

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-10-10

宏观策略

2025 年 10 月 10 日

宏观点评 20251007: 国庆假期海外市场回顾

核心观点: 国庆假期海外市场被美国政府停摆和日本高市早苗意外当选自民党总裁两大事件主导。联邦政府停摆期间, 避险情绪升温, 同时非农就业等重要经济数据暂停发布, 市场交易“没消息就是没消息”, 对美联储“盲降利率”的预期升温, 叠加高市早苗胜选带来的日本“宽财政+宽货币”预期, 共同带动黄金和比特币续创历史新高。向前看, 全球政治右翼化与宽财政、宽货币趋势意味着地缘摩擦更大的不确定性、全球政府债务更大的不可持续性, 经济从软着陆走向温和过热的概率加大。就市场策略而言, 短期美股风险偏好料因政府关门的持续走弱, 中期在右翼+财政和货币双宽松带来的地缘风险+经济过热+法定货币信用走弱的宏观环境组合下, 大类资产表现预计金>铜>股。

晨会编辑 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20250928: 周观: 14 天逆回购的“间断性”(2025 年第 38 期)

东吴证券_固收周报_周观: 14 天逆回购的“间断性”(2025 年第 38 期)
--固收周报 20250928_李勇

固收周报 20250928: 新能源转债配置空间再思考

建议持续关注平衡性风光储转债标的配置窗口。

固收点评 20250928: 二级资本债周度数据跟踪(20250922-20250926)

一级市场发行情况: 本周(20250922-20250926)银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况: 本周(20250922-20250926)二级资本债周成交量合计约 2299 亿元, 较上周增加 521 亿元。

固收点评 20250927: 绿色债券周度数据跟踪(20250922-20250926)

一级市场发行情况: 本周(20250922-20250926)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 23 只, 合计发行规模约 309.74 亿元, 较上周减少 4.14 亿元。二级市场成交情况: 本周(20250922-20250926)绿色债券周成交额合计 703 亿元, 较上周增加 99 亿元。

固收深度报告 20250927: 从 42 家上市银行半年报解读银行债券投资“攻守道”

银行业债券投资压力情况及后市展望: 1) 整体收益向好但仍存隐忧: a) 2025 年上半年 42 家上市银行的债券投资实际收益合计约 1.42 万亿元(包含票息收益和投资收益两类), 较 2024 年上半年同期的 1.37 万亿元小幅增长 3.82%, 映射出银行业整体在债券投资领域实现稳健增长的格局。b) 尽管在规模占比上仍以票息收入为主, 但增长的主要动力系投资收益, 而若结合当期公允价值变动损益的弱势表现, 则可以发现作为债券投资收益的主要来源的票息收入在利率下行周期中面临下滑压力, 而低利率环境中通过波段交易博取价差收益难度亦明显提升, 因此银行业在债券投资板块继续保持稳健收益的能力或有承压。2025H2 以来, 受“反内卷”政策影响, 股强债弱的格局显现, 10 年期国债收益率从 7 月初的 1.65% 左右上行至 9 月中旬的 1.8%, 公允价值变动带来的亏损将更加明显, 银

行或延续卖出浮盈老券以换取投资收益的做法。换言之，当前的债券投资盈利模式或难以持续，其中隐含的因宏观市场环境波动而带来的投资收益不确定性的抬升不可小觑。2) 不同银行类型表现分化，国有大行压力相对可控：国有大行因受益于规模显著并持续增长的债券配置盘而相应获取稳步增长的票息收益，叠加其债券交易盘在持仓品种上具备良好的流动性优势和折价存量债券储备优势，因此在债市低利率震荡的环境中保持盈利的压力尚可。反观股份行、城商行和农商行三类商业银行，则因其所持有的三类金融资产的体量、券种结构以及自身的负债端稳定性均不及国有大行而相对更为脆弱，从其 2025 年上半年公允价值变动损益表现一般以及票息收益的下滑已可见一斑，因此当债市处于“逆风期”，其保持债券投资持续盈利的压力明显增加，未来可能更倾向于在权益市场、大宗商品市场以及相关的结构性固收产品中增加资金配比、寻求有效增益。此外，该影响预计在中小型银行中更为多见。风险提示：经济基本面变化超预期；货币政策工具创新；历史及海外经验不代表将来。

固收点评 20250925：金 25 转债：全球矿山的“矿业工匠”

金 25 转债（113699.SH）于 2025 年 9 月 26 日开始网上申购：总发行规模为 20.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于赞比亚鲁班比铜矿采选工程，矿山采矿运营及基建设备购置，国内外矿山工程项目，研发投入与补充流动资金。

行业

电力设备行业跟踪周报：动力和储能产销两旺，人形和固态热点多

投资策略：储能：国内容量补偿电价逐步出台，大储需求超预期，供应紧张，今明年预计 30-40% 增长，美国大美丽法案后今年抢装超预期，预计明后年稳增长，欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，持续高增长；欧洲户储去库完成，出货恢复，工商储需求开始爆发，新兴市场光储平价需求持续，我们预计全球储能装机 25-28 年的 CAGR 为 30-50%，继续强推大储，看好大储集成和储能电池龙头。锂电&固态：9 月排产略高于此前预期，10 月排产进一步提升 10%，旺季再上台阶，且各家指引 11-12 高景气度延续；其中，储能需求超预期，电池供不应求，预计供给紧张延续至 26 年年中，价格已上涨 1-3 分/wh，预计 Q4 价格仍有提升空间，材料方面散单价格已陆续调整，预计 26 年长协价格有望跟涨，全面看好锂电池板块，首推宁德、亿纬锂能、欣旺达等。同时材料环节一二线厂商产能已打满，涨价诉求强烈，预计 26 年有望开始盈利有望修复，看好科达利、璞泰来、天赐等锂电龙头公司，同时固态中试线 2H25 密集落地，继续强推硫化物固态电解质和硫化锂及核心设备优质标的。机器人：英伟达近期加码人形本体和大模型，Tesla Gen3 将于 10-11 月定型，股东大会有望展示，25Q4 下订单、26 年初量产，2030 年依然预期 100 万台；人形公司产品、订单、资本端等进展提速，25-26 年国内外量产元年共振，我们继续全面看好人形板块，全面看好 T 链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。AIDC：海外算力升级对 AIDC 要求持续提升，高压、直流、高功率趋势明显，国内相关公司迎来出海新机遇，继续看好有技术和海外渠道优势的龙头；工控：工控 25 年需求总体继续弱复苏，锂电需求恢复、风电、机床等向好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25 年国内海风 10GW+，翻倍增长，Q2 是拐点，欧洲海风进入持续景气周期，继续全

面看好海风，陆风 100GW+，同增 25%，铸件等零部件涨价，风机毛利率逐步修复，推荐海缆、海桩、整机等。光伏：三季度国内终端需求支撑偏弱，排产端暂时小幅下降，政策引导光伏反内卷力度强，硅料成为主要抓手，当前价格 50 元/kg+，硅片和电池顺价，组件待观察终端需求；今年明年全球光伏装机增速为 15%/5%，欧洲分布式和新兴市场持续需求好，看好受益的逆变器环节、看好反内卷受益的硅料、玻璃、电池和组件等。

汽车周观点：9 月第 4 周乘用车环比+26.7%，继续看好汽车板块

Q4 重视 AI 智能车投资机会 国庆假期汽车行业表现如何？美股-港股汽车表现中规中矩。核心大事件：特斯拉三季度交付 49.7 万辆，同比 29.4%；发布 FSD V14 版本，强化文字识别能力；美国市场发布简版 model 3 和 model Y，降价 5000 美元，应对补贴下降）。国内车企 10 月交付数据：国内主流 15 家新能源车企 9 月交付 87.7 万辆，同比 15%，其中：小鹏/小米/长城新能源均首次破 4 万辆，鸿蒙再次突破 5 万辆，理想重回 3 万+辆，蔚来交付再创新高至 3.47 万辆。鸿蒙假期 7 天累计大定突破 4 万台。当前时点汽车板块如何配置？我们认为汽车行业或又进入了新的十字路口阶段：汽车电动化红利进入尾声，汽车智能化正在“黎明前黑暗”，机器人创新在产业 0-1 阶段。新旧逻辑切换阶段三类主线投资机会并存。【AI 智能车主线】Robotaxi/van 先行，C 端紧跟。下游应用维度核心标的：#Robotaxi 视角：1) 一体化模式：特斯拉/小鹏汽车/千里科技；2) 技术提供商+运营分成模式：地平线/百度/小马智行/文远知行；3) 网约车/出租车的转型：滴滴/曹操出行/如祺出行/大众交通/锦江在线。#Robovan 视角：德赛西威+中邮科技+开勒股份等。#C 端卖车视角：整车（小鹏汽车/理想汽车/华为系/小米集团等）上游供应链维度核心标的：1) B 端整车代工：北汽蓝谷/广汽集团/上汽集团等；2) 核心供应商：检测（中国汽研/中汽股份等）/芯片（地平线机器人+黑芝麻智能）/域控制器（德赛西威/经纬恒润/均胜电子/科博达等）/传感器（舜宇光学科技/禾赛/速腾聚创）/线控底盘（伯特利/耐世特/浙江世宝）/车灯（星宇股份）/玻璃（福耀玻璃）等【AI 机器人主线】零部件优选（拓普集团+均胜电子+新泉股份+精锻科技+福达股份+旭升集团+爱柯迪等）。【红利&好格局主线】客车（宇通客车）/重卡（中国重汽 A-H/潍柴动力）/两轮（春风动力/隆鑫通用）。风险提示：贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期；L3-L4 智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。

电子行业点评报告：国产算力认知强化！Tokens 消耗——AI 需求侧核心逻辑正式向多模态大模型延展

国产算力投资逻辑：从供给侧向需求侧延展，AI 应用需求成为“国产算力”新引擎。国产算力崛起后的典型标志——适配工作渗透到 AI 大模型研发的更早期阶段。DeepSeek 于 9 月 30 日发布 DeepSeek-V3.2-Exp，DSA 架构使得推理成本更低，支持更长上下文；且模型支持国产开发生态 tilelang 语言，并实现与寒武纪、海光、昇腾等芯片的首日适配，展示了开放协同的算力兼容能力。智谱于 9 月 30 日开源 GLM-4.6，在 Agentic Coding 等关键能力上显著提升，代码生成性能已对齐 Claude Sonnet 4，并完成与国产 GPU 的联合优化，强化了自主算力生态。阿里巴巴于 10 月 4 日发布并开源的 Qwen3-VL 系列多模态模型也实现昇腾芯片的 0Day 适

配，加速国产硬件生态落地。我们认为，不同于以往因 H20 限售所驱动
的“供给侧替代逻辑”，本轮投资逻辑演进为：多模态能力突破所带来的
需求侧拉动——AI 应用自身增长的牵引形成了国产算力的原生长路径。
随着多模态生成与实时推理场景不断丰富，国产算力有望进入内生驱动
的新一轮成长周期。

电子行业点评报告：OpenAI 战略重构驱动 AI 基建再定价，A 股算力链 景气度跃升

OpenAI 正通过模型、应用与投资三大维度的系统性升级，重塑全球 AI 产
业格局。公司以 ChatGPT Apps SDK 为核心打造 AI 操作系统生态，推动
智能体与多场景深度融合；同时 Sora 2.0 与 GPT Pulse 加速 AI 从被动工
具向主动生产者演进；在投资端，OpenAI 以股权绑定与天量订单锁定英
伟达、AMD、三星、海力士等核心算力与存储资源，奠定万亿美元级基
础设施布局。三线协同驱动 AI 产业从技术突破迈向平台化与产业化爆发
期，全球算力、存储及高速互联需求进入指数级扩张阶段。AI 服务器代
工、PCB、光通信、液冷及高速连接器等关键环节将充分受益于 AI 基础
设施重构，行业景气度有望迎来由量变到质变的跃升，开启新一轮深层
次、长期化的繁荣周期。

推荐个股及其他点评

裕太微-U (688515)：网通&车载以太网双轮驱动，布局高端高速有线通 信芯片新蓝海

国内高速有线通信芯片龙头企业：公司专注于高速有线通信芯片的研发、
设计和销售，已形成网通以太网物理层芯片、网通以太网交换机芯片、网
通以太网网卡芯片、车载以太网物理层芯片、车载以太网交换机芯片、车
载网关芯片、车载高速视频传输芯片七条产品线。公司产品覆盖数通、安
防、消费、电信、工业、车载等多个领域，可满足不同终端客户各种场合
的应用需求。下游客户包括联想、小米、富士康、施耐德、德赛西威、比
亚迪等各行业中的知名品牌。 网通、车载双轮驱动，成长空间广阔。

(1) 网通：公司在网通以太网芯片领域具备显著竞争优势，产品涵盖千
兆/2.5G 物理层芯片、交换机芯片及网卡芯片，已在华为、小米、锐捷等
头部客户广泛应用于路由器、企业网关、数据中心等场景。随着 WiFi7 普
及和 2.5G 速率渗透，原有千兆网口瓶颈被放大，2.5G PHY 芯片需求快
速增长，2024 年单个 2.5G 网通产品项目实现营业收入超 1.4 亿元，成为
核心增长引擎。新推出的 YT9230 系列 8/16/24 口交换机芯片实现全国产
化，软件特性与硬件规格均对标国际一线产品，补齐了国产中高端交换芯
片空白，未来三到五年有望实现较快成长。(2) 车载：在汽车智能化和
“智驾平权”趋势下，整车算力与高速车载通信需求激增，公司已形成
涵盖百兆/千兆物理层、交换机的完整车载高速有线通信芯片矩阵。车载
PHY 芯片已在国内几乎所有主流车厂大规模量产，千兆 PHY 预计 2025
年持续放量；2025 年 4 月发布的首款车载 TSN SWITCH 芯片标志着公司
车载以太网技术的深化应用，并与在研车载 SerDes 芯片形成协同。车载
SerDes 芯片采用 HSMT 公有协议，速率达 6.4Gbps，满足 360 环视、
ADAS、激光雷达等核心应用场景的实时传输需求。

特海国际 (09658.HK)：海底捞海外上市平台，领跑中餐出海

盈利预测与投资评级：特海国际作为海底捞的海外上市平台，正在不断完
善全球化门店布局，加速中餐出海。预计未来 2025-2027 年海外门店数分

别达到 130/140/149 家。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 4021/5205/7232 万美元, 3 年复合增速为 50%, 对应当前 2025-2027 年 PE 分别为 31/24/17X。基于可比公司 2025-2027 年平均 PE 为 17/16/15 倍, 考虑到特海国际背靠海底捞强大中后台能力, 中式餐饮出海市场潜力较大, 首次覆盖予以“增持”评级 风险提示: 食品安全风险、原材料成本上涨风险、门店模型优化不及预期风险等。

先导智能 (300450): 发行限制性股票激励, 看好设备龙头强者恒强

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 15/20/25 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 64/48/39 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游扩产不及预期, 技术进展不及预期

芯原股份 (688521): 2025 年 Q3 业绩预告点评: 25Q3 订单亮眼之余, 营收亦创历史新高

25Q3 营收同比高增, 新签订单再创新高。10 月 8 日, 公司发布 Q3 业绩预告。业绩方面, 公司预计 25Q3 实现营业收入 12.84 亿元, 环比增长 119.74%, 同比增长 78.77%。预计 25Q3 盈利能力大幅提升, 亏损同比、环比均实现大幅收窄。订单方面, 公司预计 25Q3 新签订单 15.93 亿元, 同比增长 145.80%, 其中 AI 算力相关的订单占比约 65%。公司在手订单已连续八个季度保持高位, 预计截至 25Q3 末在手订单金额为 32.86 亿元, 持续创造历史新高! 半导体 IP 深度积累, 多下游布局广阔。芯原的主营业务为半导体 IP 授权业务和一站式芯片定制业务。通过 20 余年的高研发投入和深度积累, 公司已布局 GPU IP、NPU IP、VPU IP、DSPIP、ISP IP、Display Processing IP 这六类处理器 IP、智能像素处理平台、基于 FLEXA 的 IP 子系统, 1,600 多个数模混合 IP 以及多种物联网连接(含射频)IP 等, 并在 22nm FD-SOI 工艺上开发了 60 多个 FD-SOI 模拟及数模混合 IP, 为国内外知名客户提供了 43 个 FD-SOI 项目的一站式设计服务, 其中 33 个项目已经进入量产, 且累计向 45 个客户授权了 300 多个/次 FD-SOI IP 核。公司根据自身的技术、资源、客户积累, 并结合市场发展趋势, 已逐步在 AIGC 汽车电子、可穿戴设备、数据中心和物联网这 5 个领域形成了一系列优秀的平台化解决方案, 并取得了较好的业绩和市场地位。 战略布局 Chiplet 技术和应用, 领跑基于 Chiplet 的 AIGC 和智驾系统赛道。Chiplet 技术及产业化是芯原的发展战略之一, 公司已于五年前开始布局 Chiplet 技术的研发。目前, 公司正在以“IP 芯片化”、“芯片平台化”和“平台生态化”理念为行动指导方针, 从接口 IP、Chiplet 芯片架构、先进封装技术、面向 AIGC 和智慧出行的解决方案等方面入手, 持续推进公司 Chiplet 技术、项目的发展和产业化。目前, 公司已在基于 Chiplet 的生成式人工智能大数据处理和高端智驾两大赛道实现领跑, 正在稳步推进基于 Chiplet 架构、面向智驾系统和 AIGC 高性能计算的芯片平台研发项目。

宏观策略

宏观点评 20251007：国庆假期海外市场回顾

核心观点：国庆假期，海外市场由美国政府停摆和日本高市早苗当选自民党总裁两大事件主导。联邦政府停摆期间，避险情绪升温，同时非农就业等重要经济数据暂停发布，市场交易“没消息就是没消息”，对美联储“盲降利率”的预期升温，叠加高市早苗胜选带来的日本“宽财政+宽货币”预期，共同带动黄金和比特币续创历史新高。向前看，全球政治右翼化与宽财政、宽货币趋势意味着地缘摩擦更大的不确定性、全球政府债务更大的不可持续性，经济从软着陆走向温和过热的概率加大。就市场策略而言，短期美股风险偏好料因政府关门的持续走弱，中期在右翼+财政和货币双宽松带来的地缘风险+经济过热+法定货币信用走弱的宏观环境组合下，大类资产表现预计金>铜>股。大类资产：比特币与黄金再创历史新高，美股连续上涨，全球股市普涨，表现为典型的“宽财政+宽货币”交易。国庆假期前后（9月29日至10月6日），全球大类资产的表现体现为典型的“宽财政+宽货币”组合交易：比特币与黄金为首的大宗商品领涨，全球股市普涨，美债利率震荡，美元指数上涨、欧元与日元下跌。其中，美国政府陷入停摆并引致美国重要数据暂缓发布、高市早苗胜选日本自民党总裁是两大主要驱动事件。具体来看，10月1日，美国联邦政府因未按时通过临时支出法案而停摆，且停摆时间预计将比市场预期更长，避险情绪令黄金和比特币上涨；与此同时，因政府停摆期间9月非农数据暂停发布、9月CPI数据可能继续延后发布，市场对于10月FOMC会议美联储“盲降息”的预期升温；10月4日，高市早苗当选日本自民党总裁，其宽财政和较为温和的宽货币主张进一步推升全球财政宽松预期，黄金与比特币继续大涨，二者分别突破3960美元/盎司、15万美元关口，创下历史新高，伦铜则创下2024年6月以来新高。权益资产方面，美股风险情绪暂未受到政府停摆风险的冲击，而是更多交易经济数据缺席所体现的“没消息就是没消息”，在科技和医药股的领涨下，标普500和纳斯达克指数均创下历史新高，标普500指数录得7连涨；受益于高市早苗胜选的宽财政和宽货币预期，国庆假期（9月29日至10月6日）日经225指数上涨6.4%，创下历史新高。海外经济：美国非农就业数据暂缓发布，ADP就业再度负增长，ISM制造业和服务业指数表现分化。因美国联邦政府自10月1日起停摆，由BLS、BEA、US Census等政府机构发布的美国经济数据暂停发布，迄今已受到影响的数据包括9月美国非农就业、首申失业金、8月工厂订单、建筑开支等数据，而美联储、私营部门发布的数据则不受影响。国庆假期前后，美国公布的职位空缺、ADP就业数据以及PMI、消费者信心等景气数据喜忧参半。景气指数方面，9月美国ISM制造业和服务业PMI分化：ISM制造业PMI改善至49.1，预期49，前值48.7，其中新订单、新出口订单指数显著收缩，生产指数则是环比最大增项，主要来自上月新订单的增长；服务业PMI降至50，预期51.7，前值52，其中商业活动、新订单、库存指数均显著收缩。从ISM报告中调查者评论来看，关税对需求、资本开支和企业成本的压力在9月突显。此外，9月美国咨商会消费者信心指数意外降至94.2，预期96，其中现状和预期指数均下跌。就业数据方面，9月30日公布的职位空缺数基本符合预期，较前值小幅抬升；但10月1日公布的ADP私营就业数据环比减少3.2万，大幅不及预期的增长5.1万，前值由5.4万下修至-0.3万。分行业看，教育医保就业环比+3.3万，仍是就业增长的主

要贡献项，而除自然资源、信息技术、教育医保外的其余 7 大类行业就业均录得负增长。由于非农就业数据的缺席，作为私营就业数据的补充，Revelio Labs 从美国在线就业数据中统计的美国 9 月非农（政府+私营部门）就业+6.1 万，其中就业增长主要来自教育医保和零售业。值得注意的是，从相关性来看，ADP 私营就业与 Revelio Labs 就业与非农就业数据的相关性并不算高，R2 均在 55% 左右。此外，芝加哥联储根据实时数据测算的数据预计 9 月美国失业率为 4.34%，8 月前值为 4.32%。

美国政治：联邦政府再度停摆，持续时间较市场预期或更长，经济数据发布时间延后。美东时间 2025 年 10 月 1 日，因临时支出法案未能在参议院通过，美国联邦政府正式进入关门状态。具体来看，本次联邦政府“停摆”源于两党在医保支出上的分歧：共和党主张通过约 1.5 万亿美元，不含医保补贴的短期拨款，以维持政府运转至 11 月 21 日，并将医保补贴等争议留至 12 月进行协商；而民主党则坚持将延长《平价医疗法案》（ACA）补贴相关条款纳入法案。停摆期间，两党曾于 10 月 3 日在参议院再度就支出法案进行表决，但仍未能通过，双方谈判陷入僵局。从影响来看，①联邦政府停摆对经济的负面作用较为有限：以上次政府停摆（2018 年 12 月 22 日至 2019 年 1 月 25 日）为例，CBO 的研究显示停摆令美国实际 GDP 减少约 0.1%-0.2%，但这一损失在政府恢复运作后大部分得到回补。②特朗普正利用政府停摆推进裁员计划：国会预算办公室（OMB）表示，本次政府关门预计将临时解雇约 75 万人。而特朗普已经指示 OMB 向各个联邦机构发出备忘录，要求将部分符合条件雇员由“临时解雇”转向“永久裁员”。尽管该指示暂不具备强制效力且涉及人数未知，但若特朗普能借本次停摆推进其政府裁员计划，则仍将给美国劳动力市场带来额外压力。③政府停摆的负面影响同样体现在经济数据发布的延后：受停摆影响，BLS 宣布原定于 10 月 3 日公布的 9 月非农就业数据将延期发布，具体发布时间待定。截至最新合约交易网站 Kalshi 预测本轮联邦政府停摆将持续约 18 天，Polymarekt 预测停摆持续至 10 月 15 日及以后的概率为 68%。因此 BLS 原定于 10 月 15 日公布 9 月 CPI 数据也将大概率面临延期。非农就业与 CPI 作为对美联储货币政策决议起决定性作用的关键数据，其延期发布令市场短期内陷入“无消息”状态。但市场对“无消息”的理解偏中性，既未当作“好消息”也未当作“坏消息”进行交易。10 月 1 日以来，联邦基金期货交易员预期全年降息次数由 1.89 次减少至 1.82 次，变化幅度较小。

日本政治：高市早苗胜选自民党总裁，日央行未来加息进程或延后。当地时间 10 月 4 日，高市早苗在日本执政党自民党总裁选举中胜出，成为自民党新总裁。预计其将在 10 月 15 日的新首相指名选举中正式接任石破茂，成为日本历史上首位女性首相。高市早苗作为较为典型的右翼保守主义人物，其在政策上主张对华强硬并希望进一步强化日美安全同盟。同时在关税问题上，高市早苗表示将尊重前任石破茂与美国已经达成的一些谈判协议。由于此前小泉进次郎在民调中处于领先，因此本次高市早苗的胜选一度引起了市场波动：高市早苗在经济政策理念上主张宽财政与宽货币，一定程度上为安倍经济学的延续，这使得日经 225 指数一度涨超 4%，日元对美元汇率大幅走弱至 150 水平附近；此外，对未来财政再度扩张后可持续性的担忧也推动日本长期国债利率大幅走高。但由于自民党目前在国会需要与公明党组成执政联盟，因此高市早苗在政策上显示出了温和保守的态度，以获得盟友支持。早苗经济学也在几点上有别于安倍经济学。具体来看，其承诺“更加负责任的”财政扩张政策，并表示政府将与日本央行更加密切地协调与联系。高市早苗认为当前日本的通胀主要是受成本上行

带来的“输入性通胀”驱动，而非由需求过热或经济增长引起，因此过早加息将存在阻碍经济复苏的风险。市场普遍认为高市早苗在货币政策上的立场或令日央行未来加息进程进一步延后。截至最新交易员预期 10 月日央行加息概率已降至 20.8%，今年年内加息概率仅为 58.6%，到明年 6 月加息 1.49 次。风险提示：美国政府停摆时长超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎
研究助理：王茁）

固收金工

固收周报 20250928：周观：14 天逆回购的“间断性”（2025 年第 38 期）

观点 国庆假期临近，14 天期逆回购重启，但操作存在“间断性”，引发市场担忧，如何看待央行对于流动性的态度？本周（2025.9.22-2025.9.26），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.795% 上行 0.4bp 至 1.799%。周度复盘：周一（9.22），上周五受中美元首通话或超预期影响，利率出现“抢跑式”上行，周一早盘出现修复下行。此外，央行为应对国庆假期期间的流动性需求，重启 14 天期逆回购，也助力利率下行。午后，“介绍十四五金融业发展成就”发布会召开，潘行长开场即明确发布会“不涉及短期政策的调整”，对于货币政策的表达为“以我为主，兼顾内外”，暗指短期内追随美联储降息的概率较低。全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.75bp。周二（9.23），早盘央行并未延续昨日的 14 天期逆回购操作，令市场对于央行持续呵护流动性的力度存疑，债市情绪走弱。同时，关于公募基金销售费用新规的担忧再度发酵，市场预期新规将快速落地且其余针对公募基金的免税政策或面临被取消的可能性。全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.05bp。周三（9.24），央行延续昨日未开展 14 天期逆回购的操作，资金有所收紧。午后股市上涨，“股债跷跷板”效果再次显现，利率加速上行，尾盘央行公告周四 MLF 超量续作 3000 亿，情绪有所企稳，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.7bp。周四（9.25），早盘央行仍未开展 14 天期逆回购，债市情绪降至冰点，利率快速上行，午后央行买入活跃国债预期抬头，利率修复式下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 1.25bp。周五（9.26），早盘公开市场投放放量，令债市情绪得到支撑，午后股票市场下跌，利率随之下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.35bp。周度思考：本周为国庆假期前的最后一个完整交易周，央行开展 14 天期逆回购以驰援跨假期流动性，但开展的时间并不连续，引发市场对于央行是否仍保持对流动性充分支持的疑虑。回顾 2023 年以来，春节和国庆假期前央行公开市场操作情况。14 天期逆回购操作的开启时间提前 6-10 个债市交易日，且除了今年的国庆之外，均为连续操作。从操作连续性来看，此次国庆假期前的 14 天期逆回购确实不及预期，但需要注意的是公开市场操作的投放量。2023 年春节、国庆，2024 年春节、国庆，2025 年春节、国庆前，从 14 天逆回购开启到假期开始前最后一个交易日，央行公开市场分别净投放 23680 亿元、16760 亿元、-7910 亿元、1927 亿元、12435 亿元和 4240 亿元。由此可见，央行在公开市场保持净投放，且我们在统计时已将下周一二的逆回购到期量计入，届时仍有逆回购投放的可能性。除此之外，由于从去年 7 月起，MLF 操作时间点改为月末，因此本次国庆假期是首次长假前有 MLF 到期，央行超额续作 3000 亿元，同样展现了其对于流

动性的支持态度。综上所述，央行对于流动性的支持态度仍将维持，宽松的状态将成为债券收益率箱底震荡的有效支撑，我们维持 1.85% 是今年 10 年期国债收益率顶部的判断。美国 2025 年 8 月二季度实际 GDP 年化季环比终值、8 月核心 PCE 物价指数、9 月制造业、服务业 PMI 初值、申请失业救济人数等一系列数据公布，美国经济增长数据是否仍具备足够动力？上周（0922—0926）海外方面联储降息“靴子落地”，收益率曲线快速趋陡，可见前期如果执着于长久期的投资人需兼备更好的择时能力来获得长端的超额收益，长端的高波动具有较强的博弈属性，短端则相对供需两旺。我们仍延续前期观点，即 1) 长端 4—4.5% 震荡，前期震荡中枢下移的持续性需要关注美元信用风险的削弱更多在美债市场去做定价，还是在美元（即外汇）市场去做定价；2) 而短端易下难上，配置的确性相对更高；3) 我们仍继续看好黄金，即认为美国实债收益率将继续下探（上周名义收益率的反弹短期拖累了黄金的表现）。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国二季度实际 GDP 年化季环比终值大幅上升至 3.8%，9 月美国制造业 PMI、服务业 PMI 均有所下降。美国二季度实际 GDP 年化季环比终值增长 3.8%，较此前公布的修正数据上调 0.5 个百分点，高于市场普遍预期，并创下近两年新高，扭转了上个季度实际 GDP 萎缩 0.5% 的局面。此次上修主要得益于消费者支出的意外强劲以及进口的下降。数据显示，个人消费支出对 3.8% 的最终增长贡献了 1.68 个百分点，几乎占到整体增幅的一半，远高于此前报告的 1.07 个百分点。个人消费支出的年化季率从 1.6% 跃升至 2.5%。9 月 23 日公布的美国制造业、服务业 PMI 初值数据显示，美国制造业 PMI 与服务业 PMI 分别为 52、53.9，均较上月均有所下降，且略低于预测值 52.2、54。尽管这两项数据仍保持在 50 的“荣枯线”以上，但美国就业指数、新订单指数均有所下滑，且服务业 PMI 初值为 2025 年 6 月以来的最低值，显示美国经济仍处于扩张状态，但实际需求可能不足，经济增长放缓。（2）美国上周首申失业金人数继续下降至 21.8 万，降至 7 月中旬以来的最低水平。9 月 25 日公布的美国当周首次申请失业救济人数数据显示，美国 9 月 20 日当周首次申请失业救济人数 21.8 万人，较上周 23.1 万人有所下降，且低于预期的 23.3 万人，降至 7 月中旬以来的最低水平。然而，非农就业人数在截至 8 月的三个月内平均每月仅增加 2.9 万个，远低于去年同期的 8.2 万个，且持续申请失业救济人数仍维持在 190 万人这一关键水平之上，表明美国劳动力市场并未出现根本好转。（3）9 月 26 日，美联储理事鲍曼重申，美国的就业市场“脆弱”，通胀则接近联储目标，因此呼吁坚定降息。同时，鲍曼认为美联储应寻求实现尽可能小的资产负债表规模，并全面改革其货币政策实施机制。鲍曼称：“从长期来看，我倾向于维持尽可能小的资产负债表，使准备金余额接近稀缺水平，而非充裕水平。”鲍曼认为，回归到美联储积极管理资产负债表的机制，将能更好地显示市场压力和运行问题。鲍曼称：“允许货币市场出现适度的波动，可以增强我们对市场出清点的理解。”她还表示，她支持美联储的资产负债表上只持有国债，且期限略微倾向于短期证券，而不是完全与整体市场的期限结构一致。她说，这将给美联储带来更大的灵活性。鲍曼补充称，美联储应该考虑积极出售其持有的抵押贷款支持证券（MBS）。风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险；历史经验不代表将来；经济基本面变化超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
证券分析师：徐津晶）

固收周报 20250928：新能源转债配置空间再思考

转债市场过去 1-2 个月经历了“分歧中拉升-高位大幅回调-分歧下震荡”几个阶段，指数层面尚未回到 7 月底、8 月初市场分歧最严重的时期，权益市场边际上的结构化同样带来转债平价及估值的结构化，总量指标、总量分析的意义边际下降，结构化的板块机会甚至个券机会边际上升。如我们在 0901-0905 当周提示的，最先关注到的板块还是“夹”在传统周期和新方向、新热点中间的新能源板块（风光储），其中平衡偏低价标的较多，更贴合转债投资人审美及转债本身角色定位，我们知道在全球新能源渗透率持续上升、电网老化的大背景下，cagr 从来不是这些所谓“中登”票的问题，关键在供给端在过剩与紧平衡之间摇摆所带来的配置窗口，估值先行于业绩启动修复，业绩兑现反过来再刺激估值去定价略显僵化的线性外推，之后无论被证伪还是被证实，机会成本都会显著上升，挣钱效应边际削弱。这其中我们按 90-110 平价（想抓平衡），站在 9 月初去做筛选，电力设备下共计 16 只标的，后验来看全市场覆盖较多的标的胜率、赔率都较高，比如亿纬（27 家，储能集成独苗）、科利（24 家），天赐、恩捷也实现了跃升，龙头效应显著，传统光伏主业切储能集成的市场认可度偏低，比如晶澳、天 23，受到光伏整体景气度低迷压制，包括双良、宇邦、福 22、清源，表现均较弱。同时风电表现同样不俗，起帆跃进到了 90-110 平价区段，弹性提升，通裕 133 元价格也还能接受。这是最大公约数的兑现，是先验也可把握的结构化机会。目前这个节点，我们认为这一方向做高低切尚早，盈亏比还在可接受范围，建议把握预期线性外推下的右侧机会，储>风>光，“跨界”相对滞后的光伏龙头面临景气错位、新增投资搁浅的潜在风险，反而更欣赏比如隆基的长期主义及助力 bc 降本的字邦的未来发展；同时，光伏产业链价格触底回升是趋势，“市场化为主，法治化兜底”，上游或优先受益，建议关注通 22、晶能。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：浦发转债、希望转债、金能转债、利群转债、柳药转债、希望转 2、能化转债、齐翔转 2、建工转债、家悦转债。风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20250928：二级资本债周度数据跟踪（20250922-20250926）

观点 一级市场发行情况：本周（20250922-20250926）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况：本周（20250922-20250926）二级资本债周成交量合计约 2299 亿元，较上周增加 521 亿元，成交量前三个券分别为 25 农行二级资本债 03B(BC)（540.49 亿元）、25 农行二级资本债 03A(BC)（163.07 亿元）和 25 工行二级资本债 01BC（78.80 亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和福建省，分别约为 1890 亿元、127 亿元和 79 亿元。从到期收益率角度来看，截至 9 月 26 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：17.93BP、17.31BP、16.31BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：18.31BP、18.26BP、18.26BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：16.19BP、16.82BP、16.82BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250922-20250926）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 17 抚顺银行二级（-0.3988%）、21 德清农商二级（-0.3851%）、22 甬城农商二级（-0.3606%），其余折

价率均在-0.35%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、上海市和广东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 24 建设银行二级资本债 02B（1.2298%）、24 广发银行二级资本债 01（0.8398%）、23 建设银行二级资本债 02B（0.8050%），其余溢价率均在 0.80%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA-评级为主，地域分布以北京市、上海市和广东省居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250927：绿色债券周度数据跟踪（20250922-20250926）

观点 一级市场发行情况：本周（20250922-20250926）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 23 只，合计发行规模约 309.74 亿元，较上周减少 4.14 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、大型民企、央企子公司、中央国有企业、其他企业；主体评级多为 AAA、AA+级；发行人地域为陕西省、浙江省、湖北省、北京市、福建省、广东省、海南省、天津市、香港特别行政区、河南省；发行债券种类为中期票据、商业银行普通债、企业 ABS、交易商协会 ABN、超短期融资券、短期融资券、一般公司债。二级市场成交情况：本周（20250922-20250926）绿色债券周成交额合计 703 亿元，较上周增加 99 亿元。分债券种类来看，成交量前三为金融机构债、非金公司信用债和利率债，分别为 316 亿元、283 亿元和 81 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 83.03%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 316 亿元、135 亿元和 15 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、湖北省，分别为 181 亿元、133 亿元和 50 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20250922-20250926）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交比例小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 G19 三峡 2（-0.6025%）、25 赣锋锂业 MTN001（科创票据）（-0.4714%）、25 桂国控 MTN006（碳资产）（-0.4596%），其余折价率均在-0.50%以内。主体行业以金融、公用事业、综合为主，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、福建省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 24 三峡 GN006（碳中和）（1.8219%）、24 风电 G2（0.8824 %）、20 宁夏 16（0.8528%），其余溢价率均在 0.85%以内。主体行业以金融、公用事业、综合为主，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、上海市居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收深度报告 20250927：从 42 家上市银行半年报解读银行债券投资“攻守道”

观点 42 家上市银行的债券投资体量：1) 债券投资总体规模：银行业整体在持仓债券方面呈现稳步扩张趋势，其中采用摊余成本法计量并预计持有至到期的债权投资类金融资产增长相对偏缓，而采用公允价值计量并计入当期损益的交易性金融资产增长较多，提示上市银行在 2025 年上半年期间债市震荡环境中适度提升了交易盘比重，或意图博弈波段中的价差收益以填补票息收益的下滑并增厚债券类投资的总体收益。2) 不同银行类型的债券投资分布结构有所分化：2025 年上半年期间，不同类型银行的债券类金融资产的投资结构存在一定差异，其中国有大行以及城商行在债券配置盘仍呈现稳定增长，前者或与参与一级市场发行国债、地方政府债、政金债等全国性重要债券品

种相关，后者或与参与一级市场发行地方政府债、城投债、产业债、商金债等区域性主要债券品种相关；反观股份行和农商行虽然在债券配置力量上小幅减弱，但在债券交易盘则明显发力，交易性金融资产及其他债券投资类金融资产的环比涨幅总体可观，呈现“大行配置稳健、中小行交易弹性突出”的分化特征。3）债券投资券种分布向政府类债券倾斜：2025年上半年期间，各类商业银行在债券投资中增配政府类债券较多，尤其国有大行、股份制银行和城商行的平均环比增幅约10%左右，农商行增幅稍少；金融债和以信用债为主的其他债券的配置力量则有所分化，其中城农商行增配金融债较国股大行更多，而国有大行增配信用类债券明显较其余三类银行更多，城农商行其次，股份制银行增配信用类债券有限。但就各类银行持有券种的内部结构来看，均以持有政府类债券的规模较大，金融债其次，信用类债券较小，且三类债券的持有规模差距从高到低排序为国有大行>股份制银行>城商行>农商行。4）金融资产类型与其债券品种结构呈现相关性：当前银行业整体在债券配置盘中保持利率债品种稳健增长且延续核心品种地位，同时在信用债品种上加大配置力度，金融债配置力度则相对趋弱，或与各品种一二级市场供需情况相关；而债券交易盘中则以利率债及金融债为核心品种，增幅较信用债品种更为显著，或反映在2025年上半年期间的债市低利率震荡过程中，银行业亦倾向于增加波段操作获取资本利得，债券类投资板块整体呈现“稳健打底、弹性增益”的持仓格局来应对宏观环境的不确定性。42家上市银行的债券投资损益情况：1）票息收益：作为商业银行直接投资债权所取得收益的核心组成部分，在2025H1的贡献总体稳定，但相较于2025年上半年环比小幅增长的债权投资类金融资产规模，同比小幅回落的票息收益或与当前基准利率正处于下行通道的背景相关，换言之，尽管商业银行持仓的持有到期债券规模较上年末有所增加，但由于新发债券的票面利率较过往持续压降，致使该类金融资产的规模涨幅难以完全覆盖票面利率下行所带来的票息收益跌幅。考虑到宏观经济基本面当前正处于稳步修复过程，基准利率进一步下调的节奏预计放缓，因此票息收益部分的下滑速度亦预计相应放缓，未来仍将成为商业银行债券投资板块收益的主要来源。2）公允价值变动损益：尽管商业银行整体在交易性金融资产和其他债权投资类金融资产的规模扩容上呈现不同程度的发力，然而在2025上半年债市偏震荡的环境中，意图通过短期持有并交易的方式来博取资本利得收益的难度较大，账面盈利较去年同期明显减少，或提示债券交易层面存在浮亏。3）投资收益：结合实际投资收益和公允价值变动损益两个科目来看，尽管商业银行在2025H1期间持仓的债券类交易性金融资产和其他债权投资类金融资产的账面价值增值幅度不比去年同期，甚至在中小型银行中出现账面亏损，但商业银行仍能够通过卖出在2025年以前低价配置的存量债券以及等待2025年上半年期间即将到期的存量债券自然到期来增厚其总体的债券投资领域收益。外部环境驱动：利率波动、债券供需与政策导向共振影响债券投资收益：1）2025年上半年宏观经济与债券市场环境的变化，直接作用于银行债券投资的收益情况：“调整多、机会少”的债券市场环境导致存量债券价格普遍下跌，这与2025H1上市银行债券投资中的公允价值变动损益同比大幅下降81.16%直接相关，尤其是交易性金融资产占比较高的股份制银行、城商行，受债券价格波动影响更为显著，其2025H1期间的公允价值变动损益分别为-42.63亿元和-63.77亿元。2）从债券供需结构看，2025H1国债、地方政府债与政金债供给同比增加，较2024H1分别同比增加35.86%、57.18%和16.13%，达到7.82万亿元、5.49万亿元和3.00万亿元，呈

现“供给放量”特征。银行作为债券市场主要配置力量，虽承接了大量新增供给，债券投资规模稳步增长，但新发行债券的票面利率随利率中枢下行而降低，导致 2025H1 新配置债券的票息贡献低于存量，叠加部分高票息存量债券到期，共同推动银行债券投资中的票息收益环比回落。3) 监管政策间接作用于债券投资表现：一方面，对低评级信用债（BBB 级及以下）的风险权重提高至 150%，倒逼银行减少此类债券配置；另一方面，对金融资产分类的规范严格限制了“随意重分类”的空间：只有当银行“管理金融资产的业务模式发生重大且实质性变化”时，才能对金融资产进行重分类，导致银行无法再通过“改分类”的手段，把本应体现公允价值波动的资产（如 FVTPL 类），强行归到“不直接反映波动”的类别（如 AC 类）中，客观上凸显了上半年的公允价值亏损。银行业债券投资压力情况及后市展望：1) 整体收益向好但仍存隐忧：a) 2025 年上半年 42 家上市银行的债券投资实际收益合计约 1.42 万亿元（包含票息收益和投资收益两类），较 2024 年上半年同期的 1.37 万亿元小幅增长 3.82%，映射出银行业整体在债券投资领域实现稳健增长的格局。b) 尽管在规模占比上仍以票息收入为主，但增长的主要动力系投资收益，而若结合当期公允价值变动损益的弱势表现，则可以发现作为债券投资收益的主要来源的票息收入在利率下行周期中面临下滑压力，而低利率环境中通过波段交易博取价差收益难度亦明显提升，因此银行业在债券投资板块继续保持稳健收益的能力或有承压。2025H2 以来，受“反内卷”政策影响，股强债弱的格局显现，10 年期国债收益率从 7 月初的 1.65% 左右上行至 9 月中旬的 1.8%，公允价值变动带来的亏损将更加明显，银行或延续卖出浮盈老券以换取投资收益的做法。换言之，当前的债券投资盈利模式或难以持续，其中隐含的因宏观市场环境波动而带来的投资收益不确定性的抬升不可小觑。2) 不同银行类型表现分化，国有大行压力相对可控：国有大行因受益于规模显著并持续增长的债券配置盘而相应获取稳步增长的票息收益，叠加其债券交易盘在持仓品种上具备良好的流动性优势和折价存量债券储备优势，因此在债市低利率震荡的环境中保持盈利的压力尚可。反观股份行、城商行和农商行三类商业银行，则因其所持有的三类金融资产的体量、券种结构以及自身的负债端稳定性均不及国有大行而相对更为脆弱，从其 2025 年上半年公允价值变动损益表现一般以及票息收益的下滑已可见一斑，因此当债市处于“逆风期”，其保持债券投资持续盈利的压力明显增加，未来可能更倾向于在权益市场、大宗商品市场以及相关的结构性固收产品中增加资金配比、寻求有效增益。此外，该影响预计在中小型银行中更为多见。风险提示：经济基本面变化超预期；货币政策工具创新；历史及海外经验不代表将来。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶 证券分析师：徐沐阳）

固收点评 20250925：金 25 转债：全球矿山的“矿业工匠”

事件 金 25 转债（113699.SH）于 2025 年 9 月 26 日开始网上申购：总发行规模为 20.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于赞比亚鲁班比铜矿采选工程，矿山采矿运营及基建设备购置，国内外矿山工程项目，研发投入与补充流动资金。当前债底估值为 115.5 元，YTM 为 2.46%。金 25 转债存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.10%、0.30%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 112.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 2.69%（2025-09-24）计算，纯债价值为 115.50 元，纯债

对应的 YTM 为 2.46%，债底保护较好。当前转换平价为 99.78 元，平价溢价率为 0.22%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2026 年 04 月 10 日至 2031 年 09 月 25 日。初始转股价 63.46 元/股，正股金诚信 9 月 24 日的收盘价为 63.32 元，对应的转换平价为 99.78 元，平价溢价率为 0.22%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 4.81%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 63.46 元计算，转债发行 20.00 亿元对总股本稀释率为 4.81%，对流通盘的稀释率为 4.81%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计金 25 转债上市首日价格在 122.92~136.69 元之间，我们预计中签率为 0.0080%。综合可比标的以及实证结果，考虑到金 25 转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 30% 左右，对应的上市价格在 122.92~136.69 元之间。我们预计网上中签率为 0.0080%，建议积极申购。金诚信公司采取“矿山服务 + 资源开发”的双轮驱动模式，推动公司从单一的矿山服务企业向集团化的矿业公司转型。公司在稳固国内市场的同时积极拓展海外业务，尤其在非洲拥有着广阔的业务版图。同时，公司具备多项行业一级资质，技术在国内处于领先地位。2020 年以来公司营收稳步增长，2020-2024 年复合增速为 26.66%。自 2020 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率稳步上涨，2020-2024 年复合增速为 26.66%。2024 年，公司实现营业收入 99.42 亿元，同比增加 34.37%。与此同时，归母净利润持续上涨，2020-2024 年复合增速为 44.30%。2024 年实现归母净利润 15.84 亿元，同比增加 53.59%。金诚信公司营业收入主要来源于采掘服务业，产品结构年际变化。2022 年以来，金诚信采掘服务业收入占主营业务收入比重逐年下降，2022-2024 年占主营业务收入比重分别为 97.65%、89.30% 和 65.82%，同时产品结构年际调整，采矿运营管理业务收入占比持续上升，2024 年已达到主营业务收入比重的 32.28%。金诚信销售毛利率、销售净利率均稳步上升且高于行业平均，销售费用率逐步下降，财务费用率较高且波动较大，管理费用率高于行业平均，但近年有所下降。2020-2024 年，公司销售净利率分别为 9.27%、10.15%、11.30%、13.94% 和 15.80%，销售毛利率分别为 28.16%、26.78%、26.84%、30.35% 和 31.51%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

电力设备行业跟踪周报：动力和储能产销两旺，人形和固态热点多

投资要点 电气设备 10221 上涨 4.84%，表现强于大盘。（本周，9 月 29 日-10 月 5 日，下同）锂电池涨 6.65%，电气设备涨 4.84%，新能源汽车涨 4.14%，光伏涨 3.1%，核电涨 1.84%，风电涨 1.15%，发电设备涨 0.85%。涨幅前五为富临精工、亿华通、石大胜华、天际股份、德方纳米；跌幅前五为皓宸医疗、天能重工、力帆股份、先导智能、赢合科技。行业层面：人形机器人：智元机器人全国首家具身智能体验中心无锡开业；灵猴机器人完成超亿元 A 轮融资；特斯拉第三代人形机器人将于明年开始量产；宁德时代入股银河通用机器人；优必选获 3000 万元人形机器人订单。储能：山东新政落地：因电网故障提供实际黑启动服务，按 1000 万元/次补偿。欧洲金峰资本 (GoldenPeaks Capital) 与华为波兰公司签署谅解备忘录，双方将联合在

中东欧地区推进总容量 500MWh 的电池储能系统。电动车：人民日报：我国科研人员提出固态锂电池界面调控新方案；比亚迪多款热门车型限时降价，混动秦 PLUS DM-i 首次下探至 7 万以下；小鹏汽车加速欧洲布局，正式进入瑞士、奥地利、匈牙利、斯洛文尼亚和克罗地亚五国市场；百度萝卜快跑自动驾驶出租车在国内多城实现盈亏平衡，计划拓展澳洲、东南亚市场；轻时尚新能源汽车品牌埃尚首车下线；北京现代 ELEXIO 正式命名 EO 羿欧，最高续航 722km；猛士 M817 Max+版正式上市，售价 36.99 万元；市场价格及周环比：钴：SMM 电解钴 33.50 万/吨，+18.4%；百川金属钴 28.75 万/吨，+0.0%；镍：上海金属网 12.30 万/吨，+0.0%；碳酸锂：SMM 工业级 7.13 万/吨，-0.4%；SMM 电池级 7.36 万/吨，-0.4%；电解液：SMM 磷酸铁锂 1.83 万/吨，+0.0%；SMM 三元动力 2.23 万/吨，+0.0%；前驱体：SMM 四氧化三钴 26.20 万/吨，+13.4%；三元 523 型 8.25 万/吨，+0.0%；正极：SMM 磷酸铁锂-动力 3.36 万/吨，-0.2%；三元 811 型 14.60 万/吨，+0.0%；三元 622 型 12.55 万/吨，+0.0%；负极：百川石油焦 0.27 万/吨，+0.0%；DMC 碳酸二甲酯：电池级 DMC 0.55 万/吨，+0.0%；EC 碳酸乙烯酯 0.43 万/吨，+0.0%；六氟磷酸锂：SMM 6.33 万/吨，+10.0%；百川 6.00 万/吨，+7.1%；电池：SMM 方形-铁锂 523 0.332 元/wh，+0.0%；圆柱 18650-2500mAh 4.42 元/支，+0.0%；新能源：云南分布式光伏重磅发布：一般工商业分布式光伏可选择全部自发自用或者自发自用余电上网模式；依托公共机构建设的一般工商业分布式光伏 ≥ 30%，依托工商业厂房建设的 ≥ 50%。新疆：10 月 10 日正式竞价！共 221.5 亿度机制电量！华电：布局绿电制氢！配套新能源超 5.7GW！内蒙古首个千万千瓦级“沙戈荒”大型风光基地全面开工。本周硅料 53.00 元/kg，环比 0.00%；N 型 210R 硅片 1.45 元/片，环比 0.00%；N 型 210 硅片 1.70 元/片，环比 0.00%；双面 Topcon182 电池片 0.29 元/W，环比 0.00%；双面 Topcon182 组件 0.70 元/W，环比 0.00%；玻璃 3.2mm/2.0mm 20.25/13.50 元/平，环比 0.00%/1.12%。风电：浙江某海风项目 ± 500kV 直流海陆缆中标候选人公示，标段一中标候选人中天科技，标段二中标候选人东方电缆，中标内容为 ± 500kV 直流海陆缆的设计、供货、试验、调试及现场服务和技术服务。本周招标 4.5GW：陆上 3.9GW/海上 0.6GW；本周开/中标暂无。本月招标 9.84GW，同比+78.19%：陆上 7.94GW/海上 1.9GW，同比+55.06%/+374.23%。25 年招标 87.14GW，同比+10.49%：陆上 78.88GW/海上 8.26GW，同比+9.29%/同比+23.68%。本月开标均价：陆风 1947 元/KW，陆风（含塔筒）2106 元/KW。电网：藏粤直流工程环评公示！新建 4 座 ± 800kV 换流站。公司层面：中伟股份：与厦钨新能源于 2025 年 9 月 29 日签署《战略合作框架协议》；优优绿能：与深圳市规划和自然资源局光明管理局签订了《深圳市国有建设用地使用权出让合同》，价款 3720 万元；东山精密：全资子公司香港超毅拟收购 Source Photonics Holdings (Cayman)Limited 的 100%股份；晶科能源：浙江晶科拟出售其全资子公司晶科新材料 80%股权给帝科股份，交易对价 8000 万元。投资策略：储能：国内容量补偿电价逐步出台，大储需求超预期，供应紧张，今明年预计 30-40%增长，美国大美丽法案后今年抢装超预期，预计明后年稳增长，欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，持续高增长；欧洲户储去库完成，出货恢复，工商储需求开始爆发，新兴市场光储平价需求持续，我们预计全球储能装机 25-28 年的 CAGR 为 30-50%，继续强推大储，看好大储集成和储能电池龙头。锂电&固态：9 月排产略高于此前预期，10 月排产进一步提升 10%，旺季再上台阶，且各家指引 11-12 高景气度延续；其中，储能需求超预期，电

池供不应求，预计供给紧张延续至 26 年年中，价格已上涨 1-3 分/wh，预计 Q4 价格仍有提升空间，材料方面散单价格已陆续调整，预计 26 年长协价格有望跟涨，全面看好锂电池板块，首推宁德、亿纬锂能、欣旺达等。同时材料环节一二线厂商产能已打满，涨价诉求强烈，预计 26 年有望开始盈利有望修复，看好科达利、璞泰来、天赐等锂电龙头公司，同时固态中试线 2H25 密集落地，继续强推硫化物固态电解质和硫化锂及核心设备优质标的。机器人：英伟达近期加码人形本体和大模型，Tesla Gen3 将于 10-11 月定型，股东大会有望展示，25Q4 下订单、26 年初量产，2030 年依然预期 100 万台；人形公司产品、订单、资本端等进展提速，25-26 年国内外量产元年共振，我们继续全面看好人形板块，全面看好 T 链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。AIDC：海外算力升级对 AIDC 要求持续提升，高压、直流、高功率趋势明显，国内相关公司迎来出海新机遇，继续看好有技术和海外渠道优势的龙头；工控：工控 25 年需求总体继续弱复苏，锂电需求恢复、风电、机床等向好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25 年国内海风 10GW+，翻倍增长，Q2 是拐点，欧洲海风进入持续景气周期，继续全面看好海风，陆风 100GW+，同增 25%，铸件等零部件涨价，风机毛利率逐步修复，推荐海缆、海桩、整机等。光伏：三季度国内终端需求支撑偏弱，排产端暂时小幅下降，政策引导光伏反内卷力度强，硅料成为主要抓手，当前价格 50 元/kg+，硅片和电池顺价，组件待观察终端需求；今年全球光伏装机增速为 15%/5%，欧洲分布式和新兴市场持续需求好，看好受益的逆变器环节、看好反内卷受益的硅料、玻璃、电池和组件等。电网：25 年电网投资增长，出海变压器高景气，看好 Alpha 龙头公司。

投资建议：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、盈利和增长确定估值低）、阳光电源（逆变器全球龙头、海外大储集成优质龙头、切入 AIDC）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间大）、科达利（结构件全球龙头稳健增长、大力布局机器人优势显著打造第二增长曲线）、海博思创（国内大储龙头提前卡位优势明显、积极开拓海外储能）、厦钨新能（钴酸锂需求盈利向好、卡位硫化锂固态潜力大）、大金重工（海风出口布局厚积薄发、量利双升超预期）、当升科技（三元正极龙头、固态电解质技术领先）、上海洗霸（全面布局固态、有研合资硫化锂有望领先）、天赐材料（电解液&六氟龙头、新型锂盐领先）、欣旺达（消费锂电盈利向好、动储锂电上量盈利在即）、东方电缆（海缆壁垒高格局好，海风项目开始启动）、璞泰来（负极龙头盈利拐点隔膜涂敷稳增、固态电池设备&材料领先）、湖南裕能（铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量和价格见底盈利好转）、尚太科技（负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强）、富临精工（高压实铁锂领先且获宁德控股扩产、机器人布局深厚）、优优绿能（充电桩模块龙头、大力布局 HVDC）、天奈科技（碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益）、浙江荣泰（云母龙头增长确定、丝杠及总成大客户进展迅速）、震裕科技（结构件盈利逐步修复、关节总成拓展到手臂总成空间大）、艾罗能源（老牌户储龙头、工商储率先起量）、阿特斯（一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期）、锦浪科技（欧洲去库完成逆变器迎来拐点、新兴市场销售提升提供支撑）、纳科诺尔（干法设备龙头、固态设备全面布局）、北特科技（丝杠头部批量空间大、汽零平稳）、伟创电气（变频伺服持续增长、大力布局人形机器人）、新宙邦（电解液&氟化工齐头并进）、星源材质（干法和湿法隔膜龙头、LG 等海外客户进展顺利）、麦格米

特（多产品稳健增长、英伟达供应商 AIDC 潜力大）、远航精密（镍带箔龙头、固态镍基潜力大）、汇川技术（通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升级、全民智驾超预期）、良信股份（断路器优质标的，率先切入海外 AIDC 供应链潜力大）、金盘科技（干变全球龙头海外全面布局、AIDC 明显受益）、雷赛智能（伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显）、盛弘股份（受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展）、德业股份（新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势）、宏发股份（传统继电器稳增长、高压直流和 PDU 持续高增长）、思源电气（电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期）、华友钴业（锂电资源材料一体化布局、镍钴盈利能力超预期）、禾迈股份（微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入）、斯菱股份（车后轴承市场稳定增长、打造谐波第二增长曲线）、祥鑫科技（汽零和结构件稳健、积极布局人形/AIDC/液冷）、三星医疗（海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健）、固德威（组串逆变器持续增长，储能电池和集成逐步恢复）、隆基绿能（单晶硅片和组件全球龙头、BC 技术值得期待）、爱旭股份（ABC 电池组件龙头、25 年大幅放量）、通威股份（硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善）、科华数据（全面受益国内 AI 资本开支新周期、数据和数能双星驱动）、晶澳科技（一体化组件龙头、盈利率先恢复）、晶科能源（一体化组件龙头、Topcon 明显领先）、天合光能（210 一体化组件龙头、户用分布式和渠道占比高）、聚和材料（银浆龙头、铜浆率先布局）、福斯特（EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量）、国电南瑞（二次设备龙头、稳健增长可期）、鸣志电器（步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大）、帝科股份（银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即）、曼恩斯特（磨头龙头持续高增、多品类扩张布局固态和人形）、容百科技（高镍正极龙头、海外进展超预期）、日月股份（大铸件紧缺提价可期，盈利弹性大）、上能电气（逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即）、平高电气（特高压交直流龙头、估值低业绩持续超预期）、许继电气（一二次电力设备龙头、柔直弹性可期）、金风科技（风机毛利率恢复、风电运营稳健）、中伟股份（三元前驱体龙头、镍锂金属布局可观）、明阳智能（海上风机龙头、风机毛利率修复弹性大）、福莱特（光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹）、钧达股份（Topcon 电池龙头、扩产上量）、三一重能（成本优势明显、双海战略见成效）、天齐锂业、赣锋锂业、中矿资源、盛新锂能、艾罗能源、中国西电、禾望电气、恩捷股份、天顺风能、德方纳米、昱能科技、永兴材料、威迈斯、儒竞科技、派能科技、元力股份、大金重工、安科瑞、海兴电力、中熔电气、天齐锂业、日月股份、三一重能、金风科技。建议关注：海辰药业、峰岷科技、英联股份、凌云股份、宏工科技、科士达、英维克、明阳电气、多氟多、天际股份、东方电气、中信博、东威科技、宇邦新材、海力风电、新强联、通灵股份、快可电子、中科电气、美畅股份、瓊升科技、信捷电气、振华新材、大全能源、通合科技、金雷股份、禾川科技、嘉元科技、TCL 中环、弘元绿能、东方日升等。风险提示：投资增速下滑，政策不及市场预期，价格竞争超市场预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕）

汽车周观点：9 月第 4 周乘用车环比+26.7%，继续看好汽车板块

nQ4 重视 AI 智能车投资机会 n 国庆假期汽车行业表现如何？Ø 美股-港股汽车表现中规中矩。核心大事件：特斯拉三季度交付 49.7 万辆，同比 29.4%；发布 FSD V14 版本，强化文字识别能力；美国市场发布简版 model 3 和 model Y，降配降价（便宜 5000 美元，应对补

贴下降)。国内车企 10 月交付数据:国内主流 15 家新能源车企 9 月交付 87.7 万辆,同比 15%,其中:小鹏/小米/长城新能源均首次破 4 万辆,鸿蒙再次突破 5 万辆,理想重回 3 万+辆,蔚来交付再创新高至 3.47 万辆。鸿蒙假期 7 天累计大定突破 4 万台。n 当前时点汽车板块如何配置? Ø 我们认为汽车行业或又进入了新的十字路口阶段:汽车电动化红利进入尾声,汽车智能化正在“黎明前黑暗”,机器人创新在产业 0-1 阶段。新旧逻辑切换阶段三类主线投资机会并存。Ø【AI 智能车主线】Robotaxi/van 先行,C 端紧跟。ü 下游应用维度核心标的:#Robotaxi 视角:1) 一体化模式:特斯拉/小鹏汽车/千里科技;2) 技术提供商+运营分成模式:地平线/百度/小马智行/文远知行;3) 网约车/出租车的转型:滴滴/曹操出行/如祺出行/大众交通/锦江在线。#Robovan 视角:德赛西威+中邮科技+开勒股份等。#C 端卖车视角:整车(小鹏汽车/理想汽车/华为系/小米集团等)ü 上游供应链维度核心标的:1) B 端整车代工:北汽蓝谷/广汽集团/上汽集团等;2) 核心供应商:检测(中国汽研/中汽股份等)/芯片(地平线机器人+黑芝麻智能)/域控制器(德赛西威/经纬恒润/均胜电子/科博达等)/传感器(舜宇光学科技/禾赛/速腾聚创)/线控底盘(伯特利/耐世特/浙江世宝)/车灯(星宇股份)/玻璃(福耀玻璃)等 Ø【AI 机器人主线】零部件优选(拓普集团+均胜电子+新泉股份+精锻科技+福达股份+旭升集团+爱柯迪等)。Ø【红利&好格局主线】客车(宇通客车)/重卡(中国重汽 A-H/潍柴动力)/两轮(春风动力/隆鑫通用)。n 风险提示:贸易战升级进一步超出预期;全球经济复苏力度低于预期;L3-L4 智能化技术创新低于预期;全球新能源渗透率低于预期;地缘政治不确定性风险增大。

(证券分析师:黄细里 证券分析师:刘力宇 证券分析师:孟璐
证券分析师:郭雨蒙 证券分析师:孙仁昊 研究助理:赖思旭
研究助理:童明祺)

电子行业点评报告:国产算力认知强化! Tokens 消耗——AI 需求侧核心逻辑正式向多模态大模型延展

投资要点 为什么我们认为这一轮多模态大模型的发布具有“划时代”意义? 1、海外——Sora 2 打样多模态交互入口,多模态能力突破带动 C 端付费意愿提升。OpenAI 方面,10 月 1 日上线 Sora 2/Pro App,支持最长 15s 的文生视频,物理运动更精准、并支持用户“客串”生成内容,发布三天后登上美区 App Store 第一名。10 月 7 日的开发者大会上宣布 ChatGPT 可直接调用第三方应用,又推出 GPT-5 Pro、Sora 2 API 等开发者工具,标志着 OpenAI 从单一对话工具向 AI 应用及社交平台转型。xAI 方面,10 月 6 日推出视觉生成模块“Imagine”,可从文字生成高质量图像与视频,Grok 由问答助手升级为多模态创作 AI,构建“社交+搜索+创作”一体化平台。Anthropic 方面,9 月 30 日发布 Claude Sonnet 4.5 编程模型,强调其在构建“生产就绪级”AI Agent 上的能力,推动智能体从原型验证迈向实际部署。我们认为,从 Sora 2 的 App 端表现来看,当前多模态理解与生成技术已突破具备商业化价值的临界点。AI 生成的视频中动作可控性与内容观赏度均显著提升,用户的主动创作与付费意愿大幅提升。在此基础上,海外头部厂商正一边持续突破多模态与智能体等模型边界,一边强化商业化路径与 C 端生态布局。AI 正从生产力工具加速演进为内容与交互的基础平台,带动多模态生成、实时交互等高频应用涌现,整体推高模型调用与 Tokens 消耗,为算力与平台层开启新一轮增长周期。 2、国内——多模态能力崭露头角。快手可灵 2.5 Turbo 于 10 月 2 日在全球视频生成模型榜单中登顶图生视频与文生视频双榜首,

体现其在视频生成与内容质量上的国际领先水平。字节跳动于 10 月 2 日与 UCLA 推出 Self-Forcing++ 视频生成技术，可生成 4 分 15 秒高清视频，视觉稳定性提升至 2.6 倍；旗下豆包 1.6-Vision 模型于 9 月 30 日更新，通过工具调用将图像融入思维链，提升视觉理解精度。腾讯 9 月 28 日推出并开源混元图像 3.0，作为业界首个开源工业级原生多模态生成模型，快速登顶 Hugging Face 热榜并保持领先。我们认为，当前 AI 应用落地的竞争核心从单一语言智能转向多模态生成与理解能力。国内头部厂商正快速补齐这一关键环节并在国际基准测试中崭露头角。

国产算力投资逻辑：从供给侧向需求侧延展，AI 应用需求成为“国产算力”新引擎。国产算力崛起后的典型标志——适配工作渗透到 AI 大模型研发的更早期阶段。DeepSeek 于 9 月 30 日发布 DeepSeek-V3.2-Exp，DSA 架构使得推理成本更低，支持更长上下文；且模型支持国产开发生态 tilelang 语言，并实现与寒武纪、海光、昇腾等芯片的首日适配，展示了开放协同的算力兼容能力。智谱于 9 月 30 日开源 GLM-4.6，在 Agentic Coding 等关键能力上显著提升，代码生成性能已对齐 Claude Sonnet 4，并完成与国产 GPU 的联合优化，强化了自主算力生态。阿里巴巴于 10 月 4 日发布并开源的 Qwen3-VL 系列多模态模型也实现昇腾芯片的 0Day 适配，加速国产硬件生态落地。我们认为，不同于以往因 H20 限售所驱动的“供给侧替代逻辑”，本轮投资逻辑演进为：多模态能力突破所带来的需求侧拉动——AI 应用自身增长的牵引形成了国产算力的原生成长路径。随着多模态生成与实时推理场景不断丰富，国产算力有望进入内生驱动的新一轮成长周期。

投资建议：云端算力：推荐寒武纪、海光信息、芯原股份、盛科通信、兆易创新，建议关注翱捷科技、裕太微等。端侧算力：推荐晶晨股份、瑞芯微、恒玄科技，建议关注乐鑫科技等。风险提示：需求不及预期、技术迭代风险、供应链风险等。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

电子行业点评报告：OpenAI 战略重构驱动 AI 基建再定价，A 股算力链景气度跃升

投资要点 OpenAI 通过应用、模型与投资三大维度突破，推动 AI 产业进入新一轮加速期。应用层面，OpenAI 推出让 ChatGPT 成为“新操作系统”的 Apps SDK 及低代码 Agent 构建工具，同时 GPT Pulse 功能使得模型能够进行主动思考，算力消耗将无处不在；模型方面，Sora 2 标志着“视频生成的 ChatGPT 时刻”，双线布局内容与消费入口，推动 AI 从被动工具转向主动服务；投资方面，公司与英伟达、AMD、三星、海力士等进行大规模合作，以股权绑定与大量订单锁定未来算力与存储资源。三重布局相互协同，标志着 AI 产业正由技术“奇点时刻”迈向“平台化、应用化、产业化”全面爆发的新阶段。总体判断短期会加剧对算力与存储的需求，中长期则可能催生从基础设施到消费端的广泛投资机会。

应用层面：OpenAI 通过构建涵盖应用集成、智能体开发和交互嵌入的完整工具链，确立下一代 AI 操作系统的主导地位。OpenAI 在开发者大会发布的多款工具标志着公司正从模型 API 提供商向 AI 生态系统与底层操作系统强势转型。Apps SDK 将 ChatGPT 打造为“新操作系统”，允许开发者将第三方应用（如 Spotify、Figma）深度集成至对话界面，用户无需跳转即可完成从数据调用到复杂 UI 交互的全流程操作，实现“对话即应用”的体验革新。AgentKit 通过可视化画布、连接器注册表和嵌入式聊天组件，支持开发者在短时间内以低代码方式构建并部署生产级 AI 智能体，大幅降低智能体开发门槛，推动 AI 从原型走向产业化应用。同时，ChatKit

使任何产品都能嵌入定制化 ChatGPT 聊天功能，而 Codex 智能编程助手的正式上线更实现了“语音即开发”的实时编程突破。OpenAI 通过构建从应用集成、智能体开发到交互嵌入的完整工具链，吸引全球开发者与企业在 OpenAI 生态内进行创作与部署，从而在即将到来的 AI 应用浪潮中，掌控下一代人机交互入口与底层平台主导权。

模型层面：Sora 2 视频生成的 ChatGPT 时刻，Pulse 功能实现模型主动思考。在模型能力方面，OpenAI 发布 Sora 2.0 并推出独立社交 App，Sora 2.0 在物理真实感、音视频同步和多镜头叙事方面的突破被官方称为“视频生成的 ChatGPT 时刻”，意味着 AI 视频生成正从“可用”向“好用”阶段迈进。OpenAI 采取双线作战策略：一方面以“AI 版抖音”垂直切入短视频社交领域，与 TikTok、Meta 展开正面竞争；另一方面在 ChatGPT 中集成与 Etsy、Shopify 的即时购物功能，打造“AI 版亚马逊”探索商业闭环，这清晰表明 OpenAI 不再满足于底层技术供应商的角色，而是积极布局下一代内容与消费入口。另外，GPT Pulse 功能的推出标志着 ChatGPT 正从被动应答的工具，转向能够主动研究、规划并执行任务的个人助手，算力 tokens 消耗将持续扩大。

投资层面：与英伟达、AMD 等核心供应商签订大规模订单，算力基建投资加速。为支撑前端应用与模型的宏大野心，OpenAI 在算力投资层面展开了一系列史无前例的布局。与三星、SK 海力士的战略合作旨在为“星际之门”等项目锁定先进存储芯片供应，其测算的每月 90 万片 DRAM 晶圆需求相当于三大巨头现有合计产能的 57%，这将显著重塑存储芯片行业格局。另外，英伟达此前宣布向 OpenAI 投资 1000 亿美元，计划建设并部署约 10GW 的数据中心系统，大约等于 400-500 万个 GPU，与英伟达今年的总出货量相当；同时 OpenAI 又与 AMD 达成 6GW 芯片协议及配套的股权安排，OpenAI 可能获得 AMD 约 10% 的股权，为其万亿美元级别的算力基础设施蓝图奠定坚实基础。

投资建议：OpenAI 正通过模型、应用与投资三大维度的系统性升级，重塑全球 AI 产业格局。公司以 ChatGPT Apps SDK 为核心打造 AI 操作系统生态，推动智能体与多场景深度融合；同时 Sora 2.0 与 GPT Pulse 加速 AI 从被动工具向主动生产者演进；在投资端，OpenAI 以股权绑定与天量订单锁定英伟达、AMD、三星、海力士等核心算力与存储资源，奠定万亿美元级基础设施布局。三线协同驱动 AI 产业从技术突破迈向平台化与产业化爆发期，全球算力、存储及高速互联需求进入指数级扩张阶段。AI 服务器代工、PCB、光通信、液冷及高速连接器等关键环节将充分受益于 AI 基础设施重构，行业景气度有望迎来由量变到质变的跃升，开启新一轮深层次、长期化的繁荣周期。

产业链相关公司： PCB/CCL: 胜宏科技、沪电股份、深南电路、景旺电子、方正科技、生益科技、生益电子、东山精密、威尔高等；
光模块: 中际旭创、新易盛、天孚通信等； 铜缆/铜连接: 沃尔核材、兆龙互连、华丰科技、立讯精密、鸿腾精密等； 光芯片/光器件: 长芯博创、源杰科技、仕佳光子、太辰光、长光华芯等； 液冷: 英维克、思泉新材、申菱环境、高澜股份等； 服务器代工: 工业富联、华勤技术。

风险提示：行业竞争加剧，下游需求不及预期。

(证券分析师: 陈海进 研究助理: 解承堯)

推荐个股及其他点评

裕太微-U (688515): 网通&车载以太网双轮驱动，布局高端高速有线通信芯片新蓝海

投资要点 国内高速有线通信芯片龙头企业：公司专注于高速有线通信芯片的研发、设计和销售，已形成网通以太网物理层芯片、网通以太网交换机芯片、网通以太网网卡芯片、车载以太网物理层芯片、车载以太网交换机芯片、车载网关芯片、车载高速视频传输芯片七条产品线。公司产品覆盖数通、安防、消费、电信、工业、车载等多个领域，可满足不同终端客户各种场合的应用需求。下游客户包括联想、小米、富士康、施耐德、德赛西威、比亚迪等各行业中的知名品牌。网通、车载双轮驱动，成长空间广阔。

(1) 网通：公司在网通以太网芯片领域具备显著竞争优势，产品涵盖千兆/2.5G 物理层芯片、交换机芯片及网卡芯片，已在华为、小米、锐捷等头部客户广泛应用于路由器、企业网关、数据中心等场景。随着 WiFi7 普及和 2.5G 速率渗透，原有千兆网口瓶颈被放大，2.5G PHY 芯片需求快速增长，2024 年单个 2.5G 网通产品项目实现营业收入超 1.4 亿元，成为核心增长引擎。新推出的 YT9230 系列 8/16/24 口交换机芯片实现全国产化，软件特性与硬件规格均对标国际一线产品，补齐了国产中高端交换芯片空白，未来三到五年有望实现较快成长。

(2) 车载：在汽车智能化和“智驾平权”趋势下，整车算力与高速车载通信需求激增，公司已形成涵盖百兆/千兆物理层、交换机的完整车载高速有线通信芯片矩阵。车载 PHY 芯片已在国内几乎所有主流车厂大规模量产，千兆 PHY 预计 2025 年持续放量；2025 年 4 月发布的首款车载 TSN SWITCH 芯片标志着公司车载以太网技术的深化应用，并与在研车载 SerDes 芯片形成协同。车载 SerDes 芯片采用 HSMT 公有协议，速率达 6.4Gbps，满足 360 环视、ADAS、激光雷达等核心应用场景的实时传输需求。

盈利预测与投资建议：作为从事高速有线通信芯片的研发、设计和销售的公司，裕太微在 A 股市场具有稀缺性。我们认为，随着公司网通 2.5G 新品和车载以太网芯片新品放量，公司业绩有望再上新台阶。当前股价对应可比公司 2025-2027 年平均 PS 估值为 13/10/8 倍。我们预测公司 2025-2027 年营业收入为 5.7/8.2/11.5 亿元，对应当前 PS 估值为 17/12/8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险，下游需求不及预期，半导体行业周期性及政策变化波动风险。

(证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文)

特海国际 (09658.HK)：海底捞海外上市平台，领跑中餐出海

投资要点 公司是海底捞海外上市平台：特海国际是海底捞集团旗下专注海外市场的餐饮上市公司，2012 年在新加坡开设第一家门店，领跑中餐出海。2024 年实现营收 7.8 亿美元，yoy+13.4%，实现归母净利润 2180 万美元；2025H1 实现归母净利润 2835 万美元，同比扭亏。2024 年末在营门店 122 家，东南亚/东亚/北美/其他地区门店分别为 73/19/20/10 家。公司坚持海底捞品牌定位，直营稳步扩张，以东南亚为主要市场，逐步覆盖全球市场，2024 年东南亚门店数占比 59.8%。公司凭借“核心菜品”+“本地化产品”，满足海外市场多元化需求。

中餐出海正当时：2024 年上市正餐品牌同店增速仅海底捞为正，出海成为头部企业的第二增长曲线。海外火锅市场潜力巨大，预计规模达到 300 亿美元，海外逾 6000 万华人华侨群体支持中国餐饮品牌产业化，同时本地消费者将助力品牌扩张。海外传统中式餐饮行业集中度低，规模不及西化中式餐饮品牌，火锅作为标准化程度较高的中式品类，有望复制西化中式餐饮品牌成功路径。而特海国际是最大的源自中国的中式餐饮品牌，在社媒工具的加持下，有望进一步渗透海外市场。

火锅第一品牌，海外逐渐破圈：1) 海底捞是火锅第一品牌，具备品牌势能、成熟的国际化运营体系与供应链体系；

2) 门店模型不断优化, 平均回报周期不断缩短, 经测算 2024 年门店平均回报周期缩短至 5.1 年; 3) 本地化与流量化并行, 品牌出圈明星引领效应带动同店爬升; 4) 具有完善的评估、晋升及薪酬体系, 保证整体产品及服务品质。盈利预测与投资评级: 特海国际作为海底捞的海外上市平台, 正在不断完善全球化门店布局, 加速中餐出海。预计未来 2025-2027 年海外门店数分别达到 129/140/149 家。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 4945/5636/7444 万美元 (按美元: 人民币=7.13 换算人民币为 3.5/4.0/5.3 亿元), 3 年复合增速为 50.6%, 对应当前 2025-2027 年 PE 分别为 24/21/16X。基于可比公司 2025-2027 年平均 PE 为 17/15/14 倍, 考虑到特海国际背靠海底捞强大中后台能力, 中式餐饮出海市场潜力较大, 首次覆盖予以“增持”评级。风险提示: 食品安全、原材料及其他成本费用上涨、门店模型优化不及预期等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石旻瑄 证券分析师: 王琳婧)

先导智能 (300450): 发行限制性股票激励, 看好设备龙头强者恒强
投资要点 股权激励包含部分外籍人士&侧重固态电池研发人员: 公司拟向激励对象授予的限制性股票总量为 954 万股, 约占公司股本总额的 0.6%; 授予的激励对象 1134 人, 包含董事、高管、核心技术人员及部分外籍员工, 授予价格为每股 32.77 元。一方面通过股权激励能够有效绑定团队利益, 凝聚团队核心人员; 另一方面, 此次激励重点向新技术领域, 如固态电池研发等相关岗位员工倾斜, 通过差异化的激励安排, 吸引、保留并激励该领域核心人才。激励考核目标为营业收入&每年 20%增长: 考核 2025-2026 年两个年度的营业收入的完成情况, 收入增长率目标值为 20%或增长率不低于同行 75 分位值水平。(1) 2025 年: 以 2024 年为基数, 2025 年公司营业收入至少满足下列条件之一: ①增长率 A 满足相关条件; ②增长率不低于同行业可比公司 75 分位值水平。(2) 2026 年: 以 2025 年为基数, 2026 年公司营业收入至少满足下列条件之一: ①增长率 A 满足相关条件; ②增长率不低于同行业可比公司 75 分位值水平。主业业绩修复&订单企稳回升: 业绩角度, 公司 2024 年已充分计提各项资产减值准备, 2025 年轻装上阵, 上半年信用减值损失已冲回贡献+2 亿元利润; 订单角度, 2022 年公司新签订单 260 亿元, 其中海外订单占比 15%, 2023 年为 220 亿元, 海外占比升至 30%, 2024 年约 180 亿元, 但海外占比进一步升至 45%-50%, 2025 年订单目标为 220-230 亿元, 其中上半年订单 120+亿元, 同比翻倍, 有望超全年订单目预期目标。为国内外客户提供全固态整线设备: 先导是目前全球唯一具备全流程固态电池整线交付能力的设备制造商, 涵盖干法电极 (前道) 与等静压致密 (中道) 等关键环节, 已实现中试级别的稳定量产。目前公司固态电池设备已进入欧、美、日、韩及国内头部电池企业、知名车企和新兴电池客户的供应链, 与多家行业领军企业达成深度合作, 并已向其交付了各工段的固态电池生产设备, 相关产品得到客户的高度认可, 并陆续获得重复订单。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 15/20/25 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 64/48/39 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 下游扩产不及预期, 技术进展不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 李文意)

芯原股份 (688521): 2025 年 Q3 业绩预告点评: 25Q3 订单亮眼之余, 营收亦创历史新高

投资要点 25Q3 营收同比高增, 新签订单再创新高。10 月 8 日,

公司发布 Q3 业绩预告。业绩方面,公司预计 25Q3 实现营业收入 12.84 亿元,环比增长 119.74%,同比增长 78.77%。预计 25Q3 盈利能力大幅提升,亏损同比、环比均实现大幅收窄。订单方面,公司预计 25Q3 新签订单 15.93 亿元,同比增长 145.80%,其中 AI 算力相关的订单占比约 65%。公司在手订单已连续八个季度保持高位,预计截至 25Q3 末在手订单金额为 32.86 亿元,持续创造历史新高! 半导体 IP 深度积累,多下游布局广阔。芯原的主营业务为半导体 IP 授权业务和一站式芯片定制业务。通过 20 余年的高研发投入和深度积累,公司已布局 GPU IP、NPU IP、VPU IP、DSP IP、ISP IP、Display Processing IP 这六类处理器 IP、智能像素处理平台、基于 FLEXA 的 IP 子系统,1,600 多个数模混合 IP 以及多种物联网连接(含射频)IP 等,并在 22nm FD-SOI 工艺上开发了 60 多个 FD-SOI 模拟及数模混合 IP,为国内外知名客户提供了 43 个 FD-SOI 项目的一站式设计服务,其中 33 个项目已经进入量产,且累计向 45 个客户授权了 300 多个/次 FD-SOI IP 核。公司根据自身的技术、资源、客户积累,并结合市场发展趋势,已逐步在 AIGC 汽车电子、可穿戴设备、数据中心和物联网这 5 个领域形成了一系列优秀的平台化解决方案,并取得了较好的业绩和 market 地位。战略布局 Chiplet 技术和应用,领跑基于 Chiplet 的 AIGC 和智驾系统赛道。Chiplet 技术及产业化是芯原的发展战略之一,公司已于五年前开始布局 Chiplet 技术的研发。目前,公司正在以“IP 芯片化”、“芯片平台化”和“平台生态化”理念为行动指导方针,从接口 IP、Chiplet 芯片架构、先进封装技术、面向 AIGC 和智慧出行的解决方案等方面入手,持续推进公司 Chiplet 技术、项目的发展和产业化。目前,公司已在基于 Chiplet 的生成式人工智能大数据处理和高端智驾两大赛道实现领跑,正在稳步推进基于 Chiplet 架构、面向智驾系统和 AIGC 高性能计算的芯片平台研发项目。 盈利预测与投资评级:我们认为当前估值溢价主要是由于公司作为国内顶级 ASIC 公司,为 A 股稀缺标的,在技术积累、客户资源及产品落地方面具备显著优势。根据公司 Q3 预告披露的业绩与订单情况,我们上调公司 2025-2027 年营业收入预期为 38/53/70 亿元(前值 30/38/47 亿元),上调归母净利润预期为 -0.8/2.7/5.6 亿元(前值 -1.0/2.0/4.2 亿元)。维持“买入”评级。 风险提示:技术授权风险,研发人员流失风险,半导体 IP 授权服务持续发展风险。

(证券分析师:陈海进 研究助理:李雅文)

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>