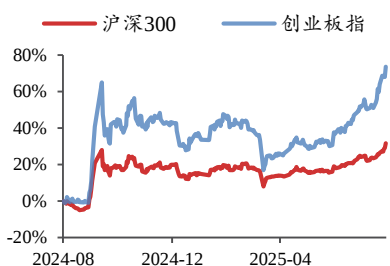


2025 年 08 月 25 日

开源晨会 0825

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电子	4.818
通信	3.772
计算机	3.504
非银金融	2.761
国防军工	2.286

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-0.297
纺织服饰	-0.198
煤炭	-0.147
石油石化	-0.146
钢铁	-0.108

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】新型政策性金融工具即将落地——宏观周报-20250824

【宏观经济】美联储9月降息共识或已基本达成——2025 Jackson Hole 鲍威尔发言点评-20250823

【策略】中报线索：科技制造业的盈利和现金流显著增长——投资策略专题
-20250824

【策略】美联储“偏鸽”表态后大类资产比较——投资策略专题-20250823

【策略】市值扩张路上机会频现——投资策略周报-20250823

【策略】证券化率看牛市估值——投资策略专题-20250822

【固定收益】债市博弈：美联储降息预期与国内财政工具——固收专题-20250824

【固定收益】美联储鸽派，转债行情再增利好——固收专题-20250824

【金融工程】液冷板块的资金行为监测——金融工程定期-20250822

行业公司

【中小盘】看好中高端家居五金——中小盘周报-20250824

【非银金融】赚钱效应有望进一步催化资金面，继续战略看多非银——行业周报
-20250824

【商贸零售】中报发布进行时，珠宝、美护优质品牌验证高景气——行业周报
-20250824

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第十一期）：《电动汽车用全固态电池单体规格尺寸》团体标准正式立项，全固态电池单体封装方式规定为软包——行业周报-20250824

【地产建筑】新房成交面积环比增加，巩固房地产市场止跌回稳态势——行业周报-20250824

【建材】绿色政策推动供给格局改善，建材反内卷进行时——行业周报-20250824

【煤炭开采】动力煤修复剑指第三目标 750 元，煤炭布局稳扎稳打——行业周报
-20250824

【食品饮料】白酒中报加速出清，大众品优先成长性——行业周报-20250824

【医药】关注 PD-(L)1/VEGF 双抗海内外临床进展——行业周报-20250824

【农林牧渔】收储助推猪价见底回升，宠物食品出口及国内消费高景气延续——行业周报-20250824

【计算机】重视计算机的3个投资方向——行业周报-20250824

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第三十期）：首条昆山至上海中心低空航线通航，江西金控等设立 3.05 亿低空经济产业基金——行业周报-20250824

【化工】“反内卷”政策持续强化，化工行业供给端竞争格局有望改善——行业周报-20250824

研报摘要

总量研究

【宏观经济】新型政策性金融工具即将落地——宏观周报-20250824

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

国内宏观政策：新型政策性金融工具即将落地

过去两周（8月9日-8月23日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，政策包括国家主席习近平在《促进民营经济健康发展、高质量发展》中强调要扎扎实实落实促进民营经济发展的政策措施；国务院总理李强主持国务院第九次全体会议，强调持续激发消费潜力，系统清理消费领域限制性措施；国常会讨论进一步强化财税金融等政策支持，综合施策释放内需潜力等。

基建与产业方面，《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》发布，对服务业经营主体贷款给予财政贴息；工信部等六部门部署进一步规范光伏产业竞争秩序工作，要求加强产业调控、遏制低价无序竞争；国家发展改革委将报批加快设立投放新型政策性金融工具，地方正积极筹备项目。国务院办公厅转发财政部文件明确，采取分类分级推进实施存量 PPP 项目。优先实施具有一定收益的项目，持续保障项目建成完工。保障存量 PPP 项目合理融资需求。

货币政策方面，央行发布第二季度货币政策执行报告。报告指出下一阶段要落实落细适度宽松的货币政策，把握好政策实施的力度和节奏，保持流动性充裕。货币基调不变，强调“落实落细”，降准降息仍可能择机落地。利率方面重提“防空转”，可能特指畅通金融和企业之间的传导，提高资金服务实体效率。

财政政策方面，财政部与税务总局宣布对按照育儿补贴制度规定发放的育儿补贴免征个人所得税。

消费政策方面，财政部等三部门联合印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，9月1日起，符合条件的个人消费贷款可享受财政贴息。贴息范围包括单笔5万元以下消费，以及单笔5万元及以上的家用汽车、养老生育等重点领域消费。中央财政、省级财政分别承担贴息资金的90%、10%。

贸易方面，中美双方发布《中美斯德哥尔摩经贸会谈联合声明》。美方承诺继续调整对中国商品（包括香港特别行政区和澳门特别行政区商品）加征关税的措施。

海外宏观政策：美联储降息共识或已达成

过去两周，海外宏观政策聚焦美联储在杰克逊霍尔年会讲话、美俄最高领导人会谈等。

8月22日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行年会上发表重磅讲话，称风险平衡似乎正在发生变化，当前的形势意味着，就业面临的下行风险上升。随着政策处于紧缩区域，这种风险平衡的转变可能意味着需要调整政策立场。鲍威尔此次讲话较市场预期偏鸽，我们预计9月降息25bp，全年降息2次。

美国总统特朗普与俄罗斯总统普京举行联合新闻发布会。特朗普表示，和普京的会议非常富有成效，许多事项已达成一致，只剩下少数几个未解决的点。普京称，已与特朗普建立了非常好的直接联系，俄罗斯真诚地希望俄乌结束冲突。俄美达成的协议不仅会成为解决乌克兰问题的起点，也将推动美俄恢复务实和建设性的关系。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

【宏观经济】美联储9月降息共识或已基本达成——2025 Jackson Hole 鲍威尔发言点评-20250823

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘纬桢（分析师）证书编号：S0790524040006

事件：北京时间2025年8月22日晚10点，美联储主席鲍威尔在2025年JacksonHole全球央行年会发表题为

“货币政策与美联储框架审查”的讲话。

讲话强调了美国就业下行与通胀上行风险，表示货币政策可能需要调整

1. 强调风险平衡正在发生变化，即劳动力市场下行风险与通胀上行的风险均有提升。讲话表示在特朗普经济政策大幅波动的情况下，美国经济保持了韧性，但这些政策对经济的持久影响存在重大不确定性（significant uncertainty）。其中移民政策的改变导致劳动力市场供需同时明显放缓（marked slowing），因此劳动力市场看似平衡，但就业市场下行的风险正在上升（裁员大幅增加和失业率上行）；与此同时关税对通胀上升的影响已显而易见且将继续累积，但基准假设是这些影响是单次的（a one-time shift）。虽然关税税率的变化可能会导致通胀上行过程延长，且存在通胀螺旋的可能，然而由于劳动力市场的下行风险不断增加及通胀预期的稳定，因此通胀上行的风险虽然提升，但可能不会持久。

2. 需要调整政策立场，暗示9月或将开启2025年首次降息。如前所述，将两个风险整合起来后，虽然当前就业、通胀的情况与美联储的货币政策目标产生冲突，且更接近中性利率，但考虑到政策处于紧缩区域，基本前景和风险平衡的变动可能需要调整政策立场，暗示9月将开启降息。当然也强调了依据后续数据行事。

美联储货币政策框架如期调整，回归灵活通胀目标制

1. 货币政策框架调整，回归灵活通胀目标制，将平衡货币政策目标。2025年是美联储5年1次的货币政策框架审查，本次讲话也如期对框架进行了调整。一是删除了“接近有效利率下限（0利率）是经济决定性特征（即低增长、低利率、低通胀）”表述，更加符合当前经济中高通胀的特点；二是回归灵活通胀目标框架，并取消了“弥补”策略（即允许通胀超调）；三是删除就业“缺口”表述，因容易引发误解，修订成“就业可能暂时高于实时估计的最大就业水平，但不一定威胁价格稳定”，更加强调就业对美国家庭、雇主和社区的价值；四是当就业与通胀目标冲突时，将采取平衡策略，考虑偏离程度和回归时间差异来进行决策。

2. 货币政策是前瞻性的，要考虑对经济影响的滞后性。讲话强调货币政策行动取决于经济前景以及对该前景的风险平衡。设定一个就业数字目标是不明智的，而2%的长期通胀率与美联储的双重使命目标最为一致，将予以保留。

9月大概率降息25bp，市场风险情绪短期或将有所提振

1. 鲍威尔此次讲话较市场预期偏鸽，我们预计9月降息25bp，全年降息2次。由于7月FOMC表态偏鹰，且7月PPI相对超预期，市场一度预期鲍威尔本次讲话不会表态进行货币政策转向，美国市场在讲话前也经历持续调整。但本次讲话鲍威尔对经济的评估更加务实，与其在7月FOMC会议上对劳动力市场下行风险的关注较为一致。我们认为，美联储9月大概率会降息25bp，但对2025全年降息次数不可太乐观，全年预计降息2次。因关税对通胀的影响尚需时间显现，美联储对于降息的决策或将比较谨慎，以避免通胀螺旋的情况发生。

2. 市场整体反应较为积极，短期风险情绪或将有所提振。往后看，或仍将沿着经济“软着陆”、美联储将顺畅降息路径进行交易，后续要关注美股大型科技公司财报表现。美股当日录得较多涨幅，美债收益率、美元下行，黄金价格收涨。

风险提示：美国通胀超预期上行，特朗普经济政策变动超预期。

【策略】中报线索：科技制造业的盈利和现金流显著增长——投资策略专题-20250824

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 曹晋（联系人）证书编号：S0790124080011

A股已披露中报：盈利进一步增长、经营性现金流改善的行业数大幅增加

截至2025年8月23日，A股5423家上市公司中，共有1657家已披露中报。目前来看，2025年H1的利润端表现整体优于营收，经营性现金流改善的行业正在增加。A股已披露公司的上半年盈利同比增速为4.09%，较同口径下Q1的2.50%有所增长；上半年累计营收同比增速为-0.14%，较同口径下Q1的0.34%略有下滑；上半年

的经营性现金流净额同比增长 44.86%。

结构上，我们聚焦于 2 类问题：剔除少数影响权重极高的公司后，从更普适的视角观测各行业的业绩表现如何？以及业绩增速较高的行业和公司中，哪些股价尚未反映？

盈利视角：科技制造业高增长、周期和地产建筑仍在筑底

(1) 中报盈利增速较高的行业：计算机、通信、电子、机械设备、农林牧渔、汽车、钢铁和综合；结合资产价格表现来看，正式财报发布后，股价涨幅较显著的行业：通信、计算机、电子、汽车和综合；高盈利增速、但前期涨幅相对较小的行业：农林牧渔和钢铁。

计算机：在科技制造大类中净利润增速最高。2025 年 H1 行业盈利增速达 54.9%（剔除海康威视、宝信软件、纳思达后），剔除前为 8.9%；

通信：高盈利增速被三大运营商掩盖，市值 200 亿以上公司中，仅有 1 家未实现盈利正增长。2025 年 H1 行业盈利增速达到 45.2%（剔除三大运营商后），剔除前为 5.9%。市值 200 亿以上公司中，满足盈利高增长、前期股价涨幅较小、且业绩披露后股价上涨加速的公司：移远通信。

电子：行业处于盈利高速增长期，市值 200 亿以上公司贡献尤为显著。2025H1 行业盈利增速为 33.8%（剔除深天马、合力泰与江波龙）。其中，已披露的 43 家市值 200 亿以上公司中，2025 年 H1 净利润同比增速中位数达 37.12%。

汽车：行业盈利高增长，成分股贡献较为均衡。2025 年 H1 的净利润增速为 41%（剔除中策橡胶、长安汽车），剔除前为 18%。市值 200 亿以上公司中，满足盈利高增长、前期股价涨幅较小、且业绩披露后股价上涨加速：福耀玻璃和九号公司。

(2) 其他分类视角：科创企业持续兑现高盈利增速、中证 500 加速改善。

经营性现金流视角：科技制造业、消费和地产建筑的改善显著

现金流视角下，2025 年中报企业的现金回款状况持续改善，主要具备 2 点特征：一是经营现金流改善的行业辐射面扩大；二是产业链中上游企业改善相对显著。

行业结构特征来看，科技制造类行业的经营现金流增长最显著，消费从负增长转正的行业数大幅增加。截至 2025 年 8 月 23 日，2025 年中报经营性现金流增速较高的行业包括：机械设备、电力设备、通信、计算机、传媒、国防军工、农林牧渔、汽车、社会服务、房地产、轻工制造、交通运输和综合。

风险提示：后续财报披露超预期；高影响权重公司选择参数的不完备性。

【策略】美联储“偏鸽”表态后大类资产比较——投资策略专题-20250823

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

事件：杰克逊霍尔经济研讨会（JacksonHoleEconomicPolicySymposium）于 2025 年 8 月 22 日晚 10:00（北京时间）召开。

释放“偏鸽”信号，但资产角度定价更“鸽”。鲍威尔讲话中提到“风险平衡正在发生转变（thebalanceofrisksappeartobeshifting）”，被市场解读为货币政策重心正逐步从通胀转向劳动力市场压力，从而引发了市场对降息的鸽派再定价。从彭博模型来看，美联储隐含降息预期显著上升，9 月降息概率从约 40%快速攀升至接近 90%。鲍威尔同时强调货币政策仍处于限制性区间，未来政策立场可能调整，但降息路径仍需谨慎评估，关键在于后续数据表现。

劳动力下行风险占据主导

讲话对宏观经济定调表现为：

(1) 强调劳动力市场的下行风险。在谈及劳动力市场时，鲍威尔两次使用“sharply”，凸显出若这种平衡被打破，可能迅速引发裁员增加和失业率上升的风险。失业率等核心劳动力市场指标成为美联储研判经济形势和调整政策立场的重要参考，为9月降息打开了一定空间。

(2) 首次提到关于关税对于通胀的“一次性”影响。关于关税对通胀的影响，鲍威尔指出，一个“合理的基准假设”是关税将带来物价水平的一次性上升，但这一效应需要时间才能在经济中逐步显现。可以看出美联储承认关税会对通胀带来影响，但相比通胀持续性的担忧，更加重视劳动力市场走弱带来的风险。

(3) 从《长期目标与货币政策策略声明》中所体现的美联储第二次货币政策框架公开评估的结果，也可以看出鲍威尔对于劳动力市场的关注进一步提升。

市场定价再度强化“9月保险式降息”的预期

市场对美联储政策立场解读的“偏鸽”大于其立场本身，从而引发以美股、黄金、加密货币等资产普涨。但鲍威尔强调政策无预设路径，决策仍基于数据与风险评估，并通过“均衡论述”同时承认关税通胀压力的暂时性与劳动力市场的走弱迹象，从而避免了市场将其解读为政治妥协。利率预期方面，SOFR 期权定价显示市场显著偏向降息，至2026年年底，三个月SOFR在3-3.5%区间的概率为22.7%。

大类资产比较：港股或存在补涨机会

A股：上周收盘整体A股情绪向好，美联储偏鸽的信号可能存在边际利好，但当前A股市场仍是“以我为主”，不会改变行情主导逻辑。

港股：短期有望受益于美债利率和美元下行所带来的流动性与情绪改善。此前港股相对A股表现偏弱，主要因A股受益于大陆的增量资金。JacksonHole讲话成为阶段性催化剂，若9月美联储如期降息，港股或迎来补涨机会。

美债：当前操作空间有限，新增仓位性价比不高，但已有多头可继续持有。

黄金：可作为防御性配置延续持有。

美股：美股结构性机会仍在，但不宜过度追高，需关注基本面数据的拐点。

风险提示：宏观政策超预期变动放大市场波动；全球流动性及地缘政治恶化风险；美国经济数据不及预期。

【策略】市值扩张路上机会频现——投资策略周报-20250823

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

证券化率指标—判断指数牛估值空间的一种参考

本轮行情与分子端盈利表现出现一定错位。我们在2025年7月12日发布的报告《剖析市场突破的核心动力》中指出，从交易行为、资金流向到制度支持，多重因素共同构筑了市场上行的内在基础。在宏观预期相对缺位的背景下，本轮行情与以往典型的“指数牛”存在相似特征：分子端盈利修复未成为主导力量，指数突破上行更多依赖于资金承载力的增强与主题交易的活跃。因此，我们在《证券化率看牛市估值》中提出可将证券化率指标（股市总市值与GDP之比）作为识别估值高点的有效参考工具。其突破1倍的位置应作为估值的重要关注点。展望后市，指数中枢有望进一步上移，两市总市值增长态势有望延续。

北证50的“新中枢”或将确立

在本周的《北证50：从关键突破到新中枢确立》中，我们认为近期北证50再次展现出强劲的上行动能。本轮上涨是继2025年5月21日盘中触及1500.31点后，指数首次有效突破1500点位置。其背后的驱动力来自于“增

量市”背景下市场风险偏好的回升，以北证 50 为代表的“轻质资产”具备更快的赚钱效应。我们认为，在突破 1500 这一关键平台后，该指数或将进入寻找下一个新中枢的过程。

全球半导体周期共振向上，科技大类的机会层出不穷

我们在《市场的双轮驱动系列二—全球科技共舞》中提出，“增量市”环境下，TMT 板块内部或不易出现“此消彼长”。AI 需求成为本轮周期核心动能，GPU、HBM 等高端芯片景气持续走高，PC、智能手机与汽车等传统终端温和修复。同时，政策持续支持、技术自主化稳步推进，AI 链条核心环节率先受益。

投资思路——双轮驱动，坚守自我

行业配置“4+1”建议：

(1) 科技成长+自主可控+军工：AI 硬件、半导体、机器人、游戏、AI 应用、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。

(2) 受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：钢铁、化工、有色金属、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。

(3) 具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。

(4) 出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；

(5) 底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

风险提示：宏观政策超预期；全球流动性及地缘政治风险；历史不代表未来。

【策略】证券化率看牛市估值——投资策略专题-20250822

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

证券化率指标—判断指数牛估值空间的一种参考

本轮行情与分子端盈利表现出现一定错位。我们在 2025 年 7 月 12 日发布的报告《剖析市场突破的核心动力》中指出，从交易行为、资金流向到制度支持，多重因素共同构筑了市场上行的内在基础。在宏观预期相对缺位的背景下，本轮行情与以往典型的“指数牛”存在相似特征：分子端盈利修复并未成为主导力量，指数突破上行更多依赖于资金承载力的增强与主题交易的活跃。因此，我们提出可将证券化率指标（股市总市值与 GDP 之比）作为识别估值高点的有效参考工具。

对比过去显著指数牛，当前估值空间充足

历史经验表明，“大级别指数牛”多由流动性与估值扩张主导，分子端指标的参考价值有限。证券化率作为衡量金融市场深度与经济结构转型的重要参数，在识别指数牛估值顶部区间时更具实用性：盈利改善驱动下，市值与 GDP 同步上升，证券化率变化有限；而流动性驱动下，证券化率则显著抬升。从全球的角度来看，发达经济体和直接融资占主导的国家证券化率通常维持在 1 以上，而发展中国家及以间接融资为主的国家则更容易受到约束。中国作为大陆法系的发展中国家，其证券化率长期稳定在 1 以下，在 2005–2007 年与 2014–2015 年的指数牛阶段，该指标分别上升至 1.57 和 1.16。当前证券化率为 0.83，整体估值或仍有一定上行空间。

后市前瞻：两市总市值有望延续扩张趋势

我们认为，证券化率突破 1 倍的位置应作为估值的重要关注点。尽管本轮行情的涨幅和斜率似乎难以与 2005–2007 年或 2014–2015 年的指数牛市直接相比，但若结合市场扩容因素来看，当前行情的强度并不逊色。展望后市，

随着三季度起 PPI 有望触底回升，分子端盈利修复的动力逐步增强；同时，流动性与政策预期仍将支撑估值扩张，市场可能迎来盈利与估值的“双击”。在这一背景下，指数中枢有望进一步上移，两市总市值增长态势有望延续。

投资思路——双轮驱动，坚守自我

行业配置“4+1”建议：

(1) 科技成长+自主可控+军工：液冷、机器人、游戏、AI 应用、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。

(2) 受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：钢铁、化工、有色金属、建材有望受益，保险、白酒、地产或存估值修复机会。

(3) 具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。

(4) 出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；

(5) 底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

风险提示：宏观政策超预期；全球流动性及地缘政治风险；历史不代表未来。

【固定收益】债市博弈：美联储降息预期与国内财政工具——固收专题-20250824

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘瑞（分析师）证书编号：S0790525010001

政策动态

美联储或九月降息

8 月 22 日晚，美联储主席在杰克逊霍尔会议发表演讲，内容包括两部分：一是当前经济状况和展望；二是货币政策框架的审查和调整。鲍威尔暗示美联储或在 9 月会议降息，但他仍强调货币政策没有预设的路径。

新型政策性金融工具将发行

5000 亿“准财政”工具有待发行，重点支持新兴产业、基础设施等。

资金面较为宽松，发行量增加，债市收益率继续上行，期限利差走阔

一级供给：8 月 18 日-8 月 22 日（以下简称“本周”），利率债累计发行量 9258 亿元，环比增加 3701 亿元，日均发行量处于中位水平以上。国债、地方债、金融债发行规模分别为 3927 亿元、3692 亿元和 1640 亿元，分别环比增加 824 亿元、2777 亿元和 100 亿元。

资金面：较为宽松。本周 DR007 运行区间为 1.4669-1.5680%，较 8 月 15 日下行 1.29BP，资金面由紧转松。1Y-3M 存单期限利差走阔 1.7BP 至 12.2BP，6M-3M 存单期限利差走阔 0.1BP 至 6.8BP。本周有 7118 亿元逆回购到期；周一至周五，央行分别开展了 2665 亿元、5803 亿元、6160 亿元、2530 亿元和 3612 亿元逆回购投放操作，央行本周合计净投放 13652 亿元。

二级市场：本周债市收益率上行，债市继续下跌。截至 8 月 22 日，1Y、10Y 和 30Y 国债收益率分别上行 0.42BP、3.53BP 和 3BP，收于 1.37%、1.78%和 2.08%。十年国债活跃券 250011 中债估值收益率运行在 1.7655-1.7850%区间，继续上行。具体而言，周一，股市强势上涨，沪指创 10 年新高，同时税期资金面边际收敛，债基赎回明显增加，250011 上行 4.1bp 到 1.7850%。

周二，央行公开市场开展 5803 亿元 7 天期逆回购操作，当日有 1146 亿元逆回购与 1200 亿元国库现金定存到

期，净投放 3457 亿元；当天股市小幅微跌，利率跟随股市震荡，250011 小下 1.4bp 到 1.7710%。周三，央行继续大额净投放，上午利率小幅下行，午后股市强势拉升，利率上行，250011 上行 1bp 到 1.7810%。

周四，上午股市继续上涨，“股债跷跷板”效应略有减弱，10Y 国债利率在 1.78% 附近震荡；午后股市回落；当天 250011 下行 1.55bp 到 1.7655%。

周五，当天股市表现强势、站上 3800 点，国债一级发行结果偏弱，利率震荡上行；尾盘央行公告将开展 6000 亿元 MLF 操作，净投放 3000 亿元，期限为 1 年期；当天 250011 上行 1.45bp 到 1.7800%。8 月 18 日-8 月 22 日十年国债活跃券 250011 累计上行 3.6bp。

期限利差：收益率曲线继续熊陡走势。本周 10Y-1Y 期限利差环比提升 3.11BP 至 41.1BP，30Y-10Y 期限利差环比下降 0.53BP 至 29.6BP，1Y、10Y 和 30Y 国债收益率上行，期限利差走阔。

债市策略

下周主要关注以下要素：1) 资金面：下周逆回购到期规模达 2.98 万亿元（含 9000 亿元买断式逆回购），需观察央行是否加大投放以稳定资金面，尤其是跨月后流动性边际变化；2) 股债跷跷板效应：沪指突破 3800 点后，若继续冲高可能压制债市情绪；3) 政策预期博弈：5000 亿元新型政策性金融工具将出，主要投向数字经济、低空经济等，若超预期，短期阶段性利空债市；美联储降息预期落地或短期阶段性利好债市，推动收益率下行和外资流入。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【固定收益】美联储鸽派，转债行情再增利好——固收专题-20250824

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

市场回顾

大类资产方面：2025 年 8 月 18-22 日上证综指、万得全 A 分别上涨 3.49%、3.87%，全市场日均成交额 2.59 万亿。

行业上，通信、电子、综合、计算机等表现良好。TMT 等行业继续领涨，或主要是与 DeepSeek 发布新模型 V3.1，以及官微留言 UE8M0FP8 是针对即将发布的下一代国产芯片设计推动。

标普 500 上涨 0.27%、纳斯达克下跌 0.58%，美国就业走弱和美联储鸽派下震荡。

转债市场方面：中证转债上涨 2.83%，截至 2025 年 8 月 22 日，转债价格、转股和纯债溢价率中位数分别为 135 元、27%、28%。

赎回条款，崇达转 2、东杰、设研、海泰、华医、荣泰、大元等转债提前赎回，思特、易瑞、远信、赛龙、万凯、东风、华懋等转债不提前赎回。

下修条款，起帆等转债下修，科华、声迅、丝路、山玻等转债不下修。

市场动态

(1) 2025 年 8 月 22 日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议上讲话，暗示尽管当前存在通胀上行风险，但美联储仍可能在未来数月降息。美联储态度转向鸽派，全球流动性宽松下，权益风险资产利好。

(2) 2025 年 8 月 19 日，宇树科技发布新款人形机器人预告海报，配文“敬请期待”。根据官方海报，机器人将配备 31 个关节。人形机器人产业趋势良好。

(3) 2025 年 8 月 21 日，DeepSeek 官微留言：UE8M0FP8 是针对即将发布的下一代国产芯片设计。AI 模型

硬件和软件国产化良好，带动国产算力链上涨。

(4) 2025 年 8 月 22 日，据 TheInformation 报道，英伟达或已指示其供应商停止生产与 H20 芯片相关的产品。虽然 H20 芯片进口打开，但国产算力有望逐步替代。

(5) 下周关注事件：英伟达发布二季度财报、华为智界和问界新品发布会、鸿蒙生态大会召开、8 月 PMI 指数等。

转债观点

本周市场重点事件包括：美联储转向鸽派、DeepSeek 发布 V3.1 模型和 DeepSeek 官微留言：UE8M0FP8 是针对即将发布的下一代国产芯片设计。

转债市场继续上涨行情，主要受英伟达可能停止生产 H20，以及 DeepSeek 官微留言 UE8M0FP8 是针对即将发布的下一代国产芯片设计，或意味着国产的算力芯片或逐步替代英伟达产品，提升整个国产链的预期。人形机器人领域，宇树科技发布新款机器人海报，产业趋势继续发展良好。

我们认为，对于人工智能 AI 和人形机器人，产业趋势确定性明显，且当前随着算力需求爆发和机器人不断技术迭代和量产化准备，趋势得到进一步强化。另一方面，科技发展趋势之中，中国企业的竞争力显著增强，包括本周 DeepSeek 事件和 H20 芯片可能停止生产，或意味着国内企业竞争优势得到确认，国产链有望获得更大的市场份额和价值量。

展望后市，我们认为，考虑到产业趋势发展良好和流动性充裕的宏观环境，以及美联储鸽派预期之后，当前市场的上涨行情或持续。

策略上，当前转债新一轮上涨周期之中，以及随着转债市场的逐渐上涨，开始处于“转债价格高、转股溢价率适中”的组合之中，建议参与 120 元及以上的股性转债，重点关注转债正股上涨的收益。

受益标的上，稳健标的，包括上银、常银、华安、牧原等转债；弹性标的，包括欧通、道通、集智、银轮、甬矽、鼎龙、利民、中宠转 2 等转债。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【金融工程】液冷板块的资金行为监测——金融工程定期-20250822

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 苏俊豪（分析师）证书编号：S0790522020001

放量上涨的液冷指数

“散热”指随着消费电子、新能源车、通信网络等市场的发展衍生扩大了对散热材料、温度控制领域的需求，目前广泛应用的导热材料有合成石墨材料、导热填隙材料、导热凝胶、导热硅脂、相变材料等。万得液冷服务器概念指数（8841247.WI，以下简称液冷指数），涵盖散热材料、温度控制技术领域的相关公司，成分股数量目前为 33 只。我们对液冷板块的资金行为进行全方位监测。液冷指数（8841247.WI）在 2025 年以来涨幅 76.30%（截至 8 月 21 日），4 月 7 日以来涨幅 71.99%，大幅领先同期万得全 A 指数，广受市场资金关注。

液冷板块资金动向

公募实时持仓：我们基于基金净值、持仓披露、调研行为等市场公开信息，对公募基金持仓进行了实时测算。测算结果显示，公募基金对液冷板块配置仓位 2025 年 8 月以来有所反弹；

ETF 资金持仓：A 股指数投资的大时代正在到来。近年来，指数投资产品呈现供需两旺的繁荣气象，2025 年二季度末公募 ETF 基金总规模已突破 4.3 万亿元。测算结果显示，ETF 资金持仓占液冷板块股票市值比例 7 月以来持续下降；

两融余额动向：融资余额是指在融资融券交易中未偿还的融资总金额。一般认为，融资余额的增加，意味着投资者看多后市。测算结果显示：液冷板块融资余额 7 月以来持续攀升；

筹码收益特征：筹码结构是对投资者在不同价格上资金持仓的估算，能够帮助我们推算资金的平均持仓成本。筹码收益衡量当前价格相对于历史筹码成本的收益率，即反映筹码的赚钱效应。我们的研究显示，当市场赚钱效应较好时筹码收益呈现动量效应，反之当市场赚钱效应较弱时筹码收益呈现反转效应。测算结果显示：液冷指数当前赚钱效应 12.97%。

液冷成分股资金行为解析

机构调研：2025 年以来，飞龙股份、科创新源、中石科技等调研次数最多；

雪球大 V：8 月 1 日以来，英维克、川环科技、飞龙股份等受到关注最高；

主力资金：8 月 1 日以来，苏州天脉、腾龙股份、华正新材等流入最多；

龙虎榜：8 月 1 日以来，飞龙股份、川环科技、曙光数创等曾出现在龙虎榜；

高频股东户数：众捷汽车、银轮股份、华峰铝业等股东户数增幅居前。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

行业公司

【中小盘】看好中高端家居五金——中小盘周报-20250824

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 张越（分析师）证书编号：S0790524090003 | 赵晨旭（联系人）证书编号：S0790124120019

本周观点：消费和技术升级驱动家居五金和户外家具行业向中高端转型

消费升级和家居智能化共同托举，中高端家居五金市场发展正盛。首先，设计精美、品质优良的五金产品将极大的提升家居产品的质量与档次，居民消费升级以及对精致生活的追求助力中高端家居五金行业发展；第二，在家居智能化升级背景下，智能化的家居五金是打造智能家居生态的重要一环，人性化以及互联互通的家居五金产品正不断的发展；第三，整装大家居模式因更加省时高效更受年轻人青睐，未来系统化家居五金解决方案需求有望提升，可提供全屋五金解决方案厂商有望受益；在上述因素驱动下，中国五金制品协会预计 2028 年中国家居五金市场规模将达到 3,244.50 亿元，行业具有较大发展潜力。

休闲生活理念盛行，户外场景日趋多元，户外家具市场蓄势待发。从国际市场看，随着休闲生活理念逐渐成为主流生活理念，户外家具逐渐成为人们的日常生活家具。根据 Statista 数据统计，2016-2020 年全球户外家具市场规模的复合增长率为 7.83%，并预计到 2025 年规模将达到 254 亿美元，市场规模呈现稳步上升的趋势；从国内市场看，近年来各种特色小镇、酒店、度假村、餐厅、住宅阳台、别墅花园等国内户外家具应用场景越来越广泛，绿色健康的生活方式在国内也逐渐流行，具备雄厚原创设计实力的行业品牌企业有望脱颖而出。

受益标的：悍高集团：作为国内家居五金及户外家具行业的领先企业，凭借雄厚的中高端产品研发设计能力和行业领先的品牌力，有望充分受益于行业的中高端转型。

本周市场表现及重大事项

市场表现：本周万得微盘股指数和沪深 300 指数表现较好，中证 500/中证 1000/国证 2000/等中小盘指数表现优于上证 50 指数。晶晨股份、凌云光、奥普特本周涨幅居前。

本周重大事项：(1) 新股方面，能之光、宏远股份 2 家公司登陆 A 股，天岳先进 1 家公司登陆港股。2 家公司注册生效，无公司过会、获交易所受理；(2) 定增方面，新增竞价预案公告 6 例，发行竞价项目平均折价率 13.6%，

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

平均收益率 27%；(3) 并购方面，2 家公司首披重大资产重组，4 家公司涉及实控人变更；(4) 股权激励和回购方面，10 家公司披露股权激励预案，31 家公司推出回购预案。

重点推荐主题及个股

智能汽车主题（沪光股份、瑞鹄模具、新泉股份、芯动联科、晶晨股份）；高端制造主题（凌云光、奥普特、矩子科技、青鸟消防、莱特光电、奥来德、日联科技）；户外用品主题（三夫户外）。

风险提示：宏观环境变化、IPO 政策变动、再融资政策变动、并购政策变动

【非银金融】赚钱效应有望进一步催化资金面，继续战略看多非银——行业周报-20250824

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002 | 张恩琦（联系人）证书编号：S0790125080012

周观点：赚钱效应有望进一步催化资金面，继续战略性看多非银

上证指数持续上涨，赚钱效应有望进一步催化个人和机构资金流入，居民股票和基金等权益资产配置潜力空间仍较大，继续看好慢牛启航下非银金融板块战略性增配机会，考虑到基本面持续改善，目前传统券商和保险板块估值仍在偏低水位，关注后续交易量、中报和政策面催化。

券商：证券公司分类评价新规正式稿落地，引导集约化和中小机构差异化发展

(1) 本周日均股基成交额 3.01 万亿，环比+21%，截止 8 月 22 日，2025 年累计日均股基成交额 1.75 万亿，同比+90%。(2) 8 月 22 日，证监会修订并正式实施《证券公司分类评价规定》，此前曾发布征求意见稿，正式版与征求意见稿相比变动不大，符合我们预期。新规取消总的营业收入排名加分，提升 ROE 加分力度，ROE/经纪/投行/资管加分门槛从 TOP20 放宽至 TOP30，规模导向弱化，引导行业集约化发展、中小机构差异化发展。同时，新增自营权益类资产配置规模比例与体量绝对值排名、资管产品的权益类规模占比、代销权益类基金保有量、基金投顾规模作为加分项。(3) 8 月 22 日国信证券公告，证监会批复同意国信证券成为万和证券股份有限公司主要股东。(4) 市场交易活跃度持续抬升，两融规模扩张、权益自营加仓和海外业务高景气有望带来券商业绩超预期，投行、衍生品和公募业务等业务有望接续改善，板块估值仍在低位，机构欠配明显，继续看好券商板块机会。关注交易量、中报以及政策端催化。三条主线：推荐零售优势突出的国信证券；海外业务优势突出的头部券商和香港交易所；金融科技主线。

保险：二季度险资继续小幅增配权益，调查显示股票是下半年首选资产

(1) 近日，中国保险资产管理业协会公布 2025 年下半年保险资产管理业投资者信心调查结果：保险机构对下半年 A 股市场和债券市场的信心均有明显回升。资产配置偏好方面，股票是下半年我国保险机构首选的投资资产，其次是债券和证券投资基金。从投资领域来看，保险机构下半年主要关注人工智能、红利资产、新质生产力、高分红高股息和创新医药等领域投资机会。(2) 8 月 15 日金监总局披露了二季度保险资金运用情况，6 月末保险资金运用余额 36.23 万亿，较年初增长 8.9%。结构上看，险资继续增配股票和债券，减配银行存款、非标及基金。6 月末险企配置股票+基金规模 4.73 万亿，占比 13.5%，较 1 季度末的 13.3%提升 0.2pct，较年初提升 0.8pct，1 季度和 2 季度股票+基金规模分别环比增加 3604 亿和 2618 亿。(3) 长端利率平稳，净资产压力缓解，同时权益资产提振资产端收益率预期，负债成本压降迎来拐点，险企利差中长期维度看有望持续改善，带动险企 ROE 中枢改善，看好 PB 估值修复，推荐低估值中国太保和中国平安。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：国信证券，东方证券，中国太保，中国平安，江苏金租，香港交易所；东方财富，国泰海通，财通证券，指南针。

受益标的组合：中金公司 H，同花顺，九方智投控股，新华保险。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

【商贸零售】中报发布进行时，珠宝、美护优质品牌验证高景气——行业周报-20250824

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

中报发布进行时，珠宝、美护优质品牌验证高景气

（1）黄金珠宝：从黄金珠宝板块标的中报来看，老铺黄金、潮宏基、莱绅通灵、周六福、英皇钟表珠宝实现亮眼增长，其中老铺黄金实现营收 123.54 亿元（+251.0%），归母净利润 22.68 亿元（+285.8%），潮宏基实现营收 41.02 亿元（+19.5%），归母净利润 3.31 亿元（+44.3%），莱绅通灵实现营收 8.70 亿元（+37.0%），归母净利润 0.61 亿元（+263.5%）。整体看，营收利润有所分化，行业延续高端化和时尚化趋势，其中老铺黄金和潮宏基中报验证高增长表现，后续加盟商“翻牌”有望进一步重塑品牌格局。（2）美容护理：从美护板块标的中报来看，上海家化、润本股份、丸美生物、水羊股份等公司均实现稳健增长，其中上海家化实现归母净利润 2.66 亿元（+11.7%），为 2022 上半年下滑后首次实现正增长，水羊股份利润扭转 2024 年下滑趋势，归母净利润同比+16.5%。整体看，多数美护标的公司上半年营收表现良好，行业延续回暖态势；展望后续，国货崛起逻辑仍在，细分品类成长性凸显，关注企业在新品放量、渠道效率提升及费用投放上的表现。

行业关键词：优时颜、LV 美妆、淘小胖、阿里巴巴、闪电帮帮等

【优时颜】优时颜切入 PDRN 赛道。

【LV 美妆】LV 美妆全球首店在南京德基广场正式开业。

【淘小胖】“胖东来门徒”淘小胖将开重庆首店。

【阿里巴巴】阿里巴巴业务架构大调整。

【闪电帮帮】美团闪购发布闪电仓专属供应链服务平台“闪电帮帮”。

板块行情回顾

本周（8 月 18 日-8 月 22 日），商贸零售指数报收 2320.15 点，上涨 4.21%，跑赢上证综指（本周上涨 2.01%）2.20 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 5 位。零售各细分板块中，本周互联网电商板块涨幅最大，2025 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周汇嘉时代（+30.5%）、若羽臣（+18.0%）、跨境通（+16.3%）涨幅靠前。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者深度洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基等，受益标的曼卡龙、莱百股份；

投资主线二（线下零售）：关注顺应趋势积极变革探索的零售企业（超市、百货、连锁），重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线三（化妆品）：关注具备差异化且能力持续迭代的优质国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、润本股份等，受益标的若羽臣等；

投资主线四（医美）：关注具备差异化管线的医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B 等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第十一期）：《电动汽车用全固态电池单体规格尺寸》团体标准正

式立项，全固态电池单体封装方式规定为软包——行业周报-20250824

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

《电动汽车用全固态电池单体规格尺寸》团体标准正式立项，全固态电池单体封装方式规定为软包

(1) 政策支持：8月18日，《电动汽车用全固态电池单体规格尺寸》团体标准正式通过立项审查，列入中国汽车工程学会标准研制计划（起草任务书编号：2025-035）。该标准由电动汽车产业技术创新战略联盟提出，中国第一汽车集团有限公司牵头研制，将统一全固态电池单体封装与尺寸规范，为行业规模化落地奠定关键基础。(2) 材料：8月23日，淄博市生态环境局公示博鑫元（淄博）新材料“1000吨级固态电池硅碳负极材料项目”环评。项目总投资20300万元，占地3400平方米，新上炭化、气相沉积等设备，年产1000吨硅碳负极材料。(3) 电池进展：8月18日，南都电源在深交所互动易平台回复投资者称，公司现有一条全固态电池中试产线，可实现小批量交付，但该产品对2025年度业绩不产生较大影响。(4) 电池合作：8月21日，太蓝新能源全固态电池湖北生产基地项目签约仪式在潜江市举行，目前，其重庆基地0.2GWh产线几乎满产，在建12GWh产能预计年内初步投产，年产值将超100亿元。我们认为当前固态电池正逐步从实验室阶段到量产验证阶段发展，预计2025年底小批量装车试验，2026-2027年普遍装车试验，此外，低空、机器人、AI等新兴应用场景打开固态电池市场空间，产业化落地有望提速。建议关注固态电池板块后续的行情表现，推荐标的宁德时代，受益标的：(1) 设备：纳科诺尔、宏工科技、先导智能、德龙激光等；(2) 电池：国轩高科、珠海冠宇、普利特、冠盛股份、鹏辉能源等；(3) 正极及电解质：厦钨新能、容百科技、海辰药业等；(4) 导电剂：天奈科技；(5) 电解质复合膜：长阳科技、星源材质、恩捷股份等；(6) 硅碳负极：璞泰来、上海洗霸等；(7) 金属锂负极：道氏技术、赣锋锂业、天铁科技、英联股份、胜利精密。(8) 集流体：远航精密、诺德股份、德福科技、嘉元科技、中一科技等；(9) 铝塑膜：紫江企业、海顺新材、明冠新材、道明光学。

本周板块行情：固态电池指数同比+2.2%，导电剂环节涨幅靠前

8月18日-8月22日，固态电池指数+2.2%，2025年累计+32.9%，同期沪深300指数+11.3%。统计范围内的固态电池相关标的平均+2.5%，所有环节均出现上涨，其中导电剂（+15.8%）、铝塑膜（+4.2%）涨幅靠前。涨幅前五标的分别为道氏技术（+19.2%）、嘉元科技（+16.0%）、珠海冠宇（+12.5%）、天奈科技（+12.5%）、安孚科技（+10.3%）；跌幅前五标的分别为海辰药业（-13.0%）、德龙激光（-8.9%）、远航精密（-6.0%）、南都电源（-3.7%）、冠盛股份（-3.3%）。

风险提示：技术研发不及预期，产业落地进展不及预期，下游需求不及预期。

【地产建筑】新房成交面积环比增加，巩固房地产市场止跌回稳态势——行业周报-20250824

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

核心观点：新房成交面积环比增加，巩固房地产市场止跌回稳态势

本周我们跟踪的68城新房成交同比下降，环比增加，20城二手房成交面积同环比增加。土地成交面积同比下降，溢价率环比增加。国内信用债发行规模同环比减少。杭州土拍市场火热，成功出让3宗土地，分别位于钱塘区下沙单元、临安区昌化单元，南站单元，最终下沙单元地块溢价13.88%成交，昌化单元地块底价成交，两宅地共收金6.71亿元。南站单元由远东宏信与萧山环城建设以底价5.25亿元竞得。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，维持行业“看好”评级。

巩固房地产市场止跌回稳态势，多地推动公积金政策灵活化

中央层面：国务院：国务院总理李强 8 月 18 日主持召开国务院第九次全体会议，强调要采取有力措施巩固房地产市场止跌回稳态势，结合城市更新推进城中村和危旧房改造，多管齐下释放改善性需求。

地方层面：北京：公积金中心 8 月 18 日出台汛情专项支持政策，受灾职工完成租房备案可突破常规提取公积金支付租金；住房修缮困难者可提取账户余。

市场端：土地成交面积同比下降，杭州土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025 年第 34 周，全国 68 城商品住宅成交面积 196 万平米，同比下降 17%，环比增加 12%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 7830 万平米，累计同比下降 10%。2025 年第 34 周，全国 20 城二手房成交面积为 185 万平米，同比增速 6%，前值-4%；年初至今累计成交面积 6571 万平米，同比增速 7%，前值+7%。

投资端：2025 年第 34 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2468 万平方米，成交土地规划建筑面积 1455 万平方米，同比下降 34%，成交溢价率为 10.3%。一线城市成交土地规划建筑面积 83 万平方米，同比下降 12%；二线城市成交土地规划建筑面积 507 万平方米，同比下降 14%；三线城市成交土地规划建筑面积 865 万平方米，同比下降 43%。

深圳：杭州土拍市场火热，成功出让 3 宗土地，其中下沙单元地块溢价 13.88%成交，昌化单元地块底价成交，两宅地共收金 6.71 亿元。南站单元由远东宏信与萧山环城建设以底价 5.25 亿元竞得。

融资端：国内信用债发行规模同环比减少

2025 年第 34 周，信用债发行 70.3 亿元，同比减少 2%，环比减少 13%，平均加权利率 2.81%，环比增加 54BP。信用债累计发行规模 2675.8 亿元，同比减少 5%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【建材】绿色政策推动供给格局改善，建材反内卷进行时——行业周报-20250824

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

绿色政策推动供给格局改善，建材反内卷投资进行时

近日，我国建材行业节能降碳取得突破性进展。水泥、玻璃、陶瓷等六大子行业已发布碳减排技术指南，清洁能源占比显著提升，水泥熟料标杆产能较 2020 年提高 15 个百分点。绿色建材下乡、“以旧换新”全国联动，绿色消费加速升温。以“六零”示范工厂为核心的 30 个科技攻关项目已有逾 10 个取得阶段性成果，CCUS 示范线年捕集能力达 10-20 万吨，零外购电、零化石能源、零一次资源、零碳排放、零废弃物、零员工等新技术全面落地。水泥行业 3 月纳入全国碳市场，进一步倒逼低效产能退出。随着碳足迹标准体系完善，绿色低碳已成为建材行业升级的核心驱动力。消费建材板块推荐：三棵树（渠道下沉，零售扩张）、东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高）、坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，多元化扩张涂料、防水板块业务）等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%，预计会加快节能降碳与能用设备的迭代更新。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。“对等关税”有望利好在海外有生产基地的玻纤龙头择时提价，进而巩固玻纤盈利优势。玻纤板块推荐：中国巨石；受益标的：中材科技、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，药用玻璃板块推荐：力诺药包、山东药玻。

本周（2025 年 8 月 18 日至 8 月 22 日）建筑材料指数上涨 2.91%，沪深 300 指数上涨 4.18%，建筑材料指数跑输沪深 300 指数 1.27pct。近三个月来，沪深 300 指数上涨 13.42%，建筑材料指数上涨 16.67%，建材板块跑赢沪深 300 指数 3.25pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 30.86%，建筑材料指数上涨 35.30%，建材板块跑赢沪深 300

指数 4.44pct。

板块数据跟踪

水泥:截至 8 月 22 日,全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 280.47 元/吨,环比上涨 1.94%;水泥-煤炭价差为 186.87 元/吨,环比上涨 2.57%;全国熟料库容比 64.62%,环比下降 1.56pct。

玻璃:截至 8 月 22 日,全国浮法玻璃现货均价为 1187.88 元/吨,环比下跌 21.50 元/吨,跌幅为 1.78%;光伏玻璃均价为 116.41 元/重量箱,环比持平。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 12.56 元/重量箱,环比下跌 3.32%;浮法玻璃-纯碱-重油价差为 8.46 元/重量箱,环比下跌 1.75%;浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 8.63 元/重量箱,环比下跌 3.61%;光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 63.59 元/重量箱,环比上涨 0.43%。

玻璃纤维:截至 2025 年 8 月 22 日,无碱 2400tex 直接纱报 3300-4000 元/吨(个别厂报价较高),无碱 2400texSMC 纱报 4400-5000 元/吨,无碱 2400tex 喷射纱报 5400-6500 元/吨,无碱 2400tex 毡用合股纱报 4400-5300 元/吨,无碱 2400tex 板材纱报 4200-5300 元/吨,无碱 2000tex 热塑直接纱(普通级)报 4100-4400 元/吨。不同区域价格或有差异,实际成交存灵活空间。

消费建材:截至 2025 年 8 月 22 日,原油价格为 68.48 美元/桶,周环比上涨 1.41%,较 2025 年年初下跌 10.75%,同比下跌 14.28%;沥青价格为 4570 元/吨,周环比持平,较 2025 年年初上涨 2.93%,同比上涨 4.58%;丙烯酸价格为 6500 元/吨,周环比下跌 1.14%,较 2025 年年初下跌 16.67%,同比上涨 0.78%;钛白粉价格为 13000 元/吨,周环比下跌 0.38%,较 2025 年年初下跌 9.09%,同比下跌 14.19%。

风险提示:经济增速下行风险;原材料价格上涨风险;房地产销售回暖进展不及预期风险;国内保交楼进展不及预期;房企流动性风险蔓延压力;基建落地进展不及预期风险。

【煤炭开采】动力煤修复剑指第三目标 750 元,煤炭布局稳扎稳打——行业周报-20250824

张绪成(分析师)证书编号: S0790520020003

本周要闻回顾:动力煤越过 700 元剑指 750 元

动力煤方面:动力煤价格持续反弹,截至 8 月 22 日,秦港 Q5500 动力煤平仓价为 704 元/吨,今年上半年最低价格为 609 元,已累计上涨 15.6%。目前动力煤基本面持续利多:从供给端来看,国内生产方面,主产区受查超产和降雨影响,产地货源供应偏弱,截至 8 月 17 日,晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 81.7%,仍处于年内较低水平。从库存端来看,港口库存持续回落,截至 8 月 22 日,环渤海库存 2327.4 万吨,今年上半年最高库存为 3316.3 万吨,已累计下跌 29.82%。从需求端来看,当前仍处于夏季,日耗处于高位运行。非电煤方面,截至 8 月 21 日,国内甲醇开工率 80.65%,仍处于近年来的历史高位,当前煤油比来对照油头化工和煤头化工的成本优势,煤化工成本优势仍旧非常凸出,从而导致开工率的长时间高位。炼焦煤方面:截至 8 月 22 日,京唐港主焦煤报价 1610 元/吨,从七月初的 1230 元的底部反弹;焦煤期货反弹更为明显,从 6 月初的 719 元反弹至当前的 1162 元,累计涨幅达到 61.61%。当前焦煤基本面反映出“强预期但弱现实”的特征。供给端,7 月中旬,国家能源局综司发布《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》,查处超产的煤矿的措施致使煤炭供给存在收紧预期;需求端,雅江水电站有望带动黑色产业链整体需求,有望接棒上半年钢铁抢出口的需求项。

投资逻辑:动力煤和炼焦煤价格已到拐点右侧,煤炭布局稳扎稳打

动力煤属于政策煤种,我们判断价格仍将反弹修复至长协价格,当前已修复到第二目标价之上,即地方国企长协实际成交价(700 元左右)之上。现货价格修复年度长协价,实际是大宗商品双轨制运行机制下的必选结果,长协本身作为优惠品种而与现货形成倒挂,会促使下游用户优先购买现货而暂缓购买长协,从而驱动现货的价格修复。未来我们仍旧看好动力煤现货价修复第三目标价之上,即达到“煤和火电企业”盈利均分位置(测算 2025 年是 750 元左右)。对于煤价本轮上涨是否有顶部极值,则预测是电厂报表盈亏平衡线 860 元左右,可视为第四目标价。炼焦煤属于市场化煤种,我们判断价格更多由供需基本面决定,对于其目标价格可通过“炼焦煤与动力煤

价格的比值”作为参考，京唐港主焦煤现货与秦港动力煤的现货比值为 2.4 倍，则与动力煤第一、第二、第三、第四目标对应的炼焦煤目标价分别为 1608 元、1680 元、1800 元、2064 元。焦煤期货将修复与京唐港主焦煤现货的贴水。

投资建议：周期与红利双逻辑，四主线布局

我们认为在资本市场在全球政经高度不确定以及国内稳经济的预期下，投资行为存在情绪上的脉冲，煤炭板块具备周期与红利的双重属性，当前煤炭持仓低位，基本面已到拐点右侧，已到布局时点。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，周期逻辑：动力煤的【晋控煤业、兖矿能源】，冶金煤的【平煤股份、淮北矿业、潞安环能】；主线二，红利逻辑：【中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【新集能源、广汇能源】。

风险提示：经济增速下行风险，进口煤大增风险，可再生能源加速替代风险。

【食品饮料】白酒中报加速出清，大众品优先成长性——行业周报-20250824

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（分析师）证书编号：S0790525080001

核心观点：白酒底部渐显，食品积极布局

8 月 18 日-8 月 22 日，食品饮料指数涨幅为 3.3%，一级子行业排名第 10，跑输沪深 300 约 0.9pct，子行业中其他酒类（+8.2%）、软饮料（+5.1%）、白酒（+3.6%）表现相对领先。个股方面，酒鬼酒、百润股份、舍得酒业涨幅领先；桂发祥、煌上煌、盐津铺子跌幅居前。当前市场流动性充裕推动权益资产估值中枢上移，白酒板块作为前期超跌品种，估值提升先于基本面回暖。白酒当前仍处于需求压力阶段，尽管短期受禁酒令压制消费，但政策进一步收紧空间有限，且 8 月份部分白酒开瓶情况好于 6-7 月，行业已有改善迹象。此外从已经公布中报的酒企业绩来看，白酒已步入出清节奏，2025Q2 大分部酒企业绩承压，报表出清意味着风险释放，有利于后续回暖。我们建议关注范围可扩散至三条线：一是全国化次高端回补，如舍得酒业、山西汾酒等；二是关注区域龙头，如古井贡酒、今世缘等；三是关注高端酒的估值修复，如泸州老窖、贵州茅台等。大众品方面关注成长性。首先仍需关注新消费标的，此类标的通常具备业绩增速快、成长性好的特点，适宜长期持有。从已公布的中报业绩来看，卫龙美味、盐津铺子仍然保持较好增长。我们建议继续以新渠道（零食量贩系统、山姆会员店、抖音电商渠道等）、新品类（魔芋、威士忌单品）、新市场（海外市场）为主线，挖掘符合产业发展趋势的新消费标的。建议关注盐津铺子、西麦食品、东鹏饮料、有友食品、万辰集团、百润股份等，受益标的包括卫龙美味等。

推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、万辰集团、百润股份

（1）贵州茅台：短期白酒需求下移，但公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。（2）山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。（3）西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。（4）万辰集团：量贩零食业态持续渗透，门店数量持续扩张。同时拓展折扣超市新店型，选品新增冻品、潮玩、日用品等，聚焦年轻消费者目标人群，有望助力公司延续高成长。（5）百润股份：预调酒处于改善趋势当中，威士忌已实现较好铺货，建议关注后续公司鸡尾酒回款改善和新品催化逻辑。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【医药】关注 PD-(L)1/VEGF 双抗海内外临床进展——行业周报-20250824

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002

PD-(L)1/VEGF 双抗赛道第一梯队海外临床加速开展

依沃西单抗（康方生物/Summit）已开展超十项注册 III 期临床，在海外开展近二十项临床试验，具有明确的全球先发优势。依沃西单抗已全面覆盖 NSCLC 适应症，海外一线治疗驱动基因阴性及 PD-L1TPS $\geq$ 50%NSCLC 的两项注册临床有望在 2027 年底左右完成主要指标的最终检测。SSGJ-707（三生制药/辉瑞）BD 出海，海外临床有望加速。截至 2025 年 8 月，SSGJ-707 已开展一项头对头 K 药、治疗 PD-L1 阳性 NSCLC 的中国 III 期临床，预计 2026 年还将开展一项联合化疗治疗 NSCLC 的中国注册 III 期临床。辉瑞有望在今年启动多款 ADC 与 SGJ-707 联用的 I/II 期临床，同时会在今年晚些时候宣布 707 的 III 期研究计划。

PM8002（普米斯/BioNTech/BMS）于今日在 2025WCLC 披露的一线 SCLC 早期数据优异，并在多瘤种中探索与双抗/ADC 联用可能性。

2025H2 建议关注后续管线数据读出及 BD 出海

8 月 11 日，CDE 官网显示荣昌生物 RC148 拟纳入突破性疗法品种（BTD），针对联合多西他赛治疗经 PD-1/PD-L1 抑制剂和含铂化疗（联合或序贯）治疗失败的驱动基因阴性局部晚期或转移性 NSCLC 适应症。RC148 是我国第四款被纳入突破性疗法品种的 PD-1/VEGF 双抗，此前被纳入的有依沃西单抗、SSGJ-707 和 PM8002。JS207（君实生物）、RC148（荣昌生物）、SCTB14（神州细胞）、珀维拉芙普 α （宜明昂科）、HB-0025（华海药业）等产品的 II 期临床数据（NSCLC）有望于 2025H2 逐步成熟并读出，关注后续出海的机会。

推荐及受益标的

推荐标的：制药及生物制品：恒瑞医药、华东医药、三生制药、人福医药、恩华药业、信达生物、阳光诺和、再鼎医药、百利天恒、泽璟制药-U、诺诚健华、科伦博泰生物-B、三生国健、康诺亚-B、一品红、海思科、艾力斯、艾迪药业、和黄医药、京新药业、健康元；CXO：药明康德、药明合联、泰格医药、药明生物、博腾股份、泓博医药；科研服务：毕得医药、百普赛斯、皓元医药、昊帆生物、海尔生物、奥浦迈、阿拉丁；中药：东阿阿胶、江中药业、天士力、济川药业、羚锐制药、悦康药业、方盛制药、佐力药业；原料药：普洛药业、健友股份、华海药业、奥锐特、博瑞医药；医疗器械：迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜、英科医疗、万孚生物、可孚医疗、圣湘生物、康拓医疗；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、海吉亚医疗、锦欣生殖；零售药店：益丰药房。

风险提示：药物临床研发失败、药物安全性风险、行业竞争格局恶化等。

【农林牧渔】收储助推猪价见底回升，宠物食品出口及国内消费高景气延续——行业周报-20250824

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

周观察：收储助推猪价见底回升，宠物食品出口及国内消费高景气延续

收储助推猪价见底回升。据涌益咨询，截至 2025 年 8 月 22 日，全国生猪均价 13.73 元/公斤，周环比+0.04 元/公斤，同比-6.51 元/公斤。截至 2025 年 8 月 21 日，涌益样本生猪出栏均重 127.98 公斤/头，周环比 0.16 公斤/头，同比+1.25 公斤/头，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价 0.36 元/公斤（周环比+0.08 元/公斤）。2025 年 8 月 10-20 日行业二育占实际销量比重小幅升至 1.19%，环比+0.37pct，同比-1.96pct，二育栏舍利用率 46.8%，环比-1.9pct，同比-10.4pct。8 月 21 日发改委指出全国平均猪粮比价跌至 6：1 以下，将于近期开展中央冻猪肉储备收储。华储网随后公告将于 8 月 25 日单向收储猪肉 1 万吨，于 8 月 26-29 日轮储猪肉 1.9 万吨。收储助推猪价情绪见底，叠加前期疫情、大猪出栏等因素导致生猪超卖，月末月初供给缩量消费好转，猪价新一轮上行逐步开启。

宠物食品出口金额环比高增，亚宠展国内宠物消费景气延续。据海关总署，2025 年 7 月我国宠物食品出口金额 1.30 亿美元，yoy-3.85%，mom+13.35%，出口单价 3.92 美元/kg，环比小幅下滑，出口量 3.31 万吨，mom+14.82%。国内方面，第 27 届亚宠展于 8 月 20-24 日举办，抖音电商同步发起“萌主请就位”活动，据抖音亚宠展开门红战报，截至 2025 年 8 月 20 日 18 点，佩蒂股份旗下爵宴 GMV 突破 200 万，同比增长 50%，主粮销售额近百万元，

国内宠物食品消费高景气延续。

周观点：生猪投资逻辑边际改善，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

基本面政策面双轮驱动 2025H2 猪价环比上行，生猪投资逻辑边际改善。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料板块国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。推荐：海大集团、新希望等。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。推荐：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

本周市场表现（8.18-8.22）：农业跑赢大盘 0.23 个百分点

本周上证指数上涨 3.49%，农业指数上涨 3.72%，跑赢大盘 0.23 个百分点。子板块来看，畜养殖板块领涨。个股来看，申联生物（+19.18%）、国投中鲁（+18.03%）、ST 景谷（+16.91%）领涨。

本周价格跟踪（8.18-8.22）：本周牛肉等农产品价格环比上涨

8 月 22 日全国外三元生猪均价为 13.73 元/kg，较上周下跌 0.03 元/kg；仔猪均价为 27.78 元/kg，较上周下跌 1.09 元/kg；白条肉均价 17.94 元/kg，较上周-0.11 元/kg。8 月 22 日猪料比价为 4.1:1。自繁自养头均利润 33.95 元/头，环比+5.10 元/头；外购仔猪头均利润-151.8 元/头，环比+5.25 元/头。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【计算机】重视计算机的 3 个投资方向——行业周报-20250824

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

市场回顾：

本周（2025.8.18-2025.8.22），沪深 300 指数上涨 4.18%，计算机指数上涨 7.93%。

周观点：重视计算机的 3 个投资方向

DeepSeek-V3.1 正式发布，AI 算力和应用前景可期

8 月 21 日，DeepSeek-V3.1 正式发布，升级包含：混合推理架构，更高的思考效率，更强的 Agent 能力。同时 DeepSeek-V3.1 使用 UE8M0FP8 参数精度，UE8M0? FP8 针对即将发布的下一代国产芯片设计。头部大模型性能提升并适配国产算力有望加速国产 AI 生态繁荣。

香港《稳定币条例》正式生效，资本市场高景气，互金板块有望持续精彩

8 月 1 日香港《稳定币条例》正式生效，有望加速产业创新。近期市场交投活跃度及 A 股新开户数显著提升，融资余额突破 2 万亿元大关，创近 10 年新高；2025 年 7 月 A 股新开户 196.36 万户，同比增长 70.5%，环比增长 19.27%，截至 7 月末，2025 年以来 A 股已累计新开 1456.13 万户。

鸿蒙 5 落地加快，建议关注信创板块

7 月 30 日，华为官方宣布鸿蒙 5 终端数量突破 1000 万大关。8 月 16 日，余承东在央视财经采访时表示，淘宝等淘天集团 App 预计 9 月 30 日前做到核心链路与鸿蒙系统 100%适配，腾讯已有超 50 款产品迁移到鸿蒙。9 月 18 日华为全联接大会 2025 将于上海召开。鸿蒙原生智能持续超预期，建议重视产业链伙伴投资机会。

投资建议

建议重视政策和技术共振催化的 AI 产业趋势，AI 应用推荐金山办公、科大讯飞、卓易信息、鼎捷数智、税友股份、中科创达、合合信息、拓尔思、金蝶国际、焦点科技、博彦科技、迈富时、上海钢联、致远互联等，受

益标的包括新开普、鸥玛软件、万兴科技、美图公司、快手-W、虹软科技、当虹科技、海天瑞声、石基信息、汉得信息、赛意信息、泛微网络、用友网络、汉邦高科、每日互动、汉王科技、汉仪股份、三六零、润达医疗、彩讯股份、福昕软件等。算力领域，推荐海光信息、中科曙光、淳中科技、浪潮信息等，受益标的包括博杰股份、寒武纪、紫光股份、工业富联、景嘉微、远东股份、云赛智联等；华为昇腾生态，推荐神州数码、软通动力、中国软件国际等，受益标的包括拓维信息、广电运通、烽火通信等。

稳定币板块推荐恒生电子，受益标的包括新晨科技、中科软、四方精创、普联软件、OSL 集团、众安在线、多点数智、京北方、大智慧、连连数字、联易融科技、新国都、新大陆、拉卡拉、雄帝科技、高伟达、优博讯、天阳科技、信安世纪、金证股份、信雅达等。RWA 板块推荐朗新集团，受益标的包括安恒信息、协鑫能科等。互联网金融受益标的包括东方财富、同花顺、指南针、九方智投控股。

风险提示：产业落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险等。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第三十期）：首条昆山至上海中心低空航线通航，江西金控等设立 3.05 亿低空经济产业基金——行业周报-20250824

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

首条昆山至上海中心低空航线通航，江西金控等设立 3.05 亿低空经济产业基金

（1）政策支持：8 月 18 日，云南省发布《支持低空经济健康发展的若干措施》，从安全监管、产业集聚、应用场景等 15 个方面提出支持政策。其中明确，面向国内外企业免费提供高原无人机测试服务，对通过适航认证的整机产品给予最高 1000 万元奖励，并打造低空文旅新业态。（2）行业动态：8 月 18 日，国内首条连接江苏昆山与上海市中心的低空航线正式通航，实现跨省（市）、越江、入市中心的“空中直达”，航程仅需 20 分钟。该航线的亮点在于支持夜间飞行，填补了长三角地区夜间低空交通的空白。8 月 22 日，共青城国兴东临低空经济产业股权投资基金（有限合伙）成立，出资额 3.05 亿元，由江西金控投资管理中心与抚州市东临新区促进投资公司共同发起。基金将重点投向低空飞行器制造、基础设施建设、运营服务等领域，通过资本赋能加速产业资源整合。（3）个企动态：8 月 18 日，北交所上市企业华光源海宣布投资 1000 万元参与湖南省低空经济产业投资基金。公司表示，此举旨在响应国家战略，加强对低空产业的支持，助力湖南形成低空经济产业集群。华光源海深耕物流领域，此次布局将结合自身运力优势，探索低空物流与江海联运的协同模式。8 月 22 日，四维图新在投资者互动平台透露，参股公司六分科技已形成完整低空经济解决方案，涵盖高精度定位、低空飞行牌照、安全监管平台等，并与航天世源等企业签署战略合作协议。六分科技将借助四维图新在导航地图领域的积累，推动低空交通管理系统建设。我们认为，低空经济已经迎来从宏观（国家层面产业规划）到中观（各地地方补贴）再到微观（基建主机招标、应用场景打造）的纵向落地，建议关注低空经济后续板块行情，推荐标的卧龙电驱、绿能慧充，受益标的：（1）低空制造：万丰奥威、宗申动力等；（2）低空基建：莱斯信息、深城交等；（3）低空运营：深圳机场、中信海直、祥源文旅、岭南控股、西域旅游等。

本周板块行情：同比+2.7%，A 股标的的中长源东谷领涨

8 月 18 日-8 月 22 日低空经济 A 股相关标的的平均涨跌幅为+2.7%，涨幅前五标的分别为长源东谷（+15.3%）、光洋股份（+15.3%）、恒拓开源（+14.5%）、新晨科技（+13.5%）、海特高新（+12.8%）；跌幅前五标的分别为山河智能（-12.2%）、可立克（-7.2%）、蔚蓝锂芯（-6.8%）、莱斯信息（-6.8%）、西测测试（-5.7%）。美股方面，亿航智能（+3.5%）、VerticalAerospace（+2.8%）、ArcherAviation（-1.5%）、JobyAviation（-10.1%）、EveHolding（-12.8%）。

风险提示：产业政策落地速度不及预期，低空应用场景在 C 端普及不及预期。

【化工】“反内卷”政策持续强化，化工行业供给端竞争格局有望改善——行业周报-20250824

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001 | 李思佳（分析师）

证书编号：S0790525070006

本周行业观点：“反内卷”政策持续强化，韩国或将削减 25% 石脑油产能

据格隆汇电报公众号和彭博社报道，我国拟对石油化工行业进行全面调整，淘汰小规模设施，对老旧设施进行升级改造，投资转向新材料领域。8 月 20 日，韩国石化企业高管在产业通商资源部长金正宽出席的会议上签署了全行业重组协议，韩国十家最大石化企业已同意进行业务重组。据该部声明，韩国石化企业同意每年削减 270 万至 370 万吨石脑油裂解产能。这意味着将在全国 1470 万吨的年产能中关闭多达 25%。我们认为，“反内卷”无疑是 2025 年内或更长期的政策重点。针对内卷式竞争严重的重点行业进行产能治理，即需要控制新增产能，调整优化存量产能，同时需要规范地方政府招商引资行为，还需要规范企业行为，依法依规对企业低价无序竞争的现象进行治理。我们认为，后续伴随多部门具体政策逐步落地，化工行业部分落后产能有望出清，行业供给端竞争格局有望迎来优化，产品逐步进入有序竞争，盈利水平也或将随之得到修复。

本周行业新闻：工业和信息化部等部门联合召开光伏产业座谈会

【光伏】据中国光伏行业协会 CPIA 公众号，8 月 19 日，工业和信息化部等部门联合召开光伏产业座谈会，会议要求，光伏产业各方要深刻认识规范竞争秩序对光伏产业高质量发展的重要意义，共同推动产业健康可持续发展。一是加强产业调控。强化光伏产业项目投资管理，以市场化法治化方式推动落后产能有序退出。二是遏制低价无序竞争。健全价格监测和产品定价机制，打击低于成本价销售、虚假营销等违法违规行为。三是规范产品质量。打击降低质量管控、虚标产品功率、侵犯知识产权等行为。四是支持行业自律。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【铬盐】振华股份；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云天化、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】博源化工、三友化工等；【其他】黑猫股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺、恒逸石化等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、湖北宜化等；【硅】新安股份；【氯碱行业】中泰化学、新疆天业等；【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】卓越新能、万凯新材、华谊集团、中触媒、光华科技等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注 1。

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 年一季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 4.78% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn