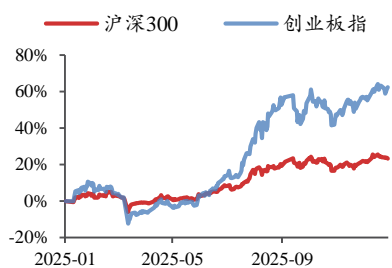


2026年01月26日

开源晨会 0126

——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(%)
电力设备	3.498
有色金属	2.725
国防军工	2.645
钢铁	2.505
传媒	2.006

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-1.520
银行	-0.904
煤炭	-0.756
家用电器	-0.714
非银金融	-0.488

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【策略】春季躁动，中小盘领衔——投资策略专题-20260125

【金融工程】A股市场的商品投资框架——大类资产配置研究系列(15)-20260124

行业公司

【中小盘】SpaceX二代星链系统预期明年推出，重视产业链投资机会——中小盘策略专题-20260123

【海外消费】锅圈开启“四店齐发”布局，茶饮龙头强者恒强——行业周报-20260125

【农林牧渔】供给压力后置春节前后猪价承压，海外禽流感扰动引发祖代引种暂停——行业周报-20260125

【传媒】AI入口争夺再升级，继续布局AI应用及游戏——行业周报-20260125

【汽车】供需紧平衡叠加产品升级，大缸径柴发有望量利齐升——行业点评报告-20260125

【海外科技】RoboX进展顺利，家用机器人新品密集亮相——行业周报-20260125

【非银金融】偏股基金新发同比明显增长，公募强化基准约束——行业周报-20260125

【煤炭开采】煤价动态波动中寻求合理点位，稳字是核心——行业周报-20260125

【计算机】周观点：SpaceX有望引领太空革命——行业周报-20260125

【机械】马斯克表示2026年底或2027年向公众出售人形机器人，魔法原子机器人将首秀春晚——行业周报-20260125

【商贸零售】老铺黄金SKP活动开启，关注春节销售超预期催化——行业周报-20260125

【食品饮料】春节旺季备货催化，大众品迎来布局窗口——行业周报-20260125

【化工】降碳趋势下龙头企业有望充分受益，氯化钾市场格局稳中偏强——行业周报-20260125

【汽车】小鹏汽车全球累计布局超60国家，宇树2025年人形机器人出货量超5500台——行业周报-20260125

【医药】原料药行业价格更新——行业周报-20260125

【电子】台积电计划新建4座先进封装设施，CPU、存储、封测涨价——行业周报-20260125

【通信】重视边际变化：卫星和国产AI链——行业周报-20260125

【电子】重视CCL涨价大周期，涨价持续性得到验证——行业点评报告-20260124

【电力设备与新能源】欧洲电动车销量月报(2025年12月)：2025年欧洲9国BEV同比+31%，2026年多国补贴将延续或重启——行业点评报告-20260122

【机械：拓普集团(601689.SH)】从汽车到人形机器人，大象轻盈起舞——公司深度报告-20260125

研报摘要

总量研究

【策略】春季躁动，中小盘领衔——投资策略专题-20260125

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

勿需惊慌，躁动或继续

我们在 11.30 的报告《提前布局春季躁动》当中指出：“近期市场出现了一定的调整，但我们认为当下已经可以更加积极。”但是近两周春季躁动迎来较为明显的结构分化：中小盘涨势较好，大盘相对低迷，且对应宽基 ETF 出现净流出加速的现象。对此，我们认为“勿需惊慌，躁动或继续”。

宽基指数 ETF 大幅净流出是否是离场信号？并不是，而是健康的表征

本周，宽基指数 ETF 仍在加速流出。截至 1 月 23 日，1 月各类型宽基 ETF 净流出规模已超出汇金 2025Q2 的净买入规模。其中，宽基指数 ETF 当中的流出主力是沪深 300ETF 而非 A500ETF。

(1) 当前类似 2025 年 6-9 月，行情较为积极的环境下宽基型 ETF 的净流出越显著。这不是在压制市场，而是居安思危，中央汇金有更好的窗口重新收回子弹，

为下一次市场的潜在波动积累稳定市场的底气。

(2) 自 2025 年 6 月以来，宽基型 ETF 净流出时，往往非宽基型 ETF 迎来净流入，一来一回形成对冲。在市场较为积极的环境下，部分居民及机构投资者更多买入弹性较大的非宽基型 ETF，而中央汇金的筹码更多集中在宽基型 ETF 当中，最终呈现宽基型 ETF 净流出，非宽基型 ETF 净流入组合。

成交额支撑下，春季躁动中小盘或优于大盘

市场“牛市”行情中，成交额变化往往易触发大小盘风格切换，每当日均成交额放量上新台阶，中小盘大概率优于大盘，占优时长 2-3 个月。复盘 2006-2007、2014-2015、本轮 2024 年至今，均呈现该规律。

成交额变化引发风格切换的背后，是流动性逻辑。市场流动性充裕，中小盘股票易触发“估值修复+成长预期”的双击，带来“流动性溢价”。1 月以来，成交额放量上新台阶，目前中小盘占优时长仅在 1 个月内，据 2-3 个月规律范围较远。只要日均成交额未出现明显缩量，中小盘占优的概率仍相对较高。

投资思路——春季躁动或继续，科技与周期两翼齐飞

本轮牛市的驱动力没有显著收紧和转向前维持看多，仍建议以证券化率达到 1.1 倍以上为信号。

两翼齐飞兼顾仓位平衡：(1) AI 硬件需跟踪 ΔG 的变化，重视机构仓位较低的 AI 端侧相关板块及科技内部高低切；(2) 十五五规划首年可以更加重视新的主题向主线过渡的情况比如商业航天、脑机接口等；(3) 本轮行情我们一直强调是科技+周期的双主线，提价线索叠加反内卷的加持下周周期风格同样也大有可为。

行业配置建议：(1) 科技内部的修复和高低切：军工、传媒（游戏）、AI 应用、港股互联网、电池、核心 AI 硬件；(2) PPI 改善加广谱反内卷受益：有色、化工、光伏、保险、电力、机械；(3) 中长期底仓：黄金、优化的高股息。

风险提示：宏观政策超预期变动；地缘政治恶化风险；产业政策发生变化风险。

【金融工程】A 股市场的商品投资框架——大类资产配置研究系列（15）-20260124

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

股商联动：商品股投资的基础

在报告《商品择时及其在资产配置中的应用》中，我们讨论了商品择时体系，本文我们讨论商品价格和股市的联动。

本文将商品类公司定义为成本或收入受商品价格影响较大的公司，体现形式为成本来源中原材料占比高等，典型行业如有色金属、化工、汽车、家电等。

不同产业链环节，股价和商品价格的关系有所区别：

上游（资源型）： $\text{利润} \approx \text{产量} * \text{成品价} - \text{成本}$ 。成本刚性条件下，利润与商品价格正相关，例如铜矿企业股价与沪铜期货走势长期同步。

中游（加工型）： $\text{利润} \approx \text{产量} * (\text{成品价} - \text{原料价}) - \text{加工成本}$ 。利润取决于商品价差或者加工费，而非单一商品价格。

下游（消费型）：商品是成本项，理论上与商品价格负相关。然而，如果下游景气程度明显高或低，也会出现上中下游股票同涨同跌的情况。

为了衡量股商联动，我们构建了商品弹性指标。

在多商品策略方面，我们针对上游公司构建策略，在空商品策略方面，我们针对具有特定特征的下游公司构建策略。

细分产业链的股商联动

铜铝等有色金属：商品铜具有全球定价的特征，与股票走势基本同步，A股领先信息有限。铜价与产业链各环节股票的关系呈现出上游正相关、中游弱相关、下游负相关的特征。在多铜策略方面，我们构建了铜矿组合的择时策略；在空铜策略方面，我们构建了电缆组合的择时策略。

类似地，铝价与产业链各环节股票的关系呈现出上游正相关、中游弱正相关的特征。在多铝策略方面，我们构建了电解铝组合的择时策略。

黄金：黄金股组合的相对净值走势与SHFE金价基本同步。黄金股相对于商品黄金的弹性值在多个阶段显著高于1，说明黄金股对金价波动的敏感性高于商品本身。在多黄金策略方面，我们构建了黄金开采组合的择时策略。

能源及化工：上游资源类公司股价与大宗商品价格正相关。中下游利润取决于特定产品的价差，若下游产品售价比较稳定，则利润与原油等上游商品价格的负相关。在多原油策略方面，我们构建了原油开采组合的择时策略；在空原油策略方面，我们构建了涤纶组合和改性塑料组合的择时策略；在价差策略方面，我们构建了PTA股票的价差择时策略。

储能：碳酸锂受储能电池的中观行业景气周期影响较高。储能电池产业链各环节股票在景气周期中呈现同涨同跌的特征，碳酸锂商品价格滞后于碳酸锂股票。

家电和汽车：在多数时间段可以归为上游价格冲击和景气并重型行业。家电行业成本受铜和钢价格影响大，而家电景气对铜价和钢价影响程度较低。我们使用家电行业指数和汽车行业指数构建了空金属策略。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

行业公司

【中小盘】SpaceX 二代星链系统预期明年推出，重视产业链投资机会——中小盘策略专题-20260123

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

SpaceX 二代星链系统计划“定档”2027 年，旨在提供更高速的网络服务

SpaceX 计划于 2027 年推出其第二代星链系统，旨在提供更高速的网络服务。二代星链系统预计将提供类似 5G 的连接服务，整体容量将比一代提高 100 多倍，吞吐量提升 20 倍以上。美国联邦通信委员会本月已批准 SpaceX 的申请，允许其再部署 7500 颗第二代星链卫星，以进一步提升其全球互联网服务能力。SpaceX 当前的蜂窝式星链技术已经在蜂窝信号覆盖不足的区域提供了数据连接服务，能够用于视频通话、信息发送以及应用程序访问等，但带宽仍然有限。相比之下，第二代蜂窝式星链技术有望提供类似 5G 的连接服务。

二代系统性能进一步提升，SpaceX 壁垒加固

摘要内容摘要内容摘要内容摘要内容摘要内相较于一代系统，二代星链的整体容量预计将提高 100 多倍，吞吐量提升幅度超过 20 倍。这种性能的指数级增长将极大地拓宽卫星互联网的应用场景，从个人宽带向更高频的移动通信及企业级应用渗透。随着 FCC 对 7500 颗新增卫星部署的批准，SpaceX 的先发优势将进一步扩大。大规模星座的部署不仅验证了其低成本发射与批量化卫星制造的能力，更通过对轨道资源及频段的占领先机，对后续入局者形成了显著的竞争壁垒。

太空数据中心有望解决北美地面能源的紧缺性问题

太空数据中心作为一种通过在轨搭建的大型计算设施，能够直接利用大气层外的太阳能获得源源不断的清洁能源，从而为 AI 等应用提供算力支持。2025 年底马斯克宣布未来 4 至 5 年部署 100GW/年的太空数据中心，用星链第三代卫星改造，把数千颗卫星组成太空算力网络。

受益标的

SpaceX 产业链。包括：（1）卫星能源系统。迈为股份、钧达股份、帝科股份；（2）卫星天线系统。信维通信等；（3）火箭。拓普集团、西部材料、七丰精工、康斯特等；太空算力产业链。包括：浩瀚深度、顺灏股份、瑞晟智能、明阳智能等。

风险提示：发射结果不及预期；政策支持不及预期；宏观经济波动的风险。

【海外消费】锅圈开启“四店齐发”布局，茶饮龙头强者恒强——行业周报-20260125

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 程婧雅（分析师）证书编号：S0790525070010 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004

潮玩/免税：12 月潮玩线下店效稳增，进境免税店新政扩容

潮玩：根据久谦，截至 2025 年 12 月，国内线下潮玩类目门店数量达到 9689 家/环比净开 184 家。2025 年 12 月潮玩品牌线下平均店效同比+13%，线下店效稳健增长；重点品牌中，12 月泡泡玛特/TOPTOY 店效同比+47%/-1%，头部品牌表现突出。免税：口岸进境免税新政一次性新设 41 家二三线城市机场及水路口岸进境免税店，旨在配合出入境开放政策，进一步发挥免税店支持提振消费作用。新政明确可参与招标持牌主体包括中免、深免、珠免、中出服、港中旅、王府井，预计全国化布局行业龙头及重点枢纽区域经营者有望受益。

餐饮：茶饮强者恒强、幸运咖加速，锅圈烤鱼爆品断货、2026 开启“四店齐发”

餐饮：2025 年餐饮行业呈现分化增长态势，茶咖赛道中，茶饮供给收缩而咖啡加速扩张，1-12 月瑞幸净增门店 7922 家、幸运咖净增 4926 家，店效均保持正向增长；中餐品牌持续扩张，小菜园、绿茶、老乡鸡门店数分别达 784、570、1679 家，外卖成为重要增量，海底捞外卖销售额同比激增 134.5%。锅圈：凭借“社区央厨”系统持续兑现爆品能力，2026 年开年“重庆万州烤鱼锅”套餐热销断货，相关抖音话题曝光超 6336.8 万次。其核心逻辑是“美食平权”战略下的“三重自由”：供应链优势实现价格自由，超万家门店构建场景自由，6000 万会员数据支撑口味自由。2026 年锅圈启动“四店齐发”布局，覆盖社区、乡镇、露营、小炒场景，进一步深化家庭餐饮

解决方案，迈步下一个万店目标。

美丽：半亩花田为“以花护肤”领导品牌，花物堂成就个护细分赛道龙头

近期花物堂向港交所递交招股书。2010年公司成立半亩花田品牌，确立了“以花护肤”品牌理念，早期推出“身体乳”和“身体磨砂膏”等身体护理产品。近年公司品线延展至头发洗护、面部洗护等领域。目前身体护理和发部护理为核心收入增长驱动，以2024年零售额计，半亩花田是身体乳、身体磨砂膏、洁面慕斯的国货第一品牌。以2024年线上渠道零售额计，半亩花田位列中国第四大身体护理品牌，是前五大品牌中唯一的国货品牌。2025Q1-Q3 身体护理/发部护理/面部洗护/其他收入分别实现收入 7.9/4.8/4.6/1.6 亿元，yoy+60.7%/+496.1%/+3.5%/+206.9%，占比 41.8%/25.5%/24.4%/8.4%。

本周行情：港股零售/消费者服务板块跑赢恒生指数，传媒跑输恒生指数

本周（1.19-1.23）港股消费者服务/传媒/商贸零售指数 0.28%/-2.29%/+2.3%，较恒生指数涨跌幅 +0.64/-1.94/+2.65pct，在30个一级行业中排名第22/27/11；本周潮玩、黄金类上涨排名靠前。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）餐饮：蜜雪集团、古茗、小菜园、锅圈；（2）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）美护：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、四环医药；（4）新消费：美图、赤子城科技；（5）即时零售：美团-W、顺丰同城；（6）旅游：长白山、同程旅行、携程集团-S、大麦娱乐；（7）教育：中国东方教育。

风险提示：项目落地不及预期，社会零售不及预期，行业竞争加剧等。

【农林牧渔】供给压力后置春节前后猪价承压，海外禽流感扰动引发祖代引种暂停——行业周报-20260125

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

周观察：供给压力后置春节前后猪价承压，海外禽流感引发祖代引种暂停

均重维持高位叠加二育回升积累供给压力，春节前后猪价回落风险抬升。据涌益咨询，截至2026年1月23日，全国生猪均价12.92元/公斤，周环比+0.15元/公斤，同比-2.40元/公斤，期间一度冲高至13.30元/公斤，体现节前补库带来的阶段性供需博弈。供给端，出栏均重均重未见回落，供给兑现或将集中于春节前后，叠加二育栏舍利用率回升至38%形成“抽水”效应，对价格构成短期支撑，供给压力后置。需求端，白条价修复至17.15元/公斤，毛白价差扩大至4.09元/公斤，屠宰端利润改善但量端未起，需求表现偏“价强”而非“量强”。结构侧肥标差走扩至0.74元/公斤，大猪端未见转松；库存端冻品库容率持续下行，去库验证终端承接改善，当前“价强量缩”更偏供给收缩与结构偏紧驱动。展望后市，短期看节前备货与白条价格修复叠加冻品持续去库，价格仍有韧性；但均重未降与二育回升使得供给压力后置，春节前后供给释放风险上升，猪价存在回落压力。

白羽鸡利润端由亏转盈，海外禽流感扰动引发祖代引种暂停。价格方面，鸡价小幅回落，但养殖利润由亏转盈，景气修复延续。供给端，由于法国主要供种地区爆发高致病性禽流感，国内祖代白羽肉鸡种鸡引种工作被迫中断。而此前，国内祖代白羽肉鸡主要引种地美国及新西兰均因高致病性禽流感中断引种。国内祖代引种被迫中断叠加补栏前置与在产端收缩，短期供给弹性偏弱，对价格形成支撑，后续需重点跟踪引种恢复节奏。成本端，饲料价格整体平稳，为利润修复提供托底。展望后市，短期在“供给弹性偏弱+成本平稳”的组合下，鸡价预计以高位震荡为主、利润延续修复。

重点新闻：

- （1）国家统计局：2025年末能繁母猪存栏3961万头，减少116万头，下降2.9%，处于正常保有量的101.6%。
- （2）财政部：2026年将出台推进加快农业保险高质量发展的指导性文件。

本周市场表现 (1.19-1.23): 农业板块跑输大盘 0.43 个百分点

本周上证指数上涨 0.84%，农业指数上涨 0.40%，跑输大盘 0.43 个百分点。子板块来看，农产品加工及林业板块领涨。个股来看，京基智农 (+29.47%)、泉阳泉 (+13.57%)、宏辉果蔬 (+9.94%) 领涨。

本周价格跟踪 (1.19-1.23): 本周生猪、草鱼、玉米等农产品价格环比上涨

1 月 23 日全国外三元生猪均价为 12.97 元/kg，较上周上涨 0.19 元/kg；仔猪均价为 23.54 元/kg，较上周上涨 1.55 元/kg；白条肉均价 17.35 元/kg，较上周上涨 0.35 元/kg。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【传媒】AI 入口争夺再升级，继续布局 AI 应用及游戏——行业周报-20260125

方光照 (分析师) 证书编号: S0790520030004

腾讯元宝开启新春活动，分 10 亿红包，AI 入口争夺升级，继续布局 AI 应用

1 月 25 日，腾讯旗下 AI 平台元宝宣布，将在 2 月 1 日开启新春活动，诚邀用户来元宝 App 体验新玩法，分 10 亿现金红包，单用户最高可得万元，即日起打开元宝 App，预约领红包，即可在 2 月 1 日获得额外 10 次抽奖机会。继字节跳动火山引擎此前宣布成为中央广播电视总台 2026 年春晚独家 AI 云合作伙伴，或推动旗下豆包大模型及 App 与春晚展开更多互动活动，以及阿里巴巴于 1 月 15 日宣布旗下千问 App 全面接入淘宝、支付宝、淘宝闪购、飞猪、高德等阿里生态业务，在全球首次实现点外卖、买东西、订机票、订酒店等 AI 购物功能，并向所有用户开放测试之后，腾讯元宝的新春红包活动或标志着腾讯加入对 C 端 AI 应用超级入口的争夺，红包活动或推动元宝下载量及日活用户数大增，大模型厂商对于 AI 入口的争夺再升级。此外，1 月 21 日，阿里千问引用 HuggingFace 数据显示，Qwen 衍生模型数量突破 20 万，成为全球首个达成此目标的开源大模型，且 Qwen 系列模型下载量突破 10 亿次，平均每天被开发者们下载 110 万次，稳居全球开源大模型第 1；同日，据《晚点 LatePost》报道，快手旗下视频生成大模型可灵 AI 的 MAU 在 2026 年 1 月突破 1200 万，且其 2025 年收入预计达到 1.4 亿美元，远超其 2025 年初定下的 6000 万美元收入目标。我们认为，国内大模型厂商不断通过高频模型迭代升级、模型性价比优势及海外扩张，提升用户/收入规模，并借助全年最盛大节日“春节”的系列活动所带来的强社交裂变效应，加码争夺 C 端 AI 入口，后续国内用户规模增长及商业化或加速，从而打开围绕大模型广告/电商/娱乐/本地生活/教育等变现方式的产业链上下游成长空间，建议继续布局 AI 应用。(1) 大模型/AI 入口：重点推荐腾讯控股、快手，受益标的包括阿里巴巴、Minimax；(2) AI+广告营销：重点推荐汇量科技、引力传媒，受益标的包括蓝色光标、易点天下等；(3) AI+电商：重点推荐值得买，受益标的包括微盟集团、光云科技等；(4) AI+音乐/社交：重点推荐网易云音乐，受益标的包括昆仑万维、盛天网络等；(5) AI+影视：重点推荐上海电影，受益标的包括华策影视、博纳影业等；(6) AI+教育：受益标的包括世纪天鸿等。

游戏新春活动加密，关注 AI 玩法及新游/长青游戏表现，坚定布局游戏板块

1 月 23 日，心动公司《心动小镇》手游国际服官宣下载量突破 1000 万，用户量持续超预期，或为后续流水爬升并超预期打下基础，其在 steam 平台的同时在线人数亦稳步提升，或进一步带来流水增量；同日，巨人网络《超自然行动组》启动周年庆活动后，1 月 24 日在 iPhone 游戏免费/畅销榜排名最高分别升至第 9/6，叠加寒假、春节假期，月流水或再创新高；三七互娱《RO 仙境传说：世界之旅》海外更多地区及《生存 33 天》App 端国服后续表现值得期待。我们建议继续布局供需共振、AI 赋能、估值性价比突出的游戏板块，重点推荐心动公司、恺英网络、巨人网络、完美世界，受益标的包括三七互娱、金山软件、虎牙等。

风险提示：AI 应用用户量、收入、游戏流水等低于预期，新游上线推迟等。

【汽车】供需紧平衡叠加产品升级，大缸径柴发有望量利齐升——行业点评报告-20260125

邓健全 (分析师) 证书编号: S0790525090003 | 赵悦媛 (分析师) 证书编号: S0790525100003 | 王镇涛 (联系人)

证书编号：S0790124070021

北美数据中心迈向“自供电”模式，柴发作为冗余电源成刚需配置

数据中心备电系统优先级显著提升，柴发优势显著。美国当前电网老旧且碎片化，数据中心并网缓慢；同时美国电力供需缺口正在扩大，无法持续满足大型数据中心需求，自配电源成为规避停机损失、稳定运营的必然选择。xAI、OpenAI、Meta 等大厂数据中心都已启用自备电厂方案，保障算力集群长期稳定运行。柴发启动稳定、持续供电能力强，是保障长时间停电的核心设备。

数据中心建设处高景气周期，大缸径柴发需求端持续放量

国内外互联网厂商数据中心资本开支高增，高景气周期下柴发需求持续扩容。谷歌 2025Q3 上调全年资本开支至 910-930 亿美元，微软单季数据中心相关资本开支 349 亿美元、两年内计划将全球数据中心规模扩大一倍。柴发作为数据中心备用电源关键环节，需求快速增长。根据康明斯预计，全球数据中心发电机市场空间将从 2023 年的 60 亿美元增至 2030 年的 120 亿美元。

AI 浪潮推升机柜功率密度，催生对高功率、高响应柴发的刚性需求。传统 IDC 主流单机柜功率为 4-8kW，而 AIDC 部署的高功率 GPU/TPU 使得单机柜功率逐步提升至 20-100kW，未来或将超过 600kW 这使得柴发容量和并机数量进一步增加。目前市场主流柴发功率仍集中在 1.8-2MW，随 AIDC 功耗提升，2-4MW 功率柴发机型出货量有望提升。

外资订单排产长期饱和，供需紧平衡下柴发价格持续上行

外资订单排产长期饱和，柴发价格持续上行。当前全球大缸径发动机主要由康明斯、卡特彼勒、MTU、三菱重工、科勒等外资品牌掌控，其中康明斯部分订单交付周期达 12-18 个月，卡特彼勒和 MTU 订单排期到 2026 年。国内厂商抓住国产替代窗口期，通过灵活组织产能承接部分订单，但由于产能受限，行业大功率柴发仍供不应求，柴发价格或将持续上行。

大缸径发动机关键组件成本上行，通胀传导下游。燃油高压喷射和电控系统等关键部件目前仍以外资主导，但外资扩产慢，由于供给稀缺，拥有核心零部件产能的厂商在产业链具有议价权，涨价沿产业链向下游放大，以此传导通胀，数据中心用大缸径发动机开始新一轮涨价。

投资建议

我们持续看好北美缺电背景下大缸径发动机的增长机会，有望带动相关上中游企业的营收和利润显著增长。受益标的：潍柴动力、潍柴重机、中原内配、天润工业、长源东谷、威孚高科。

风险提示：算力需求增长不及预期、市场竞争加剧风险、国内数据中心建设进度不及预期、技术替代风险等。

【海外科技】RoboX 进展顺利，家用机器人新品密集亮相——行业周报-20260125

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 陈沅（联系人）证书编号：S0790124070037

汽车：静待乘用车拐点，RoboX 公司进展顺利

本周恒生汽车主题指数+2.2%，跑赢恒生指数（-0.4%）、恒生科技指数（-0.4%）、沪深 300 汽车指数（-0.2%）。本周理想汽车+4.9%、奇瑞汽车+4.4%领涨，而华晨中国-9.8%，小鹏汽车-4.5%领跌。2025 年乘用车市场再创新高，2026 年 1 月乘用车销售预计可实现同比微增。本周新车发布相对平淡，吉利银河 V900 上市。RoboX 方面，曹操出行计划 2030 年投放 10 万辆完全定制 Robotaxi，在全球开启商业化运营，Waymo 在迈阿密推出 Robotaxi 服务，九识智能携手中国邮政斩获广州市级首批无人驾驶装备路测许可。

工具：泉峰越南园区落地，CES 新品惊喜不断

美国 12 月通胀数据较平和，成屋销售有所回暖，降息节奏或待观望。泉峰（越南）新能源智造基地奠基，全球化战略布局迈出关键一步。CES2026 家用机器人新品频出，实机演示表现抢眼：石头科技推出全球首款双轮腿架构的轮足扫地机器人 G-Rover，追觅首次同步入驻 VenetianExpo 与 LVCC 两大展馆，首次完整呈现“追觅全屋智能生态”，科沃斯在本届 CES 构建了一个覆盖家庭全方位服务场景的机器人矩阵，元鼎连续四年斩获 CES 创新奖，展示了两款泳池机器人。东成蝉联“中国电动工具 NO.1”，创新硬实力领跑行业。本田正式量产商用电动割草机，首款商用电动 ZTR 割草车在美国投产。Milwaukee 在英国开旗舰体验中心，充分建立战略价值。

投资建议：

汽车：乘用车零售继续承压，静待消费政策明朗化、各厂商新车周期、智能驾驶催化，关注 RoboX 公司进展、L3 政策落地时点。推荐智能驾驶及 Robotaxi 相关公司小马智行、地平线机器人-W、黑芝麻智能、小鹏汽车-W，受益标的文远知行、禾赛-W、速腾聚创。

工具：中期降息趋势明确，短期美联储动作反复提供配置机会；对美出口政策环境趋稳，龙头企业全球产能布局成熟充沛，关税扰动反而利好其份额提升，待 β 修复或更具双击弹性。关注割草机器人、泳池机器人产业进展。推荐创科实业、泉峰控股，受益标的有巨星科技、格力博、大叶股份、中坚科技、石头科技、九号公司。

风险提示：产品推出不及预期，产能及供应链风险，监管政策变动，宏观经济增长放缓，地缘政治风险。

【非银金融】偏股基金新发同比明显增长，公募强化基准约束——行业周报-20260125

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002 | 张恩琦（联系人）证书编号：S0790125080012

周观点：偏股基金新发同比明显增长，公募强化基准约束

2026 年开年以来，市场成交额、基金新发同比改善明显，利好金融 IT 和券商板块基本面，券商经纪业务有望延续较快增长，同时投行、资管和海外扩表有望助力头部券商 ROE 进一步提升，看好金融 IT 和券商板块布局机会。保险在个险和银保两端均实现开门红，存款迁移趋势延续，看好保险板块春季行情延续。

券商：偏股基金新发同比改善，公募基金业绩比较基准指引正式稿落地

(1) 本周日均股基成交额 3.44 万亿，环比-16%；截至 1 月 23 日，2026 年开年以来市场日均股基成交额 3.64 万亿，较 2025 年 Q1 的 1.77 万亿增长 105%；截至 1 月 23 日，2026 年 1 月新成立股票和混合类基金份额 443 亿，较 2025 年 1 月数据同比+56%。(2) 2026 年 1 月 23 日，“公募基金业绩比较基准指引”正式稿落地，并设置一年实际过渡期。该政策明确基准的选取规范并严格基准变更要求，强化基准约束(建立全流程管控机制、针对不同产品审慎设置差异化指标和阈值、压实托管人监督)，建立健全以基金投资收益为核心的绩效考核和薪酬管理体系。(3) 1 月 21 日瑞达期货公告：公司拟以自有资金 5.89 亿元购买申港证券 11.94%股权，申港证券截至 2025 年 3 季度末净资产 58.26 亿，前 3 季度净利润 3.42 亿。通过本次股权收购，公司有望有效整合证券公司与期货公司的业务资源，发挥协同效应。(4) 2026 年开年股市成交活跃度显著提升，利好券商和金融 IT 标的盈利上修；当下券商板块估值和机构持仓仍在低位，过往一年整体滞涨，资金面扰动不影响板块中期逻辑，看好板块春季行情，关注业绩催化。推荐三条主线：低估值头部券商华泰证券、国泰海通、中金公司 H 和中信证券；大财富管理优势突出的广发证券、东方证券 H；零售优势突出的国信证券，受益标的同花顺。

保险：2025 年 4 季度利率研究值保持平稳，负债和资产两端催化有望延续

(1) 1 月 20 日，中保协官网公布 2025 年四季度普通型人身保险产品预定利率研究值为 1.89%，与上个季度研究值 1.90%相比微幅下降 1bp，趋势逐步平稳。我们预计，若后续利率维持当下水平，利率研究值有望波动较小，从而使得预定利率（当下传统险为 2.0%）进入平稳阶段。(2) 受分红险转型、个险报行合一等多因素影响，2025 年 Q1 个险渠道整体承压；2026 年开门红备战充分，分红险在牛市预期加持下性价比凸显，个险渠道新单增速向好；疫情期间超额储蓄带来的定期存款逐步到期或加快居民存款向保险的迁移，银保渠道有望延续 2025 年的较高

增长。(3) 资产端看，长端利率企稳、权益市场向好利于净资产和险企盈利表现，叠加负债成本边际改善，中长期看险企利差有望逐步向好，带动估值回升，随着长端利率企稳回升，险企估值有望向 1 倍 PEV 靠拢，推荐中国人寿、中国太保和中国平安。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：广发证券，国泰海通，华泰证券，中金公司 H；中国人寿，中国太保，中国平安；中信证券，国信证券；江苏金租，香港交易所，九方智投控股。

受益标的组合：同花顺。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端表现不及预期。

【煤炭开采】煤价动态波动中寻求合理点位，稳字是核心——行业周报-20260125

王高展（分析师）证书编号：S0790525070003 | 程懿（分析师）证书编号：S0790525090001

本周要闻回顾：煤价动态波动中寻求合理点位，稳字是核心

动力煤方面：动力煤价格微跌，截至 1 月 24 日，秦港 Q5500 动力煤平仓价为 685 元/吨，环比下降 10 元/吨，前期已经完成了我们估算的第四目标价格区间，即 800-860 元区间。目前回调至煤电盈利均分的 750 元价格以下，我们预计未来价格将逐步修复到 750 元合理价格并保持窄幅波动。近期动力煤价格短期触底，煤价有所修复，随着元旦后北方寒潮的到来，板块有望触底回升。我们认为长期来看整体投资逻辑并未发生改变，价格仍主要受到供给持续收紧和需求继续放量的双重影响。其中供给收缩是自 7 月严查超产行动的延续，叠加 11 月中央安全生产考核巡查推进，使得产能释放进一步受限；而需求上升是由于近期能源进入需求旺季，北方多地由于新一轮寒潮来临而提前供暖，工业生产也推进到了年底冲刺阶段，各种工厂的煤炭需求均有大幅增长态势。炼焦煤方面：截至 1 月 24 日，京唐港主焦煤报价 1800 元/吨，从七月初的 1230 元的底部反弹；焦煤期货反弹仍处于较高水平，从 6 月初的 719 元反弹至当前的 1157 元，累计涨幅达到 60.9%；炼焦煤价格随着动力煤价格的波动而波动，在 2.4 倍比值有非常明显的规律。

投资逻辑：动力煤和炼焦煤价格已到拐点右侧

动力煤属于政策煤种，我们判断价格上行将经历“修复央企长协、修复地方长协、达到煤电盈利均分线、上穿且接近电厂报表盈亏平衡线”四个过程。现货修复至长协价格（央企长协 670 元和地方长协 700 元）之上，实际是大宗商品双轨制运行机制下的必选结果，长协本身作为优惠品种而与现货形成倒挂，会促使下游用户优先购买现货而暂缓购买长协，从而驱动现货的价格修复。达到“煤和火电企业”盈利均分位置（测算 2025 年是 750 元左右），是政策修复煤价目标的理想结果。理想目标之后的上穿过程属于惯性结果，对于煤价上穿是否有顶部极值，则预测是电厂报表盈亏平衡线 860 元，区间为 800-860 元。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定，对于其目标价格可通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”作为参考，京唐港主焦煤现货与秦港动力煤的现货比值为 2.5 倍，则与动力煤第一、第二、第三、第四目标对应的炼焦煤目标价分别为 1608 元、1680 元、1800 元、2064 元。焦煤期货将修复与京唐港主焦煤现货的贴水。

投资建议：周期与红利双逻辑，四主线布局

煤炭股双逻辑之一：周期弹性。当前动力煤和炼焦煤价格仍处于历史低位，为反弹提供了空间。随着供给端“查超产”政策推动产量收缩，以及需求端进入取暖旺季，煤炭供需基本面有望持续改善，两类煤种价格均具备向上弹性。其中，动力煤有长协机制修复和“煤和火电企业盈利均分”的逻辑支撑；而炼焦煤因市场化程度更高，对供需变化更敏感，可能展现出更大的价格弹性。煤炭股双逻辑之二：稳健红利。多数煤企依然保持了高分红的意愿，中报仍有 6 家上市煤企发布中期分红方案（中国神华/山西焦煤/陕西煤业/上海能源/兖矿能源/中煤能源）。资本市场在全球政经高度不确定以及国内稳经济的预期下，投资行为存在情绪上的脉冲，煤炭板块具备周期与红利的双重属性，当前煤炭持仓低位，基本面已到拐点右侧，已到布局时点。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，

周期逻辑：动力煤的【晋控煤业、兖矿能源】，冶金煤的【平煤股份、淮北矿业、潞安环能】；主线二，红利逻辑：【中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【新集能源、广汇能源】。

风险提示：经济增速下行风险，进口煤大增风险，可再生能源加速替代风险

【计算机】周观点：SpaceX 有望引领太空革命——行业周报-20260125

刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2026.1.19-2026.1.23），沪深 300 指数下跌 0.62%，计算机指数下跌 0.30%。

周观点：SpaceX 有望引领太空革命

（1）SpaceX 计划在 2026 年上市，有望创下史上最大规模 IPO

1 月 22 日消息，马斯克正积极推进麾下太空探索技术公司 SpaceX 的首次公开募股（IPO）计划，其目标是在 2026 年 7 月之前完成 IPO。SpaceX IPO 拟募资超过 300 亿美元，目标整体估值约为 1.5 万亿美元，有望创下史上最大规模的 IPO，SpaceX 计划将部分 IPO 募资用于开发太空数据中心。

（2）第三代星舰即将首飞，开启从飞行试验向工程应用过渡的新阶段

星舰作为 SpaceX 的下一代运载火箭，是马斯克火星之梦的载体。一代和二代“超重-星舰”共计完成 11 次飞行试验后，正式落下帷幕。2025 年 10 月 14 日，SpaceX 的“超重-星舰”（SuperHeavy-Starship）完成第十一次飞行试验，一级复用和可控返回、模拟载荷部署、“猛禽”（Raptor）发动机在轨重启、二级再入和溅落等预期目标全部达成，标志项目研制取得阶段性成果。三代“超重-星舰”正在制造总装，将在 2026 年进行首飞，开启从飞行试验向工程应用过渡的新阶段。第三代星舰研制成功后将具有近地轨道（LEO）100+吨的运载能力。并且星舰能够实现超重型助推器与上级火箭完全回收，有望进一步降低太空运输成本。2026 年 1 月，马斯克在社交媒体表示，三年内让星舰发射频率突破每小时一次，每年生产 1 万艘星舰飞船。我们认为，随着星舰的批量化生产与发射，太空探索有望迈入新阶段。

（3）SpaceX 计划于 2027 年推出第二代蜂窝式星链系统，瞄准 5G 级体验

根据《Starlinkprogress2025》，SpaceX 计划于 2026 年开始发射其第三代卫星，每一颗新卫星将向地面客户提供超过 1,000Gbps 的下行链路容量和超过 200Gbps 的上行链路容量。SpaceX 在近期提交给美国联邦通信委员会（FCC）的文件中透露，计划于 2027 年推出第二代蜂窝式星链系统，旨在实现“大幅增强”的卫星直连手机服务，提供接近地面 5G 网络的体验。新一代系统的总容量将较第一代卫星网络提升超过 100 倍，数据吞吐能力也将提高 20 倍以上。

投资建议

我们高度看好 2026 年海内外商业航天技术与资本共振，继续关注火箭产业链：受益标的西部材料、航天动力、航天工程、飞沃科技、银邦股份、天力复合、航天机电、超捷股份、斯瑞新材、广联航空、高华科技、航天发展、铂力特等。卫星产业链及太空算力：推荐中科星图、航天宏图、普天科技、亚信安全、永信至诚等，受益标的信维通信、旭升集团、通宇通信、迈为股份、钧达股份、东方日升、国瓷材料、星图测控、顺灏股份、中国卫星、佳缘科技、上海港湾、臻镭科技、盛邦安全、霍莱沃、航天环宇、天银机电、上海瀚讯、乾照光电。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【机械】马斯克表示 2026 年底或 2027 年向公众出售人形机器人，魔法原子机器人将首秀春晚——行业周报-20260125

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 黄雄（分析师）证书编号：S0790525070005

人形机器人板块：结构性走强，上行趋势明晰

近期人形机器人板块指数呈震荡向上走势，量能温和放大，进入震荡上行通道。本周（1月19日-1月23日，全文同）沪深300指数微跌0.62%，科创50指数上涨2.62%；人形机器人核心公司指数上涨0.82%，跑赢沪深300指数。周涨跌幅榜排名前五的是：新坐标（36.30%）、伟创电气（12.31%）、拓普集团（11.30%）、隆盛科技（11.12%）、日盈电子（10.60%）；周涨跌幅最后五位的是：斯菱智驱（-6.12%）、三花智控（-5.95%）、步科股份（-5.29%）、新泉股份（-4.19%）、浙海德曼（-3.15%）。

本周人形机器人板块结构性走强，核心标的获得资金关注，产业主要驱动：（1）马斯克在达沃斯宣布Optimus将于2026年底至2027年公开销售，全球人形机器人产业正驶入交付倒计时阶段；（2）“魔法原子机器人”将亮相2026年央视春晚舞台，有望大幅提升人形机器人的国民认知度及市场普及进程；（3）宇树科技披露2025年实际出货量突破5500台，量产能力和产业兑现力得到实质性验证。人形机器人行业正在跨越技术验证门槛，开启量产落地新纪元，为板块中长期上行奠定坚实基础。

魔法原子机器人将首秀春晚，“追觅系”生态受关注

（1）由追觅科技孵化的魔法原子人形机器人将亮相2026年央视春晚，以MagicBotZ1（小人形）与MagicDog（四足）登台亮相。春晚“零容错”的直播环境对稳定性与实时交互构成终极压力测试，本次登台展示其在运动控制与通信时延等核心技术的工程化成熟度，并有望加速人形机器人普及。（2）魔法原子作为国内具身智能领域的准独角兽企业，凭借“极客基因+产业落地”的双轮驱动模式，已迅速跻身国产人形机器人第一梯队，2026年将冲刺IPO。公司具备工程化量产经验与从算法到核心零部件的全链路整合能力，公司正通过技术降本与场景复用的核心逻辑，重新定义人形机器人的商业化路径，受益标的：模塑科技。（3）追觅科技正通过“技术同源+数据飞轮+垂直制造”的三位一体闭环，打造“通用人工智能+通用硬件平台”的结合体生态范式，构建全场景覆盖下的主动服务闭环。其将消费电子领域验证过的全球领先高速马达技术与供应链体系降维释放至机器人本体，构建起极具竞争力的成本护城河；并依托海量终端的家庭非结构化数据，实现从“单品创新”向“通用具身智能生态”的跃迁。（4）2025年人形机器人从“0-1”走向“1-10”，核心是“技术收敛”；展望2026，我们认为将走向“10-100”，核心是“量产和商业化”，应更加关注“订单和产能建设”为核心的强确定性标的。

相关标的和公司

相关标的：（1）结构件：受益标的：模塑科技、凯众股份、蓝思科技、旭升集团、长盈精密；（2）轴承：推荐五洲新春，受益标的：万向钱潮；（3）头部总成：受益标的：蓝思科技；（4）关节总成：受益标的：拓普集团、三花智控；（5）灵巧手：推荐震裕科技、五洲新春、骏鼎达，受益标的：浙江荣泰、日盈电子、恒勃股份；（6）行星滚柱丝杠：推荐震裕科技、五洲新春，受益标的：恒立液压；（7）减速器：推荐隆盛科技；（8）电机：受益标的：金力永磁、德昌股份、恒帅股份、伟创电气、步科股份、雷赛智能；（9）电子皮肤及覆盖材料：受益标的：日盈电子、岱美股份、恒辉安防；（10）检测和标准化：推荐标的：集智股份，受益标的：双元科技。

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。

【商贸零售】老铺黄金 SKP 活动开启，关注春节销售超预期催化——行业周报-20260125

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 李昕恬（联系人）证书编号：S0790125100021

老铺黄金 SKP 活动开启，关注春节销售超预期催化

本周国家统计局发布社零数据：2025年全年我国社零总额同比+3.7%，其中12月同比+0.9%，消费呈温和复苏态势。分消费类型看，服务零售表现优于商品零售；分渠道看，线上业态持续复苏，线下超市、便利店和专业店表现相对稳健；分品类看，必选消费品类基本稳健，粮油食品表现更优，可选消费品类表现有所分化，化妆品、金银珠宝表现更优。展望后续，在零售业高质量转型的政策指导下，新一年有望进一步释放消费潜能。此外，1月24日老铺黄金北京SKP门店启动情人节大促，店铺销售表现火热，消费者反馈热烈、排队剪排队高。在金价走高与老铺涨价预期共同作用下，消费者购买意愿增强并有望提升相关预算，需求端保持较高水平，关注春节销售

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

超预期催化。我们认为，高端中式古法黄金仍在持续破圈，老铺黄金作为高端黄金稀缺供给方，品牌溢价已建立，高势能商圈持续布局，叠加高净值客群运营与服务能力提升，长期成长动能强劲。

行业关键词：DFS、鸣鸣很忙、欧舒丹、林里、问小团等

【DFS】中国中免收购 DFS 大中华区业务，LVMH 成为股东。

【鸣鸣很忙】鸣鸣很忙香港 IPO 拟募资 31 亿港元。

【欧舒丹】欧舒丹拟赴美国 IPO。

【林里】林里完成数千万元 A 轮融资。

【问小团】美团上线“问小团”AI 搜索功能，拓展本地生活服务场景。

板块行情回顾

本周（1月19日-1月23日），商贸零售和社会服务指数分别报收 2541.70 点/9615.81 点，分别上涨 2.16%/上涨 3.20%（同期上证综指累计上涨 0.84%），在 31 个一级行业中分别位居第 16/12 位。商社各细分板块中，本周钟表珠宝板块涨幅最大，2026 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周新华百货(+22.0%)、三峡旅游(+18.7%)、新迅达(+18.3%) 涨幅靠前。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐潮宏基、老铺黄金、周大福等，受益标的周生生等；

投资主线二（线下零售）：关注顺应趋势变革探索的线下零售企业和 AI 赋能跨境电商龙头，重点推荐永辉超市、爱婴室、吉宏股份、赛维时代等；

投资主线三（化妆品）：关注满足情绪价值和成分创新的国货品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、巨子生物、润本股份，受益标的林清轩等；

投资主线四（医美）：关注差异化医美产品厂商和持续并购扩张的连锁医美机构，重点推荐美丽田园医疗健康、爱美客、科笛-B、朗姿股份等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

【食品饮料】春节旺季备货催化，大众品迎来布局窗口——行业周报-20260125

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

核心观点：基本面与估值低位共振，旺季临近开启修复行情

1月19日-1月23日，食品饮料指数跌幅为 1.4%，一级子行业排名第 25，跑输沪深 300 约 0.8pct，子行业中零食(+6.1%)、预加工食品(+4.9%)、烘焙食品(+4.3%) 表现相对领先。经过前期持续调整，食品饮料板块当前已处于基本面与估值的较低位置，具备显著的布局价值。2025 年 12 月 CPI 同比上涨 0.8%，呈现温和修复态势，且已回升至近年来较高水平。叠加已经明确扩内需促消费的政策基调，行业需求底部回暖信号渐显。当前板块估值与政策底形成共振，悲观预期逐步释放，为布局提供了安全边际。春节旺季备货将成为板块业绩的核心催化，大众品需求韧性凸显，零食赛道景气度持续上行，叠加春节时间错配效应，预计 2026Q1 板块业绩有望实现较快增长。春节作为食品饮料消费核心旺季，礼品采购、家庭团聚等场景带动大众品备货需求集中释放。零食行业受益于渠道变革与品类红利，景气度持续向上，头部企业礼盒产品储备充足，魔芋、坚果等细分品类放量明显，预计 2026Q1 业绩弹性显著，有望推动板块整体增速实现阶段性改善。聚焦 2026 年，大众品方面重点看好原奶/乳制品、零食赛道及餐饮供应链三大细分方向的投资机会。原奶板块供需格局持续优化，当前奶价处于磨底区间，奶

牛存栏量持续缩减，牧场亏损推动低效产能出清，叠加对欧盟乳制品临时反补贴政策落地，2026年奶价有望企稳回升，上游牧场及下游乳企均将受益，相关标的包括优然牧业、伊利股份、蒙牛乳业等。零食赛道延续高景气，头部企业凭借大单品战略、全渠道布局及成本红利，净利率持续提升，卫龙美味、甘源食品、盐津铺子、西麦食品等标的兼具成长性与估值优势。餐饮供应链受益于餐饮消费复苏，叠加春节餐饮场景加持，行业有望迎来量价齐升，受益标的包括安井食品、锅圈等。

推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、卫龙美味、甘源食品

(1) 贵州茅台：在白酒需求下移背景下，公司进行市场化改革，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率持续高位，此轮周期后茅台可看得更为长远。(2) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(3) 西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计营收保持较快增长，盈利能力有望持续提升。(4) 卫龙美味：展望2026年，魔芋单品有望保持较快增长，产品仍处于红利期。同时豆制品可能打开第三增长曲线，以及海外市场具备较大空间。(5) 甘源食品：看好公司困境反转机会，展望2026年公司经过调整后目前各渠道趋势向好，2025H1低基数叠加2026年春节时间错配，我们预计2026Q1报表业绩可能有较大弹性。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【化工】降碳趋势下龙头企业有望充分受益，氯化钾市场格局稳中偏强——行业周报-20260125

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 宋梓荣（分析师）证书编号：S0790525070002

行业观点1：我国降碳趋势显现，龙头企业凭借管理/能耗优势抢占更多份额

近日，工业和信息化部等五部门联合印发《关于开展零碳工厂建设工作的指导意见》，提出2026年起遴选一批零碳工厂做好标杆引领，到2030年逐步拓展至钢铁、有色金属、石化化工、建材、纺织等行业领域。2026年为双碳工作中的一个关键拐点之年，碳排放交易市场的完善叠加反内卷政策的推动，降碳趋势逐步显现。生态环境部已官宣了清晰的扩围时间表，到2027年化工、石化、民航、造纸等行业也将被纳入碳交易市场。我们统计了液碱、聚氯乙烯、纯碱等6个化工子行业能效“领跑者”企业的情况，其能耗水平较行业标杆水平平均低19%、较基准水平平均低31%。即能效“领跑者”企业能耗低于行业平均水平较多，市场竞争力较强，未来随着碳交易市场完善，低能耗企业有望充分受益。新一轮供给侧改革将至，龙头企业凭借管理/能耗优势抢占更多份额，化工行业有望迎来重大拐点。

行业观点2：国产钾供应缩减+进口钾肥成本攀升，氯化钾市场呈现“稳中偏强”

供给端：藏格矿业钾肥产能核减至120万吨，必和必拓钾肥项目开支再增10亿美元。需求端：人均耕地面积缩减+粮食及生物燃料需求攀升，下游对钾肥价格可负担性增。据百川盈孚数据，1月23日氯化钾市场均价3295元/吨，较2025年同期增长27.52%、较1月16日增长0.3%。本周氯化钾市场呈现出小幅拉涨走势，市场询盘活跃度有所提升，价格重心逐步上移。

本周行业新闻：卓越新能源（泰国）生物能源项目奠基建设等

【生物柴油】据龙岩卓越新能源报道，1月16日上午，龙岩卓越新能源旗下泰国公司在泰国春武里府东部工业园举行生物能源项目奠基开工建设仪式。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【铬盐】振华股份；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】博源化工、三友化工等；【其他】黑猫股份、苏博特、江苏索普、大洋生物等。【新材料】OLED：瑞联新材、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：

阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学、东方盛虹等；【化纤行业】聚合顺、恒逸石化、华鼎股份等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、湖北宜化等；【硅】新安股份；【氯碱行业】中泰化学、新疆天业等；【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】卓越新能、万凯新材、华谊集团、中触媒等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险 1。

【汽车】小鹏汽车全球累计布局超 60 国家，宇树 2025 年人形机器人出货量超 5500 台——行业周报-20260125

邓健全（分析师）证书编号：S0790525090003 | 赵悦媛（分析师）证书编号：S0790525100003 | 傅昌鑫（分析师）证书编号：S0790525090005

行业重点新闻

(1) 吉利自研全固态电池年内将完成首个 Pack 下线，并进行装车验证；(2) 继马斯克宣布特斯拉汽车全面转向 FSD 订阅制后，目前特斯拉美国已悄悄对旗下 ModelS/3/X/Y 及 Cybertruck 车型进行调整，砍掉了汽车标配的 Autopilot 基础辅助驾驶（车道居中）功能；(3) 轻舟智航：辅助驾驶量产车超百万辆，行业首个单征程 6M 城市 NOA 方案已落地 ADPro 理想 L 系列智能焕新版，轻舟智航今年要发力交付城市 NOA，而且大部分是基于 J6M 的方案；(4) 特斯拉 Robotaxi 车队规模达 200 辆，同步推进无安全员测试，其中 158 辆部署于加州湾区，其余 42 辆投放至奥斯汀市；(5) 小鹏汽车全球累计布局超 1000 家销售网点，海外已拓展至 60 国；(6) 小鹏汽车首台 ET1 版机器人落地，计划 2026 年量产高阶人形机器人；(7) 宇树科技公布 2025 年人形机器人出货量超 5500 台，同期该品类本体量产下线量超过 6500 台，或将跃居行业第一；(8) 宇树科技人形机器人外观专利获批，适用于家庭服务等场景；(9) 2026 年央视春晚完成首排，机器人再度登场展现科技艺术融合。

行情回顾

(1) 本周沪深 300 指数跌幅 0.62%，其中汽车板块涨幅 2.21%，涨跌幅位居 A 股一级行业第 8 位。(2) 本周乘用车 II 指数跌幅 0.67%，小鹏汽车-W、吉利汽车领涨。(3) 本周商用车指数涨幅 7.38%，潍柴动力、金杯汽车领涨。(4) 本周汽车零部件指数涨幅 2.70%，艾可蓝、交运股份领涨。电控系统涨跌幅-0.24%，保隆科技、伯特利领涨；轴承涨跌幅 2.72%，南方精工、光洋股份领涨；减速机/齿轮类涨跌幅-0.87%，隆盛科技、精锻科技领涨；轻量化&结构件涨跌幅 3.58%，超捷股份、海泰科领涨；电机涨跌幅 1.49%，云意电气、大洋电机领涨；Tier1 涨跌幅 8.91%，敏实集团、多利科技领涨；传感器涨跌幅 2.47%，日盈电子、华培动力领涨；直线传动部件涨跌幅 6.65%，新坐标、北特科技领涨。

投资建议

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

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

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

【医药】原料药行业价格更新——行业周报-20260125

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 阮帅（分析师）证书编号：S0790524040007 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002

2026 年动保原料药有望迎来周期性回升

中国化学原料药行业 PPI 指数持续下行，上游原材料价格有上涨趋势。受行业需求波动等因素影响，抗生素上游中间体价格有所下降，处于历史底部区域。受行业供给过剩及下游需求疲弱影响，近些年动保原料药价格持续下行，氟苯尼考均价从 400-700 元/kg 的区间下降到近期的 100-200 元/kg 区间，强力霉素价格也下降到历史底部区间，行业出清加速，2026 年动保原料药价格有望迎来周期性回升。

肝素及碘造影剂原料药处于周期底部

肝素原料药行业经历 2019-2021 年高潮阶段，整体处于供过于求的状态。2023 年肝素原料药价格呈现下降趋势，其中 2023Q4 价格呈现急速下降，主要受非规范市场价格下跌影响。近两年肝素 API 价格基本处于企稳阶段。从 2021-2022 年，受智利和日本地震、疫情等因素影响，碘原料供给端出现明显收缩，碘原料价格经历快速上涨，2022-2023 年处于价格周期顶点。受其他行业需求旺盛拉动（电子行业），近两年碘原料价格有所回升。

1 月第 3 周医药生物下跌 0.39%，线下药店板块涨幅最大

从月度数据来看，2026 年初至今沪深整体呈现上行趋势。2026 年 1 月第 3 周建筑材料、石油石化、钢铁等行业涨幅靠前，银行、通信、非银金融等行业跌幅靠前。本周医药生物下跌 0.39%，跑赢沪深 300 指数 0.23pct，在 31 个子行业中排名第 27 位。

2026 年 1 月第 3 本周线下药店板块涨幅最大，上涨 9.66%；原料药板块上涨 2.41%，医药流通板块上涨 2.28%，医疗耗材板块上涨 1.72%，医院板块上涨 1.15%；医疗研发外包板块跌幅最大，下跌 3.96%，化学制剂板块下跌 1.74%，医疗设备板块下跌 0.7%，其他生物制品板块下跌 0.15%，血液制品板块上涨 0.01%。

医药布局思路及标的推荐

月度组合推荐：药明康德、三生制药、石药集团、皓元医药、泽璟制药、前沿生物、昊帆生物、联邦制药、普洛药业。

周度组合推荐：康龙化成、药明合联、奥浦迈、毕得医药、阳光诺和、微电生理、通策医疗、方盛制药。

风险提示：政策变化风险、市场竞争加剧的风险、药物临床研发失败等。

【电子】台积电计划新建 4 座先进封装设施，CPU、存储、封测涨价——行业周报-20260125

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 向俊儒（联系人）证书编号：S0790125070018

市场回顾

本周（2026.1.19-2026.1.23），电子行业指数周涨跌幅为 1.58%，其中消费电子跌 1.4%、半导体涨 2.7%、光学光电涨 3.4%。中芯国际 H 本周跌 1.4%、华虹半导体 H 涨 2.8%、寒武纪跌 6.3%。

海外方面，纳斯达克指数本周跌 0.06%，闪迪涨 14.56%、AMD 涨 12.01%、美光涨 10.17%、ASML 涨 2.24%、Meta 涨 6.21%。

行业速递

终端：多形态 AI 硬件有望密集发布。OpenAI 计划于 2026 年下半年推出首款硬件设备——AI 音频耳机，预计首年出货量可达 4000~5000 万台。华为将发布首款 AI 眼镜，集成拍照、音频、同传翻译翻译等功能；苹果则推进穿戴式 AI 胸针研发，预计最早于 2027 年发布。

算力：AI 基建方兴未艾，国产算力自主化进程加速。算力需求侧，英伟达 CEO 黄仁勋回应 AI 泡沫疑虑，指出 GPU 租赁价格持续走高，AI 基建热潮方兴未艾。国产算力方面，GPU 厂商燧原科技科创板 IPO 已获上交所受理，拟募集资金 60 亿元，将重点投向 AI 芯片迭代研发及软硬件协同创新。

存力：存储巨头产能售罄，步入全面涨价周期。美光高管指出，AI热潮驱动下，公司正面临前所未有的芯片短缺，2026年HBM订单已经排满。SK海力士与Kioxia也表示，其2026年的芯片及闪存产能已提前售罄。在此背景下，据《朝鲜日报》援引Omdia数据称，三星与海力士计划年内削减NAND闪存产量，将进一步加剧NAND供应压力。

基座：台积电3nm产能吃紧，先进制程扩产提速。受AI旺盛需求拉动，台积电先进3纳米制程出现罕见生产瓶颈，当前产能已被全数预订至2027年。此外，公司计划在岛内新建4座先进封装设施，以强化后端产能。三星将从今年3月起在其美国泰勒一号工厂测试EUV光刻机，随后陆续引进刻蚀、沉积等设备，计划今年下半年投产。全球先进制程扩产背景下，中国关键半导体设备进口额同步攀升。据海关总署披露2025年12月进口数据，关键半导体设备单月进口额达155亿元，环比增长244%。其中，上海单月进口额64亿元（环比+77%），北京47亿元（环比+439%），ASP分别达5.3亿与6.8亿元。

受益标的：

华虹半导体、中微公司、精测电子、华峰测控、长川科技、通富微电、澜起科技、海光信息、芯原股份、灿芯股份等

风险提示：AI产业发展不及预期、国际贸易不确定性风险、宏观经济发展不及预期、下游晶圆厂扩产不及预期。

【通信】重视边际变化：卫星和国产AI链——行业周报-20260125

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

海内外太空建设加速，重视商业航天和卫星链

2026年1月22日，蓝箭航天空间科技股份有限公司（简称“蓝箭航天”）科创板IPO审核状态变更为“已问询”，此次IPO公司拟募资75亿元，用于可重复使用火箭产能提升项目、可重复使用火箭技术提升项目。

2026年1月22日，SpaceX创始人马斯克在达沃斯论坛宣布，SpaceX与特斯拉计划未来三年内在美国建设总计200GW光伏产能（各自100GW），主要用于地面数据中心与太空AI卫星供能。此外SpaceX希望2026年通过“星舰”技术实现火箭完全可重复使用，这一突破将使进入太空成本降至目前的1%，从而降至每磅100美元以下。

2026年1月21日，蓝色起源宣布启动面向企业级用户的多轨道卫星通信网络计划，蓝色起源最新宣布的卫星互联网项目名为“TeraWave”，拟通过由数千颗卫星构成的多轨道网络，为全球企业级用户提供最高达每秒6太比特的高速对称数据连接服务。“TeraWave”系统计划于2027年第四季度开始部署。

我们认为，卫星互联网、太空算力等板块正从概念探索走向规模化竞争，围绕技术路径、应用场景及轨道资源的太空应用新赛道正加速成形，重视太空通信的基础设施建设及太空板块全产业链投资机会。受益标的：海格通信、信科移动-U、震有科技、通宇通讯、臻镭科技、盛路通信、航天环宇、超捷股份、佳缘科技、天银机电、航天电子、光库科技、西测测试、华力创通、盟升电子、上海瀚讯、信维通信、中国卫星等。

国产AI芯片公司陆续冲击上市，重视国产AI链产业发展

国产AI芯片公司摩尔线程、沐曦股份已登陆科创板，壁仞科技已登陆港交所。2026年1月22日，上海燧原科技股份有限公司（简称“燧原科技”）的科创板IPO获受理，公司拟募资60亿元，同日，《彭博社》报道，阿里巴巴集团正准备推进旗下AI芯片子公司平头哥独立上市。我们认为国产AI建设有望迎加速期，看好“AIDC+网络端+计算端”三条核心方向，包括：【国产AI龙头】受益标的：阿里巴巴-W、腾讯控股等；【AIDC】推荐标的：大位科技、新意网集团、光环新网、奥飞数据、润泽科技、宝信软件等；受益标的：世纪互联、万国数据、东阳光、数据港等；【液冷】推荐标的：英维克；受益标的：申菱环境等；【HVDC】受益标的：科华数据、中恒电气等；【交换芯片】推荐标的：盛科通信-U、中兴通讯、紫光股份；受益标的：锐捷网络等；【光模块&光芯片】推

荐标的：中际旭创、新易盛、华工科技、源杰科技；受益标的：永鼎股份、长光华芯、仕佳光子等；【AI 芯片&服务器】推荐标的：欧陆通；受益标的：寒武纪、海光信息、浪潮信息、华勤技术等；【算力租赁】受益标的：协创数据、宏景科技、润建股份等。

全球 AI 产业共振，持续看好“光、液冷、国产算力、卫星”四大主线

推荐标的：中际旭创、新易盛、英维克、源杰科技、欧陆通、华工科技、中兴通讯、盛科通信、大位科技、光环新网、奥飞数据、新意网集团、中天科技、亨通光电、天孚通信、紫光股份、广和通等；受益标的：罗博特科、长飞光纤、长光华芯、永鼎股份、仕佳光子、寒武纪、海光信息、摩尔线程-U、浪潮信息、杰普特、致尚科技、腾景科技、光库科技、炬光科技、太辰光、德科立、汇绿生态、嘉元科技、海格通信、震有科技、信科移动-U、通宇通讯、超捷股份等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦等。

【电子】重视 CCL 涨价大周期，涨价持续性得到验证——行业点评报告-20260124

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 刘琦（分析师）证书编号：S0790525020001

2025 年涨价情况梳理：行业涨价潮持续且呈全球化，龙头动作密集

建滔积层板在 2025 年内多次上调 CCL 产品价格，2025 年 2 月 25 日针对 FR4 以及 CEM 等产品涨价 5 元/张，并于 2025 年 8 月 15 日将提价幅度升级至每张 10 元，12 月更是“两连涨”，先对多品类差异化提价 5%-10%，月末再对全线材料统一涨价 10%。

日本巨头 Resonac 于 2026 年 1 月宣布，受铜箔、玻璃布等原材料及人力成本上涨影响，3 月起全系列覆铜层压板及黏合胶片涨价超 30%，进一步强化全球 CCL 行业涨价预期，印证成本驱动逻辑的深度与广度。

涨价原因：原材料与需求均助力 CCL 环节涨价

本轮 CCL 行业涨价的根本驱动力，在于其核心原材料构成的全面且持续的成本推力。

铜：2025 年，铜价累计涨幅近 40%。LME 铜价最高触及每吨 12960 美元，沪铜价格突破每吨 10 万元人民币。这背后是美联储宏观流动性宽松、AI 算力建设与新能源汽车带来的强劲需求，以及南美矿区供应扰动等多重因素的共振。

电子布：2025 年 12 月 7628 电子布均价约 4.3 元/米，较年初上涨 7.5%。2025 年 10 月底，中国巨石、泰山玻纤等主要企业集体发布复价函，响应行业倡议，对旗下粗纱、直接纱等产品价格普遍上调 5%-10%。

环氧树脂：用于 AI 服务器、先进封装载板的高性能特种环氧树脂需求激增，成为推动高端 CCL 成本上升的另一关键因素。

在供给端成本价格上行的背景下，AI 需求激增也加快了 PCB 及 CCL 环节的拉货节奏，进而催化价格 CCL 进一步上涨。

涨价修复 CCL 厂商盈利能力，利润有望持续提升

2025 年 CCL 厂商盈利能力显著修复，涨价的作用凸显。2025 年 Q2，主要大陆 CCL 厂商生益科技单季度毛利率达到 26.85%，同比大幅提升 5.07pct；华正新材、南亚新材的毛利率同比增幅也均超 1pct，验证了涨价对业绩的正面拉动。金安国纪发布的 2025 年业绩预告显示，其归母净利润预计为 2.8-3.6 亿元，同比增长 656%-871%，其中第四季度净利润中值环比增长约 44%，业绩弹性充分释放。

投资建议

涨价不仅带来利润的显著提升，同时也有望拉升板块估值水平，建议关注 CCL 涨价大周期以及 AI 渗透率等

方向

涨价周期受益标的：生益科技、金安国纪、建滔积层板、华正新材、南亚新材等；

AI加速渗透受益标的：生益科技、南亚新材、华正新材等。

风险提示：涨价节奏不及预期；市场竞争加剧；下游需求不及预期。

【电力设备与新能源】欧洲电动车销量月报（2025年12月）：2025年欧洲9国BEV同比+31%，2026年多国补贴将延续或重启——行业点评报告-20260122

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 王嘉懿（分析师）证书编号：S0790525060004

2025年欧洲9国新能源车销量288.5万辆，同比+32.6%

2025年欧洲9国新能源车销量288.5万辆，同比+32.6%，新能源渗透率29.0%，同比+6.7pcts。其中，BEV销量189.2万辆，同比+30.6%；PHEV销量99.2万辆，同比+36.6%。2025年欧洲新能源车销量强势回暖，年内西班牙、英国、法国、意大利补贴陆续落地。

(1) 德国：2025年德国电车渗透率整体呈逐月提升态势。2025年德国BEV销量54.5万辆，同比+43.2%；PHEV销量31.1万辆，同比+62.3%。德国于2026年1月重启电车补贴，且中国品牌电车亦纳入本次补贴范围。

(2) 英国：2025年英国BEV销量47.3万辆，同比+23.9%；PHEV销量22.5万辆，同比+34.7%。英国已重启电车补贴（从2025年7月开始，持续至2028-2029财年），且面临ZEV考核目标的压力，带动电车销量持续提升。

(3) 法国：法国社会租赁计划从9月30日起生效，Q4法国电车销量同比明显提速。2025年法国BEV销量32.6万辆，同比+12.1%。其中12月BEV销量4.2万辆，同比+37.7%。2026年补贴仍将延续，且补贴标准将提高。

(4) 意大利：2025年意大利BEV销量9.5万辆，同比+44.2%；PHEV销量9.9万辆，同比+89.4%。意大利电车补贴于10月22日正式落地。根据计划，本次补贴将持续至2026年中。

(5) 西班牙：2025年西班牙BEV销量10.2万辆，同比+77.2%；PHEV销量12.4万辆，同比+111.7%。2025年西班牙电车销量受到MOVES III补贴计划等的带动。2026年，西班牙将采用优化过后的补贴方案——PlanAuto+。

投资建议

欧盟委员会提案调整了2035年减排目标，但我们预计此次提案并不会影响欧洲电动化的长期趋势，相反，提案将对小型电动汽车给予“超级积分”，并对企业用车的零排放车型占比加以约束，来进一步促进欧洲电动车的销量。展望2026年，德国、瑞典将重启电车补贴，英国、法国、意大利、西班牙补贴政策将持续，叠加新一轮新车周期，欧洲电车市场有望持续放量。投资建议：(1) 锂电池：推荐宁德时代、亿纬锂能、欣旺达；受益标的中创新航、国轩高科；(2) 锂电材料：推荐湖南裕能、天赐材料；受益标的富临精工、万润新能；容百科技、当升科技、中伟股份、厦钨新能、华友钴业；星源材质、恩捷股份；新宙邦；天奈科技；(3) 锂电结构件：推荐铭利达、敏实集团；受益标的科达利、和胜股份；(4) 电源/电驱系统：推荐威迈斯、富特科技；受益标的欣锐科技、黄山谷捷；(5) 汽车安全件：受益标的中熔电气、浙江荣泰；(6) 充电桩及充电模块：推荐优优绿能、通合科技；受益标的盛弘股份。

风险提示：欧洲宏观经济增速不及预期、竞争加剧导致盈利能力下降风险。

【机械：拓普集团(601689.SH)】从汽车到人形机器人，大象轻盈起舞——公司深度报告-20260125

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 蒋雨凯（分析师）证书编号：S0790525100002

深耕汽车零部件领域四十余年，实现从单品龙头到平台型企业的跨越

拓普集团是国内汽零行业稀缺的科技平台型企业，汽车零部件业务覆盖8大产品线条，并积极布局机器人等

新兴领域，在客户、产品的持续拓展下，业绩有望持续增长。假设核心客户 2026/2027 年人形机器人量产 5/20 万台，考虑机器人业务的业绩增厚，我们预计公司 2025-2027 年营收 296/359/454 亿元，归母净利润 28.3/36.2/48.5 亿元，当前市值对应 PE51/40/30X，维持“买入”评级。

复盘拓普崛起之路，汽车 tier0.5 成长基因解析

“绑定核心客户实现放量+平台化布局单车配套价值量提升”是驱动近年来公司业绩持续增长的核心因素。客户端，公司抓住汽车产业转型窗口，绑定上汽通用、吉利集团、特斯拉等头部客户实现换挡加速；单车配套价值量方面，公司从上市早期的几百元，跨越式提升至目前的约 3 万元。我们认为“平台型产品布局、产能快速响应能力、成本控制能力”是公司在汽车领域崛起的关键。

汽车和人形机器人在产业基因上高度重合

从汽车供应链切入人形机器人具有天然优势，核心就在于特斯拉提出的“车机协同”。技术上，汽车领域成熟的多模态感知系统和运控能力可直接复用，大幅缩短人形机器人 0-1 阶段的研发试错周期；硬件上，两者核心硬件高度关联，且供应链都遵循大批量、低成本、高质量的核心要求。当前人形机器人行业正迈向规模化量产的关键节点，未来不仅增长动能强劲，更具备广阔的市场空间。我们测算，Optimus 人形机器人量产百万台时，硬件市场空间有望达 1400 亿元，2026-2030 年 CAGR 达 68%。

从车到人形机器人，大象轻盈起舞

公司布局人形机器人业务是汽车产业核心能力的顺势延伸。(1) 客户卡位：凭借车端长期深度合作背书，抢占人形供应链先机，成为特斯拉机器人 Tier1 供应商，并同步拓展赛力斯等国产机器人客户；(2) 产品领先：一方面复用 IBS 业务技术经验，搭配持续研发投入，高效满足机器人客户零部件研发迭代需求；另一方面构建平台化产品布局，承接客户多元化需求，与上下游伙伴实现共赢发展。(3) 产能先行：斥资 50 亿元建设宁波机器人核心部件生产基地，同时推进海外基地产能配套，精准匹配核心客户量产节奏，锁定人形机器人量产第一梯队。公司人形机器人项目进展迅速，执行器、灵巧手模组等关键零部件已实现对核心客户的批量供货，平台化产品布局也在积极推进。凭借优质客户资源、硬核产品力与规模化交付能力，未来订单落地确定性强，有望充分受益于行业高速增长红利。当人形机器人量产百万台时，我们假设公司在核心客户中的份额为 30%-50%，平台化布局下单机配套价值量提升至 6-8 万元/台，我们测算对公司业绩增厚约 27-60 亿元，业绩弹性显著。

风险提示：下游需求波动风险、行业竞争加剧风险、新业务进展不及预期风险。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

¹根据新凤鸣2025年三季报，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4.35%的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。根据盐湖股份2025年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团控股子公司陕西煤业股份有限公司持有盐湖股份5.03%的股份。尽管开源证券与陕西煤业股份有限公司均属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对陕西煤业股份有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与盐湖股份不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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