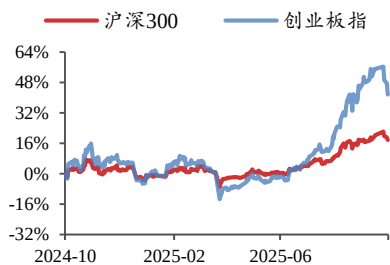


2025 年 10 月 15 日

开源晨会 1015

——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(%)
银行	2.507
煤炭	2.178
食品饮料	1.692
交通运输	0.504
公用事业	0.485

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-4.984
电子	-4.64
有色金属	-3.663
计算机	-2.981
电力设备	-2.363

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

【固定收益】关税扰动难掩出口亮色，外贸结构不断优化创新——2025 年 9 月进出口数据点评-20251014

海关总署公布 2025 年 9 月进出口商品统计快讯,按美元计价,我国进口同比+7.4% (前值为+1.3%,下同),环比+8.5%(-1.8%);出口同比+8.3% (+4.4%),环比+2.1% (+0.01%);贸易顺差同比+10.6% (+11.8%),环比-11.6% (+4.2%)。2025 年前三季度进口同比-1.1%,出口同比+6.1%,贸易顺差同比+26.0%。

进口：9月进口金额处于近五年同期高位，进口同比持续增长
出口：9月出口金额处于近五年同期高位，环比连续两个月保持增长

市场：“TACO”交易扰动债市

债市观点：经济预期修正下，债券收益率有望趋势性上行

行业公司

【汽车：江淮汽车(600418.SH)】9月尊界S800交付量快速爬坡，有望支撑订单积累——公司信息更新报告-20251014

公司发布 9 月产销快报，实现汽车销量 3.35 万辆，同比-15.50%，主要受 SUV、皮卡、多功能商用车等销量下滑影响。但受益尊界品牌逐步放量，9 月新能源乘用车销量+18.69%至 0.36 万辆。我们维持公司业绩预测，预计 2025-2027 年营收为 515.6/669.5/879.5 亿元，归母净利为 4.6/15.8/37.7 亿元，当前股价对应 PS 为 2.1/1.6/1.2 倍，鉴于尊界持续放量，盈利能力及稳定性高，维持“买入”评级。

【电力设备与新能源：英维克(002837.SZ)】业绩符合预期，发布符合谷歌标准的液冷产品——公司信息更新报告-20251014

伴随国内外 AIGC 持续发展，国内外高功率算力芯片及超节点高功率机柜逐渐放量，公司或将持续受益于数据中心建设，考虑到项目结算进度，以及 2025 年后液冷需求有望贡献较大弹性，我们下调 2025 年、上调 2026 年及 2027 年盈利预测，预计其 2025-2027 年归母净利润为 6.03/11.10/16.39 亿元(原 6.51/10.97/15.19 亿元)，当前股价对应 PE 分别 126.3/68.6/46.5 倍，维持“买入”评级。

【农林牧渔：中宠股份(002891.SZ)】2025Q3 营收再创新高，品牌活力释放全球布局推进——公司信息更新报告-20251014

公司发布 2025 年三季报，公司 2025Q1-Q3 营收 38.60 亿元(同比+21.05%)，归母净利润 3.33 亿元(同比+18.21%)。单 Q3 营收 14.28 亿元(同比+15.86%)，归母净利润 1.30 亿元(同比-6.64%)。2024Q1-Q3 毛利率、净利率 30.54%、9.32%(同比+2.99pct、-0.16pct)，公司经营向好，我们维持 2025-2027 年盈利预测不变，预计 2025-2027 年归母净利润 4.78/5.81/7.12 亿元，EPS 分别为 1.57/1.91/2.34 元，当前股价对应 PE 为 36.1/29.7/24.2 倍。

研报摘要

总量研究

【固定收益】关税扰动难掩出口亮色，外贸结构不断优化创新——2025年9月进出口数据点评-20251014

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

海关总署公布 2025 年 9 月进出口商品统计快讯，按美元计价，我国进口同比+7.4%（前值为+1.3%，下同），环比+8.5%(-1.8%); 出口同比+8.3% (+4.4%)，环比+2.1% (+0.01%); 贸易顺差同比+10.6% (+11.8%)，环比-11.6% (+4.2%)。2025 年前三季度进口同比-1.1%，出口同比+6.1%，贸易顺差同比+26.0%。

进口：9 月进口金额处于近五年同期高位，进口同比持续增长

按美元计价，我国进口同比+7.4% (+1.3%)，环比+8.5% (-1.8%)，9 月进口金额处于近五年同期高位，进口同比持续增长。

分重点商品看，9 月农产品同比+5.8%，环比+5.0%；化工医药同比-10.3%，环比-1.9%；稀土同比-9.2%，环比+26.8%；劳动密集型产品同比-2.8%，环比+10.8%；基本金属同比+16.1%，环比+9.0%；机电产品同比+10.3%，环比+14.2%，其中汽车类产品同比-29.8%，环比-7.5%；高新技术产品同比+14.2%，环比+18.1%。

分国家或地区看，8 月进口总值占比前三位的国家或地区是东盟、欧盟和拉美，其中东盟进口总值同比-0.9%，环比+11.4%；欧盟进口总值同比+9.4%，环比+10.3%；拉美进口总值同比+18.0%，环比+0.3%。中国香港、英国和印度同比变动幅度较大，分别为+304.2%、+25.5%和+23.4%。

出口：9 月出口金额处于近五年同期高位，环比连续两个月保持增长

按美元计价，我国出口同比+8.3% (+4.4%)，环比+2.1% (+0.01%)，9 月出口金额处于近五年同期高位，环比连续两个月保持增长。

分重点商品看，9 月农产品同比+4.5%，环比+7.2%；化工医药同比+18.2%，环比-4.7%；稀土同比+97.1%，环比+8.3%；劳动密集型产品同比-4.0%，环比-6.6%；基本金属同比-2.0%，环比+5.3%；机电产品同比+12.7%，环比+5.2%，其中汽车类产品同比+8.7%，环比-2.9%；高新技术产品同比+11.9%，环比+13.2%。出口产品的结构不断优化创新，劳动密集型产品同比下降，机电产品、高新技术产品均同比增长。

分国家或地区看，9 月出口总值占比前三位的国家或地区是东盟、欧盟和中国香港，其中东盟出口总值同比+15.6%，环比-6.1%；欧盟出口总值同比+14.2%，环比-7.1%；中国香港出口总值同比+19.4%，环比+28.0%。受关税与抢出口影响，美国出口同比大幅下降，我国对欧盟与东盟出口总值同比仍保持两位数增长。

市场：“TACO”交易扰动债市

10 月 10 日市场再迎黑天鹅事件，特朗普宣布 11 月起对华加征 100%额外关税，10 月 11 日债市收益率普遍快速下行。随特朗普态度转变，关税博弈降温，市场风险偏好有所修复，10 月 13 日利率债收益率整体震荡后上行。

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。

行业公司

【汽车：江淮汽车(600418.SH)】9月尊界S800交付量快速爬坡，有望支撑订单积累——公司信息更新报告-20251014

邓健全（分析师）证书编号：S0790525090003 | 徐剑峰（分析师）证书编号：S0790525090004

9月传统乘用车业务依旧承压，尊界放量推动公司新能源车销量同比+18.69%

公司发布9月产销快报，实现汽车销量3.35万辆，同比-15.50%，主要受SUV、皮卡、多功能商用车等销量下滑影响。但受益尊界品牌逐步放量，9月新能源乘用车销量+18.69%至0.36万辆。我们维持公司业绩预测，预计2025-2027年营收为515.6/669.5/879.5亿元，归母净利为4.6/15.8/37.7亿元，当前股价对应PS为2.1/1.6/1.2倍，鉴于尊界持续放量，盈利能力及稳定性高，维持“买入”评级。

S800上市4个月大定破1.5万辆，9月首个完整批量交付月销量达0.23万辆

尊界S800凭借其科技新豪华属性及鸿蒙智行渠道赋能，成为超豪华轿车市场的新标杆。上市4个月，尊界S800大定已突破1.5万辆，成功媲美国内豪华轿车市场代表性车型2024年的年销量相当（保时捷Panamera/奔驰S级/迈巴赫S级/宝马7系/奥迪A8 2024年国内市场销量分别为1.53/1.50/1.24/1.07/0.92万辆）。同时，尊界S800展现出强大的订单稳定性，从大定数破1.4万到大定数破1.5万仅过去10天。此外，为有效兑现订单并强化订单稳定性，公司持续推动供应链准备及工厂产能提升，8月中旬开始批量交付后，8月交付量即突破1000，而9月作为首个完整交付月、销量达0.23万辆，预计后续公司仍将持续保订单交付。

豪华车市场消费能力强/国产替代空间广，尊界MPV/SUV等新车型爆款可期

豪华车市场客群消费能力强，受购置税补贴退坡等政策影响相对较小。豪华品牌本身有着较高的品牌溢价，因此利润率及盈利稳定性相比一般车企也更高，有望享受较高的估值溢价。同时，国内豪华车市场原先基本以进口豪华燃油车为主，随着该市场客群多元化，尊界等自主品牌豪华车有望以电动智能化技术优势、更高性价比等吸引较多增换购需求。公司坚定不移地推进尊界项目，与华为组建超5000人专属团队，学习华为系统开展流程化组织变革和数字化赋能，高标准建设尊界超级工厂，联合227家全球顶级供应链伙伴攻坚关键技术，全方位保障尊界品牌有效运行。展望后续，尊界将以S800积累的品牌势能为基础，推出豪华MPV、SUV等更多车型，推动销量实现更大突破，从而树立自主豪华品牌标杆。

风险提示：汽车销量/尊界品牌需求/大众安徽转型不及预期；行业竞争加剧。

【电力设备与新能源：英维克(002837.SZ)】业绩符合预期，发布符合谷歌标准的液冷产品——公司信息更新报告-20251014

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002

业绩符合预期，持续看好全球液冷需求释放，维持“买入”评级

英维克发布2025年三季度报，2025前三季度公司实现营收40.26亿元，同比+40.19%，主要是机房及机柜温控节能产品收入增加所致，实现归母净利润3.99亿元，同比+13.13%，实现扣非归母净利润3.84亿元，同比+14.76%。2025Q3公司实现营收14.53亿元，同比+25.34%，实现归母净利润1.83亿元，同比+8.35%，实现扣非归母净利润1.81亿元，同比+11.29%。伴随国内外AIGC持续发展，国内外高功率算力芯片及超节点高功率机柜逐渐放量，公司或将持续受益于数据中心建设，考虑到项目结算进度，以及2025年后液冷需求有望贡献较大弹性，我们下调2025年、上调2026年及2027年盈利预测，预计其2025-2027年归母净利润为6.03/11.10/16.39亿元（原

6.51/10.97/15.19 亿元), 当前股价对应 PE 分别 126.3/68.6/46.5 倍, 维持“买入”评级。

发布 2MWGoogleDeschutes5CDU, 加速供应链建设

公司参加 2025OCPSummit 大会, 发布基于 GoogleDeschutes5CDU 规格的 2MWCDU, 以及基于 OCP 规格的 UQD 和 UQDB 等产品, 产品能力保持行业领先水平, 有望逐步打开国际市场, 获取海外订单。公司加快推进华南总部基地和中原总部基地建设, 加速产能扩张, 此外, 公司将积极建设海外资源平台, 建立更优的本土化服务能力和高效敏捷供应链能力, 提高海外市场竞争力。

公司与英特尔合作已久, 多个液冷产品通过测试认证

公司与英特尔合作关系久远。公司冷板产品于 2023 年正式被列入 IntelEagleStream 服务器 DesignGuide 文件, 公司是英特尔中国数据中心液冷创新加速计划的首位合作伙伴, BHS-AP 平台冷板、UQD04 快接头、分水器和机架式液冷 CDU 已通过英特尔测试与验证, 成为英特尔至强 6 平台首位冷板液冷解决方案集成商。公司 Coolinside 全链条液冷解决方案中的快换接头、Manifold、冷板、长效液冷工质、漏液检测等产品已获一些主流的算力芯片厂商、头部算力设备制造商认可并开始被规模采购应用。

风险提示: 储能温控行业竞争加剧、数据中心风冷及液冷产品放量不及预期。

【农林牧渔：中宠股份(002891.SZ)】2025Q3 营收再创新高，品牌活力释放全球布局推进——公司信息更新报告-20251014

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

2025Q3 营收再创新高，品牌活力释放全球布局推进，维持“买入”评级

公司发布 2025 年三季报, 公司 2025Q1-Q3 营收 38.60 亿元(同比+21.05%), 归母净利润 3.33 亿元(同比+18.21%)。单 Q3 营收 14.28 亿元(同比+15.86%), 归母净利润 1.30 亿元(同比-6.64%)。2024Q1-Q3 毛利率、净利率 30.54%、9.32%(同比+2.99pct、-0.16pct), 公司经营向好, 我们维持 2025-2027 年盈利预测不变, 预计 2025-2027 年归母净利润 4.78/5.81/7.12 亿元, EPS 分别为 1.57/1.91/2.34 元, 当前股价对应 PE 为 36.1/29.7/24.2 倍, 公司 2025Q3 单季度营收再创新高, 品牌活力持续释放, 加快海外市场拓展推进全球布局, 维持“买入”评级。

公司重视研发创新与营销突破, 产品活力持续释放

公司重视产品研发创新与营销突破, 2025Q1-Q3 公司研发费用 0.74 亿元 (同比+44.50%), 销售/管理/财务费用率分别为 11.97%/5.49%/0.41%, 分别同比+1.52/+1.32/-0.13pct。产品活力持续释放, WANPY 顽皮: 2025Q3 获美团闪购 2025 年唯一宠物品牌“最佳增长奖”, 成功入驻北美地区最大宠物电商平台 CHEWY。Toptrees 领先: 2025Q3 与 IP“武林外传”实现跨界联名合作, 积极整合线上线下资源, 实现在亚宠展期间线上曝光量近 202 万。新西兰 ZEAL 真致: 自行研发的帝王鲑系列高颜值周边首发破圈, 直接带动亚宠展品牌展位客流增长 200%, 线下销量突破预期。

公司加速海外市场拓展, 全球布局稳步推进

公司全球布局稳步推进, 美国二期项目、加拿大二期项目、墨西哥生产基地、柬埔寨二期项目等海外工厂同步加速建设; 此外研发中心 3.0、三期原料库项目、烟台新高端宠物湿粮智能工厂建设亦稳步推进。截至 2025 年 9 月末, 已在全球拥有超 23 间现代化宠物食品生产基地, 产品已出口至全球 90 个国家, 自主品牌出口至全球 77 个国家。

风险提示: 原材料(鸡胸肉)价格波动, 产能扩张不及预期等。

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集团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。

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