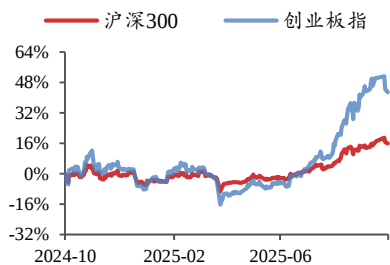


2025 年 10 月 14 日

开源晨会 1014

——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(%)
有色金属	3.350
环保	1.651
钢铁	1.486
国防军工	0.859
银行	0.738

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
汽车	-2.333
家用电器	-1.744
美容护理	-1.580
传媒	-1.538
医药生物	-1.466

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】贸易链条上的 AI 产业需求线索——宏观经济点评-20251013

事件：以美元计，中国 9 月出口同比+8.3%，前值+4.4%；9 月进口同比+7.4%，前值+1.3%。

贸易需求高景气的最大动力或来源于 AI 产业链

1.AI 产业链或为全球贸易需求提供支撑。外部指标看，9 月越南出口同比+25.3%，较前值(+15.4%)大幅回升。鉴于越南等东盟地区是拉动我国出口的关键地区，而其主要为出口导向型地区，因对其出口地区结构进行探究，我们发现：(1)越南出口高增的最大动力或来源于 AI 产业链需求，对应全球 AI 资本开支产业浪潮。(2)对等关税落地后，劳密型产品出口仍有韧性，美国全球普征关税背景下越南商品价格仍有相对优势。

【中小盘】2025年新股:打新全面回暖,“A+H”持续升温——中小盘周报-20251012

本周观点：打新市场全面回暖，“A+H”上市持续升温

政策与市场双轮驱动，2025 年新股投资正当时。政策端，2025 年 A 股 IPO 政策转为定向宽松，重点支持优质硬科技企业上市。市场端，2025 年 A 股 IPO 受理提速，IPO 终止降速，且第五套标准执行良好，A 股 IPO 已进入高质量发展阶段。沪深两市 IPO 逐步常态化，网下打新市场显著回暖。从网下打新市场看，2025 年以来，在新股首日表现持续亮眼和首发募资额明显提升的共同驱动下，打新收益较 2024 年同期出现大幅提升。截至 2025 年 9 月 30 日，2025 年前三季度 A 类单账户顶格申购打新收益由 2024 年同期的 430 万元上升至 777 万元，同比增长 80.5%；

行业公司

【社服】现制精酿啤酒高增，美图秀秀登顶多国家应用总榜——行业周报-20251012

近两周（9.29-10.10）社会服务指数-1.19%，跑输沪深 300 指数 2.66pct，在 31 个一级行业中排名第 27，检测类领涨；10 月以来（10.2-10.10）港股消费者服务指数 -4.57%，跑输恒生指数 2.47pct，在 30 个一级行业中排名第 27，茶饮类领涨。

【医药：上海谊众(688091.SH)】紫杉醇胶束快速放量，PD-1 三抗打开成长空间——公司首次覆盖报告-20251013

上海谊众成立于 2009 年 9 月，其核心自主研发的国家 2.2 类新药紫杉醇聚合物纳米胶束于 2021 年获批上市，2024 年进入医保目录。此外，公司前瞻布局小分子靶向药及多功能抗体研发平台，在研药物包括 YXC-001 (PD-1/VEGF/IL-2 三抗) 和 YXC-002 (第四代高脑渗透性 EGFR-TKI)，分别有望于 2025 年底和 2026 年上半年申报 IND。我们看好公司核心产品医保后持续放量，以及公司早研管线推进带来的潜在成长性。首次覆盖给予“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【宏观经济】贸易链条上的 AI 产业需求线索——宏观经济点评-20251013

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

事件：以美元计，中国 9 月出口同比+8.3%，前值+4.4%；9 月进口同比+7.4%，前值+1.3%。

贸易需求高景气的最大动力或来源于 AI 产业链

1.AI 产业链或为全球贸易需求提供支撑。外部指标看，9 月越南出口同比+25.3%，较前值(+15.4%)大幅回升。鉴于越南等东盟地区是拉动我国出口的关键地区，而其主要为出口导向型地区，因对其出口地区结构进行探究，我们发现：(1)越南出口高增的最大动力或来源于 AI 产业链需求，对应全球 AI 资本开支产业浪潮。(2)对等关税落地后，劳密型产品出口仍有韧性，美国全球普征关税背景下越南商品价格仍有相对优势。

2.美国 AI 产业链产品需求高景气且相对稳定，关税影响有限。

循着需求线索向前梳理，将美国进口需求进行拆分，我们发现：(1)抢进口结束后，美国进口同比在 4 月大幅回落，而与 AI 产业链相关且被豁免关税的产品需求保持稳定状态，2025 年以来对美国进口同比增速的拉动保持在 4-5 个百分点。(2)HS 编码下的 84 章、85 章中的 AI 产业链产品，无论是否被豁免关税，其进口增长趋势始终较为稳定，并未明显受到关税影响。

若全球 AI 产业趋势持续，我国出口仍将保持韧性

1.短期(10 月前 12 日数据)来看：自 2024 年 11 月以来，上海装载集装箱船数量同比对出口指向作用相对最为准确，此指标指向 10 月前 12 日出口同比+3%左右。我们认为，在同期高基数下，若 10 月出口同比低个位数增长，亦表明外需仍然具有强韧性。

2.中长期看，若全球 AI 产业趋势持续，我国出口仍将保持韧性：一方面，美国全球对等关税执行后，东盟等地区商品价格具备相对性价比，而东盟与我国产业与贸易联系紧密，因此，若美国商品需求延续韧性，则东盟等地区对我国进口需求仍将延续韧性；另一方面，若全球 AI 产业趋势得以持续，相关设备投资购置需求将继续拉动电子与半导体产业链需求，这也是当前美国需求的最主要支撑。总结而言，产业投资驱动下，即便商品进口税率大幅上升，当前美国商品进口需求仍保持稳健，由此全球贸易需求仍保持稳健，同时东盟等地区商品因低税率优势，其在美国商品进口份额或将有所提升，而其相应产品中上游的设备与零部件需求或将为我国出口提供支撑。

风险提示：外需回落超预期，政策变化超预期。

【中小盘】2025 年新股：打新全面回暖，“A+H”持续升温——中小盘周报-20251012

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 张越（分析师）证书编号：S0790524090003 | 赵晨旭（联系人）证书编号：S0790124120019

本周观点：打新市场全面回暖，“A+H”上市持续升温

政策与市场双轮驱动，2025 年新股投资正当时。政策端，2025 年 A 股 IPO 政策转为定向宽松，重点支持优质硬科技企业上市。市场端，2025 年 A 股 IPO 受理提速，IPO 终止降速，且第五套标准执行良好，A 股 IPO 已进入高质量发展阶段。

沪深两市 IPO 逐步常态化，网下打新市场显著回暖。从网下打新市场看，2025 年以来，在新股首日表现持续亮眼和首发募资额明显提升的共同驱动下，打新收益较 2024 年同期出现大幅提升。截至 2025 年 9 月 30 日，2025

年前三季度 A 类单账户顶格申购打新收益由 2024 年同期的 430 万元上升至 777 万元，同比增长 80.5%；3 亿规模 A 类账户打新收益率达 1.8%，较 2024 年同期的 1.2% 明显提升。

北交所打新热情高涨，赚钱效应明显提升。随着北交所新股发行 PE 的下降、新股质地的提升以及二级市场的回暖，2025 年以来北交所新股首日涨幅持续亮眼。截至 2025 年 9 月 30 日，北交所 2025 年前三季度新股平均首日涨幅高达 348.48%，较 2024 年同期的 104.09% 实现显著提升。新股首日涨幅的明显提升为北交所网上打新带来显著赚钱效应，2025 年前三季度北交所顶格申购网上打新收益合计超 30 万元。同时，良好的赚钱效应也带动了北交所打新热情的提升以及中签率的下降。截至 2025 年 9 月 30 日，2025 年前三季度北交所新股平均网上有效申购户数达 52.6 万户，较 2024 年同期同比增长 180.4%；平均网上冻结资金高达 5531 亿元，较 2024 年同期同比增长 289.04%；平均网上中签率下滑至 0.05%。

政策+市场+企业三方合力，“A+H”上市持续升温。在内地和香港两地监管政策支持、港股二级市场回暖和企业国际化战略的多重驱动下，2025 年港股市场迎来“A+H”上市热潮。截至 2025 年 9 月 30 日，2025 年以来已有 12 家 A 股上市公司成功登陆 H 股；此外还有 66 家 A 股上市公司新提交转 H 股的申请；且这些企业主要来自电子、电力设备、医药、计算机、机械等新质生产力行业。

本周市场表现及重大事项

市场表现：本周除中证 1000 指数外，其余中小盘指数表现皆优于上证 50、沪深 300 等大盘指数表现。罗普特、莱特科技、青岛消防本周涨幅居前。

本周重大事项：（1）新股方面，1 家公司登陆 A 股，3 家公司登陆港交所。1 家公司 IPO 获受理、无 IPO 审核通过，3 家公司注册生效；（2）定增方面，新增竞价预案公告 2 例，无公司发行竞价项目；（3）并购方面，1 家公司首披重大资产重组，4 家公司涉及实控人变更；（4）股权激励和回购方面，本周共披露 1 例股权激励预案，3 家公司推出回购预案。

重点推荐主题及个股

智能汽车主题（沪光股份、瑞鹄模具、新泉股份、芯动联科）；高端制造主题（奥普特、青岛消防、罗普特、莱特光电、奥来德、日联科技、铁流股份）；户外用品主题（三夫户外）。

风险提示：宏观环境变化、IPO 政策变动、再融资政策变动、并购政策变动。

行业公司

【社服】现制精酿啤酒高增，美图秀秀登顶多国应用总榜——行业周报-20251012

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 叶彬慧（联系人）证书编号：S0790124070053

旅游/潮玩：国庆假期国内旅游量增价跌，全球载具玩具品类长青

国庆假期：国庆假期国内旅游人次/收入/人均消费分别同比+1.6%/+1%/-0.6%，总量增速较 2025 年春节/五一假期显著收敛，人均消费增速转负，从交运数据看居民出行意愿仍足，跨省长线出行半径延长，但消费力仍处于渐进式恢复阶段。从消费结构看，线下服务消费好于商品消费，各地围绕演艺、民俗等文旅体博活动供给显著增加，赛事、演唱会等体验经济表现亮眼。潮玩：载具玩具伴随技术进步、文化潮流变迁衍生出形态、玩法和功能多样产品，2023 年全球/中国载具类玩具市场规模达 967 和 151 亿元，美泰经典车模品牌风火轮通过产品线扩充和加速 IP 化进程，连续多年保持强劲增长，显示载具品类长青的市场潜力。国内车模市场美泰、多美等海外品牌领跑，国产品牌亟需通过产品形态和玩法创新成为市场新势力。

精酿/美图：蜜雪入局精酿啤酒第三曲线，美图秀秀登顶 14 个欧洲国家应用总榜

精酿啤酒：根据中研普华研究院，中国精酿啤酒市场规模已从 2022 年的 428 亿元增长至 2024 年的 680 亿元，预计到 2030 年将突破 2000 亿元，CAGR 达 18.5%。啤酒行业进入存量时代，精酿门店数量逆势增长至 1.7 万家，同比增长 28%。截至 2025 年 6 月，优布劳、泰山原浆分别有 1924、3074 家门店，蜜雪集团旗下鲜啤福鹿家快速扩张，门店数量已达 755 家，覆盖全国 27 个省份，9 月新开 64 家。美图公司：近日美图秀秀凭借 AI 合照功能，荣获欧洲 14 个国家 AppStore 总榜第一，28 个国家分类榜第一。RoboNeo 上线首月 MAU 突破百万，并进入了全球数十个国家应用商店分类榜的前 10 名。

美丽：9 月抖音韩束继续领跑，抖音平台头部效应明显

9 月抖音美妆类目 GMV_{yoy}+19.69%。TOP20 品牌总 GMV 突破 30 亿元，yoy+38.59%，市场份额达 17.6%，增速超过整体美妆类增速。韩束以超 5 亿元 GMV 继续领跑，新入榜（TOP20）品牌达 7 个，抖音赛道美护格局仍在快速洗牌期。国货品牌精耕细作自播渠道实现快速增长，TOP20 中自营 GMV 占比超 50%的品牌均来自国货，其中韩束和百雀羚的自营 GMV 占比均超 70%。国际品牌通过精准达人合作，资生堂、科兰黎达播占比均超 50%，9 月销售额也实现高增。抖音美护平价商品占比持续增大，护肤价格段分布相对均衡，彩妆香水仍以平价为主。

近两周 A 股社服板块跑输大盘，10 月以来港股消费者服务板块跑输大盘

近两周（9.29-10.10）社会服务指数-1.19%，跑输沪深 300 指数 2.66pct，在 31 个一级行业中排名第 27，检测类领涨；10 月以来（10.2-10.10）港股消费者服务指数-4.57%，跑输恒生指数 2.47pct，在 30 个一级行业中排名第 27，茶饮类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）餐饮：蜜雪集团、古茗、小菜园、绿茶集团；（2）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）美护：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、四环医药；（4）新消费：美图、赤子城科技；（6）即时零售：美团-W、顺丰同城；（8）旅游：长白山、同程旅行、携程集团-S、大麦娱乐；（9）教育：中国东方教育。

风险提示：项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

【医药：上海谊众(688091.SH)】紫杉醇胶束快速放量，PD-1 三抗打开成长空间——公司首次覆盖报告-20251013

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

纳米药物递送技术全球领先，前瞻布局多抗平台

上海谊众成立于 2009 年 9 月，其核心自主研发的国家 2.2 类新药紫杉醇聚合物纳米胶束于 2021 年获批上市，2024 年进入医保目录。此外，公司前瞻布局小分子靶向药及多功能抗体研发平台，在研药物包括 YXC-001（PD-1/VEGF/IL-2 三抗）和 YXC-002（第四代高脑渗透性 EGFR-TKI），分别有望于 2025 年底和 2026 年上半年申报 IND。我们看好公司核心产品医保后持续放量，以及公司早研管线推进带来的潜在成长性。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.02/1.31/1.84 亿元，EPS 为 0.49/0.64/0.89 元，当前股价对应 PE 为 114.7/89.0/63.7 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

紫杉醇胶束：兼具疗效+依从性+先发优势，医保后快速放量

核心产品紫杉醇聚合物胶束是公司该平台首个获批上市的全新一代紫杉醇类创新剂型，也是我国首个作为 2.2 类创新药批准上市的紫杉醇胶束类产品。非头对头对比不同剂型紫杉醇在非小细胞肺癌的关键临床数据，公司紫杉醇聚合物胶束兼具疗效及患者依从性优势，公司核心产品是唯一获批且进入医保的胶束制剂，未来放量可期。

PD-1/VEGF/IL-2 三抗：二代 IO 升级迭代，有望为患者 OS 加码

在 PD-(L)1 迭代研发浪潮的推动下，PD-(L)1/VEGF 双抗及三抗成为了突破单抗瓶颈的焦点。PD-(L)1/VEGF 双抗 PFS 获益显著，但总生存期获益仍需进一步确认，三抗在 IO2.0 疗法上进一步升级迭代，有望为患者总生存期加码。

截至 2025 年 9 月，全球共有 38 款处于临床及临床前 PD-(L)1 三抗(项目状态积极)，其中 16 款为 PD-(L)1/VEGF 三抗药物。其中，PD-(L)1/VEGF/IL-2 是将两个已证明与 PD-(L)1 具有明确协同效应的靶点同时整合的三抗药物，据 Insight 数据显示，目前仅有一款（上海谊众 YXC-001）处于临床前阶段。YXC-001 有望于 2025 年底同时于中美申报 IND。

风险提示：政策变化风险、市场竞争加剧风险、研发进展不及预期等。

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。

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