

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-09-16

宏观策略

2025 年 09 月 16 日

#海外政治：特朗普干预美联储独立性的三个途径

核心观点：特朗普对美联储独立性的干预主要通过三个途径：①提名一个听命于自己的美联储主席，预计在今年 11 月提名，明年 5 月上任；②调整美联储理事会的人事结构，尽可能排除库克这类前总统提名的“异己”，同时安插米兰这类的“忠臣”，强化自身在美联储理事会层面的影响力；③干预地方联储主席任命。12 名地方联储主席的任期将在明年 2 月底到期，地方联储主席的任命虽由地方联储董事会选出，但需由美联储理事会批准才能正式上任。市场启示：随着美联储新任主席的上任，美联储理事会的 7 名理事将有 4 名“忠臣”，无论是对主席还是对理事会，特朗普都有更大的话语权，这对市场而言意味着：①宏观经济层面，2026 年美联储的降息幅度料在特朗普的干预下超过当前市场定价的 3 次，政策利率或低于 3% 的中性水平，美联储货币政策将进入宽松区间，美国经济周期或因此从软着陆切换至温和扩张；②大类资产层面，政治压力裹挟下超量的降息意味着美元利率预期的走弱与美元信用风险的走阔，对应 2 年美债利率与美元指数的走低，10 年美债利率的下行或因期限溢价的走阔而受阻。风险提示：特朗普再度遇刺；现有美联储官员抵制特朗普的行政命令；共和党中期选举失利。

晨会编辑 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

宏观点评 20250915：供需分化的三个结果——8 月经济数据点评

8 月内外需求均有所走弱，供给调整滞后于需求，使得短期供给强、需求弱的格局有所强化。具体而言，内需中投资连续两个月当月同比负增长，社零增速自 5 月以来持续下行，外需在持续超预期后，8 月也开始回落；与需求端全面走弱不同的是，经济供给虽然也有小幅下行，但整体仍然维持高位，工业和服务业生产增速都在 5% 以上。往后看，当前供给跟需求的背离会带来三个结果，一是 GDP 增速更靠近供给数据，我国的季度经济核算是生产法，而工业和服务业生产数据都未跌下 5%，预计 Q3 的 GDP 增速仍在 5% 附近，更强的经济数据下，年内宏观政策可能更有定力，除了即将落地的政策性金融工具外，其他稳增长政策可能节奏偏慢。二是短期供给强于需求，会使得当期价格压力加大，可能会影响反内卷政策提升物价的效果，反过来说也需要更大的政策力度来支持价格回升。三是供给和需求的背离不可持续，从以往经验来看，如果需求不能走强，那么供给会跟随需求下行，四季度 GDP 的压力会大于三季度。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

宏观点评 20250915：每周宏观经济和资产配置研判—20250915

如果需求不能走强，那么供给会跟随需求下行，四季度 GDP 的压力会大于三季度

宏观量化经济指数周报 20250914：市场对重启“国债买卖”的预期升温

市场对重启“国债买卖”的预期升温。8 月份金融数据虽有季节性回升，但是新增贷款仍然显示当前实体经济融资需求偏弱，而随着年内特别国债和“化债”等政府债融资进入发行收尾阶段，社融增速和广义货币供给 M2 增速也先后存在回落风险，2025 年年内 4 个月居民和非金融企业贷款需求和 2026 年政府债能否提前至今年发行，或将决定年末新增社融与

贷款的读数表现。在贷款需求低迷的情况下，预计货币政策将继续保持流动性供给充裕的基调，9月上旬货币政策已经开展了1万亿3个月期买断式逆回购的操作，并将于9月15日进行6000亿元6个月期买断式逆回购招标投放，合计看本月超额投放6个月期买断式逆回购3000亿元，下半月还有25日前后MLF续作，货币政策呵护资金面的政策趋向鲜明，在买断式逆回购连续半年超量续作、流动性投放保持相对充裕的情况下，“国债买卖”操作重启的必要性似乎不高，但是随着财政部与央行联合工作组本月召开第二次组长会议，深入研讨政府债券发行管理、央行国债买卖操作等议题，市场对今年年底前重启“国债买卖”的预期快速升温，若年内央行择机重启“国债买卖”，从流动性量上将对当前“买断式逆回购+MLF”的投放结构形成有效补充，从流动性价上将有助于稳定债券利率及利率预期，进一步推动实体经济融资成本下行，关注后续货币政策的操作和政府债融资节奏的安排。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。

海外周报 20250914：9月FOMC前瞻：降息已成定局，关注点阵图指引与美联储独立性

核心观点：本周大幅下修的非农就业与温和的通胀数据令9月降息基本“板上钉钉”，美股上行；但提前“抢跑”的降息预期令美债利率下行幅度有限，10年期美债利率降0.99bps至4.064%。本周四公布的美国8月CPI数据除核心环比其余均符合预期。从结构上看，核心商品中对关税更敏感，6、7月大幅上涨的家具、服饰、休闲商品在本次表现不佳，进一步强化了“关税的冲击是一次性”的论点。本月发布的大幅不及预期的新增非农、大幅下修的非农就业总数和较为温和的通胀数据令当前市场充分定价美联储9月25bps的降息。向前看，由于特朗普新提名的美联储理事米兰将参加本次FOMC会议，因此预计公布的点阵图将出现更鸽派的点阵图指引，2025年全年降息次数的指引将在2次和3次之间角逐。此外由于明年3月所有地方联储主席都将经过美联储理事会批准，开启新的5年任期，因此理事会中“特朗普派”的成员数量的增加也将进一步加剧市场对美联储独立性的担忧。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。

宏观点评 20250913：M2增速或见顶——2025年8月金融数据点评

随着政府债融资强度放缓，社融增速已开始见顶回落，在贷款需求不足掣肘存款派生的情况下，M2增速或也面临拐点风险，后续仍需关注四季度的财政融资节奏、政策发力强度和经济融资需求的变化。

固收金工

固收周报 20250914：转债建议科技题材高低波切换

本周（0908-0912）转债市场震荡为主，估值高位徘徊，风格上高价优于中价优于低价，小盘优于中盘优于大盘。我们认为当前转债市场的高度结构化，其根源是来自于本轮权益行情的高度结构化，目前科技题材（核心是AI算力）引领的行情，由于经济整体基本面边际改善的相对滞后（反应在PPI、CPI相对疲软，再通胀相对乏力上），并未有效带动周期板块轮动补涨。市场指数层面上或呈现磨顶震荡格局。中证转债指数自24年8月低位以来，已累积上涨约超30%，而平价溢价率同期上涨约8-12pct，我们认为短期中低价周期标的上涨迟缓、弹性偏低，高价题材

标的强赎诉求强烈将压制指数继续上涨，中长期伴随企业业绩改善、周期反转预期增强，及泛科技企业再融资需求增加，新上市标的估值高企，新陈代谢下指数震荡中枢有望迎来整体上移。策略上短期仍不建议大幅减仓，但需调整结构，一方面降低科技题材中高波标的，增加偏平衡性标的比重以控回撤，一方面增加包括有色、锂电、化工等周期板块在中低价区域的配置比重以博超额。

固收周报 20250914：周观：公募销售费用新规下的债市（2025 年第 36 期）

本周（2025.9.8-2025.9.12），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.7675% 上行 2.2bp 至 1.7895%。

固收点评 20250913：绿色债券周度数据跟踪（20250908-20250912）

一级市场发行情况：本周（20250908-20250912）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 200.52 亿元，较上周增加 112.85 亿元。二级市场成交情况：本周（20250908-20250912）绿色债券周成交额合计 509 亿元，较上周增加 27 亿元。

固收点评 20250913：二级资本债周度数据跟踪（20250908-20250912）

一级市场发行情况：本周（20250908-20250912）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（20250908-20250912）二级资本债周成交量合计约 1615 亿元，较上周增加 146 亿元。

行业

环保行业跟踪周报：完善新能源就近消纳价格机制助力绿电直连落地，SAF 价格新高利好 UCO&SAF 生产商

最新观点：1）完善新能源就近消纳价格机制，助力垃圾发电等绿电直连落地。9 月 12 日，国家发展改革委、能源局发布《关于完善价格机制促进新能源发电就近消纳的通知》。价格机制的完善解决了电网提供稳定供应保障服务的积极性，有利于垃圾焚烧+IDC 等绿电直连项目落地。从经济性来看，①未接入公共电网的项目，不缴纳稳定供应保障费用。②接入公共电网项目，输配电费变为按容量！月度容（需）量电费=按现行政策缴纳的容（需）量电费+所在电压等级现行电量电价标准×平均负荷率（所在省份 110 千伏及以上工商业两部制用户平均水平）×730 小时×接入公共电网容量。实操层面数据中心大概率还需要联网，因此实际负荷率比省内平均越高（摊低度电费用），接入公共电网容量/项目总容量越小，越有优势！2）欧洲 SAF 价格新高，中国跟涨，利好 UCO 及 SAF 生产商。欧洲 SAF 市场现货供应量持续偏紧，支撑价格刷新 19 个月的新高，并支撑中国 SAF 和 HVO 价格同步上涨。1）SAF 价格走高带动原料价格上涨，拥有 UCO 原料优势的企业直接受益，建议关注【山高环能】【朗坤科技】等；2）生物航煤/HVO 生产商有望受益，建议关注【嘉澳环保】【卓越新能】等。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

建筑材料行业跟踪周报：继续关注内需变化

周观点：（1）国内在反内卷政策推动下，8 月 PPI 环比持平，9 月更值得期待。周末财政部新闻发布会表示，26 年化债额度将靠前使用。叠加十五五规划亮相和年底经济工作会议，需求面也可能有更乐观的情绪。相反，随着美国国内政治冲突加剧，针对中国的关税冲突若隐若现，短期可能对出口板块情绪有所利空。短期而言，基于行业自身调整周期已经到

位，我们推荐海螺水泥、华新水泥、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，推荐箭牌卫浴、东鹏控股、欧派家居、奥普科技、北新建材、伟星新材、东方雨虹、坚朗五金等。最后建议关注低估值的港股建筑央企。(2) 在流动性充裕的背景下，市场更加关注主业产品具备较强科技属性的公司，但是大幅波动的节奏需要注意，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) 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。但是，中美持续脱钩的长期趋势下，出海企业还是将更多资源投向东南亚、中东、非洲等其他市场。而且美元降息趋势下，非美国国家经济建设有望进入快车道。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐上海港湾、科达制造、中材国际、中国交建、米奥会展（与中小盘共同覆盖）。(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。

公用事业行业跟踪周报：完善就近消纳价格机制落地，推荐南网能源、南网储能配置机会

本周核心观点：(1) 国家发改委、能源局《关于完善价格机制促进新能源发电就近消纳的通知》：推荐工商业屋顶光伏南网能源，关注安科瑞。就近消纳项目电源应接入用户和公共电网产权分界点的用户侧，新能源年自发自用电量占总可用发电量比例不低于 60%，占总用电量比例不低于 30%、2030 年起新增项目不低于 35%；项目应当具备分表计量条件，由电网企业在发电、厂用电、并网、自发自用、储能等关口安装计量装置，准确计量各环节电量数据。(2) 8 月大储招标超预期，推荐储能运营商南网储能。AI 赋能+136 号文落地，驱动大储经济性稳中有升，国内大储自发性需求超预期。南网储能作为南方电网电网侧大储运营标的，有望充分受益。2025H1 公司新型储能电站累计建成装机规模 65.42 万千瓦/129.83 万千瓦时；抽水蓄能投产装机总规模 1028 万千瓦，在建抽水蓄能电站 1200 万千瓦。风险提示：电力需求增长不及预期；电价波动风险；煤价波动风险；流域来水不及预期等

燃气 II 行业跟踪周报：库存充足美国气价回落，欧洲&中国气价平稳

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 4.9%) 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 4.7%)【中国燃气】(25 股息率 6.3%)【蓝天燃气】(股息率 ttm8.9%)【佛燃能源】(25 股息率 4.1%)；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 4.1%）一体化持续推进【新奥股份】（25 股息率 6.0%）【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 2025/9/12）

有色金属行业跟踪周报：通胀趋势上行而劳动力趋弱，联储降息节奏不改，黄金持续受益

铜：截至 9 月 12 日，伦铜报收 10,068 美元/吨，周环比上涨 1.72%；沪铜报收 81,060 元/吨，周环比上涨 1.15%。供给端，截至 9 月 12 日，本周进口铜矿 TC 维持 -41 美元/吨，本周国内铜冶炼厂大规模检修已经开始，预计后续精炼铜产量下行，供给面临紧缺；日本铜冶炼商 JX Advanced Metals 表示，由于铜精矿供应紧张，可能削减铜产量数万吨；需求方面，8 月国内光伏组件产量环比提高 4.5%，预计 9、10 月排产继续小增，新能源汽车销量环比保持增长，本周需求端整体小幅增长，但基建端机白色家电端稍弱，关注后续旺季验证情况。宏观层面，市场已开始交易 9 月美联储降息带来的货币宽松，短期铜价将受到支撑，我们预计后续利率进一步下行可期，但考虑到全球三大库存总量仍处累库周期，且下游需求验证尚需时日，需关注短期降息落地后的兑现情况。铝：截至 9 月 12 日，本周 LME 铝报收 2,701 美元/吨，较上周上涨 3.78%；沪铝报收 21,120 元/吨，较上周上涨 2.05%。供应端，短期内我国电解铝企业暂无增减产计划，本周中国电解铝行业理论开工产能维持 4408.50 万吨不变；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比提升 0.10pct，铝棒产能利用率环比提升 0.25pct，本周电解铝的理论需求有所上升。本周电解铝社会库存环降 0.27%至 62.98 万吨，铝棒社库环降 4.9%至 12.41 万吨，我们预计随着旺季的深入以及下游开工率的提升，下游备货获将更为积极，随着宏观层面乐观情绪的延续，海内外铝价短期震荡偏强，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 12 日，COMEX 黄金收盘价为 3680.70 美元/盎司，周环比上涨 1.12%；SHFE 黄金收盘价为 834.22 元/克，周环比上涨 2.28%。美国 8 月 PPI 年率录得 2.6%，低于预期的 3.3%，分项数据中，食品价格环比上升 0.1%，能源价格下降 0.4%；贸易服务价格下降 1.7%，创下自 2009 年以来最大环比跌幅；美国 8 月消 CPI 月率环比上涨 0.4%，高于市场预期的 0.3%，年率录得同比上涨 2.9%，符合预期，分项看，食品与能源价格为主要上行因素；美国截至 9 月 6 日当周初请失业金人数录得 26.3 万人，高于预期的 23.5 万人。整体来看，美国商品通胀延续上行趋势，而服务业通胀有所放缓，以及美国当下劳动力数据的下行趋势。我们多次强调在 8 月全球央行年

汽车周观点：9 月第 1 周乘用车环比-30.0%，继续看好汽车板块

2025H2 建议加大汽车红利风格配置权重。本周市场对汽车核心关注？本周汽车 A-H 股汽车表现依然较为一般，子板块内部是商用载货车表现最佳，主线维度机器人主线表现最佳。八部委联合印发《汽车行业稳增长工作方案 2025-2026 年》强调 2026 年目标是稳中向好态势，规模和质量并重。新车维度小鹏 G7 增程版/长城欧拉猫/零跑 lafa5 登录工信部公告。机器人：马斯克称 Optimus Gen 3 的关键突破在于“手”，大规模量产时成本在 2 万美元；智平方将在未来三年内于惠科全球生产基地累计部署超过 1000 台具身智能机器人。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。参考历史上 2011

年/2018 年汽车产业在新旧切换阶段，依然是能够去布局结构性行情。下半年我们总体建议加大“红利风格”的配置权重。【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）。【AI 智能化主线】乘用车优选港股（小鹏汽车-W/理想汽车-W/小米集团-W）>A 股（赛力斯/上汽集团/比亚迪）；零部件优选（地平线机器人-W/中国汽研/德赛西威/伯特利/黑芝麻智能等）。【AI 机器人主线】零部件优选（拓普集团+精锻科技+福达股份+旭升集团+爱柯迪等）。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。

建筑装饰行业跟踪周报：继续推荐景气赛道的洁净室工程板块

周观点：（1）财政部介绍截至 2025 年 6 月末超六成的融资平台实现退出，下一步继续落实好一揽子化债举措，提前下达部分 2026 年新增地方政府债务限额，靠前使用化债额度，多措并举化解存量隐性债务，结合今年政府债融资前置的情况来看，提前下达的额度有望对政府债务融资形成部分支撑。从上半年建筑板块中报情况来看，收入和利润仍然承压，现金流有所改善，基建和地产投资弱势下使得板块整体承压，部分专业工程领域表现相对较好；短期跟踪数据来看，行业景气依然相对弱势，8 月建筑业 PMI 下降至收缩区间，建筑业施工有所放缓，新订单指数仍然低迷，基建投资端增速有所放缓，稳增长政策仍有加力的潜在空间，继续关注财政政策的加力节奏、以及城市更新推动和重点工程项目对区域需求拉动；我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。（2）出海方向：2025 年前 6 个月我国对外承包工程完成营业额同比增长 9.3%，新签合同额同比增长 13.7%，增速有所加快；其中在共建“一带一路”国家新签合同额同比增长 21%；全球贸易摩擦升级及区域冲突，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码，基建合作仍是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，近期建议关注俄乌局势进展及重建预期变化。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：在当前全球 AI 技术加速迭代的背景下，国际半导体巨头及云端服务供应商持续加码资本支出布局，半导体洁净室景气度有望延续，同时海外开拓有望成为新增长点，推荐圣晖集成，建议关注亚翔集成、柏诚股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

医药生物行业跟踪周报：2025 年 WCLC 国产肺癌新药显锋芒，临床数据亮眼引关注

具体配置建议：看好的子行业排序分别为：创新药>科研服务>CXO>中药>医疗器械>药店等。具体标的选择思路，从 GLP1 角度，建议关注博瑞医药、歌礼制药、联邦制药、众生药业及信达生物等。从 PD1/VEGF 双抗角度，建议关注：康方生物、神州细胞、华海药业、荣昌生物等。从 AI 制药角度，建议关注晶泰控股、成都先导等。从创新药角度，关注信达生物、百济神州、石药集团、三生制药、恒瑞医药、泽璟制药、百利天恒、科伦博泰生物、迪哲医药、海思科等。从 CXO、上游科研服务角度，建议关注药明康德、奥浦迈、金斯瑞生物等。从低估值角度关注佐力药业、

东阿阿胶、华润三九等。从左侧角度，关注奥锐特、药明康德、联影医疗等。风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等；产品销售及研发进度不及预期。

电力设备行业跟踪周报：储能需求超预期，固态和人形加速产业化

投资策略：锂电&固态：8月国内电动车销140万辆，同环比+27%/+11%，增速恢复，新车密集上市+年底抢装，全年预计25%增长至1600万辆；欧洲9国合计销量17.8万辆，同环比41%/-19%，销量持续强劲，且H2新车周期开启，预计未来2-3年可持续维持20%+；排产端看，储能满产，供不应求，9月排产进一步5-10%增长，各环节龙头产能打满，订单向二三线外溢，上修25年和26年需求分别33%+、22%+增长，全面看好锂电池板块，首推宁德、亿纬锂能、欣旺达等，同时看好科达利、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。储能：欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，美国大美丽法案后今明增长乐观，国内储能136号文后超预期，预计30%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%，看好储能逆变器/PCS龙头、大储集成和储能电池龙头。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、整机、以及丝杠、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，当前价格往50元/kg调整，硅片和电池顺价，组件待观察终端需求；今明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。

非银金融行业跟踪周报：成交持续活跃，券商估值提升空间大；长债利率利好保险固收资产配置

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。

煤炭开采行业跟踪周报：煤炭淡季开启，港口煤价震荡运行

我们分析认为：目前伴随煤炭行业逐步进入淡季，全国气温明显下降，居

民用电需求逐步减弱,供强需弱下库存去化短期或面临一定压力,预计短期煤价维持震荡态势。 估值与建议: 仍旧关注保险资金增量;保费收入维持正增长,且向头部保险集中。 固收类资产荒依旧,叠加红利资产已经高位,所以关注权益配置变化,预期更青睐于资源股。 核心推荐动力煤弹性标的。 弹性依次产地自西向东标的,且低估值标的: 建议关注昊华能源,广汇能源。 风险提示: 下游需求不及预期;保供力度强于预期,煤价大幅下跌。

大炼化周报: 成本端支撑较弱,长丝价格承压

【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2579 元/吨,环比+97 元/吨(环比+4%);国外重点大炼化项目本周价差为 1197 元/吨,环比+63 元/吨(环比+6%)。 【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 6789/7079/8021 元/吨,环比分别-82/-68/-29 元/吨,POY/FDY/DTY 行业周均利润为 108/34/63 元/吨,环比分别-5/+5/+31 元/吨,POY/FDY/DTY 行业库存为 19.3/27.6/31.1 天,环比分别+1.9/+1.2/+1.4 天,长丝开工率为 91.3%,环比-0.2pct。下游方面,本周织机开工率为 62.4%,环比+0.0pct,织造企业原料库存为 14.4 天,环比+1.9 天,织造企业成品库存为 26.2 天,环比-0.3 天。 【炼油板块】国内成品油:本周汽油/柴油价格下跌。美国成品油:本周美国汽油/柴油/航煤价格下跌。 【化工板块】本周 PX 均价为 835.6 美元/吨,环比-7.0 美元/吨,较原油价差为 350.3 美元/吨,环比+1.7 美元/吨, PX 开工率为 85.9%,环比+1.2pct。

【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝: 恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。 【风险提示】1) 项目实施进度不及预期; 2) 宏观经济增速下滑,导致需求复苏弱于预期; 3) 地缘风险演化导致原材料价格波动; 4) 行业产能发生重大变化; 5) 统计口径及计算误差。

商贸零售行业跟踪周报: 大行科工港股上市,关注“骑行热”新消费趋势 本周,大行科工在港股上市。大行科工是中国内地最大的折叠自行车公司。公司的大行品牌于 1982 年由韩德伟博士创立。根据灼识咨询数据,2024 年公司零售额位居中国内地折叠自行车首位,市场份额为 36.5%。

社会服务行业点评报告: 高教股: 低估值硬资产发生了怎样的转变?

投资建议: 推荐低估值高教板块,建议关注中教控股、华夏控股、中国科培、新高教集团、宇华教育、建桥教育等。 风险提示: 政策风险,招生不及预期风险等。

原油周报: OPEC+快速增产,国际油价下降

【相关上市公司】推荐: 中国海油/中国海洋石油(600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份(601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份(600028.SH/0386.HK)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)、海油发展(600968.SH); 建议关注: 石化油服/中石化油服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ)。

【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑,导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁,伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

基础化工周报: 新材料产品价格有所回落

【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为 17779/14929/13585 元/吨,环比分别-71/-143/-702 元/吨,纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分

别为 4533/2683/2716 元/吨，环比分别-51/-122/-220 元/吨。【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为 1302/4259/495/4266 元/吨，环比分别+8/+12/+0/+15 元/吨。②本周聚乙烯均价为 7707 元/吨，环比-61 元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1122/1866/-125 元/吨，环比分别-57/-40/-46 元/吨。③本周聚丙烯均价为 6800 元/吨，环比-50 元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-330/1463/-352 元/吨，环比分别-37/-33/-40 元/吨。【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2129/1707/3982/2287 元/吨，环比分别-10/-25/-154/+48 元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 179/13/-193/25 元/吨，环比分别-9/-31/-90/+5 元/吨。【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升、新和成。【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

机械设备行业跟踪周报：持续推荐 PCB 设备进口替代逻辑；建议关注固态电池设备和人形机器人持续产业催化

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。

电子行业点评报告：模拟反倾销调查启动，多维拆解影响几何？

我们认为“海外价格战”一直为模拟板块核心压制，尤其是汽车/工业/通信领域。反倾销的推进，有望解放模拟厂商竞争压力，在 25/26 年走出价格战压制。反倾销使得海外模拟公司出让广阔市场，催生国产替代大级别行情。而国产厂商目前产品力已显著增强，有力承接出让份额。重视模拟行业核心因素的关键拐点变化。

金融产品跟踪周报：权益 ETF 系列：算力板块如期反弹，大盘指数再创新高

A 股市场行情展望：(2025.9.15-2025.9.19) 观点：算力板块如期反弹，大盘指数再创新高。 本周上证指数和万得全 A 指数均创今年年内新高，市场成交额在 9 月 11 日和 9 月 12 日也再次放大，整体量能处于健康状态。 虽然受到一些事件驱动的冲击，算力板块本周如期企稳，并开启二波反弹。伴随美国科技股甲骨文的大幅度上涨以及 9 月 12 日科创 50 权重调整的结束，我们认为海外算力和国产算力的反弹会继续持续。参考历史行情，主线板块进入到二波反弹后，波动可能会加剧，请注意投资节奏，切勿盲目追高。 除了算力板块外，新能源、消费电子、机器人、化工、有色金属等板块的表现也同样不俗，有较好的配置价值，可与算力板块的波动形成互补。汽车、房地产等也有局部行情，部分强势标的可多加关注。 港股方面，会同时受到海外宏观和国内权益两方面的影响。美联储后续降息预期持续增加，利好新兴市场的表现。因此恒生科技等港股板块的表现，我们认为会中枢逐步抬升，绝对收益方面有较高的性价比。恒生创新药板块周内由于海外事件的冲击，发生了一次回踩调整，但整体我们认为风险可控，盘面承接力度较强，同样具备较好的绝对收益配置价值。 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上涨行情，结构性行情仍然会持续涌现。 因此从基金配置的角度，我们建议进行偏科技成长型的 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。

推荐个股及其他点评

极智嘉-W (02590.HK): 全球仓储履约 AMR 解决方案龙头, AI+机器人技术驱动成长

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 33/44/57 亿元, 同比增长 38%/33%/29%; 归母净利润分别为 0.9/3.4/6.2 亿元, 当前市值对应 PE 为 312/85/47 倍, 考虑到公司市场地位领先, 业绩增长稳健, 持续受益于 AMR 行业需求增长、业务优势显著, 首次覆盖给予“增持”评级。风险提示: 技术研发不及预期、下游需求不及预期、海外扩张风险、行业竞争加剧

周六福 (06168.HK): 黄金珠宝品牌新势力, 线上线下双轮驱动成长

盈利预测与投资评级: 周六福作为国内知名黄金珠宝品牌, 依托线上线下相结合的销售模式, 持续深耕下沉市场并实现差异化布局与多渠道发展。线上业务快速放量, 已处于行业领先地位; 同时, 随着黄金珠宝市场空间的不断扩大及公司在华北与华东市场的潜在布局, 未来营收具备长期增长动力与广阔前景。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.5/9.8/11.2 亿元, 同比增速为 20%/16%/14%, 最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 24/20/18 倍。风险提示: 国内消费市场增长不及预期、金价大幅波动、门店扩张不及预期等。

宏观策略

#海外政治：特朗普干预美联储独立性的三个途径

核心观点：特朗普对美联储独立性的干预主要通过三个途径：①提名一个听命于自己的美联储主席，预计在今年 11 月提名，明年 5 月上任；②调整美联储理事会的人事结构，尽可能排除库克这类前总统提名的“异己”，同时安插米兰这类的“忠臣”，强化自身在美联储理事会层面的影响力；③干预地方联储主席任命。12 名地方联储主席的任期将在明年 2 月底到期，地方联储主席的任命虽由地方联储董事会选出，但需由美联储理事会批准才能正式上任。市场启示：随着美联储新任主席的上任，美联储理事会的 7 名理事将有 4 名“忠臣”，无论是对主席还是对理事会，特朗普都有更大的话语权，这对市场而言意味着：①宏观经济层面，2026 年美联储的降息幅度料在特朗普的干预下超过当前市场定价的 3 次，政策利率或低于 3% 的中性水平，美联储货币政策将进入宽松区间，美国经济周期或因此从软着陆切换至温和扩张；②大类资产层面，政治压力裹挟下超量的降息意味着美元利率预期的走弱与美元信用风险的走阔，对应 2 年美债利率与美元指数的走低，10 年美债利率的下行或因期限溢价的走阔而受阻。风险提示：特朗普再度遇刺；现有美联储官员抵制特朗普的行政命令；共和党中期选举失利。

（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）

宏观点评 20250915：供需分化的三个结果——8 月经济数据点评

9 月 15 日，国家统计局发布 8 月经济数据，供给端数据小幅下行、但韧性仍然较强，需求端三大需求均出现走弱。具体来看，供给侧，工业增加值同比 5.2%（前值 5.7%），Wind 一致预期 5.7%，服务业生产指数同比 5.6%（前值 5.8%）。需求侧，外需开始回落，出口同比 4.4%（前值 7.2%），低于 Wind 一致预期 5.9%；内需继续走弱，社零同比 3.4%（上月 3.4%），低于 Wind 一致预期 3.8%，固投累计同比 0.5%（上月 1.6%），低于 Wind 一致预期 1.3%。总的来看，8 月内外需求均有所走弱，供给调整滞后于需求，使得短期供给强、需求弱的格局有所强化。具体而言，内需中投资连续两个月当月同比负增长，社零增速自 5 月以来持续下行，外需在持续超预期后，8 月也开始回落；与需求端全面走弱不同的是，经济供给虽然也有小幅下行，但整体仍然维持高位，工业和服务业生产增速都在 5% 以上。往后看，当前供给跟需求的背离会带来三个结果，一是 GDP 增速更靠近供给数据，我国的季度经济核算是生产法，而工业和服务业生产数据都未跌下 5%，预计 Q3 的 GDP 增速仍在 5% 附近，更强的经济数据下，年内宏观政策可能更有定力，除了即将落地的政策性金融工具外，其他稳增长政策可能节奏偏慢。二是短期供给强于需求，会使得当期价格压力加大，可能会影响反内卷政策提升物价的效果，反过来说也需要更大的政策力度来支持价格回升。三是供给和需求的背离不可持续，从以往经验来看，如果需求不能走强，那么供给会跟随需求下行，四季度 GDP 的压力会大于三季度。一、生产为何仍然偏强？从工业来看，高技术制造业是生产韧性的主要来源。8 月工业增加值同比 5.2%，较上月回落 0.5 个点。分三大门类来看，采矿业同比 5.1%，较上月提高 0.1 个点；公用事业同比 2.4%，较上月回落 0.7 个点；制造业同比 5.7%，较上月回落 0.5 个点，其中高技术制造业增加值同比 9.3%，与上月持平。分行业来看，相比 7 月降幅最大的是餐饮相关制造业。酒饮茶

制造业增加值同比从6月3.4%降至7月0.1%，再降至8月的-2.4%；食品制造业从6月的6.4%降至7月的3.8%，再降至8月的2.0%。生产调整相比于需求而言有滞后性，需求端餐饮增速在6月见底，近期已经连续2个月回升，预计相关行业的生产也有望在四季度企稳。除了餐饮之外，其他行业8月生产变化较小，增速变动幅度很少超过±1.5个点。从服务业来看，生产型服务业韧性超预期，生活型服务业相对偏弱。8月服务业生产指数同比增长5.6%，较上月小幅下行0.2个点，服务生产仍在相对高位。分行业来看，信息技术服务业、金融业租赁和商务服务业生产指数同比分别增长12.1%、9.2%、7.4%，分别快于服务业生产指数6.5、3.6、1.8个百分点，这些行业都是生产型服务业，生活型服务业可能低于整体增速。

二、消费：商品销售下行、餐饮消费回升 餐饮消费继续反弹回升、商品消费继续回落。8月社零同比增长3.4%，较7月回落0.3个点。按消费类型分，商品零售增长3.6%，较7月4.0%继续回落，餐饮收入增长2.1%，较7月1.1%继续回升。具体来看，“以旧换新”补贴品增速较7月进一步回落，或与补贴资金衔接、流程收紧等因素有关。在初步公布数据的16种限额以上商品零售中，10种没有补贴的商品平均销售增速从4.2%升至4.9%，主要是随着金价走强，金银珠宝销售大幅回升，从7月的8.2%升至8月16.8%。而6种“以旧换新”补贴品平均销售增速从12.7%回落至9.1%，其中家电从28.7%降至14.3%，通讯器材从14.9%降至7.3%，家具从20.6%降至18.6%，建材从-0.5%降至-0.7%，文化办公和汽车两类增速回升，文化办公从13.8%升至14.2%，汽车从-1.5%升至+0.8%。近几个月，许多地区“以旧换新”资金不如上半年充裕，加上流程收紧，相关品类销售增速有所下降。

三、投资：延续7月趋势

(1) 8月固定资产投资增速延续了7月的走弱趋势，固投累计增速为+0.5%（前值+1.6%）。按当月增速来看，固投从7月-5.2%跌至8月-6.3%，其中边际变化最大的是基建、跌幅最大的是地产，广义基建投资当月增速从-1.9%跌至-6.4%，地产投资从-17.2%跌至-19.4%，制造业投资从-0.3%跌至-1.3%。

(2) 基建投资方面，广义基建跟狭义基建增速都在回落，8月广义基建累计同比5.4%（前值7.3%）、当月同比-6.4%，剔除电力投资后的狭义基建更能代表传统基建投资，8月狭义基建累计同比2.0%（前值3.2%）、当月同比-5.9%。分行业来看，广义基建三大行业中，交运仓储投资累计增速从3.9%降至2.7%，水利环境公共设施投资从2.0%降至-0.2%，电力热力燃气及水的生产供应业投资从21.5%降至18.8%。地方基建投资压力仍然较大。道路投资和公共设施投资在基建投资中权重较高，也是地方投资的主导行业，二者增速在今年一季度分别达到-0.2%和+4.9%，但8月已经分别回落至-3.3%和-1.1%，反映出地方投资仍然相对疲软。

(3) 制造业投资方面，8月制造业投资累计增速从6.2%回落至5.1%。分行业来看，不同行业投资均有所回落，装备制造业投资降幅大于消费制造业，降幅最大的是其他运输设备、专用设备两个行业，累计增速降幅分别达到3.1和3个点。另外，制造业投资增速回落，受到了设备更新的影响，8月设备购置投资累计增速从15.2%降至14.4%。

(4) 房地产投资方面，8月累计增速从-12%降至-12.9%，当月增速从-17.2%跌至-19.4%。从施工环节来看，新开工面积累计同比从-19.4%小幅降至-19.5%，竣工面积从-16.5%降至-17%，施工面积从-9.2%降至-9.3%。从到位资金来看，前8月开发商到位资金累计同比-8%，较上月-7.5%有所下降。其中国内贷款累计从0.1%升至0.2%，贷款环境边际改善，但销售回款恶化，定金及预收款累计同比从-9.9%降至-10.5%，个人按揭贷款从-9.3%降至-10.5%。商品房销售的降幅仍在小幅扩大中，商

品房销售面积累计从-4.1%扩大到-4.7%，当月增速从-8%扩大到-10.3%。从销售额与销售面积的差距来看，以价换量仍然是房地产市场的主线，前8个月销售额累计同比-7.3%，降幅仍高于销售面积。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

宏观点评 20250915：每周宏观经济和资产配置研判—20250915

国内宏观观点： 8月内外需求均有所走弱，供给调整滞后于需求，使得短期供给强、需求弱的格局有所强化。具体来看，内需中投资连续两个月当月同比负增长，社零增速自5月以来持续下行，外需在持续超预期后，8月也开始回落；与需求端全面走弱不同的是，经济供给虽然也有小幅下行，但整体仍然维持高位，工业和服务业生产增速都在5%以上。往后看，当前供给跟需求的背离会带来三个结果，一是GDP增速更靠近供给数据，预计Q3仍在5%附近，更强的经济数据下，年内宏观政策可能更有定力，除了即将落地的政策性金融工具外，其他稳增长政策可能节奏偏慢。二是供给强于需求，导致价格压力加大，可能会影响反内卷政策提升物价的效果。三是供给和需求的背离不可持续，从以往经验来看，如果需求不能走强，那么供给会跟随需求下行，四季度GDP的压力会大于三季度。 **海外宏观观点：**

8月公布的CPI环比虽略超预期，但结构细节显示关税带来的通胀压力趋缓且服务通胀偏弱，进一步锁定9月25bps的降息，关注9月点阵图指引全年2次与3次降息的票委分布。9月FOMC后，特朗普将很快提名下一任美联储主席，并于11月举办听证会正式任命，届时7名美联储理事中将有4人听命于特朗普。这也意味着，10月开始市场可能将押注2026年降息预期的加码，美元流动性进一步的宽松将意味着美元指数、美债利率将保持下行。 **权益市场观点：**

市场如期反弹，上证指数小幅突破前高，市场成交额反弹，短期调整暂时告一段落，后续市场有可能继续向上突破。本月来看，内部产业趋势向好，业绩兑现和业绩预期的指引均有上行的指向，但本月后半月美国降息、中美谈判、地缘冲突等短期偶发事件可能影响A股市场情绪，市场进入震荡上行期，上行斜率放缓，到达整数关口位置附近可能有一定抛压，届时调整程度可能比本次幅度大，需要注意阶段性风险。年度来看，阶段性调整后，市场仍然在结构性牛市的氛围中，以科技和金融驱动的趋势为主，科技板块和金融板块内部低位板块接替轮动，市场上行仍有空间。 **债券市场观点：**

或迎来交易性做多机会。9月份以来，在公募基金新规引发债基赎回担忧、长债供给压力不减等因素的影响下，利率再度上行调整，10年期利率突破1.80%关键阻力位，30年期利率也回升至2.10%上方，然而交易性做多机会或正在浮现：（1）“重启国债买卖”预期升温不纯然来自市场调整压力，7月至8月新增贷款需求低迷，政府债券发行尚处于高位，仍需货币政策与财政政策协同配合，保持资金面基本稳定，防范因政府债供给引致的“变相加息”效应，本月买断式逆回购操作已确定超量续作3000亿元，且半月还有MLF续作，政策端呵护资金面的政策趋向鲜明，资金利率预期或趋于稳定；（2）利差调整后或带来交易性的利差压缩机会，由于中期政策利率走廊对长端利率的指引淡化，“加点”成为一致性观察指标，在当前主要政策利率1.40%的基础上，已然高于1.80%的长期利率或吸引部分资金博弈利差修复，压缩10年期-7天期逆回购利差以及30年与10年利差或阶段性稳定利率水平，但利率下行的趋势性机会还有待货币政策指引。 **风险提示：**（1）经济政策出台节奏不及预期；（2）美联储货币政策变动超预期；（3）大类资产价格出

现较大波动。

(证券分析师: 芦哲)

宏观量化经济指数周报 20250914: 市场对重启“国债买卖”的预期升温

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2025 年 9 月 14 日, 本周 ECI 供给指数为 50.04%, 较上周回升 0.01 个百分点; ECI 需求指数为 49.91%, 较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.93%, 较上周回升 0.03 个百分点; ECI 消费指数为 49.72%, 较上周回升 0.01 个百分点; ECI 出口指数为 50.20%, 较上周回落 0.01 个百分点。 月度 ECI 指数: 从 9 月第二周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.04%, 较 8 月回落 0.03 个百分点; ECI 需求指数为 49.90%, 较 8 月回升 0.01 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 49.71%, 较 8 月回升 0.01 个百分点; ECI 出口指数为 50.20%, 较 8 月环比持平。从 ECI 指数来看, 经济在进入“金九银十”后整体保持较为平稳的态势, 供给端来看, 随着高温天气的扰动逐步减弱, 主要行业开工率边际回暖, 但在“反内卷”政策的扰动下部分行业景气度仍弱于去年同期。需求端则延续此前的分化态势, 整体“喜大于忧”, 一是进入施工旺季后, 建筑工地项目资金到位率持续改善, 带动基金实物工作量加快形成, 9 月上旬基建实物工作量同比显著改善; 二是主要城市商品房成交面积延续修复态势, 截至 9 月 14 日 30 大中城市商品房成交面积增速录得 6.8%, 较 8 月份整月的-9.9%明显改善, 此前市场担忧的地产进一步下行风险在逐步缓释; 三是出口仍有较强韧性, 8 月出口同比增速虽有回落, 但主要是受同期高基数影响, 环比来看动能并未明显减弱, 从 9 月上旬的高频数据来看, 出口量延续同比改善的趋势, 三季度出口增速或录得 5% 以上; 四是商品消费增速或边际放缓, 9 月上旬乘用车零售环比和同比增速均有所放缓, 一定程度上受到了去年以旧换新政策加力扩围的影响, 而家电等电子产品也将面临同样的问题。但考虑到新能源汽车购置税将于明年提升至 5%, 或刺激部分需求前置到今年, 对汽车零售起到一定支撑作用。 ELI 指数: 截至 2025 年 9 月 14 日, 本周 ELI 指数为-0.69%, 较上周环比持平。市场对重启“国债买卖”的预期升温。8 月份金融数据虽有季节性回升, 但是新增贷款仍然显示当前实体经济融资需求偏弱, 而随着年内特别国债和“化债”等政府债融资进入发行收尾阶段, 社融增速和广义货币供给 M2 增速也先后存在回落风险, 2025 年年内 4 个月居民和非金融企业贷款需求和 2026 年政府债能否提前至今年发行, 或将决定年末新增社融与贷款的读数表现。在贷款需求低迷的情况下, 预计货币政策将继续保持流动性供给充裕的基调, 9 月上旬货币政策已经开展了 1 万亿 3 个月期买断式逆回购的操作, 并将于 9 月 15 日进行 6000 亿元 6 个月期买断式逆回购招标投放, 合计看本月超额投放 6 个月期买断式逆回购 3000 亿元, 下半月还有 25 日前后 MLF 续作, 货币政策呵护资金面的政策趋向鲜明, 在买断式逆回购连续半年超量续作、流动性投放保持相对充裕的情况下, “国债买卖”操作重启的必要性似乎不高, 但是随着财政部与央行联合工作组本月召开第二次组长会议, 深入研讨政府债券发行管理、央行国债买卖操作等议题, 市场对今年年底重启“国债买卖”的预期快速升温, 若年内央行择机重启“国债买卖”, 从流动性量上将当前“买断式逆回购+MLF”的投放结构形成有效补充, 从流动性价上将有助于稳定债券利率及利率预期, 进一步推动实体经济融资成本下行, 关注后续货币政策的操作和政府债融资节奏的安排。 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 20250914: 9月 FOMC 前瞻: 降息已成定局, 关注点阵图指引与美联储独立性

核心观点: 本周大幅下修的非农就业与温和的通胀数据令 9 月降息基本“板上钉钉”, 美股上行; 但提前“抢跑”的降息预期令美债利率下行幅度有限, 10 年期美债利率降 0.99bps 至 4.064%。本周四公布的美国 8 月 CPI 数据除核心环比其余均符合预期。从结构上看, 核心商品中对关税更敏感, 6、7 月大幅上涨的家具、服饰、休闲商品在本次表现不佳, 进一步强化了“关税的冲击是一次性”的论点。本月发布的大幅不及预期的新增非农、大幅下修的非农就业总数和较为温和的通胀数据令当前市场充分定价美联储 9 月 25bps 的降息。向前看, 由于特朗普新提名的美联储理事米兰将参加本次 FOMC 会议, 因此预计公布的点阵图将出现更鸽派的点阵图指引, 2025 年全年降息次数的指引将在 2 次和 3 次之间角逐。此外由于明年 3 月所有地方联储主席都将经过美联储理事会批准, 开启新的 5 年任期, 因此理事会中“特朗普派”的成员数量的增加也将进一步加剧市场对美联储独立性的担忧。 大类资产: 大幅下修的非农就业与温和的通胀数据令 9 月降息基本“板上钉钉”, 美股上行; 但提前“抢跑”的降息预期令美债利率下行幅度有限。本周发布的非农就业年度修正数据下修幅度大超预期, 叠加意外转负的 PPI 环比和基本符合预期的 CPI 数据令 9 月降息基本“板上钉钉”, 美股因此再度上行。但由于此前降息预期已处在高位, 因此美债利率下行幅度有限, 短端美债利率甚至不降反升。整体来看, 全周(9 月 8 日至 9 月 12 日) 10 年期美债利率降 0.99bps 至 4.064%, 2 年期美债利率升 4.64bps 至 3.555%, 美元指数降 0.22% 至 97.55; 标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.59%、2.03%; 现货黄金价格收涨 1.57% 至 3643 美元/盎司。 海外经济: 非农就业修正与首申失业金人数显示劳务市场存在持续走弱的风险。景气指数方面, 美国 9 月密歇根大学调查消费者信心指数初值 55.4, 预期 58, 前值 58.2; 1 年通胀预期初值 4.8%, 预期 4.8%, 前值 4.8%; 5 年通胀预期初值 3.9%, 预期 3.4%, 前值 3.5%。劳务市场方面, 美国年度(基期为 2025 年 3 月) 非农总就业人数下修 91.1 万, 预期下修 68.2 万, 为 1979 年以来最大下修幅度; 截至 9 月 6 日美国周度首申失业金人数录得 26.3 万, 预期 23.5 万, 前值由 23.7 万下修至 23.6 万。通胀方面, 美国 8 月 PPI 环比-0.1%, 预期 0.3%, 前值由 0.9% 下修至 0.7%; 核心环比-0.1%, 预期 0.3%, 前值由 0.9% 下修至 0.7%。从结构上看, 贸易服务 PPI 环比拉动率由 0.221% 跌至-0.335%, 是最大的负贡献项。增长方面, 截至 9 月 10 日, 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q3 美国 GDP 最新预测值为+3.1%; 截至 9 月 12 日, 纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为+2.08%。 美国 8 月 CPI: 基本符合预期, 关税冲击影响渐弱。本周四公布的美国 8 月 CPI 同比+2.9%, 预期+2.9%, 前值+2.7%; 环比+0.4%, 预期+0.3%, 前值+0.2%。核心同比+3.1%, 预期+3.1%, 前值+3.1%; 核心环比+0.3%, 预期+0.3%, 前值+0.3%。数据公布后, 市场押注降息加码, 美债利率与美元指数下降, 黄金、美股与美铜上涨。从结构上看, ①核心商品中对关税更敏感, 6、7 月大幅上涨的家具、服饰、休闲商品在本次表现不佳, 进一步强化了“关税的冲击是一次性”的论点。②高利率环境下美国房价保持低位震荡, 这意味着居住通胀未来的趋势亦是低位震荡, 而本期居住通胀的主要分项自住房折算 OER 和租金 RPR 的反弹更像是震荡趋势中的“插

曲”。③剔除掉机票酒店后的超核心通胀本次基本没有增长，反映出需求的疲软，也与近期劳务市场的下行相对应。向前看，在不同通胀环比中枢路径下，未来2个月美国CPI、核心CPI同比增速大概率延续反弹。美联储即将重启的降息周期也意味着未来通胀的上行压力将再度加大，但增长放缓与劳务市场走弱俨然已经成为美联储当前更为担心的内容。9月FOMC前瞻：降息已成定局，关注点阵图指引与美联储独立性。本周9月FOMC会议前所有重要的经济数据已全部发布，大幅不及预期的新增非农、大幅下修的非农就业总数和较为温和的通胀数据令当前市场充分定价美联储9月25bps的降息。截至最新联邦基金期货市场预期9月降息1.04次/26.1bps，全年降息2.81次/70.3bp。因此下周的FOMC会议应更加关注点阵图对未来的降息指引。此前特朗普提名美联储新理事米兰已于9月10日通过参议院银行委员会提名，并将于9月16日由参议院全体投票表决。由于目前参议院多数席位仍由共和党控制，因此米兰以理事身份参与9月17日的FOMC会议已无大碍。这也意味着9月FOMC公布的点阵图将出现更鸽派的点阵图指引。预计对2025年全年降息次数的指引将在2次和3次之间角逐，而考虑到2026年5月美联储新主席上台后，7名美联储理事将可能有4人来自特朗普提名，2026年的降息指引可能因此更加鸽派。由于明年3月所有地方联储主席都将经过美联储理事会批准，开启新的5年任期，因此理事会中“特朗普派”的成员数量的增加也将进一步加剧市场对美联储独立性的担忧。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）

宏观点评 20250913：M2增速或见顶——2025年8月金融数据点评

事件 2025年9月12日，人民银行发布2025年8月金融统计数据：

（1）社会融资规模：2025年8月社会融资规模新增2.57万亿，同比少增4,630亿元，截至8月末，社融存量同比增速较上月末回落0.2个百分点至8.8%。从社融分项来看，政府债券融资和人民币贷款拖累社融，8月政府债券融资新增1.37万亿，同比少增2,519亿元；8月社融口径人民币贷款增加6,233亿元，同比少增4,178亿元；8月“委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票”三项表外融资合计增加2,158亿，同比多增998亿元，其中委托贷款继续同比少增191亿元，未贴现票据融资同比多增1,323亿元，票据融资显著扩张。（2）贷款投放：2025年8月金融机构口径人民币贷款新增5,900亿元，同比少增3,100亿元，截至2025年8月末，金融机构人民币贷款余额同比增速下滑0.1个百分点至6.80%。（3）货币供应：截至2025年8月末，M2同比增速持平于8.8%，M1（新口径，包括居民活期存款）同比增长6.0%，较上月末回升0.4个百分点，受此影响M2-M1剪刀差收窄至2.80%。从存款结构看，财政存款新增1,900亿元，同比少增3,687亿元；非银金融机构存款新增1.18万亿，同比多增5,500亿元；居民部门存款增加1,100亿元，同比少增6,000亿元；企业部门存款增加2,997亿元，同比少增503亿元。综合来看，8月份人民币存款新增2.06万亿，同比少增1,600亿元。观点 总量：社融增速见顶回落。过去3年，8月份新增社融均值为2.88万亿元，新增贷款均值为1.17万亿元，8月由于实体经济有效融资需求依旧偏弱，叠加处于季中月，银行体系利用票据或短贷冲量的诉求亦较低，造成2025年8月新增社融和新增人民币贷款均低于季节性，并且分结构看，由于政府债融资节奏错位，曾经支撑社融增速回升的因素减弱，表内贷款和政

府债融资同比少增推动社融下行，但企业直接融资仍然稳健增长。

(1) 8 月份社融口径人民币贷款增加 6,233 亿元，同比少增 4,178 亿元，由于用于存量债务置换的地方特殊再融资专项债净融资回落至 548.41 亿元，“化债”对贷款读数的影响继续减弱，8 月新增人民币贷款虽有季节性回升，可增长继续受制于有效需求不足；相比之下，直接融资市场继续稳健增长：企业债券融资 1,343 亿元，同比少增 360 亿元，信用债发行节奏保持平稳；企业签发的未贴现票据融资增加 1,974 亿元，同比多增 1,323 亿元，表内贴现继续较高的强度，票据市场继续呈现供不应求的特征；股票融资新增 457 亿元，同比多增 325 亿元，连续六个月同比多增，显示 8 月份股市活跃度升温继续推升 IPO 与定增需求。间接融资和直接融资的表现也显示融资结构正趋于多样化，表内贷款已不能完全勾勒实体经济融资供需。(2) 8 月份政府债券融资新增 1.37 万亿，同比少增 2,519 亿，由于今年政府债融资节奏前置，8 月政府债融资同比少增符合季节性，从发行结构上看，根据 Wind 统计，一般国债和特别国债净融资 8,489.20 亿元，地方政府债净融资 2,938.73 亿元。当前今年安排的各项政府债接近尾声，用于“化债”的特殊再融资券已累计净融资 1.84 万亿（预安排 2 万亿），超长期特别国债已累计净融资 1.296 万亿（预安排 1.3 万亿），普通国债已累计净融资 3.375 万亿（按 4.0% 赤字率计算预安排约 4.86 万亿），新增地方政府专项债已累计净融资 2.98 万亿（预安排 4.4 万亿），三季度后期政府债券发行强度将继续下降，今年的置换债发行也已到尾声，社融增速或因此而延续下行。但是 9 月 12 日财政部在国新办新闻发布会上表示，“提前下达部分 2026 年新增地方政府债务限额，靠前使用化债额度”，或意味着不排除 2026 年部分置换债和新增债提前至今年四季度发行，以备明年一季度使用，若今年四季度提前发行“化债”额度，或将对社融增长形成托底。结构：关注消费贴息政策和以旧换新政策效应。展开新增贷款的分项看：由于 8 月份居民消费仍处于新一批以旧换新资金拨付和消费贷贴息政策生效的衔接期，8 月份居民部门短期贷款增加 105 亿元，同比少增 611 亿，居民消费或在 9 月份出现复苏迹象；居民中长期贷款增加 200 亿，同比少增 1,000 亿元，反映出 8 月份房地产市场需求低迷，居民仍缺乏加杠杆意愿；8 月份企业短期贷款增加 700 亿，相比过去 3 年企业短期贷款季节性减少 807 亿元，今年 8 月同比多增 2,600 亿元表明企业短期融资需求出现复苏；作为对比，票据融资新增 531 亿，同比少增 4,920 亿元，在季末月之前的 8 月份，银行体系的票据冲量诉求较低，但企业短期贷款和社融未贴现票据读数改善，表明企业短期融资需求回暖；企业中长期贷款增加 4,700 亿，低于过去 3 年季节性新增 6,232 亿元的水平，同比少增 200 亿，尽管“化债”对贷款读数的影响减弱，但是在 8 月份制造业低通胀局面尚未显著改善的情况下，经济需求低迷限制企业中长期贷款增长，关注潜在的政策性金融工具对企业中长贷的撬动作用。货币：M2 增速或见顶。8 月 M1 同比 6.0%（新口径，包括居民活期存款），较上月回升 0.4 个百分点，M1 增速连月回升的主要原因在于：一方面 8 月份活期存款仍受到去年同期的低基数效应支撑，从绝对额来看，8 月份 M1 新增 1,713 亿元，而去年同期则减少 2,116 亿元，预计 9 月至 10 月 M1 的低基数效应将减弱；另一方面则是财政加快支出的节奏不减，存款继续从财政部门向私人部门转移。8 月份 M2 增速同比 8.8%，与上月持平。M2-M1 剪刀差回落至 2.8%（前值为 3.2%）。映射到存款端来看，8 月份人民币存款新增 2.06 万亿，同比少增 1,600 亿元，其中财政存款新增 1,900 亿元，同比少增 3,687 亿元，虽然 8 月份财政融资强度下降，可财政存款保持同比少增，在剔

除政府债券融资之后，财政存款减少 1.18 万元，同比多减 1,168 亿元，表明 8 月份财政支出仍保持较高的强度，这也成为 M1 增速回升的重要支撑。由于股市向好，成交量提升也推动资金入市，8 月份非银存款新增 1.18 万亿，同比多增 5,500 亿元，并且超季节性增加 1.32 万亿，相比 7 月份进一步扩张；8 月居民部门存款增加 1,100 亿元，同比少增 6,000 亿元；企业部门存款增加 2,997 亿元，同比少增 503 亿元。存款继续呈现双重搬家：财政资金搬家至私人部门，私人部门资金搬家至股市。从 M2 增长来看，政府债融资是共同推动 M2 增速与社融增速保持较高同步性的因素，随着政府债融资强度放缓，社融增速已开始见顶回落，在贷款需求不足掣肘存款派生的情况下，M2 增速或也面临拐点风险，后续仍需关注四季度的财政融资节奏、政策发力强度和融资需求的变化。金融数据展望：关注增量金融政策的效应。未来 4 个月，（1）股票市场活跃或持续带动股票融资等直接融资改善，融资结构继续多样化；（2）9 月份消费贷贴息政策落地生效，以及以旧换新政策资金在下半年拨付到位，或推动居民消费贷和经营贷等短期融资需求回暖；（3）政策性金融工具蓄势待发，撬动企业部门融资需求向好。预计 9 月份贷款融资或呈现季节性回升，而社融则由于政府债融资节奏错位，社融增速或延续缓慢下行。风险提示：海外关税政策等风险冲击；一揽子增量政策的宽松效应尚在传导；人民币资产预期回报率低于市场预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

固收金工

固收周报 20250914：转债建议科技题材高低波切换

本周（0908—0912）转债市场震荡为主，估值高位徘徊，风格上高价优于中价优于低价，小盘优于中盘优于大盘。我们认为当前转债市场的机会高度结构化，其根源是来自于本轮权益行情的高度结构化，目前科技题材（核心是 AI 算力）引领的行情，由于经济整体基本面边际改善的相对滞后（反应在 PPI、CPI 相对疲软，再通胀相对乏力上），并未有效带动周期板块轮动补涨。市场指数层面上或呈现磨顶震荡格局。中证转债指数自 24 年 8 月低位以来，已累积上涨约超 30%，而平价溢价率同期上涨约 8—12pct，我们认为短期中低价周期标的上涨迟缓、弹性偏低，高价题材标的强赎诉求强烈将压制指数继续上涨，中长期伴随企业业绩改善、周期反转预期增强，及泛科技企业再融资需求增加，新上市标的估值高企，新陈代谢下指数震荡中枢有望迎来整体上移。策略上短期仍不建议大幅减仓，但需调整结构，一方面降低科技题材中高波标的，增加偏平衡性标的比重以控回撤，一方面增加包括有色、锂电、化工等周期板块在中低价区域的配置比重以博超额。下周预测转债下修概率最大的前十名分别为：蓝帆转债、东时转债、宝莱转债、科华转债、万青转债、冀东转债、洽洽转债、山路转债、建工转债、鸿路转债。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、烽火转债、金能转债、希望转债、建工转债、青农转债、能化转债、紫银转债、鲁泰转债、山路转债。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）

固收周报 20250914：周观：公募销售费用新规下的债市（2025 年第 36 期）

观点 《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》出台后，哪种债基受影响的程度或最大？本周（2025.9.8-2025.9.12），10年期国债活跃券收益率从上周五的 1.7675%上行 2.2bp 至 1.7895%。

周度复盘：周一（9.8），受深圳调整限购措施，以及《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》提高短时间赎回费用的影响，利率出现明显上行。随后公布的进出口数据显示 2025 年 8 月，出口金额当月同比 4.4%，较上月下降 2.8 个百分点；进口金额当月同比 1.3%，较上月下降 2.8 个百分点，收益率小幅下行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.65bp。周二（9.9），早盘市场情绪有所回暖，利率小幅下行。随后指数债基被大量赎回，叠加对于基金投资债券免税政策取消的情绪令债市再度承压，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.1bp。周三（9.10），2025 年 8 月物价数据公布，CPI 当月同比-0.4%，较上月下行 0.4 个百分点；PPI 当月同比-2.9%，较上月上行 0.7 个百分点。虽然 PPI 当月同比有所上行，但低基数原因成分更多，而非“反内卷”政策的效果显现，利率有所下行。午后对于本月买断式逆回购是否会延续净投放的讨论和疑虑增多，利率迅速上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 2bp。周四（9.11），上午股市上涨，利率上行。午后对于央行即将重启买债的预期抬升，利率转而大幅下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 1.75bp。周五（9.12），市场对重启国债买卖预期持续升温，利率下行。盘后央行公布 9 月 15 日将开展 6000 亿买断式逆回购操作，期限 6 个月，当月有 3000 亿元 6 个月期买断式逆回购到期，即净投放 3000 亿元，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.8bp。周度思考：本周债券收益率上行，除了“股债跷跷板”因素外，还有对于《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》中，提高债基赎回费率的担忧。美国证监会也曾经于 2005 年出台类似规定，SEC Rule 22c-2 允许针对 7 个自然日以内的赎回行为，加征不超过 2% 的赎回费，但并非强制要求。目前国内债券型基金的赎回费率多为 7 日以内 1.5%，超过 7 日即为 0-0.1% 的极低费率。新规将赎回费的下限规定为 7 日以下 1.5%，7-30 日 1%，30 日-6 个月 0.5%，极大抬升了短期赎回债基的成本。在各类债基中，我们预计受影响最大的是被动指数型的非 ETF 债基，其次是短期纯债型基金。被动指数型非 ETF 基金跟踪的指数多为政金债指数，机构通过此类产品投资政金债，可有免税优势，且政金债的静态收益率比国债高。但新规之后，该类基金的交易价值被大大削弱，资金流出可能性最大。短期纯债型基金的久期较短，是流动性管理的工具，在正常的收益率曲线陡峭化的环境下，其静态收益率较低，6 个月内 0.5% 的赎回费率将压低其投资价值。对于这两类受影响较大的基金，各有可替代的未被新规束缚的产品，被动指数型非 ETF 基金可用政金债 ETF 代替，而短期纯债型基金可转向投资同业存单指数基金。10 年期国债收益率一度上行突破 1.8%，而央行对于流动性仍保持支持态度，我们预计曲线将陡峭化，建议投资者缩短久期以应对不确定性。美国 2025 年 8 月美国密歇根大学消费者指数、CPI 指数、PPI 指数、失业金申领人数等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？本周（0908—0912）海外方面同美国实债收益率负相关的黄金上涨显著，由于潜在降息预期将拉低名义利率并抬高通胀预期，我们认为黄金在当前具有较强的配置价值，叠加联储独立性潜在被削弱及在能源交易市场美元地位边际弱化等叙事，黄金市场或正迎来一场“完美风暴”。本周同期，美债收益率曲线接近平行下移，未见明显趋陡变化，目前期限利差约 50—60bp，我们认为当前短端胜率更大、长端赔率更大，后市长端更高的波动性叠加长久期或成配置的胜负手。我们在延续上周观点的基础

上，结合增量数据，思考如下：（1）8月美国PPI及核心PPI数据显著低于市场预期且较7月明显回落，其降温趋势既体现在数据幅度，更反映短期扰动剔除后变化。9月10日公布的美国PPI数据显示，8月PPI同比上涨2.6%，较预期低0.7个百分点、较前值降0.5个百分点；核心PPI同比上涨2.8%，较预期低0.7个百分点、较前值降0.6个百分点，核心通胀回落幅度大于整体，说明剔除食品能源短期扰动后，生产端物价压力消退更显著。环比维度上，8月PPI由7月0.7%转为下降0.1%，较预期低0.4个百分点、回落0.8个百分点；核心PPI环比同样降0.1%，较预期低0.4个百分点、较前值回落0.8个百分点。这是两者四个月来首次同步转负且回落幅度一致。这一变化与批发零售环节利润收缩、企业对关税成本的内部吸收直接相关，进一步印证生产端价格从整体到核心环节均进入降温通道，整体通胀压力边际缓解。叠加劳动力市场稳健性隐忧逐步显现，两类信号共同削弱美联储维持紧缩的通胀顾虑，利好后续延续这一节奏、平衡稳增长与保就业目标。（2）美国8月CPI温和回升但核心通胀平稳，短期扰动与结构韧性并存的特征明确，结合就业市场变化，进一步夯实美联储渐进降息基调。9月11日公布的美国CPI数据显示，8月CPI同比上涨2.9%，与预期持平、较前值升0.2个百分点；环比上涨0.4%，略高于预期0.3%、较前值升0.2个百分点；核心CPI（剔除食品能源）同比、环比分别上涨3.1%、0.3%，均与预期及前值一致。整体CPI的温和回升，主要源于能源与食品价格阶段性反弹的直接推力，与国际油价短期调整、部分农产品供给季节性变化相关，叠加服务领域结构性反弹的补充支撑，属典型短期扰动；而核心通胀的平稳，则体现通胀中枢的稳定性。商品与服务价格相互对冲，且核心服务虽受出行类消费反弹拉动，但剔除短期波动后，多领域未出现通胀中枢上移迹象。且当前就业市场降温信号显著，即便整体CPI环比略超预期，核心通胀的平稳与就业疲软仍使美联储渐进式降息成为平衡通胀控制与经济增长的选择，既避免过度紧缩冲击增长，也防止宽松过早导致通胀反弹。（3）鲍威尔在全球央行年会上的发言彻底“转鸽”，也意味着美联储大概率将在9月议息会议上重启降息。9月12日，美联储主席鲍威尔在Jackson Hole的全球央行年会强调，“当前美国经济正面临一种复杂的局面，就业市场的下行风险与通胀的上行压力并存。”他进一步指出，“风险的平衡点已经发生转变”，“尽管如此，在政策处于限制性区域的情况下，基准前景和不断变化的风险平衡态势可能证明调整我们的政策立场是合理的”，这强烈暗示了美联储可能需要调整政策立场，基本上给美联储再度重启降息做了官方背书。截至9月13日，Fedwatch预期2025年9月降息25bp的概率为93.4%，上周89%；10月份降息的可能性升至79.0%，上周为71.0%；12月份在10月份降息的基础上再次降息的可能性为74.0%，上周为65.3%。风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险；经济基本面变化超预期；历史经验不代表将来。

（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）

固收点评 20250913：绿色债券周度数据跟踪（20250908-20250912）

观点 一级市场发行情况： 本周（20250908-20250912）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200.52亿元，较上周增加112.85亿元。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；主体评级多为AAA、AA+级；发行人地域为福建省、湖北省、广东省、重庆市、新疆维吾尔自治区、江苏省、上海市、天津市、浙江省；发行债券种类为一般公司债、商业银

行普通债、企业 ABS、中期票据、私募公司债。 二级市场成交情况：本周（20250908-20250912）绿色债券周成交额合计 509 亿元，较上周增加 27 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 244 亿元、185 亿元和 67 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 85.95%，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 227 亿元、113 亿元和 19 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 164 亿元、67 亿元和 44 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250908-20250912）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 25 水能 G1（-0.9629%）、24 江苏银行绿色债 01（-0.4512%）、20 宜春创投绿色债（-0.3982%），其余折价率均在 -0.35% 以内。主体行业以金融、钢铁、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、福建省、广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前四的个券为 24 川能投 GN001（1.0574%）、22 长兴绿色债 02（0.8952%）、24 苏国信 GN002（科创票据）（0.6765%）、24 云能投 GN001（0.4874%），其余溢价率均在 0.40% 以内。主体行业以金融、公用事业、建筑为主，中债隐含评级以 AA+、AAA-、AA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、江西省、湖北省居多。 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）

固收点评 20250913：二级资本债周度数据跟踪（20250908-20250912）

观点 一级市场发行情况： 本周（20250908-20250912）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（20250908-20250912）二级资本债周成交量合计约 1615 亿元，较上周增加 146 亿元，成交量前三个券分别为 25 工行二级资本债 02BC（106.31 亿元）、25 建行二级资本债 01BC（94.45 亿元）和 25 工行二级资本债 01BC（90.95 亿元）。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 1249 亿元、135 亿元和 52 亿元。从到期收益率角度来看，截至 9 月 13 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：9.71BP、11.84BP、10.84BP；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：8.81BP、10.48BP、9.48BP；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：10.61BP、10.60BP、9.60BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周（20250908-20250912）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，折价成交的幅度大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 21 长春发展农商二级（-24.3388%）、21 花溪农商二级 01（-0.9815%）、23 长丰农商行二级资本债 01（-0.7508%），其余折价率均在 -0.40% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、浙江省、福建省居多。 溢价个券方面，溢价率前四的个券为 24 浦发银行二级资本债 02B（0.7944%）、24 广发银行二级资本债 01B（0.7128%）、25 天津农商行二级资本债 01（0.6046%）、24 农行二级资本债 02B（0.6045%），其余溢价率均在 0.60% 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、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）

行业

环保行业跟踪周报：完善新能源就近消纳价格机制助力绿电直连落地，SAF 价格新高利好 UCO&SAF 生产商

投资要点 重点推荐：瀚蓝环境，绿色动力，绿色动力环保，海螺创业，永兴股份，光大环境，军信股份，粤海投资，美埃科技，九丰能源，宇通重工，景津装备，新奥能源，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，中国水务，伟明环保，龙净环保，高能环境，蓝天燃气，新奥股份，赛恩斯，金科环境，英科再生，路德环境。

建议关注：大禹节水，联泰环保，旺能环境，北控水务集团，武汉控股，碧水源，重庆水务，凯美特气，仕净科技，浙富控股。

最新观点：

1) 完善新能源就近消纳价格机制，助力垃圾发电等绿电直连落地。9月12日，国家发展改革委、能源局发布《关于完善价格机制促进新能源发电就近消纳的通知》。价格机制的完善解决了电网提供稳定供应保障服务的积极性，有利于垃圾焚烧+IDC 等绿电直连项目落地。从经济性来看，①未接入公共电网的项目，不缴纳稳定供应保障费用。②接入公共电网项目，输配电费变为按容量！月度容（需）量电费=按现行政策缴纳的容（需）量电费+所在电压等级现行电量电价标准×平均负荷率（所在省份110千伏及以上工商业两部制用户平均水平）×730小时×接入公共电网容量。实操层面数据中心大概率还需要联网，因此实际负荷率比省内平均越高（摊低度电费用），接入公共电网容量/项目总容量越小，越有优势！2) 欧洲 SAF 价格新高，中国跟涨，利好 UCO 及 SAF 生产商。欧洲 SAF 市场现货供应量持续偏紧，支撑价格刷新 19 个月的新高，并支撑中国 SAF 和 HVO 价格同步上涨。1) SAF 价格走高带动原料价格上涨，拥有 UCO 原料优势的企业直接受益，建议关注【山高环能】【朗坤科技】等；2) 生物航煤/HVO 生产商有望受益，建议关注【嘉澳环保】【卓越新能】等。

固废观点：

25 年 7-8 月国补回收显著加速，25H1 提质增效提 ROE+现金流改善提分红持续兑现！光大国补回收超预期：25 年 7-8 月光大绿色环保生物质等收到国补 20.64 亿元，超 24 年截止同期生物质集中回款额 15.34 亿元，25H1 国补下滑经营现金流仍改善下半年则更加提升。25H1 固废板块提质增效提 ROE+现金流改善提分红持续兑现！1) 运营提质增效主导业绩增长&财务费用下降：25H1 板块收入+1%，归母净利+8%，毛利率+2.9pct，财务费用率-0.6pct，净利率+1.4pct。固废纯运营企业绿动（+0.8pct）、军信（+0.1pct）、永兴（+0.1pct）ROE（加权）显著提升。2) 自由现金流持续增厚：25H1 板块经营现金流净额 69 亿元（+9%），资本开支 38 亿元（-19%），简易自由现金流 32 亿元（24H1 为 17 亿元）。3) 中期派息稳中有升：25H1 瀚蓝首次中期分红，光大中期每股派息同比+0.01 港元，绿动、海螺、旺能中期派息同比持平。4) 关注经营提效+B 端拓展+C 端顺价，增厚盈利&改善现金流！【吨发提升】25H1，7 家垃圾焚烧公司平均吨发（还原供热后）同比+1.8%，吨上网同比+1.2%。【供热加速】25H1 供热增速前 5：海创+170%、绿动+115%、伟明+67%、天楹+60%、瀚蓝+42%；发电供热比增量前 5：天楹+6.4pct、绿动+2.4pct、旺能+1.6pct、海创+1.4pct、中科+0.9pct。

【IDC 拓展】旺能（获市级、省级备案）、军信（与长沙数字集团签署合作协议）、瀚蓝（与中国联通广东省分、深城交签署合作协议）、伟明（与温州龙湾区政府、中国移动温州分公司签署合作协议）。【C 端顺价】佛山拟于 25 年 9 月下旬召开生活垃圾处理费定价听证会，C 端顺价推进。重点推荐：【瀚蓝环境】【绿色动力 A+H】【海螺创业】【永

兴股份】等。 水务观点：市场化+现金流拐点，下一个垃圾焚烧！
 1) 现金流左侧布局：25H1 板块自由现金流-41 亿元（24H1 为-66 亿元）。预计兴蓉、首创资本开支 26 年开始大幅下降，自由现金流大增可期！参照垃圾焚烧自由金流转正前后，分红比例从 21 年低点 18%，22-24 年连续提至 40%，典型公司永兴（24 年分红比例 66%）军信（95%）绿动（71%）。24 年水务板块分红比例为 34%，剔除分红 50% 的洪城，核心公司兴蓉 24 年分红 28%提升空间较大！自由现金流改善带来 PE 估值提升空间可参照垃圾发电！2) 价格改革不仅是弹性，重塑成长+估值！水的重点在于水价制度对合理投入回报的保障，从而在成熟期获得类似全球范式的持续增长，如美国水业业绩 10 年复增 10%，伴随同样确定的红利增长。“从防御到可持续增长”带来估值提升空间。25 年以来广州、深圳自来水提价落实，东莞、中山跟进，佛山拟调整污水收费标准。重点推荐【粤海投资】【兴蓉环境】【洪城环境】，建议关注【首创环保】【北控水务集团】。 环卫观点：环卫电动化渗透率加速，新能源装备销量高增，无人化迎发展机遇。环卫电动化加速中。2025M1-7，环卫车合计销量 43967 辆（+3.3%）。其中，新能源环卫车销售 7095 辆（+77.6%），新能源渗透率 16.14%（+6.75pct）。环卫无人化兴起。25 年 H1 国内自动驾驶领域公开超 290 个新项目中标结果，其中，无人清洁环卫是绝对主导领域，项目数量超 90 个（占比约 31%），总金额超 55 亿元（占比约 81%），已超 24 全年金额。重点推荐：【宇通重工】，建议关注【劲旅环境】【盈峰环境】【福龙马】【玉禾田】【侨银股份】等。 行业跟踪：1) 环卫装备：2025M1-7 新能源渗透率同增 6.75pct 至 16.14%。25M1-7 环卫车销量 43967 辆（同比+3.30%），其中新能源 7095 辆（同比+77.55%），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 30%/15%/8%。2) 生物柴油：地沟油价格下降，单吨净利上涨。2025/9/8-2025/9/12 生柴均价 8400 元/吨(周环比持平)，地沟油均价 6600 元/吨(周环比-0.5%)，考虑一个月库存周期测算单吨盈利 70 元/吨（周环比+21.6%）。3) 锂电回收：碳酸锂价格&三元极片粉锂折扣系数下跌，盈利改善。截至 2025/9/12，三元电池粉锂系数周环比-0.5%，锂/钴/镍系数分别为 69%/74%/74%。截至 2025/9/12，碳酸锂 7.24 万（周环比-3.1%），金属钴 27.2 万（周环比+0.4%），金属镍 12.35 万（周环比+1.3%）。根据模型测算单吨废料毛利-0.36 万（周环比+0.032 万）。 风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

建筑材料行业跟踪周报：继续关注内需变化

投资要点 本周（2025.9.8-2025.9.12，下同）：本周建筑材料板块（SW）涨跌幅 2.45%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 1.38%、2.12%，超额收益分别为 1.07%、0.33%。 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 344.0 元/吨，较上周+1.3 元/吨，较 2024 年同期-40.7 元/吨。较上周价格持平的地区：长三角地区、东北地区、西北地区；较上周价格上涨的地区：长江流域地区（+2.9 元/吨）、两广地区（+5.0 元/吨）、华北地区（+2.0 元/吨）、华东地区（+2.9 元/吨）、西南地区（+6.0 元/吨）；较上周价格下跌的地区：泛京津冀地区（-1.7 元/吨）、中南地区（-3.3 元/吨）。本周全国样本企业平均水泥库位为 65.0%，较上周+0.9pct，较 2024 年同期+0.2pct。全国样本企业平均水泥出货率（日发货率/在产产能）为 46.7%，较上周+0.9pct，较 2024 年同期-4.5pct。（2）玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1197.0 元/吨，较上周+4.0 元/吨，较 2024 年同期-86.9 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片

库存为 5500 万重箱，较上周-104 万重箱，较 2024 年同期-862 万重箱。(3) 玻纤：本周国内无碱粗纱市场价格小幅提涨，近期部分厂价格上调，支撑全国均价低位提涨。截至 9 月 11 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，成交低价较前期上涨 50-150 元/吨不等，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（3521.25）上涨 0.1%，同比下降 4.08%，同比降幅较上周收窄 0.17 个百分点；本周电子纱市场主流产品 G75 各厂报价基本走稳，月内下游下单量略有增加，但仍难支撑产销明显好转。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) 国内在反内卷政策推动下，8 月 PPI 环比持平，9 月更值得期待。周末财政部新闻发布会表示，26 年化债额度将靠前使用。叠加十五五规划亮相和年底经济工作会议，需求面也可能有更乐观的情绪。相反，随着美国国内政治冲突加剧，针对中国的关税冲突若隐若现，短期可能对出口板块情绪有所利空。短期而言，基于行业自身调整周期已经到位，我们推荐海螺水泥、华新水泥、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，推荐箭牌卫浴、东鹏控股、欧派家居、奥普科技、北新建材、伟星新材、东方雨虹、坚朗五金等。最后建议关注低估值的港股建筑央企。(2) 在流动性充裕的背景下，市场更加关注主业产品具备较强科技属性的公司，但是大幅波动的节奏需要注意，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) 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。但是，中美持续脱钩的长期趋势下，出海企业还是将更多资源投向东南亚、中东、非洲等其他市场。而且美元降息趋势下，非美国国家经济建设有望进入快车道。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐上海港湾、科达制造、中材国际、中国交建、米奥会展（与中小盘共同覆盖）。(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中改善的态势。(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) 九月上旬，受市场资金短缺和雨水天气影响，全国水泥市场需求仍显疲软，重点地区水泥平均出货率小幅提升约 1 个百分点。价格方面，由于水泥价格长期处于底部，企业为改善盈利状况，多地继续推动价格上涨，其中川渝地区已进入第二轮提价阶段，预计后期价格将呈震荡上行走势。(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。水泥企业市净率估值处于历史低位，板块分红比例提升。行业景气低位为进一步的整合带来机遇。产能产量管控政策有望逐步落实，有望推动僵尸产能退出，改善产能严重过剩区域的供给矛盾。水泥行业纳入全国碳市场，碳排放对供给的约束趋严有望加速过剩产能出清和行业整合。(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+非洲并购提产）、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、弱需求预期以及投机性库存释放压力下，浮法玻璃价格弱势震荡。中期供给侧的出清有望持续，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）

公用事业行业跟踪周报：完善就近消纳价格机制落地，推荐南网能源、南网储能配置机会

投资要点 本周核心观点：（1）国家发改委、能源局《关于完善价格机制促进新能源发电就近消纳的通知》：推荐工商业屋顶光伏南网能源，关注安科瑞。就近消纳项目电源应接入用户和公共电网产权分界点的用户侧，新能源年自发自用电量占总可用发电量比例不低于60%，占总用电量比例不低于30%、2030年起新增项目不低于35%；项目应当具备分表计量条件，由电网企业在发电、厂用电、并网、自发自用、储能等关口安装计量装置，准确计量各环节电量数据。（2）8月大储招标超预期，推荐储能运营商南网储能。AI赋能+136号文落地，驱动大储经济性稳中有升，国内大储自发性需求超预期。南网储能作为南方电网电网侧大储运营标的，有望充分受益。2025H1公司新型储能电站累计建成装机规模65.42万千瓦/129.83万千瓦时；抽水蓄能投产装机总规模1028万千瓦，在建抽水蓄能电站1200万千瓦。行业核心数据跟踪：电价：2025年8月电网代购电价同比下降2%环比上升1.3%。煤价：截至2025/9/12，动力煤秦皇岛5500卡平仓价680元/吨，周环比上升1元/吨。水情：截至2025/9/12，三峡水库站水位162.88米，2021、2022、2023、2024年同期水位分别为166米、148米、160米、155米，蓄水水位正常。三峡水库站入库流量17500立方米/秒，同比上升33.59%，三峡水库站出库流量22600立方米/秒，同比上升198.15%。用电量：2025M1-7全社会用电量5.86万亿千瓦时（同比+4.5%），其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+10.8%、+2.8%、+7.8%、+4.1%。发电量：2025M1-7年累计发电量5.47万亿千瓦时（同比+1.3%），其中火电、水电、核电、风电、光伏分别-1.3%、-4.5%、+10.8%、+10.4%、+22.7%。装机容量：2025H1新增装机容量，火电新增2578万千瓦（同比+41.3%），水电新增393万千瓦（同比-21.2%），核电新增0万千瓦，风电新增5139万千瓦（同比+99%），光伏新增21221万千瓦（同比+107%）。投资建议：推荐关注南方电网体系上市公司布局机会：南网能源、南网储能、南网科技。1）绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。建议关注【龙源电力H】【中闽能源】【三峡能源】【龙净环保】。2）光伏资产、充电桩资产价值重估：光伏、充电桩被RWA、电力现货交易赋能有望价值重估。建议关注【南网能源】【协鑫能科】【朗新集团】等。3）火电：推荐京津冀火电投资机会。建议关注【建投能源】【京能电力】【大唐发电】。4）水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。5）核电：成长确定、远期盈利&分红提升。22/23年连续两年核准10台，24年再获11台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司ROE看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中

国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。风险提示：电力需求增长不及预期；电价波动风险；煤价波动风险；流域来水不及预期等

（证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉）

燃气 II 行业跟踪周报：库存充足美国气价回落，欧洲&中国气价平稳
投资要点 价格跟踪：库存充足美国气价回落；欧洲&中国气价平稳。

截至 2025/09/12, 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 -4.8%/+2.6%/+0.5%/-0.6%/-1.4% 至 0.7/2.8/2.9/2.7/2.9 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-4.8%。截至 2025/09/10, 天然气的平均总供应量周环比-0.1%至 1123 亿立方英尺/日，同比+4.2%；总需求周环比-0.4%至 995 亿立方英尺/日，同比+3%；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+16.5%；工业部门的天然气消费量周环比+0.8%。截至 2025/09/05，储气量周环比+710 至 33430 亿立方英尺，同比-1.3%。2) 储库推进，欧洲气价周环比+2.6%。2025M1-5，欧洲天然气消费量为 2180 亿方，同比+6.6%。2025/9/4~2025/9/10，欧洲天然气供给周环比-1.6%至 55065GWh；其中，来自库存消耗-15770GWh，周环比-28.2%；来自 LNG 接收站 24851GWh，周环比+5.9%；来自挪威北海管道气 14873GWh，周环比-11.9%。2025/09/06~2025/09/12，欧洲燃气发电出力上升，欧洲日平均燃气发电量周环比+23.2%、同比+16.1%至 906.7GWh。截至 2025/09/10，欧洲天然气库存 909TWh（878 亿方），同比-158.8TWh；库容率 79.87%，同比-13.3pct，周环比+1.4pct。3) 需求恢复缓慢，国内气价周环比-0.6%。2025M1-7，我国天然气表观消费量同比+0.3%至 2461 亿方，原因或为 2024 年冬季偏暖，影响了 2025M1-3 采暖用气需求。2025M1-7，产量同比+6.1%至 1525 亿方，进口量同比-7.1%至 986 亿方。2025 年 7 月，国内液态天然气进口均价 3787 元/吨，环比-0.8%，同比-4.4%；国内气态天然气进口均价 2558 元/吨，环比+0.5%，同比-7.1%；天然气整体进口均价 3189 元/吨，环比+0.1%，同比-6.5%。截至 2025/09/12，国内进口接收站库存 391.44 万吨，同比+11.94%，周环比-1.46%；国内 LNG 厂内库存 56.31 万吨，同比+48.42%，周环比+0.16%。

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。

城燃中报总结：顺价稳步推进，需求边际改善。1) 行业层面：2025M1-6 全国天然气消费量增速 -0.9%（受到 2024 暖冬、关税变动、工业偏弱影响），25Q1 气量同比 -2.4% 受到暖冬影响，25Q2 气量同比恢复至 2.2%。2022-2025M8，全国 65% 地级及以上城市进行了居民用气的顺价，提价幅度为 0.21 元/方，价差稳定修复；2025M1-6 房屋竣工面积（对应接驳业务量）下滑约 15%。2) 公司层面：2025H1 价差普遍同比修复 0.01 元/方，四家龙头城燃公司合计气量增速约 1.9%（比年初的中高单位数增速指引略低）；新增居民户数下滑幅度 10%~20%（符合年初指引）。3) 展望 2025 全年：参考各公司指引，价差预期同比修复 0.01 元/方、气量中低单位数增速、居民接驳户数同比下滑 20% 左右、燃气衍生业务保持增长。

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够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 4.9%）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 4.7%)【中国燃气】(25 股息率 6.3%)【蓝天燃气】(股息率 ttm8.9%)【佛燃能源】(25 股息率 4.1%)；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 4.1%)一体化持续推进【新奥股份】(25 股息率 6.0%)【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 2025/9/12) 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)

有色金属行业跟踪周报：通胀趋势上行而劳动力趋弱，联储降息节奏不改，黄金持续受益

投资要点 回顾本周行情(9月8日-9月12日)，有色板块本周上涨 3.76%，在全部一级行业中排名靠前。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 5.13%，能源金属板块上涨 1.35%，工业金属板块上涨 4.10%，小金属板块上涨 4.39%，金属新材料板块上涨 2.45%。工业金属方面，本周市场已逐步开始定价联储降息带来的流动性宽松，随着旺季的深入下游需求有小幅好转，本周金属价格环比上行。贵金属方面，本周美国商品通胀延续上行趋势，而服务业通胀有所放缓，以及劳动力数据的下行趋势。在劳动力市场趋弱的情况下，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，预计后续贵金属持续受益走强。

周观点： 铜：降息预期推涨全球铜价，关注后续需求验证情况。截至 9 月 12 日，伦铜报收 10,068 美元/吨，周环比上涨 1.72%；沪铜报收 81,060 元/吨，周环比上涨 1.15%。供给端，截至 9 月 12 日，本周进口铜矿 TC 维持-41 美元/吨，本周国内铜冶炼厂大规模检修已经开始，预计后续精炼铜产量下行，供给面临紧缺；日本铜冶炼商 JX Advanced Metals 表示，由于铜精矿供应紧张，可能削减铜产量数万吨；需求方面，8 月国内光伏组件产量环比提高 4.5%，预计 9、10 月排产继续小增，新能源汽车销量环比保持增长，本周需求端整体小幅增长，但基建端机白色家电端稍弱，关注后续旺季验证情况。宏观层面，市场已开始交易 9 月美联储降息带来的货币宽松，短期铜价将受到支撑，我们预计后续利率进一步下行可期，但考虑到全球三大库存总量仍处累库周期，且下游需求验证尚需时日，需关注短期降息落地后的兑现情况。

铝：旺季背景下下游开工率逐步提升，宏观宽松助力铝价上行。截至 9 月 12 日，本周 LME 铝报收 2,701 美元/吨，较上周上涨 3.78%；沪铝报收 21,120 元/吨，较上周上涨 2.05%。供应端，短期内我国电解铝企业暂无增减产计划，本周中国电解铝行业理论开工产能维持 4408.50 万吨不变；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比提升 0.10pct，铝棒产能利用率环比提升 0.25pct，本周电解铝的理论需求有所上升。本周电解铝社会库存环降 0.27%至 62.98 万吨，铝棒社库环降 4.9%至 12.41 万吨，我们预计随着旺季的深入以及下游开工率的提升，下游备货获将更为积极，随着宏观层面乐观情绪的延续，海内外铝价短期震荡偏强，但进一步走高需观察“金九银十”需求端的落地情况。

黄金：通胀趋势上行而劳动力市场趋弱，联储降息节奏不改，黄金持续受益。截至 9 月 12 日，COMEX 黄金收盘价为 3680.70 美元/盎司，周环比上涨 1.12%；SHFE 黄金收盘价为 834.22 元/克，周环比上涨 2.28%。美国 8 月 PPI 年率录得 2.6%，低于预期的 3.3%，分项数据中，食品价格环比上升

0.1%，能源价格下降 0.4%；贸易服务价格下降 1.7%，创下自 2009 年以来最大环比跌幅；美国 8 月消 CPI 月率环比上涨 0.4%，高于市场预期的 0.3%，年率录得同比上涨 2.9%，符合预期，分项看，食品与能源价格为主要上行因素；美国截至 9 月 6 日当周初请失业金人数录得 26.3 万人，高于预期的 23.5 万人。整体来看，美国商品通胀延续上行趋势，而服务业通胀有所放缓，以及美国当下劳动力数据的下行趋势。我们多次强调在 8 月全球央行年会美联储表态对就业市场的关注度提升后，温和的商品通胀不会改变联储的降息步伐，在劳动力市场趋弱的情况下，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，预计后续贵金属持续受益走强。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）

汽车周观点：9 月第 1 周乘用车环比-30.0%，继续看好汽车板块

n2025H2 建议加大汽车红利风格配置权重。n 本周市场对汽车核心关注？Ø 本周汽车 A-H 股汽车表现依然较为一般，子板块内部是商用载货车表现最佳，主线维度机器人主线表现最佳。八部委联合印发《汽车行业稳增长工作方案 2025-2026 年》强调 2026 年目标是稳中向好态势，规模和质量并重。新车维度小鹏 G7 增程版/长城欧拉猫/零跑 lafa5 登录工信部公告。机器人：马斯克称 Optimus Gen 3 的关键突破在于“手”，大规模量产时成本在 2 万美元；智平方将在未来三年内于惠科全球生产基地累计部署超过 1000 台具身智能机器人。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。参考历史上 2011 年/2018 年汽车产业在新旧切换阶段，依然是能够去布局结构性行情。下半年我们总体建议加大“红利风格”的配置权重。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）。Ø【AI 智能化主线】乘用车优选港股（小鹏汽车-W/理想汽车-W/小米集团-W）>A 股（赛力斯/上汽集团/比亚迪）；零部件优选（地平线机器人-W/中国汽研/德赛西威/伯特利/黑芝麻智能等）。Ø【AI 机器人主线】零部件优选（拓普集团+精锻科技+福达股份+旭升集团+爱柯迪等）。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）

建筑装饰行业跟踪周报：继续推荐景气赛道的洁净室工程板块

投资要点 本周（2025.9.8-2025.9.12，下同）：本周建筑装饰板块（SW）涨跌幅 2.42%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 1.38%、2.12%，超额收益分别为 1.04%、0.30%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：（1）国常会部署进一步促进民间投资发展的若干措施：会议提出要拓宽民间投资空间，支持民间资本加大新质生产力、新兴服务业、新型基础设施等领域投资；要严格落实招标投标领域相关制度规定，保障中小企业政府采购预留份额，加大中央预算内投资等对民间投资项目的支持力度。发改委表示抓紧研究出台促进民间投资发展的政策举措，完善民营企业参与国家重大项目建设长效机制，有望强化基建投资资金支持，推动基建链条景气度企稳改善。

（2）国新办新闻发布会介绍“十四五”时期财政改革发展成效：财政

部介绍截至 2025 年 6 月末，超六成的融资平台实现退出，意味着 60% 以上的融资平台隐性债务已经清零，融资平台改革转型加快推进，下一步继续落实好一揽子化债举措，提前下达部分 2026 年新增地方政府债务限额，靠前使用化债额度，多措并举化解存量隐性债务。化债持续深入推进有望加速工程企业存量应收类资产的回收、清理，利好其资产负债表改善。

周观点：（1）财政部介绍截至 2025 年 6 月末超六成的融资平台实现退出，下一步继续落实好一揽子化债举措，提前下达部分 2026 年新增地方政府债务限额，靠前使用化债额度，多措并举化解存量隐性债务，结合今年政府债融资前置的情况来看，提前下达的额度有望对政府债务融资形成部分支撑。从上半年建筑板块中报情况来看，收入和利润仍然承压，现金流有所改善，基建和地产投资弱势下使得板块整体承压，部分专业工程领域表现相对较好；短期跟踪数据来看，行业景气依然相对弱势，8 月建筑业 PMI 下降至收缩区间，建筑业施工有所放缓，新订单指数仍然低迷，基建投资端增速有所放缓，稳增长政策仍有加力的潜在空间，继续关注财政政策的加力节奏、以及城市更新推动和重点工程项目对区域需求拉动；我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。

（2）出海方向：2025 年前 6 个月我国对外承包工程完成营业额同比增长 9.3%，新签合同额同比增长 13.7%，增速有所加快；其中在共建“一带一路”国家新签合同额同比增长 21%；全球贸易摩擦升级及区域冲突，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码，基建合作仍是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，近期建议关注俄乌局势进展及重建预期变化。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际等。

（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：在当前全球 AI 技术加速迭代的背景下，国际半导体巨头及云端服务供应商持续加码资本支出布局，半导体洁净室景气度有望延续，同时海外开拓有望成为新增增长点，推荐圣晖集成，建议关注亚翔集成、柏诚股份等。

风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊

证券分析师：石峰源）

医药生物行业跟踪周报：2025 年 WCLC 国产肺癌新药显锋芒，临床数据亮眼引关注

投资要点 本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为 -0.4%、26.8%，相对沪深 300 的超额收益分别为 -2.9%、-13.9%；本周、年初至今恒生生物科技指数涨跌幅分别为 -2.3%、103.3%，相对于恒生科技指数的超额收益分别为 -7.6%、69.3%；本周医疗器械（+2.2%）、医药商业（+1.4%）及医疗服务（+0.5%）等股价涨幅较大，生物制品（-0.2%）、原料药（-1.1%）及化学制药（-2.6%）股价有所下跌；本周 A 股涨幅居前为振德医疗（+41.3%）、浩欧博（+28.0%）、济民健康（+25.9%），跌幅居前为悦康药业（-18.4%）、迈威生物（-14.4%）、易瑞生物（-14.0%）；本周 H 股涨幅居前为药捷安康（+205.1%）、正大企业国际（+51.8%）、圣诺医药（+32.0%），跌幅居前为中国抗体（-24.6%）、基石药业（-18.9%）、来凯医药（-18.1%）。本周医药板块表现特点：本周医药板块表现弱于市场。

在 2025 年世界肺癌大会（WCLC）上，多家中国药企新药入围口头报告，展现出极具潜力的数据：百利天恒自主研发的 iza-bren（EGFR×HER3 双抗 ADC）治疗 EGFRm NSCLC 的临床数据令人瞩目，1L 患者客观缓解率达到

100%，2L 患者 mPFS 取得历史突破，总人群 mPFS 达到 12.5 个月，在 EGFRmt NSCLC 这一适应症中表现出了统治性的优势；康方生物的 AK112（依沃西单抗）随着随访时间延长，ITT 人群 OS HR 进一步缩小（HR=0.78,P=0.0332），更新的 OS 数据较此前 5 月的分析结果呈明显改善趋势，特别是北美人群的 OS 获益更为突出（HR=0.70）；复宏汉霖的 PD-L1 ADC HLX43 在晚期实体瘤，特别是经检查点抑制剂治疗失败的后线耐药非小细胞肺癌（NSCLC）患者中，持续呈现高应答率，在 EGFR 野生型 nsNSCLC 人群中，客观缓解率达 47.4%，安全性良好。

诺华重磅肺癌药物卡马替尼获批新适应症。强生全球首创 KLK2/CD3 双抗启动 III 期临床。9 月 11 日，诺华宣布其重磅抗肿瘤药物卡马替尼在中国成功获批新适应症，用于治疗携带间质上皮转化因子（MET）外显子 14 跳跃突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌（NSCLC）成人患者。9 月 10 日，全球临床试验收录网站显示，强生启动了 Pasiritamig（JNJ-78278343）的首个全球 III 期临床试验（KLK2-comPAS），用于治疗前列腺癌。

具体配置建议：看好的子行业排序分别为：创新药>科研服务>CXO>中药>医疗器械>药店等。具体标的选择思路，从 GLP1 角度，建议关注博瑞医药、歌礼制药、联邦制药、众生药业及信达生物等。从 PD1/VEGF 双抗角度，建议关注：康方生物、神州细胞、华海药业、荣昌生物等。从 AI 制药角度，建议关注晶泰控股、成都先导等。从创新药角度，关注信达生物、百济神州、石药集团、三生制药、恒瑞医药、泽璟制药、百利天恒、科伦博泰生物、迪哲医药、海思科等。从 CXO、上游科研服务角度，建议关注药明康德、奥浦迈、金斯瑞生物等。从低估值角度关注佐力药业、东阿阿胶、华润三九等。从左侧角度，关注奥锐特、药明康德、联影医疗等。

风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等；产品销售及研发进度不及预期。

（证券分析师：朱国广）

电力设备行业跟踪周报：储能需求超预期，固态和人形加速产业化

投资要点 电气设备 9107 上涨 0.53%，表现弱于大盘。（本周，9.8-9.12）光伏跌 3.7%，新能源汽车涨 3.61%，核电涨 2.43%，锂电池涨 2.25%，风电跌 0.95%，发电设备跌 0.76%，电气设备涨 0.53%。涨幅前五为东方铁塔、天际股份、威尔泰、科华恒盛、南风股份；跌幅前五为中科电气、通威股份、迈为股份、捷佳伟创、通合科技。

行业层面：人形机器人：中国首个基于世界模型的机器人任务执行系统在蓉发布；乐聚机器人完成股改，疑为上市做准备；我国已发布人工智能国家标准 30 项，机器人国家标准 126 项；智元机器人等成立具福科技公司 含多项 AI 业务；阿里云首投具身智能，自变量机器人完成近 10 亿元 A+轮融资；小米智造投资机器人核心部件，布局机器人产业新棋局。储能：9 月 12 日国家发展改革委、国家能源局印发《新型储能规模化建设专项行动方案（2025—2027 年）》的通知，提出 27 年国内累计装机为 180GW；鼓励新型储能全面参与电能量市场、参与辅助服务市场；完善新型储能容量电价机制，建立可靠容量补偿机制，电力中长期、现货市场价格机制。宁夏发布《建立发电侧容量电价机制的通知（征求意见稿）》，煤电机组、电网侧新型储能容量电价标准 2025 年 10 月至 12 月按照 100 元/KW·年执行，2026 年 1 月起按照 165 元/KW·年执行。容量电费由区内全体工商业用户月度用电量和发电企业月度外送电量按比例分摊。电动车：储能缺芯潮：一线订单排至 2026 年，部分产品价格上涨；宁德时代召开视下窝矿复产会议；购置税窗口期：新能源车集中上新，电池厂忙到年底；慕尼黑车展，宁德时代全球首发 NP3.0 技术及神行 Pro 电池；当升科技固态电解质

迎新进展：氯碘复合体系研发成功；先导智能集中交付干法设备；曼恩斯特推出固态电池电解质双面薄涂系统；吉利汽车控股有限公司股东特别大会以 95.14%的高票率通过了极氪智能科技有限公司的私有化议案；全新问界 M7 5 日正式开启预订，预售价 28.8 万元起，订单破 10 万；据港交所官网 9 月 7 日文件，奇瑞汽车正式通过港交所聆讯；小鹏汽车在慕尼黑宣布其欧洲首个研发中心正式启用；原小米人车家与智能产品负责人樊家麟被任命为小米汽车销售运营部副总经理，向销售运营部总经理夏志国汇报；小鹏汽车预热其首款增程 MPV 车型——小鹏 X9，宣称续航全球同级第一。市场价格及周环比：钴：SMM 电解钴 27.30 万/吨，+2.1%；百川金属钴 27.40 万/吨，+2.2%；镍：上海金属网 12.34 万/吨，+1.1%；碳酸锂：SMM 工业级 7.02 万/吨，-3.2%；SMM 电池级 7.25 万/吨，-3.1%；前驱体：SMM 四氧化三钴 22.15 万/吨，+2.3%；三元 523 型 8.00 万/吨，+1.3%；正极：SMM 磷酸铁锂-动力 3.34 万/吨，-1.6%；三元 811 型 14.50 万/吨，-0.3%；三元 622 型 12.45 万/吨，-1.6%；负极：百川石油焦 0.27 万/吨，+1.0%；电池：SMM 方形-铁锂 523 0.328 元/wh，+0.9%；圆柱 18650-2500mAh 4.42 元/支，+0.5%。新能源：安徽省人民政府印发《安徽省以新型技术改造推动制造业高端化智能化绿色化发展行动方案》的通知，支持优质企业开展并购重组；四川省发展和改革委员会就《四川省深化新能源上网电价市场化改革实施方案（征求意见稿）》公开征求意见；瑞丽市弄贤等 4 个光伏发电项目业主优选竞争性磋商公告发布，规模合计 171MW；中国光伏行业协会副秘书长江华就光伏行业发展形势与热点问题进行了深度解读；北美地区最大的清洁能源展览会 RE+ 2025 在拉斯维加斯召开。本周硅料 53.00 元/kg，环比 1.92%；N 型 210R 硅片 1.40 元/片，环比 0.00%；N 型 210 硅片 1.65 元/片，环比 0.00%；双面 Topcon182 电池片 0.29 元/W，环比 3.33%；双面 Topcon182 组件 0.70 元/W，环比 0.00%；玻璃 3.2mm/2.0mm 20.25/13.35 元/平，环比 6.58%/0.75%。风电：本周招标 1.4GW：陆上 0.8 GW/海上 0.6GW；本周开/中标暂无。本月招标 2.26GW，同比-42.01%：陆上 1.56 GW/海上 0.7GW，同比-59.93%。25 年招标 79.56 GW，同比+3.00%：陆上 72.5 GW/海上 7.06 GW，同比+2.18%/同比+12.45%。本月开标均价：陆风 1605 元/KW，陆风（含塔筒）2128 元/KW。电网：大同~天津南 1000 千伏特高压提前架线段首基铁塔完成组立。公司层面：中伟股份：拟回购公司股份用于股权激励或员工持股计划。总额不低于 5 亿元且不超过 10 亿元，价格不超过 57 元/股；比亚迪：2025 年 8 月新能源汽车动力电池及储能电池装机总量约为 23.175 GWh，2025 年累计装机总量约为 180.051 GWh；天合光能：已回购公司股份 135 万股，支付人民币 2284 万元；中际联合：公司实控人刘志欣拟减持不超过 425 万股，占比 2%；威力传动：拟回购公司股份，总额不低于 6000 万元且不超过 9000 万元，价格不超过 70 元/股；金盘科技：拟回购公司股份，总额不低于 3000 万元，不超过 5000 万元，价格不超过 41.72 元/股；公牛集团：拟回购公司股份，总额不低于 2.5 亿元，不超过 4 亿元。晶科能源：拟转让股份 4 亿股，占总股本 4.00%。金风科技：拟与巴彦淖尔市人民政府签订《风电制氢氨醇一体化项目投资开发协议书》，计划在巴彦淖尔市辖区内投资建设风电制氢氨醇项目，总投资金额约为 189.2 亿元人民币。天合光能：天合储能于近日分别与中国、拉美、亚太三大区域的三家客户签订了合计 2.48GWh 的储能产品销售合同；大金重工：签署了首个海上风电基础供应合同，总金额折合人民币约 12.5 亿元。林洋能源：为“南方电网公司 2025 年计量设备第一批框架招标项目”中标单位，共 6 个品类，中标金额

约 2.44 亿元；聚合材料：与韩投伙伴共同设立 SPC，使用自有或自筹资金 680 亿韩元，约 3.5 亿人民币，收购 SKE 关于空白掩模的业务板块。

投资策略：锂电&固态：8 月国内电动车销 140 万辆，同环比+27%/+11%，增速恢复，新车密集上市+年底抢装，全年预计 25% 增长至 1600 万辆；欧洲 9 国合计销量 17.8 万辆，同环比 41%/-19%，销量持续强劲，且 H2 新车周期开启，预计未来 2-3 年可持续维持 20%+；排产端看，储能满产，供不应求，9 月排产进一步 5-10% 增长，各环节龙头产能打满，订单向二三线外溢，上修 25 年和 26 年需求分别 33%+、22%+ 增长，全面看好锂电池板块，首推宁德、亿纬锂能、欣旺达等，同时看好科达利、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。储能：欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，美国大美丽法案后今年增长乐观，国内储能 136 号文后超预期，预计 30% 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%，看好储能逆变器/PCS 龙头、大储集成和储能电池龙头。

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、整机、以及丝杠、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，当前价格往 50 元/kg 调整，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、海外大储优势显著、估值极低）、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）、厦钨新能（钴酸锂需求盈利向好、卡位硫化锂固态潜力大）、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）、上海洗霸（全面布局固态、有研合资硫化锂有望领先）、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）、麦格米特（多产品稳健增长、英伟达供应商 AIDC 潜力大）、欣旺达（消费锂电盈利向好、动储锂电上量盈利在即）、浙江荣泰（云母龙头增长确定、丝杠及总成大客户进展迅速）、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）、天赐材料（电解液&六氟龙头、新型锂盐领先）、大金重工（海风出口布局厚积薄发、量利双升超预期）、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)、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)、天奈科技(碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益)、纳科诺尔(干法设备龙头、固态设备全面布局)、禾迈股份(微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入)、雷赛智能(伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显)、震裕科技(结构件盈利逐步修复、丝杠及关节总成空间大)、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)、北特科技(丝杠批量空间大、汽零平稳)、华友钴业(锂电资源材料一体化布局、镍钴盈利能力超预期)、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)、东方电缆(海缆壁垒高格局好、海风项目开始启动)、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)、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)、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)、当升科技(三元正极龙头、布局固态电池技术)、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: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、瓊升科技、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)

非银金融行业跟踪周报：成交持续活跃，券商估值提升空间大；长债利率利好保险固收资产配置

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 08 日-2025 年 09 月 12 日）非银金融板块各子行业均跑输沪深 300 指数。多元金融行业上涨 0.87%，证券行业上涨 0.64%，保险行业下跌 0.73%，非银金融整体上涨 0.24%，沪深 300 指数上涨 1.38%。证券：交易量同比大幅提升；券商分类评价启动。1) 9 月交易量同比大幅提升。截至 9 月 12 日，9 月日均股基交易额为 28001 亿元，较上年 9 月上涨 206.86%，较上月增长 6.84%。截至 9 月 11 日，两融余额 23404 亿元，同比提升 69.03%，较年初增长 25.52%。截至 9 月 12 日，9 月 IPO 发行 3 家，募集资金 13.83 亿元。2) 券商分类评价启动。近日，部分地方证监局已启动 2025 年证券公司分类评价工作。在今年分类评价工作中，将对证券公司服务脱贫攻坚等社会责任履行情况、行业文化建设、功能发挥情况、证券公司服务中小企业、参与北交所市场改革情况进行专项评价。3) 9 月 12 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：上半年净利润小幅增长，分红转型缓解利差压力，增配 OCI 股票提升投资韧性。1) 上市险企披露 2025 年中报，净利润普遍增长，寿险 NBV 增长维持高位，产险 COR 均显著改善。A 股五家上市险企共实现归母净利润 1782 亿元，同比增长 3.7%。其中，国寿、平安、太保、新华、人保上半年归母净利润分别同比 6.9%、-8.8%、11%、33.5%、16.9%。寿险 NBV 持续高增，五家公司分别同比 20%、40%、32%、58%、72%。NBV 高增长主要归因于预定利率下降所带来的价值率改善，以及银保渠道新单保费的大幅提升。2) 金融监管总局修订发布《保险公司资本保证金管理办法》。近年来，我国银行机构资产规模持续增长，原办法存在资本保证金存放银行净资产规模要求偏低问题，此次修订提高了存放银行净资产规模要求，以有效筛选规模适当的银行。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 12 日保险板块估值 0.60-0.91 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：金监总局修订发布《信托公司管理办法》，主要修订内容包括：①聚焦主责主业，坚持信托本源；②坚持目标导向，强化公司治理；③加强风险防控，规范重点业务环节；④强化信托监管要求，明确风险处置机制。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：证监会发布《期货公司分类评价规定》，主要内容包括：①完善扣分机制；②优化加分体系；③删除部分指标；④调整专项评价；⑤调整特殊激励。7 月全国期货交易市场成交量为 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：金监总局修订发布《信托公司管理办法》，主要修订内容包括：①聚焦主责主业，坚持信托本源；②坚持目标导向，强化公司治理；③加强风险防控，规范重点业务环节；④强化信托监管要求，明确风险处置机制。 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)

煤炭开采行业跟踪周报: 煤炭淡季开启, 港口煤价震荡运行

行业近况 本周(9月8日至9月12日)港口动力煤现货价环比上涨1元/吨, 报收680元/吨。供给端, 本周环渤海四港区日均调入量161.36万吨, 环比上周下降20.79万吨, 降幅11.41%。本周产地供应较为稳定, 港口供应量有所下降。需求端, 本周环渤海四港区日均调出量158.34万吨, 环比上周下降25.59万吨, 降幅13.91%; 日均锚地船舶共71艘, 环比上周下降7艘, 降幅8.82%。库存端, 环渤海四港区库存端2268.70万吨, 环比上周减少2.3万吨, 降幅0.10%。港口本周整体库存绝对值略有下行, 煤价略有上行, 主要由于国庆节前有一定补库需求且供给较弱导致。我们分析认为: 目前伴随煤炭行业逐步进入淡季, 全国气温明显下降, 居民用电需求逐步减弱, 供强需弱下库存去化短期或面临一定压力, 预计短期煤价维持震荡态势。估值与建议: 仍旧关注保险资金增量; 保费收入维持正增长, 且向头部保险集中。固收类资产荒依旧, 叠加红利资产已经高位, 所以关注权益配置变化, 预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的, 且低估值标的: 建议关注昊华能源, 广汇能源。风险提示: 下游需求不及预期; 保供力度强于预期, 煤价大幅下跌。

(证券分析师: 孟祥文 证券分析师: 米宇)

大炼化周报: 成本端支撑较弱, 长丝价格承压

n【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为2579元/吨, 环比+97元/吨(环比+4%); 国外重点大炼化项目本周价差为1197元/吨, 环比+63元/吨(环比+6%)。n【聚酯板块】本周POY/FDY/DTY行业均价分别为6789/7079/8021元/吨, 环比分别-82/-68/-29元/吨, POY/FDY/DTY行业周均利润为108/34/63元/吨, 环比分别-5/+5/+31元/吨, POY/FDY/DTY行业库存为19.3/27.6/31.1天, 环比分别+1.9/+1.2/+1.4天, 长丝开工率为91.3%, 环比-0.2pct。下游方面, 本周织机开工率为62.4%, 环比+0.0pct, 织造企业原料库存为14.4天, 环比+1.9天, 织造企业成品库存为26.2天, 环比-0.3天。n【炼油板块】国内成品油: 本周汽油/柴油价格下跌。美国成品油: 本周美国汽油/柴油/航煤价格下跌。n【化工板块】本周PX均价为835.6美元/吨, 环比-7.0美元/吨, 较原油价差为350.3美元/吨, 环比+1.7美元/吨, PX开工率为85.9%, 环比+1.2pct。n【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝: 恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期; 2) 宏观经济增速下滑, 导致需求复苏弱于预期; 3) 地缘风险演化导致原材料价格波动; 4) 行业产能发生重大变化; 5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 周少玟)

商贸零售行业跟踪周报: 大行科工港股上市, 关注“骑行热”新消费趋势

周观点(注: 文中“本周”指的9月8日至9月14日) 本周, 大行科工在港股上市。大行科工是中国内地最大的折叠自行车公司。公司的大行品牌于1982年由韩德伟博士创立。根据灼识咨询数据,

2024 年公司零售额位居中国内地折叠自行车首位,市场份额为 36.5%。受益于国内市场份额的增长,营业收入和归母净利润维持高增。2024/2025 年 1-4 月,公司营业收入分别为 4.51/1.85 亿元,同比+50%/+47%,主要受益于国内经销渠道增长和国内线上直销渠道的增长。净利润高增,2024/2025 年 1-4 月公司归母净利润为 0.52/0.22 亿元,同比+50%/+69%。

毛利率及净利率维持稳定,销售费用率提升。2024/2025 年 1-4 月公司毛利率维持在 33%,归母净利率均为 12%。公司利润率水平高于巨大机械(捷安特母公司,2025H1 毛利率 20%/净利率 2%)、美利达(2025H1 毛利率 16%,净利率 6%)等自行车头部企业。公司销售费用率有所提升,或因为高端化趋势和线上直销渠道占比提升。公司折叠自行车价格带呈提升趋势。公司中端自行车的销售收入占比从 2022 年的 51%上升至 2025 年 1-4 月的 68%;大众市场价格带的自行车销售额占比则由 39%下降至 21%。随着疫情结束之后居民户外活动恢复,“骑行热”快速兴起,中高端自行车成为兴趣型新消费,自行车领域的消费也逐渐呈现消费升级趋势。公司 P8 等中高端经典型号逐渐替代市场上的大众产品,驱动业绩高增。

公司是折叠车的国内&全球龙头。根据灼识咨询,2024 年公司在国内市占率排名第一,其余头部企业主要包括迪卡侬、小布(Brompton)、永久、凤凰等。公司在全球市场市占率排名第二,其余头部企业包括小布(Brompton)、迪卡侬、Birdy 等。

疫情后,全球自行车市场重启增长。2020 年及 2021 年的全球自行车需求明显增加,2021 年全球市场规模达到 4,084 亿元,2022 年规模回落至 3,803 亿元。预计 2024-2029E 全球自行车市场规模的 CAGR 为 11.8%。

随着“骑行热”兴起,自行车逐渐成为悦己消费,中高端自行车市场增速较快。近年来随着材料技术的进步,中高端折叠车逐渐缩小与传统自行车的骑行体验差距,得到进一步发展。根据灼识咨询数据,2024 年全球折叠自行车行业的中高端部分分别占零售量及零售额约 44.1%及 86.5%。其中,高端折叠自行车零售额 2019-2024 的 CAGR 为 22.7%,中端零售额 2019-2024 的 CAGR 为 17.7%;预计 2024-2029E 高端和中端零售额 CAGR 均为 12%。

我国折叠自行车市场高增。2019-2024 年中国内地折叠自行车市场的整体规模从约 4 亿元上升至约 17 亿元,CAGR 为 31.6%,预计 2024-2029E 的 CAGR 为 21.2%。折叠车具有收纳方便、可以带上部分公共交通工具等优点,更适合城市上班族和骑行爱好者使用,也更匹配我国较为完善的城市化水平和较好的城市基建的骑行环境,从而实现需求高增。

建议关注新消费兴起带来的投资机会:新消费的成因包括新消费习惯的形成和新品牌的破圈。骑行作为一个较为有趣的运动方式逐渐兴起,渗透率提升+客单价提升,是值得关注的消费趋势。

风险提示:行业竞争加剧、渠道库存风险等。

(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)

社会服务行业点评报告:高教股:低估值硬资产发生了怎样的转变?

投资要点 高教公司资产特点:低估值,恢复空间大。高校公司具有资产扎实,预收账款现金流好,行业竞争壁垒极高为主要特点。而目前高校公司 2025 年对应估值大体是 3-6 倍 PE,估值较低,恢复空间大。低估的主要原因,在于市场担心高校股分红存在一些障碍,但实际上高教公司通过 VIE 等方式,过去若干年,实际上存在很强的实际分红。根据我们整理的相关高教公司的估值,分红等数据,可以看到中教控股,华夏控股,新高教集团,中国科培等公司,过去均有实际且较高的分红率和股息率。

边际变化:宇华教育旗下湖南涉外

经济学院营利性转置获批。2025 年 9 月 10 日左右，湖南省教育厅发布的文件（文件时间落款为 2025 年 7 月 30 日），宇华教育旗下的湖南涉外经济学院，营利性转置获批，一方面意味着高教公司在各地的经营和政策，是有持续的推进，另一方面也意味着宇华教育的经营本身也在不断推进。

高教公司政策的核心讨论点：营利性转置与分红。2016 年 10 月《民办教育促进法》（简称民促法）三审通过，至 2018 年 8 月，民促法修订草案送审，规定民办高校此前没有明确的企业实体定位，之后可以选择登记为营利性和非营利性学校。实际至 2022 年，有部分高校提交了营利性转置的申请，很多营利性转置的申请已经拿到教育厅的获批，但后续仍需通过民政厅，财政厅，人社厅，自然资源厅，市场监管局和税务局等多部门共同通过，才能实际上实现营利性转置。

投资建议：推荐低估值高教板块，建议关注中教控股、华夏控股、中国科培、新高教集团、宇华教育、建桥教育等。

中教控股：高教行业内规模最大的公司，旗下持有江西科技学院，广东白云学院等多家核心高校资产，24 财年实际分红率 184%，2025 年 9 月 12 日收盘价对应股息率达 9%。

华夏控股：旗下持有传媒行业内特色高校南京传媒学院（此前独立学院时代名为中国传媒大学南广学院，多位演艺明星毕业于该校），25 年新学期学费上涨有望带来新增量，公司本身传媒影视业务有望带动协同，24 财年实际分红率达 99%。

中国科培：旗下持有广东理工学院等大型民办高校资产，业绩稳定性较高，近年来净利润在 8-9 亿区间，波动不大，对应 24 年 PE 估值仅约 4x，24 财年实际分红率为 29%。

新高教集团：旗下持有云南工商学院等多所高校资产，目前是行业内估值最低的公司之一，对应 24 财年 PE 估值约 3x，24 财年实际分红率达 47%。

宇华教育：旗下持有湖南涉外经济学院等高校，该校 2025 年中下旬教育部门获批营利性转置，过去财务数据波动较大，24 年财年未有分红。

风险提示：政策风险，招生不及预期风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

证券分析师：王琳婧）

原油周报：OPEC+快速增产，国际油价下降

n1【美国原油】n1) 原油价格：本周 Brent/WTI 原油期货周均价分别 66.7/62.7 美元/桶，较上周分别-0.8/-1.2 美元/桶。n2) 原油库存：美国原油总库存、商业原油库存、战略原油库存、库欣原油库存分别 8.3/4.2/4.1/0.2 亿桶，环比+445/+394/+51/-37 万桶。n3) 原油产量：美国原油产量为 1350 万桶/天，环比+7 万桶/天。美国活跃原油钻机本周 416 台，环比+2 台。美国活跃压裂车队本周 164 部，环比+5 部。n4) 原油需求：美国炼厂原油加工量为 1682 万桶/天，环比-5 万桶/天；美国炼厂原油开工率为 94.9%，环比+0.6pct。n5) 原油进出口量：美国原油进口量、出口量、净进口量为 627/275/353 万桶/天，环比-47/-114/+67 万桶/天。n【美国成品油】n1) 成品油价格和价差：美国汽油、柴油、航煤周均价分别 83/97/90 美元/桶，环比-1.8/-1.5/-4.1 美元/桶；与原油价差分别 17/31/24 美元/桶，环比-0.6/-0.3/-2.9 美元/桶。n2) 成品油库存：美国汽油、柴油、航空煤油库存分别 2.2/1.2/0.4 亿桶，环比+146/+472/+47 万桶。n3) 成品油产量：美国汽油、柴油、航空煤油产量分别 959/523/189 万桶/天，环比-29/-2/+5 万桶/天。n4) 成品油需求：美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别 851/338/176 万桶/天，环比-61/-39/+5 万桶/天。n5) 成品油进出口：①美国汽油进口量、出口量、净出口量分别 9/99/90 万桶/天，环比-9/+1/+10 万桶/天。②美国柴油进口量、出口量、净出口量分别 22/139/118 万桶/天，环比

+12/+5/-7 万桶/天。③美国航空煤油进口量、出口量、净出口量分别 13/19/6 万桶/天，环比+8/-11/-19 万桶/天。n【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油(600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份(601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份(600028.SH/0386.HK)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)、海油发展(600968.SH)；建议关注：石化油服/中石化油服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ)。nn【风险提示】1)地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2)宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3)新能源加大替代传统石油需求的风险。4)OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5)美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6)美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7)全球 2050 净零排放政策调整的风险。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：周少玟)

基础化工周报：新材料产品价格有所回落

n【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为 17779/14929/13585 元/吨，环比分别-71/-143/-702 元/吨，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 4533/2683/2716 元/吨，环比分别-51/-122/-220 元/吨。n【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为 1302/4259/495/4266 元/吨，环比分别+8/+12/+0/+15 元/吨。②本周聚乙烯均价为 7707 元/吨，环比-61 元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1122/1866/-125 元/吨，环比分别-57/-40/-46 元/吨。③本周聚丙烯均价为 6800 元/吨，环比-50 元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-330/1463/-352 元/吨，环比分别-37/-33/-40 元/吨。n【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2129/1707/3982/2287 元/吨，环比分别-10/-25/-154/+48 元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 179/13/-193/25 元/吨，环比分别-9/-31/-90/+5 元/吨。nn【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升、新和成。n【风险提示】1)项目实施进度不及预期；2)宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3)地缘风险演化导致原材料价格波动；4)行业产能发生重大变化；5)统计口径及计算误差。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：周少玟)

机械设备行业跟踪周报：持续推荐 PCB 设备进口替代逻辑；建议关注固态电池设备和人形机器人持续产业催化

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：【PCB 设备】Oracle26Q1RPO 大超预期，重视算力链 PCB 设备机遇 2025 年 9 月 10 日，Oracle 召开 FY26Q1 电话会，截至 26Q1 末，公司剩余履约义务(RPO)达到 4550 亿美元，同比+359%。另外公司指引接下来几个月中将持续签署新合同，届时 RPO 可能超 5000 亿美元。由此可见 AI 算力需求空间潜力较大。AI 算力服务器推动 PCB 向高端发展，钻孔环节加工难度显著提升。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。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。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，以在未来算力服务器 PCB 市场中争夺优质订单。PCB 厂商的持续扩产，将带动钻孔设备需求显著提升。

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】。

【固态电池设备】龙头设备商持续交付固态电池关键设备，产业化稳步推进中。

近期，先导智能先后向国内外多家知名电池制造商、汽车主机厂、新兴固态电池企业交付多套适配固态电池规模化产线的干法混料涂布设备。本轮交付的设备为量产型正负极一体化干法混料涂布系统，覆盖可控喂料、成膜、减薄、集流体复合及质量检测等全工序。系统机械速度最高 100 m/min，可匹配单线 5-8GWh 产能，产品幅宽 1000 mm、厚度 40-300 μ m，并兼容 2-6 条干法极片并行高效生产。产线实测显示，先导智能干法混料涂布系统可降低 $\geq 35\%$ 生产能耗，材料与制造综合成本降幅 $> 15\%$ 。此外，该系统充分适配不同固态电池材料体系，包括石墨/硅碳负极、三元/铁锂正极及多种全固态电极材料。工信部项目预计 2025 年底前进行中期审查，目前固态电池难点主要在于制造环节，预计 2025-2026 年进入中试线落地关键期，设备迎来持续迭代优化阶段。投资建议：重点推荐固态电池设备整线供应商【先导智能】、激光焊接设备商【联赢激光】、化成分容设备商【杭可科技】，建议关注干/湿法电极设备商【赢合科技】、干法电极&模组 PACK【先惠技术】、整线供应商【利元亨】、干法电极设备商【曼恩斯特】、干法辊压机【纳科诺尔】、干法电极设备商【华亚智能】等。

【人形机器人】宇树/特斯拉核心催化在即，人形机器人再迎板块性机遇。人形机器人板块近期催化不断：①Tesla optimus 官方发布机器人最新外观（金色外形），整体在紧凑度上也有明显提升。②拓斯达首发具身智能机器人新品，搭载智谱 AI 大模型，具有使用思维链进行复杂任务推理的能力，可在仓储或工厂环境中执行物料分拣、检测与摆盘，车间巡检等操作。中长期来看，特斯拉 Gen3 和宇树上市均有望在 25 年末&26 年初落地，目前来看在 A 股中是为数不多拥有明确性催化的板块，且催化级别较高。一方面，Gen3 有望带来硬件多方面的设计变更；另一方面，宇树上市有望领涨板块。因此在有明确催化的前提下，我们的观点是继续看好+建议聚焦核心标的。

建议关注以下核心标的：
1) T 链核心：拓普集团、浙江荣泰、恒立液压、绿的谐波、奥比中光、双环传动、科达利、新瀚新材等
2) 宇树链核心：首程控股、华锐精密、美湖股份、长盛轴承等
3) 潜在核心标的：新坐标（手部丝杠送样），高测股份（键绳+行星减速机）。

【碳化硅】

英伟达新一代 GPU 有望采用碳化硅中介层，SiC 新应用打开新成长空间。英伟达计划在新一代 GPU 芯片的 CoWoS 工艺中以碳化硅取代硅中介层，预计 2027 年导入。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。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。以当前英伟达 H100 3 倍光罩的 2,500 mm² 中介层为例，假设 12 英寸碳化硅晶圆可生产 21 个 3 倍光罩尺寸的中介层，2024 年出货的 160 万张 H100 若未来替换成碳化硅中介层，则对应 76,190 张

衬底需求。台积电预计 2027 年推出 7× 光罩 CoWoS 来集成更多处理 & 存储器，中介层面积增至 1.44 万 mm²，对应更多衬底需求。重点推荐晶盛机电（碳化硅设备&碳化硅衬底）、高测股份（碳化硅切片机）。

【工程机械】8 月挖机内外销均超预期，国内外周期迎上行强共振

2025 年 1-8 月，共销售挖掘机 154181 台，同比增长 17.2%；其中国内销量 80628 台，同比增长 21.5%；出口 73553 台，同比增长 12.8%。8 月国内挖机销量 7685 台，同比增长 14.8%，国内市场呈现出较强的需求韧性，国内依旧呈现小挖支撑的趋势，小挖下游水利工程需求依然旺盛，且水利工程资金为中央拨款，资金到位率优于其他下游。出口量 8838 台，同比增长 11.1%，海外继续保持高景气度。我们判断主要系非洲、印尼等矿山市场需求旺盛，2025 年中大挖出口增速远高于小挖，结构优化有望带来较大利润预期差。相关标的：三一重工、某全品类龙头、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压、唯万密封。

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）

电子行业点评报告：模拟反倾销调查启动，多维拆解影响几何？

投资要点 核心观点：我们认为“海外价格战”一直为模拟板块核心压制，尤其是汽车/工业/通信领域。反倾销的推进，有望解放模拟厂商竞争压力，在 25/26 年走出价格战压制。反倾销使得海外模拟公司出让广阔市场，催生国产替代大级别行情。而国产厂商目前产品力已显著增强，有力承接出让份额。重视模拟行业核心因素的关键拐点变化。

事件：商务部于 2025 年 7 月 23 日收到江苏省半导体行业协会代表国内相关模拟芯片产业正式提交的反倾销调查申请，申请人请求对原产于美国的进口相关模拟芯片进行反倾销调查。

调查范围：原产于美国的进口相关模拟芯片。美国是全球相关模拟芯片最大的生产国，其相关模拟芯片的合计产能占全球相关模拟芯片总产能的一半以上。代表企业为 TI（德州仪器）、ADI、Broadcom（博通）、ON Semi（安森美）等。因此我们认为，本次对美模拟企业反倾销影响范围巨大，四家企业均会纳入调查，预计一半以上的进口份额有望能纳入调查。

受益领域：工业/汽车/通信领域。通用接口芯片由于用于连接各类设备、系统或组件，以实现高效的数据传输和信号转换，因此主要用于通信/工业/汽车系统中。栅极驱动用于控制各类功率芯片，与新能源领域+电动车领域高度相关。建议关注：纳芯微、思瑞浦、杰华特、圣邦股份。

受益产品：通用接口芯片和栅极驱动芯片。反倾销主要针对使用 40nm 及以上工艺制程“通用接口芯片和栅极驱动芯片”。相关芯片 24 年总进口量 23.6 亿颗，自美进口 15.9 亿颗，自美进口比例 60%以上。其中，通用接口芯片 24 年中国总产量约为 5.2 亿颗，中国总需求量约为 24.8 亿颗，进口量 19.6 亿颗，自美进口 12.1 亿颗，自美进口比例 60%以上。栅极驱动芯片 24 年中国总产量约为 6.6 亿颗，中国总需求量约为 10.6 亿颗。自美进口 3.8 亿颗，自美进口比例 97%以上。我们中性测算，反倾销将使得中国通用接口芯片和栅极驱动芯片市场分别扩张至 3.3、1.6 倍；乐观测算，反倾销将使得中国通用接口芯片和栅极驱动芯片分别扩张至 13.4、8.8 倍。

（测算过程见后文）。对应公司：纳芯微、思瑞浦、芯朋微、杰华特、圣邦股份、龙迅股份。

受益地域企业：江苏模拟企业。此外我们注意到，本次反倾销的申请人为“江苏省半导体行业协会”，主因多所模拟企业位于江苏，且其中大多数的模拟企业在此前均受 TI 价格战影响。因此从地域上看，后续反倾销调查咨询企业或偏向于江苏模拟

企业。对应公司：纳芯微、思瑞浦、芯朋微、帝奥微、力芯微等。 风险提示：政策不及预期，技术发展不及预期，市场竞争风险。

(证券分析师：陈海进 研究助理：谢文嘉)

金融产品跟踪周报：权益 ETF 系列：算力板块如期反弹，大盘指数再创新高

投资要点 A 股市场行情概述：(2025.9.8-2025.9.12) 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 (5.48%)，科创综指 (4.07%)，中证 500 (3.38%)；排名后三名的宽基指数分别为：北证 50 (-1.07%)，红利指数 (-0.28%)，中证红利 (0.36%)。 风格指数涨跌幅：排名前三名的风格指数分别为：成长(风格.中信) (3.56%)，小盘成长 (3.36%)，巨潮小盘 (3.07%)；排名后三名的风格指数分别为：大盘价值 (-0.22%)，金融(风格.中信) (0.24%)，国证价值 (0.57%)。 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：电子(6.15%)，房地产 (5.98%)，农林牧渔 (4.81%)。排名后三名的申万一级行业指数分别为：综合 (-1.43%)，银行 (-0.66%)，石油石化 (-0.41%)。 A 股市场行情展望：(2025.9.15-2025.9.19)

观点：算力板块如期反弹，大盘指数再创新高。本周上证指数和万得全 A 指数均创今年年内新高，市场成交额在 9 月 11 日和 9 月 12 日也再次放大，整体量能处于健康状态。 虽然受到一些事件驱动的冲击，算力板块本周如期企稳，并开启二波反弹。伴随美国科技股甲骨文的大幅度上涨以及 9 月 12 日科创 50 权重调整的结束，我们认为海外算力和国产算力的反弹会持续持续。参考历史行情，主线板块进入到二波反弹后，波动可能会加剧，请注意投资节奏，切勿盲目追高。 除了算力板块外，新能源、消费电子、机器人、化工、有色金属等板块的表现也同样不俗，有较好的配置价值，可与算力板块的波动形成互补。汽车、房地产等也有局部行情，部分强势标的可多加关注。 港股方面，会同时受到海外宏观和国内权益两方面的影响。美联储后续降息预期持续增加，利好新兴市场的表现。因此恒生科技等港股板块的表现，我们认为会中枢逐步抬升，绝对收益方面有较高的性价比。恒生创新药板块周内由于海外事件的冲击，发生了一次回踩调整，但整体我们认为风险可控，盘面承接力度较强，同样具备较好的绝对收益配置价值。 **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上涨行情，结构性行情仍然会持续涌现。 因此从基金配置的角度，我们建议进行偏科技成长型的 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)

推荐个股及其他点评

极智嘉-W (02590.HK)：全球仓储履约 AMR 解决方案龙头，AI+机器人技术驱动成长

投资要点 极智嘉：仓储履约 AMR 解决方案龙一，市场地位稳、成长性突出：极智嘉成立于 2015 年，总部位于北京。公司应用 AI+机器人技术，为企业提供智慧物流解决方案，提高其在仓储、制造场景的运营效率，目前已成长为全球最大、产品应用最广泛的仓储履约 AMR 解决方案提供商。公司把握仓储自动化和 AMR 解决方案市场需求增长机遇，收入、订单快速增长，2021-2024 年营业总收入由 8 亿元提升至 24 亿元，CAGR 达 45%，其中海外市场为主要驱动力，2021-

2024 年 CAGR 约为 57%，营收占比稳定于 70%以上。2025 上半年公司实现营业总收入 10 亿元，同比增长 32%，新签订单 17.6 亿元，同比增长 30%。2022-2024 年公司归母净利润分别为-15.7/-11.3/-8.3 亿元，经调整亏损净额分别为-8.2/-4.6/-0.9 亿元，前期产品研发、业务和渠道拓展投入较大，且公司扩大融资导致赎回负债面值增长，利润端亏损。2025 上半年公司归母净利润-0.5 亿元，经调整亏损净额-0.1 亿元，大幅减亏，经调整 EBITDA 为 0.1 亿元，同比转正，受益于 AMR 解决方案毛利率提升、汇兑收益确认，前期投入兑现业绩、规模效应释放，公司盈利拐点已现，盈亏平衡点渐近。

仓储自动化为确定性趋势，AMR 解决方案市场将扩张至千亿级：受仓储自动化即通过集成自动化设备（如堆垛机、AGV、分拣机等）和智能软件系统（如 WMS、WCS），在卸货、存储、搬运、分拣等环节替代人工重复性操作，人工成本上升背景下，仓储自动化转型为确定性趋势。2024 年全球仓储自动化解决方案市场规模约 4700 亿元，渗透率不足 30%，潜在成长空间广阔，预计未来 5 年将保持约 10%的复合增速。AMR 解决方案具备部署灵活和运行高效等特征，更适应于当前商品 SKU 增加、电商对流转效率要求提高等，为仓储自动化核心驱动力。2020-2024 年 AMR 解决方案市场规模从 133 亿元增长至 387 亿元，预计到 2029 年，市场规模将提升 1621 亿元，2020-2029 年 CAGR 达 32%。极智嘉较早切入仓储履约 AMR 市场，依托多年积累的客户基础与技术，于该赛道建立强大、稳固的规模优势。2024 年，极智嘉仓储履约 AMR 方案营业收入为 22 亿元，占全球市场份额 9.0%，后续将继续受益于行业规模快速增长。

AMR 软硬件技术+渠道全面领先，具身智能打开成长边界：我们看好公司于仓储物流智能化领域的先发优势，AI+机器人技术、渠道+客户积累将为公司发展打造坚实壁垒。于 AMR 解决方案领域，极智嘉具备核心算法平台 Hyper+、机器人通用技术平台 Robot Matrix 和软件系统平台，形成“最优运营效率+高可靠性与准确性+产品可扩展性+快速投资回报”的综合优势，全球份额持续提升。于具身智能领域，2025 年 7 月公司宣布成立具身智能子公司，聚焦“通用仓储机器人”的战略目标，8 月 27 日，公司发布全新通用机械臂操作技术方案及全球首个专为仓储场景打造的具身智能基座模型 Geek+ Brain，旨在解决仓储自动化中的长久难题——超大规模商品 SKU 的精准拣选与高效适应，标志公司的技术版图从 AMR 延伸至机械臂智能应用。展望未来，公司一方面将继续受益 AMR 解决方案需求快速增长，另一方面主动进军具身智能领域，与现有物流机器人业务协同，打开成长边界。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 33/44/57 亿元，同比增长 38%/33%/29%；归母净利润分别为 0.9/3.4/6.2 亿元，当前市值对应 PE 为 312/85/47 倍，考虑到公司市场地位领先，业绩增长稳健，持续受益于 AMR 行业需求增长、业务优势显著，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：技术研发不及预期、下游需求不及预期、海外扩张风险、行业竞争加剧

（证券分析师：周尔双 证券分析师：王紫敬
 证券分析师：韦译捷）

周六福（06168.HK）：黄金珠宝品牌新势力，线上线下双轮驱动成长
投资要点 中国黄金珠宝品牌新势力，金价上涨展现业绩韧性：周六福成立于 2004 年，2025 年 6 月 26 日在香港交易所正式挂牌上市。公司依托线下门店网络与线上销售渠道组成的全面销售网络，为终端消费者提供各种珠宝产品，包括黄金珠宝及钻石镶嵌珠宝等。2024 年，公司实现营收 57.2 亿元，同比增长 11.0%，实现归母净利润 7.1 亿元，

同比增长 7.1%。2025H1，公司实现营收 31.5 亿元，同比增长 5.2%，实现扣非后归母净利润 4.2 亿元，同比增长 11.9%。在 2024 年金价大幅上涨的背景下，公司业绩增速远超同期金银珠宝社零增速，同时业绩领先同业展现出韧性。

中国黄金珠宝行业景气度高：黄金珠宝产品由于兼具消费与投资双重属性，行业景气度较高。2025 年开年以来，金银珠宝类社零增速始终高于整体社零增速，1 月至 7 月金银珠宝类社零月均同比增速达 12.9%。根据弗若斯特沙利文，中国黄金珠宝市场规模由 2019 年的 3282 亿元增长至 2024 年的 5688 亿元，年均复合增长率为 11.6%，预计至 2029 年其市场规模将达到 8185 亿元，2024-2029 年的年均复合增长率预计将为 7.6%。随着黄金珠宝工艺不断创新与融合中国传统美学，消费者消费能力不断升级，中国黄金珠宝行业将维持在较高景气度。

线上线下双轮驱动，品牌力提升助力增长：周六福积极布局线下门店，门店网络数量已达到行业领先水平。截至 2025H1 末，周六福采用加盟与自营相结合的模式，在全国布局超过 3800 家线下门店网络，聚焦下沉市场购买需求，同时积极向一二线城市拓展。线上销售渠道处于迅速放量阶段，2024 年公司线上渠道收入为 22.9 亿元，同比+31.0%，25H1 线上渠道实现收入 16.3 亿元，同比+34.3%，占比达 51.8%。公司围绕品牌核心价值进行营销推广，通过电商平台推广、电视剧赞助、与 KOL 及明星合作等方式进一步扩大品牌声量。

盈利预测与投资评级：周六福作为国内知名黄金珠宝品牌，依托线上线下相结合的销售模式，持续深耕下沉市场并实现差异化布局与多渠道发展。线上业务快速放量，已处于行业领先地位；同时，随着黄金珠宝市场空间的不断扩大及公司在华北与华东市场的潜在布局，未来营收具备长期增长动力与广阔前景。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.5/9.8/11.2 亿元，同比增速为 20%/16%/14%，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 23/20/17 倍，考虑到公司线上高增、线下门店仍有较大拓展空间，长期成长可期，以及公司持续进行分红，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：国内消费市场增长不及预期、金价大幅波动、门店扩张不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越）

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>