

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-10-21

宏观策略

2025 年 10 月 21 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

固收周报 20251019：经贸博弈下的债市参与空间

本周中美经贸博弈仍在继续，市场风险偏好较低的情况下，债市维持偏强震荡，但短期建议谨慎参与，利率在“反内卷”叙事得到实际数据证实或证伪前，仍将在箱体区间内震荡，向下突破动能有限。2025 年 7 月“反内卷”政策提出以来，收益率曲线“熊陡”，且期限越长，收益率上行幅度越大。截至 2025 年 10 月 17 日，10-1Y 利差为 38bp，处于 2022 年以来的 18% 分位数水平。30-10Y 利差同样为 38bp，处于 2022 年以来的 68% 分位数水平。2022 年以来利差最小值为 10bp，出现于 2024 年 9 月 23 日，即从低位至今上行了 33bp。从走势来看，30Y-10Y 利差从去年“924”后，一路震荡上行。在政策支持权益市场的大方向确立后，由于超长债的久期风险更大，便可将 30Y 头寸转移至 10Y，以保持“进可攻，退可守”的状态，建议适当缩短久期。

晨会编辑 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收周报 20251019: 两个维度寻找转债高低切方向

上周（1013-1017）美债收益率长短端延续前期下探趋势，长端在4%整数关口的一度失守（前期认为震荡区间在4-4.5%），暗示市场边际上似乎增大了对美国经济衰退而非滞胀的押注，而金价在周五的回调—由于金价同实际利率=名义利率-通胀预期负相关—增加了我们队市场押注正在发生变化的担忧。好消息是这同时让联储自身政策的一致性及全球政策的一致性有所增加，即全球流动性正在同步更坚定地转向宽松，这无疑将助长AI题材进一步泡沫化（上周观点中提过），市场结构化的特征预计将进一步增强，利多科技方向，短期利空贵金属。国内双创震荡走弱，观望情绪较重，转债同步跟随，风格上低价、大盘、高评级标的相对抗跌。在这一轮“驻点”行情中，转债市场的高低切其实早于权益市场的高低切，我们思考或由于1）转债多叠加一层估值（本身具有周期性），存在放大效应；2）高标赎回较多，成长标的净供给仍处在磨底期；3）转债投资人本身风险偏好更低等因素。我们综合考虑外围及国内因素，判断科技算力+电力主线逻辑仍然成立，相关催化兼具短期间歇性和中长期可持续性，临近业绩密集发布期，建议关注业绩改善确定性相对较强的方向，比如新能源方向、部分化工领域，兼顾配置组合的防御属性，建议关注平煤、豫光、兴发、艾迪、赛特、首华转债。

固收点评 20251018: 绿色债券周度数据跟踪（20251013-20251017）

一级市场发行情况：本周（20251013-20251017）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券18只，合计发行规模约122.82亿元，较上周减少29.68亿元。二级市场成交情况：本周（20251013-20251017）绿色债券周成交额合计613亿元，较上周增加195亿元。

固收点评 20251018: 二级资本债周度数据跟踪（20251013-20251017）

一级市场发行情况：本周（20251013-20251017）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债1只，发行规模为45.00亿元。二级市场成交情况：本周（20251013-20251017）二级资本债周成交量合计约1668亿元，较上周增加1223亿元。

行业

推荐个股及其他点评

福耀玻璃（600660）：2025年三季报点评：2025Q3业绩符合预期，汽玻龙头持续成长

盈利预测与投资评级：考虑到公司2025Q3汇兑损益情况，我们将公司2025-2027年的归母净利润预测从98.52亿元/111.63亿元/130.89亿元调整至97.10亿元/111.11亿元/131.74亿元，对应的EPS分别为3.72元、4.26元、5.05元，市盈率分别为17.62倍、15.40倍、12.99倍，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格、能源价格以及海运费上涨超预期；汽车行业销量不及预期；新建产能爬坡不及预期。

春风动力（603129）：2025年三季报点评：归母净利润同比+11%，全地形车需求向好

盈利预测与投资评级：公司为国内全地形车和摩托车龙头，三大业务共同高增长。我们基本维持公司2025-2027年归母净利润预测18.7/24.7/27.4亿元，2025-2027年对应PE为19.0/14.4/13.0倍。鉴于公司龙头地位稳固，三大业务共振向上，我们仍然维持“买入”评级。风险提示：全球

贸易环境恶化风险；新车型上量不及预期风险；运价/汇率等波动风险等。

思源电气 (002028): 2025 年三季报点评: 经营 α 不断兑现, 业绩超市场预期

公司发布 25 年 Q3 业绩, 实现营收 53.3 亿元, 同比+26%, 实现归母净利润 8.99 亿元, 同比+49%, 实现扣非归母净利润 8.00 亿元, 同比+42%。毛利率 33.25%, 同比+2.29pct, 归母净利率 16.86%。同比+2.61pct, 扣非归母净利率 15.01%, 同比+1.69pct。盈利能力持续提升, 业绩超市场预期。海外市场景气度兑现, 带动公司盈利能力逐季提升。根据海关总署数据, 截至 9 月底变压器/高压开关出口金额分别为 464.72/279.19 亿元, 同比+40%/32%, 其中 Q3 分别为 183.12/98.34 亿元, 同比+44%/31%, 海外电力设备需求旺盛, 公司国际高毛利订单交付逐季提升利润率水平。截止 9 月底, 我们预计公司全年海外订单保持 50%以上, 随着海外收入占比提升+海外投入进一步摊薄, 国际业务对公司的利润率曲线的拉动或超市场预期。国内基本盘稳中向好, 超容有望向 AIDC 领域延伸。1) 公司国内网内市场份额稳固, 受益于 750kV GIS 在国网市场的突破, 公司在 1-4 批国网输变电设备招标累计中标 47.73 亿元, 同比+84%, 新品放量+份额提升驱动公司网内业务保持稳健增长势头。2) 公司网外市场多元化发展, 我们预计传统新能源发电市场和工业市场收入和订单承压, 储能业务后来居上, 根据不完全统计 24 年公司储能系统累计中标约 2.4GWh, 份额位居全国 top10, 25 年 1-9 月全国储能新增装机 85.11GWh, 同比+28%, 储能下游需求旺盛, 我们预计公司储能有望订单&收入保持高速增长。AIDC 领域, 除传统电力变压器努力突破北美下游客户以外, 公司超级电容产品有望陆续在 AIDC 中放量。盈利预测: 公司海外收入占比提升拉动利润率持续提升, 我们上修公司 25-27 年归母净利润(括号内为上修幅度)为 30.17 (+1.92) /40.69 (+2.67) /52.82 (+2.79) 亿元, 同比+47%/35%/30%, 现价对应 PE 分别为 28x/20x/16x, 我们给予公司 26 年 25x PE, 对应目标价为 130.2 元/股, 维持“买入”评级。风险提示: 电网投资不及预期, 关税波动幅度超预期, 竞争加剧等。

容百科技 (688005): 2025 年三季报点评: 三元新产品即将放量, 新业务加速突破

盈利预测与投资评级: 由于新业务投入持续, 我们下调 25-26 年盈利预测, 考虑新业务放量, 上调 27 年盈利预测, 预计 25-27 年归母净利为-1.9/4.5/8.1 亿元(原预期 0.27/5.0/7.3 亿元), 同比-164%/+340%/+78%, 对应 26-27 年 PE 为 43x/24x, 考虑公司海外布局优势明显, 且新业务具备卡位优势, 维持“买入”评级。风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期。

藏格矿业 (000408): 2025 年三季报点评: 盐湖锂复产, 巨龙二期放量在即

盈利预测与投资评级: 锂价底部反弹, 铜价稳健上涨, 我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 38.2/57.3/86.4 亿元(原预期为 27.3/35.0/54.3 亿元), 同比+48%/+50%/+51%, 对应 PE 为 22x/15x/10x, 公司碳酸锂成本优势显著, 钾锂铜扩产同步推进, 维持“买入”评级。风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期。

华友钴业 (603799): 2025 年三季报点评: Q3 镍利润稳定, 看好后续钴涨价利润弹性

盈利预测与投资评级: 由于钴价上行, 我们上调 26-27 年盈利预测, 预计

25-27 年归母净利润为 60/90/109 亿元（原预期 60/67.5/82.4 亿元），同增 45%/50%/20%，对应 PE 为 19x/13x/11x，考虑镍仍处于底部，给予 26 年 20x PE，目标价 95 元，维持“买入”评级。风险提示：上游原材料价格大幅波动，电动车销量不及预期。

珠海冠宇（688772）：2025 年三季报预告点评：Q3 北美客户起量盈利提升，新产品开始出货

盈利预测与投资评级：由于客户和新产品起量，我们上调 25-27 年公司归母净利润至 7.3/14.6/18.3 亿元（此前预期 6.5/12.1/15.8 亿元），同增 70%/100%/25%，对应 PE 为 35/17/14 倍，考虑到公司全球消费锂电巨头地位，启停电池打造第二增长曲线，给予 26 年 25 倍 PE，目标价 32 元，维持“买入”评级。风险提示：下游需求放缓、新产品不及预期。

中国人寿（601628）：2025Q3 业绩预增公告点评：投资收益大幅提升，Q3 单季归母净利润约翻倍

盈利预测与投资评级：我们看好公司作为寿险行业龙头的竞争优势，预计伴随公司个险营销转型的深入推进，队伍质态和业绩表现将进一步提升。结合公司 2025 年前三季度经营情况，我们上调公司盈利预测至 2025-2027 年归母净利润分别为 1763/1781/1874 亿元（前值为 1075/1120/1205 亿元），当前市值对应 2025E PEV 0.8x、PB 1.9x，维持“买入”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；新单保费增长不达预期。

海康威视（002415）：2025 年三季报业绩点评：净利润同比高增，AI 与海外共振驱动增长新曲线

净利润同比高增，经营质量持续优化。据公司 25 年三季报，25Q1-Q3 实现营收 657.58 亿元，yoy+1.18%；毛利率 45.37%，yoy+0.61pcts；归母净利润 93.19 亿元，同比增长 14.94%。25Q3 单季营收 239.4 亿元，yoy+2.81%，qoq+0.66%；毛利率 45.67%，同比增长 1.42pcts，环比增长 0.26pcts；销售净利率 16.59%，yoy+2.85pcts；经营活动现金流净额达 83.54 亿元，较 2024 年同期的 28 亿元大幅改善。截至 25Q3，公司应收票据及应收账款余额 359.69 亿元，qoq-3.46%。公司净利润持续改善，叠加现金流与应收占款的优化，显示公司“以利润为中心”的经营策略落地良好，经营效益与质量稳步提升。灯塔工厂：AI 赋能制造业，助力营收实现跨越式增长。灯塔工厂是“制造业+AI 赋能”的典型模式，推动制造业数字化、智能化升级。截至 2025 年，中国灯塔工厂达 85 家，占全球 42%，居世界首位，主要分布于美的、海尔、联想等龙头企业。公司方面，10 月 10 日海康与海尔签订全面战略合作协议，在绿色发展、供应链管理和智能制造创新深化合作创新。我们认为海康 EBG 聚焦先锋客户共创 AI 数字化方案并推广，与灯塔工厂理念高度契合，EBG 业务有望形成新的增长极。与此同时，灯塔工厂的推进也在带动海康旗下其他业务板块协同增长。如海康睿影提供的技术能够用于 PCB 焊接时缺陷识别，和折叠屏手机较链无损检测，多家主流品牌已将海康睿影设备纳入标准供应链配置。随着 AI 赋能制造深化，海康在多产品线间将形成协同出货，业绩有望实现跨越式增长。海外业务稳中提质，长期成长动能持续释放。公司海外业务已形成亚太、泛欧、美洲和中东非洲四大区域格局，多数地区仍保持两位数增长。非视频类产品如报警、LED、IT 等正快速放量，渠道结构亦正由以经销为主向项目化拓展。公司正稳步推进“本地化+体系化”能力建设，围绕人员组织、IT 系统与区域统筹三方面持续优化管理基础。随着公司海外产品线持续拓展，叠加非经渠道加速渗透，海外业务结构与盈利

质量有望进一步提升，成为公司中长期业绩增长的第二曲线。

寒武纪-U (688256): 2025 年三季报业绩点评: 业绩符合预期, AI 生态协同深化

25Q3 营收同比增长 1333%，销售净利率达到 32.8%。据公司 25 年三季报，25Q1-Q3 实现营收 46.07 亿元，yoy+2386.38%；毛利率 55.29%，yoy+0.06pcts；归母净利润 16.05 亿元。25Q3 单季营收 17.27 亿元，yoy+1332.52%，qoq-2.37%；毛利率 54.24%，yoy+3.04pcts，qoq-1.64pcts；销售净利率 32.8%，环比减少 5.77pcts。资产负债表方面，截至 25Q3，公司存货 qoq+38.6%达 37 亿元；货币资金 qoq+165%达 52 亿元。产品体系完善，AI 全场景布局加速落地。公司自成立以来，先后推出了用于终端场景的寒武纪 1A、寒武纪 1H、寒武纪 1M 系列智能处理器；基于思元 100、思元 270、思元 290 和思元 370 芯片的云端智能加速卡系列产品；基于思元 220 芯片的边缘智能加速卡。在这些产品的成功商用过程中，公司与产业链上下游环节构建起稳固的合作关系，共同推进人工智能产业的发展。公司的智能芯片和处理器产品可高效支持大模型训练及推理、视觉（图像和视频的智能处理）、语音处理（语音识别与合成）、自然语言处理以及推荐系统等技术相互协作融合的多模态人工智能任务，可支持目前市场主流开源大模型的训练和推理任务，经过多年的市场推广，目前公司产品广泛服务于大模型算法公司、服务器厂商、人工智能应用公司，辐射云计算、能源、教育、金融、电信、医疗、互联网等行业的智能化升级。AI 生态协同加速，产业链合作持续深化。9 月 30 日 DeepSeek-V3.2-Exp 发布，基于 DSA 架构降低推理成本、延长上下文，寒武纪对其首日实现全兼容。10 月 15 日，商汤科技宣布已与寒武纪签署面向新发展阶段的战略合作协议，重点推进软硬件的联合优化，并共同构建开放共赢的产业生态。

圣晖集成 (603163): 2025 年三季报点评: 营收增长提速, 关注海外拓展增量

营收延续逐季增长的态势，毛利率表现或仍受合同确认影响。(1) 公司 Q3 单季实现营收 8.21 亿元，环比 Q2+14.0%，延续了 2024Q4 以来逐季上升的态势，我们预计得益于前期高增长的在手订单陆续进入集中结转期。(2) Q3 单季毛利率 8.6%，同比-1.8pct，环比-1.6pct，预计仍受海外个别大项目成本投入但合同金额尚未确认的影响，后续确认后毛利率有望显著改善。(3) Q3 期间费用率为 3.1%，同比-1.4pct，主要得益于收入高增长的规模效应。(4) Q3 销售净利率为 8.6%，同比+0.5pct，环比-0.9pct，在同期低基数下明显提升，但环比改善幅度仍受毛利率影响。公司作为全球化布局领先的洁净室工程企业，境内外业务协同发展有望开启新成长周期，2025 年上半年海外收入突破 50%，在手订单保障充分。中长期来看，国内国产替代进程有望加速，海外洁净室需求有望受益于产业链景气度提升和产能新布局，公司东南亚市场布局享有先发优势，谋划开拓美国市场，有望形成新成长曲线。基于公司在手订单增长以及下游景气提升、海外市场开拓潜力，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.53/2.06/2.59 亿元（前值为 1.40/1.63/1.86 亿元），维持“买入”评级。风险提示：下游业资本开支节奏不及预期、市场竞争加剧、订单转化速度不及预期、海外开拓布局预期的风险。

龙净环保 (600388): 2025 年三季报点评: 前三季度业绩同增 20.5%，绿电/储能贡献明显

盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利润预测 12.3/15.3/17.5 亿元，25-27 年 PE 16/13/11x（2025/10/17），维持“买入”评级。 风险提示：紫金矿业矿山扩产进度不及预期，市场竞争加剧等

特步国际（01368.HK）：25Q3 流水点评：主品牌加快布局奥莱业态，索康尼延续较快增长

盈利预测与投资评级：维持预计 25-27 年归母净利润 13.7/15.7/17.7 亿元、对应 PE 为 11/9/8X，维持“买入”评级。 风险提示：国内消费持续疲软，竞争加剧。

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

固收周报 20251019：经贸博弈下的债市参与空间

观点 中美经贸博弈反复，如何看待债券市场的参与空间？本周（2025.10.13-2025.10.17），10 年期国债活跃券收益率从上周六（10 月 11 日）的 1.743% 上行 0.2bp 至 1.745%。周度复盘：周一（10.13），周日晚间，特朗普释放关税缓和信号，利率开盘即有所上行。随后，2025 年 9 月进出口数据公布，9 月出口当月同比 8.3%，较 8 月上行 3.9 个百分点；9 月进口当月同比 7.4%，较 8 月上行 6.1 个百分点，强于预期，引导利率进一步上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.8bp。周二（10.14），股市高开低走，跷跷板效应令利率小幅下行。午后商务部公告对韩华海洋株式会社 5 家美国相关子公司采取反制措施，再次强调“打，奉陪到底；谈，大门敞开”。风险偏好迅速下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.85bp。周三（10.15），今日公布 2025 年 9 月通胀和金融数据，未超预期，债市对此反应有限。午后对于基金赎回新规最终落地预期对市场存在扰动，但由于此前已经有所定价，并未驱动利率大幅变动。在经贸消息平静，股市上行的情况下，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.6bp。周四（10.16），经贸消息继续扰动市场，贝森特抨击我国稀土出口管制措施，并呼吁美国盟友采取行动降低对华依赖，但随着学习效应的增强，市场定价的幅度在逐渐缩小。在关税战最终有所定论前，市场风险偏好将处于低位，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.55bp。周五（10.17），前日晚间美国区域性银行坏账问题引发市场避险情绪升温，债市高开后震荡。午后股市跌幅持续扩大，但或受基金赎回新规预期扰动，债市情绪谨慎，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.8bp。周度思考：本周中美经贸博弈仍在继续，市场风险偏好较低的情况下，债市维持偏强震荡，但短期建议谨慎参与，利率在“反内卷”叙事得到实际数据证实或证伪前，仍将在箱体区间内震荡，向下突破动能有限。2025 年 7 月“反内卷”政策提出以来，收益率曲线“熊陡”，且期限越长，收益率上行幅度越大。截至 2025 年 10 月 17 日，10-1Y 利差为 38bp，处于 2022 年以来的 18% 分位数水平。30-10Y 利差同样为 38bp，处于 2022 年以来的 68% 分位数水平。2022 年以来利差最小值为 10bp，出现于 2024 年 9 月 23 日，即从低位至今上行了 33bp。从走势来看，30Y-10Y 利差从去年“924”后，一路震荡上行。在政策支持权益市场的大方向确立后，由于超长债的久期风险更大，便可将 30Y 头寸转移至 10Y，以保持“进可攻，退可守”的状态，建议适当缩短久期。美国 10 月 EIA 原油库存、费城联储制造业指数、全美住宅建筑商协会 (NAHB) 住房市场

指数、布伦特原油与 WTI 原油价格等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？本周（10 月 13 日至 10 月 17 日），美债收益率长短端延续前期下探趋势。其中，长端收益率一度跌破 4% 整数关口，而此前我们判断其震荡区间为 4.0%-4.5%。这一走势暗示市场对美国经济衰退的边际预期有所升温，对滞胀的预期相对减弱。上周周五金价出现回调，考虑到金价与实际利率（实际利率=名义利率-通胀预期）存在负相关，这一价格变动加剧了我们对市场预期正在发生变化的关注。从积极面看，上述市场变化有助于提升美联储政策的内在一致性及全球主要经济体政策的协同性，全球流动性环境正同步向更为宽松的方向演进。这一趋势或将对 AI 相关题材的市场表现形成支撑，我们在上周观点中已提及相关逻辑。综合来看，预计后续市场结构化特征将进一步凸显。从板块影响维度分析，短期对科技相关方向形成利好，对贵金属板块则构成一定压力。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国 10 月 10 日当周原油库存增加 352.40 万桶，预估值为 28.80 万桶，原油库存累库幅度进一步加剧。美国 10 月 16 日当日布伦特原油与 WTI 原油价格分别下跌至 61.06、57.46 美元/桶、创下 2025 年 5 月上旬以来新低。自 2025 年 9 月 26 日当周至 10 月 10 日当周，美国 EIA 商业原油库存延续此前连续上升态势且累库幅度远超预期，现有总量库存为 4.24 亿桶。美国 10 月 3 日当周 EIA 原油库存 352.40 万桶，预期 28.80 万桶，前值 371.50 万桶。美国 10 月初布伦特原油与 WTI 原油波动性下跌，其中布伦特原油 10 月 16 日当日下跌至 61.06 美元/桶、较 9 月 16 日当日 68.47 美元/桶下降 10.82%；WTI 原油 10 月 16 日当日下跌至 57.46 美元/桶、较 9 月 16 日当日 64.52 美元/桶下降 10.94%。一方面，美国 EIA 商业原油库存增加超预期且美国炼厂原油加工量减少、产能利用率下滑，进一步加剧市场供应过剩担忧，对原油价格形成利空压制。另一方面，贸易紧张局势削弱风险资产需求、加沙停火协议达成后地缘风险支撑减弱，叠加供需基本面受欧佩克+增产计划影响偏空，最终导致布伦特与 WTI 原油价格 10 月波动性下跌。（2）美国 10 月费城联储制造业指数为 -12.80 且远低于预期，创下自 2025 年 4 月以来的最低水平，制造业活动整体萎缩。美国 10 月费城联储制造业指数仅为 -12.80，预期 10.00，前值 23.20。且美国 10 月费城联储制造业库存指数为 5.40、前值为 15.00；美国 10 月费城联储制造业就业预期指数为 21.40、前值为 23.70。美国 10 月费城联储制造业库存指数与就业预期指数均较 9 月有显著下跌。美国联邦政府短期停摆结束后对商业情绪产生影响，叠加就业指标明显恶化、部分企业出现增速放缓或岗位流失，共同导致美国 10 月费城联储制造业活动整体萎缩。（3）美国 10 月 17 日当周美联储内部对降息的态度呈现整体宽松但幅度与节奏分化的特征。本周，美联储主席鲍威尔持谨慎“放鸽”立场，认为“就业市场风险上升，证明 9 月降息合理”，强调“我们将根据经济前景的演变和风险平衡来制定政策，而不是遵循既定的路径”，并指出私人就业指标已显示市场降温。美联储理事鲍曼明确“继续预期今年年底前再降息两次”，认为若劳动力市场数据符合预期，将延续降息路径；美联储理事米兰则为激进“鸽派”，主张“计划在本月晚些时候的美联储会议上再次推动降息 50 个百分点”，直言“当前货币政策‘过于紧缩’”，认为 25 个基点降息速度慢于需求，甚至提出年内累计降息 1.25 个百分点的目标；美联储理事沃勒倾向温和宽松，支持“在本月晚些时候的会议上再降低政策利率 25 个基点”，同时警示“我希望避免的是，由于行动过快而重新点燃通胀压力”，需平衡经济下行与通胀反弹风险。而美联储 10 月 16 日发布的褐皮书则反映出美国实体经济的现实状况：经济活动整体“变

化不大”且区域分化，消费者支出略有下降，就业市场虽总体稳定但降温信号显现，价格持续上涨且“关税引发的投入成本上升在多个地区都有报告”，部分企业将成本转嫁给消费者，部分则维持售价，同时企业对增长前景存在分歧，担忧政府长期停摆的风险，这进一步为美联储的宽松倾向提供了基本面支撑，强化了10月降息的可能性。截至10月17日，Fedwatch预期2025年10月降息25bp的概率升至99.0%，上周96.7%；12月份在10月份降息的基础上再次降息的可能性升至96.2%，上周为92.4%。风险提示：大宗商品价格波动风险；历史经验不代表将来；经济基本面变化超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
证券分析师：徐津晶）

固收周报 20251019：两个维度寻找转债高低切方向

上周（1013-1017）美债收益率长短端延续前期下探趋势，长端在4%整数关口的一度失守（前期认为震荡区间在4-4.5%），暗示市场边际上似乎增大了对美国经济衰退而非滞胀的押注，而金价在周五的回调——由于金价同实际利率=名义利率-通胀预期负相关——增加了我们对市场押注正在发生变化的担忧。好消息是这同时让联储自身政策的一致性及全球政策的一致性有所增加，即全球流动性正在同步更坚定地转向宽松，这无疑将助长AI题材进一步泡沫化（上周观点中提过），市场结构化的特征预计将进一步增强，利多科技方向，短期利空贵金属。国内双创震荡走弱，观望情绪较重，转债同步跟随，风格上低价、大盘、高评级标的相对抗跌。在这一轮“驻点”行情中，转债市场的高低切其实早于权益市场的高低切，我们思考或由于1）转债多叠加一层估值（本身具有周期性），存在放大效应；2）高标赎回较多，成长标的净供给仍处在磨底期；3）转债投资人本身风险偏好更低等因素。我们综合考虑外围及国内因素，判断科技算力+电力主线逻辑仍然成立，相关催化兼具短期间歇性和中长期可持续性，临近业绩密集发布期，建议关注业绩改善确定性相对较强的方向，比如新能源方向、部分化工领域，兼顾配置组合的防御属性，建议关注平煤、豫光、兴发、艾迪、赛特、首华转债。下周预测转债下修概率最大的前十名分别为：紫银转债、蓝帆转债、东时转债、宝莱转债、龙大转债、建工转债、万青转债、冀东转债、山路转债、奥佳转债。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：升24转债、长集转债、浦发转债、春秋转债、鹰19转债、希望转债、利群转债、闻泰转债、柳药转债、节能转债。风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20251018：绿色债券周度数据跟踪（20251013-20251017）

观点 一级市场发行情况：本周（20251013-20251017）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券18只，合计发行规模约122.82亿元，较上周减少29.68亿元。发行年限多为3年；发行人性质为地方国有企业、央企子公司、大型民企、其他企业；主体评级多为AAA、AA+级；发行人地域为广东省、北京市、贵州省、江苏省、河南省、山东省、上海市、浙江省；发行债券种类为中期票据、私募公司债、企业ABS、交易商协会ABN、超短期融资券。二级市场成交情况：本周（20251013-20251017）绿色债券周成交额合计613亿元，较上周增加195亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为306亿元、226亿元和63亿元；分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约79.45%，市场热度持续；

分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、房地产，分别为 249 亿元、124 亿元和 33 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为广东省、北京市、湖北省，分别为 196 亿元、75 亿元和 67 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20251013-20251017）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交比例大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 25 水能 G1(-0.8996%)、24 三峡 GN001(碳中和债)(-0.3358%)、25 康富租赁 MTN001(碳中和债)(-0.3327%)，其余折价率均在-0.33%以内。主体行业以金融、公用事业、能源为主，中债隐含评级以 AA、AA+、AAA-评级为主，地域分布以广东省、北京市、湖北省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 G22 大足 1 (1.9324%)、25 连云工投 MTN001(绿色) (0.4273%)、18 宜昌绿色债 NPB (0.2260%)，其余溢价率均在 0.22%以内。主体行业以金融、建筑、公用事业为主，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、天津市、云南省居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收点评 20251018：二级资本债周度数据跟踪 (20251013-20251017)

观点 一级市场发行情况：本周（20251013-20251017）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只，发行规模为 45.00 亿元。发行年限为 10Y；发行人性质为地方国有企业；主体评级为 AAA_{spc}；发行人地域为江苏省。二级市场成交情况：本周（20251013-20251017）二级资本债周成交量合计约 1668 亿元，较上周增加 1223 亿元，成交量前三个券分别为 25 工行二级资本债 02BC (60.75 亿元)、25 中行二级资本债 01BC (51.31 亿元) 和 25 建行二级资本债 01BC (50.24 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 1290 亿元、123 亿元和 68 亿元。从到期收益率角度来看，截至 10 月 17 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-7.98BP、-7.12BP、-7.12BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-9.74BP、-9.74BP、-9.74BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-9.29BP、-8.58BP、-8.58BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20251013-20251017）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例大于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 20 阜新银行二级 01 (-15.2060%)、17 延边农商二级 02 (-2.5373%)、22 成都农商二级 01 (-0.7800%)，其余折价率均在-0.70%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、A+评级为主，地域分布以北京市、广东省、上海市居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 22 稠州商行二级资本债 01 (0.2822%)、21 晋商银行二级 01 (0.2143%)、21 徽商银行二级 01 (0.1652%)，其余溢价率均在 0.30%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+评级为主，地域分布以北京市、广东省、上海市居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(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

福耀玻璃（600660）：2025 年三季度报点评：2025Q3 业绩符合预期，汽玻龙头持续成长

投资要点 事件：公司发布 2025 年三季度报告。2025 年前三季度公司实现营业收入 333.02 亿元，同比增长 17.62%；实现归母净利润 70.64 亿元，同比增长 28.93%。其中，2025Q3 单季度公司实现营业收入 118.55 亿元，同比增长 18.86%，环比增长 2.75%；实现归母净利润 22.59 亿元，同比增长 14.09%，环比下降 18.59%。公司 2025Q3 业绩整体符合我们的预期。公司 2025Q3 业绩基本符合预期，毛利率环比稍有下滑。营收端，公司 2025Q3 单季度实现营业收入 118.55 亿元，同比增长 18.86%，环比增长 2.75%，主要系公司全球份额持续增长+汽车玻璃升级推动 ASP 提升。此外，公司营收同比增速持续跑赢全球汽车行业，体现出公司作为全球汽车玻璃龙头企业的强大竞争优势和虹吸效应。毛利率方面，公司 2025Q3 单季度毛利率为 37.90%，环比微降 0.59 个百分点。期间费用方面，公司 2025Q3 单季度期间费用率为 14.16%，环比提升 4.53 个百分点；其中，2025Q3 单季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.70%/7.56%/4.31%/-0.40%，环比分别-0.13/+0.19/+0.32/+4.15 个百分点；公司 2025Q3 财务费用率环比提升主要系汇兑亏损所致。归母净利润方面，公司 2025Q3 单季度实现归母净利润 22.59 亿元，环比下降 18.59%；对应归母净利率 19.06%，环比下降 4.99 个百分点。全球汽车玻璃行业龙头，份额提升+单车 ASP 增长推动公司持续发展向上。1）份额方面，全球汽玻行业格局集中，三家主要竞争对手汽玻业务盈利水平均处在较低水平，资本开支和业务扩张的意愿较低。而福耀汽玻业务盈利能力远超对手，且正处于第三轮资本开支周期，随着后续美国扩产项目、福清出口基地和福耀合肥基地等产能陆续释放，公司全球份额有望实现进一步提升。2）单车 ASP 方面，随着汽车智能化的持续发展，汽车玻璃的功能也在持续升级，HUD 前挡、全景天幕（集成镀膜、调光等功能）、双层边窗等高附加值产品渗透率的提升持续推动汽玻行业和公司单车配套价值量增长。盈利预测与投资评级：考虑到公司 2025Q3 汇兑损益情况，我们将公司 2025-2027 年的归母净利润预测从 98.52 亿元/111.63 亿元/130.89 亿元调整至 97.10 亿元/111.11 亿元/131.74 亿元，对应的 EPS 分别为 3.72 元、4.26 元、5.05 元，市盈率分别为 17.62 倍、15.40 倍、12.99 倍，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格、能源价格以及海运费上涨超预期；汽车行业销量不及预期；新建产能爬坡不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

春风动力（603129）：2025 年三季度报点评：归母净利润同比+11%，全地形车需求向好

投资要点 公告要点：公司发布 2025 年三季度报告，25Q3 公司实现收入 50.4 亿元，同环比分别+28.6%/-10.1%，实现归母净利润 4.13 亿元，同环比分别+11%/-29.5%。全地形车：U10pro 销量超预期，结构优化带动单价持续提升。25Q3 公司全地形车销量 4.9 万台，同环比+0.2%/-15.7%，其中美国表现弱于非美，U10pro 销量近 1 万台；25Q3 全地形车 ASP 4.8 万，同环比分别+22.2%/+5.6%，主因产品结构变化，Q4 会参考竞对情况决定是否提价；25Q3 全地形车毛利率环比持平。摩托车业务：国内表现较弱，出口依旧强劲。25Q3 公司燃油摩托车销量 6.6 万台，同环比分别-13.9%/-23.8%，主因

国内表现较弱，全年出口受土耳其+KTM 切换影响；25Q3 摩托车 ASP2.3 万，同环比+14.9%/+8.0%；25Q3 摩托车毛利率环比下滑，主因车型销量下滑+价格竞争激烈；公司新车 150 AURA 即将开启批量交付。

极核：高速增长，销量表现亮眼。25Q3 极核销量 19.3 万台，同环比分别+349%/+24.2%，创单季度销量新高；25Q3 极核 ASP0.35 万，环比+2.2%；25Q3 尚未扭亏，但利润率改善；渠道库存健康。

毛利率：公司 25Q3 毛利率 26.1%，同环比分别 -4.7/-1.2pct，主要系美国关税影响+低毛利的两轮车收入占比提升+摩托车毛利率下滑。

费用端：公司 25Q2 销售/管理/研发费用率分别 6.2%/4.1%/6.0%，同比分别 -1.6/+0.9/-1.0pct，环比分别 +0.8/+0.1/+0.6pct，费用率环比提升主因 25Q3 收入下滑所致，销管研发费用环比基本持平。

盈利预测与投资评级：公司为国内全地形车和摩托车龙头，三大业务共同高增长。我们基本维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 18.7/24.7/27.4 亿元，2025-2027 年对应 PE 为 19.0/14.4/13.0 倍。鉴于公司龙头地位稳固，三大业务共振向上，我们仍然维持“买入”评级。

风险提示：全球贸易环境恶化风险；新车型上量不及预期风险；运价/汇率等波动风险等。

（证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭）

思源电气（002028）：2025 年三季报点评：经营 α 不断兑现，业绩超市场预期

投资要点 事件：公司发布 25 年 Q3 业绩，实现营收 53.3 亿元，同比+26%，实现归母净利润 8.99 亿元，同比+49%，实现扣非归母净利润 8.00 亿元，同比+42%。毛利率 33.25%，同比+2.29pct，归母净利率 16.86%，同比+2.61pct，扣非归母净利率 15.01%，同比+1.69pct。

盈利能力持续提升，业绩超市场预期。海外市场高景气度兑现，带动公司盈利能力逐季提升。根据海关总署数据，截至 9 月底变压器/高压开关出口金额分别为 464.72/279.19 亿元，同比+40%/32%，其中 Q3 分别为 183.12/98.34 亿元，同比+44%/31%，海外电力设备需求旺盛，公司国际高毛利订单交付逐季提升利润率水平。截止 9 月底，我们预计公司全年海外订单保持 50%以上，随着海外收入占比提升+海外投入进一步摊薄，国际业务对公司的利润率曲线的拉动或超市场预期。

国内基本盘稳中向好，超容有望向 AIDC 领域延伸。1) 公司国内网内市场份额稳固，受益于 750kV GIS 在国网市场的突破，公司在 1-4 批国网输变电设备招标累计中标 47.73 亿元，同比+84%，新品放量+份额提升驱动公司网内业务保持稳健增长势头。2) 公司网外市场多元化发展，我们预计传统新能源发电市场和工业市场收入和订单承压，储能业务后来居上，根据不完全统计 24 年公司储能系统累计中标约 2.4GWh，份额位居全国 top10，25 年 1-9 月全国储能新增装机 85.11GWh，同比+28%，储能下游需求旺盛，我们预计公司储能有望订单&收入保持高速增长。AIDC 领域，除传统电力变压器努力突破北美下游客户以外，公司超级电容产品有望陆续在 AIDC 中放量。市场端加大投入，存货&合同负债保持快速增长。Q1-3 公司期间费用为 19.11 亿元，同比+27%，其中销售费用 7.04 亿元，同比+44%，主要系公司持续加大对海外和其他下游市场投入所致，但期间费用率为 13.82%，同比-0.68pct，费用端整体管控良好。截止 9 月末，公司存货/合同负债分别为 50.27/28.96 亿元，同比+37%/30%，主要来自新签订单和待发货物的增长，奠定了公司持续增长的基础。

盈利预测与投资评级：公司海外收入占比提升拉动利润率持续提升，我们上修公司 25-27 年归母净利润（括号内为上修幅度）为 30.17（+1.92）/40.69（+2.67）/52.82（+2.79）亿元，同比+47%/35%/30%，现价对应 PE 分

别为 28x/20x/16x，我们给予公司 26 年 25x PE，对应目标价为 130.2 元/股，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，海外市场拓展不及预期，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)

容百科技 (688005): 2025 年三季报点评: 三元新产品即将放量, 新业务加速突破

投资要点 25Q3 业绩承压。公司 25Q1-3 营收 89.9 亿元, 同-20.6%, 归母净利润-2 亿元, 同-275%, 毛利率 7.3%, 同-1.8pct, 归母净利率-2.3%, 同-3.3pct; 其中 25Q3 营收 27.4 亿元, 同环比-38.3%/-16.7%, 归母净利润-1.4 亿元, 同环比-227.5%/-155.4%, 毛利率 4.3%, 同环比-6.8/-4.6pct, 归母净利率-4.9%, 同环比-7.3/-3.3pct。Q3 三元销量环比下降, 中镍和新 8 系产品将于 26 年放量。25Q1-3 三元材料销量 7.1 万吨, 同减约 20%, 其中 25Q3 三元出货量约 2.1 万吨, 环减约 15%, 我们预计全年三元出货近 10 万吨, 同减约 20%, 主要由于公司产品处于换档期, 中镍高电压将于 26Q1 开始放量, 8 系高镍迎来全新换代, 26 年将搭载在增程车上。韩国 6 万吨产能逐步爬坡中, 波兰 2.5 万吨公司预计 26H1 投产, 随着 6 系 8 系新产品放量, 我们预计 26 年三元出货有望达 14 万吨, 同增 40%。Q3 三元盈利受韩国工厂汇兑损失影响, 随着韩国产能爬坡及新产品放量, 26 年利润有望逐步恢复。25Q3 扣除钠电、前驱体等新业务的投入以及集团费用分摊, 三元业务整体盈亏平衡, 其中韩国工厂 Q3 汇兑损失影响数千万。后续随着韩国工厂产能利用率提升, 且中镍和新 8 系产品放量, 三元材料将逐步恢复至合理利润。磷酸铁锂取得重大进展, 钠电和锰铁锂产业化加速, 富锂锰基和固态电解质进展显著。铁锂方面, 采用低成本、高性能的全新生产工艺切入市场, 在大客户导入及产能并购方面取得重大进展, 公司预计 26H1 大规模量产。钠电方面, 即将完成 6000 吨聚阴离子正极产线建设, 并规划新建更大规模产线, 我们预计 26 年达万吨出货规模。磷酸锰铁锂方面, 25Q3 销量同增 103%, 26 年有望实现纯用方案上车量产, 韩国锰铁锂已启动建设。富锂锰基方面, 全固态领域已实现单批次吨级以上量产品持续出货, 液态领域有望率先实现产业化。固态电解质方面, 硫化物电解质正在进行中试线建设, 公司预计 26 年初竣工, 26 年上半年投产。Q3 费用率提升, 资本开支放缓。公司 25Q1-3 期间费用率 8.9%, 同+2.2pct, 其中 Q3 费用率 10.9%, 同环比+4.2/+3.2pct; 25Q1-3 经营性净现金流 13.7 亿元, 同+382.9%, 其中 Q3 经营性现金流 4.8 亿元, 同环比+35.1%/-67.9%; 25Q1-3 资本开支 6 亿元, 同-56.1%, 其中 Q3 资本开支 1 亿元, 同环比-85.6%/-20.2%; 25Q3 末存货 21.2 亿元, 较年初-4.8%。盈利预测与投资评级: 由于新业务投入持续, 我们下调 25-26 年盈利预测, 考虑新业务放量, 上调 27 年盈利预测, 预计 25-27 年归母净利为-1.9/4.5/8.1 亿元 (原预期 0.27/5.0/7.3 亿元), 同比-164%/+340%/+78%, 对应 26-27 年 PE 为 43x/24x, 考虑公司海外布局优势明显, 且新业务具备卡位优势, 维持“买入”评级。风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：胡锦芸)

藏格矿业 (000408): 2025 年三季报点评: 盐湖锂复产, 巨龙二期放量在即

投资要点 Q3 业绩符合预期。公司 25Q1-3 营收 24 亿元, 同+3.3%, 归母净利润 27.5 亿元, 同+47.3%, 毛利率 59.4%, 同+14.2pct, 归母

净利率 114.5%，同+34.2pct；其中 25Q3 营收 7.2 亿元，同环比+28.7%/-35.8%，归母净利润 9.5 亿元，同环比+66.5%/-9.7%，毛利率 65.8%，同环比+32.8/+7pct，归母净利率 131.4%，同环比+29.8/+37.9pct。

锂：藏格锂业正式复产，全年产销计划下调 2490 吨，锂价底部支撑强。25Q1-3 碳酸锂产量 6021 吨，同减 35%，销量 4800 吨，同减 53%，其中 Q3 产量 851 吨，销量 330 吨。公司于 9 月 30 日取得察尔汗盐湖采矿许可证，藏格锂业于 10 月 11 日正式复产，并对今年产销计划进行调整，产销量由原计划 1.1 万吨调整为 8510 吨。此外，麻米错项目建设进度符合预期，有望于 26 年中投产。价格成本方面，25Q1-3 碳酸锂含税均价 6.7 万元/吨，同减 25%，平均销售成本 4.1 万元/吨，同增 3%，单吨利润 1.9 万元；我们预计当前锂价底部 7.3 万支撑力强，展望明年供需格局有望大幅好转，锂业务将持续贡献利润增量。

钾：Q3 价格进一步上涨，单位成本持续下降。25Q1-3 氯化钾产量 70 万吨，同减 7%，销量 78 万吨，同增 10%，释放国储氯化钾库存 8 万吨；其中 Q3 产量 21.6 万吨，同环比-7%/-34%，销量 24.8 万吨，同环比+42%/-31%，我们预计全年保持 100 万吨以上产销量。价格成本方面，25Q1-3 氯化钾含税均价 2920 元/吨，同增 27%，平均销售成本 979 元/吨，同减 19%；其中 Q3 含税均价 3082 元/吨，同增 28%，平均销售成本 942 元/吨，同减 42%。

铜：Q3 产销环比增长，投资收益持续提升。参股公司巨龙铜业 25Q1-3 铜产量 14.25 万吨，同增 17%，销量 14.24 万吨，同增 18%，含税均价 9.4 万元/吨，同增 8%，单吨净利润 4.5 万元，同增 23%，确认投资收益 19.5 亿元，同增 43%；其中 Q3 产销量 5 万吨，环增 7%，含税均价 9.7 万元/吨，单吨净利润 4.5 万元，贡献投资收益 6.9 亿元，同环比+35%/+5%。巨龙二期改扩建项目将于 25 年底投产，达产后年矿产铜将达 30-35 万吨，公司权益产量将达 9.2-10.8 万吨/年。

Q3 经营性现金流同比提升。公司 25Q1-3 期间费用率 10.2%，同+1.7pct，其中 Q3 费用率 12.2%，同环比-0.2/+4.4pct；25Q1-3 经营性净现金流 13.4 亿元，同+118.9%，其中 Q3 经营性现金流 5.1 亿元，同环比+94.2%/-30.6%；25Q1-3 资本开支 0.6 亿元，同-38%，其中 Q3 资本开支 0.2 亿元，同环比-9.7%/-8.6%；25Q3 末存货 4.7 亿元，较年初+9.1%。

盈利预测与投资评级：锂价底部反弹，铜价稳健上涨，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 38.2/57.3/86.4 亿元（原预期为 27.3/35.0/54.3 亿元），同比+48%/+50%/+51%，对应 PE 为 22x/15x/10x，公司碳酸锂成本优势显著，钾锂铜扩产同步推进，维持“买入”评级。

风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：胡锦芸）

华友钴业（603799）：2025 年三季报点评：Q3 镍利润稳定，看好后续钴涨价利润弹性

投资要点 业绩符合预期。公司 25 年 Q1-3 营收 589.4 亿元，同+29.6%，归母净利 42.2 亿元，同+39.6%，毛利率 16.2%，同-1.4pct；其中 25Q3 营收 217.4 亿元，同环比+40.9%/+12.3%，归母净利润 15.1 亿元，同环比+11.5%/+3.2%，扣非净利 14.3 亿，同环比+10.5%/+5%，毛利率 16.7%，同环比-2.7/-0.1pct，Q3 公司受 2.5 亿汇兑损失影响，业绩符合预期。

镍贡献主要利润，辅材涨价影响单位盈利。湿法项目华越 6 万吨和华飞 12 万吨持续超产，我们预计 25Q1-3MHP 出货量约 18 万吨，其中 Q3 出货 5.8 万吨，环比基本持平，火法项目公司转做部分镍铁，我们预计高冰镍出货 0.3 万吨，镍铁出货 1 万吨左右；全年镍产品出货有望达 24 万吨（权益量近 13 万吨）。盈利端，公司上

半年 MHP 镍成本 1.2 万美金/吨, Q3 受硫磺、液碱辅料涨价影响成本上升, 预计单吨利润 0.3 万美金左右, 火法基本盈亏平衡, 我们预计公司 25 年镍利润贡献 30-35 亿。 钴价上行目标 40 万元/吨+, 26 年利润弹性明显。我们预计 25Q1-3 钴产品出货约 3.5 万吨, 其中 Q3 出货 1.4 万吨, 环增约 40%。25 年公司刚果金钴自有矿 3000 吨左右, 25 年出口配额 225 吨, 26 年 1080 吨, 印尼湿法镍冶炼项目有 2 万吨钴副产品, 对应权益 1.2 万吨+。25Q3 钴均价上涨至 27 万元/吨, 我们预计 Q3 贡献 2 亿左右利润增量。10 月 16 日起刚果金正式解除持续 8 个月的钴出口禁令, 转为实施配额制度, 26-27 年每年配额上限为 9.66 万吨, 我们预计 26 年行业供给降至 22 万吨, 需求预计 27 万吨, 缺口明显, 当前钴价已达 39 万元/吨, 若钴价上涨至 40-50 万元/吨, 26 年刚果钴和印尼钴合计贡献 30-40 亿利润弹性。 铜贡献稳定利润, 锂盈亏平衡。我们预计 25Q3 铜产品出货 2 万吨, 环比微增, 全年铜出货量预计 9 万吨 (2 万吨自有矿+7 万吨加工), 贡献 7-8 亿利润。我们预计碳酸锂 Q3 出货 1.4 万吨, 公司通过套保实现盈亏平衡, 25 全年出货维持 3 万吨以上的预期; 5 万吨硫酸锂项目计划 25 年底建成, 全成本将降至 6 万元/吨 (含税)。 三元正极出货同环比高增长, 前驱体出货恢复。我们预计 25Q1-3 三元正极出货 7 万吨, 其中 Q3 三元出货 3 万吨, 环增 30%+, 25 全年三元出货目标 10 万吨+, 同比翻倍, 正极材料出货目标 12 万吨+, 同增 80%+。我们预计 25Q1-3 三元前驱体出货 8 万吨+, 其中 Q3 出货 3 万吨, 环增 40%+, 25 全年有望出货 11 万吨, 实现同比增长。 25Q3 受汇兑损益影响, 经营性现金流亮眼。公司 25 年 Q1-3 期间费用率 6.8%, 同-2.9pct, 其中 Q3 费用率 7.5%, 同环比-3.1/+1pct; 25 年 Q1-3 经营性净现金流 41.8 亿元, 同+8.8%, 其中 Q3 经营性现金流 25.6 亿元, 同环比+138%/+326%; 25 年 Q1-3 资本开支 78.8 亿元, 同+53.3%, 其中 Q3 资本开支 34.1 亿元, 同环比+161.8%/+37%。 盈利预测与投资评级: 由于钴价上行, 我们上调 26-27 年盈利预测, 预计 25-27 年归母净利润为 60/90/109 亿元 (原预期 60/67.5/82.4 亿元), 同增 45%/50%/20%, 对应 PE 为 19x/13x/11x, 考虑镍仍处于底部, 给予 26 年 20x PE, 目标价 95 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 上游原材料价格大幅波动, 电动车销量不及预期。

(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: 胡锦芸)

珠海冠宇 (688772): 2025 年三季报预告点评: Q3 北美客户起量盈利提升, 新产品开始出货

投资要点 公司发布 25Q3 业绩预告, 业绩略超市场预期。25 年 Q1-3 营收 102-104 亿元, 同增 20-22%, 归母净利润 3.7-4.2 亿元, 同增 37-56%, 扣非净利润 2.5-3.0 亿元, 同增 36-64%; 其中 25Q3 营收 41-43 亿元, 同增 29-36%, 环增 14-19%, 归母净利润 2.5-3 亿元, 同增 50-81%, 环增 77-113%, 扣非净利润 2-2.5 亿元, 同增 30-62%, 环增 113-166%。

消费: Q3 北美客户起量, 新产品开始出货, 单位盈利提升明显。我们预计 25Q1-3 公司消费电芯出货 3.3-3.4 亿只, 同增 20%+, 其中 Q3 出货 1.3-1.4 亿只, 环增约 15%; 我们预计 25 年消费电芯出货近 5 亿支, 同比增 25-30%。公司计划投资 20 亿建设钢壳产能, 钢壳产品明年出货增速有望超 4 倍, 随着北美和韩系客户放量, 我们预计 26-27 年消费出货量可持续维持 20%+增长。盈利方面, 我们测算 25Q3 消费电芯贡献扣非利润约 2.6 亿元, 单颗利润约 1.9 元, 环比提升 35%, 主要系 A 客户起量以及新产品出货, 后续盈利有望进一步提升。

动力: Q3 收入利润稳定, 26 年有望进一

步减亏。我们测算 25Q1-3 动力收入近 15 亿元，权益亏损约 1.2 亿元，其中 Q3 动力收入约 5 亿元，环比持平，权益亏损约 0.4 亿元，环比略有扩大。公司已获捷豹路虎、stellantis、德系车企定点，且为理想主供、小米独供，特斯拉份额提升明显，25 年启停收入有望翻倍，26 年维持 50%+增长；此外 25 年无人机收入有望同增两倍，26 年持续高增，我们预计动力业务 25 年收入 20 亿元，同增 120%，权益亏损 1.5 亿元，26 年收入 30 亿元，进一步减亏。

盈利预测与投资评级：由于客户和新产品起量，我们上调 25-27 年公司归母净利润至 7.3/14.6/18.3 亿元（此前预期 6.5/12.1/15.8 亿元），同增 70%/100%/25%，对应 PE 为 35/17/14 倍，考虑到公司全球消费锂电巨头地位，启停电池打造第二增长曲线，给予 26 年 25 倍 PE，目标价 32 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求放缓、新产品不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：胡锦芸）

中国人寿（601628）：2025Q3 业绩预增公告点评：投资收益大幅提升，Q3 单季归母净利润约翻倍

投资要点 【事件】中国人寿发布 2025 年前三季度业绩预增公告：前三季度归母净利润预计为 1568 亿元至 1777 亿元，预计同比增加 523 亿元至 732 亿元，同比增长 50%至 70%。以此计算，三季度单季归母净利润约 1159-1368 亿元，同比增长 75%-106%。

投资向好 带动 2025Q3 盈利大幅提升。1) 公告称，公司积极推进中长期资金入市，把握市场机会坚决加大权益投资力度，前瞻布局新质生产力相关领域，持续优化资产配置结构，投资收益同比大幅提升。2) 2025H1 公司股票+基金合计投资规模 9708 亿元，较 2024H1 增长 36%，其中股票投资 6201 亿元，较 2024H1 增长 40%。3) 2025H1 公司股票中 FVTPL 占比达 77.4%，在 A 股五家上市险企中仅低于新华保险。预计 Q3 利率上行亦对公司业绩产生利好影响。我们预计 Q3 利率上行或将带动公司部分 VFA 业务转盈利，也对当期净利润产生利好影响。Q3 末 10 年期国债到期收益率达 1.86%，单季上行 21bps。

盈利预测与投资评级：我们看好公司作为寿险行业龙头的竞争优势，预计伴随公司个险营销转型的深入推进，队伍质态和业绩表现将进一步提升。结合公司 2025 年前三季度经营情况，我们上调公司盈利预测至 2025-2027 年归母净利润分别为 1763/1781/1874 亿元（前值为 1075/1120/1205 亿元），当前市值对应 2025E PEV 0.8x、PB 1.9x，维持“买入”评级。

风险提示：长端利率趋势性下行；新单保费增长不达预期。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟）

海康威视（002415）：2025 年三季报业绩点评：净利润同比高增，AI 与海外共振驱动增长新曲线

投资要点 净利润同比高增，经营质量持续优化。据公司 25 年三季报，25Q1-Q3 实现营收 657.58 亿元，yoy+1.18%；毛利率 45.37%，yoy+0.61pcts；归母净利润 93.19 亿元，同比增长 14.94%。25Q3 单季营收 239.4 亿元，yoy+2.81%，qoq+0.66%；毛利率 45.67%，同比增长 1.42pcts，环比增长 0.26pcts；销售净利率 16.59%，yoy+2.85pcts；经营活动现金流净额达 83.54 亿元，较 2024 年同期的 28 亿元大幅改善。截至 25Q3，公司应收票据及应收账款余额 359.69 亿元，qoq-3.46%。

公司净利润持续改善，叠加现金流与应收占款的优化，显示公司“以利润为中心”的经营策略落地良好，经营效益与质量稳步提升。灯塔工厂：AI 赋能制造业，助力营收实现跨越式增长。灯塔工厂是“制

制造业+AI 赋能”的典型模式，推动制造业数字化、智能化升级。截至 2025 年，中国灯塔工厂达 85 家，占全球 42%，居世界首位，主要分布于美的、海尔、联想等龙头企业。公司方面，10 月 10 日海康与海尔签订全面战略合作协议，在绿色发展、供应链管理和智能制造创新深化合作创新。我们认为海康 EBG 聚焦先锋客户共创 AI 数字化方案并推广，与灯塔工厂理念高度契合，EBG 业务有望形成新的增长极。与此同时，灯塔工厂的推进也在带动海康旗下其他业务板块协同增长。如海康睿影提供的技术能够用于 PCB 焊接时缺陷识别，和折叠屏手机铰链无损检测，多家主流品牌已将海康睿影设备纳入标准供应链配置。随着 AI 赋能制造深化，海康在多产品线间将形成协同出货，业绩有望实现跨越式增长。海外业务稳中提质，长期成长动能持续释放。公司海外业务已形成亚太、泛欧、美洲和中东非洲四大区域格局，多数地区仍保持两位数增长。非视频类产品如报警、LED、IT 等正快速放量，渠道结构亦正由以经销为主向项目化拓展。公司正稳步推进“本地化+体系化”能力建设，围绕人员组织、IT 系统与区域统筹三方面持续优化管理基础。随着公司海外产品线持续拓展，叠加非经渠道加速渗透，海外业务结构与盈利质量有望进一步提升，成为公司中长期业绩增长的第二曲线。盈利预测与投资评级：公司作为全球安防龙头与智能物联核心厂商，依托“云边融合”技术架构与全栈 AI 能力，在多维感知、大数据、模型算法、场景应用等环节持续筑高护城河。我们维持公司 2025-2027 年营业收入预测 973/1080/1179 亿元不变，因公司“以利润为中心”的经营策略落地良好、盈利改善势头延续，上调归母净利润至 137/158/181 亿元（原值 137/157/179 亿元），维持“买入”评级。风险提示：国内经济转型风险，技术更新换代风险，供应链风险等。

（证券分析师：陈海进 证券分析师：王紫敬）

寒武纪-U (688256)：2025 年三季报业绩点评：业绩符合预期，AI 生态协同深化

投资要点 25Q3 营收同比增长 1333%，销售净利率达到 32.8%。据公司 25 年三季报，25Q1-Q3 实现营收 46.07 亿元，yoy+2386.38%；毛利率 55.29%，yoy+0.06pcts；归母净利润 16.05 亿元。25Q3 单季营收 17.27 亿元，yoy+1332.52%，qoq-2.37%；毛利率 54.24%，yoy+3.04pcts，qoq-1.64pcts；销售净利率 32.8%，环比减少 5.77pcts。资产负债表方面，截至 25Q3，公司存货 qoq+38.6%达 37 亿元；货币资金 qoq+165%达 52 亿元。产品体系完善，AI 全场景布局加速落地。公司自成立以来，先后推出了用于终端场景的寒武纪 1A、寒武纪 1H、寒武纪 1M 系列智能处理器；基于思元 100、思元 270、思元 290 和思元 370 芯片的云端智能加速卡系列产品；基于思元 220 芯片的边缘智能加速卡。在这些产品的成功商用过程中，公司与产业链上下游环节构建起稳固的合作关系，共同推进人工智能产业的发展。公司的智能芯片和处理器产品可高效支持大模型训练及推理、视觉（图像和视频的智能处理）、语音处理（语音识别与合成）、自然语言处理以及推荐系统等相互协作融合的多模态人工智能任务，可支持目前市场主流开源大模型的训练和推理任务，经过多年的市场推广，目前公司产品广泛服务于大模型算法公司、服务器厂商、人工智能应用公司，辐射云计算、能源、教育、金融、电信、医疗、互联网等行业的智能化升级。AI 生态协同加速，产业链合作持续深化。9 月 30 日 DeepSeek-V3.2-Exp 发布，基于 DSA 架构降低推理成本、延长上下文，寒武纪对其首日实现全兼容。10 月 15 日，商汤科技宣布已与寒武纪签署面向新发展阶段的战略合作协议，重点推进软硬件的联

合优化，并共同构建开放共赢的产业生态。盈利预测与投资评级：公司为国内 AI 芯片领军者，随着 AI 芯片市场规模的快速增长，公司有望依托不断扩展的产品布局和生态建设逐步抢占市场。我们基于公司业绩公告，基于公司目前业绩快速增长的趋势，上调公司 2025-2027 年营业收入预测，预计实现 67.71/135.35/230.04 亿元（前值：58.38/116.69/174.99 亿元），上调归母净利润至 21.06/48.69/87.33 亿元（前值：17.03/40.26/61.74 亿元）。维持“买入”评级。风险提示：AI 需求不及预期风险，公司持续稳定经营风险，客户集中度较高风险，股价与估值较高风险，供应链稳定相关风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

圣晖集成（603163）：2025 年三季报点评：营收增长提速，关注海外拓展增量

投资要点 公司披露 2025 年三季报：公司前三季度实现营收 21.16 亿元，同比+46.3%，实现归母净利润 0.96 亿元，同比+29.1%。其中 Q3 单季度分别实现营收/归母净利润 8.21 亿元/3318 万元，同比分别+59.4%/+93.9%。营收延续逐季增长的态势，毛利率表现或仍受合同确认影响。（1）公司 Q3 单季实现营收 8.21 亿元，环比 Q2+14.0%，延续了 2024Q4 以来逐季上升的态势，我们预计得益于前期高增长的在手订单陆续进入集中结转期。（2）Q3 单季毛利率 8.6%，同比-1.8pct，环比-1.6pct，预计仍受海外个别大项目成本投入但合同金额尚未确认的影响，后续确认后毛利率有望显著改善。（3）Q3 期间费用率为 3.1%，同比-1.4pct，主要得益于收入高增长的规模效应。（4）Q3 销售净利率为 8.6%，同比+0.5pct，环比-0.9pct，在同期低基数下明显提升，但环比改善幅度仍受毛利率影响。

现金流改善明显，负债率保持稳定。（1）公司前三季度经营活动产生的现金流量净额为 1.21 亿元，同比+0.99 亿元，主要得益于营收大幅增长以及预收工程款增加（三季报合同负债 1.76 亿元，较 2024 年末增加 0.87 亿元），收现比/付现比分别为 97.8%/92.5%，同比分别-8.8pct/-14.2pct。（2）公司三季度末资产负债率为 49.7%，较上半年末持平。在手订单保障充分，国内与海外市场机遇有望支撑中长期增长。（1）三季度末公司在手订单 22.14 亿元（未含税），同比+21.2%，其中 IC 半导体行业/精密制造行业/光电及其他行业在手订单余额分别为 16.33/4.64/1.17 亿元（未含税），占比 74%/21%/5%，泛半导体领域订单占主导地位。（2）全球中高端洁净室需求有望在 AI/HPC 等应用需求扩张带来的资本开支拉动下持续增长，美国和东南亚市场潜力可观，国内受益于政策支持和先进制程工艺迭代国产替代进程有望加快，公司作为专注于泛半导体领域且出海较早的洁净室工程厂商有望把握国内和东南亚市场机会，中期在手订单有望延续较快增长的态势。此外，公司筹划布局美国市场，关注美国台积电的扩产以及产业链的业务机会，公司有望凭借客户基础将美国市场培育成为新增长点。

盈利预测与投资评级：公司作为全球化布局领先的洁净室工程企业，境内外业务协同发展有望开启新成长周期，2025 年上半年海外收入突破 50%，在手订单保障充分。中长期来看，国内国产替代进程有望加速，海外洁净室需求有望受益于产业链景气度提升和产能新布局，公司东南亚市场布局享有先发优势，谋划开拓美国市场，有望形成新成长曲线。基于公司在手订单增长以及下游景气提升、海外市场开拓潜力，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.53/2.06/2.59 亿元（前值为 1.40/1.63/1.86 亿元），维持“买入”评级。风险提示：下游业资本开支节奏不及预期、市场竞争加剧、订单转化速度不及预期、海外开拓布局预期的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源）

龙净环保 (600388): 2025 年三季报点评: 前三季度业绩同增 20.5%, 绿电/储能贡献明显

投资要点 事件: 2025 年前三季度公司实现营业收入 78.58 亿元, 同比增长 18.09%; 归母净利润 7.8 亿元, 同比增长 20.53%; 扣非归母净利润 7.38 亿元, 同比增长 26.19%; 加权平均 ROE 同比降低 0.62pct, 至 7.52%。前三季度业绩同增 20.5%, 绿电/储能贡献明显。2025 年前三季度公司实现营业收入 78.58 亿元, 同比增长 18.09%; 归母净利润 7.8 亿元, 同比增长 20.53%; 扣非归母净利润 7.38 亿元, 同比增长 26.19%。2025 年第三季度, 公司实现归母净利润/扣非归母净利润 3.35/3.22 亿元, 单季度同比分别为+54.99%/+65.50%。1) 绿电板块:

2025 年初至三季报末绿电业务贡献净利润近 1.7 亿元, 规划项目储备充足, 绿电业务成为公司业绩增长的重要引擎; 2) 储能板块: 公司与亿纬锂能深度合作, 紧抓市场机遇, 储能电芯呈现满产满销的积极态势。公司现有储能电芯产能约 8.5GWh, 1-9 月累计交付电芯 5.9GWh (95%以上外销), 生产良率达到行业头部水平。公司积极布局新一代钠离子电池技术, 目前已经完成钠离子电池样品开发, 并通过潜在客户测试认证。前三季度环保设备工程新签订单同比+1.1%, 订单充沛&确收加速。2025 年前三季度公司新增环保设备工程合同 76.26 亿元 (电力占 61.51%, 非电占 38.49%), 同比增长 1.1%, 第三季度新增环保设备工程合同 22.56 亿元, 单季度同比增长 12%。得益于新一轮煤电项目建设和现役机组的环保改造需求, 公司持续巩固大气污染防治领域龙头地位。截至 20250930, 公司在手订单 197 亿, 较 20250630 下降 3 亿, 较 2024 年底增加 10 亿, 在手订单充足, 扭转 250630 上行趋势, 收入确认加速。

费用率下降, 有息负债率长期低位。2025 年前三季度公司期间费用同比减少 2.18%至 9.58 亿元, 期间费用率下降 2.53pct 至 12.19%。截至 20250930, 公司资产负债率 62.01%, 有息负债率 16.90%。矿山风光加速贡献, 战略布局矿山装备。公司风光绿电加速建设投运, 逐步形成规模性贡献。西藏拉果错一期稳定运行, 在满负荷状态下连续运行供电, 形成有力利润支撑; 全面开展圭亚那二期、苏里南、科特迪瓦、刚果 (金) 穆索诺伊等海外项目建设, 项目按期有序快速推进。战略布局特种机器人领域, 公司通过取得浙江吉泰智能科技有限公司 20%股份的方式, 快速切入能源领域特种机器人赛道。矿山装备逐步突破, 2024 年, 公司新能源矿卡业务实现首批车辆交付, 在新疆建成国内最大的矿卡全自动换电站, 开辟全新业务模式, 公司旗下龙净联晖受让湖南创远高新 15.87%股份, 进军矿山机械设备制造领域。

盈利预测与投资评级: 我们维持 25-27 年归母净利润预测 12.3/15.3/17.5 亿元, 25-27 年 PE 16/13/11x (2025/10/17), 维持“买入”评级。

风险提示: 紫金矿业矿山扩产进度不及预期, 市场竞争加剧等

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 任逸轩)

特步国际 (01368.HK): 25Q3 流水点评: 主品牌加快布局奥莱业态, 索康尼延续较快增长

投资要点 公司公布 2025Q3 经营数据: 2025Q3 特步主品牌全渠道零售流水同比增长低单位数, 零售折扣 7-7.5 折, 渠道存货周转 4-4.5 个月, 延续 Q2 表现; 索康尼全渠道零售流水同比增长 20%+。主品牌跑鞋品类及电商渠道带动增长。从月度表现来看, 7-8 月销售趋势较好, 9 月季末上新但天气偏暖导致销售放缓, 我们预计随 25Q4 气候降温销售有望好转。分渠道看, 25Q1-Q3 电商流水维持双位数同比增长, 其中旗舰款产品 160X PRO 销量同比翻倍增长, 销售突破百

万双；25Q1-Q3 线下持平略增，线下门店中三四线城市表现好于高线城市，公司计划加快购物中心与奥莱业态布局，25-26 年预计开设 70-100 家精选奥莱店，其中预计 2025 年开设 30 家，精选奥莱店面积 600-800 平，有望有效带动店效提升，目前已开精选奥莱店月销上百万元。分业务看，25Q3 儿童业务增长快于成人。分品类看，鞋类增长领先，其中跑步及户外系列鞋品流水同比增长双位数。索康尼线下增长好于电商，推进高线城市开店。7-8 月索康尼线下流水同比增长 30%+，Q3 新开 16 家门店，主要位于一二线城市重点商圈（如上海万象城、深圳湾万象城），截至 Q3 门店数超过 170 家。电商方面，公司自 25Q2 起主动调整，减少低价产品推出，收紧电商折扣，短期对销售表现有所影响，公司预计 Q4 大促期间推出丰富产品矩阵推动销售。全年维持索康尼品牌营收同比增长 30%+、净利率 10%+的指引。盈利预测与投资评级：维持预计 25-27 年归母净利润 13.7/15.7/17.7 亿元、对应 PE 为 11/9/8X，维持“买入”评级。风险提示：国内消费持续疲软，竞争加剧。

（证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原）

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>