

研报摘要

总量研究

【宏观经济】美国政府关门推涨黄金，国内消费“量”仍好于“价”——国庆海内外要闻-20251008

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002 | 潘纬桢（分析师）证书编号：S0790524040006

全球宏观要闻：美国政府陷关门危机，日本或将迎女首相

1、美国政府再度陷入关门危机。当地时间10月1日凌晨，由于美国两党就2026财年预算问题未能达成一致，美国政府时隔7年后再度关门，两党此次争议的焦点在《平价医疗法案》的补贴问题，目前已进入第2周，但影响或可控。

2、高市早苗当选自民党总裁，或成为日本首任女首相。10月4日，高市早苗成功当选日本自民党总裁，预计其将成为日本首任女首相。从其经济政策等主张来看，高市早苗主张财政扩张和政治右倾立场，对日股形成利多，日元和日债偏空。

3、法国总理勒科尔尼“闪电”辞职。法国总理勒科尔尼10月6日向法国总统马克龙递交辞呈，称其履行总理职责的条件已不再满足。这距离其上任仅有27天，显示出法国目前面临严重的政治和财政危机，负面影响或将持续。

4、以色列宣布接受美国提出的结束冲突“20点计划”。特朗普9月29日宣称以色列已接受美方提出的结束加沙冲突的“20点计划”，哈马斯称研究后回复。

全球经济：美国小非农新增为负，欧日经济边际转弱

1、美国9月ADP新增就业为负，8月职位空缺维持低位。9月美国ADP新增就业人数录得-3.2万人，不及市场预期的5.1万人，且较8月初值的5.4万人大幅下降。8月职位空缺数及空缺率亦处于历史较低区间，美国劳动力市场仍疲软。

2、美国9月制造业PMI略有回升，欧元区、日本略有下滑。美国9月ISM制造业PMI较8月回升0.4个百分点至49.1%，但仍处荣枯线下。欧元区与日本9月制造业PMI分别较8月下降0.9、1.2个百分点至49.8%、48.5%，表现偏弱。

国内政策经济：政策性金融工具落地，钟才文署名文章讨论经济发展方向

1、中共中央政治局9月29日召开会议，会议决定，中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议于10月20日至23日在北京召开。中共中央政治局听取了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》稿在党内外一定范围征求意见的情况报告。

2、国家发展改革委在9月份新闻发布会上表示，新型政策性金融工具规模共5000亿元，全部用于补充项目资本金。发改委正在会同有关方面，督促各地方推动项目加快开工建设，尽快形成更多实物工作量。

3、央行货币政策委员会Q3例会于9月23日召开。会议建议加强货币政策调控，提高前瞻性、针对性、有效性，抓好各项货币政策措施执行，充分释放政策效应。

4、《人民日报》连续五天刊发“钟才文”署名评论。产业转型升级不是一个齐头并进的过程，不同区域、行业、群体会出现分化，宏观数据同部分微观主体感受会有“温差”。中国宏观政策在保持财政、货币等宏观政策连续性稳定性基础上，根据形势变化适时、适度调整政策力度和方向，调整注重长周期和战略考量。

5、9月PMI数据：制造业景气度小幅回升但弱于季节性，供给好于需求。工业原材料价格环比回落，结合高

频数据预计 9 月 PPI 环比可能在-0.2%左右，同比在-2.3%左右。分类型来看，大型企业保持高景气、小型企业自低位改善。5000 亿政策性金融工具正式落地，基建投资短期仍承压但后续有望筑底回升。服务业 PMI 小幅下行，暑期效应消退拖累居民出行相关消费。

国庆高频跟踪：国内消费“量”仍好于“价”，出入境旅游明显回暖

1、消费场景与人流表现：(1)国内旅游，从 8 省市数据来看，2025 年国庆期间游客人次同比增速在 10-20%区间，但人均支出同比普遍为负增长；(2)电影市场明显走弱，收入、人次、票价分别较 2019 年同期下降 61%、60%、2%；(3)全社会跨区域流动量较 2019 年增长近 3 成，其中小客车、铁路、公路、水路、民航分别较 2019 年同期变动+66.5%、+29.7%、-45.5%、-20.4%、+25.5%；(4)交运价格端延续修复，测算国庆假期国内经济舱票价分别较 2019、2024 年同期增长 0.5%、9.2%。(5)百度迁徙指数创新高，出入境旅游明显回暖。假期全国口岸日均出入境人员将超过 200 万人次、较 2024 年同期增长 14.3%。

2、地产成交方面，受同期基数提升影响，最近两周(9 月 23 日至 10 月 6 日)新建房与二手房成交同比边际回落；出口方面，根据高频数据指引，9 月出口同比或在+7%-+9%左右。

大类资产：全球股市、黄金上涨，原油下跌。

风险提示：国内政策不及预期，关税战反复超预期，美国经济超预期衰退。

【策略】AI 领涨全球，节后聚焦科技扩散——投资策略周报-20251007

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 耿驰政（联系人）证书编号：S0790125050007

科技为先，把握科技内的高低切

科技仍为重要主线，国产替代提供轮动线索，全球半导体周期仍在高位运行，机会层出不穷。整体来看，我们对指数的长期突破仍维持乐观判断：①坚定牛市信心，双轮驱动下，科技为先，PPI 交易为辅。②坚守科技，短期和长期，目前尚不具备高低切条件。③当下市场“科技为先”特征突出，资金从积极追逐科技里少数景气方向扩散到科技里多数细分主题投资方向，持续的赚钱效应进一步加强市场“科技为先”的信仰，积极寻找科技板块内高低切的机会。④如果有投资者相对畏高，对于想寻找除了前期涨幅累积较多的光模块、PCB、创新药、科创芯片、液冷以外的低位品种进行高低切，我们认为当前应该重点关注游戏、传媒、互联网、华为产业链(消费电子)、电池等品种。

国庆期间科技领涨全球资产

国庆假期期间(2025 年 10 月 1 日-10 月 6 日)，全球市场呈现“科技与避险资产共振”格局。港股方面，SORA2 发布带动互联网与半导体板块走强，国内 AI 生态加速扩张成为核心动力。美股在政府停摆背景下仍保持强势，费城半导体指数涨 6.35%。全球市场整体反弹，亚太领涨，黄金价格续涨逼近 4000 美元关口。

节日前后，市场主线穿越的规律

十一长假前后，市场主线是否发生变化？节前领涨的行业节后是否继续？根据十一长假前后的日历效应，市场主线切换与穿越的发生概率相近，切换概率稍高于穿越发生的概率；其中，科技类主线相对容易穿越十一长假，例如金融科技、TMT、国产替代等。本轮科技主线的持续性较强，源于在宏观预期并未显著变化下，科技呈现了 3 大中长期占优的因素：①科技品种的相对盈利再度占优，这是中期风格占优的充分条件；②海外映射是本轮科技的重要支撑；③全球半导体周期再次共振向上，科技大类的机会层出不穷。

对十一前后市场行情的启示

十一假期前后配置的核心思路及交易上应注意：(1) 市场双轮驱动，科技为先；(2) 节前低迷，节后火热，十月偏好高市盈率个股；(3) 市场主线切换与穿越的发生概率相近，其中科技类主线相对容易穿越十一长假。

行业配置“4+1”建议：（1）科技成长+自主可控+军工：AI 硬件、半导体、机器人、游戏、AI 应用、港股互联网、军工，此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。（2）受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：有色金属、化工、钢铁、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。（3）具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）。（5）底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

风险提示：宏观政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；历史不代表未来。

【固定收益】制造业持续复苏，景气水平整体保持扩张——2025 年 9 月 PMI 数据点评-20250930

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

9 月 30 日国家统计局公布 2025 年 9 月采购经理指数运行情况，制造业 PMI 为 49.8%（前值为 49.4%，下同），环比提升 0.4pct；非制造业 PMI 为 50.0%（50.3%），环比下降 0.3pct；综合 PMI 为 50.6%（50.5%），环比提升 0.1pct。

制造业：制造业景气水平连续两个月有所改善，已达 2025 年 4 月以来最高值

9 月制造业 PMI 为 49.8%（49.4%），环比提升 0.4pct，同比持平，制造业景气水平连续两个月有所改善，已达 2025 年 4 月以来最高值。

分行业看，高技术制造业 PMI 为 51.6%（51.9%），装备制造业 PMI 为 51.9%（50.5%），消费品行业 PMI 为 50.6%（49.2%），基础原材料行业 PMI 为 47.5%（48.2%）。9 月消费品行业 PMI 重回扩张区间，装备制造业 PMI 持续提升，装备制造业、高技术制造业和消费品行业 PMI 均高于制造业总体，处于扩张区间。

从构成指数看，生产指数为 51.9%（50.8%），新订单指数为 49.7%（49.5%），原材料库存指数为 48.5%（48.0%），从业人员指数为 48.5%（47.9%），供应商配送时间指数为 50.8%（50.5%）。生产指数环比提升 1.1pct，连续 5 个月位于扩张区间，升至近 6 个月高点，制造业生产扩张持续加快。其他相关指标中，生产经营活动预期指数为 54.1%（53.7%），环比提升 0.4pct，连续三个月提升，市场预期向好。

从企业规模看，大型企业 PMI 为 51.0%（50.8%），中型企业 PMI 为 48.8%（48.9%），小型企业 PMI 为 48.2%（46.6%），大型、小型企业景气水平环比提升，大型企业 PMI 连续 5 个月处于扩张区间，保持平稳扩张态势。小型企业 PMI 环比提升 1.6pct，景气水平有所改善。

非制造业：非制造业景气水平处于临界点，总体保持稳定

9 月非制造业 PMI 为 50.0%（50.3%），环比下降 0.3pct，同比持平，非制造业 PMI 处于临界点，总体保持稳定。

分行业看，建筑业 PMI 为 49.3%（49.1%），环比提升 0.2pct，建筑业景气水平小幅回升，建筑业业务活动预期指数为 52.4%，环比提升 0.7pct，建筑业企业对近期市场发展信心有所改善；服务业 PMI 为 50.1%（50.5%），环比下降 0.4pct，受暑期效应消退影响，与居民出行消费密切相关的餐饮、文化体育娱乐等行业商务活动指数落至临界点以下，但服务业 PMI 整体仍处于扩张区间。

从主要分类指数看，新订单指数为 46.0%（46.6%），投入品价格指数为 49.0%（50.3%），销售价格指数为 47.3%（48.6%），从业人员指数为 45.0%（45.6%），业务活动预期指数为 55.7%（56.2%）。新订单指数环比下降 0.6pct，非制造业市场需求景气度回落，业务活动预期指数随有所回落但仍位于较高景气区间，多数非制造业企业对市场发展仍保持乐观。

综合：景气水平持续扩张，连续 33 个月保持在扩张区间

9 月综合 PMI 为 50.6%（50.5%），环比提升 0.1pct，同比提升 0.2pct，连续 33 个月保持在扩张区间，企业生

产经营活动总体扩张有所加快。

债市观点：经济预期修正下，债券收益率有望趋势性上行

对于股、债配置，我们维持观点：

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

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【金融工程】港股量化：南下资金创 2021 年 2 月以来新高，10 月增配有色——金融工程定期-20251006

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003

港股市场 9 月概览：港股优于 A 股，商贸零售、有色、电子表现亮眼

2025 年 9 月港股市场呈现强指数的强劲行情，恒生指数月涨 7.1%。恒生科技指数跑赢大盘，月涨 13.9%，整体表现优于 A 股。

2025 年 9 月港股市场成交活跃度延续 8 月以来的温和修复态势。具体表现如下：9 月港股日均成交 2534.3 亿港元，成交额较 2025 年 8 月上升了 13.9%。

从港股一级行业来看，2025 年 9 月行业分化加剧，成长板块表现较价值板块表现更佳，其中商贸零售、有色金属、电子、传媒等领涨。

港股通成分股资金流分析：南下资金全年累计达 2024 年全年的 145%

9 月南下资金继续维持千亿净流入，单月净流入额达 1885 亿港元。截至 2025 年 9 月 30 日，南下资金全年累计净流入额为 11675 亿港元，是 2024 年全年的 145%，持续创历史新高。

截至 9 月 26 日，南下资金、外资、中资、港资及其他这四类的持仓市值占比分别为 21.19%、59.15%、12.58%、7.08%，较 2025 年 8 月的变化分别为 +0.19pct、+0.03pct、-0.36pct、+0.14pct。

南下资金：净流入靠前的行业为电力设备及新能源、综合、商贸零售、家电、有色金属。

外资：净流入靠前的行业为计算机、国防军工、电子、基础化工、钢铁。

中资：净流入靠前的行业为轻工制造、有色金属、医药、综合、国防军工。

港资及其他：净流入靠前的行业为国防军工、电力设备及新能源、家电、消费者服务、综合金融。

港股优选 20 组合的绩效表现：全区间内组合超额年化收益率 12.9%

在前期报告《公募港股投资变化及港股通优选组合构建》中，我们详细介绍了在港股通样本股中适用的各个因子，四大类因子在港股通成分股中分组表现优异。为了跟踪多头组合的月度表现，我们在每月底对分数最高的前 20 只个股按照等权的方式构建港股优选 20 组合，基准选取港股综合指数(HKD)(930930.CSI)。

2025 年 9 月，由于港股权重股涨幅较大，整体组合表现不佳，港股优选 20 组合的收益率为 0.25%，基准指数的收益率为 7.65%，组合超额收益率-7.41%。

从全区间来看（2015.1~2025.9），港股优选 20 组合的超额年化收益率 12.9%，超额收益波动比为 1.0。

港股优选 20 组合的 10 月持仓：增配有色板块

2025 年 10 月的港股优选 20 组合见表 3 所示，整体持仓较 9 月提高了在有色板块上的比例。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】资产配置月报（2025 年 10 月）——金融工程定期-20251005

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 王志豪（分析师）证书编号：S0790522070003 | 何申昊（分析师）证书编号：S0790524070009

多资产配置观点：看多短债、平衡低估转债、黄金资产

高频宏观因子：高频经济增长同比较前值下行，市场交易经济下行预期；高频消费通胀同比较前值下行，市场交易消费通胀下行预期；高频生产通胀同比较前值下行，市场交易生产通胀下行预期。

债券久期择时：模型预测未来三个月水平因子上升，斜率因子陡峭化，曲率因子增凸，推荐持有 1 年期短久期债券。

转债配置：截至 2025 年 9 月 26 日，“百元转股溢价率”为 35.70%，转债相对正股配置价值偏低；“修正 YTM-信用债 YTM”指标中位数为-2.23%，偏债型转债的整体配置性价比偏低；转债风格轮动未来两周推荐配置偏股低估转债指数。

黄金配置：模型测算未来一年黄金的预期收益率为 19.9%，基于 TIPS 收益率的择时模型持续看多黄金资产。

股债配置观点：权益风险预算不变，股票仓位小幅下降

开源金工将风险平价模型与主动信号结合构建主动风险预算模型，每月从股债横向比价、股票纵向估值水平、市场流动性三个维度构建主动风险预算指标。

回顾 9 月股债配置，股权风险溢价 ERP、流动性信号为中性，历史估值分位数信号看空，股票仓位为 7.22%，债券仓位为 92.78%，9 月组合收益-0.08%。

展望 10 月股债配置，股权风险溢价 ERP、流动性信号为中性，历史估值分位数信号看空，股票仓位为 6.45%，债券仓位为 93.55%。

行业轮动观点：看多钢铁、电子、通信、汽车等

开源金工从交易行为、景气度、资金面、筹码结构、宏观驱动、技术分析六个维度出发，分别构建行业轮动子模型并对模型动态合成双周频优选行业。

风格板块判断：成长组得分高于价值组，推荐配置成长风格；板块上看多大科技、大金融板块。

行业配置推荐：钢铁、电子、通信、汽车、交通运输、电力设备。

ETF 轮动组合：钢铁 ETF、科创芯片设计 ETF、创业板人工智能 ETF 华宝、汽车零部件 ETF。

“配置+选基” FOF 组合：9 月组合收益 2.61%，相对偏股基金超额-2.91%

2025 年 9 月，开源“配置+选基” FOF 组合收益率为 2.61%，偏股型基金指数收益率为 5.52%，组合超额收益为-2.91%。

2025 年 10 月，我们看多高成长、高质量因子、看空低估值因子，相应高配高成长、高质量大盘风格基金，低配低估值、小盘黑马风格基金。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。基金投资策略分类基于对公开的历史数据的定量测算与统计，对基金产品和基金

管理人的研究分析结论不能保证未来的可持续性，不构成对该产品的推荐投资建议。

【金融工程】基金投顾产品9月调仓一览——基金投顾产品月报系列（22）-20251005

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003 | 蒋韬（分析师）证书编号：S0790525070001

业绩统计：2025年9月行业轮动型投顾产品业绩较好

在前期报告《基金投顾的全方位解析及FOF策略构建》中，我们对天天基金及雪球上444个基金投顾产品，按照业绩基准中权益部分的指数权重分为纯债型投顾(0%)、固收+型投顾(0%~20%)、股债混合型投顾(20%~70%)和股票型投顾(70%~100%)。

统计各类型基金投顾产品业绩，9月股票型投顾产品平均收益高于沪深300，纯债型投顾产品平均收益高于纯债债基。9月份纯债型、固收+型、股债混合型、股票型投顾产品绝对收益均值分别为0.09%、0.54%、2.42%和4.19%。

9月基金投顾产品调仓行为解析

2025年9月投顾产品调仓数量稍多，共有98个基金投顾产品进行调仓。

调仓观点：对于目前债市，部分投顾略微增配长久期利率债，理由是经济基本面数据持续披露将推动债市定价回归理性，央行或通过国债买卖调节流动性为债市提供支撑，且与政策利率和银行负债成本相比，当前利率债有配置价值。

债券资产调仓动向：

基金投资类型比例变化：纯债型投顾组合将中长期纯债（-1.64%）型基金迁移至被动指数型债券（+1.00%）、货币市场（+0.55%）型基金。固收+型投顾增加固收+基金。

久期变化：9月调仓纯债型投顾产品和固收+型投顾产品久期变化不大。其中纯债型投顾产品整体久期增加0.03年，固收+型投顾产品整体久期减少0.01年。

底层债券比例变化：9月调仓纯债型投顾和固收+型投顾策略有所区别，纯债型投顾产品整体减少信用债、增加利率债和货币，固收+型投顾产品增加信用债。

权益资产调仓动向：

各投资类型基金占比：股债混合型投顾产品增加固收+基金，减少债券型基金。股票型投顾产品为权益基金内部迁移。

投顾产品行业配置：9月投顾产品整体减少银行，增加有色金属、电子等行业。增配比例最高的行业为有色金属（+0.79%）和电子（+0.41%），减配比例最高的行业为银行（-0.75%）。

风格配置：9月投顾产品持仓中红利基金比例下降，底层资产中小盘类股票比例略微上升。

热门板块配置：9月，投顾产品小幅增加科创板和创业板股票配置比例，增加港股配置比例。

统计QDII型和宏观驱动型投顾调仓，这类产品具有全天候和全球选基的特征。2025年9月该类基金投顾产品增配标的主要包括港股（+1.1%）和全球权益（+1.1%）基金，减配标的主要包括黄金（-0.5%）、豆粕（-2.5%）基金。

风险提示：本报告不构成对基金投顾产品的投资建议，基金投顾产品的历史业绩不代表未来收益。

行业公司

【中小盘】次新股说（2025 第 6 期）：本批恒鑫生活、悍高集团、技源集团等值得重点跟踪——中小盘次新股说-20251008

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

恒鑫生活:可生物降解餐饮具行业领先企业，深度绑定全球头部餐饮品牌

公司是可生物降解餐饮具行业领先企业，为国内许多知名餐饮具企业的优选产品。产能方面，公司已形成年产 90 亿只的纸制与塑料餐饮具的生产能力。一方面，公司在境内建立了多个生产基地，可根据下游客户的不同要求进行定制化、规模化生产并快速批量交货；另一方面，公司积极开展全球化布局，2025 年 4 月，公司泰国工厂完成首次发货。客户方面，公司深度绑定全球头部餐饮品牌，包括瑞幸咖啡、星巴克、Manner 咖啡等知名咖啡品牌；喜茶、蜜雪冰城、Coco 都可茶饮等极具影响力的茶饮品牌；以麦当劳、汉堡王等为代表的全球连锁快餐品牌。展望未来，城镇化趋势下生活节奏加快、收入水平提升导致消费者对餐饮的需求由满足基本生理需求升级为对品质、环境、服务、安全、氛围、社交等全方位体验的需求，极大的推动了餐饮行业的发展。

悍高集团：国内家居五金行业标志性品牌，多元渠道深度渗透加快份额提升

公司专业从事家居五金和户外家具的研发、设计、制造及销售。经过近 20 年的品牌打造，公司在市场上积累了良好的品牌声誉，“悍高”品牌已成为中国家居五金和户外家具市场知名品牌。凭借产品研发和设计上的突出优势，以及覆盖全国、深度渗透的经销网络，公司国内市场的占有率逐步扩大。一方面，公司持续进行产品创新迭代，为消费者提供集品质、美感与体验于一体的产品，在功能体验上能够媲美国际知名品牌，打造拥有“高端性价比”的产品；另一方面，公司通过线上线下渠道融合、境内境外市场协同，构建起了全方位、多层次的营销网络。线下通过终端形象升级及线下服务能力赋能，经销商数量稳步增长，截至 2025 年 6 月，公司已拥有 381 家经销商。线上通过精准营销、直播带货、打造爆款产品等营销策略，实现销售额持续增长。自建云商平台加速市场下沉，覆盖区域超过 100 个地级市，并通过各项政策赋能云商核心大客户做大做强，实现了持续增长。

技源集团：拥有全链路业务能力，众多知名膳食营养补充品牌核心供应商

公司深耕全球膳食营养补充行业二十余年，是行业内相对稀缺的兼具营养原料和制剂生产商角色定位的企业。长期以来，公司在全球范围内建立了广泛和优质的客户资源网络，与雅培集团、Blackmores（澳佳宝）、Nutramax、PharmaCare、蒙牛集团等国内外众多品牌客户建立起合作关系。从产品层面看，公司是全球最大的 HMB 供应商，占据全球超 50% 的市场份额，并积极配合、赋能客户推出针对不同应用场景和不同目标消费者的 HMB 产品。公司也是全球氨糖产业的核心供应商以及硫酸软骨素市场的重要参与者。在此基础上，公司储备了 ATP、2-HOBA、PXE 和创新型肌酸等一系列创新营养原料。例如，公司近期推出的创新型肌酸定位中高端细分领域，未来有望成为具有较大潜力的业务增长点。

风险提示：宏观经济风险、新股发行制度变化。

【非银金融】拓宽产品形态和功能，健康险有望迎来增长新机遇——“健康险高质量发展意见”点评-20251008

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

顶层设计打通堵点，指明方向，全方位助推健康险高质量发展

2025 年 9 月 30 日，金监总局发布《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》(以下简称《意见》)，为关乎国计民生的重要险种健康险的发展提出明确要求。主要内容包括：(1)总体要求：到 2030 年，健康保险在国家健康保障体系中的重要作用进一步发挥。团、个险协同发展，满足全人群和全生命周期多样化需求的多层次健康保险市场格局基本形成。(2)深化健康保险改革：对主要四大类险种商业医疗险、长期护理险、失能收入损失保险和疾病险的发展重点进行规划，同时规范各类经办承办服务。提出了积极将医疗新技术、药品及器械纳入保险保障范围、支持开展个人账户式长期医疗保险业务、提供现金给付与护理服务相结合的保险服务、支持评级良好保司开展分红型长期健康保险业务、推动健康保险+健康管理发展和推进大健康产业协同发展等指导意见。(3)增强可

持续发展能力：在健康险相关人才专业能力建设、保司数智化水平、核心能力建设等方面提出要求。(4)加强监管、优化发展环境：优化健康保险产品结构和成本结构，推进降本增效；监管部门、保险行业组织和信息共享平台推进跨行业、跨部门信息互通和联动赋能。

拓宽产品形态和功能，丰富产品供给，健康险新一轮高增可期

(1)在老龄化加深、人民健康意识逐步增强的大环境下，国内健康险、健康管理市场发展具备广阔空间。近年来，行业原保费收入健康险占比有逐年下降趋势，受险种盈利能力、行业规范化程度、产品同质化等多重因素影响，健康险发展动力略显不足。(2)《意见》自上而下明确发展规划和目标，打通多方协作堵点，为健康险发展指明方向；《意见》拓宽保障范围(纳入医疗新技术、药品和器械)和保障人群(带病群体)，丰富产品形态和功能(个人账户式长期医疗险、分红型重疾险)；同时针对失能险明确全面开展人寿保险责任与护理支付责任转换业务(此前为试点)，支持被保险人在失能时将人寿保险给付金转换为护理费用支出；此外，推动健康保险与健康管理融合发展，促进健康保险与医疗、医药深度融合，试点提高健康管理在健康保险产品净保费中的成本分摊比例上限。上述核心举措将明显丰富产品供给、提升“产品+服务”的吸引力，有望带动各类健康险种新一轮发展机遇，降低险企利差损风险，提升盈利能力。

头部险企先发布局大健康产业，综合优势突出，盈利能力和估值有望提升

(1)战略方面：中国太保于2023年发布“352大健康服务蓝图”，系统规划了公司在健康管理领域的战略方向；人保健康持续探索“保险+健康管理”创新服务模式，搭建了覆盖全国的“医、药、康、护、健、险”大健康生态体系；中国平安集团层面持续推动“综合金融+医疗健康”战略，平安健康以“保险+医疗健康服务”为核心战略。(2)业务方面：中国平安、中国太保、中国人保集团均设有专业健康险公司；中国平安、中国太保及新华保险旗下均有健康管理公司，2025年9月人保健康、中国人寿也新成立了健康管理公司；平安健康险于近日退出其集团寿险销售渠道，独立发展业务。各头部险企对健康险和健康管理的投入或将随着监管政策的推动进一步加强。(3)健康险占比提升利于险企进一步降低利差损风险，提升死费差利源贡献，增厚险企盈利能力，利好险企估值水平提升；上市头部险企率先构建医疗健康产业优势，在资源、资金实力、品牌等多方面具备竞争优势，并有望优先试点创新产品，有望获得更高市场份额。推荐中国平安、中国太保和中国人寿，受益标的中国人保、新华保险。

风险提示：健康险保费增速不及预期；健康管理业务发展不及预期。

【计算机】AI产业发展精彩纷呈——行业周报-20251008

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

市场回顾：

本周（2025.9.29-2025.9.30），沪深300指数上涨1.99%，计算机指数上涨2.47%。

周观点：AI产业发展精彩纷呈

Sora2火爆，多模态AI应用迎来奇点时刻

9月30日，OpenAI发布视频生成模型Sora2.0，此次推出的Sora2.0模型更好地遵守物理定律，标志着视频领域迎来GPT-3.5时刻。10月3日，Sora应用在上架第四天拿下苹果美国应用商店AppStore的免费应用榜第一名，超越OpenAI的ChatGPT和谷歌的Gemini。我们看好巨头视频生成模型能力跃进，有望加速AI应用繁荣，同时多模态模型较LLM在训练和推理阶段的AI算力需求均显著提升。

推出AppsSDK和AgentKit工具包，OpenAI重塑AI生态入口

10月6日，OpenAI 2025年开发者大会召开，CEO Altman介绍ChatGPT周活跃用户达8亿，开发者400万，API每分钟处理80亿token。ChatGPT升级为“超级App”，用户可在对话中直接调用第三方应用，AppsSDK（预览版）支持开发者构建ChatGPT应用；推出面向开发者的AgentKit工具包，降低AI应用构建门槛；编程工具Codex

全面开放并集成多项新功能；API 全面升级，包括 GPT-5Pro、Sora2 等模型的开放接入。

DeepSeek-V3.2-Exp 训练推理提效，国产 AI 生态加速繁荣

9 月 29 日，DeepSeek-V3.2-Exp 发布，训练推理提效，DSA 首次实现了细粒度稀疏注意力机制，在几乎不影响模型输出效果的前提下，实现了长文本训练和推理效率的大幅提升。API 同步降价，开发者调用 DeepSeekAPI 的成本将降低 50% 以上。同日华为昇腾、寒武纪宣布适配 DeepSeek-V3.2-Exp。我们看好国产模型升级和算力适配有望加速国产 AI 生态繁荣。

投资建议

建议重视中美产业共振的 AI 产业趋势，算力领域，推荐海光信息、中科曙光、淳中科技、浪潮信息、普天科技等，受益标的包括寒武纪、博杰股份、紫光股份、工业富联、景嘉微、远东股份、云赛智联等；华为昇腾生态，推荐神州数码、软通动力、中国软件国际等，受益标的包括拓维信息、广电运通、烽火通信等。

AI 应用推荐金山办公、卓易信息、鼎捷数智、科大讯飞、税友股份、中科创达、合合信息、拓尔思、金蝶国际、焦点科技、博彦科技、迈富时、上海钢联、致远互联等，受益标的包括新开普、鸥玛软件、万兴科技、美图公司、快手-W、虹软科技、当虹科技、海天瑞声、石基信息、汉得信息、赛意信息、泛微网络、用友网络、汉邦高科、每日互动、汉王科技、汉仪股份、三六零、润达医疗、彩讯股份、福昕软件等。

风险提示：产业落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险等。

【非银金融】继续推荐券商板块，健康险新规有望助推新一轮增长——行业周报-20251008

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

周观点：继续推荐券商板块，健康险新规有望助推新一轮增长

假期中港股市场先扬后抑，四个交易日中恒生指数-0.1%，中信证券 H/华泰证券 H/广发证券 H/东方证券 H 分别-3.64%/-3.01%/-1.53%/-4.34%，中国平安 H/中国人寿 H/中国太保 H 分别-0.57%/-1.45%/-1.87%。券商板块盈利高景气、估值性价比较高，具有较高的胜率和赔率；健康险新规带来利好，看好低估值保险 H 股。

券商：3 季报同比增速有望进一步扩张，三条主线看好板块配置机会

(1) 本周（9 月 29 日-30 日）日均股基成交额 2.75 万亿，环比-0.5%，截至 9 月末，2025 年累计日均股基成交额 1.96 万亿，同比+112%，3 季度同比增速明显扩大。(2) 9 月 30 日证监会召开“十五五”资本市场规划上市公司和行业机构座谈会，会上吴清强调：以科创板、创业板“两创板”改革为抓手，进一步深化投融资综合改革，全面推进实施新一轮资本市场改革开放，不断提升市场的吸引力、包容性和竞争力。(3) 3 季度交易活跃度和两融规模提升明显，叠加低基数，券商 3 季报业绩同比增速有望进一步扩大；向后展望，投行、衍生品和公募业务等业务有望接续改善，头部券商海外业务崛起和内生增长导向有望驱动本轮头部券商 ROE 扩张，板块估值仍在低位，机构欠配明显，继续看好券商板块战略性配置机会，关注 3 季报、交易量和政策事件催化。三条主线：推荐零售优势突出同时受益于海南跨境资管试点的国信证券；海外和机构业务优势突出的华泰证券、中金公司；大财富管理优势突出的广发证券和东方证券 H。

保险：健康险高质量发展意见发布，丰富产品供给，或驱动新一轮增长机遇

(1) 2025 年 9 月 30 日，金监总局发布《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》，自上而下明确发展规划和目标，打通堵点，指明方向。上述政策核心影响：拓宽保障范围(纳入医疗新技术、药品和器械)和保障人群(带病群体)，丰富产品形态和功能(个人账户式长期医疗险、分红型重疾险)；同时针对失能险明确全面开展人寿保险责任与护理支付责任转换业务(此前为试点)；此外，推动健康保险与健康管理的融合发展，试点提高健康管理在健

康保险产品净保费中的成本分摊比例上限。上述核心举措将明显丰富产品供给、提升“产品+服务”的吸引力，有望带动各类健康险种新一轮发展机遇，险企利差损风险有望进一步降低，利好盈利能力和估值水平提升。上市头部险企在大健康产业布局方面有领先优势，有望获得更高市场份额。(2) 长端利率平稳，净资产压力缓解，同时权益资产提振资产端收益率预期，负债成本压降迎来拐点，险企利差中长期维度看有望持续改善，带动险企 ROE 中枢改善，看好 PB 估值修复，H 股配置价值相对较高，推荐低估值中国太保和中国平安。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：华泰证券，广发证券，国信证券，东方证券 H，中金公司 H，东方财富，国泰海通；中国太保，中国平安；江苏金租，香港交易所。

受益标的组合：同花顺，九方智投控股，新华保险。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端表现不及预期。

【计算机】OpenAI 发布 Sora2，AI 视频迎来奇点时刻——行业点评报告-20251008

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

事件：OpenAI 发布 Sora2

9 月 30 日，OpenAI 发布其迄今为止最先进的视频生成模型 Sora2.0，并同步推出了一款 Sora2.0 驱动的 iOS 社交应用，用户可以通过输入文字、图片或视频等内容用 Sora 制作 AI 视频。

Sora2 火爆，多模态 AI 应用迎来奇点时刻

据 OpenAI 官方介绍，2024 年 2 月的初代 Sora 模型在许多方面标志着视频生成的 GPT-1 时刻，此次推出的 Sora2.0 模型更好地遵守物理定律，标志着视频领域迎来 GPT? 3.5 时刻。10 月 3 日，Sora 应用在上架第四天拿下苹果美国应用商店 AppStore 的免费应用榜第一名，超越 OpenAI 的 ChatGPT 和谷歌的 Gemini。我们看好巨头视频生成模型能力跃进，有望加速 AI 应用繁荣。

OpenAI 加码万亿美元算力扩张计划，Sora2 点燃 AI 算力需求

多模态模型较 LLM 在训练和推理阶段的 AI 算力需求均显著提升，根据 FactorialFunds 此前对 Sora 算力需求测算，训练侧 Sora 至少需要 4200-10500H100GPU 训练 1 个月；推理阶段，估计单片 H100GPU 每小时最多可以生成约 5 分钟的视频，较 LLM 推理成本高几个数量级。此次 Sora2 能力升级和用户规模攀升有望进一步助力 AI 算力需求高景气。

9 月 25 日，OpenAI 宣布启动万亿美元算力扩张计划，加速全球 AI 基础设施布局，明确从以往的“模型驱动”战略转向“算力驱动”。9 月 23 日，英伟达宣布与 OpenAI 结成战略合作伙伴关系，计划向 OpenAI 投资高达 1000 亿美元，助力构建和部署至少 10GW 的 AI 数据中心，采购数百万块英伟达 GPU。OpenAI 还携手甲骨文、软银在美国新建五个 AI 数据中心；并对位于得克萨斯州的一座甲骨文现有数据中心进行扩建，将其定位为“全球最大的人工智能超级计算中心”。

投资建议

我们持续坚定看好 2025 年 AI 产业崛起趋势，算力领域，推荐海光信息、中科曙光、淳中科技、浪潮信息、普天科技等，受益标的包括寒武纪、紫光股份、工业富联、远东股份、云赛智联等；华为昇腾生态，推荐神州数码、软通动力等，受益标的包括拓维信息、广电运通、烽火通信等。

AI 应用推荐金山办公、科大讯飞、同花顺、中科创达、合合信息、鼎捷数智、拓尔思、金蝶国际、焦点科技、博彦科技、税友股份、上海钢联、致远互联、普元信息等，受益标的包括美图公司、新开普、汉邦高科、海天瑞

声、石基信息、汉得信息、赛意信息、泛微网络、用友网络、每日互动、高伟达、汉王科技、汉仪股份、三六零、万兴科技、润达医疗、彩讯股份、福昕软件等。

风险提示：产业落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险等。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第三十六期）：中国移动主导首个低空经济共享设备标准立项，多地低空经济支持政策持续出台——行业周报-20251007

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

中国移动主导首个低空经济共享设备标准立项，多地低空经济支持政策持续出台

（1）行业政策：10月1日，《苏州市低空经济促进条例》正式施行，标志着苏州低空经济发展驶入法治化轨道。《条例》明确支持低空航空器整机制造企业发展，重点推动大中型无人驾驶航空器、eVTOL等产品体系构建；建立低空飞行安全风险防控和应急处置机制，支持设立低空安全保障基金，对无法及时赔付的人身财产损失先行支付。苏州已建成起降点263处、获批航线337条，目标2026年产业规模达1000亿元。9月30日，深圳市交通运输局印发《深圳市支持低空经济高质量发展的若干措施》实施细则，自10月9日起施行。细则明确对载人eVTOL航空器一次性奖励1500万元，大型无人驾驶航空器奖励500万元，中型300万元，每家企业年度奖励上限3000万元。深圳低空经济产业链已形成完整生态，2024年前三季度增速达28.3%，74家eVTOL企业、604家无人机企业构成全球最大低空制造集群。（2）行业进展：今年国庆假期，杭州市临安区首个低空巴士基地正式启用，推出“空中游览+跨城接驳”核心业务。游客可乘直升机升空500米俯瞰秋色，或体验从青山湖往返余杭未来科技城、萧山湘湖、湖州安吉云上草原等地的跨城接驳服务。（3）个股动态：9月25日，中国移动在国际电信联盟电信标准化部门（ITU-TSG20）全会上，成功主导《智慧产业园区共享设备任务协调系统的要求与能力》标准立项，系业界首个低空经济共享设备标准。该标准基于“一个通用平台+多种功能模块”的共享调度理念，解决设备重复建设、利用率低问题，获英、美、俄等多国认可，将推动全球低空经济规模化协同发展。我们认为，低空经济已经迎来从宏观（国家层面产业规划）到中观（各地地方补贴）再到微观（基建主机招标、应用场景打造）的纵向落地，建议关注低空经济后续板块行情，推荐标的卧龙电驱、绿能慧充，受益标的：（1）低空制造：万丰奥威、宗申动力等；（2）低空基建：莱斯信息、深城交等；（3）低空运营：深圳机场、中信海直、祥源文旅、岭南控股、西域旅游等。

本周板块行情：平均涨跌幅为+0.9%，A股标的中西测测试领涨

本周（9月29日-9月30日）低空经济A股相关标的平均涨跌幅为+0.9%，涨幅前五标的分别为西测测试（+7.7%）、孚能科技（+7.5%）、鹏辉能源（+7.0%）、国轩高科（+6.1%）、宁德时代（+5.7%）；跌幅前五标的分别为蔚蓝锂芯（-4.2%）、恒拓开源（-3.8%）、木林森（-2.5%）、万丰奥威（-2.4%）、吉林化纤（-2.3%）。美股方面，ArcherAviation（+24.7%）、EveHolding（+18.3%）、JobyAviation（+13.3%）、VerticalAerospace（+10.3%）、亿航智能（+5.6%）。

风险提示：产业政策落地速度不及预期，低空应用场景在C端普及不及预期。

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第十七期）：中伟股份与厦钨新能战略合作，卫蓝新能源获D+轮融资引入绿色能源等战投——行业周报-20251007

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

中伟股份与厦钨新能战略合作，卫蓝新能源获D+轮融资引入绿色能源等战投

（1）电池进展：9月29日，科瑞技术在投资者互动平台表示，已与国内外多家固态电池厂商就中试线展开合作并交付样机，聚焦固态电池生产设备研发，助力客户加速技术验证与量产准备，提升设备端工艺适配能力。（2）投融资：9月30日，卫蓝新能源完成D+轮融资，投资方包括北京市绿色能源和低碳产业投资基金、北京市新材料产业投资基金，广东能源集团、工银资本新晋加入。近日，固态电池企业深安锂能宣布完成A轮融资，投

资方为松禾资本。本轮融资主要用于推进全固态锂电池核心技术研发与产业化布局，提升高能量密度、高安全性电池技术竞争力，加快产品中试及量产准备。(3) 行业合作：9月30日，中伟股份与厦钨新能签署协议，围绕固态/半固态锂电材料、富锂锰基等展开合作，未来三年预计合作量达11.5万吨/年。双方将联合开发矿产资源，拓展低空飞行器、AI机器人等高端应用场景供应链。我们认为当前固态电池正逐步从实验室阶段到量产验证阶段发展，预计2025年底小批量装车试验，2026-2027年普遍装车试验，此外，低空、机器人、AI等新兴应用场景打开固态电池市场空间，产业化落地有望提速。建议关注固态电池板块后续的行情表现，推荐标的宁德时代，受益标的：(1) 设备：纳科诺尔、宏工科技、先导智能、德龙激光等；(2) 电池：国轩高科、珠海冠宇、普利特、冠盛股份、鹏辉能源等；(3) 正极及电解质：厦钨新能、容百科技、海辰药业等；(4) 导电剂：天奈科技；(5) 电解质复合膜：长阳科技、星源材质、恩捷股份等；(6) 硅碳负极：璞泰来、上海洗霸等；(7) 金属锂负极：道氏技术、赣锋锂业、天铁科技、英联股份、胜利精密。(8) 集流体：远航精密、诺德股份、德福科技、嘉元科技、中一科技等；(9) 铝塑膜：紫江企业、海顺新材、明冠新材、道明光学。

本周板块行情：固态电池指数+6.1%，导电剂、负极涨幅靠前

本周(9月29日-9月30日)，固态电池指数+6.1%，2025年累计+59.5%，同期沪深300指数+17.9%。统计范围内的固态电池相关标的平均+5.1%，各行业均上涨，其中导电剂(+11.4%)、负极(+9.0%)涨幅靠前。涨幅前五标的分别为石大胜华(+21.0%)、天际股份(+21.0%)、华盛锂电(+19.3%)、尚太科技(+19.1%)、亿纬锂能(+17.8%)；跌幅前五标的分别为先导智能(-5.0%)、赢合科技(-4.7%)、金银河(-4.1%)、纳科诺尔(-2.5%)、安孚科技(-2.4%)。

风险提示：技术研发不及预期，产业落地进展不及预期，下游需求不及预期。

【传媒】Sora2 惊艳，模型竞赛加剧，继续布局 AI 应用+游戏——行业周报-20251007

方光照(分析师) 证书编号：S0790520030004

Sora2 惊艳发布，Deepseek/智谱/豆包/混元等新模型亮眼，继续布局 AI 应用

北京时间10月1日，OpenAI发布新版AI视频模型Sora2及基于Sora2的完全由AI生成视频构成的短视频平台Sora，并迅速火热出圈，上线仅3天便登顶美国AppStore免费榜。对比Sora1，Sora2升级为音视频同步生成模型，支持现实、动漫等各种风格视频内容，且生成的内容更遵循物理规律和逻辑一致性，可控性更强，可将现实世界元素注入视频生成中。用户通过Sora能创作AI内容、对他人生成的AI内容进行二次创作，还能通过“客串”功能，经身份验证和捕捉形象，让自己或朋友进入Sora生成的环境中，实测效果惊艳，全球首个完全由Sora2生成的剧集《TheQuack》也于10月4日上线。我们认为，Sora2标志AI视频生成模型出现重大跃迁，或助力拥有用户流量优势的头部短视频平台和创作者社区丰富视频创作内容供给，以及专业影视制作公司加快电影、剧集拍摄制作效率，提升其内容创意丰富度和产能。另外，针对潜在版权侵权风险，OpenAICEOSamAltman表示将给予版权所有者更精细的控制权，让他们决定自己的角色能否及如何被Sora生成，并计划尝试商业化，与选择加入的版权方进行收入分成，对于拥有丰富版权IP储备的影视内容公司而言，Sora2或强化其版权优势，并拓展其版权商业化变现空间。此外，其他模型厂商纷纷发布重要更新，9月29日DeepSeek发布DeepSeek-V3.2-Exp模型，其引入了一种稀疏注意力机制，针对长文本的训练和推理效率进行了探索性的优化和验证，且API大幅降价；9月30日，智谱发布其最强代码Coding模型GLM-4.6(较GLM-4.5提升27%)，在真实编程、长上下文处理、推理能力、信息搜索、写作能力与智能体应用等多方面全面提升，同日，字节豆包大模型1.6-vision正式发布，以自主调用工具完成视觉深度思考的差异化能力，更精准完成视觉理解任务，助力企业高效、低成本构建AI应用；10月5日，在LMArena竞技场发布的最新的文生图榜单中，腾讯混元图像3.0超越谷歌NanoBanana等，排名第1。国产大模型在视觉理解、图像生成、编程、推理等方面的升级迭代和亮眼表现，或继续助力多模态AI、Agent等AI应用加速商业化。我们建议继续全面布局AI应用，重点推荐汇量科技、快手、网易云音乐、盛天网络、值得买、引力传媒等，受益标的包括美图公司、荣信文化、易点天下、蓝色光标、世纪天鸿、水滴公司等。

国庆期间新游表现回升，关注三季报及AI赋能，继续布局游戏板块

在运营推广活动和假期带动下，上市公司 2025 年新游国庆期间排名普遍回升，七麦数据显示，世纪华通《奔王国》10 月 1 日以来 iPhone 游戏免费/畅销榜排名持续提升，10.5 升至 20/71，巨人网络《超自然行动组》排名回升趋势明显，10.3 游戏免费/畅销榜排名分别升至 7/9，吉比特《仗剑传说》10.3 游戏畅销榜排名回升至 28。新游排名和流水的回升或带来业绩增量，叠加三季报临近，Q3 业绩或进一步验证游戏行业景气周期向上，Sora2 等模型或持续赋能游戏开发提效和玩法创新，我们建议加码布局游戏，重点推荐心动公司、恺英网络、神州泰岳、巨人网络、吉比特、腾讯控股、网易、创梦天地等，受益标的包括网龙等。

风险提示：新游公测时间推迟，游戏流水、AI 应用商业化进展等低于预期。

【汽车：美力科技(300611.SZ)】深耕高壁垒弹簧赛道，国产替代与智能化双轮驱动成长——公司首次覆盖报告-20251008

邓健全（分析师）证书编号：S0790525090003 | 王镇涛（联系人）证书编号：S0790124070021

汽车设计行业隐形冠军，零部件订单放量、财务轻装上阵，业绩拐点将至

公司是中国弹簧行业的领军企业，通过持续拓展产业布局，逐步形成全球化的市场竞争力。公司已与吉利、比亚迪、理想等国内新能源汽车龙头厂商建立深度的合作关系，同时与万都、采埃孚等国际 Tier1 建立了长期而稳定的合作关系。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 1.9/2.7/3.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.92/1.27/1.51 元/股，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 27.4/19.9/16.8 倍，公司积极横向拓展产品品类，并积极布局机器人等新兴产业，首次覆盖，给予“买入”评级。

整合见效、盈利修复逐步显现

2023 年起，公司子公司北京大圆和江苏大圆产能利用率显著提升，规模效应显现，并购整合见效，主业毛利率创近年新高，2024 年公司毛利率为 20.8%，净利率为 6.5%，盈利能力持续提升。公司营业收入在 2020-2024 年实现快速增长，从 6.7 亿元增至 16.0 亿元，年复合增速 24.2%；2023-2024 年，公司营收同比增长 26.6%/16.5%，归母净利润同比增长 208.1%/162.1%，盈利修复逐步显现。

新业务双引擎发力，智能化与全球化打开增长天花板

智能悬架系统在新能源汽车中的应用正在快速增长，据亿欧智库数据，预计到 2030 年市场规模将突破 800 亿元。公司拟在智能悬架领域投资 6.6 亿元，建设年产 200 万件智能悬架及 1000 万件电动及液压驱动弹性元件等产业化项目。同时，公司也在积极布局人形机器人领域，已与多家企业合作，相关产品进入试样阶段。在全球化方面，通过收购德国 AHLE，增强其在高端悬架领域的技术储备，并设立海外子公司拓展国际市场。随着智能化和全球化战略的加速推进，公司的智能悬架和机器人业务将成为新的增长引擎，打开更广阔的未来市场。

风险提示：下游汽车市场竞争激烈；零部件业务订单落地不及预期；新订单拓展不及预期等。

【机械：骏鼎达(301538.SZ)】高分子改性保护材料领先企业，打造机器人“腱绳+保护套管”一体化解决方案——公司首次覆盖报告-20251007

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 欧阳蕤（分析师）证书编号：S0790525060002

骏鼎达：国内高分子改性保护材料领先企业

公司成立于 2004 年，产品包括功能性保护套管和功能性单丝等，广泛应用于汽车、工程机械、轨道交通、通讯电子等多元领域。公司产品凭借良好的耐温性、抗 UV 性、阻燃性、耐化学腐蚀性等性能，为各大领域的线束系统、流体管路等提供耐磨、隔热、防撞击、屏蔽等安全防护作用。预计 2025-2027 年归母净利润 2.26/2.90/3.64 亿元，当前市值对应 PE 为 32.3/25.2/20.1 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

汽车电动化和 AI 服务器需求高增，公司加速国产替代

汽车电动化趋势下，线束系统和流体管路对于保护要求更多，为功能性保护套管的需求带来了新的增长空间，据观研天下公众号统计，2024 年我国新能源汽车功能性保护套管市场规模达 49.32 亿元。AI 数据中心需要更多的铜连接和光纤，功能性保护套需求亦加速增加。竞争格局看，高端行业保护套市场被海外品牌垄断，公司通过多年研发、生产经验积累，产品性能比肩海外，加速国产替代。

聚焦机器人“腱绳一体化方案”和“功能性保护套管”，打造第二成长曲线

机器人万亿蓝海市场，公司依靠功能性单丝自产能力和在汽车行业多年验证周期经验，将产品技术快速迁移至机器人领域，有望打造第二成长曲线。公司在机器人领域以功能性保护套管和腱绳及保护组件为核心产品。灵巧手是机器人的灵魂，公司腱绳保护套，对标人体腱鞘结构，能同时解决润滑、阻燃隔热、耐磨及寿命等关键问题，有望应用于灵巧手指关节传动系统。公司线束系统保护套管能适用于机器人关节、手臂等运动部件的线束保护，确保长期高负载运行下的可靠性。

风险提示：宏观经济波动风险、人形机器人产业化不及预期风险、供应链导入不及预期风险。

【电力设备与新能源：明阳电气(301291.SZ)】新能源输配电翘楚，海外、海风、AIDC 多域突破——公司首次覆盖报告-20250930

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 陈诺（分析师）证书编号：S0790525070008

国内新能源输配电翘楚，海上、海外开拓新增长极

明阳电气是国内领先的新能源领域智能化配电设备提供商，公司在海上风电升压系统具有领先地位，率先打破外资垄断实现国产替代，已积累较多海上风电项目应用经验，2025 年突破海上风电 110kV 植物油变压器，实现海风升压、变电、配电一体化解决方案，随着国内海上风电高速发展，高价值量的海风升压系统有望驱动公司业绩高速增长。同时，公司建立间接出海+全球化布局战略，产品已出口至 60 多个国家和地区，并积极布局海外直销市场。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 80.43/101.96/126.19 亿元，归母净利润为 8.19/10.29/12.78 亿元，对应当前股价 PE 为 18.7、14.9、12.0 倍，对应当前股价的 2026 年 PEG 为 0.58，公司 2026 年 PE 与 PEG 均低于可比公司估值平均，首次覆盖，给予“买入”评级。

间接与直接出海并行，海外、海上战略双轮驱动

公司跟随国内头部新能源企业实现间接出海，连续在国际市场获得光伏、储能领域相关新订单，相关产品已出口至 60 多个国家和地区。同时，公司积极布局海外直销市场，并在马来西亚开展设备投资，筹备海外产能。2025 年 6 月，公司与欧洲一线风机厂开始对接，深入布局海外市场。此外，公司重点突破了海上风电植物油变压器研发，在海上风电升压系统具有独特竞争优势，海外、海上业务有望驱动公司业绩不断增长。

数据中心输配电老将，AIDC 再焕新生

公司在数据中心输配电及控制设备领域投入多年，已形成变压器、中低压开关柜、UPS 输入输出柜、列头柜等全系列解决方案，过去客户包括腾讯、京东等头部互联网公司。顺应 AIDC 需求，公司打造 MyPower 数据中心电力模块产品，并成功斩获多个互联网头部客户重要订单，数据中心业务将赋能公司业绩持续增长。

风险提示：原材料价格波动风险；政策风险；市场竞争风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2025 年半年报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 4.78% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn