

晨会纪要

数据日期: 2025-10-21	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)	3916.33	13077.31	4607.87	14134.47	3785.87	1406.31
涨跌幅度(%)	1.35	2.06	1.53	1.75	2.28	2.80
成交额(亿元)	8379.38	10359.55	5513.90	3670.73	4756.32	762.99

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观月报: 宏观经济宏观月报-9月经济“预期之中”与“意料之外”
策略专题: 策略观点-积跬步, 行稳致远

行业与公司

食品饮料行业专题: 餐饮供应链板块梳理——基本面磨底信号明显, 关注板块向上弹性

电子行业周报: AI 算力+存力高需求共振, 台积电收入超预期

公用环保行业周报: 公用环保202510第3期-国家发展改革委新增可再生能源非电消费考核, 风电核电增值税政策调整

嘉澳环保(603822.SH) 财报点评: 第三季度 SAF 量价齐升, 公司实现扭亏为盈

协鑫科技(03800.HK) 财报点评: 2025年三季度实现扭亏为盈, 公司引入战略资本

宁德时代(300750.SZ) 财报点评: 动储电池盈利能力表现强劲, 全球化布局加速推进

寒武纪-U(688256.SH) 财报点评: 存货环比持续增长保障交付, 定增落地助力新平台研发

燕京啤酒(000729.SZ) 财报点评: 三季度行业需求偏弱, 公司收入增速放缓、利润延续较高增速

金融工程

金融工程日报: 沪指单边上行, 科技龙头再度拉升

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22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	26027.55	0.65

基金指数 10月22日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3268.59	0.00
股票基金指数	12193.88	0.86
混合基金指数	11365.76	0.79

汇率 10月22日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.15	-0.36
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.77	0.05
美元兑日元	151.92	0.77

非流通股解禁 10月22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

◆ 宏观月报:宏观经济宏观月报-9月经济“预期之中”与“意料之外”

9月数据的三条线索

随着统计局披露今年9月和三季度经济数据，市场得以更为全面地审视过去一个季度我国经济运行实际情况。

总体说，数据是“预期之中”的。万得统计显示，12家机构对Q3经济增速预测的中位数和算术平均值分别为4.8%和4.76%。然而，我们认为本次起码有三点显著的“意料之外”。

一是增速水平。此前，在7-8月经济数据发布后，我们拟合的月度GDP增速较上半年显著回落至4%附近，即使考虑9月的季末效应，三季度增速应为4.5%附近。测算中，拖累的主要因素是固定资产投资，特别是房地产投资从6月末的-12.9%滑落至9月末的-21.2%，以及基建投资从5.3%滑落至-8.1%。两者在三季度较去年同期合计萎缩9.8个百分点，按历史关系，应拖累季度GDP增速约0.7个百分点。然而，以往成立的这一关系，并未体现在实际数据中，说明GDP的建筑业统计口径可能已出现调整。

更重要的是，地产和基建投资在国民经济统计中重要性的显著下降，意味着未来政策重心可能也会出现显著调整。未来重心有望进一步向“投资于民”倾斜，对地产和基建这“老两位”的关注逐渐淡化。

二是“反内卷”阶段性搁置。以7月1日中财委会议为标志，三季度本是推进“反内卷”关键起步期。然而，随着经济下行压力加大，似乎“拉生产”而非“匀供需”重回调控重心。9月PMI显示“生产-新订单”差扩大0.9个百分点至1.1%，随后工业增加值数据较跳升1.3个百分点至6.5%，同时社零中的商品零售数据回落0.3个百分点至3.3%，供需差距显著扩大1.6个百分点。

三是外需突围。9月外贸超预期，当然有基数效应，但更多反映我国出口正在迅速找到新的均衡点，即“由西向南”：即全球南方国家成为外贸韧性的新来源。国庆假期后，我国在贸易交锋中取得主导权，这与2018年以来相对被动的局面显著不同，底气来源于两方面：一是对美依赖度持续下降，对美直接出口比重已下降到约9%，而对非洲出口大增56%，东盟16%，巴西15%，印度14%。换言之，只要全球真实需求在，不论关税如何重塑贸易流通，最终仍然“条条大路通罗马”。二是中国制造不可替代性显著加强，船舶，集成电路，通用器械，汽车，医疗器械等高端工业品和高附加值产品成为我国外贸的“拳头”。

展望四季度，存量政策将集中“清仓使用”，为经济增长动能提供支撑。特别是财政仍有1万亿以上的超额存款，新增5000亿元的结存限额虽然主要用于“化债清欠”，但也有一小部分属于增量，叠加11月央行可能迎来操作窗口，四季度经济有望在去年高基数下继续企稳，保障全年经济目标和“十四五”规划目标的顺利达成。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策不确定性。

证券分析师：田地（S0980524090003）、李智能（S0980516060001）、董德志（S0980513100001）

◆ 策略专题:策略观点-积跬步，行稳致远

近期市场表现复盘：节后市场脉冲式调整。A股节前最后一个交易日收至3883点，节后冲破3900点后开启调整。10月17日大盘单日跌幅创8月底以来最大，大盘、沪深300单日跌幅分别达到1.95%、2.26%。短期演绎高低切风格明显，8月成长风格领涨，整体涨幅在10%+，9月成长风格亦不弱，大盘成长补涨势头明显。进入10月后，小盘成长、国证成长分别下跌6.28%、5.96%，中小盘指数整体跌幅都在5%以上，前期滞涨的价值风格逆势获得正收益。行业层面，以三根阳线启牛市新章为分界，6月23日以来有色金属涨幅超过50%，通信、电力设备、电子涨幅超过40%，仅银行下跌5%；10月以来攻守易形，YTD涨幅在10%以上的行业中，仅有环保、钢铁、有色延续上涨，全年涨幅倒数前4的行业均上涨。港股市场9月以来“先扬后抑”，10月与A股类似，演绎高低切，9月唯一下跌的恒生消费10月仅跌3.5%，

整体相对扛跌，而 10 月以来唯一跌幅超过 10% 的恒生科技，9 月上涨 13.9%。恒生大中小型股 10 月以来整体跌幅在 5%+，但恒生大型股相对恒生小型股并未展现抗跌特征。资金层面，地缘脆弱性持续驱动外资流向中国资产，但被动外资整体流入速率较 9 月边际放缓。

A 股后续展望：牛市第二阶段，或有新风景，阶段性维度“切”的性价比更高，长期视角科技仍是主线。本轮始于 924 的行情与 1999 年 519 行情高度类似，政策驱动与周期规律共同支撑市场反转。向后看，牛市已进入基本面驱动的第二阶段，科技板块业绩率先释放，带动前期双创的结构性行情爆发，随着宏观政策进一步落地，基本面有望从“点状改善”向“全面扩散”演进。从三类资金的轮动效应看，当前正经历从盈亏平衡资金到踏空追涨资金主导的过渡期，指数平台强势震荡。从估值层面探讨成长股终局，若流动性是牛市的核心理动力之一，则对成长股基本面不敏感，ROE 因子有效性有所降低。从终局天花板科技成长估值透支幅度，赶顶期间前向估值至少透支 15%（如 2015 年 115x+ 的创业板），当前 A 股科技未到达透支前向估值 15%+ 的水平，明年仍可重点关注 AI 应用端表现。风格再平衡是牛市中期典型特征，四季度价值板块具备补涨潜力，具体关注地产、券商、消费。

港股后续展望：中资定价权持续增强，流动性无虞，关注医药、电商新催化。大势层面我们从中债利率、美债利率两个框架对港股目标价进行思考匡算，在 A 股强势震荡，上行动能为衰减的情况下，港股年内仍可看高一线。四季度港币汇率稳定、IPO 抽水作用有限，本地流动性会呈现平稳态势，国际资本受美联储降息驱动，也有望向港股市场倾斜。分子端，BF12 口径下，恒指、恒科整体 EPS 情况自 2025 年三季度开始持续下滑，但当前下滑幅度边际收窄。行业结构层面，港股创新药经过前期调整回到合理区间，考虑到投资者倾向于将临床数据外推，一次性将上市后商业价值对应的现金流贴现至当前股价中，股价反应时序大幅前置，后续在新的催化下仍有望再次跑出超额；电商行业双 11 再迎催化，各平台大促周期持续拉长。

风险提示：历史行情不代表未来，文中涉及指数和标的仅作为历史梳理而不作为投资推荐依据

证券分析师：王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

行业与公司

◆ 食品饮料行业专题：餐饮供应链板块梳理——基本面磨底信号明显，关注板块向上弹性

行业：基本面磨底，估值水平处于低位。截至 10 月 17 日，2025 年年初以来调味品指数（申万）下跌 6.1%，跑输沪深 300 指数 24.3 个百分点，跑输食品饮料板块 3.5 个百分点；预加工食品指数（申万）下跌 6.4%，跑输沪深 300 指数 24.6 个百分点，跑输食品饮料板块 3.8 个百分点。8 月以来食品饮料板块在市场轮动下上涨 3.0%，调味品与食饮趋势基本一致，主要源于海天等大市值标的与大盘共振；预加工食品在弱预期、弱现实中下跌 0.6%。餐饮供应链基本面磨底趋势明显，调味品板块龙头有所改善，而机构持仓处于低位，估值中枢偏下。

重点个股：积极蓄势，弹性可期。（1）海天味业：自我革新穿越周期，龙头优势凸显。（2）巴比食品：门店+团餐双轮驱动，新店型拓展全时段经营能力。（3）安井食品：核心经营能力稳健，产品、渠道策略清晰。（4）千味央厨：渠道结构优化，新渠道势能有望成为动力。（5）颐海国际：关联方基础稳健，维持高分红率，新增长点明确。

投资建议：随着二季度消费政策影响逐步变弱，餐饮供应链等需求步入逐步复苏阶段，供给端亦出现积极信号，比如龙头并购频频落地带动行业集中度提升；行业竞争未进一步加剧，市场费用投放逐渐理性。我们认为未来行业有望逐步进入改善通道。从历史经验来看，四季度宏观政策密集，在基本面低基数、资本市场低预期、机构持仓较低背景下，任何供需两端的变化均有可能催化股价上行，2025 年以来扩大内需和服务消费政策频出且多有涉及餐饮行业，建议关注政策敏感度较高的餐饮供应链板块，推荐海天味业、巴比食品、颐海国际、安井食品、千味央厨等。

风险提示：餐饮行业需求恢复不及预期风险，消费力持续疲弱风险，原材料价格大幅上升风险、食品安全问题带来的舆论风险等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 王新雨

◆ 电子行业周报：AI 算力+存力高需求共振，台积电收入超预期

业绩期内市场风险偏好有所降低，AI 推动下的算力+存力依然共振高增。过去一周上证下跌 1.47%，电子下跌 7.14%，子行业中光学光电子下跌 6.23%，消费电子下跌 9.10%。同期恒生科技下跌 7.98%，费城半导体、台湾资讯科技上涨 5.78%、0.27%。临近 3Q25 财报季，由于前期投资者对于 AI 主线以及上涨的共识度太高、诸多龙头公司的盈利预测也经历了大幅上修，叠加中美关税博弈的反复，业绩验证期内市场风险偏好回落、科技板块容易出现较大的波动。就已经披露的业绩情况及行业基本面跟踪，如台积电在法说会上判断，AI 需求持续强劲，超过此前预期，非 AI 市场正在温和复苏；此外，存储芯片、部分被动件、高阶 CCL 等环节已呈现出供不应求、价格上涨的趋势。我们认为，对于 AI 需求的景气拉动范围、幅度，以及国产算力+存力的自主可控能力及需求持续性依然存在预期差，当前时点继续推荐自主可控（代工+设备）、本土算力+存力产业链。

AI 应用推动 Nearline SSD 需求，存储价格持续上扬。AI 推理应用推升实时存取、高速处理海量数据的需求，大容量存储产品需求提升。由于推理工作负载涉及大量数据的随机读取以及对模型参数的快速调用，SSD 相比 HDD 在读写速度、功耗等多方面具备优势；叠加当前 HDD 供给短缺现状，122TB、245TB 等超大容量 Nearline（近线）SSD 加速渗透。在需求拉动下，本周 Flash Wafer 价格全面上涨，最高涨幅超 10%。存储周期持续上行，我们认为国产存储厂商有望迎来量价齐升机遇期，建议关注江波龙、德明利、佰维存储及兆易创新等公司。

台积电 3Q25 收入超指引上限，AI 需求持续强劲。台积电 3Q25 收入 331 亿美元（YoY +40.8%，QoQ +10.1%），超指引（318–330 亿美元）上限，其中 HPC 营收环比持平，收入占比 57%，IoT、智能手机、汽车营收分别环增 20%、19%、18%，收入占比 5%、30%、5%；预计 4Q25 收入 322–334 亿美元（YoY 20%–24%，QoQ –3% 至 +1%），预计全年收入增速 35% 左右，高于此前 30% 左右的预期。台积电看到 AI 需求持续强劲，超过此前预期；非 AI 市场正在温和复苏。我们认为，AI 正处于投资高峰期，国内 AI 产业链不断加强本土化能力，继续推荐中芯国际、华虹半导体、澜起科技、杰华特、翱捷科技、江波龙等。

海外 ASIC 需求持续旺盛，关注国产 ASIC 服务商。10 月 13 日，OpenAI 宣布与博通公司签署多年期协议，计划部署 10 千兆瓦的 AI 数据中心容量。根据协议，OpenAI 将负责硬件设计，博通则负责开发和制造，双方计划从 2026 年下半年开始部署服务器机架，整个硬件部署将于 2029 年底完成。此前 OpenAI 刚与英伟达达成最高 1000 亿美元投资协议，并与 AMD 签署 6 千兆瓦芯片供应协议。在 AI 产业趋势背景下，国内外 ASIC 厂商订单持续向好。同时，CSP 厂商纷纷布局自研，有望进一步加速与国内 ASIC 厂商之间的合作。建议关注产业链相关公司：翱捷科技、灿芯股份、芯原股份、澜起科技等。

库克到访中国，推动 Apple Intelligence 进入中国，苹果 AI 布局渐显。库克于 25 年 10 月 13 日开启访华行程，到访北京、上海等地，并透露“Apple Intelligence 正在努力进入中国市场”，它将在操作系统层面整合人工智能的功能。硬件层面上，苹果正在越南扩大其智能家居制造。即将推出的设备包括 Home Pod 风格的智能显示屏和电动桌面机器人，这些产品预计分别在 2026 年和 2027 年推出。我们认为，苹果正依托庞大的硬件用户基础，将 AI 能力嵌入系统与终端，构建以设备为入口的 AI 生态闭环，强化用户粘性与生态壁垒，建议关注苹果产业链：立讯精密、歌尔股份、鹏鼎控股、蓝思科技、比亚迪电子、世华科技等。

苹果发布新款 Vision Pro，智能眼镜正蓄势待发。10 月 15 日，苹果推出搭载 M5 芯片的 Vision Pro，显示渲染更出色、AI 工作流程更快、电池续航更长，实现性能的飞跃提升。新款采用双 Micro-OLED 显示屏，像素达 2300 万，在 M5 芯片的加持下，像素渲染提升约 10%，带来更锐利的图像、更清晰的文本和更精细的视觉效果。此前 10 月初，彭博社记者 Mark Gurman 报道，苹果未来或将研发重心全面转向智能眼镜，最早可能在 2026 年推出。我们认为具备显示功能的智能眼镜仍是智能 VR/AR 头显的理想方案，建议持续关注：舜宇光学科技、蓝特光学、水晶光电、豪威集团、歌尔股份、立讯精密等。

2025 年前三季度电视代工市场出货量同比基本持平。据迪显咨询，25 年前三季全球电视代工出货 8520 万台，同比增 0.1%。8 月美国对东南亚普遍加征关税使得部分 Q4 需求前置，北美出货节奏较往年有所

提前。其中 AMTC（兆驰）前三季度出货 830 万台，出货主要是北美区域；KTC（康冠）前三季度出货 700 万台，增长主要来自拉美区域。迪显咨询预计全年代工市场同比涨幅在 1% 以内，主要增长来自新兴市场。我们认为，在经历了长时间陆资厂商大规模扩张、全球产业重心的几度变迁之后，LCD 的高世代演进趋势停滞、竞争格局洗牌充分，推荐京东方 A 等。与此同时，LCD 产业的崛起增强了国产电视品牌及 ODM 的出海竞争力，推荐兆驰股份、康冠科技、传音控股等。

重点投资组合

消费电子：工业富联、蓝思科技、小米集团、蓝特光学、舜宇光学科技、沪电股份、立讯精密、鹏鼎控股、水晶光电、世华科技、东山精密、电连技术、海康威视、传音控股、康冠科技、视源股份、世运电路、京东方 A、景旺电子、永新光学

半导体：中芯国际、翱捷科技、德明利、华虹半导体、杰华特、赛微电子、恒玄科技、澜起科技、乐鑫科技、长电科技、圣邦股份、伟测科技、豪威集团、通富微电、新洁能、晶晨股份、龙芯中科、佰维存储、艾为电子、晶丰明源、江波龙、扬杰科技、斯达半导、北京君正、芯朋微、思瑞浦、时代电气、卓胜微、帝奥微、东微半导、士兰微、华润微、天岳先进、纳芯微

设备及材料：北方华创、中微公司、鼎龙股份、拓荆科技、立昂微、沪硅产业

被动元件：江海股份、顺络电子、风华高科、三环集团、洁美科技

风险提示：下游需求不及预期；产业发展不及预期；行业竞争加剧。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）、张大为（S0980524100002）、李书颖（S0980524090005）、连欣然（S0980525080004）

◆ 公用环保行业周报：公用环保 202510 第 3 期-国家发展改革委新增可再生能源非电消费考核，风电核电增值税政策调整

市场回顾：本周沪深 300 指数下跌 2.22%，公用事业指数下跌 0.69%，环保指数下跌 1.11%，周相对收益率分别为 1.53% 和 1.11%。申万 31 个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第 7 和第 8 名。电力板块子板块中，火电下跌 0.82%；水电上涨 1.69%，新能源发电下跌 1.85%；水务板块下跌 1.36%；燃气板块下跌 0.99%；检测服务板块下跌 0.76%。

重要事件：10 月 13 日，国家发展改革委发布《可再生能源消费最低比重目标和可再生能源电力消纳责任权重制度实施办法（征求意见稿）》。文件提到，将以该办法的原则，对能源用户可再生能源消费最低比重目标和省级行政区域可再生能源电力消纳责任权重的制定、监测和考核。根据文件，可再生能源消费最低比重目标分为可再生能源电力消费最低比重目标和非电消费最低比重目标两类，其中电力消费最低比重目标包括全部可再生能源发电种类；非电消费最低比重目标包括可再生能源供热（制冷）、可再生能源制氢氨醇、生物燃料等可再生能源非电利用种类。。

专题研究：10 月 17 日，财政部、海关总署、税务总局印发《关于调整风力发电等增值税政策的公告》。2025 年 11 月 1 日起至 2027 年 12 月 31 日，对纳税人销售自产的利用海上风力生产的电力产品，实行增值税即征即退 50% 的政策。2025 年 10 月 31 日前已正式商业投产的核电机组，继续按照《财政部 国家税务总局关于核电行业税收政策有关问题的通知》（财税〔2008〕38 号）有关增值税规定执行；2025 年 10 月 31 日前国务院已核准但尚未正式商业投产的核电机组，核力发电企业生产销售电力产品，自正式商业投产次月起 10 个年度内，实行增值税先征后退政策，退税比例为已入库税款的 50%，其他增值税规定继续按照《财政部 国家税务总局关于核电行业税收政策有关问题的通知》（财税〔2008〕38 号）执行。2025 年 11 月 1 日后核准的核电机组，不再实行增值税先征后退政策。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源，区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源，以及开展新能源与智算中心一体化深化算电协同标的金开新能；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红

的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源；6. 基于余热锅炉设备制造进军核能和清洁能源装备制造的西子洁能。环保：1. 水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境，中山公用；2. 中国科学仪器市场份额超过 90 亿美元，国产替代空间广阔，推荐聚光科技；3. 欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能；4. 煤价下行背景下，秸秆价格同步下降，农林生物质发电行业成本端改善明显，推荐长青集团。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）、崔佳诚（S0980525070002）

◆ 嘉澳环保(603822.SH) 财报点评:第三季度 SAF 量价齐升，公司实现扭亏为盈

公司前三季度营收达 30.05 亿元，同比增长 189.39%，归母净利润实现了扭亏为盈。2025 年前三季度，公司实现营收 30.05 亿元，毛利率为 9.15%，净利率为-0.83%。其中第三季度营收为 17.07 亿元，同比增长 511.45%，环比增长 105.28%。第三季度归母净利润为 0.53 亿元，实现了扭亏为盈。公司业绩上涨主要因为 5 月份公司获得 SAF 出口许可，三季度 SAF 产销量明显增加，且由于欧洲对 SAF 需求高增，拉动 SAF 价格出现了较大幅度的增长。

公司业务主要包括生物质能源、环保型增塑剂和环保型稳定剂，2025 年以来生物质能源板块中的 SAF 为公司主要产品，贡献了大部分营收和利润。公司成立于 2003 年 1 月，是一家致力于研发、生产、销售生物基增塑剂和生物质能源的环保型科技公司。2023 年公司采用霍尼韦尔技术建设了国内第一套 50 万吨 SAF 产线，并在 2024 年底实现了项目的一次性投产，2025 年 5 月，公司成功获得生物航油出口许可证，实现了 SAF 的大规模出口。公司目前 SAF 产能为国内第一，原料转化率领先，规模及技术优势明显。公司正在建设第二期 50 万吨产线，预期明年投产，公司产量增长潜力较大。

SAF 行业前景广阔，海外供需缺口主要由国内填补。2025 年为欧洲 SAF 强制添加元年，添加量为 2%，2030 年添加量提高至 6%，较目前有约 3 倍的需求空间，远期添加比例预计增加到 70%。根据标普数据欧洲市场今年 SAF 消费量将达到 190 万吨，而欧洲目前 SAF 产能只有约 100 万吨，缺口主要由亚太地区生产商供应，中国产业链优势明显。上半年航空公司对 SAF 添加的热情普遍偏低，但欧盟委员会并未放松 2025 年对 SAF 添加 2%标准的要求，欧洲各大航空公司在年中加大了对 SAF 的采购，SAF 价格快速提升。

风险提示：生物柴油价格大幅下跌、原材料价格大幅上涨、欧洲市场政策转向、国内税收政策变化、新增产能投放进度不及预期。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年营收为 44.65/70.05/96.08 亿元，归母净利润为 0.87/4.65/7.03 亿元，EPS 为 1.13/6.05/9.15 元/股，对应当前股价 PE 为 81.06/15.19/10.05X，股票合理估值区间为 97.75-121.00 元，我们看好 SAF 行业前景和公司产能及技术优势，给与“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）、董丙旭（S0980524090002）

◆ 协鑫科技(03800.HK) 财报点评:2025 年三季度实现扭亏为盈，公司引入战略资本

2025Q3 公司净利润约 9.6 亿元，实现扭亏为盈。公司公告，预计 2025Q3 光伏分部利润约 9.6 亿（含出售联营公司利润 6.4 亿元），实现大幅扭亏为盈。得益于光伏反内卷政策持续推进，硅料价格触底反弹，叠加公司持续提效降本，在连续亏损 5 个季度后，公司首次迎来单季度利润转正。

持续优化成本，盈利能力显著提升。公司为全球领先的颗粒硅生产企业，长期致力于提效降本，2025Q3 公司颗粒硅平均生产现金成本（含研发）为 24.2 元/kg，环比下降 1.2 元/kg；另外，7 月以来在光伏反内卷进程下，硅料价格持续上涨，2025Q3 公司平均售价为 37.3 元/kg（不含税），环比上涨 8.1 元/kg，2025Q3 公司平均生产现金利润为 13.1 元/kg，环比扩大 9.3 元/kg，盈利能力显著提升。

光伏行业“反内卷”政策推进，落后产能有望加速出清。经历 2024 年的深度调整后，硅料价格已跌破

大部分企业的现金成本线，导致大量高成本产能和落后产能被迫停产或出清，作为行业领先企业，公司硅料市占率已从 2024 年的 14.58% 大幅增长至 2025 上半年的 24.32%。进入 2025 年下半年，7 月国家发改委、市场监管总局研究起草《价格法修正草案（征求意见稿）》，对规范光伏行业价格秩序具有指引作用，硅料价格在底部震荡并出现温和回升。随着光伏反内卷进程推进，硅料行业或将通过能效标准、技术规范等市场化手段重塑市场格局，无效产能有望加速出清，公司市占率或有望进一步提升。

引入战略投资，优化资本结构。9 月 16 日，公司宣布与无极资本（Infini Capital）达成战略融资协议，通过定向增发募资约 54.46 亿港元（约合 49.8 亿元人民币）。此次募资的主要用途将聚焦于行业产能结构性调整的资金储备、推进硅烷气产能以及优化资本结构，显示出公司在行业底部进行逆周期布局、整合行业资源的决心，剩余资金则用于补充营运资金和偿还贷款，进一步增强了公司的财务稳健性。

风险提示：光伏下游需求不及预期风险；硅料价格大幅波动风险；行业竞争加剧风险；新技术研发及产业化不及预期风险。

投资建议：维持优于大市评级。作为全球光伏硅料龙头，公司颗粒硅技术具备长期成本及低碳优势，考虑到光伏“反内卷”政策持续推动供需格局改善，公司盈利能力有望迎来拐点。我们认为公司将在 2025 年完成业绩筑底，预计 2025-2027 年实现归母净利润-9.0/21.4/40.2 亿元，EPS 分别为-0.03/0.07/0.13 元，2026-2027 年动态 PE 为 16.9/9.0 倍。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李恒源（S0980520080009）

◆ 宁德时代(300750.SZ) 财报点评:动储电池盈利能力表现强劲，全球化布局加速推进

公司 2025Q3 实现归母净利润 185.49 亿元，同比+41%、环比+12%。公司 2025 年前三季度实现营收 2830.72 亿元，同比+9%；实现归母净利润 490.34 亿元，同比+36%；毛利率为 25.31%、同比+0.34pct；净利率为 18.47%，同比+3.52pct。公司 2025Q3 实现营收 1041.86 亿元，同比+13%、环比+11%；实现归母净利润 185.49 亿元，同比+41%、环比+12%；毛利率为 25.80%、同比-1.92pct、环比+0.23pct；净利率为 19.13%，同比+4.12pct、环比+0.55pct。

公司电池销量快速提升，盈利能力表现强劲。我们估计 2025 年前三季度公司动储电池销量超 435GWh，同比增长超 31%；其中 Q3 动储电池销量超 165GWh，同比增长超 31%、环比增长 14%。国内及欧洲新能源车需求持续向好，国内以及海外储能订单饱满，带动公司电池销量持续走高。我们估计 2025Q3 公司动储电池单位扣非净利约为 0.10 元/Wh、同环比基本持平。展望后续，公司产能利用率持续高位，神行麒麟等高端电池产品出货占比持续提升，助推盈利能力表现稳定。

公司产能扩张加速，全球化布局提升服务能力。在终端需求持续向好背景下，公司加速产能扩张节奏，在山东济宁、江西宜春、福建厦门等地均有新产能布局。2025Q3 末公司在建工程为 373.7 亿元，较 Q2 末增加 22.8 亿元，产能扩张持续加速。公司加速全球化产能布局，德国基地持续爬坡增效，匈牙利基地将于 2025 年底建成陆续投产，印尼电池产业链项目预计 2026H1 投产，西班牙基地已经完成前期审批手续。

公司持续推出电池新品，丰富产品矩阵。乘用车领域，公司为纯电乘用车客户推出麒麟系列与神行系列电池、为混动乘用车客户推出骁遥增混电池。2025 年 9 月，公司发布了全球首创电池领域最高安全等级的 NP3.0 技术平台，并正式发布首款搭载该技术的神行 Pro 电池。商用车领域，公司推出天行系列产品精准适配客车、物流车、重卡等商用车需求。储能领域，公司正加快 587Ah 大电芯量产进展，以满足客户需求。

风险提示：新能源车销量不及预期；储能需求不及预期；原材料价格大幅波动的风险；贸易保护主义和贸易摩擦风险；海外产能建设进展不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。基于动力与储能电池需求向好对于公司经营的积极影响，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年实现归母净利润 693.13/864.06/1025.79 亿元（原预测为 662.02/814.66/968.20 亿元），同比+37%/+25%/+19%，EPS 为 15.19/18.94/22.48 元，动态 PE 为 24.7/19.9/16.7 倍。

证券分析师： 李全（S0980524070002）

◆ 寒武纪-U(688256.SH) 财报点评: 存货环比持续增长保障交付, 定增落地助力新平台研发

前三季度营收同比增长 2386.38%，归母净利润同比增长 321.49%。公司发布 2025 年三季报，前三季度实现营收 46.07 亿元 (YoY +2386.38%)，实现归母净利润 16.05 亿元，2024 年同期为-7.24 亿元，实现扭亏为盈。其中，公司单三季度实现营收 17.27 亿元 (YoY +1332.52%，QoQ -2.40%)，实现归母净利润 5.67 亿元 (同比扭亏为盈，QoQ -17.00%)。收入利润大幅增长，主要因公司持续拓展市场，积极助力人工智能应用落地。前三季度公司确认的非经常性损益为 1.86 亿元，主要为政府补助等。

2025 年营收预计 50 至 70 亿元，存货环比持续增长保障未来交付。公司结合实际情况，预计 2025 年全年实现营业收入 50 至 70 亿元。盈利能力方面，公司前三季度综合毛利率达到 55.29%，净利率为 34.81%，其中单三季度毛利率为 54.24%，维持在较高水平。为应对旺盛的下游需求，公司积极备货，截至三季度末，公司存货达到 37.29 亿元，较二季度末增加约 10.4 亿元，为未来收入的持续增长提供了有力保障。预付款项为 6.9 亿元，较中报时的 8.3 亿元有所下滑。费用方面，公司持续加大研发投入，单三季度研发投入为 2.58 亿元（不含股份支付），同比增长 22.05%。

定增落地助力新平台研发，Day0 适配 DeepSeek-V3.2-Exp。公司完成 2025 年度定增项目，实际发行人民币普通过 333.49 万股，增发价格为 1195.02 元，募资金额为人民币 39.85 亿元。本次定增中 20.54 亿元用于面向大模型的芯片平台项目，14.52 亿元用于面向大模型的软件平台项目，4.79 亿元用于补充流动资金。其中，芯片平台包含 4 类：面向大模型训练的芯片、面向大语言模型推理的芯片、面向多模态推理的芯片和面向大模型需求的交换芯片；软件平台包含 3 类：灵活编译系统、训练平台以及推理平台。9 月 29 日，DeepSeek-V3.2-Exp 发布，公司实现 Day 0 适配 DeepSeek-V3.2-Exp，并同步开源大模型推理引擎 vLLM-MLU 源代码。寒武纪通过 Triton 算子开发实现了快速适配，利用 BangC 融合算子开发实现了极致性能优化，并基于计算与通信的并行策略，达到了业界领先的计算效率水平。

投资建议：我们看好公司人工智能处理器芯片的核心竞争力，公司积极备货以满足下游旺盛需求，未来业绩有望逐步兑现。伴随 AI 产业趋势发展，以及地缘政治风险下国产替代需求的提升，公司产品销量持续向好，我们上修 2025-2027 年营收至 67.73/121.85/201.00 亿元（前值 50.24/72.81/101.9 亿元），维持“优于大市”评级。

风险提示：公司尚未实现盈利且存在毛利率波动风险；客户集中度且上游供应链存在不稳定风险；行业竞争加剧风险等。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）、连欣然（S0980525080004）

◆ 燕京啤酒(000729.SZ) 财报点评: 三季度行业需求偏弱, 公司收入增速放缓、利润延续较高增速

公司发布 2025 年三季度报告，3Q25 实现营业总收入 48.7 亿元，同比+1.5%；实现归母净利润 6.7 亿元，同比+26.0%；实现扣非归母净利润 6.5 亿元，同比+24.6%。

Q3 总销量增速环比下降，U8 延续高增速促进结构改善。Q3 啤酒销量同比+0.1%，较 H1 降速（H1 销量同比+2.0%），预计主要系受到行业需求偏弱、规范吃喝相关政策的影响。虽然销量表现平淡，Q3 千升酒收入同比+1.4%，主要系产品结构继续改善。我们预计 Q3 高端大单品 U8 销量增速在 25%以上，预计 U8 在总销量中的占比达到 20%以上，反映公司渠道扩张及营销升级的成效。

毛利率延续同比提升，管理费用率延续同比下行。Q3 毛利率同比+2.2pp，延续前两个季度的同比提升表现，主要系产品结构改善以及原辅料成本下行所致。Q3 销售/管理/财务费用率分别同比-0.1/-0.9/+0.1pp，研发费用率同比持平，净利率同比+2.7pp，反映公司着力推动降本增效（包含优化组织架构、加强低效企业治理等举措）的成果。

未来展望：利润端高成长性预计将持续兑现。展望第四季度，8-9 月行业环境已有持续的环比改善，预

计 Q4 淡季销量增速较为平稳。得益于公司全员重视、积极扩张渠道、持续升级营销，预计 U8 继续实现显著高于行业整体的销量增速，全年有望实现近 90 万吨的销量，并有力拉动产品结构升级。随着公司持续推进降本增效、强化生产成本管理、完善亏损企业治理，预计 Q4 继续实现减亏。中长期来看，利润端，改革举措继续帮助公司实现盈利能力较快提升，未来在盈利能力上追赶青啤、华润等头部啤酒企业的确定性仍高；收入端，目前啤酒行业整体需求平淡（存量市场），部分消费者从常规产品转移到精酿类、生鲜啤酒及其他个性化啤酒产品，且渠道定制化产品露出增多，收入的长期增长动能仍需观察公司对于新品类、新渠道的适应情况。

盈利预测与投资观点：因受规范吃喝相关政策影响，Q3 旺季啤酒消费市场需求疲软，我们小幅下调收入预测，因内部降本增效成果明显，费用率下降速度比我们此前预期稍快，我们小幅上调利润率预测。预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 153.7/162.2/171.4 亿元（前预测值 155.9/165.7/175.6 亿元），同比+4.8%/+5.5%/+5.7%；实现归母净利润 15.7/18.5/22.0 亿元（前预测值 15.7/18.8/22.2 亿元），同比+49.1%/+17.7%/+18.6%；EPS 分别为 0.56/0.66/0.78 元；当前股价对应 PE 分别为 22/19/16 倍。燕京啤酒处于利润快速释放期、业绩成长性居啤酒行业前列，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增速显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）

金融工程

◆ 金融工程日报：沪指单边上行，科技龙头再度拉升

市场表现：今日（20251021）市场全线上涨，规模指数中中证 2000 指数表现较好，板块指数中创业板指表现较好，风格指数中中证 500 成长指数表现较好。通信、电子、房地产、机械、建筑行业表现较好，煤炭、食品饮料、交通运输、银行、电力公用事业行业表现较差。光模块（CPO）、超宽带技术、消费电子代工、光芯片、页岩气等概念表现较好，锂电电解液、啤酒、有机硅、高速公路精选、央企煤炭等概念表现较差。

市场情绪：今日市场情绪较为高涨，收盘时有 90 只股票涨停，有 5 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 1.82%，昨日跌停股票今日收盘收益为-1.80%。今日封板率 78%，较前日提升 2%，连板率 17%，较前日下降 13%，连板率创近一个月新低。

市场资金流向：截至 20251020 两融余额为 24300 亿元，其中融资余额 24132 亿元，融券余额 168 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.6%，两融交易占市场成交额比重为 10.7%。

折溢价：20251020 当日 ETF 溢价较多的是通信设备 ETF，ETF 折价较多的是科创综指 ETF 兴业。近半年来大宗交易日均成交金额达到 18 亿元，20251020 当日大宗交易成交金额为 12 亿元，近半年来平均折价率 6.14%，当日折价率为 7.99%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.05%、2.89%、10.33%、12.81%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 0.48%，处于近一年来 44%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 3.82%，处于近一年来 37%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 10.75%，处于近一年来 48%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 12.77%，处于近一年来 51%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是华测检测、帝科股份、九洲药业、爱朋医疗、民士达、仕佳光子、航宇科技、雅葆轩等，华测检测被 118 家机构调研。20251021 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入前十的股票是蓝丰生化、京能热力、理工光科、矩阵股份、冠中生态、特一药业、腾达科技、昂利康、荣信文化、四方达等，机构专用席位净流出前十的股票是源杰科技、汇绿生态、云汉芯城、海科新源、三联锻造、法狮龙、远大控股、上实发展、昊创瑞通、亿道信息等。陆股通净流入前十的股票是合肥城建、深振业 A、山河智能、汇绿生态、大有能源、超讯通信、三孚股份、源杰科技、山东墨龙、武汉凡谷、群兴玩具、中信重工、百川能源等，陆股通净流出前十的股票是郑州煤电、亿道信息、海通发展、宝泰隆、上实发展、石化油服、深深房 A 等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【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	990.32	1.74	ICE 布伦特原油	61.01	-0.45
白银	11849.00	0.55	铜	85520.00	0.25
铝	20910.00	0.04	铅	17165.00	0.38
豆一	4049.00	0.19	锌	21955.00	0.34
豆粕	2878.00	0.13	镍	121320.00	0.47
玉米	2119.00	0.04	锡	280630.00	0.60
螺纹钢	2990.00	-0.23	SR511	5388.00	-0.14

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	46924.73	0.467071	65.76	65.76	65.76	65.76	42.22
德国 DAX 指数	24330.03	0.293625	91.01	2.92	0.09	25.01	53.40
法 CAC40 指数	8258.86	0.643304	4.28	5.16	5.90	9.58	44.44
恒生指数	26027.55	0.652466	2.30	-1.94	4.13	27.09	63.00
沪深 300 指数	4607.87	1.534800	1.51	2.35	12.78	17.09	57.47
美国 SP500 指数	6735.35	0.003266	1.37	1.06	6.81	15.05	50.39
纳斯达克综合指数	22953.67	-0.160370	1.91	1.42	9.43	23.80	54.10
日经 225 指数	49316.06	0.265444	5.26	9.47	23.85	26.59	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	300750.SZ	宁德时代	375.9000	2.5648	无数据	300750.SZ	宁德时代	375.9000	2.5648	无数据
2	603986.SH	兆易创新	219.0100	5.1164	无数据	300394.SZ	天孚通信	166.7500	5.5580	无数据
3	300394.SZ	天孚通信	166.7500	5.5580	无数据	300274.SZ	阳光电源	152.7900	2.7989	无数据
4	300274.SZ	阳光电源	152.7900	2.7989	无数据	688256.SH	寒武纪-U	1368.9600	6.8565	无数据
5	688256.SH	寒武纪-U	1368.9600	6.8565	无数据	002241.SZ	歌尔股份	32.2600	6.0835	无数据
6	002241.SZ	歌尔股份	32.2600	6.0835	无数据	600036.SH	招商银行	41.9800	1.3520	无数据
7	688041.SH	海光信息	236.9000	3.5674	无数据	688041.SH	海光信息	236.9000	3.5674	无数据

8	300476.SZ	胜宏科技	281.1500	6.4075	无数据	300476.SZ	胜宏科技	281.1500	6.4075	无数据
9	002475.SZ	立讯精密	61.1500	6.9991	无数据	002475.SZ	立讯精密	61.1500	6.9991	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	441.5000	9.5533	无数据	300308.SZ	中际旭创	441.5000	9.5533	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	0568.HK	山东墨龙	4.5200	0.08393285	59764.91	9988.HK	阿里巴巴-W	165.1000	0.01976529	538014.31
2	2628.HK	中国人寿	24.9400	0.06037415	68078.66	0981.HK	中芯国际	74.0500	0.03133705	383836.71
3	0763.HK	中兴通讯	40.6200	0.03728294	98580.32	9992.HK	泡泡玛特	250.4000	-0.08076358	238809.43
4	0941.HK	中国移动	85.2000	-0.01388889	111445.44	0700.HK	腾讯控股	630.5000	0.00478088	232109.39
5	1810.HK	小米集团-W	46.4600	-0.01442512	202852.86	1347.HK	华虹半导体	77.7000	-0.00256739	161290.65
6	1347.HK	华虹半导体	77.7000	-0.00256739	205424.85	1810.HK	小米集团-W	46.4600	-0.01442512	154741.86
7	0700.HK	腾讯控股	630.5000	0.00478088	228922.04	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	111041.52
8	9992.HK	泡泡玛特	250.4000	-0.08076358	350876.42	0941.HK	中国移动	85.2000	-0.01388889	93683.30
9	0981.HK	中芯国际	74.0500	0.03133705	396669.21	0763.HK	中兴通讯	40.6200	0.03728294	92528.08
10	9988.HK	阿里巴巴-W	165.1000	0.01976529	495029.71	2628.HK	中国人寿	24.9400	0.06037415	62901.08

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