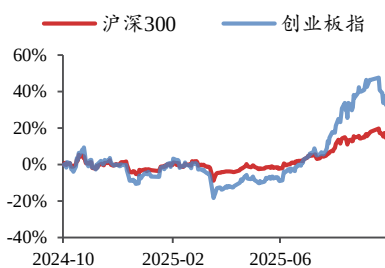


2025 年 10 月 20 日

开源晨会 1020

——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(%)
银行	-0.322
交通运输	-0.529
纺织服饰	-0.614
煤炭	-0.702
农林牧渔	-0.741

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电力设备	-4.989
电子	-4.174
机械设备	-3.685
汽车	-3.550
国防军工	-3.387

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】专项债投向基建比重低于2024年——宏观经济点评-20251019

【策略】 纠结期或并不长，发令枪响或再突破——投资策略周报-20251019

【固定收益】社融增速延续高位，M1、M2 剪刀差进一步收窄——2025 年 9 月金融数据点评-20251017

【金融工程】10月转债配置：转债估值偏贵，看好偏股低估风格——金融工程定期-20251017

行业公司

【传媒】持续关注 AI 硬件新品发布及新游上线、运营活动——行业周报-20251019

【商贸零售】双 11 大促开启，玩法化繁为简，国货品牌增长分化——行业周报
-20251019

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第十九期）：灵鸽科技与全球硫化物全固态电池创领企业达成战略合作，当升科技联手博苑股份推动含碘硫化物固态电解质合作——行业周报-20251019

【地产建筑】新房二手房成交面积环比增长，编制智能化市政基础——行业周报
-20251019

【非银金融】上市险企3季报业绩预告超预期，非银板块攻守兼备——行业周报
-20251019

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第三十八期）：纵横股份已中标近 2 亿低空数字经济领域业务，陕西成立省属低空企业聚焦交通场景运营——行业周报-20251019

【地产建筑】华夏华润商业 REIT 扩募受理，发行市场保持活跃——行业周报
-20251019

【医药】MFN 定价进展超预期，关注创新药全球定价动态——行业周报-20251019

【电子】科技板块回调，聚焦高景气核心资产——行业周报-20251019

【化工】制冷剂趋势不变，积极把握回调后的布局机会——氟化工行业周报
-20251019

【农林牧渔】猪价磨底去化延续，双十一预售宠物龙头表现亮眼——行业周报
-20251019

【汽车】小鹏飞行汽车 2026 年量产，智元精灵 G2 全球首发投产开启汽车制造具身智能新篇章——行业周报-20251019

【化工】《水俣公约》有望加速电石法 PVC 落后产能淘汰，LG 化学计划关闭韩国 HDPE 工厂——行业周报-20251019

【公用事业】FEC 2025 在成都召开，许继脉冲电源通过验收——可控核聚变行业周报-20251019

【计算机】持续推荐国产化投资机会——行业周报-20251019

研报摘要

总量研究

【宏观经济】专项债投向基建比重低于 2024 年——宏观经济点评-20251019

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：9 月，全国一般公共预算收入 15678 亿元，全国一般公共预算支出 28740 亿元。政府性基金预算收入 4268 亿元，政府性基金预算支出 12322 亿元。

狭义财政收支增速提升，支出相对进度边际放缓

1、财政平稳增收，多税种收入增速改善。9 月狭义财政收入 15678 亿元，同比增长 2.6%，增速稳步提升。1-9 月公共财政收入累计同比升至 0.5%。税收收入显著提速，同比增长 8.7%（前值 3%）。四大税种收入普遍提速，增值税和个人所得税表现亮眼。增值税同比增长 7.6%，增速较 8 月提升 3 个百分点，或反映 9 月在价格改善、资本市场回暖的背景下实体收入有所提振。个人所得税同比增长 16.7%，增速提升 7 个百分点。低基数原因之外，或与 9 月资本市场行情回暖有关，股息利得等收入显著提升或对个人所得税收入形成提振。企业所得税收入增速边际回落至 20%，但依然保持较高增速，“反内卷”政策不断推进，价格回升推动企业利润持续改善。消费税增速提升了近 3 个百分点至 3.8%，9 月消费有小幅转暖。其他税种方面，房产税、城镇土地使用税收入增速显著下滑；土地增值税降幅收窄至 -10.6%（前值 -26%）。车辆购置税同比降幅收窄 8.5 个百分点，收入边际改善。出口退税额同比增速小幅提升至 4.2%（前值为 3.9%），关税收入增速提升 18 个百分点至 11%。9 月非税收入录得 4099 亿元，同比下滑 11%，非税收入对于财政收入的贡献持续走低，收入结构改善。

2、财政支出增速加快，进度略慢于 2024 年。9 月公共财政支出 28740 亿元，同比增长 3.1%（前值 0.8%），支出增速加快。前三季度累计支出增长 3.1%，持平 8 月。从全年进度看，前三季度狭义支出完成全年的 70%，略慢于 2023-2024 年同期进度。也就是说，尽管 9 月单月支出有所提速，且累计支出同比稳步增长，但支出使用进度从 8 月开始不及往年，相对来说三季度后期支出的进度有所放缓。支出依旧向科技倾斜，民生类支出增速小幅回落。9 月科技类支出同比增长 27%，大幅提速；社会保障、教育、卫生支出分别同比增长 8.8%、4.5%、2.1%，除教育支出外增速均小幅回落。基建类支出增速普遍改善，交运支出同比回升 4 个百分点至 22%，城乡社区事务、农林水利支出降幅也有所收窄。

政府性基金收入回暖，支出增速略有放缓

1、政府性基金收入显著改善。9 月全国政府性基金收入 4268 亿元，同比增长 5.6%，增速较 8 月回升 11 个百分点。地方国有土地出让金收入同比下滑 1%，中央政府性基金收入同比增长 2.4%。

2、专项债和特别国债支出进度约为 78%。9 月政府性基金支出 12322 亿元，同比增长 0.4%，增速较 8 月回落。9 月政府债券的发行力度依旧温和放缓，专项债发行 4131 亿元（前值 4865 亿）、超长期特别国债发行 2340 亿（前值 2350 亿），环比下降的幅度总体不大。财政部披露，前三季度专项债+特别国债支出 4.2 万亿，支出进度约为发行额的 78%，考虑债券支出时滞，政府性基金支出或还能保持一定增速。从专项债投向来看，前三季度专项债资金有 36%投向基础设施建设，包括传统基建和新基建，33%投向化债、补充银行资本金等特殊用途，投向土储相关投资的比例约为 9%，社会事业、保障性安居工程等项目的占比分别约为 8%。和 2024 年相比，前三季度投向基建的规模和占比均有所减少。而投向化债和土储项目的比例显著提升（分别提高 10 和 9 个百分点）。这或也部分解释了广义财政规模较 2024 年扩张，但基建投资增速未见明显改善。

四季度新增 5000 亿专项债结存限额用于化债与扩大投资。前 9 月广义财政收支差扩大至 8.8 万亿，较 2024 年同期高 2 万亿。当前财政依然呈现广义支出力度强于狭义的特征，截至 9 月政府性基金支出完成全年 60%，处于历史高位，而狭义支出进度边际放缓。近日财政部表示，中央财政从地方政府债务结存限额中安排 5000 亿元下达地方，支持地方化解存量政府投资项目债务、消化政府拖欠企业账款，还安排额度用于经济大省符合条件的项

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2 / 19

目建设。结存限额规模扩张的同时，范围扩展至经济大省项目建设，叠加 5000 亿政策性金融工具的落地，四季度地方债供给和基建投资获得增量支撑。此外，2026 年地方债务限额将提前下达，更好衔接年末与 2026 年初的项目投资。

风险提示：经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

【策略】纠结期或并不长，发令枪响或再突破——投资策略周报-20251019

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

中美关系变化的原因

我们认为，特朗普突然“发难”的核心原因主要为 2：（1）10 月 9 日，我国商务部再度发文收紧稀土出口政策，将在 12 月 1 日开始实行新出口管制，稀土出口管控令美国高端制造“卡脖子”，补库存迫在眉睫；（2）中美关税摩擦缓和期将于 11 月 10 日到期，特朗普提前出手，或意在扰乱中国节奏，与此同时也向第三方国家施压示范，尤其是近期与美国在谈判的国家。

中国资本市场向好的核心要素并未被破坏，发令枪响或再突破

（1）中美关系的阶段性波动往往能创造买点。在美国于 2025.4.2 推出“对等关税”之后，上证指数于下一个交易日（2025.4.7）下跌 7%，随后本轮 A 股突破行情就此打开，从低点收盘的 3096 点到现在的 3900 附近，当时的恐慌冲击事后看反而造就了年内最具性价比的黄金买入区间，成为行情的启动信号。

（2）当前位置较 4.7 位置更高，是否更危险？我们认为不要过于担心：①2025.10.10 事件谈判意味更浓，本质上反映中国在稀土等关键资源上的战略主动——这或意味着本次冲击的实质性影响更小。②本轮自 4.7 以来的突破行情的核心驱动力主要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。因此海外要素的变化和冲击或仅带来阶段性的波动放大。从上证指数来看，这是市场在前期上涨斜率过快后的一轮“纠结期”，但在行情核心驱动力没有被破坏的情况下，市场仍有望实现后续的继续突破。

（3）科技风格是否会切换，红利是否会接力？当前的切换主要还是出于防守思维下的选择。我们判断在 10 月风险偏好拉扯的过程当中，市场会出现一定的“再平衡”，市场风格阶段性扩散，红利/顺周期可能阶段性占优，但由于牛市的核心驱动力并未遭受显著破坏，我们判断市场在等待下一个发令枪：可能是 4 中全会（十五五）或中美月底的谈判（11 月 10 日是中美关税延缓期的 DDL），当市场经过一定的“再平衡”且风险偏好恢复后，市场或仍会以科技为核心。

投资思路——坚定牛市信心，双轮驱动下，科技为先，PPI 交易为辅

科技内部要关注高低切：电池、电网、消费电子、游戏、军工、互联网。操作上：

（1）科技成长+自主可控：电池、电网、液冷、机器人、游戏、互联网、半导体、AI 应用、军工，此外关注与指数共振度较高的金融科技。（2）受益于“PPI 边际改善+部分低位补涨”的顺周期扩散：钢铁、化工、有色金属、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（如零食等）；（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；全球流动性及地缘政治风险；历史不代表未来。

【固定收益】社融增速延续高位，M1、M2 剪刀差进一步收窄——2025 年 9 月金融数据点评-20251017

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 王帅中（联系人）证书编号：S0790125070016

央行公布 2025 年 9 月金融数据，社融新增 3.53 万亿元，社融存量同比增长 8.7%，较前值下降 0.1pct；2025 年前三季度社会融资规模增量累计为 30.09 万亿元，同比增长 17.2%；M1 同比增长 7.2%，M2 同比增长 8.4%，M0 同比增长 11.5%，M1、M2 剪刀差进一步收窄。

社融：社融增速延续高位，政府债券净融资占比回落

总量上，2025 年 9 月末社会融资规模存量为 437.08 万亿元，同比增长 8.7%，较前值下降 0.1pct。政府债券发行提速对社融存量增速延续高位起到了主要的支撑作用，但由于 2024 年和 2025 年政府债券发行节奏错位，四季度政府债券对社融存量增速支撑或有限。就 9 月而言，9 月社会融资规模增量为 35296 亿元，较 2024 年同期减少 2339 亿元，其中政府债券净融资为 11886 亿元，同比少增 3471 亿元，占新增社融当月比重为 33.7%，占比连续两个月有所回落。

结构上，9 月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 61.1%，同比低 1.3pct；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比 0.3%，同比低 0.1pct；委托贷款余额占比 2.6%，同比低 0.2pct；信托贷款余额占比 1%，同比低 0.1pct；未贴现的银行承兑汇票余额占比 0.6%，同比持平；企业债券余额占比 7.7%，同比低 0.3pct；政府债券余额占比 21.2%，同比高 2.1pct；非金融企业境内股票余额占比 2.8%，同比低 0.1pct。

信贷货币：信贷结构持续优化，M1 与 M2 剪刀差进一步收窄

信贷：总量合理增长，结构持续优化

前九个月人民币贷款增加 14.75 万亿元，9 月末，结构上看，普惠小微贷款余额为 36.09 万亿元，同比增长 12.2%，制造业中长期贷款余额为 15.02 万亿元，同比增长 8.2%，均高于同期各项贷款增速。截至 9 月末金融机构各项贷款余额为 274.3 万亿元，同比增长 6.5%，同比增速有所下降，但仍高于经济增速，金融体系仍正在为经济增长提供额外超出经济自然增长所需的资金，信贷对实体经济支持力度稳固。

货币：M1 增速呈回升态势，M1 与 M2 剪刀差进一步收窄

9 月末，广义货币(M2)余额 335.38 万亿元，同比增长 8.4%。狭义货币(M1)余额 113.15 万亿元，同比增长 7.2%。前九个月净投放现金 7619 亿元。流通中货币(M0)余额 13.58 万亿元，同比增长 11.5%。M1 与 M2 剪刀差较 4 月的 -6.5%收窄至 -1.2%，创年内最小差值，连续五个月收窄，居民存款持续活化，或预示企业生产经营、消费投资等经济活动正持续回暖。

市场：市场对基本面数据仍不敏感，长端收益率日内走势呈“N”型

金融数据数据于 10 月 15 日 17:00 公布，市场对金融数据整体反应不敏感，低利率环境下市场更为关注权益、商品端走势，债市交易或仍受权益端表现及基金赎回费相关规定落地情况影响。午后权益端走强，长端收益率震荡上行，日内走势整体呈“N”型。

债市观点：经济预期修正下，债券收益率有望趋势性上行

对于股、债配置，我们维持观点：

- (1) 2025 年下半年，经济增速或不会明显下行（已经进入第二次 L 型的一横）；
- (2) 物价等结构性问题，有望趋势性好转；
- (3) 股债配置继续切换：债券收益率、股市有望持续上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【金融工程】10 月转债配置：转债估值偏贵，看好偏股低估风格——金融工程定期-20251017

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 何申昊（分析师）证书编号：S0790524070009

截至 2025 年 10 月 15 日，近 1 月可转债等权指数（889033.WI）上涨 0.90%，可转债高价指数（889041.WI）上涨 2.54%，中价指数（889042.WI）上涨 0.75%，低价指数（889043.WI）上涨 0.87%，可转债正股等权指数（889035.WI）上涨 1.16%。

转债和正股估值比较：转债估值偏贵

针对可转债与正股的估值比较，我们构建出时序上可比的估值指标“百元转股溢价率”，并计算滚动历史分位数衡量转债和正股当前的相对配置价值。

截至 2025 年 10 月 10 日，“百元转股溢价率”滚动三年分位数处于 98.70%，滚动五年分位数处于 94.90%。

偏债转债和信用债估值比较：整体配置性价比偏低

针对偏债型转债和信用债的估值比较，我们重点考量转股条款对转债 YTM 产生的影响进行剥离，取“修正 YTM-信用债 YTM”中位数衡量偏债型转债和信用债之间的相对配置价值。

截至 2025 年 10 月 10 日，当前“修正 YTM-信用债 YTM”中位数为-2.96%，偏债型转债的整体配置性价比偏低。

近 2 周估值因子在偏股、平衡、偏债转债中超额为-3.01%、-0.34%、-0.02%

从长期来看，高估值的转债会系统性的带来负收益。我们构建出转股溢价率偏离度因子和理论价值偏离度因子（蒙特卡洛模型），并将两个因子融合构建出转债综合估值因子。我们选择转债综合估值因子排名前 1/3 的转债构建平衡转债低估指数、偏债转债低估指数；选择理论价值偏离度（蒙特卡洛模型）因子排名前 1/3 的转债构建偏股转债低估指数。

截至 2025 年 10 月 10 日，近 2 周低估因子在偏股、平衡、偏债三类转债中增强超额分别为-3.01%、-0.34%、-0.02%。

转债风格轮动：看好偏股低估风格

我们选择转债 20 日动量+转债波动率偏离度作为市场情绪捕捉指标构建转债风格轮动组合，双周频调仓。

根据 2025 年 10 月 10 日的最新信号，未来两周风格轮动将全仓配偏股转债低估指数。截至 2025 年 10 月 10 日，近 4 周转债风格轮动收益为 2.26%；2025 年以来转债风格轮动收益为 37.81%。

偏股转债低估指数成分债：洛凯转债、升 24 转债、中环转 2 等；

平衡转债低估指数成分债：节能转债、鹰 19 转债、希望转债等；

偏债转债低估指数成分债：紫银转债、天业转债、鲁泰转债等。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。

行业公司

【传媒】持续关注 AI 硬件新品发布及新游上线、运营活动——行业周报-20251019

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

生成式 AI 用户渗透率大幅提升，AI 硬件或迎密集发布期，继续布局 AI 应用

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）》，报告显示，截至 2025 年 6 月，我国生成式人工智能用户规模达 5.15 亿人，较 2024 年 12 月增长 2.66 亿人，用户渗透率大幅提升至 36.5%，

其中 40 岁以下中青年用户，大专、本科及以上学历用户占比分别达到 74.6%/37.5%，超过 90% 的用户会首先选择使用国产大模型。我们认为，国产大模型及生成式 AI 用户渗透率的快速提升，为 AI 应用商业化打下坚实基础，同时中老年、下沉市场用户群体中 AI 应用渗透率还有较大提升空间。此外，10 月 16 日，谷歌更新 Veo3.1，主打更强叙事与音频控制、首尾帧与多图参考等精控，可合成多人物场景且音画同步；同日阿里通义千问上线拥有“长记忆”的 QwenChatMemory，能理解上下文，保留重要信息，回忆和用户的过往对话；10 月 17 日，李飞飞团队发布实时生成世界模型“RTFM”，通过端到端学习大规模视频数据，仅需单块 H100GPU 便能实时渲染出持久且 3D 一致的虚拟世界。除了大模型的持续更新迭代，AI 玩具等智能硬件或迎来密集发布期，荣信文化宣布其“乐乐趣智能阅读”AI 智能产品线上发布会将于 10 月 22 日举行，基于“内容+AI”重塑少儿阅读生态；恺英网络旗下治愈系 AI 潮玩品牌“暖星谷梦游记”携 AI 智能玩偶“星之子”系列在 2025CTE 中国玩具展上首次展出，目前已实现量产并启动产品内测，计划于 2025 年内正式面向市场发售。大模型、Agent 持续升级叠加 AI 硬件新品发布，或进一步提升国内 AI 应用用户渗透率，推动 AI 内容创作/社交/搜索/校对/广告/教育/电商/金融等领域商业化加快，建议继续布局 AI 应用，重点推荐汇量科技、快手、网易云音乐、恺英网络、盛天网络、值得买、引力传媒，受益标的包括果麦文化、美图公司、荣信文化、易点天下、蓝色光标、世纪天鸿、水滴公司等。

持续关注新游上线及运营活动，调整后游戏板块配置性价比凸显

新游方面，由创梦天地研发运营的二次元战术射击手游《卡拉彼丘》将于 10 月 23 日全平台公测，截至 10 月 13 日已达成全平台 1000 万预约量，叠加此前端游积累的用户基础和运营经验，手游上线后流水值得期待，或成为头部二次元射击游戏。已上线游戏中，心动公司《伊瑟》首届团队赛事“全球庆典系列赛”于 10 月 18-19 日举行，系列赛事活动有望推动后续游戏流水提升；在运营活动推动下，巨人网络《超自然行动组》10 月 18 日在 iPhone 游戏免费/畅销榜排名回升至 11/10，世纪华通《无尽冬日》国服 iPhone 畅销榜排名回升至第 4。另外，10 月 19 日，恺英网络表示近日与顺网科技、顺玩网络签署合作协议，在 996 盒子内共建专注于传奇、传世品类的 PC 游戏生态社区，三方研发、运营、流量优势互补，或共驱传奇、传世类 PC 游戏规模增长，贡献收入增量。近期调整后，游戏板块估值再次具备高性价比，供需共振有望持续推动手游、端游及出海景气周期向上，建议围绕新游上线及老游长青化运营，加码布局游戏板块，重点推荐心动公司、顺网科技、创梦天地、恺英网络、神州泰岳、哔哩哔哩、巨人网络、吉比特、腾讯控股、网易，受益标的包括网龙、IGG、百奥家庭互动等。

风险提示：新游上线推迟，新游戏、AI 应用流水低于预期等。

【商贸零售】双 11 大促开启，玩法化繁为简，国货品牌增长分化——行业周报-20251019

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

双 11 电商大促拉开序幕，玩法化繁为简，国货品牌持续加强布局

年度电商盛宴启幕，双 11 电商大促正式打响，本次大促的核心为“化繁为简+周期延长+战略寻新”。（1）玩法做减法：平台营销机制回归零售本质，从复杂的凑单算法，转向了“官方立减”和“一件直降”的模式；（2）周期在拉长：销售节奏明显前置，战线也被显著拉长；（3）战略寻新增：平台的“战略性扩张”步伐正在加快，积极探寻新的增长点。本次双 11 玩法化繁为简，让消费回归需求，也让品牌回归价值的长期建设，通过赢得用户心智来实现可持续增长。10 月 15 日淘系超头李佳琦美妆直播间开启，流量断层第一，（1）从选品来看，核心国货品牌在李佳琦直播间的链接数较 2024 年略有提升；（2）从销售表现来看，截止于 10 月 15 日 24:00，李佳琦直播间预售中有 13 款爆品突破 10 万件；（3）从趋势来看，贝泰妮旗下薇诺娜特护霜以及锦波生物旗下同频胶原修护次抛精华的 GMV 均超越 2024 年双十一同期，若羽臣旗下绽家首次与李佳琦在双 11 预售首日直播间相聚，单品六合一洗衣凝珠销量亮眼突破 20 万件。整体来看，“国货已不再是国际品牌的补充”这一趋势在李佳琦直播间更为具像化，国货品牌凭借其核心技术与文化叙事构建长期的品牌护城河，建立扎实的消费者心智。

行业关键词：大润发、聚水潭、美丽田园、京喜双 11、花西子等

【大润发】大润发自有品牌焕新升级。

【聚水潭】全国最大电商 SaaS ERP 提供商聚水潭将上市。

【美丽田园】美丽田园战略收购思妍丽 100% 股权。

【京喜双 11】京东京喜自营双 11 开门红。

【花西子】花西子入驻三福百货，按下线下“加速键”。

板块行情回顾

本周（10 月 13 日-10 月 17 日），商贸零售指数报收 2277.78 点，下跌 0.45%，跑赢上证综指（本周下跌 1.47%）1.02 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 6 位。零售各细分板块中，本周超市板块涨幅最大，2025 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周国光连锁（+21.6%）、合百集团（+15.3%）、汇嘉时代（+13.8%）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、上美股份、润本股份等，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。

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第十九期）：灵鸽科技与全球硫化物全固态电池创领企业达成战略合作，当升科技联手博苑股份推动含碘硫化物固态电解质合作——行业周报-20251019

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

灵鸽科技与全球硫化物全固态电池创领企业达成战略合作，当升科技联手博苑股份推动含碘硫化物固态电解质合作

（1）技术进展：10 月 18 日，奇瑞汽车在 2025 奇瑞全球创新大会上展出全固态电池模组，该电池采用原位聚合体系固态电解质、富锂锰正极材料等技术，电芯能量密度高达 600Wh/kg，续航里程将提升到 1200-1300 公里。

（2）项目投资：10 月 15 日，国晟科技公告称，二级控股子公司国晟新能源拟向铁岭环球增资 2.3 亿元，用于发展固态电池储能业务。（3）战略合作：近日，灵鸽科技与欧阳明高院士工作站孵化企业赛科动力科技正式签署战略合作协议，双方将围绕硫化物固态电解质连续化生产中的物料处理开展深度合作，共同建设中试线自动化物料处理系统。10 月 15 日，当升科技公告称，已与博苑股份达成合作。双方计划在碘化锂、硫化锂及硫化物固态电解质领域，展开从技术开发、产品供应到资本层面的深度捆绑。（4）行业动态：10 月 17 日，2025 第五届先进电池产业集群论坛在深圳开幕，欣旺达副总裁梁锐表示，当前锂电池液态电解液占比已降至 10%-15%，固态化进展显著。论坛提到，当电池的能量密度超过 400 瓦时每公斤，全固态电解质的重要性凸显。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-5.0%，导电剂、集流体跌幅靠前

本周（10月13日-10月17日），固态电池指数-5.0%，2025年累计+46.4%，同期沪深300指数+14.7%。统计范围内的固态电池相关标的平均-5.7%，所有环节均下跌，其中导电剂（-12.7%）、集流体（-9.5%）跌幅靠前。涨幅前五标的分别为石大胜华（+18.0%）、天际股份（+16.0%）、金银河（+15.4%）、海科新源（+10.7%）、尚太科技（+6.2%）；跌幅前五标的分别为宝丽迪（-17.6%）、远航精密（-15.4%）、中一科技（-15.4%）、德福科技（-15.3%）、德龙激光（-14.5%）。

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。

【地产建筑】新房二手房成交面积环比增长，编制智能化市政基础——行业周报-20251019

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：新房二手房成交面积环比增长，编制智能化市政基础

本周我们跟踪的68城新房成交环比增长，20城二手房成交面积环比增长。土地成交面积同比下降，溢价率环比下降。国内信用债发行规模环比增长。本周住建部提出依托已有普查成果和补充调查数据，进一步摸排城镇供水、排水、供电、燃气、热力、消火栓、地下综合管廊等现状底数和管养状况，将数据汇聚到行业管理信息平台和城市智能中枢，结合城市地下管网和综合管廊建设改造安排，编制智能化市政基础。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。

编制智能化市政基础，北京下调住房租赁企业增值税

中央层面：住建部：进一步摸排城镇供水、排水、供电、燃气、热力、消火栓、地下综合管廊等现状底数和管养状况，将有关数据汇聚到行业管理信息平台和城市智能中枢，结合城市地下管网和综合管廊建设改造安排，编制智能化市政基础。

地方层面：北京：2026年1月1日起，备案住房租赁企业增值税征收率由5%降至1.5%，出租方房产税税率由12%降至4%，专业化规模化门槛从1000套或3万m²下调50%至500套或1.5万m²，平台自动认定“免申即享”。成都：取消“本市缴存”限制，符合条件的异地缴存人也可申请办理“商转公”贷款业务。

市场端：土地成交面积同比下降，溢价率环比下降

销售端：根据房管局数据，2025年第42周，全国68城商品住宅成交面积261万平方米，同比下降28%，环比增加95%；从累计数值看，年初至今68城成交面积达9437万平方米，累计同比下降12%。全国20城二手房成交面积为192万平方米，同比增速-17%，前值-45%；年初至今累计成交面积7861万平方米，同比增速7%，前值+7%。

投资端：2025年第42周，全国100大中城市推出土地规划建筑面积1426万平方米，成交土地规划建筑面积1707万平方米，同比下降52%，成交溢价率为1.6%。一线城市成交土地规划建筑面积40万平方米，同比下降75%；二线城市成交土地规划建筑面积423万平方米，同比下降52%；三线城市成交土地规划建筑面积1244万平方米，同比下降51%。

融资端：国内信用债发行规模环比增长

2025年第42周，信用债发行44.5亿元，同比减少4%，环比增加373%，平均加权利率2.59%，环比减少18BP。

信用债累计发行规模 3193.1 亿元，同比基本持平。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【非银金融】上市险企 3 季报业绩预告超预期，非银板块攻守兼备——行业周报-20251019

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002 | 张恩琦（联系人）证书编号：S0790125080012

周观点：上市险企 3 季报业绩预告超预期，非银板块攻守兼备

本周部分上市险企披露 3 季度业绩预告，高基数仍实现同比高增，业绩增速超市场预期，保险板块整体超额上涨明显。保险板块 8 月底以来整体有所调整，估值位于较低水平，预定利率切换有望带来 3 季度新单增速改善，同时 3 季报投资收益或明显超预期，看好保险板块当下投资机会。券商板块 3 季报有望延续高景气，估值仍在低位，看好券商板块布局机会，此外推荐高股息率、盈利稳健增长的江苏金租。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。

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) 本周部分上市险企披露 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。

券商：9 月新开两融账户数创年内新高，业绩景气和低估值下板块攻防兼备

(1) 本周日均股基成交额 2.78 万亿，环比-12.7%。中证数据公司最新数据显示，9 月份市场新开两融账户 20.54 万户，创下今年以来最高纪录，环比 8 月的 18.30 万户增长 12.24%，同比大幅增长 288%。(2) 东吴证券 10 月 15 日公告，预计 2025 年前 3 季度归母净利润 27.48 亿-30.23 亿，同比+50%至+65%。根据公司中报业绩计算，预计 3 季度归母净利润环比-14%至+15%。(3) 3 季度交易活跃度和两融规模提升明显，叠加低基数，券商 3 季报业绩同比增速有望进一步扩大；我们预计前三季度上市券商归母净利润同比+53.1%（扣非口径，中报+50.4%），Q3 单季度环比+1%。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。

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。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第三十八期）：纵横股份已中标近 2 亿低空数字经济领域业务，陕西成立省属低空企业聚焦交通场景运营——行业周报-20251019

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

纵横股份已中标近 2 亿低空数字经济领域业务，陕西成立省属低空企业聚焦交通场景运营

(1) 行业动态：10 月 17 日，2025 陕西交通创新创优大会——低空经济产业发展交流会在咸阳市举办。交流会上，陕西交控集团揭牌成立“陕西交控低空经济产业发展有限公司”，同步发布“经纬凌云——省市（集团）级低空飞行管控服务平台”等多个产品。10 月 17 日，云南航空产业投资集团披露，云南省低空经济已完成顶层设计进入实质性建设阶段。10 月 1 日注册成立的云南低空飞行运营服务有限公司（注册资本 1.5 亿元）将建设“云南省低空智能网联系统”，提供“一网一站式”服务；昆明、曲靖等试点地区将探索低空应用示范场景，重点园区每年最高获 5000 万元支持。(2) 项目合作：10 月 17 日，航空产业大脑与智媒技术创新系列签约活动在第七届天津直博会航空工业集团展台发布区举行。拓尔思董事长施水才代表拓尔思与中航文化签署框架性合作协议，共同参与发起成立航空智媒联盟。(3) 订单获取：10 月 17 日，纵横股份在投资者互动平台回答称，今年，公司加速全国各省市县区域低空经济平台建设，加快“跑马圈地”占领低空数字经济市场高地，同时不断完善产品解决方案，以“无人值守系统+纵横云+AI”形成的低空数据服务体系为城市现代化治理提供创新解决方案。目前公司已在国内如四川、浙江、山东、河北、重庆等多地联合地方平台公司共同打造低空数字经济应用示范项目，累计中标相关业务项目近 2 亿元。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-4.3%，A 股标的中楚江新材领涨

本周（10 月 13 日-10 月 17 日）低空经济 A 股相关标的平均涨跌幅为-4.3%，涨幅前五标的分别为楚江新材（+19.1%）、大名城（+11.8%）、香山股份（+10.0%）、广电计量（+7.1%）、航新科技（+5.9%）；跌幅前五标的分别为莱斯信息（-13.9%）、创世纪（-12.0%）、宝武镁业（-11.2%）、保隆科技（-10.8%）、蓝海华腾（-10.5%）。美股方面，亿航智能（+0.4%）、JobyAviation（-3.8%）、EveHolding（-4.4%）、ArcherAviation（-6.1%）、VerticalAerospace（-9.4%）。

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。

【地产建筑】华夏华润商业 REIT 扩募受理，发行市场保持活跃——行业周报-20251019

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

华夏华润商业 REIT 扩募受理，发行市场保持活跃

2025 年第 42 周，中证 REITs（收盘）指数为 814.73，同比上涨 4.85%，环比下跌 1.46%；中证 REITs 全收益指数 1043.46，同比上涨 11.08%，环比下跌 1.44%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 4.67 亿份，同比下降 9.65%；成交额达 20.72 亿元，同比增长 1.52%；区间换手率 2.93%，同比-0.5pct。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-2.50%、-0.34%、-1.12%、-1.00%、-1.45%、-0.96%、-1.09%；一月涨跌幅分别为-4.60%、-4.48%、-4.07%、-1.98%、-1.76%、-3.11%、-3.98%。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。

华夏华润商业 REIT 扩募受理，两单 REITs 公众投资者认购

华夏华润商业 REIT 第一次扩募项目获深交所受理，基金拟扩募并新购入的基础设施项目为苏州昆山万象汇，自苏州昆山万象汇 2019 年开业以来，已持续运营超 5 年。项目位于昆山市城西板块核心地带，地处前进路与鹿城路交汇处。作为地铁 11 号线江浦站上盖商业综合体，该项目商业总建筑面积 18.18 万平方米，包含地下 2 层和地上 4 层，拥有 300 余家店铺及约 1500 个停车位。中海商业 REIT 和沈软 REIT 两单公募 REITs 于 2025 年 10 月 13 日至 10 月 14 日进行了公众投资者募集，公众投资者认购倍数分别达 361.9 倍和 247.5 倍。

一周行情：环保 REITs 单周下跌 0.34%，单月累计下跌 4.48%

2025 年第 42 周，中证 REITs（收盘）指数为 814.73，同比上涨 4.85%，环比下跌 1.46%，2024 年年初至今累计上涨 7.71%，同期沪深 300 指数累计上涨 31.57%，累计超额收益-23.86%。中证 REITs 全收益指数 1043.46，同比上涨 11.08%，环比下跌 1.44%，2024 年年初至今累计上涨 21.08%，同期沪深 300 指数累计上涨 31.57%，累计超额收益-10.48%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 4.67 亿份，同比下降 9.65%；成交额达 20.72 亿元，同比增长 1.52%；区间换手率 2.93%，同比-0.5pct。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-2.50%、-0.34%、-1.12%、-1.00%、-1.45%、-0.96%、-1.09%；一月涨跌幅分别为-4.60%、-4.48%、-4.07%、-1.98%、-1.76%、-3.11%、-3.98%。

一级跟踪：11 只 REITs 基金等待上市，发行市场保持活跃

2025 年第 42 周，易方达广西北投高速公路封闭式基础设施证券投资基金首发已申报，共有 11 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】MFN 定价进展超预期，关注创新药全球定价动态——行业周报-20251019

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 汪晋（分析师）证书编号：S0790525060003

MFN 定价进展超预期，关注创新药全球定价动态

近期，辉瑞和阿斯利康先后和特朗普政府就 MFN（最惠国）定价达成一致，整体大超预期。具体来看，以辉瑞为例，公司与特朗普政府就已上市药品定价、新上市药品定价、药品直销、关税等 4 个方面达成一致。我们进一步分析后，认为这 4 个方面都存在超预期的点。（1）对于目前在美国已上市的药品，仅对 Medicaid 渠道的药品进行 MFN 定价。而 Medicaid 渠道的收入占比非常低，仅 4.5%。（2）对于新上市药品进行 MFN 定价方面，公司可能通过提升其他发达国家的定价以保证在美国的定价。（3）公司加入药品直销平台 TrumpRx.gov，药品范围包括公司大部分的 primarycare 药品和部分指定的 specialty medicines。最高降幅 85%，平均降幅 50%，预计 DTC 价格接近于药品的 netprice。（4）在未来 3 年内，即便辉瑞的产品正在接受《贸易扩展法》第 232 条调查，也不会被征收关税，只要在美国进一步加大制造投资。

对于第（2）点，提升其他发达国家的定价水平，以保证在美国的定价水平，不是空穴来风。9 月 22 日，BMS 公告在英国上市 KarXT（精分大品种）时的 listprice 将与美国相同。9 月 29 日，艾伯维公告在英国上市 Elahere（ADC 大品种）时的 listprice 将与美国一致，以充分反应创新的价值。所以，如果 MFN 定价往类似的方向演绎，那么创新药的全球销售峰值（包括中国对外授权的创新药）应该相较于现在的预测显著提升。

10 月第 3 周医药生物下跌 2.48%，线下药店板块涨幅最大

从月度数据来看，2025 年初至今沪深整体呈现上行趋势。2025 年 10 月第 3 周银行、煤炭等行业涨幅靠前，电子、传媒等行业跌幅靠前。本周医药生物下跌 2.48%，跑输沪深 300 指数 0.26pct，在 31 个子行业中排名第 16 位。2025 年 10 月第 3 周大部分板块处于下跌态势，本周线下药店板块涨幅最大，上涨 0.59%；中药板块上涨 0.38%，体外诊断板块下跌 0.43%，医院板块下跌 1.46%，医药流通板块下跌 1.5%；医疗研发外包板块跌幅最大，下跌 6.46%，医疗设备板块下跌 5.37%，其他生物制品板块下跌 3.6%，疫苗板块下跌 3.29%，原料药板块下跌 2.29%。

医药金股组合推荐

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

药明生物、百普赛斯、阿拉丁。

周度组合推荐：科伦博泰、热景生物、阳光诺和、上海谊众、药康生物、奥浦迈、诺诚健华、康诺亚-B。

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。

【电子】科技板块回调，聚焦高景气核心资产——行业周报-20251019

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002

市场回顾：国内风险资产普跌，海外高景气度核心资产走势坚挺

本周（2025.10.13-2025.10.17）在关税政策博弈之下投资者风险偏好有所降低，国内风险资产普遍回调。具体而言，本周电子行业指数跌 7.1%，其中消费电子跌 9.3%、半导体跌 6.7%，光学光电跌 5.5%，中芯国际港股跌 10.9%、华虹半导体跌 7.3%、工业富联跌 9.6%、寒武纪本周收盘价相对开盘价持平。

海外资产方面，纳斯达克本周涨 2.1%、恒生科技跌 8.0%，存储与半导体设备公司总体表现更优，如美光涨 11.4%、闪迪涨 20.0%、SK 海力士涨 8.8%。

行业速递

终端：消费电子新品密集亮相，端侧 AI 积攒势能。苹果库克宣布 iPhone Air 国行版 10/17 日开启预定，10/22 开售。25Q3 全球智能手机回归增长势头，苹果 iPhone 创下史上最强 Q3 表现。荣耀展示 AI 创新“机器人手机”，搭载可翻转云台摄像头。此外，微软官宣 Windows 11 重大升级，通过更新 Copilot 语音和 Copilot 视觉功能，每台 Windows 11 PC 都将成为一台 Copilot 为中心的 AIPC。

算力：基建迈向全球化，算力芯片 5 年 40% CAGR 再次被确认。OpenAI 与博通将合作开发定制 AI 芯片和网络系统机架；谷歌将在印度南部投资 150 亿美元打造数据中心；甲骨文（OCI）将于 2026 年第三季度开始部署 5 万枚 AMD 的 GPU；贝莱德和英伟达斥资 400 亿美元收购数据中心；英伟达联手 FirmusTech 在澳大利亚建设大规模 AI 集群，标志算力基建开始走向全球。此外，在台积电三季度业绩会中，其再次确定算力芯片 5 年 CAGR 将达到 40% 以上（此前英伟达提出）。

存力：缺货行情持续蔓延，存储价格持续上涨。Flash Wafer 价格全面上涨，据 CFM 闪存市场 10 月 17 日报价，1Tb QLC 涨 9.09% 至 \$6.00，1Tb TLC 涨 8.06% 至 \$6.70，512Gb TLC 涨 10.53% 至 \$4.20，256Gb TLC 涨 6.25% 至 \$3.40。此外，10 月 14 日渠道市场 SSD 报价普遍涨 15% 以上。目前存储产品供应持续紧张，威刚董事长陈立白表示，当前 DRAM、NAND、SSD、HDD 等存储产品全面缺货，这种情况 30 年未见。他认为这背后是云服务供应商大规模采购的强劲需求推动，存储行业将迎来多年期牛市。

AI 基座：国内新凯来重磅发布，台积电业绩超预期。新凯来携子公司亮相“湾芯展”，发布 2 款 EDA 软件，以及高速实时示波器等重磅新品。ASML 总裁表示第三季度 AI 相关投资持续保持积极势头。台积电三季度业绩超预期，报告强调 AI 需求将持续强劲，N2 有望本季度末实现量产，N2P 与 A16 的量产有望于 2026 年下半年实现。

投资建议：短期压力不改长期基本面，继续关注高景气度方向的核心资产

A 股科技资产自高点均已显著回撤，我们认为其主要源于风险偏好降低，PCB、AI 芯片、Fab、存储等高景气度方向基本面不改，关注核心受益标的：中芯国际、华虹半导体、寒武纪、通富微电、中微公司、德明利、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。

【化工】制冷剂趋势不变，积极把握回调后的布局机会——氟化工行业周报-20251019

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 宋梓荣（分析师）

证书编号: S0790525070002

本周(10月13日-10月17日)行情回顾

本周氟化工指数下跌 8.97%，跑输上证综指 7.50%。本周(10月13日-10月17日)氟化工指数收于 3789.69 点,下跌 8.97%,跑输上证综指 7.50%,跑输沪深 300 指数 6.74%,跑输基础化工指数 2.30%,跑输新材料指数 3.77%。

氟化工周行情:制冷剂趋势不变,积极把握回调后的布局机会

萤石:据百川盈孚,截至 10 月 17 日,萤石 97 湿粉市场均价 3,620 元/吨,较上周下跌 0.44%;10 月均价(截至 10 月 17 日)3,631 元/吨,同比上涨 3.12%;2025 年(截至 10 月 17 日)均价 3,512 元/吨,较 2024 年均价下跌 0.95%。

又据氟务在线跟踪,10 月氟化氢市场定价落地,环比上月定价上调 1200 元/吨,显著涨幅提振了市场信心,市场普遍看涨预期较为强烈。后市来看,市场预计将保持上行基调。

制冷剂:截至 10 月 17 日,(1) R32 价格、价差分别为 62,500、49,679 元/吨,较上周分别持平、-0.08%;(2) R125 价格、价差分别为 45,500、29,920 元/吨,较上周分别持平、+0.31%;(3) R134a 价格、价差分别为 53,000、32,800 元/吨,较上周分别+1.92%、+3.00%;(4) R410a 价格为 53,000 元/吨,较上周+0.95%;(5) R22 价格、价差分别为 16,000、6,858 元/吨,较上周分别-51.52%、-71.19%。其中外贸市场,(1) R32 外贸参考价格为 61,000 元/吨,较上周持平;(2) R125 外贸参考价格为 43,000 元/吨,较上周持平;(3) R134a 外贸参考价格为 50,000 元/吨,较上周持平;(4) R410a 外贸参考价格为 51,000 元/吨,较上周持平;(5) R22 外贸参考价格为 15,000 元/吨,较上周-16.67%。

又据氟务在线跟踪,10 月国内生产需求较 9 月略有回升,但受季节性因素影响,北方售后市场有所放缓,而南方地区因持续高温支撑部分需求。10-11 月出口订单阶段性释放,对市场形成一定拉动,因品种配额供需失衡比例较小,预计 R32、R134a 市场持续偏暖。

要闻:三美股份、东阳光、永和股份业绩预增;三美股份布局四代制冷剂

【三美股份】公司预计 2025 年前三季度实现归属于上市公司股东的净利润为 15.24-16.46 亿元,同比 +171.73%+193.46%。公司新材料产业园中试平台项目(一期)公示,项目投资 3,090 万元,建设 1000t/aHFO-1234yf 中试装置一套,200t/aHCC-240fa 中试装置一套,200t/aHCC-250fb 中试装置一套,1000t/aHCFO-1233zd 中试装置一套,1000t/aHFO-1243zf 中试装置一套,200t/a 全氟己酮和 100t/a 六氟丙烯三聚体中试装置一套,150t/aHCFC-142b 中试装置一套。

【东阳光】公司预计 2025 年前三季度实现归属于上市公司股东的净利润为 8.47-9.37 亿元,同比 +171.08%+199.88%。

【永和股份】公司预计 2025 年前三季度实现归属于上市公司股东的净利润为 4.56-4.76 亿元,同比 +211.59%+225.25%。

受益标的

推荐标的:金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等。其他受益标的:东阳光、永和股份、东岳集团、新宙邦等。

风险提示:下游需求不及预期,价格波动,行业政策变化超预期等。

【农林牧渔】猪价磨底去化延续,双十一预售宠物龙头表现亮眼——行业周报-20251019

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:猪价磨底去化延续,双十一预售宠物龙头表现亮眼

猪价低位震荡磨底，能繁去化延续。据涌益咨询，截至 2025 年 10 月 17 日，全国生猪均价 11.18 元/公斤，周环比+0.19 元/公斤，同比-6.52 元/公斤，涌益样本生猪屠宰量远高于 2023 及 2024 年水平。2025 年 10 月 1-10 日行业二育占实际销量比重 1.02%，环比+0.09pct，同比-5.07pct，二育栏舍利用率 32%，环比-2.4pct，同比-15.9pct。涌益样本 2025 年 9 月能繁存栏环比-0.46%。生猪短期仍存在供给压力，二育入场谨慎，猪价低位震荡磨底，预计能繁去化延续。

仔猪价格进一步下行或加快母猪淘汰节奏，大猪增重成本高于猪价或带来大猪去化。截至 2025 年 10 月 16 日，集团 7kg 仔猪价格已跌至 165 元/头（行业平均成本为 300 元/头），仔猪亏损有望加速母猪淘汰节奏。涌益样本生猪出栏均重 128.25 公斤/头，周环比-0.23 公斤/头，同比+2.38 公斤/头，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价 0.76 元/公斤（周环比+0.24 元/公斤）。冬季消费偏好肥猪支撑标肥价差走扩，但生猪出栏均重高于 130 公斤的部分增重成本已高于当前猪价，增重亏损或驱动市场大猪加速出栏。

宠物：天猫双十一预售成交排名国产品牌强势突破，上市龙头企业竞争占优。2025 年 10 月 16 日淘宝天猫正式发布双十一预售前 4 小时宠物板块成交榜单（统计区间 2025 年 10 月 15 日 20:00-24:00），品牌成交额排名 TOP10 中前 8 名均为国产品牌，其中 FREGATE 弗列加特（乖宝宠物）、MYFOODIE 麦富迪（乖宝宠物）、Toptrees 领先（中宠股份）排名分别居第 3、6、7，排名分别同比提升 1、提升 1、新上榜。细分猫犬主粮、零食看，国产品牌强势突破，尤其以上市龙头企业旗下品牌竞争占优、持续成长。

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（10.13-10.17）：农业跑输大盘 0.73 个百分点

本周上证指数下跌 1.47%，农业指数下跌 2.20%，跑输大盘 0.73pct。个股看，申联生物（+10.33%）、生物股份（+6.20%）、神农科技（+5.61%）领涨。

本周价格跟踪（10.13-10.17）：本周牛肉等农产品价格环比上涨

10 月 17 日全国外三元生猪均价为 11.17 元/kg，较上周下跌 0.01 元/kg；仔猪均价为 17.99 元/kg，较上周下跌 0.73 元/kg；白条肉均价 14.68 元/kg，较上周下跌 0.51 元/kg。10 月 17 日猪料比价为 3.34:1。

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。

【汽车】小鹏飞行汽车 2026 年量产，智元精灵 G2 全球首发投产开启汽车制造具身智能新篇章——行业周报-20251019

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) 鸿蒙智行全新问界 M7 汽车售价 27.98 万元起，上市 21 天交付突破 10000 台，其产能也在持续爬坡；(2) 何小鹏在 2025 可持续全球领导者大会称，小鹏 2026 年量产飞行汽车（未来成长速度和市场份额超汽车），汇天广州基地已于 9 月底竣工，具备“万辆级”年产能，计划于 2026 年正式投产交付；(3) 广汽、华为联合打造，启境汽车首款产品已完成设计定型；(4) 中汽协：2025 年前 9 个月我国汽车销售 2436.3 万辆，同比增长 12.9%；(5) 海关总署：2025 年前三季度我国电动汽车出口自主品牌占比达 59.5%；(6) 据中汽协数据（开票口径），9 月份我国重卡市场销量近 10.6 万辆，近五年同期最高水平，同比增长 83%，环比增长 15%；(7) Stellantis 集团与小马智

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

14 / 19

行合作，旨在加速自动驾驶车辆解决方案在欧洲的开发和部署；(8) 零跑 D19 全球首秀。(9) 曹德旺辞去福耀玻璃董事长职务，其子曹晖接棒。(10) 智元精灵 G2 全球首发并投产，开启汽车制造具身智能新篇章。(11) 德国 Neura 机器人中国总部落地杭州，打造具身智能产业新高地。(12) 云深处发布 DR02 人形机器人，突破全天候户外作业瓶颈。(13) 星宇股份与节卡机器人达成战略合作，共推具身智能与汽车制造融合。

行情回顾

(1) 本周沪深 300 指数跌幅 2.22%，其中汽车板块跌幅 6.24%，涨跌幅位居 A 股一级行业第 29 位。(2) 本周乘用车 II 指数跌幅 4.13%，海马汽车、广汽集团领涨。(3) 本周商用车指数跌幅 1.15%，中通客车、中集车辆领涨。(4) 本周汽车零部件 II 指数跌幅 8.61%，征和工业、美力科技领涨。其中电控系统涨跌幅-9.86%，伯特利跌幅较小；电机涨跌幅-7.44%，征和工业、信智集团领涨；减速机/齿轮类涨跌幅-12.35%，易实精密跌幅较小；轴承涨跌幅-7.55%，襄阳轴承跌幅较小；轻量化&结构件涨跌幅-11.98%，美力科技领涨；直线传动部件涨跌幅-7.97%，雷迪克领涨；传感器涨跌幅-6.40%，香山股份领涨；Tier1 涨跌幅-9.34%，神通科技、神驰机电领涨。

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、广东鸿图、明新旭腾、博俊科技。

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。

【化工】《水俣公约》有望加速电石法 PVC 落后产能淘汰，LG 化学计划关闭韩国 HDPE 工厂——行业周报-20251019

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 李思佳（分析师）证书编号：S0790525070006

本周行业观点：《水俣公约》有望加速电石法 PVC 落后产能淘汰

十四届全国人大常委会第五十一次委员长会议 10 月 15 日上午在北京人民大会堂举行。赵乐际委员长主持会议。委员长会议建议，十四届全国人大常委会第十八次会议审议关于提请审议批准《〈关于汞的水俣公约〉缔约方大会第五次会议第 5/4 号决定对〈关于汞的水俣公约〉附件 A 和附件 B 的修正》的议案等。《水俣公约》禁止建立新汞矿、淘汰现有汞矿、规范手工业和小规模金矿开采，减少汞的排放和使用。2013 年在日本熊本市所召开的环境署会议上通过了《关于汞的水俣公约》，并于 2017 年 8 月 16 日生效。电石法 PVC 行业作为《水俣公约》重点管控行业，公约对其提出了多项管控要求。目前我国多数 PVC 工艺采用电石法，据百川盈孚数据，截至 2024 年年底，国内 PVC 产能为 2,911 万吨/年，同比增长 2.83%，其中电石法 PVC 产能为 2,164 万吨/年，产能占比 74%。《水俣公约》禁止新建的乙醛、VCM、聚氨酯的生产装置使用汞、汞化合物作为催化剂或使用含汞催化剂，伴随该政策持续落地，有望推动无汞催化剂需求增长以及落后电石法产能淘汰，行业格局有望持续改善。受益标的：**【无汞催化剂】**凯立新材；**【PVC】**嘉化能源、氯碱化工、镇洋发展等。

本周行业新闻：LG 化学宣布计划关闭韩国高密度聚乙烯（HDPE）工厂

【HDPE】10 月 14 日，LG 化学有限公司宣布计划关闭其位于韩国大山的高密度聚乙烯（HDPE）工厂。LG 化学的关停决策展现了其战略转型的决心。通过淘汰缺乏竞争力的传统产能，公司将资源集中到电池材料、环保解决方案和创新药物等高增长领域。

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。

【公用事业】FEC 2025 在成都召开，许继脉冲电源通过验收——可控核聚变行业周报-20251019

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：全部细分环节下跌，个股跌多涨少

本周（20251013-20251017）可控核聚变板块下，全部细分环节下跌，个股跌多涨少。具体来看，安泰科技（+19.2%）、东方钽业（+5.3%）、王子新材（+3.4%）涨幅居前；广大特材（-19.3%）、国光电气（-16.1%）、哈焊华通（-13.7%）跌幅居前。细分环节来看，本周可控核聚变板块下全部环节下跌，上游金属材料（-3.9%）、其他设备或部件（-4.0%）、微波和电源器件（-6.1%）跌幅较小。

行业动态：《世界聚变能源展望 2025》发布，岩超聚能完成数亿元天使轮融资

本周 FEC2025 在成都召开，IAEA 发布《世界聚变能源展望 2025》：截至 2025 年年中，全球聚变装置总数达 172 台，较 2024 年增加 13 台。10 月 13 日，中核集团官方公众号公告西物院在磁约束核聚变能量导出关键技术领域取得重要进展；CRAFT 偏滤器原型部件顺利通过专家组测试与验收。10 月 14 日，聚变科创城在成都启动建设，瞄准磁约束、惯性约束 2 条技术路线；岩超聚能宣布完成数亿元天使轮融资。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，涉及低温氮系统、加热电源系统、冷却系统、偏滤器系统等核心部件。

公司动态：许继电力电子参与研制的脉冲供电系统首批设备完成测试验收

10 月 13 日，中国电气装备官方公众号公告称，许继电力电子参与研制的我国首套用于“中国环流三号”可控核聚变环向场线圈“300MVA 脉冲供电系统”首批设备顺利完成测试验收。集团公司成为目前国内唯一具备从“前级供电系统—后级聚变电源”全链条技术研发与工程实施能力的企业。集团公司深度融入中核集团可控核聚变创新联合体，充分发挥自身在电力装备领域的全产业链优势，成功中标了该联合体首批重大研发项目。在已有核电站用特种变压器、开关柜等产品的基础上，集团公司在可控核聚变磁体电源领域实现了重大突破。

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（氟工厂）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。

【计算机】持续推荐国产化投资机会——行业周报-20251019

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（2025.10.13-2025.10.17），沪深 300 指数下跌 2.22%，计算机指数下跌 5.61%。

周观点：持续推荐国产化投资机会

外部科技管制加剧，信创政策持续催化，国产化大势所趋

根据商务部中国出口管制信息网，9 月 12 日，美商务部宣布将多家中国实体列入出口管制“实体清单”，此前美国商务部就曾宣布对 EDA 软件工具等四项技术实施出口管制。外部摩擦不断升级，关键核心技术产品自主可控产业趋势明确。

9 月 30 日，国务院办公厅发布《关于在政府采购中实施本国产品标准及相关政策的通知》，提出 2026 年起依法对本国产品给予价格评审优惠，对本国产品的报价给予 20% 的价格扣除。9 月 4 日，工信部、市场监管总局印发《电子信息制造业 2025-2026 年稳增长行动方案》，提出坚定不移推动“国货国用”，加大对产业链关键企业的政策支持。伴随配套资金和政策标准落地，信创招投标有望提速。

国产算力领军营收高增，产业趋势持续验证

得益于人工智能应用市场的持续拓展，寒武纪 2025 年第三季度公司实现营收 17.27 亿元，同比高增 1332.52%，归母净利润达 5.67 亿元，同比扭亏为盈，存货 39.3 亿元，同比增长 267.33%，环比增长 38.62%；前三季度累计营收 46.07 亿元，同比增长 2386.38%，接近公司全年 50-70 亿收入预测下限，彰显全年业绩高确定性。海光信息前三季度实现营收 94.90 亿元，同比增长 54.65%，归母净利润 19.61 亿元同比增长 28.56%；单 Q3 营收 40.26 亿元，同比增长加速至 69.60%。国产算力龙头收入持续高增长，国产化产业趋势持续验证。

投资建议

国产软件重点推荐金山办公、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、航天软件、海量数据、润和软件、诚迈科技、泛微网络、吉大正元、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。

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。

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 年半年报，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