

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-10-15

宏观策略

2025 年 10 月 15 日

宏观点评 20251014：每周宏观经济和资产配置研判—20251013

从政策方向来看有三大抓手：靠前使用化债额度+5000 亿政策性金融工具+货币宽松

晨会编辑 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20251013：一文读懂城投平台发行公募 REITs 产品的过去、现在与未来（回顾篇）

公募 REITs 发展历程及政策回顾：探索研究阶段（2005 年-2019 年）、起步成型阶段（2020 年-2021 年）、发展创新阶段（2021 年-2024 年）、稳步扩容阶段（2024 年 7 月至今）。城投平台 REITs 市场现状：1）近年来公募 REITs 市场的试点与常态化为城投平台提供了盘活存量资产、优化资本结构、探寻市场化转型的重要金融工具，例如助力城投平台通过闲置资产出表来降低资产负债率、改善现金流状况并突破传统融资模式限制，通过实现从“投资-建设”向“投资-建设-运营-退出”的良性循环转变来为城投平台提供“化债”浪潮中可获取到的新的资金周转抓手。城投平台在公募 REITs 市场的积极参与不仅推动了 REITs 市场的扩容与创新，更对促进地方政府投融资体制改革、优化基础设施运营效率、化解隐性债务并提升投资回报率发挥着关键作用。2）截至 2025 年 9 月初，原始权益人仅包括城投类主体或穿透后母公司为城投类主体的公募 REITs 发行数量共计 21 只，发行总规模达 638.47 亿元，占公募 REITs 市场总发行额的 32.85%。风险提示：相关政策不确定性；底层资产运营风险；治理结构与信息披露风险。

行业

推荐个股及其他点评

思摩尔国际（06969.HK）：2025Q3 业绩点评：收入增速较快，HNB 稳步推广

盈利预测与投资评级：思摩尔国际是全球雾化科技龙头，电子雾化受益于欧美政策和执法趋严触底回升，HNB 业务独家绑定英美烟草打造第二曲线，雾化医疗和美容等业务多元发展。我们维持公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 13.3/22.2/28.9 亿元，对应 PE 为 67/40/31 倍，维持“增持”评级。风险提示：监管政策不确定性、新业务推广不及预期、市场竞争加剧等。

新华保险（601336）：2025Q3 业绩预增：受益于投资收益提升，Q3 单季归母净利润同比增长 58%-101%

盈利预测与投资评级：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 387/402/418 亿元（前值为 313/325/337 亿元）。当前市值对应 2025E PEV 0.69x、PB 2.17x，仍处低位。我们看好公司将以深化供给侧改革为主线，深刻把握新时代广大居民

健康、养老、财富管理等发展机遇，维持“买入”评级。风险提示：长期利率趋势性下行，权益市场波动，新单保费承压。

炬芯科技（688049）：2025 年 Q3 业绩预告点评：25Q3 营收同比进一步高增，大力投入研发支撑端侧 AI 化转型

端侧 AI 化转型显成效，创新音频芯片量产驱动业绩高增长。公司聚焦端侧产品 AI 化转型主线，公司基于第一代存内计算技术的端侧 AI 音频芯片推广进展顺利，多家头部品牌的多个项目已成功立项，将于近期陆续进入量产，其中面向低延时私有无线音频领域的客户终端产品已率先完成量产。在端侧产品 AI 化趋势的带动下，公司产品矩阵持续拓展：端侧 AI 处理器芯片成功应用于头部音频品牌的高端音箱、Party 音箱等产品，市场渗透率大幅提高，相关销售收入实现数倍增长；低延迟高音质无线音频产品需求旺盛，销售额呈高速增长态势；蓝牙音箱 SoC 芯片系列在头部音频品牌中的渗透率持续提升，成长潜力进一步释放，同时与头部品牌客户合作的产品价值量及合作深度也实现同步增强。研发投入稳步增长，规模效应助推盈利能力提升。25 年 Q1-Q3，公司研发费用合计约 1.94 亿元，同比增长 21.55%。公司推进芯片产品持续迭代，致力于存内计算技术对各条线产品的持续赋能，面向智能蓝牙穿戴领域的 ATW609X 研发进展顺利。公司第二代存内计算技术 IP 研发工作也在按照既定规划稳步推进中，目标是将下一代芯片单核 NPU 算力实现倍数提升，大幅提升芯片能效比表现，并且全面支持 Transformer 模型。并加大下一代私有协议研发投入，进一步提升无线传输带宽，降低延迟，提升抗干扰性能。报告期内，公司持续优化产品结构与客户销售体系，推动整体毛利水平稳步提升；同时，公司营业收入增速显著高于费用增速，由此产生的规模效应有效带动整体利润水平提升。

中宠股份（002891）：2025 年三季报点评：25Q3 扣非归母净利同比+18.9%，自有品牌增长势能强劲

盈利预测与投资评级：中宠股份作为全球宠物食品行业领跑者，境内业务自有品牌顽皮、ZEAL 经历调整后重拾增长，领先品牌势能持续强劲，境外业务与多家客户保持长期合作关系，客户基础稳定，同时完备全球产能布局且产能持续扩产保障长期稳定成长。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 4.5/5.5/6.5 亿元，同比+14%/+23%/+18%，最新收盘价对应 PE 分别为 38/31/26X，维持“买入”评级。

震裕科技（300953）：2025 年 Q3 业绩预告点评：Q3 结构件盈利拐点兑现，机器人产品不断拓展

盈利预测与投资评级：我们预计 25-27 年归母净利分别为 6/9/13 亿元，同比+136%/+50%/+39%，对应 PE 50/33/24 倍，给予 26 年 40X，目标价 208 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动超市场预期，终端需求不及预期，行业竞争加剧。

宏观策略

宏观点评 20251014：每周宏观经济和资产配置研判—20251013

国内宏观观点：对当前国内经济和政策，我们有 3 个判断：

一是新一轮加关税对国内经济影响预计有限。一方面，从 4 月关税经验来看，特朗普当前所宣称的 100% 关税未必能落地多少，可能更多是增加贸易谈判的筹码；另一方面，今年前 9 个月，在对美出口同比下降 16.9% 的情况下，我国出口仍然实现了同比 6.1% 的高增长。

二是三季度以来国内经济有所承压，稳投资、稳消费压力加大，新一轮稳增长政策“箭在弦上”。8 月投资累计同比增速降至 0.5%，社零当月同比增速降至 3.4%，但考虑到“以旧换新”补贴大规模落地是从去年 9 月开始，高基数下，四季度消费压力可能加大，加上房地产压力和出口的不确定性，需要新一轮稳增长政策来稳定经济。

三是新一轮稳增长政策的力度预计较为温和。当前稳增长的思路仍然是托底，而非强刺激，不会用风险扩散来换取经济增速、不会牺牲质量来换取数量。这也是因为当前经济基本面没有到需要强刺激的地步，预计三季度经济增速在 4.7%-4.9%，前三季度累计为 5.1% 左右。假设按三季度增长 4.8% 算，四季度只要高于 4.5%，全年就能达到 5.0% 左右，实现政府工作报告所确定的目标。从政策方向来看，有三大抓手：靠前使用化债额度+5000 亿政策性金融工具（9 月底已落地）+货币宽松。

海外宏观观点：我们预期四季度美国经济延续任性，美联储大概率仍有 2 次降息，但降息预期易受到经济数据与关税反复的扰动。虽然降息周期延续，但当前美债利率已定价到明年底累计 4.7 次的降息，利率下行空间有限。同时，随着降息落地，经济增长预期修复，以及对债务可持续性的担忧，我们预期 10 年美债利率维持当前水平震荡。

市场对关税的分歧主要在于：冲突是否会进一步激化，以及何时 TACO。乐观派认为，虽然中美无行动上让步，但中方商务部与白宫表态偏鸽，中美股市都将快速触底反弹，当期即抄底机会。悲观派认为，中美虽语气缓和但无实质让步，后续仍可能存在回调。策略上，无论是否还有调整，在美联储换帅前特朗普 TACO 仍是大概率事件。因此，分歧更多是节奏问题，趋势上仍然建议逢低买入。

权益市场观点：市场在周末关税冲击的发酵下迎来了较大幅度的调整，但对于关税冲击后果的和对特朗普 TACO 行为的可预见性导致市场普遍认为周日的调整是短期情绪底，资金更倾向于流入国际关系波动中受益的稀土、自主研发的软硬件、军工板块和防御型的银行板块等。

整体来看，上周四行情可能已经是短期的一个高点，中美关系的不确定性、三季报的业绩以及市场整体的估值的三方面影响下市场存在调整的内在需求，10 月至 11 月市场大概率进入震荡区间。市场风格在震荡区间可能会由 AI 硬件和海外映射逐步转向防御型和业绩能有支持逻辑的行业进行短暂的切换，如创新药、非银、可选消费等。在 10~11 月的震荡期结束之后，市场蓄力后可能会迎来进一步的向上，风格可能从防御型再度转向成长。

债券市场观点：外部风险带来交易性做多机会、下行空间或有限。从 5 月份日内瓦至 9 月份马德里，中美经贸谈判始终有条不紊进行，但是在 10 月底 APEC 峰会前中美关系陡然反复，却超出市场预期之外，风偏短暂受压制带来利率阶段性下行机会，将 10 年期利率重新推回 1.70%-1.75% 区间，我们认为，基于 2025 年以来 TACO 频现，无论股票市场还是债券市场，对外部冲击更加理性，利率仍然主要取决于国内基本面表现和货币政策操作：（1）10 月份博弈货币政策宽松或再度升温，

三季度经济增长压力相比上半年边际增大，且 10 月份中美贸易摩擦再起波澜，稳增长增量举措或渐行渐近，货币政策宽松窗口或也顺势打开，“降准降息”操作概率有所抬升，可能否真正兑现还取决于对四季度经济形势的综合研判；（2）度过三季度政府债的融资高峰之后，四季度利率债供给压力下降，在 MLF 和买断式逆回购等流动性工具的持续加量投放下，资金利率也趋于平稳，四季度财政“提前发债”的风险仍存，供给压力和资金面挑战仍未消除。总体来看，利率在 10 月份处于短期修复和中期隐忧之间的过渡期，受到中美贸易摩擦升级，10 年期利率迎来修复性下行，但是下破 1.70% 的概率偏低。风险提示：（1）经济政策出台节奏不及预期；（2）美联储货币政策变动超预期；（3）大类资产价格出现较大波动。

（证券分析师：芦哲）

固收金工

固收深度报告 20251013：一文读懂城投平台发行公募 REITs 产品的过去、现在与未来（回顾篇）

观点 公募 REITs 发展历程及政策回顾：1）探索研究阶段（2005 年-2019 年）：该阶段期间，我国市场上多以类 REITs 产品为主，相较于真正的 REITs 产品而言，还存在募资方式以私募为主、流动性较差、缺乏税收优惠、无法公开上市交易等方面的差距，但多年的 REITs 试点工作以及对于类 REITs 的尝试为后续公募 REITs 的发行奠定了良好基础，随后疫情冲击带来的宏观经济环境变化也为我国 REITs 的发展提供了新的契机。2）起步成型阶段（2020 年-2021 年）：该阶段内开启的基础设施领域公募 REITs 制度的系统性建立系我国基础设施投融资机制创新的重大里程碑。通过各级机构的多层次政策联动，首次实现了 REITs 从“房地产”到“不动产”的概念拓展，明确将基础设施作为核心载体，初步构建了覆盖项目遴选、产品运作、机构责任和市场监管的全流程制度体系。这一系列举措有力支撑了我国的 REITs 产品从局部试点转向全国性的规范化发展新阶段，对后续的盘活企业存量资产、拓宽企业融资渠道、促进实体经济高质量发展具有深远意义。3）发展创新阶段（2021 年-2024 年）：该阶段的政策在明确 REITs 试点工作要求的基础上，一方面为公募 REITs 提供税收方面的政策优惠，从实质上降低了市场主体的参与成本，解决了信息披露和融资操作中的实际问题，另一方面还侧重于逐步扩展 REITs 试点资产类别，由此前单一的传统基建类逐步拓展至保障房类以及商业地产类，推动实现了住房保障体系和商业项目领域与资产证券化手段深度融合的金融创新。在这一阶段，政策还重点支持已上市项目的扩募行为，为公募 REITs 市场的健康可持续发展筑牢制度基础。此外，从首批项目落地到市场品种外扩，地方城投平台始终扮演着积极响应政策、率先探索实践的关键推动者角色，尤其在交通基础设施、保障性租赁住房等具有显著公共属性和强公益性的 REITs 资产类型领域均展现出明显抬升的参与热情。4）稳步扩容阶段（2024 年 7 月至今）：2024 年下半年至今，我国公募 REITs 发行正式由试点阶段转向常态化发行阶段。该阶段推出的各项举措吸取了试点阶段的大量政策经验，有效清除试点阶段存在的各类制度障碍，将政策重点转移到底层资产类型扩围和已有 REITs 项目扩募上，为我国 REITs 市场的长期发展提供更为完善、全面的制度保障。同时，城投平台作为地方政府重要的投融资主体和公共资产运营方，在 REITs 市场常态化发行进程中，持续保持较高参与度，不仅在传统资产类型上继续新发，亦在特殊底层资产品类创新与

拓展上发挥作用。当前公募 REITs 市场概览：1) 我国公募 REITs 市场自 2021 年正式起步，2024 年下半年开始转入常态化发行阶段，发展历程较短，根据 Wind 统计，截至 2025 年 9 月 12 日，市场上 REITs 产品的发行数量共计 75 只，总发行额达 1943.32 亿元。2) 公募 REITs 产品可按照项目属性维度划分为两类：一类为产权类 REITs，其底层资产为基础设施项目的所有权和经营权，另一类为特许经营权 REITs，其底层资产为基础设施项目的特许经营权。3) 当前公募 REITs 市场上的产品虽数量有限，但底层资产类型范畴涉猎广泛，已扩展至园区基础设施、交通基础设施、保障性租赁住房、消费基础设施、仓储物流、新型基础设施、能源基础设施、水利设施、市政设施、生态环保十大类基础设施，相较于 2024 年 7 月 26 日发布的 REITs 常态化发行的重要文件中明确提出的资产类型而言仅缺少养老设施一类，表明 REITs 这一固定收益品种已逐步将金融创新的强心剂作用覆盖至我国社会经济的各大领域。4) 原始权益人所属地域方面，我国公募 REITs 市场呈现显著的区域集中与多元化并存格局。具体而言，经济发达省市占据 REITs 市场的供给主导，如广东、北京、浙江、江苏、上海等地的原始权益人凭借拥有的优质资产体量较大、区域产业潜力和财政实力较为雄厚而成为发行主力；同时，参与 REITs 市场的地域范围持续扩大，并由东南沿海地区逐步向中西部地区、北部地区延伸，个别省份如内蒙古、新疆等的阶段性突出表现充分体现了公募 REITs 市场常态化、全国化发展的趋势。

城投平台 REITs 市场现状：1) 由于城投平台一直以来始终承担着政府投资项目的融资功能，因此作为地方基础设施建设的主力，长期以来沉淀了大量具备稳定收益能力的优质资产，而近年来公募 REITs 市场的试点与常态化为城投平台提供了盘活存量资产、优化资本结构、探寻市场化转型的重要金融工具，例如助力城投平台通过闲置资产出表来降低资产负债率、改善现金流状况并突破传统融资模式限制，通过实现从“投资-建设”向“投资-建设-运营-退出”的良性循环转变来为城投平台提供“化债”浪潮中可获取到的新的资金周转抓手。城投平台在公募 REITs 市场的积极参与不仅推动了 REITs 市场的扩容与创新，更对促进地方政府投融资体制改革、优化基础设施运营效率、化解隐性债务并提升投资回报率发挥着关键作用。2) 截至 2025 年 9 月初，原始权益人仅包括城投类主体或穿透后母公司为城投类主体的公募 REITs 发行数量共计 21 只，发行总规模达 638.47 亿元，占公募 REITs 市场总发行额的 32.85%。3) 从底层项目属性角度来看，城投平台因业务范围和经营方式与地方政府存在紧密联系，故其发行的公募 REITs 中特许经营权类别的份额优势更为显著；然而在发行放缓的 2023 年和回调的 2025 年期间，城投平台 REITs 在产权类别的发行则更为活跃，或受彼时市场环境和政策导向影响所致。4) 从底层资产类型角度来看，各年度城投平台新发 REITs 的资产类型分布均不超过 4 类，一方面或受制于城投平台所持有的资产类型较为有限，另一方面或受制于城投平台每年新发 REITs 数量有限，其中规模上基本以交通基础设施类居多，数量上基本以园区基础设施类为主。5) 从原始权益人所属地域角度来看，城投平台 REITs 的地域集中度总体较强，浙江、广东以最多的发行年份、最高的发行数量和最大的发行规模构成城投 REITs 地域分布结构中的第一梯队，其次为安徽、河北，分别于 2022 年和 2024 年发行较大规模 REITs 产品而在规模上超越上海、江苏等地构成第二梯队，而上海、江苏、北京、湖北、山东、福建、四川各地均以低于 50 亿元的城投 REITs 规模构成第三梯队。

风险提示：相关政策不确定性；底层资产运营风险；治理结构与信息披露风险。

(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

思摩尔国际 (06969.HK): 2025Q3 业绩点评: 收入增速较快, HNB 稳步推广

投资要点 事件: 思摩尔国际发布 2025 年三季度财务数据, 2025Q1-3 收入为 102.10 亿元, 同比+21.8%; 净利润 11.31 亿元, 同比-14.6%; 经调整净利润 11.82 亿元, 同比+0.1%。 Q3 收入快速增长, 利润增速转正: 25Q3 公司收入 41.97 亿元, 同比+27.2%, 环比+27.5%; 净利润为 3.17 亿元, 同比-16.4%, 环比+5.7%; 还原股权激励费用后的经调净利润为 4.44 亿元, 同比+4.0%, 环比+4.8%。经调净利率为 10.6%, 同比-2.4pct, 主要系毛利率因产品结构变化有所下滑, 未来随着新产品和 HNB 业务放量, 毛利率有望持续提升。 雾化电子业务持续修复: 自有品牌同比实现稳健增长, 得益于新品迭代成功和本地化营销。代工业务同比快速增长, 美国加大对违法产品的查处力度, 公司业务在恢复中; 欧洲市场, 公司在一次性禁令后推出新型产品, 开发新增客户, 收入增速较快。 HNB 新品逐步推广, 未来有望释放利润弹性: 公司与英美烟草合作的 HNB 新品 glo Hilo 于 9 月在日本全国上市, 终端和客户反馈良好, 10 月进入波兰, 今年将进入意大利。另外, 公司打造 HNB 技术平台, 推进多技术路线研发迭代, 积极拓展新产品和新客户。短期器具出货量占比较大, 未来随着烟支出出货量爬坡, 有望释放利润弹性。 盈利预测与投资评级: 思摩尔国际是全球雾化科技龙头, 电子雾化受益于欧美政策和执法趋严触底回升, HNB 业务独家绑定英美烟草打造第二曲线, 雾化医疗和美容等业务多元发展。我们维持公司盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润为 13.3/22.2/28.9 亿元, 对应 PE 为 67/40/31 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 监管政策不确定性、新业务推广不及预期、市场竞争加剧等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石琦瑄 证券分析师: 王琳婧)

新华保险 (601336): 2025Q3 业绩预增: 受益于投资收益提升, Q3 单季归母净利润同比增长 58%-101%

投资要点 【事件】新华保险发布 2025 年前三季度业绩预增预告: 前三季度归母净利润预计为 300 亿元至 341 亿元, 预计同比增加 93 亿元至 134 亿元, 同比增长 45%至 65%。以此计算, Q3 单季归母净利润约 152-193 亿元, 同比增长 58%-101%。 投资收益提升是驱动归母净利润大幅增长的主因。1) 据公告内容, 公司归母净利润在上年同期高基数基础上继续同比较大增长, 主要是由于国内资本市场回稳向好, 投资收益同比大幅增长。2) 此外, Q3 公司对杭州银行派驻董事, 我们预计相关投资将以长股投形式入账, 或对当期损益产生一次性利好影响。 我们预计各上市险企 Q3 净利润在高基数下仍可实现高增长, 主要由于: ① Q3 单季万得全 A 指数累计上涨 19.5%, 好于上年同期 17.7%, 2025 年股市行情以科技成长风格为主, 保险资金配置均衡多元, 相关持仓收益有所提振。② 上市险企权益投资规模同比大幅增加, 更大幅度受益于股市上涨。2025H1 上市股票+权益基金规模较 2024H1 增速: 中国平安 (+75.9%) > 中国人寿 (+35.7%)

> 中国人保 (+32.1%) > 中国太保 (+25.4%) > 新华保险 (+22.6%)。

③ 除权益基金全部计入 FVTPL 外，各险企股票投资也仍有较高 FVTPL 权益占比，股价浮盈直接计入当期利润。2025H1 上市险企股票 FVTPL 占比：新华保险 (81.2%) > 中国人寿 (77.4%) > 中国太保 (66.2%) > 中国人保 (53.6%) > 中国平安 (34.7%)。我们预计上市险企 Q3 NBV 将延续较快增长。1) 2025H1 上市险企 NBV 同比增速：人保寿险 (+71.7%) > 新华保险 (+58.4%) > 中国平安 (+39.8%) > 中国太保 (+32.3%) > 中国人寿 (+20.3%)。2) 我们预计，Q3 预定利率下调前客户需求旺盛，推动新单保费阶段性高增，将带动 NBV 延续较快增长势头。

盈利预测与投资评级：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 387/402/418 亿元（前值为 313/325/337 亿元）。当前市值对应 2025E PEV 0.69x、PB 2.17x，仍处低位。我们看好公司将以深化供给侧改革为主线，深刻把握新时代广大居民健康、养老、财富管理等发展机遇，维持“买入”评级。

风险提示：长端利率趋势性下行，权益市场波动，新单保费承压。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟）

炬芯科技 (688049)：2025 年 Q3 业绩预告点评：25Q3 营收同比进一步高增，大力投入研发支撑端侧 AI 化转型

投资要点 25Q1-Q3 营收高增，销售净利率增长显著。10 月 13 日，公司发布 25 年前三季度业绩预告。25Q1-Q3 期间，公司预计实现营业收入 7.21 亿元，yoy+54.50%；预计实现归母净利润 1.51 亿元，yoy+112.94%；预计实现扣非归母净利润 1.46 亿元，yoy+204.00%；净利率预计为 20.94%，yoy+5.75pcts；25Q1-Q3 研发费用 1.94 亿元，yoy+21.55%，研发费用率 26.91%。25Q3 单季预计实现营收 2.72 亿元，yoy+46.24%，qoq+5.84%；实现归母净利润 0.6 亿元，yoy+100%，qoq+20%；实现扣非净利润 0.6 亿元，yoy+140%，qoq+27.66%；25Q3 单季实现销售净利率 22.05%，yoy+5.95pcts，qoq+2.64pcts；研发费用 0.7 亿元。

端侧 AI 化转型显成效，创新音频芯片量产驱动业绩高增长。公司聚焦端侧产品 AI 化转型主线，公司基于第一代存内计算技术的端侧 AI 音频芯片推广进展顺利，多家头部品牌的多个项目已成功立项，将于近期陆续进入量产，其中面向低延时私有无线音频领域的客户终端产品已率先完成量产。在端侧产品 AI 化趋势的带动下，公司产品矩阵持续拓展：端侧 AI 处理器芯片成功应用于头部音频品牌的高端音箱、Party 音箱等产品，市场渗透率大幅提高，相关销售收入实现数倍增长；低延迟高音质无线音频产品需求旺盛，销售额呈高速增长态势；蓝牙音箱 SoC 芯片系列在头部音频品牌中的渗透率持续提升，成长潜力进一步释放，同时与头部品牌客户合作的产品价值量及合作深度也实现同步增强。

研发投入稳步增长，规模效应助推盈利能力提升。25 年 Q1-Q3，公司研发费用合计约 1.94 亿元，同比增长 21.55%。公司推进芯片产品持续迭代，致力于存内计算技术对各条线产品的持续赋能，面向智能蓝牙穿戴领域的 ATW609X 研发进展顺利。公司第二代存内计算技术 IP 研发工作也在按照既定规划稳步推进中，目标是将下一代芯片单核 NPU 算力实现倍数提升，大幅提升芯片能效比表现，并且全面支持 Transformer 模型。并加大下一代私有协议研发投入，进一步提升无线传输带宽，降低延迟，提升抗干扰性能。报告期内，公司持续优化产品结构与客户销售体系，推动整体毛利水平稳步提升；同时，公司营业收入增速显著高于费用增速，由此产生的规模效应有效带动整体利润水平提升。

盈利预测与投资评级：考虑到公司在技术积累和客户资源等方面具备显著优势，

叠加产品多矩阵布局带来的业绩弹性。我们基于公司业绩公告，略微调整公司 2025-2027 年营业收入预测，预计实现 9.69/12.10/15.22 亿元（前值：10.00/11.87/14.85 亿元），略调整归母净利润为 1.85/2.67/3.64 亿元（前值：1.7/2.7/3.7 亿元）。综合考虑公司持续高强度研发投入与盈利能力改善趋势，维持“买入”评级。风险提示：宏观环境风险，行业竞争和需求风险，研发失败风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

中宠股份（002891）：2025 年三季报点评：25Q3 扣非归母净利同比+18.9%，自有品牌增长势能强劲

投资要点 公司 2025Q3 扣非后归母净利同比+18.9%：公司披露 2025 年三季报，25Q1-Q3 实现营收 38.6 亿元，同比+21.1%，实现归母净利 3.3 亿元，同比+18.2%，扣非后归母净利 3.2 亿元，同比+33.5%。单拆 Q3，公司实现营收 14.3 亿元，同比+15.9%，实现归母净利 1.3 亿元，同比-6.6%，扣非后归母净利 1.2 亿元，同比+18.9%，主要系投资净收益减少。

自有品牌放量带动毛利率明显提升：①毛利率：25Q1-Q3 达 30.5%，同比+3.0pct；25Q3 单季度毛利率达 29.1%，同比+2.2pct。②期间费用率：25Q1-Q3 为 19.8%，同比分别+3.0pct，其中销售/管理/研发费用率分别为 12.0%/5.5%/1.9%，同比+1.5%/+1.3%/+0.3pct；25Q3 期间费用率为 18.8%，同比+2.8pct，其中销售/管理/研发费用率分别为 11.5%/4.5%/1.9%，同比分别+2.3%/+0.3%/+0.2pct。③销售净利率：25Q1-Q3 为 9.3%，同比-0.16pct；25Q3 销售净利率为 9.6%，同比-2.4pct。

主品牌持续推新，双十一大促抢先购阶段表现亮眼：2025 年 8 月亚宠展期间，Wanpy 顽皮主品牌推出精准营养烘焙系列等新产品，产品以靶向小分子蛋白肽、生物活性精华及特定营养配比为核，能针对性预防猫咪各类健康问题，进一步夯实“安心”与“品质”的品牌心智。双十一大促前五日（10.9-10.13），Toptrees 领先/Wanpy 顽皮品牌销售分别位居抖音宠物品牌榜单 Top7/Top11，大促初期销售表现亮眼。

发展差异化品牌矩阵，自有品牌持续升级：①Wanpy 顽皮主品牌，以 100%鲜肉粮为核心的小金盾系列大单品渐成规模，邀请欧阳娜娜担任代言人加速品牌焕新。②新西兰 ZEAL 真致品牌，目前已获得新西兰国家级品质认证，25Q3 推出了新西兰寒流帝王鲑系列产品，品牌持续深化与天猫头部主播李佳琦知名爱宠 IP“奈娃家族”的联名合作，同时联合全国重点城市宠物社群开展线下宠物活动，精准破圈。③Toptrees 领先品牌，以科研合作与 CCTV 权威认证双轮驱动，与《武林外传》IP 联名提升品牌曝光度，25Q3 烘焙粮系列荣获“2025 天猫宠物烘焙粮趋势先锋奖”，品牌势能进一步提升。

盈利预测与投资评级：中宠股份作为全球宠物食品行业领跑者，境内业务自有品牌顽皮、ZEAL 经历调整后重拾增长，领先品牌势能持续强劲，境外业务与多家客户保持长期合作关系，客户基础稳定，同时完备全球产能布局且产能持续扩产保障长期稳定成长。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 4.5/5.5/6.5 亿元，同比+14%/+23%/+18%，最新收盘价对应 PE 分别为 38/31/26X，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，海外市场拓展不及预期，贸易摩擦，汇率波动，原材料价格波动等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：苏钺 证券分析师：郝越 证券分析师：李茵琦）

震裕科技（300953）：2025 年 Q3 业绩预告点评：Q3 结构件盈利拐点兑现，机器人产品不断拓展

投资要点 25Q3 业绩亮眼、超市场预期：公司预告 25Q1-3 归母净利润 4-4.2 亿，同比+132%~143.6%；扣非净利润 3.95-4.05 亿，同比

+152%~158%。其中 Q3 归母净利 1.9~2.19 亿，同比增 364%~413%，环比增 36%~51%，中值为 2 亿，同环比增 388%/43%，超市场预期。

结构件盈利拐点已现、超预期：我们预计 25Q3 公司结构件收入 18 亿左右，环增 20%+，当前满产满销，全年预计收入 40%+增长至 60 亿+，盈利端，结构件 Q2 毛利率接近 15%，净利率提升至 5%，我们预计 Q3 净利率 8%左右，盈利拐点明确；铁芯业务 Q3 收入及利润预计环比微增，25 年预计收入稳定 15 亿。模具 25Q3 收入 1.3 亿+，毛利率维持 50%+，25 年模具预计营收维持同比增长，盈利水平稳定。

机器人产品不断拓展、大客户实现突破：公司完成开发整套人形机器人丝杠产品，并实现行星滚柱丝杠-线性执行器-集成仿生臂产品的迭代，同时拓展微型丝杠/行星齿轮模组/涡轮蜗杆等灵巧手硬件产品，新产品项目不断兑现；客户端，丝杠直接对接北美客户，当前 4 款丝杠+2 款执行器到审核供应商流程阶段，预计年底有望拿到定点，目前国内机器人客户已导入执行器产品，并给国内头部车企客户送样执行器且拿到订单，灵巧手部件进展顺利，蜗轮蜗杆齿轮 F 客户已有订单，今年整体收入大于执行器；仿生臂下一代模组正在开发，下半年推出市场。公司当前半自动线产能 120 套/天，年底两条全自动线落地，产能扩产至 300 套/天，已建成一条线性执行器柔性装配线，根据下游需求实时拓展第二条装配线。

盈利预测与投资评级：由于公司机器人客户持续推进，远期利润弹性明显，我们上修 25-27 年归母净利润分别为 6/9/13 亿元（此前预期 4/6/8 亿元），同比+136%/+50%/+39%，对应 PE 为 50/33/24 倍，给予 26 年 40 倍 PE，目标价 208 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动超市场预期，终端需求不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

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>