

晨会纪要

数据日期: 2025-09-30	上证综指	深证成指	沪深 300 指数	中小板综指	创业板综指	科创 50
收盘指数 (点)	3882.77	13526.50	4640.69	14466.87	3940.15	1495.28
涨跌幅度 (%)	0.52	0.34	0.44	0.37	0.44	1.69
成交金额 (亿元)	9732.74	12081.35	6646.24	4280.39	5804.77	997.99

晨会主题

【重点推荐】

宏观与策略

固定收益投资策略: 债海观潮, 大势研判——基本面改善仍需验证, 债市存在阶段性机会

【常规内容】

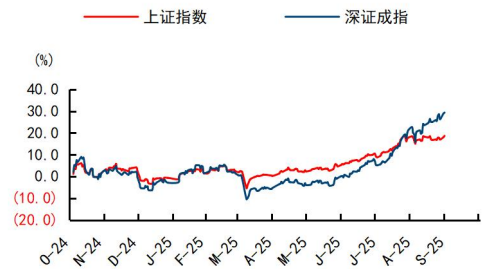
宏观与策略

- 宏观快评: 9 月 PMI 数据解读-“秋旺”如期而至
- 宏观快评: 近期黄金大涨快评-黄金牛市: 长期逻辑、短期触发与未来展望
- 策略专题: 价格全方位多维跟踪体系 (2025.09) -反内卷跟踪, 上游价格稳中偏强
- 策略专题: ESG 热点周聚焦 (10 月第 1 期) -《能源规划管理办法》印发总量专题 (首席经济学家团队): 总量专题: 牛市的节奏和新风景

行业与公司

- 行业周报: 制造成长周报 (第 30 期) -英伟达计划最高投资 OpenAI 千亿美元, 开普勒获得数亿人形订单
- 行业投资策略: 2025 年石化化工行业 10 月投资策略-石化化工稳增长方案出台, 细分行业供需面有望优化
- 海外市场专题: 人工智能行业专题 (13): OpenAI 的软硬件生态布局与进展
- 行业月报: 互联网行业 2025 年 10 月投资策略-港美股巨头估值差异快速收敛, 国内巨头加码投入 AI
- 行业快评: 社保基金 2024 年年度报告点评-长期投资, 复利增长
- 行业月报: 港股 10 月投资策略-港股定价权的变化——基于中债利率的估值框架作用显现
- 行业周报: 风电产业链双周度跟踪 (10 月第 1 期)
- 行业周报: AIDC 电力设备/电网产业链双周度跟踪 (10 月第 1 期)
- 行业周报: 锂电产业链双周评 (10 月第 1 期) -固态电池产业进展不断, 欧洲新能源车需求持续向好
- 行业投资策略: 计算机行业 2025 年 10 月投资策略-视频模型迎来 GPT 时刻, 海外大厂加码 AI 投资
- 行业投资策略: 农林牧渔 2025 年 10 月投资策略-看好海内外肉奶景气共振上行, 核心推荐港股奶牛养殖标的

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 10 月 09 日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	26829.46	-0.47

基金指数 10 月 09 日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3262.73	0.02
股票基金指数	12710.05	1.54
混合基金指数	11799.38	1.54

汇率 10 月 09 日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.16	-0.24
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.78	-0.0
美元兑日元	152.69	0.52

非流通股解禁 10 月 09 日

名称	解禁数量 (万股)	流通股增加%	解禁日期
国信证券	47358.75	100.00	2025-08-14
西南证券	33000.00	100.00	2025-07-22
鹏欣资源	22026.56	100.00	2025-06-12
内蒙一机	412.50	82.58	2025-06-03
华电重工	408.34	100.00	2025-06-02
宁波银行	7581.90	95.06	2025-05-16
新点软件	15651.92	100.00	2025-05-16
华兰股份	3782.78	100.00	2025-04-30

行业周报:农产品研究跟踪系列报告(177)-鸡蛋价格节中快速回落,肉牛价格 Q4 有望加速上涨

行业专题:割草机器人&泳池机器人:技术升级推动需求爆发,国内企业群雄逐鹿

行业专题:2025 年四季度食品饮料行业投资策略:底部蓄能,强者恒强

行业周报:建筑建材双周报(2025 年第 15 期)-建材稳增长方案出台,反内卷有望强化

行业投资策略:通信行业 2025 年 10 月投资策略-AI 高景气度延续,算力基础设施持续受益

行业月报:公用环保 2025 年 10 月投资策略-中国船燃成功完成浙江省首单船用绿色甲醇加注业务,关注四季度聚变装备招标需求释放

行业周报:电子行业周报-重视本土晶圆代工的估值扩张,推理需求激化存储涨价周期

行业投资策略:社服行业 10 月投资策略:双节出游韧性增长, Q4 兼顾高景气方向与周期预期修复

一脉阳光(02522. HK) 财报点评:一脉阳光(02522. HK)-整体业务稳定发展,加速发掘影像数据价值

威高股份(01066. HK) 海外公司财报点评:威高股份(01066. HK)-通用耗材趋稳,药包“搭船出海”占比大幅提升

环球医疗(02666. HK) 海外公司财报点评:环球医疗(02666. HK)-综合医疗阶段性承压,持续拓展健康科技领域的业务布局

金风科技(002202. SZ) 公司快评:金风科技(002202. SZ)-金风科技绿色甲醇生产全线贯通,开启绿色燃料新征程

快手-W(01024. HK) 海外公司快评:快手-W(01024. HK)-OpenAI 发布 Sora APP, AIGC 需求加速增长

金融工程

金融工程周报:主动量化策略周报-CANSLIM 行业轮动策略 10 月配置建议: 关注钢铁、基础化工、电力设备、银行和电子等行业

【重点推荐】

宏观与策略

◆ 固定收益投资策略：债海观潮，大势研判——基本面改善仍需验证，债市存在阶段性机会

行情回顾：9月全部债券品种收益率上行；利率债方面，10年国开债为利率上行幅度最高的品种；信用债方面，长期限品种信用利差上升幅度最为显著；违约方面，9月违约金额略有下降；

海外基本面：美国经济景气回落，就业表现疲软；美国CPI通胀继续回升，通胀预期略有上升；欧洲日本经济景气继续扩张；

国内基本面：基于生产法测算的月度GDP同比增速在8月份约为3.8%，较7月继续回落0.5个百分点，明显低于全年经济增速目标值。其中建筑业拖累约0.3个百分点，工业拖累0.1个百分点，服务业拖累0.1个百分点。需求方面，8月国内固定资产投资当月同比为-6.3%，较7月继续大幅下滑1.1个百分点。当月国内固定资产投资环比增速显著低于近年同期均值，与“反内卷”政策、出口高峰接近尾声、地方基建强度下降等因素有关。高频跟踪来看，9月国信高频宏观扩散指数B先回落再上升，平均表现基本持平历史平均水平，指向国内经济增长动能运行稳健；

货币政策：9月公开市场继续净回笼；

热点追踪：如果将物价数据作为影响货币政策或市场利率波动的重要变量，则需要更加关注需求属性更强的非食品价格变化趋势（或核心CPI）；

大势研判：市场提前定价再通胀和经济复苏带动本轮债市下跌；前瞻来看，基本面改善仍需验证，债市存在阶段性机会；

证券分析师：赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）、李智能（S0980516060001）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评：9月PMI数据解读-“秋旺”如期而至

9月份，制造业PMI、非制造业PMI分别为49.8%和50.0%，分别环比上升0.4个百分点和下降0.3个百分点。

证券分析师：田地（S0980524090003）

联系人：王奕群

◆ 宏观快评：近期黄金大涨快评-黄金牛市：长期逻辑、短期触发与未来展望

9月以来黄金价格大幅上涨，至北京时间10月7日晚间，美元计价伦敦现货黄金逼近4000美元/盎司。

证券分析师：邵兴宇（S0980523070001）、田地（S0980524090003）、刘孟峦（S0980520040001）、王剑（S0980518070002）、董德志（S0980513100001）

◆ 策略专题：价格全方位多维跟踪体系（2025.09）-反内卷跟踪，上游价格稳中偏强

流通领域重要生产资料价格跟踪

从绝对水平来看：截至2025年9月中旬，49种主要生产资料中共有21种价格上涨、25种下降、3种基本持平。上涨品种集中在上游煤炭（无烟煤、普通混煤、大同混煤等）、中游有色金属（铜、铝、铅、

锌)以及部分化工(甲醇、PVC、石油苯等)和农林产品(大豆、花生、天然橡胶、瓦楞纸等),显示供需改善及季节性需求支撑。下跌品种则主要分布在农产品(稻米、小麦、棉花、生猪)、黑色金属(无缝钢管)、部分化工(硫酸、液碱、聚丙烯、涤纶长丝、尿素等)、能源(液化天然气、石蜡、成品油)和建材(水泥、纸浆)等,体现出下游需求疲弱与供应压力偏大的特征。总体来看,9月市场延续结构性分化:上游能源、有色及部分化工表现偏强,而农产品、黑色金属、建材及下游石化链条继续承压。

从同比数据来看:49种主要生产资料延续“上游承压、中游分化、下游偏弱”格局。上游煤炭大跌-20%至-25%,焦炭超-10%,能源低迷;农产品中玉米、大豆、棉花小幅转正,生猪跌超-30%。中游钢材整体转正(+8%~+9%),铜铝维持高位,铅转正,化工分化明显,硫酸大涨超50%,但PVC、聚丙烯、尿素等仍跌-5%至-25%。下游水泥跌幅扩大至-8%,玻璃跌幅收窄,瓦楞纸涨逾7%,纸浆跌约-9%,成品油跌-4%至-5%。整体呈现能源化工承压、钢铁有色回暖的结构性分化。

上/中/下游不同产业链节点代表产品价格变化

截至2025年9月,产业链价格呈现分化:上游煤炭企稳,动力煤小幅回升,国际原油与天然气走弱,铁矿石震荡高位,有色金属中铜铝强势、白银上行,锌镍承压。中游综合指数小幅回落,LME铜铝坚挺,建材延续下跌,PVC略回升,航运(BDI)大涨,涤纶下行、粘胶回升。下游食品整体平稳,蔬菜大涨,地产土地成交回升但二手房低迷,中药材持续走弱。整体显示能源与部分金属承压,中游建材弱而航运强,下游农产品与地产分化,行业景气差异显著。

各行业价格景气数据跟踪

从价格看,9月产业链继续分化:9月产业链价格分化:上游设备、电气机械、新能源、信息技术、汽车等来料上涨明显,化工、有色阶段性走强带动中游成本上行;产出端新能源、高端装备等提价占比回升但不及来料,纺织、化纤橡塑、非金属建材仍偏弱;服务端交通运输、批零、信息服务提价广泛,地产与基建链条同步回升。利润上,新能源、高端装备等具备传导能力行业扩张;化纤橡塑、非金属建材等毛利受压;地产基建处于修复。整体传导向中下游扩散,制造与服务利润弹性较强,传统中游承压。

风险提示:海外地缘冲突加剧;海外央行货币政策的不确定性

证券分析师: 王开(S0980521030001)、陈凯畅(S0980523090002)

◆ 策略专题:ESG热点周聚焦(10月第1期)-《能源规划管理办法》印发

n 海外 ESG 热点事件:资本布局深化与监管博弈加剧。碳中和领域技术创新活跃,英国 OXCCU 公司获 2800 万美元融资推动碳转化航空燃料技术商业化,微软与 Shizen Energy 签署 100 兆瓦太阳能协议加速日本数据中心绿色转型,凸显科技企业通过前沿方案破解减排瓶颈。信息披露与政策层面博弈显著,普华永道调查显示超半数企业面临可持续报告压力持续增加而非监管退坡,欧盟超六成企业呼吁强化尽职调查规则反对 Omnibus 提案放宽要求,反映市场自律与合规需求倒逼透明度提升。绿色金融资本涌动与结构调整并行,挪威央行 NBIM 向 Brookfield 全球转型基金二期注资 15 亿美元加速能源基础设施部署,净零银行业联盟(NZBA)因政治压力及成员退出宣布解散,标志自愿性气候联盟模式受挫,转向区域监管主导框架。企业行动深化责任实践,Apple 投资加州红木森林恢复项目生成碳信用支撑 2030 年碳中和目标,Rivian 投资 10 亿美元建设碳中和电动车工厂实现全生命周期脱碳,共同推动 ESG 从承诺向可量化落地演进。

n 国内 ESG 热点事件:政策工具完善与企业责任强化协同演进。碳中和领域技术创新加速突破,风云三号 H 星成功发射实现全球温室气体高精度探测,为碳排放核算提供数据基石;三峡集团全球首台 16 兆瓦漂浮式风电机组完成组装及庆阳千万千瓦级多能互补基地投运,推动可再生能源规模化与深远海开发,支撑能源转型目标。政策层面持续细化赋能,国家能源局印发《能源规划管理办法》强化能源活动与碳排放衔接,生态环境部发布碳市场报告彰显减排政策工具效能,全国碳市场成交额创新高,而甲烷控排纳入 ESG 体系的呼声凸显数据标准化需求。企业治理与社会责任维度,得力集团就入职歧视事件致歉并承诺内部整改,反映 ESG 人文关怀短板;上交所就重大合同终止下发监管函强化上市公司透明度,一批国家标准实施提升产品安全与社会保障水平,共同推动 ESG 实践从技术落地向制度合规与公平包容延伸。

n 学术前沿:2025 年 9 月发表于《南方金融》的《气候物理风险对企业尾部系统风险的影响——基于中

《国 A 股上市公司的实证检验》基于 2010-2022 年中国 A 股上市公司数据，实证检验了气候物理风险对企业尾部系统风险的影响及作用机制。研究发现：气候物理风险显著提升了企业尾部系统风险；同期发表于《Finance Research Letters》的《Do ESG incidents matter for corporate cost of debt? Evidence from China》，以 2007-2022 年中国 A 股上市公司为研究样本得出以下核心结论：一是 ESG 事件显著推高企业债务融资成本，二是 ESG 事件通过加剧信用风险、损害与大型银行的合作关系等路径，最终导致债务成本上升；三是异质性特征明显，四是 ESG 柱间存在差异。

风险提示：(1) 海外低碳经济发展过程中遇到波折；(2) 全球经济增长和低碳环保间权衡取舍对 ESG 投资节奏的短期扰动；(3) 文中个股或产品仅做统计汇总，不构成投资推荐依据

证券分析师：王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

◆ 总量专题（首席经济学家团队）：总量专题：牛市的节奏和新风景

核心结论：①本轮牛市始于 24 年 924，宏观背景与 99 年 519 开启的牛市比较像，政策发力治理通缩。519 牛市结束信号是基本面好转、政策转向，目前尚早，且估值和情绪指标温和。②市场已进入基本面驱动的牛市第二阶段，算力为代表的科技基本面先好转、股价先表现，借鉴牛市历史，基本面修复将由点到面扩散。③本轮牛市主线是科技，但牛市中后期往往风格轮动，市场结构再平衡，阶段性重视前期涨幅落后的领域，如地产、券商、白酒消费。

本轮牛市与 1999 年 519 行情高度相似，政策驱动与周期规律共同支撑市场反转。从背景来看，当前与 1999 年均处于通缩压力之下，政策从货币、地产、资本市场等多维度协同发力，旨在治理通缩、提振内需。市场在经历长期调整后，情绪与估值均处于历史低位，上证指数从 2021 年 12 月高点下跌超 36%，成交量萎缩六成，与 519 行情前市场“物极必反”的周期特征高度吻合。

经济和政策尚未转向，估值与情绪均未过热，市场仍处健康上行通道。基本面角度，CPI 和 PPI 均在通缩区间，地产价格更是创下 924 新低，远未到经济数据过热和政策转向的阶段。估值和情绪角度，全 A 滚动市盈率 22.46 倍，处于 13 年以来 65.6%分位；两融余额占流通市值比例、新开户数分别处在 50.74%和 35.51%分位。当前市场基本面和政策均未出现拐点，估值修复有空间，情绪指标远未达历史高位，表明牛市尚未走到尽头。

行情已进入基本面驱动的第二阶段，科技板块业绩率先释放，带动结构性行情。借鉴牛市“三段论”，当前市场正处于爆发期，即基本面开始好转的阶段。今年以来，以算力为代表的科技龙头如中芯国际、寒武纪、宁德时代等贡献了科创 50 和创业板指过半涨幅，背后是 AI 浪潮下国内外科技巨头资本开支高增的支撑。2024 年北美四大云厂商资本开支同比上涨 55%，国内光模块企业归母净利润增速达 128%，显示科技板块盈利能力的实质性改善。随着宏观政策进一步落地，基本面有望从“点状改善”向“全面扩散”演进。

风格再平衡是牛市中后期典型特征，四季度价值板块具备补涨潜力。回顾 2012-2015 年及 2019-2021 年两轮牛市，中期均出现风格从成长向价值的轮动。今年以来，科技成长与深度价值板块分化显著，通信、有色、电子领涨，而食品饮料、银行表现疲软，行业涨跌幅极差已达 121.8%，处于历史高位。借鉴历史经验，地产、券商、白酒等低估值板块在四季度可能迎来修复机会。地产指数经历五年调整，股价有望先于基本面反应；券商受益于成交放量，中报净利润同比回升 63%；白酒股息率性价比凸显，受益于财富效应。

科技成长仍是中长期主线，明年重点关注 AI 应用端表现。尽管短期风格可能再平衡，但科技仍是本轮牛市的灵魂。历史上每一轮牛市的第三阶段往往由当时的主导产业应用端引领，如 2015 年的“互联网+”和 2021 年的新能源车。在 AI 浪潮推动下，各行业“人工智能+”赋能正在打开新的增长空间。未来一年，随着技术落地与商业模式成熟，AI 应用端有望成为下一阶段市场焦点，建议持续关注相关领域的业绩兑现与估值提升。

风险提示：历史表现不一定代表未来

证券分析师：荀玉根（S0980525090001）、王开（S0980521030001）

行业与公司

◆ 行业周报:制造成长周报（第 30 期）-英伟达计划最高投资 OpenAI 千亿美元，开普勒获得数亿人形订单

重点事件及点评

事件 1-人形机器人：开普勒获得数亿人形订单：据开普勒官方公众号消息，截至目前，开普勒机器人已达成框架协议下的明确意向订单数千台，交易金额高达数亿元，客户涉及工业贸易、数据采集、展厅、智能制造、特种作业等领域。

点评 1：人形机器人在持续迭代的过程中正在逐步走向商业化，目前多家厂商获得了大批量订单，表明人形机器人正在逐步走向量产。我们持续看好人形机器人的长期投资机会，建议从价值量和卡位上把握空间&确定性，从股票弹性上寻找增量环节。1) 确定性：特斯拉产业链核心供应商或者实力强、卡位好的公司，重点关注【飞荣达】【龙溪股份】【唯万密封】【恒立液压】【汇川技术】【绿的谐波】【蓝思科技】【五洲新春】；2) 弹性：重视基本结构研究逐步拓展至完整功能结构的增量环节或现有环节挖掘的高确定性新标的，重点关注【唯万密封】【龙溪股份】【飞荣达】【唯科科技】【金帝股份】【汉威科技】等。

事件 2-AI 算力：OpenAI 与英伟达宣布签署意向书，双方计划部署至少 10GW 的英伟达系统。据英伟达官网消息，OpenAI 与英伟达宣布签署意向书，双方计划部署至少 10GW 的英伟达系统，为支持此次部署（包括数据中心与电力容量），英伟达计划在新一代系统部署过程中对 OpenAI 投资最高达 1000 亿美元。

点评 2：OpenAI 与英伟达的意向书展示了科技巨头对 AI 基建的大规模投入，英伟达 GPU 的支持，有望加速 OpenAI 的大模型的进化，大模型也反向推高了算力需求，反映了当前 AI 驱动下云基础设施需求持续旺盛，我们认为 AI 算力仍然是需求确定性高增长的投资主线，建议重点关注未来 1-2 年基本面斜率最大的 AI 液冷环节，其余关注 AI 数据中心用电的燃机环节和制冷环节：1) AI 液冷：【飞荣达】【高澜股份】【同飞股份】【南风股份】【奕东电子】；2) 燃机环节：【应流股份】【豪迈科技】【联德股份】；3) 制冷环节：【汉钟精机】【冰轮环境】。

行业动态&政府新闻&公司动态

行业动态：人形机器人-9 月 26 日，开普勒 K2 大黄蜂开启量产；9 月 26 日，王兴兴宣布下半年将发布身高 1.8 米的人形机器人；9 月 26 日，2025 工博会上工业具身智能“霸馆”；9 月 25 日，国内最大人形机器人训练场在北京启用；9 月 25 日，长三角具身智能产业联合体正式成立；9 月 22 日，傅利叶 GR-3C “宇航员”首次线下登场。AI 基建-9 月 26 日，AIGC2025 人工智能计算大会召开；9 月 24 日，阿里推进 3800 亿元 AI 基础建设；9 月 23 日，英伟达计划投资 OpenAI 1000 亿美元；9 月 23 日，OpenAI 联合甲骨文、软银投建五大数据中心；9 月 25 日，京东宣布未来三年持续加码人工智能投入。

政府新闻：人形机器人-9 月 23 日，工信部：“十五五”时期要开辟人形机器人、脑机接口、元宇宙、量子信息等新赛道&创建一批未来产业先导区

公司动态：人形机器人-9 月 26 日，广电计量发布 2025 年度向特定对象发行 A 股股票并在主板上市募集说明书（申报稿）；9 月 25 日，唯万密封发布关于公司特定股东减持股份的预披露公告；9 月 23 日，飞荣达发布关于特定股东及部分董事、高级管理人员股份减持计划实施完毕的公告；9 月 22 日，金帝股份发布关于签订股权收购框架协议的公告。

本周重点关注标的-唯万密封、飞荣达、龙溪股份；高澜股份、南风股份、汉钟精机、应流股份；奕瑞科技；汇成真空。

行业投资观点

1、人形机器人：从价值量和卡位上把握空间及确定性（优选 T 链供应商&实力强卡位好的公司），股票弹性上重点寻找增量环节，重点关注：1) 关节模组：【恒立液压】【汇川技术】【蓝思科技】【震裕科技】；2) 灵巧手：【飞荣达】【兆威机电】【雷赛智能】【蓝思科技】等；3) 减速器环节：【绿的谐波】【金帝股份】；4) 丝杠环节：【恒立液压】【绿的谐波】【五洲新春】；5) 关节轴承+连杆：【龙溪股份】；6) 电机环节：【信捷电气】【雷赛智能】【伟创电气】【步科股份】等；7) 本体及代

工：【蓝思科技】【中坚科技】【永创智能】【博众精工】；8) 散热：【飞荣达】；9) 传感器：【汉威科技】；10) 设备：【博众精工】【秦川机床】；10) 其他：【唯万密封】【奥普特】【东华测试】【国机精工】【华翔股份】等。

2、AI 基建：1) AI 液冷：【飞荣达】【高澜股份】【同飞股份】【南风股份】【奕东电子】；2) 燃机环节：【应流股份】【豪迈科技】【联德股份】；3) 制冷环节：【汉钟精机】【冰轮环境】。

3、自主可控-国产化率低：通用电子测量仪器重点关注【普源精电】【鼎阳科技】【优利德】，其他关注【川仪股份】等；半导体产业链重点推荐【汇成真空】【唯万密封】；X 射线设备核心器件重点推荐【奕瑞科技】。

4、低空经济：低空经济产业进展迅速基建先行，全国低空交通“一张网”项目启动，统一标准构建空管网络，整机和核心零部件（发动机/电机）会是产业发展核心环节，重点关注【应流股份】【宗申动力】等。

5、智能焊接机器人：智能焊接在钢结构行业已开始从 0 到 1 放量，长期来看智能焊接机器人市场近千亿，重点关注【柏楚电子】。

6、3D 打印：3D 打印作为增材制造技术，在制造领域有实现复杂结构、轻量化、缩短研发周期等优势，随技术成熟将在航空航天、3C 等各领域实现应用打开市场空间，重点关注【铂力特】【华曙高科】【南风股份】。

7、核聚变：核聚变是能源变革的长期方向，首次聚变能发电标志核聚变取得一定实质进展，重点关注【应流股份】【江苏神通】【海陆重工】。

8、商业航天：国内商业航天火箭进步推动卫星组网，海外卫星应用成果显著，整体产业化进展加速，重点关注【广电计量】【应流股份】【上海沪工】。

风险提示：行业下游需求不及预期，技术发展不及预期的风险。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、杜松阳（S0980524120002）

联系人： 张宇翔

◆ 行业投资策略:2025 年石化化工行业 10 月投资策略-石化化工稳增长方案出台,细分行业供需面有望优化

石化化工行业 2025 年 10 月投资观点：

《石化化工行业稳增长工作方案(2025-2026 年)》的出台，旨在引导这一国民经济支柱产业在保持合理增速的同时，实现高质量发展，其核心可概括为“稳增长、调结构、促创新”。方案明确要求 2025-2026 年，行业增加值年均增长 5%以上，并追求经济效益回升、创新能力增强等质的提升。

该方案有望推动落后产能淘汰、引领行业健康发展。化工行业老旧产能的淘汰工作具体实施后有望引领行业供给侧逐渐优化，同时推动我国化工行业设备更新、增强化工装置整体竞争力。方案指出加强重大石化、现代煤化工项目规划布局引导，严控新增炼油产能，合理确定乙烯、对二甲苯新增产能规模和投放节奏，防范煤制甲醇行业产能过剩风险。这意味着未来炼油、乙烯等新增供给将大幅受限，行业竞争格局有望优化。从炼油方面来看，能源结构升级，反内卷政策推动下，中国炼厂产能淘汰进一步推动，未来 300 万吨以下燃料型产能可能进一步关停退出，市场洗牌在进一步加速。从乙烯方面看，未来国内乙烯产能仍将保持增长态势。伴随着乙烯装置改造升级、小装置关停等产能退出，新规划产能也将陆续释放。且“十五五”期间乙烯新增产能较为集中，裂解单套产能多在 100 万吨及以上，新增产能倾向大型化、一体化、低碳化项目，包括近年来发展的绿氢耦合、甲醇石脑油耦合裂解等工艺技术。方案明确“严控新增炼油产能”“科学调控乙烯产能投放节奏”，直接遏制聚烯烃上游原料端的盲目扩张。从甲醇方面看，2024 年中国甲醇产能在 1 亿吨左右，煤化工一体化配套甲醇新增项目上马使得近年产能增速进一步得到增长，目前煤制甲醇产能已超 8600 万吨。目前行业已关注到甲醇潜在的供应增长压力，随着政策明确提及防范煤制甲醇行业产能过剩风险，预计未来可能会限制新增产能审批，也对甲醇市场构成长期支撑。

而电子化学品、高端聚烯烃(POE、EVA 等)、高性能纤维、特种工程塑料等化工新材料，是未来产业政

策重点支持攻关的领域，旨在满足半导体芯片、新能源、机器人等客新兴产业链的需求，同时部分新材料加快国产化进口替代，相关企业将获得更强的政策支持和资金倾斜，进口替代进程有望加速。

对于化肥行业而言，《工作方案》的出台，化肥行业首先强化原料保供，稳定生产基础。化肥企业要与煤炭、磷矿石、天然气等原料供应企业签订长期协议，建立稳定的供应合同，避免季节性原料短缺导致的价格不可控局面；同时要完善化肥产运储销一体化体系，发挥全国农资集体协调作用，确保春耕、秋耕等关键时段供应稳定。其次是推动产品结构优化，发展新型肥料。

宏观及化工产品价格，8月制造业PMI小幅回升0.1pct至49.4%，景气改善有限。生产指数升至50.8%（环比+0.3pct），连续4个月位于扩张区间。但需求端复苏乏力，新订单指数微升0.1pct至49.5%，内外需不足问题仍突出。2025年9月28日，中国化工产品价格指数CCPI报3969点，较年初1月2日的4333点下降8.4%。8月规模以上工业企业利润总额同比+20.4%，较7月的-1.5%显著扭转，成为工业经济企稳关键信号，该增长既受上年同期的低基数影响，更依赖宏观政策“组合拳”，“反内卷”政策成效突出，通过规范竞争秩序、遏制汽车和光伏等领域无序价格战，推动工业价格回归合理区间。8月PPI同比降幅收窄0.7pct至-2.9%，环比持平，结束8个月环比下行。

展望2025年10月，我们重点推荐中长期供需格局改善以及具有稀缺资源属性的化工品投资方向，重点推荐钾肥、农药、制冷剂及氟化液、SAF等领域投资方向。

钾肥：全球钾肥行业寡头垄断，行业集中度较高，全球供需紧平衡，未来钾肥价格有望继续保持高位，重点推荐【亚钾国际】，公司目前拥有老挝甘蒙省263.3平方公里钾盐矿权，折纯氯化钾资源总储量约10亿吨。公司179#矿第二、第三个百万吨正在建设，有望于2025年投产，前三个百万吨完全满产有望达到500万吨产量，未来有望成为全球重要的钾肥供应商。

农药：“正风治卷”三年行动开启，下行周期已见底。需求端，南美粮食种植面积增加推升需求，叠加下游低库存下旺季补库强劲；供给端，印度、美国出口增量有限而中国出口大增，行业资本开支连续四季度负增长，扩张期渐入尾声。中国农药工业协会定于2025年10月12日召开2025年草铵膦产品协作组会议，旨在共同维护草铵膦（精草铵膦）行业公平竞争环境，推动产业高质量发展。预计行业在需求拉动与反内卷推动下价格回升，重点推荐【利尔化学】。

氟化工：制冷剂方面，2024年起三代制冷剂实行配额制，我国三代制冷剂拥有全球80%以上配额。供给受配额限制，且集中度高，制冷剂价格脱离周期品定价，呈现超长景气周期价格上涨态势。氟化液方面，数算中心机架功率持续提升，液冷方案可解决数算中心高能耗、高散热难题。沉浸式及双相冷板式液冷可带动上游氟化液及制冷剂需求快速增长，建议关注氟化液（全氟聚醚、氢氟醚、六氟丙烯低聚体、全氟胺）在液冷领域应用进展。重点推荐【巨化股份】、【东岳集团】、【三美股份】。

可持续航空燃料(SAF)：绿色低碳背景下，2025年欧洲强制添加2%比例SAF有望推动生物航煤产品价格上行，同时未来全球其他国家及区域有望推动本地区相关生物航煤添加政策，SAF长期需求有望持续高速增长。重点推荐国内生物柴油龙头企业【卓越新能】，公司具备一代生物柴油产能达50万吨，新建10万吨SAF产能及40万吨一代生物柴油产能，具备较强的成本竞争力水平。

本月投资组合：

【亚钾国际】国内稀有钾肥生产企业，产能持续扩张凸显规模优势；

【巨化股份】氟化工龙头企业，看好制冷剂景气度和氟化液市场前景；

【三美股份】投资布局四代制冷剂，制冷剂产品不断完善；

【卓越新能】生物柴油拐点出现，产能扩张看好未来业绩弹性；

【利尔化学】氯代吡啶类除草剂、草铵膦龙头公司；

【中国石油】国内综合性能源龙头，天然气产业链优势地位巩固。

风险提示：原材料价格波动，产品价格波动，下游需求不及预期等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）、余双雨（S0980523120001）、张歆钰（S0980524080004）、董丙旭（S0980524090002）、王新航（S0980525080002）

◆ 海外市场专题：人工智能行业专题（13）：OpenAI 的软硬件生态布局与进展

硬件与算力生态上, OpenAI 的选择代表 AI 叙事主线的认可, 一方面用巨额订单提振合作硬件厂商收入预期和股价, 另一方面通过股权、协议等与硬件公司深度绑定, 形成“风险共担、收益共享”的闭环、强化市场对 AI 的信心。OpenAI 以“星际之门”为核心推进算力基建, 联合软银、Oracle 计划四年投 5000 亿美元建 10GW AI 基础设施。硬件合作上, 英伟达投 1000 亿锁定未来 10GW NV 芯片供应; AMD 以 1.6 亿股认股权证(行权价 0.01 美元)换 OpenAI 未来部署 6GW AMD GPU; 同时 OpenAI 与博通达成 100 亿美元 3nm ASIC 订单, 计划 2026 年量产。

从算力需求上, 我们测算 OpenAI 训练与推理今年均有超十倍的增长。训练端每个大版本模型训练所需计算量均有近 10 倍提升。推理端 ChatGPT 的 Tokens 消耗呈现“用户规模扩张+使用深度提升+单次交互复杂度暴增”的三重驱动下的爆炸式增长, 测算 ChatGPT 2025 年 Tokens 消耗约为 6425 万亿(同比增长超 16 倍)。对应 OpenAI 2025 年收入预计达 130 亿美元(2024 年 37 亿)、2030 年预计达 2000 亿。

软件生态上, OpenAI ChatGPT 正在“工具型应用”转向“Agent 平台”, 并积极抢夺信息获取(谷歌)、电商(亚马逊)与社媒(META)场景。2025 年 9 月 ChatGPT 推出三大功能: Pulse(用户个人助理、主动推荐个性化简报)、即时结账(联合 Etsy/Shopify)、Sora App(AI 原生内容的社媒平台)。对比 2023 年插件时期, ChatGPT 的转型反映了在十亿级用户的高频交互、反馈下对用户数据和决策场景的深度嵌入, 更体现了 OpenAI 的技术革新、交互体验提升和商业变现的扩展。

ChatGPT 正重塑用户行为、成为重要入口, 其核心价值是决策与执行, 不仅可获得生产力溢价、更可赚取用户决策/交易中间环节价值。

从用户规模来看: ChatGPT 用户规模在 AI 应用中显著领先, 2025 年 7 月 WAU 超 7 亿(覆盖全球 10%成年人)、MAU 近 10 亿。付费版(Plus)留存率 80%+, 用户日均时长近 20 分钟(在搜索工具中仅次于 Chrome 浏览器), 2025 年 7 月用户日均发送消息超 25 亿条(同比增长超 5 倍)。

从用户行为来看: 非工作场景占比 73%, 深度介入用户生活、Agent 属性凸显, 用户付费意愿高。ChatGPT 的主要作用是“辅助决策”(询问类消息占 49%), 尤其适配知识密集型工作提升生产力。通过介入“询问(占比 49%)”、“执行(占比 40%)”环节, 带来降低决策成本、加速决策周期的效率价值, 后续可进一步主导信息分发、获取和交易决策环节, 作为中介平台赚取利润。

从用户分布来看: 跨人群使用差异显著、低收入国家增长快、不同教育/职业人群均能适配, 说明产品通用性强、用户增长空间极大。

模型性能方面, 虽前沿大模型差距缩小, GPT 系列始终维持 6-12 个月技术领先, 且推出性价比版本用于商业化。GPT-5 (high) 与 Codex (high) 智能化评分位列第一。参数均衡, GPT-5 延迟 0.78s, 开源版 gpt-oss-120B 输入价 0.04\$/M、极具性价比。

风险提示: AI 技术进展不及预期风险、行业竞争加剧风险、宏观经济波动风险、AI 幻觉问题影响等。

证券分析师: 张伦可(S0980521120004)、刘子谭(S0980525060001)

◆ 行业月报: 互联网行业 2025 年 10 月投资策略-港美股巨头估值差异快速收敛, 国内巨头加码投入 AI

9 月行情回顾:

人工智能动态: 1) 谷歌: 发布 Nano Banana Prompt 模板, 推出 AP2 协议; 2) OpenAI: 开放 ChatGPT Projects 功能, 新建五个数据中心; 3) Meta: 发布代码世界模 CWM, 推出 AI 视频生成平台 Vibes; 4) 微软: 发布 GPT-realtime, 推出 Copilot Audio 音频模式; 5) 亚马逊: 上线 Lens Live; 6) 苹果: 发布 STARFlow; 7) DeepSeek: 发布 V3.1-Terminus; 8) 腾讯: 开源 3D 世界模型混元 Voyager, 推出混元 3D Studio; 9) 阿里: 发布 Qwen3-Next, 开源动作生成模型 Wan2.2-Animate; 10) 字节跳动: 发布 Seedream4.0, 上线 Lumi 平台; 11) 百度: 月活再登国内第一, 开源发布 Qianfan-VL; 12) 月之暗面: Kimi-K2-0905 RooCode 开源榜单排名第一; 13) 快手: 可灵 AI 数字人上线; 14) 美团: 发布 LongCat-Flash-Chat; 15) 高德: “小高老师”月活突破 4 亿。

互联网行业动态: 1) 游戏: 9 月国产游戏版号下发: 米哈游《崩坏: 因缘精灵》、腾讯《归环》等游戏

获批；2）金融科技：8月支付机构备付金同比增长6%；3）短视频：国家版权局将重点打击短视频侵权盗版，主要平台集中发布违规微短剧治理公告。4）本地生活：高德地图上线“高德扫街榜”，淘宝闪购上线团购业务，美团旗下国际外卖品牌Keeta上线阿联酋；5）电商：抖音电商过去一年货架场GMV同比增长49%。

10月投资策略：9月恒生科技上涨9.2%，港股互联网巨头估值与海外差异快速收敛，当前腾讯与Meta，阿里与谷歌估值已回到类似水位。近期伴随阿里在云栖大会上表示将继续加大AI方面的资本开支投资，并预测2032年阿里布局的数据中心能耗将较十年前有十倍空间提升。我们认为国内巨头正式进入加码AI投入阶段，类似于海外2023年中旬微软和Meta领衔投入天量Capex布局AI。该阶段的典型特征为，短期利润或受到AI投入影响，但股价主要受AI投入力度，模型、技术、应用等边际进展驱动。我们继续推荐AI投入最坚决的阿里巴巴、腾讯控股和快手公司。

风险提示：政策风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险等。

证券分析师：张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）、张昊晨（S0980525010001）、王颖婕（S0980525020001）

◆ 行业快评：社保基金 2024 年年度报告点评-长期投资，复利增长

2025年9月30日，全国社会保障基金理事会（下称“社保基金”）发布《全国社会保障基金2024年度报告》。2024年，社保基金投资收益额为2184.18亿元，投资收益率为8.10%。其中，已实现收益额436.51亿元（已实现收益率1.64%），交易性资产公允价值变动额1747.67亿元。社保基金自成立以来的年均投资收益率为7.39%，累计投资收益额超19009亿元。

国信非银观点：2024年，在国内股票市场前低后高的波动环境下，社保基金维持股票风险敞口基本稳定，获得A股市场反弹带来的收益。社保基金发挥长期资金和耐心资本优势，从长周期角度对国内股票进行投资，抓住长期配置价值窗口期，在震荡市场中逆势布局；持续完善委托投资产品体系，探索丰富拓展超额收益来源。截至2024年末，其全年实现投资收益2184.18亿元，投资收益率达到8.10%，自成立以来的年均投资收益率达到7.39%，累计投资收益额高达19009.98亿元。社保基金的长期收益率显著超过其长期负债成本，为实现基金保值增值的目标奠定坚实基础。

证券分析师：孔祥（S0980523060004）、王京灵（S0980525070007）

◆ 行业月报：港股10月投资策略-港股定价权的变化——基于中债利率的估值框架作用显现

美国：9月议息会议是新一轮货币宽松的开始。9月美联储在提高2026年的经济增速、调低失业率的情况下，矛盾地完成了降息。联储委员的意见非常割裂，但多数委员坚持年内还应降息2次。这证明了美联储的中立性已经开始丧失，我们也意识到传统的“通胀未见顶、联储不降息”的范式也不再适用。

鉴于此，我们认为应该以更加积极的角度看待全球的流动性。现在的美国形势处在宏观数据有压力但不过差，企业盈利在AI的带动下较强的局面，这有利于美股的继续上涨，美元的继续下跌，以及新兴市场股票的上行。

A股：关于A股风险溢价模型的启示。我们以上证指数的风险溢价测算A股的上限区间，得到2025年与2026年的上证指数4900点与5300点的水平。这比以历史市盈率计算出的3650-4000点要高出不少。正是因为最近两年国债利率的大幅下行，才构成了这种差异。

值得一提的是，7、8月份业绩下修但指数上涨，代表A股当下主要以情绪驱动。后续应该关注成交量的变化，一个健康的上涨最佳路径是“放量上涨-缩量整理-再放量上涨”，细节可参考8月报告中的换手率讨论。

港股：中资定价的影响力愈发明显。

由于美联储的态度已经事实上更加鸽派，这有助于改善来自海外的流动性。此外我们注意到8、9月份港股在业绩下修的背景下出现了进一步的上涨，这种不寻常恰恰代表了以中债利率为基础的风险溢价框架开始系统性发生作用，为年内港股进一步上行打开了的空间。我们以加权风险溢价测算，上调2025

年港股目标价到 29000 点。板块方面：

- 1、AI 方向：AI 是目前引领全球资本市场的主旋律，大型互联网公司、以及围绕国产算力产业链的上游都将受益；
- 2、创新药：创新药业绩依然保持上修，值得继续持有，后续一旦出现新 BD 项目的释放，板块还有空间；
- 3、原材料：“反内卷”依然是贯穿下半年的主线，较多的公司业绩亮眼。且我们判断海外通胀会在 3、4 季度不断上行，该板块依然会持续受益；
- 4、非银：保险、券商受益于 A 股的上行，料三季报业绩当有不俗的表现，经历了一段时间的调整，目前也是不错的布局机会；
- 5、消费板块中，由于业绩分化，烟草、包装水、纺织服装值得关注。

风险提示：地缘政治的不确定性，美国关税政策的不确定性，海外降息幅度的不确定性，部分行业竞争格局的不确定性。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）

◆ 行业周报：风电产业链双周度跟踪（10 月第 1 期）

【行业要闻】

根据采招网统计，2025 年至今，全国风机累计公开招标容量 71.7GW（-13%），其中陆上风机公开招标容量 66.4GW（-12%），海上风机公开招标容量 5.3GW（-16%）。2025 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,533 元/kW。2024 年全年，全国风机累计公开招标容量 107.4GW（+61%），其中陆上风机公开招标容量 99.1GW（+70%），海上风机公开招标容量 8.4GW（-3%）。2024 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,359 元/kW。

根据国家能源局数据，2025 年 8 月我国新增风电装机 4.17GW，同比+13%；1-8 月新增装机容量 57.84GW，同比+72.1%；截至 2025 年 8 月末我国累计风电装机 579.01GW，占发电装机总容量的 15.7%。

根据风芒能源的统计，2025 年 1-9 月我国 12 家风电整机制造商国内项目合计中标规模 107.57GW（不含框架采购及自建，未披露去年同期数据），其中中标规模前三的企业是金风科技（20.20GW）、远景能源（17.00GW）以及运达股份（16.65GW）。

近两周铜价格价格上涨 3.2%，环氧树脂和玻纤价格环比持平。

【板块行情】

近两周风电板块普遍上涨，涨幅前三板块为整机（+15.1%）、塔筒（+13.4%）和海缆（+10.2%）。个股方面，近两周涨幅前三分别为明阳智能（+26.3%）、东方电缆（+22.7%）和新强联（+22.7%）。

【行业观点】

海风方面，25 年上半年江苏、广东重大项目陆续迎来开工。二季度进入交付旺季；25 年是国管海风开发元年，预计规划、竞配、招标、政策下半年有望落地。“十五五”期间年均海风装机有望超 20GW，远超“十四五”水平。陆风方面，25 年行业装机有望达 100GW 创历史新高，年初以来零部件企业迎来量价齐增，全年业绩有望大幅增长；上半年主机企业国内制造盈利磨底，随着涨价后订单的陆续交付，三季度交付端将迎来单价和毛利率双重修复。中国风机出海方兴未艾，25-26 年新增订单保持高增，进一步提供利润弹性。

【投资建议】

建议关注三大方向：1）出口布局领先的管桩、海缆龙头；2）国内盈利筑底、出口加速的整机龙头；3）零部件企业 25 年量利齐增机会。建议关注金风科技、东方电缆、广大特材、中际联合、大金重工、日月股份、时代新材、禾望电气、金雷股份。

【风险提示】

原材料价格大幅上涨，风电下游建设节奏不达预期。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 行业周报:AIDC 电力设备/电网产业链双周度跟踪（10 月第 1 期）

【AIDC 电力设备】

近两周 AIDC 电力设备板块表现分化，涨幅前三分别为电池后备电源 BBU（+18.6%）、变压器及开关柜（+7.8%）和铅酸电池（+6.6%）。个股方面，近两周涨幅前三分别为亿纬锂能（+23.7%）、特变电工（+21.3%）和欣旺达（+17.5%）。

行业观点：数据中心电力设备品类众多，电力传输链路较长，包括维谛、伊顿、施耐德等在内的全球巨头深耕细分领域多年，已形成完整的产品序列和强大的解决方案提供能力；国内企业聚焦数据中心行业时间较短，但在各细分产品和环节已具备较强的竞争优势，头部企业正逐步建立解决方案提供能力。此外，随着算力芯片国产替代的持续推进，数据中心价值链有望整体向中国企业转移。2025 年有望成为全球 AIDC 建设元年，国内外主要云厂资本开支有望迎来放量。建议持续关注数据中心供配电技术变革，800V HVDC 和固态变压器有望逐步应用。

产业链梳理：从事变压器/开关柜业务的公司包括金盘科技、明阳电气、伊戈尔、新特电气、伊顿等，从事 UPS/HVDC 业务的公司包括中恒电气、科士达、科华数据、维谛技术等，从事服务器电源业务的公司包括麦格米特、欧陆通、泰嘉股份等，从事 BBU 业务的公司包括蔚蓝锂芯、豪鹏科技、亿纬锂能等，从事铜连接业务的公司包括沃尔核材、安费诺等。

【电网】

2025 年 8 月全国电源工程投资完成额为 704 亿元，同比-14.0%；1-8 月累计投资额为 4992 亿元，同比+0.3%。2025 年 8 月全国电网工程投资完成额为 481 亿元，同比+25.6%；1-8 月累计投资额为 3796 亿元，同比+14.0%。

2025 年 8 月 28 日，国网特高压项目第三次设备采购中标结果公示，本次招标包括 72 个标包，同比基本持平，环比增加 28 个标包；中标金额 13.0 亿元，同比-82%，环比+151%；今年以来累计中标金额 37.8 亿元，同比-59%。

2025 年 9 月 27 日，国网输变电设备第五次变电设备（含电缆）招标公告发布，本批次招标标包 511 个，同比+3%，环比-6%；按照去年同一批次中标均价估算，本批次预计中标金额 106.4 亿元，同比+3%，环比-25%；前五批次预计累计中标金额约 788.3 亿元，同比+20%。

2025 年 9 月 19 日，国家电网营销项目计量设备第二批（电能表/采集终端/计量互感器）中标结果公示，本批次共 425 个标包，招标总数量达到 2066 万台，同比+26%，环比-41%；中标金额 46.76 亿元，同比-2%，环比-38%；今年以来累计中标金额 121.7 亿元，同比-33%。

近两周铜价格环比上涨 3.2%，线缆级 EVA 价格下跌 2.5%，其余原材料价格环比基本持平。

近两周电网设备板块普遍上涨，涨幅前三分别为电网自动化设备（+9.9%）、输变电设备（+7.3%）和线缆部件及其他（+7.0%）。个股方面，近两周涨幅前三分别为四方股份（+17.5%）、思源电气（+17.0%）和许继电气（+13.6%）。

行业观点：25 年上半年特高压招标开工不及预期，下半年有望迎来集中释放；网内相关企业 25-27 年仍具有较强的业绩确定性和稀缺性。网外业务占比较高企业通过新产品、新市场和份额提升有望持续增长，建议关注个股机会。25 年是电改的重要年份，电力交易、虚拟电厂、绿电直供等商业模式有望逐步成熟。中国企业出海稳步推进，海外份额仍有较大提升空间。

【投资建议】

AIDC 电力设备：建议关注四大方向：1）变压器/开关柜环节；2）UPS/HVDC 环节；3）有源滤波器 APF 环节；4）服务器电源环节。建议关注金盘科技、明阳电气、禾望电气、盛弘股份、蔚蓝锂芯。

电网：建议关注三大方向：1）下半年特高压订单、交付双重景气，关注换流阀、组合电器等环节；2）虚拟电厂、电力交易与绿电直供；3）电力设备出海。建议关注思源电气、三星医疗、金盘科技、平高电气、许继电气、东方电子、四方股份、金杯电工。

【风险提示】

AI 投资力度不达预期，特高压核准开工进度不达预期，行业竞争加剧，政策变动风险。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 行业周报：锂电产业链双周评（10 月第 1 期）-固态电池产业进展不断，欧洲新能源车需求持续向好

【行业动态】

固态电池产业化加速推进：材料端，清华大学化工系张强团队开发出新型含氟聚醚电解质；基于该材料构建的 8.96Ah 聚合物软包全电池在施加 1MPa 外压下，能量密度达 604Wh/kg。中国科学院金属研究所李峰、孙振华、于彤团队提出了一种全合一聚合物电极-电解质材料（ $P(EO_2-S_3)$ ），基于该材料所构建的集成电池架构能够在柔性设备中经过 20000 次弯曲循环仍保持稳健的循环性能；且当 $P(EO_2-S_3)$ 作为磷酸铁锂正极中的正极电解质使用时，可将电极能量密度提升至 585.9Wh/kg。当升科技表示已经开发出氯碘复合硫化物固态电解质；且已完成氧化物电解质年产百吨级中试线建设和硫化物固态电解质数吨级小试线建设。应用端，卫蓝新能源联合研制百兆瓦级大容量半固态锂离子电池储能系统入选第五批能源领域首台（套）重大技术装备名单。中汽新能全固态电池计划 2026 年装车一汽示范；卫蓝新能源半固态电池包获得中国船级社颁发的首张型式认可证书；中创新航与合肥览翌航空签署长期战略合作协议。

锂电材料企业近期持续斩获长期大单：9 月 22 日，天赐材料与瑞浦兰钧达成超 5 年累计超 80 万吨电解液供货协议。9 月 29 日，厦钨新能与中伟股份达成三年战略合作协议，双方预计在三元前驱体、四氧化三钴、固态前驱体、富锂锰基前驱体等产品以及循环回收和锂产品的合作量约 11.5 万吨/年。9 月 29 日，华友钴业旗下衢州新能源与 LGES 签署协议，约定 2026-2030 年间向其供应三元前驱体 7.6 万吨。同时，华友钴业旗下成都巴莫与匈牙利巴莫与 LGES 及 LGES 波兰工厂签署合同，约定 2026-2030 年间向其供应 8.8 万吨三元正极材料。

欧洲新能源车需求持续向好：在英国、意大利等国家补贴政策重启以及车型供给持续优化背景下，欧洲新能源车需求持续走高。9 月欧洲九国新能源车销量 31.12 万辆，同比+34%、环比+74%；新能源车渗透率 31.8%，同比+5.8pct、环比+0.5pct。1-9 月欧洲九国新能源车销量 206.53 万辆，同比+30%。

【新能源车产业链数据】

国内新能源车：8 月国内新能源车销量 139.5 万辆，同比+27%、环比+11%；国内新能源车渗透率 48.8%，同比+4.0pct，环比+0.2pct。1-8 月国内新能源车销量 962.0 万辆，同比+37%。

美国新能源车：8 月美国新能源车销量 17.66 万辆，同比+19%、环比+22%；新能源车渗透率 12.1%，同比+1.6pct、环比+1.6pct。1-8 月美国新能源车销量 111.36 万辆，同比+7%。

【锂电材料及锂电池价格】

锂盐价格震荡，电芯报价上行。本周末碳酸锂价格为 7.36 万元/吨，较两周前上涨 0.01 万元/吨。相较两周前，负极、电解液报价下跌，三元正极、磷酸铁锂正极、六氟磷酸锂报价上涨，隔膜报价稳定。本周方形三元动力电芯/铁锂动力电芯/储能用 100Ah 电芯/储能用 280Ah 电芯报价为 0.396/0.332/0.362/0.303 元/Wh，较两周前增加 0.002/0.000/0.000/0.000 元/Wh。

【投资建议】

•建议关注：1) 需求持续向好背景下估值较低的锂电行业领先企业（宁德时代、亿纬锂能、中创新航、湖南裕能、万润新能、天赐材料、新宙邦、璞泰来、恩捷股份、星源材质、中伟股份）；2) 低空经济与机器人产业布局领先企业（卧龙电驱、蔚蓝锂芯、科达利）；3) 固态电池材料布局领先企业（厦钨新能、容百科技、当升科技、天奈科技）；4) 需求持续回暖的消费电池企业（珠海冠宇、豪鹏科技）；5) 充电桩行业领先企业（特锐德、盛弘股份）；6) 电动自行车铅酸电池领军企业（天能股份）；7) 高压直流继电器领先企业（宏发股份）。

【风险提示】电动车销量不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，政策变动风险。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）、徐文辉（S0980524030001）

◆ 行业投资策略:计算机行业 2025 年 10 月投资策略-视频模型迎来 GPT 时刻，海外大厂加码 AI 投资

阿里云栖大会召开，布局 AI 全栈能力。2025 年 9 月 24 日，阿里云云栖大会于杭州召开。模型方面，通义大模型实现七连发，在模型智能水平、Agent 工具调用和 Coding 能力、深度推理、多模态等方面实现多项突破。会上，阿里首次系统阐述了通往 ASI 的演进路线，未来三年阿里将投入超 3800 亿元用于建设云和 AI 硬件基础设施，持续升级全栈 AI 能力。硬件方面，阿里云在此次大会上全面展示了从底层芯片、超节点服务器、高性能网络、分布式存储、智算集群到 AI 平台、模型训练推理服务的全栈 AI 技术能力。

海外大厂加码 ASIC 芯片，算力需求加速。随着生成式 AI 和大模型进入推理时代，全球主要云计算厂商纷纷布局自研芯片，ASIC 已成为云厂商在高强度推理场景下降低成本、优化性能、增强生态主导力的重要方向。据 The Information 报道，谷歌已经开始将其自研的 AI 芯片 TPU 部署在较小型云服务商运营的数据中心中。当前谷歌已接触包括 CoreWeave 和 Crusoe 在内的多家公司，商讨托管 TPU 的事宜。

算力需求飙升，全球资本开支加速。受下游算力需求推动，甲骨文 FY2026 财报披露其 RP0 飙升至 4550 亿美元，同比增长 359%，其中仅第一季度新增即达 3170 亿美元，公司上修全年 CapEx 指引至约 350 亿美元。英伟达和 OpenAI 宣布达成合作，为 OpenAI 的下一代 AI 基础架构部署至少 10 吉瓦的英伟达系统。各海外大厂大幅提升资本开支，AI 投入进入白热化。

Sora 2 发布，视频生成模型进入 GPT 时刻。OpenAI 发布最新的旗舰视频与音频生成模型 Sora 2，在现实风格、电影风格以及动漫风格的视频生成上都表现出色，能够创造复杂的背景声效、语音和音效，并具备高度的真实感。OpenAI 正式发布一款新的社交 iOS 应用，用户可以创作、混合彼此的生成内容，在可定制的 Sora 动态中发现新视频。DeepSeek 宣布正式发布 DeepSeek-V3.2-Exp 模型，在不影响模型输出效果的前提下，可以实现长文本训练和推理效率的大幅提升。智谱 AI 发布 GLM-4.6，在多个基准上胜过了 Claude Sonnet 4/Claude Sonnet 4.5，并在寒武纪芯片上实现 FP8+Int4 混合量化部署。

投资建议：当前全球 AI 快速推进，算力投资持续加码，模型能力加速迭代，有望在未来加速商业化进程，形成产业闭环，推动算力投资持续提升，建议关注 AI 应用及算力相关个股，如海光信息、博通、甲骨文、新大陆等。

风险提示：AI 应用落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动、新技术研发不及预期等。

证券分析师： 熊莉（S0980519030002）、艾宪（S0980524090001）、库宏焱（S0980520010001）

联系人： 云梦泽、侯睿、蒯亚婴

◆ 行业投资策略:农林牧渔 2025 年 10 月投资策略-看好海内外肉奶景气共振上行，核心推荐港股奶牛养殖标的

月度重点推荐组合：优然牧业（牧业大周期受益龙头），德康农牧（创新农户合作模式的生猪养殖标的），牧原股份（生猪养殖龙头），海大集团（畜禽及水产饲料龙头），立华股份（低成本黄鸡与生猪养殖标的）。

各细分板块推荐逻辑：1）肉牛及原奶：看好牧业大周期反转，2025 年国内肉牛大周期或迎拐点，海内外肉牛及原奶景气有望共振上行。2）生猪：反内卷支撑长期价格中枢，低成本龙头现金流或将显著改善，中长期分红比例有望迎来进一步提升。3）宠物：稀缺消费成长行业，有望持续受益人口变化趋势。4）饲料：水产景气稳步复苏，水产料龙头海大集团相对行业超额收益明显，同时海外布局稳步推进，中长期成长性凸显。5）禽：禽产能整体维持低波动，其中，白鸡中长期消费中枢上移，黄鸡有望率先受益内需提振，看好龙头低估值修复。

农产品价格跟踪：1）生猪：9 月生猪价格环比下跌。9 月末猪价 12.18 元/公斤，月环比下跌 11%，7kg 仔猪 211 元/头，月环比下跌 38%。2）禽：9 月末白鸡毛鸡价格 6.70 元/千克，环比下跌 4%；浙江青脚

麻鸡价格为 6.6 元/斤，月环比+16%。3) 鸡蛋：在产父母代 8 月存栏维持增长，供给压力仍大。4) 豆粕：价格历史底部，中长期供求支撑强劲。9 月末国内豆粕现货价为 2988 元/吨，月环比-3.68%。5) 玉米：底部支撑较强。9 月末国内玉米现货 2353 元/吨，较上月末基本持平，新粮上市带来边际供应增加。

9 月市场行情：其他种植业/畜禽饲料/肉鸡养殖板块涨幅领先。2025 年 9 月 SW 农林牧渔指数下跌 1.21%，沪深 300 指数上涨 3.20%，板块跑输大盘 4.41%。涨幅排名前五的个股依次为众兴菌业、金新农、天马科技、生物股份、ST 景谷，涨幅分别 29.79%/19.19%/15.51%/13.28%/12.62%。

投资建议：推荐牧业、猪禽低估值龙头、宠物、海大。1) 牧业推荐：优然牧业、中国圣牧、光明肉业等。2) 生猪推荐：德康农牧、牧原股份、华统股份、温氏股份、邦基科技、神农集团、新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等。3) 宠物推荐：乖宝宠物、瑞普生物等。4) 饲料推荐：海大集团等。5) 禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等。6) 动保推荐：回盛生物等。7) 种植链推荐：海南橡胶、荃银高科、国投丰乐、隆平高科等。

风险提示：恶劣天气带来的风险；不可控动物疫情引发的潜在风险。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 行业周报:农产品研究跟踪系列报告（177）-鸡蛋价格节中快速回落，肉牛价格 Q4 有望加速上涨

周度农产品跟踪：新一轮牛价上涨已开启，生猪价格支撑较强。

生猪：产能维持低波动，预计 2025 年猪价景气有望延续。10 月 6 日生猪价格 12.55 元/公斤，较节前环比-1.65%。

白鸡：供给小幅增加，关注旺季消费修复。10 月 6 日，山东大厂鸡苗价格 3.60 元/羽，较节前持平；毛鸡价格 3.35 元/公斤，较节前持平。

黄鸡：供给维持底部，有望率先受益内需改善。9 月 30 日浙江快大三黄鸡/青脚麻鸡/雪山草鸡斤价分别为 5.5/6.6/9.0 元，周环比分别+0.00%/+0.00%/+0.00%。

鸡蛋：在产父母代存栏维持增长，中期供给压力较大。10 月 6 日，馆陶鸡蛋报价 117 元/箱，较节前环比-16.43%。

肉牛：新一轮牛价上涨开启，看好 2025 年牛周期反转上行。9 月 30 日，国内育肥公牛出栏价为 25.96 元/kg，环比持平；牛肉市场价为 61.25 元/kg，环比持平。

原奶：三季度奶牛去化有望加速，原奶价格年底或迎拐点。9 月 25 日，国内主产区原奶均价为 3.04 元/kg，周度环比+0.33%，同比-3.19%。

豆粕：短期到港供给宽松，中长期供需支撑走强。9 月 30 日，国内大豆现货价为 3987 元/吨，周度环比-1.39%；10 月 6 日，豆粕现货价为 2998 元/吨，周环比-0.46%。

玉米：国内供需平衡趋于收紧，价格有望维持温和上涨。9 月 30 日国内玉米现货价 2353 元/吨，周环比+0.13%，同比+8.73%。

白糖：短期进口到港增加，关注到港节奏及原油价格波动。9 月 30 日，国内广西南宁糖现货价为 5760 元/吨，较上周环比-0.35%。

橡胶：短期价格预计趋稳，中期看好景气向上。9 月 30 日，泰标现货价为 1850 美元/吨，周环比+1.1%；全乳胶山东市价为 14250 元/吨，周环比-3.1%。

核心观点：看好牧业大周期反转，养殖链低估值龙头标的以及宠物消费成长。1) 肉牛及原奶：看好 2025 年国内牧业大周期反转，海内外肉牛及原奶景气有望共振上行。2) 生猪：反内卷支撑长期价格中枢，看好龙头低估值修复。3) 宠物：稀缺消费成长行业，有望持续受益人口变化趋势。4) 饲料：白马海大集团超额收益明显，有望受益水产景气复苏。5) 禽：白鸡中长期消费中枢上移，黄鸡或率先受益内需提振，看好龙头低估值修复。

投资建议：推荐牧业、猪禽龙头、宠物、海大。1) 牧业推荐：优然牧业、中国圣牧、光明肉业等。2) 生猪推荐：德康农牧、牧原股份、华统股份、温氏股份、邦基科技、神农集团、新五丰、巨星农牧、唐

人神、天康生物等。3) 宠物推荐：乖宝宠物、瑞普生物等。4) 饲料推荐：海大集团等。5) 禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等。6) 动保推荐：回盛生物等。7) 种植链推荐：海南橡胶、荃银高科、国投丰乐、隆平高科等。

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；不可控动物疫情引发的潜在风险。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 行业专题：割草机器人&泳池机器人：技术升级推动需求爆发，国内企业群雄逐鹿

海外割草需求旺盛，全球割草机百亿美元规模

欧美草坪文化盛行，私人花园存量达 1.8 亿个，草坪修剪成为高频刚需，由此催生出规模庞大的割草机等户外动力工具市场。根据欧睿及公司公告数据测算，预计 2024 年全球割草机规模在 100 亿美元，2013-2023 年复合增长 2%。虽然行业发展较为成熟，但品类结构的变迁悄然来临。割草机主要三大品类中，手持式/骑乘式销额占比超 40%，割草机器人占比约 10%，随着割草机器人技术的迭代升级，其渗透率存在较大提升空间。

无边界智能割草机快速迭代，有望推动渗透率节节攀升

割草机器人 1995 年面世，但囿于技术条件，产品渗透率较低。2021 年，九号公司率先把 RTK 卫星差分定位技术引入割草机器人，实现免埋线+厘米级定位，此后追觅、科沃斯、库玛等国内科技企业纷纷入局，推出视觉、激光雷达及各类融合技术方案，割草机器人快速迭代升级，使用体验显著提升。割草机器人销量迎来爆发，2025H1 全球割草机器人销量同比增长 327%至 234 万台，其中无边界割草机器人 152 万台，无边界占比由 2024 年 35%提升至 65%，是增长的主要动力。割草机器人技术的持续升级，其对手推式/骑乘式等传统割草机的替代优势愈发显著，预计远期无边界割草机器人的销量有望达到 600 万台左右，占割草机行业总销量的比重达到 30%，较当前销量规模具备翻倍的成长空间。

割草机器人行业竞争格局：国内企业技术优势明显，有望成为行业引领者

割草机器人行业主流企业分两类，传统割草机龙头富世华、宝时得凭借渠道及先发优势，2024 年仍占据行业头部门额，但导航技术方案相对单一，无边界产品布局滞后。国内割草机器人新锐企业则凭借快速的产品迭代，份额持续提升：九号、库玛、科沃斯、追觅等在 RTK+视觉、RTK+激光雷达等融合技术方案上不断创新，产品已具备明显的性价比优势，用户评分也普遍好于传统割草机龙头。此外，国内传统电动工具头部企业泉峰控股、格力博、腾亚精工、大叶股份等也纷纷加快在无边界割草机器人领域的布局，新增量可期。当前割草机器人处于快速创新升级的过程，技术、产品力是决定格局的第一要素，我国企业在导航、算法、供应链等领域具备领先优势，有望成为行业引领者。

泳池机器人：无缆产品快速崛起，我国企业乘风而上

2024 年全球泳池数量 3290 万个，与泳池清洁相关的支出达到 129 亿美元，其中泳池机器人行业零售规模达到 25 亿美元，2019-2024 年复合增长 16%；出货量规模约 450 万台，近 5 年复合增长 12%。在技术的持续升级下，泳池机器人渗透率持续提升，从 2019 年的 18%上升至 2024 年的 26%，预计 2029 年渗透率有望达到 34%，出货量规模达到 660 万台，2024-2029 年复合增长 8%；零售额达到 42 亿美元，复合增长 11%。

无缆泳池机器人逐步成为行业内的主流，2024 年出货量达到 200 万台，2019-2024 年复合增长 81%；至 2029 年有望达到 440 万台，复合增长 17%，占泳池机器人的 66%。

泳池机器人行业格局较为集中，2024 年全球泳池机器人出货量 CR5 达到 75%，望圆科技以 9%的市占率位居第三。在无缆泳池机器人领域，我国企业包揽出货量前五，望圆科技以 20%的份额位列第一。

望圆科技 2014 年首创推出无缆产品，在全球泳池机器人出货量排第三、国内第一。2024 年公司无缆产品收入占比 89%，品牌收入占比 72%，亚马逊渠道收入占 79%，在欧美线上无缆泳池机器人领域占据较高份额。公司有望通过持续创新迭代、扩大产品矩阵和线上线下渠道强化市场地位。

泳池机器人存在导航方案不够精准等痛点，2025 年 9 月光峰科技推出首款水下蓝光激光雷达，助力激光雷达在水下的应用，有望推动行业渗透率的提升并享受到行业发展的红利。腾亚精工也在大力开拓泳池机器人制造业务，有望开拓新增量。

投资建议：技术升级推动需求爆发，国内企业群雄逐鹿

Ø割草机器人自 RTK 技术引入以来，产品迎来快速迭代升级，无边界割草机器人需求快速爆发。泳池机器人领域，无缆产品以便利性和智能性正快速成为行业主流。技术的迭代推动无边界割草机器人与无缆泳池机器人的需求爆发。

Ø我国企业正以快速的产品迭代构建产品力优势，同时向线上线下全渠道渗透。九号、科沃斯、石头、光峰、望圆、库玛、追觅等科技企业，有望在割草机器人技术变革大潮中，不断精进产品，构筑产品及渠道的优势，从而收获增长红利，建议关注石头科技、光峰科技、科沃斯、泉峰控股等。

风险提示：行业需求不及预期、行业竞争加剧、国际贸易环境恶化、新领域拓展不及预期、原材料及汇率大幅波动。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）、李晶（S0980525080003）

◆ 行业专题：2025 年四季度食品饮料行业投资策略：底部蓄能，强者恒强

市场回顾：受内需和消费者信心不足影响，今年以来食品饮料板块跑输指数，A 股和 H 股累计上涨 1%，其中，A 股食品饮料（申万）下跌 4.7%，明显跑输沪深 300（+17.9%）；H 股食品饮料（申万）上涨 29.5%，跑输恒生指数（+34%）。

品类分化，强者恒强。二季度以来酒类受政策影响，股价持续承压，其中贵州茅台、酒类（剔除贵州茅台）较年初分别下跌 5.5%和下跌 5.8%。大众品出现改善迹象，龙头效应明显，前三季度上涨 13.4%，饮料（农夫山泉、东鹏饮料等）、零食（卫龙美味、盐津铺子）表现最好。

改革赋能，热点增多，底部信号增强。今年以来，不少公司积极进行渠道、产品、组织改革，通过数字化重塑产业生态，效果初显，生育补贴、椰子水、无糖茶、魔芋零食、气泡黄酒、珍酒李渡·大珍新模式、酒鬼酒·自由爱等热点增多，板块底部信号增强。

展望四季度：随着二季度酒类消费政策影响逐步变弱，酒类、餐饮供应链等需求步入进入复苏阶段，供给端也将出现积极信号，比如白酒产区政府降速共识形成，我们认为四季度飞天茅台价格等板块核心景气指标均有改善空间。

投资建议：从历史经验来看，四季度宏观政策密集，在基本面低基数、资本市场低预期、机构持仓较低、美联储降息预期的背景下，任何供需两端的变化均有可能催化股价上行，比如白酒经销商大会释放降速预期，我们看好四季度板块投资机会，建议关注以下几个方向：

政策敏感度较高的白酒、餐饮供应链（预制菜），推荐贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、迎驾贡酒、海天味业、巴比食品、颐海国际、第一太平、千味央厨、安井食品等。

强者恒强，推荐农夫山泉、东鹏饮料、燕京啤酒、卫龙美味、盐津铺子、伊利股份等。

风险提示：需求复苏慢于预期等风险、白酒、乳品等持续增加供给导致价格大幅下跌风险、食品安全问题带来的舆论风险等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）、柴苏苏（S0980524080003）、张未艾（S0980525070005）

联系人： 王新雨

◆ 行业周报：建筑建材双周报（2025 年第 15 期）-建材稳增长方案出台，反内卷有望强化

建材稳增长方案出台，反内卷力度有望强化。近日，工信部等 6 部门联合印发《建材行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》，将盈利水平有效提升作为主要 2025-2026 年目标之一，并将强化行业管理，促进优胜劣汰作为首要工作举措，加强政策协调，规范产能供给，优化产能结构，明确指出“水泥企业要在 2025 年底前对超出项目备案的产能制定产能置换方案，促进实际产能与备案产能统一”“加快光伏压延玻璃产能风险预警由项目管理向规划引导转变”，预计后续反内卷执行力度有望强化。

重点板块数据跟踪：

1) 水泥：全国水泥价格环比大幅攀升，涨幅 1.5%，8 月下旬以来各地尝试推涨价格，但因需求支撑不

足，多数未能有效落地，随着四季度临近，为完成全年稳增长目标，预计水泥企业将继续推动价格上涨。2) 玻璃：浮法玻璃涨势放缓，整体价格仍有小涨，中下游补货支撑浮法厂去库，但中下游对高价接受度一般，短期十一假期对供需两端形成压力，但政策面支撑趋强，价格底部支撑作用逐步显现；光伏玻璃下游组件企业部分开工率下降，局部稍有转弱，库存转为缓增，但短期暂无新产能补入，且较低库存下，多数玻璃厂家稳价心理明显，大势维稳运行。3) 玻纤：无碱粗纱市场价格稳定延续，2400tex 缠绕纱主流 3250-3700 元/吨，均价 3524.75 元/吨，环比持平；电子纱 G75 以稳为主，中下游提货量维持，报价 8300-9200 元/吨，环比持平，7628 电子布 3.8-4.4 元/米。

投资建议：

建材方面，稳增长工作方案出台，反内卷升温有望继续提振行业预期，建议关注供给调控趋严、盈利水平有望逐步修复的水泥、玻璃板块，Q4 完成全年稳增长目标最后冲刺期，企业推涨意愿持续、价格中枢有望提升，推荐海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、旗滨集团，同时关注受益重大项目开工建设，相对独立的西藏和新疆区域投资机会；玻纤板块受益结构性景气，尤其 AI 爆发带动 Low Dk、Low CTE 等需求提升，高端缺口国产替代加速，关注中材科技、中国巨石；消费建材继续受益二手房景气及存量改造需求，龙头盈利率先改善，关注供给格局明显优化、竞争明显趋缓的细分领域，防水、涂料等领域已陆续提价，择优布局经营韧性更强龙头，推荐三棵树、兔宝宝、北新建材、伟星新材、东方雨虹、科顺股份。

建筑方面，年初以来各地开工走弱，地方政府主要精力集中在降负债和化隐债，新增投资项目意愿不强，建筑企业新签订单明显下滑，收入和利润承压。展望下半年，基建投资有望迎来复苏，政策层面，从“城市更新”到“农村公路”，政策重心重新回归增量基建领域；资金层面，上半年债务化解工作进展顺利，下半年新增政府债券将重点投向新建项目领域。推荐圣晖集成、亚翔集成、中岩大地、中国铁建、中国交建、中国中铁、中国建筑、中国中冶、鸿路钢构、中材国际、三维化学、中国化学。

风险提示：政策落地低于预期；成本上涨超预期；供给超预期；财政发力不及预期；重大工程项目审批落地不及预期。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、陈颖（S0980518090002）、朱家琪（S0980524010001）

◆ 行业投资策略：通信行业 2025 年 10 月投资策略-AI 高景气度延续，算力基础设施持续受益

9 月行情回顾：板块表现弱于大盘。9 月沪深 300 指数上涨 3.20%，通信（申万）指数下跌 0.15%，板块表现弱于大盘，在申万 31 个一级行业中排名第 14 名。通信行业主要公司（以我们构建的 100 个通信行业主要公司为参考）9 月 PE 估值 23.8 倍，略低于过去 10 年历史中位数 33.6 倍。各细分领域中，9 月光器件光模块、IDC、光纤光缆表现相对靠前。9 月涨幅靠前的个股有腾景科技（+66%）、淳中科技（+92%）、源杰科技（+44%）。

全球 AI 高景气度延续。（1）北美 CSP 云厂（包括亚马逊、谷歌、Meta、微软、甲骨文等）计划 2025 财年资本开支超过 3700 亿美金，同比增长 40%。其中，甲骨文最新一季财报显示，其 FY26Q1 末剩余履约义务（RPO）达 4550 亿美元，较上季度末增加 3170 亿美元，公司将继续加大 AI 投入，预计 2026 财年资本开支达 350 亿美元。（2）受益 AI 发展，英伟达主要代工厂商鸿海精密，公布 9 月营收达 8371 亿新台币，环比大幅增长 38.01%，同比增幅 14.19%，刷新历史同期营收新高。（3）IDC 数据显示，全球以太网交换机市场在 2025 年 Q2 营收 145 亿美元（约 1033 亿人民币），同比增长 42.1%。（4）OpenAI 近期先后与英伟达和 AMD 达成战略合作，9 月 22 日英伟达宣布计划向 OpenAI 投资高达 1000 亿美元，10 月 6 日 OpenAI 宣布与 AMD 共同部署 6GW 的 MI450 GPU 集群。

国内 CSP 云厂持续加大 AI 投入，国产数据中心超节点产业化进程加速。中国云厂（字节、阿里、腾讯、百度等）预计在 2025 年投入在 AI 算力的支出超过 4500 亿元。同时国产超节点算力集群的产业化进程加速。9 月，阿里在其云栖大会发布全新一代磐久 128 超节点 AI 服务器；中兴通讯展出了单机支持 64 张 GPU 的超节点服务器，同时展示了先进制程的 CPU 芯片规划和大容量交换芯片规划；华为在其 2025 全连接大会发布了支持 52 万 NPU 乃至近百万 NPU 的超大算力集群。

光模块需求旺盛，CPO 和 OCS 等新技术产业化进程加速。NVIDIA、AMD、Broadcom 等芯片头部厂商与 CSP

云厂合作范围加大，不断上修高端芯片需求。台积电作为全球先进封装技术（CoWoS）核心供给方，一直在提升 CoWoS 产能，对应光模块需求持续上升。此外，在 9 月底的 2025 ECOC（欧洲光通信会议）上，博通宣布其 CPO 交换机在 META 平台实现累计一百万小时等效稳定运行。阿里、华为超节点在机柜间互联均倾向于采用 OCS 全光互联。

投资建议：建议持续关注 AI 算力基础设施发展

（1）10 月步入 Q3 财报季，算力基础设施供应商业绩有望持续验证算力高景气度。推荐关注光器件光模块（中际旭创等），通信设备（中兴通讯等），液冷（英维克等），端侧（广和通等）。

（2）三大运营商仍属红利配置重要资产，三大运营商经营稳健，并且分红比例持续提升，高股息价值仍在，建议长期持续配置三大运营商。

2025 年第 9 月重点推荐组合：中国移动、中际旭创、中兴通讯、广和通。

风险提示：宏观经济波动风险、数字经济投资建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦等外部环境变化。

证券分析师：袁文冲（S0980523110003）、张宇凡（S0980525080005）

联系人：赵屿

◆ 行业月报：公用环保 2025 年 10 月投资策略-中国船燃成功完成浙江省首单船用绿色甲醇加注业务，关注四季度聚变装备招标需求释放

市场回顾：9 月沪深 300 指数上涨 3.20%，公用事业指数上涨 0.41%，环保指数上涨 0.77%，月相对收益率分别为-2.80%和-2.43%。申万 31 个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第 13 和第 11 名。分板块看，环保板块上涨 0.77%；电力板块子板块中，火电上涨 2.34%；水电下跌 3.08%，新能源发电下跌 1.36%；水务板块上涨 1.27%；燃气板块上涨 5.65%。

重要事件：中国船燃成功完成浙江省首单船用绿色甲醇加注业务。9 月 29 日，随着 7 台专业槽罐车通过防爆加注撬装设备将 230 吨绿色甲醇注入停靠在宁波舟山港梅山港区 9 号泊位的“中远海运天秤座”轮，中国船燃联合浙江省海港集团、宁波舟山港集团，在宁波梅山港区成功为“中远海运天秤座”轮完成绿色甲醇加注，这标志着浙江省首单船用绿色甲醇加注业务圆满落地。这一里程碑事件标志着宁波舟山港成为国内少数同时具备 LNG、生物燃料和甲醇三类绿色燃料加注能力的国际枢纽港，为长三角世界级港口群建设注入绿色新动能。此次作业由中国船舶燃料有限责任公司联合中远海运集团、宁波梅东集装箱码头有限公司共同实施，加注采用槽罐车对船模式，投入 7 台专业甲醇运输槽罐车及全套防爆加注撬装设备，通过不同规格金属软管实现船岸连接。

专题研究：可控核聚变近况梳理，关注四季度聚变设备招标。随着中国聚变能源有限公司正式启动、BEST 装置首个关键部件杜瓦底座安装就位，以及 CRAFT 临近建成、多家民营聚变公司启动聚变装置建设，我国聚变装置建设有望迎来高峰期，多个装置计划开展前期设计及建设招标工作。根据当前聚变企业规划和装置建设情况，聚变装置建设有望释放百亿量级市场空间。部分装置或将在今年四季度启动前期招标和装置建设，推荐关注聚变装置建设和设备供应方面的投资机会。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源，区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源，以及开展新能源与智算中心一体化深化算电协同标的金开新能；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源；6. 基于余热锅炉设备制造进军核能和清洁能源装备制造的西子洁能。环保：1. 水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境，中山公用；2. 中国科学仪器市场份额超过 90 亿美元，国产替代空间广阔，推荐聚光科技；3. 欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，

推荐山高环能；4. 煤价下行背景下，秸秆价格同步下降，农林生物质发电行业成本端改善明显，推荐长青集团。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）、崔佳诚（S0980525070002）

◆ 行业周报:电子行业周报-重视本土晶圆代工的估值扩张，推理需求激化存储涨价周期

重视本土晶圆代工的估值扩张，推理需求激化存储涨价周期。节前一周上证上涨 0.21%，电子上涨 3.51%，子行业中半导体上涨 7.64%；同期恒生科技下跌 1.58%，费城半导体、台湾资讯科技上涨 1.17%、1.12%。双节假期期间港股半导体表现亮眼，国内两大代工厂中芯、华虹接连创下历史新高，我们在此前月度、周度策略报告反复提及，面对迅速扩张的 AI 算力需求以及高端芯片设计能力的提升，国内晶圆代工能力在“量”和“质”上都有着超预期的进阶表现，这也正是 Deepseek、阿里、腾讯等大厂对国产算力的适配力度和采购比重不断加大的底气，与海外产业链的供需矛盾有所差异，国内高端芯片的代工能力稀缺性与必要性更加突出，建议继续重视两大 Foundry 的估值扩张空间。与此同时，假期间 AI 应用 Sora 再度火爆全网、Open AI 再度联手 AMD 扩张算力投入并强调打造“应用入口”的“野心”，可见在推理需求日益兴起之际互联网大厂算力军备竞赛的白热化程度有增无减，在涨价周期内对于企业级存储带来重要需求增长极，存储在需求规模和涨价幅度上均有望超预期，继续推荐德明利、江波龙、佰维存储、翱捷科技、通富微电等。

推理需求推动 NAND 景气度提升，NAND 端有望迎来量价齐升机遇期。随着 AI 推理需求增长，传统大容量 HDD 供不应求，CSP 厂商将储存需求快速转向 QLC 企业级 SSD，由于需求推升，NAND 端价格持续回暖。供给端，NAND Flash 经历了上半年减产与库存去化，原厂库存与价格压力缓解，且产能端资本开支有所收窄。在企业级需求与供给收缩带动下，根据 Trendforce 预测，4Q25 NAND Flash 各类产品合约价将全面上涨，平均涨幅约 5-10%。在此基础上，AI 推理推升的 SSD 需求持续且 NAND 短期供给拉升有限，景气周期有望持续拉长，我们认为国产存储厂商有望迎来量价齐升机遇期，建议关注德明利、江波龙、佰维存储及兆易创新等。

预计 2024-2028 年中国晶圆厂产能的 CAGR 为 8.1%，主流节点产能增速最快。根据 SEMI 中国总裁在 IC WORLD 上的主题报告，预计 2024-2028 年中国晶圆厂产能的 CAGR 为 8.1%，高于全球的 5.3%。按工艺节点来看，中国成熟节点（55nm 以上）的 CAGR 为 3.7%，主流节点（22nm-40nm）的 CAGR 为 26.5%，先进节点（14nm 及以下）的 CAGR 为 5.7%。2024 年中国主流节点产能占全球的 25%，预计 2028 年将提高到 42%。我们认为，国产芯片高端化和制造本土化共同推动对中国产能的需求，建议关注生产链企业中芯国际、华虹半导体、北方华创、中微公司、拓荆科技、长电科技、通富微电、伟测科技、沪硅产业等。

长存集团股份制改革全面完成，长存三期成立扩产蓄势待发。9 月 25 日，长江存储科技控股有限责任公司（长存集团）召开股份公司成立大会并选举首届董事会，标志其股份制改革全面完成，长存集团旗下子公司涵盖长江存储、武汉新芯、长存资本、长存科服、宏茂微等多家企业，其中长江存储估值已超 1600 亿元。此前，9 月 5 日长存三期（武汉）集成电路有限责任公司成立，注册资本 207.2 亿元，其中长江存储持股 50.19%，湖北长晟三期投资持股 49.81%。当前长存在半导体设备方面已经实现了较高的国产化率，伴随长存三期的公司成立，后续的扩产计划有望推动国产前道设备公司订单进一步提升，建议关注：北方华创、中微公司、拓荆科技、神工股份等。

阿里云加速转型全栈 AI 服务商，AI 基础设施全面升级。在 2025 云栖大会上，阿里云重磅升级全栈 AI 体系，涉及大模型、智能体、AI 基础设施等各个方面。其中，在 AI 基础设施方面，公司表示正在积极推进三年 3800 亿的 AI 基础设施建设计划，并将会持续追加更大的投入。服务器层面，阿里云发布全新一代自主研发设计的磐久 128 超节点 AI 服务器，具备高密度、高性能和高可用的核心优势，可高效支持多种 AI 芯片，单柜支持 128 个 AI 计算芯片。我们认为 AI 仍是需求确定性高增长的投资主线，建议持续关注：工业富联、华勤技术、沪电股份、龙芯中科、联想集团、立讯精密、晶晨股份等。

9 月下旬各尺寸 LCD TV 面板价格环比持平，10 月供给端减产稳定面板价格。据 WitsView，9 月下旬 32/43/55/65 寸 LCD 电视面板价格分别为 35/64/124/173 美金，各尺寸 LCD TV 面板价格环比 9 月上旬持平。据 TrendForce，3Q25 品牌客户针对年末促销准备，部分代理商开始增强备货，TV 面板需求转强，9

月整体备货动能稳定。供给端面板厂预计10月休假减产,预计10月LCD电视面板产线稼动率下降至79%,预计10月电视面板价格维持稳定。我们认为,在经历了长时间陆资厂商大规模扩张、全球产业重心的几度变迁之后,LCD的高世代演进趋势停滞、竞争格局洗牌充分,推荐京东方A等。与此同时,LCD产业的崛起增强了国产电视品牌及ODM的出海竞争力,推荐兆驰股份、康冠科技、传音控股等。

重点投资组合

消费电子:工业富联、蓝思科技、小米集团、舜宇光学科技、世华科技、沪电股份、立讯精密、鹏鼎控股、水晶光电、东山精密、电连技术、海康威视、传音控股、康冠科技、视源股份、世运电路、京东方A、景旺电子、永新光学

半导体:中芯国际、翱捷科技、德明利、华虹半导体、杰华特、赛微电子、恒玄科技、澜起科技、乐鑫科技、长电科技、圣邦股份、伟测科技、豪威集团、通富微电、新洁能、晶晨股份、龙芯中科、艾为电子、晶丰明源、江波龙、扬杰科技、斯达半导、北京君正、芯朋微、思瑞浦、时代电气、卓胜微、帝奥微、东微半导、士兰微、华润微、天岳先进、纳芯微

设备及材料:北方华创、中微公司、鼎龙股份、拓荆科技、立昂微、沪硅产业

被动元件:江海股份、顺络电子、风华高科、三环集团、洁美科技

风险提示:下游需求不及预期;产业发展不及预期;行业竞争加剧。

证券分析师: 胡剑(S0980521080001)、胡慧(S0980521080002)、叶子(S0980522100003)、詹浏洋(S0980524060001)、张大为(S0980524100002)、李书颖(S0980524090005)、连欣然(S0980525080004)

◆ 行业投资策略:社服行业10月投资策略:双节出游韧性增长,Q4兼顾高景气方向与周期预期修复

n 行情回顾:9月板块跑输大盘,低估值且存在边际改善信号标的或区域题材相对领涨。2025.9.1-9.30 A股消费者服务板块涨2.69%,跑输沪深300 5.89pct;2025.9.1-10.6 港股消费者服务板块涨0.27%,跑输中信港股通指数 6.68pct,其中国庆假期跌1.78%,跑输 2.15pct。个股来看,低估值且出现边际改善信号如行动教育、港股高教板块等,以及区域题材如海南自贸港相关个股相对领涨。

n 子板块观点: Ø出行链赛道:国庆双节假期旅游需求韧性增长,10月1日-8日全社会跨区域人员流动量预计同比(2024年国庆日均)增长6.2%,好于节前交通运输部预测的3.2%,拼假模式助力长线游占比提升,其中长白山10月1日-3日客流增长22%、10.5中免三亚免税店销售额破亿表现突出。展望后续,四季度进入出行淡季,一是重点关注细分景气方向,如用户思维主导的酒店+零售体验经济新模式(双十一零售业务有望带来催化)、处于扩容周期的冰雪经济相关景区、产业链话语权更强的OTA平台等;二是兼顾顺周期预期拐点,其中免税四季度旺季随基数回落有望进入相对企稳阶段,酒店板块跟踪供需再平衡降幅边际收窄;三是关注政策增量,如服务消费、海南自贸港与市内免税店等。 Ø连锁餐饮赛道:统计局数据显示餐饮消费环比触底企稳,以茶饮、快餐、部分大众餐饮品牌为代表的龙头中期业绩表现也较为亮眼。展望后续,重点关注优质大众餐饮龙头成长潜力,目前估值低估背后主要反应市场对正餐模型门店持续扩张能力的担忧,但考虑部分龙头已经在单店模型与餐品SKU上做出诸多调整,后续伴随着扩张能力的持续验证,我们认为优秀大众餐饮龙头价值有望重新被市场定价重估。其次,在外卖平台补贴渐进退坡下,茶饮龙头均有不同程度股价回撤,且解禁边际也带来了情绪压制,但长期看具备供应链与性价比优势的龙头依然有望持续巩固竞争份额,关注回调后配置机会。 Ø教育人服赛道: 1)外部不确定性边际减弱,企业家信心呈现修复态势,企业家培训、职业技能培训、人服赛道标的有望受益;2)体制内吸纳就业,报考热度有望延续,逐步进入国考备考旺季,关注赛道催化;3)DeepSeek发布V3.2-Exp模型、Sora2音视频模型推出,AI教育产品有望受益于模型持续迭代;4)疫后从供给缺失过渡到品质优先,推荐低估值、高品质的K12教培机构。

n 风险提示:宏观、疫情等系统性风险;政策风险;收购低于预期、股东减持风险、市场资金风格变化等。

n 投资建议:结合目前经济环境和市场风格,建议配置携程集团-S、亚朵、同程旅行、BOSS直聘、小菜园、古茗、蜜雪集团、豆神教育、卓越教育集团、中国中免、长白山等。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）
联系人： 周瑛皓

◆ 一脉阳光(02522.HK) 财报点评:一脉阳光(02522.HK)-整体业务稳定发展，加速发掘影像数据价值

2025 年上半年收入增长 13%，实现扭亏为盈。2025 年上半年公司实现营收 4.67 亿元（+12.9%），环比增长 34.6%；归母净利润 0.16 亿元，相较 2024 年实现扭亏为盈。上半年收入增长主要是由于影像中心服务及影像解决方案服务的客户快速扩张，公司优化资源配置，减少不必要的开支，提升产出和运营效率，带动盈利能力改善。上半年公司完成 1.82 亿的配售融资，并完成高脉健康 70%股权收购。

影像中心服务下半年有望恢复稳定增长，公司所积累的影像数据价值不断凸显。2025 年上半年影像中心服务收入 3.0 亿（-6.1%），主要由于国内宏观环境波动及检查收费价格调整等政策影响。上半年公司新增开发 11 个影像中心，开始运营 12 个影像中心，并有 11 个在建中的影像中心。新的影像中心项目预计在下半年逐步交付投入运营，影像中心收入有望恢复稳定增长。影像解决方案服务收入约为 1.61 亿（+88.9%），主要由于医疗新基建政策红利持续释放和医疗设备更新需求逐步恢复。一脉云服务收入约 0.07 亿（-31.9%），主要是由于一次性软件销售收入的减少。2025 年 4 月，公司在上海数据交易所上架“CT 胸部病变标注数据”，同时获得数据供需方认证证书；8 月数据集正式通过北京国际大数据交易所合规审核并成功上架；9 月与数据使用方完成首批数据的交易。此外，公司所孵化的影禾医脉联合阿里云正式发布了“医学影像大模型智算一体机 MIIA-X1”，公司所积累的庞大影像数据库正在为 AI 医学影像发展赋能，凸显数据价值。

净利率同比改善，销售及管理费用率显著下降。2025 年上半年公司毛利率为 29.4%（-9.2pp），主要由于影像检查收费调整导致部分影像中心的毛利下滑，解决方案服务也面对行业竞争压力加剧的影响。管理费用率 16.1%（-10.4pp），主要是由于上市开支减少；销售费用率 5.8%（-2.1pp），财务费用率 2.5%（+0.1pp），净利率为 3.4%，盈利能力改善明显。

风险提示：放射和超声检查收费降价风险；市场竞争加剧风险；政策风险；扩张不及预期的风险；财务风险。

投资建议：一脉阳光是国内医学影像服务龙头，扩张步伐稳健。AI 时代下公司打造智慧影像综合解决方案，正在打通数据变现和应用的通路。维持盈利预测，预计 2025-27 年归母净利润分别为 0.49/0.81/1.13 亿元，同比扭亏为盈/65.3%/39.5%，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、张超（S0980522080001）

◆ 威高股份(01066.HK) 海外公司财报点评:威高股份(01066.HK)-通用耗材趋稳，药包“搭船出海”占比大幅提升

2025 年上半年公司收入持平，归母净利同比下降 9.0%。2025 年上半年公司实现营收 66.44 亿（+0.1%），归母纯利 10.08 亿（-9.0%），扣除特殊项目的一次性影响后同比下滑 12.7%，主要是由于部分产品降价和新产品营销投入。董事会建议上半年分红金额 4.42 亿，拟维持 50%的分红比例（基于经营层面的净利润，不考虑各种一次性非现金收益）。

通用医疗器械价格趋稳，医药包装“搭船出海”占比大幅提升。2025 年上半年医疗器械业务实现营收约 33.0 亿元，同比基本持平，分部溢利同比下降 17.1%，主要因为部分产品价格下降带来毛利损失，以及海外业务的汇兑损失。围术期专科耗材产品同比高双位数增长，“耗材+设备”组合销售初见成效。药品包装业务营收约为 11.7 亿元，同比持平。预充式冲管注射器受到集采影响，拉低板块销售额与利润。预灌封注射器国供应本土客户出口产品的“搭船出海”销量占比 35%，同比大幅提升近 10 个百分点，海外市场放量趋势明显。骨科业务营收 7.3 亿元（-1.6%），主要由于关节业务因销售模式改为经销，导致出厂价格降低，销售额表现负增长。脊柱业务销售额同环比均实现双位数增长，市场份额保持领先。2025 年上半年介入业务营收 9.9 亿元（-2%），其中美国、欧洲、中东和非洲区域同比个位数增长。板块分部溢利亏损 8900 万元，主要是由于汇率变化损失，以及血栓清除系统 Cleaner Vac 上市后增加销

售人员和营销费用。

毛净利率下滑，除管理费用率外的各项费用率稳中有降。2025 年上半年公司毛利率为 49.7%（同比-1.2pp），仍面临产品降价的压力。销售费用率为 17.8%（同比-1.3pp），管理费用率 9.3%（同比+1.2pp）。研发开支达 3.2 亿，占营收比进一步提升至 4.7%（同比+0.2pp），财务费用率 1.8%（-0.2pp），净利率降至 15.9%（同比-1.5pp）。

投资建议：考虑宏观环境和政策影响，下调盈利预测，预计 2025-27 年收入 137.6/148.5/159.6 亿（原为 141.3/153.3/166.2 亿），同比增速 5.1%/8.0%/7.4%；归母净利润 21.2/24.0/26.8 亿（原为 23.0/25.3/27.7 亿），同比增速 2.3%/13.4%/11.6%，当前股价对应 PE=11/10/9x。威高已建立了品牌形象、质量管控、规模效应、成本优势的多维度壁垒，看好威高股份的持续成长性和行业龙头地位，维持“优于大市”评级。

风险提示：集采降价风险；药品包装订单不及预期；新业务拓展不及预期。

证券分析师： 张超（S0980522080001）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

◆ 环球医疗(02666.HK) 海外公司财报点评:环球医疗(02666.HK)-综合医疗阶段性承压,持续拓展健康科技领域的业务布局

2025 年上半年收入及利润结构持续优化。环球医疗以医疗服务为核心，金融服务为支撑，健康科技为引擎，打造值得信赖的世界一流医疗健康产业集团。截至 2025 年上半年，公司已并表 65 家医疗机构，合计开放床位数 16168 张，同时面向医院客户开展设备全周期管理、智慧医康养等健康科技业务；并且提供以融资租赁为核心的综合金融解决方案。2025 年上半年实现营收 75.81 亿，同比增长 15.9%。其中医疗健康业务收入 49.64 亿，同比增长 27.7%，占总收入比重提升至 65.5%；年度溢利为 13.35 亿元，同比增长 6.6%，其中医疗健康业务贡献 2.85 亿，同比增长 5.3%，占比为 21.3%；归母净利润为 12.28 亿，同比增长 8.0%。

金融业务净息差进一步回升。2025 年上半年公司合计实现金融业务收入 28.51 亿，同比增长 6.9%，转型升级成效初显。生息资产平均收益率 7.22%，计息负债平均成本率 3.40%，净利差为 3.82%（+0.94pp），净息差 4.34%（+0.92pp），其中收益端受益于业务结构优化和优质客户拓展；成本端主要受益于公司优化融资结构、统筹平衡境内外融资策略，境内外融资成本均实现同比下降。公司资产质量持续保持良好，截至 2025 年上半年，公司不良资产率 0.97%，超过 30 天逾期率 0.90%，拨备覆盖率 313.87%。

综合医疗服务面临政策压力，推进健康科技并购项目。2025 年上半年综合医疗实现收入为 42.22 亿元（+15.8%）；实现溢利 2.31 亿，同比下降 14.6%。从运营指标看，平均单床年收入为 46 万元，其中三级医院单床收入约 62 万。总诊疗量约为 509 万人次（同比增长 2.8%），手术量达到 5.3 万人次（+3.0%）。今年公司成功并购北京金旭仪科，上半年健康科技实现收入 6.46 亿（+142.1%），其中设备全周期管理业务收入 4.18 亿（+58.7%），净利润为 0.48 亿（+45.9%），以青鸟软通为主体的智慧康养业务收入 2.22 亿，净利润为 0.12 亿。

投资建议：环球医疗以医疗融资租赁起家，紧抓政策机遇开拓医疗服务高景气赛道。金融业务处于转型创新期，增强服务实体经济和主责主业的支撑作用。医院集团业务快速成长，收入占比达 66%；健康科技和专科医疗加速布局，前景广阔。考虑宏观环境和政策影响，维持盈利预测，预计 2025-27 年归母净利润为 21.21/21.97/22.94 亿，同比增长 4.4%/3.6%/4.4%，当前股价对应 PE 为 5.0/4.9/4.6 倍。公司价值重塑空间大，估值具有性价比，维持“优于大市”评级。

风险提示：新业务拓展不及预期、医保控费超预期、医疗事故风险。

证券分析师： 张超（S0980522080001）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

◆ 金风科技(002202.SZ) 公司快评:金风科技(002202.SZ)-金风科技绿色甲醇生产全线贯通,开启绿色燃料新征程

据企业公众号报道，日前金风绿能化工兴安盟绿氢制 50 万吨绿色甲醇项目气化炉一次投料成功，顺利完成气化炉工艺现场验证，气化装置运行稳定，甲醇合成装置已经完成接气，目前该项目流程已经全线

贯通，并成功产出绿色甲醇。

国信电新观点：金风科技作为全球风电整体解决方案龙头企业，成功携手马士基与赫伯特等航运企业促进绿色能源转型。此次顺利投产绿色甲醇产能，为公司从风电解决方案向绿色能源解决方案的战略跃迁奠定坚实基础。我们预期公司未来把握全球风电长期蓬勃发展的市场机遇，同时通过绿色甲醇打造第二成长曲线，为公司参与全球绿色能源市场打开广阔空间。我们维持原有盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 26.98/36.73/44.96 亿元，同比+45%/+36%/+22%，EPS 为 0.64/0.87/1.06 元，动态 PE 为 23.4/17.2/14.1 倍，维持优于大市评级。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）

◆ 快手-W(01024.HK) 海外公司快评:快手-W (01024.HK) -OpenAI 发布 Sora APP, AIGC 需求加速增长

OpenAI 于 2025 年 9 月 30 日发布的新一代视频生成模型 Sora 2 和 Sora APP，发布后在社交媒体火爆出圈。

国信互联网观点：

作为“世界模拟器”的升级版，Sora 2 在图像分辨率、风格操控和指令遵循方面均有突破。Sora2 通过整合音视频同步生成技术，实现画面与环境音、物体交互声及对话的匹配，并显著提升物理仿真精度，能模拟体操动作、跳水力学等真实世界动态。

OpenAI 同步推出了独立的 Sora App，从工具到社交平台，构建了一个集创作、分发、互动于一体的 AI 原生社交生态。Sora2 推出的同名社交应用采用垂直视频流设计（类似 AI 视频抖音），用户可生成最长 10 秒 AI 视频并内置“客串”功能，需通过身份验证使用肖像。该应用初期免费开放但存在使用限制，仅限美加地区邀请用户访问，支持对他人视频进行二次创作或混编（Remix 功能）。根据 Appfigures，在仅限美国和加拿大地区并采用邀请制的情况下，Sora 的 iOS 应用程序于 9 月 30 日和 10 月 1 日上线后的头两天内，总计获得了 16.4 万次下载，并迅速攀升至美国 App Store 总排行榜第三位。

Sora2 出现有望带来 AI 视频工具快速破圈。Sora2 社交互动的三大支柱：①“客串”（Cameo）功能：用户可通过录制短视频样本，创建用户个人数字分身，并将其无缝嵌入任何 AI 生成的场景中。更进一步，该功能有望为明星、IP 方提供了一个数字肖像权授权和租赁市场，有望开创了全新的 IP 变现模式。②“二创”（Remix）功能：不仅是简单的视频剪辑，而是对视频内容的解构与重组。用户可以替换视频中的主角、背景甚至元素，实现高效的二次创作，有望极大地激发了社区的创作活力。③类 TikTok 的社交信息流：Sora App 采用类似 TikTok 的竖屏短视频信息流界面，用户可浏览、点赞、评论和分享 AI 生成视频。这种设计将创作、消费和社交互动紧密结合，形成了“观看-受启发-Remix 创作-分享-获得反馈”的闭环生态，有望重塑短视频生态。

OpenAI 正式发布新一代视频生成模型 Sora 2 及同名社交应用，推动 AI 视频生成技术从实验性工具迈向大众化应用进行转折，有望加速 AI 视频的商业化的落地。根据 Artificial Analysis 榜单（还未更新 Sora2），目前文生视频全球模型排名分别是快手 Kling 2.5 Turbo、谷歌 Veo 3、Luma Ray 3、MiniMax Hailuo 02、阿里巴巴 Wan 2.5 Preview 等。

投资建议：①快手可灵在 AI 视频领域领先。快手可灵 AI 写实风格视频表现优异，持续在生成效果和可控性迭代。②OpenAI 推出 Sora2 有望重塑短视频生态。视频内容未来若 AI 内容占比提升，将拉齐其他短视频平台与抖音内容的差距，重塑内容和 UGC 生态。建议关注 AI 视频相关公司快手。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）

金融工程

◆ 金融工程周报:主动量化策略周报-CANSLIM 行业轮动策略 10 月配置建议： 关注 钢铁、基础化工、电力设备、银行和电子等行业

本报告对 CANSLIM 行业轮动策略的样本外表现进行跟踪，从多个维度解析行业景气度情况并最终给出月度行业配置建议，以供投资者参考。

行业轮动因子表现

上月以来（20250901-20250930），券商金股行业变动、公募重仓股动量和 SUE 因子表现较好，公募基金持仓行业变动、成交量调节动量和超大单资金净流入金额占比因子表现较差；

今年以来（20250102-20250930），分析师认可度、SUE 和公募重仓股动量因子表现较好，而公募基金持仓行业变动、成交量调节动量和超大单资金净流入金额占比因子表现较差。

上月组合绩效回顾

上月以来（20250901-20250930），行业轮动组合收益率 4.38%，同期中信一级行业等权指数收益率 0.90%，组合超额收益率 3.48%。

今年以来（20250102-20250930），行业轮动组合收益率 18.94%，同期中信一级行业等权指数收益率 20.27%，组合超额收益率-1.33%。

本月组合推荐情况

我们借鉴 CANSLIM 体系，从行业拥挤度（C）、分析师预期（A）、基本面景气度（N）、聪明资金（S）、价格动量（L）、机构资金（I）和宏观视角下的动态估值（M）等多个维度构建了 CANSLIM 复合得分因子。

本期得分排名靠前的五个行业分别为：钢铁、基础化工、电力设备、银行和电子行业，具体分项得分明细可参见正文。

CANSLIM 行业轮动策略构建及绩效表现

复合因子：自 2013 年以来，CANSLIM 复合因子 RankIC 均值达到 11.6%，月胜率 64.7%，年化 RankICIR 达到 1.44。多头年化超额收益 10.75%，空头年化超额收益-10.41%，对行业未来收益具备较强的区分能力。

组合绩效：根据 CANSLIM 复合因子得分从高到低进行排序，选择得分最高的 5 个行业等权构建组合。2013 年以来组合年化收益 22.94%，相对行业等权基准年化超额收益 13.80%，相对最大回撤 23.75%，信息比为 1.29，收益回撤比 0.58，月度胜率 73%，表现优异。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	870.54	1.46	ICE 布伦特原油	65.45	-0.03
白银	10901.00	1.15	铜	83220.00	1.26
铝	20745.00	0.24	铅	16895.00	-0.41
豆一	3929.00	-0.05	锌	21870.00	0.76
豆粕	2907.00	0.03	镍	121200.00	0.35
玉米	2147.00	-1.10	锡	278060.00	2.17
螺纹钢	3001.00	-0.49	SR511	5527.00	0.14

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	100.4	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
002736.SZ	国信证券	47358.75	961242.93	100.00	2025-08-14
600369.SH	西南证券	33000.00	664510.91	100.00	2025-07-22
600490.SH	鹏欣资源	22026.56	221288.70	100.00	2025-06-12
600967.SH	内蒙一机	412.50	170338.18	82.58	2025-06-03
601226.SH	华电重工	408.34	116701.00	100.00	2025-06-02
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24

601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	46601.77	-0.002572	64.61	64.61	64.61	64.61	41.06
德国 DAX 指数	24597.13	0.866694	93.11	3.31	1.61	29.00	52.82
法 CAC40 指数	8060.13	1.069362	1.16	4.20	3.77	7.16	45.53
恒生指数	26829.46	-0.475967	-0.09	4.66	11.10	28.20	61.11
沪深 300 指数	4640.69	0.446800	2.67	3.20	17.90	15.50	57.07
美国 SP500 指数	6753.72	0.582761	0.63	3.98	8.48	17.43	47.85
纳斯达克综合指数	23043.38	1.119080	1.26	5.70	12.85	26.73	50.27
日经 225 指数	47734.99	-0.450232	7.14	9.37	20.27	22.59	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	002371.SZ	北方华创	452.3600	-1.4466	无数据	002371.SZ	北方华创	452.3600	-1.4466	无数据
2	601899.SH	紫金矿业	29.4400	3.1173	无数据	601899.SH	紫金矿业	29.4400	3.1173	无数据
3	300059.SZ	东方财富	27.1200	-1.6679	无数据	300059.SZ	东方财富	27.1200	-1.6679	无数据
4	300750.SZ	宁德时代	402.0000	1.1652	无数据	300750.SZ	宁德时代	402.0000	1.1652	无数据
5	300502.SZ	新易盛	365.7700	-5.7974	无数据	300502.SZ	新易盛	365.7700	-5.7974	无数据
6	688041.SH	海光信息	252.6000	-1.2664	无数据	600111.SH	北方稀土	48.3000	3.5370	无数据
7	600030.SH	中信证券	29.9000	-1.6771	无数据	688041.SH	海光信息	252.6000	-1.2664	无数据

8	300476.SZ	胜宏科技	285.5000	-1.8226	无数据	600030.SH	中信证券	29.9000	-1.6771	无数据
9	002475.SZ	立讯精密	64.6900	-0.1698	无数据	300476.SZ	胜宏科技	285.5000	-1.8226	无数据
10	002594.SZ	比亚迪	109.2100	0.5524	无数据	002475.SZ	立讯精密	64.6900	-0.1698	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	9880.HK	平安法兴八一零A	154.1000	0.08981612	142264.08	9988.HK	阿里巴巴-W	177.0000	0.02076125	513755.14
2	9880.HK	优必选	154.1000	0.08981612	142264.08	0981.HK	中芯国际	79.5500	0.03986928	350096.83
3	1024.HK	快手-W	84.6000	0.07224335	146692.95	1810.HK	小米集团-W	54.0000	0.00840336	203358.54
4	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	147507.85	1347.HK	华虹半导体	80.0000	0.10957004	183437.48
5	2228.HK	中国节能海东青	14.2200	0.05961252	148243.24	0700.HK	腾讯控股	663.0000	0.00454545	177420.61
6	2228.HK	晶泰控股	14.2200	0.05961252	148243.24	2228.HK	中国节能海东青	14.2200	0.05961252	152130.14
7	3690.HK	美团-W	104.5000	0.01653696	178553.50	2228.HK	晶泰控股	14.2200	0.05961252	152130.14
8	1347.HK	华虹半导体	80.0000	0.10957004	276851.28	9880.HK	平安法兴八一零A	154.1000	0.08981612	148628.25
9	0700.HK	腾讯控股	663.0000	0.00454545	290841.69	9880.HK	优必选	154.1000	0.08981612	148628.25
10	1810.HK	小米集团-W	54.0000	0.00840336	308841.31	3690.HK	美团-W	104.5000	0.01653696	131929.30
11	0981.HK	中芯国际	79.5500	0.03986928	411484.43	1024.HK	快手-W	84.6000	0.07224335	84463.07
12	9988.HK	阿里巴巴-W	177.0000	0.02076125	876698.87	9660.HK	中油苏皇八一零C	9.5800	-0.00104275	37782.99

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032