

晨会纪要

数据日期: 2025-09-10	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)	3812.22	12557.67	4445.36	13791.41	3686.30	1259.09
涨跌幅度(%)	0.12	0.37	0.20	0.28	0.64	1.08
成交额(亿元)	8211.13	11570.08	5355.39	4246.17	5631.07	711.42

晨会主题

【重点推荐】

宏观与策略

固定收益投资策略: 四季度债券投资策略——转折之年

固定收益专题研究: 海外债市系列之五-海外央行购债史——日本央行篇

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评: 8月非农数据点评-就业骤冷, 降息已成定局

行业与公司

纺织服装 9月投资策略暨中报总结: 制造板块中期业绩韧性强, 运动板块领跑服饰消费

电力设备新能源 2025年9月投资策略: 固态电池产业化持续推进, 国内储能系统招标高增

医药生物周报(25年第35周): ANGPTL3为何获得MNC药企青睐?

非银行业专题: 证券行业 2025年中报综述暨券业战略转型总结-自营轮动加快, 海外谋扩张机遇

社服行业专题: 掘金中报背后的就业、升学新趋势-教育人服行业专题暨 2025年中报总结

互联网行业专题: 人工智能行业专题(12): AI Agent 开发平台、模型、应用现状与发展趋势

农林牧渔 2025年9月投资策略: 看好海内外肉牛及原奶景气共振, 推荐低成本生猪养殖标的

阿里巴巴-W(09988.HK) 深度报告: 聚焦消费和云+AI战略, 持续投入重新创业

聚和材料(688503.SH) 公司快评: 公司收购SKE空白掩模板块, 助力国产半导体自主可控

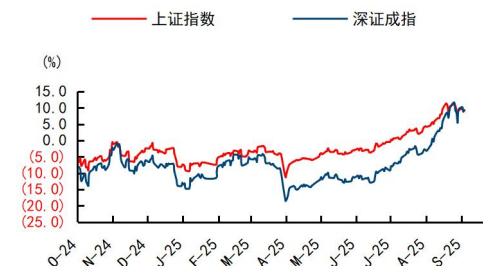
中伟股份(300919.SZ) 财报点评: 钴系磷系材料出货快速提升, 三元前驱体领先地位稳固

亿纬锂能(300014.SZ) 财报点评: 亿纬锂能(300014.SZ)-股权激励费与减值扰动利润, 动力电池盈利显著修复

中创新航(03931.HK) 海外公司财报点评: 动力电池市场份额稳步提升, 盈利能力持续改善

沪光股份(605333.SH) 财报点评: 单二季度净利润同比增长19%, 积极布局无人机线束、机器人线束等新品类

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11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	26200.26	1.01

基金指数 09月11日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3265.67	-0.06
股票基金指数	11997.34	-0.57
混合基金指数	11179.88	-0.83

汇率 09月11日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.16	-0.11
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.78	0.0
美元兑日元	147.46	0.02

非流通股解禁 09月11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

黑芝麻智能 (02533. HK) 海外公司财报点评: 2025H1 收入同比增长 40%,
智能驾驶芯片加速放量

捷捷微电 (300623. SZ) 财报点评: 1H25 扣非归母净利润同比增长
46.57%, 汽车电子加速布局

新洁能 (605111. SH) 财报点评: 1H25 业绩稳健增长, 新兴应用多维拓展

金融工程

金融工程周报: 股指分红点位监控周报-IC 及 IM 主力合约深度贴水

【重点推荐】

宏观与策略

◆ 固定收益投资策略：四季度债券投资策略——转折之年

预期 VS 现实的博弈

2024 年预期的落空；

2025 年宏观叙事的变化；

股债并非总是跷跷板

金融市场长期来看都是基于价值在交易；

2015 年水牛记忆；

现实经济依旧偏冷

经济内生性动力依然不强；

三季度再探底；

短端配置，长端交易

10 年国债波动区间：1.6%-1.9%；

风险点：

川普态度的多变性；

积极财政政策超预期；

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）、田地（S0980524090003）、李智能（S0980516060001）、陈笑楠（S0980524080001）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益专题研究：海外债市系列之五-海外央行购债史——日本央行篇

我们以时间为轴，系统性地剖析日本央行购债政策从推出至今的各个关键阶段。我们深入探讨每个阶段的宏观经济背景、政策目标以及购债方式的演变，并重点分析其对该国债券市场收益率曲线方向、形态以及流动性的深远影响。

第一阶段（1960s-1980s）：传统工具的萌芽

金融自由化背景下，日本央行买卖债券逐渐成为日本货币政策工具的重要组成部分。此阶段日本央行购债的核心目标是调节货币供给，平滑因财政收支、税款上缴等因素造成的短期流动性波动，其角色更像是一个流动性的“稳定器”。

第二阶段（1990 年-2000 年）：“零利率”后的探索

随着日本陷入“失去的十年”，日本央行在传统降息空间逐渐耗尽的过程中，开始逐步增加债券的购买量，但此时相关政策整体仍显犹豫和被动，购债尚未被确立为对抗通缩的核心工具。

第三阶段（2001 年-2012 年）：量化宽松（QE）的首次登场与反复

为应对 2001 年互联网泡沫破裂对全球经济的冲击，日本央行在全球范围内首次正式开启了量化宽松政策。期间日本 QE 政策 2006 年曾短暂退出。观察上述期间日本 10 年期国债收益率走势，量化宽松政策的确增加了国债需求，但是短期内也不一定能推动国债收益率持续下行。

第四阶段（2013 年-2016 年）：异次元宽松（QQE）的震撼

在“安倍经济学”的框架下，日本推出了“质化与量化宽松”政策，日本央行购债的规模、方式和目标都达到了前所未有的高度，央行也自此成为日本债券市场中拥有绝对主导力量的参与者。QQE 的实施效果立竿见影，大规模、长久期的购债操作直接将日本的中长期国债收益率压至历史低位，整条收益率曲线被极度“压平”。

第五阶段(2016年-2023年):收益率曲线控制(YCC)的精细化调控

2016年9月,日本央行再次进行政策框架创新,引入YCC。我们看到,随着YCC波动区间的放开,日本10年期国债收益率波动范围加大,收益率水平也逐步走高,YCC政策实现了对10年期国债收益率的精准控制。

第六阶段(2024至今):告别非传统,迈向正常化

在经历了长达二十余年的超常规货币宽松之后,日本央行在2024年迈出了历史性的一步,正式结束了负利率和收益率曲线控制(YCC)政策,并宣布将逐步缩减购债规模。相应的,日本国债收益率快速上行。日本央行作为当前国债市场的最大持有者,它的角色从“最大买家”转变为“逐步减持者”,对市场构成前所未有的考验。

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)

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:8月非农数据点评-就业骤冷,降息已成定局

美东时间9月5日,美国劳工部(BLS)公布8月非农就业报告。8月新增非农就业人数2.2万(远低于预期7.5万)。失业率小幅上行至4.3%,符合预期。时薪同比增速3.7%。

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

行业与公司

◆ 纺织服装9月投资策略暨中报总结:制造板块中期业绩韧性强,运动板块领跑服饰消费

行情回顾:8月A股纺服板块走势略弱于大盘,9月以来表现稳健,其中品牌服饰表现优于纺织制造,9月以来分别+0.8%/+0.0%;港股纺服指数8月上涨5.5%好于大盘,9月以来小幅回落。重点关注公司中9月以来涨幅领先的包括:天虹国际(6.0%)/开润股份(4.9%)/华利集团(4.7%)/波司登(4.5%)。

品牌服饰观点:1)社零:7月服装社零同比增长1.8%,增速环比轻微放缓,较上月回落0.1个百分点。2)电商:7月电商增速环比回升明显,运动户外增长保持领先,运动服饰/户外服饰/休闲服饰/家纺/个护分别+11%/+26%/+2%/+10%/0%。运动服饰多数品牌出现双位数上升,增速领先的品牌包括迪桑特(63%)/彪马(41%)/露露乐蒙(39%);户外服饰整体涨势明显,凯乐石(137%)/可隆(117%)/始祖鸟(113%)增速领先;休闲服饰品牌分化,江南布衣(50%)/哈吉斯(40%)相对强劲;家纺增速领先的品牌包括亚朵星球(81%)/罗莱家纺(63%);个护增速领先的品牌包括奈丝公主(54%)/全棉时代(22%)。3)小红书:8月运动户外粉丝增速前三分别为KEEP(36.3%)、阿迪达斯(7.1%)、昂跑(6%);休闲时尚粉丝增速前三分别为MIUMIU(3.8%)、地素(3.5%)、哈吉斯(2.6%);母婴个护粉丝增速前三分别为洁婷(8%)、奈丝公主(5.8%)、Babycare(3.9%)。

纺织制造观点:1)宏观层面:伴随对美出口关税政策落地,8月越南纺织品出口当月同比-4.5%,鞋类出口当月同比-3.9%;8月中国纺织品出口增速达1.4%,环比出现改善,服装/鞋类出口表现不佳,同比-10.1%/-17.1%;8月印尼/印度PMI均环比上升,分别+2.3/+0.2,越南PMI环比-2.0至50.4,但仍维持在临界点50以上。内外棉价格8月份呈现小幅波动态势,分别+0.4%/-0.4%;9月份以来均小幅下跌,分别-0.9%/-0.7%。2)微观层面:7-8月台企营收仍受关税、台币汇率波动影响;预期三季度后汇率和

关税影响减弱。聚阳订单能见度已延伸至年底，美国品牌商追加订单开始增加，预计后续运营将逐季改善。志强整体订单能见度已看到四季度初，并已提前完成印尼产线布局。裕元下半年受关税及宏观经济不确定性影响，客户下单倾向保守，订单能见度低，预计第三季因淡季效应及去年高基数存在压力，第四季出货双数预计达到全年最高。关税主要由品牌方向下游转嫁，代工厂分摊关税预计在低单位数。

专题梳理：2025 中报总结。1) 板块业绩总结：纺织制造保持增长，服装家纺业绩承压。收入端，2025 上半年纺织制造/服装家纺板块收入分别同比+7.8%/-6.4%。利润率端，上半年纺织制造板块毛利率维持在 19.4%，净利率提升 2.2%至 8.5%。服装家纺板块毛利率同比+0.1%至 46.1%，净利率下降 1.1%至 8.5%。存货方面，上半年纺织制造企业库销比基本持平在 3.9 月左右，服装家纺公司库销比显著下降至 6.7 左右。2) 板块公司半年报：服装家纺板块，安踏、特步、361 度等运动龙头在收入和利润上保持稳健增长，持续领跑行业；非运动服饰则因消费疲软面临较大挑战，多数公司收入增速放缓或下滑，利润在负向经营杠杆下缩减更甚，仅稳健医疗等少数公司实现逆势增长。纺织制造板块，华利集团、申洲国际等代工龙头订单和收入保持增长，利润率受新厂投产或人工成本上涨小幅下滑；纺织材料企业，百隆东方、天虹国际因原材料成本下降、产能利用率提升、毛利率改善，净利润端体现出较大弹性。

风险提示：宏观经济疲软；国际政治经济风险；汇率与原材料价格大幅波动。

投资建议：重点关注基本面稳健低估值龙头。

1) 品牌服饰：港股运动品牌截至中报，库存相对健康且下半年流水低基数有望呈拐点，当前左侧布局估值性价比；国务院办公厅近期印发《关于释放体育消费潜力进一步推进体育产业高质量发展的意见》，表示到 2030 年，培育一批具有世界影响力的体育企业和体育赛事，体育产业发展水平大幅跃升，总规模超过 7 万亿元。我们看好运动赛道的长期成长性，建议首先把握品类分化趋势，看好高端细分与跑步赛道布局的品牌，重点推荐安踏体育、特步国际、李宁、361 度。非运动品牌，建议重点关注核心品类增长领先、未来婴童品类有望受益于生育补贴的稳健医疗，以及短期数据边际改善、中长期京东奥莱打开成长空间的海澜之家。

纺织制造：建议重点关注反弹空间大、基本面韧性强的公司，重点推荐中长期业绩韧性、持续性强，短期受关税和产能爬坡影响、二三季度低点过后业绩弹性大，当前估值性价比显现的代工龙头申洲国际和华利集团；以及细分赛道制造优质龙头伟星股份、开润股份、健盛集团、百隆东方。

证券分析师： 丁诗洁 (S0980520040004)、刘佳琪 (S0980523070003)

◆ 电力设备新能源 2025 年 9 月投资策略：固态电池产业化持续推进，国内储能系统招标高增

固态电池产业化持续推进。8 月以来，1) 政策端，工信部发布《电子信息制造业 2025—2026 年稳增长行动方案》支持全固态电池技术方向基础研究；2) 材料端，赣锋锂业硫化锂实现批量出货、天齐锂业 50 吨硫化锂项目动工；3) 电池端，珠海冠宇半固态电池量产出货、清陶能源预中标半固态电池储能项目，亿纬锂能 10Ah 全固态电池下线；4) 应用端，大众汽车 9 月 8 日首次发布固态电池测试车，该车型搭载 QuantumScape 电池技术。固态电池产业化持续推进，关注产业链相关公司【厦钨新能】、【天奈科技】、【容百科技】、【当升科技】以及设备环节相关企业。

国内储能系统招标高增，需求持续释放。根据行业媒体“寻熵研究院”统计，2025 年 8 月国内储能系统招标容量达到 47.2GWh (同比+2158%，环比+1142%)，今年前 8 月储能系统累计招标达到 144.1GWh，同比增长约 216%。多方行业数据显示今年以来国内储能系统保持较高的订单需求，反映国内建设新型电力系统对储能的高度需求，为 2026—2027 年国内储能市场平稳发展奠定基础。重点关注储能产业链相关企业【阳光电源】、【亿纬锂能】、【盛弘股份】、【禾望电气】、【宁德时代】、【中创新航】、【德业股份】等。

AIDC 电力设备企业有望持续受益于资本开支扩增。8 月，阿里发布财报显示 2025Q2 在 AI+云的资本开支达 387 亿元，同比+220%，环比+57%。腾讯 2025Q2 财报显示该季度资本开支 191 亿元，同比+119%，环比-31%。AI 投资维持增长趋势，国内外数据中心建设需求旺盛。在 AI 大力发展的背景下，AIDC 电力设备产业链有望持续受益。重点关注相关企业【金盘科技】、【新特电气】、【伊戈尔】、【禾望电气】、【盛弘股份】、【中恒电气】。

电网设备企业延续稳步增长态势。2025 年上半年主要企业业绩保持稳健增长态势，二季度交付有所放缓，预计下半年交付集中释放。行业头部企业持续强化品类拓展和出海布局，国内外 AIDC 景气度高企带动变压器、电源等设备需求持续高增。我们认为，下半年特高压招标有望迎来放量，建议重点关注【国电南瑞】、【思源电气】、【许继电气】、【平高电气】、【三星医疗】、【开发科技】等。

风电企业量利齐升持续释放。陆风方面，2025 年上半年国内招标、交付持续高增，零部件环节量利齐增，主机环节单价和毛利率拐点迹象明显，下半年盈利能力有望持续修复。海风方面，上半年国内重点项目陆续开工，下半年交付有望进入高峰期，年底项目开工和深远海规划有望迎来积极变化。我们认为，主机龙头国内外景气共振正在逐步验证，海上风电静待国内外招标开工落地，持续看好“两海”方向。建议重点关注【金风科技】、【东方电缆】、【大金重工】等。

投资建议：建议关注四季度电网设备板块景气度回暖情况，海上风电开工进程，固态电池产业化进展情况，全球储能装机需求释放情况以及 AIDC 电力设备行业需求扩张的行业机会。

风险提示：政策变动风险；原材料价格大幅波动；电动车产销不及预期。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李恒源（S0980520080009）、王晓声（S0980523050002）、徐文辉（S0980524030001）、李全（S0980524070002）、袁阳（S0980524030002）

◆ 医药生物周报（25 年第 35 周）：ANGPTL3 为何获得 MNC 药企青睐？

本周医药板块表现强于整体市场。本周全部 A 股下跌 1.17%（总市值加权平均），沪深 300 下跌 0.81%，中小板指下跌 2.29%，创业板指上涨 2.35%，生物医药板块整体上涨 1.40%，生物医药板块表现强于整体市场。分子板块来看，化学制药上涨 3.92%，生物制品上涨 1.93%，医疗服务上涨 1.69%，医疗器械下跌 1.26%，医药商业下跌 0.77%，中药下跌 1.39%。医药生物市盈率（TTM）40.75x，处于近 5 年历史估值的 73.60%分位数。

ANGPTL3 为何获得 MNC 药企青睐？2025 年 9 月 4 日，舶望生物宣布与 Novartis 达成合作，共同开发用于心血管疾病的 RNA 药物。根据协议，舶望制药将获得 1.6 亿美元首付款，总计达 52 亿美元的里程碑、期权以及分级特许权使用费付款。Novartis 将获得两项授权选择权：1）两种用于治疗严重高甘油三酯血症（sHTG）和混合型血脂异常地发现阶段下一代分子的中国境外许可权的选择权，以及 BW-00112（ANGPTL3 siRNA）的优先谈判权；另一款基于 RNA 技术的候选分子，该药物预计将于 2026 年进入 Ph1 临床试验，合作双方可选择在中国和美国市场共享利润。

国信医药观点：ANGPTL3 作用机制具有差异化，非 LDLR 依赖性使得其在 HoFH 等 LDLR 缺失或功能障碍患者人群中，可显著降低 LDL-C 水平，疗效远高于 PCSK9 抑制剂；MDL 患者群体庞大，ANGPTL3 可同时降低 TG 和 LDL-C，进一步降低他汀和/或 PCSK9 抑制剂治疗后残存的尾部风险。ANGPTL3 药物形式多样化，MNC 药企布局积极，其中 Novartis、Lilly、Amgen、AstraZeneca 等在 PCSK9、Lp(a) 及 ANGPTL3 等脂代谢靶点全面布局，未来有望形成多靶点+多药物形态组合。建议关注国内相关靶点及潜在出海机会。

风险提示：研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

证券分析师：马千里（S0980521070001）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

◆ 非银行业专题：证券行业 2025 年中报综述暨券业战略转型总结-自营轮动加快，海外谋扩张机遇

中报业绩概述：基本盘稳固，自营及经纪驱动业绩高增。2025 年上半年，上市券商实现营收 2,518.66 亿元、同比+11.37%，实现归母净利润 1,040.17 亿元、同比+65.08%。年初以来权益市场稳步向上，交易额、两融余额等规模持续提升。受市场活跃度持续提升影响，券商业绩普遍呈现高增长。从营收增速来看，42 家上市券商中超 7 成业绩上涨，30 家实现营业收入与净利润双增长，其中 22 家实现归母净利润超 50% 的增长，10 家实现归母净利润超 1 倍的增长。整体来看，分部增速：经纪 634.54 亿元、同比+43.98%，投行 155.3 亿元、同比+18.11%，资管 211.95 亿元、同比-2.72%，利息 196.57 亿元、同比+30.66%，投资 1,123.54 亿元、同比+53.53%。分部占比：经纪 25.2%、投行 6.2%、资管 8.4%、利息 7.8%、投资 44.6%，其他 7.8%。

资产配置概况：金融资产持续推动扩表。金融投资资产成为证券公司的主要扩表方向。截至 2025 年上

半年，上市券商金融投资资产为 67,494 亿元，较 2024 年初增加 6,842 亿元，占总资产比重近 50%、占净资产比重近 250%，已经成为证券公司规模占比最大、收入贡献最大的一类资产。资产配置呈现两大特点：一是 OCI 权益账户占比持续提升，截至 2025 年 6 月末，OCI 权益投资规模为 5716 亿元，在金融资产中的占比为 8.5%，占比持续提升。二是权益和基金配置规模和占比双升、固收配置占比微降。截至 2025 年 6 月末，权益投资、固收投资、基金投资规模较 2024 年末增加 1,568 亿元、3,928 亿元、948 亿元；占比角度，除固收有所下降外，权益和基金均有所提升。

轻资本业务：经纪业务为增长主力，佣金率延续下滑。2025 上半年，A 股日均交易额为 12,317 亿元，较去年同期+60%；股基交易额达 188.78 万亿（单边），较去年同期+61%，市场活跃度提升。我们根据中证协的全行业经纪收入对交易佣金率进行测算，2025 年上半年证券行业佣金率为 0.0182%，较 2024 年上半年有所降低，经纪业务竞争持续激烈。投行业务，境内股承同比有所改善，境外股承实现高增。资管业务，伴随行情复苏，公募基金对母公司业绩贡献逐步增加，私募资管受益于银行理财委外规模增长。

国际业务：加快海外业务及数字资产等创新业务布局。一方面，中资券商加速海外布局，持续提升国际竞争力。头部券商综合实力强劲，国际业务处领先地位。另一方面，RWA 等创新业务为中资券商展业提供机遇。当前，部分券商积极申请相关牌照，也将传统业务向数字资产、虚拟资产领域深度拓展。

投资建议：当前，中证证券全指 PB 估值为 1.56 倍，略高于近 5 年均值，我们维持行业“优于大市”评级。行情回暖趋势下，重点推荐：一是资金使用效率高、机构客户储备强、业务条线全面的券商，受益标的：中信证券、华泰证券；二是并购整合落地后推进券商，受益标的：国联民生；三是 AI 革新，互联网券商受益于技术革新的持续推进，受益标的：东方财富。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、王德坤（S0980524070008）、陈莉（S0980522080004）、林珊珊（S0980518070001）

◆ 社服行业专题：掘金中报背后的就业、升学新趋势—教育人服行业专题暨 2025 年中报总结

2025H1 教育人服行业整体景气度仍存，盈利能力改善。2025H1 国信社服教育人服板块（含 AH 及美股）营收+11.0%，业绩+28.0%，规模效应释放及 AI 赋能，板块盈利能力改善。各子赛道，收入增速端，K12 教培（17%）>基础学历教育（14%）>人力服务（10%）>职业培训（8%）>民办高教（7%）>公考（-5%），K12 教培延续复苏趋势，仍最为景气。业绩增速，人力服务（63%）>基础学历教育（43%）>职业培训（42%）>K12 教培（36%）>民办高教（9%）>公考（-7%）人服行业凭借 AI 赋能降本增效实现业绩高增。

板块复盘：年初至今（2025/1/2-9/7）人服行业跑赢大盘 9.7pct，5 只个股均实现上涨，教育行业指数跑输大盘 2.6pct，个股行情分化。其中涨幅前三的个股为：职业教育标的中国东方教育（+194%），技能人才缺口显著，强蓝领技能培训需求旺盛，叠加公司改建区域中心提效，业绩高增+高分红。BOSS 直聘（+74%）受益于招聘需求改善及蓝领业务发展，收入双位数增长，凭借品牌声量，形成招聘、应聘者自然聚集，销售费率大幅优化。高途集团（+64%），K12 教培线上线下双布局，25H1 收入维持高增，亏损同比收窄。

就业端，技能型人才重要性突显，但也有 AI 互联网等行业快速吸纳的硕博学历人才。据人社部信息中心数据，截至 24 年 6 月大专应届毕业生在大学生中获得 offer 比例最高（57%/+2.2pct），猎聘大数据显示 25H1 现象延续。25H1 BOSS 直聘蓝领收入占比提升至接近 40%，同时猎聘、科锐国际等中高端人才招聘需求仍在修复。该背景下，大专学历毕业生拥有技能优势，同时也会合理调整就业预期，求职进展更顺利。但也有行业学历门槛不降反升，如 AI 相关的互联网等行业高景气度、高门槛、高薪酬，硕博学历人才占比高，且同比增长快。

教育服务端相应调整。1）高考报名人数维持高位，K12 教培及民办高中招生维持高景气度，其中 K9 阶段双减后深蹲起跳，25H1 K9 收入增速阶段快于高中；素养培训景气度好于素质培训，AI 成为满足 K12 教培旺盛需求重要途径；“五五分流”政策调整，普通高中毛入学率提升，民办普高学生人数占比提升，中职招生面临压力。2）大学生“回炉”职校学技能广受认可，强技能培训需求旺盛。3）公务员岗位对非技术类高学历人群具有强吸引力，考公人数持续增长，但上岸率波动走低，致使参培需求分层。4）

结构性错配下，适龄人群重新反思考研、留美性价比，24-25 年考研报考、留美人数下滑。5) 随就业环境变化，近年部分民办高校招生遇冷，但办学质量突出、就业率靠前的民办高校依旧获得学生追捧。

风险提示：招聘环境复苏不及预期；政策变动；AI 技术冲击；竞争加剧等。

投资建议：顺应宏观趋势，把握赛道龙头。我们重点看好以下赛道：1) K12 教育需求旺盛，疫后从供给缺失过渡到品质优先，AI 成为提供个性化教学、满足旺盛需求同时控本的关键工具，关注盈利增长弹性，推荐卓越教育集团、豆神教育、学大教育、天立国际控股、新东方-S 等，建议关注凯文教育、昂立教育、高途集团、有道等。2) 人力资源服务：整体招聘需求回暖，蓝领用工更为景气，优先重点推荐持续布局蓝领业务及推出首个 AI 招聘垂类大模型的招聘平台巨头 BOSS 直聘；其次推荐业绩确定性高、AI 应用各有特色的北京人力、科锐国际、同道猎聘等，关注中高端招聘修复。3) 直接赋能就业竞争力的教育服务赛道。推荐外部旺盛需求与自身区域中心建设共振的多专业技能培训龙头中国东方教育；其次关注培训需求旺盛但是短期受消费力扰动的公考行业龙头，如粉笔、华图山鼎等。

证券分析师： 曾光 (S0980511040003)、张鲁 (S0980521120002)

联系人： 周瑛皓

◆ 互联网行业专题:人工智能行业专题（12）：AI Agent 开发平台、模型、应用现状与发展趋势

AI Agent 是突破指令执行的智能实体，核心是具备代理权，可主动感知、自主决策并执行复杂任务，区别于 LLM（知识输出）和传统自动化（规则执行）。在 AGI 分级中，Agent 处于 L3 智能体阶段，性能等效 90% 熟练成年人。

AI 背景下 AI Infra (AI 基础设施) 层面临重构，客户将重新选择云/AI 平台，云厂加大布局 AI/Agent 平台瓜分新市场：微软聚焦 B 端基础设施，是市场上模型支持最全面的平台，工具链和生态整合全面，安全与稳定性强，云收入增速显著领先；谷歌依托 AI Studio 兼顾 B/C 端多场景，多模态强但生态不成熟、市占率较低；亚马逊依托 AWS 服务中小企业为主，侧重算力销售与便捷部署但工具链分散。国内字节扣子覆盖全场景，开发者与智能体数量领先；阿里百炼主攻 B 端全行业、服务 30 余万企业客户，MCP 工具链和开源生态丰富。

海外模型呈现差异化发展、国内模型层并未拉开显著差异，2025 年初伴随深度推理与长上下文模型发布推动 Tokens 调用量快速提升，推理消耗仍以各家内部场景为主。根据 Openrouter 数据谷歌 Gemini（长上下文+多模态）、Anthropic Claude（编程等严谨场景）占 API 市场半壁江山，国内 DeepSeek、阿里 Qwen 系列份额稳步提升。谷歌 2025 年 7 月调用量 980 万亿（较去年增 100 倍），其中内部需求占比高达 97%，AI 推理需求已成为 TPU 发展的核心动力。国内字节豆包 2025 年 5 月日均 Tokens 16.4 万亿（增 137 倍），内部占比超 80%。

应用 C 端重磅搜索产品主要依赖模型能力与生态导流拉开差距，图像与编程类产品发展迅猛。我们判断应用越偏向垂类，则技术门槛越低、产品理解要求越高、竞争越激烈，商业化闭环越容易。硬件端短期以 AI 手机/PC 为核心、长期向多终端无感交互演进。海外 ChatGPT（MAU 预计年底超 10 亿）、Gemini（MAU 4.5 亿）领先，国内夸克、元宝依托生态导流。图像类 Midjourney（ARR 5 亿美元）、可灵（月收入 1.5 亿元），编程类 Cursor（ARR 5 亿美元）、GitHub Copilot（Web MAU 1.2 亿）表现突出。

应用 B 端 Copilot/Agent 产品形态丰富、持续渗透，机遇与挑战并存。目前微软 Copilot 家族月活用户已超 1 亿，成为 B 端 Agent/Copilot 代表性产品，但企业落地仍面临幻觉、数据安全、成本高（Agent 调用成本为 LLM 15 倍）等问题，B 端 SaaS 面临技术革命下（软件制作成本逐步趋近于零）的产业范式重构。从行业来看酒店/餐饮/旅游行业 GenAI 投入最高。

Agent 市场规模与发展预测：根据 IDC 数据，全球 AI IT 支出 2023-2028 年 CAGR 22.3%、其中 GenAI 达 73.5%。CBINSIGHTS 预计 2032 年 AI Agent 营收有望达 1036 亿美元（CAGR 44.9%）。根据 Gartner 与 IDC，短期（2023-2025）GenAI 嵌入现有应用，中期（2025-2027）Agent 成核心组件，长期（2027+）自主代理网络主导业务，2035 年后 Agent 将成为认知共生的人类助手、智能体即应用将成主流。

投资建议：伴随模型能力提升、AI Infra (AI 基础设施) 需求快速增长，推荐 AI 云平台厂商：微软 (MSFT.O)、谷歌 (GOOG.O)、亚马逊 (AMZN.O)、阿里巴巴 (9988.HK)、腾讯控股 (0700.HK)，AI 芯片厂商英伟达 (NVDA.O)

与 AI Data Infra 数据服务厂商。

风险提示：宏观经济波动风险、AI 技术进展不及预期风险、行业竞争加剧风险、AI 幻觉问题影响等。

证券分析师：张伦可（S0980521120004）、刘子谭（S0980525060001）

◆ 农林牧渔 2025 年 9 月投资策略：看好海内外肉牛及原奶景气共振，推荐低成本生猪养殖标的

月度重点推荐组合：优然牧业（牧业大周期受益龙头），德康农牧（创新农户合作模式的生猪养殖标的），中宠股份（境内外业务同步增长的宠粮先锋），牧原股份（生猪养殖龙头），海大集团（畜禽及水产饲料龙头），立华股份（低成本黄鸡与生猪养殖标的）。

各细分板块推荐逻辑：1）肉牛及原奶：看好牧业大周期反转，2025 年国内肉牛大周期或迎拐点，海内外肉牛及原奶景气有望共振上行。2）生猪：反内卷支撑长期价格中枢，低成本龙头现金流或将显著改善，中长期分红比例有望迎来进一步提升。3）宠物：稀缺消费成长行业，有望持续受益人口变化趋势。4）饲料：水产景气稳步复苏，水产料龙头海大集团相对行业超额收益明显，同时海外布局稳步推进，中长期成长性凸显。5）禽：禽产能整体维持低波动，其中，白鸡中长期消费中枢上移，黄鸡有望率先受益内需提振，看好龙头低估值修复。

农产品价格跟踪：1）生猪：8 月生猪价格环比下跌。8 月末猪价 13.88 元/公斤，月环比下跌 2.18%，7kg 仔猪 343 元/头，月环比下跌 18.92%。2）禽：8 月末白鸡毛鸡价格 6.98 元/千克，环比增长 4.18%；浙江青脚麻鸡价格为 5.7 元/斤，月环比+23.91%。3）鸡蛋：在产父母代 8 月存栏维持增长，供给压力仍大。4）豆粕：价格历史底部，中长期供求支撑强劲。8 月末国内豆粕现货价为 3084 元/吨，月环比+2.25%。5）玉米：底部支撑较强。8 月末国内玉米现货 2352 元/吨，较上月末下跌 2.12%，新粮上市带来边际供应增加。

8 月市场行情：农产品加工/养殖/饲料板块涨幅领先。2025 年 8 月 SW 农林牧渔指数上涨 8.16%，沪深 300 指数上涨 10.33%，板块跑输大盘 2.17%。涨幅排名前五的个股依次为安德利、大湖股份、傲农生物、回盛生物、播恩集团，涨幅分别 57.74%/40.28%/35.07%/34.49%/29.76%。

投资建议：推荐牧业、猪禽低估值龙头、宠物、海大。1）牧业推荐：优然牧业、现代牧业、中国圣牧、光明肉业等。2）生猪推荐：德康农牧、牧原股份、华统股份、温氏股份、邦基科技、神农集团、新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等。3）宠物推荐：乖宝宠物、中宠股份、瑞普生物等。4）饲料推荐：海大集团等。5）禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等。6）动保推荐：回盛生物等。7）种植链推荐：海南橡胶、荃银高科、国投丰乐、隆平高科等。

风险提示：恶劣天气带来的风险；不可控动物疫情引发的潜在风险。

证券分析师：鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 阿里巴巴-W(09988.HK) 深度报告：聚焦消费和云+AI 战略，持续投入重新创业

经历组织架构及管理层的多轮调整后，阿里巴巴的管理团队已逐渐稳定，并明确了消费和 AI+云的战略目标。阿里巴巴自 2021 年以来持续进行组织架构和高管的调整，当前已逐渐稳定，以蔡崇信、吴泳铭、蒋凡为核心，业务战略清晰，2026 财年起集团业务重划分为四大板块，聚焦“AI+云”为核心的科技平台与“购物与生活服务融合”的大消费平台，饱和式进行投入，以年轻化的心态开启“重新创业”。

电商业务：GMV 增长为核心，追求市占稳定，短期继续保持货币化率提升。1）GMV：当前电商竞争环境依旧激烈，自 2023 年吴泳铭担任阿里巴巴 CEO 后，核心的电商业务（淘天）就开始转向 GMV 增长优先，逐步放弃了低价策略，蒋凡回归后，进一步提出了扶持优质品牌、继续拓展外部流量等举措，我们认为公司能够保持与大盘接近的增长水平。2）Take rate：我们认为在全站推产品和服务费以及即时零售协同效应下，公司短期仍然能够保持同比的货币化率提升趋势，带动 CMR 实现 10%左右的增长。3）利润端，由于电商激烈的竞争环境，公司已连续多个季度利润率下滑，我们认为公司仍然需要对电商业务进行商家、用户等方面的补贴，以实现第一优先级目标——GMV 增长，因此利润率后续可能延续下滑趋势。

即时零售：短期投入带来利润端压力，更需关注电商协同效应与 UE 优化节奏，长期有望贡献超 1 万亿 GMV。根据我们测算，即时零售市场 2030 年有望突破 3 万亿，在电商大盘中占比超过 16%，因此阿里需要积极布局，最终实现其覆盖消费者全场景购物需求的目标。尽管短期来看，我们测算即时零售可能给阿里巴巴在 26 财年带来超过 700 亿亏损，但中长期来看能够提升公司在零售市场份额和竞争力，未来有望贡献超过 1 万亿 GMV。后续公司将如何提升即时零售与电商业务的协同效应，以及如何在用户结构、订单结构、履约效率等方面优化 UE 值得关注。

云业务：全球云市场 2024 年规模约 8200 亿美元，中国公有云占约 5.6%，在 AI 和大模型快速发展的带动之下，海外云厂商需求强劲且持续，算力供不应求，亚马逊、微软、谷歌等巨头资本支出持续上修、争夺云计算份额，收入端也不断加速，因为云业务具备规模效应和稳定现金流的优异商业模式，AI 将进一步促进云化和数据化、拉动传统模块需求、提升利润率。国内来看，今年以来随着 Deepseek 的出现，云的需求同样引发了持续性增长，阿里云作为国内云服务的开创者与龙头，占据约三分之一的国内市场份额，收入逐季度加速，并且与传统云不同的是，AI 时代对产品的丰富度有比以往更高的要求，因此云计算的市场集中度将持续提升，龙头有望充分受益。此外公司目前 AI 模型、应用布局广泛，Qwen 系列模型领跑国产模型，应用端也在积极推动淘宝、夸克、钉钉、高德等核心产品 AI 化，实现对 2B2C 场景的全面布局。

投资建议：公司坚持投入 AI+云为核心的科技平台和购物与生活服务融合的大消费平台两大历史性战略机遇。我们预计公司 2026-2028 财年收入为 10643/11817/12866 亿元，前值为 10639/11844/12972 亿元，基本维持不变，经调整净利润为 1266/1670/1938 亿元，调整幅度为-6%/0%/0%，主要考虑到 2026 财年的投入幅度较高。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 聚和材料(688503.SH) 公司快评:公司收购 SKE 空白掩模板块,助力国产半导体自主可控

公司公告：聚和材料与韩投伙伴（上海）创业投资管理有限责任公司计划共同设立 SPC，使用自有或自筹资金 680 亿韩元（折合约 3.5 亿人民币）收购 SK Enpulse 株式会社的关于空白掩模（BlankMask）的业务板块（包含土地、厂房、存货、设备、专利、在建工程、人员、技术等）。其中，公司直接或间接出资比例不低于 95%。

国信电新观点：空白掩模(Blank Mask)是制造半导体曝光工艺中使用的掩模版(Photomask)的关键材料，而掩模版(Photomask)是半导体制造过程中光刻工艺的核心工具。掩模版的质量直接决定了芯片制造的精度和性能，是连接芯片设计与制造的桥梁。聚和材料此次收购 SKE 旗下 Blank Mask 事业部，覆盖 7-130nmDUV 国产空白市场，已经顺利导入海内外重点晶圆厂。一方面是公司主动响应国家“自主可控”战略方针，通过境外投资补齐国内尚未本土化的关键材料；另一方面，公司有望依托该业务稀缺性，拓展半导体客户资源，与现有业务形成协同发展。

投资建议：考虑到光伏新增装机增速平稳，公司成本管控优异，且新增空白掩模业务有望成为新利润增长点，我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 4.09/5.10/6.41 亿元，同比-2.3%/+24.9%/25.6%。当前股价对应 PE 为 35/28/22 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：收购整合失败的风险；半导体技术迭代使空白掩模需求下滑；国内外光伏装机需求下滑。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、李恒源（S0980520080009）

◆ 中伟股份(300919.SZ) 财报点评:钴系磷系材料出货快速提升,三元前驱体领先地位稳固

公司 2025H1 实现归母净利润 7.33 亿元、同比-15%。公司 2025H1 营收 213.23 亿元，同比+6%；归母净利润 7.33 亿元，同比-15%；毛利率为 12.10%，同比-0.67pct，净利率为 3.30%，同比-2.46pct。公司 2025Q2 实现营收 105.35 亿元，同比-2%、环比-2%；实现归母净利润 4.25 亿元，同比-12%、环比+38%；毛利率为 12.27%，同比+0.15pct、环比+0.33pct，净利率为 3.46%，同比-2.42pct，环比+0.32pct。

公司钴系产品表现亮眼，三元前驱体出货有所波动。消费电子市场回暖，提振四氧化三钴需求。2025H1 公司四氧化三钴实现营收 14.52 亿元，同比+30%；产量为 1.60 万吨，同比+34%。受益钴价格上涨，公司四氧化三钴盈利能力显著提升，2025H1 毛利率为 25.88%，同比+16.21pct。海外需求波动影响公司三元前驱体出货。2025H1 公司三元前驱体实现营收 74.91 亿元，同比-15%；毛利率为 18.05%，同比-0.26pct；三元前驱体产量为 9.17 万吨，同比-20%，产量稳居全球榜首。展望后续季度，海外新能源车及核心客户需求回暖，三元前驱体出货有望呈现环比持续向好趋势。同时，公司深耕固态电池领域，开发适配固态电池的定制化前驱体；同步推进富锂锰基材料、硫化物电解质等前沿技术预研。

公司磷系材料出货增长显著。2025H1 公司磷酸铁实现营收 6.70 亿元，同比+172%；毛利率-7.34%；磷酸铁产量 7.18 万吨，同比+388%。公司积极推动 3 代、4 代磷酸铁快速量产，材料压实密度性能达行业先进，推动磷酸铁业务减亏至扭亏。同时，公司加速磷酸铁锂量产进程，深化磷系资源开发效率。

公司新能源金属收入持续增长，镍价波动扰动盈利。2025H1 公司新能源金属产品实现营收 92.73 亿元，同比+44%；毛利率为 7.44%，同比-3.06pct；新能源产量为 10.47 万金吨。2025 年以来镍价走势疲软，公司新能源金属产品盈利能力有所下滑。公司在印尼的镍原矿粗炼总产能达到近 20 万金吨，实现了 OESBF+RKEF 双技术路线、多产品通道，可满足公司目前所有镍系三元前驱体的原材料需求。同时公司可根据市场情况灵活选择自供，或选择以中间品或进一步加工成电解镍对外销售，从而实现价值最大化。

风险提示：电动车销量不及预期；原材料价格大幅波动；三元需求不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到镍价波动对公司盈利产生的消极影响、以及新业务发展前期对于盈利造成的短期压力，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 17.23/21.33/25.86 亿元（原预测为 19.37/25.03/31.13 亿元），同比+17%/+24%/+21%，EPS 为 1.84/2.27/2.76 元，动态 PE 为 24.5/19.8/16.3 倍。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）

◆ 亿纬锂能(300014.SZ) 财报点评:股权激励费与减值扰动利润,动力电池盈利显著修复

公司 2025H1 实现归母净利润 16.05 亿元，同比-25%。公司 2025H1 实现营收 281.70 亿元，同比+30%；实现归母净利润 16.05 亿元，同比-25%。若剔除股权激励费和单项减值的影响，2025H1 归母净利润为 22.18 亿元、同比+4%。公司 2025Q2 实现收入 153.73 亿元，同比+25%、环比+20%；实现归母净利润 5.04 亿元、同比-53%、环比-54%。若剔除股权激励费和单项减值的影响，2025Q2 归母净利润为 11.17 亿元，同比+4%、环比+1%。

公司储能电池快速增长，出货量稳居全球第二。2025H1 公司储能电池营收 102.98 亿元，同比+32%；毛利率为 12.03%，同比-2.32pct。公司 2025H1 储能电池销量 28.71GWh，同比+37%；其中 Q2 销量 16.04GWh、环比+27%。根据鑫椤锂电数据，公司 2025H1 储能电池出货量稳居全球第二。公司在行业内首先量产 600Ah+电芯产品，为储能客户提供更大经济价值。展望后续，公司储能电池产能利用率持续高位、客户结构有望优化，盈利能力将稳中向好。

公司动力电池出货增长迅速，盈利能力大幅提升。公司 2025H1 动力电池营收 127.48 亿元，同比+42%，毛利率 17.60%，同比+6.92pct。公司 2025H1 动力电池销量 21.48GWh，同比+59%，其中 Q2 销量 11.31GWh，环比+11%。公司与宝马、奔驰、广汽、小鹏、零跑、三一重卡、东风商用车等客户密切合作，市场份额稳步提升。公司深耕大圆柱电池多年，国内外布局超 70GWH 产能。截至 2025H1 公司大圆柱电池已量产装车超 6 万台。伴随国内外头部客户新车型的批量量产，公司大圆柱电池销量将实现快速提升，显著增益公司利润。

公司消费电池业务稳健发展。2025H1 公司消费电池营收 50.79 亿元，同比+5%；毛利率为 26.68%，同比-1.63pct。公司锂原电池业务发展稳健，小圆柱电池出货量快速提升、单月产销量突破 1 亿只。同时，公司积极开拓新兴市场，在 BBU 数据中心备电、无人机、飞行器、eVTOL、机器人以及医疗等行业与领先客户建立合作关系。

公司积极布局固态电池等前沿技术。近日，公司“龙泉二号”10Ah 全固态电池成功下线，能量密度达 300Wh/kg、主要面向人形机器人、低空飞行器、AI 等高端装备应用领域。同时，公司设立固态电池研究院成都量产基地，一期将于 2025 年 12 月建成，具备 60Ah 电池制造能力；二期计划于 2026 年 12 月实

现 100MWh 年产能交付。

风险提示：电动车销量不及预期；产能建设不及预期；原材料涨价超预期。

投资建议：调整盈利预测，维持优于大市评级。考虑到公司其他收益波动及减值对 2025 年利润的消极影响，以及国内外客户动力电池新车型放量对中长期业绩的积极影响。我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年公司实现归母净利润 46.03/71.14/87.09 亿元（原预测为 54.15/70.19/83.71 亿元），同比+13%/+55%/+22%，EPS 为 2.25/3.48/4.26 元，动态 PE 为 32/21/17 倍。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）

◆ 中创新航(03931.HK) 海外公司财报点评:动储电池市场份额稳步提升，盈利能力持续改善

公司 2025H1 实现归母净利润 4.66 亿元、同比+87%。公司 2025H1 实现营收 164.19 亿元，同比+32%；实现净利润（含少数股东权益）7.53 亿元，同比+81%；实现归母净利润 4.66 亿元，同比+87%；毛利率为 17.53%，同比+1.91pct；净利率为 4.59%，同比+1.24pct。

公司动力电池市场份额稳步提升，商用车市场开拓成果显著。2025H1 公司动力电池业务实现营收 106.62 亿元，同比+10%；动力电池装车量 21.8GWh，同比+23%。2025H1 公司在全球动力电池市场出货排名第四、国内动力电池市场出货排名第三。乘用车市场，公司在国内市占率创新高，2025 年 7 月单月市占率达到 8.25%。公司与大众、现代、丰田、奥迪、小鹏、零跑、长安等国内外头部企业深入合作，交付产品类型日益丰富。商用车市场，公司 2025H1 国内新能源商用车电池装机量同比增长超 310%，单月排名进入前三。2025H1 公司实现新能源商用车新车公告 230 款以上，同比增长 33%，实现各领域车型全面覆盖。公司与欧洲 Volvo、奇瑞、吉利、徐工、三一是客户合作密切，份额稳中向好。

公司储能业务实现快速增长。2025H1 公司储能系统产品及其他业务实现营收 57.57 亿元，同比+110%，储能电芯出货量进入全球前四。公司 314Ah 电芯产品实现大批量稳定交付；392Ah 电芯作为 6.25MWh 系统最优解决方案、已实现批量交付。公司新一代 600Ah+储能大电芯能量密度达到 440Wh/L 以上，助力 20 尺集装箱带电量达到 6.8MWh+，将于 2025Q4 实现量产。公司与国家电投、中核汇能、中节能等国内客户深化战略合作，并积极与海外头部集成商、开发商及业主方多维合作，助推业务快速发展。

公司全球化扩张提升服务能力，前瞻布局固态电池等技术夯实领先优势。公司泰国基地已经顺利建成投产，欧洲基地已于 2025Q1 开工建设。随着欧洲基地的稳步推进，公司国际配套交付效率和能力将进一步提升。同时，公司持续聚焦前瞻技术研发，已完成高性能固态电解质等核心材料的自研开发，全固态硅基体系电池能量密度可达 430Wh/kg，并已完成全固态电池产线建设。

风险提示：电动车销量不及预期；原材料价格大幅波动；行业竞争加剧的风险

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 13.76/21.18/30.28 亿元，同比+133%/+54%/+43%；EPS 分别为 0.78/1.20/1.71 元，动态 PE 为 34.8/22.6/15.8 倍。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）

◆ 沪光股份(605333.SH) 财报点评:单二季度净利润同比增长 19%，积极布局无人机线束、机器人线束等新品类

2025Q2 沪光股份实现净利润 1.8 亿元，同比增长 19%。公司 2025H1 实现营收 36.30 亿元，同比+6.20%，归母净利润 2.76 亿元，同比+8.40%。分季度看，公司 2025Q2 实现营收 20.87 亿元，同比增加 10.71%，环比增加 35.28%，归母净利润 1.83 亿元，同比增加 18.87%，环比增加 96.93%。2025H1，量产项目持续放量及新项目量产推动了营业收入稳健增长。

2025Q2 公司毛利率同比提升 0.4pct，四费率同比下降 1.2pct。2025Q2，公司毛利率 16.6%，同比+0.4pct，环比+2.2pct，净利率 8.8%，同比+0.6pct，环比+2.8pct。2025Q2，公司四费率 6.70%，同比-1.22pct，环比-1.35pct

主营高低压线束的自主优质线束企业，量、价、利三升。（1）价升：公司深耕创新低压线束产品；同时加大布局高压线束产品产能。目前，公司高压连接器产品已在 X 汽车、赛力斯、上汽、华域三电、威灵、航瑞、欣锐等一级电器部件客户上实现搭载。2025 年上半年，公司线束取得新突破：1）无人机线束：公司顺利交付百架 A 系列及 A50 系列整机线束，并同步开发了 C 型机电池包线束。此外，公司成功获得 FF 航空吨级无人机项目的高/低压整机线束总成订单，并完成小批交样；2）作业类无人车辆线束：公司持续深化与某知名电动工具企业的战略合作，并获得中大型商用无人割草机线束总成项目的定点，顺利交付近三百台产品；3）智能机器人线束：公司组建专门的研发团队，提供机器人线束、连接器的同步设计、开发和制造的定制化服务。目前，公司已成功为某知名 AI 头部企业提供多个产品系列的线束总成，其中部分零件号出货量已近千套。此外，公司还参与了分拣搬运机器人 50 系列三个机型的整机线束报价工作，并完成了首批送样交付。（2）量增：公司前五大客户销售收入占比从 2015 年的 99% 下滑至 2024 年的 80.22%，其中赛力斯 2024 年收入占比 53%，为公司第一大客户。公司持续为大众汽车、戴姆勒奔驰、奥迪汽车、通用汽车、福特汽车、捷豹路虎、赛力斯、L 汽车、美国 T 公司、蔚来汽车、吉利极氪、奇瑞汽车等客户提供汽车线束服务。（3）利升：一方面公司持续推进智能制造与数字化转型，降本增效；另一方面受益于新能源客户项目的持续放量，盈利能力提升。

风险提示：上游原材料涨价风险；下游产销风险。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。公司为汽车自主线束行业龙头，后续看点在于新能源客户线束放量支撑业绩增长，叠加公司持续降本增效带来的盈利能力改善。我们维持盈利预测，预计公司 25/26/27 年营收 95.2/121.6/143.5 亿，归母净利润 8.1/10.2/12.2 亿，维持优于大市评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、杨彬（S0980523110001）

◆ 黑芝麻智能 (02533.HK) 海外公司财报点评:2025H1 收入同比增长 40%，智能驾驶芯片加速放量

2025H1 公司实现营业收入 2.53 亿元，同比增长 40%。2025H1，黑芝麻智能实现总收入为 2.53 亿元，同比增长 40.4%；净利润为-7.62 亿元，2024H1 为 11.05 亿元，主要系向投资者发行的金融工具的公允价值变动收益波动影响；经调整亏损净额为-5.49 亿（2024H1 为-6.02 亿元）。分业务来看，1）2025H1，自动驾驶产品及解决方案收入为 2.37 亿元，同比增长 41.5%，主要是由于辅助驾驶芯片及解决方案销量伴随量产车型的增多而提升，公司在商用车领域的辅助驾驶解决方案市场渗透率提高；公司强化市场推广能力，成功吸引更多管运规模庞大的客户；2）2025H1，智能影像解决方案收入为 0.16 亿元，同比增长 24.8%。

公司费用率下降，毛利率有所下降。2025H1，公司毛利率 24.79%，同比-25.21pct，净利率-301.47%，同比-914.76pct，其中自动驾驶产品及解决方案毛利率 20.9%，同比-26pct，智能影像解决方案毛利率 82.4%，同比-4pct。2025H1，公司三费率 332.07%，同比-179.2pct。

高速 NoA 量产加速，城市 NoA 量产落地。公司 A1000 芯片在吉利银河 E8、星耀 8、东风奕派 007 新款车型、东风奕派 008 等多款车型量产，除国内新增定点外，新增面向海外市场的多家客户多款定点车型。C1200 芯片即将在多家新能源客户项目中量产部署。A2000 系列芯片支持城市 NOA，可扩展至 L3 和 L4 场景，公司目标是在今年内与头部车企客户完成定点及量产，推动大算力智驾芯片及开放式领先算法解决方案落地。

公司在机器人、无人物流小车、智能影像解决方案等领域积极进行商业化拓展。机器人领域，公司正在开发基于 C1200 芯片的机器人“小脑”，基于 A2000 芯片的具身智能“大脑”，公司已与头部足式机器人领军企业合作。无人物流小车领域，公司与生态伙伴共同打造 L4 智驾系统，可以实现在港口、园区等封闭场景低速 L4 功能，目前正在持续出货。智能影像解决方案领域，公司针对 AI 智能眼镜等智能影像解决方案在数个客户商业落地。此外，公司将积极推进对高性价比、低功耗 AI 芯片企业收购事项，助力公司在端侧 AI 芯片领域成为领导者。

风险提示：原材料价格上涨，汽车价格竞争持续激化。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 8.1/12.7/20.0 亿元，归母净利润为-9.8/-6.8/0.7 亿元，维持优于大市评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）

◆ 捷捷微电(300623.SZ) 财报点评:1H25 扣非归母净利润同比增长 46.57%，汽车电子加速布局

1H25 公司实现扣非归母净利润同比增长 46.57%。公司主要从事功率半导体器件开发，主要产品包括晶闸管、防护器件、MOSFET 等产品。随着汽车电子加速拓展，1H25 公司实现营收 16 亿元 (YoY+26.77%)，扣非归母净利润 2.46 亿元 (YoY+46.57%)；其中 2Q25 单季度公司实现营收 9.01 亿元 (YoY+21.21%，QoQ+28.67%)，扣非归母净利润 1.36 亿元 (YoY+15.22%，QoQ+23.98%)，部分产品价格调整，毛利率 31.86% (YoY-8.08pct，QoQ-4.56pct) 回落。

晶闸管保持稳健，MOSFET 与防护器件营收同比加速增长。公司以 IDM 模式为主，随着产线稼动率提升产品毛利率显著修复。公司基本盘为晶闸管、防护器件，主要在 5/6 寸产线生产，第二增长曲线 MOSFET 主要在子公司捷捷南通 8 英寸线生产；目前 MOSFET 已成为第一大收入来源，1H25 收入 7.53 亿元，占总营收 47.75%，同比增长 33.69%；子公司捷捷南通的 8 英寸线 SGT 等高附加值产品占比持续提升。晶闸管作为公司基本盘上半年实现营收 2.83 亿元（占比 18%，YoY+1.12%）保持稳健，防护器件通过 6 英寸产能扩建实现收入 5.41 亿元（占比 34%，YoY+34.32%）加速增长。

汽车电子应用持续突破，打造第二增长曲线。公司将汽车电子作为重要战略方向，1H25 汽车领域收入占比已达 15.79%，其中 MOSFET 产品占比超 8 成。公司目前已拥有近 200 款车型级 MOSFET 产品，广泛应用于国内 tier-1 汽车零部件供应商的转向、燃油、润滑、冷却等系统；主要客户覆盖罗思韦尔、霍尼韦尔、东风科技、埃泰克、科世达、比亚迪、三花、华域、Nidec 等知名企业。

完成捷捷南通科技全资控股，对外投资拓展新产品线。1H25 公司以现金 2.84 亿元完成了捷捷南通科技剩余 8.45% 的股权收购，至此公司持有捷捷南通科技 100% 的股权。捷捷南通科技作为公司 8 英寸线的主力，1H25 已实现收入 5.88 亿元、归属上市公司净利润 0.74 亿元，完成全资控股将增厚公司利润。此外，公司对外投资设立的成都子公司聚焦高端隔离器芯片，已实现销售收入，未来有望带来新的增长点。

投资建议：基于公司 1H25 经营情况，调整公司产品毛利率及收入，预计 25-27 年公司有望实现归母净利润 5.56/7.08/8.50（前值 25-26 年：5.49/6.27 亿元），对应 25-27 年 PE 分别为 39.8/31.3/26.1 倍，维持“优于大市”评级。

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

◆ 新洁能(605111.SH) 财报点评:1H25 业绩稳健增长，新兴应用多维拓展

1H25 公司业绩保持稳健增长。公司产品包括 IGBT、屏蔽栅 MOSFET (SGT MOS)、超结 MOSFET (SJ MOS)、沟槽型 MOSFET (Trench MOS) 四大产品工艺平台。1H25 公司实现营收 9.3 亿元 (YoY+6.44%)，归母净利润 2.35 亿元 (YoY+8.03%)；其中 2Q25 延续回暖趋势，公司单季度实现营收 4.81 亿元 (YoY 4.21%，QoQ+7.04%)，归母净利润 1.27 亿元 (YoY+7.88%，QoQ+17.16%)，毛利率 35.07% (YoY-1.46pct，QoQ-1.51pct)。

汽车电子加速出货，机器人及 AI 算力服务器等应用获头部客户批量订单。1H25 公司下游应用结构持续优化，汽车电子 (占 16%) 加速增长，已推出 300 余款车型级 MOSFET 产品，出货量达 8500 万颗，批量交付比亚迪、联合电子等头部 Tier1 及终端车企。机器人 (占 7%) 应用多款产品已成功导入机器人关节电机驱动系统，已获宇树科技等头部客户批量订单。AI 算力及通信 (占 7%) 相关产品已应用于海内外头部服务器客户并批量销售。工业自动化 (占 39%) 在无人机等领域保持增长，光伏储能 (占 11%) 市场逐步回暖。

SGT MOS 料号持续丰富，各产品线稳步推进。SGT-MOSFET 作为主力产品是公司中低压产品中替代国际一流厂商产品料号最多的产品工艺平台，1H25 实现营收 4.19 亿元 (占主营业务收入 45.21%)，第三代产品已全系列推向市场。Trench-MOSFET 实现营收 2.50 亿元 (占 26.95%)，销量同比增长 5.7%。IGBT 产品 1H25 实现营收 1.32 亿元 (占 14.26%)，第七代产品已批量供货，受益于光储市场回暖，预计下半年将稳步回升。SJ-MOSFET 实现营收 1.04 亿元 (占 11.21%)，第四代产品在家电、照明等市场实现快速放量。

封装、模块及 IC 多维发展，海外已实现批量订单交付。公司全资子公司电基集成聚焦先进封装，1H25 车规级 TOLL 封装产能提升 21.8%，T0-247 封装产能提升 51%。控股子公司金兰半导体致力于功率模块，IGBT 模块封测产线已建成，满产后可达产能 6 万个模块/月。控股子公司国硅集成设计智能功率 IC，新增 IPM 产品线，三相 IPM 产品已在头部白电厂商小批量试产。新设新加坡子公司 Eruby 开拓海外研发及全球销售，已完成批量订单交付。

投资建议：我们看好公司在 AI 算力、汽车及机器人等新兴应用的增量机遇与海外和 IC 等产品的远期布局，结合 1H25 公司经营情况，略调整公司 25 年收入及利润预期，预计 25-27 年公司有望实现归母净利润 5.03/6.36/7.51 亿元（前值：25-27 年 5.35/6.51/7.62 亿元），对应 25-27 年 PE 分别为 28/22/18 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期，模块进展不及预期等。

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

金融工程

◆ 金融工程周报：股指分红点位监控周报-IC 及 IM 主力合约深度贴水

成分股分红进度

截至 2025 年 9 月 10 日：

上证 50 指数中，有 23 家公司处于预案阶段，0 家公司处于决案阶段，2 家公司进入实施阶段，22 家公司已分红，3 家公司不分红；

沪深 300 指数中，有 102 家公司处于预案阶段，6 家公司处于决案阶段，9 家公司进入实施阶段，158 家公司已分红，25 家公司不分红；

中证 500 指数中，有 98 家公司处于预案阶段，12 家公司处于决案阶段，10 家公司进入实施阶段，309 家公司已分红，71 家公司不分红；

中证 1000 指数中，有 126 家公司处于预案阶段，16 家公司处于决案阶段，15 家公司进入实施阶段，641 家公司已分红，202 家公司不分红。

行业成分股股息率比较

我们对当前已披露分红预案的个股股息率进行了统计，其中，煤炭、银行和钢铁行业的股息率排名前三。

已实现及剩余股息率

截至 2025 年 9 月 10 日：

上证 50 指数已实现股息率为 2.15%，剩余股息率 0.61%；

沪深 300 指数已实现股息率为 1.75%，剩余股息率 0.45%；

中证 500 指数已实现股息率为 1.14%，剩余股息率 0.17%；

中证 1000 指数已实现股息率为 0.85%，剩余股息率 0.10%。

股指期货升贴水情况跟踪

截至 2025 年 9 月 10 日，IH 主力合约年化贴水 0.76%，IF 主力合约年化贴水 9.98%，IC 主力合约年化贴水 39.34%，IM 主力合约年化贴水 43.79%。

风险提示：市场环境变动风险，公司分红方案变动风险。

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	853.28	2.66	ICE 布伦特原油	66.39	0.56
白银	9779.00	-0.66	铜	79730.00	-0.03
铝	20765.00	0.09	铅	16805.00	-0.26
豆一	4040.00	-0.66	锌	22115.00	-0.18
豆粕	3031.00	0.00	镍	120110.00	-0.43
玉米	2285.00	0.00	锡	268520.00	-0.41
螺纹钢	2950.00	-0.03	SR509	5522.00	-0.21

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	45490.91	-0.482215	60.69	60.69	60.69	60.69	40.69
德国 DAX 指数	23632.95	-0.360479	85.54	-2.19	-1.47	29.38	54.97
法 CAC40 指数	7761.32	0.153948	0.53	0.23	-0.55	4.77	47.28
恒生指数	26200.26	1.010597	3.38	5.39	8.43	52.02	62.58
沪深 300 指数	4445.36	0.205300	-0.32	8.29	15.00	39.10	59.57
美国 SP500 指数	6532.04	0.298344	1.29	2.23	8.16	18.86	47.76
纳斯达克综合指数	21886.06	0.030028	1.80	2.03	11.01	28.54	51.34
日经 225 指数	43837.67	0.870654	4.52	4.82	14.72	21.23	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	601899.SH	紫金矿业	25.1800	-0.0397	无数据	601899.SH	紫金矿业	25.1800	-0.0397	无数据
2	601138.SH	工业富联	53.6700	10.0020	无数据	300124.SZ	汇川技术	79.5200	0.8114	无数据
3	603259.SH	药明康德	107.2300	0.8085	无数据	601138.SH	工业富联	53.6700	10.0020	无数据
4	002371.SZ	北方华创	368.2000	1.2401	无数据	603259.SH	药明康德	107.2300	0.8085	无数据
5	688008.SH	澜起科技	114.1000	5.6971	无数据	002371.SZ	北方华创	368.2000	1.2401	无数据
6	300450.SZ	先导智能	58.6100	4.5487	无数据	688008.SH	澜起科技	114.1000	5.6971	无数据
7	300394.SZ	天孚通信	174.9100	4.1565	无数据	300394.SZ	天孚通信	174.9100	4.1565	无数据

8	300274.SZ	阳光电源	128.3000	-1.2165	无数据	300274.SZ	阳光电源	128.3000	-1.2165	无数据
9	600111.SH	北方稀土	49.3600	-0.3231	无数据	600111.SH	北方稀土	49.3600	-0.3231	无数据
10	688041.SH	海光信息	184.0300	5.4553	无数据	688041.SH	海光信息	184.0300	5.4553	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	9626.HK	哔哩哔哩-W	198.9000	0.07571660	69137.18	9988.HK	阿里巴巴-W	142.8000	0.00634249	614178.35
2	0883.HK	中国海洋石油	20.1800	0.00198610	72802.64	9992.HK	泡泡玛特	275.2000	-0.04510756	340236.01
3	3896.HK	中企法巴八零六D	8.1700	0.08788282	101727.25	0700.HK	腾讯控股	633.5000	0.01036683	250420.68
4	3896.HK	金山云	8.1700	0.08788282	101727.25	1810.HK	小米集团-W	54.9500	-0.02224199	241211.49
5	9926.HK	康方生物	133.5000	-0.04710921	113497.84	0981.HK	中芯国际	60.3500	0.03605150	220016.36
6	9992.HK	泡泡玛特	275.2000	-0.04510756	169149.16	3690.HK	美团-W	101.7000	0.02057200	206660.58
7	1810.HK	小米集团-W	54.9500	-0.02224199	197134.00	9926.HK	康方生物	133.5000	-0.04710921	203502.57
8	3690.HK	美团-W	101.7000	0.02057200	198362.29	3896.HK	中企法巴八零六D	8.1700	0.08788282	136221.07
9	0981.HK	中芯国际	60.3500	0.03605150	236200.34	3896.HK	金山云	8.1700	0.08788282	136221.07
10	0700.HK	腾讯控股	633.5000	0.01036683	243311.48	0883.HK	中国海洋石油	20.1800	0.00198610	57324.80
11	9988.HK	阿里巴巴-W	142.8000	0.00634249	1065317.37	1788.HK	国泰君安国际	5.5700	0.02957486	55683.10

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

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