

晨会纪要

数据日期: 2025-08-15	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)	3696.77	11634.66	4202.35	13140.07	3455.56	1101.29
涨跌幅度 (%)	0.82	1.60	0.69	1.43	2.37	1.43
成交金额 (亿元)	9606.24	12839.86	5186.86	4402.80	6522.39	531.57

晨会主题

【重点推荐】

行业与公司

欧圣电气 (301187.SZ) 深度报告: 欧圣电气 (301187.SZ) - 空压机与清洁工具出海龙头, 养老护理业务助力远期成长

影石创新 (688775.SH) 公司快评: 影石创新 (688775.SH) - 发布全景无人机新品, 有望助力行业扩围

【常规内容】

宏观与策略

宏观月报: 宏观经济宏观月报-短期波动不改内需韧性基础, 政策发力将引领经济回升

宏观周报: 高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数连续三周上行

宏观周报: 宏观经济宏观周报-高频指标超季节性回升

固定收益专题研究: 资金观察, 货币瞭望——央行呵护资金面, 预计 8 月资金利率下行

固定收益快评: 可交换私募债跟踪 - 私募 EB 每周跟踪 (20250811-20250815)

固定收益周报: 超长债周报——30-10 国债期限利差继续走阔

固定收益周报: 公募 REITs 周报 (第 30 期) - 指数震荡回落, 量价齐跌

固定收益周报: 转债市场周报-权益火热、资金驱动下的三条思路

策略专题: 策略周思考-何缘新高, 指数贵吗?

行业与公司

交通运输行业 8 月投资策略: 快递“反内卷”举措持续兑现, 业绩期关注优质个股

银行行业快评: 大行分红率还有多少提升空间? - 行业快评

农业行业专题: 美国农业部 (USDA) 月度供需报告数据分析专题-美国再度下调 2026 年牛肉产量, 牛价景气预计向上

计算机行业专题: 人工智能行业专题: 2025Q2 海外大厂 CapEx 和 ROIC 总结梳理

传媒行业 8 月投资策略: 关注业绩表现, 把握 AI 应用与 IP 潮玩布局机会

医药生物周报 (25 年第 31 周): 脑机接口政策频出, 关注国内脑机接口产业链

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 08月18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	25270.07	-0.97

基金指数 08月18日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3266.18	-0.04
股票基金指数	11209.90	-0.65
混合基金指数	10383.23	-0.51

汇率 08月18日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.17	0.48
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.82	-0.09
美元兑日元	147.16	-0.39

非流通股解禁 08月18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

汽车行业专题:人形机器人系列专题之本体-AI 技术革命,车企转型具身智能

海外市场专题:港股市场速览-大盘再创新高,电子医药居前

海外市场专题:美股市场速览-市场再创新高,中小盘表现强势

商贸零售行业快评:2025 年 7 月社零数据点评-社零同比增长 3.7%,主要可选消费品增长稳健

通信行业周报 2025 年第 33 周:液冷呈现高景气度,运营商 2025 上半年业绩稳健增长

房地产行业快评:统计局 2025 年 1-7 月房地产数据点评-7 月地产基本面继续走弱,期待新一轮政策放松

利民股份(002734.SZ) 财报点评:杀菌剂、杀虫剂量价齐升,公司上半年业绩大幅增长

呈和科技(688625.SH) 财报点评:上半年归母净利润稳健增长,海外业务表现亮眼

春风动力(603129.SH) 财报点评:2025 年上半年利润较快增长,全地形车、极核等多元业务实现突破

小牛电动(NIU.O) 财报点评:二季度实现扭亏为盈,产品及渠道变革有望促进底部反转

晶晨股份(688099.SH) 财报点评:二季度出货量创历史新高,在手及预期订单充裕积极备货

艾为电子(688798.SH) 财报点评:毛利率持续提高,上半年归母净利润增长同比增长 71%

华锡有色(600301.SH) 财报点评:二季度利润环比明显提升,聚焦资源增储扩产

腾讯控股(00700.HK) 海外公司财报点评:AI 带动广告持续高增长,海外游戏表现亮眼

金蝶国际(00268.HK) 海外公司财报点评:利润端减亏明显,目标 2030 年 AI 收入占比达 30%

SEA(SE.N) 海外公司财报点评:收入表现亮眼,电商 GMV 及信贷规模增长强劲

京东集团-SW(09618.HK) 海外公司财报点评:零售增长强劲,关注外卖系统能力建设及电商协同进展

百隆东方(601339.SH) 财报点评:上半年盈利改善净利润增长 68%,中期拟分红 58%

第一太阳能(FIRST SOLAR)(FSLR.O) 财报点评:组件销量稳步增长,大而美法案利好美国本土光伏企业

华工科技(000988.SZ) 财报点评:2025H1 归母净利润同比增长 45%,高速光模块批量交付

中国电信(601728.SH) 财报点评:2025 上半年净利润同比增长 5.5%,进一步提升分红比率

东方财富(300059.SZ) 财报点评:市占延续提升,基金代销复苏

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 207 期)

金融工程周报:主动量化策略周报-基金强股票弱,成长稳健组合年内满仓上涨 46.03%

金融工程周报:港股投资周报-港股医药反弹,港股精选组合年内上涨 61.44%

金融工程周报:多因子选股周报-成长动量因子表现出色,沪深 300 指增组合本周超额 0.93%

【重点推荐】

行业与公司

◆ 欧圣电气(301187.SZ) 深度报告:空压机与清洁工具出海龙头,养老护理业务助力远期成长

欧圣电气:空压机出口龙头。公司主营空压机、清洁电器等出口,采用代工、品牌授权和自有品牌结合模式,与北美头部品牌商和零售商长期合作,同时基于底层技术的协同性,布局养老护理业务,旗下养老护理机器人已实现批量销售。2019-2024 年营收复合增长 24%至 17.6 亿元,其中空压机和干湿两用吸尘器分别占 24 年收入 37%、50%,归母利润复合增长 34%至 2.5 亿。

海外工具类赛道是一个长坡厚雪的赛道,前瞻布局养老护理设备望迎高景气。公司主要产品所处赛道以海外工具类和清洁产品为主,具体可分为(1)气动/电动工具、(2)清洁电器、(3)电动户外动力工具(OPE)。预计全球气动工具行业规模超 100 亿美元、消费级电动工具规模近 90 亿美元、清洁电器规模近 300 亿美元、电动 OPE 超 50 亿美元,所处赛道整体规模约 540 亿美元。这三类赛道需求集中在欧美,且需求刚性较强,其中气电动工具和清洁电器由于发展时间较长,美国的行业 CR5 超过 60%。在养老护理领域,国内养老护理供需矛盾+政策支持背景下,行业望迎来高景气发展。

欧圣电气的核心竞争力。(1)研发和生产优势:公司 80%以上的电机自制率和十余年专注于细分赛道造就了公司的强研发和强产品力,同时马来西亚产能覆盖美国需求降低了贸易政策风险;(2)客户和渠道优势:美国头部品牌和渠道话语权较强,公司通过多年深耕,与代工客户深度合作的 Program 模式确保了客户粘性和盈利能力,而与渠道的多年合作则强化了品牌运营能力;(3)本土化服务巩固优势:通过美国本土仓储中心、售后服务团队的设立,公司进一步巩固了客户的合作深度和粘性。

欧圣电气的增长点:提份额、扩品类、拓市场。公司与头部客户的合作规模仍有提升空间,以 Lowe's 为例,其工具和 OPE 类产品每年近 50 亿美元的收入体量,而 2024 年公司对其收入不到 5 亿人民币;公司依托自身技术协同性,拓展至气/电动工具、OPE 等广阔赛道;加速非美市场扩张,以欧洲为例其相关赛道市场规模超百亿美元,而市场集中度较低。公司通过收购清洁电器制造商 Producteers 的模式强化了渠道和产品能力,提升非美区域扩张效率。创新推出养老护理机器人,凭借多年技术和产品积淀,已在市场形成产品+客户的先发卡位优势。

盈利预测与估值:基于公司提份额、扩品类、拓市场的增长逻辑,预计 2025-27 归母净利润+30%、32%、27%至 3.3、4.3、5.5 亿元,EPS 为 1.29/1.69/2.15,对应 PE 为 26/20/16 倍。预计公司合理估值 38.16-45.10 元/股之间,对应 2025 年 PE 为 29-34 倍。首次覆盖,给予“优于大市”评级。

风险提示:行业竞争加剧;贸易摩擦及关税风险;原材料及汇率大幅波动。

证券分析师: 陈伟奇(S0980520110004)、王兆康(S0980520120004)、邹会阳(S0980523020001)、李晶(S0980525080003)

◆ 影石创新(688775.SH) 公司快评:发布全景无人机新品,有望助力行业扩围

公司发布全景无人机新品影翎 A1 及配件单手手柄和飞行第一视角(FPV)眼镜,2025 年 8 月开启全球公测,预计 2026 年 1 月正式发售。

国信家电观点:1)新形态产品是全景相机和无人机的结合,其更沉浸的操作体验让产品操作本身即带有娱乐效果,有利于同时让无人机和全景相机两个领域的消费群体扩容,同时吸引更多“摄影小白”消费者尝鲜消费;2)从当前公布的参数和功能来看,公司部分参数高于头部品牌,考虑到当前国内消费级无人机线上销额份额基本集中于单一品牌,公司新产品的推出有利于推动行业良性竞争;3)全球消费级无人机预计规模超 600 亿元人民币,广阔市场空间下公司的创新产品有望助力未来成长。维持盈利预测,预计公司 2025-2027 年公司归母净利润同比+16%、+44%、+42%至 11.5、16.5、23.4 亿元,对应 EPS 为 2.87/4.12/5.84 元,对应 PE=65/45/32x,维持“优大于市”评级。5)风险提示:新品推出及销售情况不及预期;行业竞争加剧;贸易摩擦及关税风险。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、胡剑（S0980521080001）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）、李晶（S0980525080003）

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观月报:宏观经济宏观月报-短期波动不改内需韧性基础，政策发力将引领经济回升

2025年8月15日国家统计局发布2025年7月份经济增长数据，重点关注的经济增长类数据如下：

- 1、7月份，规模以上工业增加值同比增长5.7%，比6月回落1.1个百分点；
- 2、7月份，社会消费品零售总额38780亿元，同比增长3.7%，比6月回落1.1个百分点；
- 3、1-7月，全国固定资产投资（不含农户）288229亿元，同比增长1.6%，比1-6月回落1.2个百分点；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资同比增长5.3%；
- 4、7月份，进出口总额39102亿元，同比增长6.7%。其中，出口23077亿元，增长8.0%；进口16026亿元，增长4.8%；
- 5、7月份，全国城镇调查失业率为5.2%，较上月上升0.2个百分点，持平上年同月。

7月国内经济增速约4.3%，大幅回落至全年经济增速目标值下方。

基于生产法测算的月度GDP同比增速在7月份约为4.3%，较6月明显回落0.9个百分点，低于全年经济增速目标值。其中建筑业拖累0.5个百分点，工业拖累0.3个百分点，服务业拖累0.1个百分点。需求方面，7月国内出口增速继续上升，消费、投资增速有所下行，国内经济增长对出口的依赖有所提升。

短期波动不改内需韧性基础，政策发力将引领经济回升

尽管7月经济数据出现波动，但今年以来国内需求展现出不容忽视的韧性基础，这为未来的企稳回升提供了重要支撑。核心体现之一在于服务业的持续活跃。另一方面，就业市场的稳定是关键支撑。这两点共同指向国内需求，尤其是消费需求，其内在韧性基础依然较为牢固。

此外，7月数据的深层意义或在于指向“反内卷”政策在供给侧正进一步深化发力。工业和服务业相对温和的拖累（分别拖累0.3和0.1个百分点），可能反映了主动调整结构、优化资源配置、淘汰低效产能的努力正在推进，这虽在短期带来阵痛，却旨在提升长期经济质量和效率。下一步的关键在于需求侧政策能否接力跟进。

后续随着极端天气影响的消退，建筑业活动将自然恢复。更重要的是，预计政策层面将加大力度激活内需，尤其是在提振消费（如补贴加力、优化收入预期）和推动基建投资（加快专项债使用、上新重大项目）方面发力，以接力供给侧结构性改革，形成协同效应。房地产政策预计也将围绕“防风险、保交楼、稳预期”持续优化调整。综合来看，在供给侧结构性改革夯实基础、需求侧刺激政策逐步显效、天气扰动消退以及出口有望保持一定韧性的共同作用下，中国经济增速有望逐渐企稳回升，向实现全年增长目标的方向迈进。未来增长的稳固性，将高度依赖于内需（特别是消费）恢复的强度与可持续性，以及房地产市场的企稳进程。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策不确定性。

证券分析师： 李智能（S0980516060001）、田地（S0980524090003）

◆ 宏观周报:高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数连续三周上行

国信周频高技术制造业扩散指数连续三周上行。截至2025年8月9日当周，国信周频高技术制造业扩散指数A录得0.2；国信周频高技术制造业扩散指数B为51.4，连续第三周上行。从分项看，丙烯腈、动态随机存储器价格上升，航空航天、半导体行业景气度上升；6-氨基青霉烷酸价格下降，医药行业景气度下降；六氟磷酸锂、中关村电子产品价格指数不变，新能源、计算机行业景气度不变。

高技术产业跟踪方面：

高技术制造业高频数据跟踪上，6-氨基青霉烷酸价格 212 元/千克，较上周下降 3 元/千克；丙烯腈价格 8350 元/吨，较上周上升 150 元/吨；动态随机存储器（DRAM）价格 1.7420 美元，较上周上升 0.052 美元；晶圆（Wafer）价格最新一期报 2.78 美元/片，较上周上升 0.06 美元/片；六氟磷酸锂价格 5.03 万元/吨，与上周持平；中关村电子产品价格指数：液晶显示器最新一期报 91.04，与上周持平。

高技术制造业政策动向上，8 月 12 日，市场监管总局发布《动力锂电池运输安全及多式联运技术要求》国家标准，将于 2026 年 2 月 1 日起实施。该标创新建立了动力锂电池运输分级标准，完善了在用电池、废旧电池包装性能要求。

高技术制造业前沿动态上，8 月 12 日，英伟达推出了一系列面向机器人开发者的全新世界 AI 模型、库及其他基础设施，其中最为引人注目的是 Cosmos Reason。这是一款拥有 70 亿参数的“推理”视觉语言模型，专为物理 AI 应用和机器人设计。

风险提示：高技术制造业发展和结构调整带来指标失灵；经济政策和产业政策干预；经济增速下滑。

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

◆ 宏观周报：宏观经济宏观周报-高频指标超季节性回升

主要结论：高频指标超季节性回升。

经济增长方面，本周（8 月 15 日所在周）国信高频宏观扩散指数 A 由负转正，指数 B 超季节性回升。从分项来看，本周消费、房地产领域景气有所回升，投资领域景气有所回落，本周消费、房地产领域表现相对较优。从季节性比较来看，本周指数 B 标准化后上升 0.43，表现优于历史平均水平，指向国内经济增长动能有所改善。

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 8 月 22 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，非食品价格小幅下跌。预计 8 月 CPI 食品价格环比约为 1.0%，非食品价格环比约为-0.1%，整体 CPI 环比约为 0.1%，CPI 同比回落至-0.3%。

（2）7 月上旬流通领域生产资料价格定基指数小幅下跌，中旬恢复上涨，下旬继续明显上涨，8 月上旬小幅下跌。预计 8 月 PPI 环比约为 0.3%，低基数背景下 8 月 PPI 同比或明显回升至-2.6%。

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）

◆ 固定收益专题研究：资金观察，货币展望——央行呵护资金面，预计 8 月资金利率下行

海外货币市场指标跟踪：美联储 7 月末降息，美债短期利率走势平稳；

国内货币市场指标跟踪——价：7 月银行间和交易所回购利率均值大多下行；R001、GC001、R007 和 GC007 月均值分别变动-3BP、-25BP、-10BP 和-14BP；短期债券收益率方面，1 年期短债收益率月均值大多下行；

国内货币市场指标跟踪——量：7 月银行间和交易所隔夜成交量均较上月下降，占比均较上月上升；银行间和交易所待购回债券余额同比月均值较上月有所回落；预估 7 月和 8 月超额存款准备金率分别为 1.3%和 1.2%；8 月资金展望：央行呵护流动性的态度较为明确，8 月资金利率预计下行；

证券分析师：陈笑楠（S0980524080001）、赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）、李智能（S0980516060001）

◆ 固定收益快评：可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪（20250811-20250815）

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. 福建省国有资产管理有限公司 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受理，拟发行规模为 5 亿元，正股为福光股份（688010.SH），主承销商为国新证券，交易所更新日期为 2025 年 8 月 14 日；
2. 广东省广新控股集团有限公司 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受理，拟发行规模为 30 亿元，正股为生益科技/星湖科技（600183.SH/600866.SH），主承销商为中信证券，交易所更新日期为 2025 年 8 月 11 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:超长债周报——30-10 国债期限利差继续走阔

超长债复盘：上周债市再度大跌。虽然上周公布的 7 月经济数据偏弱，消费和投资都快速下行，金融数据中信贷也负增长，但是股市放量站上 3700 点，债券收到全面压制，超长债暴跌，30 年国债收益率创短期新高。成交方面，上周超长债交投活跃度小幅上升，交投相当活跃。利差方面，上周超长债期限利差走阔，品种利差缩窄。

超长债投资展望：

30 年国债：截至 8 月 15 日，30 年国债和 10 年国债利差为 29BP，处于历史偏低水平。从国内经济数据来看，7 月经济依然面临下行压力。我们测算的 7 月国内 GDP 同比增速约 4.3%，较今年上半年的增速大幅下滑。通胀方面，7 月 CPI 为 0.0%，PPI-3.6%，通缩风险依存。我们认为，短期债市会不断面临预期和现实的博弈，10 年期国债在【1.65%，1.75%】区间震荡。一方面，现实基本面依然偏弱，对债市形成支撑；另一方面，“反内卷”的确是当前政策的重要抓手，投资者通缩担忧有所消散，长期宏观叙事出现变化，预期和情绪对债市产生压制。不过当前 30 年国债期限利差依然偏低，期限利差保护度有限。

20 年国开债：截至 8 月 15 日，20 年国开债和 20 年国债利差为 2BP，处于历史极低位置。从国内经济数据来看，7 月经济依然面临下行压力。我们测算的 7 月国内 GDP 同比增速约 4.3%，较今年上半年的增速大幅下滑。通胀方面，7 月 CPI 为 0.0%，PPI-3.6%，通缩风险依存。我们认为，短期债市会不断面临预期和现实的博弈，10 年期国债在【1.65%，1.75%】区间震荡。一方面，现实基本面依然偏弱，对债市形成支撑；另一方面，“反内卷”的确是当前政策的重要抓手，投资者通缩担忧有所消散，长期宏观叙事出现变化，预期和情绪对债市产生压制。不过当前 20 年国开债品种利差依然偏低，品种利差保护度有限。

一级发行：上周超长债发行量大幅下降。和上上周相比，超长债总发行量大幅下降。

成交量：上周超长债交投相当活跃。和上上周相比，上周超长债交投活跃度小幅上升。

收益率：上周债市再度大跌。虽然上周公布的 7 月经济数据偏弱，消费和投资都快速下行，金融数据中信贷也负增长，但是股市放量站上 3700 点，债券收到全面压制，超长债暴跌，30 年国债收益率创短期新高。

利差分析：上周超长债期限利差走阔，绝对水平偏低。上周超长债品种利差缩窄，绝对水平偏低。

风险提示：海外市场动荡，全球不确定性上升。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）

◆ 固定收益周报:公募 REITs 周报（第 30 期）-指数震荡回落，量价齐跌

主要结论：二季报披露以后，REITs 由普涨行情转为震荡回调，全市场 REITs 市值和日均换手率均下降。本周中证 REITs 指数下跌 1.62%，产权类 REITs 和特许经营权类 REITs 平均周涨跌幅为-1.57%、-2.04%。从主要指数周涨跌幅对比来看：沪深 300>中证转债>中证全债>中证 REITs，除数据中心以外，

其他类型 REITs 均收跌。截至 8 月 15 日，公募 REITs 年化现金分派率均值为 6.3%，显著高于当前主流固收资产的静态收益率；产权 REITs 股息率比中证红利股股息率均值高 13BP，经营权类 REITs 内部收益率均值与十年期国债收益率利差为 232BP。

中证 REITs 指数周涨跌幅为-1.62%，年初至今涨跌幅为 8.2%。截至 2025 年 8 月 15 日，中证 REITs（收盘）指数收盘价为 853.96 点，整周（2025/8/11-2025/8/15）涨跌幅为-1.62%，表现弱于沪深 300 指数（+2.31%）、中证转债指数（+1.60%）以及中证全债指数（-0.62%）。年初至今，各类主要指数涨跌幅排序为：中证转债（+14.6%）>中证 REITs（+8.2%）>沪深 300（+6.8%）>中证全债（+0.8%）。截至 2025 年 8 月 15 日，近一年中证 REITs 指数回报率为 5.1%，波动率为 7.8%，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 8 月 15 日上升至 2178 亿元，较上周减少 35 亿元；全周日均换手率为 0.64%，较前一周下降 0.12 个百分点。

仅数据中心 REITs 收涨收涨。截至 2025 年 8 月 15 日，从不同项目属性 REITs 来看，产权类 REITs 和特许经营权类 REITs 平均周涨跌幅为-1.57%、-2.04%。从不同项目类型 REITs 来看，除了新型基础设施类（数据中心）以外，其他类型 REITs 均收跌。分具体标的来看，周度涨幅排名前三的三只 REITs 分别为南方万国数据中心 REIT（+5.59%）、南方润泽科技数据中心 REIT（+4.26%）、华夏华润商业 REIT（+0.62%）。

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 5.6%；新型基础设施类本周成交额占比也最高，成交额占 REITs 总成交额 24.0%。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润泽科技数据中心 REIT（4755 万元）、南方万国数据中心 REIT（2693 万元）、中信建投国家电投新能源 REIT（813 万元）。

中金唯品会奥莱 REIT 公布基金份额发售公告。证监会准予中金唯品会奥莱 REIT 的基金份额总额为 10 亿份。其中，战略配售初始发售份额为 7 亿份，网下发售初始发售份额为 2.1 亿份，公众发售初始发售份额为 9000 万份。按照 10 亿份发行份额计算，募集资金 34.8 亿元；按照预测的完整年度可供分配金额测算，年化分派率约为 4.71%。中金唯品会奥莱 REIT 是唯品会收购奥特莱斯打造线上线下一体化协同战略的一个资产运作平台，入池资产位于宁波。唯品会持有的奥特莱斯目前已有超过 20 个购物中心，为未来扩募提供了充足的资产选择标的。

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）

◆ 固定收益周报：转债市场周报-权益火热、资金驱动下的三条思路

上周市场焦点（8 月 11 日-8 月 15 日）

股市方面，上周权益市场放量上涨，腾讯二季度业绩超预期、AI 大模型及应用不断发展、算力需求高增长下，TMT 板块表现靠前，两市成交额持续攀升带动券商板块表现靠前，而防御属性的银行板块有所回落。

债市方面，上周债市总体下跌，在中美关税暂缓期延长 90 天、股市走强、沪指盘中突破 3700 点、且后半周受税期影响资金面偏紧下，债市情绪走弱；周五 10 年期国债利率收于 1.75%，较前周上行 5.74bp。

转债市场方面，上周转债个券多数收涨，中证转债指数全周+1.60%，价格中位数+1.15%，我们计算的算术平均平价全周+3.36%，全市场转股溢价率与上周相比-0.44%。个券层面，欧通（数据中心电源）、大元（液冷服务器概念）、金铜（PEEK 材料）、微芯（创新药）、游族（游戏概念）转债涨幅靠前；信测（机器人&已公告强赎）、景 23（pcb）、高测（光伏&已公告强赎）、应急（军工&已公告强赎）、设研（雅下水电概念）转债跌幅靠前。

观点及策略（8 月 18 日-8 月 22 日）

上周转债市场跟随权益市场继续上涨，且多数平价区间转债估值均有所抬升，市场平均价格接近 149 元，中位数突破前高再度上升至 131 元；全周超 350 只个券收涨，其中涨幅靠前的多为强势跟涨的低溢价率品种；两只转债 ETF 规模继续扩张超 40 亿元。

近日中美关税暂缓期延长 90 天、外部风险有所缓释；《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》发布、证监会表态“不会出现 IPO 大规模扩容情况”，内部政策环境依旧偏利好；且 AI、机器人等产业端催化不断，“反内卷”、雅下电站又有供需改善的中长期叙事，转债虽性价比减弱，在权益市场走势较好、资金强配置需求下，我们认为仍可沿以下三条思路进行配置：

1. 享受资金流入：优选偏股型权重品种（偏债型可能受债市资金影响）；
 2. 高负债率的低价品种，公司或乘权益行情火热择机下修促转股；
 3. 高溢价率但正股高波（题材强）的平衡型品种，输时间不输钱；参考东材、美诺等，牛市氛围下正股波动率提升，消化溢价较为迅速，建议关注近期相对滞涨的 AI 应用、机器人及智驾、半导体自主可控；
- 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）

◆ 策略专题：策略周思考-何缘新高，指数贵吗？

指数突破，人心思涨氛围下，估值贵不贵不是最重要的考量因素，股基债基夏普率剪刀差”与“居民存款搬家”视角，新高之后不轻易言顶。近一周市场 4 个交易日收涨，仅周四收跌，大盘站上 3700 点后一度快速回撤，但站稳在 15 分钟线 MA89 上方。近 10 年来，股指的顶部基本与“股基债基夏普率剪刀差”高点同频出现，尽管当前主动股基回本在途，但股基债基夏普率剪刀差仍在 0 附近，较前期高点仍有空间。从存款结构看，7 月居民存款减少 1.11 万亿，同比多减 7800 亿，非银金融机构存款新增 2.14 万亿，同比多增 1.39 万亿，成交量与两融余额实现“两个两万亿”，居民存款搬家，资金入市势头仍相对明显。

单一估值指标冲顶比较容易，没有分歧才需警惕，只有在估值见顶且没有分歧的情况持续运行，指数涨势才熄火。1) 无论是对于大盘、全 A 还是 50、300 为代表的老核心资产，2007 年、2015 年整体冲顶、2021 年结构性冲顶的特征都是综合估值分位数冲顶且估值分歧度降至 0。当前全 A 滚动 1000 交易日的 PB 分位数不足 80%，估值分歧度仍有向下空间；2) 对 A 股如果我们观测的不是 PE 而是 PB，那么部分策略容量较大的指数基本在过去三年 70%分位数以下、过去 5 年中枢水平以下，综合 PB 的长期水平看，依旧能够得到指数当前并不算太贵的结论。

人心思涨与每调买机：指数不太贵但不排除波动放大的可能性，从多头排列行业数量占比考虑指数层面的“逢低买入”。1) 持有半个月到一个月维度，全 A 回撤 5%+多头排列行业占比在 80%时，短期赚钱效应未被破坏，多数行业筹码结构好；2) 持有 3-6 个月维度，考虑全 A 当前价格距离 60 个交易日高点回撤超过 10%的情况，多头排列行业数量占比在 10%-30%效果更好，“有主线、能聚焦、静待扩散”。

行业赛道“buy the dip”的胜负手：景气周期内参考高点回撤幅度 15%和预期 PEG 1.5。景气投资方法中，赛道收益确定性以基本面高度进行定价，弹性则基于边际变化去定价，因此“buy the dip”对应的机会更多出现在景气上升大周期内嵌套的回撤小周期里，“sell the rip”则在产业基本面定型后由分母端驱动股价超涨而出现。基于产业周期“buy the dip”策略的介入点大约在前期高点回撤 15-20%后，急涨急跌时可考虑在前低处介入。以半导体为例，19-21 年半导体指数涨 4.5 倍，2021Q2 主升浪前存在三个 buy the dip 的买点，分别在 2020 年 3 月末、2020 年 9 月中和 2021 年 3 月下旬，距离前期高点分别回撤 33%、25%和 15%。对于 10 倍股或 10 倍赛道的上涨前半段，如果一阶段（3 年）盈利增速在 30%+，那么短期对二阶段盈利增速和永续增速终局不敏感，预期 PEG 在 1.5 左右是不错的介入时点。

追还是切？顺势而为。1) 追的维度，高弹性资产在赚钱效应尚可时继续持有：券商、港药、算力链；2) 切的维度：消费内部 PEG 小于 1.2 的细分板块（医药商业、白电等），反内卷下的垄断壁垒型高门槛资产（稀土、电力、水务），红利与现金奶牛以及港股都是相对稳健的底仓选择。

风险提示：部分上市企业中报业绩低于预期；文中所列指数及个股仅作为历史复盘，不构成投资推荐依据

证券分析师： 陈凯畅（S0980523090002）、王开（S0980521030001）

行业与公司

◆ 交通运输行业 8 月投资策略：快递“反内卷”举措持续兑现，业绩期关注优质个股

航运：上周原油运价走强，尤其是 VLCC 船运费出现大涨，主要由于 OPEC+7 月下定决心提速增产后的产量释放，叠加特朗普对印度购买俄罗斯原油征收惩罚性关税事件的刺激，油运年内的景气度有望于暑期内见底，考虑到当前的供给格局，我们认为运价和股价有望抢跑，且在当前供给相对偏紧的情况下，需求侧的边际变化有望对运价形成乘数效应推动，继续推荐中远海能、招商轮船，关注招商南油。集运方面，由于货量边际走弱，美线和欧线的运价均持续走弱，短期集运的需求或主要取决于中美关税政策，但中长期来看，考虑到当前欧美的经济表现相对平淡、贸易形势风险仍存、大部分航商的欧线仍在采用好望角航线，且仍有较多运力会在年内交付，我们预计年内集运企业的盈利能力仍将承压，建议关注中远海控在弱 β 下，盈利能力能否维持明显跑赢行业的状态，实现 α 机会。

航空：暑运旺季已接近尾声，上周整体和国内客运航班量环比有所提升，整体/国内客运航班量环比分别为+0.6%/+0.5%，整体/国内客运航班量分别相当于 2019 年同期的 110.3%/115.6%，国际客运航班量环比提升 1.0%，相当于 2019 年同期的 86.2%，近期国际油价小幅低于去年同期水平。截止目前，今年暑运旺季航空呈现量涨价跌的现状，根据 CADAS 数据，暑运以来（7.1~8.13），全国机场完成旅客吞吐量为 20574.8 万人次，同比增长 2.9%，其中，境内航线平均票价为 975 元，同比-8.7%，境内航线客座率为 85.8%，同比提升 0.7 个百分点。展望 2025 年，我国民航客运市场的供需格局将继续优化，且叠加近期 7 月 1 日“反内卷”政策集中释放的影响，我们认为 2025 年航空国内扣油票价有望实现企稳回升。投资建议方面，建议低点配置航空板块，经济回暖后航空板块利润和股价均具有较大弹性，风险收益比较优，以时间换空间，继续推荐中国国航、东方航空、南方航空以及春秋航空。

快递：7 月 1 日以来“反内卷”政策集中释放，7 月 8 日国家邮政局也明确表态，核心要点是坚决反对快递业“内卷式”竞争，整治末端服务质量，7 月下旬，浙江义乌率先落地涨价措施，区域最低价标准由 1.1 元提升至 1.2 元；8 月 5 日广东省也开始执行涨价措施，监管层规定市场底价不得低于 1.4 元，各家底价环比提升幅度大约在 4 毛左右；未来重点关注产粮区涨价的执行效果、持续性以及涨价措施是否会扩散到全国其他区域。在“反内卷”和高质量发展政策指导下，快递行业的无序竞争将实现边际好转，从而促使监管、竞争、盈利和质量达成新的平衡，今年四季度旺季行业的价格和盈利表现仍然值得期待。投资建议方面，1) 国补政策刺激家电及 3C 产品消费需求激增，直营快递顺丰控股最为受益，叠加公司对内的“激活经营”策略，收入增速明显回升，且无人物流车为公司降本打开空间，未来两年公司业绩有望维持 15-20% 的较快增长，2025 年 PE 估值约 20 倍，维持推荐；2) 在“反内卷”政策指导下，通达系价格开始企稳回升，从而有望带动盈利改善，建议紧密跟踪行业“反内卷”政策的落地效果和持续性，推荐中通快递、圆通速递、申通快递、韵达股份。

投资建议：短期建议重点关注“反内卷”相关机会，长期看好经营稳健、风险可控且有望带来稳定收益的价值龙头。推荐顺丰控股、中通快递、圆通速递、申通快递、韵达股份、春秋航空、中国国航、中远海能、招商轮船、德邦股份、招商南油、京沪高铁。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

证券分析师： 罗丹（S0980520060003）

◆ 银行行业快评：大行分红率还有多少提升空间？-行业快评

我们以大型银行为例，在核心一级资本充足率不变、资产结构稳定、不考虑外部股权融资和其他综合收益变动的假设下，通过分析其长期 ROE 底部、长期风险加权资产增速水平，倒算出其长期分红率较当前水平仍有提升空间。具体来讲，我们认为大型银行的长期底部有望保持在 7%-9%，风险加权资产增速长期来看或回落至 4% 甚至更低，长期分红率为 43%-56%，高于当前大型银行平均 30% 左右的水平。

证券分析师： 王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）、田维伟（S0980520030002）、张绪政（S0980525040003）、刘睿玲（S0980525040002）

◆ 农业行业专题：美国农业部（USDA）月度供需报告数据分析专题-美国再度下调 2026 年

牛肉产量，牛价景气预计向上

种植链农产品：豆粕短期关注贸易与天气，底部看好大周期布局。

1) 玉米：国内供需平衡趋于收紧，玉米价格有望维持温和上涨。USDA8 月供需报告预计 25/26 产季全球期末库销比同比调减 0.58pcts，中国期末库销比同比调减 5.95pcts。目前国内玉米价格已处于历史周期底部位置，中长期供需平衡趋于收紧，后续预计价格底部支撑较强。

2) 大豆：短期关注美国贸易政策与天气，底部看好大周期布局。USDA8 月供需报告 25/26 产季全球产量预估环比持平、期末库存环比调减。CBOT 大豆期货近期窄幅震荡，一方面，大豆贸易关税政策的预期变动影响美豆出口需求预期，同时美国主产区处于关键开花期，天气交易敏感度提升。考虑到美国大豆新季供需偏紧，预计 2025Q4 价格将有较强支撑。

3) 小麦：国内小麦供应充足，预计后续或随玉米中枢上移修复。USDA8 月供需报告 25/26 产季全球小麦产量环比调减环比调减 165 万吨；总使用量环比调增 109 万吨，最终全球期末库销比环比调减调减 0.13pcts 至 32.13%。中国小麦供需报告总体环比预估维持，25/26 年度期末库销比同比减少 0.88 pcts 至 84.31%，但整体供给仍较为充裕。

4) 白糖：丰产预期维持，关注到港节奏及原油价格波动。目前市场基于较好天气表现，维持 2025/26 产季全球主产区丰产预期，后续重点关注巴西天气及榨糖进度情况。国内短期食糖消费即将进入旺季，但考虑到后续进口到港量预计增加，糖价或仍将随外盘震荡偏弱运行。

5) 棉花：需求出现积极变化前，国内棉价预计仍将维持偏弱震荡走势。USDA8 月供需报告 2025/26 产季全球产量预测下调，期末库销比环比下调 2.82pcts 至 62.64%，全球供需仍维持宽松格局。其中，中国受消费量上调影响，期末库存消费比环比下调 8.17pct 至 93.39%。

养殖链农产品：美国下调 2026 年牛肉产量，牛价景气预计向上。

1) 牛肉：美国 2026 年牛价景气预计维持向上，国内牛肉价格淡季不淡，看好 2025 年牛周期反转上行。USDA8 月供需报告预计 2026 年美国牛肉市场供给加速调减，美国牛肉单季产量 2025Q3-2026Q2 预测分别较 7 月预测下调 2.66%、1.36%、1.97%、1.86%，最新预测对应同比变动分别为-5.4%、-5.3%、-4.7%、-1.8%。2024 年末国内牛存栏结束连续五年增势，同比调减 4%以上；国内基础母牛自 2023 年下半年呈调减趋势，且于 2024 年明显加速，我们认为在产能去化以及进口缩量涨价影响下，国内牛周期有望于 2025 年迎来拐点，牛肉价格后续或维持筑底上行走势。

2) 原奶：2026 年美国牛奶产量消费均上调，期末库存小幅上调，我国肉奶共振有望推动原奶景气反转。参考 USDA 预测，2025 海外原奶主产区存栏下降，供给调减，景气预计维持。国内奶牛产能自 2023 年中开始去化，结合 2 年滞后传导推断，后续在产量收缩、肉奶共振和进口减量共同推动下，国内原奶价格有望在 2025 年下半年开启反转上行走势。

3) 猪肉：2026 年美国猪肉预估消费增长略高于供应 0.1%，国内生猪产能低波动、预计景气维持。USDA8 月供需报告预计 2026 年美国猪肉市场供应和消费均较上一年度有所增长，市场规模进一步扩大，2025Q3-2026Q2 单季猪肉价格分别同比变动+17.3%、+6.5%、+0.6%、-1.0%。国内能繁母猪产能维持低波动状态，2025Q2 末官方能繁存栏环比+0.1%，预计 2025 年养殖端有望维持较好盈利。

4) 禽：2026 年美国市场供给预计恢复，2025 年中国市场有望随内需回暖。高致病禽流感影响趋弱，叠加养殖盈利驱动，8 月上调肉鸡、火鸡消费预测，2026 年美国肉鸡、火鸡消费量预计分别同比+0.6%、+5.6%。国内白鸡供给今年供给侧预计有所恢复，但受品种结构变化影响预计实际增量有所打折；黄鸡供给维持底部，关注内需修复情况。

5) 鸡蛋：禽流感扰动预计减弱，2025 下半年起供应或逐步恢复。国内鸡蛋供应预计宽松，全年蛋价压力较大。USDA8 月供需报告预计 2026 年最终期末库存同比 2025 年增加 6%。中国鸡蛋供给充裕，卓创口径下全国 6 月在产蛋鸡存栏环比+0.45%，小码蛋逐步上量，预计后续将保持增产状态。

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

物等。7) 种植链推荐：海南橡胶、荃银高科、丰乐种业、隆平高科等。

风险提示：1、恶劣天气等自然灾害波动影响；2、贸易政策波动风险。

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

◆ 计算机行业专题：人工智能行业专题：2025Q2 海外大厂 CapEx 和 ROIC 总结梳理

云厂商资本开支及业绩情况复盘。回顾二季度数据，微软、Meta、亚马逊以及谷歌资本开支同比、环比均增长，其中 Meta、谷歌上调全年资本开支预期，反映出下游云需求加速增长。各厂商收入增速整体加速，云收入同比、环比大幅增长，微软 Azure 云年收入已超 750 亿美元。ROIC 方面，受整体收入、利润增长推动，2025Q2 大厂 ROIC 整体同比上升，合计净利润增速放缓，影响整体 ROIC 环比表现。

SaaS 厂商业绩情况复盘。2025Q2，软件厂商业绩表现亮眼，整体收入中位数超出预期中位数 2.8%，为自 2022Q2 以来的最高水平，并且近两年呈现持续上升态势。从目前已公布财报公司的新增年度经常性收入（ARR）总额来看，新增 ARR 达 21.87 亿美元，较去年同期增长 106.1%，同比增速有了显著提升。尽管业绩表现亮眼，软件股价仍受到对 AI 颠覆担忧的扰动，自 7 月 31 日以来，BVP 纳斯达克新兴市场云服务指数下跌超 8%。

风险提示：AI 应用落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动、新技术研发不及预期等。

证券分析师： 熊莉（S0980519030002）

联系人： 侯睿

◆ 传媒行业 8 月投资策略：关注业绩表现，把握 AI 应用与 IP 潮玩布局机会

7 月跑输市场。1) 25 年 7 月份传媒板块（申万传媒指数）上涨 3.18%，跑输沪深 300 指数 0.37 个百分点，在申万一级 31 个行业中排名第 18 位；2) 果麦文化、兰生股份、上海电影、易点天下涨幅居前，ST 紫天、元隆雅图、联建光电、广博股份等跌幅居前；3) 估值来看，当前申万传媒指数对应 TTM-PE 44.9x，处于过去 5 年 93%分位数。

游戏市场 1-6 月营收持续较快增长，持续看好关注政策、景气度、AI 应用及新品上线驱动下的板块机会。1) 7 月份共有 127 款国产游戏和 7 款进口游戏过审，1-7 月份累计发放游戏版号 946 个，同比增长 19.1%；7 月国内游戏版号发放数量过百、进口版号持续发放；2) 6 月中国游戏市场收入 281 亿元，同比增长 0.9%；移动游戏市场实际销售收入 201 亿元，同比增长 1.4%；3) 出海方面，中国自研游戏 1-6 月出海收入 95 亿美元，同比增长 11%，美日韩为主要市场、策略类为主力品类；4) 板块估值处于低位，新品、监管政策以及 AI 应用驱动之下，板块具备向上修复可能，关注新品表现。

《南京照相馆》表现亮眼，综艺市场芒果领先。1) 25 年 7 月总票房达 40.67 亿元人民币，同比下滑 24.4%，《南京照相馆》票房亮眼有望拉动电影票房 8 月表现；2) 剧集市场，6 月正片播放量的全网剧集 TOP10 中，《藏海传》15.24 亿播放量问鼎榜首。紧随其后的是《临江仙》和《七根心简》，分别取得 11.88 亿和 6.40 亿的成绩；3) 综艺市场芒果《爸爸当家》全网正片市占率 14.89%遥遥领先，腾讯《心动的信号》正片市占率 7.95%排名第二；网综方面，前十的综艺中芒果/爱奇艺/腾讯分别占据 3/2/5 个。

AI 应用：WAIC 召开，AI 模型与 AI Agent 持续突破。1) WAIC 大会召开，具身智能行业进展迅速；2) 2025 年用户增速 APP 榜单发布，DeepSeek 位居第一。3) Kimi K2 高速版模型发布，在参数规模一致的情况下输出速度提升 4 倍，此后团队将进一步提升模型的输出速度；4) 百度智能云宣布推出全球首批 AI 数字员工，具备“懂业务、给结果、可进化”三大能力。

投资观点：持续看好景气改善与 IP/AI 驱动下的板块机会。1) 持续看好产品周期推动下的游戏板块机会，关注广告媒体、影视等板块底部向上机会，寻找个股 α。游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、巨人网络、姚记科技、心动公司等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、哔哩哔哩、芒果超媒等）；影视内容关注供给端底部改善可能、推荐渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；2) 行业 β 持续看好高景气的 IP 潮玩以及从 0 到 1 阶段的 AI 应用。IP 潮玩高景气持续、受众及品类持续泛化，推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；AI 应用处

于加速落地的阶段，重点把握应用场景机会，关注游戏、玩具、广告、教育、电商、社交、等方向；2B/2G 关注营销、教育等领域落地可能；2C 关注 AI 游戏（恺英网络、巨人网络、姚记科技等）、AI 玩具（上海电影、奥飞娱乐、汤姆猫等）等领域；

重点推荐组合：7 月投资组合为恺英网络、分众传媒、哔哩哔哩、巨人网络、心动公司，8 月投资组合为分众传媒、哔哩哔哩、巨人网络、心动公司、泡泡玛特。

风险提示：业绩低于预期、技术进步低于预期、监管政策风险等。

证券分析师：张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 医药生物周报（25 年第 31 周）：脑机接口政策频出，关注国内脑机接口产业链

本周医药板块表现强于整体市场，化学制药板块领涨。本周全部 A 股上涨 2.04%（总市值加权平均），沪深 300 上涨 1.23%，中小板指上涨 1.24%，创业板指上涨 0.49%，生物医药板块整体下跌 0.84%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药下跌 1.72%，生物制品下跌 0.74%，医疗服务下跌 2.22%，医疗器械上涨 2.70%，医药商业下跌 1.35%，中药下跌 1.88%。医药板块当前市盈率（TTM）为 38.77x，处于近 5 年历史估值的 80.28%分位数。

脑机接口政策频出，关注国内脑机接口产业链。今年以来，脑机接口相关的产业和支付政策频出，行业技术进展不断。8 月 7 日，工信部等七部门印发《关于推动脑机接口产业创新发展的实施意见》，进一步加大对脑机接口产业的支持力度。6 月，我国首例侵入式脑机接口的前瞻性临床试验成功完成，患者仅用 2-3 周的训练，便实现了下象棋、玩赛车游戏等功能，达到了跟普通人控制电脑触摸板相近的水平。Neuralink 宣布目前全球已完成 7 例植入手术患者可联机赛车、用机械臂写字，受试者重获跟物理世界交互的能力。Neuralink 最终目标是构建一个真正的“全脑接口”：一个能够向任意神经元读取、写入、传输信息的通用平台。推荐关注非侵入式/介入式的脑机接口相关公司和下游医疗服务公司。

月度观点：推荐持续关注创新药及创新产业链。医保目录及商业健康保险创新药品目录调整正式启动。今年首次新增的商保创新药目录为创新药发展提供更充足的经济支撑。国产创新药有望在医保谈判和商保的支持下，进一步实现销售放量。投融资整体呈现回暖趋势，临床前 CRO 业务、临床 CRO 业务、国内 CDMO 业务价格止跌回稳，随着新签订单的稳步复苏，行业或将迎来反转。

风险提示：研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

证券分析师：陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、张超（S0980522080001）

◆ 汽车行业专题：人形机器人系列专题之本体-AI 技术革命，车企转型具身智能

数字革命 AI 浪潮下，汽车有望实现从制造向具身智能的估值提升。复盘科技变革史，每一轮技术变革会打破原有竞争格局，带动原有周期性行业估值重塑；能源革命驱动车企系统性估值提升：19-21 年行业新能源渗透率持续提升，多家车企推出优质供给推进转型；数字革命 AI 浪潮下，汽车成为 AI 端侧应用的最大场景之一，我们预计颠覆车企、行业格局的将是生产智能车和机器人的 AI 端侧应用企业（如 Tesla 估值体系已实现围绕 AI、科技重塑），当下比亚迪、华为、小米等躬身入局，跨越电车、智能车、机器人等领域。在以上逻辑开始演绎时，提前进行 AI 相关布局的车企有望实现从传统制造业往 AI 应用企业（智能车+机器人）的系统性估值提升，实现新的产业升级。

车端和人形机器人部分零部件具一定共性，供应链重合度较高，带来汽车领域公司产业升级机遇。1）汽配布局机器人核心部件：部分机器人部件与汽零具相通性（汽车内部本身就含较多执行器，如线控制动、电驱动系统），汽配有望实现向机器人延伸；2）整车厂开发本体：①应用层面：车企本身即可提供最好的应用场景（如 Optimus 最初用于超级工厂）；②AI 能力：端到端大模型推进下，智能车有望早于足式机器人实现现实生活量产应用，而基于驾驶场景积累的感知-运控算法基础和硬件工程化能力，对车企转型机器人本体具强参考性；3）汽车与人形机器人远期均为千万级需求终端场景，二者在原材料、设计、工艺、设备、装配及成本管控、批量生产能力体系等具相通性，也带给在汽车领域相关玩家产业升级机遇（车→机器人）。

本体厂梳理：群雄逐鹿、进展提速。我们对当下主流机器人玩家进行梳理，众多科技厂商涌入人形机器

人赛道，人形机器人本体厂商不仅限于机器人公司（智元、宇树、Figure 等），还包括汽车（特斯拉、比亚迪、小鹏、小米等）、科技互联网（华为、字节、英伟达等）等公司，各自依托自身优势（制造能力、需求场景、大模型能力、控制能力、供应链能力）进行布局，多家公司均已推出相关机器人产品，同时逐步开启量产计划，当前特斯拉、宇树、智元机器人等厂商逐步小批量出货（特斯拉预计 26 年正式爬产；Figure 已开始交付客户；宇树产品已上架销售），行业处于产业酝酿发展期。

风险提示：行业进展和技术迭代不及预期、供应商订单不确定性的风险。

投资建议：关注人形机器人进展带来的投资机遇。看好车企从电动化、智能化到 AI 端侧应用的整体估值逻辑提升机遇，看好机器人带来的潜在零部件需求和投资机会，推荐整车厂赛力斯、小鹏汽车、小米集团-W（联合覆盖）等以及相关零部件公司拓普集团、三花智控、双环传动等。

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

◆ 海外市场专题：港股市场速览-大盘再创新高，电子医药居前

股价表现：大盘再创新高，电子医药居前

本周，恒生指数+1.7%，恒生综指+2.3%。风格方面，中盘（恒生中型股+4.0%）>小盘（恒生小型股+2.6%）>大盘（恒生大型股+1.9%）。

概念指数中，表现较强的有：恒生生物科技（+6.9%）、恒生汽车（+3.0%）；表现较弱的有：恒生互联网（+0.3%）、恒生高股息（+0.4%）。

国信海外选股策略中，表现较强的是红利贵族 50（+3.5%）；表现较弱的是 ROE 策略全天候型和防御型（+0.4%）。

26 个行业上涨，4 个行业下跌。涨幅居前的行业有：国防军工（+8.8%）、电子（+8.0%）、医药（+7.5%）、机械（+6.8%）、有色金属（+6.2%）；下跌的行业有：煤炭（-2.1%）、交通运输（-0.9%）、银行（-0.8%）、钢铁（-0.1%）。

估值水平：市盈率整体攀升，食品饮料增幅领先

本周，恒生指数估值（动态预期 12 个月正数市盈率，后同）+2.3%至 11.6x；恒生综指估值+2.5%至 11.9x。

概念指数中，估值上升幅度较大的是恒生生物科技（+6.0%至 27.9x）；估值上升幅度较小的是恒生高股息（+0.2%至 7.6x）。

国信海外选股策略中，估值上升幅度较大的是红利贵族 50（+3.5%至 14.0x）；估值下降幅度较大的是 ROE 防御型（-0.3%至 11.3x）。

22 个行业估值上升，6 个行业估值下降，1 个基本持平。估值上升幅度较大的有：食品饮料（+9.9%）、国防军工（+7.7%）、电子（+7.0%）、机械（+6.7%）、建材（+6.1%）；估值下降幅度较大的有：钢铁（-4.6%）、轻工制造（-0.9%）、银行（-0.4%）、电力设备及新能源（-0.3%）、基础化工（-0.1%）。

业绩预期：整体增长放缓，行业分化显著

恒生指数 EPS（动态预期 12 个月正数 EPS，后同）+0.1%；恒生综指 EPS +0.1%。

概念指数中，EPS 上修幅度较大的是恒生汽车（+1.5%）；EPS 下修幅度较大的是恒生消费（-2.2%）。

国信海外选股策略中，EPS 上修幅度较大的是自由现金流 30（+2.0%）；幅度较小的是红利贵族 50（基本持平）。

19 个行业 EPS 上修，10 个行业 EPS 下修。上修幅度较大的有：钢铁（+4.7%）、电力设备及新能源（+4.2%）、计算机（+3.5%）、有色金属（+2.1%）、传媒（+1.6%）；下修幅度较大的有：食品饮料（-7.4%）、煤炭（-2.4%）、建材（-2.0%）、石油石化（-0.9%）、非银行金融（-0.9%）。

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:美股市场速览-市场再创新高，中小盘表现强势

价格走势：市场再创新高，中小盘表现强势

本周，美股进一步刷新高点。标普 500 涨 0.9%，纳斯达克涨 0.8%。

风格方面：小盘价值（罗素 2000 价值+3.4%）>小盘成长（罗素 2000 成长+2.8%）>大盘价值（罗素 1000 价值+1.3%）>大盘成长（罗素 1000 成长+0.7%）。

18 个行业上涨，5 个行业下跌，1 个基本持平。涨幅较大的行业有：制药生物科技和生命科学（+5.5%）、医疗保健设备与服务（+4.2%）、耐用消费品与服装（+3.6%）、零售业（+3.3%）、电信业务（+3.0%）；下跌的行业有：食品与主要用品零售（-2.4%）、商业与专业服务（-1.4%）、公用事业（-0.8%）、资本品（-0.6%）、软件与服务（-0.3%）。

资金流向：资金流速温和提高，行业分化显著

本周，标普 500 成分股估算资金流（涨跌额 x 成交量）为+75.8 亿美元，上周为+17.0 亿美元，近 4 周为-79.0 亿美元，近 13 周为+96.4 亿美元。

17 个行业资金流入，7 个行业资金流出。资金流入的行业有：医疗保健设备与服务（+27.6 亿美元）、媒体与娱乐（+13.1 亿美元）、制药生物科技和生命科学（+10.9 亿美元）、半导体产品与设备（+9.1 亿美元）、零售业（+7.1 亿美元）；资金流出的行业主要有：软件与服务（-4.8 亿美元）、资本品（-2.9 亿美元）、公用事业（-0.6 亿美元）、技术硬件与设备（-0.3 亿美元）。

盈利预测：多数行业业绩稳定上修

本周，标普 500 成分股动态未来 12 个月 EPS 预期上调 0.2%，上周上调 0.4%。

22 个行业盈利预期上升，1 个下修，1 个基本持平。上修幅度领先的行业有：半导体产品与设备（+0.6%）、房地产（+0.4%）、汽车与汽车零部件（+0.3%）、保险（+0.3%）、软件与服务（+0.3%）；下修的行业有：能源（-0.3%）。

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）

◆ 商贸零售行业快评:2025 年 7 月社零数据点评-社零同比增长 3.7%，主要可选消费品增长稳健

国家统计局公布 2025 年 7 月社会消费品零售总额数据：7 月社零总额 38780 亿元，同比增长 3.7%。其中，除汽车以外社会消费品零售总额增长 4.3%。

国信零售观点：7 月社零整体继续维持增长趋势，其中商品零售的增长更优，同比增长 4%，餐饮收入则同比增长 1.1%。具体品类看，必选品类依旧保持稳健，其中粮油食品、烟酒、日用品类分别同比增长 8.6%、2.7%、8.2%；可选品类中，化妆品类/金银珠宝类/服装鞋帽、针纺织品类分别同比 +4.5%/+8.2%/+1.8%，整体表现稳健。

展望后续看，国内政策聚焦内需消费刺激以及供给侧反内卷，随着相关政策陆续出台实施，有望为未来消费复苏创造健康积极的环境。建议关注基本面绩优个股的长期布局带来机遇：

1) 跨境出海：随着外部关税环境的阶段性转暖预期强化，部分优质出海品牌迎来布局机遇，中长期亦具备强抗风险韧性，推荐：小商品城、焦点科技、安克创新等。2) 黄金珠宝：在当前金价持续高位以及工艺进步支撑下，为黄金品类赋予了悦己和保值两大新消费特质，以差异化品牌/产品定位布局，并建立消费者心智的企业，有望在行业低基数下实现加速增长，推荐：潮宏基、周大福、菜百股份、曼卡龙等。3) 美容护理：有望进一步受益国货替代加速，其中个护赛道在产品迭代升级，线上渗透率提升下，头部国货有望借势持续提升市占率，推荐：上美股份、登康口腔、毛戈平、上海家化等。4) 传统零售：内生积极调改逻辑仍在推进，短期可关注兼具改善主线和低估值低位置标的：重庆百货、名创优品等。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

◆ 通信行业周报 2025 年第 33 周：液冷呈现高景气度，运营商 2025 上半年业绩稳健增长

行业要闻追踪：全球 AI 高景气度持续，相关产业链企业业绩亮眼。（1）工业富联 AI 服务器营收同比增速 60%+，GB200 系列产量实现爬坡。工业富联 2025H1 营收 3607.6 亿元，同比+35.58%；归母净利润 121.13 亿元，同比+38.61%。主要受益于 AI 服务器营收同比增速 60%+，GB200 系列产量实现爬坡；800G 高速交换机营收较 2024 全年增长近三倍。下半年有望受益于 GB200 持续增长，GB300 开始放量。（2）Lumentum 云计算与网络业务同比增长 66.5%，AI 数据中心相关产品需求强劲。FY2025Q4 营收 4.807 亿美元，同比增 55.9%。AI 数据中心的全系列云产品需求强劲，云计算与网络业务 FY2025Q4 收入 4.241 亿美元，同比增长 66.5%。（3）AVC 散热产品 2025Q2 营收占比 59.8%，下半年 GB300 和 ASIC 散热需求有望持续增长。2025H1 营收为 529.27 亿新台币，同比增长 66.48%，主要受益于 AI 服务器散热与机箱业务的强劲需求，服务器与网通领域相关营收年增达到 150%，带动机箱与散热产品出货齐增。台湾散热厂商的业绩验证了行业高景气度。（4）思科 FY2025 AI 订单超 20 亿美元，展示算力基础设施高景气度。FY2025Q4 网络业务收入 76.33 亿美元（占总营收 52%），同比增长 12%。

国内光通信公司上半年业绩快速增长。（1）华工科技高速光模块放量，联接业务成第一大业务。2025H1 总营业收入 76.29 亿元，同比+44.66%；归母净利润 9.11 亿元，同比+44.87%。其中，公司联接业务 2025H1 营收 37.44 亿元，同比+124%，主要受益于 400G、800G 光模块放量。下半年有望持续受益于高速光模块放量，以及其在 LP0、1.6T 等产品布局。（2）太辰光产能爬坡阶段，MPO+CP0 双重布局。2025H1 实现总营业收入 8.28 亿元，同比+62.49%；实现归母净利润 1.73 亿元，同比+118.02%。光器件 2025H1 营收 8.12 亿元，环比-1.6%，可能主要受产能爬坡节奏影响。公司有望通过 MT 插芯产能和良率提升实现毛利提升，通过产能提升提升营收；在 shuffle box、保偏 MPO 的布局，有望跟随 CP0 放量收益。

2025 年上半年三大运营商业绩总体稳中有升，持续加大分红。移动、电信、联通 2025 年上半年归母净利润同比分别增长 5.0%/5.5%/5.0%。三大运营商拟中期分红总额合计约 742.56 亿元。

行情回顾：本周通信（申万）指数上涨 7.66%，沪深 300 指数上涨 2.37%，相对收益 5.28%，在申万一级行业中排名第 1 名。分领域看，光模块光器件、IDC 和设备商表现相对靠前。

投资建议：关注 AI 算力基础设施各环节

- 1) 算力基础设施景气度高，推荐关注光通信（中际旭创、新易盛、天孚通信、长芯博创、太辰光等），国产算力（华工科技、光迅科技、中兴通讯、锐捷网络、英维克等），以及端侧模组（广和通等）。
- 2) 中长期视角，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 34 周重点推荐组合：中国移动、中兴通讯、华工科技、广和通。

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）

联系人： 张宇凡、赵屿

◆ 房地产行业快评：统计局 2025 年 1-7 月房地产数据点评-7 月地产基本面继续走弱，期待新一轮政策放松

2025 年 8 月 15 日，统计局公布 1-7 月房地产投资和销售数据。2025 年 1-7 月，全国房地产开发投资 53580 亿元，同比下降 12.0%；房屋新开工面积 35206 万平方米，下降 19.4%；房屋竣工面积 25034 万平方米，下降 16.5%；新建商品房销售面积 51560 万平方米，同比下降 4.0%；新建商品房销售额 49566 亿元，下降 6.5%；房地产开发企业到位资金 57287 亿元，同比下降 7.5%。

国信地产观点：1) 7 月销售延续下行趋势，4 月以来跌幅持续加深。2) 70 城新房和二手房价格同比均改善，但一线城市二手房价相比二三线明显补跌。3) 开发投资和到位资金跌幅加速扩大，销售走弱进一步拖累房企资金。4) 开竣工月度波动仍较大，但新开工累计跌幅呈收窄趋势，竣工累计跌幅基本保

持稳定。5) 投资建议：7月地产基本面继续走弱，新房销售量价和投融资指标加速下跌，一线城市二手房价相比二三线明显补跌。考虑到当前地产基本面尤其是房价走势，地产股很难有趋势性行情，但近期北京出台的楼市新政或意味着新一轮放松的开始，地产股的博弈窗口有望开启。个股端，推荐中国金茂、中国海外宏洋集团、贝壳-W、我爱我家。6) 风险提示：政策落地效果及后续推出强度不及预期；外部环境变化等导致地产行业基本面超预期下行；房企信用风险事件超预期冲击。

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

◆ 利民股份(002734.SZ) 财报点评:杀菌剂、杀虫剂量价齐升，公司上半年业绩大幅增长

公司发布 2025 年半年度业绩预告，业绩实现同比大幅增长。2025 年上半年，公司实现营业收入 24.52 亿元，同比增长 6.69%；实现归母净利润 2.69 亿元，同比大幅增长 747.13%。公司业绩大幅增长的主要原因是多个主营产品销量及价格齐升、成本端有效控制及毛利率提升，以及参股公司业绩上涨带来投资收益增加。其中公司第二季度实现归母净利润 1.61 亿元，环比增长 49.07%，盈利能力环比持续高增。分产品看，杀菌剂营收同比增长 12.36%，毛利率同比提升 7.70 pcts；杀虫剂营收同比增长 5.19%，毛利率同比提升 11.72 pcts；杀菌剂和杀虫剂营收及毛利率提升是公司利润增长的主要来源。

核心产品景气度持续向好，盈利能力增强。据百川盈孚，2024 年 3 月中旬至今，甲维盐和阿维菌素市场价格分别从 50、35 万元/吨上涨至 69、49 万元/吨；2025 年 3 月以来，代森锰锌的市场价格从 2.35 万元/吨上涨至 2.6 万元/吨；百菌清市场价格已从 2024 年 1 月的 1.8 万元/吨上涨至 2025 年 7 月的 2.95 万元/吨；草铵膦开工率提升、工厂库存下降、出口数量提升，需求持续向好，前期产能过剩使得行业多数企业亏损经营，随着近期“反内卷”行动推进，价格有望触底反弹。销量方面，公司已在巴西市场成功获得代森锰锌、苯醚甲环唑、啮菌酯、丙硫菌唑和硝磺草酮五项原药的自主登记，在巴西农产品种植面积增加及病菌灾害频发背景下，预计公司未来几年海外销量将进一步提升。

新业务布局加速，AI+农药创制与合成生物学打开成长空间。2024 年，公司完成对德彦智创 51%股权收购，德彦智创致力于全球化农药创制平台，并应用 AI 技术提升药物开发效率，2025 年 3 月，德彦智创与巴斯夫签署战略合作框架协议，将携手推进新农药在中国的开发、登记及商业化进程。公司还与上海植生优谷、厦门昶科生物、成都绿信诺生物等科技公司签署战略合作协议，共同开展 RNA、噬菌体、新型小肽生物农药等产品的创制研发。这些新技术的突破有望为公司带来高壁垒的新产品和增长点。

风险提示：市场竞争风险；安全生产风险；国际贸易摩擦风险等。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们看好公司多个主营产品涨价带来的利润弹性，以及公司未来与多个合作伙伴在农药创新领域的合作取得进展。考虑公司多个产品涨价幅度及持续性超预期，我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 5.29/5.88/6.48 亿元，EPS 为 1.26/1.40/1.54 元，当前股价对应 PE 为 17.2/15.5/14.1X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、王新航（S0980525080002）

◆ 呈和科技(688625.SH) 财报点评:上半年归母净利润稳健增长，海外业务表现亮眼

上半年归母净利润实现稳健增长，海外业务表现亮眼。2025 年上半年公司实现营业收入 4.71 亿元，同比增长 13.77%；实现归母净利润 1.47 亿元，同比增长 15.33%；实现扣非归母净利润 1.40 亿元，同比增长 10.22%。单季度来看，公司第二季度实现营业收入 2.51 亿元，环比增长 14.1%；实现归母净利润 0.76 亿元，环比增长 6.3%，季度间增长趋势良好。公司业绩增长主要得益于高分子材料助剂产品国产化率和市场渗透率提升，公司积极把握市场机遇，进一步加快产品技术创新，拓宽现有产品应用下游，通过实施差异化竞争策略开拓国内和海外市场。分业务看，2025 年上半年公司成核剂实现营业收入 2.97 亿元，同比增长 17.29%，营收占比 62.97%，毛利率 56.05%，同比下降 0.72 pcts；合成水滑石实现营业收入 6316.76 万元，同比增长 9.37%，营收占比 13.41%，毛利率 46.87%，同比下降 1.48 pcts。分区域看，国外实现营业收入 1.20 亿元，同比增长 70.08%，营收占比 25.38%，毛利率 52.42%，同比提升 1.88 pcts。

国际贸易摩擦风险升级，成核剂国产化率有望加速提升。据公司公告，2022 年我国成核剂行业需求量达

到 9520 吨，2023 年我国成核剂进口替代率为 30%，预计 2025 年全球成核剂市场销售额预计突破 10 亿美元，进口替代率达到 34%，公司是国内成核剂销售额最大的公司，也是国产替代的核心公司。公司成核剂的主要竞争对手为美国美利肯、日本艾迪科、日本新日本理化以及部分国内非上市公司。在国际贸易风险提升的背景下，成核剂国产替代率有望加速提高，而公司成核剂产品性能可对标美利肯同代产品，产品售价更低，且公司现有产能充足，有望抓住机遇实现成核剂产品的加速推广。

公司积极寻求外延式并购战略。公司原计划收购 IT0 靶材龙头企业映日科技不低于 51% 股权，但公司未能就本次交易事项的核心条款与映日科技股东达成一致意见，经公司充分审慎研究并与交易对方友好协商，交易各方一致同意终止本次交易事项。后续，公司将持续寻找与公司战略发展相匹配或能产生协同效应的项目机会，从而提升综合竞争实力，推动公司高质量发展。

风险提示：市场开拓风险；业务拓展、在建项目进展不及预期的风险等。

投资建议：考虑关税政策暂停实施及并购项目终止，我们小幅下调明后两年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 3.01/3.50/4.02 亿元（明后两年原值为 3.75/4.69 亿元），摊薄 EPS 为 1.60/1.86/2.13 元，当前股价对应 PE 为 21.7/18.6/16.2x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、王新航（S0980525080002）

◆ 春风动力(603129.SH) 财报点评:2025 年上半年利润较快增长，全地形车、极核等多元业务实现突破

摩托车及全地形车持续成长，2025Q2 收入同比增长 25%。公司 2025H1 实现营收 98.6 亿元，同比增长 30.9%，归母净利润 10.0 亿元，同比增长 41.4%；2025Q2 实现营收 56.0 亿元，同比增长 25.5%，环比增长 31.9%，归母净利润 5.9 亿元，同比增长 36.0%，环比增长 41.3%。2025H1 公司全地形车销售 10.18 万台，销售收入 47.31 亿元，同比增长 33.95%；两轮摩托内销 7.91 万台，营业收入 16.97 亿元，同比增长 17.35%，两轮摩托外销 7.13 万台，营业收入 16.49 亿元。2025H1 极核销售 25.05 万辆，销售收入 8.72 亿元，同比增长 652.06%。

内部持续降本增效，促进净利率提升。2025H1 公司毛利率 28.4%，同比-3.1pct，净利率 10.6%，同比+0.7pct，2025Q2 毛利率 27.3%，同比-3.5pct，，环比-2.4pct，净利率 11.0%，同比+0.9pct，环比+1.1pct。毛利率下降受极核占比提升、关税等影响，净利率提升受益于 U10 PRO 放量、内部降本增效。2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率为 5.3%/4.0%/5.4%/-1.2%，同比分别为-3.9/-0.6/-0.7/+0.6pct，环比 Q1 分别为 0.0/-0.7/-0.5/-0.1pct，降本增效促进管理及研发费用率下降。

四轮车迎来产品大年，U10 PRO 等新品有望推动业务高弹性增长。2024 年公司迎来产品大年，根据公司北美官网，2024 年年初公司推出三款新品，分别是 CFORCE 800 TOURING、CFORCE 1000 TOURING、ZFORCE 950 Sport 4，增强在 ATV 领域的竞争力，拓展 SSV 产品线。2024H2 U10 PRO/U10 XL PRO/Z10/Z10-4 等多款重磅新品上市，新品较原有产品的动力性大幅提升，公司有望凭借新品在高端领域实现向上突破，加速突破高端市场。

国内摩托车新品及改款频出，积极拓展出口业务。国内两轮摩托新品频出，2024 年推出 150SC/450MT/500SR V00M/675SR-R 等新品，2025 年推出 700MT/450SR 2025 款/675NK/250CL-C 2025 款/450SR-S 2025 款等，持续提升竞争力，2025 年 6 月公司发布复古踏板 150AURA，进一步加强出行市场布局。出口方面，公司在海外各国导入摩托车，美国官网推出街车、仿赛、ADV、mini、巡航太子等众多车型，摩托车产品在海外市场上较对手具备较高性价比优势，摩托车外销有望迎来较快发展。

电动两轮车快速突破，极核构建第三成长曲线。2024 年 6 月，极核新品发布会上正式公布其产品矩阵“MEGA CITY”，涵盖多种系列产品，其中 AE 系列追求极致性能，CITY 系列追求城市玩乐，EZ 为中性系列，MO 系列针对女性用户，GO 系列打造超高性能。2024 年极核销量快速提升，公司拟在浙江桐乡建设年产 300 万台两轮车及核心部件的生产基地，依托于春风过去摩托车领域的积累，有望在电动两轮车市场快速突破。

盈利预测与估值：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑公司四轮车及两轮车放量较快，预期 25/26/27 年归母净利润 18.49/23.86/28.61 亿元（原 25/26/27 年 17.15/22.59/27.32 亿元），每股收益分别为 12.12/15.64/18.75 元（原 25/26/27 年 11.24/14.80/17.90 元），对应 PE 分别为 22/17/14

倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新车上市节奏及销量不及预期；汇率、运费等外部环境波动；中美贸易环境变化；库存水平过高。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、唐英韬（S0980524080002）

◆ 小牛电动(NIU.O) 财报点评:二季度实现扭亏为盈，产品及渠道变革有望促进底部反转

二季度收入同比持续增长，单季度扭亏为盈。2016-2021 年公司收入复合增速 59.8%，2021 年后碳酸锂涨价，主打的锂电产品价格上涨，导致销量下滑，至 2023 年收入下降至 26.52 亿元。2024 年公司首次布局高端铅酸电动两轮车，加强终端渠道开拓及下沉，2024 年收入 32.88 亿元，同比增长 24%，2025H1 收入 19.4 亿元，同比增长 34.1%，2025Q2 收入 12.6 亿元，同比增长 33.5%，环比增长 84.1%，持续恢复。锂电成本增加导致 2022 年净亏损 0.49 亿元，2023 年受欧洲代理商资金短缺、运营停滞拖累，净亏损 2.72 亿元，随着销量及收入恢复，2025Q2 净利润 0.06 亿元，同比增长 123.6%，环比增长 115.1%，实现单季度扭亏为盈。

二季度净利率转正，费用率小幅提升。公司过往通过涨价等方式传导成本增加，使整体毛利率稳定，2019-2023 年毛利率都保持在 20%以上，2024 年毛利率下滑部分受到滑板车等加征关税影响，2025Q2 毛利率 20.1%，同比增长 3.1pct，环比增长 2.8pct，2025Q2 净利率 0.5%，同比增长 3.1pct，环比增长 6.2pct，盈利能力改善，单季度净利率转正，主要由于销售规模提升。2025Q2 销售费用率 16.1%，同比增长 3.3pct，由于广告支出增加，研发费用率 3.5%，同比增长 0.1pct，管理费用率 1.5%，同比下降 2.6pct，综合费用率 21.1%，同比小幅提升 0.8pct。

积极调整产品、渠道策略，销量及业绩有望持续向上。小牛电动的品牌影响力、智能化特点深入人心，在消费者心中树立了高端电动两轮车的形象。过往公司主要布局高端锂电两轮车，锂电涨价导致公司产品提价，对销量、业绩均有较大拖累。2024 年以来公司积极调整产品策略，2024 年 8 月推出 NT/MT Play 两款高端铅酸电动两轮车，售价较原有锂电产品下降，新车采用摩托车级别车架设计，智能化配置完善，具备强竞争力；2025 年 5 月公司发布 FX、NLX、NL 电摩系列产品及 NLT 电自产品，2025 年 8 月发布 NS 电摩及 NST 电自产品，多款新车放量有望促进销量提升，改善产品结构。公司在渠道方面也积极变革，过往门店集中于一线城市，2024 年在薄弱的二三线城市加强渠道下沉，2025H1 终端门店数量 4304 家，较 2024 年净增加 569 家，公司将继续补齐铅酸类产品短板，加强渠道下沉，产品及渠道端发生积极变化，2025Q2 净利润已实现转正，有望持续迎来销量及业绩向上拓展。

盈利预测与估值：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。高端铅酸电动两轮车产品补齐，叠加渠道扩展，公司销量及利润有望持续改善，有望实现扭亏为盈，预期 25/26/27 年归母净利润 1.38/2.70/4.08 亿元，每股收益分别为 1.77/3.46/5.24 元，对应 PE 分别为 18/9/6 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新品放量节奏不及预期，渠道拓展进度不及预期，高端电动两轮车市场消费能力减弱，库存水平过高，关税政策变动。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、唐英韬（S0980524080002）

◆ 晶晨股份(688099.SH) 财报点评:二季度出货量创历史新高，在手及预期订单充裕积极备货

二季度营收同比增长 9.94%，归母净利润同比增长 31.46%。公司发布 2025 年中报，实现营收 33.30 亿元 (YoY +10.42%)，实现归母净利润 4.97 亿元 (+37.12%)。其中，公司单二季度实现营收 18.01 亿元 (YoY +9.94%，QoQ +17.72%)，实现归母净利润 3.08 亿元 (YoY +31.46%，QoQ +63.90%)。1H25 公司因股权激励确认的股份支付费用为 0.17 亿元，考虑相关税费影响对净利润影响为 0.23 亿元，剔除股份支付费用影响后 1H25 归母净利润为 5.20 亿元。

订单充裕积极增加备货，三季度同比有望进一步增长。公司二季度综合毛利率达到 37.29%，环比提升 1.06 个百分点，盈利能力有所改善。存货与预付款项方面，公司二季度存货环比增加 4.66 亿元，达到 18.53 亿元，预付款项环比增加 6.02 亿元，达到 6.21 亿元，主要因公司综合考虑在手及预期订单，增

加备货量导致。同时，公司预计 2025 年第三季度及 2025 年全年，经营业绩将同比进一步增长。费用方面，公司积极推进降本增效及费用管控，管理费用环比下降 14.16%，销售费用环比下降 75.67%，研发费用保持平稳约 3.76 亿元。

单季度出货近 5 千万颗创历史新高，智能家居与 Wi-Fi 产品高增。伴随公司战略新品集中上市，并快速突破百万级规模商用门槛，单二季度出货量接近 5 千万颗。具体来看，1) 1H25 与 2Q25 公司智能家居类产品销量同比增长均超过 50%；2) 公司 19 款携带算力的端侧芯片 1H25 出货量超 900 万颗，超 2024 年全年销量总额；3) Wi-Fi 芯片 1H25 实现销量超 800 万颗，其中 2Q 突破 500 万颗，上半年合计超过 800 万颗，而 Wi-Fi 6 销量单二季度超 150 万颗，环比一季度增长 120%+，Wi-Fi 6 占 W 系列比例已上升至近 30%；4) 6nm 芯片 2Q 销量突破 250 万颗，1H25 累计出货超 400 万颗，保持全年千万颗以上的出货预期。此外，新产品方面，公司 Wi-Fi AP 芯片已顺利完成流片，并积极开发高精度电子图像校正、匹配及稳像等产品。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们看好公司在智能 SoC 领域的竞争力及领先优势，公司 6nm 旗舰芯片落地量产，W 系列 Wi-Fi 6 与 A 系列 AI 端侧芯片有望在 25 年助力公司业绩稳步增长。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入 73.91/89.36/107.25 亿元，归母净利润 10.35/13.31/17.55 亿元，当前股价对应 PE 分别为 31/24/18 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；原材料采购价格上涨风险；产品研发进度不及预期风险；汇率波动风险等。

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）

联系人： 连欣然

◆ 艾为电子(688798.SH) 财报点评:毛利率持续提高，上半年归母净利润增长同比增长 71%

上半年归母净利润同比增长 71%，二季度毛利率同环比提高。公司 2025 上半年实现收入 13.70 亿元 (YoY -13.40%)，归母净利润 1.57 亿元 (YoY +71.09%)，扣非归母净利润 1.23 亿元 (YoY +81.88%)，毛利率提高 8.0pct 至 36.12%，研发费用同比增长 4%至 2.63 亿元，研发费率同比提高 3.2pct 至 19.20%。其中 2Q25 营收 7.30 亿元 (YoY -9.45%，QoQ +14.02%)，归母净利润 0.92 亿元 (YoY +66%，QoQ +44%)，扣非归母净利润 0.78 亿元 (YoY +78%，QoQ +72%)，毛利率为 37.04% (YoY +8.1pct，QoQ +2.0pct)。

高性能数模混合芯片毛利率提高，发布压电微泵液冷主动散热驱动方案。2025 上半年公司高性能数模混合芯片收入 7.07 亿元 (YoY -6.47%)，占比 52%，毛利率为 35.20%，相比去年全年的 30.28%提高 4.9pct。公司发布新一代压电微泵液冷主动散热驱动方案，超低功耗、超小体积、超静音的主动散热方案满足高算力手机、PC 及 AI 眼镜等 AI 终端设备的散热要求；Haptic 行业首款 Boost 升压构架并支持硅负极电池供电产品在多品牌手机客户实现试产出货，低功耗小系统面积的 Haptic 产品持续扩大可穿戴和 AIOT 市场。

电源管理芯片收入略微增长，毛利率提高。2025 上半年公司电源管理芯片收入 5.25 亿元 (YoY +0.53%)，占比 38%，毛利率为 39.51%，相比去年全年的 36.83%提高 2.7pct。公司积极布局信号路径保护芯片集成 CC/SBU/DPDM 多通道 ESD 保护、水汽检测等功能，在显示器、PC 客户端突破量产；公司积极扩展笔记本市场，推出超低阻抗 OVP、双向隔离 OVP 系列化产品以及 OCP 系列化产品；Amoled Power 在多家头部客户大规模量产出货。

信号链芯片收入同比减少 55%，毛利率提高。2025 上半年公司信号链芯片收入 1.35 亿元 (YoY -55%)，占比 10%，毛利率为 27.10%，相比去年全年的 16.92%提高 10.2pct。在运放、比较器、模拟开关、电平转换、逻辑、基准等品类上全面丰富多款产品，推出的高压通用和高压高精度产品全面进入工业领域，低压通用运放持续产品系列化并在家电的头部客户实现大规模量产。

投资建议：盈利能力不断提高，维持“优于大市”评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 3.93/5.23/6.21 亿元 (前值 4.05/5.46/6.55 亿元)，对应 2025 年 8 月 13 日股价的 PE 分别为 45/34/29x。公司新产品持续推出，同时盈利能力提高，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）

联系人： 连欣然

◆ 华锡有色(600301.SH) 财报点评:二季度利润环比明显提升，聚焦资源增储扩产

2025 年半年报：上半年实现营收 27.87 亿元，同比+23.66%；实现归母净利 3.82 亿元，同比+9.49%。其中公司 25Q2 实现营收 15.43 亿元，同比+26.64%，环比+23.95%；实现归母净利 2.28 亿元，同比+7.83%，环比+48.87%；公司 25Q2 业绩环比有明显提升，主要得益于自产矿销量环比有明显提升。

核心产品产销方面：上半年公司锡精矿产量 3273.80 吨，同比-6.18%，锡锭产量 6147.02 吨，同比+19.30%，锡锭销量 5781.59 吨，同比+7.39%；公司锌精矿产量 2.71 万吨，同比-1.17%，锌精矿销量 1.10 万吨，同比-4.67%，锌锭产量 1.65 万吨，同比+8.47%，锌锭销量 1.65 万吨，同比+8.06%；公司铅锑精矿产量 7845.67 吨，同比+4.82%，铅锑精矿销量 6824.97 吨，同比-8.71%，锑锭产量 408 吨，锑锭销量 170.60 吨。

业务利润结构方面：上半年公司锡锭业务实现毛利 3.21 亿元，占毛利总额 31.68%，锑锭和铅锑精矿业务实现毛利 4.13 亿元，占毛利总额 40.73%；锌锭和锌精矿业务实现毛利 1.65 亿元，占毛利总额 16.27%。公司在产矿山以多金属矿山为主，其中锡矿和锑矿利润占比相对较高。

聚焦资源增储，抓实重大项目：公司二一五地质队围绕地质找矿主责主业，积极推进矿山生产探矿和矿区深边部地质找矿勘查工作；其中，佛子矿于 2025 年 4 月实现增储，保有铅锌资源矿石储量达 1093.3 万吨，较 2024 年末披露的储量增幅达 93.59%。公司积极推进项目扩产扩能：①铜坑矿区锡锌矿矿产资源开发项目加快推进，于 2025 年 4 月实现探转采，采矿证证载规模由原 237.6 万吨/年提升至 350 万吨/年；②高峰矿 100+105 号矿体深部开采工程项目加快推进；③佛子矿 2024 年成功注入到上市公司，华锡集团承诺佛子公司采矿权 2024-2026 年累计实现的净利润数不低于 1.18 亿元，佛子公司于 2024 年实现净利润为 6617.68 万元，于 2025 年上半年实现净利润为 3830.07 万元，总计完成总业绩承诺的 88.54%。

风险提示：项目建设进度不达预期，核心产品销售价格不达预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

略微下调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 53.49/56.77/63.65(原预测 54.69/59.75/64.99)亿元，同比增速 15.5%/6.1%/11.9%；归母净利润为 10.01/10.65/12.82(原预测 11.74/12.85/14.00)亿元，同比增速 52.2%/6.4%/20.3%；摊薄 EPS 为 1.58/1.68/2.03 元，当前股价对应 PE 为 16/15/13 倍。考虑到公司是国内为数不多的以锡矿和锑矿作为主要矿种的企业，未来核心矿种产销规模有望持续提升，有望充分享受锡价和锑价上涨带来的利润弹性，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、杨耀洪（S0980520040005）

◆ 腾讯控股(00700.HK) 海外公司财报点评:AI 带动广告持续高增长，海外游戏表现亮眼

收入同比增长 15%，经调整利润同比增长 10%。25Q2，腾讯实现营收 1845 亿元，同比增长 14.5%。主要增长由广告和游戏业务贡献，金融科技与企业服务业务增长重回双位数增长。经调整经营利润 25Q2 为 692 亿元，同比增长 18%。Non-IFRS 归母净利润 630 亿元，同比增长 10%；净利润增速慢于经营利润增速主要系联营公司利润影响。2025Q2，公司综合毛利率 57%，同比提升 4pct。增值服务/网络广告/金融科技与企业服务毛利率同比提升 3/2/5pct。游戏业务持续优化渠道成本，高毛利率的自研游戏《三角洲行动》发力；支付服务及云服务成本效益的提高。Capex 方面，25Q2 为 191 亿元，同比+119%，我们维持全年 Capex 增长预期。

看好未来腾讯 AI 应用不断融合腾讯生态。当前微信内嵌“元宝”现已能够接入并深度解读和总结视频号内容。元宝 APP 可以获取最新股价、天气，也可以看机票。电商方向强化社交电商体验。25Q2 微信将“赠礼”功能从小店扩展至小程序、视频号和公众号。其次，推出了“朋友在买”功能，用户可以通过

聊天、朋友圈分享喜欢的商品或店铺，并共同参与拼团优惠活动。

网络游戏收入同比+22%，海外游戏增长强劲。2025Q2，公司网络游戏业务收入为 592 亿元，同比上升 22%。本季度末，公司递延收入（流动负债）为 1209 亿元，同比增长 13%，环比下降 2%。①本土市场游戏收入同比上升 17%至人民币 404 亿元。受《三角洲行动》的强劲贡献及《王者荣耀》、《无畏契约》和《和平精英》等常青树游戏的增长驱动。《三角洲行动》7 月份在中国市场的日活跃账户数（DAU）排名前五，总流水排名前三。近几个月游戏的月均 DAU 持续攀升，在 7 月创下超过 2000 万的历史新高。②国际市场游戏收入同比增长 35%至人民币 188 亿。增长主要系主要系《VALORANT》、Supercell 旗下游戏及《PUBG MOBILE》的增长较好。国内运营经验的持续复用海外。海外 Supercell 游戏《部落冲突》成为继《荒野乱斗》后另一个回春爆款。PUBGm “地铁逃生”模式的持续火爆和“奇观模式”UGC 生态的繁荣证明海外游戏也在走游戏平台化的道路。新上线的《沙丘觉醒》有望成为国际市场热门游戏。

营销服务：公司在流量增长和 AI 中受益。25Q2，公司网络广告收入为 358 亿元，同比增长 20%。高同比增长主要来自单次展示收入的提升。归因于：1) AI 部署带来的更高点击率；2) 微信小店和小游戏带来的更完善的闭环交易活动，从而提升了单次点击的收入。当前视频号加载率相对较低，二季度为低个位数。公司业绩会表示，如果未来部署 AI 的成本大幅上升并成为沉重负担，那么可能会选择加快广告商业化的步伐。但是公司认为现在没有必要加快广告加载率节奏。

金融科技和企业服务：重回双位数增长。25Q2，金融科技及企业服务业务收入同比增长 10%至 555 亿元，收入增速环比回暖。①金融科技服务：收入同比实现高个位数增长，主要由商业支付服务和消费信贷服务驱动。消费信贷保持了健康增长率。线下支付总额的增长趋势有所改善，得益于零售和餐饮等消费领域的支出增加。②25Q2 企业服务收入持续双位数增长，云服务收入增速较上一季度有所加快，受益于是为满足客户 AI 需求而提供的 GPU 和 API 调用等收入增长。我们测算 25Q2 腾讯云收入增长 17%。

投资建议：公司业绩稳健，并蕴含较大发展潜力，长期成长潜力较大的业务比如微信电商爆发以及 AI Agent 赋能并未包含在当前盈利预测中。腾讯生态里用户+场景的天然优势仍然使得腾讯为 AI 时代最佳卡位的企业之一。考虑到游戏与金融科技业务表现优秀，毛利率提升进展良好，预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2587/2960/3352 亿元（上调 0/2/4%）。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）

◆ 金蝶国际(00268.HK) 海外公司财报点评:利润端减亏明显，目标 2030 年 AI 收入占比达 30%

公司 2025 年 H1 收入增长 11.2%，订阅 ARR 同比增长 18.5%。公司 2025 年上半年实现收入 31.92 亿元，同比增长 11.2%，其中云服务收入 26.73 亿元（占比 83.7%），同比增长 11.9%。云订阅服务年经常性收入（ARR）为 37.3 亿元，同比增长 18.5%；来自经营活动产生的现金流净额 1822 万元（同比下降 89%）。归属母公司股东净亏损 0.98 亿元，同比减亏 55%。

云订阅收入占比提升至 82.6%，相比 2024 年同期的 62.6%。大型企业云业务（金蝶云·星瀚）收入增速 41.1%，净金额留存率为 108%；中型企业云业务（金蝶云·星空）收入增速 19%，留存率为 94%；小微企业云业务（金蝶云·星辰）收入增速 23.8%，留存率为 93%。

公司 2025H1 亏损缩窄，毛利率与经营费率优化较为明显。2025 年上半年，公司实现归母净亏损 0.98 亿元，较去年同期显著缩窄。净亏损率 3.1%，同比降低 4.5pct。其中毛利率提升 2.4pct 至 65.6%、云订阅业务毛利率提升 0.9pct 达 96.2%。经营费率合计降低 5pct，销售费率/管理费率/研发费率分别同比 -3.1pct/+2.1pct/-3.8pct。

经营质量持续提升，人均单产 29 万，盈利与现金流质量持续改善。2025 年上半年亏损 0.98 亿元，经营性现金流 1822 万元，同比改善 89%；经营质量提升，盈利与现金流趋势改善，长期云与 SaaS 渗透增长逻辑依旧稳固。

风险提示：宏观经济不及预期，企业信息化投资下滑，竞争格局恶化的风险。

投资建议：近期宏观压力下，25H1 云服务收入与订阅 ARR 同比增长弱于平均指引预期，2024 年公司业绩会指引 2024-2026 年收入三年 CAGR 为 15-20%，订阅 ARR 三年 CAGR 为 30%。但公司增长逻辑依旧稳固，

我们小幅下调 2025-2027 年收入 71.23/81.38/93.82 亿元（前值为 73.14/84.68/96.89），修改幅度 2%/3%/3%。盈利预测，伴随产品云转型将持续释放利润，公司将持续降本增效、优化硬件设施成本。25H1 亏损收窄至 0.98 亿元、亏损同比收窄约 55%，减亏明显。调整 2025-2027 年归母净利润为 1.45/4.0/6.33 亿（前值为 1.3/3.19/5.62 亿）。我们预计公司利润端趋势向好，经营现金流持续提升，云服务的经营亏损率显著缩窄，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、熊莉（S0980519030002）、刘子谭（S0980525060001）

联系人： 侯睿

◆ SEA (SE.N) 海外公司财报点评：收入表现亮眼，电商 GMV 及信贷规模增长强劲

整体表现：电商和数字金融驱动收入亮眼。收入端看，2025Q2 公司收入 53 亿美元，同比增长 38%，主要来自电商和数字金融业务的强劲表现。利润端看，本季度公司实现净利润 4.1 亿美元，净利率 8%，实现经调整 EBITDA 8.29 亿美元，对应利润率 16%。

电商业务：GMV 增长加速，货币化率继续向上。本季度电商业务营收 38 亿美元，同比+34%，我们认为主要与 GMV 较快增长、货币化率持续提升有关，25Q2 GMV yoy+28%，增长较 Q1 加速，活跃买家数量、购频均持续增长，预计 Q3 也将延续增长势头。平台货币化率从去年同期 10.3% 提升至 11.1%，主要来自广告收入的强劲增长，使用广告产品的商家数量同比+20%，付费广告商家季度平均广告支出同比+40%。本季度电商经调整 EBITDA 为 2.28 亿美元，经调 EBITDA 利润率 6.0%，同比+6.4pct。

数字金融：信贷规模强劲增长，不良贷款率保持稳定。2025Q2 公司数字金融业务实现收入 8.83 亿美元，同比增长 70%，主要受信贷业务驱动。经调整 EBITDA 为 2.55 亿美元，利润率 29%，同比-3pct。截至 2025Q2 末，应收贷款总额为 69 亿美元，同比+90%，本季度新增 400 万+首次借贷用户，马来西亚突破 10 亿美元，成为印尼和泰国之后第三个实现这一目标的国家。25Q2 逾期 90 天以上的不良贷款率 1.0%，保持稳定。

数字娱乐：多款游戏双位数增长，全年流水增速指引上调至 30%。2025Q2 收入 5.59 亿美元，同比+28%，流水 6.61 亿美元，同比增长 23%，调整后 EBITDA 3.68 亿美元，对应利润率 66%。《Free Fire》《Arena of Valor》《EA Sports FC Online》和《Call of Duty: Mobile》均实现了双位数增长。二季度 QAU 达到 6.65 亿，同比+2.6%，付费用户 6180 万，同比+18%，付费率 9.3%，同比+1.2pct，但环比小幅下降。公司预计全年流水增长将超过 30%。

投资建议：考虑到强劲的数字金融和电商业务表现，以及公司对游戏业务后续流水表现的信心，我们调整公司 2025-2027 年收入预测至 216/264/304 亿美元，调整幅度+3%/+6%/+7%；调整公司净利润预测至 18/29/38 亿美元，调整幅度为+6%/+12%/+10%。当前公司对应 25 年估值为 57x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、王颖婕（S0980525020001）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 京东集团-SW (09618.HK) 海外公司财报点评：零售增长强劲，关注外卖系统能力建设及电商协同进展

收入端：本季度公司实现营业收入 3567 亿元，YoY+22%。分拆看，1）本季度京东零售收入 3101 亿元，yoy+21%，自营业务中带电品类继续受益于国补，同比+23%，日用百货也继续加速，同比+16%，受益于采购团队经营能力的不断增强，商超品类连续第六个季度实现双位数增长，时尚、家居和健康等品类也实现双位数增长，3P 模式下佣金和广告收入也保持两位数增长势头，但随着 Q3 开始带电品类的基数提升，预计零售收入增速将有所回落；2）京东物流收入 516 亿元，同比+17%，较 Q1 加速明显，主要是零售强劲增长的带动，预计 Q3 开始外卖业务也将为物流收入增长带来明显贡献。

新业务收入 139 亿元，yoy+199%，经营亏损 148 亿元，主要是受到外卖业务影响。Q2 日单量峰值突破 2500 万，带来了明显的用户流量增长，QAC 同比+40%，购频同比+40%，交叉销售购买率持续增长，尤其是商超品类。同时公司持续完善供给和履约侧建设，骑手规模突破 15 万，入驻品质商家 150 万+。展望后续，公司一方面将持续增强系统能力，包括优化订单分配算法、规划路线等，以实现 UE 的持续改善，

另一方面继续深化和电商协同效应，带来更多 GMV 转化。

利润端：公司 non-GAAP 净利润 74 亿元，同比-49%，non-GAAP 净利率 2.1%。零售业务 OPM 为 4.5%，同比+0.6pct，通过规模效应和供应链效率改善不断降低采购成本提升利润率，各品类毛利率仍有持续改善空间，其中超市品类较线下毛利率仍有提升空间，带电品类也能通过例如家电推高卖新、更多线下款、电脑定制等策略不断带动毛利率提升。新业务 OPM 为-107%，主要反映外卖投入加大带来的影响，考虑到 25Q3 为外卖旺季，尽管公司开始推进 UE 的改善，但由于单量提升，预计新业务的亏损仍将扩大。

投资建议：考虑到公司 Q2 零售业务的亮眼表现，我们小幅上调 2025-2027 年公司收入至 13354/14202/14887 亿元，调整幅度为 2%/1%/0%；考虑到外卖业务的投入力度超出此前预期，Q2 新业务实际经营亏损 148 亿元，远超我们此前预期的 64 亿，同时由于 Q3 旺季的单量增加，相关亏损将进一步加大，因此我们对全年新业务经营亏损预测从此前的 164 亿调整至 427 亿元，并下调 2025-2027 年公司经调整净利润至 292/402/560 亿元，调整幅度为-35%/-23%/-2%，维持“优于大市”评级。

风险提示：新业务投入过大风险；电商行业竞争格局恶化的风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、王颖婕（S0980525020001）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 百隆东方(601339.SH) 财报点评:上半年盈利改善净利润增长 68%，中期拟分红 58%

上半年营收下滑但盈利显著改善，中期拟分红 58%。公司是全球第二大色纺纱龙头生产商。2025 年上半年，公司实现营业收入 35.91 亿元（同比-9.99%），其中主营纱线业务营收-7.30%，营收下滑主要受美国关税政策不确定性影响，下游客户下单谨慎，导致纱线销量同比下降 6.73%，单价基本维稳。毛利率同比提升 5.20 个百分点至 15.20%，主要受益于国内及越南工厂维持较高开工率（国内超 90%，越南近满产）带来的单位成本下降，以及原材料成本下行。销售/管理费用率维持稳定，财务费用率下降 0.9 个百分点，主要受益于越南盾贬值带来的 3339 万元汇兑收益。扣非归母净利润 3.60 亿元，同比大幅增长 236.33%；归母净利润 3.90 亿元，同比增长 67.53%。投资收益方面，通商银行稳定贡献收益，上海信丰显著减亏，上半年亏损约 139 万元（去年同期亏损 5600 万元）。分红方面，公司拟中期每 10 股派发现金红利 1.5 元，分红比例达 57.67%。

第二季度受关税影响客户下单谨慎销量承压，毛利率持续改善。第二季度收入 18.60 亿（同比-13.7%），同比下滑幅度加深，主要在关税不确定性影响下，4-5 月销量下滑约双位数，6 月销量预计恢复正向增长，伴随越南对美出口关税落地，7 月增速持续向上，订单恢复趋势明显；归母净利润同比+42.0%至 2.17 亿元。毛利率同比/环比分别+2.01/0.65 个百分点至 15.51%，受益于开工率提升及原材料成本下行，毛利率持续改善。

产品结构优化，越南基地为利润核心，国内业务减亏。1）产品结构：上半年色纺纱销量占比约 46%，收入占比提升至约 58%。高毛利的色纺纱是盈利能力提升的关键，其中越南工厂色纺纱毛利率达到 23%左右，坯纱毛利率约 10.5%。2）越南基地：上半年贡献收入 28.28 亿元（同比-8.4%），实现净利润 3.04 亿元，净利率 10.7%，是公司利润的核心来源。越南工厂上半年基本维持满产运行。3）国内业务：产能利用率提升至 90%以上，主营业务基本实现盈亏平衡，较去年同期减亏，不再拖累整体业绩。

风险提示：棉价大幅波动；关税政策风险；汇率波动风险。

投资建议：盈利能力修复逻辑兑现，关税落地后订单有望持续恢复。公司 2025 上半年盈利修复逻辑兑现，核心在于高产能利用率和原材料成本下行带来的毛利率大幅修复，以及色纺纱占比的提升。展望下半年，随着美国对越南关税政策落地，下游客户下单逐步恢复正常，7 月以来接单情况已明显好转。盈利方面，预计公司将继续维持高开工率，叠加低价棉花库存的成本优势，盈利能力有望维持高位。考虑到公司盈利能力修复好于此此前预期，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 6.6/7.0/7.4 亿元（此前预测为 4.6/5.4/6.4 亿元），同比+61.9%/5.8%/5.8%。维持“优于大市”评级。

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

◆ 第一太阳能(FIRST SOLAR)(FSLR.O) 财报点评:组件销量稳步增长，大而美法案利好美国本土光伏企业

2025 年上半年业绩 5.51 亿美元，同比-6%。2025 年上半年公司实现营业收入 19.42 亿美元，同比+8%；归母净利润 5.51 亿美元，同比-6%；综合毛利率 43.5%，同比-3.3pct；净利率 28.4%，同比-4.1pct。单季度来看，第二季度公司实现营业收入 10.97 亿美元，同比+9%，环比+30%；归母净利润 3.42 亿美元，同比-2%，环比+63%；综合毛利率 45.6%，同比-3.8pct，环比+4.8pct；净利率 31.2%，同比-3.4pct，环比+6.4pct。

组件销量稳步增长。2025 年第二季度，公司对外销售组件 3.6GW，同比+6%，环比+22%；组件单位售价 31 美分/W，同比+1 美分/W，环比+2 美分/W；组件单位毛利 14 美分/W，同比-1 美分/W，环比+2 美分/W；组件单位净利 10 美分/W，同比-1 美分/W，环比+2 美分/W。

在手订单保持充裕。2025 年上半年公司新签订单 0.9GW，同时取消 1.1GW 存量订单，主要原因系政策不确定性导致公司严格控制新增订单；截至 2025 年第二季度末公司在手订单 61.9GW，交付期最远排到 2028 年。此外，公司跟踪的潜在订单达到 83.3GW，其中进入谈判中后期阶段的潜在订单 20.1GW。

大而美法案推动美国光伏产业链重塑。2025 年 7 月 4 日，《大而美法案》签署通过并成为正式法律，主要内容包括：户用光伏市场适用的 25D 抵免将于 2025 年结束，而 48E 和 45Y 等补贴结束时间则大幅提前至 2027 年底；明确界定了“被禁止外国实体”，包括“特定外国实体”以及与“受外国影响实体”，划入该范畴的企业将无法获得 45X 等核心税收抵免。布局美国本土产能、拥有可靠供应链体系的光伏企业将在未来竞争中占据优势地位。

风险提示：美国可再生能源政策调整的风险；美国光伏装机不及预期的风险；公司研发、降本不及预期的风险。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。

我们维持公司 2025-2027 年盈利预测至 15.8/19.5/24.9 亿美元，同比+22.0%/+23.7%/+27.7%，摊薄 EPS 为 14.8/18.2/23.3 美元，对应 2025-2027 年动态 PE 为 12.5/10.2/7.9 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、袁阳（S0980524030002）

◆ 华工科技(000988.SZ) 财报点评:2025H1 归母净利润同比增长 45%，高速光模块批量交付

华工科技 2025 年上半年营收 76.29 亿元，同比增长 44.66%；归母净利润 9.11 亿元，同比增长 44.87%。其中，Q2 单季营收 42.74 亿元，同比+41.04%；归母净利润 5.01 亿元，同比增长 49.62%。

400G、800G 光模块放量，公司联接业务高速增长。（1）联接业务 2025H1 营业收入 37.44 亿元，同比增长 124%，成为公司第一大业务。业绩增长主要源于国内互联网和设备厂商的算力需求激增，400G、800G 光模块实现规模交付；下半年 800G LPO 开始小批量交付，1.6T 光模块也在送样测试中，公司也在积极布局海外产能，受益于国内外云厂 AI 算力 capex 提升，公司光模块业务有望持续收益。（2）感知业务 2025H1 营业收入 21.54 亿元，同比增长 16.8%。其中，传感器业务营业收入 19.42 亿元，激光全息防伪业务营业收入 2.11 亿元，主要受益于新能源汽车的渗透率以及出口增长。新能源及其上下游产业链销售占比超过 60%。新能源汽车 PTC 热管理系统业务持续增长，覆盖大多数新能源汽车国产及合资品牌，在海外获得多个高端汽车品牌项目订单。（3）智能制造业务营业收入 16.76 亿元，同比降低 3%。新能源汽车行业订单同比增长 43%，船舶行业订单同比增长 26%。商业航空领域订单同比增长 220%；轨道交通行业订单同比增长 67%。公司正在积极布局 3D 打印业务，满足对高精度零部件的量产需求，未来有望高速增长。

公司产能国际化，布局 LPO 光模块和 AEC 技术。公司持续推进全球化布局，在海外构建生产基地降低关税贸易风险。公司前瞻布局 1.6T LPO、1.6T LRO 产品，以及 1.6T 3nm DSP 方案，行业首推 3.2T CPO 解决方案。公司后续有望受益于硅光渗透以及高速率光模块放量，实现业绩高速增长。同时，公司也在 1.6T ACC/AEC 正在美国 OTT 测试并准备小批量出货，后续有望放量。

毛利率小幅波动，费用管控良好。2025H1 公司毛利率 20.24%，同比下降 3.4pct，主要受公司产品结构变化影响；2025Q2 公司毛利率 20.0%，随着后续高速光模块逐步放量，公司毛利率有望改善。公司费用管控良好，2025H1 销售费用率/管理费用率/研发费用率同比分别变化-1.70pct/-0.81pct/-1.4pct 至

3.21%/1.79%/5.3%。

风险提示：AI 发展不及预期、技术创新发展不及预期、行业竞争加剧。

投资建议：受益 AI 发展高速光模块批量交付，小幅上调盈利预测，预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 19.1/24.4/29.6 亿元（前次预测为 15.8/19.7/23.2 亿元），当前股价对应 PE 分别为 27/21/18X，维持“优于大市”评级。

证券分析师：袁文翀（S0980523110003）

联系人：赵屿

◆ 中国电信(601728.SH) 财报点评:2025 上半年净利润同比增长 5.5%，进一步提升分红比率

2025 年上半年公司经营业绩稳健增长。2025 年上半年，公司实现营收 2694 亿元（同比+1.3%），通信服务收入达 2491 亿元（同比+1.2%）。归母净利润 230 亿元（同比+5.5%）。净资产收益率（ROE）同比稳定提升 0.2pct 至 5.0%，EBITDA 率同比提升 3.03pct 至 30.3%。

基础业务稳健增长，战略新兴业务快速发展。（1）公司移动通信服务收入达 1066 亿元，同比增长 1.3%；固网及智慧家庭服务收入达 641 亿元，同比增长 0.2%；移动用户达 4.33 亿户，宽带用户达 1.99 亿户，移动用户 ARPU 达 46.0 元，宽带综合 ARPU 达 48.3 元。产业数字化收入达 749 亿元，AIDC 收入同比增长 7.4%。（2）战新重点产品收入保持较快增长，天翼云收入达 573 亿元；智能收入达 63 亿元，同比增长 89.4%；安全收入达 91 亿元，同比增长 18.2%；视联网收入同比增长 46.2%，卫星收入同比增长 20.5%，量子收入同比增长 171.1%。

构建完成智能云体系，深入推进“人工智能+”行动。公司以第一科技“息壤”为核心，构建完成智能云体系，基于云网融合提供“算力+平台+数据+模型+应用”一体化的智能云服务。“星海”数据智能中台，推汇集超 10 万亿 token 的通用大模型语料数据和 14 个行业数据集，总量超 350TB。公司加速推动业务融智升级，不断满足客户多元化、多层次、个性化 AI 需求；面向政企客户打造 80 多个行业大模型和 30 多个智能体，服务行业客户超 2 万家，持续推进“央企 AI+”专项拓展，联合 30 多家央企打造 AI+ 应用标杆。公司深入推进 AI 技术赋能，围绕 21 个重点领域，打造 160 余个 AI 应用，有力促进企业降本提质增效。公司持续推动“量子+”赋能千行百业，保持量子产业市场领军地位。量子通信方面，量子密信实现六大主流系统全覆盖，量子通信用户规模突破 600 万，服务政务、金融等领域超 3,000 家行业客户。

资本开支占收比持续下降。2025 年上半年公司完成资本开支 342 亿元，全年计划资本开支小于 836 亿元。

公司推出中期分红计划。公司 2025 年中期派息每股 0.18 元，同比增长 8.4%。

风险提示：5G 发展不及预期；产业互联网业务发展不及预期；算力网络部署不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：维持盈利预测。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 351/370/389 亿元，当前 H 股股价对应 PE 分别为 15/14/13x，对应 PB 分别为 1.1/1.1/1.1x；当前 A 股股价对应 PE 分别为 19/18/17x，对应 PB 分别为 1.5/1.4/1.4x，维持“优于大市”评级。

证券分析师：袁文翀（S0980523110003）

联系人：赵屿

◆ 东方财富(300059.SZ) 财报点评:市占延续提升，基金代销复苏

公司发布 2025 年中报。2025H1 实现营收 68.56 亿元、同比+38.7%，实现归母净利润 55.67 亿元、同比+37.3%。加权平均 ROE 6.69%，同比+1.17pct。2024 年 Q4 以来，资本市场交投活跃度显著提升，驱动公司证券业务收入显著增长，尤其是证券经纪业务和两融业务显著增长，带动公司整体业绩同比大幅改善。2025 年以来，A 股日均成交额等关键变量延续高增长，公司业绩因此呈现持续高增。此外，公司近年来持续加大债券投资，投资收益占营收比重有所提升，2025H1 固收资产投资收益同比下降略拖累营收

增速。

经纪及两融市占率延续提升趋势。公司 2025H1 股基交易额 16.03 万亿元（双边）、市占率 4.14%。公司期末两融余额 582.98 亿元、市占率 3.19%。2025H1 手续费及佣金净收入 38.47 亿元、同比+60.6%；利息净收入 14.31 亿元、同比+39.4%。代理买卖证券款 1,239 亿元、同比+36.5%，其中普通经纪、基金代销业务的代买款项均较年初增长。测算公司经纪佣金率 0.021%，与 2024 年持平。公司经纪收入占营收比重高达 50%左右，远高于传统券商，伴随市场交易量放大，公司经纪收入增长可为公司业绩持续贡献较大弹性。

基金代销保有规模业内领先，类型以权益基金为主。2025H1 末数据显示，其权益基金保有规模 3,838 亿元、较年初增长 10.0%、占非货基金比重高达 56.8%（vs 蚂蚁基金约 50%）。期末公司非货基整体保有量 6,753 亿元、较年初增长 17.4%。受权益市场回暖影响，权益基金以及“固收+”基金销售热度有所提升，2025H1 代销基金 10,572 亿元、同比+24.2%，其中非货基金 6,260 亿元、同比+25.3%。公司主要客户为零售客户，受代销费率下降影响较小，并且伴随市场回暖，基金代销费率下降趋势或将逐步减缓，同时保有规模增长可有力缓冲费率下降影响。

流量赋能牌照，竞争力持续，龙头地位稳固。公司手握东方财富网及天天基金两大互联网流量池，社区化运营已较为成熟，用户粘性较高。旗下金融牌照已含证券经纪、基金销售、两融、期货经纪、资产管理、投行等多种类，流量变现链条较长，发展潜力较大。公司 AI 大模型“妙想”持续迭代升级，凭借用户规模+AI 技术+数据储备，或可赋能投顾、投教、投研等领域。

投资建议：根据公司上半年数据及市场表现，我们上调了公司日均股基成交额假设，并基于此将公司 2025-27 年归母净利润分别上调 14.77%、18.10%、18.12%。公司当前 PE TTM 40.78x，处近 5 年 61.8%分位。公司流量优势突出，金融牌照全面，考虑到公司经纪&两融市占率提升的成长性，以及基金代销业务的逐步复苏，我们对公司维持“优于大市”评级。

风险提示：股票市场景气度下降，证券业务市占率下降，基金代销承压等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、王德坤（S0980524070008）

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 207 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 8 月 15 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 0.00%、0.00%、1.26%、0.00%、0.00%、0.00%、0.63%、2.27%。中信一级行业指数中医药、有色金属、基础化工、电子、轻工制造行业指数距离 250 日新高较近，食品饮料、煤炭、房地产、消费者服务、银行行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，制药、数字货币、万得全 A、万得双创、芯片、汽车零部件、钠离子电池等概念指数距离 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 8 月 15 日，共 1480 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、医药、基础化工行业，创新高个股数量占比最高的是钢铁、国防军工、有色金属行业。按照板块分布来看，本周制造、周期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：27.55%、23.50%、24.60%、18.67%、17.00%、18.00%。

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、博瑞医药、华光环能等 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制造、科技板块，分别有 16、15 只入选。其中，制造板块中创新高最多的是机械行业；科技板块中创新高最多的是电子行业。

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:主动量化策略周报-基金强股票弱，成长稳健组合年内满仓上涨 46.03%

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 3.70%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.15%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益 17.22%，相对偏股混合型基金指数超额收益-3.26%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 49.35%分位点（1712/3469）。

本周，超预期精选组合绝对收益 3.78%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.06%。本年，超预期精选组合绝对收益 34.72%，相对偏股混合型基金指数超额收益 14.24%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 12.68%分位点（440/3469）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益 4.00%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.15%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 23.05%，相对偏股混合型基金指数超额收益 2.57%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 33.58%分位点（1165/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益 3.65%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.20%。本年，成长稳健组合绝对收益 40.87%，相对偏股混合型基金指数超额收益 20.39%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 8.30%分位点（288/3469）。

本周，股票收益中位数 0.47%，55%的股票上涨，45%的股票下跌；主动股基中位数 3.60%，95%的基金上涨，5%的基金下跌。

本年，股票收益中位数 19.44%，83%的股票上涨，17%的股票下跌；主动股基中位数 17.18%，97%的基金上涨，3%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:港股投资周报-港股医药反弹，港股精选组合年内上涨 61.44%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 6.90%，相对恒生指数超额收益 5.25%。

本年，港股精选组合绝对收益 61.44%，相对恒生指数超额收益 35.47%。

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，和誉-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，其次为科技、消费、大金融和周期板块，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，本周恒生中型股指数收益最高，累计收益 4.01%；恒生科技指数收益最低，累计收益 1.52%。行业指数方面，本周医疗保健业行业收益最高，累计收益 7.27%；公用事业行业收益最低，累计收益 -0.59%。

概念板块方面，本周富士康概念板块收益最高，累计收益 59.62%；软件外包概念板块收益最低，累计收益 -3.52%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 381 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 1606 亿港元，今年以来港股通累计净流入 9389 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，小米集团-W、阿里巴巴-W 和比亚迪电子流入金额最多，快手-W、药明生物和安踏体育流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数 1.78%，投资港股的主动基金收益中位数 2.90%。

本年，港股通股票收益中位数 26.84%，投资港股的主动基金收益中位数 31.23%。

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-成长动量因子表现出色，沪深 300 指增组合本周超额 0.93%

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 0.93%，本年超额收益 12.11%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益 -0.58%，本年超额收益 10.97%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益 -1.56%，本年超额收益 14.33%。
- 中证 A500 指数增强组合本周超额收益 -0.15%，本年超额收益 11.56%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，单季 ROA、标准化预期外收入、标准化预期外盈利等因子表现较好，而一个月波动、三个月波动、非流动性冲击等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，一年动量、单季超预期幅度、标准化预期外盈利等因子表现较好，而一个月波动、一个月换手、三个月波动等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，一年动量、EPTTM 一年分位点、标准化预期外盈利等因子表现较好，而 BP、预期 BP、单季 SP 等因子表现较差。

以中证 A500 指数为选股空间。最近一周，DELTA ROA、标准化预期外收入、DELTA ROE 等因子表现较好，而三个月波动、一个月换手、三个月换手等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，一年动量、DELTA ROA、单季营收同比增速等因子表现较好，而一个月换手、三个月换手、SPTTM 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 70 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 770 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 52 只，总规模合计 205 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.91%，最低-1.41%，中位数-0.09%。最近一月：超额收益最高 3.28%，最低-1.37%，中位数 0.38%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.52%，最低-2.05%，中位数-0.51%。最近一月：超额收益最高 2.16%，最低-2.81%，中位数-0.19%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.94%，最低-1.70%，中位数-0.53%。最近一月：超额收益最高 2.12%，最低-2.40%，中位数-0.39%。

中证 A500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.94%，最低-1.70%，中位数-0.53%。最近一月：超额收益最高 2.07%，最低-1.67%，中位数 0.23%。

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）

【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	776.46	0.00	ICE 布伦特原油	66.84	1.84
白银	9192.00	-1.10	铜	78990.00	-0.17
铝	20725.00	0.19	铅	16775.00	0.20
豆一	4129.00	-0.02	锌	22480.00	-0.06
豆粕	3082.00	2.35	镍	120280.00	-1.62
玉米	2274.00	-0.39	锡	265230.00	-1.04
螺纹钢	3148.00	-1.31	SR509	5728.00	0.15

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	44946.11	0.077604	58.77	58.77	58.77	58.77	41.18
德国 DAX 指数	24359.30	-0.074659	91.24	1.24	2.80	33.96	53.33
法 CAC40 指数	7923.45	0.674812	2.33	2.02	0.89	6.73	46.32
恒生指数	25270.07	-0.976711	1.65	2.76	7.74	47.69	64.89
沪深 300 指数	4202.35	0.695900	2.37	4.56	7.55	25.74	63.02
美国 SP500 指数	6449.80	-0.289710	0.94	3.29	9.00	16.35	46.67
纳斯达克综合指数	21622.98	-0.403903	0.80	4.57	13.13	22.89	48.63
日经 225 指数	43378.31	1.709408	3.72	9.32	14.89	18.11	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	603259.SH	药明康德	97.8000	-0.8918	无数据	603259.SH	药明康德	97.8000	-0.8918	无数据
2	300059.SZ	东方财富	26.7600	9.8522	无数据	300059.SZ	东方财富	26.7600	9.8522	无数据
3	300750.SZ	宁德时代	280.6700	0.2787	无数据	300750.SZ	宁德时代	280.6700	0.2787	无数据
4	300502.SZ	新易盛	233.2000	0.9262	无数据	300502.SZ	新易盛	233.2000	0.9262	无数据
5	600276.SH	恒瑞医药	63.4000	0.9233	无数据	600276.SH	恒瑞医药	63.4000	0.9233	无数据
6	688041.SH	海光信息	153.8600	0.8984	无数据	688041.SH	海光信息	153.8600	0.8984	无数据
7	600030.SH	中信证券	31.1000	4.8904	无数据	600519.SH	贵州茅台	1422.0800	-0.3441	无数据

8	300476.SZ	胜宏科技	230.7000	2.2199	无数据	600030.SH	中信证券	31.1000	4.8904	无数据
9	002837.SZ	英维克	63.8200	9.5999	无数据	300476.SZ	胜宏科技	230.7000	2.2199	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	238.0500	-0.5930	无数据	300308.SZ	中际旭创	238.0500	-0.5930	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	0558.HK	力劲科技	6.7900	0.46021505	106622.40	9988.HK	阿里巴巴-W	118.1000	-0.03037767	334189.73
2	1797.HK	东方甄选	41.2400	0.17895941	153161.52	0700.HK	腾讯控股	592.0000	0.00338983	216219.18
3	1810.HK	小米集团-W	52.8500	-0.00657895	202346.83	0981.HK	中芯国际	52.7500	0.01442308	180770.23
4	3033.HK	南方恒生科技	无数据	无数据	219246.17	1810.HK	小米集团-W	52.8500	-0.00657895	176704.09
5	0981.HK	中芯国际	52.7500	0.01442308	220061.39	1797.HK	东方甄选	41.2400	0.17895941	153081.78
6	3690.HK	美团-W	121.7000	-0.02170418	262721.44	3690.HK	美团-W	121.7000	-0.02170418	138040.42
7	0700.HK	腾讯控股	592.0000	0.00338983	356883.76	1347.HK	华虹半导体	51.3000	0.05209188	99721.40
8	9988.HK	阿里巴巴-W	118.1000	-0.03037767	479600.28	0558.HK	力劲科技	6.7900	0.46021505	95725.72
9	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	552774.13	2228.HK	中国节能海东青	9.2500	0.01314348	44986.69
10	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	1279403.30	2228.HK	晶泰控股	9.2500	0.01314348	44986.69

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中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