

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-11-07

宏观策略

2025 年 11 月 07 日

金融产品深度报告 20251104: 黄金 ETF, 10 月复盘与 11 月展望

事件驱动盘点: 资产配置价值: 实际利率仍是金价的核心锚。9 月 CPI 小幅上行与 10 月降息并存, 使市场对宽松节奏反复调整, 实际利率波动主导金价节奏。 货币价值: 美元信用在政府停摆与政策信号的反复中震荡。月初美元走弱支撑金价, 中下旬经济数据修复后美元反弹, 黄金货币价值阶段性承压。 避险价值: 地缘与贸易风险缓和减弱避险需求。俄乌谈判预期与中美互动改善抑制风险溢价, 黄金回吐部分涨幅。 商品价值: 央行购金维持高位为金价提供中期支撑, 但部分减持言论与 11 月 1 日的国内税收政策调整削弱短期实物需求, 商品价值稳中趋稳。 指数后市展望: 关键事件前瞻: 展望 11 月, 黄金走势仍将受地缘局势、贸易谈判及宏观政策三方面因素主导。若俄乌冲突出现实质性缓和、中美经贸取得阶段性成果, 避险需求或进一步回落; 但若美国通胀温和、降息预期延续, 实际利率下行仍将支撑黄金中期配置价值。整体判断, 黄金或延续高位震荡偏强格局, 资金流与政策信号仍是主导价格节奏的关键变量。 指数走势展望: CME 利率期货显示市场普遍预期美联储 12 月再降息 25bps, 流动性宽松预期延续。实际利率下行与美元信用波动交织, 预计对金价形成支撑。若通胀与就业数据延续回落, 黄金有望重启升势; 反之, 若美元阶段性反弹, 金价或维持高位震荡。整体判断, 短期或延续整理格局, 中期趋势仍偏多头, 需关注关键支撑位的防守情况。 相关 ETF 产品: 华安黄金 ETF (518880.SH) 紧密跟踪国内黄金现货价格收益率, 追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化, 截至 2025 年 10 月 31 日, 该基金总市值达 813.34 亿元, 当日成交额 67.8 亿元。 风险提示: 1) 行业政策或监管环境突变; 2) 宏观经济不及预期; 3) 发生重大预期外的宏观事件。

晨会编辑 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20251105: 顾中转债: 显示驱动芯片先进封装龙头

我们预计顾中转债上市首日价格在 126.64~140.59 元之间, 我们预计中签率为 0.0028%。

行业

食品饮料行业深度报告: 白酒 2025 年三季报总结: 加速纾压, 底部渐明

25Q1~3 白酒板块营业总收入同比下滑 5.5%, 归母净利润同比下滑 6.7%, 扣非净利润同比下滑 6.6%; 25Q3 白酒板块营业总收入同比下滑 18.3%, 归母净利润同比下滑 21.9%, 扣非净利润同比下滑 21.6%。宏观层面, 25Q3 消费场景缓慢修复, 商务场景保持低迷, 个人餐饮及宴席场景仍然受到波及, 用酒需求环比基本企稳, 同比仍存差距。1 是商务场景修复较慢, 除少数省份反馈中秋国庆存在招待需求回补, 多数区域高端、次高端用酒需求仍趋势性承压, 但高端酒茅五价格回落对销量有一定弥补。2 是居民餐饮、宴席场景受到连带波及, 中高端白酒消费自 25Q2 同比转降, 25Q3 同比仍待修复。酒企层面, 25Q3 伴随动销持续疲软, 高端、次高端

白酒批价普遍下移，仅少数产品如国窖、青 20，通过较为精细的控盘分利和库存管控操作，使得批价波动相对可控，其中青 20 动销流速修复亦起到一定的价格支撑作用。投资建议：我们认为，当前酒企均已步入纾压出清阶段，后续的核心期待来自业绩修复预期的判断，自下而上优先关注更早看到拐点，且增长弹性领先的酒企。参考 2013~16 年股价表现，白酒周期从筑底出清到向上修复的过程中，行情并非简单复制白酒上行周期高端→次高端→中高端的轮动顺序，而是自下而上优选业绩领先标的。1) 周期筑底期间，以大众需求为主的中高端产品增长表现相对稳健，后续若地方提振消费政策出台，需求修复有望较快兑现。2) 高端、次高端行业需求要实现爬坑修复，较大程度有赖于宏观环境实现复苏。并且参考复盘经验，预计本轮高端、次高端产品动销要达成量价新均衡，仍需一定的时间过程，可更多关注具备香型份额提升、全国化扩张或新品招商 alpha 的部分个股。推荐自下而上优选具有股息率打底、公司治理优异、有望率先轻装上阵的泸州老窖、山西汾酒；业绩出清更清晰、有增量逻辑的珍酒李渡，其次关注舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份；主动出清而基地市场稳固，产品结构较好，估值相对偏低且有望较早恢复增长的古井贡酒、迎驾贡酒。风险提示：出清不充分和消费复苏不及预期的风险，行业竞争加剧风险。

推荐个股及其他点评

天工国际 (00826.HK): 钛合金放量在即，布局机器人和核聚变专用材料
盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025 年-2027 年收入为 52、61、70 亿元，对应增速分别为 8%、16%、14%；归母净利润为 4.3、6.1、8.1 亿元，对应增速分别为 20%、41%、35%，对应 PE 分别为 17、12、9 倍。我们看好公司钛合金在消费电子的放量，以及在新材料领域的前瞻布局，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：钛合金拓展不及预期、产品落地不及预期、市场竞争加剧。

宏观策略

金融产品深度报告 20251104: 黄金 ETF, 10 月复盘与 11 月展望

投资要点 市场表现回顾: 走势复盘: 10 月沪金整体呈“先扬后抑、震荡整理”走势, 月内价格一度上探阶段高位后回落。月初受美国政府关门事件影响, 市场对美元信用的担忧上升, 避险与配置需求同步抬升推动金价走强; 中旬俄乌局势与中美关系缓和信号显现, 避险情绪回落; 月末美联储如期降息 25bps, 但鲍威尔偏鹰表态削弱了持续宽松预期, 美元指数回升, 金价自高位震荡回调。截至 10 月 31 日, 沪金主力合约月内涨幅 5.27%, 整体保持高位震荡格局。 技术分析: 截至 2025 年 10 月 31 日, 沪金风险度达 79.98, 高于长期平均水平, 处于中高风险区间, 市场情绪偏热。趋势维度上, 均线快线下穿慢线形成中期调整态势, 短期动能衰减, 上涨趋势趋弱, 价格进入整理与回调阶段。 事件驱动盘点: 资产配置价值: 实际利率仍是金价的核心锚。9 月 CPI 小幅上行与 10 月降息并存, 使市场对宽松节奏反复调整, 实际利率波动主导金价节奏。 货币价值: 美元信用在政府停摆与政策信号的反复中震荡。月初美元走弱支撑金价, 中下旬经济数据修复后美元反弹, 黄金货币价值阶段性承压。 避险价值: 地缘与贸易风险缓和减弱避险需求。俄乌谈判预期与中美互动改善抑制风险溢价, 黄金回吐部分涨幅。 商品价值: 央行购金维持高位为金价提供中期支撑, 但部分减持言论与 11 月 1 日的国内税收政策调整削弱短期实物需求, 商品价值稳中趋稳。 指数后市展望: 关键事件前瞻: 展望 11 月, 黄金走势仍将受地缘局势、贸易谈判及宏观政策三方面因素主导。若俄乌冲突出现实质性缓和、中美经贸取得阶段性成果, 避险需求或进一步回落; 但若美国通胀温和、降息预期延续, 实际利率下行仍将支撑黄金中期配置价值。整体判断, 黄金或延续高位震荡偏强格局, 资金流与政策信号仍是主导价格节奏的关键变量。 指数走势展望: CME 利率期货显示市场普遍预期美联储 12 月再降息 25bps, 流动性宽松预期延续。实际利率下行与美元信用波动交织, 预计对金价形成支撑。若通胀与就业数据延续回落, 黄金有望重启升势; 反之, 若美元阶段性反弹, 金价或维持高位震荡。整体判断, 短期或延续整理格局, 中期趋势仍偏多头, 需关注关键支撑位的防守情况。 相关 ETF 产品: 华安黄金 ETF (518880.SH) 紧密跟踪国内黄金现货价格收益率, 追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化, 截至 2025 年 10 月 31 日, 该基金总市值达 813.34 亿元, 当日成交额 67.8 亿元。 风险提示: 1) 行业政策或监管环境突变; 2) 宏观经济不及预期; 3) 发生重大预期外的宏观事件。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 唐遥衍)

固收金工

固收点评 20251105: 顾中转债: 显示驱动芯片先进封装龙头

事件 顾中转债 (118059.SH) 于 2025 年 11 月 3 日开始网上申购: 总发行规模为 8.50 亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于高脚数微尺寸凸块封装及测试项目和顾中科技 (苏州) 有限公司先进功率及倒装芯片封装技术改造项目。 当前债底估值为 98.59 元, YTM 为 2.01%。顾中转债存续期为 6 年, 东方金诚国际信用评估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%、0.60%、1.50%、1.80%、2.00%, 公司到期赎回价

格为票面面值的 108.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA+中债企业债到期收益率 2.26%（2025-11-04）计算，纯债价值为 98.59 元，纯债对应的 YTM 为 2.01%，债底保护较好。当前转换平价为 98.91 元，平价溢价率为 1.10%。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 05 月 07 日至 2031 年 11 月 02 日。初始转股价 13.75 元/股，正股顺中科技 11 月 4 日的收盘价为 13.60 元，对应的转换平价为 98.91 元，平价溢价率为 1.10%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 4.94%。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 13.75 元计算，转债发行 8.50 亿元对总股本稀释率为 4.94%，对流通盘的稀释率为 14.45%，对股本摊薄压力较小。

观点 我们预计顺中转债上市首日价格在 126.64~140.59 元之间，我们预计中签率为 0.0028%。综合可比标的以及实证结果，考虑到顺中转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在 35%左右，对应的上市价格在 126.64~140.59 元之间。我们预计网上中签率为 0.0028%，建议积极申购。顺中科技是集成电路高端先进封装测试服务商，可为客户提供全方位集成电路封测综合服务。凭借在集成电路先进封装行业多年耕耘，公司在以凸块制造和覆晶封装为核心的先进封装技术上积累了丰富的经验并保持行业领先地位，形成以显示驱动芯片封测业务为主，电源管理芯片、射频前端芯片等非显示类芯片封测业务齐头并进的良好格局。作为境内最早具有显示驱动芯片全制程封测能力的企业之一，公司通过 20 年来不断发展与创新，现已成为境内第一、全球第三的显示驱动芯片封测厂商，并逐步将业务拓展至非显示驱动芯片封测领域，积极构筑第二增长曲线。时至今日，公司已成为境内规模最大、技术水平领先的显示驱动芯片封测企业，非显示类芯片封测业务规模也持续攀升。未来，公司持续以主动积极、开拓创新的态度，进一步提升核心竞争力，为客户提供世界一流的先进封测服务。2020 年以来公司营收波动上涨，2020-2024 年复合增速为 22.55%。自 2020 年以来，公司营业收入总体有所波动，同比增长率呈“倒 N 型”波动，2020-2024 年复合增速为 22.55%。2024 年，公司实现营业收入 19.59 亿元，同比增加 20.26%。与此同时，归母净利润也不断浮动，2020-2024 年复合增速为 54.57%。2024 年实现归母净利润 3.13 亿元，同比减少 15.71%。截至最新报告期（2025/09/30），2025 年 Q1-3，顺中科技的营业收入和归母净利润规模分别达到 16.05 亿元、1.85 亿元。顺中科技营业收入主要来源于显示驱动芯片、非显示类芯片封测和其他业务，产品结构年际变化。2022 年以来，显示驱动芯片收入占主营业务收入比重稳中有升，2022-2024 年占主营业务收入比重分别为 88.64%、89.77%和 89.73%。2022 年以来，非显示类芯片封测收入占主营业务收入比重稳中有降，2022-2024 年占主营业务收入比重分别为 9.12%、7.97%和 7.75%。公司其他业务收入主要为含金废液、光罩等销售产生的收入，占营业收入的比例较低。2022 年以来，其他业务收入占主营业务收入比重稳中有升，2022-2024 年占主营业务收入比重分别为 2.23%、2.26%和 2.52%。顺中科技销售净利率和毛利率呈“倒 U 型”波动，销售费用率稳中有降，财务费用率和管理费用率下降。2020-2024 年，公司销售净利率分别为 6.42%、23.46%、23.02%、22.81%和 15.99%，销售毛利率分别为 33.31%、40.57%、39.41%、35.72%和 31.28%。

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

食品饮料行业深度报告：白酒 2025 年三季报总结：加速纾压，底部渐明

投资要点 Q3 场景缓慢修复，全价格带动销继续承压。25Q1~3 白酒板块营业总收入同比下滑 5.5%，归母净利润同比下滑 6.7%，扣非净利润同比下滑 6.6%；25Q3 白酒板块营业总收入同比下滑 18.3%，归母净利润同比下滑 21.9%，扣非净利润同比下滑 21.6%。宏观层面，25Q3 消费场景缓慢修复，商务场景保持低迷，个人餐饮及宴席场景仍然受到波及，用酒需求环比基本企稳，同比仍存差距。1 是商务场景修复较慢，除少数省份反馈中秋国庆存在招待需求回补，多数区域高端、次高端用酒需求仍趋势性承压，但高端酒茅五价格回落对销量有一定弥补。2 是居民餐饮、宴席场景受到连带波及，中高端白酒消费自 25Q2 同比转降，25Q3 同比仍待修复。酒企层面，25Q3 伴随动销持续疲软，高端、次高端白酒批价普遍下移，仅少数产品如国窖、青 20，通过较为精细的控盘分利和库存管控操作，使得批价波动相对可控，其中青 20 动销流速修复亦起到一定的价格支撑作用。 报表降速，有序筑底。25Q1~3 白酒板块营业收入同比下滑 5.5%，归母净利润同比下滑 6.7%，25Q3 单季营收、归母净利分别同比下滑 18.3%、21.9%，较 25Q2 降速明显，1 是需求显著承压，2 是渠道有所收缩，3 是酒企着眼长期加大调控力度。25Q3 酒企预收余额普遍处于近两年低位，多数酒企表观回款同比<收入同比，显示后续收入兑现面临一定压力；个别酒企表观回款同比略好于收入同比，主系报表调节相对更具主动性。销售端，多数酒企表观回款同比增速边际恶化，阶段性经营重点由营收增长向渠道出清转变。收现端，伴随渠道收款难度加大、库存占款增加，25Q3 龙头酒企收现同比开始落后于表观回款同比。分版块看，高端酒企 25Q3 加大报表转向力度，产品结构有一定下移；次高端酒企经过及时调控，边际重点关注报表企稳预期落地时点；中高端酒动销阶段性承压，酒企相应加大调控力度。 结构及规模均承压，净利率持续回落。毛利率方面，25Q1~3 白酒板块毛利率为 82.3%，同比-0.1pct；25Q3 板块毛利率为 81.7%，同比-0.7pct；结构、货折的拖累延续，规模负效应影响亦边际加剧。费率方面，25Q3 多数酒企销售费率同比增长，其中茅台、汾酒、酒鬼、老白干、金徽酒、金种子酒销售费率同比改善，与费用管控加强有关；25Q3 伴随收入兑现趋弱，多数酒企管理费率同比小幅增长。利润增速方面，25Q1-3 高端（-0.5%）>次高端（-7.6%）>地产酒（-34.7%），毛利率持续承压同时，龙头酒企费用收缩力度边际加大，帮助稳定经营效益。 投资建议：我们认为，当前酒企均已步入纾压出清阶段，后续的核心期待来自业绩修复预期的判断，自下而上优先关注更早看到拐点，且增长弹性领先的酒企。参考 2013~16 年股价表现，白酒周期从筑底出清到向上修复的过程中，行情并非简单复制白酒上行周期高端→次高端→中高端的轮动顺序，而是自下而上优选业绩领先标的。1）周期筑底期间，以大众需求为主的中高端产品增长表现相对稳健，后续若地方提振消费政策出台，需求修复有望较快兑现。2）高端、次高端行业需求要实现爬坑修复，较大程度有赖于宏观环境实现复苏。并且参考复盘经验，预计本轮高端、次高端产品动销要达成量价新均衡，仍需一定的时间过程，可更多关注具备香型份额提升、全国化扩张或新品招商 alpha 的部分个股。推荐自下而上优选具有股息率打底、公司治理优异、有望率先轻装上阵的泸州老窖、山西汾酒；业绩出清更清晰、

有增量逻辑的珍酒李渡，其次关注舍得酒业、酒鬼酒、洋河股份；主动出清而基地市场稳固，产品结构较好，估值相对偏低且有望较早恢复增长的古井贡酒、迎驾贡酒。风险提示：出清不充分和消费复苏不及预期的风险，行业竞争加剧风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

推荐个股及其他点评

天工国际（00826.HK）：钛合金放量在即，布局机器人和核聚变专用材料

投资要点 中国领先的高速工具钢、模具钢及钛材料生产商：公司成立于1981年，是中国领先的高速工具钢、模具钢及钛合金生产商，产量连续多年位居中国乃至世界前列。2019年11月，建成国内首条工模具钢粉末冶金规模化生产线并实现稳质量产，填补国内粉末冶金工模具钢规模化生产空白，目前粉末钢成品已经实现众多品种的进口替代。产品广泛应用于航空、汽车、海洋、高速列车及石油化工、机械加工等领域。

钛合金：消费电子放量在即，布局航空航天和医疗：钛及钛合金由于其高强度、高耐腐蚀性能和良好的表面纹理，非常适合作为便携式电子产品外壳材料，应用范围从手机外壳、照相机到笔记本电脑等。公司钛合金业务于2021年正式进军3C供应链，目前，公司为国内外多家知名消费电子生产商供应中框材料。未来，随着使用钛合金材料的消费电子终端产品的放量，公司业务有望实现快速增长。

布局人形机器人丝杠材料高氮钢，已与国内企业展开合作：高氮钢因具备高性能、低成本优势，是制造行星滚柱丝杠的理想材料之一。目前，公司突破国外技术壁垒，采用国内独有冶炼技术，攻克了高氮合金材料的氮含量控制、纯净度提升等难题。公司高氮钢具备高强、高韧、高耐蚀、高耐磨和抗疲劳等优势。2025年7月，先后与润孚动力和恒而达开发适用于行星滚柱丝杠生产用的高氮钢产品。

布局核聚变核心部件专用材料硼钢和 RAFM 钢，目前硼钢已实现小批量试产：包层（Blanket）是磁约束聚变装置托卡马克的核心部件之一，因此需具备良好的抗辐照肿胀能力、高温强度、导热性以及固有的低活化等特性。RAFM 钢是公认最成熟、最主流的包层候选结构材料。同时，硼较高的中子吸收能力加上足够的机械性能和耐腐蚀性，使硼钢成为一种极具吸引力的屏蔽材料。目前，公司已成功攻克核聚变装置用中子屏蔽新材料高硼钢（304B7）的核心技术并实现小批量试验件生产。同时，公司正加快核聚变关键结构材料先进低活化钢（RAFM 钢）的应用开发。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2025年-2027年收入为52、61、70亿元，对应增速分别为8%、16%、14%；归母净利润为4.3、6.1、8.1亿元，对应增速分别为20%、41%、35%，对应PE分别为17、12、9倍。我们看好公司钛合金在消费电子的放量，以及在新材料领域的前瞻布局，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：钛合金拓展不及预期、产品落地不及预期、市场竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

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>