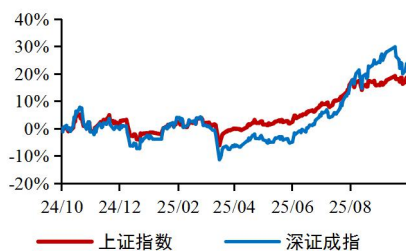


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 10 月 22 日 星期三

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,916.33	1.36
深证成指	13,077.32	2.06
沪深 300	4,607.87	1.53
中小板指	8,038.31	2.13
创业板指	3,083.72	3.02
科创 50	1,406.32	2.81

资料来源：最闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评-9月：煤价平稳，看好板块四季度投资机会

【行业评论】化学原料：新材料周报（251013-1017）-生成式人工智能快速渗透，建议关注 AI 新材料机遇

【行业评论】电力设备及新能源：行业周报（20251013-20251019）-智元发布机器人精灵 G2，国家发改委提出治理价格无序竞争

【行业评论】汽车零部件 II：汽车智能驾驶专题（一）-智驾已是“必答题”，低阶配置平权与高阶功能落地共振

【山证传媒】顺丰同城深度报告-即时配送大平台，打造消费新基建

【今日要点】

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评-9月：煤价平稳，看好板块四季度投资机会

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

➤ 9月：

- **供给：**1-9月原煤供给边际递减。2025年1-9月，原煤累计产量实现35.70亿吨，同比增2.0%，同比增速边际下滑。9月当月实现4.12亿吨，同比降1.8%，环比增5.38%。
- **需求：**1-9月终端需求受制造业和基建支撑。25年1-9月固定资产投资同比降0.5%，其中制造业投资增4.0%、基建投资增1.1%、房地产投资降13.9%。25年1-9月火电累计增速实现-1.2%；焦炭累计增速实现3.5%；生铁累计增速实现-1.1%；水泥累计增速实现-5.2%；9月火电增速实现-5.4%；焦炭增速实现8.0%；生铁增速实现-2.4%；水泥增速实现-8.6%。
- **进口：**9月煤炭进口环比增长，1-9月进口量维持收缩趋势。2025年1-9月进口量累计实现3.46亿吨，同比降11.1%。9月当月实现4600万吨，同比降3.34%，环比增7.64%。
- **价格：**9月煤炭价格稳中有升，焦炭价格小幅下降。25年以来虽然山西优混5500动力煤、京唐港主焦煤、天津港二级冶金焦均价有所调整，但9月当月三个品种均价有所分化。9月各品种环比增幅动力煤>炼焦煤>焦炭。
- **点评与投资建议：**
 - **9月煤价相对稳定。**9月初受重大事件影响，煤价有所波动。随后供需恢复正常，煤炭价格出现不同程度反弹，月度视角下价格表现相对平稳。其中动力煤价格表现相对更加稳定，炼焦煤方面铁水产量相对强势，价格波动幅度更大。
 - **国内供应继续收缩，进口煤贡献弹性。**随着反内卷带动政策转向，国内原煤产量收缩，尽管9月收缩延续缓和趋势，但反内卷相关政策落地后，产量相对受控。而国内供应收缩带动的煤价超预期上涨也拉动了煤炭进口需求，因此9月进口煤环比继续提升。若后续煤价企稳反弹，或将继续拉动进口煤需求。
 - **投资建议：**看好四季度煤炭板块投资机会，煤炭弹性品种排序靠前。4季度业绩或好于3季度，板块具备配置价值。迎峰度夏期间，煤价超预期上涨，但长协倒挂表观解除后，仍有部分长协比例未能兑现，因此销量修复或将持续至四季度。随着“反内卷”相关政策落地，四季度国内煤炭供应增量预期有限，煤价向下有所支撑。而四季度迎峰度冬，需求可期，预计均价也将在一定程度上环比修复。当前板块整体估值已经较低，近期市场风格切换需求提升，煤炭具备补涨动力，板块逢低可增配，优选弹性品种。

种。关注【晋控煤业】、【山煤国际】、【华阳股份】。炼焦煤方面，金九银十需求预期不差，若有供给扰动，价格或超预期反弹，关注【潞安环能】、【山西焦煤】。风险提示：供给收缩不及预期，需求回升不及预期，进口煤大幅增加，相关公司业绩不及预期

【行业评论】化学原料：新材料周报（251013-1017）-生成式人工智能快速渗透，建议关注 AI 新材料机遇

冀泳洁 0351-8686985 jiyongjie@sxzq.com

【投资要点】

➤ 二级市场表现

➤ 市场与板块表现：本周新材料板块下跌。新材料指数跌幅为 5.20%，跑赢创业板指 0.52%。近五个交易日，合成生物指数下跌 3.08%，半导体材料下跌 10.20%，电子化学品下跌 10.11%，可降解塑料下跌 3.44%，工业气体下跌 5.50%，电池化学品下跌 11.53%。

➤ 产业链周度价格跟踪（括号为周环比变化）

➤ 氨基酸：缬氨酸(12400 元/吨，-1.20%)、精氨酸(21950 元/吨，-2.00%)、色氨酸(34500 元/吨，-2.82%)、蛋氨酸(21200 元/吨，-2.08%)

➤ 可降解材料：PLA(FY201 注塑级)(17800 元/吨，不变)、PLA(REVODE 201 吹膜级)(17000 元/吨，-1.16%)、PBS(17800 元/吨，不变)、PBAT(9850 元/吨，不变)

➤ 维生素：维生素 A(61500 元/吨，-1.60%)、维生素 E(42500 元/吨，-10.53%)、维生素 D3(212500 元/吨，-2.30%)、泛酸钙(41500 元/吨，5.06%)、肌醇(27000 元/吨，不变)

➤ 工业气体及湿电子化学品：UPSSS 级氢氟酸(11000 元/吨，不变)、EL 级氢氟酸(6200 元/吨，不变)

➤ 塑料及纤维：碳纤维(83750 元/吨，不变)、涤纶工业丝(8400 元/吨，-3.45%)、涤纶帘子布 8 月出口均价为(15705 元/吨，-3.96%)、芳纶(9.44 万元/吨，-8.03%)、氨纶(27000 元/吨，不变)、PA66(15000 元/吨，-1.32%)、癸二酸 8 月出口均价为 28089 元/吨，较上月下降 2.46%。

➤ 投资建议

➤ 生成式人工智能快速渗透，用户规模超过 5 亿人，建议关注 AI 新材料发展机遇。10 月 18 日，中国互联网络信息中心发布《生成式人工智能应用发展报告（2025）》，对生成式人工智能的用户使用情况、产业应用情况、政策制定情况进行研究分析。《报告》显示，国产生成式人工智能产品取得显著进步，推动生成式人工智能快速渗透，用户规模半年翻番，截至 2025 年 6 月，我国生成式人工智能用户规模达 5.15 亿人，普及率为 36.5%。人工智能技术的迅猛发展，正在以前所未有的速度推动算力需求的增长。根据华为发布《智能世界 2035》，预计到 2035 年全社会的算力需求相比 2025 年将增长 10 万倍。随着算力需求爆发式增长，AI 服务器等算力供给设备有望加速放量。相比于传统服务器，AI 服务器在信号传输速率、数据传输损耗、布线密度等方面要求不断提高，需要具备更低的介电常数和介质损失

因子，推动覆铜板向高频高速方向持续升级迭代，PPO 树脂、碳氢树脂、low-dk 电子布等高频高速覆铜板核心原材料需求有望快速提升。建议关注【圣泉集团】、【东材科技】、【中材科技】。

➤ 风险提示

➤ 原材料价格大幅波动的风险；政策风险；技术发展不及预期的风险；行业竞争加剧的风险。

【行业评论】电力设备及新能源：行业周报（20251013-20251019）-智元发布机器人精灵 G2，国家发改委提出治理价格无序竞争

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **智元发布机器人精灵 G2：**10 月 16 日，智元机器人举行线上直播发布会，正式发布新一代工业级交互式具身作业机器人智元精灵 G2。目前，精灵 G2 已获数亿元订单，并已开启首批商用交付。精灵 G2 以工业标准打造，搭载高性能运动关节、高精度力矩传感器，集成先进的空间感知系统，支持快速学习部署，拥有出色的多模态语音交互能力，具备工业、物流、导览等多场景通用能力。
- **优必选再获 3200 万订单：**10 月 15 日，优必选与 A 股某知名上市汽车科技公司正式签署人形机器人采购合同。该公司将向优必选采购总金额超 3200 万的以最新款 WalkerS2 为主的人形机器人产品及解决方案，涵盖工厂制造应用并配套嵌入式数采工厂产品服务。该订单计划于 2025 年内完成交付。
- **国家能源局：**8 月全国新增建档立卡光伏发电项目 8658 个：10 月 14 日，国家能源局发布关于 2025 年 8 月全国新增建档立卡新能源发电（不含户用光伏）项目情况的公告。公告指出，2025 年 8 月，全国新增建档立卡新能源发电（不含户用光伏）项目共 8658 个，其中风电项目 23 个，光伏发电项目 8624 个（集中式光伏发电项目 50 个，工商业分布式光伏发电项目 8574 个），生物质发电项目 11 个。
- **国家发改委：**治理价格无序竞争，违法违规者依法查处：10 月 9 日，国家发展改革委、市场监管总局发布《关于治理价格无序竞争维护良好市场价格秩序的公告》。公告提出对价格无序竞争问题突出的重点行业，指导行业协会等有关机构调研评估行业平均成本，为经营者合理定价提供参考。对涉嫌价格无序竞争的经营者进行提醒告诫，要求其自觉规范价格行为，严守价格竞争底线。对提醒告诫后仍未规范价格行为的经营者予以重点关注，必要时开展成本调查、价格监督检查，发现价格违法违规问题的，依法予以查处。充分发挥信用监管作用，依法依规实施失信惩戒。
- **价格追踪**
- **多晶硅价格：**根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 51.0 元/kg，较上周持平；颗粒硅均价为 50.0 元/kg，较上周上涨 2.0%。本周有 2-3 家企业成交，签单量环比有所下降。本周价格持稳一方面因为硅片企业开工率保持稳定，对硅料的定期采购需求总体平稳；另一方面，部分硅料企业因检修或减产，可销售余量较低，仅少量保供订单成交，发货期已延至 11 月。根据硅业分会 10 月份企业排产计划，国内多

晶硅产量预计在 13 万吨左右，环比增幅有所收窄，但同期需求相对稳定，预期 10 月份维持小幅累库。

- **硅片价格：**根据 InfoLink 数据，本周 130um 的 182-183.75mm N 型硅片均价 1.35 元/片，较上周持平；130um 的 210mm 型硅片均价 1.70 元/片，较上周持平。根据 SMM 统计，10 月硅片排产有提升预期。终端需求不及预期，电池和组件企业更倾向于消耗原有库存，短期硅片价格支撑较弱。
- **电池片价格：**根据 InfoLink 数据，本周 182-183.75mm N 型电池片均价为 0.32 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平；210mm N 型电池片价格为 0.31 元/W（转换效率 25.0%+），较上周持平。近期白银价格上涨，电池厂成本压力上升。10 月电池片排产预计环比小幅下降，企业通过控制产量来应对高库存和市场压力。受结构性需求支撑，预计 210 电池片的价格相对坚挺，有小幅上探的可能；而 210R 电池片因需求疲软和库存压力，价格承压。
- **组件价格：**根据 InfoLink 数据，本周 182*182-210mm TOPCon 双玻组件价格 0.693 元/W，较上周持平；210mm N 型 HJT 组件价格为 0.830 元/W，较上周持平；182*182-210mm 集中式 BC 组件价格为 0.76 元/W，较上周持平，较 TOPCon 溢价 10.9%；分布式 BC 组件价格为 0.76 元/W，较上周持平，较 TOPCon 溢价 8.6%。目前集中式新签订单能见度有限；分布式订单受国庆节前备货及工商业、自发自用项目执行支撑，项目价格整体保持稳定。近期部分组件企业开工率下调，10 月国内组件排产预计 43GW，环比下降约 5%。组件厂报价上涨但下游接受程度较低，预计短期组件价格持稳为主。
- **玻璃价格：**根据百川盈孚数据，本周 3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 20 元/m²，较上周持平；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 13.0 元/m²，较上周持平。
- **投资建议**
 - **重点推荐：**BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能；供给侧方向：大全能源、福莱特；海外布局方向：博威合金、横店东磁；光储方向：阳光电源、德业股份；电力市场化方向：朗新集团；国产替代方向：石英股份。建议积极关注：协鑫科技、通威股份、信义光能、TCL 中环、新特能源、帝尔激光、福斯特、晶澳科技、天合光能、晶科能源、迈为股份、晶盛机电、弘元绿能。人形机器人相关标的建议关注：优必选、中大力德、亿嘉和、麦迪科技、大业股份、德昌股份、禾川科技、均胜电子、速腾聚创、凯盛新材等。
- **风险提示**
 - 光伏新增装机量不及预期；产业链价格波动风险；海外地区政策风险；机器人进展不及预期等。

【行业评论】汽车零部件 II：汽车智能驾驶专题（一）-智驾已是“必答题”，低阶配置平权与高阶功能落地共振

刘斌 liubin3@sxzq.com

【投资要点】

- 近年来，智能已经是各家汽车企业的“必答题”，无论新能源、燃油车智能功能渗透率正在快速提升。特别是智驾平权趋势下，行业有望迎来加速增长。全球智能汽车销量快速增长，中国市场一马当先，2023 年中国智能汽车渗透率达到 57.1%，预计到 2030 年提升至 99.7%，市场规模超万亿。L2 级智能驾驶解决方案已成为市场主流，2023 年装配量同比增长 37%，未来 L3 及以上高阶智驾渗透率将显著提升，中国市场增速跑超全球市场。2025 年 Q1，比亚迪发布“天神之眼”、吉利发布“千里浩瀚”等智驾方案，全面推动智驾功能向 10 万及以下级别车型配置，行业有望迎来爆发式增长。
- 国产芯片成为“智驾平权”的重要支撑，成本领先、技术进步加速，从低端向高端全面渗透，有望实现量价齐升。在 2023 年，全球及中国 ADASSoC 市场分别达人民币 275 亿元及 141 亿元。国产芯片不断增强算力，地平线征程 6 芯片算力达 560TOPS，支持全场景智驾；黑芝麻智能 A2000 芯片算力最高可达当前主流旗舰芯片的 4 倍，满足 L4 级自动驾驶需求。受益于本土服务能力强，可以快速适应本土车企的需求变化，国产芯片如地平线、黑芝麻智能客户覆盖持续扩大，已获得理想、比亚迪、蔚来等头部车企定点，逐步替代海外供应商。
- ADAS 国产替代趋势显著。ADAS 产业链中游智能驾驶解决方案供应商可分为传统 Tier1 海内外供应商、自主研发 ADAS 的高科技巨头和自主研发 ADAS 的整车厂。2025 年 1-2 月，本土供应商中福瑞泰克以 146,664 套装机量、7.6% 份额位列第一；比亚迪（129,335 套，6.7%）位列第二，展现出车企自研供应商的增长潜力；华为（74,652 套，3.9%）排名第三。对比 2024 年 1-2 月同期数据，本土供应商的份额快速提升。
- 投资建议：
- 智驾芯片环节价值量与渗透率双重提升，有望最为受益。重点关注：地平线机器人-W (09660.HK)、黑芝麻智能 (02533.HK)。
- Tier1 环节国产替代依然有空间，向核心产品（域控制器、传感器、执行器等）延伸有望加深客户粘性。重点关注：德赛西威 (002920.SZ)、经纬恒润-W (688326.SH)、千里科技 (601777.SH)、知行科技 (1274.HK)、佑驾创新 (2431.HK)。
- 高阶智驾执行层需要由线控底盘精准执行，制动、转向、悬架等底盘件迎来线控升级机会，相关零部件供应商也有望通过产品拓展，从单一零部件供应商逐步成长为系统集成商。重点关注：万安科技 (002590.SZ)、亚太股份 (002284.SZ)、浙江世宝 (002703.SZ)、保隆科技 (603197.SH)、耐世特 (01316.HK)。
- 高阶智驾落地需要法规与检测体系支持，汽车技术服务配套进入新阶段。重点关注：中国汽研 (601965.SH)、中汽股份 (301215.SZ)。
-
- 风险提示：高阶智驾技术进步与落地不及预期；

- 高阶智驾法规政策实施不及预期;
- 国内外供应商竞争加剧风险

【山证传媒】顺丰同城深度报告-即时配送大平台，打造消费新基建

潘宁河 panninghe@sxzq.com

【投资要点】

- **享即时零售的赛道红利，做即时零售背后的卖铲人。**从需求端来看，随着流量多极化趋势加速演进、多元即时零售业务并存发展、持续扩容的餐饮外卖供给、即时零售向全品类覆盖，叠加下沉市场数字零售的高速发展，多重动能交织发力，驱动即时配送行业迎来快速增长期。根据艾瑞咨询数据预测，2023-2028 年即时配送行业规模 CAGR 为 18.9%。根据沙利文数据预测，2023-2028 年即时配送行业订单规模 CAGR 为 14.5%。从供给端来看，在即时配送行业兼具独立第三方属性及全场景业务覆盖能力的企业具备稀缺性。顺丰同城凭借“第三方+全场景业务覆盖+全渠道兼容”属性，精准契合即时配送行业的发展趋势，有望实现快速成长。
- **背靠顺丰集团，致力于成为“新消费配送第一品牌”。**公司是国内规模最大的独立第三方即时配送服务平台，已实现对新消费时代四大主流消费场景餐饮外卖、同城零售、近场电商及近场服务的全面覆盖，业务类型主要分为面向商家、消费者的同城配送以及最后一公里配送。伴随公司规模效应、网络效应的加强，叠加科技水平提升全链路赋能精细化运营管理，持续优化资源投入产出效益，带动公司盈利能力持续提升，23 年公司净利润首次扭亏为盈，实现归母净利润 0.51 亿元，24 年实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 159%。
- **坚守独立第三方，打造消费新基建。**1) 在私域流量运营走向精细化、即时零售行业规模快速增长、流量渠道持续多元化的背景下，商户对高质量即时配送服务的需求日益提升。顺丰同城作为无商流独立第三方背景的运力平台，或将成为第三方即配商家、流量平台的首选合作伙伴；2) 受“外卖大战”的影响即时零售日订单量快速骤升，第三方即配平台有望承接商流平台的溢出单。同时，商流侧的补贴或要求商家一同承担活动成本，反而会催化商家进行私域流量的转型、并转而使用第三方独立物流；3) 顺丰同城依托与顺丰集团在传统快递及供应链领域的深度协同，公司得以进一步扩大客户基础、提升业务规模，进而通过规模效应，持续增强盈利能力；4) 公司通过布局无人配送、AI 赋能等智能化手段驱动配送效率与服务质量双提升，有望进一步优化成本结构、扩大盈利能力。
- **投资建议：**预计公司 25-27 年归母公司净利润分别为 3.09/5.85/8.91 亿元，同比增长 133%/89.4%/52.4%。公司 25-27 年 PE 估值低于可比公司均值。考虑到公司作为国内领先的独立第三方即时配送服务平台，并拥有稀缺的“第三方+业务全场景覆盖+全渠道兼容”属性，一方面将深度受益于即时配送行业的蓬勃发展、线上流量去中心化的行业红利；另一方面，依托与顺丰集团在传统快递及供应链领域的深度协同，公司得以进一步扩大客户基础、提升业务规模，进而通过规模效应及布局无人配送、AI，持续

增强盈利能力。首次覆盖，给予“增持-A”评级。

- 风险提示：人力成本上升风险，消费需求不及预期，即配行业市场竞争加剧，技术投入回报不及预期风险等。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）。

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

