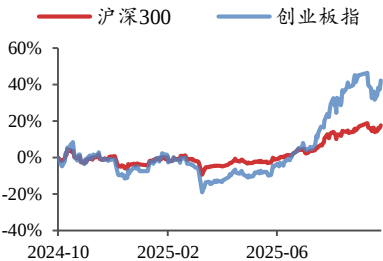


2025 年 10 月 27 日

开源晨会 1027

——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(%)
通信	4.732
电子	4.720
国防军工	2.345
电力设备	2.203
计算机	1.550

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
石油石化	-1.356
煤炭	-1.294
食品饮料	-1.184
房地产	-1.018
交通运输	-0.978

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

【宏观经济】美联储继续降息或无悬念——美国 9 月 CPI 点评-20251025

【策略】三季报当前的亮点，集中在科技和反内卷——投资策略周报-20251026

【策略】从关键词的变化学习四中全会公报——投资策略点评-20251023

行业公司

【地产建筑】二手房成交面积环比增长，推动房地产高质量发展——行业周报-20251026

【电子】科技立国，把握算力、存力、AI 终端投资机会——行业周报-20251026

【非银金融】3 季报有望超预期，非银板块攻守兼备——行业周报-20251026

【商贸零售】巨子生物首款 I 型胶原获批，打开医美新空间——行业周报-20251026

【地产建筑】广州支持消费文旅 REITs 项目发行，环保 REITs 单周表现优异——行业周报-20251026

【医药】中国新药闪耀 2025ESMO 大会，推荐相关投资机会——行业周报-20251026

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第二十期）：欣旺达发布“欣·碧霄”固态电池，珠海冠宇已量产 25%高硅负极电池——行业周报-20251026

【煤炭开采】煤电盈利均分 750 元之后，煤价正在经历惯性上穿——行业周报-20251026

【食品饮料】短期关注三季报业绩，长期关注提振内需政策——行业周报-20251026

【农林牧渔】二育进场不改生猪去化大势，肉牛补栏谨慎景气延续性或更强——行业周报-20251026

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第三十九期）：皖豫联合印发方案支持低空经济，广东发布多条低空经济支持政策——行业周报-20251026

【化工】PTA 产品亏损持续加剧，看好行业反内卷前景——行业周报-20251026

【汽车】特斯拉计划 2026Q1 推出 Optimus V3，问界 M8 交付突破 10 万台——行业周报-20251026

【计算机】自主安全进入黄金发展期——行业周报-20251026

【通信】“光、液冷、国产算力”全面提速——行业周报-20251026

【公用事业】十五五规划建议前瞻布局核聚变，安东聚变完成亿元首轮融资——可控核聚变行业周报-20251025

【银行】规模站上新台阶，存款仓位创历史新高——理财登 2025Q3 季报解读-20251024

【电力设备与新能源】风机：国内盈利能力修复，出海打开成长天花板——行业深度报告-20251023

研报摘要

总量研究

【宏观经济】美联储继续降息或无悬念——美国9月CPI点评-20251025

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘伟桢（分析师）证书编号：S0790524040006

事件：美国公布2025年9月最新通胀数据。其中CPI同比上升3.0%，环比上升0.3%；核心CPI同比上升3.0%，环比上升0.2%，均不及市场预期。

通胀边际回升，但核心通胀下行，关税冲击或相对和缓

1.总体通胀边际回升，核心通胀出现下行。美国9月CPI同比上升3.0%、环比上升0.3%，分别较8月提升0.1个百分点、下降0.1个百分点；核心CPI同比上涨3.0%，环比上升0.2%，均较8月下降0.1个百分点。总的看，美国通胀总体虽边际回升，但核心通胀同比增速较8月下降，且环比增速下行，或显示关税对美国通胀的冲击可能相对和缓。往后看，由于2024年9月后基数逐渐上行，且考虑到特朗普关税政策或难再继续升级，通胀水平或将迎来下行，但我们仍需要观察美国核心通胀下降的持续性。

2.能源通胀上行较大，核心商品对通胀贡献度相对平稳。具体而言，9月能源项同比上升2.8%，较8月上升2.6个百分点；9月份食品项同比上升3.1%，较8月下降0.1个百分点。核心CPI方面，9月核心CPI同比上升3.1%，环比上升0.3%。同比、环比增速均较8月持平。其中核心商品同比增速基本较8月持平；环比较8月下降0.1个百分点至0.2%；核心服务同比上升3.47%，较8月份下降约0.12个百分点，当前美国不同消费部门之间的差异较大。

3.通胀后续或迎来下行，核心通胀有望保持平稳。总的看，9月CPI数据显示美国通胀继续反弹，但核心通胀出现下行，且环比增速有所走弱。此外核心商品的再通胀亦没有再提速，或显示关税对美国通胀的冲击已经边际转弱。从美联储关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，9月份同比、环比增速分别较8月份下降0.03个百分点、提升0.02个百分点。往后看，随着高基数效应的逐渐显现，总体通胀水平或迎来下行，核心通胀可能稳中有降。但不确定的是，随着各类节假日逐渐到来，美国企业是否会加速将关税成本转嫁给消费者，仍是后续通胀的重要变量。

9月通胀反弹不及预期，美联储或继续降息25bp

第一，美国就业市场下行风险仍在，消费者信心指数仍然处于较低位。由于美国政府关门，9月非农就业数据未能如期发布，但从9月ADP数据来看，美国劳动力市场可能仍然承压。此外，10月密歇根大学消费者信心指数处于2025年以来的较低值，显示美国居民可能因劳动力市场承压，对未来经济的预期相对悲观。在此背景下，美联储需要进一步降息来对经济进行托底。

第二，美国居民的通胀预期相对稳定，或进一步促使美联储选择连续降息。由于劳动力市场的风险显现，美联储在9月选择降息25bp。但由于关税对通胀的推动作用益发显现，美联储内部亦担心通胀可能会伴随着降息上行，因此后续的降息路径存在一定的不确定性。但10月密歇根大学通胀预期总体保持平稳，结合上述居民消费者信心指数相对低迷来看，美国消费者可能认为在收入相对承压的情况下，企业不会选择将成本快速的转移至消费端。在此背景下，美联储内部或将继续维持相对宽松的货币政策立场，连续降息的概率较高。

基准情形下，我们认为美联储或在10月FOMC会议上再降息25bp，2025全年共降息75bp。后续要关注美国政府关门进展以及特朗普对美联储新主席的选择。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

【策略】三季报当前的亮点，集中在科技和反内卷——投资策略周报-20251026

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

坚定牛市信心，双轮驱动下，科技为先，PPI 交易为辅

市场回调后，我们对于指数的长期突破仍维持乐观判断：①要坚定牛市信心，降低斜率预期。前期市场已快速完成估值修复，接下来盈利才是胜负手。②市场结构呈现【双轮驱动】，科技为先，PPI 交易为辅。③坚守科技，短期和长期，目前尚不具备高低切条件。四中全会进一步肯定“产业”与“科技”的重要性，意味着“十五五规划”或将会把科技和产业维度放在较为靠前的规划位置上。④虽然市场进行全面高低切的窗口尚未到来，但我们认为科技内部需要关注高低切，关注：电池、电网、消费电子、游戏、军工、互联网。

政策再次加码科技：推动科技创新向产业落地靠拢

四中全会系统谋划布局“十五五”经济社会发展，具有里程碑意义。对比三中全会，四中全会的公报里，“产业”和“科技”提及频次大幅上行，中央进一步肯定“产业”与“科技”的重要性，意味着“十五五规划”或将会把科技和产业维度放在较为靠前的规划位置上。在规划纲要架构上，“十五五”延续十二大任务框架，但顺序发生变化，关于“产业”放在“科技”前，其核心目的是推动科技创新的大规模落地与产业转化，而非让科技创新独立成体系。

三季度当前的亮点，集中在科技和反内卷

综合考虑已披露业绩公司（指已公布业绩、业绩预告或业绩快报），目前全 A 披露率 20.8%。行业层面，仅根据已披露净利润，科技内电子、传媒表现突出，反内卷下钢铁、建筑材料、有色金属、电力设备盈利能力持续回升，非银金融、国防军工表现优异。个股层面，选取大市值公司为参考：科技内部，受益于 AI 浪潮，大部分公司三季度表现出色，例如，寒武纪、海光信息、生益电子等；反内卷板块，部分公司盈利能力持续回暖，例如宁德时代、紫金矿业、洛阳钼业等。

对接下来行情的启示

四中全会后，配置的核心思路及交易上应注意：（1）市场双轮驱动，科技为先，PPI 交易为辅；（2）坚守科技，短期和长期，目前尚不具备高低切条件；（3）前期市场已快速完成估值修复，接下来盈利才是胜负手。

行业配置“4+1”建议：（1）科技成长+自主可控+军工：AI 硬件、半导体、机器人、游戏、AI 应用、港股互联网、军工，此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。（2）受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：有色金属、化工、钢铁、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。（3）具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车风电等）及小品类出海。（5）底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

风险提示：宏观政策超预期变动加快复苏进程；地缘政治恶化风险；产业政策发生变化的风险。

【策略】从关键词的变化学习四中全会公报——投资策略点评-20251023

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

事件：新华社北京 10 月 23 日电，对外公布《中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议公报》。

关键词的变化：四中全会公报 vs 三中全会公报

（1）四中全会公报中，安全（被提及 15 次，下同）、科技（10 次）、产业（9 次）、创新（8 次）、民生（8 次）、改革（8 次）被重复最多；作为对比，三中全会公报当中被提及次数最多的关键词为：改革（53 次）、安全（16 次）、开放（11 次）、创新（7 次）、民生（6 次）。但需要注意的是，两次会议公报并不适合进行完全的平行对比：三中全会往往更重视改革议题，而四中全会则更重视下一个五年规划的具体方向和落地。因此在学习四中全会公

报的过程当中，需要结合四中全会公报的关键词频次以及与三中全会公报的关键词频次进行比较。

(2) “产业”和“科技”提及频次大幅上行。具体表述上，四中公报当中的“加快高水平科技自立自强”、“抓住新一轮科技革命和产业变革历史机遇”等类似表述均能够在过往的表述中找到。我们认为，这意味着“十五五规划”或将会把科技和产业维度放在较为靠前的规划位置上，自主可控和国产替代预计将会是“十五五规划”当中的政策重点。

(3) “消费”提及的次数明显提升，尤其是在三中全会公报当中并未提及的背景下。对于消费和扩大内需方面，四中公报提到“以新需求引领新供给，以新供给创造新需求，促进消费和投资、供给和需求良性互动”。我们认为这样的表述不仅仅是在强调消费，更需要把“创新”和“消费”结合在一起看。

(4) 民生方面，本次公报当中将“加大欠薪整治力度”提级至中央全会公报级别的表述。

(5) 对房地产的着墨较小，关注点从“化解风险”转变至“高质量发展”。四中全会公报对房地产的表述是“推动房地产高质量发展”，而三中全会公报当中的表述则是“落实好防范化解房地产、地方政府债务……等重点领域风险”。

(6) “坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点”是较新的表述，我们认为这涉及了反内卷和财税改革两个维度，或将在“十五五规划”有更详细阐述。

坚定牛市信心，双轮驱动下，科技为先，PPI 交易为辅

四中全会的内容基本符合市场预期，对国内科技、产业、消费等维度的政策重视程度相对更高。大势研判上，本轮行情的核心驱动力来自于国内中微观的积极信号频繁，包括中央汇金带来的底气，政策对资本市场的支持，科技方面的创新，国内增量资金等等。从证券化率指标来看，本轮 A 股估值仍有上行空间。

结构上，我们坚持【双轮驱动】，科技为先，PPI 交易为辅。从四中全会公报的内容来看，我们建议进一步重视“自主可控”的投资机会。另一方面，虽然市场进行全面高低切的窗口尚未到来，但我们认为科技内部需要关注高低切，关注：电池、电网、消费电子、游戏、军工、互联网。

风险提示：地缘政治不可预测性；美方持续关税施压；历史不代表未来。

行业公司

【地产建筑】二手房成交面积环比增长，推动房地产高质量发展——行业周报-20251026

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

核心观点：二手房成交面积环比增长，推动房地产高质量发展

本周我们跟踪的 68 城新房成交同环比下降，20 城二手房成交面积环比增长。土地成交面积同比下降，溢价率环比增长。国内信用债发行规模环比增长。本周二十届四中全会提出，要促进高质量充分就业，完善收入分配制度，办好人民满意的教育，健全社会保障体系，推动房地产高质量发展，加快建设健康中国，促进人口高质量发展，稳步推进基本公共服务均等化。我们认为，在各项促进房地产市场止跌回稳政策作用下，今年以来我国房地产市场整体朝着止跌回稳的方向迈进，在止跌回稳的过程中，房价仍可能存在小幅度震荡，期待后续在政策作用下，房地产市场进一步稳定。在更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程，维持行业“看好”评级。

推动房地产高质量发展，南京优化公积金政策

中央层面：二十届四中全会：要促进高质量充分就业，完善收入分配制度，办好人民满意的教育，健全社会

保障体系，推动房地产高质量发展，加快建设健康中国，促进人口高质量发展，稳步推进基本公共服务均等化。

地方层面：南京：在租房保障方面，对南京本市无房的多子女家庭，每月提取住房公积金支付房租的限额提高 20%，家庭每年提取金额上限为 51840 元，切实减轻其租房资金压力。在购房支持方面，对符合住房公积金贷款条件的多子女家庭，最高贷款额度上浮 20%，如果家庭购买新建绿色二星级以上或改善型商品住宅贷款额度再上浮 20%，最高贷款额度为 116 万元/人、144 万元/户。

市场端：土地成交面积同比下降，溢价率环比增长

销售端：根据房管局数据，2025 年第 43 周，全国 68 城商品住宅成交面积 250 万平米，同比下降 29%，环比下降 5%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 9690 万平米，累计同比下降 12%。全国 20 城二手房成交面积为 202 万平米，同比增速-16%，前值-16%；年初至今累计成交面积 8066 万平米，同比增速 6%，前值 7%。

投资端：2025 年第 43 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2705 万平方米，成交土地规划建筑面积 2016 万平方米，同比下降 20%，成交溢价率为 2%。一线城市成交土地规划建筑面积 256 万平方米，同比增加 215%；二线城市成交土地规划建筑面积 549 万平方米，同比下降 19%；三线城市成交土地规划建筑面积 1211 万平方米，同比下降 31%。

融资端：国内信用债发行规模环比增长

2025 年第 43 周，信用债发行 156.6 亿元，同比增加 192%，环比增加 125%，平均加权利率 2.18%，环比减少 46BP。信用债累计发行规模 3375 亿元，同比增加 4%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【电子】科技立国，把握算力、存力、AI 终端投资机会——行业周报-20251026

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 陈瑜熙（分析师）证书编号：S0790525020003

市场回顾：

本周（2025.10.20-2025.10.24）随着十五五规划提出了“科技自立自强水平大幅提高”的目标，科技板块大幅反弹。具体而言，本周电子行业指数涨 9.1%，其中消费电子涨 10.0%、半导体涨 8.5%，中芯国际涨 9.9%、华虹公司涨 8.3%、工业富联涨 12.1%、寒武纪涨 22.2%。海外资产方面，纳斯达克本周跌 0.2%、恒生科技涨 5.2%。美光涨 8.2%、闪迪涨 32.8%、苹果涨 4.2%（均创历史新高）。

行情速递

终端：Apple Intelligence 加速进入中国市场，国内外端侧 AI 新品频出。近日苹果 CEO 库克现身上海参加活动，透露正努力推动 Apple Intelligence 进入中国市场。iOS26.1Beta4 升级后国行设备出现 Apple Intelligence 独立入口，iPhone 国行 AI 有望 2025 年底前入华。三星发布 GalaxyXR 头显，是首款搭载全新 AndroidXR 平台的消费级设备；10.23 雷鸟创新发布新款 AR 眼镜 Air4 系列，售价仅 1699 元；阿里巴巴首款自研 AI 眼镜，搭载双旗舰芯片高通 AR1 和恒玄 BES2800。

算力：英伟达承认退出国内市场，字节推出 seed3D1.0。黄仁勋称英伟达中国市场份额从 95%降到 0%目前英伟达 100%离开了中国市场。阿里云提出的计算池化解决方案“Aegaeon”成功入选顶级学术会议 SOSP2025，该方案可解决 AI 模型服务中普遍存在的 GPU 资源浪费问题，大幅提升 GPU 资源利用率，目前其核心技术已应用在阿里云百炼平台。字节跳动 Seed 团队推出 3D 生成大模型——Seed3D1.0，实现从单张图像到高质量仿真级 3D 模型的端到端生成。

存力：美光停止向中国提供服务器芯片，海外大厂存储产品价格持续上涨。美光计划停止向中国数据中心供应服务器芯片；力积电表示在 AI 带动下，2025 年第四季存储代工价格有望上涨，且能见度可达 2026 年上半年。三星电子、SK 海力士等主要内存供应商将在 2025 年第四季度向客户调整报价，DRAM 和 NAND 闪存价格上调幅度将高达 30%；此外，证监会网站显示，长鑫科技集团股份有限公司（简称“长鑫科技”）完成 IPO 辅导工作，最新状态为辅导验收。

行情速递

随着十五五规划提出，科技自主可控成为重点工作目标，国产算力板块有望成为市场主线。同时持续看好 AI 浪潮下的存储周期和消费电子的创新周期，关注核心受益标的：中芯国际、华虹半导体、寒武纪、通富微电、德明利、江波龙、工业富联、胜宏科技、立讯精密等。

风险提示：AI 产业发展不及预期、国际贸易不确定性风险、宏观经济发展不及预期？。

【非银金融】3 季报有望超预期，非银板块攻守兼备——行业周报-20251026

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

周观点：3 季报有望超预期，非银板块攻守兼备

10 月 24 日证监会党委书记、主席吴清主持召开会议，认真传达学习党的二十届四中全会精神。会议强调，要进一步深化投融资综合改革，持续增强我国资本市场的包容性、适应性和吸引力、竞争力，更好服务“十五五”发展目标和金融强国建设。着力培育和发展高质量的上市公司群体，完善“长钱长投”，加强长效化稳市机制建设，深化科创板、创业板改革。2025 金融街论坛年会拟于 10 月 27 日开幕，“一行两局一会”主要负责人将作主题演讲，券商和保险公司 3 季报均有望超预期。

券商：公募基金再现提前募资结束现象，券商 3 季报有望超预期

(1) 本周日均股基成交额 2.33 万亿，环比-16.2%。市场回暖带动基金新发持续向好。券商中国 10 月 26 日报道，10 月 24 日嘉实基金公告，嘉实成长共享混合于 10 月 24 日提前结束募集，此前中欧价值领航也在 1 天内完成 20 亿规模的募集。行情的转暖以及首批浮动费率产品的“成绩单”，成为前述两只产品认购端“不愁卖”的前提。(2) 本周证券行业头部机构中信证券和东方财富率先披露 3 季报，业绩延续高景气：中信证券 2025 年前 3 季度营业总收入/归母净利润分别同比+33%/+38%，单 3 季度归母净利润 94 亿，同比+52%，环比+32%；东方财富前 3 季度营总收/归母净利润为 116/91 亿元，同比+59%/+51%，单 3 季度归母净利润 35 亿，同比+78%，环比+24%。(3) 我们预计上市券商 3 季报业绩有望略超我们此前预期，向后展望，投行、衍生品和公募业务等业务有望接续改善，头部券商海外业务崛起和内生增长导向有望驱动本轮头部券商 ROE 扩张，板块估值仍在低位，机构欠配明显，继续看好券商板块战略性配置机会。三条主线：推荐零售优势突出、受益于海南跨境资管试点的国信证券；海外和机构业务优势突出的华泰证券、中金公司；大财富管理优势突出的广发证券和东方证券 H。

保险：3 季报业绩预告超预期，投资收益或带来 3 季报高景气

(1) 近期部分上市险企披露 3 季报业绩预告，2024 年 3 季度高基数下仍实现较大幅度增长，业绩增速整体超预期，预计 3 季度股市上涨带动投资收益超预期。10 月 19 日晚中国人寿公告，公司预计前 3 季度归母净利润同比+50%至+70%（中报+7%）；10 月 14 日新华保险公告，公司预计前 3 季度归母净利润同比+45%至+65%（中报+34%）；10 月 16 日中国财险公告，预计公司前 3 季度归母净利润同比+40%至+60%（中报+32%）。(2) 长端底部企稳，净资产压力缓解，同时权益资产提振资产端收益率预期，负债成本压降迎来拐点，险企利差中长期维度看有望持续改善，带动险企 ROE 中枢改善，看好 PB 估值修复，3 季报净利润和投资收益有望超预期，H 股配置价值相对较高，推荐低估值中国太保和中国平安。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：华泰证券，广发证券，国信证券，东方证券 H，中金公司 H，东方财富，国泰海通；中国人

寿，中国太保，中国平安；江苏金租，香港交易所。

受益标的组合：同花顺，九方智投控股，新华保险。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端表现不及预期。

【商贸零售】巨子生物首款 I 型胶原获批，打开医美新空间——行业周报-20251026

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 姚慕宇（联系人）证书编号：S0790125040021

巨子生物重组 I 型胶原蛋白冻干纤维获批上市，开启第二收入增长曲线

10 月 23 日，巨子生物旗下自主研发申报的“重组 I 型 $\alpha 1$ 亚型胶原蛋白冻干纤维”械三类证获 NMPA 批准上市。该产品是国内首个重组 I 型天然序列胶原蛋白面部注射剂产品，主要适用于面部真皮组织填充和纠正额部动力性皱纹，包括眉间纹、额头纹和鱼尾纹。本次获批验证了巨子生物在重组胶原蛋白领域的研发和产业化能力，也是公司在现有功效护肤品基本盘之外，向高附加值胶原蛋白冻干纤维注射市场的拓展，产品矩阵进一步完善。行业角度看，重组胶原蛋白产品陆续落地打开整体审批进度，巨子生物差异化布局有望获益。巨子生物布局方面，公司布局更具支撑与强度的 I 型胶原，精准切入抗衰市场的“硬需求”，“重组胶原植入剂”正在审批阶段，产品管线持续扩展。胶原蛋白赛道中锦波生物已完成三剂型布局，创健医疗、丸美生物、拉芳家化等公司也在陆续布局赛道，行业具备高盈利性高成长性。我们认为，随着监管口径放宽与审批节奏加快，重组胶原蛋白赛道高成长性凸显，公司凭借赛道布局与管线储备有望受益。

行业关键词：开云美妆、非那雄胺、24 小时菜、天猫美妆双 11、巨子生物等

【开云美妆】欧莱雅以人民币 332 亿元买下开云美妆。

【非那雄胺】科笛集团外用非那雄胺喷雾剂正式在中国开启销售。

【24 小时菜】京东七鲜双 11 行业首推“24 小时菜”。

【天猫美妆双 11】2025 天猫美妆双 11 首份榜单发布。

【巨子生物】巨子生物“重组 I 型 $\alpha 1$ 亚型胶原蛋白冻干纤维”获批上市。

板块行情回顾

本周（10 月 20 日-10 月 24 日），商贸零售指数报收 2288.31 点，上涨 0.46%，跑输上证综指（本周上涨 2.88%）2.42 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 26 位。零售各细分板块中，本周专业连锁板块涨幅最大，2025 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周新迅达（+13.7%）、大连友谊（+10.3%）、国光连锁（+10.0%）涨幅靠前。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者深度洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基等，受益标的六福集团、周生生；

投资主线二（线下零售）：关注顺应趋势积极变革探索的零售企业（超市、百货、连锁），重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线三（化妆品）：关注具备差异化且能力持续迭代的优质国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、巨子生物、上美股份等，受益标的若羽臣等；

投资主线四（医美）：关注具备差异化管线的医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B 等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

【地产建筑】广州支持消费文旅 REITs 项目发行，环保 REITs 单周表现优异——行业周报-20251026

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

广州支持消费文旅 REITs 项目发行，环保 REITs 单周表现优异

2025 年第 43 周，中证 REITs（收盘）指数为 816.04，同比上涨 5.63%，环比上涨 0.16%；中证 REITs 全收益指数 1045.13，同比上涨 11.93%，环比上涨 0.16%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+0.32%、+0.53%、+0.51%、-0.40%、+0.26%、+0.24%、-0.04%；一月涨跌幅分别为-4.30%、-3.98%、-3.59%、-2.38%、-1.51%、-2.88%、-4.02%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 6.3 亿份，同比增长 37.86%；成交额达 27.19 亿元，同比增长 53.96%；区间换手率 2.59%，同比-0.39pct。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

华夏中海商业 REIT 公布发售结果，广州支持消费文旅 REITs 项目发行

华夏中海商业 REIT 公布发售结果，比例配售前总认购金额达 1593.3 亿元，相当于拟募集规模 15.843 亿元的 100.5 倍，刷新消费 REITs 认购纪录。公告显示，证监会准予募集 3 亿份，发行价 5.281 元/份。其中，网下发售获 374.72 倍认购，对应 1066.21 亿元；公众发售获 361.9 倍认购，对应 516 亿元；战略配售 2.1 亿份，金额 11.09 亿元。广州市人民政府办公厅印发《广州市提振消费专项行动实施方案》的通知提及，支持符合条件的消费、文化旅游领域项目发行基础设施领域不动产投资信托基金。

一周行情：环保 REITs 单周上涨 0.53%，单月累计下跌 3.59%

2025 年第 43 周，中证 REITs（收盘）指数为 816.04，同比上涨 5.63%，环比上涨 0.16%，2024 年年初至今累计上涨 7.88%，同期沪深 300 指数累计上涨 35.84%，累计超额收益-27.96%。中证 REITs 全收益指数 1045.13，同比上涨 11.93%，环比上涨 0.16%，2024 年年初至今，累计上涨 21.28%，同期沪深 300 指数累计上涨 35.84%，累计超额收益-14.56%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 6.3 亿份，同比增长 37.86%；成交额达 27.19 亿元，同比增长 53.96%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+0.32%、+0.53%、+0.51%、-0.40%、+0.26%、+0.24%、-0.04%；一月涨跌幅分别为-4.30%、-3.98%、-3.59%、-2.38%、-1.51%、-2.88%、-4.02%。

一级跟踪：12 只 REITs 基金等待上市，发行市场保持活跃

2025 年第 43 周，共有 12 只 REITs 基金等待上市，发行市场保持活跃。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【医药】中国新药闪耀 2025ESMO 大会，推荐相关投资机会——行业周报-20251026

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002

2LEGFR 突变 NSCLC：走出 TKI 耐药困境，总生存期首次明确获益

芦康沙妥珠单抗是全球首个在 2LEGFR TKI 耐药 NSCLC 中达成 OS、PFS 双获益的药物。OptiTROP-Lung04 研究结果显示，芦康沙妥珠单抗对比含铂双药化疗经 BIRC 评估的 mPFS 分别为 8.3mvs4.3m，HR0.49；OS 分别为 NRvs17.4m，HR0.60。截至 2025 年 10 月，针对 2LEGFR TKI 耐药 NSCLC 适应症已获批的方案有埃万妥单抗联合含铂双药化疗、依沃西单抗联合含铂双药化疗、芦康沙妥珠单抗；处于关键临床阶段的药物有伦康依隆妥单抗、

德达博妥单抗、单药或联合奥希替尼、CPO301 等。其中，芦康沙妥珠单抗是全球首个在 2LEGFRTKI 耐药 NSCLC 中达成 OS、PFS 双获益的药物。

HER2 阳性乳腺癌：瑞康曲妥珠单抗有望为患者带来新选择

非头对头对比德曲妥珠单抗，瑞康曲妥珠单抗治疗患者后无进展生存(mPFS)更长，有望为患者带来新的选择。HORIZON-Breast01 研究结果显示，瑞康曲妥珠单抗对比联合化疗方案的患者 mPFS 分别是 30.6mvs8.3m, HR=0.22；对于既往接受过 ≥ 2 线治疗的患者，mPFS 分别为 30.6mvs9.7m, HR0.26。DESTINY-Breast03 数据显示德曲妥珠单抗治疗患者后 mPFS 为 29 个月（中位治疗线数 2L）。从非头对头数据来看，瑞康曲妥珠单抗治疗患者后无进展生存(mPFS)更长，有望为患者带来新的选择。

T-Bren 针对后线多亚型乳腺癌早期数据惊艳，初步展现 BIC 潜力

2025ESMO 公布了百利天恒新型 HER2ADC 药物 T-Bren 的 I 期研究数据，结果显示 T-Bren 单药在 HER2 阳性、或 HER2 低表达或是三阴乳腺癌患者人群中均呈现出良好安全性与疗效的信号。45 例 HER2 阳性乳腺癌患者的 cORR82.2%，mPFS18.0 个月，18 个月的 OS 率为 85.5%；60 例 HR 阳性 HER2 阴性乳腺癌患者的 cORR70.0%，mPFS15.2 个月，18 个月的 OS 率为 72.6%；27 例三阴性乳腺癌患者的 cORR55.6%，mPFS7.2 个月，18 个月的 OS 率为 75.5%。

2LHER2 阳性胃癌：安尼妥单抗有望改变二线及以上胃癌治疗格局

安尼妥单抗联合化疗达到 PFS 和 OS 呈现双强阳性，有望改变二线 HER2 阳性胃癌/胃食管结合部腺癌的治疗格局。KC-WISE 期中分析结果显示，安尼妥单抗联合化疗对比化疗的 mPFS 分别为 7.1mvs2.7m, HR0.25；mOS 分别为 19.6m（未成熟）vs11.5m, HR0.29。目前针对 2L+HER2 阳性胃癌的标准疗法是雷莫西尤单抗联合化疗，但患者整体获益较差。与雷莫西尤单抗联合方案数据非头对头比较，安尼妥单抗疗效及安全性都更加优秀。

医药金股组合推荐

月度组合推荐：三生制药、信达生物、药明康德、药明生物、泽璟制药、方盛制药、前沿生物、普洛药业、石药集团、百普赛斯、阿拉丁。

周度组合推荐：毕得医药、科伦博泰、百利天恒、皓元医药、奥浦迈、药康生物、兴齐眼药、热景生物、阳光诺和、上海谊众。

风险提示：政策推进不及预期，产品销售不及预期，行业竞争加剧。

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第二十期）：欣旺达发布“欣·碧霄”固态电池，珠海冠宇已量产 25%高硅负极电池——行业周报-20251026

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

欣旺达发布“欣·碧霄”固态电池，珠海冠宇已量产 25%高硅负极电池

（1）技术进展：10 月 25 日，在第三十二届中国汽车工程学会年会暨展览会上，比克电池展示原位固化技术。其半固态电池将液态电解质含量控制在 10%以下，通过 6 孔针刺测试仍保持 390Wh/kg 能量密度。（2）产品动态：10 月 23 日，欣旺达发布“欣·碧霄”固态电池，能量密度 400Wh/kg（实验室样品 520Wh/kg），-30℃容量保持率超 70%，通过 200℃热箱测试。公司计划年底建成 0.2GWh 中试线，聚焦新能源汽车与储能场景。近日，珠海冠宇在投资者活动上表示，上半年公司成功量产 25%高硅负极电池；由于掺硅比例的提升，该电池体积能量密度高达 900Wh/L。（3）战略合作：10 月 16 日，华盛锂电与蜂巢能源签署战略合作协议，聚焦硫化物固态电解质低成本化。双方将利用华盛锂电液相法工艺优势，降低硫化锂原材料成本，目标将硫化物电解质价格从当前超 1000 万元/吨大幅下调。（4）行业动态：10 月 23 日，《节能与新能源汽车技术路线图 3.0》正式发布。该路线图提出，全

固态电池预计 2030 年实现小规模应用，2035 年有望大规模全球推广。我们认为当前固态电池正逐步从实验室阶段到量产验证阶段发展，预计 2025 年底小批量装车试验，2026-2027 年普遍装车试验，此外，低空、机器人、AI 等新兴应用场景打开固态电池市场空间，产业化落地有望提速。建议关注固态电池板块后续的行情表现，推荐标的宁德时代，受益标的：（1）设备：纳科诺尔、宏工科技、先导智能、德龙激光等；（2）电池：国轩高科、珠海冠宇、普利特、冠盛股份、鹏辉能源等；（3）正极及电解质：厦钨新能、容百科技、海辰药业等；（4）导电剂：天奈科技；（5）电解质复合膜：长阳科技、星源材质、恩捷股份等；（6）硅碳负极：璞泰来、上海洗霸等；（7）金属锂负极：道氏技术、赣锋锂业、天铁科技、英联股份、胜利精密。（8）集流体：远航精密、诺德股份、德福科技、嘉元科技、中一科技等；（9）铝塑膜：紫江企业、海顺新材、明冠新材、道明光学。

本周板块行情：固态电池指数+3.4%，集流体、电池涨幅靠前

本周（10 月 20 日-10 月 24 日），固态电池指数+3.4%，2025 年累计+51.3%，同期沪深 300 指数+18.4%。统计范围内的固态电池相关标的平均+3.8%，大部分环节均上涨，其中集流体（+8.8%）、电池（+6.1%）涨幅靠前。涨幅前五标的分别为珠海冠宇（+23.1%）、德福科技（+15.8%）、鹏辉能源（+14.2%）、嘉元科技（+13.1%）、联赢激光（+11.3%）；跌幅前五标的分别为天际股份（-10.0%）、容百科技（-6.3%）、*ST 威尔（-6.1%）、石大胜华（-5.7%）、海辰药业（-3.5%）。

风险提示：技术研发不及预期，产业落地进展不及预期，下游需求不及预期。

【煤炭开采】煤电盈利均分 750 元之后，煤价正在经历惯性上穿——行业周报-20251026

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 程懿（分析师）证书编号：S0790525090001

本周要闻回顾：动力煤成功到达 750 关口，正在经历上穿过程

动力煤方面：动力煤价格大涨，截至 10 月 24 日，秦港 Q5500 动力煤平仓价为 770 元/吨，环比上涨 22 元/吨，涨幅 2.94%，其他港口价格指标有的已达到 770 元，已经完成我们提示的煤电盈利均分的 750 元价格目标，此时正在经历我们所说的上穿过程，有望达到我们所预计的第四目标价格区间，即 800-860 区间。近两周动力煤价格涨幅加快，主要受到供给收缩和需求逆势跳涨的双重影响，其中供给收缩是国庆之后延续严查超产的行动，而需求跳涨是北方寒潮导致取暖需求上行以及港口加快补库。炼焦煤方面：截至 10 月 24 日，京唐港主焦煤报价 1760 元/吨，从七月初的 1230 元的底部反弹；焦煤期货反弹更为明显，从 6 月初的 719 元反弹至当前的 1248 元，累计涨幅达到 73.5%；炼焦煤价格随着动力煤价格的波动而波动，在 2.4 倍比值有非常明显的规律。从基本面来看，蒙古焦煤生产和进口有所减量，也催化了国内焦煤价格上行。

投资逻辑：动力煤和炼焦煤价格已到拐点右侧

动力煤属于政策煤种，我们判断价格上行将经历“修复央企长协、修复地方长协、达到煤电盈利均分线、上穿且接近电厂报表盈亏平衡线”四个过程。现货修复至长协价格（央企长协 670 元和地方长协 700 元）之上，实际是大宗商品双轨制运行机制下的必选结果，长协本身作为优惠品种而与现货形成倒挂，会促使下游用户优先购买现货而暂缓购买长协，从而驱动现货的价格修复。达到“煤和火电企业”盈利均分位置（测算 2025 年是 750 元左右），是政策修复煤价目标的理想结果。理想目标之后的上穿过程属于惯性结果，因为政策的转向不是手术刀那么精准，必然会有此过程，对于煤价上穿是否有顶部极值，则预测是电厂报表盈亏平衡线 860 元，区间为 800-860 元。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定，对于其目标价格可通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”作为参考，京唐港主焦煤现货与秦港动力煤的现货比值为 2.4 倍，则与动力煤第一、第二、第三、第四目标对应的炼焦煤目标价分别为 1608 元、1680 元、1800 元、2064 元。焦煤期货将修复与京唐港主焦煤现货的贴水。

投资建议：周期与红利双逻辑，四主线布局

煤炭股双逻辑之一：周期弹性。当前动力煤和炼焦煤价格仍处于历史低位，为反弹提供了空间。随着供给端“查超产”政策推动产量收缩，以及需求端进入取暖旺季，煤炭供需基本面有望持续改善，两类煤种价格均具备

向上弹性。其中，动力煤有长协机制修复和“煤和火电企业盈利均分”的逻辑支撑；而炼焦煤因市场化程度更高，对供需变化更敏感，可能展现出更大的价格弹性。煤炭股双逻辑之二：稳健红利。多数煤企依然保持了高分红的意愿，中报仍有 6 家上市煤企发布中期分红方案（中国神华/山西焦煤/陕西煤业/上海能源/兖矿能源/中煤能源）。资本市场在全球政经高度不确定以及国内稳经济的预期下，投资行为存在情绪上的脉冲，煤炭板块具备周期与红利的双重属性，当前煤炭持仓低位，基本面已到拐点右侧，已到布局时点。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，周期逻辑：动力煤的【晋控煤业、兖矿能源】，冶金煤的【平煤股份、淮北矿业、潞安环能】；主线二，红利逻辑：【中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【新集能源、广汇能源】。

风险提示：经济增速下行风险，进口煤大增风险，可再生能源加速替代风险。

【食品饮料】短期关注三季报业绩，长期关注提振内需政策——行业周报-20251026

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（分析师）证书编号：S0790525080001

核心观点：季报业绩持续分化，建议底部周期加强布局

10月20日-10月24日，食品饮料指数跌幅为0.9%，一级子行业排名第27，跑输沪深300约4.2pct，子行业中预加工食品（+1.0%）、肉制品（+0.6%）、其他酒类（+0.5%）表现相对领先。本周开始进入三季报披露期，从已公布业绩来看，还是延续此前趋势，传统消费板块业绩压力较大。白酒商务需求持续承压；政务消费在二季度达到谷底，三季度虽禁酒令影响边际放松，终端消费需求略有好转，但整体市场需求仍处于偏弱局面。叠加多数酒企主动出清报表，以减少压货来维持渠道良性发展状态，预计白酒三季度报表业绩增速可能进一步放缓。我们判断白酒板块三季度迎来业绩和估值双底。当下考虑板块估值相对低位，筹码结构稳定，建议适当布局白酒板块。大众品中仍是具有新消费属性的标的业绩较好，已公布三季度业绩的东鹏饮料仍实现收入与利润的高速增长。下周进入季报密集披露期，建议关注三季报业绩较好的企业，以饮料、零食类大众品公司为主。

二十届四中全会公报明确的“坚持扩大内需战略基点、建设强大国内市场、破除统一大市场卡点堵点”等部署，为食品饮料行业发展注入明确政策红利，长期来看行业景气度大概率稳定提升。内需提振是核心驱动力，四中全会强调的大力提振消费导向，将利于直接拉动消费市场需求与升级潜力释放。而统一大市场建设，将优化行业生态，流通成本下降与市场壁垒破除，即利好龙头企业实现规模效应，也将助力区域品牌全国化扩张。当前白酒板块估值处于历史低位，政策驱动下长期消费信心修复，将推动估值修复；乳制品、调味品等大众品需求有望触底回升。建议聚焦两类标的：一是低估值、具有安全边际，且具备全国化布局能力的龙头企业，二是契合新消费业态的成长性企业，长期把握政策红利与行业升级共振机遇。

推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、卫龙美味、百润股份

（1）贵州茅台：短期白酒需求下移，但公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。（2）山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。（3）西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。（4）卫龙美味：随着新品铺市，面制品下滑情况将得到缓解，同时魔芋单品持续高速增长，基本盘稳定。豆制品可能打开第三增长曲线，以及海外市场具备较大空间。（5）百润股份：预调酒处于改善趋势当中，威士忌已实现较好铺货，建议关注后续公司鸡尾酒回款改善和新品催化逻辑。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【农林牧渔】二育进场不改生猪去化大势，肉牛补栏谨慎景气延续性或更强——行业周报-20251026

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

周观察：二育进场不改生猪去化大势，肉牛补栏谨慎景气延续性或更强

猪价触底反弹，二育短期加速进场不改能繁去化大势。据涌益咨询，截至 2025 年 10 月 24 日，全国生猪均价 11.81 元/公斤，周环比+0.63 元/公斤，同比-5.74 元/公斤。截至 2025 年 10 月 23 日，涌益样本生猪出栏均重 127.90 公斤/头，周环比-0.35 公斤/头，同比+1.56 公斤/头，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价 0.78 元/公斤（周环比+0.02 元/公斤）。2025 年 10 月 10-20 日行业二育占实际销量比重 2.09%，环比+1.07pct，同比-2.28pct，二育栏舍利用率 44.8%，环比+12.8pct，同比-10.2pct。据国家统计局，2025 年 9 月我国能繁存栏 4035 万头，同比-0.66%，环比-0.07%。受低猪价及博弈年行情驱动，行业短期二育进场加速。但当前生猪仍处亏损状态，且二育进场或进一步造成供给后移压力，能繁去化短期受到二育扰动，长期去化大势不变。

牛肉价格中枢持续上移，行业预期分歧补栏谨慎，2025Q3 肉牛存栏环比仍下降。截至 2025 年 10 月 24 日，我国牛肉批发价 66.61 元/公斤，月环比+0.68%，同比+9.14%。据国家统计局，牛肉供给受出栏节奏及预期影响，存量牛肉供给持续释放，2025Q1-Q3 我国肉牛出栏 3564 万头，同比+2.0%，牛肉产量 550 万吨，同比+3.3%。2025Q3 我国牛存栏 9932 万头，同比-2.4%，环比-0.6%。目前肉牛养殖端补栏谨慎，2025Q3 肉牛存栏环比下行或进一步拉长牛周期景气上行时长。

周观点：生猪养殖亏损去化或加速，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

生猪及仔猪均陷亏损，叠加政策疫病多因素催化，生猪去化或加速。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料板块国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。推荐：海大集团、新希望等。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。推荐：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

本周市场表现（10.20-10.24）：农业跑输大盘 4.24 个百分点

本周上证指数上涨 2.88%，农业指数下跌 1.36%，跑输大盘 4.24 个百分点。子板块来看，渔业板块领涨。个股来看，*ST 佳沃（+11.02%）、众兴菌业（+9.20%）、粤桂股份（+8.36%）领涨。

本周价格跟踪（10.20-10.24）：本周白羽鸡、牛肉、玉米价格环比上涨

10 月 24 日全国外三元生猪均价为 11.82 元/kg，较上周上涨 0.65 元/kg；仔猪均价为 17.66 元/kg，较上周下跌 0.33 元/kg；白条肉均价 15.45 元/kg，较上周上涨 0.77 元/kg。10 月 24 日猪料比价 3.54:1。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第三十九期）：皖豫联合印发方案支持低空经济，广东发布多条低空经济支持政策——行业周报-20251026

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

皖豫联合印发方案支持低空经济，广东发布多条低空经济支持政策

（1）政策支持：10 月 17 日，安徽省政府办公厅、河南省政府办公厅联合印发《皖豫省际毗邻地区合作发展实施方案》，围绕产业创新联动等五方面提出 18 项举措。其中明确支持毗邻地区发挥平原净空优势，发展通用航空、航空设备组装维修等产业，打造低空经济产业集群，推动区域产业协同。近日，广州市天河区出台《加快推动低空经济与航空航天高质量发展的若干政策措施》，提出 11 条支持措施，涵盖基础设施、产业创新、场景应用等领域。对获民航局运营合格证的大型载人/非载人无人机企业分别给予 100 万/80 万元支持，每家企业年度最高补贴 2000 万元，政策有效期至 2027 年底。10 月 24 日，广东省政府办公厅印发《支持低空经济高质量发展若干措施》，涵盖 16 条举措。包括通过省产业基金引导社会资本投早投小，聚焦新构型航空器等关键领域建立技术攻关机制，纳入省重点研发计划并给予专项资金；支持广深珠开通低空客运航线，探索大湾区跨境无人机物流。（2）个股动态：10 月 22 日-25 日，亿航智能在第二届中国—葡语国家经贸博览会上表示，拉美国家无人机应用场景丰富，巴西、葡萄牙等国政府对低空经济产品兴趣浓厚。公司计划将中国低空经济经验引入葡语国家，通过技术合

作拓展国际市场，推动低空交通解决方案落地。10月24日，国航远洋公告称，下属子公司国远科技与浙江海事服务公司合资设立新公司，注册资本1000万元（国远科技持股60%），开展海上无人机运输、船舶物供、数字平台搭建等“低空经济+海事服务”业务，提升综合竞争力。我们认为，低空经济已经迎来从宏观（国家层面产业规划）到中观（各地地方补贴）再到微观（基建主机招标、应用场景打造）的纵向落地，建议关注低空经济后续板块行情，推荐标的卧龙电驱、绿能慧充，受益标的：（1）低空制造：万丰奥威、宗申动力等；（2）低空基建：莱斯信息、深城交等；（3）低空运营：深圳机场、中信海直、祥源文旅、岭南控股、西域旅游等。

本周板块行情：平均涨跌幅为+4.0%，A股标的中珠海冠宇领涨

本周（10月20日-10月24日）低空经济A股相关标的平均涨跌幅为+4.0%，涨幅前五标的分别为珠海冠宇（+23.1%）、鹏辉能源（+14.2%）、立航科技（+13.7%）、西测测试（+12.3%）、应流股份（+11.6%）；跌幅前五标的分别为云路股份（-5.4%）、吉峰科技（-3.0%）、香山股份（-1.7%）、宗申动力（-1.2%）、岭南控股（-1.1%）。美股方面，JobyAviation（+3.0%）、EveHolding（+1.8%）、亿航智能（+1.6%）、ArcherAviation（+0.4%）、VerticalAerospace（-1.5%）。

风险提示：产业政策落地速度不及预期，低空应用场景在C端普及不及预期。

【化工】PTA产品亏损持续加剧，看好行业反内卷前景——行业周报-20251026

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 蒋跨越（分析师）证书编号：S0790523120001

本周行业观点：PTA产品亏损持续加剧，看好行业反内卷前景

从PTA行业未来扩产情况来看，据百川盈孚数据，2025年国内PTA新增产能预计合计达到870万吨，其中东方盛虹、三房巷、新凤鸣分别新增250、320、300万吨。再往后看，2026年及以后规划产能仍有合计800万吨。但考虑到当前PTA盈利承压，其投产进程尚存在较大不确定性，2025年或已接近国内PTA行业扩产的尾声。据百川盈孚及各公司广告数据，截至2025年9月，国内PTA行业产能（权益口径）前七名分别为恒力石化、荣盛石化、桐昆股份、恒逸石化、新凤鸣、东方盛虹、三房巷，行业产能CR7达到76%。当前国内PTA行业集中度较高，龙头企业具备一定的定价权，同时也为行业自律与反内卷创造了良好的条件。2025年7月以后PTA行业陷入全行业严重亏损。2025年7月以来，PTA行业陷入全行业亏损，截至2025年10月下旬，CCF统计PTA价差已不足百元。当前PTA行业亏损严重，生产企业具备协同诉求。我们认为，当前PTA行业具备反内卷基础（未来新增产能有限、行业集中度高及当下生产企业亏损严重），后续行业有望实现良性发展，产品盈利或将得到显著修复。推荐标的：恒力石化、荣盛石化、新凤鸣、桐昆股份等。受益标的：恒逸石化、三房巷、东方盛虹等。

本周行业新闻：TCL华星t8项目正式开工

【OLED】TCL华星t8项目正式开工。据公众号工业头条网消息，10月21日，TCL华星t8项目正式开工，该项目由TCL华星与广州市人民政府、广州经济技术开发区管理委员会共同出资建设，总投资金额约人民币295亿元。受益标的：瑞联新材、万润股份、奥来德、莱特光电。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【铬盐】振华股份；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】博源化工、三友化工等；【其他】黑猫股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺、恒逸石化、华鼎股份等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、湖北宜化等；【硅】新安股份；【氯碱行业】中泰化学、新疆天业等；【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】卓越新能、

万凯新材、华谊集团、中触媒、光华科技等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注 1。

【汽车】特斯拉计划 2026Q1 推出 Optimus V3，问界 M8 交付突破 10 万台——行业周报-20251026

邓健全（分析师）证书编号：S0790525090003 | 傅昌鑫（分析师）证书编号：S0790525090005 | 王镇涛（联系人）证书编号：S0790124070021

行业重点新闻

(1) 新石器完成 6 亿美元 D 轮融资，引领无人配送规模化发展，由阿联酋磊石资本、高成投资等联合领投，君联资本等跟投，系中国自动驾驶领域迄今最大私募融资之一；(2) 滴滴披露自动驾驶核心进展，Robotaxi 量产在即；(3) 法国高速公路全球首测电动汽车“边开边充”技术；(4) 2025 年全国汽车以旧换新补贴申请破千万份，新能源成主力；(5) 问界 M8 汽车成为 40 万级不分车型销冠，交付已破 10 万台；(6) 东风汽车：已构建自主可控的固态电池供应链体系，续航突破 1000 公里；(7) 特斯拉计划 2025 年底启动百万产线建设，2026 年 Q1 推出 OptimusV3。(8) 波士顿动力升级 Atlas 机器人抓手，强化工厂分拣能力。(9) 优必选亮相 IROS2025，发布双目视觉技术与人形机器人解决方案。(10) 均普智能宁波具身智能机器人创新中心正式启用。(11) 宇树科技发布人形机器人 H2，机器人产业迎重要信号。(12) 何小鹏透露，小鹏 2026 年计划真正量产飞行汽车，它的成长速度一定高过汽车，它的未来的市场份额也将高过汽车。小鹏汇天位于广州的飞行汽车智造基地已于 9 月底全面竣工，具备“万辆级”年产能，计划于 2026 年正式投产交付。

行情回顾

(1) 本周沪深 300 指数涨幅 3.24%，其中汽车板块涨幅 2.95%，涨跌幅位居 A 股一级行业第 10 位。(2) 本周乘用车 II 指数涨幅 1.19%，吉利汽车、小鹏汽车-W 领涨。(3) 本周商用车指数涨幅 1.72%，金龙汽车、海伦哲领涨。(4) 本周汽车零部件 II 指数涨幅 4.43%，标榜股份、奥联电子领涨。其中电控系统涨跌幅 0.69%，德赛西威、伯特利领涨；电机涨跌幅 10.30%，大洋电机、恒帅股份领涨；减速机/齿轮类涨跌幅-12.35%，易实精密跌幅较小；轴承涨跌幅 3.65%，光洋股份、南方精工领涨；轻量化&结构件涨跌幅 5.06%，恒勃股份、爱柯迪领涨；直线传动部件涨跌幅 4.92%，嵘泰股份、北特科技领涨；传感器涨跌幅-0.04%，凌云股份、明新旭腾领涨；Tier1 涨跌幅 6.65%，均胜电子、敏实集团领涨。

投资建议

(1) 乘用车：国产高端豪华乘用车市场需求超预期，并且竞争格局好，未来随着产品矩阵的拓展，业绩有望迎来放量，推荐：江淮汽车、赛力斯，受益标的：吉利汽车。

(2) 零部件：行业反内卷背景下，盈利能力有望拐点向上，叠加下游扩展，成长性依旧较高，推荐：德赛西威、浙江仙通、美力科技，受益标的：科博达、华域汽车、双环传动、福耀玻璃、旭升集团、伯特利、瑞鹄模具、松原股份。

风险提示：乘用车行业需求不及预期；汽车行业竞争加剧；电动智能化转型不及预期；政策支持力度不及预期；原材料价格大幅波动风险。

【计算机】自主安全进入黄金发展期——行业周报-20251026

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

市场回顾：

本周（2025.10.20-2025.10.24），沪深 300 指数上涨 3.24%，计算机指数上涨 3.58%。

周观点：自主安全进入黄金发展期

顶层设计持续强化，科技自强大势所趋

党的二十届四中全会提出要加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》提出打造新兴支柱产业，加快新能源、新材料、航空航天、低空经济等战略性新兴产业集群发展，将催生数个万亿元级甚至更大规模的市场；《建议》还提出前瞻布局未来产业，推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等成为新的经济增长点。10月24日新闻发布会上，国家发展改革委主任郑栅洁表示，这些产业蓄势发力，未来10年将再造一个中国高技术产业。

人工智能前景广阔，算力和应用共振

科技部部长阴和俊提出，持续加强“十五五”人工智能顶层设计和体系化部署。一是继续加强基础研究和关键核心技术攻关，聚力开发新的模型算法、高端算力芯片，不断夯实人工智能发展的技术根基。二是深入实施“人工智能+”行动，三是加强人工智能治理，四是推动国际交流合作。

产业趋势加速，重视量子科技投资机会

2024、2025政府工作报告均提出培育量子科技等未来产业。此次十五五规划建议进一步重视量子科技产业发展。9月15日，本源量子正式向安徽证监局提交IPO辅导备案，成为国内首家启动IPO的量子计算公司。10月23日，谷歌宣布在Willow芯片实现了首次可验证的量子优势算法，该算法的运行速度比世界上最好的超级计算机快1.3万倍。政策、资本、技术共振下，看好中美量子科技产业趋势持续加速。

投资建议

国产软件应用重点推荐金山办公、鼎捷数智、达梦数据、中望软件、中控技术、华大九天、太极股份、普联软件、致远互联、普元信息、用友网络、金蝶国际等，受益标的中国软件、概伦电子、索辰科技、浩辰软件、广立微、润和软件、诚迈科技、泛微网络、中孚信息、麒麟信安、宝兰德等。

国产算力重点推荐海光信息、中科曙光、卓易信息、浪潮信息、软通动力、神州数码、中国软件国际等，受益标的包括寒武纪、中国长城、景嘉微、龙芯中科、紫光股份、烽火通信、广电运通、拓维信息等。

量子科技受益标的包括国盾量子、禾信仪器、大豪科技、吉大正元、神州信息、格尔软件、科大国创等。

风险提示：产业落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险等。

【通信】“光、液冷、国产算力”全面提速——行业周报-20251026

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002

四中全会召开，持续看好人工智能、具身智能、6G、航空航天产业发展加速

2025年10月20日，中共第二十届中央委员会第四次全体会议在北京举行，会议审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》（下文简称“《建议》”）。《建议》从4方面作出部署：1、强原始创新和关键核心技术攻关，完善新型举国体制，全链条推动集成电路、工业母机、高端仪器等重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破。继续加强基础研究和关键核心技术攻关，聚力开发新的模型算法、高端算力芯片，不断夯实人工智能发展的技术根基。2、推动科技创新和产业创新深度融合。3、一体推进教育科技人才发展。4、深入推进数字中国建设，加快人工智能等数智技术创新，强化算力、算法、数据等高效供给。全面实施“人工智能+”行动，全方位赋能千行百业。

谷歌与Anthropic合作，将部署100万个TPU

10月23日，Anthropic宣布与谷歌达成合作，将部署100万个谷歌的TPU芯片以训练旗下AI大模型Claude，此次扩展计划价值数百亿美元，预计算力容量将于2026年达到1GW级别。谷歌表示，公司将进一步提升TPU的

效率和容量，并以成熟的 AI 加速器产品组合（TPUv7Ironwood）作为基础。我们认为，此次合作有望提升 Claude 模型性能的同时，强化 Anthropic 和谷歌的合作关系，也凸显 TPU 芯片的性价比和泛用性。海外各 AI 模型厂商加强与上下游合作，AI 军备竞赛持续，有望持续带动算力产业链需求。

字节发布 Seed3D1.0 模型，助力具身智能发展

10 月 23 日，字节跳动 Seed 团队推出 3D 生成大模型 Seed3D1.0，基于创新的 DiffusionTransformer 架构，可生成包括精细几何、真实纹理和基于物理渲染(PBR)材质的完整 3D 模型，实现从单张图像到高质量仿真级 3D 模型的端到端生成。通过 Seed3D1.0 生成的 3D 模型能够直接导入 IsaacSim 等仿真引擎，仅需少量适配工作即可支持具身智能大模型训练，加速具身智能发展。据团队评估结果显示，在几何生成方面，Seed3D1.0 在输入图片保持、视觉清晰度及细节丰富度上均大幅领先其他基线模型，整体达到 SOTA 水平。未来将尝试引入多模态大语言模型(MLLM)来提升 3D 生成的质量和鲁棒性。

坚定看好“光、液冷、国产算力”三条主线

推荐标的：中际旭创、新易盛、英维克、源杰科技、天孚通信、中兴通讯、盛科通信、欧陆通、紫光股份、光环新网、奥飞数据、新意网集团、中天科技、亨通光电等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦。

【公用事业】十五五规划建议前瞻布局核聚变，安东聚变完成亿元首轮融资——可控核聚变行业周报-20251025

周磊（分析师）证书编号：S0790524090002 | 黄懿轩（联系人）证书编号：S0790125070014

板块回顾：全部细分环节上涨，个股涨多跌少

本周（20251020-20251024）可控核聚变板块下，全部细分环节上涨，个股涨多跌少。具体来看，哈焊华通（+15.9%）、皖仪科技（+15.2%）、天沃科技（+14.5%）涨幅居前；爱科赛博（-3.0%）、旭光电子（-2.9%）、安泰科技（-2.9%）跌幅居前。细分环节来看，本周可控核聚变板块下全部环节上涨，上游金属材料（+7.2%）、其他设备或部件（+6.0%）、磁体（+5.9%）涨幅居前。

行业动态：十五五规划建议提出推动核聚变能等未来产业成为新的经济增长点

由彭先觉院士领衔、国内首家致力于 Z 箍缩聚变商业化的公司安东聚变近期宣布完成近亿元首轮融资，联想参投。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》提出前瞻布局未来产业，推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能、第六代移动通信等成为新的经济增长点；这些产业蓄势发力，未来 10 年将再造一个中国高技术产业。近期等离子体所、聚变新能发布多项采购，累计预算金额达数亿元，涉及偏滤器等核心部件。

公司动态：上海超导助力高温超导体研制，中科清能氮制冷机成功投产

10 月 20 日，上海超导官方公众号发文称，南方电网成功研制基于 CORC（圆芯电缆）与 TSTC（堆叠电缆）两种子缆结构的两根百米级大电流高温超导体，并通过测试与验收，上海超导为该项目提供了项目所需的全部高温超导材料。10 月 15 日，中科清能研发制造的 3kW@4.5K 氮制冷机在合肥一次启机成功，截至 2025 年 10 月 20 日，该装备已安全稳定运行超过 120 小时；该装备是目前中国核聚变领域已投产的最大制冷功率氮制冷机，将为国家重大科技基础设施 CRAFT（聚变堆主机关键系统综合研究设施）的稳定运行提供强有力的支撑。

本周观点：核聚变装置研发建设稳步推进，看好板块长期发展前景

核聚变装置研发建设稳步推进，订单持续释放，看好板块长期发展前景，关注磁体、主机和电源等核心部件。受益标的：（1）磁体环节：西部超导（低温超导线材）、永鼎股份（高温超导带材）、上海超导（高温超导带材）、联创光电（高温超导磁体服务）等；（2）真空室和堆内构件：合锻智能（真空室、第一壁、包层和偏滤器）、国光

电气（第一壁、包层和偏滤器）、安泰科技（第一壁、包层和偏滤器）等；（3）电源总成：英杰电气（磁体电源和PSM电源）、爱科赛博（磁体电源和PSM电源）、四创电子（PSM电源）、新风光（磁体电源）、赛晶科技H（脉冲电源）等；（4）微波和电源器件：旭光电子（真空脉冲功率器件等）、国力电子（氢闸流管、回旋管、速调管）、宏微科技（IGBT）、王子新材（电容）等；（5）燃料增殖和循环：国光电气（氙工厂）等；（6）检测设备：皖仪科技（氦检漏、真空检漏）等。

风险提示：商业化进度不及预期、资金投入不及预期、技术路线变化风险。

【银行】规模站上新台阶，存款仓位创历史新高——理财登 2025Q3 季报解读-20251024

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（分析师）证书编号：S0790524060002

负债端：“存款搬家”催化下，理财恢复较高增速

截至 2025Q3 末理财规模为 32.13 万亿元，预计年末增长至 33.6 万亿元。2025Q3 末理财增长至历史最高值，增速略高于 2025Q2，与 2025Q1 持平。我们拆解历史数据发现，除 2022 年外，过去几年 Q4 通常增长 1 万亿元左右。考虑到股市分流效应或小于 2024Q4、存款利率远低于 2023Q4 等因素，我们判断 2025Q4 增长可能高于历年同期。假设 2025Q4 增长约 1.5 万亿元（略高于 2023Q4 的 1.23 万亿元），2025 年末规模或为 33.6 万亿元。

2025Q3 理财兑付收益环比微降，但并未明显影响新发募集热度。2025Q3 理财为投资者创造收益 1792 亿元，环比下降，但新发产品的单只规模环比上升，反映当下比价效应下“存款搬家”意愿较为强烈。2025 年 9 月固收类理财近 1 年收益率为 2.42%，较 3Y 定存实际利率高出约 72BP；现金管理类理财 7 日年化收益率为 1.33%，介于 1Y、2Y 定存利率之间，但流动性明显优于定存。

资产端：增配存款&回购，筑牢低波安全垫

2025Q3 末现金及银行存款占比为 27.5%，为有统计以来最高值。2025Q3 债市整体震荡，理财季末持有的同业存单、债券、权益、公募基金比例均环比下降。2025Q3 理财新增资产中超 90%为现金及银行存款贡献，由于资金量大具有较大议价权，仍可阶段性获取较高的同业活期&定期利率。

NCD、利率债买入力度或仍然较大，公募基金需求遇结构性变化。截至 2025-10-22 的净买入数据来看，理财配置 NCD 需求仍然较大，近期 NCD 发行利率上升也带来更高的性价比。债市震荡行情下，理财或持续加大利率债的交易。受“赎回费新规”影响，公募基金的需求或主要转向 ETF、摊余债基、基金专户。

竞争格局：非持牌银行机构理财市占率首次低于 10%

2025Q3 末非持牌银行理财规模为 2.85 万亿元，占全市场 8.87%，首次低于 10%。自 2023 年 12 月 29 日浙银理财获批后，近 2 年时间尚无新的理财子获批。2025 年 8 月财联社报道，四川省内的成都银行、成都农商银行和四川银行计划联合申设银行理财公司。也有部分银行提前主动退出理财市场，2025Q3 末共有 181 家银行机构有存续的理财产品，环比减少 13 家；跨行代销理财公司产品的银行同比增加 35 家。未来转型纯代销、增厚中收也不失为中小银行的一大转型路线。

小结：坚守绝对收益+加大客户分层，多资产未来可期

行业变革下，理财如何筑牢“绝对收益”防线？加大客户分层、丰富产品线。固收类理财收益率较 3Y 存款仍有一定的优势，但行业面临整改、高息资产变少的困境，理财如何保持募集热度？产品端来看，除了低波产品巩固传统客群外，通过细分产品和客户，打造更多元化的产品货架。资产端来看，低波资产如存款、NCD、短债仍为基本盘；基金投资在“赎回费新规”落地后或更偏向于 ETF/摊余债基/基金专户；权益投资是长期趋势但目前理财仍在探索阶段。

风险提示：经济增速不及预期；金融监管趋严；理财子牌照发放收紧等。

【电力设备与新能源】风机：国内盈利能力修复，出海打开成长天花板——行业深度报告-20251023

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 陈诺（分析师）证书编号：S0790525070008

国内外需求共振，风机盈利拐点已至

在“双碳”目标及2035年风光装机达36亿千瓦的规划指引下，国内风电需求基本盘稳固，2025年前三季度整机中标量 yoy+5%，维持高位，为未来装机提供支撑。随着行业自律公约的签订及开发商优化招标规则，行业告别恶性竞争，2025年1-8月陆风含塔筒中标价较2024年均价提升13%，国内量稳利升。在海外，风电是各国实现能源自主战略的核心支柱，欧洲、亚太、拉美、中东非都表现出强劲的需求，国内风机企业凭借显著的性价比和稳定交付优势，正加速海外市场拓展，2025年前三季度国内7家整机商合计海外中标订单 yoy+187.8%。我们认为，国内中标价格止跌回升叠加盈利能力更好的海外订单正在放量，风电整机企业将迎来利润拐点。

国内风电装机有望维持高位，价格回升订单将陆续交付

在新能源全面入市的背景下，由于风电出力与负荷曲线更匹配，风电的上网电价较高，辽宁、湖北等地区风电指标远超光伏，业主的新能源项目开发偏好正在向风电倾斜，同时，国内海风项目储备丰富，“十五五”期间国内风电装机有望维持高位。2023-2024年受价格战影响，风机企业盈利能力集体承压，2024Q4行业自律反内卷后中标价止跌回升，招标通常前置于装机1年，价格回升订单将从2025Q4陆续交付，有望对风机企业利润形成一定修复。

海外需求正在起量，国内风机企业加速出海

全球风能协会预测2025-2030年全球除中国陆风合计新增装机为367GW，复合增长率为12.4%，海风复合增长率为15.8%，欧洲、亚太除中国、拉美等市场均展现出强劲的风电需求增长动力。面对快速起量的海外需求，国内风机企业正在加速出海，通过在巴西、欧洲、中亚等地投资建厂，国内风机企业正在从单纯的产品出口转为深度的属地化布局，2025年前三季度国内7家整机商合计中标海外订单19.28GW再创新高，海外订单单价更高、盈利能力更好，随着海外订单进入集中交付期，将直接驱动盈利能力的提升。

投资建议：

我们认为，国内装机有望维持高位，中标价止跌企稳，随着反内卷订单的陆续交付，风机企业利润将迎来整体修复。海外需求正在起量，凭借成熟的供应链与大规模制造能力，国内企业中标的海外订单将持续高速增长，出海将打开风机企业长期成长天花板，建议关注风机环节，受益标的：金风科技、运达股份、明阳智能、三一重能。

风险提示：政策风险；市场竞争风险；产品质量风险。

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 年半季报，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。根据盐湖股份 2025 年中报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团控股子公司陕西煤业股份有限公司持有盐湖股份 5.03% 的股份。尽管开源证券与陕西煤业股份有限公司均属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对陕西煤业股份有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与盐湖股份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