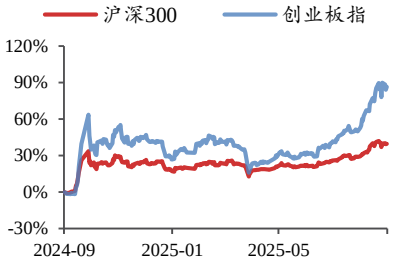
2025 年 09 月 11 日

开源晨会 0911

——晨会纪要

吴梦迪（分析师）
wumengdi@kysec.cn
证书编号：S0790521070001

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	3.492
电子	1.782
传媒	1.678
社会服务	1.070
国防军工	0.823

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电力设备	-1.177
综合	-1.086
基础化工	-0.943
有色金属	-0.873
煤炭	-0.762

数据来源：聚源

观点精粹

总量视角

【宏观经济】PPI 同比增速回升或因输入性与地产链基数回落——宏观经济点评-20250910

【固定收益】债券收益率上行或领先于基本面——事件点评-20250910

行业公司

【银行】理财规模有望受益，投资基金偏好或生变——基金销售费新规征求意见稿点评-20250910

【地产建筑】2025 上半年房地产行业综述：行业仍处于缩表进程，关注重点房企边际改善——行业点评报告-20250910

【商贸零售：赛维时代(301381.SZ)】公司发布股权激励计划，关注后续经营趋势改善——公司信息更新报告-20250910

研报摘要

总量研究

【宏观经济】PPI 同比增速回升或因输入性与地产链基数回落——宏观经济点评-20250910

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（分析师）证书编号：S0790525070004

事件：8 月 CPI 同比-0.4%，预期-0.2%，前值 0%；PPI 同比-2.9%，预期-2.9%，前值-3.6%。

核心 CPI 环比连续五个月超季节性

8 月 CPI 同比较前值下降 0.4 个百分点至-0.4%；环比较前值下降 0.4 个百分点至 0%。

1、鲜菜价格带动食品 CPI 环比回升

8 月 CPI 食品项环比比由负转正，环比较前值上升 0.7 个百分点至+0.5%。蔬菜方面，供给收缩，鲜菜 CPI 环比涨幅扩大，往后看，随着供给上升，蔬菜价格上行速度或将放缓。猪肉方面，受疫病影响及散户恐慌性出栏影响，生猪供给上升，猪肉价格有所回落，往后看，预计供给逐步趋紧，需求边际向好，或将带动猪肉价格回升。

2、实物消费价格表现好于服务

8 月 CPI 非食品环比较前值下降 0.6 个百分点至-0.1%。8 月核心 CPI 环比较前值下降 0.4 个百分点至 0%，自 2025 年 4 月以来连续五个月处于季节性水平之上，但仅高于季节性 0.03 个百分点，从具体分项来看，已公布的实物项中衣着、交通工具、通信工具、家用器具超季节性，其中通信工具、家用器具超季节性较多。

服务 CPI 弱于季节性。8 月服务 CPI 环比弱于季节性 0.05 个百分点，其中租赁房租、家庭服务、旅游项与季节性相差较多，医疗服务项大幅高于季节性。

PPI 同比回升，主因输入性因素与地产链的同期基数回落

8 月 PPI 同比较前值回升 0.7 个百分点至-2.9%；环比较前值回升 0.2 个百分点至 0%。

从 PPI 分项贡献来看：已公布的细分项来看，其中输入性因素(石油化工、有色、铁矿石等)、地产链对 PPI 同比拖累降低，分别拖累 PPI 同比 0.9、0.5 个百分点；而煤炭、中高端制造、一般消费品制造对整体 PPI 同比拖累持平于前值，分别拖累 PPI 同比 0.5、0.5、0.4 个百分点。也即 PPI 同比较前值回升主因输入性因素与地产链的同期基数回落。

后续通胀预测：9 月 CPI、PPI 同比均回升

CPI 方面，结合农产品批发价格指数等高频数据，我们预计 9 月 CPI 环比在 0.2%左右，同比或在-0.2%左右，主因基数效应，三季度 CPI 同比或为全年低点；再往后，服务与实物消费或将平缓修复，CPI 同比或震荡上行，2025 年全年平均同比或在 0%左右。PPI 方面，结合 CRB 现货指数等高频数据，我们预计 9 月 PPI 环比持平于前值，同比较前值有所回升，往后看，PPI 后续回升幅度或将取决于国际大宗商品走向与国内政策力度，初步预计 2025 年全年平均同比或在-2%--3%区间。

风险提示：政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

【固定收益】债券收益率上行或领先于基本面——事件点评-20250910

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

2025 年 9 月 10 日，统计局公布 8 月通胀数据，全国居民消费价格同比下降 0.4%，全国工业生产者出厂价格同比下降 2.9%。当日 10 年国债收益率从 1.86%上行至 1.90%，上行幅度达到 4BP。

经济数据整体改善，不宜过度关注通胀等指标

我们认为，尽管当前 CPI 同比、PPI 同比等仍然偏弱，但社融存量增速、核心 CPI 同比、实际 GDP 同比等经济数据已经明显改善，不应该过度关注通胀等偏弱指标，当前经济已经处于整体企稳之中。

比如，（1）社融存量同比从 2024 年 11 月+7.8%回升至 2025 年 7 月+9.0%；

（2）政府性基金支出累计同比从 2024 年 4 月-20.5%回升至 2025 年 7 月+31.7%；

（3）核心 CPI 当月同比从 2025 年 2 月-0.1%回升至 2025 年 7 月+0.9%；

（4）实际 GDP 当季同比从 2024 年 3 季度+4.6%回升至 2025 年 2 季度+5.2%；

（5）社会消费品零售同比 2025 年月均值为+4.98%，明显高于 2024 年月均值的+3.28%。

债券收益率上行，或领先经济回升

以 2020 年为例，2020 年 7 月公布 6 月社会消费品零售同比为-1.8%、出口同比为+0.2%、PPI 同比为-3%，经济数据整体处于偏弱水平。

反观债券市场，10 年国债收益率从 2020 年 4 月 29 日低点 2.50%持续上行至 7 月 9 日的 3.08%，累计上行幅度达到 58BP，且基本接近 2019 年底 3.14%水平。

不难发现，经济数据表现与 10 年国债收益率走势处于阶段性背离。

2020 年 11 月公布 10 月经济数据，社会消费品零售同比为+4.3%、出口同比达到 10.92%，经济指标确认回升趋势。

反观债券市场，2020 年 11 月 10 年国债收益率高点达到 3.35%，收益率水平已经处于明显高位，且之后债券收益率反而开始持续下行。

我们发现，经济数据和债券收益率的阶段性背离，或是因为债券收益率上行领先经济回升。当前市场对经济基本面存疑时，债券收益率持续上行，反而当市场普遍预期经济复苏，收益率上行可能已经接近尾声。

通胀数据，或同样滞后于债券收益率

以 2009 年为例，2008 年 11 月四万亿政策出台，但 CPI、PPI 同比仍继续下行，直到 2009 年 7 月见底，CPI、PPI 同比分别低点为-1.8%和-8.2%。

但 2009 年 8 月 10 年国债收益率已经从低点 2.67%上行至 3.53%，累计上行幅度达到 86BP。

以 2020 年为例，2020 年 11 月公布 10 月通胀数据，CPI 同比、PPI 同比分别为+0.5%、-2.1%，处于明显偏低水平。

但 2020 年 11 月 10 年国债收益率已经显著上行至 3.35%。

不难看出，通胀数据同样滞后于 10 年国债收益率走势。

经济预期修正下，债券收益率有望上行

当前经济数据与 2024 年相比，部分经济数据已经持续改善，整体上，当前经济已经处于企稳之中。

同时历史上看，债券收益率上行往往领先于经济数据和通胀指标。

我们认为，尽管当前市场对经济数据仍然存疑和通胀水平偏弱，但历史规律显示，当市场确认经济回升，债券收益率或已经上行至高位水平。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【银行】理财规模有望受益，投资基金偏好或生变——基金销售费新规征求意见稿点评-20250910

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（分析师）证书编号：S0790524060002

2025 年 9 月 5 日证监会就《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》公开征求意见，主要降低认申购费率（将股基、混基、债基的认申购费率上限调降至 0.8%、0.5%、0.3%）、规范销售服务费（股基、混基、ETF、债基、货基销服费率上限调降至 0.4%/年、0.2%/年、0.15%/年，超 1 年不收取）。

赎回费优化或影响短期持有基金的意愿

短期持有的赎回费率上升，债基的负债端或影响较大。新规征求意见稿将四档赎回费率安排简化成三档：对持续持有期＜7 天的投资者，收取≥1.5%的赎回费；7~30 天收取≥1%的赎回费；对 30 天~6 个月收取≥0.5%的赎回费。此前市场上不少基金通过“满 7 天免赎回费”的 C 份额吸引了个人和理财资金短期持有，我们统计 2025Q2 末理财前十持仓中出现的基金，发现“满 7 天免赎回费”约占 38%，在各期限免赎回费的基金中占比最大，其中既包含短债基金、ETF，也包含部分日开的中长债基。此次征求意见稿明确至少持有 6 个月才能免赎回费，或直接影响流动性高、收益较低的债基的需求。

理财负债端：理财流动性优势凸显，规模或加速增长

居民仍偏好高流动性产品，理财性价比凸显，规模有望加速上升。2025 年 1-5 月理财增长最多的产品为“最小持有期”型（比如最短持有 7 天/14 天后可每日赎回且不收取赎回费），可见居民对于高流动性产品仍较为偏好。此次新规或影响短期限基金的收益，短期限理财的性价比凸显，免赎回费、申赎灵活，或直接受益于“存款搬家”而规模加速上升，开放式固收类产品有望持续成为增长主力。

理财资产端：或减少场外基金申赎，转向场内 ETF 或长期持有摊余债基

理财或减少场外基金交易，转而聚焦 ETF 基金交易。理财买基金主要出于快速建仓、调节流动性、节税等目的。如季末银行冲量存款，理财规模快速下降，通常会采用赎回基金的方式调节流动性；债市回调之初，理财优先赎回基金止盈避免了自己寻找交易对手。按照征求意见稿，原先持有满 7 天免赎回费的基金变为收取至少 1%的赎回费，部分场外债基费后收益下降较多，理财可能转向场内 ETF 交易，或者长期持有估值有优势的摊余成本法债基。此外，投研能力较强的理财公司可能转向直投。

理财若增加直投、减仓基金，拉久期受限，利好短债/NCD。理财负债端通常较短、流动性要求高，使得理财直投期限较短（通常为 3Y 以内）。而原先由于基金赎回方便，理财投资的基金久期可能长于自身直投，2025Q2 末前十持仓的基金中，中长债基比例最高，为 35%。后续理财若加大直投、减仓基金，有望增加短债/NCD 的需求，通过基金拉长久期的意愿下降。

投资建议：

此次新规下产品多元、客群优势明显的理财子或将率先受益，受益标的有工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、招商银行、兴业银行等。

风险提示：经济增速不及预期，新规正式稿内容修订等。

【地产建筑】2025 上半年房地产行业综述：行业仍处于缩表进程，关注重点房企边际改善——行业点评报告-20250910

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

板块总体仍处于缩表进程，重点房企表现显著好于行业水平

2025 上半年，A 股房地产板块实现营业收入 7128 亿元，同比下降 11.6%，降幅较 2024 上半年收窄 10.1 个百分点。2025 上半年 A 股房地产板块归母净亏损 383 亿元，较 2024 上半年多亏 264 亿元。在低毛利项目持续结算、房价下行趋势并未扭转背景下，表内外项目利润率持续走低，板块整体亏损幅度扩大，报表表现不佳，重点房企表现显著好于行业水平，板块总体仍处于缩表进程。

重点房企拿地力度明显改善

2025 上半年，我们跟踪的 16 家重点房企合计拿地金额 3999 亿元，相当于这些房企 2024 年全年的 72%，上半年拿地力度回升至 41%，止跌回稳预期下，企业拿地力度明显改善。从拿地强度看，中国金茂（92%）、建发国际集团（84%）、滨江集团（61%）、绿城中国（52%）、华润置地（43%）位居前列。

政策脉络延续，部分创新举措促进住房需求释放

中央政策方面，整体政策延续 2024 年脉络，以“止跌企稳”为目标，托底行业为主，没有出台过分强的刺激性政策。地方层面上，大多数城市与中央政策同频共振，经历多轮放松，除部分核心城市仍有一些限制性政策，大部分城市在限购、限贷、限售等方面已经完全放开。2025 上半年，部分城市出台创新举措促进住房需求释放，如低月供金融产品、公积金缴存等。

投资建议

2025 年至今，在各项促进房地产市场止跌回稳政策作用下，市场继续朝着止跌回稳的方向迈进，部分一二线城市交易有所恢复。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。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、善于把握改善型客户需求的强信用房企：建发国际集团、绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、滨江集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：华润置地、新城控股、龙湖集团；（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务、建发物业。

风险提示：行业销售恢复不及预期、政策放松不及预期。

【商贸零售：赛维时代(301381.SZ)】公司发布股权激励计划，关注后续经营趋势改善——公司信息更新报告-20250910

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 姚慕宇（联系人）证书编号：S0790125040021

事件：公布 2025 年限制性股票激励计划（草案）

公司 9 月 5 日公告《2025 年限制性股票激励计划（草案）》，拟向共计 329 名激励对象授予 403.5 万份股票，约占公司股本总额的 1.00%。考虑公司服饰品牌影响力和市场份额的持续提升，非服饰业务经营持续改善，库存去化顺利，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 3.87/5.52/6.84 亿元（原值 3.71/5.11/6.65 亿元），对应 EPS 为 0.96/1.37/1.70 元，当前股价对应 PE 为 25.6/18.0/14.5 倍，维持“买入”评级。

以 2024 年净利润为基数，2025-2027 年业绩考核目标增速为 70%/155%/215%

公司制定本次股权激励计划旨在健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动核心团队积极性。激励对象范围包括公司董事、高级管理人员等共计 329 人。业绩考核方面，两组目标完成其一即可：（1）营业收入：以 2024 年为基数，2025-2027 年营业收入增长率分别不低于 25%/55%/95%；（2）净利润：以 2024 年为基数，

2025-2027年净利润(扣非归母净利润,剔除股权激励、员工持股涉及费用影响)增长率分别不低于70%/155%/215%。会计成本方面，假设2025年10月执行授予，则激励计划预计摊销总费用在2025-2028年分别为685.51/2397.90/1187.84/491.24万元。

数字化驱动产品、品牌、供应链同步发展，构筑公司核心竞争优势

公司基于全链路数字化底层，驱动品牌矩阵战略的发展，提升业务扩张的效率。(1)产品：通过多渠道市场调研并整合海外多国消费者3D体型数据，建立可迭代的服装流行元素库和自有版型数据库，实现精准挖掘消费者需求同时赋能产品研发；(2)品牌：精准研究细分品类各消费者特定需求，利用CPC广告自动投放系统筛选出合适产品进行投放，再根据效果数据实时优化，实现精细化、自动化品牌运营；(3)供应链：打造“小批量、多品种、高品质”的柔性供应链，利用AI模型和销量预测算法，提升供应链决策有效性。

风险提示：宏观经济波动、市场竞争加剧、平台政策变化、品牌培育不及预期。

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