升1.7个点。其中, 电气机械和计算机电子在投资端都表现出“控产能”的特点, 前9个月投资累计同比增速分别为-9.5%和-2.1%, 投资增速下降有助于从分母端推升产能利用率。 (2) 社零增速从8月的3.4%降至9月的3.0%, 三类消费影响较大: 一是“以旧换新”部分产品增速下行, 6种补贴品平均同比增速从9.1%降至7.2%, 其中通讯器材销售同比增速大幅上升, 其他产品大多下降。

二是餐饮收入同比增速从 2.1% 回落至 0.9%。三是金银珠宝消费同比增速从 16.8% 降至 9.7%，金银珠宝消费大趋势跟黄金价格比较一致，但月度之间经常出现波折。（3）从人均收支来看：① 财产性收入承压。人均收入增速从 Q2 的 5.1% 降至 Q3 的 4.5%，值得关注的是财产净收入增速从 2.3% 降至 -0.3%，反映出 Q3 房价压力的边际加大。② 人均消费并没有表现出“以旧换新”增速下降的趋势，可能是样本局限，社零数据通常更准。人均消费同比增速从 Q2 的 5.2% 降至 Q3 的 3.4%，对应的消费倾向降至 68.1%，低于去年同期（68.9%）。分类别来看，代表“以旧换新”的耐用品相关大类消费增速并未下降，生活用品与服务消费当季同比增速从 Q2 的 8.1% 回升至 Q3 的 10.8%、交通和通讯从 Q2 的 6.3% 回升至 Q3 的 8.2%。考虑到社零是所有限额以上企业样本、人均消费是比例更低的家庭抽样，社零数据可能更准。③ 服务消费增速高于商品消费。不论是人均服务消费支出，还是服务零售，相同的是 Q3 增速都低于 Q2。不同的是，Q3 人均服务消费支出同比增速 2.8%，低于商品消费；但从服务零售来看，三季度同比增速高于商品零售。服务零售 3 月累计同比增速 5.0%、6 月累计同比增速 5.3%、9 月累计同比增速 5.2%，推测三个季度当季同比增速分别为 5.0%、5.6%、5.0%，而 Q3 商品零售同比增速仅为 3.6%。跟“以旧换新”一样，我们认为仍然是零售数据准确度更高，三季度服务消费同比增速可能高于商品消费。（4）投资累计同比增速从 8 月的 0.5% 降至 9 月的 -0.5%，分项来看：房地产投资累计同比增速从 -12.9% 降至 -13.9%，广义基建投资累计同比增速从 5.4% 降至 3.4%，制造业投资累计同比增速从 5.1% 降至 4%。预计随着“两个五万亿”资金落地，年末投资同比增速有望回升。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

海外周报 20251019：黄金价格创新高后，未来怎么看？

核心观点：本周市场避险交易推动黄金价格一度上破 4300 美元/盎司创历史新高。市场担忧主要聚焦在：① 美元流动性风险：逆回购的几近耗尽与 TGA 的持续补充令狭义的货币市场和广义的资本市场面临更大的流动性风险。虽然 TGA 的提升已接近尾声，但缩表持续、逆回购耗尽的意味着美联储净流动性面临更大挑战，这或倒逼美联储更快结束缩表，同时强化 10、12 月各 25bps 的降息概率；② 汽车信贷风险：高利率的持续、车价飙升导致车贷月供压力激增，进而冲击车贷行业。不过，当前美国经济的核心仍然是“薪酬收入→消费支出”的内循环，非房利息支出虽然自 2022 年以来飙升，但总体占比过小，对美国经济影响体量不够大。因此只要地产、劳务市场等核心部门不出现实质性风险，那么美国经济都将在当前降息周期下延续软着陆。尽管随着地区银行财报好于预期、SRF 使用量重归于零，市场避险情绪有所缓和，黄金价格有所回调，但央行通过黄金去美元化的行为长期看仍难以逆转，因此我们对黄金战略性强烈看多观点依旧维持不变。短期策略来看，金价较 200MA 的偏离程度显示金价当前处于极度超买位置，金价回调后可考虑开始进行布局，但也需做好重新震荡洗盘的准备。大类资产：地区银行信贷质量担忧与美元流动性风险再度触发避险交易，美股美债利率一度下行，黄金大涨。随后贸易局势缓和、信贷担忧和流动性风险缓解令黄金回落，美股反弹。本周美国地区银行披露汽车贷款坏账问题引发市场对信贷质量的担忧，同时，美联储常备回购工具 SRF 使用量连续两日大规模上升，敲响美元流动性警钟，叠加参议院对支出法案再次表决失败、联邦政府继续停摆，多重风险因素令市场避险交易再起，美股美债利率一度大跌，黄金白银

大涨。随后，在中美高层就贸易局势展开通话、地区银行财报好于预期、SRF 使用量重归零的影响下，黄金有所回落，美股转涨，但指数仍低于上周特朗普关税威胁前的水平。整体来看，全周（10 月 13 日至 10 月 19 日）10 年期美债利率一度跌破 4%，最终降 2.33bps 至 4.008%，2 年期美债利率降 4.42bps 至 3.457%，美元指数降 0.55% 至 98.43；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.70%、2.14%；现货黄金价格一度上破 4300 美元/盎司再创历史新高，最终收涨 5.28% 至 4251 美元/盎司。

海外经济：联邦政府继续停摆，关键经济数据缺失令美联储官员对利率路径的分歧难以调和。经济数据方面，当地时间 10 月 16 日，参议院就共和党临时拨款法案再度进行表决，结果再次未能获得通过，为 10 月 1 日以来第 10 次否决该法案，美国联邦政府停摆继续，经济数据发布再度遭到延迟。货币政策方面，美联储官员本周表态偏鸽，鲍威尔表示就业下行的风险似乎有所增加，暗示或在几个月之后结束缩表；理事沃勒表示，面对疲软的劳动力市场仍应保持谨慎的降息步伐，主张每次降息 25bps；而新任美联储理事米兰则表示面对贸易局势升级带来的经济下行风险，应采取更加激进的措施，主张降息 50bps。在重要经济数据缺席、流动性收紧环境下，本周美联储官员表态均偏鸽，年内 2 次降息的概率上升。增长方面，截至 10 月 17 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q3 美国 GDP 最新预测值为 +3.9%，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为 +2.34%。

黄金走势：美元流动性与汽车信贷风险推动黄金价格创历史新高，央行购金的长期叙事逻辑依旧不变。本周避险交易再度推升黄金价格大涨，从驱动事件来看，市场担忧的焦点主要聚集在：①美元流动性风险。美联储于 2022 年 6 月开始缩表，随后逐步放缓缩表速率，但至今仍维持着 50 亿美元/月的缩表速率。从狭义货币市场来看，美联储常备正回购便利 SRF 使用量在 15、16 两日连续大增，仅次于 6 月季末。同时，SOFR-IORB 利差也逼近 2020 年初的水平，回购市场流动性开始收紧。从广义资本市场来看，美联储负债端的四个科目——银行准备金、逆回购、财政部一般账户 TGA、其他（主要是流通中的现金）中，TGA 因财政部补充现金存款而增加，而银行准备金与逆回购不断减少。由于 TGA 是财政部回笼的流动性，逆回购是市场冗余的流动性，因此美联储向市场真正投放出去的净流动性可大致理解为总资产减去 TGA 与逆回购。当前隔夜逆回购协议仅剩 69.6 亿美元，较巅峰时期的 2.5 万亿美元已所剩无几。逆回购的几近耗尽与 TGA 的持续补充令市场开始担忧美元流动性风险。虽然 TGA 的提升已接近尾声，但缩表持续、逆回购耗尽的背景意味着美联储净流动性面临更大挑战，这或倒逼美联储更快结束缩表，同时强化 10、12 月各 25bps 的降息概率。②汽车信贷风险：10 月 16 日，美国区域银行 Zion Bancorp 在财报中披露了一笔 0.5 亿美元的贷款坏账，随后 Western Alliance Bancorp 表示自己有一笔坏账来自同一贷款人，这两家银行的股票与优先股价格随之大跌，引发市场担忧。上述银行的坏账均与 9 月美国汽车金融公司 Tricolor 的次级贷款有关。对于美国的信贷风险，总体来看，美国居民信贷总体状况良好，但车贷的信用与违约风险的确在升级：高利率的持续、车价飙升导致车贷月供压力激增，进而冲击车贷行业。而从存量来看，截至最新 25Q2，美国居民 18.38 万亿美元的总债务中有 1.66 万亿美元为汽车贷款，占比 9%；从流量数据来看，2021 年以来新车车贷主要为高评级(760+)群体，次贷(<620)占比稳定维持在 15%。从居民收支结构来看，美国居民收入的 60% 来自薪酬，支出的 80% 用于消费，非房利息支出在总收入中的占比仅 2%。因此，美国经济的核心仍然是“薪酬收入→消费支出”的内循环。非房利息

支出虽然自 2022 年以来飙升,但总体占比过小,对美国经济影响体量不够大。由于在总信贷中占比 70% 的房贷仍然健康,因此只要地产、劳务市场等核心部门不出现实质性风险,那么美国经济都将在当前降息周期下延续软着陆。而本周,随着地区银行财报好于预期、SRF 使用量重归于零,市场避险情绪有所缓和,黄金价格上破 4300 美元/盎司历史新高后有所回调。但央行通过黄金去美元化的行为长期看仍难以逆转,因此我们对黄金战略性强烈看多观点依旧维持不变。风险提示:特朗普政策超预期;美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控;美联储维持高利率水平时间过长,引发金融系统流动性危机。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 张佳炜 证券分析师: 韦祎

研究助理: 王茁)

宏观量化经济指数周报 20251019: 基数走高对经济读数的影响进一步凸显

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看,截至 2025 年 10 月 19 日,本周 ECI 供给指数为 49.99%,较上周环比持平; ECI 需求指数为 49.91%,较上周环比持平。从分项来看, ECI 投资指数为 49.90%,较上周回落 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.74%,较上周回升 0.03 个百分点; ECI 出口指数为 50.23%,较上周回落 0.01 个百分点。 月度 ECI 指数: 从 10 月前两周的高频数据来看, ECI 供给指数为 49.99%,较 9 月回落 0.04 个百分点; ECI 需求指数为 49.91%,较 9 月环比持平。从分项来看, ECI 投资指数为 49.91%,较 9 月回落 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.73%,较 9 月回升 0.03 个百分点; ECI 出口指数为 50.23%,较 9 月回升 0.01 个百分点。从 ECI 指数来看,10 月份工业生产整体保持较为平稳的态势,主要行业开工率同比增速变化均不大,而受部分地区高温天气影响,沿海七省电厂负荷率明显高于去年同期。需求端基数走高带来的同比增速压力则进一步凸显: 一是商品零售方面,10 月前 12 日乘用车零售环比 9 月同期增长 12%,但在高基数下与去年同期回落 8%,而根据奥维云网的相关数据,国庆期间冰箱、洗衣机、空调市场零售量分别同比降幅 27.1%、18.4%和 24.8%,均反映出商品零售面临的需求透支与高基数压力; 二是地产销售方面,截至 10 月 18 日,30 大中城市商品房成交面积同比增速录得 -24.6%,较 9 月份的 6.7%明显下滑,主要受到去年 924 一揽子政策出台后基数走高的影响; 三是出口方面,10 月份以来监测港口货物吞吐量仍保持较强韧性,但考虑到去年四季度出口基数较高,且特朗普新关税政策能否落地仍悬而未决,四季度出口同比增速同样面临放缓的压力。投资方面,预计随着 5000 亿财政结余额度下达以及 5000 亿政策性金融工具的陆续投放,基建实物工作量有望延续 9 月以来的回升态势。 ELI 指数: 截至 2025 年 10 月 19 日,本周 ELI 指数为 -0.60%,较上周回升 0.04 个百分点。增量财政政策或提振社融、推动实体经济流动性稳中偏松。由于 2024 年至 2025 年政府债券融资节奏错位,2025 年 8 月至 9 月社融增速缓慢下行,并且在没有增量政策的配合下,预计四季度政府债券融资同比少增将推动社融增速回落至 8.20-8.30%。在 10 月 17 日财政部召开的前三季度财政收支情况新闻发布会上,财政部公告两项增量财政政策,或在四季度提振社融增速、接力推动实体经济流动性改善: (1) 从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方政府,在去年安排 4000 亿元的基础上扩大 1000 亿元,用于补充地方政府综合财力,支持地方化解存量政府投资项目债务、消化政府拖欠企业账款,以及用于经济大省符合条件的项目建设,精准支持扩大有效投资,这一部分结存限额将直接形成年内政府债供给,对冲四季度政府债融资少增的压力,提振社融表现; (2) 继续提

前下达 2026 年新增地方政府债务限额，今年提前下达的限额除用于符合条件的项目建设外，还继续支持各地按规定化解存量隐性债务和解决政府拖欠企业账款，具体额度及发行安排还有待进一步确定及披露。以上两项增量财政政策中用于项目建设的额度，连同 5000 亿元政策性金融工具，成为四季度“稳增长”的重要抓手。从财政政策和货币政策协同联动角度看，货币政策或继续保持流动性宽松，配合政府债融资平稳推进，并形成实际财政支出，撬动实体经济流动性向好。考虑到已经行至 19 日货币政策仍未有动作，我们认为本月货币宽松的可能性已相对较低，但基于经济数据出现的边际变化，四季度货币宽松的概率仍存。风险提示：美国关税政策仍有不确定性；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋）

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

乖宝宠物 (301498)：2025 年三季报点评：关税影响外销代工，自有品牌持续高增

投资要点 公司披露 2025 年三季报业绩：2025Q1-Q3 公司实现营收 47.4 亿元，同比+29.0%，实现归母净利 5.1 亿元，同比+9.1%，实现扣非后归母净利 4.9 亿元，同比+11.3%。单拆 2025Q3，公司实现营收 15.2 亿元，同比+21.9%，实现归母净利 1.3 亿元，同比-16.6%，实现扣非后归母净利 1.3 亿元，同比-17.7%。25Q3 毛利率同比+1.1pct，销售费用投放加大：①毛利率：2025Q1-Q3 为 42.8%，同比+0.8pct；2025Q3 毛利率为 42.9%，同比+1.1pct。②期间费用率：2025Q1-Q3 为 28.8%，同比+2.9pct，其中销售/管理/研发费用率分别为 21.8%/5.7%/1.5%，同比分别+2.9pct/-0.1pct/-0.2pct；2025Q3 期间费用率为 31.1%，同比+5.1pct，其中销售/管理/研发费用率

23.3%/6.3%/1.4%，同比分别+4.6pct/+0.6pct/-0.3pct。③销售净利率：25Q1-Q3 为 10.8%，同比-2.0pct；2025Q3 销售净利率为 8.9%，同比-4.2pct。

新品持续创新性高端化升级，品牌力持续破圈：2024 年麦富迪品牌市占率达 6.2%，居国产宠物品牌之首，品牌持续打造高端线 barf 霸弗等大单品，推动品牌高端化升级。2025 年 8 月麦富迪品牌荣膺欧睿“中国宠物食品第一品牌”权威认证，品牌力进一步破圈。弗列加特完成品牌 2.0 升级，创新推出新品 0 压乳鲜系列。同时公司推出的高端犬粮品牌汪臻醇，有望成为高端狗主粮业绩新增长点。双十一大促前两周（10.9-10.22），麦富迪/弗列加特品牌销售分别位居抖音宠物品牌榜单 Top1/Top2，销售表现亮眼。

盈利预测与投资评级：公司是国内宠物食品领军企业，在宠物食品赛道国产品牌崛起背景下，公司品牌力、产品力、研发力、渠道力 α 优势显著，自主品牌高端化升级+新兴电商加速拓展。考虑到公司海外代工业务受关税等因素影响，我们下调 2025-2027 年归母净利润预测从 7.5/9.8/12.3 亿元至 7.0/8.8/10.7 亿元，分别同比+12.5%/+25.2%/+21.8%，最新收盘价对应 PE 分别为 49/39/32X，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧，贸易摩擦，汇率波动，原材料价格波动等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：苏钺 证券分析师：张家璇
证券分析师：郝越 证券分析师：李茵琦）

承德露露（000848）：追进度 Q3 收入好于预期，推新仍在途中

事件：公司披露 2025 年三季报，1-9 月实现营收 19.55 亿元，同比下降 9.42%；实现归属上市公司股东净利润 3.83 亿元，同比下滑 8.47%，均较上半年收窄。2025Q3 实现营收 5.72 亿元，同比增长 8.91%，好于预期；Q3 归属上市公司股东净利润 1.25 亿元，同比微降 0.28%。

小年开局，追进度 Q3 营收表现好于预期。公司销售淡季明显，2025 年春节早，Q1 开局即承压，叠加今年整体消费疲弱态势延续，上半年营收同比下滑 15.30%。2024 年为股权激励考核首年，指标完成较好并实现解锁，2025 年股权激励考核第 2 年，虽然上半年进度不及预期，但 Q3 仍按计划推进，赶进度使得 Q3 相对旺季营收表现好于市场预期。从产品角度，公司主力产品杏仁露贡献为主，新品仍在培育，Q3 有一定贡献，但尚未显著放量。

成本红利延续，新品推广致费用投入加大，Q3 利润率回落。Q3 综合毛利率 44.73%，同比上升 4.05pct.，主要系成本红利贡献，公司前期采购低价苦杏仁储备仍在使

用，苦杏仁当前市价仍处低位，另主要包材马口铁价格亦低位。Q3 销售费用 8,452 万元，同比增长 61.74%，主要因推新品养生水系列所投放广告和渠道费用增长所致，2025 年 Q2 公司开始招商推广养生水系列，并投放各类广告，预算较高并逐季执行，Q3 单季销售费用率 14.78%（+4.83pct.），是 Q3 归母净利润率同比下降 2.02pct 至 21.90% 的主因。Q3 管理费用率同比持平。

现金流保持高质量，回购进入关键期，预期执行。公司 Q3 销售商品收到现金 6.51 亿元，同比增长 9.17%，收现比为 1.14；Q3 末账面货币资金余额 35.05 亿元，环比同比均显著增长，其中部分为借款（Q3 末长期借款余额为 4.21 亿元，大部分为低息回购专项借款）。公司上半年支付 2024 年度分红 3.15 亿元，较 2023 年度分红回落，原因公司 2024 年 Q4 推出大额回购计划，预期 2025 年内现金分红与回购（拟）合计金额高。公司账面现金充裕，分红保障高，持续分红意愿强，红利股成色足；本次回购截止日期在 2025 年 11 月中，我们认为公司大额回购（按下限计算，约有 2700 万股）进入关键期，预期能执行。

盈利预测与投资评级：基于半年度表现，以及小年现实，2026 年春节较晚，Q4 销售仍然偏谨慎，我们基本维持较为审慎的全年营收及盈利预测。2025 年推新坚决，费

用投放较高，部分抵消成本下降红利。对 2026 年重回大年（春节充分受益）乐观。我们预计 2025/2026 年公司营收为 29.86/32.58 亿元（前值 29.21/32.36 亿元），归母净利润 6.28/6.92 亿元（前值 6.04/6.64 亿元），当前市值对应 PE 为 14.8x/13.4x，基于强回购支撑和年末大年的切换，仍维持评级“买入”。风险提示：宏观承压消费提振不及预期，新品推广不及预期，折旧摊销风险，食品安全风险等。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东）

同花顺（300033）：2025 年三季报点评：市场活跃推动业绩高增，核心业务持续向好

事件：2025 年前三季度，公司实现营业总收入同比+40%至 32.6 亿元，归母净利润同比+85%至 12.1 亿元。2025Q3 单季度，公司实现营业总收入同比+57%至 14.8 亿元，归母净利润同比+144%至 7.0 亿元。

投资要点 市场持续活跃，核心业务明显受益：据 Wind，2025 前三季度 A 股日均成交额同比+107%至 1.65 万亿元，2025Q3 单季度同比+211%至 2.11 万亿元，2025 年一季度到三季度，行业层面来看，资本市场活跃度持续，投资者信心修复，带动金融信息服务需求增强；公司层面来看，公司在 AI 领域加大研发投入，持续优化产品与用户体验，①带动增值电信业务收入较快增长。②公司网站与 APP 用户活跃度提升，基金、证券、期货等金融机构，以及生活消费、科技等非金融客户都加大了在平台上的广告投放和品牌推广投入，带动公司广告及互联网推广服务收入增长。收入端仍有上涨空间：①我们预测部分业务收入还未计入表内，2025 年前三季度，公司合同负债同比+113%至 25.19 亿元（为历史最高值），经营活动产生的现金流量净额同比+235%至 22 亿元，销售商品、提供劳务收到的现金同比+78%至 45 亿元。②2025 年前三季度，营业总成本同比+16%至 19.3 亿元，主要是营销力度加大，销售费用增加所引致的，我们预计公司营总业收入将进一步增加。整体成本小幅上行，费用率均下行：2025 年前三季度，①营业成本同比+7%至 3.57 亿元；②研发费用同比-2%至 8.63 亿元，研发费用率同比-30pct 至 26.5%；③销售费用同比+33%至 5.30 亿元，销售费用率同比-4pct 至 16.3%，主要系公司加大销售推广力度，销售人员薪酬及广告宣传费增加所致；④管理费用同比+15%至 2.01 亿元，管理费用率同比-18pct 至 6.2%。

构建 AI+金融全新生态，巩固金融科技领先地位：①国金证券和同花顺达成战略合作，携手共建 AI 赋能的财富服务生态。双方将整合服务经验和数据技术，构建智能化服务体系，共建人工智能开放平台。②同花顺同广发证券达成合作，创建核心产品“易小淘 Plus”，具备多领域核心优势，致力于成为投资者的全能金融顾问。③同花顺助力国泰海通打造行业首个新一代 AIAPP：力求实现从人找服务到服务找人，使复杂投资决策一问即得。④同花顺同长城证券达成战略合作，围绕“科技赋能财富管理新生态”的共同愿景，推进投资者服务数字化、智能化升级的重要实践。盈利预测与投资评级：基于资本市场活跃度持续向好，各项业务收入增长，我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 26/34/43 亿元，分别同比+41%/+32%/+26%，对应 PE 分别为 73/56/44 倍，维持“买入”评级。风险提示：业务发展不及预期，AI 技术及应用发展不及预期。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：张良卫 证券分析师：武欣姝）

行动教育（605098）：2025 三季报点评：收入增速转正，百校战略加速成长

投资要点 事件：2025 年 10 月 22 日，行动教育发布 2025 年第三

季度报告，2025 年 Q3 公司实现营收 2.21 亿元，同比+27.9%；归母净利润 0.83 亿元，同比+42.8%；扣非归母净利润 0.80 亿元，同比+62.2%。Q3 收入增速转正，利润加速释放：公司 2025 年 Q3 营收增速转正，扭转 H1 下滑态势。账面合同负债为 10.48 亿元，较年初的 10.80 亿元略有下降，但仍维持在较高水平，为后续业绩确认提供支撑。“百校计划”或加速企业扩张脚步。费用管控良好：2025 年 Q3 公司销售费用为 0.55 亿元，销售费用率 24.6%，yoy-4.9 pct；Q3 管理费用为 0.24 亿元，管理费用率 10.9%，yoy-1.9 pct。“人、财、物、销”核心环节 AI 化或进一步释放管理效能。盈利预测与投资评级：行动教育作为企业培训龙头，大客户战略助力品牌成长。维持公司盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.0/3.3/3.6 亿元，对应 2025-2027 年 PE 估值为 16/15/13 倍，维持“增持”评级。风险提示：订单不及预期，收款不及预期，消课进度不及预期，客户支付意愿较弱等风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻瑄 证券分析师：王琳婧）

波司登 (03998.HK)：品牌引领积势蓄能，降温加码旺季销售

投资要点 巴黎时装周发布“大师泡芙”系列新品，新财年主品牌深化品牌引领及渠道差异化运营。1) 品牌建设方面，2025 年 10 月 7 日波司登携手意大利设计大师 Pietro Ferragina 在巴黎时装周期间发布“大师泡芙”系列，世界跳水冠军郭晶晶、演员董洁、吴千语、兰西雅现身秀场演绎新品，有效提升品牌声量；10 月 20 日公司官宣著名英国设计师 Kim Jones（前 LV 集团旗下 Dior 男装艺术总监）出任新创设的 AREAL 高级都市线创意总监，进一步巩固品牌时尚审美调性，提升国际影响力。2) 渠道运营方面，公司预计 10 月底在上海南京东路新开登峰概念店，门店在空间、视觉、场景设计方面显著区别于常规店铺，提高消费者体验感，更好满足高质量客群需求。在登峰店外，波司登品牌门店还按层级划分为中高端、主流、大众店型，差异化运营有助提升渠道效率。3) 销售方面，我们预计 FY26H1 主品牌经销渠道终端流水大幅增长，有效降解库存，以更好实现下半财年轻装上阵。FY2025 公司经营韧性凸显，波司登主品牌收入双位数增长。FY25（2024/4/1-2025/3/31）营收 259.0 亿元/yoy+11.6%，归母净利 35.1 亿元/yoy+14.3%，在暖冬环境下公司业绩保持稳健增长，体现经营韧性。分业务来看，1) 品牌羽绒服：FY25 收入 216.7 亿元/yoy+11.0%/占比 83.7%，其中波司登/雪中飞/冰洁收入分别同比+10.1%/+9.2%/-12.9%，批发/自营业务收入分别同比+24.3%/+5.2%。截至 FY25 末常规零售网点净增加 253 家至 3,470 家。2) 贴牌加工：FY25 收入 33.7 亿元/yoy+26.4%，受益于关税政策变化预期下订单前置。3) 女装：FY25 收入 6.5 亿元/yoy-20.6%，受市场环境低迷影响承压，关闭低效亏损店铺。4) 多元化服装：FY25 收入 2.1 亿元/yoy+2.8%，其中飒美特校服收入 1.9 亿元/yoy+3.0%。FY2025 精细化运营助力盈利水平稳中有升。1) 毛利率：FY25 同比-2.3pct 至 57.3%，主要因毛利率相对较低的批发渠道和贴牌加工业务收入占比提升、新品类（如防晒服）毛利率低于羽绒服以及原材料成本上涨所致，我们预计 FY26 毛利率有望改善。2) 费用率：FY25 分销/行政开支费用率分别为 32.9%/6.4%，同比-1.8/-0.1pct，运营效率提升，费用管控成效显著。3) 净利润率：FY25 归母净利率为 13.6%，同比提升 0.3pct。4) 存货：截至 FY25 末存货周转天数为 118 天，同比微增 3 天，在暖冬环境下仍保持高质量稳健管理。5) 现金流：经营活动现金流净额 39.82 亿元，财务状况健康。盈利预测与投资评级：我们预计 FY2026 公司有

望延续稳健增长趋势，叠加冷冬催化及春节前旺季时间延长，看好公司旺季销售表现。我们预计 FY26-28 归母净利润分别为 39.4/43.9/49.0 亿元，分别同比+12.1%/11.6%/11.5%，对应 PE 分别为 13/12/11X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济疲软影响消费需求，行业竞争加剧。

（证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原）

利元亨（688499）：2025 年三季报点评：行业回暖加速订单确收，持续推进固态电池设备落地中试

投资要点 行业回暖加速订单确收，业绩持续改善：2025Q1-Q3 公司营收 24.2 亿元，同比+4.4%，主要系国内头部电池企业开工率显著提升、扩产节奏逐渐恢复，订单加速验收。期间归母净利润为 0.5 亿元，同比+109.1%，扣非归母净利润为 0.3 亿元，同比+107.0%，业绩持续改善。期间公司已冲回信用减值 1 亿元，行业持续回暖有望加速冲回业绩。Q3 单季营收 9.0 亿元，同比+90.6%，但环比+9.9%，业务节奏有所加快，主要得益于订单验收效率提升与业务流转持续优化。Q3 单季归母净利润为 0.1 亿元，同比+104.1%，环比-31.6%，扣非归母净利润为 0.1 亿元，同比+101.7%，环比-68.3%。我们认为 Q3 单季利润环比下降主要系当季度计提的股份支付费用较上季度增加较多，如剔除股份支付影响则环比超+20%。盈利能力受确收结构影响环比波动，控本降费措施成效显著：2025Q1-Q3 公司毛利率为 25.1%，同比+4.1pct；销售净利率为 1.9%，同比+24.4pct，盈利能力持续改善。公司期间费用率为 24.3%，同比-13.3pct，其中销售费用率为 3.3%，同比-1.0pct，管理费用率为 8.4%，同比-7.2pct，主要系公司优化组织架构、精简人员带来的降本；研发费用率为 10.4%，同比-3.0pct，财务费用率为 2.2%，同比-1.2pct。Q3 单季毛利率为 18.1%，同环比+18.8pct/-6.2pct；销售净利率为 1.5%，同环比+75.4pct/-1.0pct。合同负债持续增长，经营现金流持续向好：截至 2025Q3 末，公司合同负债 20.7 亿元，同比增长 21.8%；存货 27.8 亿元，同比增长 7.0%。Q3 公司实现经营活动现金流净额 3.5 亿元，现金流情况持续向好。固态电池整线布局全面，已交付头部客户：公司已成功掌握全固态电池整线装备的制造工艺，主要产品包括电极干法涂布设备、电极辊压、电解质热复合一体机、胶框印刷、叠片一体机和高压化成分容等核心设备，当前向头部车企供应的全固态电池整线项目已完成交付。针对硫化物体系，公司具备三级防护设计能力，能有效解决毒性与防爆难题；同时通过模块化单机设备支持多技术路线柔性配置，协同材料—工艺—设备一体化研发路径，构建起差异化竞争优势。公司消费锂电设备订单持续放量，业绩贡献有望增厚：截至 2025 年 5 月 31 日，消费锂电设备在手订单 15.9 亿元，同比+38%，占在手订单 32%，占比同比+9pct。展望后续，该业务具备高毛利、回款周期短等特征，叠加消费电子电池向新型钢壳、高能量密度电芯迭代，公司作为消费锂电设备龙头，有望受益于新设备导入带来的量价齐升。盈利预测与投资评级：考虑到行业回暖，公司业绩陆续释放，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 0.8（原值：0.7）/1.6（原值：1.4）/2.2（原值：1.8）亿元，对应 PE 分别为 126/63/47 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期风险，新产品研发及验证不及预期风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

中国巨石（600176）：2025 年三季报点评：Q3 稳价增量效果良好，盈利逆势保持稳定

投资要点 事件：公司披露 2025 年三季报，前三季度实现营业收入 139.04 亿元，同比+19.5%，实现归母净利润/扣非后归母净利润

25.68/26.12 亿元，同比分别+67.5%/+125.9%。Q3 单季盈利逆势保持稳定。(1) 公司 Q3 营收同比增长 23.2%，环比增长 3.6%，预计得益于 Q3 粗纱及电子布产品销量同比和环比均有所增长。Q3 毛利率为 32.8%，同比/环比分别+4.6/-1.0pct，扣非后销售净利率为 19.1%，同比/环比分别+5.4/-1.7pct，预计 Q3 国内中低端粗纱产品受新增产能冲击，价格明显回落，但公司得益于产品结构优势和调整成效，在量增背景下实现了价格和利润率的基本稳定。(2) 量价齐升下公司 Q3 扣非后归母净利润 9.11 亿元，同比+72.6%，环比-4.8%。存货周转天数环比减少，资产负债率持续下降。(1) 公司 Q3 期间费用率为 9.1%，同比-1.8pct，主要得益于费用总额控制成效和收入快速增长的摊薄，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比持平/-0.7/-0.8/-0.2pct。(2) 公司 Q3 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 2.73 亿元，同比-45%，反映资本开支力度仍处低位。(3) 公司三季度末存货周转天数环比上半年末减少 3 天至 114 天，预计反映公司库存保持逐步去化的趋势。(4) 公司三季度末资产负债率 39.4%，同比下降 2.6pct，主要得益于盈利的改善和资本开支的控制。行业景气有望重回上行通道，公司盈利能力有望持续稳步回升。(1) 我们认为粗纱中期供给冲击最大的阶段已经过去，此前行业协会联合骨干企业的反内卷倡议说明行业稳价共识的进一步强化，有望持续推动当前竞争较激烈的品类价格企稳回升。中期来看，粗纱产品的资本开支已经大幅收缩，下游需求有韧性，随着前期新增产能消化，供需平衡改善，行业盈利有望延续稳步改善的态势。(2) 普通电子布下游景气度提升，而行业盈利仍处低位，新增供给有限，近期行业已启动提价，我们认为供需将延续紧平衡状态，支撑提价落实和景气延续。(3) 公司持续优化产品结构，中高端占比提升，增强盈利韧性，推动低介电、低膨胀等新产品开发，有望形成新的增长点。盈利预测与投资评级：行业前期供给冲击消化，中期新增产能有限，叠加下游需求有韧性，行业库存有望逐步去化，推动景气逐步回升，电子布价格在下游景气带动下有望进一步提升，叠加公司降本调结构下竞争优势巩固，积极提升股东回报，盈利能力有望延续上行态势，估值有望继续修复。我们暂维持公司 2025-2027 年归母净利润预测至 35.1/43.0/49.8 亿元，对应市盈率为 18/15/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：内需回升幅度不及预期、外需衰退的风险，全球贸易摩擦加剧的风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源)

平高电气 (600312)：2025 年三季报点评：超特高压 GIS 需求稳健增长，业绩基本符合市场预期

投资要点 事件：公司 25 年 Q1-3 营收 84.4 亿元，同比+7%，归母净利润 9.8 亿元，同比+14.6%，扣非净利润 9.8 亿元，同比+15.1%，毛利率 25.1%，同比+0.8pct，归母净利率 11.6%，同比+0.8pct；其中 25 年 Q3 营收 27.4 亿元，同比-3.6%，归母净利润 3.2 亿元，同比-1.8%，扣非净利润 3.2 亿元，同比-0.2%，毛利率 25.8%，同比+0.3pct，归母净利率 11.6%，同比+0.2pct。盈利能力稳步提升，业绩基本符合市场预期。

工程建设滞后交付节奏，网内需求旺盛结构向好。公司 Q3 收入端承压，截至 25Q3 公司存货高达 25 亿元，我们预计主要系公司在手 1000kV GIS 订单交付受客户工程建设滞后影响未交付所致。我们测算目前公司在手百万伏约 39 间隔，25 年计划交付约 10+ 间隔，Q4 有望迎来交付高峰期。招标端，国网前 5 批输变电组合电器招标同比 +10%，其中 110/220/330/500/750kV 招标同比 +4%/2%/85%/7%/56%，招标需求保持稳健增长，其中 750kV 仍是结构性机会。展望全年，我们预计公司高压板块收入有望实现 5-10%增

长。 GIL 成为重要第二增长曲线，配电+国际期待重整再出发。公司是国内 GIL 的龙头企业，是苏通 1000kV GIL 管廊的核心供应商，雅下世纪水电工程开工，山体中需要大量的超高压 GIL 作为电力传输的通道，我们认为公司作为行业内经验最为丰富的企业，目前产能准备充分，GIL 业务有望充分受益。国内配电 Q1-3 受集采影响价格竞争激烈，我们预计国网第二批招标价格战有望趋缓，国际业务目前仍处在调整阶段，海外电力设备需求旺盛，静待公司重整再出发。期间费用率保持稳定，合同负债快速增长。公司 25 年 Q1-3 期间费用 8.8 亿元，同比+5.5%，费用率 10.4%，同比-0.2pct，25Q3 经营性现金流净流入 5.6 亿元，同比+116.3%，现金流实现大幅改善；25 年 Q3 末存货/合同负债 25.1/18.7 亿元，同比+9%/46%，在手订单充沛。盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年归母净利润分别为 12.85/16.09/19.46 亿元，同比+26%/25%/21%，现价对应 PE 分别为 18x、14x、12x，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，原材料价格大幅波动，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：司鑫尧)

紫金矿业 (601899)：2025 三季报点评：矿产金表现亮眼，业绩再创新高

投资要点 事件：2025 年 10 月 18 日，公司发布 2025Q3 业绩报告。2025 年 1-9 月公司实现营收 2542 亿元，yoy+10.3%；实现归母净利润 378.6 亿元，yoy+55.4%，扣非归母净利 341.3 亿元，yoy+43.7%。单季度来看，2025Q3 公司实现营收 864.9 亿元，yoy+8.1%，环比-2.6%，2025Q3 归母净利为 145.7 亿元，yoy+57.1%，环比+11%，扣非归母净利 125 亿元，yoy+50.4%，环比+6.5%，业绩符合预期。公司 2025Q3 矿产金板块量价齐升，成为公司业绩贡献重要增长极；矿产铜板块产量主要受卡莫阿影响环比略有下降，价格稳中有升。1) 矿产金产量同环比均有明显增长，公司矿产金产量 2025 年 1-9 月 65 吨，yoy+20%，2025Q3 产量 24 吨，环比+7%，已经超过 2025 年全年 85 吨计划进度，2025 年 1-9 月公司产金主要增量来自新并购的加纳阿基姆金矿 (3.2 吨)、山西紫金 (2.3 吨)、塞紫铜 (1.2 吨) 等。矿产铜主要受到卡莫阿卡库拉矿端东部淹井事件影响，产量环比略有下降，公司矿产铜产量 2025 年 1-9 月 83 万吨，yoy+5%，2025Q3 产量 26 万吨，yoy-6%，2025 年 1-9 月公司产铜主要增量来自西藏巨龙铜业 (2.1 万吨)、刚果金科卢韦齐 (1.9 万吨)、西藏玉龙 (权益 1.4 万吨) 等。2) 金属价增贡献公司高增业绩，分品种看黄金品种贡献最多，2025 年前三季度矿山企业毛利率同比提升，2025Q3 矿山企业毛利率环比提升，体现公司业绩优异兑现能力。分品种来看，2025 年 1-9 月主营矿种毛利贡献占比为金矿/铜矿/其他分别为 40.4%/37.0%/22.7%，金矿毛利贡献已经成为公司最主要业绩贡献来源。毛利率角度，2025 年 1-9 月矿山企业毛利率 60.62%，yoy+2.91pct，2025Q3 矿山企业毛利率为 61.27%，环比+0.78pct。具体来看，2025 年 1-9 月矿山产金中，金锭/金精矿毛利率为 55.79%/72.80%，yoy+11.22/+4.71pct，矿山产铜中，铜精矿/电积铜/电解铜毛利率分别为 64.77%/52.62%/47.21%，yoy-1.81/+4.04/+1.56pct，2025Q3 单季度矿产金的金锭/金精矿 57.80%/73.18%，环比+2.3/-0.66pct，矿山产铜中，铜精矿/电积铜/电解铜毛利率分别为 64.26%/50.98%/47.97%，环比-0.76/+0.66/-0.1pct，公司矿产金、铜部分产品毛利率降低，主要原因为部分矿山品味下降、运距增加、权益金提升、以及新并购企业折旧摊销较大导致，但伦敦金、LME 铜价分别在 2025 年 1-9 月 yoy+40%/+4%，2025Q3 环比增

长 6%/4%，充分体现公司业绩优异兑现能力。 Q3 业绩再创新高，未来成长可期。业绩角度，2025 年公司前三季度归母净利 378.6 亿元，yoy+55.4%，单 Q3 归母净利 145.7 亿元，yoy+57.1%，环比再创新高，2025Q3 业绩拆分来看，毛利/公允价值变动分别环比增加 13/10 亿元，费用端由于矿山产品业务扩张，税金及附加/管理费用/所得税环比分别增加 6/6/5 亿元，充分体现了公司精细化管理较高水平。公司核心聚焦金、铜品种，远期来看 2028E 金、铜产量分别为金 100-110 吨，铜 150-160 万吨，伴随降息周期、供给约束等条件，我们长期看好金、铜价格中枢上移，公司未来成长可期。 盈利预测与投资评级：由于金、铜价格不断上涨，我们调整公司 2025-2027 年归母净利为 504/590/690 亿元（前值为 390/463/551 亿元），对应 EPS 分别为 1.9/2.2/2.6 元/股，对应 PE 分别为 16/14/12 倍，基于公司为金、铜矿业领军者，维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争格局加剧；地缘政治风险；金属价格不及预期。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：米宇）

万辰集团（300972）：2025 年三季报点评：净利率继续环比，后续仍有催化

投资要点 事件：2025Q1-3 实现营收 365.6 亿元，同比+77.4%；实现归母净利润 8.5 亿元，同比+917.0%；实现扣非归母净利润 8.1 亿元，同比+955.3%。2025Q3 实现营收 139.8 亿元，同比+44.2%；实现归母净利润 3.8 亿元，同比+361.2%；实现扣非归母净利润 3.6 亿元，同比+347.3%。 零食量贩业务高增，净利率继续环比提升。2025Q3 零食量贩 20Q3 实现营收 138.1 亿元，同比+44.6%，Q3 旺季开店相比 Q2 提速；食用菌业务实现营收 1.7 亿元，同比+15.9%。2025Q3 零食量贩业务实现净利润 6.95 亿元，对应净利率为 5.0%；加回计提的股份支付费用后净利润 7.36 亿元，加回股权激励费用的净利率在 2025Q1-3 分别为 3.9%/4.7%/5.3%，实现连续环比增长。 业绩持续高预期，进入利润率提升上行通道。合并报表层面，2025Q3 实现净利率 5.2%，同比+3.1pct，环比+1.1pct；2025Q3 归母净利率为 2.7%，同比+1.9pct，环比+0.6pct。2025Q3 归母净利占比为 53.2%，与 25Q2 一致，8 月公司发布收回来优品少数股东权益的公告，新增并表利润主要在 Q4 体现，预计 Q4 归母净利占比可达到 65%左右。利润率持续提升预计系规模效应提升和运营效率提升。25Q3 公司毛利率为 12.1%，同比+1.8pct，环比+0.4pct；25Q3 销售/管理费用率同比-1.5pct/持平，环比也有下降。 后市催化可期，估值具备安全边际。往后展望，后市仍有较多催化：1）经营层面得益于竞争趋缓、规模效应提升，有望持续打开净利率天花板；2）省钱超市新店型在稳步试点、推进；3）公司已经 2 次收回少数股东权益，后续有望进一步收购提升归母净利占比。目前公司对应 2026 年估值 20X 左右，安全边际充足。 盈利预测与投资评级：公司净利率持续超预期，经营层面步入效率提升通道，基于此我们上调盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 12.9/19.3/24.5 亿元（此前盈利预测分别为 12.1/18.0/21.7 亿元），同比+339%/+50%/+27%，对应 PE 为 29/20/15X。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>