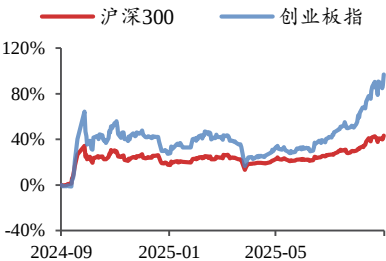


2025 年 09 月 12 日

开源晨会 0912

——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(%)
通信	7.393
电子	5.956
计算机	3.715
农林牧渔	2.743
非银金融	2.615

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
纺织服饰	0.137
石油石化	0.201
社会服务	0.221
交通运输	0.24
医药生物	0.249

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【策略】港股补涨契机中的资产掘金机会——投资策略专题-20250910

自 2025 年“对等关税”冲击至今，港股呈现“健康的”温和震荡上行行情，但相较 A 股的相对收益明显趋弱，核心或在于以下三方面原因：（1）8 月金管局持续收紧资金面，3 个月 HIBOR 由 2025 年 08 月初的 1.62% 升至月末的 3.30%，上行约 168bp，1 个月 HIBOR 则由 0.99% 升至 3.30%，上行约 230bp，直接压制部分杠杆资金的融资成本；（2）海外 7 月降息预期落空，美联储宽松预期推迟至 9 月，6 月非农就业整体仍显韧性，失业率下行强化了“经济尚未显著转弱”的判断，导致降息交易回撤，美债利率上行，全球流动性改善节奏推迟；（3）以“美团、阿里和京东”为代表的互联网电商平台内卷式竞争加剧压制盈利预期，而 A 股凭借 AI 等产业链与核心宽基的赚钱效应快速扩散，形成流动性驱动的行​​情，进一步放大了港股与 A 股之间的表现差距。

【固定收益】8 月进出口同比均增长，外贸结构持续优化——2025 年 8 月进出口数据点评-20250911

海关总署公布 2025 年 8 月进出口商品统计快讯，按美元计价，我国进口同比+1.3%（前值为+4.1%，下同），环比-1.8%(+6.2%)；出口同比+4.4%(+7.2%)，环比+0.01%(-1.0%)；贸易顺差同比+11.8%(+14.9%)，环比+4.2%(-14.3%)。

进口：8 月进口金额处于近五年同期中游，进口同比延续增长

出口：8 月出口金额处于近五年同期高位，3 月至今出口同比均保持增长

市场：债市整体偏弱震荡

债市观点：经济预期修正下，债券收益率有望趋势性上行

行业公司

【通信】Rubin CPX 或大幅提升光模块和液冷需求——行业点评报告-20250911

【光模块】推荐标的：中际旭创、新易盛，受益标的：华工科技、光迅科技、东山精密、长芯博创等；【液冷】推荐标的：英维克；受益标的：科华数据、申菱环境、同飞股份、东阳光等；【OCS】受益标的：光库科技、腾景科技、炬光科技等；

【硅光 CW 光源&光器件等】推荐标的：天孚通信，受益标的：源杰科技、仕佳光子、长光华芯、太辰光、致尚科技等；【空芯光纤】推荐标的：中天科技、亨通光电；受益标的：长飞光纤等；【AI 芯片&服务器电源】推荐标的：中兴通讯等；受益标的：寒武纪、海光信息等；【交换机】推荐标的：中兴通讯、紫光股份、盛科通信等；【AIDC&HVDC&柴油发电机】推荐标的：光环新网、奥飞数据、新意向集团、润泽科技。

研报摘要

总量研究

【策略】港股补涨契机中的资产掘金机会——投资策略专题-20250910

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

港股补涨的背景与逻辑

自 2025 年“对等关税”冲击至今，港股呈现“健康的”温和震荡上行行情，但相较 A 股的相对收益明显趋弱，核心或在于以下三方面原因：（1）8 月金管局持续收紧资金面，3 个月 HIBOR 由 2025 年 08 月初的 1.62% 升至月末的 3.30%，上行约 168bp，1 个月 HIBOR 则由 0.99% 升至 3.30%，上行约 230bp，直接压制部分杠杆资金的融资成本；（2）海外 7 月降息预期落空，美联储宽松预期推迟至 9 月，6 月非农就业整体仍显韧性，失业率下行强化了“经济尚未显著转弱”的判断，导致降息交易回撤，美债利率上行，全球流动性改善节奏推迟；（3）以“美团、阿里和京东”为代表的互联网电商平台内卷式竞争加剧压制盈利预期，而 A 股凭借 AI 等产业链与核心宽基的赚钱效应快速扩散，形成流动性驱动的行市，进一步放大了港股与 A 股之间的表现差距。

港股相对 A 股补涨的契机或到来

当前 A 股逐步进入上涨后的估值消化阶段，港股的相对优势开始逐步凸显：

（1）从流动性角度看，杰克逊霍尔会议上鲍威尔释放了更偏鸽派的信号，显示货币政策可能进入宽松周期，叠加非农数据大幅下修（截至 2025 年 3 月的一年间非农就业人数下调 91.1 万），强化了市场对美联储降息的预期。降息交易升温的背景下，全球投资者或将重新评估各市场的相对吸引力，若部分资金流入港股，或对港股估值形成支撑。

（2）从产业投资与赚钱效应角度看，资金正在寻找 AI 硬件与应用的“出口”，而港股互联网板块正处于潜在受益位置。阿里巴巴持续加大对 AI 芯片的自研投入，强化在核心算力环节的话语权；与此同时，海外甲骨文在盘后公布的 AI 云业务指引超预期，其 2026 财年一季度剩余履约义务总额高达 4550 亿美元，同比大幅增长 359%，不仅体现了全球客户在 AI 与云服务方面的需求增加，也显示了头部科技企业在合同执行与未来收入来源上的强劲确定性。这一趋势印证了 AI 驱动的新一轮科技周期已进入兑现阶段。结合潜在的 AI 应用端叙事，港股互联网正逐渐具备资金吸引力，有望成为下一阶段配置的重点方向。

投资建议：重视港股互联网

随着 A 股进入估值消化阶段，美联储宽松预期升温为港股估值提供边际支撑，港股优质资产的相对优势有望逐步显现。其中，港股互联网板块具备两大亮点：其一，自研 AI 芯片与云业务扩张不断强化业绩确定性；其二，当前估值处于修复区间，具备吸引增量资金的潜力。在此基础上，港股整体估值极低、资产质量优良，同时企业分红和回购力度增强，叠加外部流动性环境逐步宽松，主动外资有望开始转为流入。建议在这一阶段重视港股互联网、港股消费、医药以及弹性较强的非银金融板块，把握盈利弹性与估值修复带来的双重收益空间。

风险提示：美联储降息不及预期；AI 应用公司业绩增速不及预期；历史不能代表未来。

【固定收益】8 月进出口同比均增长，外贸结构持续优化——2025 年 8 月进出口数据点评-20250911

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

海关总署公布 2025 年 8 月进出口商品统计快讯，按美元计价，我国进口同比+1.3%（前值为+4.1%，下同），环比-1.8%（+6.2%）；出口同比+4.4%（+7.2%），环比+0.01%（-1.0%）；贸易顺差同比+11.8%（+14.9%），环比+4.2%（-14.3%）。

进口：8月进口金额处于近五年同期中游，进口同比延续增长

按美元计价，我国进口同比+1.3% (+4.1%)，环比-1.8% (+6.2%)，8月进口金额处于近五年同期中游，进口同比延续增长。

分重点商品看，8月农产品同比-2.9%，环比+0.4%；化工医药同比-16.1%，环比+3.4%；稀土同比+3.2%，环比-7.4%；劳动密集型产品同比-13.2%，环比-8.2%；基本金属同比+5.2%，环比+1.1%；机电产品同比+1.2%，环比-4.4%，其中汽车类产品同比-38.3%，环比-7.4%；高新技术产品同比+3.5%，环比-6.3%。

分国家或地区看，8月进口总值占比前三位的国家或地区是东盟、拉美和欧盟，其中东盟进口总值同比-3.8%，环比+4.4%；拉美进口总值同比-3.2%，环比+5.1%；欧盟进口总值同比-1.8%，环比-7.0%。中国香港、加拿大和印度同比变动幅度较大，分别为+244.6%、+80.7%和+15.3%。

出口：8月出口金额处于近五年同期高位，3月至今出口同比均保持增长

按美元计价，我国出口同比+4.4% (+7.2%)，环比+0.01% (-1.0%)，8月出口金额处于近五年同期高位，3月至今出口同比均保持增长。

分重点商品看，8月农产品同比-3.8%，环比-3.4%；化工医药同比+18.2%，环比-3.7%；稀土同比+34.7%，环比+51.0%；劳动密集型产品同比-6.4%，环比-3.9%；基本金属同比-6.7%，环比-3.1%；机电产品同比+7.7%，环比+1.9%，其中汽车类产品同比+12.0%，环比+5.9%；高新技术产品同比+9.0%，环比+1.6%。有竞争力的先进制造产品为外贸稳定增长提供了有力支撑，机电产品、高新技术产品均同比增长。

分国家或地区看，8月出口总值占比前三位的国家或地区是东盟、欧盟和美国，其中东盟出口总值同比+22.5%，环比+4.6%；欧盟出口总值同比+10.4%，环比+3.4%；美国出口总值同比-33.1%，环比-11.8%。受关税与抢出口影响，美国出口同比、环比双降，但我国对欧盟与东盟出口总值同比仍保持增长。

市场：债市整体偏弱震荡

公募新规对债市情绪形成一定压制，9月8日上午进出口数据发布后债市仍对数据脱敏，并未进行交易，午盘后收益率整体震荡上行。9月9日情绪发酵，午盘后叠加债基赎回导致长债收益率快速上行，10Y 活跃国债收益率上破 1.8%，尾盘情绪降温后收益率小幅回落至 1.8% 以下。

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。

行业公司

【通信】Rubin CPX 或大幅提升光模块和液冷需求——行业点评报告-20250911

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

RubinCPX 亮相，强化推理性能，有望带来更多互联需求

2025 年 9 月 9 日，英伟达推出 RubinCPX，是专为模型大规模上下文处理而设计的新 GPU，提升对软件编码和生成式视频的处理效率。RubinCPX 提供最高 30PflopsNVFP4 精度算力，搭配 128GBGDDR7 内存，通过与

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

VeraCPU 和 RubinGPU 协同工作，VeraRubinNVL144CPX 平台内集成 144 张 RubinCPXGPU、144 张 RubinGPU 以及 36 张 VeraCPU，并配备 CX9 网卡，拥有 80EflopsNVFP4 算力相比 GB300NVL72 高 7.5 倍，单机柜拥有 100TB 高速内存及 1.7PB/s 内存带宽，公司预计每投资 1 亿美元 VeraNVL144CPX，即可获得 50 亿美元的 tokens 收入。此外，RubinCPX 也可以单独搭配 VeraCPX 平台出售，以匹配 Rubin 机架，我们认为，RubinCPX 的推出有望加速 AI 应用推理落地，降低推理成本，加速 AI 商业正循环，同时，CPX 的推出或将带来更多集群网络互联以及液冷散热需求，持续看好光通信及液冷板块。

Oracle 签署多个云业务合同，AI 需求旺盛

2025 年 9 月 9 日，Oracle 发布 FY2026 一季度报，FY2026Q1 公司实现总营收 149 亿美元，同比+11%，云业务实现营收 72 亿美元，同比+27%。其中，云基础设施实现营收 33 亿美元，同比+54%；云应用实现营收 38 亿美元，同比+10%。

公司与? OpenAI、xAI、Meta、NVIDIA、AMD 等头部 AI 企业签署云合同，截至 FY2026Q1，剩余履约义务/RPO 已达到 4550 亿美元，同比+359%，环比+3170 亿美元，云业务 PRO 同比增长近 500%。公司将持续扩充产能，以满足客户需求，预计 FY2026 资本开支将达到 350 亿美元，大部分将用于投资数据中心及相关设备，预计云基础设施收入在 FY2026 达到 180 亿美元，同比+77%，并在未来四个财年内分别增长至 320 亿、730 亿、1140 亿、1440 亿美元。

全球 AI 共振，看好全球 AI 算力全产业链

【光模块】推荐标的：中际旭创、新易盛，受益标的：华工科技、光迅科技、东山精密、长芯博创等；【液冷】推荐标的：英维克；受益标的：科华数据、申菱环境、同飞股份、东阳光等；【OCS】受益标的：光库科技、腾景科技、炬光科技等；【硅光 CW 光源&光器件等】推荐标的：天孚通信，受益标的：源杰科技、仕佳光子、长光华芯、太辰光、致尚科技等；【空芯光纤】推荐标的：中天科技、亨通光电；受益标的：长飞光纤等；【AI 芯片&服务器电源】推荐标的：中兴通讯等；受益标的：寒武纪、海光信息等；【交换机】推荐标的：中兴通讯、紫光股份、盛科通信等；【AIDC&HVDC&柴油发电机】推荐标的：光环新网、奥飞数据、新意网集团、润泽科技、宝信软件等；受益标的：大位科技、世纪互联、万国数据、数据港、中恒电气、通合科技、科华数据、科泰电源、潍柴重机等。

风险提示：算力芯片放量不及预期、AI 发展不及预期、行业竞争加剧等。

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