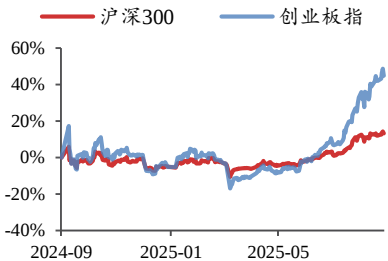


2025 年 09 月 29 日

开源晨会 0929

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
石油石化	1.167
环保	0.375
公用事业	0.346
农林牧渔	0.287
房地产	0.200

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
计算机	-3.257
电子	-2.747
传媒	-2.654
通信	-2.554
机械设备	-2.307

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

- 【宏观经济】低基数与反内卷共振修复利润——兼评 8 月企业利润数据-20250927
- 【策略】开源金股，10 月推荐——投资策略专题-20250928
- 【策略】节前节后，市场主线的穿越与切换——投资策略周报-20250928
- 【金融工程】开源交易行为因子绩效月报（2025 年 9 月）——金融工程定期-20250926

行业公司

- 【中小盘】次新股说（2025 第 5 期）：本批天有为、弘景光电、华新精科等值得重点跟踪——中小盘策略专题-20250928
- 【中小盘】“并购六条”一周年：创新驱动，科技领航——中小盘周报-20250928
- 【地产建筑】新房成交面积环比增长，上海“好房子”新规落地——行业周报-20250928
- 【传媒】加码布局游戏及 AI 应用——行业周报-20250928
- 【煤炭开采】动力煤 700 元之上和焦煤大涨，煤炭布局稳扎稳打——行业周报-20250928
- 【建材】建材行业稳增长方案出台，积极布局建材机会——行业周报-20250928
- 【地产建筑】东北首单公募 REIT 获批，消费 REITs 单月表现优异——行业周报-20250928
- 【医药】关注基药目录调整，首推方盛制药——行业周报-20250928
- 【银行】从支持补充到增强银行资本实力——央行 2025Q3 货币政策例会学习-20250928
- 【食品饮料】白酒临近底部，大众品聚焦产业红利——行业周报-20250928
- 【农林牧渔】生猪能繁去化逻辑加强，牛肉牛奶或于 2026 年实现联动向上——行业周报-20250928
- 【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第十六期）：中汽新能全固态电池计划 2026 年装车一汽示范车型，当升科技固态锂电正极材料已实现 10 吨级批量出货——行业周报-20250928
- 【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第三十五期）：零重力与东投集团合作将采购 50 架 eVTOL，广东低空经济专题对接会引 23 个项目落地——行业周报-20250928
- 【汽车】理想 i6 正式发布，尚界 H5 1 小时大定突破 1 万台——行业周报-20250928
- 【通信】云栖大会总结：阿里上调资本开支，2032 年 AIDC 功耗将增长 10 倍，看好国产 AI 提速发展——行业周报-20250928
- 【计算机】周观点：国产 AI 算力持续精彩——行业周报-20250928
- 【化工】《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》印发，草铵膦、锦纶行业反内卷有序推进——行业周报-20250928

研报摘要

【宏观经济】低基数与反内卷共振修复利润——兼评 8 月企业利润数据-20250927

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

事件：2025 年 1-8 月全国规上工企利润累计同比 0.9%，前值-1.7%；营业收入累计同比 2.3%，前值 2.3%。

低基数叠加统一大市场纵深推进，工业企业景气度边际回升

1、8 月工企营收小幅改善、利润增速显著转正。测算 8 月营收当月同比约 2.3%、较前值改善了 1.2 个百分点；利润当月同比则明显回升了 21.9 个百分点至 20.4%，连续 3 个月边际改善。拆分来看（利润增速=工业增加值*PPI*利润率同比），三因子对 8 月利润增速的贡献分别为+5.6、-3.2、+17.7 个百分点。价（PPI）的负贡献见底回升，利（利润率同比）由负贡献大幅转为正贡献。分类型来看，8 月国企利润改善较快，明显好于私营和股份制工企。

2、低基数叠加统一大市场纵深推进，利润率同比回升。8 月工业企业每百元营收构成中，成本、费用、投资收益+营业外收支、利润分别为 85.7、8.3、-0.2、5.8 元，与 2024 年同期相比，成本、费用分别下降 0.2、0.1 元，需要注意的是成本为 2024 年 7 月份以来首次当月同比减少；投资收益+营业外收支合计改善 0.6 元，部分受益于 8 月“反内卷”商品行情和权益牛市。考虑到 2024 年 8 月、9 月利润同比分别为-17.8%、-27.1%，则低基数对 9 月工企利润的贡献有望进一步扩大。

利润格局：公用占比提升，黑色系“反内卷”改善利润

公用事业利润占比提升：8 月上游采掘、中游设备、下游消费、公用的 ttm 利润占比分别为 28.4%、39.2%、21%、11.4%，分别较前值变动了+0.03、-0.4、+0.1、+0.3 个百分点。

2、利润累计同比来看：受益于需求增速、价格回升等因素，上游利润明显改善，1-8 月利润累计同比提高了 3.8 个百分点至-9.1%，其中黑色冶炼、黑色采选、有色冶炼、化纤等改善幅度较大；中游维持较高增速、对工企利润起到“压舱石”支撑作用，其中专用设备、消费电子、交运设备较前值改善了 3.7、0.5、0.5 个百分点；下游消费制造由降转增，茶酒饮料贡献较大。

3、反内卷行业利润改善幅度更大。测算 8 月反内卷行业_x0002_利润累计同比改善了 3.8 个百分点至-4.3%，非反内卷行业则改善了 2.8 个百分点至 0.9%。其中黑色系贡献较大，黑色冶炼扭亏为盈、实现利润总额 837.0 亿元，黑色采选改善了 3.4 个百分点，化学纤维、非金属矿物制品改善了 4.0、3.4 个百分点，但其他反内卷行业如电气机械、汽车制造等边际走弱。？

库存周期：供给下降驱动工企去库，关注增量和储备政策

1、8 月名义库存同比下行 0.1 个百分点至 2.3%，实际库存同比亦下行 0.8 个百分点至 5.2%。考虑到 8 月工业增加值同比走弱，库存去化或归因于工业生产下降的供给因素，库销比率指标并未改善也证明了这一点，有待 Q4 扩内需政策加码、与反内卷产能调控+自律减产形成合力，进一步改善供需结构。

2、总体来看，低基数提振 8 月工企利润，反内卷行业中黑色系改善较快，但内生性修复动能仍有待强化。往后看，我们预计 Q4 经济增速下行压力趋增，或对权益市场的上行斜率略有扰动，但政策适时加力有望予以对冲支撑慢牛行情，可能涉及降准降息、落地 5000 亿政策性金融工具、服务消费支持政策、稳地产政策以及提前下达“两重”项目等。

风险提示：政策变化超预期；地缘政治反复超预期；美国经济超预期衰退。

【策略】开源金股，10 月推荐——投资策略专题-20250928

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

策略：双轮驱动下，科技为先

坚定牛市信心，双轮驱动下，科技为先，PPI 交易为辅：AI+以及自主可控科技+反内卷&PPI 扩散方向+稳定型红利+黄金&军工，关注业绩期的 Alpha 以及南向资金加速活化下港股的掘金机会。

金融工程：基于行业轮动模型的 10 月行业多头

基于行业动力学模型，10 月行业组合为：煤炭，石油石化，国防军工，家用电器，食品饮料，建筑材料，非银金融，交通运输，电力设备，医药生物。

非银金融：国信证券（002736.SZ）

市场交易量持续走高，业绩有望超预期，看好低估值龙头券商机会。

传媒：神州泰岳（300002.SZ）

新游戏《StellarSanctuary》《NextAgers》商业化测试步入尾声，10 月或加大买量，有望推动流水（排名）提升。

化工：利安隆（300596.SZ）

抗老化助剂“反内卷”量价齐升，润滑油添加剂大客户导入顺利放量。

机械：震裕科技（300953.SZ）

（1）丝杠：公司丝杠进展迅速，受益机器人量产。（2）执行器：丝杠、电机技术领先，并有望延展至减速器、结构件等领域，具备执行器整体解决方案的底层能力。

汽车：浙江仙通（603239.SH）

汽车密封条龙头业绩高增长，入股 10%浩海星空机器人公司，未来将与浩海星空成立合资公司并由浙江仙通控股，切入机器人领域打开成长空间。

家用电器：石头科技（688169.SH）

2025 年 Q2 内外销延续高增、全球份额稳固并拓展新市场，洗地机形成第二曲线。

有色钢铁：洛阳钼业（603993.SH）

公司多品种业务均共振向上，其中铜、钴业务涨价逻辑顺畅，且后续铜板块仍有可观增量；公司黄金业务具备高成长性，有望形成以铜为核心转变为铜+金双重驱动。

电子：华峰测控（688200.SH）

当下下游市场工业、汽车芯片市场库存已经逐步见底，有望迎来新一轮周期上行；针对 SoC 的 ST8600 正在下游客户中进行验证，有望助力公司长期发展。

中小盘：日联科技（688531.SH）

国内工业 X 射线检测龙头，正通过“内生+外延”打造平台型企业。内生上，纳米级开管射线源加快放量，切入高壁垒晶圆检测市场；外延上，6 月完成珠海九源收购。

电新：商贸零售：吉宏股份（002803.SZ）

“智能化优势+自有品牌发展+全球化”驱动双主业高质量成长。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

【策略】节前节后，市场主线的穿越与切换——投资策略周报-20250928

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

科技为先，把握科技内的高低切

市场突破后，我们对于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。

日历效应：节前低迷，节后火热

临近十一长假，如何把握市场节奏？我们通过日历效应寻找十一长假前后的行情规律：①指数上，十一长假前后两个交易日，表现为“节前低迷、节后火热”；②行业上，十月医药生物、汽车、农林牧渔、电子易跑出超额；③个股上，十月偏好高市盈率。

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加快复苏进程；全球流动性及地缘政治恶化风险；前瞻指标的使用基于历史数据，不能代表未来。

【金融工程】开源交易行为因子绩效月报（2025 年 9 月）——金融工程定期-20250926

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002 | 盛少成（分析师）证书编号：S0790523060003

Barra 风格因子表现跟踪

通过对 Barra 风格因子 2025 年 9 月的收益测算可以发现：从大/小盘风格来看，市值因子录得了 1.73% 的收益。从价值/成长维度看，账面市值比因子录得了 -0.31% 的收益，成长因子录得了 0.13% 的收益，盈利预期因子录得了 -0.09% 的收益。

开源交易行为因子概述

稳健的交易行为模式中，蕴藏有稳健的 alpha 源。循着这一研究理念，我们陆续提出了一系列基于交易行为的选股因子，受到量化投资同行的认可。其中：理想反转因子的交易行为逻辑是，A 股反转之力的微观来源是大单成交，通过每日平均单笔成交金额的大小，可以切割出反转属性最强的交易日；聪明钱因子的交易行为逻辑是，从分钟行情数据的价量信息中，可以识别出机构参与交易的多寡，进而构造出跟踪聪明钱的因子；APM 因子的交易行为逻辑是，在日内的不同时段，交易者的行为模式不同，反转强度也相应有所不同；理想振幅因子的交易行为逻辑是，基于股价维度可以对振幅进行切割，不同价态下振幅因子所蕴含的信息存在结构性差异。我们将上述因子汇总在一起，做定期的跟踪，以及时监控交易行为类因子的动态表现。

开源交易行为四因子的全历史表现

在全历史区间，理想反转、聪明钱、APM、理想振幅因子的 IC 分别为 -0.050、-0.037、0.029、-0.053，rankIC 分别为 -0.060、-0.061、0.034、-0.073，信息比率分别为 2.46、2.70、2.29、2.98，多空对冲月度胜率分别为 77.4%、81.8%、76.4%、83.2%。

开源交易行为合成因子在全历史区间的 IC 均值为 0.066，rankIC 均值为 0.091，多空对冲信息比率 3.23，多空对冲月度胜率为 82.1%。

9 月份：聪明钱、APM、理想振幅录得负收益、理想反转录得负收益

理想反转因子 9 月份多空对冲收益为 -0.42%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 58.3%。聪明钱因子 9 月份多空对冲收益为 0.30%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 83.3%。APM 因子 9 月份多空对冲收益为 1.68%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 50.0%。理想振幅因子 9 月份多空对冲收益为 0.40%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 66.7%。交易行为合成因子 9 月份多空对冲收益为 0.57%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 75.0%。

风险提示：模型测试基于历史数据，在市场波动不确定性下可能存在失效风险。

行业公司

【中小盘】次新股说（2025 第 5 期）：本批天有为、弘景光电、华新精科等值得重点跟踪——中小盘策略专题-20250928

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

天有为：国内汽车仪表头部企业，成本优势打造高毛利

公司是国内汽车仪表的头部企业，生产基地位于黑龙江省绥化市。凭借生产基地低人工、低地价的地域优势以及强大的核心工序自制能力，2025 年 H1 毛利率高达 37.19%，成本控制优势显著。技术方面，公司掌握汽车组合仪表复合屏等多项核心技术，以及超薄屏、裸眼 3D 显示等行业前沿技术，并拥有研发团队规模过千人，在绥化、哈尔滨、大连设立 3 所研发机构，有力保障了技术的迭代创新。国际化方面，近年来公司外销占比持续提升，2025 年 H1 外销占比已达 54.18%。公司正通过设立子公司和生产基地（墨西哥、韩国），提升应对国际化客户的快速反应能力和产品就近供应能力。2025 年 6 月，公司自建的墨西哥工厂投产，主要面向北美市场客户，后续有望向欧洲市场拓展。新产品方面，公司积极布局车载透明显示、HUD、商用车域控制器、两轮车用仪表等产品应用，打造新增长曲线，其中在两轮车领域已与雅迪、爱玛、钱江等多家客户建立稳定合作关系。

弘景光电：全球光学镜头及摄像模组行业先驱者，积极拓展应用边界

公司深耕“3+N”产品战略，专注智能汽车、智能家居和全景/运动相机三大领域，并积极拓展人工智能硬件、机器视觉、工业检测与医疗等新兴市场。在三大优势领域，一方面，公司前瞻布局差异化和高增长市场，积累了戴姆勒-奔驰、日产、奇瑞、吉利、Ring、Blink 以及影石创新等诸多国内外优质客户；另一方面，公司坚持核心技术赋能发展，在光学镜头领域积累多项核心技术，产品在解像力、光学总长、视场角、光圈、畸变和像素密度

控制等技术指标方面表现突出。在新业务领域，公司在户外作业机器人、家庭陪伴和服务机器人、具身人形机器人等应用上已启动研发并送样；在机器视觉领域实现了割草机器人、体感游戏机等项目的批量出货。2025 年 H1 新业务营收占比已达 7.55%，未来业绩贡献有望加速。

华新精科：国内精密冲压行业领先企业，长期服务国际一线知名客户

公司深耕精密冲压行业二十余载，是国内少数具备全工艺流程的精密冲压铁芯生产企业，产品包括新能源汽车驱动电机铁芯、微特电机铁芯、电气设备铁芯、点火线圈铁芯等多种类型。通过多年经营，公司在精密冲压业务领域已掌握点胶、自扣铆、氩弧焊、激光焊接等各类型铁芯的核心生产工艺，具备使用 0.2mm 等超薄硅钢批量生产的加工能力。凭借过硬的产品品质和供货稳定性，近年来，公司不仅取得了法雷奥、汇川技术、巨一科技等存量客户的新能源汽车驱动电机铁芯新产品定点，同时也开发了台达电子、比亚迪、日本电产、采埃孚、宝马集团、华域汽车、索恩格、博格华纳、中车时代、无锡星驱等新能源汽车领域的新客户。未来，公司将基于现有的技术储备，持续向机器人、航空航天、医疗等高端领域探索，力争逐步发展成为精密冲压铁芯一体化解决方案的全球引领者。

风险提示：宏观经济风险、新股发行制度变化。

【中小盘】“并购六条”一周年：创新驱动，科技领航——中小盘周报-20250928

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

本周观点：“并购六条”成效显著，并购重组向“新”而行

政策：监管机构与地方政府暖风频吹，开启新一轮并购政策周期。2024 年 9 月 24 日，“并购六条”提出要进一步强化并购重组资源配置功能，发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用，由此开启新一轮并购重组政策放松周期。“并购六条”发布后，监管机构持续完善相关配套措施支持并购重组。2025 年 5 月，证监会修订《上市公司重大资产重组管理办法》，从建立重组股份对价分期支付机制、提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度、新设重组简易审核程序、明确上市公司之间吸收合并的锁定期要求、鼓励私募基金参与上市公司并购重组等五大方面作出了全面规定。同时，“并购六条”出台后各个地方政府也积极响应，深圳、上海、无锡、安徽等地均单独发文支持企业并购重组。

市场：产业整合与科技创新双向发力，推动新一轮并购重组浪潮。“并购六条”后并购重组市场活跃度显著提升，“并购六条”落地一年以来累计新披露交易已达 163 起，数量较“并购六条”前一年实现翻倍以上增长。从发展趋势看，“并购六条”后并购重组市场以产业整合和新质生产力并购为主导。一方面，“并购六条”落地一年以来产业并购占比近七成。另一方面，以电子行业为代表的硬科技行业正引领新一轮并购浪潮，科创板并购重组活跃度显著提升，半导体、先进制造、软件、新能源等新质生产力标的最受并购买方青睐。

进展：并购交易方案持续创新，并购失败与赚钱效应皆有显现。从方案设计看，“并购六条”一年以来交易方案持续创新，呈现出更多样的支付方式、更市场化的估值方法和更灵活的交易设计。从方案进展看，“并购六条”后新披露案例大多处于预案阶段，部分案例已终止。从方案市场表现看，“并购六条”后新披露并购重组项目赚钱效应日益凸显，2025 年 A 股涨幅前十公司中上纬新材、*ST 宇顺、天普股份、菲林格尔、*ST 亚振、浙江荣泰等 6 家公司均实施了并购重组。

本周市场表现及重大事项

市场表现：本周中证 1000/国证 2000/中证 500/万得微盘股等中小盘指数表现不及上证 50/沪深 300 等大盘指数。青岛消防、新泉股份、日联科技本周涨幅居前。

本周重大事项：（1）新股方面，5 家公司登陆 A 股，2 家公司登陆港交所。2 家公司 IPO 获受理、4 起 IPO 审核通过，4 家公司注册生效；（2）定增方面，新增竞价预案公告 10 例，发行竞价项目平均折价率 16%，平均收益

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

率 22.4%；(3) 并购方面，1 家公司首披重大资产重组，6 家公司涉及实控人变更；(4) 股权激励和回购方面，本周共披露 17 例股权激励预案，20 家公司推出回购预案。

重点推荐主题及个股

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

风险提示：宏观环境变化、IPO 政策变动、再融资政策变动、并购政策变动。

【地产建筑】新房成交面积环比增长，上海“好房子”新规落地——行业周报-20250928

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

核心观点：新房成交面积环比增长，上海“好房子”新规落地

本周我们跟踪的 68 城新房成交环比增长，20 城二手房成交面积同环比增长。土地成交面积同比增长，溢价率环比下降。国内信用债发行规模环比增长。本周上海市规划和自然资源局发布《关于进一步促进本市住宅品质提升的规划资源若干意见》，从城市设计优化、社区环境营造、住宅功能完善、老旧小区更新等维度入手，推出 17 项具体举措，覆盖新建住宅与存量住宅，全方位提升居住环境与设计品质，更好满足市民对美好生活的期待。我们认为，在各项促进房地产市场止跌回稳政策作用下，今年以来我国房地产市场整体朝着止跌回稳的方向迈进，在止跌回稳的过程中，房价仍可能存在小幅度震荡，期待后续在政策作用下，房地产市场进一步稳定。在更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程，维持行业“看好”评级。

城镇老旧小区改造进展顺利，上海“好房子”新规落地

中央层面：住建部：2025 年 1-8 月全国新开工改造城镇老旧小区 2.17 万个，完成年度 2.5 万个目标的 86.8%。分地区看，河北、辽宁、重庆、江苏、安徽及新疆生产建设兵团已提前实现 100% 开工。

地方层面：上海：上海市规划和自然资源局发布《关于进一步促进本市住宅品质提升的规划资源若干意见》，从城市设计优化、社区环境营造、住宅功能完善、老旧小区更新等维度入手，推出 17 项具体举措，覆盖新建住宅与存量住宅，全方位提升居住环境与设计品质，更好满足市民对美好生活的期待。

市场端：土地成交面积同比增长，溢价率环比下降

销售端：根据房管局数据，2025 年第 39 周，全国 68 城商品住宅成交面积 245 万平米，同比下降 22%，环比增加 27%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 8846 万平米，累计同比下降 10%。全国 20 城二手房成交面积为 188 万平米，同比增速 9%，前值+68%；年初至今累计成交面积 7467 万平米，同比增速 8%，前值+8%。

投资端：2025 年第 39 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2271 万平方米，成交土地规划建筑面积 2431 万平方米，同比增加 32%，成交溢价率为 1%。一线城市成交土地规划建筑面积 119 万平方米，同比增加 53%；二线城市成交土地规划建筑面积 778 万平方米，同比增加 36%；三线城市成交土地规划建筑面积 1534 万平方米，同比增加 28%。

融资端：国内信用债发行规模环比增长

2025 年第 39 周，信用债发行 144.8 亿元，同比增加 203%，环比增加 140%，平均加权利率 2.35%，环比减少 16BP。信用债累计发行规模 3115.5 亿元，同比基本持平。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【传媒】加码布局游戏及 AI 应用——行业周报-20250928

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

新品周期将持续释放，国庆长假临近，调整后加码布局游戏板块

版号持续稳定发放带来游戏公司储备新游丰富，新品供给或持续释放，叠加国庆/中秋假日临近，新老游戏新一波运营活动开启，或拉动流水提升。（1）游戏版号稳定发放：9月24日，国家新闻出版署下发9月145款国产游戏及11款进口游戏版号，获批版号游戏包括米哈游《崩坏：国缘精灵》、巨人网络《热血王朝：篮球》、三七互娱《无尽黑夜》等，2025年累计下发国产/进口游戏版号1195/73个；（2）新游持续定档测试或开启预约：恺英网络旗下由Gravity正版授权的竖版多角色养成手游《仙境传说之约定好的冒险》iOS版本将于10月28日登陆AppStore，由吉比特（雷霆游戏）发行的SLG游戏《九牧之野》于9月27日正式开启全平台预约，巨人网络旗下角色扮演卡牌策略游戏《名将杀》将于10月16日上午10点开启删档计费测试；（3）国庆/中秋假期临近，新老游戏运营活动或推动流水及排名提升，心动公司旗下《伊瑟》国服及港澳台/日韩服于9月25日公测后，截至9月28日Taptap平台下载量98万，评分回升至6.4，七麦数据显示iPhone游戏畅销榜排名最高升至26，基于玩家连续签到2日/7日福利较多及上线15日后PVP竞技模式的逐步深化，叠加国庆/中秋假期推广运营活动及口碑回升，后续流水、排名或进一步提升，考虑到“魔灵 like”品类稀缺性及赛事对竞技游戏的拉动，长线流水仍值得期待；巨人网络旗下《超自然行动组》将于9月29日更新内容，与敦煌艺术馆展开联动，并上线“爱德华”等新角色，叠加长假来临，流水或继续提升；世纪华通旗下《奔奔王国》国服iPhone游戏畅销榜排名于9月22日提升至71。我们认为，游戏行业依然在经历供需共振下高景气周期，三季度或进一步验证高景气度，且此轮景气周期长度或超市场预期，板块当前估值性价比依然突出，调整后建议加大游戏配置力度，继续重点推荐心动公司、恺英网络、神州泰岳、巨人网络、吉比特、完美世界、顺网科技、腾讯控股、网易-S、创梦天地，受益标的包括IGG、网龙等。

阿里云栖大会强化 AI 高景气，模型/Agent 持续迭代，加码布局 AI 应用

阿里巴巴集团CEO吴泳铭9月24日在2025云栖大会上表示阿里巴巴正积极推进3800亿的AI基础设施建设，并计划追加更大的投入，为迎接ASI时代到来，到2032年阿里云全球数据中心的能耗规模将较2022年提升10倍。此外，阿里通义千问团队还发布了业界首个原生端到端全模态AI模型Qwen3-Omni及对标谷歌nanobanana的图像编辑工具Qwen-Image-Edit-2509等；9月26日，OpenAI上线可主动发现问题并给出建议的类“私人秘书”ChatGTPulse，KimiAgent模式“OKComputer”近期开始小规模灰度测试，目标通过更多轮次推理、工具调用及token消耗，带来更多智能。我们认为，全球科技巨头在AI算力基础设施领域持续加大投入，将驱动模型/Agent能力迭代不止，助力内容创作/社交/广告/电商/教育/金融等领域AI应用商业化加速，建议加码布局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。

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。

【煤炭开采】动力煤 700 元之上和焦煤大涨，煤炭布局稳扎稳打——行业周报-20250928

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：动力煤价格再度反弹至 700 元之上

动力煤方面：动力煤价格微跌，截至9月26日，秦港Q5500动力煤平仓价为701元/吨，本周最高价格达到706元/吨。当前正处于夏季和秋季换挡期，叠加国庆假期前补库需求，后续金九银十的非电煤需求有望成为亮点。炼焦煤方面：截至9月26日，京唐港主焦煤报价1750元/吨，从七月初的1230元的底部反弹；焦煤期货反弹更为明显，从6月初的719元反弹至当前的1197元，累计涨幅达到66.48%；炼焦煤价格随着动力煤价格的波动而波动，在2.4倍比值有非常明显的规律。

投资逻辑：动力煤和炼焦煤价格已到拐点右侧

动力煤属于政策煤种，我们判断价格仍将反弹修复至长协价格，近期已修复到过第二目标价之上，即地方国企长协实际成交价（700 元左右）之上，现货价格修复年度长协价，实际是大宗商品双轨制运行机制下的必选结果，长协本身作为优惠品种而与现货形成倒挂，会促使下游用户优先购买现货而暂缓购买长协，从而驱动现货的价格修复。未来我们仍旧看好动力煤现货价修复第三目标价之上，即达到“煤和火电企业”盈利均分位置（测算 2025 年是 750 元左右），对于煤价本轮上涨是否有顶部极值，则预测是电厂报表盈亏平衡线 860 元左右，可视为第四目标价。近期价格虽有调整，是因为夏季和秋季交替导致用电耗煤趋弱所致，后续金九银十非电煤有望接棒且促使价格再次上行，尤其是化工耗煤。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定，对于其目标价格可通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”作为参考，京唐港主焦煤现货与秦港动力煤的现货比值为 2.4 倍，则与动力煤第一、第二、第三、第四目标对应的炼焦煤目标价分别为 1608 元、1680 元、1800 元、2064 元。焦煤期货将修复与京唐港主焦煤现货的贴水。

投资建议：周期与红利双逻辑，四主线布局

煤炭股双逻辑之一：周期弹性。当前动力煤和炼焦煤价格仍处于历史低位，为反弹提供了空间。随着供给端“查超产”政策推动产量收缩，以及需求端“金九银十”旺季非电煤需求预期回暖，煤炭供需基本面有望持续改善，两类煤种价格均具备向上弹性。其中，动力煤有长协机制修复和“煤和火电企业盈利均分”的逻辑支撑；而炼焦煤因市场化程度更高，对供需变化更敏感，可能展现出更大的价格弹性。煤炭股双逻辑之二：稳健红利。从中报数据看，即便在 2025 年盈利整体承压的背景下，多数煤企依然保持了较高的股息率；尽管行业利润同比大幅下滑，并未动摇煤企分红意志，仍有 6 家上市煤企发布中期分红方案（中国神华/山西焦煤/陕西煤业/上海能源/兖矿能源/中煤能源），合计分红规模 241.3 亿元，基本延续了 2024 年中 7 家公司分红趋势，企业分红意愿与频次实现跨越式提升。资本市场在全球政经高度不确定以及国内稳经济的预期下，投资行为存在情绪上的脉冲，煤炭板块具备周期与红利的双重属性，当前煤炭持仓低位，基本面已到拐点右侧，已到布局时点。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，周期逻辑：动力煤的【晋控煤业、兖矿能源】，冶金煤的【平煤股份、淮北矿业、潞安环能】；主线二，红利逻辑：【中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【新集能源、广汇能源】。

风险提示：经济增速下行风险，进口煤大增风险，可再生能源加速替代风险

【建材】建材行业稳增长方案出台，积极布局建材机会——行业周报-20250928

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

建材行业稳增长方案出台，积极布局建材机会

近日，工业和信息化部等六部门联合印发《建材行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，为行业未来两年的发展定调。该方案核心在于“稳增长”与“促转型”并举，明确以严禁新增水泥、玻璃等过剩产能为基础，着力构建现代化产业体系。其关键目标包括：到 2026 年，绿色建材营业收入超过 3000 亿元，并培育以“零外购电、零碳排放”等为特征的“六零”示范工厂，引领产业高端化、绿色化、智能化转型。政策从供需两端协同发力，旨在通过强化行业管理、扩大有效投资、拓展绿色建材应用场景等系统性举措，推动建材行业迈向高质量发展新阶段。消费建材板块推荐：三棵树（渠道下沉，零售扩张）、东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高）、坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，多元化扩张涂料、防水板块业务）等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%，预计会加快节能降碳与能用设备的迭代更新。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。“对等关税”有望利好在海外有生产基地的玻纤龙头择时提价，进而巩固玻纤盈利优势。玻纤板块推荐：中国巨石；受益标的：中材科技、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，药用玻璃板块推荐：力诺药包、山东药玻。

本周（2025年9月22日至9月26日）建筑材料指数下跌2.11%，沪深300指数上涨1.07%，建筑材料指数跑输沪深300指数3.18pct。近三个月来，沪深300指数上涨13.80%，建筑材料指数上涨10.96%，建材板块跑输沪深300指数2.84pct。近一年来，沪深300指数上涨6.91%，建筑材料指数上涨10.02%，建材板块跑赢沪深300指数3.11pct。

板块数据跟踪

水泥：截至9月26日，全国P.O42.5散装水泥平均价为287.55元/吨，环比上涨3.06%；水泥-煤炭价差为193.30元/吨，环比上涨3.89%；全国熟料库容比70.17%，环比上升5.06pct。

玻璃：截至9月26日，全国浮法玻璃现货均价为1283.80元/吨，环比上涨74.82元/吨，涨幅为6.19%；光伏玻璃均价为125.00元/重量箱，环比持平。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为14.08元/重量箱，环比上涨10.90%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为10.53元/重量箱，环比上涨19.89%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为13.21元/重量箱，环比上涨16.29%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为74.34元/重量箱，环比上涨0.03%。

玻璃纤维：截至9月26日，无碱2400tex直接纱报3400-4000元/吨（个别厂报价较高），无碱2400texSMC纱报4400-5000元/吨，无碱2400tex喷射纱报5400-6500元/吨，无碱2400tex毡用合股纱报4400-5300元/吨，无碱2400tex板材纱报4600-5300元/吨，无碱2000tex热塑直接纱（普通级）报4100-4400元/吨。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至2025年9月26日，原油价格为72.09美元/桶，周环比上涨7.76%，较2025年年初下跌6.05%，同比下跌4.50%；沥青价格为4570元/吨，周环比持平，较2025年年初上涨2.93%，同比上涨4.58%；丙烯酸价格为6500元/吨，周环比下跌1.14%，较2025年年初下跌16.67%，同比上涨0.78%；钛白粉价格为13000元/吨，周环比下跌0.38%，较2025年年初下跌9.09%，同比下跌14.19%。

风险提示：房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【地产建筑】东北首单公募REIT获批，消费REITs单月表现优异——行业周报-20250928

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

东北首单公募REIT获批，消费REITs单月表现优异

2025年第39周，中证REITs（收盘）指数为831.45，同比上涨6%，环比下跌0.83%；中证REITs全收益指数1064.42，同比上涨12.63%，环比下跌0.65%。本周REITs市场交易规模成交量达3.88亿份，同比下降16.92%；成交额达18.6亿元，同比下降1.06%；区间换手率1.63%，同比-1.54pct。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类REITs一周涨跌幅分别为-1.49%、-0.09%、-1.73%、-0.65%、-0.43%、-0.60%、-1.43%；一月涨跌幅分别为+0.31%、-3.29%、-2.77%、-1.21%、+0.91%、-0.82%、+1.56%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

华夏中海商业资产REIT通过审核，东北首单公募REIT获批

华夏中海商业资产REIT已于9月22日通过审核，华夏中海商业REIT的基础设施项目为佛山映月湖环宇城项目。中信建投沈阳国际软件园封闭式基础设施证券投资基金2025年9月23日正式获得中国证监会准予注册的批复，沈阳国际软件园REIT首次发行所投资的基础设施项目位于沈阳市浑南区，涵盖13栋产业楼宇，产权建筑面积合计20.12万平方米。

一周行情：消费REITs单周下跌1.43%，单月累计上涨1.56%

2025 年第 39 周，中证 REITs（收盘）指数为 831.45，同比上涨 6%，环比下跌 0.83%，2024 年年初至今累计上涨 9.92%，同期沪深 300 指数累计上涨 32.61%，累计超额收益-22.7%。中证 REITs 全收益指数 1064.42，同比上涨 12.63%，环比下跌 0.65%，2024 年年初至今累计上涨 23.52%，同期沪深 300 指数累计上涨 32.61%，累计超额收益-9.1%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为-1.49%、-0.09%、-1.73%、-0.65%、-0.43%、-0.60%、-1.43%；一月涨跌幅分别为+0.31%、-3.29%、-2.77%、-1.21%、+0.91%、-0.82%、+1.56%。

一级跟踪：12 只 REITs 基金等待上市，发行市场保持活跃

2025 年第 39 周，华夏中海商业资产封闭式基础设施证券投资基金、中信建投沈阳国际软件园封闭式基础设施证券投资基金、华夏安博仓储物流封闭式基础设施证券投资基金首发申请已通过，共有 12 只 REITs 基金等待上市，发行市场保持活跃。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【医药】关注基药目录调整，首推方盛制药——行业周报-20250928

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 汪晋（分析师）证书编号：S0790525060003 | 巢舒然（联系人）证书编号：S0790123110015

回看历史：政府多维度考虑群众需求，基药目录阶段性“查漏补缺”

我国 1979 年成立国家基本药物遴选小组，开始参与 WHO 基本药物行动计划，1982 年公布首版《国家基本药物目录》（NEML），并在 2009 年之前先后对该目录进行了 5 次调整。2009 年 4 月，国务院办公厅发布《关于深化医药卫生体制改革的意见》，标志着正式启动国家基本药物制度建设，随后发布了三版 NEML 目录，分别是 2009 版、2012 版、2018 版（现行），并逐步推出保供应、“986”药占比考核等政策助力基药使用落实到基层。

2018 版基药目录启示：立足疗效动态调整，调入目录放量可期

2018 版《国家基本药物目录》主要由说明、化学药品和生物制品、中成药、中药饮片、索引等部分组成，在整体结构上与 2012 版无较大差别。但在中成药方面存在部分细分方向变动。例如，一级分类中新增儿科用药，并在儿科用药的二级分类中分别加入了解表剂、清热剂、止咳剂、扶正剂、安神剂、消导剂。同时新增多种适合儿童使用的小规格制剂和冲服剂型、口服溶液剂等，表明国家对儿童这一特殊用药人群的重视。

展望未来：基药目录调整呼声提高，多类中药产品有望被纳入

《国家基本药物目录》原则上 3 年调整一次，但自 2018 版基药目录出台后一直未曾调整，因此在 2024 年的全国“两会”中，有来自药企、医院等医药领域的全国人大代表提出加快基药调整步伐，同时建议将慢性病用药、国产创新药等多类药品纳入新版基药目录中；近期 2025 年的全国药政工作会议等也纷纷提及基药目录更新需求，因此我们建议关注有望纳入的中药产品/企业，有望进一步打开业绩成长空间。

推荐及受益标的

推荐标的：制药及生物制品：恒瑞医药、华东医药、三生制药、联邦制药、人福医药、恩华药业、信达生物、再鼎医药、百利天恒、泽璟制药-U、诺诚健华、科伦博泰生物-B、三生国健、康诺亚-B、一品红、海思科、艾力斯、艾迪药业、和黄医药、京新药业、健康元、前沿生物；CXO：药明康德、药明合联、药明生物、美迪西、博腾股份、普蕊斯；科研服务：皓元医药、百普赛斯、毕得医药、昊帆生物、药康生物、奥浦迈；中药：方盛制药、东阿阿胶、众生药业、江中药业、天士力、济川药业、羚锐制药、悦康药业、佐力药业；原料药：普洛药业、健友股份、华海药业、奥锐特、博瑞医药；医疗器械：迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜、英科医疗、万孚生物、可孚医疗、圣湘生物、康拓医疗；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、海吉亚医疗、锦欣生殖；

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

零售药店：益丰药房。

风险提示：政策推进不及预期，产品销售不及预期，行业竞争加剧。

【银行】从支持补充到增强银行资本实力——央行 2025Q3 货币政策例会学习-20250928

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 朱晓云（分析师）证书编号：S0790524070010

事件：中国人民银行货币政策委员会 2025 年第三季度例会于 9 月 23 日召开

经济形势判断：在外部环境严峻（增长动能减弱、贸易壁垒增多），以及国内需求不足、物价低位运行等挑战下，仍呈现“稳中有进，高质量发展取得新成效”，的复苏势头，不过从“保持经济稳定增长”到“促进经济稳定增长”的表述微调看出或存一定增速下行压力。货币政策基调：延续“适度宽松”，2025Q3 强调“持续发力、适时加力”并突出“落实落细”和“抓好各项货币政策措施执行”，或表明政策从“出政策”转向“抓执行”，确保政策工具高效落地，避免资金空转。

银行视角理解政策思路：“反内卷”下，大型银行继续发挥主力军作用，中小银行聚焦主业，引导银行恢复资本内生能力，同时或针对性对银行资本补充

扩表思路：“量价平衡”主线延续，“反内卷”要求下或引导银行逐渐淡化规模诉求，低价贷款冲量行为或有所管控，银行需优化信贷结构，同时负债端拓展稳定资金来源。重点领域支持方面，“五篇大文章”、“两重两新”仍摆在突出位置，新增“稳定外贸”表述，或表明有新增政策应对出口波动。定价：降息必要性暂时不强，银行净息差有望在下半年企稳于 1.4% 左右。本次例会仍未提及“降准降息”，或将观测存量政策效果，保有一定灵活性。从银行的客群现状来看，居民及实体企业的风险偏好尚未明显修复，小幅调降 LPR 对刺激贷款需求意义有限，反而影响银行息差稳定。风险：在对经济金融形势判断中，删除“风险隐患较多”表述，说明目前重点领域金融风险正有序化解。金融投资：2025Q3 例会继续关注长端收益率变化，我们认为大型银行仍将承担债市稳定器的职能，在负债成本有效下降及利率点位反弹至合意区间时，银行会陆续加大配置盘力量，平抑市场波动。但中小银行在 FVOCI 累计浮盈较薄（潜在资本压力增加）、负债流失压力（回流大行、脱媒资管等）以及 FTP 考核调整较慢等因素下，配置盘买债力度明显弱于上年。资本：与上季度相比，表述从“支持补充”到“增强银行资本实力”。一是国有大行注资落地后，需承担更多系统重要性责任，减少下沉抢小银行客户的“内卷”行为，能一定程度恢复中小银行资本内生能力；二是监管或将推动股份行及中小区域行的资本补充方案（特别国债注资、中小银行专项债等），并呵护银行资本债发行的利率环境。流动性：央行偏呵护持续投放中长期基础货币，但存款搬家趋势下核心负债的竞争将更加激烈，Q4 或有降准可能。

投资建议：政策基调延续，银行红利属性尚佳，复苏或催化估值修复行情

从本次货币政策例会的表述来看，存量政策有望释放效果，新增政策保有一定空间。目前银行板块仍具有较强稳定红利属性的资金吸引力，保险中长期资金、公募低配资金、指数型基金及固收+产品仍构成稳定资金驱动。从性价比看，H 股仍领先于 A 股。（1）资金属性——低配的权重股，受益标的招商银行、兴业银行等；（2）稳定红利及扩散逻辑，受益标的农业银行、中信银行、北京银行等；（3）兼具较强盈利确定性及客群优势，受益标的江苏银行、杭州银行等。

风险提示：零售客群违约风险大面积扩散，存款脱媒较重导致负债成本难以有效改善，宏观经济复苏进度低于预期等。

【食品饮料】白酒临近底部，大众品聚焦产业红利——行业周报-20250928

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（分析师）证书编号：S0790525080001

核心观点：白酒底部特征已显，大众品关注三公司

9 月 22 日-9 月 26 日，食品饮料指数跌幅为 2.5%，一级子行业排名第 23，跑输沪深 300 约 3.6pct，子行业中

软饮料 (+0.9%)、其他食品 (+0.0%)、肉制品 (-0.0%) 表现相对领先。三季度白酒动销有所好转，但同比仍下滑，核心制约因素为禁酒令对商务消费的持续影响，叠加整体消费大环境的压力。当前白酒市场动销已显现底部特征，社会库存高企、消费大环境疲软、禁酒令影响等负面因素均已充分释放，后续需求进一步下滑的可能性较低，动销改善具备确定性。改善节奏与程度取决于两大核心因素：一是社会库存去化进度；二是酒厂投放策略。若酒厂能进一步放低回款要求、放缓发货节奏，将有效缓解渠道库存压力，为动销复苏奠定基础。从中秋节备货情况来看白酒仍在筑底过程，预计 2026 年春节白酒市场也难有较大突破，但表现将优于 2025Q2、Q3。支撑因素两方面：一是春节需求具备刚性，对动销形成基础支撑；二是经过前期库存去化周期，渠道库存压力将有所减轻，经销商备货积极性或边际回升。当前白酒板块估值处于历史低位，基金仓位持续回落，伴随政策博弈、消费场景回暖等催化，白酒仍具左侧布局机会。大众品方面，我们持续看好具备渠道、品类、市场红利的品种。建议重点关注：(1) 西麦食品，公司燕麦主业成长性稳定，同时原材料成本下降趋势有望延续至 2027 年，预计业绩保持较快增速；此外公司加速落地大健康板块业务，药食同源粉类产品上市后销售较好，具备减肥效用的新品也可能在近期上市，未来大健康将成为公司重要的新增至曲线。(2) 卫龙美味，面制品（辣条）业务上半年因主动进行 SKU 调整和渠道整合而有所波动，下半年新品铺货有望带动面制品企稳回升，核心品类魔芋持续放量，保持高速增长态势。未来看点在于豆制品的突破，以及海外市场空间的释放。(3) 百润股份，在新品增量和老品企稳带动下，鸡尾酒业务实现小幅增长，威士忌双品牌稳步推进，预计三季度公司收入端环比与同比均实现改善。公司在经历一年多渠道和产品调整后，目前鸡尾酒将进入企稳增长阶段，叠加新品和威士忌贡献增量，公司经营拐点来临，建议关注。

推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、卫龙美味、百润股份

(1) 贵州茅台：短期白酒需求下移，但公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。(2) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(3) 西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。(4) 卫龙美味：随着新品铺市，面制品下滑情况将得到缓解，同时魔芋单品持续高速增长，基本盘稳定。豆制品可能打开第三增长曲线，以及海外市场具备较大空间。(5) 百润股份：预调酒处于改善趋势当中，威士忌已实现较好铺货，建议关注后续公司鸡尾酒回款改善和新品催化逻辑。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【农林牧渔】生猪能繁去化逻辑加强，牛肉牛奶或于 2026 年实现联动向上——行业周报-20250928

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

周观察：生猪能繁去化逻辑加强，牛肉牛奶或于 2026 年实现联动向上

政策叠加环保、疫情催化，行业能繁持续去化。据涌益咨询，截至 2025 年 9 月 26 日，全国生猪均价 12.50 元/公斤，周环比-0.20 元/公斤，同比-5.51 元/公斤。截至 2025 年 9 月 25 日，涌益样本生猪出栏均重 128.55 公斤/头，周环比+0.10 公斤/头，同比+2.58 公斤/头，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价 0.32 元/公斤（周环比持平）。据农业农村部，2025 年 8 月我国能繁存栏 4038 万头，同比+0.05%，环比-0.10%。8 月散养生猪头均净利润-109 元，规模养殖生猪头均净利润-57 元。政策端 9 月 16 日农业农村部召开生猪产能调控座谈会，分配 100 万头能繁调减任务至头部猪企及各个省份，限期完成能繁去化任务，强力落地执行。此外，环保监管趋严、疫情逐步进入秋冬高发时段及养殖亏损多重催化，生猪能繁去化或加速，生猪板块投资逻辑强化，进入核心配置期，生猪板块当前估值仍处相对低位，建议积极布局。

牛肉价格淡季不淡，行业预期谨慎，肉牛存栏仍去化，2026 年肉奶有望联动向上。截至 2025 年 9 月 26 日，我国牛肉批发价 66.27 元/公斤，月环比+2.10%，同比+7.74%。Mysteel 样本 2025 年 8 月肉牛存栏环比-0.84%，9 月 26 日犊牛价格 32.36 元/公斤，同比+34.22%。牛肉价格淡季不淡中枢持续抬升，但行业母牛补栏仍谨慎，肉牛存栏延续去化。截至 2025 年 9 月 18 日，我国生鲜乳均价 3.03 元/公斤，奶价仍在持续磨底，据农业农村部，2025

年上半年我国奶牛存栏同比下降 4.2%，2025 年奶牛去化或延续，2026 年肉奶有望共振向上。

周观点：生猪投资逻辑边际改善，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

基本面政策面双轮驱动 2025H2 猪价环比上行，生猪投资逻辑边际改善。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料板块国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。推荐：海大集团、新希望等。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。推荐：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

本周市场表现 (9.22-9.26)：农业跑输大盘 2.18 个百分点

本周上证指数上涨 0.21%，农业指数下跌 1.97%，跑输大盘 2.18pct。个股来看，ST 景谷 (+15.68%)、华英农业 (+5.76%)、生物股份 (+3.78%) 领涨。

本周价格跟踪 (9.22-9.26)：本周牛肉、黄羽鸡、玉米等农产品价格环比上涨

9 月 26 日全国外三元生猪均价为 12.45 元/kg，较上周下跌 0.23 元/kg；仔猪均价为 21.29 元/kg，较上周下跌 1.09 元/kg；白条肉均价 16.68 元/kg，环比-0.20 元/公斤。9 月 26 日猪料比价为 3.73:1。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【电力设备与新能源】固态电池行业周报(第十六期)：中汽新能全固态电池计划 2026 年装车一汽示范车型，当升科技固态锂电正极材料已实现 10 吨级批量出货——行业周报-20250928

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

中汽新能全固态电池计划 2026 年装车一汽示范车型，当升科技固态锂电正极材料已实现 10 吨级批量出货

(1) 电池：近日，行业会议上透露，中汽新能规划到 2026 年实现 400Wh/kg，到 2027 年提升至 420Wh/kg，2030 年前后将推进富锂锰、金属锂及无负极技术。9 月 24 日，当升科技披露投资者关系活动记录表，公司全固态正极材料采用超稳定快离子导体修饰工艺，在全固态电池体系中实现了超高容量、长循环寿命，已开始 10 吨级批量出货。(2) 产业：近日，2025 中国动力电池材料产业链大会指出，全球固态电池出货量预计 2025 年 10GWh、2030 年 614.1GWh，但全固态电池短期内面临量产难、成本高、产业链不完整、界面阻抗高等挑战。国内技术路线多元，半固态布局早、产业链完整，全固态方案未定型；国际上丰田、日产等采用高镍正极+硫化物电解质，预计 2027 年后量产。(3) 技术：9 月 27 日，清华大学张强团队在《自然》发表研究，开发出新型含氟聚醚电解质。通过“富阴离子溶剂化结构”设计和热引发原位聚合技术，增强固态界面接触与离子传导能力，提升耐高压性能和界面稳定性，为高安全、高能量密度固态电池提供新思路。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+1.3%，电池、铝塑膜涨幅靠前

9 月 22 日-9 月 26 日，固态电池指数+1.3%，2025 年累计+50.4%，同期沪深 300 指数+15.6%。统计范围内的固态电池相关标的平均-0.4%，各行业有涨有跌，其中电池 (+1.6%)、铝塑膜 (+1.1%) 涨幅靠前。涨幅前五标的分别为鹏辉能源 (+18.6%)、先导智能 (+17.8%)、当升科技 (+11.2%)、海顺新材 (+9.3%)、天赐材料 (+9.2%)；跌幅前五标的分别为中一科技 (-10.2%)、天铁科技 (-9.7%)、远航精密 (-9.5%)、德龙激光 (-9.2%)、海辰药业

(-8.5%)。

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。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第三十五期）：零重力与东投集团合作将采购 50 架 eVTOL，广东低空经济专题对接会引 23 个项目落地——行业周报-20250928

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

零重力与东投集团合作将采购 50 架 eVTOL，广东低空经济专题对接会引 23 个项目落地

（1）项目合作：近日，零重力飞机工业与广西玉林高新技术产业开发区管理委员会正式达成战略合作，共同推动低空文旅观光场景落地。此外，玉林市玉东投资集团有限公司与零重力飞机工业签署合作框架意向协议，计划分批采购 50 架零重力飞机工业旗下多旋翼 eVTOLZG-ONE 鹊飞，并联合开展航空器运营体系构建。9 月 25 日，2025 粤港澳大湾区全球招商大会系列活动之广东省低空经济产业专题对接会在广州举行，由广东省商务厅主办，吸引约 180 名代表参会，当场发布意向落户广东的项目 23 个，推动优质项目与地市、园区、金融机构精准匹配。9 月以来低空产业成果显著：顺丰在重庆智博会演示川渝东北“干—支—末”物流网络空投作业，广东高域科技签下近 8 亿元山地飞行汽车意向单，杭州建德华奕航空获国内首张无人直升机特殊适航证。（2）政策规划：9 月 21 日，山西省专家学者协会低空经济分会成立大会在太原举行，会议审议通过了《山西省专家学者协会低空经济分会五年行动计划（2025—2030 年）》和《千坤智库五年行动计划（2025—2030 年）》。分会提出，到 2030 年将推动山西低空经济规模突破 1500 亿元，带动就业超 3 万人，发展会员 400 家以上，培育 1—2 家具备科创板潜力的链主企业。（3）技术方案：9 月 24 日，在 2025 年中国无线电大会低空经济分论坛上，中兴通讯提出融合 5G-A 通感、雷达、无线电侦测等技术的协同组网方案，引入 AI 提升感知精度与识别能力。方案针对重点管制区域与航路保护场景，构建安全、高效、低成本的低空安防体系，助力低空经济安全规模化发展。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-0.2%，A 股标的中鹏辉能源领涨

9 月 22 日-9 月 26 日低空经济 A 股相关标的平均涨跌幅为-0.2%，涨幅前五标的分别为鹏辉能源（+18.6%）、欣旺达（+16.0%）、凯众股份（+15.4%）、深城交（+10.1%）、蔚蓝锂芯（+7.5%）；跌幅前五标的分别为西域旅游（-22.8%）、山河智能（-20.1%）、岭南控股（-10.8%）、立航科技（-10.6%）、祥源文旅（-10.6%）。美股方面，亿航智能（+0.7%）、JobyAviation（-2.8%）、EveHolding（-3.0%）、VerticalAerospace（-5.1%）、ArcherAviation（-5.9%）。

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。

【汽车】理想 i6 正式发布，尚界 H5 1 小时大定突破 1 万台——行业周报-20250928

邓健全（分析师）证书编号：S0790525090003 | 傅昌鑫（分析师）证书编号：S0790525090005 | 王镇涛（联系人）
证书编号：S0790124070021

行业重点新闻

（1）尚界 H5 车型正式上市，售价 15.98 万元起，搭载华为 ADS4 高阶版的配置售价 17.98 万元起。上汽集团官宣，尚界 H5 上市 1 小时大定突破 1 万台，将于 9 月底陆续开启交付。该车上市前小订已突破 16 万台，其中 Max 版本占比 75%。（2）8 部门联合印发《关于大力发展数字消费共创数字时代美好生活的指导意见》，《意见》指出要开展智能网联汽车准入和上路通行试点；要完善快递物流配送体系，推动智慧物流建设，鼓励有条件的地区有序发展无人机支线运输和末端配送业务，加快研究制定自动配送车、无人机等相关标准。（3）美国正式实施美欧贸易协议，征收欧盟汽车 15%关税（4）奇瑞汽车股份有限公司在港交所正式挂牌上市，股份代号 9973。此

次上市，奇瑞汽车以 30.75 港元/股的招股价上限定价，募资规模达 91.4 亿港元（现汇率约合 83.76 亿元人民币），一举成为年内港股市场规模最大的车企 IPO。（5）零跑汽车第 100 万台整车下线，从 50 万到 100 万仅用 343 天，朱江明表示，2025 年零跑汽车销量将达到 50 万至 60 万辆。基于超预期的市场表现，2025 年 8 月零跑汽车将 2025 全年销量目标上调至 58 万至 65 万辆，2026 年将挑战 100 万辆。（6）广汽与小鹏汽车加速欧洲布局，登陆瑞士、奥地利、匈牙利、斯洛文尼亚、克罗地亚五国市场（7）华为合作全新品牌，启境汽车任命 CEO 为刘嘉铭。“启境”品牌定位面向年轻群体，聚焦智能驾驶、智慧座舱等核心能力，致力于打造“高品质智电车”新标杆。（8）尊界 S800 上市 4 个月大定突破 15000 台，在 10 天前的鸿蒙智行享界 S9T 新品发布会上，彼时，华为常务董事、终端 BG 董事长余承东宣布尊界 S800 大定突破 1.4 万辆，短短十天就增加了约 1000 台，日均订单为 100 台左右。（9）理想汽车新形态五座 SUV 理想 i6 正式发布，全国统一零售价 24.98 万元，将于 9 月 27 日起正式开启交付。理想 i6 车长宽高 4950x1935x1655 毫米，轴距 3000 毫米，通过低重心和短前后悬设计，打造超过 3.3 米超大车内纵向可用空间。

行情回顾

（1）本周沪深 300 指数涨幅 1.07%，其中汽车板块涨幅 0.11%，涨跌幅位居 A 股一级行业第 6 位。（2）本周乘用车 II 指数跌幅 1.18%，赛力斯、长安汽车领涨。（3）本周商用车指数跌幅 2.15%，曙光股份、汉马科技领涨。（4）本周汽车零部件 II 指数涨幅 1.10%，新坐标、科博达领涨。

投资建议

（1）乘用车：国产高端豪华乘用车市场需求超预期，并且竞争格局好，未来随着产品矩阵的拓展，业绩有望迎来放量，推荐：江淮汽车、赛力斯，受益标的：吉利汽车。

（2）零部件：行业反内卷背景下，盈利能力有望拐点向上，叠加下游扩展，成长性依旧较高，推荐：德赛西威、浙江仙通，受益标的：科博达、华域汽车、双环传动、福耀玻璃、旭升集团、伯特利、瑞鹄模具、松原股份。

风险提示：乘用车行业需求不及预期；汽车行业竞争加剧；电动智能化转型不及预期；政策支持力度不及预期；原材料价格大幅波动风险。

【通信】云栖大会总结：阿里上调资本开支，2032 年 AIDC 功耗将增长 10 倍，看好国产 AI 提速发展——行业周报-20250928

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002

阿里加大资本开支，2032 年 AIDC 功耗将增长 10 倍

2025 年 9 月 18 日，阿里巴巴云栖大会召开，阿里表示将在 3 年 3800 亿 AI 资本开支计划外追加更多投资，在 2032 年阿里 IDC 能耗较 2022 年提升 10 倍，并提出 ASI 目标，强调两大 AI 战略。应用方面，公司发布 7 款大模型，旗舰模型 Qwen3-Max 性能全球前三。硬件方面，发布磐久 AIInfra2.0128 卡超节点 AI 服务器、高性能网络 HPN8.0、自研飞天+CIPU 架构等。巨头持续加大 AI 资本投入，通过柜内超节点、柜外 scaleacross 等方式构建万卡或 10 万卡等更大算力规模集群，弥补单芯片算力及显存不足的差距，我们持续看好国产 AI 大模型及应用发展，国内算力产业链或持续受益。

阿里发布 128 卡超节点 AI 服务器，网络侧升级至 800G

公司发布磐久 AIInfra2.0128 卡自研超节点 AI 服务器，支持多种 AI 芯片，单柜支持 128 个 AI 计算芯片，内部集成公司自研 CIPU2.0 芯片和 EIC/MOC 高性能网卡，采用开放架构，扩展能力较强，可实现高达 Pb/s 级别 Scale-Up 带宽和百 ns 极低延迟，相对于传统架构，同等 AI 算力下推理性能还可提升 50%；公司推出新一代高性能网络 HPN8.0，采用训推一体化架构，存储网络带宽拉升至 800Gbps，GPU 互联网络带宽达到 6.4Tbps，搭配灵骏集群，可支持单集群 10 万卡 GPU 高效互联，助力 AI 训推提效。

阿里发布 7 款大模型，不断丰富 Qwen 模型家族，性能持续提升

阿里正式发布旗舰模型 Qwen3-Max，是通义千问家族中最大、最强的基础模型，预训练数据量达 36T，总参数超过万亿，性能超过 GPT5、ClaudeOpus4 等，跻身全球前三，包括指令（Instruct）和推理（Thinking）两大版本，在 Coding 编程能力和 Agent 工具调用能力上有较大提升；发布下一代基础模型架构 Qwen3-Next，模型总参数 80B 仅激活 3B，性能即可媲美千问 3 旗舰版 235B 模型，模型训练成本较密集模型 Qwen3-32B 降低超 90%，长文本推理吞吐量提升 10 倍以上；多模态模型中，Qwen3-VL 开源，拥有极强的视觉智能体和视觉 Coding 能力，在 32 项核心能力测评中超过 Gemini2.5-Pro 和 GPT5。

重视国产算力各大细分板块

推荐标的：中兴通讯、英维克、源杰科技、紫光股份、盛科通信、光环新网、奥飞数据、新意网集团、中际旭创、新易盛、天孚通信、中天科技、亨通光电等

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

【计算机】周观点：国产 AI 算力持续精彩——行业周报-20250928

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2025.9.22-2025.9.26），沪深 300 指数上涨 1.07%，计算机指数下跌 0.02%。

周观点：国产 AI 算力持续精彩

（1）摩尔线程 IPO 成功过会，在资本市场助力下有望加速发展

9 月 26 日，摩尔线程首发申请成功过会，创下科创板最快审核纪录，侧面说明国家对核心科技企业发展的支持。摩尔线程凭借全自主 MUSA 架构，已推出“苏堤”、“春晓”、“曲院”、“平湖”四代 GPU 芯片架构，并围绕芯片构建了板卡、一体机、智算集群等多种层级形态的全线产品矩阵，全方位满足企业级和消费级客户的不同需求。2025 年上半年公司营收达 7.02 亿元，已超过前三年营收总和，近三年复合增长率超 208%。公司毛利率从 2022 年的 -70.08% 大幅提升至 2024 年的 70.71%。截至 2025 年 6 月 30 日，公司正在洽谈的客户预计订单合计将超过 20 亿元，公司管理层预计最早于 2027 年实现合并报表盈利。公司计划募资 80 亿元，为年内 A 股最大规模半导体 IPO，募集资金主要投向：新一代自主可控 AI 训推一体芯片研发项目、新一代自主可控图形芯片研发项目、新一代自主可控 AISoC 芯片研发项目和补充流动资金。在资本市场的助力下，公司有加快 AI 芯片产品的研发进度及商业化进程，提高公司行业竞争力和市场地位，并进一步提升公司收入规模和盈利水平。

（2）政策推动全国一体化算力网构建，有望拉动国产算力基础设施建设

一方面，国家算力互联网服务平台 9 月 24 日对外宣布，中国已实现 31 个省（区、市）算力标识系统全线贯通，50 多条数据快递线路首次上线。算力标识数据全线贯通后，将大幅提升算力资源的发现、流通、匹配效率，助力形成全国一体化算力体系，标志着中国算力互联网建设迈入“一池共享、一网互联”新阶段。另一方面，9 月 26 日，国家发展改革委等部门发布关于印发《关于加强数字经济创新型企业培育的若干措施》的通知，其中重点提到要强化算力资源供给支撑，深入实施“东数西算”工程，加快构建全国一体化算力网。引导各类算力资源与数创企业需求高效精准对接，鼓励国家枢纽节点面向数创企业提供低成本、广覆盖、可靠安全的算力服务，降低算力使用门槛。全国一体化算力网的构建，有望拉动国产算力基础设施产业链的发展。

投资建议

摩尔线程首发申请成功过会，创下科创板最快审核纪录，侧面说明国家对核心科技企业发展的支持，此外，国家政策推动全国一体化算力网构建，有望拉动国产算力基础设施建设。重点推荐海光信息、中科曙光、淳中科技、浪潮信息、神州数码、软通动力、中国软件国际等，受益标的包括寒武纪、芯原股份、博杰股份、普天科技、慧博云通、紫光股份、工业富联、景嘉微、远东股份、云赛智联、拓维信息、广电运通、烽火通信等。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【化工】《石化化工行业稳增长工作方案（2025-2026 年）》印发，草铵膦、锦纶行业反内卷有序推进——行业周报-20250928

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

本周行业观点：草铵膦、锦纶行业反内卷有序推进，有望助力行业景气上行

（1）草铵膦：9月23日，中国农药工业协会公众号发布《关于召开2025年草铵膦产品协作组会议的通知》，为积极响应《关于开展农药行业“正风治卷”行动的通知》要求，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，定于2025年10月12日上午在上海召开2025年草铵膦产品协作组会议，会议主题为“抵制非理性竞争·规范行业秩序·推进行业治理”。据百川盈孚数据，截至9月25日，95%草铵膦原粉市场均价为44500元/吨，草铵膦市场偏稳运行，价格稳定。我们认为，中长期来看，草甘膦、草铵膦等主要农药品种“反内卷”活动有序推进，农药行业“正风治卷”三年行动有望有效遏制行业内卷式竞争，或助力景气反转。【受益标的】利尔化学（草铵膦龙头）等。（2）锦纶：据中国化纤工业协会公众号报道，9月25日，中国化学纤维工业协会锦纶分会召集永荣股份、恒申集团、华鼎股份、嘉华尼龙四家企业，针对当前锦纶纤维消费需求不足、产品库存不断上升、盈利能力不断下降等问题，倡议锦纶行业各企业树立大局观和长远眼光，坚持合作共赢理念，加强交流与合作，共享资源、共克时艰，维护行业健康发展。【受益标的】华鼎股份、神马股份、聚合顺等。

本周行业新闻：《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》印发

【石化化工】工业和信息化部、生态环境部、应急管理部、中国人民银行、市场监管总局、金融监管总局、供销合作总社等7部门联合发布《石化化工行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》（以下简称《工作方案》）。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【铬盐】振华股份；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云天化、川恒股份、苏利股份、湖北宜化等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】博源化工、三友化工等；【其他】黑猫股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺、恒逸石化、华鼎股份等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、湖北宜化等；【硅】新安股份；【氯碱行业】中泰化学、新疆天业等；【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】卓越新能、万凯新材、华谊集团、中触媒、光华科技等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注1。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

¹ 根据新凤鸣 2025 年半年报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 4.78% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。根据盐湖股份 2025 年中报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团控股子公司陕西煤业股份有限公司持有盐湖股份 5.03% 的股份。尽管开源证券与陕西煤业股份有限公司均属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对陕西煤业股份有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与盐湖股份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