

晨会纪要

数据日期: 2025-09-05	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)	3812.51	12590.56	4460.32	13658.45	3723.10	1268.55
涨跌幅度(%)	1.23	3.89	2.17	2.72	4.72	3.38
成交额(亿元)	9790.61	13255.96	6641.66	4622.83	6719.92	747.41

晨会主题

【常规内容】

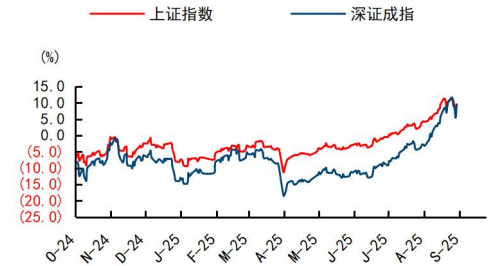
宏观与策略

宏观专题: 大象转身——房地产视角下的宏观经济
宏观周报: 宏观经济宏观周报-高频指标走势继续放缓
固定收益快评: 可交换私募债跟踪-私募EB每周跟踪 (20250901-20250905)
固定收益周报: 转债市场周报-短暂调整后估值企稳
固定收益周报: 公募REITs周报(第33期)-震荡上行, 板块轮动延续
策略专题: 估值周观察(9月第1期)-贵金属和新能源逆势上涨
策略专题: ESG热点周聚焦(9月第1期)-三大交易所同步升级ESG信息披露规则
策略快评: 策略解读-再议存款搬家

行业与公司

煤炭行业月报: 煤炭行业2025年中报总结及9月月报: 煤价、业绩同步探底, 改善可期
军工行业快评: 商业航天行业点评-中国星网一月内六次发射互联网卫星, 抢占太空低轨
银行行业月报: 银行理财2025年9月月报-规模扩张的两个“超级赛道”
非银行业快评: 基金销售服务费用管理规定点评-降低投资成本, 规范销售秩序
海外市场专题: 美股市场速览-整体高位震荡, 中小盘表现较优
海外市场专题: 港股市场速览-市场持续震荡, 医药互联网较优
电新行业周报: 锂电产业链双周评(9月第1期)-锂电池行业需求持续向好, 工信部支持固态电池技术发展
电新行业快评: 电力设备新能源行业点评-8月储能系统招标规模高增, 国内储能需求持续释放
通信行业周报 2025年第36周: 海外算力产业高景气度持续, OCS(光交换)技术多元化发展
公用环保行业周报: 公用环保202509第2期-绿色液体燃料产业化试点推进, “煤电+熔盐”1GWh储能项目投运
科博达(603786.SH)公司快评: 科博达收购参股公司智能科技60%股权, 打开高单价驾驶域控成长曲线
双环传动(002472.SZ)财报点评: 降本增效迭代产品放量, 二季度净利润同比增长20%
禾赛科技(HSAI.O)海外公司财报点评: 单二季度收入同比增长54%, 激

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08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	25417.98	1.43

基金指数 09月08日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3267.54	-0.01
股票基金指数	11695.76	-2.84
混合基金指数	10899.49	-2.81

汇率 09月08日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.17	0.58
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.79	-0.04
美元兑日元	147.4	-0.71

非流通股解禁 09月08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

光雷达产品在手订单充沛

天能股份(688819.SH) 财报点评: 铅酸电池业务表现平稳, 前瞻布局多元技术路线

厦钨新能(688778.SH) 财报点评: 钴酸锂领先地位稳固, 新材料布局加速推进

招商积余(001914.SZ) 财报点评: 业绩稳增, 基础物管毛利率持续修复

三生制药(01530.HK) 海外公司财报点评: 收入保持稳定, 707 与辉瑞达成重磅合作

帝奥微(688381.SH) 财报点评: 高研发投入致短期盈利承压, 积极拓展 AI 和汽车领域

京东方 A(000725.SZ) 财报点评: 2Q25 营收利润同比增长, “1+4+N” 业务布局多点开花

视源股份(002841.SZ) 财报点评: 1H25 教育业务营收同比增长, AI+教育应用加速落地

东微半导(688261.SH) 财报点评: 2Q25 单季度营收创新高, 服务器相关产品加速放量

甲骨文(ORACLE)(ORCL.N) 海外公司财报点评: 全球智能化转型赋能成长, 软件及云业务增长迅速

唯万密封(301161.SZ) 财报点评: 液压气动密封领先企业, 有望充分受益半导体密封进口替代及人形机器人产业发展

豆神教育(300010.SZ) 财报点评: 教育主业收入快速增长, AI 教育重塑毛利率显著提升

长江电力(600900.SH) 财报点评: 发电量稳增财务费用下降, 控股股东增持&新股东回报规划夯实信心

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 210 期)

金融工程周报: 港股投资周报-生物科技反弹, 港股精选组合年内上涨 70.94%

金融工程周报: 主动量化策略周报-创业板领涨, 成长稳健组合年内满仓上涨 55.55%

金融工程周报: 多因子选股周报-ROE 因子表现出色, 沪深 300 增强组合年内超额 16.44%

金融工程周报: 基金周报-公募基金费率改革再下一城, 年内再现“日光基”

金融工程周报: ETF 周报-本周股票型 ETF 收益有所回调, 光伏 ETF 逆势上涨超 9%

金融工程日报: 市场单边回升, 新能源产业链爆发、创业板指再创新高

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观专题:大象转身——房地产视角下的宏观经济

房地产正在完成转型。城镇化率放缓,销售面积迅速下滑,房地产行业比重变低;房地产业和开发投资对 GDP 的拖累正在收窄。

房地产下行对公共和私人部门都有较强的收缩效应。税收和土地财政都受到较为严重的拖累;房产占居民资产比重约六成,房价下行有显著的负向财富效应;除了财富效应,房地产行业下行还有显著的收入效应;房价预期扭转后,私人部门显示出缩表倾向。

经过滤波,目前短周期可能已经走出底部,长周期仍在继续向下。根据商品房销售数据的周期波动划分周期,目前已经位于本轮周期底部右侧;二季度开始房价仍在持续下行,前期刺激政策效果退坡。

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

联系人: 王奕群

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-高频指标走势继续放缓

主要结论:高频指标走势继续放缓。

经济增长方面,本周(9月5日所在周)国信高频宏观扩散指数 A 维持负值,指数 B 继续明显回落。从分项来看,本周投资、消费、房地产领域景气均有所回落。从季节性比较来看,本周指数 B 标准化后下降 0.71,表现弱于历史平均水平,指向国内经济增长动能进一步放缓。

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12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,非食品价格下跌。预计 8 月 CPI 食品价格环比约为 0.5%,非食品价格环比约为零,整体 CPI 环比约为 0.1%,CPI 同比回落至-0.3%。

(2) 7 月上旬国内流通领域生产资料价格定基指数小幅下跌,中旬有所上涨,下旬继续上涨;8 月上旬小幅下跌,中旬再次上涨,下旬小幅下跌。预计 8 月 PPI 环比约为 0.4%,PPI 同比明显回升至-2.5%。

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(20250901-20250905)

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. 辽宁成大股份有限公司 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通过,拟发行规模为 28 亿元,正股为广发证券(000776.SZ),主承销商为中信建投证券,交易所更新日期为 2025 年 9 月 4 日;
2. 新华都实业集团股份有限公司 2024 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通过,拟发行规模为 20 亿元,正股为云南白药(000538.SZ),主承销商为国信证券,交易所更新日期为 2025 年 9 月 2 日;
3. 盈峰集团有限公司 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 15 亿元，正股为盈峰环境/百纳千成（000967.SZ/300291.SZ），主承销商为申港证券，交易所更新日期为 2025 年 9 月 4 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：转债市场周报-短暂调整后估值企稳

上周市场焦点（9 月 1 日-9 月 5 日）

股市方面，上周权益市场震荡调整，或因短期涨幅较大、重要时点后市场风险偏好回落，部分资金存在止盈需求，军工、科技板块调整幅度靠前；《电子信息制造业 2025—2026 年稳增长行动方案》推出、多家企业固态电池中试线陆续落地催化下，电力设备板块涨幅居前；美联储降息预期升温下金价持续上行，有色板块表现也较好。

债市方面，上周债市先涨后跌，月初资金面整体宽松、财政部与央行联合工作组第二次会议召开提升市场对重启国债买卖的预期，且沪指盘中一度失守 3800 点，债市情绪升温；周五权益市场有所反弹，债市则明显回落。周五 10 年期国债利率收于 1.83%，较前周下行 1.19bp。

转债市场方面，上周转债个券多数收涨，中证转债指数全周+0.61%，价格中位数+1.20%，我们计算的算术平均平价全周-1.71%，全市场转股溢价率与上周相比+1.91%。个券层面，东杰（机器人）、精装（精装修）、鹿山（光伏胶膜）、恩捷（固态电池）、亿纬（固态电池）转债涨幅靠前；东材（电子材料&已公告强赎）、欧通（数据中心电源）、崇达（PCB&已公告强赎）、景 23（PCB）、大元（液冷服务器概念&已公告强赎）转债跌幅靠前。

观点及策略（9 月 8 日-9 月 12 日）

上周转债市场表现明显强于权益市场，经历了数个交易日（尤其 8.27 当日）转债普遍压估值之后，上周三转债估值明显企稳，在沪指跌超 1 个点的情形下中证转债指数依旧收涨，周五各平价区间转债估值进一步修复，转债 ETF 单日规模扩张超 20 亿元。

经历前期短暂调整后，转债市场价格中位数依旧在 130 元之上，各平价区间估值也基本达到 85%以上分位数位置，总体来看转债资产的赔率依旧不算理想。美联储降息预期升温有利于全球风险资产投资情绪，A 股向上的趋势仍有望延续，市场短期波动放大的背景下，建议优先关注低价品种；近日部分曾在生命周期多次选择不修个券也提议下修意图促转股，可关注剩余期限短、化债诉求强的个券的条款博弈机会。

此外，关注农药、瓶片、炼化等有望受益于“反内卷”相关政策持续深入的方向，算力、端侧 AI、人形机器人、创新药等成长风格依旧可逢低布局。部分已明确公告较长时间不强赎、或者尚未进入转股期的个券出现负溢价，可多加关注。

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）

◆ 固定收益周报：公募 REITs 周报（第 33 期）-震荡上行，板块轮动延续

主要结论：本周中证 REITs 指数震荡上行，全周上涨 0.03%。产权类 REITs 和特许经营权类 REITs 平均周涨跌幅为+0.7%、+0.1%，从主要指数周涨跌幅对比来看：中证转债>中证全债>中证 REITs>沪深 300。板块轮动延续，八月下旬跌幅较大的保障房、消费、水利设施 REITs 回暖。截至 9 月 5 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股息率均值高 43BP，经营权类 REITs 内部收益率均值与十年期国债收益率利差为 185BP。当前权益市场风险偏好回升，对固收类资产产生一定分流效应，叠加 REITs 底层资产基本面暂未好转，预计短期仍呈现震荡行情，中长期在政策红利和盈利修复支撑下，仍具配置价值。

中证 REITs 指数周涨跌幅为+0.03%，年初至今涨跌幅为 7.3%。截至 2025 年 9 月 5 日，中证 REITs（收

盘)指数收盘价为847.13点,整周(2025/9/1-2025/9/5)涨跌幅为+0.03%,表现弱于中证转债指数(+0.6%)和中证全债指数(0.14%),强于沪深指数(-0.8%)。年初至今,各类主要指数涨跌幅排序为:中证转债(+15.5%)>沪深300(+13.4%)>中证REITs(+7.3%)>中证全债(+0.6%)。近一年中证REITs指数回报率为6.8%,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5日上升至2192亿元,较上周增加4亿元;全周日均换手率为0.55%,较前一周下降0.09个百分点。

保障房、消费、水利设施REITs涨幅领先。截至2025年9月5日,从不同项目属性REITs来看,产权类REITs和特许经营产权类REITs平均周涨跌幅为+0.7%、+0.1%。从不同项目类型REITs来看,各类型REITs涨跌不一,保障房(+1.1%)、消费(+1.0%)、水利设施REITs(+0.8%)涨幅最大。分具体标的来看,周度涨幅排名前三的三只REITs分别为华夏合肥高新REIT(+3.60%)、华安百联消费REIT(+3.41%)、华夏金隅智造工场REIT(+2.95%)。

新型基础设施REITs交易活跃度最高。从不同项目类型来看,新型基础设施REITs区间日换手率最高,区间日均换手率为1.3%;交通基础设施REITs本周成交额占比最高,成交额占REITs总成交额19.7%。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南方顺丰物流REIT(747万元)、中金安徽交控REIT(491万元)、华夏合肥高新REIT(466万元)。

华夏凯德商业REIT网下询价认购倍数达255倍。首单外资消费REITs——华夏凯德商业REIT将于2025年9月9日至9月10日正式发售,发售价格为5.718元/份,拟募资总额为22.872亿元。在网下询价阶段,华夏凯德商业REIT共收到144家网下投资者管理的938个配售对象的询价报价信息,拟认购数量总和为2,842,563万份,为初始网下发售份额的255倍,创消费REITs历史新高,反映出机构资金对优质商业资产与国际化管理模式的高度认可。

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)

◆ 策略专题:估值周观察(9月第1期) - 贵金属和新能源逆势上涨

•近一周(2025.9.1-2025.9.5)海外市场多数上涨,估值整体温和扩张。亚太地区和美国整体温和上涨,香港领涨;欧元区承压,德国DAX领跌;估值整体温和扩张。仅道琼斯工业指数、德国DAX、恒生中型股、韩国综合指数PE小幅收缩,前三个与指数变化同步,韩国综合指数与指数变化相反。整体来看,当前东证指数和富时新加坡海峡指数的估值分位数位于历史极高水平;印度SENSEX30的估值分位数位于历史较低水平,具有估值吸引力。

•A股核心宽基集体回调,估值小幅收缩。近一周(2025.9.1-2025.9.5),A股核心宽基集体回调,估值小幅收缩。具体来看,规模上,中证1000(-2.59%)和国证2000(-2.41%)跌幅居前;风格上,小盘股承压,小盘指数(-2.72%)、中证2000(-1.72%)、小盘成长(-1.34%)跌幅居前。估值方面,仅国证成长、大盘成长、中盘价值、小盘价值和中证2000的PE小幅扩张,其余指数PE均收缩,其中国证2000收缩最显著(-1.08x)。截至9月5日,A股主要宽基指数PE、PB、PS基本位于近一年95%-98%分位数,PCF分位数大幅下跌,位于1%-30%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62.19%;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72.56%、43.58%。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89.05%、96.36%、96.80%。三年分位数视角,PE分位数水平整体高于PB、PCF和PS。

•一级行业涨跌互现,估值分化明显。一级行业涨跌互现,TMT板块回调明显,计算机(-7.27%)、电子(-4.57%)下跌显著;其余板块中,国防军工(-10.25%)领跌,非银金融(-4.96%)、钢铁(-3.17%)跌幅靠前;电力设备(+7.39%)、综合(+5.38%)涨幅居前。估值分化明显,国防军工(-10.10x)、计算机(-10.56x)、电子(-6.68x)的PE随股价同步大幅收缩;房地产虽股价下跌1.48%,PE却大幅扩张17.99x,体现盈利下修明显。•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 93%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 61.93% / 27.63% / 16.59%，农林牧渔为 63.58% / 37.04% / 25.84%，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%-98%区间，整体处于中等水平。

•新兴产业多数下跌，贵金属和新能源表现突出。本周新兴产业多数下跌。数字经济和高端装备制造板块回调明显，云计算（-8.22%）、半导体（-6.79%）、集成电路（-7.74%）、海军装备（-7.36%）跌幅居前；新能源逆势上涨，光伏（+13.02%）、储能（+9.19%）强势；动力电池（+11.02%）、锂电池（+8.50%）亦表现突出。多个产业的估值大幅调整，半导体、集成电路 PE 收缩超过 10x，云计算、人工智能、海军装备、工业母机 PE 收缩超过 5x，新能源 PE 扩张 7.26x。热门概念方面，本周贵金属和新能源表现突出，领涨概念包括黄金、贵金属、新能源、宁组合、Wind 香港电气设备。

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，不构成投资推荐的依据

证券分析师： 陈凯畅（S0980523090002）

◆ 策略专题:ESG 热点周聚焦（9 月第 1 期）- 三大交易所同步升级 ESG 信披规则

海外 ESG 热点事件：呈现绿色金融涌向新兴市场、碳中和路径务实多元、信息披露稳健推进的特征。IFC 与 BTG Pactual 的 10 亿美元拉美投资、巴西 BNDES 的 9.5 亿美元生态转型注资，彰显全球绿色资本正加速流向发展中国家。微软加入世界核能协会推动核能成为 AI 算力基荷电源，欧盟资助 12 国发展可持续航空燃料体现脱碳向消费侧延伸；SBTi 发布电力行业净零标准强制淘汰未减排化石能源，越南碳信用交易 95%回用于国家自主贡献，标志着全球碳中和实践趋向标准化与精细化。信息披露监管在落地中显现协同与妥协，西班牙强制企业分步披露碳数据，加州豁免首年范围 3 报告以降低合规门槛；彭博推出可定制指数系列，通过工具整合助力企业应对 CSRD 等披露要求。此外，LGIM 并转向主动 ESG 管理，突显资本对“深绿”策略的严格筛选，共同印证 ESG 实践正从理想化承诺迈向技术化、本地化与成本收益精细化的新阶段。

国内 ESG 热点事件：呈现治理架构升级、技术落地加速、政策细化推进的特征。阿里巴巴首创三级 ESG 治理架构与“范围 3+”生态减排概念，系统性统筹平台减排 5920.8 万吨，为企业价值链治理树立新范式；多地强化融资租赁监管与社保基金免税政策，则从金融合规与社会保障维度夯实 ESG 制度基础。碳中和路径聚焦产业落地与技术突破，中国牵头上合组织实施“双千万千瓦”风光项目，浙江出台新能源竞价机制，新能源汽车渗透率首破 55%，隆基绿能签署联合国可持续品牌倡议，共同推动清洁能源规模化与产业链低碳转型。政策层面持续细化赋能，证监会新增污染物、能源及水资源三大环境披露指南，四川设定新能源产业链 5000 亿元营收目标，联合国肯定北京空气治理成效，彰显 ESG 实践从顶层设计向标准化、量化披露与区域协同纵深发展。

学术前沿：2025 年 8 月发表于《南开管理评论》的《政府引导基金与企业 ESG 表现：效应与机制》基于 2008-2022 年中国 A 股上市公司数据，考察政府引导基金对企业 ESG 表现的影响及其作用机制。研究发现：政府引导基金能够显著提升企业的 ESG 表现。同期发表于《Asia Pacific Journal of Management》的《Mitigating or aggravating muck: investigating the double-edged impact of greenwashing on employee green behavior》，以社会认知理论为框架，核心探究漂绿对员工绿色行为的双重影响——既关注潜在正向效应，也不回避负向效应，并进一步引入“道德反思”和“道德推脱”作为中介变量，同时将“自然共情”（个体对自然的理解、关怀与情感共鸣）作为调节变量，填补了漂绿对员工绿色相关行为影响的研究空白。

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： 陈凯畅（S0980523090002）

◆ 策略快评:策略解读-再议存款搬家

根据历史规律与当前宏观趋势，第八轮居民存款搬家周期已于 2025 年初启动，资金正持续从银行体系流向权益市场，对 A 股中长期走势构成强劲支撑。本轮搬家兼具“低利率推力”与“资本市场拉力”，政策层面通过深化金融改革、提升上市公司质量与分红水平，系统性增强 A 股投资吸引力。与 2007 年和 2015 年股市驱动周期类似，本轮资金迁徙预计将推动 A 股市场企稳回暖，带来增量资金入场、融资余额扩张及投资者开户数增长。居民对经济信心逐步修复，叠加定期存款到期潮，共同促成资产再配置。随着赚钱效应显现和制度红利释放，A 股有望迎来中长期良性发展，居民资产结构向权益市场转移趋势或将持续深化。

证券分析师：王开（S0980521030001）

行业与公司

◆ 煤炭行业月报：煤炭行业 2025 年中报总结及 9 月月报：煤价、业绩同步探底，改善可期

1. 煤炭行业 2025Q2 业绩总结：业绩探底，改善可期。二季度全国原煤产量维持高位，淡季期间商品煤消费量环比下滑 11.8%，供需明显偏宽，叠加社会库存高位，煤价持续下跌，除焦炭板块受益于炼焦煤价格下行业绩改善外，煤企业绩普遍承压、探底。分板块看受益于价格双轨制，动力煤企售价下滑幅度相对较小，盈利跌幅较小；无烟煤板块盈利能力下滑幅度最大，主要系煤企长协煤占比较低，煤炭售价波动较大；炼焦煤售价跌幅也相对较小主要系煤价已跌至底部位置，二季度处于缓慢摸底阶段；虽然煤化工板块也受益于煤价下跌，但产品端售价下滑幅度更大，导致盈利能力下滑。公司层面，龙头煤企，如中国神华、中煤能源等，由于较高的长协煤占比、有效的成本压降，业绩保持相对稳健，核心竞争力凸显。下半年，随着需求改善、煤价反弹，煤企业绩改善可期。

2. 供给：受降雨、查超产等影响，7 月旺季产量明显下滑；影响或延续至 8 月；当前供应收紧预期仍存。7 月国内供应环比减量 4000 万吨，同比也减少 900 万吨；分产区看，四大主产地产量均有减少，新疆环比减量最大；截至 8 月 24 日，8 月样本煤矿累计产量同环比保持微降。7 月内贸煤价格上涨，进口煤重现价格优势，进口量环比回升，但较以往水平仍处于相对低位。7 月，进口煤及褐煤 3561 万吨，同比减少 22.9%，环比+7.8%。分地区看，印尼煤增幅明显，俄煤进口量下滑。

3. 需求：7 月进入需求旺季，火力发电量环比提速，化工煤保持旺盛需求，铁水产量相对较高，但水泥需求不佳，整体看 7 月商品煤需求明显改善。展望 9 月，虽然暑期电煤消费旺季结束，但金九银十非电消费旺季临近，叠加之后的冬储需求，预计煤炭需求仍有支撑。7 月，全国商品煤消费量为 4.5 亿吨，同比增加 1.9%，环比增加 12.5%。分下游看，7 月旺季需求明显改善，全社会用电量首破万亿度，同比增长 8.6%，增速相比 6 月提高 3.2pct。需求旺季&风电淡季&水电同比下滑，7 月火电同比+4.3%，增速相比 6 月提高 3.2pct，明显改善。化工煤需求维持高位。截至 8 月 29 日，2025 年煤制 PVC、煤制乙二醇、煤制甲醇分别同比增加 2.8%、增加 12.4%、增加 14.4%。1-8 月，合成氨累计产量同比+9.8%，8 月产量同比+14.3%。钢厂盈利尚可，生产积极性较高，周度日均铁水产量维持 240 万吨以上；钢材出口量同比+25.7%。下游需求疲软，7 月水泥产量同比-5.6%，继续下滑。

4. 库存：各环节库存下降，港口库存低于去年同期，港口低库存或为煤价提供支撑，关注未来库存恢复情况。主流港口库存明显回落，低于去年同期 6.3%；煤企销售改善，7 月国内六大区域国有重点煤矿库存月环比-8.63%，但年同比+15.04%；电厂库存相比同期略高。铁水产量维持高位，下游需求较好，炼焦煤库存明显高于去年同期，且港口库存震荡回落。

5. 价格：供应收缩预期&金九银十非煤需求支撑，煤价止跌反弹可期。动力煤方面，旺季在需求高位&查超产&频繁暴雨天气的影响下，煤价超预期反弹接近 100 元/吨，当前随着日耗下降，煤价从高点回落，考虑金九银十非电需求旺季支撑，预计本轮下跌空间有限。焦煤方面，旺季在即，关注国内查超产、蒙煤通关、重大事件后下游生产恢复等情况，预计煤价保持震荡。

6. 投资建议：二季报利空出尽，金九银十非电需求旺季即将到来，供应端仍存收缩预期，煤价底部已验证，反弹可期。建议重点关注①成长性标的：电投能源、兖矿能源、华阳股份、新集能源，②中长期稳健型标的：中国神华、中煤能源、陕西煤业，③弹性标的：晋控煤业、山煤国际、淮北矿业，④煤机龙

头天地科技等。

7. 风险提示：海外经济放缓；产能大量释放；新能源的替代；安全事故影响。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、胡瑞阳（S0980523060002）

◆ 军工行业快评：商业航天行业点评-中国星网一月内六次发射互联网卫星，抢占太空低轨

中国在海南商业航天发射场使用长征八号甲运载火箭，成功将卫星互联网低轨 10 组卫星送入预定轨道。这是中国星网本月内的第 6 次发射，也是 2025 年内的第 10 次批量组网发射，累计在轨卫星数量已达 72 颗。本次任务包含 9 颗卫星，由中国航天科技集团五院研制，搭载 Ka 频段载荷，提供宽带通信和互联网接入服务。中国星网自 7 月 27 日至 8 月 26 日的 30 天内完成了 6 次发射。

• 国信军工观点：1) 中国星网 2025 年 8 月内完成 6 次卫星发射，我国低轨卫星互联网建设正处于高密度组网阶段；2) 脉动式测发模式与卫星产能释放，组网效率明显提升；3) 星座建设与产业链协同创新，“国家队+民营”混合架构的战略意义显著；4) 中国星网加速组网的深层逻辑在于抢占国际竞争与战略机遇的高地。

证券分析师： 李聪（S0980525080006）

◆ 银行行业月报：银行理财 2025 年 9 月月报-规模扩张的两个“超级赛道”

8 月份存量规模保持增长。按照普益数据口径，月末理财产品存量规模 31.2 万亿元，环比上月略微增加 0.2 万亿元。值得注意的是，结合机构财报披露，实际银行理财行业规模可能已突破 33 万亿元，考虑到近期债市表现较弱，纯债类产品吸金效果变差，这表明理财规模扩张找到了新的产品赛道。

零售端“固收+”和企业理财需求构成近期银行理财规模扩张的两个“超级赛道”。

居民多资产理财需求：扩张的驱动力在于低利率环境下，“破刚兑”后居民财富理财风险偏好提升，从传统存款、现金理财、纯债理财转向多资产产品。传统储蓄利率持续走低，房地产投资属性减弱，迫使居民寻求更高收益的理财渠道。同时，资本市场改革深化与金融科技发展，降低了多元资管产品的投资门槛与信息成本，使得分散配置、追求长期稳健回报成为新常态。这背后反映了居民从单纯追求增值到注重财富保障与传承的深刻理念转变。为此银行理财今年以来加大 R3 风险等级研发，尤其通过 5-10% 左右仓位配置指数增强、量化中性等产品，较好达到了业绩比较基准（2.5-3.0%），这使得今年“固收+”方向理财显著研发积极性高于纯债类产品。

企业理财需求：扩张驱动力源于企业客户储蓄和投资模式变化。一方面，宏观经济环境波动加剧，利率下行与市场不确定性促使企业通过理财提升闲置资金收益，实现降本增效，尤其是人民币汇率升值，企业更倾向于把美元存款换汇后转向人民币理财；另一方面，监管政策引导金融回归服务实体，企业更注重资金精细化管理与风险对冲，尤其是数字化转型加速，企业借助科技手段优化现金流预测与资产配置，理财成为提升运营效率、保障财务稳健的重要战略工具。综合而言，追求资金效率最大化是核心动力。相关产品以 R1、R2 专属风险产品为主，既有流动性较好的现金增厚产品，也有封闭期较长的纯债类产品（高等级信用债为主）。

风险提示：宏观经济、货币政策超预期变化、政策监管风险。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）

◆ 非银行业快评：基金销售服务费用管理规定点评-降低投资成本，规范销售秩序

9 月 5 日，证监会发布《公开募集证券投资基金销售费用管理规定（征求意见稿）》（以下简称《规定》），对代销机构费率、客户服务、直销服务平台法律地位作出修订。

国信金融观点：当前，代销机构收入主要来源于客户服务费、销售服务费及认申购费等，相关费率大多已低于《规定》中要求的上限，《规定》对代销机构整体收入实际影响较小。具体包括：第一，认申购费层面，当前大多数基金产品认申购费率已降至 0.1% 左右，《规定》实际影响较小；第二，客户服务费

层面，各类别基金产品费率有差异，但整体也低于《规定》上限。以 2024 年年报数据计算，主要基金品种客户服务费率：主动权益基金 35.1%、被动权益基金 16.2%、债券基金 15.4%、货币基金 34.7%、QDII 基金 23.8%。第三，赎回费及销售服务费层面，《规定》重点在于引导基金投资者进行长期投资，持有期限较长的投资者可免收赎回费及销售服务费。2024 年，基金产品销售服务费合计约 289 亿元，因此长期投资者免收销售服务费会对代销机构收入有较小影响。《规定》是公募基金行业费率三阶段改革的第三阶段，相关内容落地后，代销机构经营的降费担忧将逐步解除。伴随资本市场持续回暖，基金销售业务或将迎来复苏，商业银行、证券公司及三方代销机构，将基于自身优势进一步拓宽基金代销业务。基于此，我们维持行业“优于大市”评级。

证券分析师： 王德坤（S0980524070008）、田维伟（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）、孔祥（S0980523060004）

◆ 海外市场专题：美股市场速览-整体高位震荡，中小盘表现较优

价格走势：整体高位震荡，中小盘表现较优

本周，美股高位震荡。标普 500 涨 0.3%，纳斯达克涨 1.1%。

风格方面：小盘价值（罗素 2000 价值+1.1%）>小盘成长（罗素 2000 成长+1.0%）>大盘成长（罗素 1000 成长+0.8%）>大盘价值（罗素 1000 价值-0.1%）。

11 个行业上涨，13 个行业下跌。涨幅较大的行业有：媒体与娱乐（+5.8%）、汽车与汽车零部件（+4.5%）、技术硬件与设备（+2.9%）、食品与主要用品零售（+2.2%）、零售业（+1.9%）；下跌幅度较大的行业有：能源（-3.5%）、银行（-2.1%）、综合金融（-1.9%）、商业和专业服务（-1.7%）、运输（-1.6%）。

资金流向：资金稍有回流，科技板块领先

本周，标普 500 成分股估算资金流（涨跌额 x 成交量）为+27.3（亿美元，下同），上周为-27.1，近 4 周为+77.2，近 13 周为+234.7。

9 个行业资金流入，15 个行业资金流出。资金流入的行业有：媒体与娱乐（+38.5）、汽车与汽车零部件（+17.6）、技术硬件与设备（+8.9）、零售业（+5.6）、半导体产品与设备（+1.6）；资金流出的行业主要有：耐用消费品与服装（-12.4）、软件与服务（-8.9）、综合金融（-5.8）、能源（-3.6）、银行（-2.5）。

盈利预测：维持快速上修，半导体起主要作用

本周，标普 500 成分股动态未来 12 个月 EPS 预期上调 0.4%，上周上调 0.5%。

21 个行业盈利预期上升，3 个行业盈利预期下降。上修幅度领先的行业有：半导体产品与设备（+2.5%）、汽车与汽车零部件（+0.6%）、能源（+0.4%）、运输（+0.3%）、技术硬件与设备（+0.3%）；下修的行业有：耐用消费品与服装（-1.1%）、食品饮料与烟草（-0.1%）、医疗保健设备与服务（-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）

◆ 海外市场专题：港股市场速览-市场持续震荡，医药互联网较优

股价表现：市场持续震荡，医药互联网较优

本周，恒生指数+1.4%，恒生综指+1.5%。风格方面，大盘（恒生大型股+1.9%）>中盘（恒生中型股-0.1%）>小盘（恒生小型股-0.4%）。

概念指数中，表现较强的有：恒生生物科技（+7.3%）、恒生互联网（+0.9%）；表现较弱的有：恒生汽车（-2.9%）、恒生消费（-0.9%）。

国信海外选股策略中，表现较强的是 ROE 策略防御型（+7.0%）；表现较弱的是自由现金流 30（-1.1%）。

13 个行业上涨，17 个行业下跌。涨幅居前的行业有：商贸零售（+9.3%）、电力设备及新能源（+8.7%）、医药（+7.4%）、有色金属（+6.5%）、银行（+2.0%）；跌幅居前的行业有：通信（-3.9%）、汽车（-3.3%）、

非银行金融（-2.3%）、农林牧渔（-2.0%）、纺织服装（-1.6%）。

估值水平：医药持续拉升，高股息略有走弱

本周，恒生指数估值（动态预期 12 个月正数市盈率，后同）+0.4%至 11.7x；恒生综指估值+0.3%至 11.9x。

概念指数中，估值上升幅度较大的是恒生生物科技（+6.7%至 29.7x）；估值下降幅度较大的是恒生高股息（-2.1%至 7.4x）。

国信海外选股策略中，估值上升幅度较大的是 ROE 策略防御型（+8.5%至 12.6x）；估值表现较弱的是红利贵族 50（保持在 13.8x）。

18 个行业估值上升，11 个行业估值下降。估值上升幅度较大的有：商贸零售（+11.6%）、国防军工（+11.6%）、轻工制造（+8.3%）、医药（+6.7%）、消费者服务（+5.4%）；估值下降幅度较大的有：钢铁（-35.6%）、综合金融（-28.5%）、通信（-3.9%）、机械（-3.7%）、机械（-3.7%）。

业绩预期：整体显著上修，高股息优势较大

恒生指数 EPS（动态预期 12 个月正数 EPS，后同）+1.3%；恒生综指 EPS +1.1%。

概念指数中，EPS 上修幅度较大的是恒生高股息（+2.5%）；EPS 下修幅度较大的是恒生汽车（-3.1%）。

国信海外选股策略中，EPS 下修幅度较小的是红利贵族 50（-0.3%）；下修幅度较大的是自由现金流 30（-2.2%）。

15 个行业 EPS 上修，13 个行业 EPS 下修，1 个基本持平。上修幅度较大的有：钢铁（+53.4%）、综合金融（+38.8%）、电力设备及新能源（+6.5%）、机械（+2.6%）、有色金属（+2.0%）；下修幅度较大的有：国防军工（-9.4%）、轻工制造（-7.6%）、消费者服务（-5.5%）、汽车（-3.5%）、煤炭（-3.2%）。

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）

◆ 电新行业周报：锂电产业链双周评（9 月第 1 期）-锂电池行业需求持续向好，工信部支持固态电池技术发展

【行业动态】

固态电池产业化加速推进：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。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。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，信投能源拟建设 3GWh 固态电池项目，亿纬锂能 10Ah 全固态电池下线。•2025 年中报总结：动储电池头部企业接近满产，盈利能力持续改善，后续资本开支计划更为积极。消费电池企业利润环比 Q1 持续改善。三元正极企业盈利分化明显；磷酸铁锂企业单位盈利环比向好、但受到加工费较低、碳酸锂跌价等影响大部分企业仍亏损。电解液头部企业单吨盈利连续四个季度保持稳定。隔膜行业竞争激烈，头部企业处于盈亏平衡附近。负极行业，盈利优势企业负极单吨盈利高于 3000 元，排产接近满产。结构件环节，行业头部企业盈利能力稳定，业绩保持稳步增长。设备环节，企业订单快速增长，部分头部企业盈利拐点已经显现。•2025Q3 展望：Q3 海外储能景气度依旧、国内新能源车进入传统旺季，行业需求环比持续提升。动储电池企业生产相对饱满下，产品售价或有小幅调涨。消费电池企业进入传统旺季，业绩有望环比大幅改善。三元正极企业受益于欧洲车市复苏，整体经营有望稳中向好。负极、隔膜、电解液、磷酸铁锂等环节，在反内卷倡议以及稼动率回暖背景下，盈利能力有望实现稳中回升。设备企业订单有望快速提升，同时固态电池订单也将陆续落地。•储能招标持续高速增长：根据寻熵研究院数据，2025 年 8 月储能系统招标达到 47.2GWh，环比 7 月的 3.8GWh 大幅提升。

【新能源车产业链数据】

•国内新能源车：7 月国内新能源车销量 126.2 万辆，同比+27%、环比-5%；国内新能源车渗透率 48.7%，同比+4.9pct，环比+2.9pct。1-7 月国内新能源车累计销量 822.0 万辆，同比+39%。•欧洲&美国新能源车：8 月欧洲九国新能源车销量 17.90 万辆，同比+42%、环比-19%；新能源车渗透率 31.3%，同比+8.3pct、

环比+3.9pct。1-8月欧洲九国新能源车累计销量175.42万辆，同比+29%。7月美国新能源车销量14.41万辆，同比+14%、环比+13%；新能源车渗透率10.5%，同比+0.6pct、环比+0.4pct。1-7月美国新能源车累计销量93.71万辆，同比+5%。

【锂电材料及锂电池价格】

• 锂盐价格回落，电芯报价上行。本周末碳酸锂价格为7.48万元/吨，较两周前下跌0.91万元/吨。相较两周前，三元正极、磷酸铁锂、六氟磷酸锂报价下跌，负极、隔膜报价稳定，电解液报价上涨。本周方形三元动力电芯/铁锂动力电芯/储能用100Ah电芯/储能用280Ah电芯报价为0.386/0.325/0.361/0.302元/Wh，较两周前增加0.001/0.000/0.002/0.001元/Wh。

【投资建议】

• 建议关注：1) 需求持续向好背景下估值较低的锂电行业领先企业（宁德时代、亿纬锂能、中创新航、湖南裕能、万润新能、天赐材料、新宙邦、璞泰来、恩捷股份、星源材质、中伟股份）；2) 低空经济与机器人产业布局领先企业（卧龙电驱、蔚蓝锂芯、科达利）；3) 固态电池材料布局领先企业（厦钨新能、容百科技、当升科技、天奈科技）；4) 需求持续回暖的消费电池企业（珠海冠宇、豪鹏科技）；5) 充电桩行业领先企业（特锐德、盛弘股份）；6) 电动自行车铅酸电池领军企业（天能股份）；7) 高压直流继电器领先企业（宏发股份）。

【风险提示】电动车销量不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，政策变动风险。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）、徐文辉（S0980524030001）

◆ 电新行业快评：电力设备新能源行业点评-8月储能系统招标规模高增，国内储能需求持续释放

国信电新观点：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%），EPC规模22.2GWh；另外还有13.3GWh储能电芯和直流侧采招落地；该机构数据显示今年前8月储能系统累计招标达到144.1GWh，同比增长约216%。另根据北极星储能网数据，国内1-8月储能系统累计招标规模达到133.4GWh，同比增长约147%。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。

投资建议：国内储能市场需求持续释放，利好相关产业链标的。建议关注亿纬锂能、阳光电源、中创新航、禾望电气、盛弘股份、宁德时代。

风险提示：市场竞争加剧；原材料价格大幅上涨。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）、徐文辉（S0980524030001）、袁阳（S0980524030002）

◆ 通信行业周报 2025 年第 36 周：海外算力产业高景气度持续，OCS(光交换)技术多元化发展

行业要闻追踪：受益AI发展，北美科技公司当季业绩亮眼。（1）博通当季ASIC业务发展推动AI收入高增长。公司2025Q3营业收入159.5亿美元，同比增长22%，超出前期指引158亿美元。非GAAP净利润为84.04亿美元，同比增长37.3%，业绩增长主要得益于AI互联互通以及定制ASIC业务。9月5日，博通表示第四大客户已下单价值100亿美元（约713亿元人民币）的定制AI芯片XPU。公司预计四季度营收增长将进一步加快，AI半导体营收增至62亿美元，环比增长19%。（2）Ciena当季营收同比增长30%，加码AI投资。9月4日，Ciena发布了其2025Q3财务业绩，公司2025Q3营收达12.2亿美元，环比增长8%，同比增长30%；净利润5030万美元；受益AI网络基础设施的强劲需求，公司订单量创历史新高。

OCS技术多元化发展，2031年全球市场规模有望达20.22亿美元（QYResearch预测）。OCS无需光电转化，相较于电交换机具有低功耗、低延迟、高兼容等优势。OCS技术呈现多元化发展态势，主要有MEMS方案、硅基液晶方案、压电陶瓷方案、硅光方案。从整体规模来看，根据QYResearch预测，全球全光

交换 (OCS) 交换机市场规模预计 2031 年将达到 2022.21 百万美元, 2025 至 2031 年复合增长率 (CAGR) 为 17.12%。

液冷头部企业奇宏 (AVC) 8 月业绩持续增长, ODM 服务器厂商鸿海月度营收表现较好。(1) 奇宏 (AVC) 8 月营收同比增加 91.75%, 连续 8 个月环比增长。奇宏 (AVC) 2025 年 8 月的营收为 126.22 亿新台币, 同比+91.75%, 环比+6.86%。公司今年 1 至 8 月累计营收突破 773.61 亿新台币, 较去年同期增长 73.82%。公司业绩成长主要受益于 AI 服务器散热与机箱业务的强劲需求。下半年 GB300 和 ASIC 液冷散热需求有望持续增长。(2) 2025 年 8 月鸿海服务器 ODM 月度营收 6065.12 亿新台币, 同比+10.61%; 2025 年 1 至 8 月累计营收 4.66 万亿新台币, 较去年同期增长 16.65%。当前根据代工商订单能见度, 2025 年云端网络产品仍有望维持增长。

行情回顾: 本周通信 (申万) 指数下跌 2.68%, 沪深 300 指数下跌 0.81%, 相对收益-1.87%, 在申万一级行业中排名第 25 名。分领域看, 光纤光缆、光模块光器件和运营商表现相对靠前。

投资建议: 9 月苹果、华为等新品发布, 开放数据中心大会、光电博览会等举办, 建议持续关注 AI 算力基础设施发展:

1) 全球 AI 投入 CSP 军备竞赛加速, 算力基础持续受益。推荐关注光器件光模块 (中际旭创、天孚通信、新易盛等), 通信设备 (中兴通讯、锐捷网络等), 液冷 (英维克等), 端侧 (广和通等)。

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 37 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

◆ 公用环保行业周报: 公用环保 202509 第 2 期-绿色液体燃料产业化试点推进, “煤电+熔盐” 1GWh 储能项目投运

市场回顾: 本本周沪深 300 指数下跌 0.81%, 公用事业指数上涨 1.20%, 环保指数下跌 0.27%, 周相对收益率分别为 2.01% 和 0.54%。申万 31 个一级行业分类板块中, 公用事业及环保涨幅处于第 6 和第 10 名。电力板块子板块中, 火电上涨 4.03%; 水电上涨 0.08%, 新能源发电下跌 0.21%; 水务板块下跌 0.73%; 燃气板块下跌 0.06%。

重要事件: 国家能源局印发《关于开展绿色液体燃料技术攻关和产业化试点工作 (第一批) 的通知》提出, 为保障能源安全, 促进绿色转型, 推动绿色液体燃料领域新技术、新模式、新业态发展, 培育能源领域新质生产力, 增强发展新动能, 经组织专家评审、复核和公示, 原则同意国投生物 3 万吨/年纤维素燃料乙醇等 9 个项目开展绿色液体燃料技术攻关和产业化试点工作。国家能源集团安徽公司宿州电厂建设新能源院自主研发的 1000 兆瓦时全国最大 “煤电+熔盐” 储能项目完成 168 小时试运行正式投产, 这是全国首台套吉瓦时级煤电熔盐储换热成套装备, 为煤电机组大幅度提高调峰和供热能力开辟了全新路径。

专题研究: 目前, 已有上海、山东、甘肃、内蒙古 (蒙东、蒙西)、湖北、云南、黑龙江、安徽、陕西、新疆、宁夏、海南、贵州、山西、广东、广西、重庆、辽宁、浙江、北京、四川 21 个省份出台了 136 号文细则, 其中出台正式方案的有上海、山东、甘肃、内蒙古 (蒙东、蒙西)、湖北、云南、新疆 7 个省份, 其余省份均为征求意见稿阶段。整体来看, 多数省份存量项目机制电量保障比例较高, 机制电价执行当地煤电基准价, 多数省份执行期限参考全生命周期合理利用小时数剩余小时数/项目投产满 20 年, 或按两者孰早原则确定; 对于增量项目, 多数省份则明确了机制电价竞价原则以及执行期限 (10-14 年区间), 部分省份对竞价上下限予以明确。

投资策略: 公用事业: 1. 煤价电价同步下行, 火电盈利有望维持合理水平, 推荐全国大型火电企业华电国际以及区域电价较为坚挺的上海电力; 2. 国家持续出台政策支持新能源发展, 新能源发电盈利有望逐

步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源，区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源，以及开展新能源与智算中心一体化深化算电协同标的金开新能；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有区位优势，量价张力较强的城市燃气龙头华润燃气，以及具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源；环保：1. 水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境，中山公用；2. 中国科学仪器市场份额超过 90 亿美元，国产替代空间广阔，推荐聚光科技；3. 欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能；4. 煤价下行背景下，秸秆价格同步下降，农林生物质发电行业成本端改善明显，推荐长青集团。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）、崔佳诚（S0980525070002）

◆ 科博达(603786.SH) 公司快评:科博达收购参股公司智能科技 60%股权，打开高单价驾驶域控成长曲线

公司公告：公司发布《科博达技术股份有限公司关于购买股权暨关联交易的公告》，科博达技术股份有限公司拟以现金方式收购上海科博达智能科技有限公司 60%股权，交易价格为 3.45 亿元，本次交易资金来源源于公司自有资金。科博达智能科技主业智能驾驶域控制器，2024 年、2025 年 1-7 月分别实现营收 1.78、2.99 亿元，归母净利润-0.42、-0.35 亿元。科博达智能科技承诺 2025 年 8-12 月、2026-2030 年度累积实现的净利润不低于 6.3 亿元。业绩承诺期结束后，如果科博达智能科技实际实现的净利润未达到承诺的净利润，将根据《股权收购协议》的规定进行补偿。

国信汽车观点：科博达智能科技自 2022 年设立，与 Momenta、高通、地平线等全球领先技术企业建立深度合作，成功开发出高性价比智驾域控制器（单价大几千到上万元），目前定点项目的产品生命周期销售额超 200 亿元，并实现国内多家主流品牌车型的量产配套。我们认为，科博达作为域控制器平台型企业，与全球诸多客户（大众、宝马、通用、福特、雷诺等）建立了深度合作关系，并通过参股公司科博达智能科技战略布局智能驾驶域控制器业务。此次科博达收购科博达智能科技 60%股权，使得公司主业完成从百元级车灯/电机控制器品类-千元级车身域控制器品类-万元级智驾域控制器品类的升级过渡，打开远期域控制器市场空间。我们维持盈利预测，预期 2025/2026/2027 年营收 72.0/92.7/114.0 亿，利润 10.1/12.8/15.4 亿，维持“优于大市”评级。

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

◆ 双环传动(002472.SZ) 财报点评:降本增效迭代产品放量，二季度净利润同比增长 20%

新能源齿轮、减速器业务叠加智能执行机构放量，二季度净利润同比增长 20%。双环传动二季度营收 21.6 亿元，同比略下滑（主营业务 25H1 同比+12%），归母利润 3.0 亿元，同比+19.7%，环比+9.1%，扣非利润 2.86 亿元，同比+17.6%，环比+6.4%；分产品看，25H1 双环乘用车齿轮营收 26.7 亿元，同比+13%；智能执行机构营收 4.3 亿元，同比+52%，减速器及其他营收 3.5 亿元，同比+35%，商用车营收 3.2 亿元，同比-29.7%；工程机械业务营收 3.5 亿元，同比+12%；整体来看，得益于新能源齿轮业务和智能执行机构业务的持续放量，以及降本增量的推进，公司业绩稳定增长。

降本增效推进下毛利率持续提升。盈利能力来看，25Q2 双环毛利率 27.3%，同比+4.5%，主要系公司产品结构持续优化（盈利好的新能源车齿轮业务占比持续提升）+规模效应+降本增效的持续推进（工艺&软件优化，高端设备二次开发，产线智能&柔性化转型等）；分产品来看，25H1 双环传动乘用车齿轮毛利率 25.2%，同比+1.8pct；智能执行机构毛利率 19.0%，同比+0.1pct；其他的费用端保持相对稳定；同时，双环逐步拓宽非金属材料赛道，专项团队攻关工程塑料及复合材料齿轮技术，在材料改性、成型工艺与齿形处理上突破，开发轻量化高性能非金属智能执行机构。

展望未来，全球化战略推进与品类矩阵延展有望打开增长空间，看好双环作的产品拓展潜力+车端优质客户资源禀赋。双环已抓住两轮升级机遇，第1轮：齿轮外包趋势带来第三方供应商订单机遇；第2轮：新能源车爆发拉高准入壁垒+催生齿轮需求，双环依托产能前瞻布局+批量供货能力等优势锁定厂订单实现深度绑定。我们认为当下双环适逢第三轮升级机遇，即①出海：全球化战略推进，海外建厂（匈牙利投资1.2亿欧元）与客户突破并举，后续有望承接国内增长打开远期空间；②平台化：我们认为双环的核心优势在于产品（一致性+性能）、管理（降本增效）、研发（技术与开发能力）三大维度，公司智能执行机构业务、工业增/减速机、机器人高精密减速器推进顺利，整体上构筑车端齿轮+机器人减速器等产品加持的平台化供应体系，后续依托于此优势有望持续延展品系开辟新增长曲线。

风险提示：汽车销量不及预期、行业竞争加剧、产品研发不及预期风险。

投资建议：国内高精齿轮平台型公司，维持“优于大市”评级。看好双环传动出海打开长期成长空间及产品线持续开拓带来的全新成长动力，维持盈利预测，预计25/26/27年双环归母净利润分别为12.8/15.2/18.1亿元，对应EPS为1.51/1.79/2.14元，对应PE为25/21/18x，维持“优于大市”评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、孙树林（S0980524070005）

◆ 禾赛科技(HSAI.O) 海外公司财报点评:单二季度收入同比增长54%，激光雷达产品在手订单充沛

2025Q2 公司营收同比增长54%，实现净利润0.44亿元。2025Q2，公司实现收入为7.06亿元，同比增长53.9%，环比增长34.5%，净利润为0.44亿元（2024Q2为-0.72亿元，2025Q1为-0.18亿元），调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为0.73亿元（2024Q2为-0.44亿元，2025Q1为860万元）。分业务来看，1）2025Q2，公司产品收入为7.0亿元，同比增长71.1%，环比增长37.1%，同比增长主要得益于中国市场需求强劲，ADAS激光雷达产品出货量及销售收入增加；2）2025Q2，公司服务收入为700万元，同比减少86.1%，环比减少52.1%，同比下降主要是由于非经常性工程服务收入减少所致。2025Q2，公司激光雷达总出货量为35.21万台，同比增长306.9%，环比增长79.8%。

2025Q2，公司毛利率环比提升，费用率下降。2025Q2，公司毛利率/净利率分别为42.5%/6.2%，分别同比变动-2.5/+21.9pct，分别环比变动+0.8/+9.6pct。2025Q2，公司三费率为43.2%，同比-26.6pct，环比-11.6pct。

ADAS业务，受益于下游市场需求增长，公司在手订单充沛。在ADAS领域，2025Q2及近期，公司再获9家头部车企的20款车型定点，计划于2025-2026年陆续交付，核心客户包括禾赛Top 2客户之一、吉利、长城汽车、长安汽车等。在国内ADAS市场，一款来自国内科技生态巨头旗下的高性能豪华SUV全系标配禾赛激光雷达。在国际ADAS市场，禾赛与一家欧洲顶级车企项目进入C样阶段，为2026年新车型的规模化量产和商业落地奠定坚实基础。同时，禾赛斩获丰田汽车旗下合资品牌的新定点车型，计划于2026年量产。

机器人领域业务，稳居头部Robotaxi首选供应商，加速渗透机器人市场。根据GGII数据，禾赛科技在2025年上半年中国机器人激光雷达出货量排名第一。截至二季度末，禾赛JT系列发布不到5个月累计交付就突破10万台，创全球最快记录，成为全球头部割草机器人厂商的首选。公司近期与Vbot 维他动力、星动纪元宣布达成合作。

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年营业收入分别为31.38/43.47/60.37亿元，归母净利润分别为2.21/4.98/8.68亿元，维持优于大市评级。

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

◆ 天能股份(68819.SH) 财报点评:铅酸电池业务表现平稳，前瞻布局多元技术路线

公司2025H1实现归母净利润8.69亿元，同比-27%。公司2025H1实现营收209.17亿元，同比-3%；实现归母净利润8.69亿元，同比-27%；会计准则新口径下毛利率为15.02%、同比-0.70pct；净利率为4.25%、同比-1.32pct。2025Q2实现营收106.79亿元，同比-13%、环比+4%；实现归母净利润4.48亿元，同比

-35%、环比+7%；会计准则新口径下毛利率为 15.14%、同比-1.55pct、环比+0.25pct；净利率为 4.32%、同比-1.35pct、环比+0.14pct。公司 2025Q2 利润同比有所下滑主要系 2024Q2 铅价上行、公司具有部分库存及期货收益致使同期利润基数较高。

铅酸电池业务稳健发展，应用场景持续丰富。公司 2025H1 铅酸电池实现营收 191.5 亿元，同比-5%；毛利率为 15.97%。公司持续拓展铅酸电池多元应用场景，产品在电动轻型车、储能及备用电源、汽车启动启停、电动工程机械等领域实现广泛应用。同时，公司加快全球化产能，越南组装厂产能利用率已接近 100%、越南自建工厂项目预计 2025 年底建成投产。展望 2025H2，电动自行车以旧换新支持政策依旧、新国标对铅酸电池重量放松有望提升单车带电量，公司铅酸电池业务同比有望实现显著改善。

锂电收入快速增长，经营情况持续向好。2025H1 公司锂电池业务实现营收 5.40 亿元，同比+193%；盈利能力同比显著向好。公司通过产品结构优化升级，重点突破通信储能领域，成功与中兴通信等客户建立战略合作。此外，公司自主研发的 280Ah、314Ah 两款锂电池电芯获得 CCS 中国船级社认证，在抗震、防水、散热等关键指标上展现出卓越性能。

公司加快技术迭代，前瞻布局多元技术路线。固态电池领域，公司已推出能量密度达 300Wh/kg 和 400Wh/kg 的固态电池原型产品，其中无人机领域已实现固态电池订单突破。钠离子电池领域，公司成功开发出 160Wh/kg 高能量密度层状氧化物钠电软包电芯，以及 105Wh/kg 长循环寿命聚阴离子钠电储能电芯，相关产品已在电动交通工具及储能系统领域实现示范应用。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅波动；两轮车行业需求不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持优于大市评级。基于锂电业务短期承压以及电动两轮车需求波动对公司业绩产生的不利影响，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 19.57/23.04/26.02 亿元（原预测为 23.62/28.59/31.75 亿元），同比+26%/+18%/+13%，EPS 分别为 2.01/2.37/2.68 元，当前股价对应 PE 为 15.0/12.8/11.3 倍。

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

◆ 厦钨新能(688778.SH) 财报点评：钴酸锂领先地位稳固，新材料布局加速推进

公司 2025H1 实现归母净利润 3.07 亿元，同比+28%。公司 2025H1 实现营收 75.34 亿元，同比+18%；实现归母净利润 3.07 亿元，同比+28%；毛利率为 9.99%、同比+0.48pct；净利率为 4.06%、同比+0.28pct。公司 2025Q2 实现营收 45.57 亿元，同比+48%、环比+53%；实现归母净利润 1.90 亿元，同比+48%、环比+63%；毛利率为 10.26%、同比-1.36pct、环比+0.67pct；净利率为 4.20%、同比-0.06pct、环比+0.35pct。公司正极材料销量快速提升，产能利用率改善背景下、盈利能力持续向好。

公司钴酸锂销量快速增长，行业领先地位稳固。2025 年以旧换新将电子消费品纳入名录，消费电池需求显著回暖，拉动钴酸锂需求增长。公司 2025H1 钴酸锂正极销量 2.88 万吨，同比+57%；其中 Q2 钴酸锂销量约为 1.65 万吨、环比+34%。根据鑫椤锂电数据，2025H1 公司在钴酸锂市场份额达到 52%、行业领先地位稳固。公司高电压钴酸锂持续放量，4.53V 高电压钴酸锂已大规模量产，4.55V 钴酸锂产品进入中试阶段。

公司动力电池正极材料布局持续完善，全球化布局稳步推进。公司巩固高电压、高功率三元材料技术优势的同时，充分发挥水热法磷酸铁锂的差异化竞争优势，动力电池正极布局持续完善。2025H1 公司三元及磷酸铁锂正极销量 3.19 万吨，同比+21%；其中 Q2 销量约为 1.94 万吨、环比+55%。公司围绕增程、混动、中高端电动车和低空领域开发多款产品，打造高电压、高镍、高功率差异化竞争优势。全球化布局方面，公司法国 4 万吨合资三元正极项目建设有序推进，4 万吨合资三元前驱体项目正在推进技术授权等工作。

公司坚持技术创新，固态电池材料、NL 全新结构材料产业化加速推进。NL 正极材料方面，公司重点推进其在 3C 消费电池应用，并针对低空、电动工具、固态电池开发相应的材料体系。固态电池正极方面，公司匹配氧化物路线的正极材料已批量供货，硫化物路线正极材料已提供多批次样品进行验证。固态电解质方面，公司氧化物电解质实现吨级生产，硫化锂样品在客户端测试进展良好。补锂剂方面，公司已实现其在动力及储能领域量产，3C 领域通过头部客户初步评测。

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：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。基于钴酸锂需求向好对公司业绩的积极影响，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 7.89/9.86/11.25 亿元（原预测为 7.43/8.95/10.45 亿元），同比+60%/+25%/+14%，EPS 为 1.56/1.95/2.23 元，动态 PE 为 36.5/29.2/25.6 倍。

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

◆ 招商积余(001914.SZ) 财报点评:业绩稳增，基础物管毛利率持续修复

归母净利润增长 9%。2025 上半年公司实现营业收入 91.1 亿元，同比增长 16.2%；实现归母净利润 4.7 亿元，同比增长 8.9%。分板块看，公司物业管理业务实现收入 88.0 亿元，同比增长 16.8%，主要系原有物业管理项目业务增长、新拓展物业管理项目转化及专业公司新拓业务等增值业务贡献；资产管理业务实现收入 3.1 亿元，同比增长 5.9%，主要系在管商业运营项目增加及原接管项目业务量增加。

基础物管业务毛利率改善。从物业管理业务的收入构成看，基础物业管理实现营业收入 68.5 亿元，毛利率上升 0.61pct 至 11.56%；平台增值服务实现营业收入 2.3 亿元，毛利率上升 1.08pct 至 10.99%；专业增值服务实现营业收入 17.2 亿元，毛利率下降 3.1pct 至 8.03%。综合来看，公司物业管理业务综合毛利率同比基本持平，基础物管业务毛利率持续改善。

市拓稳定发力。2025 上半年公司实现新签年度合同额 17.64 亿元，其中第三方项目新签年度合同额为 15.92 亿元，其中千万级项目贡献新签年度合同额占比 58%。截至 2025 上半年末，公司在管项目 2370 个，管理面积达 3.68 亿平方米，其中来自母公司的管理面积 1.30 亿平方米。

资产管理业务稳中有升。在商业运营方面，截至 2025 上半年末公司旗下招商商管在管商业项目 72 个（含筹备项目），其中自持项目 3 个，受托管理招商蛇口项目 60 个，第三方品牌输出项目 9 个，2025 上半年公司集中商业销售额同比提升 10.3%。持有物业方面，截至 2025 上半年末公司可出租总面积为 46.9 万平方米，总体出租率为 93%，整体表现稳健。

风险提示：地产开发超预期下行；公司在管面积增长不及预期；毛利率下行超预期。

投资建议：我们维持公司的盈利预测，预计公司 25/26 年营业收入为 190/208，归母净利润为 9.2/10.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.87/0.96 元，对应 PE 分别为 13.9/12.5X，维持“优于大市”评级。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 三生制药(01530.HK) 海外公司财报点评:收入保持稳定，707 与辉瑞达成重磅合作

公司收入保持稳定，财务结构进一步优化。三生制药 2025 上半年实现营收 43.6 亿元（-0.8%），毛利 37.2 亿元（-2.1%），毛利率小幅下降至 85.3%（-1.2pct）；公司实现归母净利润 13.6 亿元（+24.6%），经调整的经营性归母净利润 11.4 亿元（+2.1%）。上半年公司的研发费用为 5.48 亿元（+15.0%），研发费用率为 12.6%（+1.8pct）；销售费用为 16.2 亿元（+1.4%），销售费用率 37.1%（+0.8pct）；管理费用为 2.83 亿元（+40.9%），管理费用率 6.5%（+1.9pct）。截至 6 月底，公司的有息负债及债券大幅下降，杠杆比率从上年末的 19.7%下降至 9.9%。

生物制药板块小幅下滑，蔓迪保持快速增长。公司现有的商业化品种中，特比澳上半年销售 23.7 亿元（-4.2%），EPO（益比奥&赛博尔）销售 4.55 亿元（-11.7%），子公司三生国健主营产品（益赛普、赛普汀等）收入 6.42 亿元（+7.6%）。另一方面，蔓迪销售 6.82 亿元（+24.0%），销售保持快速增长。CDMO 收入 1.0 亿元（+76.1%）。

707 与辉瑞达成重磅合作，辉瑞预计将快速推进全球临床。今年 5 月，三生制药以 12.5 亿美金的首付款，最多 48 亿美金的里程碑付款以及双位数百分比销售分成的对价将 PD1xVEGF 双抗 707 的海外权益授权给辉瑞。7 月，辉瑞又以最多 1.5 亿美金的代价，将 707 的授权许可区域扩大至全球。辉瑞将探索 707 的多种治疗方式在不同瘤种中的临床应用，快速启动 NSCLC 和其他实体瘤的全球 3 期临床开发，并探索 707 的单药和联合疗法的临床方案，包括与 ADC 联用。

投资建议：维持“优于大市”评级。

我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 23.8/27.1/30.7 亿元，同比增长 13.9%/13.7%/13.3%，对应当前股价 PE=30.2/26.6/23.5x。公司拥有稳健的增长和良好的盈利水平，双抗 707 有望实现全球价值，后续管线顺利推进，维持“优于大市”评级。

风险提示：核心产品降价幅度超预期，创新药研发进度不及预期。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、陈益凌（S0980519010002）

◆ 帝奥微(688381.SH) 财报点评:高研发投入致短期盈利承压，积极拓展 AI 和汽车领域

2025 上半年收入同比增长 15%，短期盈利能力承压。公司 2025 上半年实现收入 3.06 亿元 (YoY +15.11%)，归母净利润-421 万元 (YoY -116%)，扣非归母净利润-2384 万元，毛利率同比下降 0.3pct 至 45.49%，研发费用同比增长 25.3%至 1.0 亿元，研发费率同比提高 2.7pct 至 32.64%。其中电源管理产品收入 1.58 亿元，占比 52%，毛利率同比下降 0.2pct 至 38.23%；信号链产品收入 1.48 亿元，占比 48%，毛利率同比提高 0.8pct 至 53.23%。2Q25 实现收入 1.53 亿元 (YoY +11.43%，QoQ +0.37%)，归母净利润-1660 万元，环比由盈转亏，毛利率 43.55% (YoY -2.4pct，QoQ -3.9pct)。

加速人工智能领域布局，针对 AI 服务器和光模块推出多款产品。公司加速人工智能领域布局，围绕高速、高精度、高功率密度提供差异化的模拟芯片产品系列。信号链芯片方面，公司针对最新一代的 AI 服务器平台推出了一系列 I3C 集线器，助力传统服务器板内器件通讯速率升级。光通讯赛道公司推出了国产首款超低漏电流的高速开关，助力稳定可靠的长距离高速光传输。电源管理芯片方面，公司围绕高功率密度和高精度两个维度推出了一系列产品，助力光模块市场高效化及小型化，推出了包含 1-3A 超小尺寸叠封电感的 DCDC 降压电源模块、可帮助光模块实现精准温控的 TEC 控制器、集成高精度电流检测的 7A 负载开关等产品。

持续完善汽车品类，推出多款国内首款产品。公司在汽车领域推出多款国内首款产品。在高速领域，随着 USB Type C 口在新能源汽车的普及，公司围绕 USB 端口推出了一站式高速信号解决方案，包含支持 USB3.2 Gen1 的中继器，支持 11Gbps 带宽的 4 通道单刀双掷超高速模拟开关。车灯及马达驱动领域，公司推出国产首款支持功能安全 ASIL-B 的 16 通道矩阵控制管理器，24 通道像素级尾灯高侧驱动方案以及国产首款支持双电源供电的 4/8 通道智能预驱。随着车灯及马达驱动产品的系列化及差异化，客户端的落地开始加速。传感领域，公司推出了支持功能安全 ASIL-B 车规级霍尔轮速传感器；全系列车规高精度、高压 40V、高带宽 3 线和 2 线霍尔效应开关。

投资建议：公司持续拓展新产品，布局多市场，维持“优于大市”评级

公司加大研发投入影响短期利润，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 0.64/0.90/1.28 亿元（前值为 0.85/1.11/1.47 亿元），对应 2025 年 9 月 4 日股价的 PE 分别为 97/69/49x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品研发不及预期；客户验证不及预期；需求不及预期。

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）

◆ 京东方 A(000725.SZ) 财报点评:2Q25 营收利润同比增长，“1+4+N”业务布局多点开花

1H25 营收、归母净利润同比增长，多元化业务布局协同发展。公司发布 2025 年半年度报告，1H25 营收 1012.78 亿元 (YoY +8.45%)，归母净利润 32.47 亿元 (YoY +42.15%)，扣非后归母净利润 22.82 亿元 (YoY +41.45%)。分业务看，1H25 显示器件/物联网创新/传感/MLED/智慧医工业务分别实现营收 843.32/181.91/2.24/43.47/9.17 亿元，分别占总营收的 83%/18%/0.2%/4.3%/0.9%。2Q25 营收 506.79 亿元 (YoY +6.7%，QoQ +0.16%)，归母净利润 16.33 亿元 (YoY +25.58%，QoQ +1.17%)，毛利率 13.04% (YoY -4.4pct，QoQ -2.7pct)。

显示业务稳健增长，产品结构持续优化。2025 年上半年，公司显示器件业务实现营收 843.32 亿元，同

比增长 8.10%，毛利率为 12.40%。LCD 领域，公司持续优化产品结构，优势高端旗舰产品稳定突破。柔性 OLED 领域，产品出货量进一步增加，打造多款品牌首发产品。据群智咨询，受益于成本优化以及手机品牌中端机型的持续渗透，1H25 全球柔性 OLED 手机面板出货量同比增长 5.2%，接近 3 亿片，其中公司柔性 OLED 手机面板出货量约 7100 万片，同比增长 10.3%，占全球柔性 OLED 面板市场份额 23.8%。

“1+4+N”业务布局多点开花。1H25 公司物联网创新业务实现营收 181.91 亿元，同比增长 6.03%。公司自主投建的越南智慧终端二期项目提前量产，加速海外布局。MLED 业务营收 43.47 亿元，同比增长 7.76%，公司 MLED 直显业务持续拓展市场，与上影集团合作落地多个 super α 超级影厅项目。传感业务表现亮眼，营收 2.24 亿元，同比增长 36.80%，玻璃基先进封装载板试验线建设加速推进，苏州传感多型号产品实现量产跑片。

投资建议：维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入同比增长 13.3%/8.3%/9.2%至 2248/2434/2659 亿元，归母净利润同比增长 64.0%/39.8%/20.8%至 87.30/122.04/147.37 亿元，对应 2025-2027 年 PB 分别为 1.10/1.04/0.98 倍，我们看好 LCD 行业按需生产，持续实现稳定盈利，看好公司布局 OLED 中尺寸应用，OLED 高端比例提升，维持“优于大市”评级。

风险提示：面板价格波动，需求不及预期，OLED 业务不及预期。

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）

◆ 视源股份(002841.SZ) 财报点评:1H25 教育业务营收同比增长，AI+教育应用加速落地

1H25 公司营收同比增长 4.39%，归母净利润同比下滑 19.66%。公司发布 2025 年半年度报告，1H25 公司实现营业收入 105.65 亿元（YoY +4.39%），归母净利润 3.98 亿元（YoY -19.66%），毛利率 20.52%（YoY -1.38pct）。公司毛利额同比略有下降，叠加研发投入增加、理财收益及政府补助减少等因素，归母净利润同比下滑。2Q25 公司营收 55.60 亿元（YoY -1.16%，QoQ +11.10%），归母净利润 2.36 亿元（YoY -25.54%，QoQ +45.55%），毛利率 20.39%（YoY -2.15pct，QoQ -0.27pct）。

1H25 教育业务营收同比增长 14%，AI+教育应用加速落地。公司旗下品牌希沃行业地位稳固，据迪显咨询，1H25 希沃交互智能平板出货份额提升至 45.3%，持续领先。受益于教育场景深耕及多产品策略，1H25 公司国内教育业务营收 17.27 亿元，同比增长 13.79%。公司加速推进 AI 与教育融合，截至 2025 年 6 月底，希沃课堂智能反馈系统已覆盖超 3000 所学校、应用于超 7000 间教室；希沃 AI 备课激活用户数量超 60 万。同时，公司积极拓展家庭场景，推出多款 AI 学习机新品。

1H25 海外自有品牌业务高速增长，海外 ODM 业务承压。企业服务业务方面，据迪显咨询数据，MAXHUB 会议交互智能平板在国内市场以 26.5%的销量份额保持领先。受线下市场需求疲软影响，MAXHUB 品牌业务收入 5.67 亿元，同比下降 13.63%；数字标牌业务受客户需求变化影响，国内企业服务业务整体收入同比下降 27.03%。海外业务方面，1H25 海外业务整体收入同比下降 17.94%至 19.07 亿元。其中海外 ODM 业务受关税变动、市场竞争等因素影响，收入同比下降 23.69%。公司坚定全球化发展，持续完善全球营销服务网络，加快海外会议产品上市推广，1H25 MAXHUB 海外自有品牌业务收入同比增长 59.56%，为海外长期发展注入新动能。

机器人领域布局实现新突破，新业务打开未来成长空间。公司在机器人领域深耕多年，已构建全栈技术实力。2025 上半年公司自研工业级四足机器人 MAXHUB X7 于世界机器人大会正式发布，目前已在电力等行业场景实现应用。同时，公司商用清洁机器人已批量进入欧洲、东南亚及日本市场。

投资建议：公司企业服务及海外 ODM 业务承压，下调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润同比增长 4.7%/14.8%/13.0%至 10.16/11.67/13.19 亿元（前值：2025-2027 年为 12.67/14.98/17.29 亿元），对应 2025-2027 年 PE 分别为 28.3/24.6/21.8 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新业务开拓不及预期；需求不及预期；行业竞争加剧。

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

◆ 东微半导体(688261.SH) 财报点评:2025 单季度营收创新高, 服务器相关产品加速放量

公司 2025 单季度营收历史新高, 毛利率同环比改善。公司主要产品包括高压超级结 MOSFET (简称超结 MOS)、中低压屏蔽栅 MOSFET、IGBT (TGBT)、碳化硅等器件; 随着下游服务器与汽车电子需求加速拉动, 公司 1H25 实现营收 6.16 亿元 (YoY+46.8%), 归母净利润 0.28 亿元 (YoY+62.8%); 2Q25 公司实现营收 3.33 亿元 (YoY+35.11%, QoQ+17.7%), 归母净利润 0.2 亿元 (YoY+56.36%, QoQ+153.35%), 受益于产品结构持续优化, 毛利率 18.03% (YoY+3.20pct, QoQ+4.41pct) 同环比修复。

AI 服务器与数据中心业务需求强劲, 超结 MOSFET 与新产品加速放量。1H25 公司车规级、工业级应用收入占比已超 84%, 其中车载充电机收入占比约 22% (YoY+74%), 各类工业及通信电源领域收入占比约 39% (YoY+90%), 光伏领域收入占比约 7% (YoY+98%)。服务器电源、通信电源和基站电源中公司超结 MOSFET 保持加速增长, 超级结 MOSFET 塑封模块在液冷式算力服务器电源领域取得了量产突破, 目前客户覆盖国内头部服务器电源厂商如客户 A、维谛技术、台达、世纪云芯欧陆通、长城科技、中恒电气、铂科电子等。

1H25 超级结同比增加 40.36%, 中低压屏蔽栅 MOS 收入同比增长 62.14%。1H25 公司高压超结 MOS 营收 4.69 亿元 (YoY+40.36%), 中低压屏蔽栅 MOSFET 营收 1.18 亿元 (YoY+62.14%), TGBT 营收 2066.61 万元 (YoY+88.62%), 新增功率模块产品营收 610.96 万元。超结 MOS 作为公司基本盘, 12 英寸已超过 8 英寸交付量, 成本与性能持续优化; 中低压屏蔽栅 MOS 25V-80V 高频系列器件性能国内领先, 相关器件已在 AI 电源、新型机器人等领域实现销售。

1H25 公司研发人员人数同比增长 20%, 产品矩阵持续丰富。目前公司新产品第四代 SiC MOSFET 平台已完成研发, 进入小批量试产和终端验证阶段; 功率模块领域, 除 MOS 塑封模块外, 车载 OBC 塑封模块布局了超级结 MOSFET、TGBT 以及 SiC MOSFET 产品线平台为新能源汽车 OBC 提供整套功率模块解决方案, SiC MOSFET 塑封模块在主驱电控领域得到头部 Tier1 的 A 样定点。

投资建议: 中长期公司通过多维产品布局有望打开多应用领域成长空间, 短期考虑公司服务器相关产品加速放量, 结合公司 1H25 经营情况, 上调公司营收, 预计 25-27 年公司有望实现归母净利润 1.22/1.98/2.75 亿元 (前值: 25-26 年 0.92/0.98 亿元), 对应 25-27 年 PE 分别为 89/56/40 倍, 维持“优于大市”评级。

风险提示: AI 服务器需求不及预期, 新产品上量不及预期等。

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)

◆ 甲骨文(ORACLE)(ORCL.N) 海外公司财报点评:全球智能化转型赋能成长, 软件及云业务增长迅速

收入利润稳步增长, 软件及云业务为核心驱动。2025 财年甲骨文实现营业收入 573.99 亿美元, 同比增长 8%; 净利润 124.5 亿美元, 同比增长 10.2%, 核心由软件及云业务高增长拉动。该业务全年营收 492.3 亿美元, 同比增长 10.72%。其中 SaaS 应用收入增长 20%, 叠加金融、零售等行业客户云迁移需求释放, 带动量价齐升。分季度看, FY2025Q4 公司营收 152.6 亿美元、净利润 35.2 亿美元, 同比分别增长 11%、9%, 增速较前三季度进一步加快, 源于云业务订单密集落地与高毛利硬件产品的利润贡献。

软件及云为最大收入板块, 服务、硬件呈分化态势。2025 财年, 软件及云业务以 492.3 亿美元营收稳居第一大收入板块, 其中 OCI 云基础设施凭借公有云 + 私有云 + 混合云多模式服务, 在 AI 算力部署、企业级数据管理等场景需求爆发, 收入规模与增速领跑行业; 服务业务全年收入 52.33 亿美元, 同比下滑 3.65%, FY2025Q4 收入 21 亿美元、同比增长 8%, 云迁移咨询、AI 应用配套服务需求显著回暖; 硬件系统业务收入 29.36 亿美元, 受企业上云趋势影响传统服务器销量下滑 6.8%, 但 Exadata 专用硬件收入逆势增长 2.1%, 且维持 65% 以上高毛利率, 凸显差异化竞争优势。

收入指引乐观, 云业务成长确定性持续强化。公司对云业务增长预期积极, 管理层将 2026 财年收入指引提高到 670 亿美元以上, 其中 OCI 云基础设施增速有望突破 70%。同时, 未来履约订单 (RPO) 已突破 1300 亿美元, 其中 80% 以上为云合同, 为未来 12-24 个月收入增长提供坚实保障。在 AI 与多云协同的

行业趋势下，公司凭借云基础设施 + SaaS 应用 + 专用硬件的整合能力，有望持续收获微软、Meta 等云厂商及各行业企业的订单，成长确定性进一步强化。

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等。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。1) 云与授权业务：公司核心数据库及中间件产品在全球市占率居于领先地位，随着企业数字化与 AI 应用的快速发展，客户对云数据库与 SaaS 解决方案的需求持续提升；2) 服务与硬件业务：传统支持与咨询服务保持稳定，硬件系统虽受制于云化替代但仍具备特定价值。考虑到公司在数据库、ERP 及云服务市场的领先地位，预计 2026/2027/2028 财年公司实现收入 668.91/798.97/1019.73 亿美元，增速分别为 22.5%/18.1%/30.6%，净利润分别为 187.63/238.08/323.61 亿美元，对应当前 PE 为 33.9/26.7/19.6 倍，给予公司 2026 财年略高于行业均值的 35-36 倍 PE，对应估值区间为 6567.05-6754.68 亿美元市值。

证券分析师：熊莉 (S0980519030002)

联系人：侯睿

◆ 唯万密封(301161.SZ) 财报点评: 液压气动密封领先企业，有望充分受益半导体密封进口替代及人形机器人产业发展

深耕液压气动密封领域，打破海外高端密封件垄断。公司深耕液压气动密封领域近二十年，已形成包括工程机械、油气设备、煤矿机械、农业机械及工业自动化等主要业务板块，客户包括徐工、三一重工、中联重科、柳工等工程机械客户，斯伦贝谢、威尔集团、贝克休斯等石油天然气客户，并与 FESTO、卡特彼勒深度合作。公司通过产品的国产化应用，在下游应用市场与 NOK、派克汉尼汾、赫莱特等液压气动密封行业国际知名企业开展竞争，不断推动进口替代，部分技术打破了国外密封件产品在国内中高端应用市场的垄断。2025 年上半年公司实现营收 3.86 亿元，同比增长 16.27%；归母净利润 0.48 亿元，同比增长 22.64%，主要受益下游工程机械企稳、油气密封及通用机械业务大幅增长；公司毛利率/净利率为 42.25%/16.69%，较高盈利能力主要系中高端密封圈技术壁垒较高（核心体现为密封材料的配方技术）且兼具“耗材”属性（使用过程会正常损耗，需定期更换），公司处于行业领先地位。

全资收购嘉诺密封，半导体进口替代及油气密封海外突破有望加速成长。嘉诺密封业务主要应用于油气设备、工程机械以及通用工业等领域，与公司协同显著；嘉诺密封 2024 年收入/净利润分别为 3.56/0.67 亿元，公司 2025 年 7 月 1 日已完成收购嘉诺密封 100% 股权，短期并表有望显著增厚业绩，中长期看业务协同有望加速公司成长。1) 油气密封：25H1 公司油气密封收入 0.75 亿，同比增长 50%，受益于下游油气需求平稳及公司海外业务突破更快成长；2) 半导体密封：全氟醚橡胶密封圈能在超高温、强腐蚀、富等离子体、强酸碱等恶劣环境中起到设备结构部件间的紧密连接和真空密封作用，被广泛应用于半导体核心工艺设备的真空密封环节，是半导体设备关键零部件，2024 年全球/中国市场规模为 314/70 亿元，其中半导体领域占比 88%/81%，且超 70% 以上来自于晶圆厂的更换需求，“耗材”属性显著；从竞争格局看，半导体密封圈超 90% 仍需进口，美国杜邦/GT 中国市占率达 44%/11%，国内龙头芯密科技市占率约 3.4%，唯万密封亦加大半导体业务布局，公司子公司广州加士特研发生产的部分 FFKM 橡胶材料密封产品在半导体生产设备领域已得到成功的验证，若各项验证表现良好，未来或将带来更高的销售收入。

密封件是人形机器人走向量产的必需零部件，公司具备先发优势有望受益。密封件主要是防止流体或固体微粒从相邻结合面间泄漏以及防止外界杂质如灰尘与水分等侵入机械内部的零部件，是解决机器设备密封性最常见、最广泛的零部件之一。在人形机器人处于快速迭代、持续优化升级的阶段，对密封件需求较小；但当人形机器人从基本功能具备逐步拓展至具备完整功能时，密封件将是保证人形机器人长期使用可靠性、稳定性的必要零部件。公司于今年拓展人形机器人领域的密封应用，正积极拓展机器人供应商，针对其提出的技术要求及更新周期进行定制化研发、供样测试，来辅助机械性能更好地运作，后续有望充分受益人形机器人产业发展。

投资建议：公司是液压气动密封领域领先企业，主业受益工程机械复苏及油气业务加速突破有望加速成长，半导体密封进口替代及人形机器人产业应用将打开更大成长空间。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.03/1.53/1.89 亿元，对应 PE 41/28/22 倍，一年期合理估值为 38.10-44.45 元（对应 2026 年 PE 30-35x），首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧的风险；客户突破不及预期；新产品拓展不及预期；下游需求波动可能拖累短期业绩。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、杜松阳（S0980524120002）

◆ 豆神教育(300010.SZ) 财报点评:教育主业收入快速增长, AI 教育重塑毛利率显著提升

K12 大语文教培龙头，转型国内 AI 教育探索先驱。豆神教育主营 K12 语文、英语素养线上教培，由董事长窦昕等管理层担任教师，名师 IP 强大，结合公司双减前积累教培经验，驱动学生增长。25H1 教育主业实现收入 4.10 亿元/+43%，其中艺术类学习服务业务实现收入 2.94 亿元/+277%，高速增长预计主要系推广有效转化下，参培学生人数提升。语文课程名师效应强，借助 AI，公司名师产能有望实现规模化供给。公司自 24 年起，与智谱等 AI 技术龙头公司密切合作，打造豆神 AI、AI 超拟人课堂、AI 超能训练场等产品。

AI 超能训练场发布以来销售良好。公司于 2025 年 7 月推出“AI 超能训练场”新产品，并计划将 AI 融入艺术类学习服务业务打造“AI 双师课”。根据辞源算法实验室数据，“超练阅读+作文”产品上线后一周时间 GMV 已突破 1740 万元，而我们通过第三方平台“考古加”数据统计，截至 9 月 5 日抖音平台 GMV 已突破 2100 万。AI 超能训练场产品矩阵计划每月发布 1 款超练 SKU，共计 12 款 SKU。单独一款 SKU 售价为 1200 元。

2025 年上半年公司教育主业收入快速增长。2025H1，公司实现营业收入 4.49 亿元/+36%；归母净利润 1.04 亿元/+50%；扣非归母净利润 0.67 亿元，同比略有下滑，二者差值主要系 4000 万元的业绩补偿款冲回。若剔除大额应收账款坏账冲回计算实际营业利润为 4522 万元，同口径下同比增长 134%。

AI 赋能及业务结构优化，毛利率大幅提升。2025H1 公司毛利率为 66%/+24.5pct，主营规模效应、AI 赋能及结构优化。期间费用率方面，销售费用率因市场推广增加提升 23.3pct 至 43.9%，规模效应下管理费用率下降 3.2pct 至 13.0%，研发费用率下滑 2.5pct 至 0.6%，主要系有约 5739 万元的研发支出已资本化。综合来看，2025H1 剔除应收账款坏账冲回相关影响后的实际营业利润率为 10.1%，同比提升 4.2pct。

风险提示：股东减持、销售不及预期、技术迭代、政策风险等。

投资建议：名师加持及 AI 赋能下，2025H1 公司艺术类服务业务实现快速增长。展望下半年，公司新推出的 AI 双师课及超能训练场，及计划推出的学伴机器人，有望成为新的收入增长点。根据公司新产品市场反响，未来品类投放节奏、我们中性预测公司 2025-2027 年归母净利润 2.11/3.33/5.24 亿元。但作为行业技术应用与公司经营双拐点型的公司，目前公司在 AI 教育产品运营上具有品牌优势与用户基础，后续有 AI 产品迅速放量的可能性，我们建议密切跟踪，维持“优于大市”评级。

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

联系人： 周瑛皓

◆ 长江电力(600900.SH) 财报点评:发电量稳增财务费用下降，控股股东增持&新股东回报规划夯实信心

发电量增长带动公司业绩稳增。2025H1 公司实现营业收入 366.98 亿元，同比增长 5.34%；归母净利润 130.56 亿元，同比增长 14.86%。2025Q2 公司实现营业收入 196.82 亿元，同比增长 2.61%；归母净利润 78.76 亿元，同比增长 6.43%。2025 年上半年，公司境内所属六座梯级电站总发电量约 1266.56 亿千瓦时，较上年同期增加 5.01%。其中乌东德 149.58 亿 KWh（+8.25%），白鹤滩 256.90 亿 KWh（+16.66%），溪洛渡 279.65 亿 KWh（+9.15%），向家坝 155.90 亿 KWh（+8.55%），三峡电站 342.44 亿 KWh（-5.43%），葛洲坝电站 82.08 亿 KWh（-4.38%）。

盈利能力提升，财务费用下降明显。2025H1 公司综合毛利率为 56.12%，同比增加 3.74pct；净利率为 36.19%，同比提升 2.91pct，盈利能力提升明显。公司的销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.24%/1.73%/13.25%/0.62%，同比变化-0.01/+0.1/-2.98/-0.03pct。财务费用的下降尤为显著，绝对值同比下降 13.9%至 48.63 亿元。

5 年股东回报规划出台。8 月 14 日公司公告对 2026 年至 2030 年每年度的利润分配按不低于当年合并报表中归属于母公司股东的净利润的 70%进行现金分红，延续 2021 年至 2025 年的现金分红政策，与股东共享公司发展成果。

控股股东拟增持 40-80 亿元。8 月 22 日公司控股股东中国三峡集团计划在未来 12 个月内通过二级市场增持公司股份，交易方式包括集中竞价、大宗交易等，增持金额不低于 40 亿元、不高于 80 亿元，本次增持不设置固定价格区间，结合资本市场行情择机开展股票增持，资金来源为中国三峡集团自有资金及自筹资金等。此举彰显了大股东对公司发展前景的长期看好，有利于夯实投资者信心。

风险提示：来水不及预期，电价大幅下降，政策变化，抽水蓄能等项目进展不及预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。2025H1 公司业绩符合预期，我们维持原有盈利预测不变，预计 2025-2027 年归母净利润 344.54/364.12/373.40 亿元，同比增速 6.0%/5.7%/2.5%。当前股价对应 PE=当前股价对应 PE=19.8/18.8/18.3x，维持“优于大市”评级。

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、刘汉轩（S0980524120001）、郑汉林（S0980522090003）、崔佳诚（S0980525070002）

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 210 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 9 月 5 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 1.83%、1.86%、1.40%、2.76%、3.41%、3.64%、0.00%、7.04%。中信一级行业指数中电力设备及新能源、有色金属、基础化工、机械、轻工制造行业指数距离 250 日新高较近，煤炭、食品饮料、交通运输、房地产、银行行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，万得光伏、茅、万得风电、钠离子电池、宁组合、新能源汽车、光伏等概念指数距离 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 5 日，共 1715 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，本周制造、科技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：31.70%、33.50%、30.60%、28.67%、28.00%、30.00%。

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胜宏科技、生益电子、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科技、周期板块，分别有 19、13 只入选。其中，科技板块中创新高最多的是电子行业；周期板块中创新高最多的是基础化工行业。

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:港股投资周报-生物科技反弹，港股精选组合年内上涨 70.94%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 3.09%，相对恒生指数超额收益 1.73%。

本年，港股精选组合绝对收益 70.94%，相对恒生指数超额收益 44.22%。

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，和铂医药-B 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，本周恒生大型股指数收益最高，累计收益 1.88%；恒生小型股指数收益最低，累计收益 -0.43%。

行业指数方面，本周医疗保健业行业收益最高，累计收益 7.07%；电讯业行业收益最低，累计收益 -3.71%。

概念板块方面，本周医疗器械概念板块收益最高，累计收益 12.15%；金融 IC 概念板块收益最低，累计收益 -11.51%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 331 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 1277 亿港元，今年以来港股通累计净流入 10121 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、中国平安和腾讯控股流入金额最多，小米集团-W、泡泡玛特和中兴通讯流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数 -0.62%，投资港股的主动基金收益中位数 0.43%。

本年，港股通股票收益中位数 25.56%，投资港股的主动基金收益中位数 33.74%。

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:主动量化策略周报-创业板领涨，成长稳健组合年内满仓上涨 55.55%

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 -1.31%，相对偏股混合型基金指数超额收益 -0.71%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益 24.74%，相对偏股混合型基金指数超额收益 -2.77%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 48.80%分位点（1693/3469）。

本周，超预期精选组合绝对收益 -1.63%，相对偏股混合型基金指数超额收益 -1.03%。本年，超预期精选组合绝对收益 41.45%，相对偏股混合型基金指数超额收益 13.93%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 17.96%分位点（623/3469）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益 -2.58%，相对偏股混合型基金指数超额收益 -1.98%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 30.55%，相对偏股混合型基金指数超额收益 3.03%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 36.12%分位点（1253/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益 -0.07%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.53%。本年，成长稳健组合绝对收益 49.12%，相对偏股混合型基金指数超额收益 21.60%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 10.90%分位点（378/3469）。

本周，股票收益中位数 -1.32%，36%的股票上涨，64%的股票下跌；主动股基中位数 -0.68%，36%的基金上涨，64%的基金下跌。

本年，股票收益中位数 20.32%，84%的股票上涨，16%的股票下跌；主动股基中位数 24.49%，98%的基金上涨，2%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：多因子选股周报-R0E 因子表现出色，沪深 300 增强组合年内超额 16.44%

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 0.86%，本年超额收益 16.44%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益-0.49%，本年超额收益 9.76%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益 1.46%，本年超额收益 16.90%。
- 中证 A500 指数增强组合本周超额收益 0.69%，本年超额收益 9.70%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，单季 R0E、预期 EPTTM、单季 EP 等因子表现较好，而三个月机构覆盖、标准化预期外盈利、一个月反转等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，预期 PEG、单季 SP、SPTTM 等因子表现较好，而一年动量、EPTTM 一年分位点、单季净利同比增速等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，单季营收同比增速、三个月反转、预期 PEG 等因子表现较好，而一年动量、三个月机构覆盖、3 个月盈利上下调等因子表现较差。

以中证 A500 指数为选股空间。最近一周，单季 R0E、单季 EP、EPTTM 等因子表现较好，而三个月波动、一年动量、一个月反转等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，预期 PEG、单季 EP、预期 EPTTM 等因子表现较好，而一年动量、单季净利同比增速、DELTAROA 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 1.44%，最低-0.86%，中位数-0.17%。最近一月：超额收益最高 5.44%，最低-5.16%，中位数-1.38%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.48%，最低-1.21%，中位数 0.01%。最近一月：超额收益最高 2.08%，最低-5.54%，中位数-1.22%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.32%，最低-0.81%，中位数 0.44%。最近一月：超额收益最高 2.73%，最低-1.99%，中位数 0.13%。

中证 A500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.32%，最低-0.81%，中位数 0.44%。最近一月：超额收益最高 2.28%，最低-4.95%，中位数-1.40%。

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）

◆ 金融工程周报:基金周报-公募基金费率改革再下一城，年内再现“日光基”

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数走势出现分化，创业板指、沪深 300、深证成指指数收益靠前，收益分别为 2.35%、-0.81%、-0.83%，科创 50、中证 1000、中小板指指数收益靠后，收益分别为-5.42%、-2.59%、-2.29%。

从成交额来看，除创业板指外，上周主要宽基指数成交额均有所下降。行业方面，上周电力设备及新能源、有色金属、医药收益靠前，收益分别为 5.91%、2.26%、1.49%，国防军工、计算机、综合金融收益靠后，收益分别为-11.61%、-6.76%、-5.61%。

截至上周五，央行逆回购净回笼资金 12047 亿元，逆回购到期 22731 亿元，净公开市场投放 10684 亿元。除 1 年期和 3 年期外，不同期限的国债利率均有所下行，利差缩窄 3.80BP。

上周共上报 48 只基金，较上上周申报数量有所增加。申报的产品包括 10 只 FOF，2 只 QDII，南方中证港股通互联网 ETF、嘉实中证光伏产业 ETF、鹏华中证通用航空主题 ETF 等。

9 月 2 日，招商均衡优选发行首日便结束募集，募集规模超过其设定的 50 亿元募集上限，配售机比例为 56.67%。

9 月 3 日-4 日，中证指数有限公司发布公告称即将发布 6 只 A500 系列指数，包括中证 A500 成长/价值指数、中证 A500 相对成长/价值指数、中证 A500 纯成长/价值风格指数。

开放式公募基金表现。上周主动权益、灵活配置型、平衡混合型基金收益分别为-0.57%、-0.49%、-0.26%。今年以来主动权益基金业绩表现最优，中位数收益为 24.10%，主动权益型、灵活配置型和平衡混合型基金的中位数收益分别为 24.10%、17.59%、10.09%。

上周指数增强基金超额收益中位数为 0.00%，量化对冲型基金收益中位数为 0.21%。今年以来，指数增强基金超额中位数为 3.41%，量化对冲型基金收益中位数为 0.71%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 242 只、目标日期基金 119 只、目标风险基金 153 只。今年以来，目标日期基金中位数业绩表现最优，累计收益率为 14.04%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 39 只基金，合计发行规模为 275.73 亿元，较前一周有所增加。此外，上周有 44 只基金首次进入发行阶段，本周将有 38 只基金开始发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、陈梦琪（S0980524070009）

◆ 金融工程周报:ETF 周报-本周股票型 ETF 收益有所回调，光伏 ETF 逆势上涨超 9%

ETF 业绩表现

上周（2025 年 09 月 01 日至 2025 年 09 月 05 日，下同）股票型 ETF 周度收益率中位数为-1.00%。宽基 ETF 中，创业板类 ETF 涨跌幅中位数为 2.36%，收益最高。按板块划分，周期 ETF 涨跌幅中位数为 0.56%，收益最高。按主题进行分类，光伏 ETF 涨跌幅中位数为 9.51%，收益最高。

ETF 规模变动及净申赎

上周股票型 ETF 净赎回 34.98 亿元，总体规模减少 583.03 亿元。在宽基 ETF 中，上周中证 1000ETF 净申购最多，为 26.41 亿元；按板块来看，周期 ETF 净申购最多，为 136.95 亿元；按热点主题来看，证券 ETF 净申购最多，为 85.01 亿元。

ETF 基准指数估值情况

在宽基 ETF 中，创业板类 ETF 的估值分位数相对较低；按板块来看，消费、大金融 ETF 的估值分位数相对温和；按照细分主题来看，酒 ETF 的估值分位数相对较低。

ETF 融资融券情况

上周一至周四股票型 ETF 融资余额由前周的 438.40 亿元上升至 454.73 亿元，融券余量由前周的 23.88

亿份下降至 23.25 亿份。在日均融资买入额、融券卖出量最高的前 10 只 ETF 中，科创板 ETF 和创业板类 ETF 的日均融资买入额较高，中证 500ETF 和沪深 300ETF 的日均融券卖出量较高。

ETF 管理人

截至上周五，华夏、易方达、华泰柏瑞三家基金公司的已上市、非货币 ETF 总规模排名前三。本周将有华宝中证全指农牧渔 ETF、富国上证科创板 200ETF、前海开源中证民企 300ETF 和易方达上证 380ETF4 只 ETF 发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、杨昕宇（S0980525040001）

◆ 金融工程日报：市场单边回升，新能源产业链爆发、创业板指再创新高

市场表现：20250905 市场全线上涨，规模指数中中证 500 指数表现较好，板块指数中创业板指表现较好，风格指数中中证 500 成长指数表现较好。电新、通信、有色金属、电子、基础化工行业表现较好，银行、石油石化、交通运输、商贸零售、食品饮料行业表现较差。动力电池、锂电负极、锂电电解液、储能、锂电池等概念表现较好，黄酒、央企银行、银行精选、乳业、高速公路精选等概念表现较差。

市场情绪：20250905 市场情绪较为高涨，收盘时有 103 只股票涨停，有 7 只股票跌停。收盘收益为 2.15%，昨日跌停股票今日收盘收益为 1.33%。今日封板率 84%，较前日提升 26%，连板率 18%，较前日下降 4%，封板率创近一个月新高。

市场资金流向：截至 20250904 两融余额为 22795 亿元，其中融资余额 22642 亿元，融券余额 153 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.5%，两融交易占市场成交额比重为 10.3%。

折溢价：20250904 当日 ETF 溢价较多的是科创板新能源 ETF，ETF 折价较多的是芯片 ETF 龙头。近半年来大宗交易日均成交金额达到 14 亿元，20250904 当日大宗交易成交金额为 15 亿元，近半年来平均折价率 5.97%，当日折价率为 4.17%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.21%、2.29%、9.50%、11.61%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 1.20%，处于近一年来 42%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 2.09%，处于近一年来 52%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 5.55%，处于近一年来 71%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 6.79%，处于近一年来 76%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是宏华数科、TCL 科技、东威科技、焦点科技、博思软件、裕太微-U、石基信息、瑞德智能等，宏华数科被 88 家机构调研。20250905 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入前十的股票是锦浪科技、天华新能、美邦服饰、方正科技、景兴纸业、兆新股份、厦钨新能、腾景科技、苏大维格、前沿生物-U 等，机构专用席位净流出前十的股票是先导智能、创新医疗、首开股份、胜宏科技、C 华新、亚太药业、西部黄金、正业科技、金陵体育、誉辰智能等。陆股通净流入前十的股票是胜宏科技、方正科技、天华新能、锦浪科技、吉视传媒、中国电影、厦钨新能、西部黄金、豪恩汽电、苏大维格、首航新能等，陆股通净流出前十的股票是先导智能、三维通信、步步高、飞马国际、腾景科技、东尼电子、春兴精工、美邦服饰、鼎龙科技等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【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	814.12	-0.24	ICE 布伦特原油	65.50	-2.22
白银	9760.00	-0.26	铜	79980.00	0.08
铝	20675.00	0.21	铅	16815.00	0.02
豆一	4056.00	0.00	锌	22070.00	-0.06
豆粕	3028.00	0.79	镍	120700.00	-0.30
玉米	2297.00	-0.77	锡	271760.00	-0.19
螺纹钢	2967.00	0.20	SR509	5544.00	-0.43

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	99.9	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	45400.86	-0.483167	60.37	60.37	60.37	60.37	40.77
德国 DAX 指数	23596.98	-0.729270	85.26	-1.04	-2.98	27.02	55.06
法 CAC40 指数	7674.78	-0.313550	-0.37	0.70	-1.48	3.26	47.82
恒生指数	25417.98	1.434523	1.35	2.06	6.32	45.70	64.51
沪深 300 指数	4460.32	2.179000	-0.81	8.69	15.02	36.91	59.37
美国 SP500 指数	6481.50	-0.316514	0.32	2.89	9.12	17.77	48.13
纳斯达克综合指数	21700.39	-0.033629	1.14	3.74	12.44	26.69	50.53
日经 225 指数	43018.75	1.029773	0.70	6.08	14.55	17.35	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	601138.SH	工业富联	55.8300	5.0819	无数据	601138.SH	工业富联	55.8300	5.0819	无数据
2	300750.SZ	宁德时代	325.1100	6.9335	无数据	300750.SZ	宁德时代	325.1100	6.9335	无数据
3	601899.SH	紫金矿业	25.2700	5.8651	无数据	601899.SH	紫金矿业	25.2700	5.8651	无数据
4	603986.SH	兆易创新	159.5600	3.6238	无数据	603986.SH	兆易创新	159.5600	3.6238	无数据
5	002463.SZ	沪电股份	64.1400	8.0162	无数据	002463.SZ	沪电股份	64.1400	8.0162	无数据
6	300274.SZ	阳光电源	135.3400	16.6724	无数据	601127.SH	赛力斯	146.5000	-1.2138	无数据
7	601127.SH	赛力斯	146.5000	-1.2138	无数据	688256.SH	寒武纪-U	1281.4600	6.6106	无数据

8	688256.SH	寒武纪-U	1281.4600	6.6106	无数据	002074.SZ	国轩高科	44.0300	8.4483	无数据
9	002074.SZ	国轩高科	44.0300	8.4483	无数据	002594.SZ	比亚迪	107.2600	3.1346	无数据
10	002594.SZ	比亚迪	107.2600	3.1346	无数据	300308.SZ	中际旭创	407.0000	10.2563	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	1347.HK	华虹半导体	47.5800	0.04159370	78369.42	0981.HK	中芯国际	58.7000	0.04821429	407528.68
2	2228.HK	中国节能海 东青	10.6800	0.12184874	79749.14	9988.HK	阿里巴巴-W	131.8000	0.01540832	294428.50
3	2228.HK	晶泰控股	10.6800	0.12184874	79749.14	0700.HK	腾讯控股	605.5000	0.02194093	215411.57
4	1211.HK	比亚迪股份	105.6000	0.01052632	100704.65	1530.HK	三生制药	35.6600	0.18236074	170662.28
5	1530.HK	三生制药	35.6600	0.18236074	113010.02	1810.HK	小米集团-W	53.6500	0.00374181	146810.26
6	1810.HK	小米集团-W	53.6500	0.00374181	216118.81	9660.HK	中油苏皇八 零C	9.8100	0.09121246	109307.91
7	9660.HK	中油苏皇八 零C	9.8100	0.09121246	253105.76	9660.HK	地平线机器人 -W	9.8100	0.09121246	109307.91
8	9660.HK	地平线机器人 -W	9.8100	0.09121246	253105.76	1024.HK	快手-W	72.9500	0.04363376	105666.71
9	0700.HK	腾讯控股	605.5000	0.02194093	258939.06	3690.HK	美团-W	103.0000	0.01577909	104223.40
10	3690.HK	美团-W	103.0000	0.01577909	299568.37	2228.HK	中国节能海 东青	10.6800	0.12184874	99006.42
11	0981.HK	中芯国际	58.7000	0.04821429	446528.78	2228.HK	晶泰控股	10.6800	0.12184874	99006.42
12	9988.HK	阿里巴巴-W	131.8000	0.01540832	508813.66	6869.HK	长飞光纤光缆	48.0000	0.06477374	80248.26

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