

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-10-20

宏观策略

2025 年 10 月 20 日

宏观深度报告 20251017：降准降息利好哪些权益资产？——多资产系列报告（二）

在 DCF 模型中，与贴现率相比，投资人对企业未来利润的预期可能是更重要的输入变量。具体而言：（1）如果货币宽松伴随着同期投资人对企业利润改善、经济复苏预期升温，那么在债券“走熊”的同时，增量资金流入权益市场，反而可能导致权益资产表现更好。（2）成长股的估值及股价表现能否受到降准降息的直接利好是需要一定条件的。与之相比，业绩对经济周期相对并不敏感、盈利能力相对较强且波动较小、股价不常“大起大落”的防御股受货币政策宽松的利好相对更加明显。（3）当货币政策宽松带来债市“走熊”时，如果权益市场对产业基本面及上市公司利润、现金流改善预期不明确，那么货币政策或难改变权益市场主线，防御股仍有可能大比例跑输同期债券表现。

晨会编辑 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20251016：锦浪转 02：光伏赛道的创新先锋

我们预计锦浪转 02 上市首日价格在 111.44~123.92 元之间，我们预计中签率为 0.0069%。

行业

推荐个股及其他点评

高能环境（603588）：2025 年三季报点评：扣非业绩大增 29%，重视金属价格上行中再生资源价值

盈利预测与投资评级：公司资源化项目经营情况稳步提升，我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 8.0/9.1/10.5 亿元，2025-2027 年 PE 为 14.5/12.8/11.1 倍（2025/10/17），维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动，产能利用率不及预期，竞争加剧。

佛燃能源（002911）：2025 年三季报点评：业绩符合预期，持续推进绿醇投资，25-27 年分红比例不低于 65%

盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年公司归母净利润 8.72/9.22/9.76 亿元的预测，同比+2.2%/+5.7%/+5.9%，PE19.3/18.2/17.2 倍；按照分红率 65%计算，2025-2027 股息率 3.4%/3.6%/3.8%（估值日 2025/10/16）。公司天然气业务稳定发展，新能源、供应链、延伸、科技研发与装备制造业务多点开花；计划新增的甲醇项目为公司带来利润增长空间，维持“买入”评级。

民士达（920394）：2025 年三季报点评：25Q1-3 扣非业绩同比+38%，经营活动现金流同比显著改善

未来随着新能源汽车、风力发电、光伏发电、算力、国产大飞机等应用领域需求增长，以及高速列车、地铁轻轨及电网改造的进程加快，变压器等设备用芳纶绝缘纸的市场将迎来新的增长点。维持公司 2025~2027 年归

母净利润预测为 1.34/1.71/2.16 亿元，对应最新 PE 为 45/35/28x，维持“买入”评级。风险提示：1) 技术迭代不及预期;2) 宏观经济波动;3) 市场竞争加剧。

361 度 (01361.HK): 25Q3 流水点评: 超品店开店加速, 户外品牌 ONEWAY 焕新亮相

盈利预测与投资评级: 维持预测 25-27 年归母净利润 13.0/14.6/16.2 亿元，对应 PE8/8/7X，估值较低，维持“买入”评级。风险提示: 国内消费持续疲软，竞争加剧。

海光信息 (688041): 2025 年三季度业绩点评: 25Q3 营收增速超预期, 研发大幅增加

25Q3 营收高增，研发投入加大彰显长期成长潜力。据公司 25 年三季度报，25Q1-Q3 实现营收 94.9 亿元，yoy+54.65%；毛利率 60.1%，yoy-5.53pcts；归母净利润 19.61 亿元，yoy+28.56%；研发费用 25.86 亿元，yoy+42.55%。25Q3 单季营收 40.26 亿元，yoy+69.6%，qoq+31.38%；毛利率 60.03%，yoy-9.1pcts，qoq+0.7pcts；销售净利率 29.78%，yoy-7.34pcts，qoq-0.51pcts；研发费用 10.88 亿元，yoy+59.35%，qoq+37.4%。公司 Q3 营收高增；净利率阶段性下降主要系同期研发投入高增所致。资产负债表方面，货币资金维持环比下降趋势，应收账款、预付款及存货维持环比增长。公司财报反映公司业务拓展节奏加快、展业呈现向好趋势。国产模型崭露头角，AI 应用需求成为“国产算力”新引擎。快手可灵 2.5 Turbo 模型于 10 月 2 日在全球视频生成模型榜单中登顶图生视频与文生视频双榜首；腾讯于 9 月 28 日推出并开源 混元图像 3.0，作为业界首个开源工业级原生多模态生成模型，快速登顶 Hugging Face 热榜并保持领先，展现出在国产模型和应用多模态生成与开放生态方面的竞争力。同时，海光等国产硬件厂商纷纷完成国产大模型生态的适配兼容。我们认为 AI 应用自身增长的牵引形成国产算力原生算力成长路径。随着多模态生成与实时推理场景不断丰富，国产算力板块有望进入内生驱动的新一轮成长周期。国产 x86 & 类 CUDA 稀缺卡位——A 股 GPU 公司最完整产品矩阵布局。产品布局方面，海光信息为国内极少数能够量产并规模交付 x86 服务器 CPU 的厂商；其 DCU 产品则采用 GPGPU 架构，兼容“类 CUDA”环境，广泛应用于 AI 训练、推理等计算密集型领域。2025 年 9 月，海光面向 GPU、IO、OS、OEM 等产业全栈，正式宣布开放 CPU 互联总线协议（HSL），联动产业链上下游伙伴，协力共建高效互通的计算生态，全面释放国产算力潜能。我们认为同时布局 CPU、GPU（DCU）、Switch 互联，已初步形成算力基础设施全覆盖；随着 AI 大模型训练/推理需求的增长，公司产品有望形成多点联动，卡位优势显著。

宏观策略

宏观深度报告 20251017: 降准降息利好哪些权益资产? ——多资产系列报告(二)

在实体经济仍呈“供强需弱”、贸易摩擦不确定性有所提高、美联储货币宽松预期较为一致等因素影响下,2025年四季度,国内仍有可能实施降准降息等货币政策宽松操作。在此背景下,我们需要回答一项关键问题——降准降息可能利好哪些权益资产? 研究方法:首先,我们梳理出自2020年1月至2025年9月,我国央行累计开展了39次货币政策宽松操作。其次,我们选取若干适合A股市场的指标,借助“非线性概率”法,对2025年10月9日总市值不低于100亿元的1897只A股,逐年计算其“成长/价值”、“防御/周期”风格分类(追溯15年)。最后,我们以历次货币政策宽松日期为T日,计算自T-1日至T+1日的10年期国债中债估值净价收盘价变动幅度、A股主要个股区间收益。通过对比不同风格的样本个股跑赢同期债券表现的数量占比,衡量历史上的货币政策宽松曾经利好哪些A股资产。历史上哪些A股曾受益于降准降息? 自2020年1月至2025年9月的历史数据显示: (1) 货政宽松带来债市“走熊”时,股票表现可能相对更好。无论是在9次“牛陡”期间,还是在13次“牛平”期间,样本A股跑赢同期10年期国债收益表现的数量占比均在35%以下。但在12次“熊陡”阶段,该比例高达53.8%;在5次“熊平”阶段,该比例更是高达66.2%。 (2) 防御股明显受益于货政宽松,但成长股的受益程度尚难准确判断。防御股、偏防御股、偏周期股、周期股跑赢同期10年期国债收益表现的平均比例分别为50.4%、49.6%、48.2%、47.6%,该数值呈单调递减趋势。但成长股、偏成长股、偏价值股、价值股跑赢同期10年期国债表现的平均比例分别为48.3%、48.1%、48.4%、48.8%,数值较为接近。 (3) 当货政宽松带来债市“走熊”时,防御股仍有可能大比例跑输债券收益表现。在17个货币政策宽松带来债市“走熊”的阶段,2020年4月20日、2021年7月15日、2023年9月15日、2025年5月15日四个时点均曾发生“过半防御股收益表现不及债券”的情况。理论上,当货币政策宽松推动利率下降时,DCF模型中的贴现率下降、股价提高。此外,对于不同风格的股票而言,降准降息相对更有利于成长股的估值提升。但根据本文的实际测算结果,在DCF模型中,与贴现率相比,投资人对企业未来利润的预期可能是更重要的输入变量。具体而言: (1) 如果货币宽松伴随着同期投资人对企业利润改善、经济复苏预期升温,那么在债券“走熊”的同时,增量资金流入权益市场,反而可能导致权益资产表现更好。 (2) 成长股的估值及股价表现能否受到降准降息的直接利好是需要一定条件的。与之相比,业绩对经济周期相对并不敏感、盈利能力相对较强且波动较小、股价不常“大起大落”的防御股受货币政策宽松的利好相对更加明显。 (3) 当货政宽松带来债市“走熊”时,如果权益市场对产业基本面及上市公司利润、现金流改善预期不明确,那么货币政策或难改变权益市场主线,防御股仍有可能大比例跑输同期债券表现。 风险提示: (1) 样本A股的选取方法可能仍有待完善; (2) 对样本A股进行风格分类时,统一取中位数为0.5测算CVS可能与事实略有偏差; (3) 许多货币政策宽松操作在事前已经通过各类官方渠道进行过“吹风”,仅评估最终落地前后的股、债市场表现可能导致分析不准; (4) 对历史上“债熊”期间防御股股价表现跑输同期10年期国债收益表现的分析可能不够准确。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 刘子博)

固收金工

固收点评 20251016: 锦浪转 02: 光伏赛道的创新先锋

事件 锦浪转 02 (123259.SZ) 于 2025 年 10 月 17 日开始网上申购: 总发行规模为 16.77 亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于分布式光伏电站等项目。当前债底估值为 97.79 元, YTM 为 2.30%。锦浪转 02 存续期为 6 年, 中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA-/AA, 票面面值为 100 元, 票面利率第一年至第六年分别为: 0.20%、0.40%、0.80%、1.20%、1.80%、2.00%, 公司到期赎回价格为票面面值的 110.00% (含最后一期利息), 以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 2.69% (2025-10-15) 计算, 纯债价值为 97.79 元, 纯债对应的 YTM 为 2.30%, 债底保护较好。当前转换平价为 90.46 元, 平价溢价率为 10.55%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止, 即 2026 年 04 月 23 日至 2031 年 10 月 16 日。初始转股价 89.82 元/股, 正股锦浪科技 10 月 15 日的收盘价为 81.25 元, 对应的转换平价为 90.46 元, 平价溢价率为 10.55%。转债条款中规中矩, 总股本稀释率为 4.48%。下修条款为 “15/30, 85%”, 有条件赎回条款为 “15/30、130%”, 有条件回售条款为 “30、70%”, 条款中规中矩。按初始转股价 89.82 元计算, 转债发行 16.77 亿元对总股本稀释率为 4.48%, 对流通盘的稀释率为 5.49%, 对股本摊薄压力较小。观点我们预计锦浪转 02 上市首日价格在 111.44~123.92 元之间, 我们预计中签率为 0.0069%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到锦浪转 02 的债底保护性较好, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 30% 左右, 对应的上市价格在 111.44~123.92 元之间。我们预计网上中签率为 0.0069%, 建议积极申购。锦浪科技立足于新能源行业, 为一家专业从事光伏发电系统核心设备组串式逆变器研发、生产、销售和服务的高新技术企业。公司连续九年被世界权威调研机构 EuPD 授予 “顶尖逆变器品牌” 称号, 致力于做最专业的储能和光伏逆变器制造商。2020 年以来锦浪科技营收稳步增长, 2020-2024 年复合增速为 33.10%。自 2020 年以来, 公司营业收入总体呈现稳步增长态势, 同比增长率 “V 型” 波动, 2020-2024 年复合增速为 33.10%。2024 年, 公司实现营业收入 65.42 亿元, 同比增加 7.23%。与此同时, 归母净利润也不断浮动, 2020-2024 年复合增速为 21.41%。2024 年实现归母净利润 6.91 亿元, 同比减少 11.32%。锦浪科技营业收入主要来源于并网逆变器, 产品结构年际变化。2022 年以来, 锦浪科技并网逆变器产品收入先上升后下降, 2022-2024 年产品收入占主营业务收入比重分别为 67.97%、66.61% 和 57.96%, 同时产品结构年际调整, 其他主营业务规模占比稳定, 光伏发电系统、新能源电力业务占比上升并趋于稳定, 储能逆变器业务占比下降并趋于稳定。锦浪科技销售净利率和毛利率维稳, 销售费用率先降后升, 财务费用率不断上升, 管理费用率呈现 “W 型” 波动。2020-2024 年, 公司销售净利率分别为 15.26%、14.30%、18.00%、12.77% 和 10.56%, 销售毛利率分别为 31.82%、28.71%、33.52%、32.38% 和 31.57%。风险提示: 申购至上市阶段正股波动风险, 上市时点不确定所带来的机会成本, 违约风险, 转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师: 李勇 证券分析师: 陈伯铭)

行业

推荐个股及其他点评

高能环境（603588）：2025 年三季报点评：扣非业绩大增 29%，重视金属价格上行中再生资源价值

投资要点 事件：2025 年前三季度公司实现营业收入 101.6 亿元，同比减少 11.28%；归母净利润 6.46 亿元，同比增长 15.18%；扣非归母净利润 6.00 亿元，同比增长 29.03%；加权平均 ROE 同比提高 1.04pct，至 6.9%。前三季度扣非大增 29%，资源化板块产能提升。2025 年前三季度公司实现营业收入 101.6 亿元，同比减少 11.28%；归母净利润 6.46 亿元，同比增长 15.18%；扣非归母净利润 6.00 亿元，同比增长 29.03%。单季度来看，2025 年第三季度，公司归母净利润 1.44 亿元（同比-1.05%），扣非归母 1.45 亿元（同比+177%）。扣非业绩增长主要得益于金属价格持续上涨，资源回收板块产能提升，以及经营策略的不断优化和提升。2025 年前三季度，公司销售毛利率 17.9%，归母净利率 6.4%，分别同比提升 3.9pct 和 1.5pct。利润率提升，经营质量提升。现金流表现持续提升，高质量发展。1）2025 年前三季度公司经营活动现金流净额 3.67 亿元，同比增加 67.29%；2）投资活动现金流净额 1.62 亿元，去年同期为-7.45 亿元；3）筹资活动现金流净额-6.86 亿元，去年同期 4.80 亿元。经营活动现金流稳步提升，资本开支下降。期间费用提升。2025 年前三季度公司期间费用同比增长 8.06%至 11.04 亿元，期间费用率上升 1.94pct 至 10.87%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 13.84%、增加 2.28%、增加 11.62%、增加 10.31%至 0.81 亿元、3.7 亿元、2.97 亿元、3.56 亿元。公司四季度归母净利润受到费用集中确认等因素影响，2023 年、2024 年均均为负值。我们预计 2025 年以来费用确认在季度间有望更加平衡，更好体现季度经营情况。重视再生资源的资源价值，金属价格上行有望受益。资源化业务通过物理或化学处理工艺，提取固废或危废中有回收利用价值的元素资源，并进一步加工生产成为产品。通过品类横向扩张+产业链纵向延伸，公司已实现金属类资源化深度布局，产品从铜、铅、镍进一步拓展到铋、锑、金、银、铂、钯等，项目获取处置加工再生运营收益外，重视全产业链布局下，再生资源的资源价值。2025 年以来，金属价格整体迎来上涨，且 2025 年 9 月以来上涨加速，2025/1/2 至 2025/10/14，COMEX 黄金上涨 57.5%，COMEX 白银上涨 72.17%，LME 铜上涨 20.88%。截至 2025/9/30，公司存货 59.97 亿元，较 2025/6/30 增长 5.09 亿元，有望充分受益金属价格上行。盈利预测与投资评级：公司资源化项目经营情况稳步提升，我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 8.0/9.1/10.5 亿元，2025-2027 年 PE 为 14.5/12.8/11.1 倍（2025/10/17），维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动，产能利用率不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

佛燃能源（002911）：2025 年三季报点评：业绩符合预期，持续推进绿醇投资，25-27 年分红比例不低于 65%

投资要点 事件：2025/10/15 公司发布公告：1）未来三年（2025-2027 年）股东回报规划。2）向子公司及参股公司增资暨关联交易。2025/10/16 公司发布 2025 年三季报。2025Q1-3 业绩稳增，经营

性现金流受业务扩大影响有所减少；股权激励目标锁定 2025 年利润稳增。公司 2025Q1-3 营业总收入 235.01 亿元，同增 5.38%，主要为大力拓展供应链等业务所致（供应链及其他业务收入 136.21 亿元，同增 20.67%）；2025Q1-3 天然气供应量 35.24 亿方，同减 9.5%，边际改善（2025H1 天然气供应量 21.31 亿方，同比-11.2%，主要系电厂和工商业气量偏弱所致）；2025Q1-3 归母净利润 4.90 亿元，同增 6.07%，符合我们预期；2025Q3 归母净利润 1.81 亿元，同增 4.07%；2025Q1-3 经营活动产生的现金流量净额 5.24 亿元，同减 57.74%，主要系拓展业务增加存货所致。公司股权激励目标 2025 年每股收益 0.9 元（股本按照 2022 年底 9.52 亿股计算），即 2025 年归母净利润不低于 8.57 亿元，锁定利润稳增。2025-2027 年分红比例不低于 65%，保证股东回报。2025-2027 年，公司每年现金分红金额不低于公司该年度归母净利润的 65%。公司在符合相关条件下每年可以进行两次利润分配，即年度利润分配及中期（半年度或第三季度）利润分配。其中现金分红方式可以是现金分红或以现金为对价回购股份及监管规则允许的其他方式。持续推进绿醇项目投资，计划新建 20 万吨/年绿醇产能。在国内发布“双碳”目标、欧盟正式通过碳关税法的大背景下，绿色甲醇作为一种绿色燃料成为国际航运业减碳的重要燃料选择之一。公司与香港中华煤气于 2024/11/25 签订了《合作框架协议》，双方有意共同合作，初步计划实现投资总额人民币 100 亿元，打造产能合计 100 万吨/年的绿色燃料及化工供应池；为进一步落实双方合作，双方分别出资 50%设立 VENEX 公司，VENEX 公司不纳入双方合并报表范围。截至 2025/8/27，VENEX 公司已收购内蒙古易高公司（已实现 5 万吨/年绿色甲醇产能并批量销售，后续将进行产线改造，最终形成 30 万吨/年产能）100%股权。现为满足位于佛山市三水区大塘化工园区的 20 万吨/年绿色甲醇项目的建设资金需求，公司拟向 VENEX 公司增资 3.1 亿元人民币或等值外币；项目拟分两期建设，本次拟投建的为第一期 20 万吨/年工程，规划总产能为 30 万吨/年。据公司测算，一期 20 万吨/年项目计划总投资约 20.58 亿元（含增值税），所需资金来源为自筹资金及银行贷款；20 万吨/年项目达产后，预计可实现年均所得税后利润约 2.7 亿元，总投资收益率 18.64%，资本金内部收益率 31.58%，项目投资回收期（税后）6.98 年（含 2 年建设期）；本项目地处粤港澳大湾区，区域内及周边地区拥有丰富的生物质资源，可为绿醇规模化生产提供稳定的原料供应；粤港澳大湾区拥有的港口网络（如广州港、深圳港、香港港）为绿醇的加注和出口提供了理想条件，可辐射亚洲航运燃料市场。盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年公司归母净利润 8.72/9.22/9.76 亿元的预测，同比+2.2%/+5.7%/+5.9%，PE19.3/18.2/17.2 倍；按照分红率 65%计算，2025-2027 股息率 3.4%/3.6%/3.8%（估值日 2025/10/16）。公司天然气业务稳定发展，新能源、供应链、延伸、科技研发与装备制造业务多点开花；计划新增的甲醇项目为公司带来利润增长空间，维持“买入”评级。风险提示：经济增速不及预期，极端天气&国际局势变化，安全经营风险，商誉减值风险

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

民士达（920394）：2025 年三季报点评：25Q1-3 扣非业绩同比+38%，经营活动现金流同比显著改善

投资要点 公司前三季度扣非业绩同比增长 38%，销售毛利同比提升至 40%。公司发布 2025 年三季报，2025Q1-3 实现营收 3.43 亿元，同比+21.77%；归母净利润 0.91 亿元，同比+28.88%；扣非归母净利润 0.87 亿元，同比+38.16%。单季度来看，2025Q3 实现营收 1.06 亿

元，同比+9.92%，环比-13.52%；归母净利润 0.28 亿元，同比+6.44%，环比-13.34%；扣非归母净利润 0.26 亿元，同比+9.34%，环比-16.51%。从利润率水平来看，2025Q1-3 公司实现销售毛利率 40.37%，同比+2.84pct；销售净利率 26.16%，同比+2.43pct。期间费用率水平有所提升，经营活动现金流同比显著改善。2025Q1-3 公司期间费用率有所提升，销售/管理/财务费用率分别为 3.14%/2.82%/-0.96%，同比+0.31/-0.25/+0.50pct。现金流方面，2025Q1-3 公司实现经营活动产生的现金流量净额 6362 万元，同比+255.32%，主要 2025 年前三季度销售额同比增加带动收款同比增加以及持有应收票据到期托收回款金额同比增加所致；实现投资活动产生的现金流量净额-9889 万元，同比增长 166.59%，主要系 2025 年前三季度公司购买银行结构性存款同比增加以及工程采购付款额同比增加所致。公司创新研发能力突出，下游应用需求与国产替代并驱业绩增长。1) 产品创新能力强：公司自 2009 年成立以来即深耕于芳纶纸领域，产品打破美国杜邦公司全球独家垄断，使我国成为世界上第二个能够生产芳纶纸的国家。公司产品型号及品种结构已涵盖芳纶纸主要应用领域，产品种类包括间位芳纶纸、对位芳纶纸两大系列，主要应用于电气绝缘和蜂窝芯材两大领域，经过十余年发展，已成为国内芳纶纸行业龙头企业和国内规模最大的芳纶纸制造企业。2) 客户资源优：经过多年持续发展，公司市场认可度和品牌知名度逐步提升，主要直接客户或终端客户涵盖中航集团、中国中车、瑞士 ABB 公司、德国西门子公司、德国迅斐利公司、法国施耐德公司、松下电器等国内外知名企业。盈利预测与投资评级：未来随着新能源汽车、风力发电、光伏发电、算力、国产大飞机等应用领域需求增长，以及高速列车、地铁轻轨及电网改造的进程加快，变压器等设备用芳纶绝缘纸的市场将迎来新的增长点。维持公司 2025~2027 年归母净利润预测为 1.34/1.71/2.16 亿元，对应最新 PE 为 45/35/28x，维持“买入”评级。风险提示：1) 技术迭代不及预期；2) 宏观经济波动；3) 市场竞争加剧。

(证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申 证券分析师：余慧勇 证券分析师：薛路熹 研究助理：武阿兰)

361 度 (01361.HK)：25Q3 流水点评：超品店开店加速，户外品牌 ONEWAY 焕新亮相

投资要点 公司发布 2025Q3 经营数据：1) 流水：主品牌线下/童装线下/电商流水分别同比增长约 10%/约 10%/约 20%，延续 Q2 表现。2) 折扣：接近 7 折，相对平稳。3) 库存：24Q4 库销比 4.5-5 倍，保持平稳表现。超品店开店进展快于预期，开通美团闪送新渠道。截至 25Q3 超品店数 93 家（大装 80+童装 13 家），较 Q2 新增 44 家，开设进展快于预期，公司预计 Q4 进一步新开 20 家大装超品店。超品店店铺面积、选址优于原有传统店型，有效带动整体店效提升。线上渠道中，25Q3 新增美团闪送和美团团购业务，为消费者实现 30 分钟极速送达服务。产品矩阵进一步迭代升级，NBA 球星中国行活动放大品牌声量。产品方面，25Q3 迭代上新“雨屏 9 代”跑鞋、专业马拉松竞速跑鞋“飞燃 4.5”、篮球鞋“DVD4”、跑鞋“狂飙 2PRO”，并推出户外新品系列“轻野”，女子健身系列“新肌 PRO”、“新动”等，持续通过产品科技创新扩大市场竞争力。品牌方面，25Q3 携手 NBA 球星约基奇中国行、阿隆戈登亚洲行活动，与球迷深入互动，巩固品牌专业形象的同时带动品类销售。国庆期间户外品牌 ONEWAY 六店齐开，秋冬滑雪旺季销售表现值得期待。2013 年公司收购芬兰户外品牌 ONEWAY 大中华区运营权，经过近 10 年发展，疫情期间有所调整收缩。伴随户外消费热度高涨，2024 年品牌进行了焕

新升级，2025 年国庆假期 ONEWAY 品牌中国市场新增 6 家门店（位于郑州、济南、西安、北京、大庆、拉萨六个北方城市），门店面积 100-120 平，SKU 约 120 个，包括 NUUKSIO、SISU 及 LUXE 三条产品线，覆盖专业滑雪、专业户外及都市泛户外风格穿搭，以服装为主，未来有望丰富产品线。

盈利预测与投资评级：维持预测 25-27 年归母净利润 13.0/14.6/16.2 亿元，对应 PE8/8/7X，估值较低，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）

海光信息(688041): 2025 年三季报业绩点评: 25Q3 营收增速超预期, 研发大幅增加

投资要点 25Q3 营收高增，研发投入加大彰显长期成长潜力。据公司 25 年三季报，25Q1-Q3 实现营收 94.9 亿元，yoy+54.65%；毛利率 60.1%，yoy-5.53pcts；归母净利润 19.61 亿元，yoy+28.56%；研发费用 25.86 亿元，yoy+42.55%。25Q3 单季营收 40.26 亿元，yoy+69.6%，qoq+31.38%；毛利率 60.03%，yoy-9.1pcts，qoq+0.7pcts；销售净利率 29.78%，yoy-7.34pcts，qoq-0.51pcts；研发费用 10.88 亿元，yoy+59.35%，qoq+37.4%。公司 Q3 营收高增；净利率阶段性下降主要系同期研发投入高增所致。资产负债表方面，货币资金维持环比下降趋势，应收账款、预付款及存货维持环比增长。公司财报反映公司业务拓展节奏加快、展业呈现向好趋势。

国产模型崭露头角，AI 应用需求成为“国产算力”新引擎。快手可灵 2.5 Turbo 模型于 10 月 2 日在全球视频生成模型榜单中登顶图生视频与文生视频双榜首；腾讯于 9 月 28 日推出并开源 混元图像 3.0，作为业界首个开源工业级原生多模态生成模型，快速登顶 Hugging Face 热榜并保持领先，展现出在国产模型和应用多模态生成与开放生态方面的竞争力。同时，海光等国产硬件厂商纷纷完成国产大模型生态的适配兼容。我们认为 AI 应用自身增长的牵引形成国产算力原生算力成长路径。随着多模态生成与实时推理场景不断丰富，国产算力板块有望进入内生驱动的新一轮成长周期。国产 x86 & 类 CUDA 稀缺卡位——A 股 GPU 公司最完整产品矩阵布局。产品布局方面，海光信息为国内极少数能够量产并规模交付 x86 服务器 CPU 的厂商；其 DCU 产品则采用 GPGPU 架构，兼容“类 CUDA”环境，广泛应用于 AI 训练、推理等计算密集型领域。2025 年 9 月，海光面向 GPU、IO、OS、OEM 等产业全栈，正式宣布开放 CPU 互联总线协议（HSL），联动产业链上下游伙伴，协力共建高效互通的计算生态，全面释放国产算力潜能。我们认为同时布局 CPU、GPU（DCU）、Switch 互联，已初步形成算力基础设施全覆盖；随着 AI 大模型训练/推理需求的增长，公司产品有望形成多点联动，卡位优势显著。

盈利预测与投资评级：公司拥有 CPU 和 DCU 两大国内领先产品。CPU 方面，随着行业信创稳步推进，公司 CPU 产品收入会稳健增长。DCU 方面，AI 算力需求释放叠加国产化趋势加快，国产 AI 芯片厂商迎来历史性机遇。公司 DCU 产品性能生态位列第一梯队，新产品不断迭代。基于公司 25 年三季报业绩，我们略微调整 2025-2027 年归母净利润分别为 31.16/46.17/65.29 亿元（前值：28.67/42.93/58.04 亿元）。维持“买入”评级。

风险提示：技术升级不及预期，需求不及预期，市场竞争风险，地缘政治风险等。

（证券分析师：陈海进 证券分析师：王紫敬 研究助理：李雅文）

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>