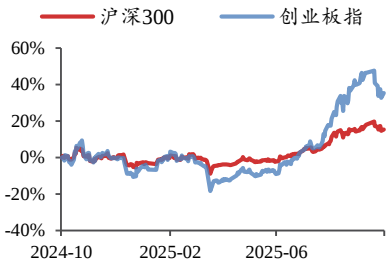


2025 年 10 月 21 日

开源晨会 1021

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	3.212
煤炭	3.045
电力设备	1.535
机械设备	1.436
电子	1.380

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	-1.339
农林牧渔	-0.877
美容护理	-0.377
食品饮料	-0.123
银行	-0.100

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】Q3 经济放缓符合预期，关注政策性金融工具效果——兼评 Q3 经济数据-20251020

【宏观经济】地产成交转弱——宏观经济专题-20251020

【固定收益】税收收入稳步增长，中央财政安排 5000 亿下达地方——2025 年 9 月财政数据点评-20251020

【中小盘】次新股说（2025 第 7 期）：本批海博思创、华之杰、中力股份等值得重点跟踪——中小盘策略专题-20251020

【中小盘】控制权交易数量激增，“国资+产业”模式兴起——中小盘周报-20251019

行业公司

【地产建筑】新房价格环比降幅扩大，二手房价环比降幅持平——行业点评报告-20251020

【海外市场】IP 授权融入全球消费者生活，平台加码即时零售+出海双线作战双十一——行业周报-20251019

【煤炭开采】煤价势如破竹至煤电均分 750 元，静待上穿过程——行业周报-20251019

【医药：国邦医药(605507.SH)】2025Q3 业绩稳健增长，盈利能力持续提升——公司信息更新报告-20251020

【有色钢铁：中色股份(000758.SZ)】工程+资源双轮驱动，铅锌产能提升在即——公司首次覆盖报告-20251020

研报摘要

总量研究

【宏观经济】Q3 经济放缓符合预期，关注政策性金融工具效果——兼评 Q3 经济数据-20251020

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002

GDP：Q3 经济放缓符合预期，建筑业拖累较大

1、2025Q3 实际 GDP 同比增长 4.8%、符合万得一致预期。Q3GDP 环比为 1.1%，较前值提高 0.1 个百分点；分产业看，第二产业走弱较多，推测 Q3 建筑业 GDP 的降幅可能明显走扩；价格水平温和修复，Q3 名义 GDP 与实际 GDP 的增速差较前值收窄了 0.2 个百分点。

2、出口回暖提振工业生产，服务业维持韧性。9 月工业增加值同比提高了 1.3 个百分点至 6.5%，汽车、食品制造、油气开采、茶酒饮料等贡献较大；9 月服务业生产同比持平前值的 5.6%，信息软件技术、租赁商务服务边际改善，金融等略有回落；产销率延续处于历年最低水平，但较 2024 年同期的差距略有收窄。

3、居民可支配收入小幅降速：财产净收入增速明显放缓，居民投入产出端呈“工时小幅增加、时薪增速微降”态势。消费率略有下滑，2025Q3 居民部门消费率为 68.1%，低于 2023-2024 年同期水平。

消费：高基数下社零表现不弱

1、9 月社零累计同比下滑 0.1 个百分点至 4.5%，当月同比则下滑 0.4 个百分点至 3.0%。若考虑 2024 年 9 月消费品以旧换新发力，这一数据表现并不弱。进而拆解社零降幅（-0.4pct），限上商品、限下商品、限上餐饮、限下餐饮分别贡献了+0.04、-0.3、-0.1、-0.04 个百分点。

2、具体来看：以旧换新品类出现分化，其中家用电器对社零贡献下滑了 0.2 个百分点，通讯器材、汽车贡献扩大了 0.14、0.09 个百分点；其他品类方面，文化用品、金银珠宝、餐饮等有所拖累。

固投端：三大分项仍趋弱

1、地产：投资降幅继续扩大，销售增速微降。10 月以来新房成交有进一步走弱迹象，二手房成交温和下滑，作为领先指标的库销比偏弱运行，对应二手房价同比降幅收窄但环比降幅走扩，指向房价进一步修复的动能不强。短期仍有低基数支撑，但 Q4 房价可能下行压力增大。

2、制造业：关税扰动和“反内卷”或约束企业投资扩产意愿。9 月制造业累计同比下降了 1.1 个百分点至 4.0%、连续 6 个月增速放缓，设备更新仍维持较高增速。分行业来看，食品制造、农副食品、金属制品、专用设备下滑幅度较大。

3、基建：财政加码有望推动基建筑底回升。测算 9 月广义基建当月同比回落了 1.6 个百分点至 -8.0%，狭义基建则改善了 1.2 个百分点至 -4.7%。分行业来看，水利、电热燃水拖累较大，符合我们此前提示的“Q3、Q4 水利高基数或仍明显拖累基建”，电热燃水下滑或与反内卷导致光伏退坡有关，此外地方化解隐债和专项债支出进度偏慢亦有影响。近期财政政策适时加码，精准针对投资需求不足问题。一则 9 月 29 日发改委积极推进 5000 亿元新型政策性金融工具；二则 10 月 17 日中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方，较 2024 年增加 1000 亿元、推测可能用于经济大省符合条件的项目建设。

Q4 经济下行压力增大，重点关注政策性金融工具效果

2025Q3GDP 累计同比 5.2%，测算全年实现约 5.0%的经济增长目标需 Q4 达到 4.6%。对比来看，2024Q4 政策加码包括 924 一揽子金融大礼包、新增 100 万套城中村和城市危旧房改造、3000 亿两新、提前下达 2 个 1000 亿投资、4000 亿限额空间化债；2025Q4 更加侧重于投资端，包括 5000 亿政策性金融工具、5000 亿限额空间（推

测 4000 亿化债、1000 亿投资)、690 亿消费品以旧换新、扩大服务消费等。若 Q4 经济下行压力增大,则缺位的货币政策和地产政策仍有可能加码,但重点仍需关注政策性金融工具的投放进度和实施效果。

风险提示:政策变化超预期;美国经济超预期衰退。

【宏观经济】地产成交转弱——宏观经济专题-20251020

何宁(分析师)证书编号:S0790522110002 | 郭晓彬(分析师)证书编号:S0790525070004

供需:建筑开工分化,工业开工偏强,需求分化

1.建筑开工:开工率仍处历史同期中低位。最近两周(10月5日至10月18日),水泥发运率、磨机运转率仍位于同期历史中低位,石油沥青装置开工率回落至历史中低位。基建项目水泥直供量、房建水泥用量均有所回升,但仍处于同期历史低位。资金方面,建筑工地资金到位率同比低于2024年同期。

2.工业生产端,整体景气度仍处于历史中高位。最近两周,工业开工整体景气度仍处于历史中高位。化工链中PX开工率维持历史高位,PTA开工率维持历史中低位,汽车钢胎开工率、焦化企业开工率维持历史中高位

3.需求端,建筑需求仍弱,汽车销量转暖。最近两周,螺纹钢、线材、建材表观需求均处于史低位。乘用车四周滚动销量同比回升,中国轻纺城成交量仍处历史低位,主要家电线上销售表现偏强,线下销售表现偏弱。

商品价格:国内工业品震荡偏弱运行

1.国际大宗商品:原油价格震荡下行,铜、铝、黄金价格均震荡上行。

2.国内工业品:价格整体震荡偏弱运行。国内定价工业品整体震荡偏弱运行,南华综合指数震荡偏弱运行。细分品种下,最近两周铁矿石价格震荡回落,螺纹钢价格震荡回升;节前两周焦炭价格有所回落,化工链产品震荡偏弱运行,建材中最近两周沥青价格回落,节前两周玻璃价格回落,水泥价格回升。

地产:基数抬升,成交同比降幅扩大

1.新建房:成交同比降幅扩大。最近两周(10月5日至10月18日),全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回落3%,较2023、2024年同期分别变动-32%、-28%,同比降幅有所扩大。一线城市成交面积较2023、2024年分别变动-23%、-35%。2024年9月地产政策放宽以来,部分需求得以一次性释放,新建房成交历史位置在2024年末上升至历史高位,2025年一季度以来回落至历史较低位置,近期一线城市地产政策进一步放松,短期提振地产交易市场,但随着基数提升后,同比再次转负。

2.二手房:成交量转弱。价格方面,截至10月6日,二手房出售挂牌价指数环比延续回落;成交量方面,最近两周(10月6日至10月19日),北京、上海、深圳二手房成交转弱,较2024年同期分别同比-38%、-23%、-34%。

出口:10月前19日出口同比或在1-3%左右

10月前19日港口吞吐量较2024年同期同比+8.1%,较9月(+7.3%)回升;多指标模型下,10月前19日出口同比+2.1%左右;不考虑模型的上海装载集装箱船数量同比指向出口同比在+3%左右。

风险提示:大宗商品价格波动超预期,政策力度超预期。

【固定收益】税收收入稳步增长,中央财政安排5000亿下达地方——2025年9月财政数据点评-20251020

陈曦(分析师)证书编号:S0790521100002 | 王帅中(联系人)证书编号:S0790125070016

事件:财政部公布2025年9月财政数据,1-9月全国一般公共预算收入同比增长0.5%(前值为0.3%,下同),支出同比增长3.1%(3.1%);1-9月全国政府性基金预算收入同比下降0.5%(-1.4%),支出同比增长23.9%(30.0%)。中央财政从地方政府债务结存限额中安排5000亿元下达地方。

一般公共预算：9月收入、支出同比均回升，证券交易印花税收入持续高增

收入：9月，一般公共预算收入同比增长2.6% (2.0%)，其中中央收入同比增长3.5% (2.0%)，地方收入同比增长2.0% (2.0%)。税收收入同比增长8.7% (3.4%)，连续6个月保持正增长，其中除外贸企业出口退税、企业所得税、房产税、城镇土地使用税、耕地占用税外，其余税种同比较8月均有所提升。股市交易延续活跃，证券交易印花税收入持续高增，叠加2024年同期低基数下，同比增长342.4% (226.0%)，同比增长连续4个月提升。企业所得税同比增长19.6% (33.4%)，仍保持两位数同比增长，主要原因系反内卷政策执行下，市场活力不断提升，价格拖累减轻，工业企业利润明显回升，共同推动企业所得税同比高增。非税收入增幅回落，9月非税收入同比减少11.4% (-3.8%)。

支出：9月，一般公共预算支出同比增长3.1% (0.8%)，其中中央支出同比增长3.2% (2.8%)，地方收入同比增长3.1% (0.4%)，财政支出整体有所回升。基建支出项城乡社区事务同比下降11.6% (-16.8%)，农林水事务同比下降6.9% (-22.9%)，基建支出回升推动9月财政支出同比增长回升。

政府性基金预算：9月收入回升、支出回落，土地出让收入增速回升

收入：9月，政府性基金收入同比增加5.6% (-5.7%)，中央收入同比增加2.4% (-36.5%)，地方收入同比增加5.9% (-0.2%)，其中土地出让收入同比减少1.0% (-5.8%)。政府性基金收入、中央收入、地方收入当月同比均转正，土地出让收入1-9月累计同比减少4.2%，虽仍处于下降区间，但已达2025年以来峰值。

支出：9月，政府性基金支出同比增加0.4% (19.8%)，中央支出同比增加19.7% (-14.7%)，地方支出同比减少0.3% (22.9%)，其中土地出让支出同比减少3.1% (13.9%)，9月政府性基金支出增速较8月有所回落。

市场：市场对基本面数据仍不敏感，长端收益率日内走势震荡下行

财政数据于10月17日17:30公布，当日由于受美国地区性银行陷入信贷欺诈事件影响，避险情绪下，早盘长端收益率下行。市场对财政数据整体反应不敏感，低利率环境下市场更为关注权益、商品端走势，债市交易或仍受权益端表现及基金赎回费相关规定落地情况影响，午盘后权益端走弱，长端收益率持续下行。

债市观点：经济预期修正下，债券收益率有望趋势性上行

对于股、债配置，我们维持观点：

- (1) 2025年下半年，经济增速或不会明显下行（已经进入第二次L型的一横）；
- (2) 物价等结构性问题，有望趋势性好转；
- (3) 股债配置继续切换：债券收益率、股市有望持续上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【中小盘】次新股说（2025第7期）：本批海博思创、华之杰、中力股份等值得重点跟踪——中小盘策略专题-20251020

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 赵晨旭（联系人）证书编号：S0790124120019

海博思创：电化学储能行业龙头，受益于行业从价格导向向价值导向的转型

公司是行业领先的电化学储能系统解决方案与技术服务提供商，为传统发电、新能源发电、智能电网、终端电力用户等“源—网—荷”全链条行业客户提供全系列储能系统产品。近年来，受益于政策环境的利好以及通信基站、数据中心等新应用场景拓展带来的需求扩张，储能市场需求强劲。据国际能源署预测，到2030年全球储能装机容量将突破270GW，年均复合增长率超过40%。此外，新型储能已从传统配套角色转向主动支撑电力系统，行业逻辑正实现从价格导向向价值导向的转型。公司依托领先的储能系统解决方案能力和全栈自研能力，在国内储能系统集成市场中占据领先地位，已经形成较强的竞争优势。未来，公司有望通过数字化和智能化储能技术的

创新发展，紧抓储能市场化机遇，积极探索独立储能电站市场化的可行性盈利模式，扩展储能应用场景，以实现高质量发展的目标。

华之杰：电动工具零部件领先企业，进军新能源汽车、无人机等新应用领域

公司定位于智能控制行业，主要为下游应用领域提供电驱、电控、电池管理等方面的系统解决方案。目前，公司已在电动工具零部件市场建立了领先的市场地位，并以自身电子电路设计、机电一体化、精密制造等核心技术积累为基础，向锂电园林机械、智能家居、新能源汽车、充电桩、无人机、液冷服务器等领域进一步延展。2025年1月以来，全球电动工具行业需求处于持续复苏过程，下游客户增加了采购量，以及随着海外运营管理效率提升，海外生产基地取得的订单量持续增长。同时，公司不断优化客户服务和加大新产品布局，凭借“一体化交付能力”，使得自身在下游客户中的采购份额得到进一步提升，更多新产品获得客户的认可，应用到客户的新产品当中。公司顺应行业趋势持续布局，并不断加强自身全球供应能力建设，有望对未来竞争力形成有力支撑。

中力股份：中国电动叉车行业龙头，持续深化绿色化、智能化、数字化布局

公司深耕电动叉车领域十余年，正朝机器人搬运的方向大步推进。在电动叉车领域，凭借长期的技术和客户积累，以及成本及规模化优势，公司连续12年实现电动仓储叉车产销量第一，连续6年实现锂电叉车产销量第一，拥有稳固的领先市场地位。在此基础上，公司积极推进数智升级，实现从物料搬运到物料移动的变革。2025年H1，智能搬运业务在多行业场景中实现快速突破，在629年度创新发布大会集中展示了包含数智新仓、智能装卸、具身机器人、无人物流车自动装卸协同及AI商业化探索成果。目前，公司已补全机器人十大系列51款智能产品，已在制造业、物流业等多领域落地。与此同时，公司也紧抓海外市场机遇，加速东南亚、欧洲、美洲市场布局，目前已完成泰国曼谷工厂建设规划，与德国永恒力签署战略合作协议，联合推出AntOnbyJungheinrich品牌，覆盖全球市场。

风险提示：宏观经济风险、新股发行制度变化。

【中小盘】控制权交易数量激增，“国资+产业”模式兴起——中小盘周报-20251019

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 张越（分析师）证书编号：S0790524090003 | 赵晨旭（联系人）证书编号：S0790124120019

本周观点：“并购六条”后控制权交易数量激增，“国资+产业”模式兴起

整体：“并购六条”后控制权交易活跃度提升，近四成交易已完成。从整体市场活跃度看，截至2025年9月24日，“并购六条”落地一年以来累计新披露控制权交易已达118起，数量较“并购六条”前一年实现翻倍以上增长。从交易方案看，“并购六条”一年来的控制权交易更倾向于采用协议转让这一相对简单、确定性高的交易方案，占比超8成。从交易进展看，截至2025年9月24日，“并购六条”一年来交易性控制权交易中已完成的共46家次，占比近4成。

卖方：30亿以下市值公司占比超四成，科创板控制权交易日益活跃。分行业看，机械设备、医药生物、计算机、汽车等高端制造行业上市公司的控制权变更数量最多。分区域看，江苏、广东、浙江、上海等经济发达地区的控制权交易市场更为活跃。从市值、板块和企业属性看，标的公司市值多在30亿以下，板块以主板、创业板为主但科创板逐渐活跃，性质以民企为主。从企业规模看，标的公司超三成营收低于5亿元，超5成归母净利润亏损，控制权交易纾困意图明显。

买方：一级独角兽企业买家逐渐增多，“国资+产业”买壳模式兴起。从买方结构和交易方案看，“并购六条”后民营企业参与控制权交易更为积极，超5成交易收购比例在20%以上，超4成交易估值在30亿以下，超2成交易估值溢价率在20%以上。从交易模式看，“并购六条”后控制权交易模式逐渐多元化：自“并购六条”提出支持私募投资基金以促进产业整合为目的依法收购上市公司后，已有2例私募基金收购上市公司控制权案例；在此前IPO阶段性收紧的背景下，一级市场独角兽/准独角兽企业纷纷选择收购一家上市公司作为资本运作平台，如哈啰

集团收购永安行、星空科技收购中旗新材等；经历了纾困式并购、证券化率提升式并购等模式之后，地方国资牵头产业资本入主 A 股的并购案例逐渐增多，经典案例如海川智能、菲林格尔、汇纳科技、华资实业等。

本周市场表现及重大事项

市场表现：本周除万得微盘股指数外，其余中小盘指数表现皆不及上证 50、沪深 300 等大盘指数表现。日联科技、三夫户外、罗普特本周表现相对较好。

本周重大事项：（1）新股方面，2 家公司登陆 A 股，2 家公司登陆港交所。无公司 IPO 获受理、3 起 IPO 审核通过，2 家公司注册生效；（2）定增方面，新增竞价预案公告 7 例，发行竞价项目平均折价率为 6.9%，平均收益率为 6.9%；（3）并购方面，1 家公司首披重大资产重组，4 家公司涉及实控人变更；（4）股权激励和回购方面，本周共披露 1 例股权激励预案，33 家公司推出回购预案。

重点推荐主题及个股

智能汽车主题（沪光股份、瑞鹄模具、新泉股份、芯动联科）；高端制造主题（奥普特、青鸟消防、罗普特、莱特光电、奥来德、日联科技、铁流股份）；户外用品主题（三夫户外）。

风险提示：宏观环境变化、IPO 政策变动、再融资政策变动、并购政策变动

行业公司

【地产建筑】新房价格环比降幅扩大，二手房价环比降幅持平——行业点评报告-20251020

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

新房上海持续领涨，新房价格环比降幅扩大

国家统计局发布 2025 年 9 月 70 大中城市商品住宅销售价格变动情况。从新建商品住宅环比情况来看，一、二、三线城市环比分别-0.3%、-0.4%、-0.4%，70 城整体环比-0.4%，降幅较 8 月环比扩大 0.1pct。同比情况来看，一、二、三线城市同比分别-0.7%、-2.1%、-3.4%，同比降幅分别较 8 月缩小 0.2pct、0.3pct、0.3pct，带动 70 城整体新房价格同比降幅缩小 0.3pct 至 2.7%。从 70 城新房价格涨跌个数来看，2025 年 9 月新房价格环比上涨、持平、下跌的城市数分别为 5、2、63 个，同比上涨、持平、下跌的城市数分别为 8、1、61 个。

二手房价同比降幅缩小，环比降幅持平

从二手住宅房价环比情况来看，9 月 70 城二手房价格环比-0.6%，降幅环比持平。其中一、二、三线城市环比分别-1.0%、-0.7%、-0.6%（8 月分别为-1.0%、-0.6%、-0.5%）。同比情况来看，70 城二手房价格同比-5.2%，降幅缩小 0.3pct。其中一、二、三线城市同比分别-3.2%、-5.0%、-5.7%（8 月分别为-3.5%、-5.2%、-6.0%），降幅分别缩小 0.3pct、0.2pct、0.3pct。2025 年 9 月二手房价格环比上涨、持平、下跌的城市数分别为 0、0、70 个（8 月分别为 1、0、69 个），同比上涨、持平、下跌的城市数分别为 0、0、70 个（8 月分别为 0、0、70 个），70 城二手房价自 2024 年初以来同比均下降。

新房上海同环比领涨，二手房价格 35 城同比均下降

从一二线重点 35 城表现来看，2025 年 9 月新房价格同环比均降多增少，环比角度上海等 4 城实现上涨，同比角度看，上海、杭州等 6 城上涨，其中上海以环比+0.3%、同比+5.6%领跑 35 城。一线城市中仅上海实现新房价格同环比均增长。新房 1-9 月整体同比情况方面，上海、太原分别以同比+5.8%、+1.0%领跑 35 城。

投资建议

2025 年 9 月，70 城新房销售价格环比降幅扩大，同比降幅缩小，一线城市新房价格降幅扩大；二手房方面销

售价格环比降幅持平，同比降幅缩小。我们认为，在各项促进房地产市场止跌回稳政策作用下，今年以来我国房地产市场整体朝着止跌回稳的方向迈进，在止跌回稳的过程中，房价仍可能存在小幅度震荡，期待后续在政策作用下，房地产市场进一步稳定。在更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、善于把握改善型客户需求的强信用房企：绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：华润置地、新城控股、龙湖集团；（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务、建发物业。

风险提示：行业销售恢复不及预期、政策放松不及预期。

【海外市场】IP 授权融入全球消费者生活，平台加码即时零售+出海双线作战双十一——行业周报-20251019

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 叶彬慧（联系人）证书编号：S0790124070053

潮玩：9月线上大盘稳健增长，潮玩社媒种草内容持续攀升

2025年9月潮玩动漫品类线上销售额达12.96亿元/同比增长21%；分品类看，9月盲盒/积木/毛绒/游戏周边/动漫周边/手办/桌游卡牌线上销售额分别同比+46%/+9%/+43%/+26%/+45%/+55%/-41%；分渠道看，2025Q3潮玩品类天猫/京东/抖音渠道销售额分别同比+7%/+2%/+42%，2025年1-9月内容平台种草视频成为驱动曝光和销售增长的核心引擎。

IP 授权：授权消费品市场规模突破3000亿美金，服装为潜力最大品类

根据LicenseGlobal，2024年全球授权消费品市场规模为3079亿美金，同比增长10%，较2019年的243亿美元增长26.8%。2024年全球TOP10授权商的零售总额占比达到67.6%。服装被认为是2025-2026年增长潜力最大的品类，玩具、食品饮料次之。品牌授权不再局限于货架之上。它已融入消费者玩乐、穿着、放松和体验世界的方式之中。分集团看，迪士尼以620亿美元稳居第一，三丽鸥零售额达到84亿美元，同比攀升65%（+33亿美元），位列第十名。乐高集团首次上榜，2024年授权零售额为7.04亿美元。截至2025/10/19，根据乐高官方网站披露，其中东&非洲共有28家门店，主要位于沙特和阿联酋，在南美共有50家门店，主要位于巴西，新兴市场潮玩增长空间广阔。

即时零售/大促：即时零售成为双11新增量，韩束官宣代言人，出海进行时

即时零售：2025年淘宝闪购首次参与双11，推出88VIP外卖5折促销活动。10月15日，淘宝闪购上多个重点品类订单量实现同比大幅跃升，双11首日，通过“闪购买单”参与活动的用户规模达800万；88VIP会员订单量、淘金币频道闪购订单用户数都有显著提升。京东：推出“秒送好物低至5折”活动。请来张艺兴、雷佳音、刘宇宁等明星宣传造势。据央视市场研究(CTR)数据，仅在10月9日至10日，京东APP活跃用户数同比增长47.6%，增速位居行业首位。韩束：10月13日，韩束官宣王嘉尔为全球品牌代言人，王嘉尔此前主要代言LV、Cartier、阿玛尼、轩尼诗等国际大牌，此次合作韩束，为韩束高端形象背书，并助力品牌声量传导至国外。出海以越南为首站，自6月起，韩束越南市场销售额实现月均100%增长。此外，公司已在东南亚投资3亿元用于建厂。

本周A股社服板块跑赢大盘，本周港股消费者服务板块跑输大盘

本周（10.13-10.17）社会服务指数-1.72%，跑赢沪深300指数0.5pct，在31个一级行业中排名第11，旅游类领涨；本周（10.13-10.17）港股消费者服务指数-5.43%，跑输恒生指数1.46pct，在30个一级行业中排名第24，教育、免税类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：(1) 餐饮：蜜雪集团、古茗、小菜园、绿茶集团；(2) IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；(3) 美护：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、四环医药；(4) 新消费：美图、赤子城科技；(6) 即时零售：美团-W、顺丰同城；(8) 旅游：长白山、同程旅行、携程集团-S、大麦娱乐；(9) 教育：中国东方教育。

风险提示：项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

【煤炭开采】煤价势如破竹至煤电均分 750 元，静待上穿过程——行业周报-20251019

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 程镡（分析师）证书编号：S0790525090001

本周要闻回顾：动力煤即将站上 750 关口而向上，静待上传过程

动力煤方面：动力煤价格大涨，截至 10 月 17 日，秦港 Q5500 动力煤平仓价为 748 元/吨，环比上涨 43 元/吨，涨幅 6.1%，其他港口价格指标有的已达到 750 元，几近完成我们提示的煤电盈利均分的价格，静待价格上穿过程，有望至 800-860 区间。电煤消费有望受益供暖季开启，叠加非电煤旺季，价格有望持续上升趋势。

炼焦煤方面：截至 10 月 17 日，京唐港主焦煤报价 1710 元/吨，从七月初的 1230 元的底部反弹；焦煤期货反弹更为明显，从 6 月初的 719 元反弹至当前的 1179 元，累计涨幅达到 63.9%；炼焦煤价格随着动力煤价格的波动而波动，在 2.4 倍比值有非常明显的规律。

投资逻辑：动力煤和炼焦煤价格已到拐点右侧

动力煤属于政策煤种，我们判断价格仍将反弹修复至长协价格，近期已修复到过第二目标价之上，即地方国企长协实际成交价（700 元左右）之上，现货价格修复年度长协价，实际是大宗商品双轨制运行机制下的必选结果，长协本身作为优惠品种而与现货形成倒挂，会促使下游用户优先购买现货而暂缓购买长协，从而驱动现货的价格修复。未来我们仍旧看好动力煤现货价修复第三目标价之上，即达到“煤和火电企业”盈利均分位置（测算 2025 年是 750 元左右），对于煤价本轮上涨是否有顶部极值，则预测是电厂报表盈亏平衡线 860 元左右，可视为第四目标价。近期价格虽有调整，是因为夏季和秋季交替导致用电耗煤趋弱所致，后续金九银十非电煤有望接棒且促使价格再次上行，尤其是化工耗煤。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定，对于其目标价格可通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”作为参考，京唐港主焦煤现货与秦港动力煤的现货比值为 2.4 倍，则与动力煤第一、第二、第三、第四目标对应的炼焦煤目标价分别为 1608 元、1680 元、1800 元、2064 元。焦煤期货将修复与京唐港主焦煤现货的贴水。

投资建议：周期与红利双逻辑，四主线布局

煤炭股双逻辑之一：周期弹性。当前动力煤和炼焦煤价格仍处于历史低位，为反弹提供了空间。随着供给端“查超产”政策推动产量收缩，以及需求端“金九银十”旺季非电煤需求预期回暖，煤炭供需基本面有望持续改善，两类煤种价格均具备向上弹性。其中，动力煤有长协机制修复和“煤和火电企业盈利均分”的逻辑支撑；而炼焦煤因市场化程度更高，对供需变化更敏感，可能展现出更大的价格弹性。煤炭股双逻辑之二：稳健红利。从中报数据看，即便在 2025 年盈利整体承压的背景下，多数煤企依然保持了较高的股息率；尽管行业利润同比大幅下滑，并未动摇煤企分红意志，仍有 6 家上市煤企发布中期分红方案（中国神华/山西焦煤/陕西煤业/上海能源/兖矿能源/中煤能源），合计分红规模 241.3 亿元，基本延续了 2024 年中 7 家公司分红趋势，企业分红意愿与频次实现跨越式提升。资本市场在全球政经高度不确定以及国内稳经济的预期下，投资行为存在情绪上的脉冲，煤炭板块具备周期与红利的双重属性，当前煤炭持仓低位，基本面已到拐点右侧，已到布局时点。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，周期逻辑：动力煤的【晋控煤业、兖矿能源】，冶金煤的【平煤股份、淮北矿业、潞安环能】；主线二，红利逻辑：【中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业】；主线三，多元铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【新集能源、广汇能源】。

风险提示：经济增速下行风险，进口煤大增风险，可再生能源加速替代风险

【医药：国邦医药(605507.SH)】2025Q3 业绩稳健增长，盈利能力持续提升——公司信息更新报告-20251020

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 阮帅（分析师）证书编号：S0790524040007

2025Q3 利润端维持较好增长，盈利能力持续提升

2025 前三季度公司实现收入 44.70 亿元（同比+1.17%，下文都是同比口径），归母净利润 6.70 亿元（+15.78%），扣非归母净利润 6.19 亿元（+9.59%），毛利率 26.9%（+0.73pct），净利率 14.94%（+1.84pct）。2025Q3 公司实现收入 14.44 亿元（-5.39%），归母净利润 2.15 亿元（+23.17%），扣非归母净利润 1.83 亿元（+7.87%），毛利率 27.00%（+1.64pct），净利率 14.82%（+3.40pct）。考虑公司动保原料药拐点向上，维持公司的盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 9.95/12.35/13.91 亿元，当前股价对应 PE 为 12.6/10.2/9.0 倍，估值性价比高，维持“买入”评级。

多款核心产品获国际认证，费用率有所下降

截至 2025H1，盐酸多西环素获 CEP 证书；阿奇霉素、泰拉霉素等 7 个产品获美国 FDA 认证；泰拉霉素首次通过欧盟 GMP 并落地加拿大，成功打入欧美主流市场。公司持续保持高研发强度并优化费用管理，截至 2025Q3，公司研发费用率为 3.43%（-0.20pct）；单季度来看，2025Q3 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.53%（+0.34pct）、4.88%（-0.20pct）、3.88%（-0.53pct）、0.49%（-0.35pct）。

渠道扩展持续深化，海外市场拓展加速推进

截至 2025H1，公司全球化市场渠道平台优势持续强化，客户使用多品种集中战略，公司构建了覆盖全球六大洲 117 个国家和地区、超 5,000 家全球销售和供应合作伙伴的坚实网络。同时，公司积极参加包括 API、CPHI 等在内的 18 个国内外医药、动保等相关展会，目前在 EDQM 注册获批 18 个产品 CEP 证书，通过 FDA 认证产品 7 个。2025H1，公司境内营业收入 17.35 亿元（占比 57%），与境外营业收入 12.91 亿元（占比 43%）。

风险提示：产品质量控制风险、行业政策变化风险、汇率波动风险、原材料价格波动风险等。

【有色钢铁：中色股份(000758.SZ)】工程+资源双轮驱动，铅锌产能提升在即——公司首次覆盖报告-20251020

孙二春（分析师）证书编号：S0790525060001 | 温佳贝（分析师）证书编号：S0790524040009 | 冯伟珉（联系人）证书编号：S0790124070040

“工程承包+资源”双轮驱动，资源放量助力再起航

公司作为最早从事国际工程承包的企业之一，以金属行业的国际工程承包为主，经过四十余年发展，公司已从单一的国际工程承包商发展为“有色金属采选冶炼+工程承包”两大主业双轮驱动的业务模式。目前公司工程承包业务在手订单充裕，业务发展稳健，在工程承包业务稳定发展的基础上，公司资源板块亦持续发力。随着白音诺尔铅锌矿、达瑞项目未来放量，公司铅锌精矿产量有望实现快速增长并贡献可观业绩。我们认为公司工程承包业务将维持稳定增长，而资源板块将贡献边际弹性，预计 2025-2027 年公司将实现归母净利为 5.50/6.56/7.80 亿元，当前股价对应 PE 为 25.6/21.5/18.1 倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

资源板块：白音诺尔扩产+达瑞投产，远期锌产能有望实现两倍增

公司资源业务主要以铅锌矿项目为主，目前在产和在建矿山主要为敖包锌矿、白音诺尔铅锌矿和达瑞铅锌矿，后续增量主要来自白音诺尔铅锌矿和达瑞铅锌矿。根据政府公示的白音诺尔铅锌矿 165 万吨/年铅锌矿采选扩建项目的环境影响报告书，白音诺尔铅锌矿扩建项目达产后，白音诺尔锌产量有望提升至 6.4 万吨、铅产量提升至 2.1 万吨。在建项目达瑞铅锌矿是全球尚未开发的高品位铅锌矿之一，锌资源量达 225.6 万吨，项目一期达产后，预计年产锌金属量约 10 万吨、铅金属量约 5 万吨。受益于白音诺尔扩产+达瑞项目投产，公司远期锌产能有望实现两倍增。

工程承包板块：在手订单充裕，后续增长仍可期

公司多次作为总承包商完成政府间重点合作项目，目前基本确立以哈萨克斯坦为中心的中北亚地区，以印尼

为中心的东南亚地区，以刚果（金）、赞比亚为中心的中南非洲地区以及中国周边国家等主要市场区域。截至 2025 年 6 月末，公司在手订单总额超 500 亿元，订单总数充裕。考虑到“一带一路”倡议下相关地区基建需求提升，公司有望凭借优势技术力和先发优势保证后续订单获取。

风险提示：项目建设进度低于预期；全球锌资源供给超出预期；汇率波动风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2025 年半年报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 4.78% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。根据盐湖股份 2025 年中报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团控股子公司陕西煤业股份有限公司持有盐湖股份 5.03% 的股份。尽管开源证券与陕西煤业股份有限公司均属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对陕西煤业股份有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与盐湖股份不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn