

晨会纪要

数据日期: 2025-09-12	上证综指	深证成指	沪深 300 指数	中小板综指	创业板综指	科创 50
收盘指数 (点)	3870.59	12924.13	4521.99	14079.22	3797.84	1338.01
涨跌幅度 (%)	-0.12	-0.42	-0.57	-0.25	-0.53	0.90
成交金额 (亿元)	10938.07	14271.18	6895.76	5132.34	6750.19	1158.07

晨会主题

【重点推荐】

宏观与策略

固定收益专题研究:海外债市系列之七-海外央行购债史——欧洲央行篇

行业与公司

商贸零售行业专题:黄金珠宝行业系列专题五-港资珠宝本轮反弹逻辑梳理:以自我革新顺应行业焕新

【常规内容】

宏观与策略

- 宏观快评:8月金融数据解读-社融降温,稳增长诉求再起
 - 宏观快评:美国8月CPI点评-通胀略高预期,宽松基调难改
 - 宏观周报:宏观经济宏观周报-高频指标走势仍然偏弱
 - 固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募EB每周跟踪 (20250908-20250912)
 - 固定收益周报:超长债周报-8月社融同比转为回落,超长债量升价跌
 - 固定收益周报:公募REITs周报(第34期)-各板块普跌,新政推动市场扩容
 - 固定收益周报:转债市场周报-关注发行人转股意愿的变化
 - 策略专题:ESG热点周聚焦(9月第2期)-新型储能三年行动方案重磅发布
 - 策略专题:估值周观察(9月第2期)-TMT领涨,前期主线延续
- #### 行业与公司
- 商贸零售行业9月投资策略暨美护财报总结:业绩分化仍延续,产品驱动显差异
 - 海外市场专题:港美股备兑策略ETF全景图——解码备兑认购期权ETF的产品创新与配置价值
 - 海外市场专题:美股市场速览-资金快速回流,集中科技行业
 - 海外市场专题:港股市场速览-市场整体上行,互联网涨幅领先
 - 汽车行业 2025 年 9 月投资策略暨中报总结:8 月汽车销量同比增长 16%, 2025Q2 汽车板块营收同比增长 9%
 - 机械行业 9 月投资策略:行情轮动,把握成长板块中有基本面业绩支撑、卡位好的标的
 - 通信行业周报 2025 年第 37 周:Oracle 云业务发展强劲,英伟达发布

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 09月15日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	26388.16	1.15

基金指数 09月15日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3264.18	0.04
股票基金指数	12324.30	2.28
混合基金指数	11492.16	2.46

汇率 09月15日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.17	-0.01
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.78	-0.11
美元兑日元	147.66	0.29

非流通股解禁 09月15日

名称	解禁数量 (万股)	流通股增加%	解禁日期
国信证券	47358.75	100.00	2025-08-14
西南证券	33000.00	100.00	2025-07-22
鹏欣资源	22026.56	100.00	2025-06-12
内蒙一机	412.50	82.58	2025-06-03
华电重工	408.34	100.00	2025-06-02
宁波银行	7581.90	95.06	2025-05-16
新点软件	15651.92	100.00	2025-05-16
华兰股份	3782.78	100.00	2025-04-30

Rubin CPX GPU

泸州老窖(000568.SZ) 公司快评:2025 年核心经销客户会议召开, 传递发展信心

REDDIT(RDDT.N) 海外公司财报点评:全球知识民主化平台,发布 AI 新产品加速成长

运达股份(300772.SZ) 财报点评:上半年收入同比增长 26%, 风机销售毛利率显著改善

芯联集成-U(688469.SH) 财报点评:2Q25 首次实现单季度盈利, 汽车与 AI 应用打开增长空间

中信金融资产(02799.HK) 财报点评:收入利润增加, 信用成本上升

金融工程

金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点(第 211 期)

金融工程周报:主动量化策略周报-基金强股票弱, 成长稳健组合年内满仓收益 60.45%

金融工程周报:港股投资周报-科技涨医药跌, 港股精选组合年内上涨 75.15%

金融工程周报:多因子选股周报-动量因子表现出色, 沪深 300 增强组合年内超额 17.47%

【重点推荐】

宏观与策略

◆ 固定收益专题研究：海外债市系列之七-海外央行购债史——欧洲央行篇

主要结论：《海外央行购债史》系列系统地剖析了日本央行、美联储以及欧洲央行购债政策从推出至今的各个关键阶段。总的来看，日本央行、美联储以及欧洲央行的购债政策在方式、实施时机和规模上既有相似之处，也存在差异：

（1）日本央行和美联储的购债政策都经历了传统工具到创新的转变：日本央行是非常规货币政策的先行者，1990 年代日本经历了“失去的十年”后，2001 年互联网泡沫破裂再度冲击时日本央行首次开启了量化宽松，央行大规模购债登上历史舞台。美联储方面，2008 年次贷危机冲击美国，伯南克主席也启动了量化宽松。欧央行方面，它对非常规政策较为谨慎，大规模购债时间相对更晚，直到 2015 年才开始全面的量化宽松。

（2）期间美联储、欧央行以及日本央行的购债政策都一波三折。美联储方面，2014 年首次结束 QE，然后于 2017 - 2019 年缓慢缩表（QT），后因市场波动在 2019 年提前停止。2022 年新冠疫情袭来，QE 重出江湖，而且规模更大。2022 年面对高通胀，又再次启动 QT。欧央行方面，2018 年底一度停止 APP 净购买，但由于经济通胀不达预期，又在 2019 年重启购债，2020 年因为新冠疫情全面加码，直到 2022 年通胀高企，欧央行再度停止购债并于 2023 年启动被动缩表。日本央行方面，2024 年 3 月结束负利率开始缩表。比较来看，日本央行的退出更为谨慎和滞后，美联储的政策周期转换较为灵活，欧央行受制于内部经济差异和制度约束，政策转向更为迟缓。

（3）购债规模巨大，日本央行扩张更激进：美、日、欧央行的债券购买规模均十分庞大。截至 2025 年 8 月 20 日，日本央行购债规模为 574.8 万亿日元，美联储购债规模为 6.5 万亿美元，欧央行总规模为 4.2 万亿欧元，分别占总资产的 79.5%、98.6%和 69.2%。然后相对经济总量而言，日本央行的资产负债表扩张更为显著。截至 2025 年一季度，日本央行、美联储和欧央行持债规模占名义 GDP 的比重为 373%、90.6%和 116%。

（4）美联储和欧央行购债品类更多：美联储的资产购买主要集中于 MBS 和国债。除了国债，美联储还购买了 MBS，我们觉得主要原因是次贷危机当时对 MBS 市场冲击很大。欧央行的债券购买范围涵盖更广，包括成员国政府债券、担保债券、资产支持证券和公司债等，这也和欧洲的金融环境更复杂有关。日本央行方面，除了购买国债外，还创新性地大量购买股票 ETF 和 J-Reits，以更直接地刺激资产价格。

（5）日本央行 YCC 直接设定利率上限，购债政策走入货币政策新阶段。日本央行 YCC 政策直接盯住利率结果，从调控购债数量转为了债券利率。

风险提示：本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议，使用前请仔细阅读报告末页“免责声明”。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、田地（S0980524090003）、季家辉（S0980522010002）、董德志（S0980513100001）

行业与公司

◆ 商贸零售行业专题：黄金珠宝行业系列专题五-港资珠宝本轮反弹逻辑梳理：以自我革新顺应行业焕新

n 港资珠宝企业业绩复苏，股价走出亮眼反弹趋势：今年以来，黄金珠宝板块个股行情表现突出，而除了市场关注度普遍较高的如老铺黄金、潮宏基等“新消费”主题范畴下标的外，周大福、六福集团及周生生等传统港资珠宝龙头的股价同样较为突出，并在近期因板块轮动而消费行情降温背景下，实现了逆势持续上涨：截止 2025/09/10，三者涨幅分别达到 151%/95%/135%。我们认为其上涨驱动远不止“补涨”

这么简单，更源于企业自身基本面的革新，其中六福集团 4-6 月内地同店销售进一步加速增长 19%；周生生 2025H1 归母净利润同比增长 76%。在此基础上，伴随企业未来转型逻辑的进一步兑现和改善空间的打开，估值水平也将从低位实现持续修复，从而呈现戴维斯双击特征。

n 行业变化：饰品消费底层逻辑已形成“为时尚+保值双重价值买单”。近年来，金价持续上涨，以及消费者对钻石镶嵌等高溢价品类的祛魅，黄金的保值属性认知持续强化。但过快抬升的金价也压制了部分传统需求的释放，且成本加成定价的克重黄金产品也面临毛利压力；与此同时，设计工艺的突破让黄金的时尚属性显著提升，悦己消费需求场景得以打开，具备强产品设计的一口价黄金首饰实现“时尚+保值”的完美融合，多家企业 24 年一口价黄金饰品增长幅度达到 100%以上。同时具备产品溢价的一口价产品毛利率达到 30%-40%，确保了企业盈利水平。

n 港资珠宝企业自身变革：产品力+渠道力+品牌力的三重升级。1) 加大产品设计及差异化布局，近年定价黄金饰品的营收贡献持续增长，如 2025 财年周大福中国内地黄金饰品中，定价模式产品贡献值从 7.1% 提升至 19.2%；六福集团定价黄金产品同店实现高双位数增长。2) 门店变革优化，以聚焦优质高端区位及服务体验为抓手，提升单店产出，抵御短期门店收缩压力。3) 品牌力积淀深厚，以社媒营销、IP 联名及明星代言等方式，重塑年轻化标签。近期来看，主要港资珠宝品牌小红书近 30 天曝光量实现高双位数增长，同时粉丝 80%以上为 18-34 岁人群。

n 投资建议：整体来看，港资珠宝企业在近年来的行业变化中虽有短期挣扎，但也展现了自身较强应变能力，通过从产品到渠道的多维度转型变革，依托自身强品牌力基础，正逐步重回增长轨道，并带动估值持续修复。重点推荐：1) 周大福：作为行业龙头，通过加强高毛利定价产品的布局，以及优化城市结构及以新形象门店以提振单店销售，从而实现持续的业绩增长。2) 六福集团：中国内地同店销售持续加速增长，海内外稳健拓店，业绩和估值有望迎来双修复。3) 周生生：直营模式为主有望直接受益金价上涨带来的毛利率提升、同店销售有望改善。

n 风险提示：珠宝消费终端景气度不及预期；金价大幅波动；企业未能顺应产品及渠道变化新趋势；行业竞争环境恶化；加盟商管理不善。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评：8 月金融数据解读-社融降温，稳增长诉求再起

8 月我国新增社融 2.57 万亿元（预期 2.53 万亿元），新增人民币贷款 5900 亿元（预期 6144 亿元），M2 同比增长 8.8%（预期 8.7%）。

结论：8 月金融数据整体表现偏弱，社融同比增速年内首次回落至 8.8%，环比增量（1.44 万亿元）明显低于近三年同期均值（2.18 万亿元），反映实体融资需求仍待提振。结构上，政府债券、信贷与直融三大分项同比均呈少增，其中政府债券同比少增 2519 亿元（贡献同比拖累 54.4%），信贷同比少增 4178 亿元（贡献拖累 79.0%），成为社融同比走弱的主因。值得注意的是，表外融资逆势扩张 2158 亿元（同比多增 998 亿元），未贴现银承汇票显著多增，或与企业短期资金周转需求上升有关。

后续需重点关注：1、是否会有新增政策性金融工具撬动私人部门需求；2、房地产市场能否在政策支持下企稳回升；3、内外需求变化对企业融资意愿的影响。实际上，唯有财政、货币、产业政策协同配合，着力疏通“金融-实体”传导机制，方能有效扭转“社融降温”态势，筑牢经济复苏的信用基础。

具体看，8 月数据的几个主要特征：

8 月社融回升斜率低于最近五年同期水平，表现偏弱。与过去五年同期绝对金额比较，今年 8 月社融仅略高于 2022 年，处于较低水平；从同比角度看，去年同期政府债券明显反弹拉高基数，因此本月社融增速回落至 8.8%。相较去年同期，8 月社融同比少增 4630 亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：

信贷（贡献-79.0%）、政府（贡献-54.4%）、直融（贡献-0.8%）和非标（贡献 21.6%）。

8 月信贷数据表现仍然偏弱，但企业端结构出现改善。宽口径下（非社融），当月新增信贷为 5900 亿元，同比少增 3100 亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增 6233 亿元，同比少增 4178 亿元。

当月存款增加 2.06 万亿元，M2 同比增速持平上月的 8.8%。从结构看，居民、企业、财政和非银存款均有增加，同比看，居民、企业、财政存款均少增，非银存款是唯一多增的分项，与强势股票市场下存款向非银转移有一定关系。与此同时，M1 同比增速较 7 月继续提升（上升 0.4pct 至 6.0%），上升幅度基本持平去年同期的低基数效应（去年 8 月较 7 月回落 0.4pct），指向实际货币流通变化不大，与本月偏弱的私人部门金融数据表现一致，亮点主要在于资本市场走强格局下存款定期化现象继续缓解。

证券分析师： 李智能（S0980516060001）、田地（S0980524090003）

◆ 宏观快评:美国 8 月 CPI 点评-通胀略高预期，宽松基调难改

美东时间 9 月 11 日，美国劳工统计局（BLS）公布 8 月 CPI 通胀数据：环比来看，CPI 上涨 0.4%，较上月回升 0.2 个百分点，核心 CPI 上涨 0.3%，与上月持平。同比来看，整体 CPI 上涨 2.9%，核心 CPI 上涨 3.1%，较上月回升 0.2 和 0.1 百分点。

证券分析师： 田地（S0980524090003）、邵兴宇（S0980523070001）、董德志（S0980513100001）

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-高频指标走势仍然偏弱

主要结论：高频指标走势仍然偏弱。

经济增长方面，本周（9 月 12 日所在周）国信高频宏观扩散指数 A 维持负值，指数 B 继续小幅回落。从分项来看，本周消费领域景气有所回升，投资、房地产领域景气继续回落，本周消费领域表现较优。从季节性比较来看，本周指数 B 标准化后下降 0.14，表现弱于历史平均水平，指向国内经济增长动能仍然偏弱。

基于国信高频宏观扩散指数对资产价格进行预测，显示当前国内利率偏低，上证综合指数偏高，从均值回归的角度看，预计下周（2025 年 9 月 19 日所在周）十年期国债利率将上行，上证综合指数将下行。

周度价格高频跟踪方面：

（1）本周食品价格上涨，非食品价格走平。预计 9 月 CPI 食品价格环比约为 1.5%，非食品价格环比约为零，整体 CPI 环比约为 0.3%，CPI 同比回升至-0.1%。

（2）8 月上旬国内流通领域生产资料价格定基指数小幅下跌，中旬再次上涨，下旬小幅下跌。9 月上旬国内流通领域生产资料价格继续下跌且跌幅有所扩大。预计 9 月 PPI 环比约为-0.1%，低基数背景下 PPI 同比或回升至-2.4%。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师： 李智能（S0980516060001）、田地（S0980524090003）

◆ 固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪（20250908-20250912）

我们定期梳理从公开渠道可获得的最新的可交换私募债（私募 EB）项目情况，对私募可交换债项目做基本要素跟踪，私募发行条款发行过程可能有更改，请以最终募集说明书为准，发行进度请与相关主承销商咨询。

本周新增项目信息如下：（部分项目因合规原因未予列示）

1. 山西省交通开发投资集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所反馈，拟发行规模为 2 亿元，正股为华翔股份（603112.SH），主承销商为中德证券，交易所更新日期为 2025 年 9 月 11 日；

2. 广州智能装备产业集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所受理，拟发行规模为 10 亿元，正股为广日股份（600894.SH），主承销商为中金公司，交易所更新日期为

2025 年 9 月 12 日;

风险提示

项目获批进度不及预期，经济增速下滑。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、吴越（S0980525080001）、赵婧（S0980513080004）

◆ 固定收益周报:超长债周报-8 月社融同比转为回落，超长债量升价跌

超长债复盘：上周基金销售费用新规征求意见稿发布，部分债券基金赎回量增加，债市出现一定的负反馈。另外 8 月通胀依然低迷，金融数据偏弱，资金面边际收紧，央行公告进行 6,000 亿 6 个月买断式逆回购。全周超长债大跌，周五小幅反弹。成交方面，上周超长债交投活跃度小幅回升，交投非常活跃。利差方面，上周超长债期限利差走阔，品种利差缩窄。

超长债投资展望：

30 年国债：截至 9 月 12 日，30 年国债和 10 年国债利差为 32BP，处于历史偏低水平。从国内经济数据来看，7 月经济依然面临下行压力。我们测算的 7 月国内 GDP 同比增速约 4.3%，较今年上半年的增速大幅下滑。通胀方面，8 月 CPI 为-0.4%，PPI-2.9%，通缩风险依存。本轮债市下跌呈现短债平稳，期限利差拉大的特征。我们认为，本轮债市调整主要是两方面原因：一是 2024 年期待的落空；二是宏观叙事的变化。考虑到 8 月下旬以来股债逐渐脱敏，近期也进入 8 月经济数据窗口期，预计债市交易主线转向基本面，短期债市有望超跌反弹。

20 年国开债：截至 9 月 12 日，20 年国开债和 20 年国债利差为 4BP，处于历史极低位置。从国内经济数据来看，7 月经济依然面临下行压力。我们测算的 7 月国内 GDP 同比增速约 4.3%，较今年上半年的增速大幅下滑。通胀方面，8 月 CPI 为-0.4%，PPI-2.9%，通缩风险依存。本轮债市下跌呈现短债平稳，期限利差拉大的特征。我们认为，本轮债市调整主要是两方面原因：一是 2024 年期待的落空；二是宏观叙事的变化。考虑到 8 月下旬以来股债逐渐脱敏，近期也进入 8 月经济数据窗口期，预计债市交易主线转向基本面，短期债市有望超跌反弹。

一级发行：上周超长债发行量大增。和上上周相比，超长债总发行量小幅上升。

成交量：上周超长债交投非常活跃。和上上周相比，上周超长债交投活跃度大幅上升。

收益率：上周基金销售费用新规征求意见稿发布，部分债券基金赎回量增加，债市出现一定的负反馈。另外 8 月通胀依然低迷，金融数据偏弱，资金面边际收紧，央行公告进行 6,000 亿 6 个月买断式逆回购。全周超长债大跌，周五小幅反弹。

利差分析：上周超长债期限利差走阔，绝对水平偏低。上周超长债品种利差缩窄，绝对水平偏低。

风险提示：海外市场动荡，全球不确定性上升。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）

◆ 固定收益周报:公募 REITs 周报（第 34 期）-各板块普跌，新政推动市场扩容

主要结论：本周中证 REITs 指数曲折下行，全周下跌 0.8%。产权类 REITs 和特许经营权类 REITs 平均周涨跌幅为-1.1%、-0.5%，从主要指数周涨跌幅对比来看：沪深 300>中证转债>中证全债>中证 REITs。除生态环保类以外，其他类型 REITs 均下跌。截至 9 月 12 日，公募 REITs 年化现金分派率均值为 6.3%，产权 REITs 股息率比中证红利股息率均值高 34BP，经营权类 REITs 内部收益率均值与十年期国债收益率利差为 184BP。国家发改委发布《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化申报推荐工作的通知》，持续推动市场扩容，为 REITs 发展注入新活力。

中证 REITs 指数周涨跌幅为-0.8%，年初至今涨跌幅为 6.9%。截至 2025 年 9 月 12 日，中证 REITs（收盘）指数收盘价为 840.03 点，整周（2025/9/8-2025/9/12）涨跌幅为-0.8%，表现弱于沪深 300 指数（1.4%）、中证转债指数（+0.4%）和中证全债指数（-0.3%）。年初至今，各类主要指数涨跌幅排序为：沪深 300（+15.0%）>中证转债（+14.0%）>中证 REITs（+6.9%）>中证全债（+0.5%）。近一年中证 REITs 指数回报率为 7.3%，波动率为 7.3%，回报率低于沪深 300 指数、中证转债指数，高于中证全债指数；

波动率低于沪深 300 指数和中证转债指数，高于中证全债指数。REITs 总市值在 9 月 12 日上升至 2217 亿元，较上周增加 25 亿元；全周日均换手率为 0.56%，较前一周上升 0.02 个百分点。

生态环保 REITs 涨幅领先，其他类型均下跌。截至 2025 年 9 月 12 日，从不同项目属性 REITs 来看，产权类 REITs 和特许经营权类 REITs 平均周涨跌幅为-1.1%、-0.5%。从不同项目类型 REITs 来看，除生态环保类以外，其他类型 REITs 均下跌。分具体标的来看，周度涨幅排名前三的三只 REITs 分别为中银中外运仓储物流 REIT (+1.05%)、华夏金茂商业 REIT (+0.94%)、华夏南京交通高速公路 REIT (+0.90%)。消费基础设施 REITs 交易活跃度最高。从不同项目类型来看，消费基础设施 REITs 区间日换手率最高，区间日均换手率为 1.2%；消费基础设施 REITs 本周成交额占比也最高，成交额占 REITs 总成交额 26.7%。从本周不同 REITs 产品资金流向来看，主力净流入额前三名分别为华夏华润商业 REIT (1969 万元)、南方润泽科技数据中心 REIT (1640 万元)、华夏首创奥莱 REIT (853 万元)。

发改委新政为 REITs 发展注入新活力。发改委发布《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 常态化申报推荐工作的通知》，持续推动市场扩容。《通知》提出，加快成熟资产类型项目常态化申报；积极推动新资产类型项目推荐发行，研究探索铁路、港口、特高压输电、通信铁塔、市场化租赁住房、文化旅游、专业市场、养老设施等尚无推荐发行案例的新资产类型项目的发行路径；积极支持民间投资项目发行上市。该政策为相关领域融资注入新活力，且为民间资本拓宽了投资渠道。

风险提示：公开资料数据滞后，二级市场价格波动风险，基础设施项目运营风险，税收等政策调整风险，流动性风险等。

证券分析师：戴丹苗 (S0980520040003)、赵婧 (S0980513080004)

◆ 固定收益周报:转债市场周报-关注发行人转股意愿的变化

上周市场焦点 (9 月 8 日-9 月 12 日)

股市方面，上周权益市场继续上涨，受海外科技巨头订单激增且云业务预期大增影响，AI 算力板块情绪较好；近期北上深等一线城市楼市新政策密集落地，房地产板块表现靠前；而特朗普或对创新药 BD 有所限制的影响下，医药板块有所回落。

债市方面，上周资金面边际收紧、《公开募集证券投资基金销售费用管理规定 (征求意见稿)》发布后债券指数基金、纯债基金出现较大规模的赎回，且权益市场依然表现强势，对债市情绪形成一定压制。周五 10 年期国债利率收于 1.87%，较前周上行 4.10bp。

转债市场方面，上周转债个券多数收涨，中证转债指数全周+0.43%，价格中位数+0.09%，我们计算的算术平均平价全周+1.13%，全市场转股溢价率与上周相比-0.76%。个券层面，海泰 (小米汽车&PEEK 概念)、嘉泽 (绿醇概念)、景 23 (PCB)、万凯 (RPET 概念)、豫光 (贵金属) 转债涨幅靠前；海波 (桥梁钢结构工程)、东杰 (机器人&已公告强赎)、松原 (汽车安全防护系统&已公告强赎)、惠城 (废催化剂处理)、易瑞 (食品安全检测) 转债跌幅靠前。

观点及策略 (9 月 15 日-9 月 19 日)

上周转债市场总体震荡上涨，但随权益市场波动较大，跟涨势能相对较弱，尽管指数收涨但市场价格中位数基本收平；结构上呈现一定的分化，偏股型转债整体估值进一步抬升，而平衡偏债型转债估值普遍出现回落，转债 ETF 连续 4 个交易日净流出。

近期权益市场总体高位震荡，但美联储降息信号延续，产业端算力、端侧 AI、人形机器人及智驾等推进较快，“反内卷”相关政策持续深入有望改善农药、瓶片、炼化等行业企业利润，可关注相关结构性机会；转债方面，当前供需格局及债市环境依旧对转债形成支撑，转债赔率总体不高下需更重视个券层面的挖掘。

权益市场行情总体向上、转债老龄化的背景下，市场上已有数个券发行人的转股意愿明显增强，如部分曾多次选择不下修的个券提议下修，可多加关注剩余期限短、化债诉求强的个券的机会 (转股意愿判断可参照专题报告《转债强赎一事前判断及事后表现》相关内容)。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、吴越（S0980525080001）、赵婧（S0980513080004）

◆ 策略专题:ESG 热点周聚焦（9 月第 2 期）- 新型储能三年行动方案重磅发布

海外 ESG 热点事件：金融创新加速与标准体系渐进迭代。绿色金融领域涌现超千亿美元级资本协同，14 家风投机构组建 600 亿美元气候科技基金破解清洁技术“死亡谷”融资困境，新加坡金管局牵头 510 亿美元亚洲绿色基建基金支持可再生能源与储能项目，丹麦发行全球首支 EUGBS 主权债券设立环境完整性新基准；标准体系面临深度重构，瑞士再保险退出 SBTi 认证引发净零承诺监管争议，ISO 与 GHG Protocol 统一全球温室气体核算标准，欧盟法院裁决核能与天然气纳入可持续分类法激发生态标签公信力辩论；技术商业化进程提速，波兰启动中东欧首个太阳能供电直接空气捕获设施，Nitricity 低碳化肥技术获 5000 万美元融资推动农业减排 92%，劳斯莱斯与微软合作以加氢植物油替代数据中心柴油机组（减排 85%）树立数字基建脱碳模板，标志着全球 ESG 实践进入资本赋能、标准竞合与技术落地共振的新阶段。

国内 ESG 热点事件：政策体系深化、技术突破加速、市场机制创新。政策层面聚焦法律框架完善与制度赋能，其中生态环境法典二审将高原、冰川纳入生态要素并强化废弃物循环利用，山东首创新能源竞价机制实现风电 0.319 元/千瓦时、光伏 0.225 元/千瓦时的市场化定价突破，沪港 ESG 跨境标准衔接与重庆 ESG 创新案例库则推动区域协同升级；技术领域实现海上碳封存规模化突破（累计封存 1 亿立方米）与新型储能装机目标升级（2027 年 1.8 亿千瓦），清洁能源走廊全开运行年减排二氧化碳 2.4 亿吨，绿色液体燃料技术攻关首批 9 项目启动产业化落地；市场机制通过碳市场扩容任务（覆盖范围扩大与数据质量强化）、绿电竞价机制创新及 ESG 金融工具共同推动绿色经济从顶层设计向标准化纵深发展，标志着 ESG 实践进入政策-技术-市场协同推进的新阶段。

学术前沿：2025 年 9 月发表于《统计与决策》的《ESG 表现对制造业高质量发展的影响——基于供应链视角》选取 2012—2022 年中国 A 股制造业上市公司的数据，实证检验 ESG 表现对制造业高质量发展的影响效应及作用机制。研究发现：ESG 表现能够显著促进制造业高质量发展，该结论在经过一系列稳健性检验和内生性检验后仍成立。同期发表于《Asia Pacific Journal of Management》的《Do ESG Indices React To Macroeconomic and Global Risks? An Empirical Analysis》，以 12 个国家（G7 发达经济体与 BRICS 新兴经济体，不含俄罗斯）为对象，用 2013 年 1 月至 2024 年 4 月月度数据，探究 ESG 指数对内生变量（股市指数、长期利率等）与外生变量（油价、波动率指数等）的响应，旨在为 ESG 利益相关者提供风险影响洞见；采用 ARDL 模型分析长短期效应，辅以 ADF、边界检验等确保稳健性。

风险提示：（1）海外低碳经济发展过程中遇到波折；（2）全球经济增长和低碳环保间权衡取舍对 ESG 投资节奏的短期扰动；（3）文中个股或产品仅做统计汇总，不构成投资推荐依据。

证券分析师： 王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

◆ 策略专题:估值周观察（9 月第 2 期）- TMT 领涨，前期主线延续

•近一周（2025.9.8-2025.9.12）全球权益市场上涨，从涨幅上看，亚太区强于北美，北美强于欧元区。估值方面，恒生科技、恒生中型股 PE 扩张幅度超过 1x，英国富时 100、德国 DAX PE 扩张幅度在 0.1x 以内；PB 方面，恒生科技、恒生中型股、纳斯达克 100、纳指、道指扩张幅度居前；分位数方面，目前美股滚动一年 PE 分位数有一定优势，恒生大中小型股对应股指 PE、PB、PS 近三年分位数均到达顶部。

•A 股核心宽基集体上涨，估值温和扩张。近一周（2025.9.8-2025.9.12），A 股核心宽基集体上涨，估值温和扩张。具体来看，规模上，中证 500（+3.38%）和中证 1000（+2.45%）涨幅居前；风格上，仅大盘价值（-0.22%）下跌，总体而言小盘优于大盘，成长优于价值，小盘成长（+3.36%）领涨。估值方面，仅大盘价值 PE 与股价同步小幅收缩，其余均温和扩张，其中中证 2000（+3.48x）扩张幅度最显著。截至 9 月 12 日，A 股主要宽基指数 PE、PB、PS 基本位于近一年 97%-100%分位数，PCF 分位数有所回升但仍处低位，位于 10%-40%分位数。短期来看，大盘价值相对占优，其 4 项估值指标的 1 年滚动分位数水平平均值为 60.02%；中长期来看，大盘成长相对占优，其 4 项估值指标的 3 年、5 年滚动分位数均值分别为 75.89%、45.59%。整体而言，小盘成长的估值性价比比较低，4 项估值指标的 1 年、3 年、5 年滚动分位数水平平均值分别为 94.73%、98.25%、98.66%。三年分位数视角，PE、PB 和 PS 分位数水平整体高于 PCF。

•一级行业涨多跌少，估值同步变化。本周一级行业涨多跌少，TMT 板块明显反弹，电子（+6.15%）、传

媒(+4.27%)涨幅居前;其余板块中,房地产(+5.98%)、农林牧渔(+4.81%)亦表现突出;仅综合(-1.43%)跌幅超过1%。估值同步变化,电子(+3.93x)、计算机(+3.12x)PE扩张幅度居前;PE收缩幅度均不超过1x。

•必选消费行业估值性价比占优。综合看PE、PB、PS、PCF分位数,以电子、通信、传媒为代表的TMT板块,估值处于高位。4项估值指标的1年/3年/5年分位数均值均位于97%到100%。有色金属在1年和3年维度下,估值位于极高位。以食品饮料和农林牧渔为代表的下游必选消费行业估值性价比凸显。食品饮料1年/3年/5年四项估值分位均值仅为64.67% / 29.57% / 17.76%,农林牧渔为71.49% / 44.54% / 31.00%,估值修复空间较大;纺织服饰和医药生物1年/3年/5年四项估值分位均值位于70%-97%区间,整体处于中等水平。

•新兴产业多数上涨,电子信息产业链表现突出。本周新兴产业多数上涨。数字经济板块表现强势,云计算、半导体、数字经济、工业互联网、人工智能、IDC、5G涨幅均超过5%,此外,集成电路(+7.06%)也表现突出;仅新能源、光伏、创新药、生物科技下跌。估值整体随股价有序扩张。除光伏PE不降反升,反映盈利下修。半导体、人工智能、IDC、集成电路、工业母机的PE扩张幅度均超过5x,弥补上周的估值收缩。热门概念方面,本周电子信息产业链表现突出,领涨概念包括高频PCB、高速铜连接、Wind香港半导体、宇树机器人、光纤。

风险提示:海外货币政策节奏和幅度的不确定性;文中所列指数、个股产品仅作为历史复盘,不构成投资建议的依据

证券分析师: 王开(S0980521030001)、陈凯畅(S0980523090002)

行业与公司

◆ 商贸零售行业9月投资策略暨美护财报总结:业绩分化仍延续,产品驱动显差异

美容护理行业细分板块及个股表现分化,行情震荡机构关注度有所提升。受到宏观经济疲软以及行业竞争加剧的影响,美护行业2025年整体行业增速表现较为平稳。从社零数据来看,2025年1-6月社零化妆品销售额2290.8亿元,同比增长2.9%,低于社零总额1-6月的5%增速。从上市板块整体来看,2025Q2美护板块整体收入同比增加5.19%,较Q1环比有所放缓,基本面因素下板块行情整体也相对大盘较为平淡,2025年1-8月期间美容护理行业指数上涨15.92%,跑赢大盘0.82pct,但板块机构持仓关注度正在逐步提升,行业基金重仓持股配置比达2.5%,环比提升0.34pct。

特征一:板块间差异明显,个护异军突起,美妆呈现分化,医美继续承压。一方面板块间分化明显,二季度呈现个护(收入yoy+14.0%)>美妆(收入yoy+3.13%)>医美(收入yoy-13.1%),其中个护板块国产替代趋势明显,行业电商渗透率仍相对较低,通过积极的产品创新,打造出了一批适配于当前电商模式的升级品类,实现份额的快速获取。

特征二:品牌力及产品力拉开企业差距。我们认为,本轮消费变革是从需求侧引发而非供给侧驱动,因此企业在应对过程中能力差异较为明显。整体来看,企业当前能力重要性排序:品牌>产品>渠道:具备强品牌力以及强产品迭代能力的个股,仍然实现了远好于行业的业绩增长。而仅依赖于渠道扩张和营销投流的企业,在线上流量成本仍高企背景下,业绩波动也较大。

特征三:基本面底部标的逐步呈现反转趋势。中报业绩超市场预期主要集中于困境反转主线标的。一方面,底部标的前期市场关注度相对不高,机构对于业绩的预期也不充分;另一方面,这些企业本身有着较为扎实的品牌和产品基础,此前由于管理层变动,以及自身品牌转型等因素,业绩出现阵痛,但随着管理机制和经营改善,业绩呈现一定筑底反转。

投资建议:维持板块“优于大市”评级。近期板块行情波动仍相对较大,但整体关注度正在提升。整体来看,美护板块中报业绩在消费中仍有稀缺性,且作为较早回调的新消费板块,在大盘整体水位走高下,位置已进入合理区间。而下半年基本面趋势来看,预计分化依旧加剧,具备强品牌和产品推新能力的公司,中长期仍有驱动业绩加速或拐点驱动。重点推荐加速成长标的:上美股份、毛戈平、登康口腔等;同时关注业绩有望筑底改善标的:上海家化、水羊股份、贝泰妮、珀莱雅等。

风险提示：消费复苏不及预期；行业竞争加剧；企业管理层变化等。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、孙乔容若（S0980523090004）、柳旭（S0980522120001）

◆ 海外市场专题：港美股备兑策略 ETF 全景图——解码备兑认购期权 ETF 的产品创新与配置价值

产品定位与机制特征

备兑认购期权 ETF 通过“持有标的+卖出认购期权”的组合，实现了以权利金收入对冲部分下行风险并增强现金流的目标。在下跌、震荡或弱趋势市场中，策略可有效平滑收益曲线并降低波动率，但在单边牛市中上行潜力受限，往往跑输基准指数。这类产品更适合作为防御型配置工具，而非进攻型收益来源。

美股与香港备兑 ETF 市场发展态势

美股已形成超过 1700 亿美元的备兑 ETF 生态，代表性产品如 JEPI、JEPQ 凭借灵活的主动管理和高分派优势吸引了大量资金流入。相比之下，香港市场虽起步较晚，但发展迅速，2024 年以来恒指、恒生国指、恒生科技等多只备兑 ETF 相继推出，规模增长和资金流入显著，而且香港上市产品的税务优势使其对本地及离岸资金均具吸引力，显示出监管支持和市场认可度的双重提升。

风险收益特征与配置价值

港股备兑策略展现出显著的风险控制优势，如恒指备兑期权指数波动率较基准下降约 35%，近五年最大回撤收窄逾 16 个百分点，在市场下跌和横盘震荡期间跑赢恒指，但代价是收益能力明显减弱，近五年风险调整后收益不及基准。综合来看，该策略在熊市和震荡市中可发挥减震阀作用，适合追求稳健和现金流的投资者；而在趋势性牛市中，应更多依赖底层指数或成长性资产来获取超额收益。

投资启示与产品创新

在高波动、弱趋势的港股市场，单纯的被动备兑策略并非最优，积极的衍生品组合或动态行权价调整更能平衡收益与风险。从资产配置角度，应将备兑 ETF 定位为防御型工具而非核心收益来源，择时上适用于震荡市与估值高位阶段。未来产品创新方向在于主动化与差异化设计，包括行权价灵活选择、覆盖比例调整以及个股筛选等，以更好适应复杂环境并满足多元化投资需求。

风险提示：收益受限风险、波动率依赖风险、下行风险不可完全对冲、执行与流动性风险、指数编制调整风险。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、徐祯霆（S0980522060001）

◆ 海外市场专题：美股市场速览-资金快速回流，集中科技行业

价格走势：市场再创新高，成长风格发力

本周，美股进一步创新高。标普 500 涨 1.6%，纳斯达克涨 2.0%。

风格方面：大盘成长（罗素 1000 成长+2.5%）>小盘成长（罗素 2000 成长+0.8%）>大盘价值（罗素 1000 价值+0.5%）>小盘价值（罗素 2000 价值-0.3%）。

15 个行业上涨，9 个行业下跌。涨幅较大的行业有：汽车与汽车零部件（+11.6%）、半导体产品与设备（+6.2%）、软件与服务（+3.7%）、银行（+2.8%）、公用事业（+2.5%）；下跌幅度较大的行业有：家庭与个人用品（-1.5%）、耐用消费品与服装（-1.4%）、技术硬件与设备（-1.3%）、电信业务（-1.3%）、消费者服务（-1.1%）。

资金流向：整体快速回流，集中科技行业

本周，标普 500 成分股估算资金流（涨跌额 x 成交量）为+215.4（亿美元，下同），上周为+27.3，近 4 周为+217.2，近 13 周为+401.7。

13 个行业资金流入，11 个行业资金流出。资金流入的行业有：软件与服务（+66.9）、汽车与汽车零部件（+65.1）、半导体产品与设备（+52.5）、媒体与娱乐（+17.2）、医疗保健设备与服务（+13.2）；资金流出的行业主要有：零售业（-3.3）、制药生物科技和生命科学（-2.0）、食品饮料与烟草（-1.6）、

材料（-1.3）、耐用消费品与服装（-1.2）。

盈利预测：整体平稳上修，能源行业领先

本周，标普 500 成分股动态未来 12 个月 EPS 预期上调 0.3%，上周上调 0.4%。

全部 24 个行业盈利预期上升。上修幅度领先的行业有：能源（+1.0%）、半导体产品与设备（+0.5%）、消费者服务（+0.3%）、技术硬件与设备（+0.3%）、公用事业（+0.3%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 海外市场专题：港股市场速览-市场整体上行，互联网涨幅领先

股价表现：整体显著上行，互联网涨幅领先

本周，恒生指数+3.8%，恒生综指+4.1%。风格方面，大盘（恒生大型股+4.5%）>小盘（恒生小型股+2.6%）>中盘（恒生中型股+2.1%）。

概念指数中，表现较强的有：恒生互联网（+7.6%）、恒生科技（+5.3%）；表现较弱的有：恒生生物科技（-2.3%）、恒生消费（-0.4%）。

国信海外选股策略中，表现较强的是 ROE 策略全天候型（+11.0%）；表现较弱的是自由现金流 30（+1.0%）。

24 个行业上涨，6 个行业下跌。涨幅居前的行业有：商贸零售（+9.6%）、计算机（+7.9%）、房地产（+6.8%）、有色金属（+6.5%）、传媒（+6.1%）；跌幅居前的行业有：电力设备及新能源（-2.3%）、石油石化（-2.2%）、医药（-1.1%）、国防军工（-1.1%）、家电（-0.4%）。

估值水平：整体显著提升，行业分化较大

本周，恒生指数估值（动态预期 12 个月正数市盈率，后同）+4.9%至 12.3x；恒生综指估值+3.8%至 12.4x。

概念指数中，估值上升幅度较大的是恒生互联网（+8.1%至 18.6x）；估值下降幅度较大的是恒生消费（-0.8%至 15.8x）。

国信海外选股策略中，估值上升幅度较大的是 ROE 策略全天候型（+10.3%至 13.8x）；估值表现较弱的是自由现金流 30（+1.2%至 10.7x）。

19 个行业估值上升，10 个行业估值下降。估值上升幅度较大的有：基础化工（+18.5%）、商贸零售（+8.9%）、计算机（+7.7%）、有色金属（+6.7%）、房地产（+6.2%）；估值下降幅度较大的有：轻工制造（-9.7%）、电力设备及新能源（-5.6%）、医药（-4.0%）、石油化工（-2.0%）、国防军工（-2.0%）。

业绩预期：多数行业上修

恒生指数 EPS（动态预期 12 个月正数 EPS，后同）-0.3%；恒生综指 EPS +0.5%。

概念指数中，EPS 上修幅度较大的是恒生科技（+0.6%）；EPS 下修幅度较大的是恒生生物科技（-3.9%）。

国信海外选股策略中，EPS 上修幅度较大的是 ROE 策略防御型（+0.8%）；下修幅度较大的是 ROE 策略进攻型（-0.4%）。

22 个行业 EPS 上修，5 个行业 EPS 下修，2 个基本持平。上修幅度较大的有：轻工制造（+11.3%）、钢铁（+6.3%）、电力设备及新能源（+3.6%）、医药（+3.0%）、机械（+1.8%）；下修幅度较大的有：基础化工（-14.6%）、电力及公用事业（-0.3%）、建材（-0.2%）、石油石化（-0.2%）、有色金属（-0.1%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 汽车行业 2025 年 9 月投资策略暨中报总结：8 月汽车销量同比增长 16%，2025Q2 汽车板块营收同比增长 9%

2025 年中报总结：2025H1，CS 汽车营收 18335.59 亿元，同比+7.96%，归母净利润 760.76 亿元，同比+2%。2025Q2，CS 汽车营收 9813.21 亿元，同比+9.14%（CS 汽零同比+11%），环比+16.58%（CS 汽零同比+14%）；归母净利润 386.23 亿元，同比-6.64%（CS 汽零同比+18%），环比+7.61%（CS 汽零同比+17%）。

销量跟踪：根据中汽协，2025 年 8 月，汽车产销分别 281.5 和 285.7 万辆，环比增长 8.7%和 10.1%，同比增长 13%和 16.4%。8 月，乘用车产销分别 250 万辆和 254 万辆，环比增长 9%和 11.1%，同比增长 12.5%和 16.5%。8 月，新能源汽车销量 139.5 万辆，同比增长 26.8%，占比汽车新车总销量的 48.8%。

本月行情：截至 8 月 31 日，8 月 CS 汽车板块上涨 11.72%，其中 CS 乘用车上涨 8.01%，CS 商用车上涨 2.97%，CS 汽车零部件上涨 16.04%，CS 汽车销售与服务上涨 2.12%，CS 摩托车及其它上涨 15.87%，CS 汽车板块跑赢沪深 300 指数 1.39pct，跑赢上证综合指数 3.75pct。

成本追踪：截至 2025 年 8 月 31 日，浮法平板玻璃、铝锭类、锌锭类价格分别同比去年同期-13.3%/+5.4%/-7.1%，分别环比上月同期-6.2%/-0.1%/-2.4%。

库存：2025 年 8 月中国汽车经销商库存预警指数为 57.0%，同比上升 0.8pct，环比下降 0.2pct，库存预警指数位于荣枯线之上。

市场关注：1）智驾：小鹏 G7 Ultra 首次 OTA:重点推送全场景 VLA；地平线与哈啰达成战略合作，加速 Robotaxi 商业化落地；2）机器人：优必选斩获 2.5 亿元全球人形机器人最大订单；3）车型&整车：华为上汽合作首款 SUV 尚界 H5 亮相：预售价 16.98 万元起；东风集团股份正式复牌，子公司岚图汽车将登陆港股；4）政策方面：国务院:大力发展智能网联汽车等新一代智能终端；重庆市:追加 1.35 亿元预算用于汽车等以旧换新。

核心观点：中长期维度，关注自主崛起和电动智能趋势下增量零部件机遇。一年期维度，看好强新品周期的华为汽车及车型元年的小米汽车产业链。

投资建议：地缘政治背景下汽车作为内需消费品，刺激政策有望加码，看好乘用车和国产替代零部件，1）整车推荐：新品周期强劲的零跑汽车、江淮汽车、吉利汽车；2）智能化推荐：科博达、华阳集团、均胜电子、伯特利、保隆科技；3）机器人推荐：拓普集团、三花智控、双环传动；4）国产替代推荐：星宇股份、福耀玻璃、继峰股份、新泉股份、地平线机器人-W 等。

风险提示：汽车供应链紧张、经济复苏不及预期、销量不及预期风险。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）、唐英韬（S0980524080002）、孙树林（S0980524070005）、贾济恺（S0980524090004）、余珊（S0980525070004）

◆ 机械行业 9 月投资策略：行情轮动，把握成长板块中有基本面业绩支撑、卡位好的标的

8 月行情回顾&重要数据跟踪：8 月机械行业（申万分类）指数上涨 12.91%，跑赢沪深 300 指数 2.58 个百分点，机械行业 TTM 市盈率/市净率约为 38.15/2.96 倍，环比提升。8 月钢/铜/铝价格指数环比变动 -1.21%/+2.07%/+1.59%。

PMI（国家统计局 8 月 31 日数据）：8 月制造业 PMI 指数 49.40%，环比提升 0.1 个百分点，制造业景气水平有所改善。

工程机械（中国工程机械工业协会 9 月 6 日数据）：2025 年 8 月销售各类挖掘机 16523 台，同比增长 12.8%。其中国内销量 7685 台，同比增长 14.8%；出口量 8838 台，同比增长 11.1%。

重点组合&9 月投资观点：深耕价值，把握前瞻

重点组合：华测检测、广电计量、伊之密；柏楚电子、绿的谐波、汇川技术；徐工机械、恒立液压、三一重工；应流股份；巨星科技。9 月金股推荐：【安徽合力】【龙溪股份】【飞荣达】【伊之密】【奕瑞科技】【唯万密封】。

从长期投资主线的角度，自上而下我们建议关注以下方向：

从需求侧看新兴市场成长和出口崛起，重点关注 1）新兴成长的细分行业（从 0 到 1）：人形机器人、AI 基建-燃气轮机/制冷、智能焊接机器人、煤化工设备行业等；2）具备全球竞争力、出口加速的细分行业龙头：工程机械、商用餐饮设备、注塑机、石化设备、油气设备、木工机械、手/电动工具、防爆

电器等。

从供给侧看看存量更新及进口替代，重点关注 1) 受益存量更新或逆周期调节景气相对稳健的细分行业：船舶、轨交设备、核电设备等；2) 在竞争加剧市场中具备持续提份额能力的细分行业龙头：顺周期通用设备（注塑机、激光控制系统、工控、FA 零部件、叉车等）、检测服务等； 3) 进口替代空间大的细分行业：电子测量仪器、实验分析仪器、半导体设备、X 射线设备核心器件等。

看好具备核心竞争力的优质龙头公司，把握结构性成长机会：

1.1、人形机器人：重点关注：1) 关节模组：【恒立液压】【汇川技术】【蓝思科技】【震裕科技】；2) 灵巧手：【飞荣达】【兆威机电】【雷赛智能】【蓝思科技】等；3) 减速器环节：【绿的谐波】【金帝股份】；4) 丝杠环节：【恒立液压】【绿的谐波】；5) 关节轴承+连杆：【龙溪股份】；6) 电机环节：【信捷电气】【雷赛智能】【伟创电气】【步科股份】等；7) 本体及代工：【蓝思科技】【中坚科技】【永创智能】【博众精工】；8) 散热：【飞荣达】；9) 传感器；10) 设备：【博众精工】【秦川机床】；10) 其他：【唯万密封】【奥普特】【东华测试】【国机精工】【华翔股份】等。

1.2、AI 基建：燃机产业链重点关注【应流股份】【豪迈科技】，制冷环节重点关注【冰轮环境】【联德股份】【同飞股份】【汉钟精机】【高澜股份】【飞荣达】【南风股份】。

1.3、智能焊接机器人：重点关注【柏楚电子】。

1.4、煤化工设备：重点关注【中泰股份】。

2.1、出口链设备公司：重点关注【巨星科技】【伊之密】【中泰股份】【应流股份】【宏华数科】【华荣股份】【弘亚数控】等。

2.2、工程机械：重点推荐【恒立液压】【徐工机械】【三一重工】【中联重科】。

3、核电设备：重点推荐【中密控股】【江苏神通】【应流股份】【南风股份】。

4.1、顺周期通用设备：零部件环节重点推荐【汇川技术】【绿的谐波】【柏楚电子】【国茂股份】，整机环节重点推荐【伊之密】【杭叉集团】【安徽合力】。

4.2、检测服务：重点推荐【广电计量】【苏试试验】【华测检测】，关注【信测标准】。

5、进口替代方向：科学仪器重点推荐【鼎阳科技】【普源精电】【优利德】等；半导体产业链重点推荐【汇成真空】【唯万密封】；X 射线设备核心器件重点推荐【奕瑞科技】。

6、其他低估值业绩稳健或高分红的细分行业隐形冠军：重点关注【优利德】【广日股份】【中泰股份】等。

风险提示：宏观经济下行、原材料涨价、汇率大幅波动、贸易摩擦风险。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、王鼎（S0980520110003）、年亚颂（S0980523100002）

◆ 通信行业周报 2025 年第 37 周：Oracle 云业务发展强劲，英伟达发布 Rubin CPX GPU

行业要闻追踪:Oracle 当季云业务表现强劲,披露 4550 亿美元在手订单。9 月 9 日,Oracle 发布了 FY2026 Q1 业绩,其中云业务待履约订单(RPO)达 4550 亿美元(较去年底增加 3170 亿美元),同比增长 359%;订单增长主要源于客户数据中心相关订单,包括 OpenAI、xAI、Meta、NVIDIA 等客户。预计 2026 财年 Oracle 云基础设施 IaaS 收入增长 77%达 180 亿美元,后续四年分别增至 320 亿、730 亿、1140 亿及 1440 亿美元。

AI 基础设施建设相关技术快速发展,英伟达发布 Rubin CPX GPU,2025 光博会立讯推出 CPC 技术。(1) 英伟达发布 Rubin CPX GPU 方案,加速超 100 万 token 上下文的推理性能和效率。在人工智能基础设施峰会上(2025 AI Infra Summit),英伟达推出“Rubin CPX” GPU,配备 128GB GDDR7 内存,NVFP4 精度下 AI 算力 30PFLOPS,适合运行长上下文处理(超过 100 万个 token)和视频生成任务,强化 AI 编码和视频处理能力。搭载 Rubin CPX 的 Rubin 机架性能是 GB300 NVL72 的 7.5 倍。(2) 立讯在 2025 深圳光博会展出 CPC(Co-packaged Copper)技术。CPC(共封装铜互连)技术,是应对 AI 和算力时代短距离、超高带宽互联挑战的一种高性能、低成本、高可靠性的解决方案,主要替代传统 PCB 走线和 CPO 在短距场景下的应用。

台企 AI 服务器 ODM 厂商月度营收表现较好。中国台湾 AI 服务器 ODM 主要厂商（鸿海、广达、伟创、纬颖等）8 月月度营收达 12138.98 亿新台币，同比+16.71%。其中，纬颖实现营收 959.79 亿新台币，同比+198.14%，环比+13.55%；英业达实现营收 613.04 亿新台币，环比+12.65%。此外，台积电 2025 年 8 月营收为 3357.72 亿新台币，同比+33.84%，环比+3.90%。

中国联通获卫星通信业务经营许可，卫星互联网建设加速。9 月 8 日，工信部向中国联通颁发卫星移动通信业务经营许可，促进我国卫星通信产业高质量发展，有力支撑网络强国、航天强国、数字中国建设。

行情回顾：本周通信（申万）指数上涨 3.00%，沪深 300 指数上涨 1.38%，相对收益 1.62%，在申万一级行业中排名第 9 名。分领域看，IDC、设备商和光模块光器件表现相对靠前。

投资建议：持续关注 AI 算力基础设施发展

1) 全球 CSP 云厂 AI 军备竞赛加速。9 月苹果、华为等新品发布，开放数据中心大会、META 开发者大会等举办。推荐关注光器件光模块（中际旭创等），通信设备（中兴通讯等），液冷（英维克等）。

2) 三大运营商仍属红利配置重要资产，三大运营商经营稳健，并且分红比例持续提升，高股息价值仍在，建议长期持续配置三大运营商。

2025 年第 38 周重点推荐组合：中国移动、中际旭创、中兴通讯、英维克。

风险提示：宏观经济波动风险、数字经济投资建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦等外部环境变化。

证券分析师：袁文翀（S0980523110003）、张宇凡（S0980525080005）

联系人：赵屿

◆ 泸州老窖(000568.SZ) 公司快评:2025 年核心经销客户会议召开，传递发展信心

事件：2025 年 9 月 8 日，泸州老窖 2025 年核心经销客户会议在天津召开，会议以“全面转型·客户共赢，坚定推进数字化营销”为主题，对目前白酒行业的机遇与挑战、未来消费趋势等进行了分析和研判；展望未来，明晰战略发展方向，传递出携手经销商战略共赢的信心。

国信食饮观点：公司组织管理禀赋突出，营销数智化转型至今成效逐步显现，当前国窖批价表现较为稳定，渠道考核机制优化下经销商利润得到改善，高度国窖在千元价位势能加强。短期看，今年中秋国庆预计是关键动销窗口，我们预计国窖在稳定价格的基础上通过渠道精耕、消费者费投增加等方式能够适当放量，稳固优势区域市场份额；同时大众价位产品的完善也减弱了国窖放量压力。中长期看，公司在各价位均有大单品布局，38 度国窖 1573 产品力突出，已形成较好的增长基础，有望受益于“轻商务”等场景趋势，具有较大的全国化扩张空间。维持此前收入及盈利预测，预计 2025-2027 年公司营业总收入 295.4/303.6/334.2 亿元，同比-5.3%/+2.8%/+10.1%；预计归母净利润 123.7/130.1/146.5 亿元，同比-8.2%/+5.2%/+12.6%；当前股价对应 25/26 年 16.6/15.8xPE，强调“优于大市”评级。

证券分析师：张向伟（S0980523090001）、张未艾（S0980525070005）

◆ REDDIT(RDDT.N) 海外公司财报点评:全球知识民主化平台，发布 AI 新产品加速成长

收入维持高增速，盈利能力逐步提升。2025Q2 公司实现收入 5 亿美元，同比增长 77.69%；公司实现 GAAP 净利润 0.89 亿美元，同比增长 984.22%，主要受广告收入增长推动。得益于公司与计算资源托管服务商签订了修订后的协议推动成本下降，公司实现销售毛利率、净利率分别为 90.81%、18.87%，分别同比+1.3、+21.46 个 pct。

日活增长空间巨大，多模式拓宽流量入口。当前公司正通过多种模式拓宽自身流量增长路径，截至 2025Q2，公司平台拥有 1.1 亿日活用户，同比增长 21.05%，其中美国地区拥有 0.5 亿日活，世界其他地区拥有 0.6 亿日活。当前平台用户采用情况仍处于早期阶段，MAU/DAU 比值达到 3.7 倍，高于主流社交平台均值的 1.6 倍。随着内容推荐优化、社区氛围建设、产品功能升级等措施提升用户触达，公司未来日活有望保持高速增长。

优化投放 + 完备归因工具 + AI 创新协同，广告变现进程加速。平台自 2006 年就开始售卖广告，但直

到 2018 年公司才开始在自建广告技术方面进行实质投入，因此平台的 ARPU 水平仍处于早期阶段。2024 年公司单用户平均收入达 12.78 美元，其中美国单用户收入达 22.15 美元，国际单用户收入达 4.41 美元，显著低于其他社交平台。当前 DPA 已从测试阶段全面上线，在多个行业展现出优秀表现。广告主已将 DPA 整合进完整营销漏斗中，并作为常规策略手段，其平均广告投入回报是标准转化广告的两倍。同时，公司布局 Pixel + CAPI + 第三方工具集成的完备归因工具体系，以帮助广告主提升广告转化效果和回报，2025Q2 归因转化收入同比增长了三倍。6 月，公司推出两项 AI 驱动的新功能，包括广告分析工具 Reddit Insights 以及广告动态整合工具。公司通过优化投放 + 完备归因工具 + AI 创新协同形成了广告变现闭环，ARPU 有望高速增长。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、AI 落地不及预期的风险、技术被赶超或替代的风险等。

投资建议：全球领先的社区平台，AI 推动商业化进程，首次覆盖，给予“优于大市”评级。考虑到公司为全球领先的社区平台，已打造完备的商业化路径，预计 2025/2026/2027 年公司实现营业收入分别为 21.35/29.55/37.02 亿美元，增速分别为 64.17%/38.41%/25.28%，实现归母净利润分别为 3.62/8/11.25 亿美元，对应当前 PS 为 19.17/13.85/11.05 倍，给予 2026 年 15-16 倍 PS，对应估值区间为 443.25-472.8 亿美元市值，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

证券分析师：熊莉（S0980519030002）

联系人：侯睿

◆ 运达股份(300772.SZ) 财报点评:上半年收入同比增长 26%，风机销售毛利率显著改善

2025 年上半年业绩 1.4 亿元，同比-3%。2025 年上半年，公司实现营业收入 108.9 亿元，同比+26%；归母净利润 1.4 亿元，同比-3%；扣非归母净利润 1.3 亿元，同比+129%；综合毛利率 9.0%，同比-0.4pct；净利率 1.3%，同比-0.4pct。单季度来看，2025 年第二季度公司实现营业收入 68.8 亿元，同比+41%，环比+72%；归母净利润 0.8 亿元，同比+10%，环比+44%；扣非归母净利润 0.8 亿元，同比+418%，环比+81%；综合毛利率 8.1%，同比-1.0pct，环比-2.4pct；净利率 1.3%，同比-0.3pct，环比-0.2pct。

风机销售毛利率显著改善。2025 年上半年风机销售/发电业务/新能源 EPC 分布实现收入 95.4/2.2/6.9 亿元，同比+47%/+31%/-6%；毛利率分别为 7.3%/61.1%/6.8%，同比+2.2/+5.0/+4.2pct，受益于风机大型化趋势及技术优化降本，公司风机销售毛利率明显提高。从公开数据来看，今年上半年风机中标价格呈现上涨趋势，上半年国内陆风风机中标均价同比+7%，随着风机价格逐步修复，海风及风机出口占比提高，风机销售毛利率预计将持续改善。

风机销量快速增长。2025 年上半年公司对外销售风机 6.3GW，同比+56%；销售均价 1513 元/KW，同比-87 元/KW，主要原因系风机大型化趋势以及前期低价订单交付；单位毛利 110 元/KW，同比+28 元/KW，主要受益于毛利率改善。从订单来看，2025 年上半年公司新增订单 12.0GW，同比-16%，同期国内新增招标量 71.9GW，同比+9%，市场份额略有下降；截至第二季度末，公司累计在手订单 45.9GW，同比+34%，相当于 2025 年风机出货预期的 280%。

电站业务稳步推进。公司稳步推进自有新能源电站项目建设进度，不断优化自有电站运营管理体系。2025 年上半年公司新增并网装机容量约 200MW，受“136 号文”影响，上半年暂无风电场转让；截至第二季度末累计权益并网装机容量 1.2GW。新能源工程总承包业务方面，公司向内加强与其他业务的协同联动，向外持续引进战略合作伙伴、深化重点客户合作，并通过加强融资单位的合作为客户提供一站式服务。

风险提示：电站开发节奏不及预期；市场竞争加剧；原材料价格上涨。

投资建议：下调盈利预测，新增 2027 年盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到“136 号文”导致 2025-2026 年风电场转让节奏放缓，我们下调 2025-2026 年盈利预测至 4.7/7.7 亿元（原预测为 7.4/10.4 亿元），新增 2027 年盈利预测 11.5 亿元，同比+1%/+64%/+50%。当前股价对应 PE 为 29.8/18.2/12.2 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）、袁阳（S0980524030002）

◆ 芯联集成-U(688469.SH) 财报点评:2025 首次实现单季度盈利，汽车与 AI 应用打开增

长空间

2025 公司首次实现单季度盈利。公司产品主要包括 IGBT、MOSFET、SiC MOSFET 为主的功率芯片、BCD 工艺为主的模拟 IC 芯片、MEMS 为主的传感信号链，以及相应的模组封装等，为汽车、新能源、工控、家电等领域提供完整的系统代工解决方案。1H25 公司实现营收 34.95 亿元 (YoY+21.38%)，归母净利润 -1.7 亿元，同比减亏 63.82%；其中公司 2Q25 单季度收入 17.62 亿元 (YoY+15.39%，QoQ+1.61%)，毛利率 3.42% (YoY+5.51pct，QoQ-0.25pct)，归母净利润 0.12 亿元首次实现单季度盈利；目前公司折旧高峰期已过，未来盈利水平有望逐步改善。

1H25 汽车、工控及消费保持增长，AI 应用加速起量。1H25 公司车载领域收入同比增长 23% (占 47%)，工控领域收入同比增长 35% (占 19%)，消费领域收入同比增长 2% (占 28%) 均实现稳步增长。汽车业务作为主要增长领域，功率模块装机量位居国内前列，6 英寸 SiC MOSFET 新增超 10 个项目定点，新增 5 家量产汽车客户，国内首条 8 英寸 SiC 产线已实现批量量产。AI 作为公司第四大核心市场，1H25 实现营收 1.96 亿元 (占 6%)，数据传输芯片进入量产，应用于 AI 服务器和 AI 加速卡的电源管理芯片已实现大规模量产，国内首个 55nm BCD 集成 DrMOS 芯片通过客户验证。

功率、模拟及 MEMS 多维增长，“一站式芯片系统代工”能力逐步形成。1H25 公司模组封装业务收入同比增长超 100%，其中车规功率模块收入增长超 200%。车载模拟 IC 已推出多个国内领先、全球先进的技术平台，填补了国内高压大功率数字模拟混合信号集成 IC 的空白，高边智能开关芯片制造平台在客户端完成产品验证，高压 BCD SOI 集成方案工艺平台获得重要车企定点。此外，根据 Yole 报告，公司位列全球 MEMS 晶圆代工厂第五名，是中国大陆唯一进入全球前五的 MEMS 代工企业。

投资建议：公司汽车“一站式芯片系统代工”能力逐步形成，AI 应用加速拓展；我们认为公司有望受益于半导体国产化并逐步成为平台型的系统代工领先者；基于 1H25 业绩情况，略调整毛利率及费用率，预计 25-27 年公司有望实现归母净利润 -2.11/0.94/3.29 亿元（前值：-3.34/0.67/2.43 亿元），当前股价对应 PB 3.26/3.23/3.15 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游客户扩产进度低于预期；模拟工艺进度不及预期。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）、连欣然（S0980525080004）

◆ 中信金融资产(02799.HK) 财报点评:收入利润增加，信用成本上升

上半年收入和净利润均增加。中信金融资产 2025 年上半年实现营业收入（含联营及合营公司业绩）402 亿元，同比增长 19.9%；实现持续经营活动净利润 55 亿元，同比增长 19.7%；实现归属于母公司普通股股东净利润 62 亿元，同比增长 15.7%。上半年年化 ROE 为 21.1%，ROA 为 1.1%。

资产规模较年初小幅增长。公司 2025 年二季度末资产总额 1.01 万亿元，较年初增长 2.7%，同比下降 4.2%。从分部经营业绩来看，期末不良资产经营分部总资产较年初增长 2.7%，资产管理和投资分部总资产较年初增长 1.6%。其中，上半年收购处置业务资产、纾困盘活业务资产、股权业务资产较年初增长，收购重组业务资产收缩，主要是公司主动调整资产结构，持续压降收购重组业务资产规模。

不良资产经营分部收入增长，资产管理和投资分部收入下降。从分部经营业绩来看，上半年不良资产经营分部收入同比增长 58.3%，主要得益于对中国银行和光大银行投资确认的约 213 亿元收入；资产管理和投资分部收入同比下降 85.1%，在集团抵消前收入中的占比降至 5.6%。不良资产分部中，收购处置业务收入、收购重组业务收入同比下降，纾困盘活业务、股权业务收入同比增加。

信用成本同比上升，增强风险抵御能力。使用“资产减值损失/以摊余成本计量的债务工具期初余额”测算的上半年信用成本率为 15.3%，同比大幅上升。从资产减值损失细项来看，信用成本上升主要是因为以摊余成本计量的债务工具信用减值增加。大量计提减值增强了公司的风险抵御能力，2025 年 6 月末，公司以摊余成本计量的债务工具和以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的债务工具整体拨备覆盖率为 270%，较年初提高 44 个百分点。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年普通股股东净利润 104/109/110 亿元，同比增长 8.5%/4.1%/1.1%，EPS 分别为 0.13/0.14/0.14 元，对应 PE 为 7.6/7.3/7.3 倍，PB 为 1.70/1.38/1.16 倍。综合绝对估值

和相对估值，我们认为公司合理股价在 1.16-1.28 港元，相较 9 月 12 日收盘价有 6%到 17%溢价空间，首次覆盖给予“中性”评级。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、财务风险、市场风险等。

证券分析师： 王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）

金融工程

◆ 金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点（第 211 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 9 月 12 日，上证指数、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50 指数 250 日新高距离分别为 0.33%、0.43%、0.57%、0.00%、1.04%、1.56%、1.09%、1.95%。中信一级行业指数中有色金属、综合、传媒、农林牧渔、机械行业指数距离 250 日新高较近，煤炭、银行、综合金融、交通运输、食品饮料行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，医疗服务精选、CR0、钠离子电池、电气部件与设备、黄金、造纸、林木等概念指数距离 250 日新高较近。

见微知著：利用创新高个股进行市场监测：截至 2025 年 9 月 12 日，共 1620 只股票在过去 20 个交易日间创出 250 日新高。其中创新高个股数量最多的是机械、电子、基础化工行业，创新高个股数量占比最高的是有色金属、电子、综合行业。按照板块分布来看，本周科技、制造板块创新高股票数量最多；按照指数分布来看，中证 2000、中证 1000、中证 500、沪深 300、创业板指、科创 50 指数中创新高个股数量占指数成份股个数比例分别为：30.25%、33.00%、31.20%、32.33%、33.00%、36.00%。

平稳创新高股票跟踪：我们根据分析师关注度、股价相对强弱、趋势延续性、股价路径平稳性、创新高持续性等角度，本周从全市场创新高股票中筛选出了包含新易盛、胜宏科技、工业富联等 50 只平稳创新高的股票。按照板块来看，创新高股票数量最多的是周期、科技板块，分别有 17、17 只入选。其中，周期板块中创新高最多的是基础化工行业；科技板块中创新高最多的是电子行业。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险，本报告基于历史客观数据统计，不构成任何投资建议，历史股价表现不代表未来股价表现。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、胡志超（S0980524070001）

◆ 金融工程周报:主动量化策略周报-基金强股票弱，成长稳健组合年内满仓收益 60.45%

国信金工主动量化策略表现跟踪：

本周，优秀基金业绩增强组合绝对收益 2.52%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.12%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益 27.90%，相对偏股混合型基金指数超额收益-2.68%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 48.66%分位点（1688/3469）。

本周，超预期精选组合绝对收益 1.55%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.85%。本年，超预期精选组合绝对收益 43.65%，相对偏股混合型基金指数超额收益 13.07%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 20.21%分位点（701/3469）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益 2.22%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.18%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 33.45%，相对偏股混合型基金指数超额收益 2.87%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 36.78%分位点（1276/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益 2.83%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.43%。本年，成长稳健组合绝对收益 53.34%，相对偏股混合型基金指数超额收益 22.76%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 11.36%分位点（394/3469）。

本周，股票收益中位数 0.94%，64%的股票上涨，36%的股票下跌；主动股基中位数 2.24%，90%的基金上涨，10%的基金下跌。

本年，股票收益中位数 22.34%，85%的股票上涨，15%的股票下跌；主动股基中位数 27.68%，99%的基金

上涨，1%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合：

在构建量化组合时，从传统地对标宽基指数，转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上，采用量化方法进行增强，达到优中选优的目的。

超预期精选组合：

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池，接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选，挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票，构建超预期精选股票组合。

券商金股业绩增强组合：

以券商金股股票池为选股空间和约束基准，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离，构建券商金股业绩增强组合。

成长稳健组合：

采用“先时序、后截面”的方式，构建成长股二维评价体系。以研报标题超预期及业绩大增为条件筛选成长股股票池，根据距离正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择距离财报预约披露日较近的股票，当样本数量较多时，采用多因子打分精选优质个股，构建 100 只股票等权组合。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报：港股投资周报-科技涨医药跌，港股精选组合年内上涨 75.15%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 2.47%，相对恒生指数超额收益-1.35%。

本年，港股精选组合绝对收益 75.15%，相对恒生指数超额收益 43.60%。

港股市场创新高热点板块跟踪

我们根据分析师关注度、股价相对强弱、股价路径平稳性、创新高连续性等角度在过去 20 个交易日创出过 250 日新高的股票池中筛选出平稳创新高股票。

近期，中创智领等股票平稳创出新高。

按照板块来看，创新高股票数量最多的是医药板块，其次为周期、科技、消费、制造和大金融板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面，本周恒生科技指数收益最高，累计收益 5.31%；恒生中型股指数收益最低，累计收益 2.18%。

行业指数方面，本周原材料业行业收益最高，累计收益 6.27%；医疗保健业行业收益最低，累计收益 -1.45%。

概念板块方面，本周富士康概念板块收益最高，累计收益 11.73%；安防监控概念板块收益最低，累计收益 -7.26%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 608 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 1626 亿港元，今年以来港股通累计净流入 10729 亿港元，总体来看近期南向资金呈现出整体流入的走势。

本周港股通资金中，阿里巴巴-W、地平线机器人-W 和比亚迪股份流入金额最多，泡泡玛特、中国电信和康方生物流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数 2.16%，投资港股的主动基金收益中位数 2.47%。

本年，港股通股票收益中位数 29.72%，投资港股的主动基金收益中位数 38.38%。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报：多因子选股周报-动量因子表现出色，沪深 300 增强组合年内超额 17.47%

国信金工指数增强组合表现跟踪

- 沪深 300 指数增强组合本周超额收益 0.61%，本年超额收益 17.47%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益-0.85%，本年超额收益 8.97%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益-0.05%，本年超额收益 17.24%。
- 中证 A500 指数增强组合本周超额收益-0.55%，本年超额收益 9.19%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，三个月机构覆盖、一个月波动、一年动量等因子表现较好，而一个月反转、三个月反转、BP 等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，一年动量、预期净利润环比、单季营收同比增速等因子表现较好，而三个月换手、三个月反转、一个月换手等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，单季 EP、3 个月盈利上下调、单季 ROE 等因子表现较好，而一个月反转、非流动性冲击、一个月换手等因子表现较差。

以中证 A500 指数为选股空间。最近一周，一年动量、标准化预期外收入、单季营收同比增速等因子表现较好，而一个月反转、三个月反转、BP 等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，一年动量、单季营收同比增速、预期净利润环比等因子表现较好，而一个月反转、一个月换手、一个月波动等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 74 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 793 亿元。中证 500 指数增强产品共有 71 只，总规模合计 432 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 150 亿元。中证 A500 指数增强产品共有 57 只，总规模合计 226 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 2.13%，最低-1.11%，中位数 0.05%。最近一月：超额收益最高 5.59%，最低-5.00%，中位数-1.24%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.44%，最低-1.86%，中位数-0.42%。最近一月：超额收益最高 2.30%，最低-6.29%，中位数-1.39%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.63%，最低-1.37%，中位数 0.03%。最近一月：超额收益最高 3.29%，最低-1.78%，中位数 0.49%。

中证 A500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.63%，最低-1.37%，中位数 0.03%。最近一月：超额收益最高 1.52%，最低-4.66%，中位数-0.84%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	832.50	0.00	ICE 布伦特原油	66.37	-1.65
白银	9865.00	0.81	铜	80710.00	0.77
铝	21040.00	0.93	铅	16860.00	0.38
豆一	4081.00	1.01	锌	22240.00	0.22
豆粕	3023.00	-0.26	镍	121270.00	0.83
玉米	2256.00	-3.79	锡	273970.00	1.34
螺纹钢	2941.00	0.00	SR509	5543.00	0.30

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	100.4	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
002736.SZ	国信证券	47358.75	961242.93	100.00	2025-08-14
600369.SH	西南证券	33000.00	664510.91	100.00	2025-07-22
600490.SH	鹏欣资源	22026.56	221288.70	100.00	2025-06-12
600967.SH	内蒙一机	412.50	170338.18	82.58	2025-06-03
601226.SH	华电重工	408.34	116701.00	100.00	2025-06-02
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24

601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	45834.21	-0.593784	61.90	61.90	61.90	61.90	40.38
德国 DAX 指数	23698.15	-0.023203	86.05	-1.35	-0.30	27.97	54.82
法 CAC40 指数	7825.24	0.021985	1.96	0.92	0.77	5.24	46.90
恒生指数	26388.16	1.157082	3.81	5.68	9.78	53.06	62.14
沪深 300 指数	4521.99	-0.572500	1.38	9.12	16.18	42.53	58.56
美国 SP500 指数	6584.29	-0.048273	1.58	2.14	8.91	17.66	48.54
纳斯达克综合指数	22141.10	0.444720	2.03	2.11	12.60	26.01	51.93
日经 225 指数	44768.12	0.891588	4.06	4.79	17.27	21.54	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	688008.SH	澜起科技	118.2000	0.6814	无数据	688008.SH	澜起科技	118.2000	0.6814	无数据
2	601899.SH	紫金矿业	25.6500	-0.2334	无数据	601899.SH	紫金矿业	25.6500	-0.2334	无数据
3	601138.SH	工业富联	61.9000	4.8442	无数据	601138.SH	工业富联	61.9000	4.8442	无数据
4	002463.SZ	沪电股份	71.9000	2.9643	无数据	002463.SZ	沪电股份	71.9000	2.9643	无数据
5	603986.SH	兆易创新	190.2100	7.2089	无数据	603986.SH	兆易创新	190.2100	7.2089	无数据
6	600276.SH	恒瑞医药	69.0100	1.0543	无数据	600276.SH	恒瑞医药	69.0100	1.0543	无数据
7	600111.SH	北方稀土	53.5900	5.9929	无数据	600111.SH	北方稀土	53.5900	5.9929	无数据

8	000988.SZ	华工科技	77.0900	6.6694	无数据	688041.SH	海光信息	220.0200	-0.3713	无数据
9	300476.SZ	胜宏科技	339.5800	0.4675	无数据	300476.SZ	胜宏科技	339.5800	0.4675	无数据
10	002475.SZ	立讯精密	52.7100	-0.3592	无数据	002475.SZ	立讯精密	52.7100	-0.3592	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	6683.HK	中企法兴八零二H	12.5600	0.13153153	65128.12	9988.HK	阿里巴巴-W	151.1000	0.05443126	539141.93
2	6683.HK	巨星传奇	12.5600	0.13153153	65128.12	3690.HK	美团-W	96.5500	0E-8	428874.71
3	9926.HK	康方生物	135.5000	0.06108066	65501.27	0981.HK	中芯国际	62.7500	-0.00947119	287983.81
4	1347.HK	华虹半导体	50.9000	0.01394422	74143.40	0700.HK	腾讯控股	643.5000	0.02223987	272975.11
5	2617.HK	平安德银八零六C	192.5000	0.77092916	155355.02	1810.HK	小米集团-W	55.1500	0.00914913	211168.01
6	2617.HK	药捷安康-B	192.5000	0.77092916	155355.02	2617.HK	平安德银八零六C	192.5000	0.77092916	137308.64
7	9992.HK	泡泡玛特	276.8000	0.01243599	155753.60	2617.HK	药捷安康-B	192.5000	0.77092916	137308.64
8	1810.HK	小米集团-W	55.1500	0.00914913	212089.47	9992.HK	泡泡玛特	276.8000	0.01243599	91539.16
9	3690.HK	美团-W	96.5500	0E-8	260674.22	9880.HK	平安法兴八一零A	112.7000	0.02734731	86682.94
10	0981.HK	中芯国际	62.7500	-0.00947119	296287.50	9880.HK	优必选	112.7000	0.02734731	86682.94
11	0700.HK	腾讯控股	643.5000	0.02223987	365915.69	1530.HK	三生制药	32.5400	0.01814768	70715.42
12	9988.HK	阿里巴巴-W	151.1000	0.05443126	977176.94	9626.HK	哔哩哔哩-W	198.8000	0.02474227	67068.69

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032