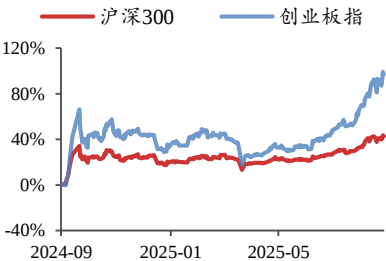


2025 年 09 月 15 日

开源晨会 0915

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	1.955
房地产	1.507
钢铁	1.409
电子	1.158
建筑装饰	0.961

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-2.129
综合	-1.948
美容护理	-1.522
银行	-1.517
非银金融	-1.462

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

- 【宏观经济】8 月金融数据背后的基数和结构性效应——宏观经济点评-20250913
- 【宏观经济】美联储或将开启连续降息——美国 8 月 CPI 点评-20250912
- 【策略】从纺锤策略看港股、创业板的机会——投资策略周报-20250914
- 【策略】游戏，下一个创新药——投资策略专题-20250912
- 【固定收益】债券收益率上行或领先于资金利率——固收专题-20250914
- 【固定收益】M1、M2 剪刀差持续收窄，信贷支持力度稳固——2025 年 8 月金融数据点评-20250913
- 【金融工程】基于港交所 CCASS 数据的港股投资策略——开源量化评论（112）-20250914
- 【金融工程】固态电池板块的资金行为监测——金融工程定期-20250912

行业公司

- 【商贸零售】高德扫街榜上线，真实数据重构线下信任格局——行业周报-20250914
- 【地产建筑】环保 REIT 单周表现优异，发行市场保持活跃——行业周报-20250914
- 【地产建筑】新房成交面积同环比下降，主动适应城市发展阶段新变化——行业周报-20250914
- 【煤炭开采】煤价于长协基准处再迎反弹，煤炭布局稳扎稳打——行业周报-20250914
- 【建材】绿色转型加速供给格局升级，积极布局建材机会——行业周报-20250914
- 【非银金融】蚂蚁、招行和零售型券商高增，行业马太效应加强——2025H1 基金销售渠道数据点评-20250914
- 【化工】2025 年 8 月 PPI 环比持平，环氧氯丙烷供给偏紧，价格上行——化工行业周报-20250914
- 【食品饮料】白酒底部等待回暖，西麦食养赛道可期——行业周报-20250914
- 【计算机】周观点：国产 AI 算力迎来黄金发展期——行业周报-20250914
- 【医药】创新药行业进入快速成长期，关注未来 6-12 个月投资机会——行业周报-20250914
- 【农林牧渔】政策持续推动生猪产能去化落地，生猪板块具备持续上行动力——行业周报-20250914
- 【公用事业】中国聚变抢抓聚变发展机遇，Astrol 获脉冲电源订单——行业周报-20250914
- 【银行】存款非银化延续，贷款投放或“价在量先”——8 月金融数据点评-20250914
- 【通信】光博会总结：硅光时代龙头优势凸显，OCS/空芯光纤/薄膜铌酸锂/CPO 等新技术孕育新机会——行业周报-20250914

研报摘要

总量研究

【宏观经济】8月金融数据背后的基数和结构性效应——宏观经济点评-20250913

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：8月社会融资规模增长2.57万亿元，预期2.49万亿，前值1.1万亿；人民币贷款增长5900亿元，预期5814亿，前值-500亿。

信贷：企业贷款需求边际改善

8月信贷环比好转，增长5900亿元，同比少增3100亿元。8月居民贷款录得303亿元，同比少增1597亿元，其中按揭贷款同比少增1000亿元，居民短贷同比少增611亿元。居民信贷同比少增规模较7月小幅改善，但总体趋势未改，仍反映当前地产销售景气度不佳，居民消费意愿边际好转但仍有待提高。

企业信贷边际改善，短贷超季节性高增。8月新增企业贷款5900亿元，同比少增2500亿元，少增主要受票据拖累，企业短贷表现亮眼。8月企业短贷新增700亿元，同比多增2600亿元，同时表内票据融资同比少增4920亿元。2025年5月以来企业端短贷强、票据弱的特征逐渐明显，因此我们认为本次企业短贷多增或有二季度以来的延续性因素，即银行更多使用短贷来部分替代票据，一是满足企业短期融资需求，二是或仍有部分冲量考虑。当前监管对于信贷总量关注减弱，引导银行淡化规模情结，银行更注重缓解息差压力，从而逐渐压降低息票据资产。此外，3月发布的《保障中小企业款项支付条例》中对大型企业账期管理趋严或也驱动国企选择短期借贷而非商业票据，带动企业短贷规模超季节性增长。企业中长贷增加4700亿，同比少增200亿元，缩量幅度较7月有所好转。8月超长期特别国债和专项债力度不减，前期资金与项目匹配度逐渐提升，需求边际好转拉动信贷投放。后续随着政策性金融工具落地，企业信贷有望延续回暖。

社融：高基数下社融增速回落

8月新增社融25693亿元，同比少增4630亿元，社融增速回落至8.8%。人民币信贷少增、政府债券在高基数下同比缩量拖累社融读数。表内人民币贷款同比少增4178亿元，信贷需求仍保持低位。政府债券同比转弱，但总体超季节性增长。8月政府债券融资额新增13658亿元，同比少增2519亿元。政府债券供给保持强度，地方债净融资额（地方新增债券+特殊再融资债）环比减少2302亿元；国债净融资额环比增加4000亿元。但2024年8月至年末政府债净融资基数偏高，也会对后续社融增速造成扰动。我们曾提示政府债券的发行强度将持续到8月，9月政府债券发行速度或将开始减慢，但会缓步下行。截至8月底，超长期特别国债已发行全年的77%。9月起超长期特别国债供给或将缩量，成为带动社融向下的另一因素，但增量准财政有望拉动信贷放量，后续社融增速可能在多重作用下先持平再小幅下降。其他分项方面，企业债券同比少增360亿元，贷款和股票融资表现更强的背景下，信用债融资吸引力相对减弱。股票融资录得457亿元，同比多增325亿元，股票融资延续同比改善。未贴现银行承兑汇票同比多增1323亿元，票据贴现规模同比偏低导致表外票据相对偏高。

广义货币：非银存款连续两月超季节性高增

8月M1增速环比提升0.4pct至6%，M2增速持平8.8%。M1增速延续向上，或出于低基数和企业欠款加速清偿、企业现金流改善的多重原因。存款结构看，居民存款大幅少增，同比少增6000亿元，企业存款同比小幅少增503亿元，非银存款同比多增5500亿元。居民存款超额流出，且流入非银存款的趋势进一步加深。从存款增速来看，截至7月，居民存款和M2的增速差有所缩窄，当前M2增速高于居民存款增速约0.6pct。7-8月非银存款共计比2024年同期多增了1.94万亿，股票市场走强、居民风险偏好提升，叠加居民定期存款陆续到期，存款搬家势头已现，后续若股市持续回升，或有可能观察到居民存款与M2增速差加速收窄甚至转负。M1-M2剪刀差已回升至-2.8%，反映实体资金的空转显著改善，资金的使用效率提升。财政存款同比少增3687亿元，财政支出力

度提升。

8 月金融数据反映当前基本面的几个矛盾特征。一是企业融资需求与资金活性改善，但居民需求久未回暖，信贷总体缩量；二是财政力度未降、社融先降，后续政策性金融工具投放将作为财政力度的延续，但基数影响下社融增速或将持续回落；三是股市赚钱效应下居民存款已开始搬家，非银存款高增支撑 M2 增长，但偏弱的信贷对当前货币派生仍无法起到主导作用。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

【宏观经济】美联储或将开启连续降息——美国 8 月 CPI 点评-20250912

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘纬桢（分析师）证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 2025 年 8 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.9%，环比上升 0.4%，环比增速超市场预期；核心 CPI 同比上升 3.1%，环比上升 0.3%，均符合市场预期。

通胀再度回升，但核心通胀保持平稳，关税冲击更加明确

1. 总体通胀再度回升，核心通胀保持平稳。美国 8 月 CPI 同比上升 2.9%、环比上升 0.4%，均较 7 月份反弹；核心 CPI 同比上涨 3.1%，环比上升 0.3%，相对平稳。总的看，美国通胀总体再度回升，但核心通胀同比增速较 7 月保持平稳，且基本符合市场预期，或显示关税对美国通胀的冲击已体现的较为明确。往后看，由于 2024 年 9 月后基数逐渐上行，且考虑到特朗普关税政策已基本稳定，通胀水平持续反弹或告一段落，但我们仍需要观察美国通胀的持续性。

2. 能源通胀由负转正，核心商品对通胀贡献度仍在上升。具体而言，8 月能源项同比上升 0.2%，增速由负转正；8 月份食品项同比上升 3.2%，较 7 月提升 0.3 个百分点。核心 CPI 方面，8 月核心 CPI 同比上升 3.1%，环比上升 0.3%。同比、环比增速均较 7 月持平。其中核心商品同比增速较 7 月上升 0.37 个百分点至 1.54%；核心服务同比上升 3.587%，较 7 月份下降约 0.05 个百分点。

3. 通胀反弹后续或暂告段落，核心通胀有望迎来下行。总的看，8 月 CPI 数据显示美国通胀如期反弹，但核心通胀相对平稳。而核心商品的持续再通胀，或显示关税对美国通胀的冲击已经较为明显。从美联储关注的超级核心服务通胀来看，8 月份同比、环比增速分别较 7 月份持平、下降 0.15 个百分点。往后看，随着高基数效应的逐渐显现，总体通胀水平及核心通胀水平的持续反弹或告一段落。但不确定的是，美国企业是否会进一步的将关税成本转嫁给消费者，因此后续通胀仍然面临较高的不确定性，持久性也有待观察。

8 月通胀如期反弹，关注美联储 9 月 FOMC 经济预测

第一，商品通胀反弹的持续性及与服务通胀的相互“抵消”，或是后续要关注的重点。如前所述，8 月通胀如期反弹，但我们也看到在商品通胀继续反弹的同时，服务通胀出现了边际走弱的迹象，考虑到后续企业向消费者转嫁成本与劳动力市场走弱带动需求下行的情况同时存在，商品通胀与服务通胀的相互“抵消”是否可以持续下去，是我们后续需要关注的重点。

第二，美联储在 9 月 FOMC 会议上的经济预测与降息路径预测或是后续资产价格的关键因素。由于劳动力市场的风险显现，美联储在 9 月降息 25bp 的概率非常大，更关键的是美联储在 9 月对美国后续经济及降息路径的判断。一方面，我们看到劳动力市场走弱的同时，8 月美国密歇根大学居民通胀预期小幅反弹；另一方面，由于近期特朗普频繁对美联储施压，其提名的新理事人选米兰也有望参加 9 月 FOMC 会议，美联储的独立性越来越受到动摇。此时美联储内部如何看待美国经济与通胀，及相应的降息路径预期，或对资产价格影响较大。若美联储提升通胀预测，降低经济增长预期，且降息路径相对保守，则市场风险偏好或将受到一定程度的压制。此时短端美债收益率或上移，长短美债收益率或相对震荡，而黄金或持续受益。

基准情形下，我们认为美联储或在 9 月降息 25bp，2025 全年降息 3 次。后续要关注特朗普对美联储新主席的

选择。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

【策略】从纺锤策略看港股、创业板的机会——投资策略周报-20250914

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 耿驰政（联系人）证书编号：S0790125050007

港股——慢牛型资产未来的补涨机会

近期市场对于“纺锤策略”的关注度较高，本质焦点在于能够兼具成长弹性与估值修复潜力的方向，当前来看港股与创业板均为具备此类特质的板块。港股近月涨幅相对 A 股强势宽基较缓，资产质量优良且分红回购积极，在慢牛格局下则具备补涨机会；而创业板凭借机构化特征明显，直接受益于中风险资产的收益回归以及居民 ETF 入市后的成长风格向龙头权重集中。

对于近期港股，其相较 A 股表现偏弱，主要受资金环境收紧、美联储降息预期推迟以及互联网龙头盈利承压等因素影响。但全球流动性环境有望在美联储宽松预期升温下逐步改善，叠加企业分红与回购力度增强，港股整体极低的估值将获得边际支撑；另一方面，AI 硬件与应用投资的加速使港股互联网板块具备业绩确定性与估值修复双重优势，成为外资增配的潜在重点方向。在此背景下，港股互联网、消费、医药及非银金融板块有望迎来配置机会。

创业板发展史——市场对成长的追逐周期

以年线为镜，创业板指作为中国新兴产业的潮头，在各时代中成为成长主线的锚点与起点。纵观整个阶段，可以看到创业板在不同产业周期中表现出较为清晰的节奏特征：（1）创业板的启动往往依赖产业趋势/景气赛道的产生；（2）上涨过程中伴随权重的更迭；（3）保留估值/基本面增长底线，价格回到增长元年收盘价附近的同时，估值也回归对应区间。从行业权重演变来看，创业板在本轮呈现出明显的“多元共存”特征，除部分 AI 硬件的权重股外，新能源依然是中坚力量。因此创业板未来空间除 AI 产业的景气演变外，同样需要关注固态电池等需求增长问题，但在反内卷政策的加持下供给端修复也有望驱使板块估值上行。

投资思路——双轮驱动，坚守自我

行业配置“4+1”建议：

（1）科技成长+自主可控+军工：AI 硬件、半导体、机器人、游戏、AI 应用、恒生科技、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。

（2）受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：钢铁、化工、有色金属、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。

（3）具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。

（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；

（5）底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

风险提示：宏观政策超预期；AI 应用公司业绩增速不及预期；历史不代表未来。

【策略】游戏，下一个创新药——投资策略专题-20250912

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

坚定牛市思维，双轮驱动，科技为先

市场突破后，我们对于指数的长期趋势仍维持乐观判断：(1) 坚定牛市思维，证券化率视角下，当前估值仍有上行空间，持续看好。(2) 市场结构呈现【双轮驱动】，一是全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性，二是“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情。(3) 不应该在积极的市场中做“惊弓之鸟”，应“坚守自我，科技为先”。(4) 风格上，看好成长板块，在市场风险偏好高位，成长更易跑出超额。(5) 如果有投资者相对畏高，对于想寻找除了前期涨幅累积较多的光模块、PCB、创新药、科创芯片、液冷以外的低位品种进行高低切，我们认为当前应该重点关注游戏、传媒、互联网、华为产业链(消费电子)、电池等品种。

科技行情下，硬件先行、软件跟上；游戏是软件领域的高弹性品类

科技行情下，硬件和软件应用是两个永恒的主题。在科技产业周期中，硬件与软件始终呈现“硬件先行、软件跟上”的客观规律。复盘 1990s 美国互联网革命、2010s 中国移动互联网时代，均存在硬件公司先拔估值，软件应用公司后跟上的现象。

游戏作为软件领域的高弹性品类，其高弹性源于商业模式。游戏的商业模式，前期依靠项目投入和积累，后期迎来产品上市步入较长的收获期，循环往复。游戏行业的商业模式具备四大特征，“高投入、高风险、高回报，长周期”。

游戏，下一个创新药

为什么游戏是下一个创新药？游戏与创新药行业在商业模式的相似：前期依靠管线/项目投入和积累，后期一旦产品上市，将步入较长的收获期，循环往复。二者在研发投入、爆款依赖和现金流结构等方面类似，均展现出“高投入、高风险、长周期、高弹性与强监管”等特征。因此，游戏享有创新药的优势或具备共同点：①业绩兑现期的盈利二阶导较高，由于存在前期的管线/项目积累，创新药和游戏一旦进入收获期，营收增速和盈利增速抬升快、幅度大；②基金仓位相对较低，具备较大提升空间，Q2 基金超配比例 0.18%。

然而，因行业属性差异形成独特逻辑：①相对创新药，游戏暂时缺乏强势的催化剂，导致游戏涨势相对创新药较为温和。②现金流形态存在差异，游戏上市后，收入一般集中于上线初期，后续依赖运营延缓衰减。

策略视角下，当下游戏的行业边际变化较大

当下，游戏行业正经历较大的边际变化。DDM 框架下，潜在提升估值的边际变化有：①游戏行业正经历从“一波流换皮产品”转向“长周期项目”，行业现金流久期提升；②AI 改革游戏的商业运行模式和内容，游戏投资 ROE 或显著提升；③消费习惯的变化，从物质消费到情绪消费。提升业绩的边际变化有：①新品周期释放，短期景气度提升；②业绩拐点到来，兑现期的盈利二阶导显著提升。

风险提示：行业竞争加剧风险；市场波动风险、行业技术变化风险。

【固定收益】债券收益率上行或领先于资金利率——固收专题-20250914

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

债券收益率上行，或可领先于资金利率上行

截至 2025 年 9 月 12 日，30 年国债收益率达到 2.18%，从低点 1.82% 累计上行 36BP。对比之下，资金利率反而较 2-3 月偏低。

有市场观点认为，当前债券收益率上行已经脱离了资金面。

我们认为，历史上看，债券收益率上行可领先于资金利率，或是当前债券收益率持续上行、反而资金利率偏松的原因。

比如，2009 年资金利率开始上行为 6 月，但债券收益率开始上行为 1 月，当 6 月资金利率开始上行，10 年国

债收益率从低点已经累计上行了 57BP。

比如，2020 年资金利率上行为 5 月 18 日，但资金收紧之前的 4 月 30 日-5 月 18 日，10 年国债收益率已经累计上行 19BP。

与 OMO 利率和资金利率相比，当前债券收益率并不高

2020 年 5 月 7 天 OMO 利率为 2.2%，之后资金利率收紧、DR007 上行，但上行之后 6-9 月 DR007 月均值仅在 2.1% 左右，即回归 7 天 OMO 利率水平。

当时的 10 年国债收益率，2020 年 4-9 月 10 年国债收益率从 2.50% 上行至 3.15%，显著高于 7 天 DR007 利率均值水平。

对比当前，当前 7 天 OMO 利率为 1.4%、DR007 为 1.46% 左右，以及当前 10 年国债收益率为 1.87%。

我们发现，相对于 2020 年，一是当前的资金利率较政策利率更高，2020 年资金利率反而更低，反映出当央行对于资金利率的态度更为偏紧；

二是当前 10 年国债收益率与 7 天 DR007 的差值为 41BP，2020 年 10 年国债收益率与 DR007 均值水平的差值显著更高，反映出从当前央行态度、资金利率上看，当前债券收益率水平并不高。

资金利率下行和债券收益率上行并不矛盾

2025 年 7 月以来资金利率下行，但债券收益率反而上行。我们发现，历史上看，资金利率和债券收益率并不总是同向。

比如，2015 年下半年隔夜资金利率从 1.16% 大幅上行至 2.14%，但 10 年国债收益率反而从 3.61% 大幅下行至 2.82%。

背后的逻辑在于，2015 年上半年资金利率明显偏低，下半年资金利率收紧更主要是回归合理水平，且收紧之后的资金利率仍然偏低，最终导致资金利率上行和国债收益率下行并存。

回到当前，2025 年 1-3 月 DR007 利率均值 1.94%、处于明显高位水平，当前 DR007 利率下行更主要是回归合理水平，且下行之后仍然要高于 7 天 OMO 利率，并不能反映央行的宽松态度。

经济预期修正下，债券收益率有望上行

我们认为，当前资金利率下行主要是回归合理水平，且当前资金利率仍然高于 7 天 OMO 利率，难言央行为宽松态度，与债券收益率上行并不矛盾。

同时，2009 年和 2020 年债券收益率上行均领先于资金利率，且当前债券收益率水平仅略高于 7 天 OMO 利率和 DR007，债券收益率水平并不高。

我们认为，2025 年下半年 10 年国债收益率目标 1.9-2.2%。历史上看，10 年国债收益率合理水平整体处于 DR007+40 到 70BP 区间。当前 DR007 处于 1.5% 左右、对应 10 年国债收益率目标 1.9-2.2%。

同时，如果之后政策反内卷下通胀实现正常化，DR007 中枢有望提高至通胀水平之上，届时 10 年国债收益率有望相应幅度上调。比如，如果通胀水平上行至 1.5-2.0%，则 DR007 或上行至 1.8%，对应 10 年国债收益率或达到 2.5%。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【固定收益】M1、M2 剪刀差持续收窄，信贷支持力度稳固——2025 年 8 月金融数据点评-20250913

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 王帅中（联系人）证书编号：S0790125070016

9月12日央行公布2025年8月金融数据,社融新增2.57万亿元,社融存量同比增长8.8%,较前值下降0.2pct;7月新增人民币贷款5900亿元,新增人民币贷款由负转正;M1同比增长6.0%,M2同比增长8.8%,M0同比增长11.7%,M1、M2剪刀差进一步收窄。

社融:政府债券发行节奏提前,对社融增速支撑作用明显

总量上,2025年8月末社会融资规模存量为433.66万亿元,同比增长8.8%,较前值下降0.2pct。2025年前八个月政府债券净融资同比增长81.9%,政府债券发行节奏提前,对社融增速支撑作用明显。就8月而言,8月社会融资规模增量为25693亿元,较上年同期减少4630亿元,其中政府债券净融资为13658亿元,占新增社融当月比重为53.2%,较7月占比有所回落。

结构上,8月末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的61.2%,同比低1.2pct;对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额占比0.3%,同比低0.1pct;委托贷款余额占比2.6%,同比低0.2pct;信托贷款余额占比1%,同比低0.1pct;未贴现的银行承兑汇票余额占比0.5%,同比低0.1pct;企业债券余额占比7.7%,同比低0.4pct;政府债券余额占比21.1%,同比高2.2pct;非金融企业境内股票余额占比2.8%,同比低0.1pct。

信贷货币:信贷对实体经济支持力度稳固,资金活化程度逐步提升

信贷:贷款余额同比增长高于经济增速,信贷对实体经济支持力度稳固

前八个月人民币贷款增加13.46万亿元。8月新增人民币贷款5900亿元,新增贷款由负转正。7月新增人民币贷款-500亿元,为2005年7月来首负,金融时报当时发文指出“分析经济金融形势时无需对单月数据过度关注,更不宜过度炒作单月信贷增量读数波动”。截至8月末金融机构各项贷款余额为269.1万亿元,同比增长6.8%,增速仍高于经济增速,意味着金融体系仍正在为经济增长提供额外超出经济自然增长所需的资金,信贷对实体经济支持力度稳固。

货币:M1与M2剪刀差持续收窄,资金活化程度逐步提升

8月末,广义货币(M2)余额331.98万亿元,同比增长8.8%。狭义货币(M1)余额111.23万亿元,同比增长6.0%。前八个月净投放现金5208亿元。流通中货币(M0)余额13.34万亿元,同比增长11.7%。M1与M2剪刀差较4月的-6.5%收窄至-2.8%,创年内最小差值,体现资金活化程度逐步提升,或预示投资、消费等经济活动正持续回暖。

市场:债市仍面临公募费改落地的风险,关注下周美联储降息情况

数据于17:00公布,市场对金融数据整体反应不大,当日因央行重启买债预期升温,长端收益率普遍震荡下行,10Y国债活跃券收益率下行近1bp,10Y国开活跃券收益率下行2bp。

债市观点:经济预期修正下,债券收益率有望趋势性上行

对于股、债配置,我们维持观点:

- (1) 2025年下半年,经济增速或不会明显下行(已经进入第二次L型的一横);
- (2) 物价等结构性问题,有望趋势性好转;
- (3) 股债配置继续切换:债券收益率、股市有望持续上行。

风险提示:政策变化超预期;经济变化超预期。

【金融工程】基于港交所CCASS数据的港股投资策略——开源量化评论(112)-20250914

魏建榕(分析师)证书编号:S0790519120001|傅开波(分析师)证书编号:S0790520090003

香港交易所托管明细数据CCASS:颗粒度细,蕴含丰富信息增益

港股通托管格局高度集中。前三大经纪商合计持仓市值占比已达 54.8%。经纪商持仓市值与换手率呈显著负相关（Spearman 秩相关系数-0.35）。由于大市值经纪商参与者众多，其中不乏长线配置的大资金，从换手率的角度来看普遍低于小市值经纪商。中小经纪商虽然整体投资市值小，但其中的港股持仓变动大，部分聪明投资者在其中的资金动向能提供新的 alpha 视角。

单一经纪商的港股配置能力比较：全行业及单一行业内，不乏优异经纪商

全样本：419 家经纪商（含公募基金及主动权益）的超额夏普比率与经纪商持仓总市值呈显著分化：大市值机构中，仅“沪市港股通”凭借 1.44 的超额夏普比率跻身第一梯队，位列第 11。当限制股票数量为 30 只后，整体绩效的超额年化收益率均有一定程度的提高，辉立证券的超额年化收益率提升至 13.8%，耀才证券国际提升至 10.4%，沪市港股通提升至 11.4%。

金融业：港股通（沪市港股通+深市港股通）显著优于行业平均。晋亿证券，年化超额 9.5%，超额夏普比率 1.82，月度胜率近 70%。

工业：花旗银行和中国银行在大经纪商中表现较优。中小型经纪商中华侨永亨银行，年化超额 17.4%，超额夏普比率 2.05。

非必需性消费：整体超额夏普比率普遍不高。第一证券（香港）以 18.4% 的年化超额和 1.07 的超额夏普比率位列榜首。

资讯科技业：盈透证券香港以 11.5% 的年化超额和 1.31 的夏普比率稳居榜首。

医疗保健：整体超额夏普比率普遍低于 1，尚无单一机构突破该阈值。中小规模机构中，国元证券经纪（香港）表现较好，以 15.9% 的年化超额收益率领跑。

后视镜视角下的绩优经纪商策略（经纪商数量=10，股票数量=20）

全样本：大市值经纪商中仅沪市港股通一席入选，其余均为中小机构。组合年化超额收益 19.7%，超额夏普比率高 2.56，月度胜率 73.5%，最大回撤 6.5%。

金融业：年化超额收益 8.2%、1.91 的超额夏普比率；工业：年化超额收益 17.6%、超额夏普比率 2.13；资讯科技业：年化超额收益 14.4%、超额夏普比率 1.71。医疗保健业：年化超额收益 29.2%、超额夏普比率 1.97。

带持仓相似度惩罚的港股量化模型

利用可观测信息的条件下，构建可落地的绩优经纪商优选+个股精选策略。模型同时优化两个目标：（1）预期组合夏普比率尽可能高；（2）纳入的经纪商，其历史持仓结构尽可能分散，以降低尾部风险与风格漂移。

全区间来看，策略实现年化超额 16.5%，超额夏普比率 1.13，最大回撤-15.2%。策略在港股牛市中的弹性和锐度更高（2020 年、2025 年以来），表明优选的绩优经纪商在港股牛市中的选股弹性更大。全区间内的收益风险比显著优于恒生指数，为后续产品化落地提供了可参考的量化框架。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】固态电池板块的资金行为监测——金融工程定期-20250912

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 王志豪（分析师）证书编号：S0790522070003

放量上涨的固态电池指数

固态电池是下一代能源存储技术的核心方向，其与传统液态锂电池的根本区别在于采用固态电解质替代液态电解质，这种结构变革带来了多重突破性优势，具有能量密度高、安全性更高等特征。万得固态电池概念指数（8841671.WI），涵盖：电解质、整包、材料等领域，成分股数量目前为 54 只。我们对固态电池板块的资金行为

进行全方位监测。

固态电池指数（8841671.WI）在 2025 年以来涨幅 52.46%，4 月 7 日以来涨幅 67.61%，广受市场资金关注。

固态电池板块资金动向

公募实时持仓：我们基于基金净值、持仓披露、调研行为等市场公开信息，对公募基金持仓进行了实时测算。测算结果显示，公募基金对固态电池板块配置仓位处于历史低位水平；

ETF 资金持仓：A 股指数投资的大时代正在到来。近年来，指数投资产品呈现供需两旺的繁荣气象，2025 年二季度末公募 ETF 基金总规模已突破 4.3 万亿元。测算结果显示，ETF 资金持仓占固态电池板块股票市值比例 6 月以来有所下滑；

两融余额动向：融资余额是指在融资融券交易中未偿还的融资总金额。一般认为，融资余额的增加，意味着投资者看多后市。测算结果显示：固态电池板块融资余额处于历史高位，融券处于较低水平。

筹码收益特征：筹码结构是对投资者在不同价格上资金持仓的估算，能够帮助我们推算资金的平均持仓成本。筹码收益衡量当前价格相对于历史筹码成本的收益率，即反映筹码的赚钱效应。我们的研究显示，当市场赚钱效应较好时筹码收益呈现动量效应，反之当市场赚钱效应较弱时筹码收益呈现反转效应。测算结果显示：固态电池板块当前赚钱效应 11.11%。

固态电池成分股资金行为解析

机构调研：2025 年以来，比亚迪、冠盛股份、恩捷股份等调研次数最多；

雪球大 V：9 月 1 日以来，先导智能、国轩高科、上海洗霸等受到关注最高；

主力资金：9 月 1 日以来，南都电源、中一科技、恩捷股份等流入最多；

龙虎榜：9 月 1 日以来，国轩高科、金龙羽、先导智能等曾出现在龙虎榜；

高频股东户数：金龙羽、科恒股份、诺德股份等股东户数增幅居前。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

行业公司

【商贸零售】高德扫街榜上线，真实数据重构线下信任格局——行业周报-20250914

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 姚慕宇（联系人）证书编号：S0790125040021

高德扫街榜上线，真实出行数据重构线下信任格局

9 月 10 日阿里旗下高德地图发布新产品“高德扫街榜”，为全球首个基于真实导航和出行行为打造的生活服务榜单，定位“线下生活服务超级入口”，助力高德从单一的导航平台向综合本地生活服务平台转型。体系下包括年度状元榜，也包括以餐饮为主的日更扫街榜，榜单以真实的脚步作为榜单参考，引入芝麻信用过滤虚假评论，强化可信度。此次高德扫街榜的推出为阿里继闪购切入即时零售、改写“到家”业务格局后，在“到店”场景的重要探索，依托十亿级用户与庞大真实出行数据，为用户提供了更高效的参考入口。榜单基于“行为+信用”给出真实反馈，引入芝麻信用过滤虚假评价，并以真实到访和出行路径作为排序信号，商家能够凭借产品力和口碑自然获得曝光，新店与小店因此获得更加公平的机会。年度榜单沉淀长期口碑，日更榜单捕捉即时热度，形成质量与时效的双重闭环。我们认为，随着十亿级用户出行数据与生活消费链路打通，高德有望重构行业打分信用体系，打破由美团大众点评长期主导的“到店”业务行业格局。

行业关键词：花西子、高德扫街榜、淘宝闪购、抖音双 11、美团小美等

【花西子】花西子布局护肤领域。

【高德扫街榜】高德地图上线“高德扫街榜”。

【淘宝闪购】天猫商家后台开放闪购签约。

【抖音双 11】抖音商城中秋&双 11 大促将于 9 月 16 日正式开启。

【美团小美】美团正式推出生活服务型 AI “小美”。

板块行情回顾

本周（9 月 8 日-9 月 12 日），商贸零售指数报收 2396.85 点，上涨 0.85%，跑输上证综指（本周上涨 1.52%）0.67 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 19 位。零售各细分板块中，本周超市板块涨幅最大，2025 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周三江购物（+33.4%）、新华百货（+14.7%）、汇嘉时代（+12.9%）涨幅靠前。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者深度洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基等，受益标的曼卡龙、莱百股份；

投资主线二（线下零售）：关注顺应趋势积极变革探索的零售企业（超市、百货、连锁），重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线三（化妆品）：关注具备差异化且能力持续迭代的优质国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、润本股份等，受益标的若羽臣等；

投资主线四（医美）：关注具备差异化管线的医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B 等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

【地产建筑】环保 REIT 单周表现优异，发行市场保持活跃——行业周报-20250914

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

环保 REIT 单周表现优异，发行市场保持活跃

2025 年第 37 周，中证 REITs（收盘）指数为 840.03，同比上涨 7.59%，环比下跌 0.84%，中证 REITs 全收益指数 1070.04，同比上涨 13.78%，环比下跌 0.78%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 6.39 亿份，同比增长 54.35%；成交额达 28.91 亿元，同比增长 75.11%；区间换手率 2.81%，同比持平。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为-0.64%、+0.16%、-0.51%、-1.81%、-0.57%、-0.33%、-0.27%；一月涨跌幅分别为-3.56%、-0.64%、-1.94%、-2.58%、-1.06%、-1.72%、+0.42%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

凯华夏凯德商业 REIT 正式发售，山证晋中公投瑞阳供热 REIT 正式申报

华夏凯德商业 REIT 于 2025 年 9 月 9 日正式发售，发售价格为 5.718 元/份，拟募资总额为 22.872 亿元。山证晋中公投—瑞阳供热 REIT 于 9 月 9 日申报至上交所，该项目为山西省首单申报至交易所的 REITs 项目。项目原始权益人为晋中市公用基础设施投资控股（集团）有限公司。山西瑞阳热电联产供热投资建设运营控股（集团）有限公司是晋中公投集团全资子公司，成立于 2008 年，经营范围包括热力生产和供应、余热发电关键技术研发等。

一周行情：环保 REITs 单周上涨 0.16%，单月累计下跌 0.64%

2025 年第 37 周，中证 REITs（收盘）指数为 840.03，同比上涨 7.59%，环比下跌 0.84%，2024 年年初至今累计上涨 11.05%，同期沪深 300 指数累计上涨 31.79%，累计超额收益-20.74%；中证 REITs 全收益指数 1070.04，同比上涨 13.78%，环比下跌 0.78%，2024 年年初至今累计上涨 24.17%，同期沪深 300 指数累计上涨 31.79%，累计超额收益-7.63%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为 -0.64%、+0.16%、-0.51%、-1.81%、-0.57%、-0.33%、-0.27%；一月涨跌幅分别为-3.56%、-0.64%、-1.94%、-2.58%、-1.06%、-1.72%、+0.42%。

一级跟踪：12 只 REITs 基金等待上市，发行市场保持活跃

2025 年第 37 周，共有 12 只 REITs 基金等待上市，本周山证晋中公投瑞阳供热封闭式基础设施证券投资基金首发申请已申报，华夏安博仓储物流封闭式基础设施证券投资基金、华夏中海商业资产封闭式基础设施证券投资基金申请已问询，发行市场保持活跃。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【地产建筑】新房成交面积同环比下降，主动适应城市发展阶段新变化——行业周报-20250914

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

核心观点：新房成交面积同环比下降，主动适应城市发展阶段新变化

本周我们跟踪的 68 城新房成交同环比下降，20 城二手房成交面积同比增长，环比增长。土地成交面积同比下降，溢价率环比增长。国内信用债发行规模同环比下降。本周住建部提出，希望国资央企牢固树立和践行人民城市理念，准确把握当前和今后一个时期城市工作的总体要求，主动适应城市发展阶段新变化，认真落实党中央关于城市工作的新部署，深入实施城市更新行动，推动构建房地产发展新模式。我们认为，在各项促进房地产市场止跌回稳政策作用下，今年以来我国房地产市场整体朝着止跌回稳的方向迈进，在止跌回稳的过程中，房价仍可能存在小幅度震荡，期待后续在政策作用下，房地产市场进一步稳定。在更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程，维持行业“看好”评级。

主动适应城市发展阶段新变化，鼓励采取市场化方式来盘活存量闲置土地

中央层面：住建部：中央企业有力支撑了城镇化建设、城市民生福祉改善、城市科技水平提升和人居领域对外开放合作，在助力城市发展方面成效显著，希望国资央企牢固树立和践行人民城市理念，准确把握当前和今后一个时期城市工作的总体要求，主动适应城市发展阶段新变化，认真落实党中央关于城市工作的新部署，深入实施城市更新行动，推动构建房地产发展新模式，打造“中国建造”升级版，走出一条中国特色城市现代化新路子。

地方层面：广东：确定广州、深圳为综合型模块化建筑试点城市，珠海、佛山、惠州、江门为生产型模块化建筑试点城市，试点期至 2028 年底。

市场端：土地成交面积同比下降，溢价率环比提升

销售端：根据房管局数据，2025 年第 37 周，全国 68 城商品住宅成交面积 172 万平方米，同比下降 5%，环比下降 1%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积已达 8408 万平方米，累计同比下降 10%。全国 20 城二手房成交面积为 185 万平方米，同比增速 2%，前值+7%；年初至今累计成交面积 7095 万平方米，同比增速 7%，前值+7%。

投资端：2025 年第 37 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 3101 万平方米，成交土地规划建筑面积 2000 万平方米，同比下降 15%，成交溢价率为 4.4%。一线城市成交土地规划建筑面积 104 万平方米，同比增加

71%；二线城市成交土地规划建筑面积 699 万平方米，同比增加 51%；三线城市成交土地规划建筑面积 1198 万平方米，同比下降 35%。

融资端：国内信用债发行规模环比下降

2025 年第 37 周，信用债发行 43.1 亿元，同比减少 34%，环比减少 44%，平均加权利率 2.57%，环比增加 45BP。信用债累计发行规模 2887.3 亿元，同比减少 6%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【煤炭开采】煤价于长协基准处再迎反弹，煤炭布局稳扎稳打——行业周报-20250914

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：动力煤价格于长协基准 675 元/吨处再迎反弹

动力煤方面：动力煤价格微涨，截至 9 月 12 日，秦港 Q5500 动力煤平仓价为 680 元/吨，环比上涨 1 元/吨，涨幅 0.15%；煤价在上冲 700 元之上之后回落至 675 元/吨出现止跌，然后再次反弹，其中 675 元/吨是年度长协价格计算公式的基准价。当前正处于夏季和秋季换挡期，后续金九银十的非电煤需求有望成为亮点。炼焦煤方面：截至 9 月 12 日，京唐港主焦煤报价 1540 元/吨，从七月初的 1230 元的底部反弹；焦煤期货反弹更为明显，从 6 月初的 719 元反弹至当前的 1145 元，累计涨幅达到 59.2%；炼焦煤价格随着动力煤价格的回调也出现一定程度的回落，但当前在 1540 元/吨位置得到明显支撑。

投资逻辑：动力煤和炼焦煤价格已到拐点右侧

动力煤属于政策煤种，我们判断价格仍将反弹修复至长协价格，近期已修复到过第二目标价之上，即地方国企长协实际成交价（700 元左右）之上，现货价格修复年度长协价，实际是大宗商品双轨制运行机制下的必选结果，长协本身作为优惠品种而与现货形成倒挂，会促使下游用户优先购买现货而暂缓购买长协，从而驱动现货的价格修复。未来我们仍旧看好动力煤现货价修复第三目标价之上，即达到“煤和火电企业”盈利均分位置（测算 2025 年是 750 元左右），对于煤价本轮上涨是否有顶部极值，则预测是电厂报表盈亏平衡线 860 元左右，可视为第四目标价。近期价格虽有调整，是因为夏季和秋季交替导致用电耗煤趋弱所致，后续金九银十非电煤有望接棒且促使价格再次上行，尤其是化工耗煤。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定，对于其目标价格可通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”作为参考，京唐港主焦煤现货与秦港动力煤的现货比值为 2.4 倍，则与动力煤第一、第二、第三、第四目标对应的炼焦煤目标价分别为 1608 元、1680 元、1800 元、2064 元。焦煤期货将修复与京唐港主焦煤现货的贴水。

投资建议：周期与红利双逻辑，四主线布局

煤炭股双逻辑之一：周期弹性。当前动力煤和炼焦煤价格仍处于历史低位，为反弹提供了空间。随着供给端“查超产”政策推动产量收缩，以及需求端“金九银十”旺季非电煤需求预期回暖，煤炭供需基本面有望持续改善，两类煤种价格均具备向上弹性。其中，动力煤有长协机制修复和“煤和火电企业盈利均分”的逻辑支撑；而炼焦煤因市场化程度更高，对供需变化更敏感，可能展现出更大的价格弹性。煤炭股双逻辑之二：稳健红利。从中报数据看，即便在 2025 年盈利整体承压的背景下，多数煤企依然保持了较高的股息率；尽管行业利润同比大幅下滑，并未动摇煤企分红意志，仍有 6 家上市煤企发布中期分红方案（中国神华/山西焦煤/陕西煤业/上海能源/兖矿能源/中煤能源），合计分红规模 241.3 亿元，基本延续了 2024 年中 7 家公司分红趋势，企业分红意愿与频次实现跨越式提升。资本市场在全球政经高度不确定以及国内稳经济的预期下，投资行为存在情绪上的脉冲，煤炭板块具备周期与红利的双重属性，当前煤炭持仓低位，基本面已到拐点右侧，已到布局时点。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，周期逻辑：动力煤的【晋控煤业、兖矿能源】，冶金煤的【平煤股份、淮北矿业、潞安环能】；主线二，红利逻辑：【中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业】；主线三，多元铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【新集能源、广汇能源】。

风险提示：经济增速下行风险，进口煤大增风险，可再生能源加速替代风险。

【建材】绿色转型加速供给格局升级，积极布局建材机会——行业周报-20250914

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

绿色转型加速供给格局升级，积极布局建材机会

2025年9月8日，湖北省正式印发《绿色建材产业提升三年行动方案（2025—2027年）》。该方案旨在通过一系列创新举措，推动全省建材行业向绿色化、智能化转型。方案明确将重塑产业结构作为未来三年的重点任务。传统建材将加速绿色升级：水泥领域推广低钙熟料、新型固碳胶凝材料等低碳水泥；玻璃领域推进向光电玻璃转型，发展轻质高透光伏玻璃、TCO玻璃等前沿产品；陶瓷领域则发展光伏配套屋面陶瓷瓦，并推广陶瓷生产应用3D打印技术。此外，湖北省创新性地建立了“链长+链主+链创”协同工作机制，以统筹传统建材、新型建材和智能建造三大板块发展，加速产业迈向高端化。消费建材板块推荐：三棵树（渠道下沉，零售扩张）、东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高）、坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，多元化扩张涂料、防水板块业务）等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到2025年底，水泥熟料产能控制在18亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰，水泥熟料单位产品综合能耗比2020年降低3.7%，预计会加快节能降碳与能用设备的迭代更新。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。“对等关税”有望利好在海外有生产基地的玻纤龙头择时提价，进而巩固玻纤盈利优势。玻纤板块推荐：中国巨石；受益标的：中材科技、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，药用玻璃板块推荐：力诺药包、山东药玻。

本周（2025年9月8日至9月12日）建筑材料指数上涨2.45%，沪深300指数上涨1.38%，建筑材料指数跑赢沪深300指数1.07pct。近三个月来，沪深300指数上涨15.83%，建筑材料指数上涨21.65%，建材板块跑赢沪深300指数5.83pct。近一年来，沪深300指数上涨43.14%，建筑材料指数上涨52.13%，建材板块跑赢沪深300指数9.00pct。

板块数据跟踪

水泥：截至9月12日，全国P.O42.5散装水泥平均价为275.03元/吨，环比上涨0.01%；水泥-煤炭价差为184.68元/吨，环比上涨0.72%；全国熟料库容比62.59%，环比下降0.79pct。

玻璃：截至9月12日，全国浮法玻璃现货均价为1202.33元/吨，环比上涨12.08元/吨，涨幅为1.01%；光伏玻璃均价为125.00元/重量箱，环比持平。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为13.02元/重量箱，环比下跌1.59%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为8.91元/重量箱，环比上涨0.91%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为11.44元/重量箱，环比上涨0.77%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为74.41元/重量箱，环比上涨0.01%。

玻璃纤维：截至9月12日，碱2400tex直接纱报3400-4000元/吨（个别厂报价较高），无碱2400texSMC纱报4400-5000元/吨，无碱2400tex喷射纱报5400-6500元/吨，无碱2400tex毡用合股纱报4400-5300元/吨，无碱2400tex板材纱报4600-5300元/吨，无碱2000tex热塑直接纱（普通级）报4100-4400元/吨。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至2025年9月12日，原油价格为67.81美元/桶，周环比上涨1.65%，较2025年年初下跌11.63%，同比下跌4.87%；沥青价格为4570元/吨，周环比持平，较2025年年初上涨2.93%，同比上涨4.58%；丙烯酸价格为6500元/吨，周环比下跌1.14%，较2025年年初下跌16.67%，同比上涨0.78%；钛白粉价格为13000元/吨，周环比下跌0.38%，较2025年年初下跌9.09%，同比下跌14.19%。

风险提示：房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【非银金融】蚂蚁、招行和零售型券商高增，行业马太效应加强——2025H1基金销售渠道数据点评-20250914

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

事件：近日，基金业协会披露 2025 上半年基金销售机构前 100 保有规模数据。

银行渠道发力股票指数，券商权益和非货份额提升，主动权益净赎回放缓

（1）前 100 家代销机构权益和非货保有环比增长。2025H1 末前 100 家代销机构权益/非货保有 5.14/10.20 万亿元，较年初+6%/+7%，占全市场保有比重分别为 61%/51%，较年初+0.09/+0.96pct，反映头部代销保有增速高于直销。前 100 代销机构股票指数类/主动权益类保有（权益-股票指数，下同）分别为 1.95/3.19 万亿，较年初+15%/+1%，指数产品增长驱动权益基金增长，主动权益微增。

（2）渠道份额来看，银行非货和权益均下降，三方非货上升、权益下降，券商非货和权益均上升，银行和三方发力场外指数基金驱动股票指数份额明显提升。（a）非货口径，银行/三方/券商份额为 43%/35%/20%，环比-1.2/+0.7/+0.5pct，银行份额延续下降，券商和三方份额有所增长。（b）权益口径，银行/三方/券商份额为 42%/29%/27%，环比-0.2/-0.05/+0.15pct。（c）股票型指数口径，银行/三方/券商份额为 14%/30%/55%，环比+2.4/+0.4/-2.3pct，银行份额增长明显，反映其在场外联接 ETF 产品上持续发力，三方增长主因蚂蚁。（d）主动权益口径，银行/三方/券商份额为 59%/28%/10%，环比+0.4/-0.4/-0.5pct，银行份额有所提升，三方和券商下降，核心是招商银行拉动。银行/三方/券商主动权益占权益比重为 88%/60%/23%，环比-3/-4/-2pct，各渠道主动权益占比下降、指数占比提升，代销机构数据来看，客户从主动权益迁移至被动指数的趋势仍在。（e）债基（非货-权益）口径，银行/三方/券商份额为 44%/41%/13%，环比-2.3/+1.4/+0.9pct。

（3）1-7 月主动权益净赎回趋势缓解，ETF 份额增速放缓。2025 年 7 月末，全市场权益/非货 AUM8.75/20.46 万亿，较年初+9.9%/+6.5%，我们测算主动权益/股票 ETF AUM5.65/3.10 万亿，较年初+11.3%/+7.5%，份额分别较年初-0.6%/-0.7%，主动权益净赎回程度较 2024 年明显缓解，ETF 份额增长较 2024 年放缓，1-7 月主动权益基金单位净值上涨 12%优于股票 ETF 的 8%。

蚂蚁基金份额全方位增长，招商银行主动权益表现亮眼，零售优势券商高增

（1）代销渠道竞争格局呈现头部集中趋势。2025H1 权益、非货 CR5 集中度分别为 44.2%/41.3%，环比+1.3/+0.2pct，股票型指数/主动权益 CR5 集中度分别为 41.0%/49.4%，环比+1.6/+2.1pct。

（2）银行渠道招商银行保持领先地位，权益/非货 AUM4920/10419 亿，环比+20%/+10%，股票型指数/主动权益 735/4185 亿，环比+26%/+19%，主动权益环比增速领跑银行渠道，预计长赢计划和启明星计划见效。此外，江苏银行/浙商银行非货环比+132%/+37%，农业银行股票指数环比+169%至 202 亿增速领先。

（3）三方渠道表现分化，TOP3 蚂蚁基金/天天基金/腾安基金权益 AUM8229/3496/824 亿，环比+11%/+0.1%/+9%，非货 AUM15675/6374/3277 亿，环比+8%/+11%/+10%。主动权益份额蚂蚁/天天/腾安基金为 13.6%/7.9%/1.6%，环比+0.3/-0.2/+0.03pct；股票型指数份额分别为 20.0%/4.9%/1.6%，环比+1.2/-0.5/+0.1pct。蚂蚁基金流量优势突出，全品类份额提升，指数类提升显著，天天基金非货份额提升，权益份额下降。以 B 端业务为主的基煜和汇成非货保有环比+30%/+12%，非货渠道份额 2.6%/1.3%，分别+0.5/+0.1pct，关注官方直销平台落地对 B 端代销业务的影响。

（4）券商渠道 TOP3 为中信证券、华泰证券和国泰海通，权益 AUM 为 1421/1266/978 亿，环比+5%/+5%/+78%（合并影响），非货 AUM 为 2397/1752/1605 亿，环比+15%/+5%/+77%。招商证券/中信建投/国信证券/方正证券权益 AUM838/773/671/296 亿，环比+20%/+26%/+21%/+20%增速相对领跑行业，或因市场交易活跃的环境以及其零售业务优势。

上半年代销渠道马太效应加剧，渠道降费改革有望重塑竞争格局

上半年渠道集中度提升趋势延续，头部机构排名稳定但在主动权益、股票指数和债基代销表现持续分化，反映资源投入、自身客群、营销策略的差异，招商银行主动权益份额高增，蚂蚁基金指数份额高增。9 月 5 日晚，

证监会修订发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》，2C 尾佣分成未变，主要针对前端中赎和 C 类份额销售服务费整改，实际让利给投资者。新规对于依赖前端申购费的银行和券商渠道影响较大，对于依赖份额销售服务费的三方渠道有一定影响，政策旨在改变渠道“重首发，轻持营”，预计将对渠道生态以及竞争格局进一步重塑。长期看，我国大财富管理行业空间广阔，头部机构有望保持领先优势，渠道端推荐东方财富与头部券商，产品端推荐参控股优质公募基金的广发证券、东方证券。推荐财富管理优势突出的中信证券，华泰证券，中金公司。

风险提示：市场波动风险；行业竞争加剧。

【化工】2025 年 8 月 PPI 环比持平，环氧氯丙烷供给偏紧，价格上行——化工行业周报-20250914

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 蒋跨越（分析师）证书编号：S0790523120001 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001

本周行业观点 1：2025 年 8 月 PPI 环比持平，本轮 PPI 同比增速拐点或确认

2025 年 8 月 PPI 环比持平，本轮 PPI 同比增速拐点或确认。根据国家统计局数据，2025 年 8 月国内 PPI 同比同比-2.9%，前值-3.6%；环比 0%，前值-0.2%，年内 PPI 首次环比脱离负值。7 月 1 日中央财经委会议召开后，“反内卷”政策推动煤炭、钢材、光伏、锂电产业链等相关行业的价格显著回升；7 月 30 日中共中央政治局会议指出要纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化，依法依规治理企业无序竞争，推进重点行业产能治理，规范地方招商引资行为，持续利好相关行业供给过剩情况改善；叠加 2024 年同期对比基数走低，2025 年 8 月 PPI 同比跌幅降低 0.7pcts，PPI 同比增速拐点初现。我们认为，未来伴随“反内卷”政策持续发酵，国内化工行业作为上游行业或将快速响应落后产能出清及优化市场竞争秩序等政策，先行扭转供求失衡格局，行业内企业盈利能力或将逐步修复。

本周行业观点 2：环氧氯丙烷供给偏紧，价格上行

据百川盈孚数据，截止到 9 月 11 日，环氧氯丙烷市场均价为 13000 元/吨，较上周（9 月 4 日）市场均价上涨 800 元/吨，涨幅为 6.56%。当前浙江、福建、湖北地区有环氧氯丙烷厂家停车中，河北及广西地区个别前期停车检修装置恢复运行，但对市场影响不大，本周环氧氯丙烷市场货源供应仍处于偏紧状态，利好企业出货。预计未来环氧氯丙烷成本上涨，环氧氯丙烷价格上调，利润有提升表现。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【铬盐】振华股份；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云天化、川恒股份、苏利股份、湖北宜化等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】博源化工、三友化工等；【其他】黑猫股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺、恒逸石化、华鼎股份等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、湖北宜化等；【硅】新安股份；【氯碱行业】中泰化学、新疆天业等；【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】卓越新能、万凯新材、华谊集团、中触媒、光华科技等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注 1。

【食品饮料】白酒底部等待回暖，西麦食养赛道可期——行业周报-20250914

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

核心观点：白酒基本面逐渐稳定，健康营养孕育西麦第二增长曲线

9月8日-9月12日，食品饮料指数涨幅为1.1%，一级子行业排名第17，跑输沪深300约0.3pct，子行业中肉制品（+3.0%）、白酒（+1.7%）、预加工食品（+0.4%）表现相对领先。白酒当前仍处于需求压力阶段，临近双节，飞天茅台批价仍有小幅下跌，侧面验证终端需求压力，预计今年中秋节白酒市场难有亮眼表现。但茅台酒8月底至今终端动销情况环比有所好转，叠加部分酒企也有反馈8月终端开瓶率有向好迹象，我们认为白酒基本面底部已经渐行渐近。随着时间推移，预计禁酒令纠偏不会持续太久，并且国家大型基建项目的落地将带动经济活跃度提升，后续白酒基本面大概率呈现平稳向上的态势。从供给端来看行业也在发生积极变化。一方面行业加速出清，部分酒企已步入报表出清节奏，风险释放有利于后续回暖；另一方面酒厂也在推出新品以适应新时代发展，比如五粮液推出29度“一见倾心”低度酒获取年轻客群；珍酒推出新品大珍，酒鬼酒推联名产品“自由爱”等。后续建议白酒关注范围可扩散至三条线：一是全国化次高端回补，如舍得酒业、山西汾酒等；二是区域龙头，如古井贡酒、今世缘等；三是高端酒的估值修复股息率优势等，如泸州老窖、贵州茅台等。当前药食同源市场有显著增长态势，发酵类药食同源产品成为潜力赛道，推动行业向“传统+科技”融合转型。消费者需求转向“真材实料、科学配方、道地原料”，且“发酵技术”“精准制肽”等科技手段加速应用，行业正从粗放增长向精细化、科技化升级，具备技术、原料、品牌优势的企业将成龙头。而西麦食品抓住药食同源赛道，以“西麦食养”为品牌进行新品布局，目前推出燕窝杏仁、人参石斛、黄芪山药、红参阿胶等多种口味重调粉剂产品，主要定位30-50岁亚健康、白领、银发等有消费能力人群。同时也在聚焦布局于减肥及发酵健康产品。公司燕麦主业成长性稳定，同时原材料成本下降趋势有望延续至2027年，业绩将保持较快增速；此外公司加速落地大健康板块业务，药食同源粉类产品上市后销售较好，减肥类健康产品估计也即将上市，未来大健康将成为公司重要的新增曲线，可重点关注。

推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、万辰集团、百润股份

（1）贵州茅台：短期白酒需求下移，但公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。（2）山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。（3）西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。（4）万辰集团：量贩零食业态持续渗透，门店数量持续扩张。同时拓展折扣超市新店型，选品新增冻品、潮玩、日用品等，聚焦年轻消费者目标人群，有望助力公司延续高成长。（5）百润股份：预调酒处于改善趋势当中，威士忌已实现较好铺货，建议关注后续公司鸡尾酒回款改善和新品催化逻辑。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【计算机】周观点：国产AI算力迎来黄金发展期——行业周报-20250914

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2025.9.8-2025.9.12），沪深300指数上涨1.38%，计算机指数上涨3.37%。

周观点：国产AI算力迎来黄金发展期

（1）国内以阿里、腾讯为代表的互联网厂商资本开支持续高增长

从公布的2025Q2业绩来看，阿里、腾讯等厂商资本开支持续高增长，并且指引乐观。2025年第二季度阿里云收入333.98亿元，分部收入及来自外部客户的收入均实现26%的超预期同比增长，增速创三年新高，尤其AI相关产品收入连续八个季度实现三位数的同比增长；资本性支出达到386.76亿元，同比增长220%。公司在业绩会上表示，未来三年公司将按计划和预期推进3800亿元的资本支出。腾讯2025年二季度金融科技及企业服务（含云业务）收入555.36亿元，单季度资本开支191亿元，同比提升119%。

（2）国产AI芯迅速崛起，有望逐渐成为国内算力需求的主流选择

一方面，以寒武纪、海光信息、芯原股份为代表的国产AI芯片厂商业绩及订单表现亮眼。芯原股份近期公告，截至2025年第二季度末，其在手订单金额为30.25亿元，已连续七个季度保持高位，创公司历史新高。2025年7月请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

月1日至2025年9月11日，公司新签订单12.05亿元，较2024Q3全期大幅增长85.88%，新签订单已创历史新高，其中AI算力相关的订单占比约64%。此外，寒武纪2025Q2单季度收入和利润增速分别为4425.01%、324.97%，海光信息2025Q2单季度收入和利润增速分别为41.15%、23.14%，均实现高速增长，充分彰显国产算力需求旺盛。

另一方面，百度与阿里巴巴已逐步将自主研发的芯片应用于AI模型训练，部分替代了国外产品。其中，百度正在测试昆仑芯P800芯片，用于训练新版文心大模型。并且昆仑芯并不仅限于百度自用，8月21日，昆仑芯官方发布消息称，其产品在中国移动2025年至2026年人工智能通用计算设备（推理型）集中采购项目中表现亮眼，此次集采聚焦“类CUDA生态”及“CANN生态”的AI计算设备，昆仑芯基于自主技术的AI服务器在“类CUDA生态”标段中脱颖而出，在标包1、标包2、标包3中分别斩获70%、70%、100%的份额，三个标包均位列第一，中标规模达十亿级。

投资建议

寒武纪、海光信息等国产AI芯片厂商业绩及订单表现亮眼，百度与阿里巴巴已逐步将自主研发的芯片应用于AI模型训练，部分替代了国外产品，我们高度看好国产算力投资机会。重点推荐海光信息、中科曙光、淳中科技、浪潮信息、神州数码、软通动力、中国软件国际等，受益标的包括寒武纪、芯原股份、博杰股份、普天科技、慧博云通、紫光股份、工业富联、景嘉微、远东股份、云赛智联、拓维信息、广电运通、烽火通信等。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【医药】创新药行业进入快速成长期，关注未来6-12个月投资机会——行业周报-20250914

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 汪晋（分析师）证书编号：S0790525060003

Biotech收入整体维持稳定增长，净亏损呈现快速收窄趋势

2025H132家中国Biotech企业实现营收463.56亿元，同比增长17.97%。龙头Biotech企业已实现多产品线或国际化布局，整体收入维持稳定高增；部分中小型Biotech公司凭借其核心产品，收入快速增长。2025H1中国Biotech企业净利润维持亏损状态，但整体延续快速收窄趋势；部分公司已出现扭亏，整体呈现积极信号。其中，百济神州实现归母净利润4.50亿元，首度扭亏为盈；信达生物实现归母净利润8.34亿元，延续盈利趋势。

中国创新药资产迎来出海浪潮，BD交易总金额持续刷新纪录

随着中国创新药企研发实力的显著提升，近几年来中国创新药资产的价值逐渐得到全球认可，出海授权交易成为中国医药产业参与全球竞争、实现产业升级的重要路径，中国创新药资产正以前所未有的速度和规模涌入跨国药企的研发管线。根据Insight数据统计，中国创新药资产出海授权交易的首付款与总交易额已从2020年的8.7/99.4亿美元快速提升至2024年的49.4/561.2亿美元；2025H1延续趋势，仅半年时间总交易额已达到635.5亿美元，超过2024全年水平，占比全球licenseout交易总额的40%左右。

根据《China's increasing flow of innovative assets into big pharma R&D pipelines》数据，2020-2025H1全球11家MNC购买中国资产的总金额已接近1000亿美元，包括约110亿美元首付款；其中，BMS、AZ、Merck与Novartis对中国资产的交易相对更加积极。MNC购买的中国资产技术形式多样，包括ADC、双抗、TCE、CAR-T等，适应症涵盖肿瘤、自免、代谢等多个赛道。

关注未来6-12个月多个创新药大赛道的投资机会

未来6-12个月，我们建议关注包括下一代IO、减重、小核酸等在内的市场空间较大的7个创新药赛道。这些领域正在发生着积极变化或在短期内有望迎来价值拐点，国内相关公司亦在积极布局，甚至在某些领域做到了全球领先。

推荐标的

推荐标的：制药及生物制品：恒瑞医药、华东医药、三生制药、联邦制药、人福医药、恩华药业、信达生物、再鼎医药、百利天恒、泽璟制药-U、诺诚健华、科伦博泰生物-B、三生国健、康诺亚-B、一品红、海思科、艾力斯、艾迪药业、和黄医药、京新药业、健康元；CXO：药明康德、药明合联、药明生物、美迪西、博腾股份、普蕊斯；科研服务：皓元医药、百普赛斯、毕得医药、昊帆生物、药康生物、奥浦迈；中药：东阿阿胶、众生药业、江中药业、天士力、济川药业、羚锐制药、悦康药业、方盛制药、佐力药业；原料药：普洛药业、健友股份、华海药业、奥锐特、博瑞医药；医疗器械：迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜、英科医疗、万孚生物、可孚医疗、圣湘生物、康拓医疗；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、海吉亚医疗、锦欣生殖；零售药店：益丰药房。

风险提示：药物临床研发失败、药物安全性风险、行业竞争格局恶化等。

【农林牧渔】政策持续推动生猪产能去化落地，生猪板块具备持续上行动力——行业周报-20250914

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

周观察：政策持续推动生猪产能去化落地，生猪板块具备持续上行动力

政策持续推动生猪产能去化落地，猪价短期偏弱或渐至尾声。据涌益咨询，截至2025年9月12日，全国生猪均价13.35元/公斤，周环比-0.35元/公斤，同比-6.13元/公斤。截至2025年9月11日，涌益样本生猪出栏均重128.32公斤/头，周环比+0.09公斤/头，同比+2.05公斤/头，150kg肥猪较120kg标猪溢价0.26元/公斤（周环比-0.12元/公斤）。受集团降重出栏、疫情及散户恐慌等因素影响，9月初以来猪价进一步下行，但当前猪价已因供给前置降至年内低点，后市进一步下行空间或有限，且天气转凉猪肉消费提升对猪价形成支撑。此外政策端持续发力，2025年9月16日农业农村部联合发改委将再次召开座谈会推动生猪产能调控落实落地，生猪板块能繁去化逻辑持续强化。

8月猪价同比下行对CPI拖累加重，2025Q4猪价或环比上行。据国家统计局，2025年8月CPI同比下降0.4%，其中猪肉价格同比-16.1%，影响CPI下降约0.24个百分点，生猪供给压力持续前置释放，2025Q4猪价或环比上行。

牛肉价格中枢持续上移，牛周期景气度延续。截至2025年9月12日，我国牛肉批发价65.68元/公斤，较8月同期环比+1.85%，同比+5.61%。Mysteel样本2025年7月肉牛存栏环比+0.14%，存栏缓慢恢复。9月12日犊牛价格32.44元/公斤，同比+34.55%，持续上行创2024年以来新高。犊牛及牛肉价格中枢持续抬升，肉牛存栏恢复缓慢，牛周期景气度具有较强持续性。

周观点：生猪投资逻辑边际改善，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

基本面政策面双轮驱动 2025H2 猪价环比上行，生猪投资逻辑边际改善。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料板块国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。推荐：海大集团、新希望等。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。推荐：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

本周市场表现（9.1-9.5）：农业跑输大盘0.14个百分点

本周上证指数下跌1.18%，农业指数下跌1.32%，跑输大盘0.15个百分点。子板块来看，宠物食品板块领涨。个股来看，粤桂股份（+13.19%）、宏辉果蔬（+9.23%）、晓鸣股份（+7.09%）领涨。

本周价格跟踪（9.1-9.5）：本周黄羽鸡、牛肉等农产品价格环比上涨

9月5日全国外三元生猪均价为13.77元/kg，较上周上涨0.11元/kg；仔猪均价为25.4元/kg，较上周下跌1.74

元/kg；白条肉均价 18.15 元/kg，较上周上涨 0.17 元/kg。9 月 5 日猪料比价为 4.12:1。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【公用事业】中国聚变抢抓聚变发展机遇，Astrol 获脉冲电源订单——行业周报-20250914

周磊（分析师）证书编号：S0790524090002 | 黄懿轩（联系人）证书编号：S0790125070014

板块回顾：多数细分环节的市场表现较好，个股涨多跌少

本周（9 月 8 日至 9 月 12 日）可控核聚变板块下，多数细分环节的市场表现较好，个股涨多跌少。具体来看，国光电气（+17.6%）、合锻智能（+10.6%）、永鼎股份（+10.0%）涨幅居前；广大特材（-4.3%）、辰光医疗（-3.7%）、国力电子（-1.7%）跌幅居前。细分环节来看，可控核聚变板块下各环节本周均上涨，其中上游金属材料（+4.8%）、微波和电源器件（+3.1%）、其他设备或部件（+2.0%）涨幅居前，磁体（+0.9%）涨幅较小。

行业动态：中国聚变抢抓聚变发展机遇；BEST 装置招标有序推进

发改委、能源局发布《关于推进“人工智能+”能源高质量发展的实施意见》，提出人工智能在核电等八大能源领域的应用场景，其中人工智能+核电典型应用场景包含可控核聚变智能控制。中核集团在成都组织召开中国聚变规划座谈会，会议要求中国聚变要坚持核能发展的一般规律，发挥新型举国体制优势，抢抓聚变发展机遇。聚变新能发布 BEST 装置 PF 磁体研制采购项目，项目内容为 7 套 PF 磁体；西部超导中标聚变新能 Nb3Sn 超导线采购项目，中标金额 4905 万元。

个股动态：赛晶科技子公司 Astrol 获核聚变脉冲电源订单

赛晶科技宣布子公司 Astrol 与核聚变领域的一家创新企业开启新合作，该客户将采用 Astrol 公司的功率开关解决方案。截至目前，Astrol 公司已经累计为高能粒子研究、脉冲实验室等超过 80 个各类项目提供了脉冲功率开关产品和方案，其中包括了 TriAlphaEnergy（2017 年），以及另一家客户（2022 年）在可控核聚变领域的项目。Astrol 公司以快速晶闸管、IGBT、IGCT 等不同功率半导体器件作为核心，开发出多个系列的功率开关产品，全面覆盖各类核聚变技术方案。

本周观点：装置研发建设稳步推进，订单持续释放，看好板块景气度上行

核聚变装置研发建设稳步推进，订单持续释放，看好核聚变板块景气度上行，关注磁体、主机和电源等核心部件。受益标的：（1）磁体环节：西部超导（低温超导线材）、永鼎股份（高温超导带材）、上海超导（高温超导带材）、联创光电（高温超导磁体服务）等；（2）真空室和堆内构件：合锻智能（真空室、第一壁、包层和偏滤器）、国光电气（第一壁、包层和偏滤器）、安泰科技（第一壁、包层和偏滤器）等；（3）电源总成：英杰电气（磁体电源和 PSM 电源）、爱科赛博（磁体电源和 PSM 电源）、四创电子（PSM 电源）、新风光（磁体电源）、赛晶科技 H（脉冲电源）等；（4）微波和电源器件：旭光电子（真空脉冲功率器件等）、国力股份（氦闸流管、回旋管、速调管）、宏微科技（IGBT）、王子新材（电容）等；（5）燃料增殖和循环：国光电气（氦工厂）等；（6）检测设备：皖仪科技（氦检漏、真空检漏）等。

风险提示：商业化进度不及预期、资金投入不及预期、技术路线变化风险。

【银行】存款非银化延续，贷款投放或“价在量先”——8 月金融数据点评-20250914

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 朱晓云（分析师）证书编号：S0790524070010

M2-M1 剪刀差持续收窄，存款非银化趋势延续

8 月 M1、M2 同比增速分别为 6.00%（环比+0.4pct）、8.80%（环比持平），M2-M1 剪刀差延续收窄。8 月人民币存款同比少增 1600 亿元，居民存款和财政存款分别同比少增 6000 亿元和 3687 亿元，非银存款同比多增 3090 亿元，存款非银化趋势延续。2022-2023 年银行吸收的高息定存到期后一方面分流至理财、保险等资管产品，资管

产品投资银行同业存款，另一方面股市赚钱效应带动居民资金入市，沉淀第三方存管存款。此外，存款非银化或重塑银行间流动性格局，表现为小行居民定期存款转化为大行非银存款，大行流动性更充裕，但负债稳定性弱化。

社融：存量增速环比下降，政府债和人民币贷款形成拖累

8月社融新增2.57万亿元，同比少增4630亿元，存量增速为8.8%（环比-0.2pct）。（1）贷款：人民币贷款（社融口径）当月新增6233亿元，同比少增4178亿元。（2）表外三项：信托贷款同比少增134亿元；8月末1M国股银票转贴现利率快速上行，反映银行收票力度减弱，未贴现银行承兑汇票当月增加1974亿元，同比多增1323亿元。（3）直接融资：8月新增政府债规模1.37万亿元，同比少增2519亿元，主要源于2025年政府债发行节奏与2024年错位，政府债高基数效应对社融拖累或延续至年末；企业债同比少增360亿元，或源于债市利率上行，发债成本抬升；非金融企业境内股票融资同比多增325亿元。

人民币贷款：价在量先，银行贷款投放更注重量价平衡

8月人民币贷款（金融数据口径）新增5900亿元，同比少增3100亿元，对公居民贷款双双走弱，分别同比少增2500亿元和1597亿元。

1、企业：总量欠佳，结构优化，短贷对票据形成一定替代。（1）中长贷：8月新增4700亿元，同比少增200亿元，化债对企业中长贷拖累减弱。（2）短贷层面，8月制造业PMI边际回升，经济景气度弱修复，对公短期贷款增长700亿元，是近五年来同期首次正增长，环比增加6200亿元，同比多增2600亿元；（3）一般性贷款增长不佳的情况下，银行并未选择通过低收益票据融资冲量，盈利导向更强，票据融资同比少增4920亿元，为对公贷款主要拖累项。2、居民：短贷和中长贷均同比少增，后续观察政策对居民信用的提振效果。8月居民贷款同比少增1597亿元。8月为地产销售淡季，中长贷当月新增200亿元，同比少增1000亿元；短贷当月新增105亿元，同比少增611亿元，消费贷定价下限锁定后，银行以价换量行为减弱。后续伴随消费贷经营贷财政贴息政策落地，叠加上海深圳等一线城市房地产限购政策放松，或能提升居民部门加杠杆意愿。

投资建议

我们预计9月信贷节奏有所恢复，或有一定企业短贷冲量。从资金属性、竞争格局、安全边际、红利策略四维筛选银行股，受益标的农业银行、招商银行、中信银行、兴业银行、北京银行、江苏银行、杭州银行、成都银行、渝农商行等。

风险提示：宏观经济增速不及预期；银行转型不及预期。

【通信】光博会总结：硅光时代龙头优势凸显，OCS/空芯光纤/薄膜铌酸锂/CPO等新技术孕育新机会——行业周报-20250914

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

硅光子时代龙头竞争优势凸显，众多新技术孕育新机会

第26届中国国际光电博览会（CIOE2025）于2025年9月10-12日在深圳国际会展中心举办，总结来看，随着AI算力需求发展，光通信产业景气度持续提升，光通信网络持续迭代升级，其中硅光技术加速落地，成为1.6T高速光模块主流方案，同时OCS/空芯光纤/薄膜铌酸锂/CPO等产业技术方向关注度及成熟度不断提升：（1）1.6T放量在即，众多厂商积极布局3.2T技术：800G成为主流，海外1.6T放量在即，厂商加重光通信业务布局，部分头部厂商已布局相关3.2T技术。（2）硅光光模块成为1.6T主流方案，OCS/CPO/薄膜铌酸锂/相干等新技术逐步发展：头部厂商积极布局下一代光通信方案，硅光产业加速发展，CPO/OCS/薄膜铌酸锂等市场关注度及成熟度不断提升。（3）光电芯片及无源器件持续放量，空芯光纤市场关注度提升：光模块配套无源器件加速放量，重视激光器及光电器件产业发展，空芯光纤市场关注度进一步提升。我们认为，在高速硅光子时代，光模块龙头的竞争优势和竞争地位或将持续凸显，CW激光器及部分无源器件需求或将持续提升，同时OCS/空芯光纤/薄膜铌酸锂/CPO

等多条新技术并行演绎，有望孕育着新的市场投资机会。

800G 成主流，1.6T 放量在即，CW 激光器需求提升，单波 200G 方案推出

在 AI 驱动下，从芯片到光模块持续向高速率方向迭代升级，2025 年 800G 光模块已成为主流，我们判断 1.6T 即将放量。在本次展会上，以中际旭创、新易盛、华工正源、光迅科技、Coherent 等为代表的企业展示了 800G 和 1.6T 光模块；华工正源现场展示第二代单波 400G 光引擎；以长光华芯、仕佳光子、索尔思光电等为代表的企业展示了单波 200G 方案的芯片以及不同速率的芯片产品。

硅光技术成 1.6T 光模块主流，OCS/CPO/薄膜铌酸锂等技术快速发展

本次展会硅光技术成熟度和市场关注度显著提升，以旭创科技、熹联光芯、SiFotonics、炬光科技、光库科技等为代表的企业均积极推出硅光产品，包括 400G/800G/1.6T 硅光模块、单波 200G 硅光芯片等，硅光已经成为各大企业争布局的新技术方向；在 CPO/薄膜铌酸锂/OCS 等方面，以光库科技、熹联光芯、铌奥光电等为代表的企业也在积极布局投入，推出多款基于新技术的产品，有望成为未来断的技术演进方向。

推荐标的：中际旭创、新易盛、天孚通信、英维克、中天科技、亨通光电；受益标的：华工科技、光迅科技、源杰科技、长光华芯、仕佳光子、光库科技、腾景科技、炬光科技、长飞光纤、长芯博创、太辰光、致尚科技、剑桥科技、联特科技、汇绿生态、德科立、杰普特等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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

¹ 根据新凤鸣 2025 年半年报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 4.78% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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