

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 17 日（星期五）财政部公布 1-9 月财政收支数据。

评论：

1-9 月全国一般公共预算收入同比为 0.5%，年内连续三个月回升，较 1-8 月回升 0.2 个百分点，其中中央回升 0.5 个百分点至-1.2%，地方同比持平于 1.8%；而一般公共预算支出同比为 3.1%，与 1-8 月持平，其中中央回落 0.7 个百分点至 7.3%，地方回升 0.1 个百分点至 2.4%。

政府性基金收入 1-9 月同比为-0.5%，较 1-8 月回升 0.9 个百分点，其中地方国有土地使用权出让收入同比为-4.2%，较 1-8 月回升 0.5 个百分点；1-9 月政府性基金支出增速为 23.9%，较 1-8 月回落 6.1 个百分点。

可见，今年前 9 个月，虽然财政收入增速持续回升，但仍显著低于财政支出增速 2.6 个百分点，在更加积极财政政策的背景下，中央收入增速虽然低于地方 3 个百分点，但中央支出增速显著高于地方 4.9 个百分点。

从税收收入看，2025 年 1-9 月全国税收收入同比增速为 0.7%，较 1-8 月回升 0.7 个百分点。其中，证券印花税收入增速最高，为 103.4%，较 1-8 月大幅回升 21.7 个百分点；其次是个人所得税收入增速为 9.7%排名第二，较 1-8 月回升 0.8 个百分点；国内增值税增速排名第三为 3.6%，较 1-8 月回升 0.4 个百分点；排名第四的消费税同比增速均为 2.2%，较 1-8 月回升 0.2 个百分点；企业所得税为 0.8%排名第五，较 1-8 月回升 0.5 个百分点。其它税种增速均为负值：其中反映出口的外贸企业出口退税收入增速为-8.6%，较 1-8 月回升 0.4 个百分点；反映车市的车辆购置税为-16.2%，较 1-8 月回升 1.5 个百分点；而反映房市的土地增值税为-17.6%，较 1-8 月回升 0.7 个百分点。

总体上看，今年前 9 月全国税收收入增速有所改善，各项税种同比增速均有不同程度的回升。而值得注意的是，1-9 月非税收入同比增速为-11.4%，较 1-8 月大幅回落 7.6 个百分点，在税收中的占比进一步下降，反映乱罚款现象的减少和企业经营环境的改善。

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：

10月18日上午，中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔举行视频通话，并且同意下周在马来西亚举行会谈。同时特朗普也在周末的记者采访中表示对中国加征100%关税是不可持续的。因此中美这一轮的贸易争端大概率进入缓和期，将有利于国内资本市场的企稳回升。从周末恒生科技指数期货基本收复周五4%的跌幅看，今天国内A股应该也会有较好的反弹。

思特威，主要从事CIS芯片设计业务，公布了2025年三季度业绩预告，预计2025年前三季度实现营业收入61~65亿元，与上年同期相比增长45%到54%。按中值计算，第三季度营业收入25.1亿元，同比增长43.6%。预计2025年前三季度实现扣非后归母净利润64,633万元到72,633万元，与上年同期相比，增加112%到138%。从思特威和豪威等国内CIS公司公布的即将量产的下一代CIS芯片性能看，已经和Sony三星等下一代产品的性能看齐，并略有优势，因此我们认为国产CIS将进入快速的进口替代周期，看好行业景气度的持续增长。

思源电气，主要从事中高压电网设备业务，公布了2025年前三季度业绩报告，前三季度，思源电气营业总收入138.27亿元，同比上升32.86%，归母净利润21.91亿元，同比上升46.94%。2025年第三季度营业总收入53.3亿元，同比上升25.68%，第三季度归母净利润8.99亿元，同比上升48.73%。总体看，今年国内电网投资继续维持较高水平，其中1-8月全国电网工程完成投资3796亿元，同比增长14.0%，是公司业绩快速增长的主要保障，同时伴随AI数据中心建设的快速增长，也将继续拉动全球电网设备需求的快速增长，因此我们看好电网设备行业的景气度提升。

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。

三、先进制造组：

锂电池电解液溶剂龙头石大胜华披露前三季度业绩预告，预计归母净利润亏损4900万元至7500万元，较上年同期的1126.51万元盈利同比骤降534.97%至765.77%。Q3归母净利为-1866万元至734万元；对比去年亏损的绝对值，改善幅度为30.34%至127.39%。今年以来，碳酸酯行业步入寒冬。公司表示，业绩下滑主要是市场竞争激烈，公司部分产品价格同比下降，为应对行业竞争，公司加大了市场投入及研发力度，期间费用同比增加，营业利润减少。预计2025年底至2026年，电解液行业将完成新一轮产能出清，中小企业退出后，头部企业产能利用率有望提升，带动行业毛利率回升。Q3的归母净利润相比上半年明显收窄，接近盈亏平衡。能否转入稳定修复，取决于：1. 碳酸酯溶剂价格的回升与行业出清进度。2. 新产能利用率提升带来的单位成本下降。3. 费用与财务成本的控制。

华友钴业，主营业务为新能源锂电材料和钴新材料产品的研发、制造和销售，发布三季度财报。第三季度，华友钴业实现营业收入217.44亿元，同比增长40.85%；归母净利润15.05亿元，同比增长11.53%。公司盈利能力增强主要得益于产业一体化经营优势的持续释放及钴金属价格回升。进入9月份后，钴金属价格上涨较快，硫酸钴价格从53500元/吨上涨到10月17日的86500元/吨，钴价上涨主要原因为：刚果（金）的出口限制导致供应减

少，下游电池行业对硫酸钴的需求依然强劲，以及市场对未来供应进一步收紧的担忧推高了风险溢价。预计公司Q4业绩仍可保持高位。

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：

双节期间，白酒市场呈现明显的价格带分化特征，消费降级趋势凸显。据微酒数据，高端酒（100元以上）销售额同比下降约27%，而低端酒（100元以下）降幅控制在10%以内，大众消费市场的需求稳定性显著高于高端市场。品牌表现同样分化，名酒阵营中仅茅台与剑南春展现出较强的抗风险能力，其中茅台虽面临价格回调压力，但销量保持稳健，需求韧性突出；其余全国性次高端品牌则普遍遭遇25%-40%的业绩下滑，而地方龙头企业凭借区域渠道优势，跌幅相对温和，展现出本土化布局的防御价值。这一消费格局与线下快消市场的整体承压态势相呼应，根据马上赢数据，2025年第三季度食品、酒水、日化品类线下销售额同比下降12.3%，线下零售仍面临较大经营压力。具体来看，订单数同比下滑4.5%，客单价同比下降8.2%，消费预算缩减与价格下行成为拖累线下消费的核心因素。不过，价格调整周期通常短于消费量的复苏周期，随着未来消费预期的逐步改善，线下消费有望迎来边际提振。这一趋势也与当前快消品市场整体低速调整的大环境一致，消费者支出谨慎的态度持续，推动市场向更具性价比的产品和区域化渠道倾斜。

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。

五、债券研究组：

上周债市迎来修复，收益率普遍下行，曲线牛平。前半周市场主要受中美贸易摩擦影响，随着双方的发言和行动，波动较大，国债期货日内波动超1块钱，不过最终股债都没有发生太大变化。上周后半周，经济数据陆续公布，整体符合预期，影响不大。但是权益的回调走弱，叠加央行呵护的资金宽松，使得超长端有一个明显的修复，领涨债市，曲线显著走平。周末中美经贸负责人举行视频通话，同意尽快举行新一轮中美经贸磋商，中美贸易战缓和，风险偏好走强，美股回升，美债收益率上涨，黄金价格高位回落，可能带动国内股市回升，债券价格下跌。

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