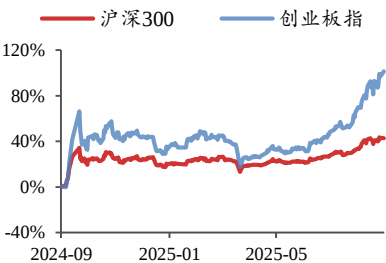


2025 年 09 月 17 日

开源晨会 0917

——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(%)
综合	3.625
机械设备	2.065
计算机	2.064
商贸零售	1.964
汽车	1.815

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
农林牧渔	-1.293
银行	-1.150
有色金属	-0.991
国防军工	-0.503
食品饮料	-0.384

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】供给偏强，需求略弱——宏观经济专题-20250915
- 【宏观经济】内需续弱，政策加码窗口临近——兼评 8 月经济数据-20250915
- 【策略】创业板进化论——投资策略专题-20250916
- 【策略】政策发力，电池储能助力创业板修复加速——投资策略专题-20250915
- 【固定收益】宏观政策持续发力，结构调整稳步推进——2025 年 8 月经济数据点评-20250916
- 【金融工程】9 月转债配置：转债估值偏贵，看好偏股低估风格——金融工程定期-20250916
- 行业公司
- 【农林牧渔】8 月大猪持续出栏去化，后市猪价不悲观——行业点评报告-20250916
- 【汽车】8 月重卡销量持续向上，同比增速约 40%——行业点评报告-20250916
- 【机械】灵巧手：特斯拉机器人迭代最重要的方向，量产落地的“最后一厘米”——行业点评报告-20250916
- 【地产建筑】新房上海持续领涨，二手房价格同比降幅缩小——行业点评报告-20250916
- 【电子】AI 大模型厂商加速导入硬件入口，端侧 AI 产业链投资机遇可期——行业点评报告-20250916
- 【中小盘：铁流股份(603926.SH)】精密制造能力显著，长期成长天花板高企——中小盘首次覆盖报告-20250916

研报摘要

总量研究

【宏观经济】供给偏强，需求略弱——宏观经济专题-20250915

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（分析师）证书编号：S0790525070004

供需：建筑开工转暖，工业开工偏强，需求略弱

1.建筑开工：开工率仍处季节性低位，但整体边际转暖。最近两周（8月31日至9月13日），石油沥青装置开工率、水泥发运率、磨机运转率仍位于同期历史中低位，但环比均回升。基建项目水泥直供量有所回升，房建水泥用量稳中有升，资金方面，建筑工地资金到位率同比低于2024年同期。

2.工业生产端，整体景气度仍处于历史中高位。最近两周，工业开工整体景气度仍处于历史中高位。化工链中PX开工率维持历史中高位，PTA开工率维持历史中低位，汽车半钢胎开工率低于2024年同期，焦化企业开工率回升至历史中高位。

3.需求端，建筑需求仍弱，汽车销量同比有所回落。最近两周，建筑需求同比仍为负，螺纹钢、线材、建材表观需求处于历史低位。汽车销售同比有所回落，中国轻纺城成交量仍处历史中低位，主要家电线上、线下销售表现均走弱。

商品价格：金价大幅上行，国内工业品价格震荡运行

1.国际大宗商品：原油价格震荡偏弱运行，铜铝价格震荡上行，黄金价格大幅上行。

2.国内工业品：需求侧支撑有限，价格整体震荡运行。需求侧支撑有限而反内卷交易暂缓，国内定价工业品整体震荡偏弱运行，南华综合指数震荡运行。细分品种下，黑色中铁矿石价格震荡回升，螺纹钢价格震荡运行；焦炭价格有所回落，化工链产品震荡分化运行，建材中沥青、水泥、玻璃价格均回落。

地产：政策进一步放宽，短期提振交易市场

1.新建房：成交同比由负转正。最近两周（9月1日至9月14日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回落23%，从季节性上看弱于历史同期，较2023、2024年同期分别变动-26%、+3%，同比由负转正。一线城市成交面积亦转暖，较2023、2024年分别变动+6%、+4%。2024年9月地产政策放宽以来，部分需求得以一次性释放，新建房成交历史位置在2024年末上升至历史高位，2025年一季度以来回落至历史较低位置，近期一线城市地产政策进一步放松，短期提振地产交易市场。

2.二手房：成交量边际转暖。价格方面，截至9月1日，二手房出售挂牌价指数环比延续回落；成交量方面，最近两周（9月1日至9月14日），北京、上海、深圳二手房成交边际转暖，较2024年同期分别同比-2%、+26%、+23%。

出口：9月前14日出口同比或在+4%左右

新模型下，9月前14日出口同比+4.1%左右，不考虑模型的上海装载集装箱船数量同比指向出口同比在+4%左右。港口高频数据指向出口仍为正增，合理解释或为：美国关税落地执行后，对中国与其他地区仍存在关税差，且转口关税执行难度较大，仍存在部分转口需求。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

【宏观经济】内需续弱，政策加码窗口临近——兼评8月经济数据-20250915

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

消费：以旧换新乘数或下降 2-3 成

1、社零增速延续放缓，Q4 高基数约束对应下行压力增大。8 月社零当月同比下滑了 0.3 个百分点至 3.4%，限上商品、限下商品、限上餐饮、限下餐饮分别贡献了 -0.2、-0.2、+0.04、+0.1 个百分点。以旧换新品类来看，通讯器材对社零的正贡献下行了 0.1 个百分点，汽车贡献由负转正，但主因基数较低（2024 年 8 月同比 -7.3%）；其他品类方面，黄金价格上涨提振珠宝首饰消费，粮油、烟草有所拖累。

2、消费品以旧换新乘数或下降 2-3 成。根据财政部和发改委数据，2024 年 1500 亿元以旧换新资金拉动超 1.3 万亿商品销售，2025 年 1 至 8 月 2200 亿元拉动超 1.6-1.8 万亿商品销售，我们测算总体拉动乘数从 8.7 倍降至 5.9-6.7 倍、降幅约 23%-32%。

生产：工业、服务业小幅回落，新动能向好

1、工业生产小幅回落，产业升级态势向好，供需结构有待改善。8 月工业增加值同比为 5.2%，较前值下滑了 0.5 个百分点，出口交货对工业生产的支撑作用有所下降。分行业来看，有色冶炼、非金属矿物制品、医药制造小幅改善，但茶酒饮料、食品、交运设备分别下滑了 2.5、1.8、1.7 个百分点。供需结构仍不佳，8 月工业企业产销率为 95.7%、处于历年同期最低水平。往后看，伴随“反内卷”行业推进落实减产限产，供需关系有望得到进一步修复。

2、8 月服务业生产同比小幅走弱了 0.2 个百分点至 5.6%。分行业来看，信息软件技术延续向好，权益市场走强提振金融业生产，但租赁商务服务等边际走弱。

固投端：三大分项均明显转弱

1、地产：投资降幅继续扩大，销售增速微降。一线陆续放松地产政策，8 月下旬以来新房成交有改善迹象，二手房成交再度高于 2024 年同期水平。作为领先指标的库销比未见修复，或指向房价修复动能不强，短期仍有低基数支撑，但 Q4 房价可能下行压力增大。

2、制造业：关税扰动和“反内卷”或约束企业投资扩产意愿。8 月制造业累计同比下降了 1.1 个百分点至 5.1%、连续 5 个月增速放缓，且设备更新增速同样明显走弱。分行业来看，专用设备、有色冶炼、计算机通信电子、医药边际下行了 3.0、2.7、2.3、1.9 个百分点。关税缓和但不确定性仍存，伴随反内卷政策和行业自律推进下，预计制造业增速将延续温和放缓态势。

3、基建：降幅进一步扩大。测算 8 月广义、狭义基建当月降幅扩大至 -5.9%、-6.4%。分行业来看，水利基建受高基数拖累，电热燃水下滑与反内卷导致光伏退坡有关，其他行业增速下滑或受地方化解隐债影响。往后看，考虑到雅下水电工程工期偏长，“两重”和政策性金融工具或需加快形成实物工作量。

内需下行压力增大，Q4 或迎政策加码

7 月和 8 月数据指向内生动能实质性趋弱，消费、投资、出口均有不同程度下行，此前我们提示的数条基本面放缓线索均有验证。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；美国经济超预期衰退。

【策略】创业板进化论——投资策略专题-20250916

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

创业板发展史——市场对成长的追逐周期

近期市场对于“纺锤策略”的关注度较高，本质焦点在于能够兼具成长弹性与估值修复潜力的方向。创业板

凭借机构化特征明显，直接受益于中风险资产的收益回归，我们此前于9月3日发布的《居民参与股市的生态变化：ETF》报告中提到居民入市资金方式变为ETF净流入后可能推动成长风格向龙头集中，扩散至中大盘成长，创业板当前为行业相对均衡的中大盘成长代表性宽基或相对受益。以年线为镜，创业板指作为中国新兴产业的潮头，在各时代中成为成长主线的锚点与起点。纵观整个阶段，可以看到创业板在不同产业周期中表现出较为清晰的节奏特征：（1）其启动往往依赖于产业趋势与景气赛道的形成；（2）上涨过程中伴随龙头权重的更迭；（3）在保持估值与基本面增长底线的同时，价格通常回到增长元年收盘价附近，估值也随之回归对应区间。

本轮上涨的差异化探讨

本轮成分更迭并不彻底，但整体行业相对均衡化。从行业权重演变来看，创业板在近几年呈现出明显的“多元共存”特征。新能源产业链（光伏、新能源车、储能）依然是市场的中坚力量，医疗保健占比维持在10-23%区间。这意味着AI带来科技权重回升，但并未形成对其他行业的“压倒式替代”，反而强化了新能源与硬科技之间的分流格局。相较于以往由创业板主导的新兴产业周期，如今科创板和北交所或逐渐承担起孕育前沿科技与新周期的角色。

AI与新能源需求强度成关键变量

创业板估值修复进行时。创业板当前估值仍具备较高性价比，使其有望成为增量资金追入的核心舞台，且由于均衡化的赛道分布，居民资金流入行业ETF有望使其持续受益。而后续修复的深度与持续性，关键取决于两个变量：变量一，全球科技周期与GPU需求带动AI估值修复。在全球半导体周期共振向上的环境下，科技大类的机会层出不穷。AI的估值空间最终取决于全球科技周期的强度，但目前GPU带来的需求增量能否超越上一轮由苹果耳机与汽车电子驱动的周期强度仍有待验证。变量二，固态电池带动第二增长曲线。权重超过30%的工业板块中，新能源占比仍然较大，因此固态电池能否带动第二增长曲线或是核心。我们认为，和AI硬件一样，锂电和光伏同样存在海外映射的估值修复逻辑。

北交所——类似2013-2015年创业板

随着科创板和北交所的崛起，创业板已不再单纯代表“新资产”，而是形成更均衡的产业格局，当前创业板彻底的权重更迭尚未出现，反而其估值处于低位，在AI硬件波动放大后，新能源或成为主线。与此同时，北交所也是我们重点关注的板块。我们在2025年8月19日发布的报告《北证50：从关键突破到新中枢确立》中已提出北证50有望确立新的运行中枢，目前指数在1600点附近已基本企稳，我们的判断得到短期验证，中期维度上仍然保持看好北证50的观点。

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。

【策略】政策发力，电池储能助力创业板修复加速——投资策略专题-20250915

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

科技高低切，重视游戏、传媒、互联网、消费电子、电池等品种

我们此前于多篇报告中提出：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。

事件：国内储能政策加速落地，顶层态度愈发清晰

2025年9月12日，国家发改委、国家能源局印发《新型储能规模化建设专项行动方案（2025—2027年）》；《方案》提出的总体目标为：2027年，全国新型储能装机规模达到180GW以上。截至2025H1，我国新型储能装机规模为94.91GW。要实现2027年的装机目标，未来两年半内需将储能规模接近翻倍，新增装机约85GW，年均新增装机约34GW，按4小时备电时长算，年均装机将达136GWh，相较2024年新增的101GWh增长约34%。从

政策上看，首次提出储能建设专项行动，顶层表态清晰，需求具备政策托底。

近期，宁夏披露发电侧容量电价机制，电网侧新型储能容量电价标准 2025 年 10 月至 12 月按照 100 元/千瓦·年执行，2026 年 1 月起按照 165 元/千瓦·年执行；除宁夏外，国内已有甘肃、新疆、山东、河北等地陆续探索出台针对新型储能的容量补偿或电价政策。各省伴随“136 号文”承接文件陆续出台的容量电价细则/指导，不断推动储能商业模式加快完善，提高储能项目的收益率。

多重利好带动下，电池行业景气度上行

政策端积极推动，产业趋势向前，电池行业的景气度逐步改善，相对其他板块优势逐渐凸显：

(1) 从国内政策角度看，两类政策带动储能需求回暖。中央性政策，新型储能行动方案的出台，标志着高层对储能建设态度清晰，需求具备政策托底。地方性政策，宁夏、甘肃、新疆、山东、河北等地陆续探索出台针对新型储能的容量补偿或电价政策，不断推动储能商业模式加快完善，提高储能项目的收益率。两类政策带动储能需求回暖，促进国内储能行业的发展，利好电池板块。

(2) 从产业趋势角度看，电池行业景气度逐步上行。固态电池，作为电池领域新兴技术，近期催化不断，技术不断提高，商业化或逐步落地，因此电池板块受市场较高关注。锂电池，在储能项目、海外需求的带动下，电池行业排产或提升，行业景气度上行。

投资建议：重视创业板的投资机会，尤其电池方向

我们于 9 月 13 日《从纺锤策略看港股、创业板的机会》报告中提出，创业板指作为中国新兴产业的潮头，在各时代中成为成长主线的锚点与起点，本轮创业板指上涨呈现“多元共存”特征，涵盖 AI、新能源、反内卷等。我们认为，当下要重视创业板的投资机会，政策发力下，电池、储能将带动创业板加速修复。

风险提示：美联储降息不及预期；市场波动风险，产业政策变化风险。

【固定收益】宏观政策持续发力，结构调整稳步推进——2025 年 8 月经济数据点评-20250916

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

9 月 15 日国家统计局公布 2025 年 8 月经济数据，规上工增当月同比增长 5.2%（前值为 5.7%，下同）；社零当月同比增长 3.4%（3.7%）；固投累计同比增长 0.5%（1.6%）。

整体：宏观政策持续发力，结构调整稳步推进

1、生产：装备制造业支撑有力，制造业高端化态势延续

8 月规模以上工业增加值同比增长 5.2%，环比增长 0.37%（0.38%），较 7 月下降 0.01pct。装备制造业继续承担工业生产压舱石，8 月份规模以上装备制造业增加值同比增长 8.1%，对规模以上工业增长支撑作用明显。

制造业高端化态势延续，8 月份规模以上装备制造业增加值同比增长 8.1%，高技术制造业增加值增长 9.3%，均高于规模以上工业增速。电子、电气机械、汽车等行业分别增长 9.9%、9.8%、8.4%，对全部规上工业增长贡献率分别达 19.0%、11.3%、9.9%，居工业各大类行业前三位。

2、消费：“以旧换新”推动社零环比回升，餐饮收入企稳回升

8 月份社会消费品零售总额 39668 亿元，同比增长 3.4%（3.7%），较 7 月回落 0.3pct；环比增长 0.17%（-0.13%），较 7 月提升 0.3pct。第三批消费品以旧换新政策资金下达，以旧换新相关商品零售额继续保持较快增长，社会消费品零售总额环比增长 0.17%，连续两个月回升。8 月餐饮收入同比增长 2.1%，限额以上餐饮收入同比 1.0%，分别较 7 月回升 1.0pct、1.3pct，餐饮收入企稳回升。

3、投资：“两重”建设稳步推进，房地产投资加速寻底

1-8 月固定资产投资同比增长 0.5%，较 1-7 月回落 1.1pct；扣除房地产开发投资后全国固定资产投资同比增长 4.2%，较前值回落 1.1pct。“两重”建设稳步推进，1-8 月份，基础设施投资同比增长 2.0%，增速比全部投资高 1.5pct，拉动全部投资增长 0.4pct。

1-8 月份，房地产开发投资同比下降 12.9%，降幅较 1-7 月扩大 0.9pct，房地产投资加速寻底。新建商品房销售面积 57304 万平方米，同比下降 4.7%，降幅较前值扩大 0.7pct；销售额同比下降 7.3%，降幅较前值扩大 0.8pct。国房景气指数进一步下滑至 93.05，仍处于较低景气水平区间。

市场：基本面支撑叠加修复行情难挡长端收益率上行趋势

经济数据于 10:00 公布，规上工增、社零等数据基本均低于前值，基本面支撑下债市延续修复行情，长端收益率震荡下行。午盘后随期货收盘，或叠加扩大服务消费相关政策加码，长端收益率快速上行。

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】9 月转债配置：转债估值偏贵，看好偏股低估风格——金融工程定期-20250916

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001 | 何申昊（分析师）证书编号：S0790524070009

截至 2025 年 9 月 12 日，近 1 月可转债等权指数（889033.WI）上涨 2.47%，可转债高价指数（889041.WI）上涨 5.00%，中价指数（889042.WI）上涨 2.53%，低价指数（889043.WI）上涨 1.42%，可转债正股等权指数（889035.WI）上涨 4.50%。

转债和正股估值比较：转债估值偏贵

针对可转债与正股的估值比较，我们构建出时序上可比的估值指标“百元转股溢价率”，并计算滚动历史分位数衡量转债和正股当前的相对配置价值。

截至 2025 年 9 月 12 日，“百元转股溢价率”滚动三年分位数处于 98.00%，滚动五年分位数处于 93.70%。

偏债转债和信用债估值比较：整体配置性价比偏低

针对偏债型转债和信用债的估值比较，我们重点考量转股条款对转债 YTM 产生的影响进行剥离，取“修正 YTM-信用债 YTM”中位数衡量偏债型转债和信用债之间的相对配置价值。

截至 2025 年 9 月 12 日，当前“修正 YTM-信用债 YTM”中位数为-2.48%，偏债型转债的整体配置性价比偏低。

近 3 周估值因子在偏股、平衡、偏债转债中超额为-1.81%、0.92%、-0.10%

从长期来看，高估值的转债会系统性的带来负收益。我们构建出转股溢价率偏离度因子和理论价值偏离度因子（蒙特卡洛模型），并将两个因子融合构建出转债综合估值因子。我们选择转债综合估值因子排名前 1/3 的转债构建平衡转债低估指数、偏债转债低估指数；选择理论价值偏离度（蒙特卡洛模型）因子排名前 1/3 的转债构建偏股转债低估指数。

截至 2025 年 9 月 12 日，近 3 周低估值因子在偏股、平衡、偏债三类转债中增强超额分别为-1.81%、0.92%、-0.10%。

转债风格轮动：看好偏股低估风格

我们选择转债 20 日动量+转债波动率偏离度作为市场情绪捕捉指标构建转债风格轮动组合，双周频调仓。

根据 2025 年 9 月 12 日的最新信号，未来两周风格轮动将全仓配偏股转债低估指数。截至 2025 年 9 月 14 日，近 4 周转债风格轮动收益为-3.56%；2025 年以来转债风格轮动收益为 38.03%。

偏股转债低估指数成分债：富仕转债、铜陵定 02、景兴转债等；

平衡转债低估指数成分债：金能转债、利群转债、希望转债等；

偏债转债低估指数成分债：青农转债、紫银转债、东南转债等。

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。

行业公司

【农林牧渔】8 月大猪持续出栏去化，后市猪价不悲观——行业点评报告-20250916

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

行业：8 月大猪持续出栏去化，后市猪价不悲观

降重出栏及疫情压力致 8 月猪价环比下行，后市猪价不悲观。据涌益咨询，2025 年 8 月全国生猪销售均价 13.77 元/公斤，环比-5.35%，同比-32.35%。涌益监控样本 2025 年 8 月屠宰量 433.88 万头，环比+4.34%，同比+5.66%。涌益样本 8 月生猪出栏较计划完成率 100.04%，9 月计划出栏较 8 月实际出栏+3.92%。8 月猪价同环比均下行，主要系集团降重出栏、散户大猪抛售及非瘟疫情由南向北扩散等因素影响。9 月涌益样本猪企计划出栏较 8 月实际出栏虽增加，但气温逐步转凉需求亦向好对猪价形成支撑。短期猪价或仍受疫情扩散压制，但猪企降重出栏及疫情导致的前置出栏对后市猪价支撑进一步增强，后市猪价不悲观。

存出栏结构：大猪出栏占比环比提升，存栏占比环比下降。截至 2025 年 9 月 11 日，涌益样本生猪出栏结构中 150kg 以上占比 5.16%，周环比+0.02pct，同比-0.89pct，大猪出栏占比低于 2024 年同期。从 Mysteel 样本生猪月度存栏结构看，2025 年 8 月行业 7-49kg、50-89kg、90-140kg、140kg 以上生猪存栏占比分别为 33.4%、29.6%、35.9%、1.1%，140kg 以上大体重肥猪存栏占比月环比-0.67pct，同比+0.27pct。市场大猪存栏占比月环比下降，后市供给或逐步偏紧。

8 月生猪养殖利润环比收缩，涌益样本行业能繁存栏环比+0.07%。受猪价下行影响，行业 8 月自繁自养头均盈利 36.80 元/头（月环比-63.80%）。涌益样本 2025 年 8 月能繁存栏环比+0.07%。截至 2025 年 9 月 11 日，规模场 15kg 仔猪价格环比降至 394 元/头，同比-218 元/头，冬季疫病高发，仔猪养殖成本及风险偏高，养户补栏仔猪谨慎，仔猪价格短期承压。涌益样本 8 月行业能繁存栏基本持平，政策及非瘟疫情推动下，后市能繁或进一步去化。

企业：8 月上市猪企生猪出栏均价环比下跌

截至 2025 年 9 月 10 日，12 家上市猪企发布 8 月生猪销售数据。生猪养殖上市企业 8 月合计出栏生猪 1511.60 万头，同比+29.79%。牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦食品、大北农、中粮家佳康、天康生物、唐人神、金新农、京基智农、神农集团 8 月出栏量分别为 700.10、324.57、133.78、66.97、52.97、70.05、49.80、26.38、40.61、10.80、18.96、16.61 万头，分别同比+27.11%、+37.88%、+4.72%、+141.77%、+2.36%、+67.50%、+78.49%、+10.15%、+33.85%、+7.78%、-4.48%、-4.38%。

出栏均重方面，大北农 8 月商品猪出栏均重 126.9 公斤/头，环比+2.4 公斤/头。

销售均价方面，主要 10 家上市猪企销售均价环比下跌，牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦食品、大北农、中粮家佳康、天康生物、京基智农、神农集团 8 月商品猪销售均价分别为 13.51、13.9、13.54、13.75、13.71、13.55、13.39、12.79、14.95、13.87 元/公斤，分别环比变动-5.5%、-6.5%、-6.9%、-6.8%、-6.8%、-5.6%、-7%、-6.4%、-2.5%、-6.5%。

风险提示：猪价异常波动、疫病不确定性、上市公司养殖成本下降不及预期。

【汽车】8 月重卡销量持续向上，同比增速约 40%——行业点评报告-20250916

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

重卡销量创近八年同期次高，增速表现亮眼

国内市场强势复苏，政策催化效果凸显。据第一商用车网数据，2025 年 8 月重卡批发销量达到约 8.7 万辆，同比大增约 40%，环比 7 月上涨 2%，仅次于 2020 年 8 月的 13 万辆，是近八年来同期的第二高位。全年来看，1-8 月重卡销量达到约 71.1 万辆，同比增长约 14%，行业复苏势头明确，全年销量有望突破 100 万辆。分市场看，国内市场受益于以旧换新政策的催化，终端重卡销量在行业传统淡季的 8 月份的同比增速约 50%，体现了重卡销量受政策催化的敏感性，充分体现“以旧换新”政策对重卡销量的显著拉动作用。我们认为随着金九银十的到来，以及年底政策申请时间逐步紧迫，销量将有望迎来下一波小高潮。

细分品类齐发力，新能源渗透率创新高

政策市场双利好，天然气重卡需求回暖。受油气价差稳定以及北方区域“以旧换新”政策落地影响，8 月天然气重卡需求明显回暖，环比增长超过 15%，同比增长超 30%，国内渗透率恢复至 26%-27%左右。

新能源重卡势头强劲，电动化渗透率再创新高。据第一商用车网数据，预计 8 月份新能源重卡销量超过 1.6 万辆，单月行业渗透率有望突破 27%，创下历史新高。政策支持、环保诉求及运营经济性提升共同推动新能源重卡加速渗透，行业电动化趋势进一步明朗。

中国重汽蝉联销冠，福田汽车同比增速领先

中国重汽：单月销量 2.2 万，同比增长约 29%，销量保持行业第一；1-8 月累计销量约 19.4 万辆，同比增长约 12%，市场占有率约为 27.2%。

一汽解放：单月销量约 1.65 万辆，同比增长约 36%；1-8 月累计销量约 13.1 万辆，同比增长 2%，市场占有率约 18.4%，累计销量保持行业第二。

东风公司：单月销量约 1.5 万辆，同比涨幅约为 52%；1-8 月累计销量 11.6 万辆，同比增长约 14%，市场占有率约为 16.3%，累计销量排名重回行业前三。

陕汽集团：单月销量约 1.3 万辆，同比增长约 20%；1-8 月销量约 11.53 万辆，同比增长约 13%，市场占有率约 16.2%。

福田汽车：单月销量约 1.26 万辆，逼近行业前四，同比增长约 175%，是主流企业中最大的同比增速；1-8 月累计销量约 9.1 万辆，同比上涨约 90%，市场占有率约 12.7%，同比上升约 5.1 个百分点。

投资建议

我们持续看好重卡行业景气度提升带来的板块性投资机会，预计 9-12 月销量将稳中有升，行业有望延续高景气态势。销量的提升有望带动相关企业的营收和利润显著增长，重点反映于三季度及全年财报表现中，市场行情有望至少持续至 2026 年 4 月份。受益标的：中国重汽 A+H、潍柴动力、福田汽车、一汽解放、天润工业、长源

东谷、中原内配。

风险提示：政策落地不及预期、国际油气价格波动、新能源补贴退坡等。

【机械】灵巧手：特斯拉机器人迭代最重要的方向，量产落地的“最后一厘米”——行业点评报告-20250916

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 罗悦（分析师）证书编号：S0790524090001 | 朱珠（联系人）证书编号：S0790124070020

灵巧手：特斯拉机器人迭代最重要的方向，量产落地的“最后一厘米”

灵巧手是人形机器人实现精细化操作和智能交互的关键部件，与机器人“大脑”直接相关，其感知与反馈质量，直接决定了大脑模型的学习效率，可以说是机器人最重要的硬件之一。Optimus 灵巧手的工程量约占人形机器人整机开发的一半，是历次迭代的核心重点方向。近期马斯克在 All-In 峰会强调：Gen3 核心攻关在“手与前臂”，再次凸显“手”的战略地位。特斯拉发布最新金色 Optimus 视频中，灵巧手向精细化、仿生化迭代。一旦灵巧手优化完成，意味着核心硬件已趋近收敛，是机器人走向规模化量产的最后一环。

Gen3 灵巧手核心：微型电机、微型丝杠、腱绳、视触觉及轻量化

特斯拉灵巧手迭代重点在于更灵活、更强承载、更高感知，更加仿生和利于精细化操作。我们判断 Gen3 灵巧手主要有以下关键变化：

(1) 电机：手掌内电机整体迁移至前臂，支持更高自由度设计，同时大幅降低维护复杂度。因空间限制解除，部分空心杯电机或被成本更优、扭矩密度更高的微型无刷电机取代，关注拓普集团、受益标的：信质集团。(2) 微型滚珠丝杠：替代蜗轮蜗杆，提升传动精度、负载与效率。当前方案尚未完全收敛，未来或采用“滚珠为主+关键指位滚柱”复合形式，延长寿命并增强承载力，关注五洲新春、震裕科技，受益标的：浙江荣泰。(3) 腱绳：腱绳套替代扭力弹簧。Gen2 依赖扭力弹簧实现手指复原，Gen3 转向腱绳传动，结构更接近人体肌腱，增强手指灵活性与动作自然度，有望采用“腱绳+保护套”结构方案，受益标的：骏鼎达。(4) 传感器：有望使用视触觉。传感器覆盖扩展至手掌与手指全域，并有望集成视触觉方案，叠加温度等多模态感知，具备更精细的动态抓取与复杂任务操作能力，关注隆盛科技。(5) 轻量化：有望采用轻量化包覆材料。包覆材料是多功能集成层，是灵巧手兼具保护性和功能性的“外套”，因此存在一定重量，Gen3 有望采用轻量化材料，在维持触感与摩擦力的同时显著减重，从而提升动作效率、续航与寿命，关注唯科科技、受益标的：恒勃股份。

灵巧手商业模式优秀，或先于机器人整机放量；关注核心部件和头部整手公司

灵巧手技术壁垒高，涵盖硬件、算法与应用场景三大环节，同时直接影响机器人“大脑”的决策与训练。作为不同机器人形态的“共性模块”，灵巧手可独立存在，工业、医疗、生活服务等场景需求明确。目前技术尚未收敛，主要包括齿轮/直驱、腱绳、连杆三类：国内企业多采用连杆传动，耐久性高、动作可预测（傲意科技、因时机器人等）；腱绳驱动自由度高，接近人手运动（帕西尼感知、灵巧智能等）；齿轮/直驱结构简单、响应快（星动纪元等）。我们判断：(1) 第三方整手企业有望凭借技术、赛道布局与上市公司合作以更快量产，如傲意科技等；(2) 特斯拉、小米等头部大厂通常依靠核心供应链自研灵巧手；(3) 部分具备技术协同的电机、丝杠厂商有望向整手延伸（兆威机电、隆盛科技、震裕科技等）。

投资建议

拓普集团、震裕科技、五洲新春、隆盛科技、雷迪克，受益标的：骏鼎达、恒勃股份、信质集团、丰立智能、兆威机电、荣泰健康。

风险提示：宏观经济波动风险；机器人量产不及预期；供应链发展不及预期。

【地产建筑】新房上海持续领涨，二手房价格同比降幅缩小——行业点评报告-20250916

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）

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

9 / 14

证书编号：S0790124070064

新房上海持续领涨，二手房价格同比降幅缩小

国家统计局发布 2025 年 8 月 70 大中城市商品住宅销售价格变动情况。从新建商品住宅环比情况来看，一、二、三线城市环比分别-0.1%、-0.3%、-0.4%（7 月分别为-0.2%、-0.4%、-0.3%），70 城整体环比-0.3%，降幅较 7 月环比持平。同比情况来看，一、二、三线城市同比分别-0.9%、-2.4%、-3.7%（7 月分别为-1.1%、-2.8%、-4.2%），70 城整体新房价格同比降幅缩小 0.4pct 至 3.0%。从 70 城新房价格涨跌个数来看，2025 年 8 月新房价格环比上涨、持平、下跌的城市数分别为 9、4、57 个（7 月分别为 6、4、60 个），同比上涨、持平、下跌的城市数分别为 5、0、65 个（7 月分别为 5、0、65 个）。

二手房价同比降幅缩小，环比降幅扩大

从二手住宅房价环比情况来看，8 月 70 城二手房价格环比-0.6%，降幅环比扩大 0.1pct。其中一、二、三线城市环比分别-1.0%、-0.6%、-0.5%（7 月分别为-1.0%、-0.5%、-0.5%）。同比情况来看，70 城二手房价格同比-5.5%，降幅缩小 0.4pct。其中一、二、三线城市同比分别-3.5%、-5.2%、-6.0%（7 月分别为-3.4%、-5.6%、-6.4%），降幅分别扩大 0.1pct、缩小 0.4pct、缩小 0.4pct。2025 年 8 月二手房价格环比上涨、持平、下跌的城市数分别为 1、0、69 个（7 月分别为 1、1、68 个），同比上涨、持平、下跌的城市数分别为 0、0、70 个（7 月分别为 0、0、70 个），70 城二手房价自 2024 年初以来同比均下降。

新房上海同环比领涨，二手房价格 35 城同比均下降

从一二线重点 35 城表现来看，2025 年 8 月新房价格同环比均降多增少，环比角度上海、杭州等 7 城实现上涨，同比角度上海、杭州等 5 城上涨，其中上海以环比+0.4%、同比+5.9%领跑 35 城。一线城市中仅上海实现新房价格同环比实现增长。新房 1-8 月整体同比情况方面，上海、太原分别以同比+5.8%、+1.1%领跑 35 城。

投资建议

2025 年 8 月，70 城新房销售价格环比降幅持平，同比降幅缩小，一线城市新房价格降幅缩小；二手房方面销售价格环比降幅扩大，同比降幅缩小。我们认为，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。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、善于把握改善型客户需求的强信用房企：绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：华润置地、新城控股、龙湖集团；（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务、建发物业。

风险提示：行业销售恢复不及预期、政策放松不及预期。

【电子】AI 大模型厂商加速导入硬件入口，端侧 AI 产业链投资机遇可期——行业点评报告-20250916

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 张威震（分析师）证书编号：S0790525020002 | 仇方君（分析师）证书编号：S0790525050004

AI 模型持续迭代，端侧化与轻量化成为核心方向

全球主流大模型通过算法优化与数据积累实现快速迭代，核心表现为能力增强与推理效果优化两大维度。基础模型层面，GPT 系列、Gemini 等通过扩大参数规模、引入多模态融合，实现复杂任务处理能力突破，例如支持代码生成、逻辑推理、跨语言理解等高阶功能；同时，模型推理效率持续优化，通过多模块注意力、动态扩展、高级批处理等技术，企业可以确保其 AI 兼具高性能、低延迟和高性价比，为端侧部署奠定性能基础。

随着大模型压缩和量化技术的不断提升，知识密度持续增大，终端搭载的模型能力值逐步增强。2024 年 2B

参数量的大模型 MiniCPM 能力与 2020 年 GPT-3175B 大模型能力接近。往后看，大模型的规模化扩展需依赖云端和终端的协同工作，通过云端搭配终端进行 AI 计算工作负载的分流，带来成本、能耗、性能等方面的优化，AI 处理的发展重心有望逐步从云端向手机、PC 等终端载体转移。

终端硬件入口重要性凸显，各家大模型厂商加速导入助力各场景应用落地

随端侧 AI 模型性能及端云协同等模式迈向成熟，各家 AI 大模型厂商开始布局硬件入口，推动各类 AI 功能和应用场景的快速落地：例如：

(1) 谷歌在硬件入口方面，其 Gemini 已经入驻三星，能够通过分享屏幕和相机画面进行即时互动；应用创新方面，谷歌推出 NanoBanana 图片生成模型，一周内为 Gemini 吸引超千万粉丝；

(2) 阿里与荣耀达成 AI 战略合作，主要针对出行导航、旅游服务、本地生活、移动办公、电商购物、电影演出等多个核心服务场景；

(3) 苹果方面，其已发布 AppleIntelligence 系统，高阶 AI 功能预计将在 2026 年春季推出。

综合而言，手机厂商正在全力以赴投入 AI 技术的研发与整合，端侧 AI 飞轮效应可期，据中国工业互联网研究院，2025 年我国 AI 手机市场份额将达到 30% 左右，端侧 AI 大模型市场规模也有望快速增长。

AI 终端持续迭代：硬件升级与形态创新并进

AI 终端围绕“算力、能效、交互”三大核心发展：

硬件：SoC 集成 NPU 提升本地算力，存储向高带宽、低延迟演进，提高端侧 AI 模型使用体验。

能效：散热技术从石墨片向超薄 VC 均热板、同时电池往高容量高效率方面演进。此外，快充功率也有望进一步提升。

形态：端侧 AI 终端形态从 AI 向各类产品发散，如 AI 眼镜偏向视觉交互，AI 耳机偏向音频交互。此外，OpenAI 也计划打造创新 AI 硬件。

投资建议

受益标的：(1) 品牌整机：传音控股、小米集团-W、立讯精密、歌尔股份、龙旗科技、华勤技术；(2) 零部件：领益智造、蓝思科技、鹏鼎控股、瑞声科技、舜宇光学科技、电连技术、水晶光电、蓝特光学、珠海冠宇；(3) 芯片和存储：瑞芯微、恒玄科技、乐鑫科技、中科蓝讯、炬芯科技、汇顶科技、兆易创新、艾为电子、格科微、思特威、唯捷创芯、美芯晟。

风险提示：端侧 AI 技术、产品体验不及预期，下游需求不及预期等

【中小盘：铁流股份(603926.SH)】精密制造能力显著，长期成长天花板高企——中小盘首次覆盖报告-20250916

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 张越（分析师）证书编号：S0790524090003

公司是集精密制造及智慧服务为一体的全球性公司

公司主业以离合器为主，下游覆盖国内部分整车厂，产能规模及市场份额均处于国内领先地位。2018 年通过收购德国 Geiger 进入高精密零部件领域，在新能源车电机轴等方面具备领先的技术工艺。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.29/1.64/2.08 亿元，对应 EPS 分别为 0.55/0.70/0.88 元/股，当前股价对应 2025-2027 年的 PE 分别为 30.0/23.5/18.6 倍，基于公司主营业务扎实，具备汽车精密零部件制造能力，与长三角哈特机器人签署框架协议，合作内容主要包括机器人高精密零部件、机电等，首次覆盖给予“买入”评级。

基于德国 Geiger 高精密加工技术，公司发力新能源车电机轴打造新增长曲线

电机轴是整个驱动电机中的关键零部件，它起到转子铁心的固定及力量传递作用，其性能好坏直接影响到新能源汽车动力系统的性能。公司全资子公司盖格投资的“年产 60 万套电机轴等新能源汽车核心零件项目”通过引进 Geiger 先进的自动化设备、加工技术和生产工艺，建设新能源汽车核心部件制造中心。公司已取得理想汽车、零跑汽车、大众等公司的电机轴订单。公司配备了多台单台价值数千万元的旋锻设备、多轴复合车铣中心、外圆磨、日本双刀架车削中心、高精度滚齿机等设备，保证了高端制造加工精度。

公司现金充裕，参与过多起并购项目，主业技术与机器人零部件具备协同性

公司自成立以来通过规划多次并购实现业务版图不断拓展。2018 年通过收购德国 Geiger 公司，切入高精密加工领域；2019 年收购湖北三环离合器公司，市占率进一步提升。公司历史上通过多次并购实现业务发展壮大，未来有望进一步通过并购增厚盈利。同时公司主营业务在工艺、设备等方面与机器人关键零部件具备协同效应，有望进一步打开成长天花板。

风险提示：客户销量不及预期、产能建设不及预期、宏观经济波动的风险等。

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