

9 月金股组合

股票代码	股票名称
601816.SH	京沪高铁
601233.SH	桐昆股份
002409.SZ	雅克科技
300750.SZ	宁德时代
600276.SH	恒瑞医药
688085.SH	三友医疗
600861.SH	北京人力
300395.SZ	菲利华
603986.SH	兆易创新
002938.SZ	鹏鼎控股

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3812.51	1.24
深证成指	12590.56	3.89
沪深 300	4460.32	2.18
中小 100	7602.11	3.33
创业板指	2958.18	6.55

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
电力设备	7.19	银行	(0.99)
通信	5.49	石油石化	0.39
有色金属	4.39	食品饮料	0.56
电子	4.35	交通运输	0.57
综合	3.95	非银金融	0.76

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20250908

■ 重点关注

【策略研究】美元拐点：全球资产再平衡与中国科技重估*王君 郭晓希。本轮长波萧条期，美元面临由强转弱拐点，关注全球资产再平衡过程中带来的中国科技资产系统性重估机会。

【电力设备】通威股份*武佳雄 顾真。2025 年上半年公司亏损同比扩大，二季度环比减亏；公司光伏板块出货稳健，积极储备电池新技术；“反内卷”推动硅料价格显著提升，关注公司 25H2 利润修复。

【电力设备】宇邦新材*武佳雄 顾真。公司披露 2025 年半年报，上半年公司业绩同比微增；组件强化产品质量要求推动焊带毛利率修复；信用减值阶段性影响公司利润释放；公司产品线丰富，关注新技术放量。

【商贸零售】王府井*李小民 宋环翔。公司发布 2025 年半年报。25H1 公司实现营收 53.61 亿元，同比-11.17%；归母净利润 0.81 亿元，同比-72.33%，短期内公司的经营整体承压，中长期积极进行业态调整，完善业态布局。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【策略研究】美元拐点：全球资产再平衡与中国科技重估—弱美元周期下的全球配置主线与 A 股投资机遇

王君 郭晓希

本轮长波萧条期，美元面临由强转弱拐点，关注全球资产再平衡过程中带来的中国科技资产系统性重估机会。

长波萧条期下美元面临由强转弱拐点。1) 周期定位的角度，长波萧条期多会伴随全球化重构、竞争格局演变与资产价格的波动。2) 基本面角度，美国双赤字压力的缓解需要弱美元的环境；此外，中欧两大经济体开启财政扩张步伐，美国经济比较优势减弱。3) 美国经济的中长期担忧与政策不确定性的增加，正在动摇美元作为安全资产的信仰。4) 利率角度，美联储当前潜在降息空间和可能性更大。短期来看，美元走弱的逻辑或面临一定的波动和挑战。对于后续美元走势，我们认为，短期波动不改弱美元长逻辑，2025 年大概率为美元由强转弱的拐点。

关注美元转弱带来的全球资产再平衡过程。1) 美元由强转弱不同阶段，资产表现上略有不同。由强转弱拐点期：大级别转弱拐点初期多会伴随流动性冲击，资产表现上，风险资产触底后反弹，同期避险资产持续走强。趋势下行阶段：资产价格呈现明显的商品与非美资产牛市，债券资产内部，美债优于非美债券。美元低位震荡阶段：股债金融资产优于商品，非美股票优于美股、非美债券优于美债，商品多会呈现高位中枢震荡的格局。2) 历史上，美元走势与美联储降息周期大体趋同，但也存在着阶段性的背离与领先滞后性。在弱美元与美联储降息周期同步出现的环境下，大类资产通常呈现：新兴市场权益资产表现亮眼；黄金迎来牛市；非美货币普遍升值。

弱美元环境下，中国科技资产有望受益于人民币资产重估。1) 今年以来，主要资产价格均出现了不同程度的波动，而美元持续走弱、金价连创新高成为大类资产内部最引人关注的逻辑线索。资产的表现上属于典型的由强转弱的拐点期特征。我们认为，基准假设下，美元会经历短暂的平台震荡然后最迟明年起再次进入下行通道。因此，对于未来一段时间的资产表现，美股或面临波动，随着美元再度进入下行通道，非美权益资产相对优势有望进一步扩大，其中 A 股、港股为代表的中国资产有望成为本轮全球资产再平衡过程中的核心受益资产。2) 降息周期下，港股短期受益于全球流动性转向与国内盈利拐点的双重催化，稀缺科技资产及高股息国企或成为配置主线。3) A 股有望受益于人民币资产重估过程：预期修复叠加估值安全垫，A 股估值修复动能与全球资金再配置需求形成共振。降息周期下 A 股多呈现为小盘成长的结构牛，科技股有望成为本轮弱美元周期下人民币资产重估过程中受益资产。

风险提示：海外风险事件不确定性；贸易不确定性；宏观基本面及政策环境不确定性；海外地缘政治风险不确定性；历史经验对未来的解释性。

【电力设备】通威股份—25Q2 环比减亏，“反内卷”有望提升硅料价格

武佳雄 顾真

2025 年上半年公司亏损同比扩大，二季度环比减亏；公司光伏板块出货稳健，积极储备电池新技术；“反内卷”推动硅料价格显著提升，关注公司 25H2 利润修复。

支撑评级的要点

2025 年上半年公司亏损同比扩大，二季度环比减亏：公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 405.09 亿元，同比减少 7.51%；实现归母净利润-49.55 亿元，亏损同比扩大。2025Q2 公司实现归母净利润-23.63 亿元，环比减亏。

公司光伏板块出货稳健，积极储备电池新技术：截至 2025 年 6 月末，公司形成高纯晶硅年产能超 90 万吨，太阳能电池年产能超 150GW，组件年产能超 90GW。2025 年上半年，公司实现多晶硅销售 16.13 万吨，全球市占率约 30%，全球市占率第一；实现电池销量 49.89GW，出货量保持全球第一；实现组件销售 24.52GW。新技术方面，公司 HJT 组件 1GW 中试线量产平均功率超过 755W；N 型 TBC 电池研发批次效率达到 26.87%，0BB-TBC 组件功率达到 665.7W，计划将在 2025 年下半年中试开发。

“反内卷”推动硅料价格显著提升，关注公司 25H2 利润修复：从中央经济工作会议明确“综合整治‘内卷式’竞争”到《政府工作报告》提出“促进产业有序发展和良性竞争”，从行业协会牵头制定自律公约到价格秩序纳入法律监管，我国正在构建多层次、立体化的“反内卷”治理体系。2025 年 8 月底，硅料价格升至 4.6 万元/吨，相比 2025 年 6 月底硅料 3.5 万元/吨售价显著提升。我们预计 2025 年下半年公司利润有望得到修复，在“反内卷”引领下，硅料价格具备中长期上涨空间，支撑公司远期盈利修复。

评级面临的主要风险

价格竞争超预期；原材料价格出现不利波动；下游需求不达预期；光伏政策不达预期；新产品验证进度不及预期。

【电力设备】宇邦新材—二季度毛利率趋稳，信用减值影响利润释放

武佳雄 顾真

公司披露 2025 年半年报，上半年公司业绩同比微增；组件强化产品质量要求推动焊带毛利率修复；信用减值阶段性影响公司利润释放；公司产品线丰富，关注新技术放量。

支撑评级的要点

2025 年上半年公司业绩同比增长 0.18%：公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现收入 15.18 亿元，同比减少 9.77%；实现归母净利润 0.36 亿元，同比增长 0.18%；实现扣非归母净利润 0.33 亿元，同比增长 16.63%。2024Q2 公司实现归母净利润 0.02 亿元，环比减少 92.94%。

组件强化产品质量要求，推动焊带毛利率提升：参考 2024 年一季度至 2025 年二季度财务数据，公司毛利率于 2024 年三季度见底，底部毛利率 4.08%。2024 年三季度以来，公司毛利率总体呈现上升趋势。我们认为，光伏焊带毛利率提升的主要原因系组件强化了对焊带质量标准，根据国家光伏质检中心统计数据，2024 年光伏焊带总体合格率仅 10%，2025 年光伏焊带合格率提升至 57%，锡铅比例不合格，容易导致组件的抗腐蚀性下降，导电性能下降，最终影响组件发电量的降低。

信用减值影响公司利润释放：2025 年一季度公司冲回信用减值 0.09 亿元，2025 年二季度计提信用减值 0.18 亿元。我们认为，影响公司季度利润的主要因素系公司于 2025 年二季度计提信用减值。

公司产品线丰富，可结合光伏新技术进行针对性出货：公司焊带产品线覆盖 HJT、XBC 等技术路线，研发了适用于不同组件的焊带产品。我们认为，随着光伏新技术升级迭代，公司新型焊带出货量有望提升，推动量、价齐升。

评级面临的主要风险

价格竞争超预期；原材料价格出现不利波动；下游需求不达预期；光伏政策不达预期；新产品验证进度不及预期。

【商贸零售】王府井—短期经营整体承压，关注商业生态调整

李小明 宋环翔

公司发布 2025 年半年报。25H1 公司实现营收 53.61 亿元，同比-11.17%；归母净利润 0.81 亿元，同比-72.33%，短期内公司的经营整体承压，中长期积极进行业态调整，完善业态布局。

支撑评级的要点

受消费结构变化及闭店影响，公司业绩同比下滑。25H1 公司实现营收 53.61 亿元，同比-11.17%；归母净利润 0.81 亿元，同比-72.33%；扣非后归母净利润 0.28 亿元，同比-91.33%。其中 25Q2 实现营收 23.76 亿元，同比-12.87%；归母净利润 0.25 亿元，同比-72.10%；扣非后归母净利润 0.01 亿元，同比-99.39%。受消费结构变化、门店闭店等内外部因素影响，H1 公司营收出现下滑；此外，门店关闭以及一次性人员安置等闭店费用集中确认，导致 Q2 公司的营收和业绩均下滑。

奥莱业务表现坚挺，其它业务总体承压。分业态来看，25H1 百货/购物中心/奥特莱斯/专业店/免税的营收分别为 20.08/12.87/11.88/7.30/1.44 亿元，同比分别-14.12%/-15.51%/+4.20%/-3.66%/-15.93%；毛利率分别为 32.81%/37.10%/65.60%/6.52%/18.27%，同比分别-2.22/-7.03/+4.12/-9.84/+1.32pct。奥莱业务通过加强高性价比经营内容的组织和运营，并严控成本费用，带动营收和毛利率同比提升；其他有税业务受消费结构变化以及门店关闭等影响均有所承压；免税业务采取稳健销售策略，营收同比下滑，但毛利率同比小幅提升，发展潜力有待释放。

持续业态转型调整，市内免税店有序推进。面对快速变化的消费市场，公司持续创新调整，旗下王府井喜悦购物中心把握住国潮文化兴起，将项目转型为新国潮购物中心，精准切入 Z 世代的多元化需求。25H1 王府井喜悦销售额同比增近 48%，累计客流量突破 610 万人次，同比增近 30%。6 月 28 日，公司的首个市内免税门店在武汉市武商 MALL 正式启幕；根据长沙王府井百货公众号消息，长沙市内首家免税店预计将于 9 月 25 日开业，免税业务版图逐步完善。

评级面临的主要风险

免税业务推进不及预期，居民消费恢复不及预期，市场竞争加剧风险。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com

张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com

刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com

陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com

郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com

李晨希 S1300525010002 chenxi.li@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com

张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com

徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com

郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com

高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com

李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘思阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com

李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com

顾真 S1300525040003 zhen.gu@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com

曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫻嫻 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com

徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com

范琦岩 S1300525040001 qian.fan@bocichina.com

赵泰 S1300123070003 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com

宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com

纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com

郑静文 S1300525010001 jingwen.zheng@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

李圣宣 S1300123050020 shengxuan.li@bocichina.com

茅珈恺 S1300123050016 jiakai.mao@bocichina.com

通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

刘国强 S1300524070002 guoqiang.liu_01@bocichina.com

银行研究团队

何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R7DB
United Kingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark15 楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371