

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：

事件一：

9 月 30 日 9 点半国家统计局公布 9 月 PMI 数据。

评论一：

9 月中国制造业 PMI 为 49.8%，较上月回升 0.4 个百分点。其中，大型企业为 51.2%，较上月回升 0.7 个百分点；中型企业为 48.8%，较上月回落 0.1 个百分点；小型企业为 48.2%，较上月回升 1.6 个百分点；处于扩张区间的大型企业与处于收缩区间的中小型企业间的景气度分化仍十分明显。

9 月生产指数为 51.9%，较上月回升 1.1 个百分点。从需求上看，新订单为 49.7%，较上月回升 0.2 个百分点；而新出口订单为 47.8%，也较上月回升 0.6 个百分点。9 月制造业“供强需弱”格局未变。首先，9 月进口指数为 48.1%，虽较上月回升 0.1 个百分点，但自 2024 年 3 月以来一直处于收缩区间；其次，在手订单为 45.2%，较上月回落 0.3 个百分点，自 2021 年 3 月以来始终处于收缩区间；最后，9 月供需关系（新订单-产成品库存）指数 1.5%，较上月回落 1.2 个百分点。

9 月产成品库存指数为 48.2%，较上月回升 1.4 个百分点；9 月库存销售比为 1.07，而 8 月为 1.03。显示制造业去库存有所放缓，但企业生产仍在扩张。首先，9 月采购量为 51.6%，较上月回升 1.2 个百分点，连续两个月处于扩张区间；其次，企业生产积极性（采购量-在手订单）指数，9 月为 6.4%，较上月回升 1.5 个百分点；再次，制造业企业对经营前景的预期大幅改善，9 月为 54.1%，较上月回升 0.4 个百分点；最后，就业指数为 48.5%，较上月回升 0.6 个百分点，回升幅度为一年来最大。

从价格指数上看，9 月出厂价格指数为 48.2%，较上月回落 0.9 个百分点，处于收缩区间；而主要原材料购进价格为 53.2%，较上月回落 0.1 个百分点，处于扩张区间。9 月利润（出厂价格-主要原材料购进价格）指数，9 月为 -5%，较上月回落 0.8 个百分点，这说明 9 月上游原材料价格的回升，未能顺利传导至下游产成品价格，制造业企业利润难有持续的改善。

9 月非制造业 PMI 指数为 50.0%，较上月回落 0.3 个百分点。其中，服务业为 50.1%，较上月回落 0.4 个百分点；而建筑业为 49.3%，较上月回升 0.2 个百分点，连续两个月处于收缩区间。而 9 月综合 PMI 产出指数为 50.6%，较上月回升 0.1 个百分点。

事件二：

10月1日晚10点美国ISM（供应管理协会）公布9月制造业PMI数据，10月3日晚10点公布9月服务业PMI数据；10月1日（星期三）晚8点15分美国ADP公司公布“小非农”数据。

评论二：

9月美国制造业PMI为49.1%，较上月回升0.4个百分点。美国制造业PMI的回升主要受生产的影响，9月产出指数为51%，较上月回升3.2个百分点至扩张区间。

从需求方面看，9月新订单指数为48.9%，较上月回落2.5个百分点至收缩区间；新出口订单为43%，较上月回落3.2个百分点；进口订单为44.7%，较上月回落1.3个百分点。

从库存上看，9月自有库存为47.7%，较上月回落1.7个百分点；客户库存为43.7%，较上月回落0.9个百分点。而订单库存为46.2%，较上月回升1.5个百分点。

9月就业指数为45.3%，较上月回升1.5个百分点；供应商交付指数为52.6%，较上月回升1.3个百分点。9月物价指数为61.9%，较上月回落1.8个百分点。

10月3日晚10点公布ISM公布9月服务业PMI为50%，较上月回落2个百分点。其中，商务活动指数为49.9%，回落5.1个百分点至收缩区间；物价指数为69.4%，回升0.2个百分点，是22年12月以来的最高值；就业指数为47.2%，回升0.7个百分点，连续第四个月处于收缩区间。

另外，10月1日（星期三）晚8点15分美国ADP公司公布“小非农”数据，9月为减少3.2万人，预期增加5万人，前值8月由增加5.4万人调整为减少3万人，两个月共减少11.6万人。虽然ADP非农数据和美国劳工部劳动统计局公布的非农数据变动有时并不一致，但由于美国政府关门，3日（星期五）计划公布的美国劳动力市场数据并未公布，市场只能依赖私人公司公布的上述不佳数据进行研究，加大了对美联储10月降息的压注。芝商所数据显示，预计10月降息25个基点的可能性为97.8%，较之前增加10个百分点；预计年底前降息50个基点的可能性为85.6%，较之前增加20个百分点。

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：

国庆假期期间，黄金为代表的贵金属价格和美股的半导体是涨幅最好的资产。其中黄金价格首次突破4000美元，而且9月份中国央行还在继续增持黄金。我们认为在美国政府债务继续快速提升与日本新任首相大概率将继续货币和财政宽松的政策预期下，黄金价格有望继续维持高位。而相对于黄金价格的涨幅，中国黄金矿产类股票近两个月的涨幅相对较弱，因此我们看好黄金和贵金属类产业的投资机会。其次国庆期间，OpenAI新的视频模型Sora2发布，其模型生成视频的性能显著改善，而且视频生成AI对内存的需求远高于文本AI模型，台湾存储组厂商威刚9月单月营收同比61%，环比5.24%，威刚董事长表示四季度才是存储严重缺货的开始。因此我们看好存储类公司景气度提升。

浙江永和股份公布了2025年第三季度业绩预告，预计2025年前三季度实现归母净利润为45,636.40万元到47,636.40万元，同比增长211.59%到225.25%。第三季度单季实现净利润为18,500.00万元到20,500.00万元，

同比增长 447.64%到 506.85%。预计 2025 年前三季度实现扣非后净利润为 44,171.18 万元到 46,171.18 万元，同比增长 212.9%到 227.1%。其中，第三季度扣非净利润为 17,400.00 万元到 19,400.00 万元，同比增长 396.82%到 453.92%。本期业绩预增的主要原因在于制冷剂受益于供给侧配额政策与下游需求稳步增长，行业整体维持高景气态势。第二代氟制冷剂（HCFCs）生产配额持续缩减，第三代氟制冷剂（HFCs）继续实行生产配额管理，推动供需结构进一步优化。另一方面，下游空调、冷链等领域需求稳步增长，公司毛利率稳步提升。我们认为公司今年全年净利润大概率超过 6 亿元，对应当前市值 PE 约 23 倍，在 AI 快速发展对散热需求将转向液冷的趋势下，行业和公司的景气度都将继续提升。

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：

2025 年 9 月新能源车型零售量达 125 万辆，占狭义乘用车总销量的 58.1%，较去年同期提升 8.3 个百分点。新能源车已稳定压过燃油车，且差距在快速拉大。主机厂格局方面，龙头稳定高位，如比亚迪 9 月份 39.6 万辆领跑，自主大集团新能源品牌与新势力第二梯队快速上量，部分头部品牌已进入月销 4 万+区间，第一梯队门槛上移趋势明显，行业进入平台化竞争格局。在原材料低位，供给平台升级与补能体系加速建设的共同作用下，产业景气度具有一定韧性。

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。

四、消费组：

双节期间，全社会跨区域人员流动规模较去年有所上升，且实际增速高于节前预测。交通运输部此前预估，8 天假期全社会跨区域人员流动量将达 23.6 亿人次，日均约 2.95 亿人次，较去年同期日均（2.86 亿人次）增长 3.2%。从实际情况看，10 月 1 日-10 月 6 日（假期前六日），全社会跨区域人员流动总量为 18.30 亿人次，同比增长 5.0%，日均人次增速高于节前交通运输部预测；10 月 1 日—8 日全社会跨区域人员流动量预计同比（2024 年国庆日均）增长 6.2%，同样高于前期预测。景区接待层面，多地景区录得游客量数据。据吉林日报报道，10 月 1 日-3 日，长白山景区累计接待游客 9.98 万人次，同比增长 22.16%，该数据为历史同期新高；据湖北日报消息，10 月 3 日，两坝一峡游船船票于当日上午售罄，全天接待游客 1.47 万人次，三峡大坝景区当日接待游客人数达到景区承载量上限 3.6 万人。出入境游领域，不同群体出行数据呈现差异。去哪儿平台数据显示，10 月 1 日，三线及以下城市居民飞往境外目的地的人次同比增加超 50%，增幅高于一线城市；同日，该平台上乘坐国内航班的外国旅客数量同比增长超 40%。

回顾整个上半年，出入境旅游方面数据亮眼。2025 年 3 月《提振消费专项行动方案》等系列政策落地实施，其中“有序扩大单方面免签国家范围”等入境消费促进举措成效显著，推动免签国家持续扩容，带动出入境旅游市

场活跃。数据显示，2025 年上半年外国人入出境达 3805.3 万人次，同比增长 30.2%；其中免签入境外国人 1364 万人次，占入境外国人总数的 71.2%，同比增幅达 53.9%，免签政策对入境客流的拉动作用尤为突出。具体来看，韩国自 9 月 29 日起面向中国团体游客试行免签入境政策，叠加假期出行需求，促成中韩旅游双向互动升温；中国自 9 月 15 日起试行对俄免签政策后，俄罗斯游客来华热情显著提升，本次假期俄罗斯旅客入境预订量同比增长 75%。

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。

本报告可能在今后一段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