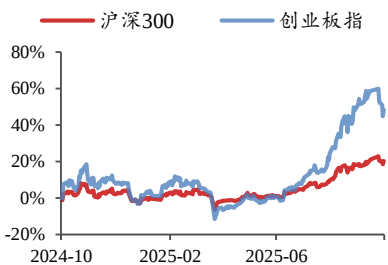


2025 年 10 月 16 日

开源晨会 1016

——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(%)
电力设备	2.720
汽车	2.369
电子	2.290
医药生物	2.077
商贸零售	1.921

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
钢铁	-0.210
石油石化	-0.137
农林牧渔	0.012
房地产	0.112
国防军工	0.197

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】PPI 同比转正的可能性——宏观经济点评-20251015

事件：9月CPI同比-0.3%，预期-0.1%，前值-0.4%；PPI同比-2.3%，预期-2.4%，前值-2.9%。

核心 CPI 环比弱于季节性

9 月 CPI 同比较前值上升 0.1 个百分点至-0.3%；环比较前值上升 0.1 个百分点至 0.1%。

1、鲜果价格带动食品 CPI 环比回升

2、核心 CPI 环比回落至季节性下方

行业公司

【电子】国产 Scale-up/Scale-out 硬件商业化提速，聚焦 AI 运力产业投资机遇——行业点评报告-20251015

算力+存力+运力三位协同推动 AI 硬件能力，国产运力或成为当前发展重点

AI 硬件能力在于三点：(1) 算力：以 GPU 性能和数量决定。(2) 存力：Transformer 涉及大量重复的 KV 矩阵存储和调用，使用贴近 GPU 的超高带宽 HBM 缓存是当前主流方案。(3) 运力：分为 Scaleup、Scaleout 和 Scaleacross 三个场景，分别对应节点内、节点间与数据中心间的高速通信和数据传输能力。

随 GPU 计算能力与 HBM 带宽的提升，运力的瓶颈将导致 AI 数据中心节点空置率高，GPU 性能浪费。运力的发展将会带动整体 AI 数据中心运行效率提升，同时也将成为推动 AI 数据中心运算能力提升的重点。当下国产算力厂商发展

【机械】Figure 03 震撼发布，人形机器人的“燃点时刻”——行业点评报告
-20251015

Figure 发布新一代人形机器人 Figure03，是首款从设计源头即为大规模制造打造的机型。Figure03 首次将设计重心延伸至家庭场景，采用软质织物包覆与轻量化结构，提升人机共处的安全性与舒适感；灵巧手集成视触觉传感器，可在橱柜、货架等视线受限环境下实现稳定操作；支持足底无线充电，实现近乎无缝的自主续航，可完成叠衬衫、清理桌面等复杂家务任务。

研报摘要

总量研究

【宏观经济】PPI 同比转正的可能性——宏观经济点评-20251015

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（分析师）证书编号：S0790525070004

事件：9 月 CPI 同比-0.3%，预期-0.1%，前值-0.4%；PPI 同比-2.3%，预期-2.4%，前值-2.9%。

核心 CPI 环比弱于季节性

9 月 CPI 同比较前值上升 0.1 个百分点至-0.3%；环比较前值上升 0.1 个百分点至 0.1%。

1、鲜果价格带动食品 CPI 环比回升

2、核心 CPI 环比回落至季节性下方

9 月 CPI 非食品环比持平于前值，为-0.1%。9 月核心 CPI 环比持平于前值，为 0%，自 2025 年 4 月以来首次低于季节性，从具体分项来看，已公布的 8 个实物分项中，除酒类、家用器具、通讯工具外，其他 5 个实物分项均低于季节性。

服务 CPI 弱于季节性。9 月服务 CPI 环比弱于季节性 0.2 个百分点，其中教育服务、旅游项与季节性相差较多，医疗服务项大幅高于季节性。

按照三季度 PPI 环比运行趋势，2026 年 PPI 同比或难以转正

9 月 PPI 同比较前值回升 0.6 个百分点至-2.3%；环比持平于前值，为 0%。

1、PPI 同比较前值回升主因输入性因素、地产链与煤炭的同期基数回落。从 9 月 PPI 环比来看，国内工业品价格并未显著改善。

2、按照当前 PPI 环比运行趋势，2026 年 PPI 同比或难以转正。

自 2025 年 7 月“反内卷”政策提出后，工业品现货市场价格表现难言强势，从 PPI 环比来看，7 月、8 月、9 月 PPI 环比数值分别为-0.2%、0%、0%。而 2016-2017 年供给侧改革时，PPI 月平均环比为 0.4%。

若从 2025 年 10 月起，PPI 环比均按照 0%运行，则 2026 年全年 PPI 平均同比-0.7%。

且根据历史走势和 PPI 构成看，PPI 显著改善大概率需要全球大宗商品价格的回升，若未来全球大宗商品价格仍表现较为弱势，则需要国内政策端加力以提振煤炭、地产链、制造业等工业品价格。

后续通胀预测：10 月 CPI、PPI 同比均回升

CPI 方面，结合农产品批发价格指数等高频数据，我们预计 10 月 CPI 环比在 0%左右，同比或在 0%左右，主因基数效应，三季度 CPI 同比或为全年低点；再往后，服务与实物消费或将平缓修复，CPI 同比或震荡上行，2025 年全年平均同比或在 0%左右。PPI 方面，结合 CRB 现货指数等高频数据，我们预计 10 月 PPI 环比持平于前值，同比较前值有所回升，往后看，PPI 后续回升幅度或将取决于国际大宗商品走向与国内政策力度，初步预计 2025 年全年平均同比或在-3%至-2%区间。

风险提示：政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

行业公司

【电子】国产 Scale-up/Scale-out 硬件商业化提速，聚焦 AI 运力产业投资机遇——行业点评报告-20251015

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

算力+存力+运力三位协同推动 AI 硬件能力，国产运力或成为当前发展重点

AI 硬件能力在于三点：（1）算力：以 GPU 性能和数量决定。（2）存力：Transformer 涉及大量重复的 KV 矩阵存储和调用，使用贴近 GPU 的超高带宽 HBM 缓存是当前主流方案。（3）运力：分为 Scaleup、Scaleout 和 Scaleacross 三个场景，分别对应节点内、节点间与数据中心间的高速通信和数据传输能力。

随 GPU 计算能力与 HBM 带宽的提升，运力的瓶颈将导致 AI 数据中心节点空置率高，GPU 性能浪费。运力的发展将会带动整体 AI 数据中心运行效率提升，同时也将成为推动 AI 数据中心运算能力提升的重点。当下国产算力厂商发展如火如荼，存力方面华为与长鑫也逐步在 HBM 取得进展，因此，我们认为运力的发展也将成为下一个国产化攻坚的重点。

超节点+大集群推动运力市场规模迅速提升，公有与私有协议齐舞

当下传统算力架构已难以满足高效、低耗、大规模协同的 AI 训练需求，超节点成为趋势，其通过提升单节点计算能力，大幅带动了 Scaleup 相关硬件需求，据 Lightcounting，Scaleup 交换芯片已成为数据中心主力交换需求，并且持续增长，预计到 2030 年全球市场规模接近 180 亿美元，2022-2030 期间年 CAGR 约为 28%。另一方面，超大规模 AI 集群的建设需要横向推动大量节点之间的互联，带动 Scaleout 相关硬件需求，随着更大规模的集群逐渐出现，单一地区的电力资源成为瓶颈，于是跨数据中心的 Scaleacross 方案也将在未来逐步采用。

针对 Scaleup、Scaleout 分别有不同的通信协议，我们认为大厂自研私有协议+第三方与中小厂推动公有协议将成为未来的发展趋势。具体而言，Scaleup 层面英伟达 NVlink、AMD InfinityFabric（Ualink）与华为 UBmesh 是私有协议的代表，而博通所推动的 SUE 与行业历史悠久的 PCIe 是公有协议的代表。Scaleout 层面，英伟达 Infiniband 为私有，博通则致力于推动基于公有以太网的 RoCE2，此外海外众多厂商还一起推动超级以太网联盟，成为 Scaleout 新力量。

运力硬件国产化率极低，有望成为下一个高赔率的国产替代新方向

运力硬件主要涉及交换芯片与部分改善信号质量的数模混合芯片，国产自给率极低。以交换芯片为例，博通、Marvell 占据全球商用交换芯片 90% 以上市场份额。从国产厂商进展而言，当下众多厂商已经完成产品量产，逐步走向商业化，如数渡科技自主设计的 PCIe5.0 交换芯片已经可以实现量产，当前正导入客户应用；此外，盛科通信面向大规模数据中心和云服务的 Arctic 系列也早在 2023 年年底给客户送样测试，因此，我们认为运力硬件相关公司正走向从产品化至商业化的快车道，国产替代空间广阔，有望逐步受益。

投资建议：

PCIe 硬件受益标的：万通发展（数渡科技）、澜起科技等；

以太网硬件受益标的：盛科通信、中兴通讯、裕太微等；

风险提示：AI 数据中心建设不及预期、产品迭代研发不及预期。

【机械】Figure 03 震撼发布，人形机器人的“燃点时刻”——行业点评报告-20251015

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 罗悦（分析师）证书编号：S0790524090001 | 朱珠（联系人）证书编号：S0790124070020

Figure03 震撼发布，人形机器人的“燃点时刻”

Figure 发布新一代人形机器人 Figure03，是首款从设计源头即为大规模制造打造的机型。Figure03 首次将设计重心延伸至家庭场景，采用软质织物包覆与轻量化结构，提升人机共处的安全性与舒适度；灵巧手集成视触觉传

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

感器，可在橱柜、货架等视线受限环境下实现稳定操作；支持足底无线充电，实现近乎无缝的自主续航，可完成叠衬衫、清理桌面等复杂家务任务。自 2022 年 5 月成立以来，Figure 三年内实现技术迭代、生态构建与估值飙升的跨越：技术迭代上 12 个月内完成初代机设计，24 个月推出工业版 Figure02；2025 年 2 月发布自研大模型 Helix，同年 10 月推出面向量产的 Figure03。生态合作方面，与宝马开展工厂场景测试，与 Brookfield 共同建设全球最大人形机器人数据集，有望借助 Brookfield 收集超 10 万户家庭真实数据，完善“场景-数据”闭环。资本层面，2025 年 C 轮估值达 390 亿美元，投资方包括英伟达、英特尔、高通、微软、亚马逊等科技巨头。参考海外人形机器人市场的估值逻辑，我们认为板块正逐步形成新的估值体系。根据 Figure 规划四年内出货超 10 万台、对应估值近 400 亿美元，特斯拉万亿薪酬计划中，Optimus 机器人目标交付 100 万台，预计带来约 5000 亿美元新增市值，参考单台估值密度 40-50 万美元/台，若国内宇树、智元等头部机器人资本化，且未来三年内实现出货 10 万台，有望对应 3000 亿元人民币市值空间。

以 Helix 为核心、软件定义硬件，构建软硬件协同体系

Figure03 硬件架构为 Helix 量身设计，最大化其视觉—语言—运动一体化学习与控制能力。Helix 作为机器人“大脑”，实现从视觉感知到动作控制的端到端推理，在不到一年内从汽车工厂扩展至物流分拣与家庭家务等多场景，展现出快速泛化能力与环境自适应性。硬件层面，Figure03 做出以下关键升级：（1）灵巧手视触觉：在掌心集成摄像头，即便主视觉被遮挡仍可获取近距图像；自研柔性指尖传感器可感知 3 克压力，实现对薄、脆弱、不规则物体的稳定抓取，适应餐具、软包装、钣金等复杂目标。我们认为，能实现精细复杂操作的灵巧手是核心，视触觉方案是 FIGURE 和特斯拉共同的选择。（2）足式无线充电：足底支持 2kW 无线充电，当双脚踏上充电底座时即可自动充电，无需外部插线接口，配合 10Gbps 毫米波数据回传，消除了人工插拔的干预，实现了“边充边学”的连续作业，同时通过集成化设计减轻了重量与复杂度，提升了整机续航与可靠性。（3）量产导向：Figure03 是首个从设计源头即以量产为导向的人形机器人，生产工艺从低成本 CNC 加工转向压铸、注塑和冲压等模具化工艺。自建 BotQ 智能工厂计划首条产线年产能 1.2 万台，规划四年内总产能达 10 万台，打通商业化落地的最后一道关卡。

国内供应链深度融入 Figure 量产链条

Figure 目前采用“自研+外部配套”供应链模式，在执行器、电池、传感器等关键模块采用自主设计及垂直整合，同时与全球优质零部件厂商建立配套网络，支撑公司的扩产目标，并与多家国内厂商建立了长期合作关系。我们认为，以量产为导向，Figure 与特斯拉等头部机器人的技术路径和部分供应链将走向趋同，对中国硬件供应链的依赖程度或将加深具备工程化量产能力、成本控制优势、和全球化产能布局能力的供应商有望深度受益。

投资建议

推荐标的：（1）灵巧手：震裕科技；（2）视触觉传感器：隆盛科技；受益标的：（1）模组及结构件：领益智造、长盈精密、蓝思科技、银轮股份；（2）灵巧手：东睦股份；（3）表面包覆材料：恒辉安防。

风险提示：宏观经济波动风险；机器人量产不及预期；供应链发展不及预期。

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集团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。

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