

目 录

<b>每日报告精选 (2025-09-30 09:00—2025-10-09 15:00)</b> .....	<b>3</b>
➢ 宏观周报:《假期消费:表现如何》2025-10-08 .....	3
➢ 宏观周报:《假期期间:海外大事件与全球大类资产》2025-10-08 .....	3
➢ 宏观专题:《PMI 边际回升:供给推动》2025-09-30 .....	4
➢ 海外策略研究:《“秋日胜春朝”——四季度港股市场展望》2025-10-07 .....	5
➢ 海外策略研究:《最近一周灵活外资或有明显回流》2025-10-07 .....	6
➢ 行业跟踪报告:纺织服装业《Nike FY26Q1 北美、跑步引领修复趋势,大中华仍需耐心》2025-10-09 .....	7
➢ 行业月报:医药《景气延续,继续推荐创新药械产业链》2025-10-09 .....	7
➢ 行业跟踪报告:半导体设备《自强,先进制程设备的突破是核心》2025-10-09 .....	8
➢ 行业双周报:食品饮料《假期消费回暖,白酒符合预期》2025-10-08 .....	9
➢ 行业周报:金融《健康险迎政策红利,继续看好低估值券商板块》2025-10-08 .....	10
➢ 行业双周报:综合金融《OpenAI 全栈发力, AI 生态不断完善》2025-10-08 .....	10
➢ 行业双周报:家用电器业《Q4 家空内销排产遇高基数压力,出口逐步改善》2025-10-08 .....	11
➢ 行业跟踪报告:电子元器件《ROCM 生态或加速完善,海光中标数十亿订单》2025-10-08 .....	12
➢ 行业跟踪报告:计算机《OpenAI 举办 DevDay,以“入口十生态”组合拳构筑护城河》2025-10-08 .....	13
➢ 行业事件快评:保险《丰富产品形态提升保障水平,预计头部险企更受益》2025-10-08 .....	14
➢ 行业跟踪报告:计算机《Sora 2 与 Sora APP 重磅发布, AI 视频的“GPT-3.5 时刻”》2025-10-07 .....	15
➢ 行业跟踪报告:汽车《四季度新的成长动能有望持续涌现》2025-10-07 .....	16
➢ 行业双周报:有色金属《钴供给收缩驱动,锂强需求托底》2025-10-07 .....	16
➢ 行业双周报:有色金属《【国泰海通】钴锂金属行业周报 1006》2025-10-07 .....	17
➢ 行业跟踪报告:机械行业《气体周均价低位运行;梅塞尔与卡塔尔能源签署高纯氦气长期采购协议》2025-10-07 .....	18
➢ 行业跟踪报告:房地产《第 40 周成交涨跌互现,市场对后期政策仍有预期》2025-10-07 .....	19
➢ 行业双周报:传播文化业《Sora2 正式发布并推出同名社交 APP, AI 视频加快 PGC 和 UGC 应用多元创新发展》2025-10-06 .....	20
➢ 行业月报:机械行业《9 月液氧/氮均价同比上涨;杭氧布局可控核聚变、参与新疆能源化工建设》2025-10-06 .....	20
➢ 行业跟踪报告:半导体《AI 发展,热管理的核心瓶颈向芯片聚焦》2025-10-06 .....	21
➢ 行业专题研究:传播文化业《Sora2 正式发布,加快推动 AI 视频发展》2025-10-06 .....	22
➢ 行业跟踪报告:电子元器件《DeepSeek-V3.2-Exp 发布,国产算力需求加速增长》2025-10-04 .....	23
➢ 行业月报:房地产《TOP100 房企 2025 年 9 月销售数据点评》2025-10-02 .....	24
➢ 行业跟踪报告:钢铁《钢铁行业周报数据库 20250930》2025-09-30 .....	25
➢ 行业跟踪报告:钢铁《需求边际上升,库存由升转降》2025-09-30 .....	26
➢ 公司首次覆盖:云图控股(002539)《复合肥稳步增长,合成氨和磷矿石项目值得期待》2025-10-08 .....	27
➢ 公司公告点评:山鹰国际(600567)《引入长期投资者,抗风险能力提升》2025-10-08 .....	27
➢ 海外报告:十月稻田(9676)《健康化的细分龙头,持续成长》2025-10-08 .....	28
➢ 公司公告点评:奥瑞金(002701)《投建及收购海外产线,长期盈利抬升》2025-10-08 .....	29
➢ 海外报告:中国国航(0753)《保持深航控股,盈利上行可期》2025-10-01 .....	30
➢ 公司信息点评:道通科技(688208)《北美首个储充一体化项目获批,可复制性优势明显》2025-09-30 .....	30
➢ 公司公告点评:中国国航(601111)《深航增资保持控股,盈利上行有望开启》2025-09-30 .....	31
➢ 海外报告:心泰医疗(2291)《可降解封堵器内资龙头,瓣膜高速增长》2025-09-30 .....	32
➢ 海外报告:中国南方航空股份(1055)《Q2 扣非大幅减亏, Q3 现盈利潜力》2025-09-30 .....	32
➢ 海外报告:中国东方航空股份(0670)《Q2 大幅减亏,反内卷助力 Q4 减亏》2025-09-30 .....	33
➢ 公司公告点评:中国东航(600115)《Q2 淡季大幅减亏,反内卷助力淡季减亏》2025-09-30 .....	34
➢ 公司半年报点评:南方航空(600029)《Q2 扣非大幅减亏, Q3 展现盈利潜力》2025-09-30 .....	35

- 公司深度报告: 圣泉集团 (605589)《国内合成树脂龙头, 布局电子材料、多孔碳及生物质强化产业链协同优势》 2025-09-30..... 36
- 专题研究:《雷鸟与 Bang & Olufsen 达成全球长期技术合作》 2025-10-04 ..... 36
- 专题研究:《谷东智能携光峰科技首创 AR 眼镜光学新方案》 2025-10-02..... 37
- 专题研究:《Meta 首发 Ray-Ban Meta Display 智能眼镜》 2025-10-01 ..... 38
- 专题研究:《理想首款 AI 智能眼镜即将问世》 2025-10-01 ..... 39
- 专题研究:《Meta 与 Oakley 联合推出运动眼镜 Oakley Meta Vanguard》 2025-10-01..... 40
- 基本量量化月报:《大类资产及择时观点月报 (2025.10)》 2025-10-09 ..... 41
- 金融工程周报:《绝对收益产品及策略周报 (250922-250926)》 2025-10-01 ..... 41
- 金融工程专题报告:《港股通量化选股策略初探》 2025-09-30 ..... 42
- 金融工程周报:《黄金资产涨幅领先, 基于宏观因子的资产配置模型单周涨幅 0.04%》 2025-09-30 ..... 42
- 金融工程周报:《大额买入与资金流向跟踪 (20250922-20250926)》 2025-09-30 ..... 43
- 债券月报:《乘胜追击, 超额增厚》 2025-10-08 ..... 44
- 市场策略周报:《节前市场活跃度进一步下探》 2025-10-08 ..... 44
- 市场策略周报:《国庆前后, 需着重关注的三件事》 2025-10-08 ..... 45
- 债券月报:《催化延续, 转债强韧》 2025-10-07 ..... 46
- 市场策略周报:《银行二永债周度数据库更新 (2025.9.19-9.30)》 2025-10-07 ..... 46
- 市场策略周报:《收益率整体上行, 期限利差走阔》 2025-10-05 ..... 47
- 市场策略周报:《地方债利差小幅走阔, 新增地方债发行进度 83.6%》 2025-10-05 ..... 47
- 英文报告:《GTHT MORNING BRIEF 20251009》 2025-10-09 ..... 48

每日报告精选 (2025-09-30 09:00—2025-10-09 15:00)

李林芷 (分析师)

021-38676666

S0880525040087

邵睿思 (研究助理)

021-38676666

S0880125070011

梁中华 (分析师)

021-38676666

S0880525040019

宏观周报:《假期消费:表现如何》2025-10-08

假期经济表现稳中有升,出行方面,国庆中秋假期前五天,跨区域人员流动日均值 1.54 亿人次(同比 5.4%),出境、出国游航班执行数增幅超 12%,返乡与旅游出行需求旺盛。服务消费量增价稳,不同省市接待游客和旅游收入均有增长,但涨幅分化较大,且人次增长快于金额增长;电影消费受影片质量影响表现平淡,票价继续回落。商品消费方面分化明显,汽车受补贴临近到期、新品上市影响表现较好,家电消费受高基数扰动,但智能、绿色品类表现亮眼。地产销售假期回落,同比因基数扰动分化,土地市场偏冷。

假期消费注重“性价比”和“心价比”。一方面,当前消费者更关注性价比,对价格敏感度增加。另一方面,情绪价值成为消费决策的核心考量项,消费者愿意为情绪支付溢价。

其他指标方面,基建发力,专项债发行进度创近年最快,多地集中开工项目;假期后补货带动港口运转加速;生产节前放缓;消费品价格分化,食品饮料受假期影响涨幅较大;工业品价格小幅回落。流动性充裕,美元指数重回 98 点以上。

风险提示:贸易局势不确定性,终端需求不足预期

汪浩 (分析师)

021-38676666

S0880521120002

梁中华 (分析师)

021-38676666

S0880525040019

宏观周报:《假期期间:海外大事件与全球大类资产》

2025-10-08

假期海外大事件梳理:

事件一:美国两党围绕临时拨款法案和医保补贴博弈,美国政府时隔 7 年再次陷入停摆。根据 Polymarket 预测显示,押注停摆 15 天以上的达到 75%,10-14 天的为 21%。美国政府停摆一方面会影响部分数据的发布,如已经延迟发布的非农就业数据,以及可能即将被影响的通胀数据等;另一方面,美国政府停摆也会导致实际经济损失和市场情绪波动。

事件二:美国 ADP 就业、PMI 数据等发布,弱于市场预期,强化后续连续降息预期。疲软的就业和 PMI 数据,显示美国经济仍处于下行通道,根据美国联邦基金利率期货市场显示,10 月份降息 25BP 预期达到 94.6%,12 月份进一步降息 25BP 概率达到 83.4%,预计年内大概率将会连续降息。

事件三:高市早苗当选日本执政党自民党总裁,或成为日本首任女首相。高市早苗明确将延续“安倍路线”,对内政策方面,或将采取积极的财政货币政策,通过日元贬值刺激日本经济,振兴日本地方经济。在对外政策方面,或将深化日

美同盟关系，配合落实自由开放的印太关系等。

事件四：法国总理勒科尔尼宣布辞职，法国财政风险愈发显著。法国财政问题成为其经济发展的严重掣肘，2024年法国财政赤字为欧元区最高，政府债务占GDP的比例达到113%，远高于欧盟60%的警戒线。控制政府债务成为核心议题，马克龙已经连续更换五位总理，预计后续财政整顿仍会导致法国政局面临动荡。

事件五：加沙停火谈判举步维艰，巴以局势仍面临巨大不确定性。由于分歧巨大，尽管有卡塔尔首相、土耳其及美国代表团的加入，谈判依然非常艰难，预计后续巴以局势仍旧面临很大不确定性，中东动荡局势短期内难以缓解。

全球大类资产表现。假期期间（2025.9.30-2025.10.7），全球大类资产价格中，大宗商品价格涨跌分化，股票市场多数上涨。日经225上涨6.72%，新兴市场股票指数上涨2.17%，发达市场股票指数上涨0.80%，标普500上涨0.39%。大宗商品价格涨跌分化，其中，COMEX铜上涨4.38%，伦敦金现上涨3.28%，标普-高盛商品指数上涨0.46%，IPE布油期货下跌1.98%。

经济：美国方面：经济仍处于边际放缓通道。2025年9月Markit制造业指数为52.0%，相较于前值53.0%，有所下降；ISM非制造业PMI为50.0%，相较于前值52.0%大幅下降。欧洲方面：经济和通胀均相对企稳，但财政拖累法国等部分国家。2025年8月欧元区19国零售销售指数同比下降；8月法国工业生产指数同比及环比均下降；9月欧元区CPI同比上升，核心CPI同比持平。

风险提示：美国政府停摆导致美联储决策数据支撑不足，影响降息预期；中东地缘风险存在较大波动。

## 宏观专题：《PMI 边际回升：供给推动》2025-09-30

侯欢（分析师）

021-38676666

S0880525040074

梁中华（分析师）

021-38676666

S0880525040019

2025年9月份，制造业PMI为49.8%，比上月上升0.4个百分点。服务业商务活动指数为50.1%，比上月下降0.4个百分点。建筑业商务活动指数为49.3%，比上月上升0.2个百分点。

制造业PMI回升：主因供给推动。本月制造业PMI的表现与过去三年同期均值大体相当，涨幅基本符合季节性。但是，结构性变化值得关注，尤其是生产升至阶段性高点，不过内需仍有待提振。

生产回升，需求暂稳。从分项看，第一，近三个月，新订单指数持续小幅抬升，但是本月仍处于收缩区间，涨幅弱于季节性。第二，

生产指数创下近6个月以来的高点，预期指数连续三个月回升。究其原因，一方面，高温、暴雨洪涝灾害等因素消退，生产活动加快。另一方面，生产指数涨幅强于季节性，或受部分行业需求回升的带动。9月食品及酒饮料精制茶、汽车、运输设备等行业的供需指数高位运行。但是，木材加工及家具、石油煤炭及其他燃料加工、非金属矿物制品等行业供需指数仍处低位。

原材料：价格略降，采购回升。9月主要原材料购进价格指数略微下滑，同时，出厂价格指数降幅更为明显。我们的理解是，“反内卷”政策对上游原材料价格产生一定提振效果，但是对下游的传导并不顺畅，主因终端需求疲软。

这意味着，上游行业涨价或挤占下游行业利润空间，上下游行业的利润分化或将延续。此外，采购量指数连续两个月回升，处于扩张区间，反映企业加快原材料采购。或受此影响，库存指数上升，其中产成品库存指数更为明显，一定程度反映终端需求还需提振。

非制造业景气度：服务分化，建筑待提振。在服务业，商务活动指数降幅强于季节性，行业分化特征较为明显。一方面，与数字经济、金融支持相关的行业表现强劲。另一方面，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降至临界点以下。在建筑业，景气度略微抬升，但是涨幅弱于季节性。究其原因，除了房地产需求疲软，还与财政对基建项目的支出增速偏慢有关。

宏观政策持续发力、适时加力。一方面，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。国家发改委表示，后续将督促各地方推动项目加快开工建设，或将对基建活动有所支撑。另一方面，财政部、商务部表示，开展国际化消费环境建设工作、消费新业态新模式新场景试点工作，政策效果还需密切跟踪。

风险提示：房地产需求有待提振。

## 海外策略研究：《“秋日胜春朝”——四季度港股市场展望》

2025-10-07

吴信坤（分析师）

021-38676666

S0880525040061

杨锦（分析师）

021-38676666

S0880525040083

陆嘉瑞（研究助理）

021-38676666

S0880125042248

上半年港股明显占优，6 月后表现偏弱，9 月以来已经重拾升势。今年上半年，港股表现优异，涨幅在全球市场中居于前列，恒生指数、恒生科技指数最大涨幅分别达到 33%、49%。6 月中旬至 8 月底港股股指阶段性表现弱于 A 股，港股科技板块跑输现象更为明显，这一现象或与港股权重科技稀缺资产表现不佳存在一定关联。一方面，海内外科技巨头持续加码算力资本开支，对算力硬件端提振较大。另一方面阿里、京东和美团在外卖业务加大补贴，科技巨头盈利增速一致预期持续下修，叠加近期 AI 应用软件端的催化相对较少，使得港股权重科技龙头股表现不佳。进入 9 月以来，伴随阿里巴巴、百度等互联网大厂在 AI 领域的乐观情绪发酵，互联网叙事逐步转向“AI 赋能”，港股指数表现明显回暖，其中科技板块弹性更大。

当前港股估值其实并不高，科技板块性价比更加突出。港股自 2024 年初后已处于牛市氛围中，今年以来也维持了震荡上行的格局。尽管港股市场前期积累的涨幅已经较为可观，但目前估值仍不算高。尤其港股科技板块低估优势更加明显，性价比或相对更高。当前港股估值处历史中位水平，并且略低于 A 股。截至 2025/09/30（下同），万得全 A PE（TTM，下同）为 22.5 倍，处 05 年以来从低到高 78%分位；上证指数 PE 为 16.6 倍，处 70%分位。而港股恒生指数 PE 为 12.1 倍，处 63%的分位；恒生科技 PE（TTM）为 24.6 倍，处有数据以来 37%分位。行业层面，港股科技等板块估值吸引力更高。

四季度港股有望创年内新高，其中恒生科技最为耀眼，结构上港股科技仍是行情主线。往四季度看，港股科技更加受益当下产业趋势，美联储降息背景下外资回流或超预期，叠加南向资金持续增持，港股四季度有望续创新高，其中恒生科技空间最大。首先，港股互联网巨头受益 AI 叙事发酵，港股资产结构优势有

望凸显。产业+政策催化下 AI 产业趋势加速，港股科技龙头更加受益于 AI 产业变革红利。其次，伴随美联储重启降息，港股外资力量回流存在超预期可能。目前市场预期 10 月美联储仍将降息 25BP。若四季度美联储降息持续，流动性环境转松，中美贸易关系继续趋稳，外资回流港股趋势或得到巩固。最后，南向资金有望继续流入。展望四季度，机构力量推动下年内南向资金或仍有增量空间，有望推动港股行情继续向上。若低估科技龙头股估值修复至成分股估值分位数均值的位置，未来或能推动恒生科技指数上涨约 15% 左右。结构上，AI 驱动下，港股科技仍是行情主线。此外，港股红利受益于政策强化分红+低利率，港股新消费、创新药资产较 A 股同样稀缺，下半年或也值得关注。

风险提示：美国通胀压力加大，美联储降息延后；国内 AI 大规模商业化应用进展缓慢。

## 海外策略研究：《最近一周灵活外资或有明显回流》

2025-10-07

吴信坤（分析师）

021-38676666

S0880525040061

余培仪（分析师）

021-38676666

S0880525040084

陆嘉瑞（研究助理）

021-38676666

S0880125042248

北向资金：最近一周北向资金可能小幅净流入。最近一周（2025/9/29-2025/9/30，下同）交易日期间北向资金估算净流入 65 亿元，前一周（2025/9/22-2025/9/26，下同）估算净流出 26 亿元。最近一周交易日期间灵活型外资估算净流出 1 亿元，前一周估算净流出 38 亿元。此外，我们汇总最近一周陆股通每日前十大活跃个股，其中宁德时代（本周陆股通双向成交总金额为 73 亿元，占个股当周交易金额比重的 13%，下同）、紫金矿业（62 亿元、14%）、际旭创（60 亿元、9%）成交较为活跃。

港股：最近一周灵活外资或有明显回流。根据港交所中央结算系统持股明细数据，最近一周（2025/9/24-2025/9/30）各类资金合计流入港股市场 72 亿港元，其中稳定型外资流出 514 亿港元，灵活型外资流入 124 亿港元，港股通流入 481 亿港元，中国香港或大陆本地资金流出 14 亿港元。行业层面，最近一周外资流入软件服务、消费者服务等靠前，港股通流入可选消费零售、软件服务等靠前。

亚太市场：外资本周流出日本，9 月流出印度。在亚太市场中我们主要跟踪日本股市和印度股市。日本股市方面，截至 9/22 最新一周，海外投资者当周净流出日本股市 5313 亿日元，前一周流出 2893 亿日元，2023 年以来累计净流入 6.5 万亿日元。印度股市方面，9 月海外机构投资者流出印度股市 27 亿美元，前一月为流出 40 亿美元，2020 年以来累计净流入 135 亿美元。

美欧市场：8 月资金流入欧洲，流入美国。美国股市方面，8 月全球共同基金资金净流入美国权益市场 36 亿美元，前一月流出 350 亿美元，2020 年以来累计净流入 6529 亿美元。欧洲股市方面，8 月全球共同基金资金净流入英、德、法权益市场分别为 -5.9 亿美元、11.3 亿美元、16.0 亿美元，前一月分别为 6.4 亿美元、27.4 亿美元、26.1 亿美元。

风险提示：部分资金数据为估算值，与真实情况或有出入；模型存在误设和失效风险。

盛开 (分析师)

021-38676666

S0880525040044

曹冬青 (分析师)

021-38676666

S0880524080001

## 行业跟踪报告：纺织服装业《Nike FY26Q1 北美、跑步引领修复趋势，大中华仍需耐心》2025-10-09

**投资建议：**我们认为 Nike 业绩和产品线梳理已处筑底阶段，伴随渠道商新品占比重新回升，业绩有望进一步改善。上游方面，我们认为伴随 Nike 经销商收入增速进一步回暖，制造商订单能见度有望改善，中长期推荐申洲国际、华利集团、九兴控股；此外大中华区仍需耐心等待恢复，建议关注高股息大中华运动龙头渠道商滔搏。

FY2026Q1 Nike 收入利润均超预期。Nike 发布 FY2026Q1 (对应自然年 2025/6/1-8/31) 财报，公司 FY2026Q1 收入 117.2 亿美元，同比增长 1% (彭博一致预期：收入 110.2 亿美元，同比下降 4.91%；此前 FY2025Q4 业绩会中指引为下降中单位数)，净利润 7.3 亿美元，同比下降 31% (彭博一致预期为 4.2 亿美元)，毛利率 42.2%，同比下降 3.2pct (此前业绩会中指引为同比下降 3.5-4.2pct)，费用率 34.3%，同比下降 0.5pct (彭博一致预期为同比增长 2.3pct)。库存与收入增速匹配度改善，FY2026Q1 库存/收入分别同比-2%/+1%，(FY2025Q4 库存收入分别-0.4%/-12%)，其中非亚太的各地区库存数量均减少。

FY2026Q1 北美、跑步引领修复趋势，大中华仍需耐心。分地区来看，FY2026Q1 公司北美/EMEA/大中华/亚太收入分别同比+4%/+1%/-10%/+1%，各地区较增速环比 FY2025Q4 均改善，且非大中华地区均转正，我们认为基数走低亦有一定原因。其中，北美仍将持续引领修复趋势，已重整 1300 家经销商，Amazon 旗舰店开设，FY2026Q1 跑步、综训、篮球均有双位数增长，传统鞋履仍有 30% 下滑；大中华目前约 5000 家单品牌店，仍需时间调整，线下客流和当季售罄仍是重点需要改善的方面，FY2026Q1 跑步高单增长，peg premium 和 Vomero 18 是亮点，预计 FY2026 全年对大中华仍是调整年。分渠道来看，FY2026 经销增速转正至 5%，北美经销领涨 11%，主要由于发货时间错配、低基数、专业新品发力。上一季财报公司表明 2025Q4 假日订货正增长，此次表明 2026 年春季订货持续增长。分产品来看，FY2026Q1 跑步增速 20% (北美双位数、大中华高单)，非传统运动中，户外 ACG、SKIMS、网球均持续发力。

公司业绩会指引 FY26Q2 收入同比下降个位数。公司业绩会中指引，FY2026Q2 收入预计同比降低个位数，主要由于电商仍有压力，dunk 清理会加剧，汇率正面影响减少；毛利率同比下降 3-3.75pct (其中 1.75pct 为关税影响)，预计 FY2026H2 毛利率将逐步看到库存清理带来的正面影响，对中期的双位数利润率仍有信心，关税影响预期从 10 亿美金增长 15 亿美金，对 FY2026 全年毛利率影响从 0.75 提升至 1.2pct。

风险提示：库存去化不及预期，关税影响超预期

## 行业月报：医药《景气延续，继续推荐创新药械产业链》

余文心 (分析师)

021-38676666

S0880525040111

郑琴（分析师）

021-38676666

S0880525040108

谈嘉程（分析师）

021-38676666

S0880523070004

## 2025-10-09

继续推荐创新药械及产业链。维持以下 A 股标的增持评级并将其纳入国泰海通医药 2025 年 10 月月度组合：恒瑞医药、科伦药业、华东医药、长春高新、恩华药业、药明康德、泰格医药、乐普医疗、联影医疗、惠泰医疗。维持以下 H 股标的增持评级：翰森制药、三生制药、科伦博泰生物、康方生物、百济神州、映恩生物，相关标的：石药集团、信达生物、药明康德。

2025 年 9 月医药板块表现弱于大盘。2025 年 9 月上证综指上涨 0.6%，SW 医药生物下跌 1.7%，涨跌幅在申万一级行业中排名第 20 位。生物医药板块中表现相对较好的细分板块医疗服务(+1.8%)、医疗器械(-0.2%)、化学制剂(-1.3%)。个股涨幅前三为振德医疗(+92.0%)、向日葵(+65.9%)、奥精医疗(+33.6%)；个股跌幅前三为博瑞医药(-38.0%)、舒泰神(-34.4%)、海特生物(-30.4%)（剔除上市 1 个月内个股、ST 个股）。截至 2025 年 9 月底，医药板块相对于全部 A 股的溢价水平目前处于正常水平，当前相对溢价率 77.5%。

2025 年 9 月港股医药板块表现弱于大盘。2025 年 9 月港股恒生医疗保健 +5.2%，港股生物科技+5.0%，同期恒生指数+7.1%。个股涨幅前三是三叶草生物-B(+164%)，圣诺医药-B(+64%)，康宁杰瑞制药-B(+48%)；个股跌幅前三是美中嘉和(-40%)，基石药业-B(-29%)，科笛-B(-24%)。

2025 年 9 月美股医药板块表现弱于大盘。2025 年 9 月美股标普医疗保健精选行业+1.6%，同期标普 500+3.5%。标普 500 医疗保健成分股中涨幅前三是 CENTENE(+23%)，环球健康服务(UNIVERSAL HEALTH)(+13%)，麦克森(MCKESSON)(+13%)；跌幅前三是 KENVUE(-22%)，哈门那(HUMANA)(-14%)，阿莱技术(ALIGN TECHNOLOGY)(-12%)。

风险提示：医保控费加剧风险，政策推进不达预期风险，估值波动风险，市场波动风险。

舒迪（分析师）

021-38676666

S0880521070002

肖隽翀（分析师）

021-38676666

S0880525040064

## 行业跟踪报告：半导体设备《自强，先进制程设备的突破是核心》2025-10-09

投资建议。美国众议院“中美战略竞争特别委员会”出具一份对中国半导体战略的系统性“围堵”建议书，核心逻辑是中国半导体产业的崛起威胁美国国家安全与全球技术主导地位，报告建议通过出口管制、技术封锁、产业补贴等手段，确保美国及其盟友在全球半导体产业链中的主导地位，从而遏制半导体崛起。我们认为半导体产业的全球化仍然是不变的追求，但美国政府不断打压限制我国集成电路产业的发展，本土优秀的半导体装备企业肩负着核心设备突破的重任，虽然目前在先进制程节点领域仍任重道远，但伴随关键技术的不断攻克以及先进产线对机台的不断验证、迭代，我们看好优秀的半导体前道设备及零部件企业不断成长，推荐标的：北方华创、拓荆科技、芯源微、中微公司、富创精密，相关标的盛美上海。

国产替代空间依然巨大。特别委员会对 AMAT、ASML、KLA、LAM、TEL 5 家半导体设备企业进行调查，这 5 家公司预估占据全球半导体设备 80%-85% 的市

场份额，调查指出 2024 年中国大陆总计用于购买半导体设备的支出达 380 亿美元，而 TEL、LAM、ASML、KLA、AMAT 2024 年来自中国大陆的收入占总收入的比分别达到 44%、42%、36%、41%、36%。

调查报告指出目前存在的诸多问题。比如：①、BIS 已实施出口管制以阻碍中国先进生产，并取得了一定成效，但这些管制措施仍存在重大漏洞；②、中国芯片制造龙头企业中芯国际于 2020 年被列入 BIS 的实体清单，并采取了许可出口政策，此后 BIS 向中芯国际发放了出口许可；③、随着美国对本国设备制造商施加更多限制，非美国设备制造商从中国受限实体获得的收入大幅增加；④、中国半导体公司正在积极购买先进的 DUV 光刻设备，这些设备只禁止出口给特定的中国半导体公司，但在其他情况下仍允许向中国全国范围内出口。

打压不断升级。特别委员会提出多项政策建议，核心包括：①、促使盟友和伙伴国家（特别是荷兰和日本）全面与美国的出口管制政策及执法行动保持一致。加强对华全面出口管制，不仅限制特定企业，应对中国实施更广泛的设备出口禁令，包括用于制造“基础”和“先进”芯片的设备。使用“外国直接产品规则”（FDPR），限制含有美国技术的外国设备出口中国。②、扩大“实体清单”范围，将更多中国半导体公司列入实体清单，包括制造 45nm 及以下节点的逻辑芯片厂商；③、防止设备转用与规避；④、限制全球 FAB 使用中国设备，禁止全球任何使用美荷日设备的晶圆厂同时使用中国制造的半导体设备，防止中国设备渗透全球供应链；⑤、限制向中国出口对半导体制造设备生产至关重要的零部件等。

风险提示：技术迭代升级无法实现突破、核心零部件受限导致短缺的风险、下游晶圆厂的经营压力进一步加大等。

## 行业双周报：食品饮料《假期消费回暖，白酒符合预期》

2025-10-08

訾猛（分析师）

021-38676666

S0880513120002

颜慧菁（分析师）

021-38676666

S0880525040022

苗欣（分析师）

021-38676666

S0880525070010

李美仪（分析师）

021-38676666

S0880524080002

庞瑜泽（分析师）

021-38676666

S0880524010003

投资建议：饮料、零食、食品原料等成长标的业绩优势持续，白酒预期加速修正、部分出清。1) 白酒阶段性推荐弹性标的港股珍酒李渡、舍得酒业、山西汾酒、泸州老窖、酒鬼酒等；中期推荐稳健标的五粮液、贵州茅台、迎驾贡酒、今世缘、古井贡酒等；2) 饮料结构性高增，推荐东鹏饮料、农夫山泉（港股）、安得利，重视低估值稳健品种，推荐中国食品（港股）、康师傅控股（港股）、统一企业中国（港股）、中国旺旺（港股）。3) 零食及食品原料成长标的：推荐百龙创园、盐津铺子、三只松鼠、西麦食品、卫龙美味（港股）；4) 啤酒推荐青岛啤酒、珠江啤酒、百润股份、华润啤酒（港股）；5) 调味品格局优化、牧业有望受益于周期反转，推荐伊利股份、新乳业、优然牧业（港股）、现代牧业（港股）、宝立食品、海天味业、安琪酵母。

成长标的仍具业绩优势，关注确定性标的价值修复。人群变迁、渠道裂变、品类创新之下新消费景气持续，饮料、零食板块、食品原料具备结构性成长特征，业绩横向比较优势凸显。同时部分低估值及长期增长具备确定性的传统消费龙头价值显现，有望逐步修复。

消费：出行人次超预期，餐饮零售有看点。1) 国庆假期前六日人流同比增长 5.2%，好于交通部此前预测，结构上自驾出行更受青睐，累计人次同比增长 6.1%；2) 长途游成为新趋势，据主要酒旅平台统计，人均消费出现结构性提升；

3) 社零餐饮假期需求回暖。据商务部，假期前四日全国重点社零与餐饮企业销售额同比增长 3.3%；4) 部分重点城市如北京、上海、天津假期消费呈现量价齐升态势。

白酒：旺季需求改善，动销符合预期。我们估计双节白酒动销同比下滑约 20%，与节前预期基本吻合。高端白酒受益于礼赠场景刚需与价格回落刺激需求，动销环比改善明显。大单品飞天、普五批价保持稳定。中低档白酒受益于宴席场景改善与消费降价，动销好于大盘。考虑到外部压制逐步退坡，经济活动预期转暖，酒企针对渠道纾压，行业信心亦有望回暖。从相关政策影响的时间阶段来看，我们预计 2025Q3 板块报表或将进一步调整，根据 2014 年股价触底回升的过程来看，报表底部和批价底部均对股价、估值有支撑作用。

大众品：成长为主线，兼顾低估值确定性价值修复机会。饮料龙头在大单品驱动下保持结构性景气，以食品原料、保健品为代表的部分公司业绩有望保持高增或环比提速，成长仍是主线。百龙创园在抗性糊精及阿洛酮糖成长驱动下有望持续高增。零食板块品类和渠道创新仍具增长动力。中国食品等部分传统消费龙头，兼具长期增长确定性和低估值，具备价值修复空间。

风险提示：宏观经济波动加大、行业竞争加剧、食品安全。

---

## 行业周报：金融《健康险迎政策红利，继续看好低估值券商板块》2025-10-08

刘欣琦（分析师）

021-38676666

S0880515050001

肖尧（分析师）

021-38676666

S0880525040115

节前金监总局发布《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》，对于健康险的未来发展提供了部门级的指导意见，以推动中国健康险的发展，尤其是“提升健康保险服务保障水平”及“支付浮动收益型健康险发展”表述超预期。在预计分红险将成为上市公司 2026 年主力销售产品背景下，健康险有望在政策支持下，实现超预期增长。后续如健康险在整个医疗支付端地位有提升，则将更加构成保险板块的重大利好。

此外，我们继续首推券商板块，我们认为当前市场过度关注交易层面的因素，而对于行业基于“机构及居民中长期资金入市”、“投行业务逐步恢复”等带来的基本面超预期关注度不足。我们认为 Q3 业绩或成为重要的板块催化剂。我们继续推荐券商板块，尤其是围绕业绩弹性及 PE 业务相关标的推荐。

风险提示：资本市场大幅波动

---

## 行业双周报：综合金融《OpenAI 全栈发力，AI 生态不断完善

刘欣琦（分析师）

021-38676666  
S0880515050001

孙坤 (分析师)

021-38676666  
S0880523030001

## 善》2025-10-08

投资建议：AI 在证券投研及投顾、银行信贷和营销渠道、保险代理人赋能、小微商户点餐及营销、消费金融风控及客服等场景逐步落地，未来空间广阔。1) 看好券商行业智能投研、智能投顾的发展前景，推荐推出垂类模型及相关产品的头部公司同花顺、东方财富、九方智投控股。2) 看好消费金融行业智能客服、智能营销、智能风控场景的快速落地，推荐易鑫集团、百融云、奇富科技。3) 看好银行和保险行业中依托大模型实现研发的提质增效及各业务场景的应用，相关标的长亮科技、宇信科技、中科软、新致软件。4) 看好大模型在支付行业中商户点餐、营销等场景的应用，建议布局相关业务的支付公司，推荐拉卡拉、移卡。

人工智能领域在多方面呈现活跃动态，千亿投资大量涌现，算力竞争呈加剧态势，Sora2 进一步促进 AI 向实体场景渗透。OpenAI 推出 GPT-5-Codex 编码智能体，可自主完成复杂工程任务；DeepSeek 发布并开源 V3.2-Exp 模型，引入自研稀疏注意力机制实现细粒度稀疏注意力；OpenAI 推出 Sora2，构建“生成-消费-互动”闭环生态。资本端，xAI 筹得 100 亿美元，推进百万 GPU 超级计算机建设；英伟达计划投 1000 亿美元与 OpenAI 共建 10 吉瓦算力基建，支撑超级 AI 落地，OpenAI 与 AMD 达成 6 吉瓦合作，并有望获得 AMD10% 股份，加速 AI 算力提升与全栈发展。基建端，英伟达与富士通达成合作，计划融合富士通 2 纳米“MONAKA”CPU 与英伟达 GPU 技术，打造覆盖医疗、制造等领域的 AI 基础设施。技术落地方面，阿里云栖大会上与英伟达合作 Physical AI，披露 3800 亿 AI 投入计划并提出“AGI 向 ASI 演进”愿景；月之暗面推出“OK Computer”Agent 模式，Kimi K2 模型编程测试居首。

金融科技领域企业聚焦支付、汽车金融、数字资产等场景。拉卡拉在第 14 届中国支付清算论坛宣布与微信支付深化合作，升级聚合收银功能支持“外包内用”，助力境内商户承接境外支付需求；易鑫“易鑫智服”解决方案在“直通乌镇”大赛复赛突围，获总决赛资格，其全链路 AI 应用已让汽车金融业务人效提升 70%；九方智投认购持 VATP 牌照的 EX.IO 股份，借助其合规资质与 Web3 技术，增强海外数字资产业务与链上金融能力。

风险提示：大模型技术迭代不及预期；大模型在金融领域相关场景的落地不及预期。

蔡雯娟 (分析师)

021-38676666  
S0880521050002

谢丛睿 (分析师)

021-38676666  
S0880523090004

李汉颖 (分析师)

021-38676666  
S0880524110001

## 行业双周报：家用电器业《Q4 家空内销排产遇高基数压力，出口逐步改善》2025-10-08

投资建议：1) 出海核心驱动，智能家居核心标的，推荐扫地机器人双雄石头科技(28.1X, 2025PE, 下同)、科沃斯(29.1 X); 2) 业绩稳中向好，兼顾向上弹性，推荐安孚科技 (23.3X)、海容冷链 (15.4X)、赛特新材 (19.0X); 3) 龙头稳健经营叠加高股息，配置具备性价比,推荐 TCL 电子 (12.8X)、海信视像 (12.4X)、美的集团 (12.8X)、海尔智家 (11.3X)、格力电器 (7.0X); 4) 家电企业跨界拓展第二曲线，推荐荣泰健康 (29.6X)、万朗磁塑 (20.8X)。

10-12 月家用空调排产更新：25Q4 迎来国补基数压力，全年排产同比平稳增

长。根据产业在线数据，2025年10月家空内销排产同比实绩-14%，出口-9%。综合Q4来看，内销排产同比实绩-11%，出口-5%，内销层面仍面临国补高基数压力，各企业通过自补的形式尽力维持内销需求的稳定；而出口所面临海外去库存压力至年底则逐步好转。全年维度，行业内销排产同比实成绩+6%，出口-1%。龙头企业维持小个位数增长，二线增长预期依旧更为强势，但我们认为家空产业格局仍在动态调整中，在后国补期间，龙头对于份额的诉求并未减弱，依旧积极应对二、三线企业的竞争，掌握行业主动权。

节庆期间家电零售高端表现更好，Q4国补资金已下发。国庆期间，家电消费方面，根据商务部监测的主要电商平台数据显示，假期前四天节能家电（一级能耗）增长19%；智能冰箱增长20.7%，智能家居产品增长16.8%。苏宁易购数据显示，截至10月3日，上海苏宁易购门店客流同比增长110%，家电国补订单占比超过50%，带动万元以上高端家电销量同比增长79%。新风空调、空气净化器、衣物护理机销售同比分别提升158%、131%、199%。我们预计近一年来国补对于刚需产品的拉动效果释放相对充分，后续补贴效果或更多体现在可选属性更强的低渗透率产品或高端产品上。此外，近日国家发展改革委已会同财政部，向地方下达了今年第四批690亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金，至此，全年3000亿元中央资金已全部下达。

国庆期间其他家电相关数据：1)家电H股相对跑输指数表现。2025.10.1~10.7，港股市场恒生指数/恒生科技指数+0.38%/+1.31%，美的集团/海尔智家/海信家电/奥克斯电气/TCL电子H股分别涨幅为-1.22%/-0.87%/-0.99%/-4.81%/+2.76%，白电整体相对跑输，黑电显示表现更好。2)国庆期间原材料成本上行，铜价涨幅相对明显。2025.10.1~10.7，LME铜/铝涨幅+3.77%/+1.25%，10.7LME铜/铝价同比+7.34%/+2.51%。

风险提示：关税政策的不确定性、海外需求存在不确定性、以旧换新政策对后续的拉动效果不及预期。

## 行业跟踪报告：电子元器件《ROCm生态或加速完善，海光中标数十亿订单》2025-10-08

舒迪（分析师）

021-38676666

S0880521070002

段笑南（研究助理）

021-38676666

S0880124070028

投资建议。根据芯语，AMD与OpenAI签订6GW算力芯片合作协议，基于技术与股权合作，预计将加速ROCm生态建设。海光DTK软件栈完全兼容ROCm生态，或可降低国内大模型适配成本。根据芯智讯与新浪财经援引第一财经，工商银行与中国联通采购数十亿元海光芯片，驱动海光芯片加速渗透。推荐标的：海光信息、寒武纪-U、中芯国际、兆易创新、盛科通信-U，相关标的：芯原股份。

AMD与OpenAI签订6GW算力芯片合作协议，ROCm生态加速完善。根据芯语，2025年10月6日OpenAI与AMD签订合作协议，协议明确（1）OpenAI将在未来数年内部署合计6GW的AMD GPU算力，该计划将于2026H2正式启动，首批1GW将基于MI450系列GPU；（2）AMD向OpenAI授予最多1.6亿股普通股的认股权证，解锁与算力部署进度和AMD股价等相关。我们认为（1）该合作协议标志AI算力供给仍存较大缺口；（2）基于技术+股权合作，有望加深AMD与OpenAI在软硬件方面的协同，加速AMD ROCm生态建设。根据虎嗅，ROCm 7将于2025Q3普遍可用，与ROCm 6相比，其具备超过3.5倍的推理能力和3倍

的训练能力。

海光 DTK 软件栈兼容 ROCm 生态，或降低国内大模型适配成本。根据亿欧智库发布的《2024 中国信创+AI 趋势洞察报告》，海光 DCU 具备完整的软件栈，包括 DTK (DCU Toolkit)、开发工具链、模型仓库等，完全兼容 ROCm 生态，支持 TensorFlow、Pytorch 等主流深度学习框架，或将有效降低国内大模型适配成本。

工商银行与中国联通采购数十亿元海光芯片，海光芯片加速渗透。根据芯智讯，工商银行《2025 年度海光芯片服务器采购项目中标候选人公示》显示浪潮信息是本次中标主力，中兴通讯和联想是备选，三家服务器整机方案均基于海光芯片，该项目集采金额或高达 30 亿元。根据新浪财经援引第一财经，中国联通集采项目中海光服务器预算金额为 27.82 亿元。我们认为，金融、运营商等信创体系有望率先实现全面国产化，加速海光芯片渗透。

风险提示。深算四号进展不及预期；先进工艺制程产能扩产不及预期。

## 行业跟踪报告：计算机《OpenAI 举办 DevDay，以“入口生态”组合拳构筑护城河》2025-10-08

杨林（分析师）

021-38676666

S0880525040027

杨蒙（分析师）

021-38676666

S0880525040072

钟明翰（研究助理）

021-38676666

S0880124070047

投资建议：10 月 6 日，OpenAI 的年度开发者大会 DevDay 拉开帷幕，在大会上一系列的产品发布背后，是目前 OpenAI 正在打造 chatGPT 成为 AI 操作系统的生态构建；在全球 AI 应用加速繁荣的当下，我们看好国产算力及 AI 应用的长期发展空间，推荐标的：AI 视频图像相关：虹软科技、合合信息、日联科技、金山办公、万兴科技、科大讯飞、福昕软件、海康威视、第四范式、商汤-W，相关标的：三六零、当虹科技。

10 月 6 日 OpenAI 的年度开发者大会 DevDay 拉开帷幕。Sam Altman 在开场表示，目前 ChatGPT 每周活跃用户已达 8 亿，消费者、开发者、企业和政府的采用率不断提高，目前已有 400 万开发者使用 OpenAI 进行开发，ChatGPT 每分钟通过 API 处理超过 60 亿个令牌。会上 OpenAI 宣布了一系列产品和更新，包括其新的 AI 模型 GPT-5 Pro 和用于构建 AI 代理的平台 AgentKi，此外，OpenAI 还推出 Apps SDK 并正式发布了 Codex。

OpenAI 正在推动 ChatGPT 成为一款功能齐全的“AI 操作系统”。OpenAI 在大会上推出的 Apps SDK，是一套完整的开发堆栈，允许开发者在 ChatGPT 内部构建真实、可交互的应用程序。通过这套 SDK，开发者可以连接自己的数据、触发具体操作、并渲染出完全交互式的用户界面。基于 MCP 结合 GPT 本身对图像的识别能力，OpenAI 让 App 更“自然”地融合在了对话过程中，尤其强调了对上下文的记忆和理解，用户可以很容易地在 GPT 中调用多种 App 去完成同一份工作。这种强大的上下文理解能力，正是 LLM 有望成为主流软件入口的核心竞争力之一，而 App 也不再是功能孤岛，而是能被随时唤醒、能充分理解对话背景的“插件”，并以最合适的用户界面融入当前的对话流中，而用户的主入口即是 ChatGPT。

面向智能体时代，OpenAI 推出的 AgentKit 号称“最简便、快捷”的 Agent 开发工具包。其核心是一套可视化的画布“Agent Builder”，开发者不再需要从零开始编写代码，而是通过拖拽和连接不同的功能节点，比如文件搜索等，来直观

地设计和测试复杂的业务流程。此外，AgentKit 还提供了名为“ChatKit”的可嵌入聊天组件，让开发者能轻松地将具备品牌定制能力的聊天界面集成到自己的应用中。同时，它还有一个 Connector 功能，可以直接把 Agentkit 的 Agent 工具建构和企业内部数据和工具联系到一起。目前 AgentKit 并没有整体在设计逻辑上超越 Dify 类工具很多，但确实更精简易用，AgentKit 的 Evals 板块增加了“数据集构建”、“跟踪评估”和“自动化提示优化”等能力，允许开发者对工作流进行精准定位并修复问题，此外开发者可以通过 RFT 来定制 OpenAI 的推理模型，通过调整工具调用方式等来优化 Agent 效果。

风险提示：技术竞争加剧，算力供给不足，数据隐私合规风险

## 行业事件快评：保险《丰富产品形态提升保障水平，预计头部险企更受益》2025-10-08

刘欣琦（分析师）  
021-38676666  
S0880515050001

李嘉木（分析师）  
021-38676666  
S0880524030003

事件：9月30日，国家金融监管总局引发《关于推动健康保险高质量发展的指导意见》（下称《意见》）。

预计《意见》发布的目的在于引导健康保险高质量发展，提升健康服务保障水平。国务院《关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》中明确要求“提升健康服务保障水平”“支持浮动收益型保险发展”。而近年来健康险发展面临产品形态单一、经营能力不足、与医疗医药协同不够等问题，制约服务保障水平的提升。截至25年8月保险行业累计健康险保费7598亿元，同比仅增长2.4%。《意见》的出台深化健康保险改革，引导提升保险保障能力，推动行业高质量发展，进一步发挥健康保险在国家健康保障体系中的重要作用。

《意见》针对健康保险主要险种明确发展要求，引导保险公司提升产服经营能力。1) 商业医疗险方面，构建全覆盖、多层次的商业医疗保险产品体系，健全长期医疗保险费率调整机制，支持开展个人账户式长期医疗保险业务，规范发展短期医疗保险，平稳有序开展城市商业医疗保险。2) 长护险与失能险方面，积极对接护理需求，全面开展人寿保险责任与护理支付责任转换业务，扩大失能收入损失保险覆盖人群范围。3) 疾病保险方面，及时修订疾病保险的疾病定义，适时更新人身保险业重大疾病经验发生率表，支持监管评级良好的保险公司开展分红型长期健康保险业务，并将加快研究出台浮动收益型健康保险等配套业务细则。4) 产服协同发展方面，促进健康保险与医疗、医药深度融合，支持监管评级良好的健康保险公司，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，试点健康保险与人寿保险组合销售。

健康险发展空间进一步打开，预计经营稳健的头部公司更受益。1) 《意见》丰富健康保险保障内涵，拓宽产品形态和功能，特别是明确支持监管评级良好的保险公司发展浮动收益型健康保险，预计利好全方位满足客户“储蓄+保障”需求，以及改善刚性负债成本。2) 《意见》加强健康保险公司在专业领域先行探索的政策支持力度，促进健康产业协同发展，预计产服经营能力更强的头部险企将率先获得健康险创新发展的试点资格，进一步巩固竞争优势。

投资建议：《意见》引导健康险高质量发展，推动行业回归保障本质，维持行业“增持”。预计利好头部保险公司提升健康险经营能力推动价值稳健增长，

建议增持中国平安/中国太保/新华保险/中国人寿。

风险提示：长端利率下行；权益市场波动；客需不及预期。

## 行业跟踪报告：计算机《Sora 2 与 Sora APP 重磅发布，AI 视频的“GPT-3.5 时刻”》2025-10-07

杨林（分析师）

021-38676666

S0880525040027

杨蒙（分析师）

021-38676666

S0880525040072

钟明翰（研究助理）

021-38676666

S0880124070047

投资建议：9月30日，OpenAI 重磅发布 Sora App 和 Sora2 模型。Sora2 被 OpenAI 官方誉为“视频领域的 GPT-3.5 时刻”，这一组合标志着 AI 技术正式从文本、图像迈向高质量视频生成与社交应用的新阶段。云服务商和数据中心运营商将直接受益于持续增长的算力需求，我们看好国产算力及 AI 应用的长期发展空间，推荐标的：AI 视频图像相关：虹软科技、合合信息、日联科技、金山办公、万兴科技、科大讯飞、福昕软件、海康威视、第四范式、商汤-W，相关标的：三六零、当虹科技。

2025年9月30日，OpenAI 重磅发布 Sora App 和 Sora2 模型。这一组合标志着 AI 技术正式从文本、图像迈向高质量视频生成与社交应用的新阶段。其中，Sora App 率先登陆美区 iOS 平台，以“纯 AI 生成内容”为核心差异点——界面采用抖音式上下滑动交互，却完全剔除真人拍摄内容，仅保留 AI 创作素材，凭借这一独特定位迅速攀升至当地免费应用排行榜第三位，国内市场甚至出现邀请码倒卖现象。OpenAI 将此次发布定义为“视频领域的 GPT-3.5 时刻”，通过 Sora2 技术模型与 Sora App 社交产品的协同，构建起“AI 创作+社交互动”的全新生态，打破了传统短视频平台“消费为主、创作为辅”的内容生产逻辑，为行业带来颠覆性探索。

Sora2 被 OpenAI 官方誉为“视频领域的 GPT-3.5 时刻”。相比以往的 AI 视频生成模型，Sora2 在物理运动、人物表演、一致性等方面取得了巨大的突破。其一，能精准还原物理规律，可逼真模拟奥运会体操、桨板后空翻等复杂运动，避免传统 AI 模型“篮球凭空入筐”等违背现实的错误；其二，具备跨镜头一致性控制能力，支持多镜头切换下的场景连贯呈现，为长视频创作打下基础；其三，拥有多模态协同能力，可同步生成匹配画面的环境音、对话音效，还能实现人物口型与发音的精准对齐，甚至能基于简单提示词补充自然剧情。不过当前版本局限明显：视频长度固定为 10 秒，清晰度仅 360P，不支持参数调节，仅提供横、竖屏两种格式，且复杂场景中易出现面部模糊、中文文字生成错误等问题。

Sora App 围绕“纯 AI 内容+强社交”定位，重塑创作角色的社交平台。Sora App 的核心创新在于通过两大功能，使用户从内容消费者转变为创作主体：“Cameo（客串）”允许用户通过短音视频录制创建数字分身，授权他人植入任意 AI 场景实现“虚拟共演”（OpenAI CEO 奥特曼已成为平台热门客串形象）；“Remix”支持基于现有素材与提示词二次创作，降低创作门槛，推动用户从“消费者”转向“创作主体”。此外 Sora App 采用非成瘾性推荐算法，设置青少年内容限额与家长控制功能，规避传统短视频平台的算法滥用问题，还通过“注册用户生成 4 个邀请码分享”的裂变机制，快速构建社交网络。

风险提示：技术竞争加剧，算力供给不足，数据隐私合规风险

## 行业跟踪报告：汽车《四季度新的成长动能有望持续涌现》

刘一鸣（分析师）

021-38676666

S0880525040050

2025-10-07

投资建议：我们认为具身智能、算力供应链将成为汽车行业四季度的重要成长方向，同时欧盟碳排放政策将继续驱动欧洲新能源车市场持续增长。我们维持行业“增持”评级，推荐德昌电机控股、拓普集团、肇民科技、潍柴动力、中鼎股份、上汽集团，相关公司玉柴国际。

人形机器人零部件等具身智能供应链仍有强催化涌现的潜力。近年，多家汽车零部件公司已经成功转型为人形机器人供应链上的主力公司。我们认为：如果特斯拉等头部人形机器人厂商 2025Q4 推出新一代产品，市场将调升 2026 年人形机器人产业链出货预期；如 2026 年全球人形机器人产量达到 10 万台，预计对应的零部件市场容量将达到合计 100 亿人民币左右；其中核心零部件公司的营收、利润值得重视，推荐德昌电机控股、拓普集团、肇民科技等。

算力供应链部分领域兼有强成长性和供应紧缺性。根据 AMD，Open AI 与 AMD 达成战略合作，将在未来几年中投资建设合计达 6GW 的 AI 算力。汽车工业此前已有多家公司在配套算力的柴发、液冷等领域取得显著进展。我们认为：随着全球算力 Capex 的进一步上调，柴发等紧缺领域的供应链重要性将得到进一步提升；液冷等新能源车热管理零部件企业有优势的领域，相关企业的优势也将得到进一步释放。推荐潍柴动力、中鼎股份，相关公司玉柴国际。

乘用车市场，预计国内表现稳健，欧洲新能源车市场将是全球范围内较强的增长点。根据中国汽车流通协会官方公众号，该机构预测 10 月汽车市场预期呈现“高开平走”格局；尽管部分地区出现国补暂停，但假期集客效应显著、出游购车需求集中释放，叠加经销商年底冲量促销活动，有望支撑全月销量实现温和回升；展望四季度，44.4%的经销商持乐观态度，预判销量将实现 5%至 10%的同比增长。我们认为，在 2025-26 年“稳增长”的统筹要求下，国内乘用车企业 2025Q4 未必会冲量，预计国内乘用车市场将表现较为稳健。欧洲以德国为例，9 月新能源车销量维持高速增长。根据德国联邦运输管理处（KBA）网站，2025 年 9 月德国纯电动车销量约为 4.55 万台，同比+32%，渗透率 19.3%；插电混动车销量约为 2.77 万台，同比+85%，渗透率 11.8%。我们认为：欧盟 2025 年针对新能源汽车的碳减排规定是驱动欧洲新能源车销量重新增长的重要因素；由于该政策的持续时间预计较长，我们认为欧盟新能源车销量将持续成长，看好自主车企、零部件企业中欧洲销量占比的公司，推荐上汽集团。

风险提示：经济增长不及预期，原材料价格大幅上涨。

## 行业双周报：有色金属《钴供给收缩驱动，锂强需求托底》

于嘉懿（分析师）

021-38676666

S0880522080001

2025-10-07

宁紫微（分析师）

周期研判：维持锂钴行业增持评级。锂板块：碳酸锂横盘整理，供需博弈持

021-38676666  
S088052308002  
梁琳 (分析师)  
021-38676666  
S0880525070014

续。1) 无锡盘 2511 合约周度持平至 7.36 万元/吨; 广期所 2511 合约周度跌 1.57% 至 7.28 万元/吨; 2) 锂精矿: 上海有色网锂精矿价格为 858 美元/吨, 环比下降 1 美元/吨。锂盐厂节前备库顺利, 基差报价稳定, 贸易商整体现货库存水平较低, 持货观望心态较浓。增持: 雅化集团、藏格矿业、赣锋锂业。谨慎增持: 天齐锂业、盛新锂能。相关标的: 天华新能、西藏珠峰、川能动力、融捷股份、江特电机、科达制造、西藏矿业。钴板块: 刚果金政策公布推动市场情绪高涨, 钴系产品高价成交兑现。钴业公司多向电新下游制造延伸, 构成钴-镍-前驱体-三元的一体化成本优势, 增强竞争壁垒。增持: 华友钴业。相关标的: 寒锐钴业、洛阳钼业、格林美。

碳酸锂横盘整理, 供需博弈持续。碳酸锂价格横盘整理, 绝对价格中心保持稳定; 市场呈现期现商去库顺畅、锂盐厂捂货惜售的特征, 成交基差有小幅走强迹象; 江西矿区的扰动消息虽未定论, 由于传统“金九银十”旺季效应, 下游采购提前备库, 需求托底价格并驱动去库。据 SMM, 中国碳酸锂周度产量 (2025/9/19-2025/9/25) 环比上升 0.75%、周度库存量环比下降 0.51%。供应端, 西藏矿业扎布耶万吨级碳酸锂项目、盐湖股份 4 万吨锂盐项目相继投产, 2025 年四季度与 2026 年或将为盐湖爬产集中期; 需求侧, 据隆众资讯, 10 月主流锂电池企业动力和储能排产在 9 月的旺季增长上继续环比增加 22%, 海外储能市场的爆发是推动锂电池需求增长的首要因素。我们认为, 锂价短期受益需求高增或仍有走高动力, 但长期仍将受到供给项目释放的压制。根据 SMM 数据, 上周电池级碳酸锂价格为 7.28-7.43 万元/吨, 均价较前周上升 0.07%。电池级氢氧化锂 (粗颗粒) 价格为 7.21-7.52 万元/吨, 均价较前周下降 0.57%。

市场看涨情绪高涨, 原料价格持续走高。钴中间品方面, 当前市场呈有价无市局面, 下游冶炼厂补库需求明确, 询盘积极; 配额原料到港期间仍有 4 个月左右真空期, 多数矿商看涨情绪高涨, 捂货惜售暂停报价, 实际成交寡淡。电钴方面, 市场看涨情绪升温推动期现货价格上扬; 然而下游合金、磁材等领域实际需求仍显清淡, 整体交投活跃度一般。钴盐方面, 冶炼厂多维持低负荷生产, 再生厂现货紧缺, 原生厂成本承压, 低出意愿不高; 需求端三元前驱体企业询盘逐渐增多, 四钴生产商仍有补库意愿, 在成本走高和下游库存消耗的双重推动下, 市场高价成交逐步兑现。根据 SMM 数据, 上周电解钴价格为 33.00-33.70 万元/吨, 均价较前周上升 21.27%。

磷酸铁锂周均价上升, 三元材料周均价上升。根据 SMM 数据, 上周磷酸铁锂价格 3.28-3.45 万元/吨, 均价较前周上升 0.03%。三元材料 622 价格为 11.91-12.40 万元/吨, 均价较前周上升 2.27%。

风险提示: 新能源汽车增速不及预期。

于嘉懿 (分析师)  
021-38676666  
S0880522080001

宁紫微 (分析师)  
021-38676666  
S0880523080002

刘小华 (分析师)  
021-38676666

## 行业双周报: 有色金属【国泰海通】钴锂金属行业周报 1006

2025-10-07

锂市场: 本周 (2025 年 9 月 22 日-2025 年 9 月 30 日) 国内碳酸锂现货市场表现平稳, 价格重心持稳, 波动较小。碳酸锂期货价格延续震荡走势, 下游材料厂国庆备货已基本结束, 市场成交明显转淡。供应方面, 以锂辉石为原料生产的碳酸锂占比已超过 60%, 成为市场供给的重要支撑; 锂云母原料所产碳酸锂占比则下降至 15%。整体来看, 9 月市场呈现供需同步增长、但需求增速更快的态势,

S0880523120003

兰洋（分析师）

021-38676666

S0880525070028

梁琳（分析师）

021-38676666

S0880525070014

当月呈现持续去库状态。

钴市场：本周硫酸钴现货价格快速上涨。供给方面，冶炼厂依旧看涨未来钴价，国庆前暂缓报价并上调意向出货价格，中间品冶炼企业意向价上调到 7.5~8.0 万元/吨附近，MHP 和回收企业意向价上调到 7.0 万元/吨上方。需求方面，部分下游三元和四钴企业担忧后续供应缺口，近期采购意愿有所增强，企业反映难以购到 6.9 万元/吨以下的硫酸钴，且市场在 7.15 万元/吨附近有少量成交。整体上看，原料价格上行和下游备货的双重推动下，硫酸钴偏强态势延续。

镍市场：均价有所上涨。从成本端来看，铜事件影响消退，伦镍价格进一步回落，镍盐生产即期成本走低；从供应端来看，镍盐厂库存水平低，市场散单流通量较少，叠加原材料成本压力，有力支撑镍盐厂报价；从需求端来看，当下处于月底备库节点，部分厂家近期有采购需求，价格接受度有所上浮。正值月末采购节点，硫酸镍供应整体偏紧。

催化剂：上游供给项目开始出清。

风险提示：新能源汽车销量不及预期。

肖群稀（分析师）

021-38676666

S0880522120001

赵玥炜（分析师）

021-38676666

S0880525040040

## 行业跟踪报告：机械行业《气体周均价低位运行；梅塞尔与卡塔尔能源签署高纯氦气长期采购协议》2025-10-07

投资建议。价格端看，液态气周均价环比下降；稀有气体周均价环比持平。负荷率端看，中国工业气体周度开工负荷率环比下跌至 69%；事件端看，梅塞尔与卡塔尔能源签署高纯氦气长期采购协议。推荐标的为杭氧股份、陕鼓动力，相关标的为正帆科技、中船特气、福斯达、中泰股份。

液态气周均价环比略降；稀有气体周均价低位运行。根据卓创资讯工业气体官方微信公众号，截至 2025 年 9 月 30 日，气体周度价格情况如下：1) 液态气：①液氧：均价 408 元/吨，环比跌 4.90%，同比涨 14.3%；②液氮：均价 404 元/吨，环比跌 1.6%，同比跌 2.60%；③液氩：均价 622 元/吨，环比跌 0.48%，同比涨 0.94%。2) 稀有气：①管束高纯氦气：均价 86 元/立方米，环比涨 1.78%，同比跌 14%；②瓶装高纯氦气(40L)：均价 613.57 元/瓶，环比持平，同比跌 6.88%；③氩气：均价 23500 元/立方米，环比跌 2.95%，同比跌 22.95%；④氦气：均价 215 元/立方米，环比跌 7.67%，同比跌 38.57%；⑤氖气：均价 110 元/立方米，环比持平，同比跌 12%。

中国工业气体周度开工负荷率环比下降。根据卓创数据，截至 2025 年 9 月 30 日，中国工业气体周度开工负荷率平均值 69%，环比-1.54pct。

重要事件回顾：梅塞尔与卡塔尔能源公司签署高纯氦气长期采购协议。根据梅塞尔官网，德国时间 9 月 25 日，梅塞尔宣布与卡塔尔能源公司签署一项重要的长期采购协议（SPA），每年供应约 300 万立方米的高纯氦气，该产品来自卡塔尔能源公司位于拉斯拉凡先进设施。

风险提示。宏观经济和市场需求波动风险；稀有气体产能快速释放带来价格下行风险；工业经济复苏不及预期；气体行业供给过剩等风险。

## 行业跟踪报告：房地产《第 40 周成交涨跌互现，市场对后期政策仍有预期》2025-10-07

涂力磊（分析师）

021-38676666

S0880525040101

谢皓宇（分析师）

021-38676666

S0880518010002

谢盐（分析师）

021-38676666

S0880525040098

上周大中城市成交涨跌不一。近期政策面继续保持平静，前期政策的积累效应为新房成交持续活跃打下良好基础，同时新房和二手房之间存在一定的交替关系，市场对今年房地产的后续后期政策仍有一定的预期。维持行业“增持”评级。

上周大中城市新房成交环比继续回升：2025 年第 40 周 30 大中城市新房成交面积为 200 万平，环比前一周 11.8%，同比 2024 年-0.07%。其中一线城市销售面积 61 万平，环比前一周 6.0%，同比 2024 年 3%。二线城市销售面积 98 万平，环比前一周 18.6%，同比 2024 年 10%。三线城市销售面积 42 万平，环比前一周 5.9%，同比 2024 年-21.0%。2025 年 10 月 1 日-2 日 30 城累计成交面积 16 万平，环比 2025 年 9 月同期-58.4%，同比-27%。一线城市累计成交面积 6 万平，环比 2025 年 9 月同期-31%，同比 18%。二线城市累计成交面积 6 万平，环比 2025 年 9 月同期-72%，同比-53.2%。三线城市累计成交面积 4 万平，环比 2025 年 9 月同期-55.6%，同比-11.6%。上周 24 城二手房成交环比回落：24 城 2025 年第 40 周二手房成交量为 156 万平，环比前一周-29.0%，同比 32.5%。其中一线城市二手房成交面积 70.8 万平，环比前一周-17.8%，同比 29.1%。二线城市二手房成交面积 49.5 万平，环比前一周-47.9%，同比 28.2%。三线城市二手房成交面积 35.8 万平，环比前一周-7.4%，同比 47.0%。24 城 2025 年 10 月 1 日-2 日二手房成交面积 7 万平，同比去年 26.97%；一线城市 2 万平，同比去年-51%；二线城市 0.26 万平，同比去年 10.1%；三线城市 4 万平，同比去年 301%。2025 年第 40 周百城土地成交增速回落：上周土地供应面积为 2143 万平，土地成交面积为 2319 万平，供销比 0.92 倍。土地出让金额为 562 亿元。本年度全国 100 大中城市累计土地供应面积 56691 万平，同比-14%，累计同比增速较前一周回落 0.14 个百分点，成交面积 52409 万平，同比-4.9%，累计同比增速较前一周回落 0.09 个百分点，累计土地出让金 15759 亿元，同比 4.96%。上周全国土地溢价率为 2%，环比前一周回升 0.75 个百分点。国庆节期间（2025 年 10 月 1-5 日）30 大中城市新房成交面积为 28.46 万平，同比 2024 年-16.80%。同期 24 城二手房成交面积为 12.64 万平，同比 2024 年 18.82%。

2025 年 8 月 35 城月度库存出清周期环比继续回升：35 城 2025 年 8 月可售面积为 31387 万平，环比上个月 0.64%，同比-4.42%。35 城 2025 年 8 月库存出清周期（按 12 个月月均计算）为 22.09 个月，环比上个月 1.89%，同比去年-4.91%。

上周周报时间段选取的说明：新房、二手房周数据选取时间段为 2025 年 9 月 26 日到 10 月 2 日。土地成交数据来自 Wind 周数据，时间段为 2025 年 9 月 21 日到 9 月 28 日，为 2025 年第 40 周。

风险提示：地产调控和经济下行风险；房企资金面紧张的风险。

陈筱 (分析师)

021-38676666

S0880515040003

孙小雯 (分析师)

021-38676666

S0880525040021

## 行业双周报：传播文化业《Sora2 正式发布并推出同名社交 APP，AI 视频加快 PGC 和 UGC 应用多元创新发展》

2025-10-06

9月27日-10月3日当周仅2个交易日，传媒（申万）指数上涨0.1282%，位居31个行业第24名，弱于创业板指（上涨2.75%）、深证成指（上涨2.40%）、上证中小（上涨2.29%）、沪深300（上涨1.99%）和上证指数（上涨1.43%）。细分板块龙头景气持续，建议布局垂直细分领域业绩有望持续高增的投资机会，推荐标的恺英网络、三七互娱、吉比特、姚记科技、完美世界、中信出版、芒果超媒、巨人网络、上海电影、万达电影、美登科技、神州泰岳、值得买，相关标的宝通科技、盛天网络、冰川网络、电魂网络。

Sora2 正式发布，同时推出同名 IOS 社交应用“Sora”荣登美国 IOS “热门免费应用”榜首。美国时间9月30日，OpenAI 正式发布最新视频生成模型 Sora 2。Sora2 在视频真实性、音频同步和精细控制上实现重大突破，支持10秒的沉浸式内容生成。Sora 2 Pro 生成时长提升到15秒，同时画面分辨率更高，质感更接近电影。Sora 2: 1) 新增音频生成能力；2) 能够完成对于先前视频生成模型来说异常困难、甚至在某些情况下完全不可能做到的事情。3) 在可控性方面也迎来巨大提升，能够遵循跨越多个镜头的复杂指令，同时准确地保持世界状态的一致；能够创建复杂的背景音景、语音和音效，并具有高度的真实感；还可以直接将现实世界的元素注入 Sora 2。OpenAI 同时推出由 Sora 2 驱动的 Sora App，打造 AI 驱动的短视频社区，通过创新“客串”功能将用户肖像无缝融入生成场景，重新定义社交互动与内容创作。

AI 视频带动 PGC 和 UGC 应用多元创新。1) IP 价值重塑，PGC 内容产能释放，短剧+互动剧等内容创新。OpenAI CEO 迅速发布对 Sora2 的两项更改，一方面 Sora 将提供更具体的控制选项，让角色版权方，自主决定，是否允许、以及如何允许用户使用他们的角色进行二次创作。此外在提供控制权的基础上，Sora 将探索收费模式。未来的 Sora 可能会形成一个“创作者+IP 方+平台”的分账生态。2) UGC 内容创新，娱乐社交、电商营销、教育等广泛场景应用。Sora App 已成功登顶苹果美国“热门免费应用”榜单。AI 短视频还能在社交、电商营销、教育等场景实现广泛应用。可根据提示词，使用 AI 视频模型，在创意视频、品牌广告等领域具备应用价值。

电影票房方面：2025 年国庆长假 10 月 1 日-5 日全国电影净票房 11.91 亿元，同比下滑 23%，其中平均票价 33.2 元，同比下滑 9.3%，观影人次 0.36 亿人，同比下滑 15.1%。

风险提示：消费者娱乐内容偏好变化，AI 应用发展进度不及预期。

## 行业月报：机械行业《9 月液氧/氮均价同比上涨；杭氧布局

肖群稀 (分析师)

021-38676666  
S0880522120001

赵玥炜（分析师）

021-38676666  
S0880525040040

## 可控核聚变、参与新疆能源化工建设》2025-10-06

**投资建议。**价格端看，9月液氧、液氮均价同比上涨；液氩均价同比略跌；稀有气均价低位运行；产能利用率看，9月中国工业气体开工负荷率整体呈现上行态势；事件端看，金宏气体加速海外拓展；杭氧布局可控核聚变领域、深度参与新疆能源化工建设。推荐标的为杭氧股份、陕鼓动力，相关标的为正帆科技、中船特气、福斯达、中泰股份。

**价格跟踪：**9月液氧、液氮均价同比上涨；液氩均价同比略跌；稀有气均价低位运行。根据卓创资讯工业气体官方微信公众号，截至9月28日，9月气体均价情况如下：1) 液态气：①液氧：月均价466元/吨，环比涨5%，同比涨26.6%；②液氮：月均价441元/吨，环比跌3%，同比涨4%；③液氩：月均价为613元/吨，环比涨2.85%，同比跌1.61%；2) 稀有气：①氦气：批量40L瓶装高纯氦气月均价613.57元/瓶，环比持平，同比跌60.36元/瓶；②氖气：月均价2.43万元/立方米，环比跌0.02万元/立方米，同比跌0.71万元/立方米；③氩气：月均价235.54元/立方米，环比跌4.46元/立方米，同比跌114.46元/立方米；④氪气：月均价110元/立方米，环比持平，同比跌15元/立方米。

**中国工业气体开工负荷率与氦气进口情况跟踪。**根据卓创数据，1) 中国工业气体开工负荷率：9月数据整体呈现上行态势，从9月3日的67.56%上涨至9月30日的69.00%；2) 氦气进口情况：8月氦气合计进口量41.87万公斤，合计金额3661.80万美元，按照进口量口径，卡塔尔/欧洲某国家/美国/其他分别占比59.96%/37.23%/2.61%/0.20%。

**核心气体公司重要事件跟踪。**金宏气体加速海外拓展；杭氧布局可控核聚变领域、深度参与新疆能源化工建设。根据金宏气体、杭氧集团官方微信公众号，1) 金宏气体：公司成功签约西班牙项目，将为西班牙某新能源材料项目提供全方位工业气体供应服务及技术支持；2) 杭氧集团：①公司布局可控核聚变在内的战略新兴产业，能够为聚变堆的建设提供低温设备，如制冷机、膨胀机、换热器、低温阀、储罐等。②公司深度参与新疆维吾尔自治区的能源化工建设，相继与新疆东明塑胶有限公司、新疆准能化工有限公司、新疆昊源化工有限公司等签订多套空分设备供货合同，1~9月新疆区域空分订单制氧量破百万方。

**风险提示：**宏观经济和市场需求波动风险；稀有气体产能快速释放带来价格下行风险；工业经济复苏不及预期；气体行业供给过剩等风险。

舒迪（分析师）

021-38676666  
S0880521070002

肖隽翀（分析师）

021-38676666  
S0880525040064

## 行业跟踪报告：半导体《AI发展，热管理的核心瓶颈向芯片聚焦》2025-10-06

**投资观点。**在面对人工智能和更新芯片设计不断增长的需求，当前的冷却技术将在短短几年内限制产业的不断发展。近日，微软宣布已成功开发出一种芯片内的微流体（Microfluidic）冷却系统，可以对模拟团队会议核心服务的服务器进行有效冷却，散热效果比冷板好3倍。这个技术方案是将微小的通道直接蚀刻在硅片的背面，形成凹槽，冷却液直接流到芯片上，实现更有效的散热。我们认为AI智算中心的热管理系统的核心瓶颈正不断聚焦于芯片层面，建议关注TIM1、TIM1.5、TIM2等导热界面材料的需求增长，以及芯片内微流体技术的不断演进，

推荐标的德邦科技。

AI 发展，热管理对完整散热系统的要求越来越高。伴随 AI 大模型、AI 应用的不断发展，其算力底座数据中心面临全新挑战以满足智算发展需求，数据中心架构正加速向高密度、智能化和可持续方向演进。根据 TrendForce 表示，AI 服务器采用的 GPU 和 ASIC 芯片功耗大幅提升，以 NVIDIA GB200/GB300 NVL72 系统为例，单机柜设计功耗（TDP）高达 130kW-140kW。根据行业经验，在电子系统中大概有 55% 的失效主要由热问题导致，而数据中心电子系统的热管理目标即是在指定负载和条件下将组件温度保持在安全运行范围内，包括机房、服务器机柜、主板、芯片、电源组件等完整的散热系统，应考虑功耗、功率密度及其空间分布等多种因素。

算力芯片的功耗持续攀升，散热材料的挑战越来越大。以英伟达的芯片为例，其 2023 年发布的 4nm 制程节点 H20 芯片的 TDP 为 400W，而 B300 芯片的 TDP 则高达 1400W。且未来随着 AI 对算力需求的持续攀升，功率还将进一步提升，预计到了 2027 年 AI 芯片的功耗将突破 2KW，高功率芯片带来的尺寸增长，将使得芯片翘曲问题日益严峻甚至可达 0.3mm，外部散热系统与相关材料工程正加速迭代，以更高的导热效能应对算力热度挑战。

TIM 导热界面材料亟需更高性能的解决方案。芯片的散热主要包括外部系统散热技术和导热界面材料两方面，外部系统散热技术主要是液冷技术代替风冷成为数据中心制冷系统的主流，而导热界面材料则从传统硅脂等向各类高性能导热界面材料发展。导热界面材料主要是将热量从芯片端先释放至均热板或热沉，再靠浸没液等达到散热效果，主要包括 TIM1、TIM1.5、TIM2 等。其中，TIM1 连接芯片与均热板，通常要求导热系数达到 15W/mK 以上，基材一般采用硅胶、环氧树脂等高分子材料，导热填料有氮化硼、氮化铝、石墨烯等，主要包括相变材料、铜片等；TIM 1.5 位于裸芯片和散热器之间的界面材料，主要包括导热硅脂、导热凝胶等；TIM2 位于均热板与散热器之间，基材可以是高分子材料、液态金属等。

风险提示：技术研发进度缓慢无法满足核心客户的需求、核心人才流失的风险、估值处于较高水平的风险等。

## 行业专题研究：传播文化业《Sora2 正式发布，加快推动 AI 视频发展》2025-10-06

陈筱（分析师）  
021-38676666  
S0880515040003

孙小雯（分析师）  
021-38676666  
S0880525040021

美国时间 9 月 30 日，OpenAI 正式发布最新视频生成模型 Sora 2 和推出由 Sora 2 驱动的 Sora App。Sora2 在视频真实性、音频同步和精细控制上实现重大突破，支持 10 秒的沉浸式内容生成。Sora 2 Pro 生成时长提升到 15 秒，同时画面分辨率更高，质感更接近电影。OpenAI 同时推出 Sora App，打造 AI 驱动的短视频社区，通过创新“Cameo”功能将用户肖像无缝融入生成场景，重新定义社交互动与内容创作。目前应用采用邀请制，优先在美加开放。借助这款新应用，OpenAI 也在向打造社交媒体产品迈出最大一步，OpenAI 强调，Sora 的定位是共创平台而非内容消费平台。

多模态视频生成逐步走向全局生成，可应用于视频制作各环节，对内容制作整体呈现有效的降本增效，尤其在动画内容方面。与检索生成和局部生成不同，

多模态视频生成，主要通过文字、图片、视频作为提示词来进行凭空生成，不依赖外部素材，核心在于大模型的能力，完成全局生成，可赋能传统视频制作 workflow。国内外多模态大模型持续更新迭代，视频生成模型整体在稳定性、可控性、丰富度、生成时长方面持续提升。

AI 视频带动 PGC 和 UGC 应用多元创新。1) IP 价值重塑，PGC 内容产能释放，短剧+互动剧等内容创新。OpenAI CEO 迅速发布对 Sora2 的两项更改，一方面 Sora 将提供更具体的控制选项，让角色版权方，自主决定，是否允许、以及如何允许用户使用他们的角色进行二次创作。此外在提供控制权的基础上，Sora 将探索收费模式。未来的 Sora 可能会形成一个“创作者 + IP 方 + 平台”的分账生态。2) UGC 内容创新，娱乐社交、电商营销、教育等广泛场景应用。Sora App 已成功登顶苹果美国“热门免费应用”榜单。AI 短视频还能在社交、电商营销、教育等场景实现广泛应用。可根据提示词，使用 AI 视频模型，在创意视频、品牌广告等领域具备应用价值。

投资建议。我们认为主要涉及以下四类公司：1) 平台和模型公司：推荐美图公司。2) IP 资源公司：推荐上海电影，关注中文在线、掌阅科技、中信出版、果麦文化、新经典。3) 内容多元创新公司：推荐慈文传媒、光线传媒、博纳影业、华策影视、百纳千成；关注欢瑞世纪、捷成股份。4) 其他多元应用公司：电商营销类推荐易点天下、浙文互联、值得买；教育类推荐南方传媒，关注豆神教育。

风险提示。视频生成 IP 版权使用、确权，视频模型迭代发展速度不及预期。

## 行业跟踪报告：电子元器件《DeepSeek-V3.2-Exp 发布，国产算力需求加速增长》2025-10-04

舒迪（分析师）

021-38676666

S0880521070002

段笑南（研究助理）

021-38676666

S0880124070028

投资建议。根据 DeepSeek 公众号，其于 2025 年 9 月 29 日正式发布 DeepSeek-V3.2-Exp 模型。该模型引入 DSA 机制，在保持性能基本不变的前提下大幅降低 API 成本。我们认为或将加速国产 AI 应用渗透，加快国产算力需求增长。推荐标的：寒武纪-U、海光信息、中芯国际、兆易创新、盛科通信-U，相关标的：芯原股份。

DeepSeek-V3.2-Exp 引入 DSA 机制，API 费用大幅下调。根据 DeepSeek 公众号，其于 2025 年 9 月 29 日正式发布 DeepSeek-V3.2-Exp 模型。该模型在 V3.1-Terminus 的基础上引入 DeepSeek Sparse Attention，针对长文本的训练和推理效率进行优化与验证。其（1）DeepSeek Sparse Attention 首次实现细粒度稀疏注意力机制，在几乎不影响模型输出效果前提下实现长文本训练和推理效率大幅提高。并且在各领域公开评测集中，DeepSeek-V3.2-Exp 的表现与 V3.1-Terminus 基本持平；（2）新模型服务成本大幅降低，API 价格亦大幅下调。输入（缓存命中）价格由 0.5 元/百万 tokens 降至 0.2 元/百万 tokens，输出价格由 12 元/百万 tokens 降至 3 元/百万 tokens。我们认为，DeepSeek 通过引入 DSA 机制，在保持性能基本不变的前提下大幅降低 API 成本，将有效加速国产 AI 应用渗透，加快算力需求增长。

国产算力芯片实现 Day 0 适配，软硬一体加速国产替代。根据寒武纪公众号，其已同步实现对 DeepSeek-V3.2-Exp 的适配，并开源大模型推理引擎 vLLM-MLU

源代码。针对本次新模型架构，寒武纪通过 Triton 算子开发实现快速适配，利用 BangC 融合算子开发实现极致性能优化，并基于计算与通信的并行策略，达成业界领先的计算效率水平。根据华为计算公众号，昇腾在 DeepSeek-V3.2-Exp 一发布开源即实现 DeepSeek-V3.2-Exp BF16 模型部署，并在 CANN 平台上完成对应的优化适配。针对稀疏 DSA 结构，叠加实现长序列亲和的 CP 并行策略，兼顾时延和吞吐，在 128K 长序列下能够保持 TTFT 低于 2 秒、TPOT 低于 30 毫秒的推理生成速度。我们认为寒武纪与昇腾针对 DeepSeek-V3.2-Exp 的 Day 0 适配，表明国产算力芯片在性能及软件生态建设方面加速完善，未来或可应用至国产训练场景中。

催化剂。基于国产算力芯片的一流 AI 大模型发布；国产高性能 AI 应用发布。

风险提示。先进制程产能扩产进度不及预期。

## 行业月报：房地产《TOP100 房企 2025 年 9 月销售数据点评》

2025-10-02

涂力磊（分析师）

021-38676666

S0880525040101

谢皓宇（分析师）

021-38676666

S0880518010002

曾佳敏（分析师）

021-38676666

S0880525040125

维持“增持”评级。考虑 4Q 进入高基数期，我们认为维稳要求及四中背景下，政策逻辑依旧明显。建议关注城市更新和收储等政策落地情况。推荐：1) 开发类：A 股-万科 A、保利发展、招商蛇口、城建发展、滨江集团、金地集团；H 股-中国海外发展、建发国际集团；2) 商住类：华润置地、龙湖集团；3) 物业类：万物云、华润万象生活、中海物业、保利物业、招商积余、新大正；4) 文旅类-华侨城 A。

2025 年 9 月百强房企单月销售同环比双增。根据克尔瑞公布的 2025 年 9 月销售业绩排行榜数据，前 100 强房企操盘口径销售金额达到 23236.6 亿元，较 24 年同期-11.8%，降幅较 25 年 8 月收窄 1.3 个百分点；权益金额达到 18181.4 亿元，较 24 年同期-12.8%，降幅较 25 年 8 月收窄 1.6 个百分点，权益比 78%。2025 年 9 月前 50 强房企操盘口径销售金额达到 20115.80 亿元，较 24 年同期-11.6%，降幅较 25 年 8 月收窄 0.74 个百分点；权益金额达到 15402.1 亿元，较 24 年同期 -12.6%，降幅较 25 年 8 月收窄 1.0 个百分点，权益比 77%。

从 2025 年 9 月单月情况来看，TOP100 房企实现操盘口径销售金额 2528.0 亿元，环比+22.2%，同比+0.4%。2025 年 9 月 TOP100 房企实现权益销售金额为 1984.4 亿元，环比+28.7%，同比+3.2%。

对比 24 年和 25 年 9 月操盘口径销售门槛来看，TOP1-10 房企的销售操盘金额门槛同比-2.3%，从 640 亿元下降至 625 亿元，门槛降幅相对最小；TOP51-100 门槛降幅相对最大，从 50 亿元下降至 40 亿元，同比-19.4%。

2025 年 9 月近 4 成百强房企单月销售同比正增长。从 2025 年 9 月单月操盘销售金额情况来看，单月最高绿城中国为 222 亿元，其次中国海外发展为 192 亿元，招商蛇口、华润置地和保利发展当月销售在 152-189 亿元，万科 A、中国金茂和建发国际集团在 86-102 亿元。从 2025 年 9 月单月操盘金额增速来看，前 50 强房企中有 18 家实现同比正增长。其中，同比增速最高邦泰集团为 425.4%，其次深业集团为 143.3%。跌幅榜中，伟星房产、越秀地产等跌幅超过-50%。

从 2025 年 1-9 月累计操盘金额相比 24 年同期值来看，前 50 强房企中 15 家实现正增长。其中，伟星房产等超过-50%的同比负增长。

风险提示。销售不畅，行业总量下行风险。

## 行业跟踪报告：钢铁《钢铁行业周报数据库 20250930》

2025-09-30

李鹏飞（分析师）

021-38676666

S0880519080003

刘彦奇（分析师）

021-38676666

S0880525040007

魏雨迪（分析师）

021-38676666

S0880520010002

王宏玉（分析师）

021-38676666

S0880523060005

上周钢价环比上升。上周上海螺纹钢现货价格环比降 40 元/吨至 3240 元/吨，降幅 1.22%；期货价格环比降 58 元/吨至 3114 元/吨，降幅 1.83%。上周热轧卷板现货价格环比降 70 元/吨至 3390 元/吨，降幅 2.02%；期货价格环比降 61 元/吨至 3313 元/吨，降幅 1.81%。上周上海中板价格为 3510 元/吨，环比持平；上周冷卷价格环比升 10 元/吨至 4060 元/吨，涨幅 0.25%；上周线材价格环比降 10 元/吨至 3600 元/吨，降幅 0.28%。目前处于传统旺季阶段，叠加节前下游补库需求增加，钢铁需求边际回升，总库存由升转降。展望来看，我们认为从供需两方面来看，需求有望逐步触底，继续下降的动力不强；供给端来看，即便不考虑供给政策，目前行业亏损时间已经较长，供给的市场化出清已开始出现，我们预期钢铁基本面有望逐步修复；而若供给政策落地，行业供给的收缩速度更快，行业上行的进展将更快展开。

全国 247 家钢厂高炉开工率上升。根据 Wind 数据，上周全国电炉开工率 60.26%，环比上周降 1.28 个百分点；上周电炉产能利用率为 52.03%，环比上周降 0.89 个百分点。根据 Mysteel 数据，上周全国 247 家钢厂高炉开工率 84.45%，较上一周升 0.47 个百分点；全国 247 家钢厂高炉产能利用率为 90.86%，较上一周升 0.51 个百分点。上周 247 家钢企盈利率为 58.01%，较上一周降 0.86 个百分点。

上周铁矿石现货价格环比下降，期货价格环比下降；焦炭现货价格环比持平，期货价格环比上升。上周日照港 PB 粉（铁含量 61.5%）下降 1 元/吨至 793 元/吨，降幅 0.13%；铁矿石主力期货价格下降 17.5 元/吨至 790 元/吨，降幅 2.17%。焦炭方面，焦炭现货价格为 1560 元/吨，环比持平；焦炭期货价格下降 46 元/吨至 1692.5 元/吨，降幅 2.65%。焦煤现货价格上升 100 元/吨至 1500 元/吨，涨幅 7.14%；焦煤期货价格下降 35.5 元/吨至 1196.5 元/吨，跌幅 2.88%。

上周测算螺纹钢生产利润上升，测算热卷生产利润上升。测算螺纹钢的平均吨毛利为 216.2 元/吨，较上一周升 50.4 元/吨，热卷模拟平均吨毛利 172.2 元/吨，较上一周升 18.4 元/吨。测算螺纹钢模拟成本滞后一个月的平均生产利润升 13.9 元/吨至 228.3 元/吨，热卷模拟成本滞后一个月的平均生产利润降 18.1 元/吨至 184.3 元/吨。

维持“增持”评级。长期来看，产业集中度提升、促进高质量发展是未来钢铁行业发展的必然趋势，具有产品结构与成本优势的钢企将充分受益；在环保加严、超低排放改造与碳中和背景下，龙头公司竞争优势与盈利能力将更加凸显。重点推荐：1) 技术与产品结构领先的宝钢股份，产品结构持续升级的华菱钢铁、首钢股份，低成本与弹性钢企方大特钢、新钢股份；2) 低估值高股息具备竞争优势的特钢龙头中信特钢、甬金股份；高壁垒材料公司久立特材、翔楼新材、铂科新材；高温合金龙头图南股份、抚顺特钢；3) 需求复苏趋势下，看好具有长期格局优势的上游资源品，推荐河钢资源、大中矿业、安宁股份、鄂尔多斯、永兴

材料、包钢股份。

风险提示：供给端收缩不及预期，需求大幅下降。

## 行业跟踪报告：钢铁《需求边际上升，库存由升转降》

2025-09-30

李鹏飞（分析师）

021-38676666

S0880519080003

刘彦奇（分析师）

021-38676666

S0880525040007

魏雨迪（分析师）

021-38676666

S0880520010002

王宏玉（分析师）

021-38676666

S0880523060005

需求环比上升，库存环比下降。上周（本报告中的上周均指2025年9月22日至9月26日当周）五大品种钢材表观消费量874.06万吨，环比升23.73万吨；其中建材表观消费量304.45万吨，环比升9.98万吨；板材表观消费量569.61万吨，环比升13.75万吨。五大品种钢材产量864.93万吨，环比升9.47万吨；总库存1510.61万吨，环比降9.13万吨，维持低位水平。上周247家钢厂高炉开工率84.45%，环比升0.47个百分点；高炉产能利用率90.86%，环比升0.51个百分点；电炉开工率60.26%，环比降1.28个百分点；电炉产能利用率52.03%，环比降0.89个百分点。目前处于传统旺季阶段，叠加节前下游补库需求增加，钢铁需求边际回升，总库存由升转降。

盈利率环比下降。上周45港进口铁矿库存14000.28万吨，环比升199.2万吨。上周螺纹模拟平均吨毛利216.2元/吨，环比降18.1元/吨，热卷模拟平均吨毛利172.2元/吨，环比升18.4元/吨；247家钢企盈利率58.01%，环比降0.86%。展望来看，我们预期铁矿加速增产且需求难有较大提升，铁矿或逐步进入宽松周期，铁矿价格向上弹性有限，钢铁成本掣肘因素有望逐渐改善，行业盈利中枢有望逐步修复。

需求有望企稳，供给维持收缩预期。地产持续下行，导致地产端需求占比下降，我们预期地产对钢铁需求的负向拖拽将减弱；基建、制造业端用钢需求有望平稳增长。出口方面，1-8月钢材出口量仍维持同比增长。总体来看，我们预期钢铁需求有望逐步企稳。供给端来看，行业自2022Q3开始亏损，目前仍有近40%钢企亏损，供给市场化出清已开始出现。政策层面来看，近日发布的《钢铁行业稳增长工作方案（2025-2026年）》提出“继续实施产量压减政策，按照支持先进企业发展、倒逼落后低效产能退出的原则落实年度产量调控任务，促进供需动态平衡”。我们维持供给端收缩的预期，钢铁行业基本面有望逐步修复。

维持“增持”评级。长期来看，产业集中度提升、促进高质量发展是未来钢铁行业发展的必然趋势，具有产品结构与成本优势的钢企将充分受益；在环保加严、超低排放改造与碳中和背景下，龙头公司竞争优势与盈利能力将更加凸显。重点推荐：1) 技术与产品结构领先的宝钢股份，产品结构持续升级的华菱钢铁、首钢股份，低成本与弹性钢企方大特钢、新钢股份；2) 低估值高股息具备竞争优势的特钢龙头中信特钢、甬金股份；高壁垒材料公司久立特材、翔楼新材、铂科新材；高温合金龙头图南股份、抚顺特钢；3) 需求复苏趋势下，看好具有长期格局优势的上游资源品，推荐河钢资源、大中矿业、安宁股份、鄂尔多斯、永兴材料、包钢股份。

风险提示：供给端收缩不及预期，需求大幅下降。

本次评级：增持

目标价：12.54 元

现价：10.40 元

总市值：12560 百万

刘威（分析师）

021-38676666

S0880525040100

## 公司首次覆盖：云图控股（002539）《复合肥稳步增长，合成氨和磷矿石项目值得期待》2025-10-08

投资建议：给予“增持”评级。给予公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.76、0.94、1.18 元，结合同行业可比公司估值，考虑到公司的合成氨和磷矿石项目在建设中给予一定估值溢价，我们给予公司 2025 年 16.5 倍 PE，对应目标价为 12.54 元，首次覆盖给予增持评级。

磷复肥产能布局位居行业前列。截至 2025 年 3 月，公司拥有复合肥年产能 745 万吨，产品线覆盖水溶肥、液体肥、增效肥、缓释肥、高塔尿基、高塔硝基、喷浆硫基、喷浆硝硫基、高浓度氯基、高浓度硫基、中低浓度复合肥、有机-无机复混肥、生物菌肥等全线产品，满足不同土壤、不同作物以及不同生长期的营养需求；公司拥有磷酸一铵年产能 43 万吨，生产基地分布在湖北荆州和湖北宜城，可生产肥料级磷酸一铵、工业级磷酸一铵、水溶性磷酸一铵及粉产品，产品充分满足自用后外销。

雷波阿居洛呷磷矿项目有序建设中。雷波阿居洛呷磷矿在建 290 万吨/年采选工程项目，公司正聚焦资源重点推进，目前井巷及配套设施建设有序进行中；牛牛寨东段磷矿在建 400 万吨/年采矿工程项目，目前正在优化采选方案设计；牛牛寨西段磷矿正积极推进“探转采”相关手续。

湖北应城全面升级合成氨装置。公司已在湖北应城建有完整的“盐—碱—肥”氮肥产业链，布局合成氨、氯化铵、硝酸铵等氮肥原料。公司引入先进技术，全面升级改造合成氨装置，正在加快推进 70 万吨合成氨项目及配套的 60 万吨水溶性复合肥、40 万吨缓控释复合肥、150 万吨精制盐等产线建设，目前项目进展顺利，设备安装进入关键阶段。

风险提示。市场竞争风险、原材料价格波动风险。

本次评级：增持

目标价：2.32 元

现价：1.80 元

总市值：10429 百万

刘佳昆（分析师）

021-38676666

S0880524040004

王文杰（分析师）

021-38676666

S0880525040070

## 公司公告点评：山鹰国际（600567）《引入长期投资者，抗风险能力提升》2025-10-08

调整盈利预测，维持“增持”评级。预计随着箱板瓦楞纸行业供需格局改善，公司盈利有望回升，我们调整公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司 EPS 为 0.03/0.07/0.10 元。考虑到箱板纸及瓦楞纸行业处于供需过剩的周期底部，我们预计供需格局及行业盈利有望逐步改善，当前周期底部修复中采用 PB 估值，参考行业估值水平，考虑公司财务风险有望降低，经营质量持续提升，给予公司 2025 年 0.8XPB，上调目标价至 2.32 元，维持“增持”评级。

设立合伙企业引入长期投资者。公司拟按照 24 年底 1 倍 PB 估值将广东山鹰 100% 股权、祥恒创意 36.56% 股权作价 29.77 亿元设立合伙企业胜鹰企管，并以转

让部分合伙份额的形式引入长期投资者东方资产、财信人寿、信达资本和淄博恒铁，转让金额合计不超过人民币 7.475 亿元。

进展更新，签署合伙协议。根据 2025 年 9 月 26 日公司《关于设立合伙企业引入长期投资者的进展公告》，公司与天津信鲁财（有限合伙人，财信人寿、信达资本、淄博恒铁指定受让方）、杭州光曜（有限合伙人，东方资产指定受让方）、鑫盛利保（普通合伙人，信达资本相关方）、光慧京宸（普通合伙人，东方资产相关方）共同签署了《芜湖胜鹰企业管理咨询合伙企业（有限合伙）合伙协议》。合伙企业重大事项由投资决策委员会审议，投资决策委员会共 5 席，天津信鲁财和杭州光曜各提名 1 席，山鹰国际提名 3 席，投资决策委员会成员一人一票行使表决权，决策须经所有委员全票通过。

以造纸和包装板块优质资产股权出资。广东山鹰为造纸业务重要资产，24 年收入 30.19 亿元，净利润 0.25 亿元，24 年底净资产 21.77 亿元，祥恒创意为包装业务核心资产，24 年收入 71.73 亿元，净利润 0.82 亿元，24 年底净资产为 21.88 亿元。

财务风险有望降低，可持续发展能力提升。我们认为本次引入投资人背景包括地方国资和央企，有利于提升公司可持续发展能力，所得交易款项有助于公司对新质生产力的研发投入和存量生产线的技改升级，进一步增强核心竞争力，降低财务风险。

风险提示。原材料成本大幅波动，下游需求不振。

本次评级：增持

目标价：0.00 元

现价：0.00 元

总市值：0 百万

訾猛（分析师）

021-38676666

S0880513120002

颜慧菁（分析师）

021-38676666

S0880525040022

程碧升（分析师）

021-38676666

S0880525040031

## 海外报告：十月稻田（9676）《健康化的细分龙头，持续成长》

2025-10-08

投资建议：给予“增持”评级。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为

0.57/0.71/0.86 元人民币，我们认为公司的产品符合健康化趋势，公司综合竞争较强，未来有望保持较快增长，给予公司 2025 年 25xPE，对应目标价 15.49 港元（按 1HKD=0.92CNY）。

行业增长缓慢但升级趋势明显，看好公司提份额的能力。国内人口数变化不大背景下，大米等厨房食品的总需求相对平稳，但作为客单价偏低的刚需品类，结构升级一直在进行中，包装化率在逐渐提升。同时当下格局非常分散，预包装大米的 CR5 仅为 14%，十月稻田在优质大米、东北大米的市占率均为第一。我们看好公司未来持续提份额的能力，基于公司已经建立了较强的综合优势：大单品优势明显且在积极扩品类，拥有行业领先的全渠道履约能力，在初级农产品上已经建立了难得的品牌力。这些优势我们认为是要靠多年的行业深耕才能积累起来，竞对难以短期追上。

大米稳健增长，玉米打开第二成长曲线。近几年公司经营业绩保持较快增长，2024 年公司收入、调整后归母净利润分别为 57.45 亿元、3.49 亿元，对应 2020-2024 年 CAGR 分别为 25.35%、12.1%。分产品看，2024 年大米/杂粮&豆类&其他/干散货&其他的收入为 40.14/4.7/4.46 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 21%/6%/50%。另外 2024 年玉米爆发式增长至 8.15 亿元，打开公司第二成长曲线，2025H1 玉米

收入同比-15.78%，主要系短期营销调整，导致部分平台收入下降。我们认为公司玉米未来的空间依然较大，品类上可以朝风味玉米、玉米浆包、玉米粒等深加工延伸，渠道上可以复用公司全渠道优势。

早期抓住线上红利，当下线上、线下齐头并进。2024年公司线上/线下收入为35.99/21.47亿元，2020-2024年的CAGR为18.11%/45.61%，线下占比持续提升。公司渠道调整能力较强，早期能顺势而为抓住线上红利，近些年线下又开始明显发力，形成了当下较强的线上+线下全渠道履约能力，且仍有较多空白市场、空白渠道尚待布局，预计未来线上、线下均有望保持较快成长。

风险提示。需求疲软、市场拓展不顺、原材料波动等。

## 公司公告点评：奥瑞金（002701）《投建及收购海外产线，长期盈利抬升》2025-10-08

本次评级：增持

目标价：6.76元

现价：5.41元

总市值：13848百万

刘佳昆（分析师）

021-38676666

S0880524040004

王文杰（分析师）

021-38676666

S0880525040070

调整盈利预测，维持“增持”评级。预计随着产能结构优化，利润有望改善，我们调整公司盈利预测，预计2025-2027年公司EPS为0.52/0.50/0.58元。参考行业估值水平，给予公司2025年13XPE，调整目标价至6.76元，维持“增持”评级。

公司拟投资10.88亿元在泰国、哈萨克斯坦建设两片罐产线，建成投产后预计新增16亿罐产能。泰国项目预计投资4.42亿元建设一条7亿罐年产能产线，建设期12个月，预计2026年9月投产，哈萨克斯坦项目预计投资6.47亿元建设一条9亿罐年产能产线，建设期18个月，预计2027年一季度投产。本次海外投资项目计划将国内部分生产设备搬迁投入。

进军海外提升市场覆盖面。新产线达产后将优先满足当地啤酒、能量饮料及碳酸饮料等领域潜在客户的配套需求，并逐步拓展客户群体和市场区域，将与境内现有业务产能布局和供应链实现协同联动，有效提升海外供给能力与市场覆盖广度。

收购海外公司股权进展更新。根据公司《关于收购海外公司股权的自愿性信息披露公告》，收购Ball United Arab Can Manufacturing Company LLC（现已更名为ORG UAC Company）已满足包括沙特反垄断审批在内的全部先决条件，公司支付首期交易对价1.06亿美元，持有标的公司65.5%股权并并表，标的公司2024年营业收入、净利润分别为4.02亿、2499万沙特里亚尔，折合约7.63亿元、4741万元（按1人民币=0.527沙特里亚尔折算）。

并购整合驱动效率提升，利润有望逐步修复。我们认为短期来看公司并购以后推进整合，采购、生产、销售等多方面协同效应逐步显现，生产成本、期间费用有望优化。长期来看国内产能减少，产能利用率将提升，随着价格回升，两片罐盈利有望修复，同时公司进军利润率更高的海外市场，有望形成新的利润增长点。

风险提示。原材料成本大幅波动，下游需求不振。

本次评级: 增持

目标价: 0.00 元

现价: 0.00 元

总市值: 0 百万

岳鑫 (分析师)

021-38676666

S0880514030006

陈亦凡 (研究助理)

021-38676666

S0880124070025

## 海外报告: 中国国航 (0753)《保持深航控股, 盈利上行可期》

2025-10-01

维持增持。2025Q2 公司在深航率先扭亏, 若公商需求恢复可持续, 未来两年盈利中枢上行可期。考虑短期需求波动影响, 下调 2025-26 年归母净利润预测至 10/60 亿元, 新增 2027 年预测 151 亿元人民币, 对应 2025-27 年 EPS 0.06/0.35/0.86 元人民币。给予 2027 年 10 倍 PE, 对应目标价 9.45 港元 (1 港元=0.91 人民币)。

2025Q2 淡季实现扭亏, 预计全年扭亏为盈。1) 上半年: 公司归母净亏损 18 亿元, 同比减亏近 10 亿元。其中, Q2 受益于公商需求同比恢复增长, 我们估算公司座收同比转正, 淡季实现燃油成本缩减大比例留存, 公司实现扭亏录得盈利 2.38 亿元, 同比大幅减亏 13.5 亿元, 符合我们业绩前瞻。2) Q3: 暑运公商需求意外走弱致票价同比下降, 考虑油价下降与票价下降应可对冲, 且 9 月公商需求滞后释放而票价转正, 我们预计 Q3 仍将实现大额盈利。值得注意的是, 初步展现了盈利韧性与未来潜力。3) Q4: 十一假期出游需求旺盛, 且新航季将继续严控时刻增长, 且反内卷或助力淡季低价管控, 我们预计 Q4 有望继续同比大幅减亏, 2025 年全年将扭亏为盈。

深航拟股权融资 160 亿元, 公司将继续保持控股地位。深圳航空 (公司控股 51%) 拟分两期股权融资 160 亿元, 其中, 公司按持股比例增资不超过 81.6 亿元, 首期现金增资 20.82 亿元; 首期投资将由新投资方现金增资 20 亿元。融资后公司持股比例不变, 仍控股深航。深航运营 234 架飞机, 占公司机队规模 25%, 2025 上半年归母净利润-8 亿元, 净资产-142 亿元。对于深航, 将有效减轻债务负担降低资金成本, 助力盈利能力恢复。对于公司, 财务影响或有限, 将确保继续控股深航, 对于巩固公司四角菱形高品质航网具有战略意义。

公司航网客源显著优化, 盈利中枢上升有望开启。我们分析认为, 时刻是航空公司核心盈利资产。2019 年前, 国航已拥有行业最高品质航网客源, 盈利能力长期领跑大航。2019 年后, 北京开启一市两场, 国航把握战略机遇留驻首都机场, 航网客源进一步显著优化。中国民航票价已基本市场化, 供给进入低增时代, 若公商恢复可持续, 公司盈利中枢上升将开启, 高品质航网保障盈利上行空间最为可观。

风险提示。经济波动, 油价汇率, 行业政策, 增发摊薄, 安全事故。

## 公司信息点评: 道通科技 (688208)《北美首个储充一体化项

目获批, 可复制性优势明显》2025-09-30

本次评级: 增持

目标价: 49.92 元

现价: 39.22 元

总市值: 26285 百万

维持“增持”评级。我们预计, 公司 2025-2027 年 EPS 为 1.43/1.92/2.44 (原为 1.43/1.91/2.42) 元, 给予公司 2025 年 35 倍 PE (维持), 上调目标价至 49.92

杨林 (分析师)  
021-38676666  
S0880525040027

---

杨蒙 (分析师)  
021-38676666  
S0880525040072

---

魏宗 (分析师)  
021-38676666  
S0880525040058

元, 维持“增持”评级。

北美首个储充一体化项目获审批。近期, 公司在美国的首个电动汽车充电与电池储能一体化(EV + BESS)项目, 通过了美国电力公司杜克能源(Duke Energy)的许可审批, 实现了在北美市场零的突破。该项目采用“储能 + 快充”融合架构: 250kWh 电池储能柜与 125kW 功率转换系统(PCS)配合使用, 在提供高功率补能的同时, 还能通过削峰填谷降低峰值电费, 增强厂区与车队运营的能源保障。

系统化设计和可复制性优势明显。公司的标准化架构可从 250kWh 灵活扩展到数 MWh, 客户可以轻松扩展到多个快充桩, 储能单元也可接入光伏等可再生能源, 并符合国际最严格的安全标准。公司提供从前期场站建模、设计与工程, 到现场调试与远程监控的一站式服务, 大大缩短了项目周期, 降低了客户的交付难度。公司计划在 2025 年底前在美国完成多个项目部署, 形成可推广的标准化模板, 并向高电价、充电需求强烈的区域复制, 满足从车队、商业地产到 NEVI 高速路网和公用事业等多样性需求。

储充一体化正成为行业共识, 前景广阔。在电动化进程加快、电网约束突出的背景下, 储充一体化正在成为行业共识。杜克能源的审批通过, 证明了公司储充一体化方案在合规、安全和性能上的实力, 有望在北美市场实现更广泛应用。

风险提示。传统业务竞争加剧风险, 海外业务受到限制风险; AI 业务进展不及预期。

本次评级: 增持  
目标价: 13.52 元  
现价: 7.91 元  
总市值: 138017 百万

岳鑫 (分析师)  
021-38676666  
S0880514030006

陈亦凡 (研究助理)  
021-38676666  
S0880124070025

## 公司公告点评: 中国国航 (601111)《深航增资保持控股, 盈利上行有望开启》2025-09-30

维持增持。中国国航航网客源品质行业居前且持续优化, 是中国航空超级周期价值龙头。2025Q2 公司在航中率先扭亏, 需求短期波动不改航空长逻辑, 若公商需求恢复可持续, 未来两年盈利中枢上行乐观可期。考虑短期需求波动影响, 下调 2025-26 年归母净利润预测至 10/60 亿元, 新增 2027 年预测 151 亿元。建议战略布局航空长逻辑, 给予 2027 年 16 倍 PE, 维持目标价 13.52 元。

2025Q2 淡季实现扭亏, 预计全年扭亏为盈。1) 上半年: 公司归母净亏损 18 亿元, 同比减亏近 10 亿元。其中, Q2 受益于公商需求同比恢复增长, 我们估算公司座收同比转正, 淡季实现燃油成本缩减大比例留存, 公司实现扭亏录得盈利 2.38 亿元, 同比大幅增加 13.5 亿元, 符合我们业绩前瞻。2) Q3: 暑运公商需求意外走弱致票价同比下降, 考虑油价下降与票价下降应可对冲, 且 9 月公商需求滞后释放而票价转正, 我们预计 Q3 仍将实现大额盈利, 初步展现了盈利韧性与未来潜力。3) Q4: 十一假期出游需求旺盛, 且新航季将继续严控时刻增长, 且反内卷或助力淡季低价管控, 我们预计 Q4 有望继续同比大幅减亏, 2025 年全年将扭亏为盈。

深航拟股权融资 160 亿元, 公司将继续保持控股地位。深圳航空(公司控股 51%)拟分两期股权融资 160 亿元, 其中, 公司按持股比例增资不超过 81.6 亿元, 首期现金增资 20.82 亿元; 首期投资将由新投资方现金增资 20 亿元。融资后公司持股比例不变, 仍控股深航。深航运营 234 架飞机, 占公司机队规模 25%, 2025

上半年归母净利-8 亿元，净资产-142 亿元。对于深航，将有效减轻债务负担降低资金成本，助力盈利能力恢复。对于公司，财务影响或有限，将确保继续控股深航，对于巩固公司四角菱形高品质航网具有战略意义。

公司航网客源显著优化，盈利中枢上升有望开启。时刻，是航司核心盈利资产。2019 年之前，国航已拥有行业最高品质航网与客源，盈利能力长期领跑大航。2019 年之后，北京开启一市两场，国航把握战略机遇留驻首都机场，航网客源进一步显著优化。中国民航票价已基本市场化，空域时刻瓶颈持续，供给已进入低增时代，需求短期波动不改稳健增长趋势。若公商需求恢复可持续，公司盈利中枢上升有望开启，高品质航网客源将保障盈利上行空间最为可观。

风险提示。公商恢复不及预期，油价汇率，行业政策，安全事故。

本次评级：增持  
目标价：0.00 元  
现价：0.00 元  
总市值：0 百万

孟陆（分析师）  
021-38676666  
S0880525040073

余文心（分析师）  
021-38676666  
S0880525040111

江珅（分析师）  
021-38676666  
S0880525090001

## 海外报告：心泰医疗（2291）《可降解封堵器内资龙头，瓣膜高速增长》2025-09-30

首次覆盖给予评级为增持评级。预测 2025-2027 年 EPS 为 0.89/1.15/1.45 元，参考可比公司 2025 年平均 PE 50.8X，考虑公司产品布局完善，以及公司近年新业务板块发展较好，给予 2025 年目标 PE 30X，对应合理估值 26.84 元/29.18 港元，参考可比公司 2025 年平均 PB 5.9X，给予公司 2025 年 4X PB，对应合理估值 26.62 元/28.94 港元。参考 PE 和 PB 两种估值，采取谨慎性原则，给予公司目标价 26.62 元/28.94 港元，首次覆盖给予评级为增持评级。（汇率为 1 港元=0.92 人民币）

国内先天性心脏病介入医疗器械领导者，公司各版块业绩持续增长。2025H1，公司实现营业收入 3.30 亿元，同比增长 32.4%；实现归母净利润 1.82 亿元，同比增长 29.8%。

“介入无植入”理念的践行者，生物可降解封堵器受高度欢迎。我们认为，结构心介入封堵器“可降解”是技术发展的必然趋势，心泰医疗成功推进了先天性心脏病介入器械可降解化。生物可降解产品减少了长期并发症的发生，相比金属封堵器具备显著的临床优势。可降解封堵术，可能引领全球创新医疗迈向新高度。

心脏瓣膜治疗方兴未艾，国内市场进入收获期。中国心脏瓣膜介入手术渗透率低，市场潜力大，2021-2025 年 CAGR 预计达 69.8%。公司 ScienCrown®经导管植入式主动脉瓣系统作为全球首款具有球扩优势的自膨短瓣，通过差异化方式，半年内实现超过 4 千万人民币的销售收入。我们认为，随着商业化进程的深入，此产品销售增速将进一步提升。

风险提示。集采带来产品定价下调风险，新产品未能获得广泛市场认可风险，介入医疗器械市场激烈竞争风险等。

## 海外报告：中国南方航空股份（1055）《Q2 扣非大幅减亏，

本次评级: 增持  
目标价: 0.00 元  
现价: 0.00 元  
总市值: 0 百万

岳鑫 (分析师)  
021-38676666  
S0880514030006  
陈亦凡 (研究助理)  
021-38676666  
S0880124070025

## Q3 现盈利潜力》2025-09-30

维持增持。公司 2025Q2 扣非同比大幅减亏，暑运在公商需求意外缩减下仍有望盈利同比增长。若公商需求恢复持续，未来两年盈利中枢有望开启上行。考虑公商短期波动，下调 2025-26 年归母净利润预测至 8/50 亿元人民币，新增 2027 年预测 94 亿元人民币。给予 2027 年 10 倍 PE，对应目标价 5.67 港元 (1 港元=0.91 人民币)。

2025Q2 扣非同比大幅减亏，淡季供需良好保障燃油缩减留存。2025 上半年归母净亏损 15 亿元，剔除川航增资确认投资损失及 2024Q2 飞机运营补偿 20 亿元等非经影响，上半年扣非净利同比减亏 14 亿元，其中 Q2 扣非同比大幅减亏超 31 亿元，超越同行。1) 运投增长: 截至 6 月底公司机队同比+4%，叠加国际增班周转继续提升，驱动 ASK 同比+5.5%。2) Q2 座收改善: 上半年客收同比-6%，其中国内-5%，国际-8%；客座率同比+2.4pct。其中，Q2 受益展会季公商活跃且五一假期量价两旺，我们估算座收同比降幅较 Q1 明显改善。3) 燃油缩减留存: 公司积极降本，上半年单位非油成本同比持平，好于行业；上半年国内航油均价同比-13%，其中 Q2-17%，供需恢复良好保障燃油缩减大部分留存。4) 货运盈利仍稳: 或受美国跨境小包关税新政影响，旗下南航物流净利 16 亿元，同比略降 6%。

暑运公商需求意外走弱，公司盈利有望逆势增长，展现盈利韧性与潜力。行业角度，暑运公商需求意外缩减，致国内含油票价同比下降约 3-4%，基本与航油价格下降 13% 对冲。公司角度，7 月净增飞机 7 架，受益机队增长周转提升，国内 ASK 环比增长超两成，同比增长近 6%；客运量同比增长超 6%，高于行业的 3%；客座率提升近 1pct。我们预计公司暑运盈利仍有望同比逆势增长。

公司航网优化且积极降本，未来盈利中枢上行可期。广州北京双枢纽建设是南航重大战略，影响深远。南航作为北京大兴机场最大主基地航司，过去数年获得批量干线时刻，且机队增速显著放缓，航网结构得到优化。同时，公司针对需求趋势积极多维降本。中国民航票价已基本市场化，供给已进入低增时代，需求短期波动不改稳健增长趋势，未来随供需向好与枢纽运营，公司盈利中枢上行可期。

风险提示。经济波动，油价汇率，行业政策，增发摊薄，安全事故。

本次评级: 增持  
目标价: 0.00 元  
现价: 0.00 元  
总市值: 0 百万

岳鑫 (分析师)  
021-38676666  
S0880514030006

陈亦凡 (研究助理)

## 海外报告: 中国东方航空股份 (0670)《Q2 大幅减亏, 反内卷助力 Q4 减亏》2025-09-30

维持增持。公司自 2024 年积极恢复周转提升客座率，预计 2025 年扭亏为盈。中国航空进入供给低增时代且票价已市场化，未来盈利中枢上行可期。考虑需求短期波动，下调 2025-26 年净利预测至 11/48 (原 47/88) 亿元人民币，新增 2027 年净利预测 88 亿元人民币。给予 2027 年 10 倍 PE，对应目标价 4.30 港元 (1 港元=0.91 人民币)。

2025Q2 淡季同比大幅减亏，客座率升幅领跑行业。公司 2025 上半年归母净亏损 14.3 亿元，同比减亏 13 亿元，其中 Q2 同比减亏 15 亿元。1) 运投增速领跑:

021-38676666  
S0880124070025

截至6月底公司机队规模同比+3%，国际增班周转提升保障上半年ASK同比+7.5%，大航居首。2) Q2座收改善：上半年客座率同比+3.6pct，再创新高且领跑行业；客收-7%，其中国内-8%，国际-5%，降幅略大于行业。其中，Q2公商活跃且五一旺盛，行业国内含油票价同比改善至持平；公司客座率上升对冲部分票价下降，我们估算座收同比降幅收窄。3) 燃油缩减留存：上半年公司单位非油成本同比略升；上半年国内航油均价同比-13%，其中Q2同比-17%，淡季供需恢复良好保障燃油缩减大比例留存。

展望：预计换季继续严控时刻，反内卷助力淡季减亏。1) 暑运公商意外走弱致旺季平淡，考虑油价下降对冲票价下降，我们预计暑运大额盈利仍将可期。2) 我们预计新航季局方将继续严控时刻增长，协调机场时刻总量或继续稳定。考虑机队低增且周转提升空间有限，预计淡季国内供给将继续低速增长。3) 中国民航业央国企为主，“反内卷”效果值得期待。我们预计短期有望管控过度低价，中期有望引导航司收益管理改善，2025Q4淡季继续大幅减亏全年将扭亏。

“十四五”机队增速显著放缓，反内卷将保障“十五五”低增持续。十四五中国民航业机队规模年复合增速2-3%，公司仅2.1%，显著低于以往两位数中枢。市场认为源于飞机制造商产能问题，而我们认为是航司基于空域瓶颈长期持续且新飞机回报长期偏低，理性降低资本开支意愿。未来数年飞机制造商产能或继续恢复，但中国航司资本开支意愿仍将维持低位，“反内卷”将继续保障航司理性决策，规模下单补偿在手订单，不改十五五机队规划维持低速增长。

风险提示。经济波动，油价汇率，行业政策，增发摊薄，安全事故。

## 公司公告点评：中国东航（600115）《Q2淡季大幅减亏，反内卷助力淡季减亏》2025-09-30

本次评级：增持

目标价：5.94元

现价：4.15元

总市值：92509百万

岳鑫（分析师）

021-38676666

S0880514030006

陈亦凡（研究助理）

021-38676666

S0880124070025

维持增持。公司2024年积极恢复周转提升客座率，预计2025年扭亏。考虑需求短期波动，下调2025-26年净利预测至11/48（原47/88）亿元，新增2027年预测88亿元，对应2025-27年EPS预测0.05/0.21/0.39元。参考行业平均估值13倍PE，预计公司盈利中枢上行快于行业，给予溢价2027年15.2倍PE，维持目标价5.94元。

2025Q2淡季同比大幅减亏，客座率升幅领跑行业。公司2025上半年归母净利润亏损14.3亿元，同比减亏13亿元，其中Q2同比减亏15亿元。1) 运投增速领跑：截至6月底公司机队规模同比+3%，国际增班周转提升保障上半年ASK同比+7.5%，大航居首。2) Q2座收改善：上半年客座率同比+3.6pct，再创新高且领跑行业；客收-7%，其中国内-8%，国际-5%，降幅略大于行业。其中，Q2公商活跃且五一旺盛，行业国内含油票价同比改善至持平；公司客座率上升对冲部分票价下降，我们估算座收同比降幅收窄。3) 燃油缩减留存：上半年公司单位非油成本同比略升；上半年国内航油均价同比-13%，其中Q2同比-17%，淡季供需恢复良好保障燃油缩减大比例留存。

展望：预计换季继续严控时刻，反内卷助力淡季减亏。1) 暑运供给低增亲子游旺盛，公商意外走弱致旺季平淡。考虑油价下降对冲票价下降，我们预计暑运大额盈利仍将可期。2) 中国民航将于2025年10月底换季，我们预计局方将继续严控时刻增长，特别是协调机场时刻总量或继续保持稳定。考虑机队低增且

周转提升空间有限，预计淡季国内供给将继续低速增长。3) 中国民航业央企国企为主，“反内卷”效果值得期待。2024Q4 价格战或致行业性大额亏损，预计反内卷短期有望管控过度低价，中期有望政策引导航司干线市场收益管理改善。我们预计 2025Q4 淡季继续大幅减亏，全年将扭亏为盈。

“十四五” 机队增速显著放缓，反内卷将保障“十五五” 低增持续。十四五中国民航业机队规模年复合增速 2-3%，公司仅 2.1%，显著低于以往两位数中枢。市场认为源于飞机制造商产能问题，而我们认为是航司基于空域瓶颈长期持续且新飞机回报长期偏低，理性降低资本开支意愿。未来数年飞机制造商产能或继续恢复，但中国航司资本开支意愿仍将维持低位，“反内卷” 将继续保障航司理性决策，规模下单补偿在手订单，不改十五五机队规划维持低速增长。

风险提示。经济波动，油价汇率，行业政策，增发摊薄，安全事故。

## 公司半年报点评：南方航空（600029）《Q2 扣非大幅减亏，Q3 展现盈利潜力》2025-09-30

本次评级：增持

目标价：7.74 元

现价：6.05 元

总市值：109632 百万

岳鑫（分析师）

021-38676666

S0880514030006

陈亦凡（研究助理）

021-38676666

S0880124070025

维持增持。公司 2025Q2 扣非同比大幅减亏，暑运在公商需求意外缩减下仍有望盈利同比增长，展现盈利韧性与潜力。若公商需求恢复持续，未来两年盈利中枢有望开启上行。考虑公商需求短期波动，下调 2025-26 年归母净利润预测至 8/50 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 94 亿元。给予 2027 年 15 倍 PE，维持目标价 7.74 元。

2025Q2 扣非同比大幅减亏，淡季供需良好保障燃油缩减留存。2025 上半年归母净亏损 15 亿元，剔除川航增资确认投资损失及 2024Q2 飞机运营补偿 20 亿元等非经影响，上半年扣非净利同比减亏 14 亿元，其中 Q2 扣非同比大幅减亏超 31 亿元，超越同行。1) 运投增长：截至 6 月底公司机队同比+4%，叠加国际增班周转继续提升，驱动 ASK 同比+5.5%。2) Q2 座收改善：上半年客收同比-6%，其中国内-5%，国际-8%；客座率同比+2.4pct。Q2 受益展会季公商活跃且五一量价两旺，我们估算座收同比较 Q1 明显改善。3) 燃油缩减留存：公司积极降本，上半年单位非油成本同比持平，好于行业；上半年国内航油均价同比-13%，其中 Q2 同比-17%，供需恢复良好保障燃油缩减大部分留存。4) 货运盈利仍稳：或受美国跨境小包关税新政影响，上半年旗下南航物流净利 16 亿元，同比略降 6%。

暑运公商需求意外走弱，公司盈利有望逆势增长，展现盈利韧性与潜力。行业角度，暑运公商需求意外缩减，致 7-8 月国内含油票价同比下降约 3-4%，基本与同期航油价格同比下降近 13% 对冲。公司角度，7 月净增飞机 7 架，受益机队增长与周转提升，国内 ASK 环比增长超两成，同比增长近 6%；客运量同比增长超 6%，高于行业的 3%；客座率同比提升近 1pct。我们预计公司暑运盈利仍有望同比逆势增长，展现盈利韧性与潜力。我们预计公商需求将逐步恢复增长，且反内卷将助于淡季减亏，2025 年公司 will 扭亏为盈。

公司航网优化且积极降本，未来盈利中枢上行可期。广州北京双枢纽建设是南航重大战略，影响深远。南航作为北京大兴机场最大主基地航司，过去数年获得批量干线时刻，且机队增速显著放缓，航网结构得到优化。同时，公司针对需求趋势积极多维降本。中国民航票价已基本市场化，供给已进入低增时代，需求短期波动不改稳健增长趋势，未来随供需向好与枢纽运营，公司盈利中枢上行可

期。

风险提示。经济波动，油价汇率，行业政策，增发摊薄，安全事故

本次评级：增持

目标价：39.90 元

现价：33.89 元

总市值：28685 百万

刘威（分析师）

021-38676666

S0880525040100

沈唯（分析师）

021-38676666

S0880523080006

张翠翠（分析师）

021-38676666

S0880525040018

## 公司深度报告：圣泉集团（605589）《国内合成树脂龙头，布局电子材料、多孔碳及生物质强化产业链协同优势》

2025-09-30

维持“增持”评级。作为芯片封装和服务器 PCB 的关键材料，公司前瞻布局电子材料业务，高频高速树脂随着 AI 服务器出货量激增而爆发。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.33、1.64、2.05 元，参考可比公司，考虑到公司作为合成树脂龙头，积极布局电子材料，给予公司 2025 年 30 倍 PE，对应目标价 39.9 元，维持“增持”评级。

公司合成树脂行业领先，持续发展电子材料、新能源材料、生物质。1994 年公司正式成立，自 2005 年开始进入电子化学品领域，实现了电子级酚醛树脂、特种环氧树脂等 CCL/PCB 及电子封装上游原材料的国产化替代。2022 年大庆圣泉生物质项目建成投产，公司围绕着核心产品，打造出了包括生物质化工原料、合成树脂、复合材料较为完整齐全的产业链。公司依托生物质精炼和树脂合成领域的技术积累，加速推进电池材料业务的产业化进程，重点布局硅碳负极与硬碳负极材料的研发生产。

2015-2025H1 公司营业收入与归母净利润整体快速增长。2015-2024 年公司营业收入从 33.25 增长至 100.2 亿元，复合增速为 13.04%；2015-2024 年公司归母净利润从 3.87 增长至 8.68 亿元，2015-2024 年复合增速为 9.39%。2025H1 公司实现营业收入为 53.51 亿元，同比增长 15.67%，归母净利润为 5.01 亿元，同比增长 51.19%。公司传统业务稳定增长，高端材料快速放量，新兴项目减亏。

扩产电子树脂，实现国产化替代。公司计划启动 2000 吨/年 PPO/OPE 树脂项目、1000 吨/年碳氢树脂项目、1000 吨/年双马树脂项目、1000 吨/年 PEI 树脂项目扩产工作，满足国产化自主供应需求。

2025 年公司实施员工持股计划，提高公司核心竞争力。员工持股计划对象范围为公司高级管理人员等，购买股票的价格为 13.00 元/股，锁定期分别为 12 个月、24 个月、36 个月。2025-2027 年目标值归母净利润分别为 10.85、13.02、17.36 亿元；或者扣非归母净利润分别为 10.37、12.45、16.59 亿元。

风险提示：在建产能进度不达预期；产品价格大幅波动。

## 专题研究：《雷鸟与 Bang & Olufsen 达成全球长期技术合作》

谢皓宇（分析师）

021-38676666

请务必阅读正文之后的免责条款部分

S0880518010002

陈子仪（分析师）

021-38676666

S0880525040102

涂力磊（分析师）

021-38676666

S0880525040101

吕浦源（分析师）

021-38676666

S0880525050002

## 2025-10-04

9月5日 IFA（柏林国际电子消费品展览会）展会期间，雷鸟宣布与丹麦殿堂级音响 Bang & Olufsen（下称“B&O”）建立全球长期技术合作关系。B&O 将为雷鸟产品提供专业的音频调校能力，双方合作的首个眼镜产品——雷鸟 Air 4 预计将于 10 月份发布。

作为全球 AR 眼镜领域的领军品牌，雷鸟已连续三年半位居中国市场第一。2025 年上半年，雷鸟 AI/AR 眼镜销量市场份额高达 39%，形成了对第二名超过两倍的断崖式领先。2025 年第二季度，雷鸟创新 AR 眼镜以 39% 市场份额，首次成为全球第一。这种市场地位，并非单纯依靠营销或价格战，而是源于其在核心技术上的深厚积累。

雷鸟凭借自身的技术优势，和精准的用户洞察，在消费级 AR 眼镜市场交出了“全球第一”的答卷。但为达到在智能眼镜行业的最佳效果，雷鸟认为仍需“破圈”。在 AR 眼镜的发展历程中，视觉技术一直是焦点战场——光波导、FOV 视场角、屏幕亮度等参数占据着宣传页的显要位置。然而，为长期发展需要审视当前消费级 AR 眼镜的核心痛点：音频。

在竞争激烈的 AI 眼镜行业，雷鸟与 Bang & Olufsen 达成合作，无疑是一个重磅消息，或许会改变游戏规则。双方强强联合将 AI 眼镜的音频体验推向新阶段，同时也释放出了新的行业信号。首先，竞争维度升级。从“光学参数比拼”转向“综合体验竞争”。音频成为与视觉并重的核心体验维度，技术壁垒从单一显示技术扩展到声学、AI 交互与生态整合。其次，生态拓展加速。随着 B&O 的品牌号召力，可能吸引更多高端开发者与内容创作者关注 AR 生态，推动优质视听内容诞生，与 B&O 的合作有望打开高端消费市场与跨界应用场景。

风险提示：新品价格上涨致消费需求降低；新品研发进度受到阻碍；厂商对先进技术的研发进程不及预期。

## 专题研究：《谷东智能携光峰科技首创 AR 眼镜光学新方案》

谢皓宇（分析师）

021-38676666

S0880518010002

陈子仪（分析师）

021-38676666

S0880525040102

涂力磊（分析师）

021-38676666

S0880525040101

吕浦源（分析师）

021-38676666

S0880525050002

## 2025-10-02

光峰科技与谷东智能联合推出业内首创“LCoS+PVG 光波导”AR 眼镜光学方案。9月11日光博会上，光峰科技与谷东智能联合推出“LCoS+PVG 光波导”的“一拖二”AR 眼镜光学解决方案，并签署战略合作协议及 10000 台采购订单。

方案的技术创新聚焦光机、波导组件及架构设计解决诸多痛点。光峰科技重磅发布蜻蜓 G1 与彩虹 C1 两款 LCoS 光机，前者基于三色激光光源升级，实现更纯正的色彩显示；后者跨界应用核心 ALPD®技术，以激发荧光材料直接成像，根源上解决亮度、对比度与散斑问题。谷东智能第四代 PVG 体全息光波导技术同步实现突破，通过光栅设计优化与独家材料体系创新，较好消除闪光、杂光干扰，更以先进封装技术实现-30°到 60°全温工作，填补行业空白。而“一拖二”架构的优化升级则让技术价值落地，依托光机小巧形态优化布局，适配人脸曲面并支持塑胶镜框替代，既解决了传统架构的佩戴不适问题，又为降本减重奠定基

础。

方案在光学性能、成本控制、功耗管理三大方面优势突出，实现高画质视觉体验、终端价格大幅降低及续航能力优化。在光学性能层面，光峰新型光机与谷东 PVG 光波导形成协同。谷东第四代 PVG 技术将光效提升 300%，透过率超 90%，根除彩虹效应与漏光问题；蜻蜓 G1 光机提供 640x200 分辨率、25° 视场角及 5 米虚像距；叠加单光机架构带来的左右眼图像亮度、色彩与时延高度一致性，使重影概率从 15% 降至 5% 以下，画面纯净度与视觉稳定性显著提升。成本控制方面，“一拖二”架构使核心显示单元数量减半；谷东自研 GDPA3 光取向染料成本仅为进口产品的 1/10，推动单片波导成本降至 10-30 美元，较进口方案降幅达 60%-90%，最终将终端价格压缩至 1500-2000 元。功耗管理上，单光机架构直接减少能耗，蜻蜓 G1 光机 55nit/mW 的光源功耗实现高效节能，配合小出瞳设计的光能传输优化，更好满足长时间佩戴需求。

方案具备全产业链产能支撑与初始市场认可，短期将在 B 端验证并渗透 C 端，但需应对行业技术竞争。谷东智能构建起从光学材料、模组到整机的全供应链自主体系，摆脱国外供应商依赖，全球首条 20 万片级 PVG 光波导量产线正式投产；光峰科技 50 万台级 LCoSAR 光机产线就绪，可充分满足大规模供应需求。双方签署的 10000 台采购订单，不仅是市场对技术方案可行性的直接认可，更为后续量产验证提供了宝贵的数据支撑。从市场渗透路径看，方案短期将聚焦 B 端行业场景完成技术验证与迭代，凭借成本与性能优势，逐步向消费级市场渗透。但当前 MicroLED+SRG、碳化硅材料、阵列光波导等技术路线竞争激烈，科技迭代速度快，未来需持续投入研发以保持技术领先性。

风险提示：下游需求恢复不及预期风险；新品研发进度受到阻碍；国内厂商对先进技术的研发进程不及预期。

## 专题研究：《Meta 首发 Ray-Ban Meta Display 智能眼镜》

2025-10-01

谢皓宇（分析师）

021-38676666

S0880518010002

陈子仪（分析师）

021-38676666

S0880525040102

涂力磊（分析师）

021-38676666

S0880525040101

吕浦源（分析师）

021-38676666

S0880525050002

2025 年 9 月 17 日，Meta 在 Connect 大会上正式发布了全新的 Ray-Ban Meta Display 智能眼镜，标志着 Meta 在智能眼镜领域从概念验证向消费级产品转型的重大突破。作为 Meta 首款配备内置显示屏的消费级智能眼镜，该产品售价 799 美元，集成了全彩高分辨率显示屏和革命性的 Meta Neural Band EMG 腕带控制系统，正式开启了智能眼镜从概念原型向消费级产品的转变。

Ray-Ban Meta Display 汇聚多项前沿技术，为用户在信息获取、通信交流和智能交互方面带来革命性体验。产品以集成的增强版 Meta AI 助手为核心，支持实时字幕显示、多语言翻译、语音转文字和智能问答等功能，全面支持 WhatsApp、Messenger、Instagram 等 Meta 生态平台的消息查看和视频通话。显示系统采用单目全彩高分辨率显示屏，物理分辨率 600 × 600 像素，20 度视场角，像素密度达到每度 42 像素，峰值亮度高达 5000 尼特。产品重量仅 68g（标准版）/70g（大号版），搭载高通骁龙 AR1 Gen 1 专用 AR 处理器，配备 32GB 存储空间和 1200 万像素超广角摄像头，单次充电可提供 6 小时续航，配合充电盒实现 24 小时总续航。

产品最具革命性的创新是 Meta Neural Band EMG 腕带控制系统。采用表面肌

电图（sEMG）技术，通过读取用户前臂肌肉收缩时产生的微弱电信号来识别并转换成数字指令。该系统支持拇指和食指捏合进行“选择”、拇指滑动进行四向导航、双击手指快速切换应用等直觉化控制方式，腕带具备 18 小时电池续航和触觉反馈功能。

在显示技术方面，Ray-Ban Meta Display 放弃了成本极高的 Micro LED 显示屏加衍射光波导方案，改采用阵列光波导技术。相比传统方案，阵列光波导成像效果更优秀，几乎无漏光问题，且光损较低，确保更好的隐私保护和续航表现。显示屏幕设计突出“隐蔽性”，不使用时会完全消失，这是 Meta 为提升社会可接受性而做出的关键设计选择。

Ray-Ban Meta Display 将于 9 月 30 日率先在美国部分线下零售店发售。根据 IDC 数据，智能眼镜品类在 2025 年的出货量将增长 247.5%，整个市场的硬件出货量到 2029 年将达到 4310 万台，复合年增长率高达 31.8%。Meta 在相关市场中占据 60.6% 的市场份额，为产品市场表现提供有力支撑。随着阵列光波导技术和 EMG 控制系统的不断成熟，该产品代表了智能眼镜向更自然人机交互体验演进的重要方向，有望推动“全天候可穿戴计算”概念的实现，最终改变人们与数字世界的交互方式。

风险提示：下游需求恢复不及预期风险；新品研发进度受到阻碍；国内厂商对先进技术的研发进程不及预期。

## 专题研究：《理想首款 AI 智能眼镜即将问世》2025-10-01

谢皓宇（分析师）

021-38676666

S0880518010002

陈子仪（分析师）

021-38676666

S0880525040102

涂力磊（分析师）

021-38676666

S0880525040101

吕浦源（分析师）

021-38676666

S0880525050002

2025 年 9 月 10 日，理想汽车创始人李想在一次线下活动中被拍到佩戴疑似理想首款 AI 智能眼镜。

据 XR Vision，理想 AI 智能眼镜采用恒玄 BES2800+ 研极微 ISP 方案，由理想与歌尔联合研发。歌尔作为小米 AI 智能眼镜的 ODM，具备丰富的 AI 智能眼镜研发与量产经验。值得关注的是，该产品或将成为首款搭载恒玄 BES2800 的拍摄类 AI 智能眼镜，推动恒玄 BES2800 继高通 AR1、全志 V821 之后，成为 AI 智能眼镜主流主控芯片。未来数月，多款基于国产恒玄 BES2800 方案的 AI 智能眼镜有望密集上市，产业链或将迎来放量窗口。

理想 AI 智能眼镜预计将重点发力 AI 语音交互，核心能力或依托于 2024 年 12 月上线的“理想同学”APP。该应用支持语音知识问答、实时视频流视觉理解、听播客等多模态功能，内置理想自研 MindGPT 大模型与开源模型 DeepSeek。尤其是实时视频流视觉理解，可在用户语音提问时直接识别摄像头所指物品，省去拍照上传和 AI 视觉分析的传统流程，功能几乎为 AI 智能眼镜的多模态交互场景量身定制。性能方面，理想所搭载的 MindGPT 3.1 的输出速度提升显著，数据显示，其深度思考速度达到 185.91 字/秒，超越大部分同类模型。对无显示模块的 AI 眼镜而言，模型响应速度直接决定交互流畅度，而更强的深度思考能力则确保了答案的精准度与实用性，有望显著优化终端用户体验。

从场景应用角度来看，理想 AI 智能眼镜的核心价值或在于与智能汽车生态的深度融合。目前，理想汽车 App 已支持远程解锁、空调控制、车辆状态查看、位置监测、直线召唤等功能。基于蓝牙及车端互联协议，AI 眼镜有望无缝继承这些远程控制逻辑，并在 AI 语音交互与底层互联系系统的加持下，拓展为“车钥匙”

等全新应用入口，提升车主交互体验。与智能手机相比，AI眼镜的优势在于解放双手、贴近自然交互，尤其适合驾驶与乘车场景。此外，AI眼镜可通过墨镜贴片或墨镜形态满足车主日常遮阳需求，实现功能性与智能化的融合。对十万元以上级别的购车用户而言，AI眼镜作为配套产品的边际成本较低，其与车辆绑定的销售模式相比普通单品更具吸引力。这一“根据地”式打法，有望以汽车场景为核心，先稳固理想汽车的存量用户基础，再借助AI眼镜延伸智能生态体验，既可巩固原有市场份额，又有望通过场景化优势打开新的增长曲线，推动品类扩张的稳步落地。

风险提示：下游需求恢复不及预期风险；新品研发进度受到阻碍；国内厂商对先进技术的研发进程不及预期。

## 专题研究：《Meta 与 Oakley 联合推出运动眼镜 Oakley Meta Vanguard》2025-10-01

谢皓宇（分析师）  
021-38676666  
S0880518010002

陈子仪（分析师）  
021-38676666  
S0880525040102

涂力磊（分析师）  
021-38676666  
S0880525040101

吕浦源（分析师）  
021-38676666  
S0880525050002

2025年9月18日，Meta在Meta Connect大会上正式发布与Oakley联名的全新Performance AI眼镜——Oakley Meta Vanguard，该产品专为运动员及高强度运动爱好者设计，目前已在Meta及Oakley官网开启预订，售价499美元，计划于10月21日正式发售。

Oakley Meta Vanguard以“运动场景适配性”为核心设计原则，采用Oakley标志性的三点式贴合系统，并配备三个可更换鼻托，确保不同面部轮廓用户在高强度运动中的佩戴体验；同时，产品经过优化，可与骑行头盔、运动帽子完美搭配，避免运动中出现松动或不适。产品外观延续Oakley经典风格，镜腿保留品牌标志性“O”标，整体线条与普通运动眼镜无异，仅在鼻梁上方隐藏1200万像素中央摄像头，镜腿内嵌声学元件，避免传统智能眼镜“科技感突兀”的设计痛点，兼顾运动实用性与日常佩戴美观度。镜片采用Oakley核心的PRIZM™技术，具备紫外线遮挡、防风、防尘功能，且支持便捷更换，适配不同运动场景光线需求。后续还将推出PRIZM Low Light低光环境专用镜片。

Oakley Meta Vanguard多功能具有亮点。防护性能方面，该眼镜是Meta旗下防水等级最高的智能眼镜产品，具备IP67级防尘防水能力，可应对运动中灰尘、雨水及汗水侵袭，适配骑行、滑雪、跑步等多类户外高强度场景声学交互，产品采用Meta智能眼镜开放式扬声器，搭配五麦克风阵列降噪，语音识别更准交互方式延续Meta成熟的语音控制逻辑，用户通过可实时查询运动数据、发送指令，无需动手操作，避免运动中分心，提升安全性。续航上，单次满电续航9小时，充电盒额外补能36小时，20分钟快充至50%，适配长时运动。拍摄与数据集成方面，1200万像素中央摄像头与122度广角镜头支持3K录制，新增慢动作等模式，连Garmin可自动捕捉运动关键瞬间；深度集成多运动平台，语音查数据、LED灯提示状态，视频/照片可叠数据并直连社交平台分享，同时可以AI生成锻炼后活动摘要。

Meta引领行业拐点，其创新的端云协同架构为行业树立了新的标准范式。当Meta用Oakley收割运动圈，对手也在合纵连横：谷歌联手Warby Parker开发Gemini AI眼镜（2025年发布），苹果首款AI拍摄眼镜也可能已经在开发中，国内厂商的竞争更是处于白热化的状态。AI智能眼镜的技术路线亦分裂为三大阵营：有光波导提示为主的雷鸟和Rokid，有Meta和华为下场的无屏“语音派”，

更有谷歌和苹果入局的混合现实巨幕派，谁先打通“舒适佩戴—实用功能—时尚属性”的不可能三角，谁就将定义下一个十年。

风险提示：下游需求恢复不及预期风险；新品研发进度受到阻碍；国内厂商对先进技术的研发进程不及预期。

## 基本面量化月报：《大类资产及择时观点月报（2025.10）》

2025-10-09

郑雅斌（分析师）

021-38676666

S0880525040105

曹君豪（分析师）

021-38676666

S0880525040094

大类资产 4 季度配置信号：根据 2025 年 9 月底的最新数据，信用利差和期限利差均发出收窄信号，Q4 宏观环境预测结果为 Inflation。

宏观动量模型配置信号：根据 2025 年 9 月底的最新数据，股票、债券和黄金市场在 2025 年 10 月信号分别为正向，负向和正向。

行业复合趋势因子组合表现及信号：2015 年 1 月至 2025 年 9 月，行业复合趋势因子组合的累积收益为 122.66%，超额收益为 48.42%。上月（2025 年 9 月）因子信号为正向，Wind 全 A 当月收益率为 2.80%。根据 2025 年 9 月底的最新数据，行业复合趋势因子为-0.30，出现下滑，但依旧维持正向信号。

风险提示：模型失效风险、因子失效风险、海外市场波动风险。

## 金融工程周报：《绝对收益产品及策略周报（250922-250926）》

2025-10-01

郑雅斌（分析师）

021-38676666

S0880525040105

曹君豪（分析师）

021-38676666

S0880525040094

付欣郁（分析师）

021-38676666

S0880525070018

固收+产品业绩跟踪。截至 2025 年 09 月 26 日，全市场固收+基金规模 17850.35 亿元，产品数量 1179 只，其中 47 只上周净值创历史新高。上周

（20250922-20250926，下同）共新发 12 只产品，各类型基金业绩中位数表现分化：混合债券型一级（-0.08%）、二级（-0.06%）、偏债混合型（-0.03%）、灵活配置型（-0.01%）、债券型 FOF（0.10%）及混合型 FOF（0.27%，保守型）。按风险等级划分，保守型、稳健型、激进型基金中位数收益分别为-0.06%、-0.04%、0.02%。

大类资产配置和行业 ETF 轮动策略跟踪。1) 大类资产择时观点。2025Q3 逆周期配置模型给出的宏观环境预测结果为 Inflation，9 月以来沪深 300 指数、中债国债总财富指数、上金所 AU9999 合约收益率分别为 1.19%、-0.55%和 9.08%。2) 行业 ETF 轮动观点。2025 年 9 月，行业 ETF 轮动策略建议关注的行业 ETF 为：华富中证人工智能产业 ETF、国泰中证全指证券公司 ETF、国泰中证全指通信设备 ETF 和广发中证传媒 ETF。组合上周收益 0.92%（超额 0.67%），9 月累计收益 1.75%（超额 0.96%）。

绝对收益策略表现跟踪。1) 股债混合策略表现。宏观择时驱动的股债 20/80

再平衡策略上周收益 0.19% (YTD 4.04%)，股债风险平价策略上周收益-0.04% (YTD 1.54%)；两者叠加行业 ETF 轮动的增强策略上周收益分别为 0.14% (YTD 7.98%) 和 -0.07% (YTD 2.86%)；股债黄金风险平价类组合上周收益 0.18% (YTD 2.91%)。2) 量化固收+策略表现。股债 20/80 组合中，小盘成长风格表现最为突出，年内收益率 10.62%，PB 盈利、高股息、小盘成长分别为 4.08%、2.80%、9.68%；当调整为股债 10/90 配置时，各策略收益均出现回落。叠加择时策略后，基于宏观动量模型的小盘成长组合累计收益 11.84%，基于逆周期配置的 PB 盈利搭配小盘价值组合年内计收益为 4.10%。

风险提示。因子失效风险，模型误设风险，历史统计规律失效风险。

## 金融工程专题报告：《港股通量化选股策略初探》2025-09-30

郑雅斌 (分析师)

021-38676666

S0880525040105

罗蕾 (分析师)

021-38676666

S0880525040014

港股通个股市值普遍较大，小盘效应弱，而成长、动量效应突出，价值因子表现优于港股主板。结合这些特征，参考海外经典大师选股策略，本文主要探讨价值策略、护城河策略、成长投资策略、以及均衡策略，在港股通选股池的表现。

价值策略总体在港股市场具有较优表现；但不同筛选方式的价值策略在个别年份表现可能存在较大差异。我们基于现金流比例、股息率、回购比例三个因子等权打分构建等权港股通价值策略，样本期间 (2015.01.01-2025.08.26, 下同)，组合年化收益 11.7%，相较于港股通指数年化超额 9.5%。

护城河策略无显著风格暴露，市场 beta 接近于 1，和港股通指数走势更为接近，4 个策略中，该策略超额收益波动率和相对回撤最低。我们基于网络效应、无形资产、成本优势、转换成本等因子等权打分，选择得分最高的 30 只股票构建等权港股通护城河策略，2015 年以来年化收益 12.6%，相对于港股通指数年化超额 10.5%。

成长策略呈高 beta 属性，同时成长、动量、高估值暴露显著。我们基于增长、研发投入、盈利能力、盈利质量、股价相对强度 5 个因子等权排序打分，选择得分最高的 30 只股票构建等权港股通成长股投资策略，样本期间组合年化收益 22.2%，相对于港股通指数年化超额 20.0%。

均衡策略在各风格上都具有一定正暴露，整体比较均衡，4 个策略中该策略全区间信息比最高。我们基于市值、价值、成长、质量、动量 5 类经典因子等权排序打分，选择得分最高的 30 只股票构建市值加权港股通均衡策略，样本期间策略年化收益 25.1%，相对于港股通指数年化超额 23.0%。

风险提示。本文根据客观数据和评价指标计算，不作为对未来走势的判断和投资建议。本文结论通过统计分析得出，存在历史统计规律失效风险、因子失效风险、模型误设风险。港股市场规律受多重因素影响，回测结果须谨慎对待。

## 金融工程周报：《黄金资产涨幅领先，基于宏观因子的资产配置

郑雅斌 (分析师)

021-38676666  
S0880525040105

张雪杰 (分析师)

021-38676666  
S0880522040001

朱惠东 (分析师)

021-38676666  
S0880525070025

## 置模型单周涨幅 0.04%》2025-09-30

上周各大类资产表现：上周（2025-09-22 到 2025-09-26）各大类资产表现如下：SHFE 黄金、沪深 300、中证转债和南华商品指数分录涨幅 3.07%、1.07%、0.94%和 0.43%；恒生指数、中证 1000、标普 500、国债总财富指数和企业债总财富指数分录跌幅 1.6%、0.55%、0.28%、0.23%和 0.11%。

上周 BL 策略表现：上周（2025-09-22 到 2025-09-26）国内资产 BL 模型 1 上周收益为-0.11%，9 月份收益为-0.14%，2025 年以来已实现收益 3.23%；国内资产 BL 模型 2 上周收益为-0.11%，9 月份收益为-0.13%，2025 年以来已实现收益 2.84%；全球资产 BL 模型 1 上周收益为 0.04%，9 月份收益为 0.11%，2025 年以来已实现收益 0.84%；全球资产 BL 模型 2 上周收益为 0.0%，9 月份收益为 0.03%，2025 年以来已实现收益 1.84%。

上周风险平价及宏观因子策略表现：上周（2025-09-22 到 2025-09-26）国内资产风险平价模型上周收益为-0.06%，9 月份收益为 0.05%，2025 年以来已实现收益 2.99%；基于宏观因子的资产配置模型上周收益为 0.04%，9 月份收益为 0.26%，2025 年以来已实现收益 3.29%；全球资产风险平价模型上周收益为-0.07%，9 月份收益为 0.13%，2025 年以来已实现收益 2.5%。

上周配置策略点评：上周基于宏观因子的资产配置模型收益领先，全球资产 BL 策略也录得一定程度回调。预计后续 BL 策略或继续录得超额收益。

风险提示：量化模型基于历史数据构建，而历史规律存在失效风险。

郑雅斌 (分析师)

021-38676666  
S0880525040105

张耿宇 (分析师)

021-38676666  
S0880525040078

## 金融工程周报：《大额买入与资金流向跟踪

( 20250922-20250926 )》2025-09-30

个股大额买入跟踪与净主动买入跟踪。近 5 个交易日大额买入排名前 5 的个股为：华泰股份、美凯龙、联美控股、启迪环境、酒钢宏兴；近 5 个交易日净主动买入排名前 5 的个股为：鄂尔多斯、中信特钢、桂冠电力、南钢股份、京泉华。（本周报中，近 5 个交易日特指 20250922 至 20250926。）

行业大额买入与净主动买入跟踪。近 5 个交易日大额买入排名前 5 的中信一级行业为：银行、石油石化、非银行金融、钢铁、房地产；近 5 个交易日净主动买入排名前 5 的中信一级行业为：银行、石油石化、农林牧渔、房地产、电力及公用事业。

ETF 大额买入跟踪与 ETF 净主动买入跟踪。近 5 个交易日大额买入排名前 5 的 ETF 为：嘉实中证 500ETF、南方标普中国 A 股大盘红利低波 50ETF、易方达中证红利 ETF、嘉实中证稀土产业 ETF、易方达沪深 300ETF；近 5 个交易日净主动买入排名前 5 的 ETF 为：富国创业板 ETF、嘉实中证新能源 ETF、华夏中证内地低碳经济主题 ETF、广发创业板 ETF、鹏华中证国防 ETF。

风险提示。因子失效风险，模型误设风险，市场系统性风险。

## 债券月报：《乘胜追击，超额增厚》2025-10-08

刘玉（分析师）

021-38676666

S0880523050002

顾一格（分析师）

021-38676666

S0880522120006

①虽机构止盈和个券强赎会给市场带来一定波动造成滞涨，但只要权益仍在上行周期，估值会表现为震荡修复，正股驱动延续背景下转债保持强韧，科技成长依然是领涨的核心板块，行情扩散情况下出现主题轮动的可能性较大。②行业方面，继续看好 AI 算力、人形机器人、芯片等科技成长板块，国内海外催化延续，政策驱动显著；此外也建议均衡布局受益于反内卷的有色、化工、汽零等相对估值较低的板块，这些行业受益于全球供需格局调整及国内顺周期政策推动；最后金融板块相对回调显著，作为底仓仍可以重新布局。

风险提示：转债转股溢价率压缩风险；转债正股表现不及预期；权益市场波动风险。

## 市场策略周报：《节前市场活跃度进一步下探》2025-10-08

刘玉（分析师）

021-38676666

S0880523050002

汤志宇（分析师）

021-38676666

S0880525070031

节前一周（2025年9月19日-9月30日，含节前两天，下同）REITs 指数整体下行，能源与新型基础设施类 REITs 跌幅较小。9月最后一周，中证 REIT 全收益指数周度跌幅在 0.92% 收于 1061.47。从底层资产来看，节前一周板块普跌，其中能源与新型基础设施类 REITs 跌幅较小，消费和保障房类 REITs 表现相对一般。具体来看，涨幅由高到低分别为：能源（-0.30%）、新型基础设施（-0.56%）、仓储（-0.59%）、产业园（-0.62%）、市政环保（-0.75%）、交通（-1.20%）、消费（-1.48%）、保障房（-1.57%）。

节前一周 REIT 市场交易活跃度进一步下行，带动整个 9 月日均换手率下探到 0.53%，为近年来月度日均换手率的绝对低点。交易活跃度的下降伴随着市场情绪的消减，年内的龙头板块消费与保障房板块持续阴跌。弱势情绪同样传导到新上市项目，新上市的两单消费项目除上市首日上涨填平一二级市场价差外，后续表现皆不尽如人意。目前来看，债券市场承压格局未变，REIT 市场与国债利差仍保持低位下，维持负债稳定的欠配机构择低配置，交易盘保持谨慎，及时优化仓位的观点，关注强波动项目经营数据的修复与增长。

节前一周 REITs 市场交易额边际下行，新型基础设施和市政环保板块换手率较高。整体来看，9月22日-9月26日日均交易额 3.72 亿元，9月29日-9月30日日日均交易额 5.39 亿元，但排除新上市项目影响后仅 2.85 亿元，节前 REIT 市场交易活跃度持续下降。分经营模式来看周度日均换手率，9月22日-9月26日新型基础设施和市政环保类 REITs 周度日均换手率相对较高，分别为 1.07% 和 0.54%，消费和仓储类 REITs 周度日均换手率相对较低，为 0.2% 和 0.25%。

节前一周（2025.9.19-2025.9.30，下同）有 3 只 REITs 更新发行状态。其中中信建投沈阳国际软件园首发资产、华夏中海商业资产首发资产和华夏安博仓储物流首发资产已通过审核，截至 2025 年 9 月 30 日，国内 REITs 市场共上市 75 只，

总市值 2210 亿元，流通市值 1099 亿元。

风险提示：超预期 REIT 政策发布，底层资产经营情况恶化，底层资产数据计算方式有偏差。

## 市场策略周报:《国庆前后,需着重关注的三件事》2025-10-08

唐元懋 (分析师)

021-38676666

S0880524040002

杜润琛 (研究助理)

021-38676666

S0880123090079

一、四季度国债发行计划公布, 30 年切券逻辑可能变化: 9 月 30 日, 财政部公布 2025 年第四季度国债发行计划。对比 4 月份公布的 2025 年一般国债、超长期特别国债发行有关安排, 此次最大的变化是将 10 月的 30 年期特别国债续发改为 20 年和 50 年期的特别国债续发。30 年期特别国债不再续发意味着 25 特国 06 存续规模止步在 2470 亿。后续 25 特国 06 活跃度持续提升的切券行情可能被打断, 25 特国 06 和 25 特国 02 活跃度接近的情况可能会持续到 11 月中下旬。

根据四季度国债发行计划, 25 付息国债 02 在 11 月和 12 月还各有一次续发, 假设每次续发 1000 亿, 两次续发后 25 付息国债 02 存量在 3000 亿以上, 11 月下旬之后可能会逐步出现 30 年期国债活跃券向 25 付息国债 02 切换的行情。当前 25 付息国债 02 收益率在 2.23%, 高于 25 特国 02 近 10bp, 相比计息的 25 特国 06, 25 付息国债 02 收益仅低 3bp(票息增值税的影响即使减半计也应该在 6-7bp)。年末随着活跃度提升, 25 付息国债 02 可能会有相对下行的空间。

二、从 9 月制造业 PMI 看经济恢复的成色: 9 月 30 日公布的 9 月国内制造业 PMI 录得 49.8%, 环比上行 0.4 个百分点。整体上看, 9 月制造业 PMI 的边际回升主要受季节性因素主导, 过去 10 年 9 月制造业 PMI 较 8 月平均提升近 0.3 个百分点。供需对比来看, 生产扩张依然快于需求, 外需的修复程度较内需更大; 价格端, 出厂价格降幅明显大于原材料价格, 终端需求不足的制约较为明显。

基于 9 月制造业 PMI 的表现和高频经济数据的走势, 当下国内经济运行或仍然在延续三季度以来边际放缓的路径。供给强于需求、价格向下传导偏慢的特征依旧突出。考虑到 2024 年“9·24”之后经济数据的高基数效应, 同比口径下的经济恢复“成色”可能更弱。对债市而言, 基本面的风险并不在于经济读数短期走好, 而在于如果同比数据持续走弱, 市场是否会预期政策进一步加力对冲。虽然 2025 年经济同比读数大概率前高后低, 平均来看完成全年增长任务的压力不大, 但由于 2026 年是“十五五”规划的开局之年, 也很难排除政策在 2025 年末提前发力的可能性。

三、海外资产涨跌: 股票 > 债市 > 商品。国庆假期前后 (9 月 29 日-10 月 7 日) 的大类资产表现: 股票 > 债市 > 商品。(1) 海外主要股指均上涨: 亚洲市场表现亮眼, 日经 225 上涨 5.7%、韩国综合指数上涨 4.8%、恒生指数上涨 3.2%; 美国三大股指均上涨, 标普 500、纳指和道琼斯工业指数分别上涨 1.5%、0.8% 和 1.0%; 欧洲市场中, 德国 DAX 上涨 2.7%、英国富时 100 上涨 2.1%、法国 CAC40 上涨 1.3%。(2) 全球债市多数上涨: 10Y 美债收益率下行 2.0bp 至 4.18%, 10Y 英国国债收益率下行 2.8bp 至 4.71%, 10Y 德国国债收益率下行 4.0bp 至 2.72%, 10Y 法国国债收益率下行 0.1bp 至 3.57%, 10Y 意大利国债收益率下行 3.8bp 至 3.57%, 10Y 日本国债上行 0.8bp 至 1.68%。(3) 大宗商品涨跌分化: 黄金价格刷新新高, COMEX 黄金上涨 5.1% 至 3984 美元/盎司; 市场担忧 OPEC+8 国或于 11 月维持增产措施, WTI 原油、布油价格分别下跌 5.3%、4.8%; LME 铜上涨 4.4%,

CBOT 大豆上涨 0.3%。

风险提示：流动性超预期收紧；经济修复大幅加速；债券供给放量。

## 债券月报：《催化延续，转债强韧》2025-10-07

刘玉（分析师）

021-38676666  
S0880523050002

2025 年 9 月，行情震荡上行为主，创业板指领涨。主板指数温和上涨，创业板指上涨 12.04%，两市成交量继续维持历史相对高位，9 月 29 日两融余额突破 2.41 万亿，刷新历史纪录，市场交投活跃风险偏好出现抬升。9 月行业表现上，新能源板崛起，科技成长延续。受益于细分领域的政策催化和需求复苏，电力设备板块领涨，电子板块延续此前强势行情。此外，有色、汽车等板块表现不俗，行情扩散逻辑逐步显现。

转债估值震荡，但是韧性较强。9 月以来，转债的估值水平在小区间波动，主要表现为转债机构行为导致的主动压缩估值，但是一旦权益市场上行又会出现估值修复。展望后市，随着权益市场波动依然存在止盈情绪发酵，且由于转债持仓相对集中，一家机构止盈可能对市场带来较大的边际影响。但是转债估值韧性较强，一旦百元溢价率压缩到相对低位会出现修复，虽然会有一定幅度估值波动，但是估值修复也确定性较高，以 9 月份为例，虽然市场出现震荡导致转债估值全面压缩，但是权益上行之转债快速估值修复。

转债而言虽机构止盈和个券强赎会给市场带来一定波动造成滞涨，但只要权益仍在上行周期，估值会表现为震荡修复，正股驱动延续背景下转债保持强韧，科技成长依然是领涨的核心板块，行情扩散情况下出现主题轮动的可能性较大。行业方面，继续看好 AI 算力、人形机器人、芯片等科技成长板块，国内海外催化延续，政策驱动显著；此外也建议均衡布局受益于反内卷的有色、化工、汽零等相对估值较低的板块，这些行业受益于全球供需格局调整及国内顺周期政策推动；最后金融板块相对回调显著，作为底仓仍可以重新布局。

2025 年 10 月十大转债组合继续聚焦 TMT、机器人和反内卷三个方向，具体包括：（1）受益于国内、海外 AI 资本开支增加，催化持续释放，政策密集落地的 TMT 产业链，涉及半导体、电子结构件、PCB 等多个领域，比如安集转债、正帆转债、华正转债、嘉元转债和立讯转债；（2）特斯拉机器人量产临近，宇树启动 IPO，汽零标的转型机器人较为顺畅，受益于全球机器人商业化加速的机器人标的科利转债和神通转债；（3）反内卷细化落地，行业格局优化和需求改善的周期标的，比如电池/材料标的国泰转债、亿纬转债和价格具备强势支撑的贵金属稀缺标的恒邦转债。

风险提示：理财赎回风险；转债转股溢价率压缩风险；转债正股表现不及预期。

## 市场策略周报：《银行二永债周度数据库更新

唐元懋（分析师）

021-38676666

S0880524040002

汤志宇 (分析师)

021-38676666

S0880525070031

## (2025.9.19-9.30)》2025-10-07

过去一周银行二永债发行 110 亿元，净发行-2034 亿元(发行截止日口径，下同)。二级估值变动方面，银行二永债收益率整体上行，高评级中长期二级债利率已经上行突破 2.2%。

风险提示:超预期政策发布，债市大幅波动，银行经营承压

王宇辰 (分析师)

021-38676666

S0880523020004

张紫睿 (分析师)

021-38676666

S0880525040068

## 市场策略周报:《收益率整体上行，期限利差走阔》2025-10-05

一级发行:净融资减少。上周(2025年9月22日-9月30日)短融发行 1850.3 亿元，到期 1625.7 亿元，中票发行 1404.2 亿元，到期 1041.2 亿元；企业债发行 10 亿元，到期 161.6 亿元；公司债发行 1054.9 亿元，到期 1524.1 亿元。上周主要信用债品种共发行 4319.4 亿元，到期 4352.5 亿元，净融资-33.2 亿元，较前一周(9月15日-9月19日)的净融资 939.3 亿元由正转负。

二级交易:交投增加，收益率整体上行。上周(2025年9月22日-9月30日)主要信用债品种(企业债，公司债，中票，短融)共计成交 12293.94 亿元，较前一周(9月15日-9月19日)8421.49 亿元的成交增加 3872.45 亿元。中票收益率整体上行，与 9 月 19 日相比，9 月 30 日 3 年期 AAA 中票收益率上行 5.46BP 至 2.02%，3 年期 AA+ 中票收益率上行 7.46BP 至 2.11%，3 年期 AA 中票收益率上行 7.46BP 至 2.2%。中票与国开债利差整体上行。从 AAA+ 级到 AA 级的 5 年期中票与国开债利差分位数分别从 18.9%、26.4%、22.7%、20.1%、20.5% 上行至 63.2%、49.8%、40.6%、34.7%、31.6%，10 年期中票利差分位数分别从 54%、43%、32.6%、26%、15.4% 上行至 77%、63.3%、54.9%、45.8%、29%。

信用评级调整及违约跟踪。上周(2025年9月22日-9月30日)境内评级机构评级上调的发行人有 1 家，为江油鸿飞投资(集团)有限公司；境内无评级机构评级下调的发行人。上周有 2 只展期债券，分别为 21 万通 02 和 19 启迪 G2；有 1 只违约债券，为 15 天安财险，违约类型为未按时兑付本息。

风险提示:基本面超预期变化、货币政策不及预期、数据统计有遗漏或偏误等。

唐元懋 (分析师)

021-38676666

S0880524040002

王宇辰 (分析师)

021-38676666

## 市场策略周报:《地方债利差小幅走阔，新增地方债发行进度 83.6%》2025-10-05

上周(2025年9月22日-2025年9月30日)，广东、湖南、河南、内蒙、天津、河北、浙江、宁夏、甘肃、湖北、山东、江西、福建、吉林、新疆、辽宁等

S0880523020004 16个省市共发行103只地方债，规模共计2683.24亿元。其中新增专项债1655.59亿元、再融资债券872.41亿元。湖北、河南共发行114.38亿元特殊再融资债。

上周地方债发行利差为23.83BP，较前一周（2025年9月15日-2025年9月19日）的21.97BP小幅走阔。

新增地方债发行进度83.6%。截至9月30日，新增地方债累计发行规模43490亿元，发行进度83.6%。其中新增一般债发行规模6717亿元，发行进度84.0%；新增专项债发行规模36772亿元，发行进度83.6%。

风险提示：基本面变化、政策不及预期、数据统计存在遗漏或偏差。

---

## 英文报告:《GTHT MORNING BRIEF 20251009》2025-10-09

汤蔚翔（分析师）  
 021-38676666  
 S0880511010007

### Contents

#### Top Recommendations

- Overseas Market Strategy: Hong Kong Stocks
- Fixed Income Strategy: Update Report

#### Latest Reports

- ORG Tech (002701): OW, TP@RMB6.76 ↓
- Shanying Intl (600567): OW, TP@RMB2.32 ↑
- Wintrue Holding (002539): OW, TP@RMB12.54
- Shiyue Daotian (9676.HK): OW, TP@HKD15.49
- Air China (0743.HK): OW, TP@HKD9.45
- Autel Intelligent Tech (688208): OW, TP@RMB49.22 ↑
- Lepu Sciencetech Medical (2291.HK): OW, TP@HKD28.94
- Air China (601111): OW, TP@RMB13.52

- Southern Airlines (1055.HK): OW, TP@HKD5.67
- Southern Airlines (600029): OW, TP@RMB7.74
- Eastern Airlines (0670.HK): OW, TP@HKD4.30
- Eastern Airlines (600115): OW, TP@RMB5.94
- Shengquan Group (605589): OW, TP@RMB39.90

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666