

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-10-22

宏观策略

2025 年 10 月 22 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。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

大族数控 (301200): 2025 三季度点评: 业绩快速增长, 继续看好 AI 算力需求释放

盈利预测与投资评级: 公司作为全球 PCB 设备龙头, 在高多层板、HDI 板及 IC 载板市场占据领先地位, 尤其在 AI 服务器需求驱动的高多层 PCB 设备领域, 技术契合度高且订单快速增长。我们维持 25-27 年归母净利润预测分别为 6.97/11.43/17.30 亿元, 当前市值对应 PE 水平分别为 59/36/24 倍, 维持公司“买入”评级。风险提示: AI 算力需求不及预期风险, 激光钻孔设备研发不及预期风险。

宁德时代 (300750): 2025 年三季度点评: 盈利亮眼, 业绩持续高增可期
盈利预测与投资评级: 考虑到下游需求超预期, 我们上修公司归母净利润预期至 25-27 年 690/862/1066 亿元 (此前预期 661/802/966 亿元), 同增 36%/25%/24%, 对应 PE 为 24/19/16x, 考虑到公司为全球动力电池龙头, 我们给予 26 年 30x, 对应目标价 567 元, 维持“买入”评级。风险提示: 电动车销量不及预期, 原材料价格波动, 竞争加剧超预期。

燕京啤酒 (000729): 2025 年三季度业绩点评: U8 高增对冲消费弱 β , 多次分红强化安全边际

短期虽消费 β 偏弱, 但燕啤仍处于改革的前半段, 大单品 U8 高增持续兑现成长; 中期维度燕啤亦属于攻守兼备的优质标的, 升级韧性、股息率提升是抓手。参考 25Q3 中报业绩节奏, 我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 16.02、19.11、22.62 亿元 (前值为 16.03、19.26、22.74 亿元), 对应当前 PE 分别为 22、18、16X, 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

大族数控 (301200): 2025 三季度点评：业绩快速增长，继续看好 AI 算力需求释放

投资要点 2025Q3 业绩大超预期，AI 驱动核心业务量价齐升。公司 2025 年前三季度实现营收 39.03 亿元，同比+66.53%；实现归母净利润 4.92 亿元，同比+142.19%；实现扣非归母净利润 4.76 亿元，同比+181.89%。公司业绩高速增长主要系 AI 算力需求驱动下游高多层板及高阶 HDI 板市场规模与技术难度双重提升，扩产需求旺盛，公司作为核心设备供应商深度受益。单 Q3 来看，公司实现营收 15.21 亿元，同比+95.19%；归母净利润 2.28 亿元，同比+281.94%，扣非归母净利润 2.26 亿元，同比+406.06%，增长持续提速。盈利能力显著提升，费用管控效果优良。2025Q1-Q3 公司销售毛利率约为 31.7%，同比提升 4.8pct；销售净利率约为 12.6%，同比提升 3.9pct。

公司盈利能力改善，我们判断主要系应用于 AI 服务器 PCB 的高价值量 CCD 背钻机等产品收入占比提升，同时规模效应提升显著。2025Q1-Q3 公司期间费用率为 16.9%，同比下降 2.9pct，其中销售/财务/管理/研发费用率分别为 5.2%/0.5%/4.6%/6.5%，同比分别-0.5pct/-0.9pct/-0.5pct/-1.0pct。存货大幅增长彰显订单饱满，现金流短期承压。截至 2025Q3 末，公司存货达 15.83 亿元，较年初大幅增长 76.22%，主要系公司为应对旺盛的下游订单需求进行积极备货。2025Q1-Q3 公司经营活动产生的现金流量净额为-6.96 亿元，主要系业务规模快速扩张，采购支付的现金及职工薪酬支出相应增加所致。AIPCB 扩产周期景气上行，公司全方位受益。1) AI 驱动 PCB 设备需求爆发：AI 基础设施建设推动 AI 服务器、交换机等核心硬件需求维持高景气，直接带动上游高多层、高阶 HDI 等高端 PCB 产品迎来扩产浪潮，设备环节作为资本开支重点将深度受益。2) 机械钻孔：高端突破，份额提升。在机械钻孔领域，公司已达国际一流水平。针对 AIPCB 加工，公司推出的 CCD 背钻机等产品，可满足高精度背钻需求，凭借优异的性价比和交付能力，正逐步替代产能紧张的海外竞品（如德国 Schmoll），市场份额有望持续提升。公司深度绑定胜宏科技、深南电路等国内头部 PCB 厂商，合作关系紧密。3) 激光钻孔：技术迭代，布局未来。为应对高阶 HDI 及类载板等更精细的加工需求，公司积极布局新型超快激光钻孔设备，该技术热效应小、精度高，有望在 mSAP 工艺、微小孔加工等领域实现对传统 CO₂ 激光方案的“弯道超车”。目前该产品已获得下游客户的正式订单，为公司打开新的成长空间。盈利预测与投资评级：公司作为全球 PCB 设备龙头，在高多层板、HDI 板及 IC 载板市场占据领先地位，尤其在 AI 服务器需求驱动的高多层 PCB 设备领域，技术契合度高且订单快速增长。我们维持 25-27 年归母净利润预测分别为 6.97/11.43/17.30 亿元，当前市值对应 PE 水平分别为 59/36/24 倍，维持公司“买入”评级。风险提示：AI 算力需求不及预期风险，激光钻孔设备研发不及预期风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天 研究助理：陶泽）

宁德时代（300750）：2025 年三季报点评：盈利亮眼，业绩持续高增可期

投资要点 核心利润贡献占比提升，业绩符合市场预期。25 年 Q1-3 营收 2831 亿元，同+9%，归母净利润 490 亿元，同+36%，扣非净利润 436 亿元，同+36%；毛利率 25.3%，同-2.9pct，归母净利率 17.3%，同+3.4pct。其中 25Q3 营收 1042 亿元，同环比+13%/+11%，归母净利润 185.5 亿元，同环比+41%/+12%，扣非净利润 164 亿元，同环比+36%/+7%，毛利率 25.8%，同环比-5.4/+0.2pct，归母净利率 17.8%，同环比+3.6/+0.3pct。Q3 汇兑收益和其他收益下降，核心利润贡献比重提升。要点如下：1) Q3 电池确收近 165gwh，产能供不应求：我们预计 25Q3 公司产量 190GWh，发货 180GWh，确收 165GWh+，同环比+35%/+13%，其中储能预计 37GWh，占比 22%。25 年 Q1-3 公司累计排产 500GWh+，预计全年排产 730-750GWh，同增 40%+；确收累计 435GWh，预计全年确收 630GWh，同增 33%，其中储能预计为 130-140GWh，同增 45%；25 年预计新增 100GWh 库存，主要为发出商品。展望 26 年，公司产能突破 1TWh，我们预计排产 900-1000GWh，同增 30%，我们预计确收为 850GWh，同增 35%，其中储能占比有望提升至 25%+，对应 210GWh+需求。2) 电池价格盈利稳定，单 wh 利润维持 8-9 分：我们测算 Q3 动力均价 0.67 元/wh，同比下降 10%，环比持平微降，单 wh 毛利预计维持 0.14 元/wh，

单 wh 利润 0.08-0.09 元/wh, 保持稳定 (若扣除汇兑损失影响, 实际提升), 公司欧洲市场份额已提升至 46%, 海外高毛利率可对冲国内产品年降, 总体动力盈利稳定。储能方面, 我们预计 Q3 均价 0.56 元/wh, 同比下降 20%+, 环比持平, 价格已企稳, 且储能电芯供不应求, 短期部分产品小幅涨价落地, 同时公司电柜和系统占比逐步提升, 后续均价有望小幅提升; 盈利端, 储能单 wh 毛利和净利与动力接近。展望 26 年, 我们预计公司单 wh 利润预计维持稳定, 其中储能电池预计稳中有小幅提升空间。

3) Q3 汇兑收益减少明显, 库存商品和合同负债增加, 预计负债依旧稳定提升: 25Q3 我们测算汇兑损失 11 亿+ (25Q2 为收益 15 亿), 主要由于欧元贬值。Q3 投资收益 24 亿, 同环比+125%/+54%; 其他收益 16 亿, 同环比+20%/-45%。Q3 资产减值损失-16 亿, 环比基本稳定。Q3 费用率 7.4%, 较 Q2 增加 2.1pct, 主要由于汇兑损失。Q3 末存货 802.1 亿元, 较年初增长 34%, 主要为库存商品增加; Q3 末合同负债 407 亿, 较年初增长 46%, 订单大幅增长; Q3 末预付款 136 亿, 较年初增 127%, 主要为扩产及锁定原材料; Q3 末预计负债为 858 亿, 较年初增 139 亿, 较 Q2 增加 57 亿, 环比+14%。Q3 经营性现金流 220 亿元, 同环比-3%/-15%, 存货及预付款增加所致; Q3 资本开支 99 亿元, 同环比+33%/+0.1%, 持续加大产能扩张。

盈利预测与投资评级: 考虑到下游需求超预期, 我们上修公司归母净利润预期至 25-27 年 690/862/1066 亿元 (此前预期 661/802/966 亿元), 同增 36%/25%/24%, 对应 PE 为 24/19/16x, 考虑到公司为全球动力电池龙头, 我们给予 26 年 30x PE, 对应目标价 567 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 电动车销量不及预期, 原材料价格波动, 竞争加剧超预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕 证券分析师: 岳斯瑶 证券分析师: 朱家佟)

燕京啤酒 (000729): 2025 年三季报业绩点评: U8 高增对冲消费弱 β, 多次分红强化安全边际

投资要点 事件: 公司 25Q1-Q3 营收 134.33 亿元, 同比+4.57%, 归母净利润 17.70 亿元, 同比+37.45%, 扣非后归母 16.85 亿元, 同比+33.59%; 其中 25Q3 营收 48.75 亿元, 同比+1.55%, 归母净利润 6.68 亿元, 同比+26.00%, 扣非后归母 6.49 亿元, 同比+24.60%。

U8 延续高增对冲消费弱 β, 量价韧性凸显。2025 年以来整体消费 β 偏弱, 但大单品 U8 维持 25%-30% 增势, 整体量价韧性凸显。燕啤 25Q1-Q3 销量同比+1.39% 至 349.52 万吨, 吨酒营收同比+3.13% 至 3843.22 元/吨, 其中 25Q3 销量同比+0.10% 至 114.35 万吨, 吨酒营收同比+1.45% 至 4262.87 元/吨 (受其他业务扰动, 预计啤酒吨价提升更快)。前三季度 U8 延续高增势能, 中秋国庆期间明显边际提速, 除河北、北京、内蒙三大优势区域外, 东三省、山东、四川、湖南、湖北、华东等贡献加大。关于 U8 大单品的天花板, 2-3 年维度具备高确定性, 一是 U8 销量阶段性占比达到 30% 以上, 二是除三大优势区域外、弱势区域仍处于势能上升期, 餐饮、流通渗透率均有提升空间。

毛销差维持改善, 25 年净利率仍处于上升通道。25Q3 销售净利率同比+2.79pct 至 16.17%。其中销售毛利率同比+2.16pct 至 50.15% (吨酒营收+1.45%、吨酒成本-2.76%), 销售费用率同比-0.06pct 至 13.80%, 毛利率提升主要与韧性升级、成本弹性相关, 25Q3 毛销差提升 2.22pct 至 36.35% (此前 25Q1 毛销差提升 1.88pct 至 27.14%, 25Q2 毛销差提升 3.36pct 至 41.68%)。管理费用率同比-0.85pct 至 10.06%, 经营效率持续提升。综合来看, 燕啤此前 21、22、23、24 年销售净利率为 2.45%、4.16%、6.01%、9.03%, 预计 25 年销售净利率提升仍处于较好上升通道, 改

革成效持续兑现。多次分红强化安全边际，属攻守兼备的优质主线。回顾过去，耿总自 2022 年担任燕啤董事长以来，战略层面提出“二次创业、复兴燕京”，并推动“九大变革”重构企业竞争力，带领燕啤 2022 年以来业绩高速增长，十四五期间高质量发展的 α 优势突出。展望未来，借鉴海外啤酒巨头的发展路径，我们认为中国啤酒赛道是攻守兼备的优质主线，进攻层面来自升级的韧性及持续性，防御层面来自未来股息率的明显提升值得期待。燕啤首次进行多次分红回馈投资者，其中前三季度分红 2.82 亿元，预计加上年度分红，25 年及后续年度累计分红率有望稳步提升。

盈利预测与投资评级：短期虽消费 β 偏弱，但燕啤仍处于改革的前半段，大单品 U8 高增持续兑现成长；中期维度燕啤亦属于攻守兼备的优质标的，升级韧性、股息率提升是抓手。参考 25Q3 中报业绩节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 16.02、19.11、22.62 亿元（前值为 16.03、19.26、22.74 亿元），对应当前 PE 分别为 22、18、16X，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不及预期；食品安全风险；非基地市场竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东）

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>