

第一创业证券研究所

分析师：刘笑瑜

证书编号：S1080525070001

电话：0755-23838239

邮箱：liuxiaoyu@fcsc.com

晨会纪要

核心观点：

一、宏观经济组：

事件：

10 月 20 日 10 点国家统计局公布 9 月中国宏观经济数据。

评论：

2025 年前三季度 GDP 同比增长 5.2%，较 2024 年回升 0.2 个百分点。其中，三季度 GDP 同比增长 4.8%，与 Wind 的市场预期持平，较二季度回落 0.4 个百分点。分产业看，第一产业增加值同比增长 4.0%，较一季度回升 0.2 个百分点；第二产业增加值同比增长 4.2%，较二季度回落 0.6 个百分点；第三产业增加值同比增长 5.4%，较二季度回落 0.3 个百分点。而从季调后的环比看，三季度增长 1.1%，较二季度回升 0.1 个百分点，而去年同期为 1.5%，三季度 GDP 同比的回落受基数的影响较大。

从 9 月工业增加值看，同比增速为 6.5%，远高于 5.2% 的市场预期，较 8 月回升 1.3 个百分点，这主要是因为今年 9 月的工作日较去年同期多 2 天。9 月季调环比为 0.6%，较 8 月高 0.2 个百分点；从累计增速看，前三季度同比增速为 6.2%，较上半年回落 0.2 个百分点。

从固定资产投资数据看，前三季度同比增速为 -0.5%，今年以来首次由正转负，WIND 预期 0%，较 1-8 月回落 1 个百分点，较上半年低 3.3 个百分点。其中，制造业为 4%，较 1-8 月回落 1.1 个百分点；基建投资（不含电力）为 1.1%，较 1-8 月回落 0.9 个百分点；而房地产为 -13.9%，较 1-8 月回落 1 个百分点。

9 月社会消费品零售总额同比名义增长 3%，低于 WIND 预期 3.1%，较 8 月回落 0.4 个百分点；前三季度累计同比增速为 4.5%，较上半年低 0.5 个百分点。从服务业生产指数看，9 月实际同比为 5.6%，与 8 月持平；前三季度累计同比为 5.9%，与上半年持平。

从支出法 GDP 看，前三季度最终消费支出对经济增长贡献率为 53.5%，其中，三季度为 56.6%，较上半年高 4.7 个百分点；从三大产业看，第三产业即服务业对 GDP 的贡献率前三季度达到 60.7%，其中，三季度达到 60.8%，较二季度回升 0.6 个百分点，创出两年以来的新高。前三季度全国居民人均可支配收入实际增速为 5.2%，与同期 GDP 增速持平；人均消费支出实际增速为 4.7%，低于 GDP 实际增速。

9 月全国城镇调查失业率为 5.2%，较 8 月回落 0.1 个百分点；前三季度，全国城镇调查失业率平均值为 5.2%，与上半年持平。

前三季度全国居民人均可支配收入实际增长 5.2%，与 GDP 增速持平，较上半年回落 0.2 个百分点。其中，城镇增长 4.5%；农村增长 6.0%。前三季度全国居民人均消费支出实际增长 4.7%，低于同期 GDP 增速。其中，城镇增长 3.9%；农村增长 5.8%。

前三季度房屋新开工同比增速为-18.9%，较 1-8 月回升 0.6 个百分点；房屋施工面积同比增速为-9.4%，较 1-8 月回落 0.1 个百分点；竣工面积同比增速为-15.3%，较 1-8 月回升 1.7 个百分点；房屋销售面积同比增速为-5.5%，较 1-8 月回落 0.8 个百分点。

从房地产资金来源看，2025 年前三季度房地产开发资金来源同比增速为-8.4%，较 1-8 月回落 0.4 个百分点，较上半年回落 2.2 个百分点。其中，国内贷款同比增速为-1.4%，较 1-8 月回落 1.6 个百分点；自筹资金来源同比增速为-9.3%，较 1-8 月回落 0.4 个百分点；其它资金来源（预付款）同比增速为-9.9%，较 1-8 月回升 0.1 个百分点。

从房地产价格看，9 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比为-2.7%，较 8 月回升 0.3 个百分点；二手住宅价格指数同比为-5.2%，较 8 月回升 0.3 个百分点。就环比而言，70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比为-0.4%，较 8 月回落 0.1 个百分点；二手住宅价格指数环比为-0.6%，与 8 月持平。

从总体上看，2025 年 9 月国房景气指数为 92.8，已是连续 6 个月回落，较 8 月回落 0.3 个百分点，但较 6 月底回落 0.8 个百分点。从个人住房新发放贷款加权平均利率看，9 月底约为 3.1%，与上半年持平，较去年同期低约 25 个基点。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

二、产业综合组：

大族数控，主要从事 PCB 激光加工设备，公布了 2025 年三季度业绩报告。2025 年前三季度，公司实现营业收入 39 亿元，同比增长 67%；归属于上市公司股东的净利润 4.92 亿元，同比增长 142.2%。第三季度，公司实现营业收入 15.21 亿元，同比增长 95.19%；归属于上市公司股东的净利润 2.28 亿元，同比增长 281.94%。总体看，AI 算力推动高多层板及高多层 HDI 板市场规模增长及技术难度双重提升，PCB 行业大扩产高度层板的趋势已经开始，因此我们看好整个 PCB 产业链的景气度提升。

鼎通科技，主要从事各类高速连接器产品，公布了 2025 年三季度业绩报告。2025 年前三季度实现营业收入 11.6 亿元，同比增长 64.5%；归属于上市公司股东的净利润为 1.76 亿元，同比增长 125.4%。其中，2025 年第三季度单季实现营业收入 3.7 亿元，同比增长 48.1%；归属于上市公司股东的净利润为 6117 万元，同比增长 110.7%。公司是莫仕、安费诺最大的通讯 I/O 连接器供应商，营业收入和利润增长主要系通讯连接器业务增长所致。目前公司的液冷散热设备也将进入交付周期，因此在 AI 数据中心建设持续高增长的前提下，公司的业绩有望持续高增长。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

三、先进制造组：

财政部等三部门就调整风力发电等增值税政策有关事项发布公告称，2025 年 11 月 1 日起，纳税人销售自产的利用海上风力生产的电力产品，增值税即征即退 50%。2015 年以来，陆上与海上同享“即征即退 50%”，本次改革把陆上风电剔除，仅对海上风电在 2025 年 11 月到 2027 年 12 月期间保留优惠。这意味着陆上风电技术与成本已较为成熟，市场竞争力强，不再需要税收特别扶持；海上风电仍面临较高的资本支出，施工、运维复杂，阶段性倾斜旨在补齐短板。此外，该政策有助于新能源上网电价市场化改革的衔接。税收端的定向优惠与电价端的市场化并行，有利于在竞价体系下维持海上风电项目的可行性。该政策对风电行业构成结构性利空。对于陆上风电构成实质性利空，对于海上风电形成明确利好，由于陆风体量远大于海风，行业受到的整体影响中性偏负。在核电方面，该政策将 2008 年版本的 15 年，75%/70%/55%三段式优惠调整为 10 年内按已入库税款的 50%先征后退，存量基本不变，在途适度收紧，增量明显收紧，行业受到的整体影响中性偏负。

容百科技，主营业务为锂电池正极材料的研发、生产和销售，发布三季报。实现营业收入 27.37 亿元，同比下降 38.29%；归母净利润为-1.35 亿元，同比下降 227.45%。公司业绩下降的主因是地缘政治冲击导致的市场不确定性增加；市场竞争加剧，产能闲置及成本上升。展望未来，国内三元锂电份额边际改善有限，磷酸铁锂、磷酸锰铁锂及钠电正极逐渐放量，对冲三元锂电压力；叠加韩国与波兰产线爬坡，收入恢复但利润修复滞后，毛利率修复依赖新品良率及规模效应。

宁德时代，主营业务为动力电池和储能电池的研发、生产和销售，发布三季报。实现营业收入 1041.86 亿元，同比增长 12.90%；归母净利润 185.49 亿元，同比增长 41.21%。业绩增长原因：1. 规模扩张带动收入增长。2. 财务费用大幅改善。3. 投资收益增长 67.46%。4. 资产减值损失同比收窄 38.69%，去年同期矿产资产减值影响消除。管理层在业绩会披露 Q3 出货约 180GWh，其中储能约 20%，储能系统增速快于动力电池；公司储能产线非常满，公司在济宁、瑞庆等基地加速扩产，明确指向 2026 年前储能产能大幅释放。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

四、消费组：

燕京啤酒 2025 年 10 月 21 日公布的财报显示，前三季度公司实现总营业收入 134.33 亿元，同比增长 4.57%；实现归母净利润 17.70 亿元，同比增长 37.45%。第三季度实现总营业收入 48.75 亿元，同比增长 1.55%；实现归母净利润 6.68 亿元，同比增长 26.00%。业绩增长的核心驱动力来自 U8 大单品放量，其在 2025 年上半年销量占比已超 20%，较 2024 年末的 17.4%有明显提升，有力拉动了中高端产品收入持续增长。同时，公司受益于大麦、包材等原材料价格下行，以及生产端效率提升，成本整体下行，进一步提升了利润率。此外，公司加快供应链智能化转型和数字化建设步伐，有效促进全链条效率提升，通过结构性升级与费用管控，推动盈利能力持续突破历史高位，在行业整体需求疲软背景下，销量逆势微增，市场份额持续提升。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140