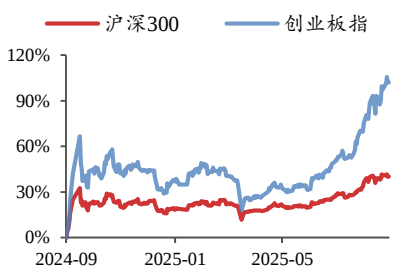


2025 年 09 月 22 日

开源晨会 0922

——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(%)
煤炭	1.973
有色金属	1.192
建筑材料	1.054
社会服务	1.011
国防军工	0.850

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
汽车	-1.936
医药生物	-1.410
计算机	-1.264
非银金融	-0.879
机械设备	-0.599

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

【策略】坚持科技，高低切的时机尚未到来——投资策略周报-20250920

【固定收益】8月财政收支均放缓，政策加码预期升温——2025年8月财政数据点评-20250919

【金融工程】商品择时及其在资产配置中的应用——大类资产配置研究系列(13)
-20250919

行业公司

【中小盘】看好智慧消防及 AI+基层医疗——中小盘周报-20250921

【非银金融】券商 3 季报增速或进一步扩张，调整带来布局机会——行业周报
-20250921

【建材】政策驱动力度持续，积极布局建材机会——行业周报-20250921

【煤炭开采】煤价再度反弹至 700 元之上，煤炭布局稳扎稳打——行业周报
-20250921

【商贸零售】潮宏基订货会火热举办，优质新品受加盟商欢迎——行业周报
-20250921

【地产建筑】仓储物流 REIT 单周表现优异，做好 REITs 常态化申报工作——行业周报-20250921

【传媒】继续把握游戏、AI、内容创新投资机会——行业周报-20250921

【地产建筑】新房成交面积同环比增长，1-8 月房地产开发投资同比下降——行业周报-20250921

【农林牧渔】生猪板块回调继续积极配置，宠物食品出口量同比延续增长——行业周报-20250921

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第三十四期）：壹通无人机与印尼企业签署超 260 架采购协议，合肥实现全球首次 2 吨级 eVTOL 城际无人货运首飞——行业周报-20250921

【计算机】周观点：继续推荐国产 AI 算力——行业周报-20250921

【食品饮料】社零降速，食饮分化——行业周报-20250921

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第十五期）：赣锋锂业子公司低空飞行器动力电池项目荣获创客中国一等奖，SK On、松下固态电池进展加速——行业周报-20250921

【公用事业】原子能法颁布，山东泰开中标 BEST 装置 FDU 开关——行业周报
-20250921

【通信】重视华为 AI 链、OCS、国产算力等 AI 板块——行业周报-20250921

【汽车】8月汽车产销保持稳健增长,英伟达入局 Robotaxi——行业周报-20250921

【化工】本周电石价格上涨，国内生物酶解法 rPET 产业化进程提速——化工行业周报-20250921

研报摘要

总量研究

【策略】坚持科技，高低切的时机尚未到来——投资策略周报-20250920

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

本轮行情当中，科技占优的中长期背景

本轮行情当中，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。类似的情况，在2013年、2015年、2020-2021年均出现过，而这三次科技风格均实现了中期的显著占优。（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。不同于上轮由消费电子（蓝牙耳机、汽车电子）带动，本轮新增AI这一高增量需求，抬高了需求天花板、延长周期、扩大受益范围。

本轮行情的重要特征：中微观信号频繁，但宏观预期并未显著变化

（1）近期，在中枢抬升的过程中，A股市场呈现显著的“增量市”特征，成交额放大与资金活跃度提升成为核心标志。同时本轮居民更多通过ETF入市，带来了和历史上的“指数牛”不同的特征：①ETF的流入强化“龙头”风格，尤其是ETF权重股重要性提升，对微盘股造成虹吸；②ETF被动配置，缺乏主动基金经理填“估值坑”，导致本轮牛市行业之间的涨幅差异扩大，赚钱效应更集中，未来“选行业”可能比“选股”更重要，即更容易出现在某板块躲牛市的情况。

（2）本轮产业层面的积极催化持续涌现：全球AI革命性发展、科技竞赛、国产算力需求的快速增长、创新药BD大单、国产半导体和芯片的创新发展等多维度的产业层面的积极催化持续涌现。

（3）但与此同时，宏观预期尚未显著变化，A股盈利尚未出现明显的拐点信号。从上半年的财报来看，A股盈利和收入增速尚在底部；截至8月末，70大城市的新房销售仍在环比下降；截至7月末，工业企业利润同比仍在负增长区间。

高低切需要的条件：短期和长期，目前尚不具备高低切条件

（1）短期来看，科技高低切的一个重要指标是TMT成交额占比超过40%。

（2）中长期来看，相对盈利优势的变化是中长期风格高低切的充分条件。重点观察：①地产是否触底乃至反弹；②A股盈利是否具备V型反转的改善预期。

投资思路——坚定牛市信心，双轮驱动下，科技为先，PPI交易为辅

对于科技的投资，如果有投资者相对畏高，我们认为当前应该重点关注游戏、传媒、互联网、消费电子、电池等品种。具体来看配置“双轮驱动”下的4+1：

（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、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技。（2）受益于“PPI边际改善+部分低位补涨”的顺周期扩散：钢铁、化工、有色金属、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；全球流动性及地缘政治风险；历史不代表未来。

【固定收益】8月财政收支均放缓，政策加码预期升温——2025年8月财政数据点评-20250919

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

财政部公布 2025 年 8 月财政数据，1-8 月全国一般公共预算收入同比增长 0.3%（前值为 0.1%，下同），支出同比增长 3.1%（3.4%）；1-8 月全国政府性基金预算收入同比下降 1.4%（-0.7%），支出同比增长 30%（31.7%）。

一般公共预算：8 月收入、支出同比均回落，证券交易印花税收入高增

收入：8 月，一般公共预算收入同比增长 2.0%（2.6%），其中中央收入同比增长 2.0%（2.2%），地方收入同比增长 2.0%（3.1%）。税收收入同比增长 3.4%（5.0%），连续 5 个月保持正增长，其中增值税、企业所得税、城市维护建设税、房产税、车辆购置税、城镇土地使用税、印花税同比较 7 月均有所提升。得益于近期股市交易活跃，证券交易印花税收入持续高增，同比增长 226%（125.4%）。企业所得税同比增长 33.4%（6.4%），主要原因系 2024 年同期基数较低，叠加反内卷政策执行下价格拖累减轻共同推动企业所得税同比高增。非税收入同比下降 3.8%（-12.9%），同比降幅较 7 月有所放缓。

支出：8 月，一般公共预算支出同比增长 0.8%（3.0%），其中中央支出同比增长 2.8%（7.4%），地方收入同比增长 0.4%（2.2%），财政支出整体有所回落。基建支出项城乡社区事务同比下降 16.8%（2.9%），农林水事务同比下降 22.9%（-6.9%），基建支出放缓影响 8 月财政支出同比增长回落。

政府性基金预算：8 月收入、支出同比均回落，土地出让收入增速转负

收入：8 月，政府性基金收入同比减少 5.7%（8.9%），中央收入同比减少 36.5%（35.1%），地方收入同比减少 0.2%（6.3%），其中土地出让收入同比减少 5.8%（7.2%）。政府性基金收入同比下降主要系土地出让收入同比转负影响，地产仍在加速寻底阶段，土地市场整体承压。

支出：8 月，政府性基金支出同比增加 19.8%（42.4%），中央支出同比减少 14.7%（95.4%），地方支出同比增加 22.9%（38.2%），其中土地出让支出同比增加 13.9%（-4.1%）。8 月政府性基金支出增速较 7 月有所回落，但在专项债、特别国债带动下仍保持较高速增长。

市场：一级发行超预期叠加情绪发酵推动债市延续修复态势

9 月 17 日债市早盘窄幅震荡，市场博弈特别国债发行情况，随 25 特国 04 超预期发行，中标利率为 2.1616%，长端收益率下行，午盘后市场对央行重启国债交易预期发酵，推动长端收益率持续下行。

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】商品择时及其在资产配置中的应用——大类资产配置研究系列（13）-20250919

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

商品基金概览：投资价值分析与基金盘点

商品配置意义主要三个方面，第一是商品组合长期收益为正，第二是可以对冲通胀压力，第三是商品与股债的低相关性可以减少组合波动。

FOF对商品基金的持仓结构：黄金是其最核心的配置品种。持有豆粕和有色金属基金的FOF个数也较多，这两种商品作为黄金的补充，规模相对较小。持有其他商品基金的FOF数量和总市值均有限。

商品基金收益拆解：对于跟踪现货的产品，其收益与现货相近；对于跟踪股票的ETF，其收益等于跟踪股票的收益与跟踪误差之和；对于跟踪商品期货的基金产品，收益包括标的指数收益、合约展期收益、剩余资金管理收益以及其他收益。

商品基金投资价值分析：黄金基金的投资价值在于其现货长期收益率；白银期货存在展期损耗，因此白银基金投资价值集中在部分金银比较高的时段；有色基金的投资价值在于现货长期收益率和展期收益的总和；豆粕基金的收益主要来源于展期收益；原油基金的投资价值在于在高波动走势中择时；能源化工基金由于其价格涨跌与原油相关度高，因此投资价值与原油类似。

多元化商品择时策略：基本面与季节性

我们对铜、豆粕、原油、能源化工、黄金五类商品构建择时体系，从基本面和季节性风险溢价与展期收益出发构建择时指标。

基本面指标：第一类指标是考察产业链各个环节主体的利润/景气程度；第二类指标是库存和价差数据，两类指标在各类资产上都能找到具有择时效果的指标。

季节性风险溢价：商品存在淡季旺季。在实际运用过程中，我们将第二部分基本面择时指标和季节性融合，如原油的炼油利润指标，原油在4-6月出行旺季收益平均较高，因此我们将这部分的信号设置为1。

商品基金在资产配置中的运用：主动与被动配置

商品基金被动配置方案：我们采用风险平价的方式配置商品。其中各品种的协方差使用过去三年的对应指数日度收益率计算，在3/6/9/12月末调仓。由于不少商品基金成立时间较晚，选用指数进行较长区间的回测，包括AU999、SHFE铜、SHFE豆粕、易盛能化A、标普石油天然气勘探及生产精选行业5个指数。

2014年1月1日到2025年8月18日，风险平价组合的年化收益为6.9%，年化波动为10.3%，最大回撤为32.8%，风险平价组合收益优于等权组合。

商品基金主动配置方案：先用周频风险平价模型确定基础权重，再根据信号，确定各资产权重是基础权重还是0。主动择时组合的年化收益为11.0%，年化波动为6.6%，最大回撤为13.0%，换手率较低，年化换手率为137.1%。

股债商组合：主动择时组合剩余仓位可以用A500交易所股债20/80指数来替代，组合的年化收益为13.7%，年化波动为7.1%，最大回撤为12.7%。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。本报告不构成对基金的投资建议，组合收益不代表未来收益。

行业公司

【中小盘】看好智慧消防及AI+基层医疗——中小盘周报-20250921

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：看好智慧消防及AI+基层医疗

(1) 智慧消防：作为智慧消防的两大核心趋势，远程值守充当“云端大脑”，通过7×24小时智能预警+人工研判，实现火情的早期发现与多端联动调度，形成高效处置闭环；消防机器人则作为“地面尖兵”，凭借自主导航、多传感器融合与极端环境作业能力，替代人力深入高危场景执行灭火、巡检等任务。青鸟消防强势入局远程值守

与消防机器人赛道，开辟第二增长曲线。在远程值守方面，青鸟消防旗下首个消防远程值守业务公司已在杭州落地，依托“智能报警+远程值守+处置闭环”的一体化架构，正在重新定义消防安全服务的边界。在消防机器人方面，青鸟消防依托长期技术积累与深度场景适配，稳步向消防机器人头部阵营迈进，推动行业从“传统人防”向“机器智能”转型。公司与机器人载具头部厂商合作的消防四足机器人——青鸟“灵豹”即将在10月13日中国北京国际消防展亮相，具备抗极端环境、多传感器协同的优势，可根据不同场景灵活搭载设备。

(2) AI+基层医疗：近年来，国家卫生战略明确将提升基层医疗服务能力作为优先事项，通过政策倡导持续推动基层医疗机构建设。目前基层医疗机构仍面临医护人员短缺、教育程度低、临床经验有限、技术水平和服务能力有待提升等一系列问题，而人工智能技术已逐渐成为解决这些问题的重要手段，特别是新兴的生成式AI技术正在医疗咨询、诊断、治疗、管理和教育等各个环节展现出良好的应用前景。康众医疗是一家数字化X射线核心部件及一站式解决方案供应商，产品应用从医疗普放延伸至乳腺、动态透视、放疗、口腔三维成像、工业、安检、宠物医疗等多个领域。近期公司通过对外投资新设控股子公司（康众医能）、战略投资入股行业领先企业（仁筵信息）、与优质企业（谜研科技）/科研机构（苏州先进院）战略合作、在社区卫生服务中心试点社区智慧医疗整体运营方案等方式，积极布局AI+基层医疗、打造“设备+运营+流量变现”的商业模式闭环。

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等中小盘指数表现优于上证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，世昌股份1家公司登陆A股，2家公司登陆港交所。3家公司IPO获受理、2起IPO审核通过，4家公司注册生效；(2) 定增方面，新增竞价预公告2例，发行竞价项目平均折价率14.2%，平均收益率17.1%；(3) 并购方面，1家公司首披重大资产重组，4家公司涉及实控人变更；(4) 股权激励和回购方面，本周共披露9例股权激励预案，19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）；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。

【非银金融】券商3季报增速或进一步扩张，调整带来布局机会——行业周报-20250921

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

周观点：券商3季报增速或进一步扩张，调整带来布局机会

近1个月大金融板块有所调整，券商和保险板块呈现出一定的负超额。市场活跃度仍在较高水平，低利率环境下机构和居民资金入市趋势有望延续，继续看好慢牛启航下非银金融板块战略性增配机会。券商板块盈利高景气、估值性价比比较高，具有较高的胜率和赔率，看好低估值保险H股配置价值。

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) 本周日均股基成交额2.99万亿，环比+8%，截止9月21日，2025年累计日均股基成交额1.90万亿，同比+108%，3季度同比增速进一步扩大；截至9月18日，全市场两融融资余额升至2.39万亿，较年初增长30%，占A股流通市值比重达2.54%。(2) 国新办将于9月22日(星期一)下午3时举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会，央行行长潘功胜、金监总局局长李云泽、证监会主席吴清以及央行副行长、外汇局局长朱鹤新将介绍“十四五”时期金融业发展成就，并答记者问。(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

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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：中国平安再次举牌中国太保H股，保险H股估值较低配置价值突出

(1) 9月18日平安人寿公告，平安资管受托平安人寿资金，投资于中国太保H股股票，于9月11日达到中国太保H股股本的10%，根据香港市场规则，触发平安人寿举牌。8月平安人寿公告第一次对中国太保H股举牌，增持比例达到5.04%。中国太保H股自8月18日阶段性高点至今下跌17%，当下动态股息率3.81%，我们认为本次举牌符合公司高股息资产投资策略。(2) 9月18日中国平安公告，截至公告日，公司2025年度长期服务计划已通过二级市场完成购股，共购得公司H股股票7461.5万股，占公司总股本0.412%，成交金额合计人民币38.75亿元，成交均价人民币51.87元/股，上述购股资金均来源于员工应付薪酬额度，自愿参与公司2025年度长期服务计划的核心人才共83024人。(3) 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，国信证券，东方证券H，广发证券，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。

【建材】政策驱动力度持续，积极布局建材机会——行业周报-20250921

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

“好房子”驱动产业新变革，积极布局建材机会

近日《经济日报》报道，政策与需求双轮驱动，“好房子”成为建材行业核心赛道。中国建材集团以气凝胶玻璃、碲化镉发电玻璃、石墨烯温控材料、高分子防水隔音系统等高性能新材料，同步支撑绿色新建与老旧改造，推动节能、创能、功能、智能四大材料体系升级；2022年我国新材料产业产值已突破6.8万亿，2025年有望达10万亿，AI+低碳智造重塑研发范式，水泥、玻璃、陶瓷等30个子行业向高附加值跃迁。供需共振、技术迭代、政策加码三力叠加，建材板块配置价值持续提升。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15日至9月19日）建筑材料指数上涨0.43%，沪深300指数下跌0.44%，建筑材料指数跑赢沪深300指数0.88pct。近三个月来，沪深300指数上涨14.18%，建筑材料指数上涨19.82%，建材板块跑赢沪深300指数5.64pct。近一年来，沪深300指数上涨34.31%，建筑材料指数上涨43.00%，建材板块跑赢沪深300指数8.69pct。

板块数据跟踪

水泥：截至9月19日，全国P.O42.5散装水泥平均价为279.00元/吨，环比上涨1.44%；水泥-煤炭价差为186.05

元/吨，环比上涨 0.74%；全国熟料库容比 65.11%，环比上升 2.52pct。

玻璃：截至 9 月 19 日，全国浮法玻璃现货均价为 1208.98 元/吨，环比上涨 6.65 元/吨，涨幅为 0.55%；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 12.70 元/重量箱，环比下跌 2.51%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 8.79 元/重量箱，环比下跌 1.36%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 11.36 元/重量箱，环比下跌 0.74%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 74.32 元/重量箱，环比下跌 0.13%。

玻璃纤维：截至 9 月 19 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 19 日，原油价格为 67.15 美元/桶，周环比下跌 0.83%，较 2025 年年初下跌 12.49%，同比下跌 10.59%；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。

【煤炭开采】煤价再度反弹至 700 元之上，煤炭布局稳扎稳打——行业周报-20250921

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：动力煤价格小涨，截至 9 月 19 日，秦港 Q5500 动力煤平仓价为 704 元/吨，环比上涨 24 元/吨，涨幅 3.53%；煤价在上冲 700 元之上之后再次反弹至 704 元。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 19 日，京唐港主焦煤报价 1670 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 1232 元，累计涨幅达到 71.3%；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。

【商贸零售】潮宏基订货会火热举办，优质新品受加盟商欢迎——行业周报-20250921

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 姚慕宇（联系人）证书编号：S0790125040021

潮宏基订货会火热举办，优质新品受加盟商欢迎

潮宏基订货会本周于深圳水贝举行，此次会场气氛火热，加盟商拿货积极，印证潮宏基终端动销高景气。本次订货会，潮宏基主推新品围绕精品克重黄金，产品设计根植故宫元素，并在传统古法工艺基础上有所创新，代表性产品包括花丝福禄、花丝风雨桥、臻金八瑞、七珍马宝等，品类涵盖低客单串珠到高客单吊坠手镯，迎合不同类型客群偏好。且此次推新产品主要为潮宏基自主设计款式，自有款式受加盟商热捧，从侧面验证潮宏基品牌力和产品力的强势提升。潮宏基凭借数字化洞察+体系化研发打造差异化产品力，叠加小红书矩阵式营销，新品上市有望推动高端线再突破。一方面潮宏基凭借强数据中台和类直营模式可对终端消费者偏好进行快速抓取，结合体系化研发能力将消费者洞察反馈至生产端，构筑差异化产品力；另一方面，借助小红书平台搭建 KOL+KOC+KOS 营销矩阵，实现从品牌曝光到用户信任建立再到销售转化的全链路营销，有望让新品自带流量。基于此，我们认为潮宏基有望借助产品端优势和爆款营销打法，推动高端新品成功出圈。

行业关键词：锦波生物、小红卡、淘宝双 11、寻味中国、CECONOMY 等

【锦波生物】钟睒睒正式入局锦波生物。

【小红卡】小红书推出本地生活“小红卡”会员业务。

【淘宝双 11】淘宝直播将投入 30 亿补贴“双 11”。

【寻味中国】叮咚买菜官宣“寻味中国”计划。

【CECONOMY】京东收购 CECONOMY 获德国批准。

板块行情回顾

本周（9 月 15 日-9 月 19 日），商贸零售指数报收 2384.72 点，下跌 0.51%，跑赢上证综指（本周下跌 1.30%）0.8 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 17 位。零售各细分板块中，本周互联网电商板块涨幅最大，2025 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周华致酒行（+24.0%）、青木科技（+13.5%）、友阿股份（+9.3%）涨幅靠前。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者深度洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基等，受益标的六福集团、周生生；

投资主线二（线下零售）：关注顺应趋势积极变革探索的零售企业（超市、百货、连锁），重点推荐永辉超市、

爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线三（化妆品）：关注具备差异化且能力持续迭代的优质国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、润本股份等，受益标的若羽臣等；

投资主线四（医美）：关注具备差异化管线的医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B 等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

【地产建筑】仓储物流 REIT 单周表现优异，做好 REITs 常态化申报工作——行业周报-20250921

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

仓储物流 REIT 单周表现优异，做好 REITs 常态化申报工作

2025 年第 38 周，中证 REITs（收盘）指数为 838.43，同比上涨 6.42%，环比下跌 0.19%；中证 REITs 全收益指数 1071.34，同比上涨 14.46%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 5.29 亿份，同比增长 352.14%；成交额达 2.34 亿元，同比下降 49.13%；区间换手率 2.3%，同比+1.5pct。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+0.16%、-4.05%、-0.88%、+0.06%、+0.55%、-0.72%、-0.66%；一月涨跌幅分别为+1.82%、-3.21%、-1.05%、-0.55%、+1.34%、-0.22%、+3.03%。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。

做好 REITs 常态化申报工作，中金唯品会奥特莱斯 REIT 正式上市

国家发展改革委在其官网正式发布《国家发展改革委办公厅关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化申报推荐工作的通知》，聚焦 REITs 扩围扩容和扩募，强化项目质量把关和组织保障。中金唯品会奥特莱斯封闭式基础设施证券投资基金在上交所上市，首发基金份额共计 10 亿份，每份发售价格为 3.480 元/份，募集资金合计 34.80 亿元。项目底层资产为位于宁波市的杉井奥特莱斯项目总建筑面积 10.43 万平方米，为室外开放街区+室内馆相结合的建筑形态。项目底层资产 2022-2024 年度运营收入年均复合增长率为 8.7%，出租率均维持在 97%以上，2025 年一季度的月租金坪效约 394 元/月/m²。

一周行情：仓储物流 REITs 单周上涨 0.55%，单月累计上涨 1.34%

2025 年第 38 周，中证 REITs（收盘）指数为 838.43，同比上涨 6.42%，环比下跌 0.19%，2024 年年初至今累计上涨 10.84%，同期沪深 300 指数累计上涨 31.21%，累计超额收益-20.37%；中证 REITs 全收益指数 1071.34，同比上涨 14.46%，环比上涨 0.12%，2024 年年初至今累计上涨 24.32%，同期沪深 300 指数累计上涨 31.21%，累计超额收益-6.89%。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+0.16%、-4.05%、-0.88%、+0.06%、+0.55%、-0.72%、-0.66%；一月涨跌幅分别为+1.82%、-3.21%、-1.05%、-0.55%、+1.34%、-0.22%、+3.03%。

一级跟踪：12 只 REITs 基金等待上市，发行市场保持活跃

2025 年第 38 周，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。

【传媒】继续把握游戏、AI、内容创新投资机会——行业周报-20250921

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

心动公司《伊瑟》国服/日韩服上线在即，聚焦新游，继续布局游戏板块

由心动公司自研自发的“魔灵 like”类异世界英雄养成 RPG 游戏《伊瑟》国服及港澳台/日韩服将于 9 月 25 日正式公测，9 月 4 日游戏官方曾表示公测预约用户数已破百万，且在升格测试中玩家反馈的福利少、肝度高、人权卡等问题在公测时将得到修复，而公测同时将开启“超链启鸣盛典”系列活动，玩家签到 2 天即可获得“SSR 极相异格者自选协议”，签到 7 天可拿完美晶格和养成素材，叠加更多福利活动以助力超链者们更快提升异格者强度，公测后还将拓展更多 EWS 赛区，国服也将开展赛事活动，并正在筹备年终总决赛；考虑到《伊瑟》作为国服“魔灵 like”类近几年的稀缺新品以及上线后运营活动助力，加之《伊瑟》此前 6 月在海外英语服上线后的超预期表现及积累的经验，我们认为《伊瑟》国服及日韩服上线后流水值得重点期待，随后续 PVP 赛事活动推进，有望打造长青游戏，为心动公司带来可观业绩增量。此外，心动公司《心动小镇》联动黄油小熊 IP 后，9 月 19 日在 iPhone 游戏畅销榜排名升至前 20；巨人网络《超自然行动组》在新玩法“怪物农场”上线后，9 月 19 日在游戏免费/畅销榜排名分别升至 11/14；世纪华通旗下手游在 8 月取得亮眼出海表现后，近一周《奔奔王国》在游戏畅销榜排名从 102 提升至 87。我们认为，供需共振下，游戏行业此轮景气周期长度或超市场预期，而板块当前估值性价比仍突出，建议继续加码布局游戏，持续关注核心新游及长青游戏表现，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 等。

OpenAI 加码 AI 硬件布局，叠加模型/Agent 升级，或加快 AI 应用商业化

据新智元/机器之心，OpenAI 或于 2026 年底或 2027 年初推出首款消费级 AI 硬件设备，并从苹果引入了 20 余位硬件人才。据财联社，2025 年 5 月，OpenAI 宣布作价 65 亿美元收购前苹果首席设计师乔纳森·艾维(Jony Ive)所创办的 AI 硬件初创公司 io，并表示将推出一批“AI 计算机”。我们认为，OpenAI 若切入消费级 AI 硬件领域，或带动 C 端 AI 应用渗透率大幅提升，叠加海内外大模型在多模态/推理/Agent/成本方面的持续优化，或加速内容创作/社交/广告/电商/教育/金融等领域 AI 应用商业化，建议继续布局 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、易点天下、蓝色光标、世纪天鸿、荣信文化、水滴公司等。

《浪浪山小妖怪》衍生 XR 体验首发，《声鸣远扬》试音火热，关注内容创新

9 月 20 日，由上影元出品，维魔科技、上影技术厂联合出品的《浪浪山小妖怪：妖你同行 XR》正式发布，并在上海首发体验，开创国产电影上映同期衍生 XR 体验的先例，后续将登陆全国 24 个省市的超 60 家商业综合体，构建虚拟空间体验消费新场景，拓展国漫 IP 沉浸式体验新模式。此外，由湖南卫视/芒果 TV 牵头，联合多家省级卫视和腾讯视频打造的全国优秀歌唱人才选拔类节目《声鸣远扬 2025》自 9 月 8 日启动以来，各区线下试音会反响热烈，有望打造又一创新头部音综，广告招商及播出后收视表现值得期待。基于情绪消费旺盛需求，我们建议积极关注音综、沉浸式体验领域内容创新，重点推荐芒果超媒、上海电影。

风险提示：游戏流水、AI 应用商业化进展、综艺节目收视率等低于预期。

【地产建筑】新房成交面积同环比增长，1-8 月房地产开发投资同比下降——行业周报-20250921

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：新房成交面积同环比增长，1-8 月房地产开发投资同比下降

本周我们跟踪的 68 城新房成交同环比增长，20 城二手房成交面积同比增长，环比下降。土地成交面积同比下降，溢价率环比下降。国内信用债发行规模环比下降。本周国家统计局公布 1-8 月房地产市场运行数据，1-8 月份，全国房地产开发投资 60309 亿元，同比下降 12.9%；其中，住宅投资 46382 亿元，下降 11.9%。1-8 月份，全国固定资产投资 326111 亿元，同比增长 0.5%。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。

1-8 月房地产开发投资同比下降，上海公积金基数调整

中央层面：国家统计局：国家统计局公布 1-8 月房地产市场运行数据，1-8 月份，全国房地产开发投资 60309 亿元，同比下降 12.9%；其中，住宅投资 46382 亿元，下降 11.9%。1-8 月份，全国固定资产投资 326111 亿元，同比增长 0.5%。

地方层面：上海：将公积金缴存基数上限提至 37302 元，下限 2690 元；按 7%比例计算，月缴存额上限 5222 元、下限 376 元。上海：持有本市居住证满 3 年并在本市工作生活的购房人，在本市新购住房，且该住房属于家庭第一套住房的，暂免征收房产税。

市场端：土地成交面积同比下降，溢价率环比下降

销售端：根据房管局数据，2025 年第 38 周，全国 68 城商品住宅成交面积 188 万平米，同比增加 12%，环比增加 9%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 8596 万平米，累计同比下降 10%。全国 20 城二手房成交面积为 181 万平米，同比增速 66%，前值 2%；年初至今累计成交面积 7276 万平米，同比增速 8%，前值 7%。

投资端：2025 年第 38 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2361 万平方米，成交土地规划建筑面积 1771 万平方米，同比下降 43%，成交溢价率为 2.2%。一线城市成交土地规划建筑面积 58 万平方米，同比下降 75%；二线城市成交土地规划建筑面积 643 万平方米，同比下降 28%；三线城市成交土地规划建筑面积 1070 万平方米，同比下降 46%。

融资端：国内信用债发行规模环比下降

2025 年第 38 周，信用债发行 30.4 亿元，同比增加 103%，环比减少 54%，平均加权利率 2.76%，环比增加 33BP。信用债累计发行规模 2940.7 亿元，同比减少 4%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【农林牧渔】生猪板块回调继续积极配置，宠物食品出口量同比延续增长——行业周报-20250921

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：生猪板块回调继续积极配置，宠物食品出口量同比延续增长

猪价低位运行，政策及疫病双重催化，生猪板块投资逻辑持续强化。据涌益咨询，截至 2025 年 9 月 21 日，全国生猪均价 12.71 元/公斤，周环比-0.50 元/公斤，同比-5.73 元/公斤。截至 2025 年 9 月 18 日，涌益样本生猪出栏均重 128.45 公斤/头，周环比+0.13 公斤/头，同比+2.49 公斤/头，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价 0.32 元/公斤（周环比+0.06 元/公斤）。受政策端控产能限二育、疫情扩散及散户恐慌影响，猪价持续低位运行驱动产能去化，当前时点生猪板块受政策及疫病双重催化，政策端，9 月 16 日农业农村部召开猪企座谈会进一步落实头部猪企及各省能繁去化目标，预计后市政策端持续强力执行落地强化生猪板块去化预期并带来实质性去化；疫病端，南方非瘟扩散或驱动秋冬季行业能繁去化加速，生猪板块阶段性回调后仍值得长线布局，建议积极配置。

8 月宠物食品出口量同比增长，出口单价同比承压环比修复。据海关总署，2025 年 8 月我国宠物食品出口金额 1.17 亿美元，yoy-15.86%，mom-10.19%，出口单价 3.96 美元/kg，环比+0.81%，出口量 3.31 万吨，yoy+3.53%。宠物食品出口量同比延续增长，出口单价受 2024 年同期高基数影响短期承压但环比单价持续修复向上，宠物食品出口整体延续景气态势。

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 (9.15-9.19)：农业跑输大盘 1.40 个百分点

本周上证指数下跌 1.30%，农业指数下跌 2.70%，跑输大盘 1.40 个百分点。个股来看，生物股份 (+9.36%)、雪榕生物 (+7.64%)、天马科技 (+3.90%) 领涨。

本周价格跟踪 (9.15-9.19)：本周牛肉、黄羽鸡等农产品价格环比上涨

9 月 19 日全国外三元生猪均价为 12.68 元/kg，较上周下跌 0.66 元/kg；仔猪均价为 22.38 元/kg，较上周下跌 1.57 元/kg；白条肉均价 16.88 元/kg，较上周下跌 0.79 元/kg。9 月 19 日猪料比价为 3.80:1。自繁自养头均利润-24.44 元/头，环比-41.29 元/头；外购仔猪头均利润-199.31 元/头，环比-37.38 元/头。

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】低空经济行业周报（第三十四期）：壹通无人机与印尼企业签署超 260 架采购协议，合肥实现全球首次 2 吨级 eVTOL 城际无人货运首飞——行业周报-20250921

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

壹通无人机与印尼企业签署超 260 架采购协议，合肥实现全球首次 2 吨级 eVTOL 城际无人货运首飞

(1) 行业动态：9 月 15 日，人保财险安徽省分公司推出“安飞保”无人机保险服务平台，并签出首单业务，为合肥某科技公司提供 60 万元风险保障。9 月 17 日，浦发银行上海分行与上海低空经济发展有限公司联合发起“低空金融服务研究社”，系国内首个专注低空经济金融服务的专业机构。(2) 地区动态：9 月 15 日，广东省人大代表周虹在专题会议上指出，广东低空经济在高端研发、技能及复合型人才方面存在较大缺口。建议支持高校与企业共建“低空智能技术研究院”，开设“AI+低空应用”微专业，试点“粤港澳大湾区低空人才通行证”，允许港澳人才备案后参与大湾区低空项目研发与空域管理。9 月 18 日，安徽合肥市政府与中信海直签署战略合作协议，在低空无人货运、基础设施建设等领域合作。同日，“合肥—安庆怀宁”低空无人跨城货运航线成功首飞，系全球首次采用 2 吨级 eVTOL 进行城际农副产品低空货运，标志着低空物流商业化应用迈出关键一步。(3) 个股动态：9 月 17 日，第 22 届中国—东盟博览会开展首日，壹通无人机系统有限公司（以下简称“壹通无人机公司”）成功举行“智翼无界，四海共赢—产品发布及系列签约”活动，TR100 真机亮相并完成意向采购订单签约。活动中，壹通无人机公司与海内外数家公司分别签署含采购意向、合作运营、产品出口等项目在内的合作协议，采购意向订单总计超过 260 架，型号涉及 TR100、大载重多旋翼系列无人机、TRS 系列多功能垂直起降无人机。本次签约，标志着壹通无人机公司进一步深耕东盟市场，打造实现海外布局的战略高地。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+0.3%，A 股标的的西域旅游领涨

9 月 15 日-9 月 19 日低空经济 A 股相关标的的平均涨跌幅为+0.3%，涨幅前五标的分别为西域旅游 (+17.6%)、宁德时代 (+13.4%)、保隆科技 (+13.3%)、大名城 (+12.6%)、山河智能 (+10.6%)；跌幅前五标的分别为多浦乐 (-8.9%)、蓝海华腾 (-8.3%)、深城交 (-7.1%)、国轩高科 (-7.0%)、航宇微 (-5.7%) 美股方面，Joby Aviation (+18.4%)、Archer Aviation (+12.7%)、亿航智能 (+8.6%)、Vertical Aerospace (+7.9%)、Eve Holding (+2.6%)。

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。

【计算机】周观点：继续推荐国产 AI 算力——行业周报-20250921

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

市场回顾：本周（2025.9.15-2025.9.19），沪深 300 指数下滑 0.44%，计算机指数下滑 0.16%。

周观点：继续推荐国产 AI 算力

（1）华为公布昇腾 AI 芯片产品路线图，打造超强算力超节点

在华为全联接大会 2025 开幕式上，华为副董事长、轮值董事长徐直军发表主题演讲，公布华为昇腾 AI 芯片 4 年 5 款产品路线图，华为在 2025 年第一季度推出昇腾 910CAI 芯片，预计将于 2026 年第一季度推出昇腾 950PR，2026 年第四季度推出昇腾 950DT，2027 年第四季度推出昇腾 960，2028 年第四季度推出昇腾 970，清晰的产品路线图展现了华为在 AI 芯片领域的长期战略规划。昇腾 950 系列及后续芯片采用 SIMD/SIMT 混合架构，并且采用了华为自研的 HBM 技术，新增了对低精度数据格式的支持，大幅提升了向量算力和互联带宽，为大模型训练和推理提供了更强大的算力支持。此外，新发布的华为 Atlas950SuperPoD 和 Atlas960SuperPoD 超节点，分别支持 8192 张及 15488 昇腾卡，在卡规模、总算力、内存容量、互联带宽等关键指标上全面领先，在未来多年都将是全球超强算力的超节点。

（2）国产 AI 芯迅速崛起，有望逐渐成为国内算力需求的主流选择

产品层面，以寒武纪、海光信息、芯原股份为代表的国产 AI 芯片厂商及百度、阿里、华为等国内大厂产品性能快速提升，逐渐替代国外产品。芯原股份近期公告，截至 2025 年第二季度末，其在手订单金额为 30.25 亿元，已连续七个季度保持高位，创公司历史新高。2025 年 7 月 1 日至 2025 年 9 月 11 日，公司新签订单 12.05 亿元，较 2024Q3 全期大幅增长 85.88%，新签订单已创历史新高，其中 AI 算力相关的订单占比约 64%，充分彰显国产算力需求旺盛。此外，百度与阿里巴巴已逐步将自主研发的芯片应用于 AI 模型训练，部分替代了英伟达的产品。生态层面，国产厂商也在尝试构建自主生态，推动产业链协同发展。根据国芯网报道，海光要面向全栈产业伙伴开放 CPU 互联总线-HSL，海光 HSL 的全面开放，有利于加强与 GPU、DPU、OEM、IO、OS 等链上伙伴的生态协同，有望形成全面开放创新产业链，共同开展技术攻关、方案优化、应用创新及市场开拓。

投资建议

以寒武纪、海光信息、芯原股份为代表的国产 AI 芯片厂商及百度、阿里、华为等国内大厂产品性能快速提升，逐渐替代国外产品，我们高度看好国产算力投资机会。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。

【食品饮料】社零降速，食饮分化——行业周报-20250921

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：8 月社零增速回落，白酒筑底，大众品关注细分赛道

9 月 15 日-9 月 19 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 2.1pct，子行业中预加工食品（+0.3%）、软饮料（+0.1%）、保健品（+0.0%）表现相对领先。2025 年 8 月社会消费品零售总额同比 +3.4%，增速环比 7 月 -0.3pct，8 月社零数据增速进一步走弱，一方面“以旧换新”政策效应的边际减弱，家电音像、家具、通讯器材等增速环比回落；另一方消费需求仍然偏弱，粮油食品、烟酒类消费增速也有回落。2025 年 8 月餐饮及限额以上餐饮收入同比分别 +2.1%、+1.0%，增速环比 7 月分别 +1.0pct、+1.2pct，禁酒令政策优化带动餐饮消费环比回暖。观测季度数据变化情况，2025 年 7-8 月消费品零售额同比 +3.4%，增速相较 2025Q2 减少 2.1pct，7-8 月餐饮及限额以上餐饮同比分别 +1.5%、+0.5%，增速相较 2025Q2 分别 -2.4pct 与 -2.0pct，主要与消费场景受限有关。9 月进入中秋国庆消费旺季，预计烟酒类消费有望环比改善。

白酒 8 月及中秋节前动销同比仍不乐观，因渠道承压，部分产品依赖大商渠道存在高库存现象，节前经销商出货带动批价波动。预计下半年行业仍处于去库存阶段，酒企报表应处于持续出清节奏。但动销环比有所改善，终端需求场景逐步回暖，终端消费有向好迹象。当前白酒进入筑底阶段，负面因素（批价下行、报表波动等）已成为市场共识，正面催化（终端需求的环比改善、政策预期、基建项目落地、模式创新等）可能带来估值修复。各酒企也在以推新品或渠道创新等来适应行业新变化。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，新渠道崛起、健康和功能性消费驱动结构性机会突出。零食饮品等依托新品、渠道创新和定价能力稳步扩张，如魔芋、燕麦等细分赛道借助渠道创新、高成长产品获得红利。我们建议从成长性角度按照新渠道、新品类、新市场等思路布局，重点关注卫龙美味、西麦食品、盐津铺子、百润股份等。

推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、万辰集团、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) 万辰集团：量贩零食业态持续渗透，门店数量持续扩张。同时拓展折扣超市新店型，选品新增冻品、潮玩、日用品等，聚焦年轻消费者目标人群，有望助力公司延续高成长。(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。

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第十五期）：赣锋锂业子公司低空飞行器动力电池项目荣获创客中国一等奖，SK On、松下固态电池进展加速——行业周报-20250921

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

赣锋锂业子公司低空飞行器动力电池项目荣获创客中国一等奖，SKOn、松下固态电池进展加速

(1) 行业：近日，2025 遂宁国际锂电大会上，专家指出固态电池 2027 年将迎来千辆级别示范性装车关键点，但需突破材料、工艺、界面三大核心难题。硫化物体系面临成本高、量产难问题，长期可靠性待验证；国家规划 2030 年实现 500Wh/kg 能量密度目标，AI 技术正加速突破产业化瓶颈。(2) 电池技术：9 月 16 日，韩国 SKOn 在大田广域市儒城区未来技术院内启用全固态电池试点工厂，占地面积 4628 平方米，重点开发硫化物系全固态电池及固态锂金属电池。9 月 18 日，先导智能在投资者关系平台上表示，在固态电池领域，公司作为拥有完全自主知识产权的全固态电池整线解决方案服务商，已成功打通全固态电池量产的全线工艺环节，并在核心环节取得多项技术突破。9 月 18 日，松下宣布力争 2026 年度实现“全固态电池”样品出货，加速技术商业化进程。(3) 电池交付：9 月 19 日，金银河在投资者关系活动中表示，公司固态电池设备业务已有相关订单，部分已交付，但 2025 年 Q3 设备交付进度正常推进，出货量较少，对营收占比不高。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-2.1%，正极及电解质、设备跌幅靠前

9 月 15 日-9 月 19 日，固态电池指数-2.1%，2025 年累计+48.5%，同期沪深 300 指数+14.4%。统计范围内的固态电池相关标的平均-2.2%，铝塑膜外所有环节均下跌，其中正极及电解质（-4.0%）、设备（-2.7%）跌幅靠前。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

14 / 20

涨幅前五标的分别为中一科技 (+14.8%)、赣锋锂业 (+13.4%)、宁德时代 (+13.4%)、*ST 威尔 (+12.4%)、天赐材料 (+11.6%); 跌幅前五标的分别为天际股份 (-11.9%)、海科新源 (-11.3%)、信宇人 (-11.0%)、金银河 (-10.8%)、海辰药业 (-10.6%)。

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。

【公用事业】原子能法颁布, 山东泰开中标 BEST 装置 FDU 开关——行业周报-20250921

周磊 (分析师) 证书编号: S0790524090002 | 黄懿轩 (联系人) 证书编号: S0790125070014

板块回顾: 多数细分环节下跌, 个股跌多涨少

本周 (9 月 15 日至 9 月 19 日) 可控核聚变板块下, 多数细分环节下跌, 个股跌多涨少。具体来看, 纽威股份 (+12.4%)、航天晨光 (+6.4%)、天沃科技 (+5.8%) 涨幅居前; 永鼎股份 (-10.8%)、爱科赛博 (-9.1%)、厦门钨业 (-8.6%) 跌幅居前。细分环节来看, 本周可控核聚变板块下多数环节下跌, 仅其他设备或部件 (+6.1%) 上涨, 上游金属材料 (-5.9%)、微波和电源器件 (-3.9%)、磁体 (-3.1%) 跌幅居前。

行业动态: 国家原子能法颁布, 山东泰开中标 BEST 装置 FDU 开关

9 月 12 日,《中华人民共和国原子能法》发布, 中国核能产业迎来首部基础性法律; 原子能法规定国家鼓励和支持受控热核聚变的科学研究与技术开发。9 月 16 日, 生态环境部在官网发布《环境影响评价技术导则磁约束聚变装置 (征求意见稿)》, 规范和指导聚变装置建设项目环境影响评价工作。等离子体所发布/更新多项采购, 涉及 EAST 水烘烤与冷却系统集成等; 聚变新能公示 BEST 装置电源系统失超保护 (FDU) 开关设备采购项目 (二次) 中标候选人, 山东泰开直流技术有限公司为第一候选人, 该项目最大预算 7400 万元。

公司动态: 三菱重工获 ITER 偏滤器外垂直靶板订单

9 月 18 日, 三菱重工业株式会社 (MHI) 宣布获得日本量子科学技术研究开发机构 (QST) 的制造合同, 为 ITER 项目生产 20 台偏滤器外垂直靶板。ITER 计划安装 58 台偏滤器, 日本负责全部 58 台外垂直靶板的制造工作, 目前已累计下发 38 台订单 (包含此次 20 台), 全部由三菱重工承接。此前, 三菱重工已获 QST 合同, 负责制造 ITER 环向场 (TF) 线圈 (共 19 台, 三菱重工承接 5 台), 并已于 2023 年前完成全部 5 台线圈的交付。

本周观点: 装置研发建设稳步推进, 订单持续释放, 看好板块景气度上行

核聚变装置研发建设稳步推进, 订单持续释放, 看好核聚变板块景气度上行, 关注磁体、主机和电源等核心部件; 直流输电产业链相关设备/器件公司有望凭借其电力电子技术和积淀持续获取可控核聚变装置电源订单。受益标的: (1) 磁体环节: 西部超导 (低温超导线材)、永鼎股份 (高温超导带材)、上海超导 (高温超导带材)、联创光电 (高温超导磁体服务) 等; (2) 真空室和堆内构件: 合锻智能 (真空室、第一壁、包层和偏滤器)、国光电气 (第一壁、包层和偏滤器)、安泰科技 (第一壁、包层和偏滤器) 等; (3) 电源总成: 英杰电气 (磁体电源和 PSM 电源)、爱科赛博 (磁体电源和 PSM 电源)、四创电子 (PSM 电源)、新风光 (磁体电源)、赛晶科技 H (脉冲电源) 等; (4) 微波和电源器件: 旭光电子 (真空脉冲功率器件等)、国力股份 (氢闸流管、回旋管、速调管)、宏微科技 (IGBT)、王子新材 (电容) 等; (5) 燃料增殖和循环: 国光电气 (氚工厂) 等; (6) 检测设备: 皖仪科技 (氦检漏、真空检漏) 等。

风险提示: 商业化进度不及预期、资金投入不及预期、技术路线变化风险。

【通信】重视华为 AI 链、OCS、国产算力等 AI 板块——行业周报-20250921

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

华为发布昇腾路线图，展望未来 10 年算力总量或将增长 10 万倍

2025 年 9 月 18 日，华为全联接大会在上海举办，昇腾芯片方面，华为在未来三年分别规划了 950PR/950DT、960 和 970 三个系列产品，预计分别将于 2026Q1 和 2026Q4，以及 2027Q4、2028Q4 上市；其中，950 系列将全新支持 FP8/MXFP8/HIF8/MXFP4 数据类型，互联带宽提升至 2TB/s，算力提升至 1PFLOPSFP8、2PFLOPSFP4；960 系列将支持 HiF4 数据类型，互联带宽提升至 2.2TB/s，算力相较于 950 系列翻倍达到 2PFLOPSFP8、4PFLOPSFP4；970 系列互联带宽提升至 4TB/s，算力相较于 960 系列翻倍达到 4PFLOPSFP8、8PFLOPSFP4。

通算方面，华为规划鲲鹏 950 与鲲鹏 960，预计分别将于 2026Q4 和 2028Q1 上市，围绕支持超节点和更多核、更高性能持续演进。

超节点方面，华为在 Atlas900A3SuperPoD（CoudMatrix384）基础上，还将推出 Atlas950SuperPoD 和 Atlas960SuperPoD，分别支持 8192 和 15488 昇腾卡，预计分别将于 2027Q4 和 2028Q4 上市。

2025 年 9 月 16 日，华为正式发布智能世界 2035 系列报告，报告展望 2035 年全社会的算力总量将增长 10 万倍，AI 存储容量需求将比 2025 年增长 500 倍，占比超过 70%。

微软建立“最强大 AI 数据中心”，搭载数十万颗 GB200 芯片

2025 年 9 月 18 日，微软宣布在美国威斯康辛州投建“世界上最强大 AI 数据中心”Fairwater。Fairwater 首期投资金额 33 亿美元，有望在 2026 年初上线，微软承诺在未来三年内追加投资 40 亿美元，建设与之规模相近的二期数据中心。据微软 CEO Satya Nadella，Fairwater 部署数十万颗英伟达 Blackwell GB200 芯片，连接光缆可绕地球 4.5 圈，其性能将是现有最快超算的 10 倍。冷却方面，Fairwater 超 90% 将采用闭环液体冷却系统。大规模算力集群对网络和冷却要求更高，Fairwater 等集群逐步落地有望拉动光模块和交换机需求持续增长，液冷渗透率也有望进一步提高。

重视华为 AI 链、OCS、国产算力等细分板块

【华为 AI 产业链】推荐标的：【液冷】英维克、【光芯片】源杰科技；受益标的：【光模块】华工科技、光迅科技；【液冷】申菱环境、高澜股份；【铜缆】华丰科技、意华股份；【服务器电源】欧陆通等。

【OCS】推荐标的：中际旭创、新易盛、天孚通信；受益标的：光库科技、德科立、腾景科技等；

【国产算力】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、新意网集团等；受益标的：寒武纪-U、海光信息、华工科技、锐捷网络、科华数据、申菱环境、高澜股份等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

【汽车】8 月汽车产销保持稳健增长，英伟达入局 Robotaxi——行业周报-20250921

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

行业重点新闻

(1) 乘联分会崔东树：8 月汽车生产 275 万台同比增 11%，新能源汽车生产 133 万台，同比增 23%，渗透率 48%，燃油车生产 142 万台，同比增 1%；(2) 工信部就智能网联汽车组合驾驶辅助相关标准公开征求意见，针对单车道、多车道、领航辅助等不同功能，设置了人机交互、功能安全和预期功能安全、信息安全、数据记录等全方位安全技术要求，构建了“三重安全保障”；(3) 蔚来宣布完成 11.6 亿美元股权发行，公司目前计划将股权发行所得款项净额用于投资智能电动汽车核心技术的研发、开发旗下品牌的未来技术平台及车型、扩大充换电网络、进一步强化其资产负债表及用于一般企业用途；(4) 国家能源局：我国电动汽车充电基础设施(枪)总数达到 1734.8 万个，同比增长 53.5%，“十四五”期间，我国建成了全球最大的电动汽车充电网络，每 5 辆电动汽车就有 2 个充

电桩；(5) 全国新能源汽车销量破 4000 万辆，产销量连续 10 年保持全球第一；(6) 英伟达内部孵化 Robotaxi，采用端到端+强化学习，英伟达内部正在孵化 Robotaxi 项目，新项目将采用全新的一段式技术路线，核心是通过仿真技术形成的世界模型对神经网络进行强化训练，与特斯拉 FSD 采用的路线相似，英伟达 1 月发布 Cosmos 世界基础模型，通过整合文本、图像、视频及传感器数据，生成遵循物理规律的高质量合成视频数据，并已经经过 2000 万小时数据的预训练；(7) 科技部：正在推动人形机器人在汽车制造、物流搬运、电力巡检等场景加速落地应用；(8) 理想汽车智驾组织拆分为 11 个二级部门，模型算法团队拆分为基础模型、VLA 模型、模型工程，量产研发拆分为量产交付、软件研发、主动安全，数据闭环团队拆分为数据平台、数据标注，规划管理、AI 评测运营两个二级部门继续保留，新增创新业务部；(9) 22.99 万元起广汽传祺向往 S9 乾崑汽车上市，标配华为 ADS4Max 超阶版；(10) 英伟达拟向英国自动驾驶公司 Wayve 投资 5 亿美元

行情回顾

(1) 本周沪深 300 指数跌幅 0.44%，其中汽车板块涨幅 3.43%，涨跌幅位居 A 股一级行业第 4 位。(2) 本周乘用车 II 指数涨幅 1.58%，海马汽车、赛力斯领涨。(3) 本周商用车指数跌幅 0.62%，汉马科技、金杯汽车领涨。(4) 本周汽车零部件 II 指数涨幅 5.78%，均胜电子、山子高科领涨。

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。

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。

【化工】本周电石价格上涨，国内生物酶解法 rPET 产业化进程提速——化工行业周报-20250921

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001 | 蒋跨越（分析师）证书编号：S0790523120001

本周行业观点一：本周电石价格继续上涨

据百川盈孚数据，本周（2025.9.12-2025.9.19）国内电石市场行情持续走高，且涨幅扩大。截至 9 月 19 日，中国电石市场均价约为 2760 元/吨，较上周同期均价上涨 5% 左右，由于场内电石供应量愈加紧张，下游企业采购热情较高。本周电石行业整体开工率约为 68.73%，较上周相比负荷下跌了 3.52pcts。9 月 16 日开始内蒙古地区电石企业反馈错峰生产影响加深，9 月 17 日相较于 16 日影响更加严峻，据百川盈孚统计，16-17 日内蒙古地区因错峰生产减少产量约为 9000 余吨。

本周行业观点二：国内生物酶解法 rPET 产业化进程提速

据万凯新材公众号新闻，法国知名绿色科技企业 Carbios 高层团队到访万凯新材，双方就酶解 PET 循环再生技术合作展开新一轮沟通。此次会议聚焦反应工艺条件、分离提纯技术、能效提升等关键环节，致力于为后续工厂建设与运营提供可行且具竞争力的方案，以加快推动合作成果的落地转化，在中国建设国际领先的酶解 PET 循环再生示范工厂，为全球聚酯产业的绿色转型提供新样本。根据再生 PET 新视界公众号新闻，塑新科技宣布完成 pre-A 轮和 pre-A+轮融资，总额达数千万元人民币。pre-A 轮由金鼎资本-海利得产业基金领投，英诺天使基金追加投资；pre-A+轮由拙朴投资独家完成。目前，塑新科技已成功运行千吨级中试产线，生产工艺趋于稳定，预计 2025 年底将实现万吨级产线投产。在全球塑料污染日益严重的大背景下，rPET 的重要性进一步凸显，除了生物酶解法之外，化学法 rPET 相对成熟，目前国内已有规模化生产装置在运行，我们看好多条路线的 rPET 远期成长空

间。

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、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【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。

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