

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-09-30

宏观策略

2025 年 09 月 30 日

宏观量化经济指数周报 20250928: 9 月以来基建实物工作量边际回暖
预计货币政策或延续 9 月 26 日二次操作 14 天期逆回购的“滴灌呵护”基调, 适时呵护资金面以平抑季节性因素的影响

晨会编辑 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

海外周报 20250928: 国庆假期海外市场前瞻

核心观点: 本周美国强劲的经济数据一度令降息预期降温, 加之美联储官员偏鹰派发言、鲍威尔对于美股“估值过高”的评价, 美股高开低走、美债收益率和美元指数反弹。9 月彭博调查显示分析师显著上调 25Q3-26Q2 美国增长预期, 并预期 10、12 月美联储连续降息、2026 年降息 2 次。国庆假期期间, 海外将迎来美国 9 月就业数据、PMI 和进出口数据, 其中 9 月非农就业将是影响 10 月 FOMC 会议决策的最重要数据。我们预计美国就业延续供需双弱、相对均衡的局面。

固收金工

固收周报 20250928: 周观: 14 天逆回购的“间断性”(2025 年第 38 期)
东吴证券_固收周报_周观: 14 天逆回购的“间断性”(2025 年第 38 期)
--固收周报 20250928_李勇

固收周报 20250928: 新能源转债配置空间再思考

建议持续关注平衡性风光储转债的配置窗口。

固收点评 20250928: 二级资本债周度数据跟踪 (20250922-20250926)

一级市场发行情况: 本周 (20250922-20250926) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况: 本周 (20250922-20250926) 二级资本债周成交量合计约 2299 亿元, 较上周增加 521 亿元。

固收点评 20250927: 绿色债券周度数据跟踪 (20250922-20250926)

一级市场发行情况: 本周 (20250922-20250926) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 23 只, 合计发行规模约 309.74 亿元, 较上周减少 4.14 亿元。二级市场成交情况: 本周 (20250922-20250926) 绿色债券周成交额合计 703 亿元, 较上周增加 99 亿元。

固收深度报告 20250927: 从 42 家上市银行半年报解读银行债券投资“攻守道”

银行业债券投资压力情况及后市展望: 1) 整体收益向好但仍存隐忧: a) 2025 年上半年 42 家上市银行的债券投资实际收益合计约 1.42 万亿元(包含票息收益和投资收益两类), 较 2024 年上半年同期的 1.37 万亿元小幅增长 3.82%, 映射出银行业整体在债券投资领域实现稳健增长的格局。b) 尽管在规模占比上仍以票息收入为主, 但增长的主要动力系投资收益, 而若结合当期公允价值变动损益的弱势表现, 则可以发现作为债券投资收益的主要来源的票息收入在利率下行周期中面临下滑压力, 而低利率环境中通过波段交易博取价差收益难度亦明显提升, 因此银行业在债券投资板块继续保持稳健收益的能力或有承压。2025H2 以来, 受“反内卷”政策影响, 股强债弱的格局显现, 10 年期国债收益率从 7 月初的 1.65% 左右上行至 9 月中旬的 1.8%, 公允价值变动带来的亏损将更加明显, 银

行或延续卖出浮盈老券以换取投资收益的做法。换言之，当前的债券投资盈利模式或难以持续，其中隐含的因宏观市场环境波动而带来的投资收益不确定性的抬升不可小觑。2) 不同银行类型表现分化，国有大行压力相对可控：国有大行因受益于规模显著并持续增长的债券配置盘而相应获取稳步增长的票息收益，叠加其债券交易盘在持仓品种上具备良好的流动性优势和折价存量债券储备优势，因此在债市低利率震荡的环境中保持盈利的压力尚可。反观股份行、城商行和农商行三类商业银行，则因其所持有的三类金融资产的体量、券种结构以及自身的负债端稳定性均不及国有大行而相对更为脆弱，从其 2025 年上半年公允价值变动损益表现一般以及票息收益的下滑已可见一斑，因此当债市处于“逆风期”，其保持债券投资持续盈利的压力明显增加，未来可能更倾向于在权益市场、大宗商品市场以及相关的结构性固收产品中增加资金配比、寻求有效增益。此外，该影响预计在中小型银行中更为多见。风险提示：经济基本面变化超预期；货币政策工具创新；历史及海外经验不代表将来。

行业

燃气 II 行业跟踪周报：美国库存充足、欧洲储库推进、国内需求缓慢修复，各地气价均较为平稳

投资建议：展望 2025 年，供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征关税后新奥股份等具有美国气源的公司是否能通过转售等消除关税影响；以及涉及省内管输业务的公司管输费下调风险。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】(25 股息率 5.1%) 2024 年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】【昆仑能源】(25 股息率 4.9%)【中国燃气】(25 股息率 6.4%)【蓝天燃气】(股息率 ttm8.7%)【佛燃能源】(25 股息率 4.0%)；建议关注：【深圳燃气】【港华智慧能源】。2) 海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：【九丰能源】(25 股息率 4.0%) 一体化持续推进【新奥股份】(25 股息率 6.3%)【佛燃能源】；建议关注：【深圳燃气】。3) 美气进口不确定性提升，能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2025/9/26)

商贸零售行业跟踪周报：潮玩集合店第一品牌——TOPTOY 正式递交港股上市申请，附招股书拆解

TOPTOY 分拆上市有望帮助名创优品实现价值重估。名创优品 9 月 26 日收盘价对应 2024 年经调整净利润的静态市盈率为 18 倍左右，而 TOP TOY 最近一次融资（获淡马锡领投）估值为 100 亿港元，对应 2024 年静态市盈率在 30 倍以上。分拆上市有助于不同类型的投资者各取所需，也有助于名创优品集团实现价值重估。风险提示：海外经营风险、扩店放慢、消费者喜好变化、行业竞争加剧等。

汽车周观点：9 月第 3 周乘用车环比+12.9%，继续看好汽车板块

三类主线投资机会并存！本周市场对汽车核心关注？本周汽车 A 股表现好于港股，子板块中摩托车表现更佳。核心变化：奇瑞正式港股上市，理想发布 i6，小鹏和阿里签署合作协议，马斯克宣布下周发布 V14，尚界 H5 上市大定数据跑万台，M7 破 4 万台。当前时点汽车板块如何配置？我们认为汽车行业或又进入了新的十字路口阶段：汽车电动化红利进入尾声，汽车智能化正在“黎明前黑暗”，机器人创新在产业 0-1 阶段。

新旧逻辑切换阶段三类主线投资机会并存。【AI 智能车主线】Robotaxi/van 先行，C 端紧跟。第一类，Robotaxi 产业链核心标的：1) 一体化模式：特斯拉/小鹏汽车/千里科技；2) 技术提供商+运营分成模式：地平线机器人/百度集团/小马智行/文远知行；3) 网约车/出租车的转型：滴滴/曹操出行/如祺出行/大众交通/锦江在线；4) 车辆生产商：北汽蓝谷/广汽集团/上汽集团；5) 核心供应商：检测（中国汽研+中汽股份等）+ 芯片（地平线机器人+黑芝麻智能）/域控制器（德赛西威/均胜电子/科博达/经纬恒润等）/传感器（舜宇光学科技/禾赛/速腾聚创）/线控底盘（伯特利/耐世特/浙江世宝）/车灯（星宇股份）/玻璃（福耀玻璃）等 第二类，Robovan 产业链核心标的：德赛西威/经纬恒润/中邮科技+开勒股份等 第三类，智能车 C 端消费核心受益车企：小鹏汽车/理想汽车/蔚来/华为系（赛力斯/上汽集团/江淮汽车/北汽蓝谷/长安汽车/广汽集团/东风集团股份）/比亚迪/长城汽车/吉利汽车/零跑汽车 【AI 机器人主线】零部件优选（拓普集团+均胜电子+精锻科技+福达股份+旭升集团+爱柯迪等）。【红利&好格局主线】客车（宇通客车）/重卡（中国重汽 A-H/潍柴动力）/两轮（春风动力/隆鑫通用）/零部件（福耀玻璃+星宇股份+新泉股份+继峰股份）。风险提示：贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期；L3-L4 智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。

电力设备行业跟踪周报：储能需求旺盛锂电排产超预期、风电深远海有期待

投资策略：储能：国内容量补偿电价逐步出台，大储需求超预期，供应紧张，今明年预计 30-40% 增长，美国大美丽法案后今年抢装超预期，预计明后年稳增长，欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，持续高增长；欧洲户储去库完成，出货恢复，工商储需求开始爆发，新兴市场光储平价需求持续，我们预计全球储能装机 25-28 年的 CAGR 为 30-50%，继续强推大储，看好大储集成和储能电池龙头。锂电&固态：9 月排产略高于此前预期，10 月排产进一步提升 10%，旺季再上台阶，且各家指引 11-12 高景气度延续；其中，储能需求超预期，电池供不应求，预计供给紧张延续至 26 年年中，价格已上涨 1-3 分/wh，预计 Q4 价格仍有提升空间，全面看好锂电池板块，首推宁德、亿纬锂能、欣旺达等。同时材料环节一二线厂商产能已打满，涨价诉求强烈，预计 26 年有望开始盈利有望修复，看好科达利、璞泰来、天赐等锂电龙头公司，同时固态中试线 2H25 密集落地，继续强推硫化物固态电解质和硫化锂及核心设备优质标的。机器人：英伟达近期加码人形本体和大模型，Tesla Gen3 将于 10-11 月定型，股东大会有望展示，25Q4 下订单、26 年初量产，2030 年依然预期 100 万台；人形公司产品、订单、资本端等进展提速，25-26 年国内外量产元年共振，我们继续全面看好人形板块，全面看好 T 链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。AIDC：海外算力升级对 AIDC 要求持续提升，高压、直流、高功率趋势明显，国内相关公司迎来出海新机遇，继续看好有技术和海外渠道优势的龙头；工控：工控 25 年需求总体继续弱复苏，锂电需求恢复、风电、机床等向好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25 年国内海风 10GW+，翻倍增长，Q2 是拐点，欧洲海风进入持续景气周期，继续全面看好海风，陆风 100GW+，同增 25%，铸件等零部件涨价，风机毛利率逐步修复，推荐海缆、海桩、整机等。光伏：三季度国内终端

需求支撑偏弱，排产端暂时小幅下降，政策引导光伏反内卷力度强，硅料成为主要抓手，当前价格 50 元/kg+，硅片和电池顺价，组件待观察终端需求；今明年全球光伏装机增速为 15%/5%，欧洲分布式和新兴市场持续需求好，看好受益的逆变器环节、看好反内卷受益的硅料、玻璃、电池和组件等。

建筑材料行业跟踪周报：建材稳增长政策落地，反内卷力度有望强化

周观点：（1）8 月工业企业利润反弹，PPI 环比改善，得益于反内卷工作。随着工信部陆续发布建材等行业的《稳增长工作方案》，我们预计反内卷的执行力度都有望得到强化。未来消费的提振和工业反内卷相辅相成，社保补缺和高端工业突破也会成对出现。短期而言，基于行业自身调整周期已经到位，反内卷政策有望加强，我们推荐华新水泥、海螺水泥、上峰水泥、旗滨集团等大宗建材。其次是消费建材，零售端调整逐渐显现成效，下半年有望陆续出现增速拐点，推荐欧派家居、奥普科技、箭牌卫浴等。最后建议关注低估值的港股建筑央企。（2）国内先进制程将迎来新一轮扩张，继续推荐洁净室工程板块，圣晖集成、亚翔集成和柏诚股份。同时也建议关注其他科技属性较强的公司，例如中材科技、宏和科技等玻纤企业受益于 AIDC 产业 PCB 的技术升级，上海港湾受益于商业卫星的加速发射和技术升级，鸿路钢构受益于钢结构焊接机器人的渗透率提升，萤石网络受益于 AI 端侧模型的进步。（3）中期而言，美国的贸易壁垒逐渐稳定，美国市场敞口风险可控。受益于美欧等国财政扩张的板块值得关注，例如圣晖集成、亚翔集成、中国巨石、长海股份等。另外，美联储预防式降息对于中小企业和私人投资的推动作用也值得持续关注。除了欧美地区，出海企业也在大力开发东南亚、中东、非洲等市场，综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐华新水泥、上海港湾、科达制造、中材国际。（4）地产链出清已近尾声，供给格局大幅改善。长期估值已处低位，因此不少公司即使下调业绩，但股价已经不再下跌。而个别零售型公司开始展现出业务亮点，例如三棵树、箭牌家居。随着城市更新和好房子政策的推进，零售品类的触底回升将更加明显，建议关注三棵树、箭牌家居、公牛集团、北新建材、伟星新材、欧派家居、兔宝宝、奥普科技、欧普照明、江河集团等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

非银金融行业跟踪周报：寿险保费 8 月大幅增长；境外机构开展债券回购业务进一步放开

行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1）保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计持续改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2）证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国平安、新华保险、中国人保、中信证券、同花顺、九方智投控股等。风险提示：1）宏观经济不及预期；2）政策趋紧抑制行业创新；3）市场竞争加剧风险。

电子行业深度报告：AI 驱动 PCB 全面升级：材料、工艺与架构革新引领产业新周期

当前 PCB 行业正处于技术迭代与需求共振的关键时期。作为电子元器件核心互联件，PCB 在材料、工艺、架构三方面持续升级，以支撑 AI 服务器、高速通信及汽车电子等下游应用的高速发展。从材料端看，M9/PTFE

树脂、HVLV 铜箔及低损耗石英布等高端材料成为 224G 高速传输的关键；工艺端，mSAP/SAP、激光钻孔及高多层堆叠工艺推动线宽/线距突破至 10 微米以下；架构端，CoWoP 封装、正交背板及埋嵌式工艺进一步提升集成度与性能，推动 PCB 价值量快速增长。与此同时，上游覆铜板原材料供需紧张，铜箔、树脂、玻纤布价格上涨向下游传导，带动 PCB 产品整体提价。需求端来看，全球 PCB 市场在 AI 和数据中心带动下保持高景气，各大云厂商纷纷大幅增加资本开支建设数据中心，全球 PCB 市场预计至 2029 年产值达 947 亿美元，中国大陆贡献超过一半。分领域看，AI 服务器板层数显著增加，单机柜 PCB 价值量大幅抬升，电源 PCB 因功率密度提升迎来新机遇，封装基板则向高密度、大尺寸和玻璃基板演进，市场空间广阔。在此背景下，国内外龙头企业纷纷加码高端产能与前沿技术布局。胜宏科技凭借自身技术与极高良率水平率先切入英伟达 GB200 项目实现业绩爆发，生益电子在数通及 AI 服务器订单放量下营收、利润大幅提升，景旺电子加码 AI 及高速光模块 PCB，沪电股份深度受益于 800G/1.6T 交换机升级，深南电路凭借“3-In-One”布局在服务器与封装基板领域齐头并进，鹏鼎控股则通过 SLP 与光模块切入 AI 产业链，东山精密则依托并购快速切入高速光模块市场。整体来看，AI 浪潮叠加通信与汽车电子需求，正推动 PCB 行业进入新一轮上行周期，技术壁垒与价值量持续提升，龙头公司凭借产能、客户与技术优势有望率先受益。

机械设备行业跟踪周报：推荐 AI 设备（PCBS 设备&耗材+碳化硅材料）；持续强推油服设备

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

金融产品跟踪周报：权益 ETF 系列：长假前后，依旧乐观

A 股市场行情展望：(2025.9.29-2025.9.30) 观点：长假前后，依旧乐观。9 月 26 日，大盘指数进行了一定的调整，可能原因有节前避险情绪、基金季度调仓、美国经济数据强劲（降息预期有所降低）、前期部分科技标的涨幅较大等。根据日历效应统计（2000 年-2024 年），大盘指数历史当中国庆节前两个交易日和后两个交易日上涨概率均大于 60%。同时 9 月 26 日晚上，美国重要经济数据 PCE 数据符合预期，因此美联储降息预期再次上调，全球各大风险资产大多呈现上涨的现象。所以整体来看，我们对国庆节前后的大盘指数行情持乐观态度。结构上，本周电力设备、电子行业等占据相对优势，我们认为科技仍然有所表现，但需要注意的是，科技内部出现快速轮动的现象，盘中的承接力度呈现分歧加剧且资金相对不够聚焦的情况，同时部分前期涨幅较大的标的筹码结构上出现了一定获利盘的止盈迹象。因此中期维度我们仍然看好科技成长板块，但短期建议不要轻易追高。除了科技板块以外，有色金属板块也同样表现强劲，受益于美联储降息的影响，我们认为有色金属后续会呈现持续的配置价值。港股方面，我们和上周观点保持不变，我们认为恒生科技等港股板块，呈现中枢继续逐步抬升的特点，绝对收益方面有较高的性价比。同时本周我们团队在香港交流时，发现外资普遍对于港股持相对积极的态度，整体对比而言，外资可能比内资更加乐观。基金配置建议：根据我们上述行情研判，我们认为后续市场可能会处于宽幅震荡的行情，结构性行情仍然会持续涌现。因此从基金配置的角度，我们建议进行均衡型的 ETF 配置。风险提示：1) 模型基于历史数据测算，未来存在失效

风险；2）宏观经济不及预期；3）发生重大预期外的宏观事件。

有色金属行业跟踪周报：美国经济数据超预期不改实际利率中期下行预期，贵金属宏观叙事良好本周续创新高

铜：截至9月26日，伦铜报收10,205美元/吨，周环比上涨2.09%；沪铜报收82,470元/吨，周环比上涨3.20%。供给端，本周进口铜矿TC下跌至-41.5美元/吨，本月国内铜冶炼厂大规模检修已落地，供给面临紧缺；自由港表示其印尼格拉斯伯格铜金矿因泥石流事故导致约80万吨湿料涌入矿井波及多作业面，预计2027年恢复生产作业，影响年产量约27万吨；需求方面，临近十一假期，下游小幅备库，但整体需求不及预期。宏观层面，本周美国地区经济数据均好于预期，市场降息预期有所下降。本周海内外铜价受到矿端影响环比上涨，在远期供给收缩以及美联储仍具备降息空间的基础上，预计后续铜价震荡偏强，需关注后续需求落地情况。铝：截至9月26日，本周LME铝报收2,649美元/吨，较上周下跌1.01%；沪铝报收20,745元/吨，较上周下跌0.24%。供应端，甘肃、广西、新疆以及青海地区电解铝企业检修完毕，释放复产产能，本周中国电解铝行业理论开工产能达到4416.50万吨，较上周增加8万吨；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比下降3.07pct，铝棒产能利用率环比下降0.04pct，本周电解铝的理论需求有所下降。临近国庆，部分地区下游接货商开始囤货，但整体需求不及预期，本周电解铝社会库存环降2.88%至62.66万吨，此外美联储降息落地利好兑现，本周铝价录得回调，我们预计海内外铝价短期维持震荡走势，但进一步走高需观察“金九银十”需求端的落地情况。黄金：截至9月26日，COMEX黄金收盘价为3789.80美元/盎司，周环比上涨1.89%；SHFE黄金收盘价为856.06元/克，周环比上涨3.07%。美国8月耐用品订单月率初值录得2.9%，大幅高于预期的-0.5%；美国截至9月20日当周初请失业金人数录得21.8万人，低于预期的23.5万人；美国8月PCE物价指数年率录得2.7%，符合预期。本周超预期的美国经济数据使得降息预期少许回落，9月降息落地后美元与美债利率同比回升（美元指数本周环比回升0.53%，十年期美债利率环比回升1.16%）。我们多次强调在8月全球央行年会美联储表态的关键改变后，关税带来的通胀上行与降息带来的名义利率下行将延续后续市场，实际利率快速下行期已至，贵金属后续空间广阔，贵金属有望持续走强。

推荐个股及其他点评

绿茶集团（06831.HK）：中式融合菜龙头，拓店提效可期

拓店提速，优化供应链，同店改善可期。

香港中旅（00308.HK）：旅游投运央企平台，轻重结合海内外扩张

盈利预测及投资建议：香港中旅作为全国领先的文旅投资运营一体化平台，背靠央企中旅集团打造多个标杆文旅项目，立足大湾区发展多元业务，未来布局海内外文旅新项目赋能成长。我们预测2025-2027年公司归母净利润为2.7/4.2/6.0亿港元，对应PE为32/21/15倍。考虑香港中旅未来有望继续拓展优质旅游资产，公司有一定的估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、新增项目落地进度不及预期、自然灾害和极端天气影响经营等风险

晶盛机电（300316）：首条12英寸碳化硅衬底加工中试线正式通线，SiC衬底应用打开公司成长空间

盈利预测与投资评级：我们维持公司2025-2027年归母净利润预测为

10/12/15 亿元，对应当前 PE 为 58/47/38 倍，维持“买入”评级。 风险提示：下游应用拓展不及预期，技术研发不及预期。

微导纳米（688147）：发布 2025 年股权激励草案，半导体设备加速放量
盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.8/3.7/4.8 亿元，对应当前 PE 为 87/66/50 倍，维持“增持”评级。 风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

奥特维（688516）：子公司松瓷机电推出 CVD 流化床设备，延伸拓展固态电池领域

盈利预测与投资评级：考虑到订单交付情况，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 7.3/6.1/6.4 亿元，对应当前股价 PE 约 22/26/25 倍，考虑到公司半导体&锂电业务持续放量，维持“买入”评级。 风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20250928: 9月以来基建实物工作量边际回暖

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2025 年 9 月 28 日, 本周 ECI 供给指数为 50.03%, 较上周环比持平; ECI 需求指数为 49.92%, 较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.94%, 较上周回升 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.71%, 较上周回升 0.03 个百分点; ECI 出口指数为 50.24%, 较上周回升 0.01 个百分点。月度 ECI 指数: 从 9 月前四周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.03%, 较 8 月回落 0.04 个百分点; ECI 需求指数为 49.91%, 较 8 月回升 0.02 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.92%, 较 8 月回升 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.70%, 较 8 月环比持平; ECI 出口指数为 50.22%, 较 8 月回升 0.02 个百分点。从 ECI 指数来看, 9 月份经济整体保持较为平稳的运行态势, 8 月份经济数据反映出的供需分化格局没有进一步加剧。供给端方面, 在去年同期的高基数下, 9 月工业生产景气度同比或小幅走弱, 环比来看主要行业开工率较 8 月份大多有所改善; 需求端方面, 本周监测港口累计完成货物吞吐量和 30 大中城市商品房销售面积仍延续此前的改善态势, 截止 9 月前 27 日两个指标的同比增速均较 8 月份有所回暖。9 月以来基建实物工作量的回升则是经济增长的一大亮点, 9 月 24 日石油沥青装置开工率录得 40.10% 的年内高点, 较去年同比增长 11.9 个百分点。ELI 指数: 截至 2025 年 9 月 28 日, 本周 ELI 指数为 -0.60%, 较上周回升 0.12 个百分点。资金跨季尚未结束、“体感”或边际宽松。本周进入三季度末跨季期, 从货币政策操作上看, 在重启 14 天期逆回购的加持下, 公开市场操作合计净投放 8,223 亿元, 其中 14 天期逆回购合计投放 9,000 亿元; 本月 MLF 超量续作 3,000 亿元, 已是连续第 7 个月加量续作, 在流动性投放上货币政策保持了“不紧不溢”的适度宽松, 相对应 DR001 和 DR007 分别在 1.32%-1.47% 和 1.48%-1.60% 区间内波动, 尽管资金利率波动没有超出当前“利率走廊”框定的范围, 但是市场的资金“体感”偏紧, 主要源自资金利率的波动率显著抬升, DR007 的全周振幅高达 12.63bps, 而从非银机构的拆借利率来看, R007 的振幅达到 27.57bps, 周中一度冲高至 1.80%, 由于资金利率的波动水平抬升, 导致无风险利率也出现显著的上升压力。9 月 28 日至 9 月 30 日资金面仍然处于“跨季期”, 跨月末、跨季末以及跨“十一”长假, 7 天期等资金利率扰动或边际下行, “体感”或边际宽松, 但是隔夜拆借等资金利率仍有季节性脉冲收紧的风险, 预计货币政策或延续 9 月 26 日二次操作 14 天期逆回购的“滴灌呵护”基调, 适时呵护资金面以平抑季节性因素的影响。风险提示: 美国关税政策仍有不确定性; 政策出台力度低于市场预期; 房地产改善的持续性待观察。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李昌萌 证券分析师: 王洋)

海外周报 20250928: 国庆假期海外市场前瞻

核心观点: 本周美国强劲的经济数据一度令降息预期降温, 加之美联储官员偏鹰派发言、鲍威尔对于美股“估值过高”的评价, 美股高开低走、美债收益率和美元指数反弹。9 月彭博调查显示分析师显著上调 25Q3-26Q2 美国增长预期, 并预期 10、12 月美联储连续降息、2026 年降息 2 次。国庆假期期间, 海外将迎来美国 9 月就业数据、PMI 和进出口数据, 其中 9 月非农就业将是影响 10 月 FOMC 会议决策的最重要数据。我们预计美国就业延续供需双弱、相对均衡的局面。大类资产: 本周主要大类资产走势震荡, 美股高开低走, 黄金续创新高;

后半周美国强劲的经济数据一度令降息预期降温，美股回调、美债收益率和美元反弹。前半周，英伟达投资 OpenAI 消息提振科技股情绪，带动美股高开，但随后，鲍威尔在演讲中表示美股“估值过高”，一度重挫市场情绪、引致美股下跌；后半周，美国住宅销售、耐用品订单、首申失业金等数据均显著好于预期，25Q2 美国 GDP 终值大幅上修，强劲的经济数据令降息预期降温，带动美股继续回调，美债收益率和美元指数走高。周五公布的 PCE 通胀完全符合预期，美股再度上涨。整体来看，全周（9 月 22 日至 9 月 26 日）10 年期美债利率升 4.8bps 至 4.176%，2 年期美债利率升 7bps 至 3.64%，美元指数微升 0.5% 至 98.15；标普 500、纳斯达克指数分别收跌-0.3%、-0.7%；现货黄金价格再度收涨 2% 至 3760 美元/盎司的高位。海外经济：美国经济数据均好于预期，二季度 GDP 终值大幅上修。本周公布的 25Q2 美国 GDP 终值大幅上修，地产、耐用品订单、失业金等数据均显著好于预期，PCE 通胀全面符合预期，削弱关税对通胀传导的担忧。增长方面，25Q2 美国 GDP 环比年率终值从 3.3% 大幅上修至 3.8%，其中，消费与投资的上修是主要贡献：消费拉动率由最初的 0.98% 上修至 1.68%，固定资产拉动率由 0.08% 上修至 0.77%。修正后的反映经济内生性增长动能的 PDFP 增速来到 2.9%，为 24Q4 以来新高。劳务市场方面，9 月 21 日当周美国首申失业金人数录得 21.8 万，预期 23.3 万，两周前的意外反弹得到逆转，缓解了市场对就业的担忧情绪；持续申请失业金人数则继续略高于去年。通胀方面，美国 8 月 PCE 价格指数环比 0.3%，前值 0.2%；核心环比 0.2%，前值由 0.3% 下修至 0.2%；PCE 同比 2.7%，前值 2.6%，核心同比 2.7%，持平前值，上述所有分项均符合预期。市场预期：海外分析师上调美国增长预期和美联储降息预期。增长方面，分析师显著上修 25Q3-26Q2 美国增长预期。①模型：截至 9 月 24 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q3 美国 GDP 最新预测值为 +3.4%；截至 9 月 26 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为 +2.55%。②分析师：根据彭博在 9 月 19-24 日对 80 名分析师的调查问卷，当前分析师一致预期 25Q3-26Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 1.6→1.2→1.6→1.9→1.9→2.0%，对 25Q3-26Q2 预期较上月大幅上修；预期未来 1 年美国陷入衰退概率 34%，较前值 32% 小幅上修。通胀方面，分析师小幅上修 2026 年通胀预期。①分析师：最新分析师一致预期 25Q3-26Q4 美国 PCE 同比增速分别为 2.8→3.0→2.9→2.9%→2.7%→2.5%，其中对 26Q3-26Q4 的预测值均小幅上修 0.1%；②交易员：通胀掉期显示交易员预期美国 CPI 同比在 2025 年 12 月将反弹至 3.2%，至 2026 年 6 月维持在 3.3% 的高位。货币政策方面，分析师预期美联储 10、12 月连续降息。①分析师：最新分析师一致预期 25Q4-26Q4 美联储政策利率上限分别为 3.75→3.75→3.5→3.25→3.25%，即分析师预期年内还有 2 次各 25bps 降息，26Q2、26Q3 各降息一次。②交易员：最新联邦基金期货模型显示，交易员预期 2025 年 10 月降息概率为 90%，到 12 月累计降息 1.6 次/41bps，到 2026 年底累计降息 4 次/100bps；③点阵图：9 月美联储 FOMC 会议点阵图指引年内还有 2 次降息，2026、2027 年分别降息一次。综合来看，分析师与交易员对于今、明年的降息预期较为一致，对 2026 年的降息预期比点阵图更为乐观。国庆假期海外市场前瞻：关注美国就业、PMI 和进出口数据。国庆假期期间，美国经济数据较为密集，主要包括一揽子就业数据和 PMI 数据。就业数据方面，9 月 30 日将公布 8 月美国职位空缺，当前市场预期为 717 万，前值 718 万。2024H2 以来，美国职位空缺数在 2019 年水平附近震荡，反映劳务市场潜在需求维持稳定，但职位空缺/失业人数之比延续回落趋势，反映劳务市场

供需关系延续从紧俏到松弛的有序降温。我们预期职位空缺延续温和回落趋势。10月3日将公布9月美国非农就业数据，这将是影响10月FOMC降息与否最关键的数据。截至最新，49名分析师预期9月新增非农为5万，预测标准差为2.2万，即预计9月美国新增就业相较8月小幅回升、但仍持续偏低。此外，除9月新增非农而言，8月非农的二次修正或更加重要，因为该数据将得到更多的样本反馈，也将给美联储有关美国就业状况更多和更为准确的信息。综合来看，我们预计9月非农就业延续供需双弱、相对均衡的局面。景气指数方面，10月1日、3日将分别公布9月美国ISM制造业和服务业PMI，我们认为在综合指数之外，作为美国CPI的前瞻指标，价格分项指数也值得关注。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎
研究助理：王茁）

固收金工

固收周报 20250928：周观：14天逆回购的“间断性”（2025年第38期）

观点 国庆假期临近，14天期逆回购重启，但操作存在“间断性”，引发市场担忧，如何看待央行对于流动性的态度？本周（2025.9.22-2025.9.26），10年期国债活跃券收益率从上周五的1.795%上行0.4bp至1.799%。周度复盘：周一（9.22），上周五受中美元首通话或超预期影响，利率出现“抢跑式”上行，周一早盘出现修复下行。此外，央行为应对国庆假期期间的流动性需求，重启14天期逆回购，也助力利率下行。午后，“介绍十四五金融业发展成就”发布会召开，潘行长开场即明确发布会“不涉及短期政策的调整”，对于货币政策的表达为“以我为主，兼顾内外”，暗指短期内追随美联储降息的概率较低。全天10年期国债活跃券收益率下行0.75bp。周二（9.23），早盘央行并未延续昨日的14天期逆回购操作，令市场对于央行持续呵护流动性的力度存疑，债市情绪走弱。同时，关于公募基金销售费用新规的担忧再度发酵，市场预期新规将快速落地且其余针对公募基金的免税政策或面临被取消的可能性。全天10年期国债活跃券收益率上行1.05bp。周三（9.24），央行延续昨日未开展14天期逆回购的操作，资金有所收紧。午后股市上涨，“股债跷跷板”效果再次显现，利率加速上行，尾盘央行公告周四MLF超量续作3000亿，情绪有所企稳，全天10年期国债活跃券收益率上行1.7bp。周四（9.25），早盘央行仍未开展14天期逆回购，债市情绪降至冰点，利率快速上行，午后央行买入活跃国债预期抬头，利率修复式下行，全天10年期国债活跃券收益率下行1.25bp。周五（9.26），早盘公开市场投放放量，令债市情绪得到支撑，午后股票市场下跌，利率随之下行，全天10年期国债活跃券收益率下行0.35bp。周度思考：本周为国庆假期前的最后一个完整交易周，央行开展14天期逆回购以驰援跨假期流动性，但开展的时间并不连续，引发市场对于央行是否仍保持对流动性充分支持的疑虑。回顾2023年以来，春节和国庆假期前央行公开市场操作情况。14天期逆回购操作的开启时间提前6-10个债市交易日，且除了今年的国庆之外，均为连续操作。从操作连续性来看，此次国庆假期前的14天期逆回购确实不及预期，但需要注意的是公开市场操作的投放量。2023年春节、国庆，2024年春节、国庆，2025年春节、国庆前，从14天逆回购开启到假

期开始前最后一个交易日，央行公开市场分别净投放 23680 亿元、16760 亿元、-7910 亿元、1927 亿元、12435 亿元和 4240 亿元。由此可见，央行在公开市场保持净投放，且我们在统计时已将下周一二的逆回购到期量计入，届时仍有逆回购投放的可能性。除此之外，由于从去年 7 月起，MLF 操作时间点改为月末，因此本次国庆假期是首次长假前有 MLF 到期，央行超额续作 3000 亿元，同样展现了其对于流动性的支持态度。综上所述，央行对于流动性的支持态度仍将维持，宽松的状态将成为债券收益率箱底震荡的有效支撑，我们维持 1.85% 是今年 10 年期国债收益率顶部的判断。

美国 2025 年 8 月二季度实际 GDP 年化季环比终值、8 月核心 PCE 物价指数、9 月制造业、服务业 PMI 初值、申请失业救济人数等一系列数据公布，美国经济增长数是否仍具备足够动力？上周（0922—0926）海外方面联储降息“靴子落地”，收益率曲线快速趋陡，可见前期如果执着于长久期的投资人需兼备更好的择时能力来获得长端的超额收益，长端的高波动具有较强的博弈属性，短端则相对供需两旺。我们仍延续前期观点，即 1）长端 4—4.5% 震荡，前期震荡中枢下移的持续性需要关注美元信用风险的削弱更多在美债市场去做定价，还是在美元（即外汇）市场去做定价；2）而短端易下难上，配置的确性相对更高；3）我们仍继续看好黄金，即认为美国实债收益率将继续下探（上周名义收益率的反弹短期拖累了黄金的表现）。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国二季度实际 GDP 年化季环比终值大幅上升至 3.8%，9 月美国制造业 PMI、服务业 PMI 均有所下降。美国二季度实际 GDP 年化季环比终值增长 3.8%，较此前公布的修正数据上调 0.5 个百分点，高于市场普遍预期，并创下近两年新高，扭转了上个季度实际 GDP 萎缩 0.5% 的局面。此次上修主要得益于消费者支出的意外强劲以及进口的下降。数据显示，个人消费支出对 3.8% 的最终增长贡献了 1.68 个百分点，几乎占到整体增幅的一半，远高于此前报告的 1.07 个百分点。个人消费支出的年化季率从 1.6% 跃升至 2.5%。9 月 23 日公布的美国制造业、服务业 PMI 初值数据显示，美国制造业 PMI 与服务业 PMI 分别为 52、53.9，均较上月均有所下降，且略低于预测值 52.2、54。尽管这两项数据仍保持在 50 的“荣枯线”以上，但美国就业指数、新订单指数均有所下滑，且服务业 PMI 初值为 2025 年 6 月以来的最低值，显示美国经济仍处于扩张状态，但实际需求可能不足，经济增长放缓。（2）美国上周首申失业金人数继续下降至 21.8 万，降至 7 月中旬以来的最低水平。9 月 25 日公布的美国当周首次申请失业救济人数数据显示，美国 9 月 20 日当周首次申请失业救济人数 21.8 万人，较上周 23.1 万人有所下降，且低于预期的 23.3 万人，降至 7 月中旬以来的最低水平。然而，非农就业人数在截至 8 月的三个月内平均每月仅增加 2.9 万个，远低于去年同期的 8.2 万个，且持续申请失业救济人数仍维持在 190 万人这一关键水平之上，表明美国劳动力市场并未出现根本好转。（3）9 月 26 日，美联储理事鲍曼重申，美国的就业市场“脆弱”，通胀则接近联储目标，因此呼吁坚定降息。同时，鲍曼认为美联储应寻求实现尽可能小的资产负债表规模，并全面改革其货币政策实施机制。鲍曼称：“从长期来看，我倾向于维持尽可能小的资产负债表，使准备金余额接近稀缺水平，而非充裕水平。”鲍曼认为，回归到美联储积极管理资产负债表的机制，将能更好地显示市场压力和运行问题。鲍曼称：“允许货币市场出现适度的波动，可以增强我们对市场出清点的理解。”她还表示，她支持美联储的资产负债表上只持有国债，且期限略微倾向于短期证券，而不是完全与整体市场的期限结构一致。她说，这将给美联储带来更大的灵活性。鲍曼补充称，

美联储应该考虑积极出售其持有的抵押贷款支持证券(MBS)。 风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险；历史经验不代表将来；经济基本面变化超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
证券分析师：徐津晶)

固收周报 20250928：新能源转债配置空间再思考

转债市场过去 1-2 个月经历了“分歧中拉升-高位大幅回调-分歧下震荡”几个阶段，指数层面尚未回到 7 月底、8 月初市场分歧最严重的时期，权益市场边际上的结构化同样带来转债平价及估值的结构化，总量指标、总量分析的意义边际下降，结构化的板块机会甚至个券机会边际上升。如我们在 0901-0905 当周提示的，最先关注到的板块还是“夹”在传统周期和新方向、新热点中间的新能源板块(风光储)，其中平衡偏低价标的较多，更贴合转债投资人审美及转债本身角色定位，我们知道在全球新能源渗透率持续上升、电网老化的大背景下，cagr 从来不是这些所谓“中登”票的问题，关键在供给端在过剩与紧平衡之间摇摆所带来的配置窗口，估值先行于业绩启动修复，业绩兑现反过来再刺激估值去定价略显僵化的线性外推，之后无论被证伪还是被证实，机会成本都会显著上升，挣钱效应边际削弱。这其中我们按 90-110 平价(想抓平衡)，站在 9 月初去做筛选，电力设备下共计 16 只标的，后验来看全市场覆盖较多的标的胜率、赔率都较高，比如亿纬(27 家，储能集成独苗)、科利(24 家)，天赐、恩捷也实现了跃升，龙头效应显著，传统光伏主业切储能集成的市场认可度偏低，比如晶澳、天 23，受到光伏整体景气度低迷压制，包括双良、宇邦、福 22、清源，表现均较弱。同时风电表现同样不俗，起帆跃进到了 90-110 平价区段，弹性提升，通裕 133 元价格也还能接受。这是最大公约数的兑现，是先验也可把握的结构性机会。目前这个节点，我们认为这一方向做高低切尚早，盈亏比还在可接受范围，建议把握预期线性外推下的右侧机会，储>风>光，“跨界”相对滞后的光伏龙头面临景气错位、新增投资搁浅的潜在风险，反而更欣赏比如隆基的长期主义及助力 bc 降本的字邦的未来发展；同时，光伏产业链价格触底回升是趋势，“市场化为主，法治化兜底”，上游或优先受益，建议关注通 22、晶能。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：浦发转债、希望转债、金能转债、利群转债、柳药转债、希望转 2、能化转债、齐翔转 2、建工转债、家悦转债。风险提示：(1) 正股退市和信用违约风险；(2) 流动性环境收紧风险；(3) 权益市场超跌风险；(4) 地缘政治危机影响；(5) 行业政策调控超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收点评 20250928：二级资本债周度数据跟踪(20250922-20250926)

观点 一级市场发行情况：本周(20250922-20250926)银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况：本周(20250922-20250926)二级资本债周成交量合计约 2299 亿元，较上周增加 521 亿元，成交量前三个券分别为 25 农行二级资本债 03B(BC)(540.49 亿元)、25 农行二级资本债 03A(BC)(163.07 亿元)和 25 工行二级资本债 01BC(78.80 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和福建省，分别约为 1890 亿元、127 亿元和 79 亿元。从到期收益率角度来看，截至 9 月 26 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：17.93BP、17.31BP、16.31BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：18.31BP、18.26BP、18.26BP；10Y 二级

资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：16.19BP、16.82BP、16.82BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周（20250922-20250926）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 17 抚顺银行二级（-0.3988%）、21 德清农商二级（-0.3851%）、22 甬城农商二级（-0.3606%），其余折价率均在-0.35%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、上海市和广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 24 建设银行二级资本债 02B（1.2298%）、24 广发银行二级资本债 01（0.8398%）、23 建设银行二级资本债 02B（0.8050%），其余溢价率均在 0.80%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA-评级为主，地域分布以北京市、上海市和广东省居多。 风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250927：绿色债券周度数据跟踪（20250922-20250926）

观点 一级市场发行情况： 本周（20250922-20250926）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 23 只，合计发行规模约 309.74 亿元，较上周减少 4.14 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、大型民企、央企子公司、中央国有企业、其他企业；主体评级多为 AAA、AA+级；发行人地域为陕西省、浙江省、湖北省、北京市、福建省、广东省、海南省、天津市、香港特别行政区、河南省；发行债券种类为中期票据、商业银行普通债、企业 ABS、交易商协会 ABN、超短期融资券、短期融资券、一般公司债。 二级市场成交情况： 本周（20250922-20250926）绿色债券周成交额合计 703 亿元，较上周增加 99 亿元。分债券种类来看，成交量前三为金融机构债、非金公司信用债和利率债，分别为 316 亿元、283 亿元和 81 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 83.03%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 316 亿元、135 亿元和 15 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、湖北省，分别为 181 亿元、133 亿元和 50 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250922-20250926）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交比例小于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 G19 三峡 2（-0.6025%）、25 赣锋锂业 MTN001（科创票据）（-0.4714%）、25 桂国控 MTN006（碳资产）（-0.4596%），其余折价率均在-0.50%以内。主体行业以金融、公用事业、综合为主，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、福建省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 24 三峡 GN006（碳中和）（1.8219%）、24 风电 G2（0.8824 %）、20 宁夏 16（0.8528%），其余溢价率均在 0.85%以内。主体行业以金融、公用事业、综合为主，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、上海市居多。 风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收深度报告 20250927：从 42 家上市银行半年报解读银行债券投资“攻守道”

观点 42 家上市银行的债券投资体量：1) 债券投资总体规模：银行业整体在持仓债券方面呈现稳步扩张趋势，其中采用摊余成本法计量并预计持有至到期的债权投资类金融资产增长相对偏缓，而采用公允价值计量并计入当期损益的交易性金融资产增长较多，提示上市银行

在 2025 年上半年期间债市震荡环境中适度提升了交易盘比重，或意图博弈波段中的价差收益以填补票息收益的下滑并增厚债券类投资的总体收益。2) 不同银行类型的债券投资分布结构有所分化：2025 年上半年期间，不同类型银行的债券类金融资产的投资结构存在一定差异，其中国有大行以及城商行在债券配置盘仍呈现稳定增长，前者或与参与一级市场发行国债、地方政府债、政金债等全国性重要债券品种相关，后者或与参与一级市场发行地方政府债、城投债、产业债、商金债等区域性主要债券品种相关；反观股份行和农商行虽然在债券配置力量上小幅减弱，但在债券交易盘则明显发力，交易性金融资产及其他债券投资类金融资产的环比涨幅总体可观，呈现“大行配置稳健、中小行交易弹性突出”的分化特征。3) 债券投资券种分布向政府类债券倾斜：2025 年上半年期间，各类商业银行在债券投资中增配政府类债券较多，尤其国有大行、股份制银行和城商行的平均环比增幅约 10% 左右，农商行增幅稍少；金融债和以信用债为主的其他债券的配置力量则有所分化，其中城农商行增配金融债较国股大行更多，而国有大行增配信用类债券明显较其余三类银行更多，城农商行其次，股份制银行增配信用类债券有限。但就各类银行持有券种的内部结构来看，均以持有政府类债券的规模较大，金融债其次，信用类债券较小，且三类债券的持有规模差距从高到低排序为国有大行>股份制银行>城商行>农商行。4) 金融资产类型与其债券品种结构呈现相关性：当前银行业整体在债券配置盘中保持利率债品种稳健增长且延续核心品种地位，同时在信用债品种上加大配置力度，金融债配置力度则相对趋弱，或与各品种一二级市场供需情况相关；而债券交易盘中则以利率债及金融债为核心品种，增幅较信用债品种更为显著，或反映在 2025 年上半年期间的债市低利率震荡过程中，银行业亦倾向于增加波段操作获取资本利得，债券类投资板块整体呈现“稳健打底、弹性增益”的持仓格局来应对宏观环境的不确定性。42 家上市银行的债券投资损益情况：1) 票息收益：作为商业银行直接投资债权所取得收益的核心组成部分，在 2025H1 的贡献总体稳定，但相较于 2025 年上半年环比小幅增长的债权投资类金融资产规模，同比小幅回落的票息收益或与当前基准利率正处于下行通道的背景相关，换言之，尽管商业银行持仓的持有到期债券规模较上年末有所增加，但由于新发债券的票面利率较过往持续压降，致使该类金融资产的规模涨幅难以完全覆盖票面利率下行所带来的票息收益跌幅。考虑到宏观经济基本面当前正处于稳步修复过程，基准利率进一步下调的节奏预计放缓，因此票息收益部分的下滑速度亦预计相应放缓，未来仍将成为商业银行债券投资板块收益的主要来源。2) 公允价值变动损益：尽管商业银行整体在交易性金融资产和其他债权投资类金融资产的规模扩容上呈现不同程度的发力，然而在 2025 上半年债市偏震荡的环境中，意图通过短期持有并交易的方式来博取资本利得收益的难度较大，账面盈利较去年同期明显减少，或提示债券交易层面存在浮亏。3) 投资收益：结合实际投资收益和公允价值变动损益两个科目来看，尽管商业银行在 2025H1 期间持仓的债券类交易性金融资产和其他债权投资类金融资产的账面价值增值幅度不比去年同期，甚至在中小型银行中出现账面亏损，但商业银行仍能够通过卖出在 2025 年以前低价配置的存量债券以及等待 2025 年上半年期间即将到期的存量债券自然到期来增厚其总体的债券投资领域收益。外部环境驱动：利率波动、债券供需与政策导向共振影响债券投资收益：1) 2025 年上半年宏观经济与债券市场环境的变化，直接作用于银行债券投资的收益情况：“调整多、机会少”的债券市场环境导致存量债券价格普遍下跌，这与 2025H1

上市银行债券投资中的公允价值变动损益同比大幅下降 81.16% 直接相关，尤其是交易性金融资产占比较高的股份制银行、城商行，受债券价格波动影响更为显著，其 2025H1 期间的公允价值变动损益分别为 -42.63 亿元和 -63.77 亿元。2) 从债券供需结构看，2025H1 国债、地方政府债与政金债供给同比增加，较 2024H1 分别同比增加 35.86%、57.18% 和 16.13%，达到 7.82 万亿元、5.49 万亿元和 3.00 万亿元，呈现“供给放量”特征。银行作为债券市场主要配置力量，虽承接了大量新增供给，债券投资规模稳步增长，但新发行债券的票面利率随利率中枢下行而降低，导致 2025H1 新配置债券的票息贡献低于存量，叠加部分高票息存量债券到期，共同推动银行债券投资中的票息收益环比回落。3) 监管政策间接作用于债券投资表现：一方面，对低评级信用债（BBB 级及以下）的风险权重提高至 150%，倒逼银行减少此类债券配置；另一方面，对金融资产分类的规范严格限制了“随意重分类”的空间：只有当银行“管理金融资产的业务模式发生重大且实质性变化”时，才能对金融资产进行重分类，导致银行无法再通过“改分类”的手段，把本应体现公允价值波动的资产（如 FVTPL 类），强行归到“不直接反映波动”的类别（如 AC 类）中，客观上凸显了上半年的公允价值亏损。银行业债券投资压力情况及后市展望：1) 整体收益向好但仍存隐忧：a) 2025 年上半年 42 家上市银行的债券投资实际收益合计约 1.42 万亿元（包含票息收益和投资收益两类），较 2024 年上半年同期的 1.37 万亿元小幅增长 3.82%，映射出银行业整体在债券投资领域实现稳健增长的格局。b) 尽管在规模占比上仍以票息收入为主，但增长的主要动力系投资收益，而若结合当期公允价值变动损益的弱势表现，则可以发现作为债券投资收益的主要来源的票息收入在利率下行周期中面临下滑压力，而低利率环境中通过波段交易博取价差收益难度亦明显提升，因此银行业在债券投资板块继续保持稳健收益的能力或有承压。2025H2 以来，受“反内卷”政策影响，股强债弱的格局显现，10 年期国债收益率从 7 月初的 1.65% 左右上行至 9 月中旬的 1.8%，公允价值变动带来的亏损将更加明显，银行或延续卖出浮盈老券以换取投资收益的做法。换言之，当前的债券投资盈利模式或难以持续，其中隐含的因宏观市场环境波动而带来的投资收益不确定性的抬升不可小觑。2) 不同银行类型表现分化，国有大行压力相对可控：国有大行因受益于规模显著并持续增长的债券配置盘而相应获取稳步增长的票息收益，叠加其债券交易盘在持仓品种上具备良好的流动性优势和折价存量债券储备优势，因此在债市低利率震荡的环境中保持盈利的压力尚可。反观股份行、城商行和农商行三类商业银行，则因其所持有的三类金融资产的体量、券种结构以及自身的负债端稳定性均不及国有大行而相对更为脆弱，从其 2025 年上半年公允价值变动损益表现一般以及票息收益的下滑已可见一斑，因此当债市处于“逆风期”，其保持债券投资持续盈利的压力明显增加，未来可能更倾向于在权益市场、大宗商品市场以及相关的结构性固收产品中增加资金配比、寻求有效增益。此外，该影响预计在中小型银行中更为多见。风险提示：经济基本面变化超预期；货币政策工具创新；历史及海外经验不代表将来。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶 证券分析师：徐沐阳）

行业

燃气 II 行业跟踪周报：美国库存充足、欧洲储库推进、国内需求缓慢

修复，各地气价均较为平稳

投资要点 价格跟踪：美国库存充足、欧洲储库推进、国内需求缓慢修复，各地气价均较为平稳。截至 2025/09/26，美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动-0.1%/+1.2%/-0.6%/-0.1%/-2.1%至 0.7/2.8/2.9/2.7/2.8 元/方，海内外倒挂持续。供需分析：1) 库存充足，美国天然气市场价格周环比-0.1%。截至 2025/09/24，天然气的平均总供应量周环比-0.1%至 1117 亿立方英尺/日，同比+4.3%；总需求周环比+2.7%至 1013 亿立方英尺/日，同比+2.7%；发电用天然气周环比+4.3%；住宅和商业部门的天然气消费量周环比+0.7%；工业部门的天然气消费量周环比持平。截至 2025/09/19，储气量周环比+750 亿立方英尺至 35080 亿立方英尺，同比+0.5%。2) 储库推进，欧洲气价周环比+1.2%。2025M1-6，欧洲天然气消费量为 2408 亿方，同比+5.8%。2025/9/18~2025/9/24，欧洲天然气供给周环比-0.5%至 54258GWh；其中，来自库存消耗-11531GWh，周环比-21.3%；来自 LNG 接收站 26858GWh，周环比+2.5%；来自挪威北海管道气 13906GWh，周环比+3.6%。2025/09/20~2025/09/26，欧洲燃气发电出力下降，欧洲日平均燃气发电量周环比+2.6%、同比+8.2%至 837.4GWh。截至 2025/09/24，欧洲天然气库存 935TWh（903 亿方），同比-141.4TWh；库容率 82.02%，同比-11.9pct，周环比+0.9pct。3) 需求恢复缓慢，国内气价周环比-0.1%。2025M1-8，我国天然气表观消费量同比+0.8%至 2832 亿方，原因或为 2024 年冬季偏暖，影响了 2025M1-3 采暖用气需求。2025M1-8，产量同比+6.2%至 1737 亿方，进口量同比-6%至 1152 亿方。2025 年 8 月，国内液态天然气进口均价 3826 元/吨，环比+1%，同比-8.5%；国内气态天然气进口均价 2483 元/吨，环比-2.9%，同比-8.3%；天然气整体进口均价 3205 元/吨，环比+0.5%，同比-9.1%。截至 2025/09/26，国内进口接收站库存 417.61 万吨，同比+18.16%，周环比+6.79%；国内 LNG 厂内库存 45.38 万吨，同比+10.12%，周环比-13.28%。

顺价进展：2022~2025M8，全国 65%(188 个)地级及以上城市进行了居民顺价，提价幅度为 0.21 元/方。2024 年龙头城燃公司价差 0.53~0.54 元/方，配气费合理值在 0.6 元/方以上，价差仍存 10%修复空间，顺价仍将继续落地。

投资建议：展望 2025 年，供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征关税后新奥股份等具有美国气源的公司是否能通过转售等消除关税影响；以及涉及省内管输业务的公司管输费下调风险。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】(25 股息率 5.1%) 2024 年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】【昆仑能源】(25 股息率 4.9%)【中国燃气】(25 股息率 6.4%)【蓝天燃气】(股息率 ttm8.7%)【佛燃能源】(25 股息率 4.0%)；建议关注：【深圳燃气】【港华智慧能源】。2) 海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：【九丰能源】(25 股息率 4.0%) 一体化持续推进【新奥股份】(25 股息率 6.3%)【佛燃能源】；建议关注：【深圳燃气】。3) 美气进口不确定性提升，能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2025/9/26)

风险提示：经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、安全经营风险。

(证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥)

商贸零售行业跟踪周报：潮玩集合店第一品牌——TOP TOY 正式递交港股上市申请，附招股书拆解

周观点(注：文中“本周”指的 9 月 22 日至 9 月 28 日) 2025

年9月26日，名创优品旗下 TOP TOY 正式向联交所递交上市申请。此次分拆将通过全球发售及向股东派发 TOP TOY 股份的方式进行，股东有望按持股比例获得股份。目前上市申请已提交，最终实施有待监管批准及市场条件。分拆后 TOP TOY 将继续作为名创优品的子公司独立运营。

受益于潮玩行业快速发展，TOP TOY 收入和利润均高增。收入方面，2023 年在扩店与品类放量带动下同比翻倍（约+115%），2024 年持续高增；到 2025H1 收入实现同比+58.5%达 13.60 亿元。TOP TOY 在 2023 年实现扭亏，2024 年利润增长 40%至 2.97 亿元；2025H1 实现归母净利润为 1.81 亿元，同比约+28%。

中国潮玩行业维持高景气，行业规模预计从 2024 年约 590 亿元增长至 2030 年约 2130 亿元，2025-2030E 复合增速约 21%。品类结构继续向高附加值倾斜——手办占比提升（约 45%升至逾五成）成为主核；搪胶毛线占比增长，是目前行业较为火热的产品方向；3D 拼装模型小幅回落。

行业格局方面，以零售额计，2024 年 TOP TOY 是国内最大的潮玩集合店、是国内第三大潮玩零售商。TOP TOY 的选品、供应链、IP 运营和加盟商资源优势，使这家年轻的企业快速跻身行业龙头地位。国内前 2 大潮玩零售商均为自有品牌零售商，如泡泡玛特、乐高。

TOP TOY 分拆上市有望帮助名创优品实现价值重估。名创优品 9 月 26 日收盘价对应 2024 年经调整净利润的静态市盈率为 18 倍左右，而 TOP TOY 最近一次融资（获淡马锡领投）估值为 100 亿港元，对应 2024 年静态市盈率在 30 倍以上。分拆上市有助于不同类型的投资者各取所需，也有助于名创优品集团实现价值重估。

本周行情回顾 本周（9 月 22 日至 9 月 28 日），申万商贸零售指数涨跌幅-4.32%，申万社会服务-5.92%，申万美容护理-2.25%，上证综指+0.21%，深证成指+1.06%，创业板指+1.96%，沪深 300 指数+1.07%。

年初至今（1 月 2 日至 9 月 28 日），申万商贸零售指数涨跌幅+1.91%，申万社会服务+8.91%，申万美容护理+9.80%，上证综指+14.21%，深证成指+26.83%，创业板指+47.16%，沪深 300 指数+15.63%。

风险提示：海外经营风险、扩店放慢、消费者喜好变化、行业竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄 证券分析师：张家璇 证券分析师：阳靖 证券分析师：郝越 证券分析师：王琳婧）

汽车周观点：9 月第 3 周乘用车环比+12.9%，继续看好汽车板块

n 三类主线投资机会并存！ n 本周市场对汽车核心关注？ Ø 本周汽车 A 股表现好于港股，子板块中摩托车表现更佳。核心变化：奇瑞正式港股上市，理想发布 i6，小鹏和阿里签署合作协议，马斯克宣布下周发布 V14，尚界 H5 上市大定数据跑万台，M7 破 4 万台。 n 当前时点汽车板块如何配置？ Ø 我们认为汽车行业或又进入了新的十字路口阶段：汽车电动化红利进入尾声，汽车智能化正在“黎明前黑暗”，机器人创新在产业 0-1 阶段。新旧逻辑切换阶段三类主线投资机会并存。 Ø 【AI 智能车主线】Robotaxi/van 先行，C 端紧跟。 ü 第一类，Robotaxi 产业链核心标的：1）一体化模式：特斯拉/小鹏汽车/千里科技；2）技术提供商+运营分成模式：地平线机器人/百度集团/小马智行/文远知行；3）网约车/出租车的转型：滴滴/曹操出行/如祺出行/大众交通/锦江在线；4）车辆生产商：北汽蓝谷/广汽集团/上汽集团；5）核心供应商：检测（中国汽研+中汽股份等）+芯片（地平线机器人+黑芝麻智能）/域控制器（德赛西威/均胜电子/科博达/经纬恒润等）/传感器（舜宇光学科技/禾赛/速腾聚创）/线控底盘（伯特利/耐世特/浙江世宝）/车灯（星宇股份）/玻璃（福耀玻璃）等 ü 第二类，Robovan 产

业链核心标的：德赛西威/经纬恒润/中邮科技+开勒股份等 ü 第三类，智能车 C 端消费核心受益车企：小鹏汽车/理想汽车/蔚来/华为系（赛力斯/上汽集团/江淮汽车/北汽蓝谷/长安汽车/广汽集团/东风集团股份）/比亚迪/长城汽车/吉利汽车/零跑汽车 Ø【AI 机器人主线】零部件优选（拓普集团+均胜电子+精锻科技+福达股份+旭升集团+爱柯迪等）。Ø【红利&好格局主线】客车（宇通客车）/重卡（中国重汽 A-H/潍柴动力）/两轮（春风动力/隆鑫通用）/零部件（福耀玻璃+星宇股份+新泉股份+继峰股份）。n 风险提示：贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期；L3-L4 智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇 证券分析师：孟璐
证券分析师：郭雨蒙 证券分析师：孙仁昊 研究助理：赖思旭
研究助理：童明祺）

电力设备行业跟踪周报：储能需求旺盛锂电排产超预期、风电深远海有期待

投资要点 电气设备 9749 上涨 3.86%，表现强于大盘。（本周，9 月 22 日-26 日，下同），发电设备涨 8.23%，风电涨 7.4%，光伏涨 5.62%，电气设备涨 3.86%，新能源汽车涨 2.56%，核电涨 2.29%，锂电池涨 1.3%。涨幅前五为向日葵、华自科技、中电兴发、大洋电机、吉鑫科技；跌幅前五为新动力、皓宸医疗、杭电股份、动力源、南风股份。行业层面：人形机器人：优必选与富士康云智汇达成战略合作；OpenMind 开源全球首个 AI 原生开源机器人系统发布；智元机器人 GO-1 通用具身基座大模型全面开源；海晨股份、乐聚机器人携手成立赛联机器人公司；阿里巴巴与英伟达开启 Physical AI 合作；擎朗智能发布针对服务行业的自研 VLA 模型 KOM2.0；郑州大学与乐聚机器人共建人形机器人联合研发中心；小鹏汽车公布人形机器人专利，或提升拟人表现；宇树科技下半年将推 1.8 米高机器人；拓普集团投资成立机器人部件公司。储能：根据 EIA 数据，美国大储 8 月新增装机 1085MW，同环比+13%/-25%，对应 3489MWh，同环比+47%/-28%，平均配储时长 3.2h。2025 年 1-8 月累计装机 8043MW，同比+33%，对应 25.1GWh，同比+46%。国家能源局：推动储能装备规模化应用，研制长寿命、宽温域、低衰减锂电池、钠电池、固态电池关键装备。电动车：9 月第三周国内乘用车终端销量达 48.9 万辆，环比上周增长 12.6%；长城汽车斯洛伐克工厂首台样车下线；零跑、小米等将推 80 度大电量增程车，宁德时代高镍电池回归；李想：高阶辅助驾驶一定要有，但不应向消费者收费；尚界 H5 订单 1 小时破 10000 台，售 15.98 万元起，将于 9 月底陆续交付；最大续航 866km+800V 架构，全新奔驰 CLA 将于 9 月 25 日开启预售；蔚来新 ES8 订单爆满，消息称大定已超今年 4 万辆产能上限；今年锁单最高 1.5 万购置税补贴；宁德时代携手力高新能源；中汽新能 100Ah 全固态金阳电池明年将装车示范应用；当升科技固态锂电正极材料已实现 10 吨级批量出货；曼恩斯特完成固态电池干湿法双线产品布局；亿纬锂能首套钠离子电池储能系统投运；共同深耕烟台储能产业；市场价格及周环比：钴：SMM 电解钴 29.68 万/吨，+7.9%；百川金属钴 28.75 万/吨，+3.6%；镍：上海金属网 12.34 万/吨，+0.0%；碳酸锂：SMM 工业级 7.14 万/吨，+0.1%；SMM 电池级 7.36 万/吨，+0.1%；电解液：SMM 磷酸铁锂 1.83 万/吨，+0.0%；SMM 三元动力 2.23 万/吨，+0.0%；前驱体：SMM 四氧化三钴 24.85 万/吨，+9.7%；三元 523 型 8.25 万/吨，+1.2%；正极：SMM 磷酸铁锂-动力 3.37 万/吨，+0.1%；三元 811 型 14.60 万/吨，+0.7%；三元 622 型 12.55 万/吨，+0.8%；负极：百川石

油焦 0.27 万/吨, +0.8%; DMC 碳酸二甲酯: 电池级 DMC 0.55 万/吨, +0.0%; EC 碳酸乙烯酯 0.43 万/吨, +0.0%; 六氟磷酸锂: SMM 5.83 万/吨, +2.2%; 百川 5.85 万/吨, +4.5%; 电池: SMM 方形-铁锂 523 0.332 元/wh, +0.0%; 圆柱 18650-2500mAh 4.42 元/支, +0.0%; 新能源: 2025 年 1-8 月份光伏新增装机量 230.61GW, 同比增长 64.73%; 国务院国资委召开国有企业经济运行座谈会, 要带头坚决抵制“内卷式”竞争, 强化行业自律。福建发改委: 拟出台福建“136 号文”, 存量 0.3932 元/kWh、增量最高 90%入围。安徽发改委、能源局: 拟出台安徽“136 号文”, 存量 0.3844 元/千瓦时, 增量机制电量最高 85%。全球首个 2000V 光伏实证基地落户海南。本周硅料 53.00 元/kg, 环比 0.00%; N 型 210R 硅片 1.45 元/片, 环比 0.00%; N 型 210 硅片 1.70 元/片, 环比 0.00%; 双面 Topcon182 电池片 0.29 元/W, 环比 0.00%; 双面 Topcon182 组件 0.70 元/W, 环比 0.00%; 玻璃 3.2mm/2.0mm 20.25/13.50 元/平, 环比 0.00%/1.12%。风电: 大唐儋州 120 万千瓦海风项目二场址(600MW)启动风电机组及附属设备招标。本周招标 4.5GW: 陆上 3.9 GW/海上 0.6GW; 本周开/中标暂无。本月招标 9.84GW, 同比 +78.19%; 陆上 7.94 GW/海上 1.9GW, 同比 +55.06%/+374.23%。25 年招标 87.14 GW, 同比 +10.49%; 陆上 78.88 GW/海上 8.26 GW, 同比 +9.29%/同比 +23.68%。本月开标均价: 陆风 1947 元/KW, 陆风(含塔筒) 2106 元/KW。电网: 藏粤直流工程环评公示! 新建 4 座 ±800kV 换流站。2025 年 1-8 月电网累计投资 3796 亿元, 同比增长 14.0%。公司层面: 天赐材料: 全资子公司九江天赐与瑞浦兰钧签订了《合作协议》, 瑞浦兰钧向九江天赐采购总量不少于 80 万吨的电解液产品; 国电南瑞: 每股派发现金红利 0.147 元, 合计派发现金股利 11.7 亿元; 赣锋锂业: 控股子公司赣锋锂电拟引入投资人, 共同对赣锋锂电以货币方式进行增资, 增资金额合计不超过人民币 25 亿元; 爱旭股份: 向 76 名激励对象授予 398.25 万股限制性股票, 向 19 名激励对象授予 63.50 万份股票期权; 盛新锂能: 拟通过盛屯锂业以 14.56 亿元收购启成矿业 21%股权, 将直接持有启成矿业 70%股权, 启成矿业及其控股子公司惠绒矿业将并表。明阳智能: 1) 发布员工持股计划, 拟筹集金额不超过 7020 万元, 持股计划回购股票价格为 7.02 元/股。2) 发布期权激励计划, 拟向激励对象授予的股票期权数量为 2000 万份, 约占总股本的 0.88%, 行权价格为 14.03 元/股。投资策略: 储能: 国内容量补偿电价逐步出台, 大储需求超预期, 供应紧张, 今年预计 30-40%增长, 美国大美丽法案后今年抢装超预期, 预计明后年稳增长, 欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发, 持续高增长; 欧洲户储去库完成, 出货恢复, 工商储需求开始爆发, 新兴市场光储平价需求持续, 我们预计全球储能装机 25-28 年的 CAGR 为 30-50%, 继续强推大储, 看好大储集成和储能电池龙头。锂电&固态: 9 月排产略高于此前预期, 10 月排产进一步提升 10%, 旺季再上台阶, 且各家指引 11-12 高景气度延续; 其中, 储能需求超预期, 电池供不应求, 预计供给紧张延续至 26 年年中, 价格已上涨 1-3 分/wh, 预计 Q4 价格仍有提升空间, 全面看好锂电池板块, 首推宁德、亿纬锂能、欣旺达等。同时材料环节一二线厂商产能已打满, 涨价诉求强烈, 预计 26 年有望开始盈利有望修复, 看好科达利、璞泰来、天赐等锂电龙头公司, 同时固态中试线 2H25 密集落地, 继续强推硫化物固态电解质和硫化锂及核心设备优质标的。机器人: 英伟达近期加码人形本体和大模型, Tesla Gen3 将于 10-11 月定型, 股东大会有望展示, 25Q4 下订单、26 年初量产, 2030 年依然预期 100 万台; 人形公司产品、订单、资本端等进展提速, 25-26 年国内外量产元年共振, 我们继续全面看

好人形板块，全面看好 T 链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。AIDC：海外算力升级对 AIDC 要求持续提升，高压、直流、高功率趋势明显，国内相关公司迎来出海新机遇，继续看好有技术和海外渠道优势的龙头；工控：工控 25 年需求总体继续弱复苏，锂电需求恢复、风电、机床等向好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25 年国内海风 10GW+，翻倍增长，Q2 是拐点，欧洲海风进入持续景气周期，继续全面看好海风，陆风 100GW+，同增 25%，铸件等零部件涨价，风机毛利率逐步修复，推荐海缆、海桩、整机等。光伏：三季度国内终端需求支撑偏弱，排产端暂时小幅下降，政策引导光伏反内卷力度强，硅料成为主要抓手，当前价格 50 元/kg+，硅片和电池顺价，组件待观察终端需求；今年全球光伏装机增速为 15%/5%，欧洲分布式和新兴市场持续需求好，看好受益的逆变器环节、看好反内卷受益的硅料、玻璃、电池和组件等。电网：25 年电网投资确定增长，出海变压器高景气，看好 Alpha 龙头公司。

投资建议：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、盈利和增长确定估值低）、阳光电源（逆变器全球龙头、海外大储集成优质龙头、切入 AIDC）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间大）、海博思创（国内大储龙头提前卡位优势明显、积极开拓海外储能）、科达利（结构件全球龙头稳健增长、大力布局机器人优势显著打造第二增长曲线）、厦钨新能（钴酸锂需求盈利向好、卡位硫化锂固态潜力大）、大金重工（海风出口布局厚积薄发、量利双升超预期）、上海洗霸（全面布局固态、有研合资硫化锂有望领先）、当升科技（三元正极龙头、固态电解质技术领先）、天赐材料（电解液&六氟龙头、新型锂盐领先）、欣旺达（消费锂电盈利向好、动储锂电上量盈利在即）、东方电缆（海缆壁垒高格局好，海风项目开始启动）、璞泰来（负极龙头盈利拐点隔膜涂敷稳增、固态电池设备&材料领先）、湖南裕能（铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量和价格见底盈利好转）、天奈科技（碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益）、浙江荣泰（云母龙头增长确定、丝杠及总成大客户进展迅速）、震裕科技（结构件盈利逐步修复、关节总成拓展到手臂总成空间大）、北特科技（丝杠头部批量空间大、汽零平稳）、麦格米特（多产品稳健增长、英伟达供应商 AIDC 潜力大）、远航精密（镍带箔龙头、固态镍基潜力大）、尚太科技（负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强）、良信股份（断路器优质标的，率先切入海外 AIDC 供应链潜力大）、汇川技术（通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升级、全民智驾超预期）、金盘科技（干变全球龙头海外全面布局、AIDC 明显受益）、伟创电气（变频伺服持续增长、大力布局人形机器人）、富临精工（高压实铁锂领先、机器人布局深厚）、艾罗能源（老牌户储龙头、工商储率先起量）、锦浪科技（欧洲去库完成逆变器迎来拐点、新兴市场销售提升提供支撑）、阿特斯（一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期）、纳科诺尔（干法设备龙头、固态设备全面布局）、雷赛智能（伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显）、新宙邦（电解液&氟化工齐头并进）、星源材质（干法和湿法隔膜龙头、LG 等海外客户进展顺利）、盛弘股份（受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展）、德业股份（新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势）、宏发股份（传统继电器稳增长、高压直流和 PDU 持续高增长）、思源电气（电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期）、华友钴业（锂电资源材料一体化布局、镍钴盈利能力超预期）、禾迈股份（微逆去库尾声

重回高增长、储能产品开始导入)、斯菱股份(车后轴承市场稳定增长、打造谐波第二增长曲线)、祥鑫科技(汽零和结构件稳健、积极布局人形/AIDC/液冷)、三星医疗(海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健)、固德威(组串逆变器持续增长,储能电池和集成逐步恢复)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、BC技术值得期待)、爱旭股份(ABC电池组件龙头、25年大幅放量)、通威股份(硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善)、科华数据(全面受益国内AI资本开支新周期、数据和数能双星驱动)、晶澳科技(一体化组件龙头、盈利率先恢复)、晶科能源(一体化组件龙头、Topcon明显领先)、天合光能(210一体化组件龙头、户用分布式和渠道占比高)、聚和材料(银浆龙头、铜浆率先布局)、福斯特(EVA和POE胶膜龙头、感光干膜上量)、国电南瑞(二次设备龙头、稳健增长可期)、鸣志电器(步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大)、帝科股份(银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即)、曼恩斯特(磨头龙头持续高增、多品类扩张布局固态和人形)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、日月股份(大铸件紧缺提价可期,盈利弹性大)、上能电气(逆变器地面地位稳固、大储PCS放量在即)、平高电气(特高压交直流龙头、估值低业绩持续超预期)、许继电气(一二次电力设备龙头、柔直弹性可期)、金风科技(风机毛利率恢复、风电运营稳健)、中伟股份(三元前驱体龙头、镍锂金属布局可观)、明阳智能(海上风机龙头、风机毛利率修复弹性大)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹)、钧达股份(Topcon电池龙头、扩产上量)、三一重能(成本优势明显、双海战略见成效)、天齐锂业、赣锋锂业、中矿资源、盛新锂能、艾罗能源、中国西电、禾望电气、恩捷股份、天顺风能、德方纳米、昱能科技、永兴材料、威迈斯、儒竞科技、派能科技、元力股份、大金重工、安科瑞、海兴电力、中熔电气、天齐锂业、日月股份、三一重能、金风科技。建议关注:优优绿能、海辰药业、峰岬科技、英联股份、凌云股份、宏工科技、科士达、英维克、明阳电气、多氟多、天际股份、东方电气、中信博、东威科技、宇邦新材、海力风电、新强联、通灵股份、快可电子、中科电气、美畅股份、甬升科技、信捷电气、振华新材、大全能源、通合科技、金雷股份、禾川科技、嘉元科技、TCL中环、弘元绿能、东方日升等。风险提示:投资增速下滑,政策不及市场预期,价格竞争超市场预期

(证券分析师:曾朵红 证券分析师:阮巧燕)

建筑材料行业跟踪周报:建材稳增长政策落地,反内卷力度有望强化
 投资要点 本周(2025.9.22-2025.9.26,下同):本周建筑材料板块

(SW)涨跌幅-2.11%,同期沪深300、万得全A指数涨跌幅分别为1.07%、0.25%,超额收益分别为-3.18%、-2.36%。大宗建材基本面与高频数据:(1)水泥:本周全国高标水泥市场价格为351.0元/吨,较上周+5.3元/吨,较2024年同期-35.0元/吨。较上周价格持平的地区:泛京津冀地区、华北地区、东北地区、西北地区;较上周价格上涨的地区:长三角地区(+15.0元/吨)、长江流域地区(+11.4元/吨)、两广地区(+5.0元/吨)、华东地区(+7.1元/吨)、中南地区(+8.3元/吨)、西南地区(+12.0元/吨);无较上周价格下跌的地区。本周全国样本企业平均水泥库位为65.7%,较上周+0.9pct,较2024年同期+0.3pct。全国样本企业平均水泥出货率(日发货率/在产产能)为46.5%,较上周-1.9pct,较2024年同期-5.2pct。(2)玻璃:卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为1224.7元/吨,较上周+16.8元/吨,较2024年同期+47.6元/吨。卓创资讯统计的全国13省样本企业原片库存为5329万重箱,较上周-142万重箱,较2024年同期-1052万重

箱。(3)玻纤：本周国内无碱粗纱市场价格维持稳定趋势，周内各厂报价以稳为主，中下游贸易商市场补货，截至9月25日，国内2400tex无碱缠绕直接纱市场主流成交价格在3250-3700元/吨不等，成交价格较上周持平，全国企业报价均价维持3524.75元/吨，主流含税送到，较上一周均价（3524.75）持平，同比下降3.97%，同比降幅较上周收窄0.07个百分点；本周电子纱市场主流产品G75报价以稳为主，月内中下游提货量稍有恢复，各厂稳价出货为主。本周电子纱G75主流报价8300-9200元/吨不等，较上一周均价基本持平；7628电子布报价维持3.6-4.2元/米不等，成交按量可谈。

周观点：(1)8月工业企业利润反弹，PPI环比改善，得益于反内卷工作。随着工信部陆续发布建材等行业的《稳增长工作方案》，我们预计反内卷的执行力度都有望得到强化。未来消费的提振和工业反内卷相辅相成，社保补缺和高端工业突破也会成对出现。短期而言，基于行业自身调整周期已经到位，反内卷政策有望加强，我们推荐华新水泥、海螺水泥、上峰水泥、旗滨集团等大宗建材。其次是消费建材，零售端调整逐渐显现成效，下半年有望陆续出现增速拐点，推荐欧派家居、奥普科技、箭牌卫浴等。最后建议关注低估值的港股建筑央企。(2)国内先进制程将迎来新一轮扩张，继续推荐洁净室工程板块，圣晖集成、亚翔集成和柏诚股份。同时也建议关注其他科技属性较强的公司，例如中材科技、宏和科技等玻纤企业受益于AIDC产业PCB的技术升级，上海港湾受益于商业卫星的加速发射和技术升级，鸿路钢构受益于钢结构焊接机器人的渗透率提升，萤石网络受益于AI端侧模型的进步。(3)中期而言，美国的贸易壁垒逐渐稳定，美国市场敞口风险可控。受益于美欧等国财政扩张的板块值得关注，例如圣晖集成、亚翔集成、中国巨石、长海股份等。另外，美联储预防式降息对于中小企业和私人投资的推动作用也值得持续关注。除了欧美地区，出海企业也在大力开发东南亚、中东、非洲等市场，综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐华新水泥、上海港湾、科达制造、中材国际。(4)地产链出清已近尾声，供给格局大幅改善。长期估值已处低位，因此不少公司即使下调业绩，但股价已经不再下跌。而个别零售型公司开始展现出业务亮点，例如三棵树、箭牌家居。随着城市更新和好房子政策的推进，零售品类的触底回升将更加明显，建议关注三棵树、箭牌家居、公牛集团、北新建材、伟星新材、欧派家居、兔宝宝、奥普科技、欧普照明、江河集团等。

大宗建材方面：1、玻纤：(1)我们认为中期粗纱盈利有望重回改善趋势。当前行业盈利仍处低位，一季度以来行业之中前期推迟点火的生产线陆续投产，叠加关税战下出口需求阶段性受冲击，行业库存逐步积累，粗纱低端产品价格松动，而中高端产品价格基本稳定。我们认为粗纱中期供给冲击最大的阶段已经过去，此次行业联合骨干企业的反内卷倡议说明行业稳价共识的进一步强化，有望推动当前竞争较激烈的品类价格企稳回升。中期来看，粗纱产品的资本开支已经大幅收缩，下游需求有韧性，随着前期新增产能消化，供需平衡改善，行业盈利有望延续稳步改善的态势。

(2)普通电子布下游景气度提升，而行业盈利仍处低位，新增供给有限，我们认为供给或呈现趋紧态势，有望推动价格进一步回升。(3)中长期落后产能出清、玻纤成本的下降也为新应用的拓展和渗透率的提升提供催化剂，随着风电、新能源车等领域用量持续增长，光伏组件边框等新兴应用领域持续拓展，行业容量有望持续增长，产品结构的调整有利于龙头提升壁垒，盈利稳定性也将增强。(4)AI应用下电子玻纤布产品升级趋势明确，以Low-Dk、Low-CTE为代表的特种玻纤/电子布高端产品渗透率加速提升且有望持续迭代，需求潜力大、

价值量有望大幅增长。我们认为特种玻纤较普通玻纤其配方、工艺壁垒更高，国内发展起步晚，进入门槛高，叠加下游应用迭代速度快，供给瓶颈短期难以完全打破，有望保持高盈利。随着国内龙头企业技术进步，二代 Low-DK、Q 布等高端产品推动加速测试验证和产能扩大，中长期在全球供应中份额有望加速提升。三四季度有望开启关键的由验证步入量产扩大的窗口期。（5）玻纤行业新增供给压力逐步消化，行业价格竞争缓和，粗纱价格有望企稳改善，电子布价格在下游景气带动下有望进一步回升，龙头企业积极开拓低介电等新兴产品，有望形成新的增长点，推荐中国巨石，建议关注中材科技、长海股份、宏和科技、国际复材等。

2、水泥：（1）九月底，受降雨和台风天气影响，水泥市场需求出现阶段性减弱，全国重点地区水泥企业平均出货率环比下降约 2 个百分点。自 8 月下旬以来，各地水泥企业尝试推涨价格，但因需求支撑不足，多数未能有效落地，随着四季度临近，为完成全年稳增长目标，预计水泥企业将继续推动价格上涨，后期价格也将延续上行走势。（2）行业供给自律共识有望进一步强化，全年盈利中枢有望好于去年。尽管 Q2 因需求波动或错峰执行问题供需阶段性失衡、价格出现回落，但今年行业在主导企业引领下维护利润的意愿显著增强，我们认为供需再平衡时间仍然会明显好于去年，短期天气等因素导致需求季节性修复缓慢，影响了涨价落地，但随着区域错峰力度加强，预期后续旺季价格仍有可观反弹空间。（3）板块市净率估值处于历史底部，产业政策落地有望推动盈利持续修复、估值回升，本周工信部等六部门发布稳增长方案，彰显产业政策的重点和持续性，有望强化水泥产能管控等工作的推动和落地执行，2025 年底对超出项目备案的产能制定产能置换方案，将有效推动行业僵尸产能的退出以及产能过剩区域的产能置换减量，叠加探索设立绿色低碳转型基金，以市场化运作方式加快低效产能退出，利好行业中长期盈利中枢提升。（4）龙头企业综合竞争优势凸显，中长期有望受益于行业格局优化，估值有望迎来修复，推荐全国和区域性龙头企业：华新水泥（国内改善+海外盈利上行、加速布局）、海螺水泥（全国龙头）、上峰水泥（新经济产业投资贡献增量）、冀东水泥（东北区域整合），建议关注天山股份、塔牌集团等。

3、玻璃：短期行业供需呈现僵持状态，在高厂商库存、弱需求预期压力下，浮法玻璃价格低位震荡。但我们认为中期供给侧的出清有望持续，尤其高窑龄产线有望在春节后前后的窗口期加速冷修，2026 年玻璃价格弹性有望提升。可关注反内卷政策导向下产业政策或行业自律措施对过剩产能退出的潜在影响，我们认为供给收缩幅度以及需求的韧性将决定后续价格反弹持续性和空间。浮法玻璃龙头享有硅砂等资源等中长期成本优势，享受超额利润，有望受益于行业产能的出清，光伏玻璃等多元业务也将贡献潜在盈利弹性，推荐旗滨集团，建议关注南玻 A 等。

4、装修建材方面：关税和贸易摩擦升级等外部不确定性增加，扩内需预期增强，此前政府工作报告强化了促内需和消费的政策预期，对地产继续延续“稳楼市”、“止跌回稳”的基调，后续政策有望不断出台和推进。24 年两新政策对家居建材消费拉动效果明显，25 年以旧换新政策有望进一步扩大加码，家居建材消费需求有望持续释放。今年以来多个一线城市二手房成交保持持续增长态势，后续叠加国补持续落地和消费者信心回暖，家居建材需求景气改善预期加强，多数估值处于底部区间的板块龙头公司估值有望修复。当前行业底部修复特征更加明显，多数公司利润目标强化，少数公司选择进攻打法，信心恢复有待政策和阶段经营效果的信号；国补对装修消费有明显拉动的效果，25 年各地的政策继续扩大品类范围，龙头企业也有更充分的准备。同时

龙头公司积极探索新模式或延伸产业链，包括渠道和品类融合、提升效率，加强定价权等。投资建议：（1）扩张增长意愿强的部分龙头企业，例如北新建材等，建议关注三棵树。（2）受益国补政策、渠道&品类融合优势明显的细分龙头，建议关注欧派家居、箭牌家居、东鹏控股、慕思股份等。（3）竞争格局优、业绩增长稳健、股息率相对较高的细分龙头，例如兔宝宝、奥普科技、伟星新材等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊 证券分析师：石峰源）

非银金融行业跟踪周报：寿险保费 8 月大幅增长；境外机构开展债券回购业务进一步放开

投资要点 非银行金融子行业近期表现：最近 5 个交易日（2025 年 09 月 22 日-2025 年 09 月 26 日）非银金融各子板块均跑输沪深 300 指数。保险行业上涨 0.46%，证券行业下跌 0.16%，多元金融行业下跌 1.49%，非银金融整体下跌 0.04%，沪深 300 指数上涨 1.07%。

证券：交易量同比大幅提升；三部门支持境外机构投资者开展债券回购业务。1）9 月交易量同比大幅提升。截至 9 月 26 日，9 月日均股基交易额为 27768 亿元，较上年 9 月上涨 204.31%，较上月增长 5.95%。截至 9 月 25 日，两融余额 24444 亿元，同比提升 75.29%，较年初增长 31.09%。截至 9 月 26 日，9 月 IPO 发行 9 家，募集资金 93.46 亿元。2）央行等部门联合发布关于进一步支持境外机构投资者在中国债券市场开展债券回购业务的公告。2025 年 9 月 26 日，央行、证监会、外汇局联合发布公告，支持可在中国债券市场开展债券现券交易的境外机构投资者开展债券回购业务。业务模式上，央行深入总结境内外回购市场实践，加强银行间市场债券回购机制和国际市场通行做法衔接，实现标的债券过户和可使用，为境外机构投资者开展债券回购业务提供更大便利，也有利于促进优化境内债券回购业务机制。3）9 月 26 日证券行业（未包含东方财富）2025E 平均 PB 估值 1.3x。推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头，如中信证券、同花顺、东方财富等。

保险：寿险保费 8 月大幅增长，今年以来增速逐月提升。1）金监总局披露保险行业 8 月保费：寿险单月保费强势增长，财险非车业务短期承压。8 月单月人身险公司原保费规模达 4645 亿元，同比+49.7%。我们认为，8 月人身险公司保费增速达到短期高峰，主要是受预定利率下调背景下的新单和续期保费需求增加因素带动。未来新业务结构或将加速转向分红险，看好行业负债成本的持续优化。8 月单月产险公司保费达 1269 亿元，同比+0.9%。非车险保费 8 月同比-3%，主要受健康险影响。2）国务院新闻办新闻发布会介绍“十四五”时期金融业发展成就。保险业累计赔付 9 万亿元，较“十三五”时期增长 61.7%，农业保险为 8 亿户次农户提供风险保障，商业养老、健康保险积累准备金 11 万亿元。保险资金投资股票和权益类基金超 5.4 万亿元，余额较“十三五”末增长 85%，助力资本市场稳定健康发展。强化科技保险保障，累计提供风险保障超过 10 万亿元，首台套、首批次保险支持创新应用项目 3600 个，为科技研发和成果转化“保驾护航”。3）保险业经营具有显著顺周期特性，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2025 年 09 月 26 日保险板块估值 0.57-0.86 倍 2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。

多元金融：1）信托：截至 2024 年末，全行业信托资产规模 29.56 万亿元，同比增长 23.58%。2024 年信托行业利润总额为 231 亿元，同比降幅为 45.5%。2）期货：7 月全国期货市场交易成交量为 10.59 亿手，成交额为 71.31 万亿元，同比分别增长 48.89%和 36.03%。2025 年 7

月期货行业净利润 13.43 亿元，同比增长 50.06%，环比 2025 年 6 月增长 35.66%。3) 其他：四部门介绍“十四五”时期金融业发展成就。

“十四五”时期，银行业保险业为实体经济提供新增资金 170 万亿元。重点领域投放精准有力，科研技术贷款、制造业中长期贷款年均增长超 20%。“十四五”时期，交易所市场股债融资合计达到 57.5 万亿元，直接融资比重稳中有升，较“十三五”末提升 2.8 个百分点，达到 31.6%。行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计持续改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国平安、新华保险、中国人保、中信证券、同花顺、九方智投控股等。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：罗宇康)

电子行业深度报告：AI 驱动 PCB 全面升级：材料、工艺与架构革新引领产业新周期

投资要点 PCB 技术从材料、工艺、架构三方面迭代升级，推动价值量持续增长。PCB 作为电子元器件关键互联件，属于二级封装环节，承担支撑、互联功能，其技术演进正朝着高密度、高电气性能方向快速发展。当前，AI 服务器、高速通信及汽车电子等下游需求驱动 PCB 技术从材料、工艺和架构三大维度全面升级：1) 材料端，M9/PTFE 树脂、Rz≤0.4 微米的 HVLP 铜箔及低损耗石英布等高端材料成为实现 224G 高速传输的关键；2) 工艺端，mSAP/SAP 工艺将线宽/线距推向 10 微米以下，激光钻孔、背钻及高多层堆叠工艺支撑高密度互连；3) 架构端，CoWoP 封装通过去除 ABF 基板将芯片直连 PCB，对板面平整度、尺寸稳定性及制造良率提出极高要求，正交背板方案为满足 224G SerDes 传输需采用 M9 或 PTFE 等低损耗材料，埋嵌式工艺则通过将功率芯片嵌入板内，实现去散热器化与系统级降本，但需引入半导体级洁净室与 IC 工艺。这些技术突破显著提升 PCB 性能与集成度，推动其价值量持续增长，并加速与先进封装的深度融合。上游高端材料供不应求，成本上涨向下游传导。覆铜板作为 PCB 的核心基材，承担导电、绝缘与支撑功能，其性能直接决定信号传输速率与损耗，主要由铜箔、树脂和玻纤布三大原材料构成，成本占比分别为 39%、26%、18%。当前行业呈现高度集中的寡头竞争格局，2024 年全球 CR10 达 77%。在 AI 与高速通信需求驱动下，三大材料持续向高性能迭代：树脂方面，为满足 224G SerDes 传输要求，PTFE 及 M9 等级树脂成为下一代焦点，其超低 Df/Dk 值可显著降低信号损耗；铜箔方面，HVLP4/5 产品凭借极低粗糙度成为高端关键材料，日本与中国台湾厂商主导高端市场，超薄铜箔需求因光模块与 CoWoP 平台而激增，目前几乎由三井矿业垄断；玻纤布亦向 Low-Dk、Low-CTE 乃至石英布升级以满足更苛刻的 Df/CTE 要求。受供需紧张与技术升级推动，2025 年上半年铜、树脂及玻纤布价格普遍上涨，日东纺等龙头厂商提价 20%，成本压力促使覆铜板厂商集体上调产品价格，并将部分成本传导至下游 PCB 环节。PCB 市场周期向上，AI 驱动技术迭代各领域板量价齐升。全球 PCB 市场在 AI、数据中心及智能汽车等需求驱动下呈现稳健增长，根据 Prismark 数据，预计 2029 年产值将达 947 亿美元，2024-2029 年 CAGR 为 5.2%，其中中国大陆占比超 50%。2025 年以来行业景气度持续回升，1-7 月台股 PCB/CCL 累计营

收同比分别增长 14.2%和 11.7%，需求端海外云厂商资本开支大幅提升，数据中心建设持续加大，供给端国内多数 PCB 厂商纷纷布局海内外产能，以应对旺盛的算力需求。分板块来看，1) 服务器/交换机 PCB 受益于 AI 算力需求爆发，正向高层数、高速材料方向升级。AI 服务器推动 PCB 层数增至 18-22 层，并采用 Ultra Low Loss 级 CCL 材料，价值量显著提升。英伟达 GB200 机柜中计算板为 22 层 HDI，交换板为 26 层通孔板，单柜 PCB 价值量约 14.67 万元；Rubin 计算板采用 5 阶 24 层 HDI，同时新增 CPX 芯片，内部采用 Midplane 替代铜缆连接，预计使用 M9 材料 44 层板以满足高速通信需求。Midplane 带来 PCB 新增量，预计单 GPU 的 PCB 价值量提升至 5775 元，单机柜 PCB 价值量达 41 万元。另外 Kyber 机柜使用正交背板，整体价值量或将进一步成倍增长。交换机速率向 800G/1.6T 升级，推动光模块 PCB 向超低损耗基材和 CPO 集成方向发展。2) 服务器电源 PCB 因 AI 服务器功率密度提升而迎来新机遇。AI 服务器机柜功率达 140kW 以上，电源架构向高功率、冗余设计和液冷散热演进，带动 PCB 需提升铜厚（适应大电流）、嵌入功率模块（提升功率密度）并采用高导热材料。英伟达 GB200 采用 5.5kW PSU，NVL72 机柜总功率达 198kW，预计 2026 年全球 AI 服务器电源市场规模达 400 亿元，对应 PCB 市场规模约 40 亿元。3) 封装基板市场持续向高密度、大尺寸方向迭代，预计 2027 年全球规模达 240 亿美元。FC-BGA 基板需支持高密度布线、大尺寸及高层数互连，技术路径向玻璃基板和共封装光学演进。目前市场由台资厂商主导，欣兴、三星电机、揖斐电等前五大厂商市占率超 50%，大陆企业如深南电路、兴森科技等正加速向高端逻辑芯片基板领域拓展。

PCB 行业重点公司介绍： 胜宏科技：公司作为全球高端 PCB 核心供应商，精准把握 AI 算力机遇，2025Q1 在 AI/HPC 领域收入跃居全球第一。公司深度参与英伟达 GB200 等高端 AI 服务器项目，自 2024Q4 量产出货开始，推动公司 AI/HPC 领域 PCB 营收占比从 2024 年的 6.6%大幅提升至 2025Q1 的 44.3%。2025H1 公司营收同比+86%，归母净利润同比+367%，毛利率与净利率显著提升，充分受益于 AI 服务器放量及产品结构高端化升级。 生益电子：公司深耕数通 PCB 领域近三十年，2024 年服务器产品订单占比已提升至 48.96%，显著受益于 AI 算力需求爆发。在产能方面，东城四期项目已实现 HDI 及软硬结合板规模化生产并稳定盈利，泰国基地（总投资 1.7 亿美元）及国内智能算力中心项目（总投资 19 亿元、总产能 70 万平方米）正加速建设，为 2026 年高端产能释放奠定基础。公司客户优质，覆盖华为、中兴等全球头部通信设备商，2025H1 营收同比+91%，归母净利润+452%，毛利率提升至 30%，体现出高端产品结构优化与规模效应下的盈利提升。

景旺电子：公司作为全球第一大汽车 PCB 厂商，凭借在汽车电子领域的深厚积累，持续受益于新能源汽车和智能驾驶渗透率提升，车载 HDI、厚铜板等高附加值产品需求旺盛。同时，公司积极布局 AI 相关高端产品，目前已实现多层 PTFE 板量产，并具备 800G 光模块 PCB 批量供应及 1.6T 光模块量产能力。公司正加速产能扩张，珠海 50 亿元投资将新增 80 万平 HDI 产能，预计 2026 年投产，以支撑 AI 服务器、高速交换设备等未来增长。

沪电股份：公司企业通讯板业务 2025H1 收入同比+70.63%，其中高速网络交换机相关产品表现尤为突出，同比+161.46%，占该板块收入的 53%。公司深度受益于全球 AI 算力基础设施建设的加速，目前 800G 交换机产品已实现批量出货，并率先布局下一代 1.6T 交换机技术，目前已进入客户打样认证阶段。同时公司正积极推进产能扩张，包括总投资 43 亿元的高端 PCB 项目及泰国基地的客户认证导入。凭借在高

速、高层板领域的技术领先性和头部客户合作优势，沪电股份已成为 AI 驱动下数据中心交换机升级浪潮的核心受益者。深南电路：公司作为国内高端 PCB 与封装基板领军企业，依托独特的“3-In-One”业务布局，深度受益于 AI 算力及数据中心建设。在服务器 PCB 领域，公司技术实力突出，其高端背板样品层数达 120 层（量产 68 层），产品广泛应用于高速交换机、光模块及 AI 服务器。在封装基板领域，公司 BT 类产品在存储、射频等市场持续突破，ABF 类载板已实现 20 层以下量产，并积极推进 22~26 层产品研发。鹏鼎控股：公司为全球消费电子 PCB 龙头，其 SLP 产品技术领先，早在 2017 年即实现 SLP 量产，长期服务于苹果等头部客户。自 2024 年起其 SLP 产品已进入 800G/1.6T 光模块供应链，并开展 3.2T 产品研发，为业绩贡献新增量。此外，公司积极扩张泰国、淮安等地产能，重点投向高阶 HDI 及 SLP，以抓住 AI 服务器、高端光通讯市场机遇。东山精密：公司通过外延并购强化电子电路、光电显示、精密制造三大业务板块，电子电路业务规模位居全球前列（25H1 FPC 全球第二、PCB 全球第三）。2025 年 6 月收购索尔思光电（对价不超过 6.29 亿美元），快速切入高速光模块领域。索尔思产品覆盖 10G 至 800G 及以上速率光模块，此次收购使公司一举获得数据中心和光通信领域的核心技术与客户资源，显著提升了在 AI 服务器供应链中的参与度。风险提示：行业与市场竞争风险；产品质量控制风险；贸易争端风险；原材料供应紧张及价格波动的风险

（证券分析师：陈海进 研究助理：解承堯）

机械设备行业跟踪周报：推荐 AI 设备（PCBS 设备&耗材+碳化硅材料）；持续强推油服设备

1.推荐组合：北方华创、三一重工、中微公司、恒立液压、中集集团、拓荆科技、海天国际、柏楚电子、晶盛机电、杰瑞股份、浙江鼎力、杭叉集团、先导智能、长川科技、华测检测、安徽合力、精测电子、纽威股份、芯源微、绿的谐波、海天精工、杭可科技、伊之密、新莱应材、高测股份、纽威数控、华中数控。 2.投资要点：

【半导体设备】AI 芯片快速发展，看好国产算力带动后道测试&先进封装设备需求 AI 芯片快速发展，带来封测设备新需求。（1）测试机：

SoC 芯片作为硬件设备的“大脑”，承担着 AI 运算控制等核心功能，对计算性能和能耗的要求极高，这使得芯片设计和制造的复杂性大幅增加，先进存储芯片为 AI 算力芯片提供高带宽的数据存储和传输支持，其容量和带宽的不断提升也进一步增加了芯片的复杂性，因此 SoC 芯片和先进存储芯片的复杂性提升共同推动了对高性能测试机需求的显著增长；（2）封装设备：HBM 显存的高带宽突破了加速卡的显存容量限制；COWOS 封装技术作为一种 2.5D 技术，是 GPU 与 HBM 高速互联的关键支撑。2.5D 和 3D 封装技术需要先进的封装设备的支撑，进一步推动了对先进封装设备的需求增长。我们建议投资者关注国内 AI 芯片带来的封测设备端投资机会。（1）测试设备：国产 AI 芯片制造采用更大的引脚和电流，测试难度显著提升，关注国产算力带来的国产测试机突破，相关标的为华峰测控、长川科技；（2）封装设备：国产 AI 芯片采用 CoWoS 先进封装，中国在封测环节具备较强全球竞争力，国内先进封装有望进入起量元年，关注国产封装设备新机遇，相关标的为晶盛机电（减薄机）、某泛半导体领域设备龙头（磨划+键合）、华海清科（减薄机）、盛美上海（电镀机）、芯源微（涂胶显影+键合机）、拓荆科技（键合机）等。

【PCB 设备】阿里云栖大会召开，AI 基础设施投资规划再超预期 2025 年 9 月 24 日，阿里云栖大会召开。会上阿里巴巴集团 CEO 吴泳铭宣布，正在积

极推进三年 3800 亿的 AI 基础设施建设计划，到 2032 年，阿里云全球数据中心的能耗规模将提升 10 倍。这意味着阿里云算力投入将指数级提升。另外阿里巴巴还与英伟达开展 Physical AI 合作，聚焦数据合成处理、模型训练以及仿真强化学习等条线。阿里巴巴 AI 基础建设投资超预期，证明大厂对 AI 能力的重视程度。AI 算力建设投资的天花板持续上修，AI 硬件厂商同步受益。PCB 作为 AI 算力服务器的重要组成部分，行业规模持续扩张，国内以胜宏科技、沪电股份、东山精密、深南电路、景旺电子、方正科技为代表的头部 PCB 公司都在积极扩产高阶 HDI 产能，以切入 AI 算力服务器赛道。头部 PCB 厂商的扩产，将带动 PCB 设备厂商充分受益。AI 算力服务器推动 PCB 向高端发展，工艺迭代带来设备端投资通胀。以英伟达 GB200 为例：Compute Tray 采用 (5+12+5) 结构的 22 层 5 阶 HDI，Switch Tray 采用 (6+12+6) 结构的 24 层 6 阶 HDI。而过往智能手机中使用的 HDI 板仅为 1-2 阶，HDI 正向高阶发展，PCB 设备各环节均有不同程度投资通胀。高阶 HDI 通/盲/埋孔数量均有提升，钻孔加工难度显著提升，钻孔设备为设备端最受益环节。建议关注 PCB 生产核心钻孔、曝光、电镀环节：其中钻孔环节重点推荐设备端【大族数控】（机械钻孔+激光钻孔均有布局），建议关注耗材端【鼎泰高科】【中钨高新】（钻针），曝光建议关注【芯碁微装】，电镀环节建议关注【东威科技】，锡膏印刷环节建议关注【凯格精机】【劲拓股份】。【碳化硅】

CoWoS 有望打开新应用空间，看好材料&设备龙头受益【东吴机械】SiC 凭借其高热导率和高工艺窗口，有望显著提升 CoWoS 结构散热并降低封装尺寸。英伟达 GPU 芯片从 H100 到 B200 均采用 CoWoS 封装（芯片-晶圆-基板）技术。CoWoS 通过将多个芯片（如处理器、存储器等）高密度地堆叠集成在一个封装内，显著缩小了封装面积，并大幅提升了芯片系统的性能和能效。但随着 GPU 芯片功率增大，将众多芯片集成到硅中介层容易导致更高的散热需求。①单晶碳化硅是一种具有高导热性的半导体，其热导率达到 490 W/m·K，比硅高出 2-3 倍，是高性能 CoWoS 结构中介层的理想材料。②与硅中介层相比，单晶 SiC 还具有更好的耐化学性，因此可以通过刻蚀制备出更高深宽比的通孔，进一步缩小 CoWoS 封装尺寸。9 月 26 日晶盛首条 12 英寸碳化硅衬底加工中试线在晶盛机电子公司浙江晶瑞 SuperSiC 正式通线，至此，浙江晶瑞 SuperSiC 真正实现了从晶体生长、加工到检测环节的全线设备自主研发，100%国产化，标志着晶盛在全球 SiC 衬底技术从并跑向领跑迈进，迈入高效智造新阶段。重点推荐晶盛机电、天岳先进等。

【油服设备】沙特阿美拟三年启动 85 个重大项目，油服设备产业链有望受益 未来三年沙特阿美将执行 85 个重大项目，涵盖油气生产、管道网络及民用基础设施。其中油气及石化板块占据重要位置，共 20 个项目，涉及石油、天然气和炼油设施的升级，重点关注硫回收装置、气田压缩系统和炼油装置的开发。投资规模可观，将催生大量产品、设备和长期项目需求。目前项目采购清单包括：2.1 万公里碳钢管道、220 万吨结构钢材、4.1 万公里电缆、1700 公里输电线路，以及针对气田压缩系统、炼油装置等关键设施的升级改造。沙特阿美 2025 年资本支出指引维持 520 亿-580 亿美元区间，同比增长 3%-15%，资本开支继续增长，油服设备需求可持续，利好相关领域同时具备技术优势和市场准入的龙头企业。装备技术、客户认证持续突破，杰瑞股份、纽威股份等油服设备公司出海迎来机遇。【纽威股份】为油气全产业链阀门的核心供应商，大客户突破战略卓有成效，直接供应沙特阿美。公司前瞻性地在沙特进行资本开支，建设本地化产能，客户+渠道优势明显。2025 年中东订单快速增长，

后续还将继续受益于本轮设施升级带来的增量阀门。【杰瑞股份】凭借其在高端装备制造和大型 EPC 项目总包方面的卓越能力,通过圆满完成科威特石油公司(KOC)的 JPF-5 项目,已在中东市场建立起品牌知名度。核心产品如天然气压缩机组与沙特阿美规划中的气田压缩系统需求高度匹配,有望在本轮投资中获得关键设备及工程总包订单。

风险提示:下游固定资产投资不及市场预期;行业周期性波动风险;地缘政治及汇率风险。

(证券分析师:周尔双 证券分析师:李文意 证券分析师:韦译捷 证券分析师:钱尧天 证券分析师:黄瑞)

金融产品跟踪周报:权益 ETF 系列:长假前后,依旧乐观

投资要点 A 股市场行情概述: (2025.9.22-2025.9.26) 主要宽基指数涨跌幅: 排名前三名的宽基指数分别为: 科创 50 (6.47%), 科创综指 (2.99%), 创业板指 (1.96%); 排名后三名的宽基指数分别为: 北证 50 (-3.11%), 中证 2000 (-1.79%), 深证红利 (-0.82%)。风格指数涨跌幅: 排名前三名的风格指数分别为: 大盘成长 (2.48%), 国证成长 (2.37%), 中盘成长 (2.30%); 排名后三名的风格指数分别为: 消费(风格.中信) (-2.18%), 小盘价值 (-0.85%), 稳定(风格.中信) (-0.61%)。申万一级行业指数涨跌幅: 排名前三名的申万一级行业指数分别为: 电力设备 (3.86%), 有色金属 (3.52%), 电子 (3.51%)。排名后三名的申万一级行业指数分别为: 社会服务 (-5.92%), 综合 (-4.61%), 商贸零售 (-4.32%)。A 股市场行情展望: (2025.9.29-2025.9.30) 观点: 长假前后, 依旧乐观。

9 月 26 日, 大盘指数进行了一定的调整, 可能原因有节前避险情绪、基金季度调仓、美国经济数据强劲(降息预期有所降低)、前期部分科技标的涨幅较大等。

根据日历效应统计 (2000 年-2024 年), 大盘指数历史当中国庆节前两个交易日和后两个交易日上涨概率均大于 60%。同时 9 月 26 日晚上, 美国重要经济数据 PCE 数据符合预期, 因此美联储降息预期再次上调, 全球各大风险资产大多呈现上涨的现象。所以整体来看, 我们对国庆节前后的大盘指数行情持乐观态度。

结构上, 本周电力设备、电子行业等占据相对优势, 我们认为科技仍然有所表现, 但需要注意的是, 科技内部出现快速轮动的现象, 盘中的承接力度呈现分歧加剧且资金相对不够聚焦的情况, 同时部分前期涨幅较大的标的筹码结构上出现了一定获利盘的止盈迹象。因此中期维度我们仍然看好科技成长板块, 但短期建议不要轻易追高。

除了科技板块以外, 有色金属板块也同样表现强劲, 受益于美联储降息的影响, 我们认为有色金属后续会呈现持续的配置价值。

港股方面, 我们和上周观点保持不变, 我们认为恒生科技等港股板块, 呈现中枢继续逐步抬升的特点, 绝对收益方面有较高的性价比。同时本周我们团队在香港交流时, 发现外资普遍对于港股持相对积极的态度, 整体对比而言, 外资可能比内资更加乐观。

基金配置建议: 根据我们上述行情研判, 我们认为后续市场可能会处于宽幅震荡的行情, 结构性行情仍然会持续涌现。

因此从基金配置的角度, 我们建议进行均衡型的 ETF 配置。

风险提示: 1) 模型基于历史数据测算, 未来存在失效风险; 2) 宏观经济不及预期; 3) 发生重大预期外的宏观事件。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 唐遥衍)

有色金属行业跟踪周报: 美国经济数据超预期不改实际利率中期下行预期, 贵金属宏观叙事良好本周续创新高

投资要点 回顾本周行情 (9 月 22 日-9 月 26 日), 有色板块本周上涨 3.52%, 在全部一级行业中排名靠后。二级行业方面, 周内申万

有色金属类二级行业中贵金属板块上涨 5.55%，工业金属板块上涨 5.15%，能源金属板块上涨 3.20%，小金属板块下跌 0.91%，金属新材料板块下跌 1.06%。工业金属方面，本周美国经济数据超预期导致降息预期走弱，叠加十一前下游备货强度不及预期，工业金属价格录得回调。贵金属方面，短期经济数据波动对贵金属宏观中期叙事影响较小，我们强调 8 月后实际利率快速下行期已至，预计后续贵金属持续受益走强。

周观点： **铜：**印尼 Grasberg 矿难引发供给担忧，铜价环比上行。截至 9 月 26 日，伦铜报收 10,205 美元/吨，周环比上涨 2.09%；沪铜报收 82,470 元/吨，周环比上涨 3.20%。供给端，截至 9 月 26 日，本周进口铜矿 TC 下跌至 -41.5 美元/吨，本月国内铜冶炼厂大规模检修已落地，供给面临紧缺；自由港表示其印尼格拉斯伯格铜金矿因泥石流事故导致约 80 万吨湿料涌入矿井波及多作业面，预计 2027 年恢复生产作业，影响年产量约 27 万吨；需求方面，临近十一假期，下游小幅备库，但整体需求不及预期。宏观层面，本周美国地区经济数据均好于预期，市场降息预期所有下降。本周海内外铜价受到矿端影响环比上涨，在远期供给收缩以及美联储仍具备降息空间的基础上，预计后续铜价震荡偏强，需关注后续需求落地情况。

铝：下游开启十一备货周期，整体需求偏弱铝价于本周录得回调。截至 9 月 26 日，本周 LME 铝报收 2,649 美元/吨，较上周下跌 1.01%；沪铝报收 20,745 元/吨，较上周下跌 0.24%。供应端，甘肃、广西、新疆以及青海地区电解铝企业检修完毕，释放复产产能，本周中国电解铝行业理论开工产能达到 4416.50 万吨，较上周增加 8 万吨；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比下降 3.07pct，铝棒产能利用率环比下降 0.04pct，本周电解铝的理论需求有所下降。临近国庆，部分地区下游接货商开始囤货，但整体需求不及预期，本周电解铝社会库存环降 2.88%至 62.66 万吨，此外美联储降息落地利好兑现，本周铝价录得回调，我们预计海内外铝价短期维持震荡走势，并进一步走高需观察“金九银十”需求端的落地情况。

黄金：美国经济数据超预期不改实际利率中期下行趋势，贵金属宏观叙事良好本周续创新高。截至 9 月 26 日，COMEX 黄金收盘价为 3789.80 美元/盎司，周环比上涨 1.89%；SHFE 黄金收盘价为 856.06 元/克，周环比上涨 3.07%。美国 2025 年 Q2 实际 GDP 录得 3.8%，好于预期的 3.3%；美国 8 月耐用品订单月率初值录得 2.9%，大幅高于预期的 -0.5%；美国截至 9 月 20 日当周初请失业金人数录得 21.8 万人，低于预期的 23.5 万人；美国 8 月 PCE 物价指数年率录得 2.7%，符合预期。本周超预期的美国经济数据使得降息预期少许回落，9 月降息落地后美元与美债利率同比回升（美元指数本周环比回升 0.53%，十年期美债利率环比回升 1.16%）。我们多次强调在 8 月全球央行年会美联储表态的关键改变后，再通胀的持续性以及非恶性服务业通胀情况下降息预期的延续成为了本轮中期宏观叙事的核心逻辑，关税带来的通胀上行与降息带来的名义利率下行将延续后续市场，实际利率快速下行期已至，贵金属后续空间广阔，贵金属有望持续走强，而在联储连续降息的背景下，我们认为经济不具备中期下行条件，白银在此基础上将具备更大的补涨弹性。

风险提示：美元持续走强；下游需求不及预期。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：徐毅达）

推荐个股及其他点评

绿茶集团 (06831.HK)：中式融合菜龙头，拓店提效可期

投资要点 西湖盛宴,龙井传芳,发端于杭州,绿茶餐厅走向全国。绿茶集团创立于浙江杭州,是国内领先的专注于融合菜的休闲中式餐饮连锁企业,截至2024年末公司旗下共有餐厅465家,覆盖141个城市,单年度实现收入38.38亿元(截至2025H1,门店数量进一步增至502家)。2024年绿茶集团在中国内地休闲中式餐厅品牌中,按餐厅数目计排名第三、按收入计排名第四。展望未来,公司计划通过现有地域加密、下沉市场拓展、景区门店布局等策略进一步延展餐厅网络。

休闲中式餐饮日臻兴旺,绿茶集团乘势而上。中国内地餐饮市场存量规模大,由2020年的39527亿元增至2024年的55718亿元,CAGR为8.96%,仍有稳步增长潜力。内地餐饮市场以中式餐厅为核心构成,2024年零售额占比达55.13%。连锁休闲中式餐饮发展更有优势:(1)2019-2024年连锁/非连锁餐饮市场规模CAGR分别为13.60%/7.72%,连锁餐饮增势更胜;(2)2020-2024年休闲中式餐饮市场规模从3513亿元增长至5347亿元,CAGR达11.1%,横向对比增速更快。

融合菜系受众更广,性价比优势突出。品牌林立,绿茶凭借普适的融合菜系、性价比突出的菜品、以及独具特色的装修环境脱颖而出:(1)融合菜系卡位独特:绿茶将不同地域、文化的食材、烹饪技艺及调味方式有机结合,更普适,2024年绿茶现有门店在华东、广东省、华北和其他地区的收入占比分别为33%/18%/12%/37%,分布平均、且横向对比,覆盖城市数明显更多。(2)性价比优势突出:2024年绿茶的人均消费为50-70元,对比同期的西贝/小菜园/太二酸菜鱼/外婆家(人均消费分别为80-90/60-70/70-80/60-70元),性价比优势更为显著;(3)门店装修融入了中国传统文化的经典元素和自然景观,打造独特的用餐体验。

拓店提速,优化供应链,同店改善可期。通过地域加密、下沉延展、布局景区,公司计划于2025-2027年分别新开门店150/200/213家,其中:(1)期间华东/广东/华北/其他地区/海外分别拟新开159/42/50/284/28家;(2)期间中国一线及新一线/二线/三线及以下城市分别拟新开146/123/265家;(3)计划新增17家旅游景区餐厅,以提升品牌形象。此外,公司积极提升菜品研发能力(2022-2024年推出新品数量共计172/168/203个,同比明显提速)、提升外卖收入(2022-2024年外卖收入CAGR为35%)、自建中央厨房,优化供应链,同店改善可期。

盈利预测与投资评级:我们预计2025-2027年公司营收分别为48.01/59.67/72.53亿元,同比增速分别为25.09%/24.28%/21.54%;2025-2027年归母净利润为5.03/6.32/8.11亿元,同比增速为43.70%/25.64%/28.34%。对应2025-2026年PE为7.67x、6.11x,考虑到公司门店渗透空间仍存、新店型可期,我们认为当下估值仍具性价比,首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示:餐饮市场竞争加剧,原料成本上涨,品牌老化客户流失风险。

(证券分析师:苏钺 证券分析师:邓洁)

香港中旅(00308.HK):旅游投运央企平台,轻重结合海内外扩张

投资要点 中旅旗下旅游目的地一体化平台:香港中旅成立于1992年7月,同年11月在香港上市,是央企中国旅游集团旗下的旅游资产投资和运营平台。截至2024年底,公司通过参控股投资运营国内外景区度假区约60家,其中5A景区18家、4A景区18家。2024年公司实现收入46.27亿港元,同比+3%,其中旅游景区及相关/旅游证件及相关/酒店/客运业务四大板块占比分别为44%/7%/18%/24%。旅游出行持续高景气,政策助力释放消费潜力:2025年上半年国内出游人次/游客出游总花费同比分别+20.6%/15.2%,我们预计未来旅游人次将在高基数下持续稳健增长。服务消费政策频出,有望助力释放文旅消费潜力。

旅游景区为核心,多元业务稳发展:

旅游景区：全国布局景区，实现投运一体化。细分板块主题公园/自然人文/休闲度假/景区配套服务 2024 年收入为 5.96/12.41/4.58/0.50 亿港元。1) 主题公园：布局深圳世界之窗、锦绣中华两个重点项目。2) 自然人文景区：通过控股、参股布局沙坡头、德天、中泸文旅和开元森泊等，2024 年沙坡头/德天接待游客 146/220 万人次，收入 4.65/2.90 亿港元。3) 休闲度假景区：2024 年地产/旅游收入分别为 1.15/3.43 亿港元，旅游度假区珠海、咸阳和安吉公司项目。4) 景区配套服务：以轻资产输出管理为核心，截至 2024 年底共输出管理景区 27 家。5) 布局新项目贡献增量：公司持续布局重庆游乐园和深圳大鹏度假区等新项目，2025 年 8 月收购吉林松花湖项目布局冰雪旅游，未来有望贡献业绩增量。

酒店业务：定位港澳高端市场，经营持续优化。酒店业务拥有高端品牌维景，公司在港澳运营 6 家酒店和 1 家服务式公寓，在北京运营 1 家酒店。经营数据持续改善，2025 年上半年，港澳酒店 RevPAR 为 731 港元，同比+12%，北京维景酒店 RevPAR 同比基本持平。

客运业务：运营客车和客船业务，服务大湾区跨境客流。中旅巴士开展大湾区跨境客运，轮渡核心航线包括香港-澳门航线。受益于港人北上，2024 年客运业务收入 10.93 亿港元，同比+11%。

盈利预测及投资建议：香港中旅作为全国领先的文旅投资运营一体化平台，背靠央企中旅集团打造多个标杆文旅项目，立足大湾区发展多元业务，未来布局海内外文旅新项目赋能成长。我们预测 2025-2027 年公司归母净利润为 2.7/4.2/6.0 亿港元，对应 PE 为 32/21/15 倍。考虑香港中旅未来有望继续拓展优质旅游资产，公司有一定的估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：宏观经济波动、新增项目落地进度不及预期、自然灾害和极端天气影响经营等风险

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻璿 证券分析师：王琳婧)

晶盛机电 (300316)：首条 12 英寸碳化硅衬底加工中试线正式通线，SiC 衬底应用打开公司成长空间

投资要点 半导体收入占比不断提升，订单快速增长。12 英寸碳化硅衬底加工中试线通线，可兼容导电&半绝缘型。9 月 26 日，首条 12 英寸碳化硅衬底加工中试线在晶盛机电子公司浙江晶瑞 SuperSiC 正式通线，至此，浙江晶瑞 SuperSiC 真正实现了从晶体生长、加工到检测环节的全线设备自主研发，100%国产化，标志着晶盛在全球 SiC 衬底技术从并跑向领跑迈进，迈入高效智造新阶段。

SiC 凭借其高热导率和高工艺窗口，有望显著提升 CoWoS 结构散热并降低封装尺寸。英伟达 GPU 芯片从 H100 到 B200 均采用 CoWoS 封装（芯片-晶圆-基板）技术。CoWoS 通过将多个芯片（如处理器、存储器等）高密度地堆叠集成在一个封装内，显著缩小了封装面积，并大幅提升了芯片系统的性能和能效。但随着 GPU 芯片功率增大，将众多芯片集成到硅中介层容易导致更高的散热需求。(1) 单晶碳化硅是一种具有高导热性的半导体，其热导率达到 490 W/m·K，比硅高出 2-3 倍，是高性能 CoWoS 结构中介层的理想材料。(2) 与硅中介层相比，单晶 SiC 还具有更好的耐化学性，因此可以通过刻蚀制备出更高深宽比的通孔，进一步缩小 CoWoS 封装尺寸。美国尼尔森科学采用的 350 μm 碳化硅能够制备出 109:1 的碳化硅中介层，显著高于常规硅中介层的 17:1 深宽比。

SiC 具备高折射率、高热导性，成为 AR 眼镜镜片的理想基底材料。基底材料的折射率越高，AR 镜片的 FOV 就更大，单层 SiC 镜片即可实现 80 度以上 FOV，可以提供更轻薄的尺寸和更大更清晰的视觉效果。高折射率同样可以有效解决光波导结构中的彩

虹纹和色散问题。高导热性则有效提升了 AR 眼镜的散热能力和性能表现。同时，SiC 材料的高硬度和热稳定性亦支持刻蚀工艺的引入，有效提升产能和良率。晶盛积极扩产 6&8 英寸衬底产能，已具备 12 英寸能力。晶盛目前已经攻克 12 英寸碳化硅晶体生长中的温场不均、晶体开裂等核心难题，实现了 12 英寸超大尺寸晶体生长的技术突破，成功长出 12 英寸导电型碳化硅晶体。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 10/12/15 亿元，对应当前 PE 为 58/47/38 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游应用拓展不及预期，技术研发不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

微导纳米 (688147)：发布 2025 年股权激励草案，半导体设备加速放量

投资要点 半导体收入占比不断提升，订单快速增长。2025 上半年公司总营收 10.50 亿元，同比+33.4%，其中半导体设备收入 1.9 亿元，同比增长 27.2%，占比由 2023 年的 7+% 提升至 18+%，公司半导体业务增长强劲，新签半导体设备订单超去年全年水平，在手订单 23+ 亿元、同比+73%以上，较年初增长 54.7%。发布 2025 年股权激励草案，考虑净利率&新签订单。本激励计划首次授予部分涉及的激励对象 420 人，约占公司全部职工的 27.74%，授予价格为 24.30 元/股，考核年度 2025-2027 年，考核指标为净利润率或半导体设备新签订单——2025-2027 年净利润率均不低于 10%、2025-2027 年半导体设备新签订单我们测算保底目标分别为 13.5/18.2/24.6 亿元。(1) 2025 年：2025 年度净利润率不低于 10%；以 2024 年半导体业务新签订单金额为基数，2025 年半导体业务新签订单金额增长率不低于 35%。

(2) 2026 年：2026 年度净利润率不低于 10%；以 2024 年半导体业务新签订单金额为基数，2026 年半导体业务新签订单金额增长率不低于 82%或 2025 年-2026 年两年半导体业务新签订单金额累计值的增长率不低于 217%。(3) 2027 年：2027 年度净利润率不低于 10%；以 2024 年半导体业务新签订单金额为基数，2027 年半导体业务新签订单金额增长率不低于 146%或 2025 年-2027 年三年半导体业务新签订单金额累计值的增长率不低于 463%。

ALD&CVD 平台化布局，发行可转债募资加大半导体领域投入。公司作为国内 ALD/CVD 设备龙头，已实现 High-K 金属氧化物、硬掩膜、金属化合物等多种关键工艺的量产交付，客户涵盖逻辑、存储、先进封装、新型显示等多个领域。公司于 2025 年 8 月成功发行总额 11+亿元的可转债、其中拟投入 6+ 亿元用于半导体薄膜沉积设备智能化工厂建设，2.27 亿元用于研发实验室扩建，该项目将有效提升公司半导体设备产能与技术成果转化能力，满足日益增长的订单需求，强化公司在 ALD/CVD 设备领域的交付能力与竞争优势。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.8/3.7/4.8 亿元，对应当前 PE 为 87/66/50 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

奥特维 (688516)：子公司松瓷机电推出 CVD 流化床设备，延伸拓展固态电池领域

投资要点 硅碳负极为固态电池关键材料，松瓷针对性推出沉积设备。全固态电池作为下一代电池形态，其产业化亟需负极材料体系的同步革新，高性能硅碳负极凭借容量高、循环性能好等优势，被视为推动全固态电池商业化的重要路径之一。松瓷 CVD 流化床设备精准地锚定这一技术方向，针对多孔碳粉体材料的硅烷沉积、碳包覆工

艺进行匹配设计，其设备的突出优势在于沉积&包覆均匀性更优、温度和浓度更可控、大数据统计与 AI 控制、高安全性。固态电池设备与屹锂科技达成战略合作。公司 2024 年底与屹锂科技达成全固态电池设备的战略合作，屹锂科技专注于硫化物电解质全固态电池的研发与生产，客户方面，硫化物固态电解质已为宁德时代、中创新航、欧阳明高院士工作站等多家重要客户供货；产能方面，屹锂计划未来 5 年内，将规划建设全固态电池量产基地，预计总投资 67 亿元，建成达产时可实现产能 26GWh，未来奥特维亦有望受益。光模块 AOI 检测设备已获海外客户订单，加速落地中。2025 年 2 月奥特维与美国知名光通讯公司签署订单，向其提供半导体装片/键合光学检测设备，还与其子公司达成合作，该设备将在中美三处生产线上应用，可广泛应用于光通讯和传统封装等半导体生产线。（1）高产出能力：单机产出超出行业需求，有效提升产能；（2）高精度检测：检测精度达 $1\mu\text{m}$ ，确保光模块微小缺陷精准检出；（3）全兼容性设计：可支持 100G 至 800G 主流光模块检测，满足多样化生产需求。若我们假设预计 2030 年全球光模块需求 8000 万只，一台 AOI 检测设备的产能约为 4 万只，则对应设备的需求为 2000 台，一台设备价格 200 万，对应 40 亿的市场空间。盈利预测与投资评级：考虑到订单交付情况，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 7.3/6.1/6.4 亿元，对应当前股价 PE 约 22/26/25 倍，考虑到公司半导体&锂电业务持续放量，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>