

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、产业综合组：

昨日 A 股上证指数突破 3900 点，再创近 10 年来的新高，成交量也较上一交易日明显增加。不过中芯国际、佰维存储等半导体龙头公司股价出现明显的高开低走。虽然盘后传出公司受 PE 超过 300 倍两融折算率均调为零影响，但是港股不受该政策影响，也先于 A 股调整，且调整幅度更大。我们认为市场有较大的新高后获利了结的情绪。同时昨日商务部等发布了对稀土、锂电材料、超硬材料等的出口管制措施，总体可以影响 14nm 及以下的半导体生产，结合最近美国新闻不断报道中国在今年 5 月以后就停止了每年约 150 亿美元的美国大豆采购，因此也可以看出近期中美的关税谈判交锋应该是非常激烈。因此我们认为后续市场的走势可能进入震荡为主的概率较高。

扬杰科技昨日公布了 2025 年第三季度的业绩预告，预计前三季度归属与母公司的净利润为 93,675.41 万元-100,366.51 万元，比上年同期增长 40%-50%。扣非后的净利润 86,570.86 万元-93,261.96 万元，比上年同期增长 32.41%-42.64%。第三季度单季度的净利中值 3.4 亿元，同比增长超过 47%。总体看，公布的业绩增长主要因素在于半导体行业景气度持续攀升，汽车电子、人工智能、消费类电子等领域呈现强劲增长态势，带动公司主营业务实现显著增长，毛利率也呈现逐季提升的良好态势。因此我们看好分立和模拟类半导体产业的景气度复苏。

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、先进制造组：

根据第一商用车网数据，9月份新增新能源重卡2.16万辆（数据来源为重型货车北斗营运证入网销量口径），同比增长252%，环比增长37%，创造了该细分市场月度销量的历史新高，单月的行业渗透率达到20.6%左右。新能源重卡9月份爆量的原因有：1. 以旧换新和地方细则全面落地。2. 季节性与交易节奏。3. 电池与车型供给更加充裕，TCO优势明显。4. 换电和大功率充电网络深入货运走廊。新能源重卡经济性优势明显，以40L/百公里柴油，1.5-1.5KWh/公里电耗计算，每公里可节约1-1.6元；此外，换电模式5-10分钟补能，在高周转场景可显著降低停机成本；最后，电池成本与残值不确定性下降，叠加以旧换新补贴，投资回收期缩短。综上，我们认为，新能源重卡领域景气度较高且具备可持续性。

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、消费组：

TOPTOY今日在港交所提交IPO申请。公司成立于2020年12月，是中国规模最大、增速最快的潮玩集合品牌，2022-2024年GMV复合年增长率超50%。构建“自有+授权+他牌”三轮驱动IP矩阵，截至2025年9月有17项自有IP、超40项授权IP、超600项他牌IP。授权IP表现强劲，三丽鸥搪胶毛绒累计销售额超1.68亿元，“拿铁宝宝”系列GMV超5700万元；自有IP通过收购（如收购HiTOY获糯米儿IP）与明星营销破圈，糯米儿五个月销量破亿；他牌IP含机动战士高达等独家产品，丰富品类。公司聚焦手办、3D拼装模型、搪胶毛绒三大核心品类，2024年手办收入12.56亿元（占比68.8%），搪胶毛绒2025年上半年收入1.46亿元（同比增4537%）；自研产品占比从2022年39.6%提升至2025年上半年47.2%，注重IP二创（如库洛米半机械拼装模型），推出“中国积木”系列（如航天、唐宋街景主题），兼具文化与创新属性。公司采用“直营+加盟+经销”多渠道模式，截至2025年9月有299家门店（含15家海外店），覆盖多国；国内门店分旗舰店（如上海南京路店日均销售超23万）、潮玩集合店、快闪店，融入咖啡厅、手作工坊等场景，提升沉浸式体验；海外通过“潮玩中国年”活动与本地化产品（如马来西亚招财主题产品）拓展市场，推动文化输出。背靠名创优品，共享供应链、渠道与数字化资源，2024年名创优品为其贡献9.23亿元经销收入；管理层经验丰富，创始人孙元文深耕零售8年，团队注重用户运营，私域积累近200万用户，会员体系完善，客单价长期保持200元以上。长期看好公司的成长潜力，短期需关注的是公司依赖授权IP，因此可能面临分成成本上升。另外，海外业务（如日本、东南亚门店）需验证本地化能力。

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