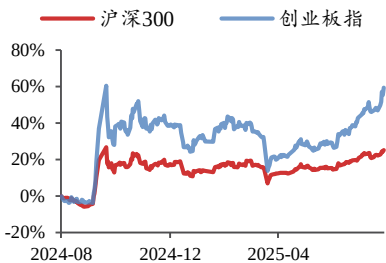


2025 年 08 月 18 日

开源晨会 0818

——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(%)
综合	3.924
非银金融	3.156
电力设备	2.848
计算机	2.336
建筑材料	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	-1.459
食品饮料	0.037
传媒	0.511
商贸零售	0.538
建筑装饰	0.543

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】强化利率政策执行——宏观经济点评-20250816
- 【宏观经济】内需放缓，个人消费贷贴息或提振社零 0.2 个百分点——兼评 7 月经济数据和个人消费贷贴息-20250816
- 【策略】大涨后，看当下各热门赛道的热度——投资策略周报-20250817
- 【固定收益】Q2 货币政策报告学习，政策边际变化下的债市波动——固收专题-20250817
- 【固定收益】经济结构向好优化，政策引导稳中有进——事件点评-20250817
- 【固定收益】产业趋势和流动性宽松下，转债延续上涨行情——固收专题-20250816
- 【固定收益】二永债：短端修复，长端承压——固收专题-20250816
- 【固定收益】经济数据回落未超预期，股债配置或继续切换——事件点评-20250816
- 【金融工程】8 月转债配置：转债估值偏贵，看好偏股低估风格——金融工程定期-20250817
- 【金融工程】基于虚拟指数的另类增强方案——开源量化评论（111）-20250816

行业公司

- 【中小盘】看好 AI+机器视觉，关注有应用场景积累的细分龙头——中小盘周报-20250817
- 【地产建筑】全国首单产业园持有型 ABS 落地，发行市场保持活跃——行业周报-20250817
- 【地产建筑】新房成交面积环比增加，完善房地产金融基础性制度——行业周报-20250817
- 【商贸零售】7 月社零同比+3.7%，老铺黄金官宣产品调价计划——行业周报-20250817
- 【银行】“过度减点”贷款减少，定价暂难突破成本线——2025Q2 央行货币政策执行报告学习-20250817
- 【食品饮料】进入业绩披露期，关注绩优股表现——行业周报-20250817
- 【计算机】积极拥抱 AI 投资大时代——行业周报-20250817
- 【医药】国谈药品初审名单公布，关注相关公司的投资机会——行业周报-20250817
- 【建材】大基建继续维稳经济，建材反内卷进行时——行业周报-20250817
- 【农林牧渔】猪价新一轮上行或逐步开启，非瘟疫苗打开动保板块成长空间——行业周报-20250817
- 【煤炭开采】动力煤有望越过 700 剑指 750 元，煤炭布局稳扎稳打——行业周报-20250817

研报摘要

总量研究

【宏观经济】强化利率政策执行——宏观经济点评-20250816

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

事件：8月15日，央行发布《第二季度中国货币政策执行报告》，简称“《报告》”。

外部环境复杂、国内经济有支撑，政策还可适时发力

1、外部环境更趋严峻，国内下半年稳增长支撑较强。《报告》认为，美关税政策影响依然存在，对全球经济复苏带来不确定性，相对于一季度报告更加担忧美后续关税加征结果。对国内经济，下半年保持稳定增长有坚实支撑。2025年以来宏观政策为经济有效发挥托底作用，增强了中国经济的韧性。向后看，央行认为外部环境的不确定性更强，贸易壁垒增多，国内有效需求仍不足，“要保持战略定力，集中力量办好自己的事”。宏观政策或仍有空间，将灵活开展逆周期调控。《报告》重申政治局会议的要求，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，努力完成全年经济社会发展目标任务。在完成经济目标的要求下，政策会继续做好逆周期支持。

2、物价方面，央行指出物价温和回升积极因素增多，并新增对于企业低价无序竞争的关注。CPI已由负转正，经济持续回升向好，会支撑物价企稳回升。同时，央行点出当前存在供需失衡问题，一些行业领域存在低价过度竞争，外需趋于收缩。后续政策将落实纵深推进全国统一大市场建设，治理企业低价无序竞争，提振消费的宏观调控思路也在逐步有效落地，成为推动物价回升的积极因素。我们认为，三季度CPI同比或为全年低点，往后，服务与实物消费或将平缓修复，CPI同比或震荡上行；受基数与反内卷预期带来的价格提升效果滞后影响，三季度PPI同比或回升。

货币政策基调方面，坚持适度宽松，抓利率政策执行

（1）货币基调不变，仍是“适度宽松”，强调“落实落细”。降准降息仍可能择机落地。《报告》重申根据国内外经济形势，把握好政策实施力度和节奏、保持流动性宽裕，且新增“持续营造适宜的金融环境”，指向货币流动性环境还将保持宽松，综合运用多种政策工具，配合逆周期调节。利率方面重提“防空转”。《报告》指出，提高资金使用效率，防范资金空转，把握好金融支持实体经济和保持自身健康性的平衡。本次防空转可能特指畅通金融和企业之间的传导，提高金融服务实体效率。

（2）淡化信贷总量增长，引导结构性支持。《报告》本次提出，引导银行稳固信贷支持力度，保持金融总量合理增长，用“金融总量”替换“信贷总量”，不再强调信贷总量而是注重结构转型，同时“专栏三”强调我国信贷结构已在不断优化，综合透露出央行对信贷规模增长的诉求减弱，客观看待信贷阶段性的低迷。结构性货币工具围绕“五篇大文章”，在重点领域加强宏观信贷政策指导。“专栏一、专栏二”分别讨论了金融对普惠小微、科技领域支持的成效。

（3）抓好各项货币政策措施执行，推行金融“反内卷”。强化利率政策执行和监督，提升金融机构利率定价能力。有效落实利率自律倡议，维护银行业市场竞争秩序。指向将严格规范银行市场利率定价，整治存贷款“打价格战”、“以价换量”争夺市场份额等行为，维持银行净息差稳定。

推动金融支持消费一系列举措，优化服务消费供给

《报告》指出推动金融支持消费政策落实落地。专栏四《金融支持促消费要关注改善高品质服务供给》阐述，国际经验看，居民消费结构将逐渐从商品消费主导向服务消费转变。我国对服务消费的需求不断升温，且服务消费发展还有充足空间。央行认为，当前我国发展服务消费的堵点在于供给端，量和质都有提升空间、服务消费领域盈利能力还不足。而金融对消费的支持方向一是总量端降低融资成本，二是用好结构性工具，拓宽融资渠道，

加大服务消费供给企业的金融资源投入，三是强化政策协同，加大低收入群体保障力度。

此外，报告还提及拓宽民营企业融资渠道，支持更多民营科技型企业、民营股权投资机构发债融资；完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式等。

风险提示：经济超预期下行、政策执行不及预期。

【宏观经济】内需放缓，个人消费贷贴息或提振社零 0.2 个百分点——兼评 7 月经济数据和个人消费贷贴息-20250816

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002

消费：以旧换新贡献放缓，个人消费贷贴息或提振社零 0.2 个百分点

1、以旧换新对社零的提振作用边际下滑。7 月社零当月同比则下滑了 1.1 个百分点至 3.7%。进一步拆解社零降幅（-1.1pct），其中家电对 7 月社零的正贡献放缓了 0.1 个百分点，汽车的负贡献加深了 0.6 个百分点，一方面与以旧换新资金支出进度放缓有关，另一方面或指向透支效应趋于显现。

2、如何衡量居民贷款消费意愿？消费贷 ttm 增加额/社零 ttm 指标可大致表征居民贷款消费率。历史复盘来看主要有 4 轮上行阶段，2010-2012 年或受益于第一轮消费品以旧换新，2016-2017 年为棚改货币化和房价上涨改善居民收入，2020-2021 年为疫后经济回暖叠加部分消费贷违规流入楼市，2023 年则受益于疫后消费修复+消费贷大幅降息。2024 年以来，居民贷款消费率持续处于低位、中枢居 2.5%附近。

3、个人消费贷贴息或提振社零 0.2 个百分点。(1)复盘经验：2023 年 3 月至 12 月消费贷利率下行约 0.65 个百分点，居民贷款消费率改善了 1.4 个百分点，剔除疫后复苏因素的改善幅度为 0.1 个百分点，即消费贷降息对社零的提振作用。本次个人消费贷年贴息比例为 1 个百分点，幅度大于 2023 年且一次性到位，因此对社零增速的拉动预计高于 0.1 个百分点、可能接近 0.2 个百分点。(2)四川经验：2023 年 9 月至 2025 年 3 月完成了 3 轮消费信贷贴息政策，贴息累计支持的消费贷款有 72 亿元，测算年均拉动四川消费贷 1.1 个百分点、年均拉动四川社零 0.2 个百分点。综合两种测算来看，个人消费贷贴息或提振社零 0.2 个百分点。

生产：工业和服务业小幅回落，供需结构低位回升

1、出口延续韧性，但内需走弱叠加高温暴雨天气，工业生产小幅放缓。7 月工业增加值同比为 5.7%，较前值下行 1.1 个百分点；7 月工业增加值环比为 0.38%，为年内次低水平。分行业来看，黑色冶炼、交运设备生产改善，但茶酒饮料、汽车、食品、农副、金属制品、有色冶炼走弱。供需结构低位微升，伴随“反内卷”行业推进落实减产限产，供需关系有望边际修复。

2、7 月服务业生产同比小幅走弱了 0.2 个百分点至 5.8%。其中，金融、交运仓储邮政、信息软件技术分别边际改善了 1.4、0.4、0.3 个百分点，但租赁商务服务业较前值下行 0.4 个百分点，推测批发零售等服务业可能有所拖累。

固投端：三大分项均明显回落

1、地产：投资降幅进一步扩大，销售增速微降。从高频指标来看：8 月以来新房成交有走弱迹象，二手房成交已低于 2024 年同期水平。作为领先指标的库销比偏弱运行，指向二手房价修复动能不强，短期仍有低基数支撑，但 Q4 房价可能下行压力增大。

2、制造业：关税扰动和“反内卷”或约束企业投资扩产意愿。7 月制造业累计同比下降了 1.3 个百分点至 6.2%、连续 4 个月增速放缓，且设备更新增速出现明显走弱。关税缓和但不确定性仍存，伴随反内卷政策和行业自律推进下，预计制造业增速将延续温和放缓态势。

3、基建：2021 年以来首次增速转负。除了高温暴雨天气对基建施工的影响，反内卷导致光伏退坡可能是一

大扰动。往后看，考虑到雅下水电工程工期偏长，“两重”和政策性金融工具或需加快形成实物工作量。

内需趋缓，Q4 或迎政策加码窗口

7 月数据指向内需进一步走弱，此前我们提示的数条基本面放缓线索均有验证。我们预计 Q4 经济增速下行压力趋增，或是政策适时加力的时点。

风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

【策略】大涨后，看当下各热门赛道的热度——投资策略周报-20250817

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

我们持续强调对市场积极，双轮驱动，“科技为先”

市场突破“924”行情高点后，我们对于指数的长期突破仍维持乐观判断：（1）市场结构呈现【双轮驱动】，一是全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性，二是“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情；（2）不应该在积极的市场中做“惊弓之鸟”，应“坚守自我，科技为先”；（3）近期，在中枢抬升的过程中，A 股市场呈现显著的“增量市”特征，成交额放大与资金活跃度提升成为核心标志。（4）风格上，看好成长板块，在市场风险偏好高位，成长更易跑出超额。（5）热门赛道中，更看好液冷，液冷是下一个光模块&PCB，具备“增长强劲、叙事完备、赔率占优”三大特征，液冷基本面斜率变化或更陡峭，对比光模块、PCB，当前所处时期较早。

突破后，看当下热门赛道的热度

本周，基于拥挤度、估值分位数，看当下市场热门赛道的热情情况。热门赛道里，多数行业的交投活跃度显著上升，其中，金融科技、地面兵装相对拥挤，AI 算力链暂未拥挤。

拥挤度视角，（1）拥挤度预警线之上的行业包括，金融科技和地面兵装；（2）拥挤度的预警线之下的行业中，仍有所升温的行业，集中于 TMT 科技、金融板块，包括 AI 算力链（光模块、PCB、液冷）、芯片制造、证券、保险等。（3）拥挤度显著降温的行业有，影视院线、无人机、机器人。

估值视角，从 PE 分位数、PB 分位数、相对 PE 分位数看热门赛道估值，AI 应用、机器人、航天装备、PCB、光刻机等赛道估值相对较高，保险、智能驾驶、有色、白酒、光伏的估值相对较低。

突破后，看当下热门赛道的景气预期

本周，各级行业景气预期情况如下：①边际进入看好前五的一级行业有：电子、基础化工；边际退出看好前五的一级行业有：综合、钢铁。②边际进入看好前十的二级行业有：服装家纺、消费电子、化学制品、非白酒、证券 II。

当下配置建议：科技+军工+反内卷&PPI 扩散方向+稳定型红利

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、建材直接受益，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：宏观政策超预期变动加快复苏进程；全球流动性及地缘政治恶化风险；前瞻指标的使用基于历史数据，不能代表未来。

【固定收益】Q2 货币政策报告学习，政策边际变化下的债市波动——固收专题-20250817

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

政策动态

8月15日，央行发布《2025年第二季度中国货币政策执行报告》，政策基调方面，延续强调“落实落细适度宽松的货币政策；把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量；把握好政策实施力度和节奏”等。新提法集中在两方面：一是强调“提高资金使用效率，防范资金空转”，从操作上看，今年一季度在利率快速下行的背景下，央行主动收紧过流动性，若后续利率出现快速下行，则收紧流动性是央行干预债市的重要潜在工具；二是对信贷投放从“加大投放力度”改为“稳固支持力度”，说明央行对信用扩张的总量诉求下降、淡化信贷总量考核，未来支持特定领域的结构性货币政策工具的重要性将继续提升。

资金面均衡宽松，发行量略收紧，债市收益率上行，曲线熊陡

一级供给：8月11日-8月15日（以下简称“本周”），利率债累计发行量5557亿元，环比下降2528亿元，日均发行量处于中位水平以下。国债、地方债、金融债发行规模分别为3103亿元、914亿元和1540亿元，分别环比下降1583亿元、740亿元和205亿元。

资金面：均衡宽松。本周DR007较8月8日上涨5.47BP至1.48%，资金面均衡宽松。1Y-3M存单期限利差略下降0.3BP至10.5BP，6M-3M存单期限利差回升0.63BP至6.7BP。本周有11267亿元逆回购到期；周一至周五，央行分别开展了1120亿元、1146亿元、1185亿元、1287亿元和2380亿元逆回购投放操作；逆回购累计净回笼4149亿元，叠加买断式逆回购投放5000亿元，央行本周合计净投放851亿元。

二级市场：本周债市收益率上行，债市有所下跌。截至8月15日，1Y、10Y和30Y国债收益率分别上行1.59BP、5.74BP和8.75BP，收于1.37%、1.75%和2.05%。十年国债活跃券250011中债估值收益率运行在1.6875-1.706%区间。具体而言，周一，碳酸锂期货因停产消息涨停。股市表现强势，“股债跷跷板”效应显著，短债在资金宽松的保护下上行幅度有限，长端现券收益率普遍大幅上行，250011上行3BP到1.7175%。周二，中美关税暂停期再延90天，基本符合市场预期。此外，当天焦煤、纯碱等商品品种大涨，股市继续上涨。尾盘随着经营贷、消费贷贴息政策公布，叠加资金面均衡偏松，250011小幅上行0.75BP到1.725%。周三，当天上证指数盘中突破前期高点，“股债跷跷板”效应有所减弱，后续伴随着大行买债力度提升，短债率先修复带动长端利率企稳后下探，尾盘金融数据发布后，利率回调，后交易信贷总量不佳，利率再次回落，250011当天下行0.1BP到1.724%。周四，上午股市继续冲高，利率上行，午后股市回落，利率下行，尾盘央行公告买断式逆回购操作，资金面略有收敛，利率转为上行，250011当天上行0.8BP到1.7320%。周五，早盘央行净投放呵护资金面，叠加买断式逆回购操作，资金面均衡宽松，收益率下行。7月经济数据公布，利率小幅下行。午后股市强势拉升，利率上行，当天250011上行1.2bp到1.744%。8月11日-8月15日十年国债活跃券250011累计上行2.65bp。

期限利差：收益率曲线熊陡走势。本周10Y-1Y、30Y-10Y期限利差环比提升4.15BP、3.01BP至38BP、30.1BP，1Y、10Y和30Y国债收益率上行，期限利差走阔，收益率曲线熊陡。

债市策略：

下周主要关注以下要素：1) 资金面：下周地方债发行放量，国债和地方债发行量环比+3295亿元至7312亿元，资金流动性面临压力。此外货币政策执行报告中强调“提高资金使用效率，防范资金空转”，关注后续定价；2) 权益市场持续偏强下的股债跷跷板效应。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【固定收益】经济结构向好优化，政策引导稳中有进——事件点评-20250817

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002

8月15日国家统计局公布2025年7月经济数据，规上工增当月同比增长5.7%（前值为6.8%，下同）；社零当月同比增长3.7%（4.8%）；固投累计同比增长1.6%（2.8%）。

生产：季节性因素影响生产放缓，制造业高端化态势延续

7月规模以上工业增加值同比增长5.7%，较6月放缓1.1pct，环比增长0.38%，增速受季节性因素影响小幅放缓。装备制造业继续承担工业生产压舱石，7月份规模以上装备制造业增加值同比增长8.4%，对规模以上工业增长支撑作用明显。

制造业高端化态势延续，7月份规模以上高技术制造业增加值同比增长9.3%，规模以上数字产品制造业增加值同比增长8.4%，均高于规模以上工业增速。其中集成电路、电子专用材料制造等行业分别增长26.9%和21.7%。

消费：社零同比回落，餐饮收入有望反弹筑底

7月份社会消费品零售总额同比增长3.7%，较6月放缓1.1pct，环比下降0.14%。

预计主要系部分地区国补暂停影响，商品零售额同比增长4.0%，较6月放缓1.3pct，导致社零同比回落。7月餐饮收入同比增长1.1%，限额以上餐饮收入同比-0.3%，分别较6月回升0.2pct、0.1pct，随外卖平台补贴降温，餐饮收入有望筑底反弹。

投资：政策推动重点领域投资较快增长，房地产投资震荡寻底

1-7月固定资产投资同比增长1.6%，较1-6月回落1.2pct；扣除房地产开发投资后全国固定资产投资同比增长5.3%，较1-6月回落1.3pct。“两重”建设稳步推进，1-7月份水利管理业投资增长12.6%、信息传输业投资增长8.3%。设备工器具购置投资同比增长15.2%，占全部投资比重达16.2%，拉动整个投资增长2.2pct。

1-7月份，房地产开发投资同比-12%，降幅较1-6月扩大0.8pct。新建商品房销售面积51560万平方米，同比下降4.0%，降幅较1-6月扩大0.5pct；销售额同比下降6.5%，降幅较1-6月扩大1.0pct，均为年内最低增速，房地产投资震荡寻底。国房景气指数进一步下滑至93.34，仍处于较低景气水平区间。

市场：基本面推动叠加资金呵护难挡看股做债

经济数据于10:00公布，规上工增、社零等数据基本均低于前值，基本面推动叠加资金呵护下收益率震荡下行，但午盘后受股市延续强势表现影响，又现看股做债，收益率转为震荡上行。

债市观点：经济预期修正下，债券收益率有望趋势性上行

对于股、债配置，我们维持观点：

- （1）2025年下半年，经济增速或不会明显下行（已经进入第二次L型的一横）；
- （2）物价等结构性问题，趋势性好转；
- （3）股债配置继续切换：债券收益率、股市有望持续上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【固定收益】产业趋势和流动性宽松下，转债延续上涨行情——固收专题-20250816

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11-15日上证综指、万得全A分别上涨1.70%、2.95%，全市场日均成交额2.10万亿。2025年7月工业增加值同比5.7%、社会消费品零售总额同比3.7%。经济数据有所回落，不改经济预期平

稳和市场流动性充裕，市场延续上涨行情。

行业上，通信、电子、非银金融等表现良好。通信行业或主要是英伟达称 RUBINGPU 芯片“进展顺利”带动，电子行业或主要是国内劝退部分企业使用 H20 芯片带动。

标普 500 上涨 0.94%、纳斯达克上涨 0.81%，AI 产业趋势推动美股继续上涨。

转债市场方面：中证转债上涨 1.60%，截至 2025 年 8 月 15 日，转债价格、转股和纯债溢价率中位数分别为 131 元、27%、25%。

赎回条款，高测、豪鹏、奇正、开能、隆华、药石、信测、金铜等转债提前赎回，天润、利民、泰坦、佳禾、华懋、新化等转债不提前赎回。

下修条款，华阳、天 23、蓝帆、天业、金能等转债下修，华海、开润、垒知、昌红、锂科、莱克、立讯、晶科等转债不下修。

市场动态

(1) 2025 年 8 月 12 日，中美两国在斯德哥尔摩经贸会谈后发布联合声明，宣布自即日起再次暂停实施针对彼此商品的 24%关税，为期 90 天。中美关税暂停延期，市场不确定性阶段性结束。

(2) 2025 年 8 月 15 日，国家统计局公布数据显示，中国 7 月社会消费品零售总额同比增长 3.7%，预期增 4.9%，前值增 4.8%，7 月规模以上工业增加值同比增长 5.7%，预期增 5.8%，前值增 6.8%，1-7 月固定资产投资（不含农户）同比增长 1.6%，预期增 2.7%，前值增 2.8%。经济数据有所回落，但整体保持平稳。

(3) 2025 年 8 月 12 日，多部门联合宣布，自 2025 年 9 月 1 日起，对居民个人消费贷款和消费领域服务业经营主体贷款实施贴息政策，这是中央层面首次实施相关政策，政策的实施期为一年。政策出台有望促进贷款回升和居民消费。

(4) 2025 年 8 月 8-12 日，2025 世界机器人大会在北京举办。宇树科技王兴兴表示，未来机器人重心是大模型、低成本硬件、算力。人形机器人产业持续推进。

(5) 下周关注事件：杰克逊霍尔全球央行年会、智元机器人合作伙伴大会、2025 年中国算力大会等。

转债观点

本周市场重点事件包括：英伟达称 RUBINGPU 芯片“进展顺利”和 2025 世界机器人大会在北京举办。

转债市场延续上涨行情，主要受全球 AI 产业趋势良好发展和国内政策支持人形机器人发展等因素驱动。AI 领域，包括全球推理算力需求上涨、英伟达新品迭代、海外科技公司业绩和资本支出超预期等，AI 产业趋势良好；人形机器人领域，包括 2025 世界机器人大大会举办、宇树科技开启上市辅导程序等，国内政策大力支持行业发展。

我们认为，无论是人工智能 AI、人形机器人，还是创新药、固态电池等诸多产业，国内均处于良好的发展趋势之中，且国内企业具备良好的竞争优势，叠加宏观层面上，经济预期稳定、流动性充裕，市场处于良好的上涨行情之中。

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，行情上涨具备坚实的基础，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。

【固定收益】二永债：短端修复，长端承压——固收专题-20250816

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

政策动态和市场热点

7月经济数据呈现“生产稳、消费暖、外贸韧”特征

7月规模以上工增同比+5.7%，“两新”“政策支持的装备制造业增加值同比+8.4%，有力支撑工业增长；此外，2025年超长期特别国债支持设备更新的1880亿元投资补助资金已下达完毕，后续需关注“反内卷”对生产动能的影响以及政策后续接续情况。7月社零同比+3.7%，固定资产投资累计同比+1.6%，房地产开发投资累计同比-12%，进出口总额同比+6.7%，7月经济数据整体表现有所放缓，符合季节性规律。

信用债供给下降；二永债收益率短端下行，3-5年高等级品种利差降幅较小

一级发行：普信债发行、净融入规模环比下降。8月11日-8月15日（以下简称“本周”），普信债发行额2604亿元，较上周环比减少1063亿元；净融入580亿元，环比减少1824亿元。其中，城投债发行额1226亿元（占比47%），环比减少182亿元；城投债净融入377亿元，环比减少433亿元；产业债发行额1377亿元（占比53%），环比减少881亿元，净融入203亿元，环比减少1390亿元。本周普信债加权发行期限为3.77年，环比增加0.41年；加权发行利率为1.95%，环比增长0.30pct。

二级成交：本周普信债换手率小幅波动，其中1年以下普信债换手率降幅最大，5-7年普信债换手率环比提升。本周银行二永债换手率整体较上周有所提升，其中AA+等级二永债增幅明显，或因中小银行（AA+主体）发行放量以及需求端机构风险偏好回升。

利差跟踪：绝对值方面，截至8月15日，AAA评级各期限的中短票据、城投债、二级资本债和永续债收益率均值分别为1.85%、1.84%、1.87%、1.91%，收益率整体环比上行。1Y期中短票据各等级信用债收益率下行0-2BP；3Y期AA+和AAA等级信用债收益率上行2BP，其余等级下行3BP；5Y期AA+和AAA等级信用债收益率上行3BP，其余等级下行3BP。信用利差环比继续压缩，1Y期各等级信用利差下行3-5BP；3Y期各等级信用利差下行1-6BP；5Y期各等级信用利差下行4-10BP。

本周银行二永债收益率短端下行，中长期上行，3-5年高等级品种利差降幅较小。1Y期AA+和AAA-银行永续债收益率上行1BP，利差压缩2BP；1Y期各等级银行二级资本债收益率下行0-3BP，利差压缩3-6BP；3Y期除AA-等级二级资本债收益率下行2BP（利差压缩5BP）之外，其他各等级二永债收益率上行2-7BP，利差压缩0-1BP。5Y期各等级二永债收益率上行1-9BP，利差压缩0-6BP。

分区域来看：各省城投债利差环比波动不大，西藏、天津、甘肃和宁夏下行幅度最大，为2-4BP；内蒙古和陕西上行幅度最大，为2BP。分期限来看，1Y期各等级信用利差下行2-3BP；3Y期各等级信用利差下行1-4BP；5Y期各等级信用利差下行4-8BP。

产业债方面：本周多数行业利差小幅压缩，其中食品饮料AA级产业债利差收窄幅度最大，为4BP。具体来看，AAA级产业债中，化工行业利差走阔幅度最大，为3BP。AA+级产业债中，机械设备行业利差走阔幅度最大，为2BP。AA级产业债中，除食品饮料行业收窄4BP外，其他行业利差均走阔。

信用策略：短久期下沉挖掘利差，中长久期止盈

本周信用债市场呈现“短端修复、长端承压”的特征，策略上短久期下沉可最大化票息收益，而中长久期止盈可规避利差压缩尾声的波动风险。品种上，关注2-3年AA/AA-级城投债下沉机会，优选经济强省的相对弱区域平台。银行二永债方面，高等级（AAA-/AA+）为主，1-3Y博弈利率波动，3-5Y博弈骑乘收益。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【固定收益】经济数据回落未超预期，股债配置或继续切换——事件点评-20250816

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

2025年8月15日上午，国新办举行新闻发布会介绍，2025年7月份国民经济运行情况。7月份全国规模以上工业增加值同比增长5.7%，7月份全国服务业生产指数同比增长5.8%，7月份社会消费品零售总额38780亿元，同比增长3.7%，1-7月份全国固定资产投资（不含农户）288229亿元，同比增长1.6%。

经济数据走低下股涨债跌，或在于市场预期的修正

2025年8月13日，央行公布金融数据，7月人民币贷款减少500亿元，为2005年8月至今的首次。

2025年8月15日，统计局公布经济数据，7月全国规模以上工业增加值同比增长5.7%、前值6.8%，7月社会消费品零售总额同比增长3.7%、前值4.8%，1-7月全国固定资产投资同比增长1.6%、前值2.8%，7月经济数据均有所回落。

反观股债市场，2025年8月15日上证指数上涨0.83%，10年国债收益率上行1.2BP，市场呈现为股涨债跌。

7月经济数据和金融数据走低，理论上出现股跌债涨，但事实上反而是股涨债跌、股债配置继续切换。

回顾历史，2023年一季度同样出现了基本面和市场走势的偏离。

2023年2-3月的PMI分别达到52.6%和51.9%，但上证指数为震荡行情、10年国债收益率下行，股债市场并未跟随经济数据的回升而出现股涨债跌。

事后看，2023年二季度开始，政策切换至紧信用和紧财政，经济增速见顶回落。2023年一季度经济数据回升导致市场预期较高，反而是之后经济增速见顶回落，市场预期持续向下修正，导致了股市震荡和债券收益率下行。

我们认为，当前股债市场走势与经济数据偏离，逻辑或与2023年一季度类似。2025年二季度受关税因素扰动，市场预期下半年经济增速明显回落，反而是7月以来政策不断释放积极信号，预期向上修正导致股涨债跌。

2025年7月1日，中央财经委员会会议提出“依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”，政策推动通胀回升。

2025年7月19日，雅鲁藏布江下游水电工程开工，提振国内投资。

2025年7月30日，中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《育儿补贴制度实施方案》，“从2025年1月1日起，对符合法律法规规定生育的3周岁以下婴幼儿发放补贴”，政策对生育进行补贴。

2025年8月4日，财政部、人民银行、金融监管总局联合印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，“对居民个人使用贷款经办机构发放的个人消费贷款中实际用于消费且可识别交易信息的部分给予贴息”，政策促进消费和信贷回升。

不难看出，一系列政策正在逐步推进和见效之中，2025年下半年经济有望保持稳定，经济预期或延续修正，推动股市和债券收益率进一步上行。

经济预期修正下，股债配置或继续切换

我们认为，尽管2025年7月经济和金融数据走低，但考虑到当前一系列政策有望逐步见效，2025年下半年经济有望保持稳定，处于经济L型下半场。

对于债券市场，预计2025年下半年10年国债收益率目标1.9-2.2%。历史上看，10年国债收益率合理水平整体处于DR007+40到70BP区间。2025年年初DR007处于1.8%左右、对应10年国债收益率目标2.5%，考虑当前

到 DR007 处于 1.5% 左右、对应目标应为 1.9-2.2%。

同时，如果 2025 年下半年政策反内卷见效，通胀实现正常化，DR007 中枢有望提高至通胀水平之上，届时 10 年国债收益率合理区间同样有望相应幅度上调。例如，如果通胀水平上行至 1.5-2.0%，则 DR007 或再次上行至 1.8%，对应 10 年国债收益率或达到 2.5%。

对于权益市场，考虑到经济预期或进一步向上修正，以及科技产业不断升级，下半年经济稳定和产业推动下，股市有望延续上涨行情。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【金融工程】8 月转债配置：转债估值偏贵，看好偏股低估风格——金融工程定期-20250817

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001 | 何申昊（分析师）证书编号：S0790524070009

截至 2025 年 8 月 15 日，近 1 月可转债等权指数（889033.WI）上涨 7.34%，可转债高价指数（889041.WI）上涨 7.92%，中价指数（889042.WI）上涨 11.32%，低价指数（889043.WI）上涨 3.45%，可转债正股等权指数（889035.WI）上涨 4.59%。

转债和正股估值比较：转债估值偏贵

针对可转债与正股的估值比较，我们构建出时序上可比的估值指标“百元转股溢价率”，并计算滚动历史分位数衡量转债和正股当前的相对配置价值。

截至 2025 年 8 月 15 日，“百元转股溢价率”滚动三年分位数处于 98.70%，滚动五年分位数处于 94.90%。

偏债转债和信用债估值比较：整体配置性价比偏低

针对偏债型转债和信用债的估值比较，我们重点考量转股条款对转债 YTM 产生的影响进行剥离，取“修正 YTM-信用债 YTM”中位数衡量偏债型转债和信用债之间的相对配置价值。

截至 2025 年 8 月 15 日，当前“修正 YTM-信用债 YTM”中位数为-2.36%，偏债型转债的整体配置性价比偏低。

近 3 周估值因子在偏股、平衡、偏债转债中超额为-2.62%、-0.41%、0.20%

从长期来看，高估值的转债会系统性的带来负收益。我们构建出转股溢价率偏离度因子和理论价值偏离度因子（蒙特卡洛模型），并将两个因子融合构建出转债综合估值因子。我们选择转债综合估值因子排名前 1/3 的转债构建平衡转债低估指数、偏债转债低估指数；选择理论价值偏离度（蒙特卡洛模型）因子排名前 1/3 的转债构建偏股转债低估指数。

截至 2025 年 8 月 15 日，近 3 周低估因子在偏股、平衡、偏债三类转债中增强超额分别为-2.62%、-0.41%、0.20%。

转债风格轮动：看好偏股低估风格

我们选择转债 20 日动量+转债波动率偏离度作为市场情绪捕捉指标构建转债风格轮动组合，双周频调仓。

根据 2025 年 8 月 15 日的最新信号，未来两周风格轮动将全仓配偏股转债低估指数。截至 2025 年 8 月 15 日，近 4 周转债风格轮动收益为 9.20%；2025 年以来转债风格轮动收益为 43.13%。

偏股转债低估指数成分债：景兴转债、欧通转债、荣泰转债等；

平衡转债低估指数成分债：希望转 2、金能转债、和邦转债等；

偏债转债低估指数成分债：紫银转债、东南转债、鲁泰转债等。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。

【金融工程】基于虚拟指数的另类增强方案——开源量化评论（111）-20250816

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 胡亮勇（分析师）证书编号：S0790522030001

指数增强型基金产品相对收益优势突出，逐渐出圈

2022 年到 2024 年连续三年衡量主动权益投资能力的基金指数（如 885001.WI 或 930890.CSI）表现不如同期的沪深 300 或中证 500 指数。

指数化基金产品的阶段性跑赢，催生了跟踪指数的量化增强类产品的市场关注度。截至 2025 年 6 月 30 日，公募基金指数增强类产品共有 631 只（含非初始基金），不同类型的跟踪指数有 56 种，范围涵盖从主要宽基指数到特定行业或风格指数。

公募指数增强类基金相对所跟踪的基准指数具有稳定的超额收益率，但是跟踪沪深 300 和中证 500 指数的增强基金平均累计超额收益近些年有所放缓。跟踪中证 1000 指数的增强类产品表现持续亮眼，2017 年以来，区间平均超额累计收益率近 150%。

基于指数增强型基金持仓复制构建的组合跑赢被跟踪指数

通过拟合指数增强基金的持仓来获取增强基金相对被跟踪指数的平均超额收益，具有更高的难度系数。原因有两点，指数增强基金具有更高的换手率和更低的十大重仓股持仓占比。

测试期内，不同宽基指数的模拟组合均能够战胜被跟踪指数，但超额幅度无法达到市场同类指数增强基金的平均超额收益率水平。2017 年以来，沪深 300 指数模拟组合累计超额收益约 22%，拟合跟踪误差为 2.51%。

根据拟合持仓构建的组合可以理解为是官方指数的替换版本，我们定义为虚拟指数（VirtualIndex）。一个优秀的虚拟指数，至少需要满足两方面的要求：与原始指数权重分布近似，但集中度更低。使用 JS 散度（Jensen-Shannon Divergence）和赫芬达尔-赫希曼指数（HHI）刻画的虚拟指数满足与原指数的分布近似性和低集中度特征。

重构成分股权重的另类增强方案是传统因子挖掘模式的有益补充

以沪深 300 指数为例，测试期内，基于虚拟指数模拟持仓权重的增强组合跑赢了基于原始指数真实权重的增强组合，二者累计净值分别为 4.35 和 3.25，基于虚拟指数的增强组合优势显著。

大部分细分因子，在模拟持仓成分股中计算得到的 RankIC 值相对更高，预测效果更好，仅有少数因子例外。从因子稳定性角度来看，各细分因子均在模拟持仓成分股中具有更优的表现。

一个重要的启示是，除了因子挖掘的方法之外，我们可以通过重构基准指数的成分股权重来提升增强策略的表现。

风险提示：模型测试基于历史数据，未来可能发生变化。

行业公司

【中小盘】看好 AI+机器视觉，关注有应用场景积累的细分龙头——中小盘周报-20250817

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：看好 AI+机器视觉，有应用场景积累的细分龙头有望充分受益

AI 助力机器视觉实现“感知工具”向“认知引擎”的升级，持续拓展新兴应用。随着大模型、3D 成像、边缘计算等 AI 技术的成熟，机器视觉系统不仅能够实现高精度的尺寸测量、复杂场景下的缺陷识别，还具备了实时分析、自适应调整、多模态融合等能力，真正迈入了智能化时代，催生了具身智能等新兴应用。

政策重点鼓励人工智能应用示范，有应用场景积累的细分龙头有望充分受益。2025 年 7 月 31 日，国务院常务会议审议通过《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，提出要大力推进人工智能规模化商业化应用；8 月 6 日，上海市人民政府办公厅发布《上海市具身智能产业发展实施方案》，提出要以物流装配、工业制造、商业零售、医疗康养、家政服务等领域为牵引，开展场景征集与任务揭榜，探索具身智能应用新业态。展望未来，具备“技术硬实力+场景软实力”的机器视觉细分赛道龙头企业，有望充分享受政策红利与市场增长的双重收益。

受益标的：（1）罗普特：依托“AI+行业”深度发展战略进军大模型一体机（与浪潮合作开发）与机器人（2024 年年报首次提及“AI+机器人”模式，拟开发工业巡检机器人、服务型机器人等）。（2）奥普特：目前公司消费机器人相关产品主要包括双目结构光相机、TOF 相机等深度相机，2D 相机，鱼镜头相机以及传感器（红外、测距、激光雷达）等，泰莱关节电机模组产品已在送样过程中，未来还会进入空心杯电机、无框力矩电机等市场。（3）凌云光：公司携手宇树打造 FZMotion 具身智能数据采集方案，助力人形机器人动作训练、数据采集和模拟仿真，2025 年第一季度具身智能订单量实现大幅增长。

本周市场表现及重大事项

市场表现：本周除万得微盘股指数外，中证 500/中证 1000/国证 2000 等中小盘指数表现优于上证 50 和沪深 300 等大盘指数。芯动联科、矩子科技、晶晨股份本周涨幅居前。

本周重大事项：（1）新股方面，志高机械、C 广建科 2 家公司登陆 A 股，银诺医药-B、中慧生物-B2 家公司登陆港股。本周 A 股 3 家公司注册生效，3 家公司过会，1 家公司获交易所受理；（2）定增方面，新增竞价预案公告 5 例，发行竞价项目平均折价率 19.8%，平均收益率 134.7%；（3）并购方面，3 家公司首披重大资产重组，7 家公司涉及实控人变更；（4）股权激励和回购方面，7 家公司披露股权激励预案，10 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。

【地产建筑】全国首单产业园持有型 ABS 落地，发行市场保持活跃——行业周报-20250817

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

全国首单产业园持有型 ABS 落地，发行市场保持活跃

2025 年第 33 周，中证 REITs（收盘）指数为 853.96，同比上涨 6.24%，环比下跌 1.62%；中证 REITs 全收益指数 1080.91，同比上涨 11.48%，环比下跌 1.49%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 6.9 亿份，同比增长 40.24%；成交额达 32.66 亿元，同比增长 67.06%；区间换手率 3.18%，同比下降 8.62%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为-3.39%、-1.16%、-1.18%、-1.75%、-1.00%、-1.77%、-0.98%；一月涨跌幅分别为-4.00%、-2.06%、-3.17%、-3.93%、+0.49%、-4.39%、+0.82%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

全国首单产业园持有型 ABS 落地，中金唯品会奥莱 REIT 发售公告

国君资管-无锡经济开发区国家传感信息产业园持有型不动产资产支持专项计划在上交所成功发行，规模 6.6 亿元。全国首单产业园持有型 ABS（私募 REITs）落地作为全国首单成功设立的产业园区持有型不动产 ABS 项目，无锡经开项目主要聚焦智能网联汽车、传感器、物联网等产业。中金唯品会奥莱 REIT 发售公告，询价中位数和加权平均数均为 3.481 元/份；最终确认基金份额发行价为 3.48 元/份，按照 10 亿份发行份额计算，募集资金 34.8 亿元。

一周行情：消费 REITs 单周下跌 0.98%，单月累计上涨 0.82%

2025 年第 33 周，中证 REITs（收盘）指数为 853.96，同比上涨 6.24%，环比下跌 1.62%，2024 年年初至今累计上涨 12.89%，同期沪深 300 指数累计上涨 22.48%，累计超额收益-9.59%。中证 REITs 全收益指数 1080.91，同比上涨 11.48%，环比下跌 1.49%，同期沪深 300 指数累计上涨 22.48%，累计超额收益+2.95%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为-3.39%、-1.16%、-1.18%、-1.75%、-1.00%、-1.77%、-0.98%；一月涨跌幅分别为-4.00%、-2.06%、-3.17%、-3.93%、+0.49%、-4.39%、+0.82%。

一级跟踪：11 只 REITs 基金等待上市，发行市场保持活跃

2025 年第 32 周，共有 11 只 REITs 基金等待上市，华夏凯德商业资产封闭式基础设施证券投资基金、中信建投沈阳国际软件园封闭式基础设施证券投资基金首发申请已反馈，发行市场保持活跃。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【地产建筑】新房成交面积环比增加，完善房地产金融基础性制度——行业周报-20250817

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，完善房地产金融基础性制度

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下降。土地成交面积同比增加，溢价率环比下降。本周央行提出，着力推动保障性住房再贷款等金融政策措施落地见效，持续巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。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。

完善房地产金融基础性制度，多地持续放宽公积金限制

中央层面：中国人民银行：发布 2025 年第二季度中国货币政策执行报告，要求落实落细适度宽松的货币政策，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施力度和节奏，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配，持续营造适宜的金融环境。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。下一阶段，着力推动保障性住房再贷款等金融政策措施落地见效，持续巩固房地产市场稳定态势，完善房地产金融基础性制度，助力构建房地产发展新模式。

地方层面：天津：市住房公积金管理中心近日推出购存量房提取住房公积金支付首付款便民服务新举措，符合条件的缴存人及配偶可一次性申请提取购房合同签订当月之前的住房公积金金额支付首付款。

市场端：土地成交面积同比增加，深圳土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025 年第 33 周，全国 68 城商品住宅成交面积 168 万平米，同比下降 12%，环比增加 4%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 7627 万平米，累计同比下降 10%。2025 年第 33 周，全国

20 城二手房成交面积为 169 万平方米，同比增速-6%，前值 0%；年初至今累计成交面积 6384 万平方米，同比增速+7%，前值+8%。

投资端：2025 年第 33 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 1841 万平方米，成交土地规划建筑面积 2216 万平方米，同比增加 33%，成交溢价率为 1.9%。一线城市成交土地规划建筑面积 119 万平方米，同比增加 100%；二线城市成交土地规划建筑面积 504 万平方米，同比下降 1%；三线城市成交土地规划建筑面积 1593 万平方米，同比增加 46%。

融资端：国内信用债发行规模同环比减少

2025 年第 33 周，信用债发行 36.6 亿元，同比减少 53%，环比减少 81%，平均加权利率 2.06%，环比减少 11BP。信用债累计发行规模 2561.1 亿元，同比减少 7%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【商贸零售】7 月社零同比+3.7%，老铺黄金官宣产品调价计划——行业周报-20250817

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031 | 姚慕宇（联系人）证书编号：S0790125040021

7 月社零同比+3.7%，老铺黄金官宣产品调价计划

本周国家统计局发布社零数据：2025 年 1-7 月我国社零总额同比+4.8%，其中 7 月同比+3.7%，社会消费稳步复苏。分渠道看，线上渠道延续增长，线下各业态增速边际放缓；分品类看，商品零售同比稳健增长，可选品类中金银珠宝、化妆品类边际改善明显。我们认为，国补支持继续对终端消费发挥效用，7 月整体零售维持稳健增长，结构上有所分化，期待后续消费动能进一步激发。建议关注黄金珠宝两大细分高景气赛道，以及头部国货美妆推新及投放节奏。（1）黄金珠宝：本周老铺黄金发布调价预告，且在上海恒隆广场正式围挡，品牌高端化如期兑现，此外金饰消费时尚化趋势依旧坚挺，后续加盟商“翻牌”有望重塑品牌格局，继续关注高端黄金和时尚黄金两大细分赛道。（2）化妆品：行业国货崛起趋势不变，各品牌表现逐渐分化，细分品类趋势品类凸显，成分和品类出现新需求，各美妆品牌通过布局新赛道等积极寻求多元成长曲线，持续关注头部国货美妆品牌推新及投放节奏、平销期表现等。

行业关键词：Genocure、小红书、微笑童颜、武商超市、老铺黄金等

【Genocure】Genocure 与凯莱英达成合作。

【小红书】小红书将组建大商业板块。

【微笑童颜】乐伊美生物获四环医药“微笑童颜”中国区独家销售权。

【武商超市】武商超市布局即时零售业务。

【老铺黄金】老铺黄金发布调价预告。

板块行情回顾

本周（8 月 11 日-8 月 15 日），商贸零售指数报收 2214.55 点，上涨 0.44%，跑输上证综指（本周上涨 0.86%）0.42 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 16 位。零售各细分板块中，本周商业物业经营板块涨幅最大，2025 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周浙江东日（+41.0%）、国光连锁（+19.8%）、翠微股份（+15.6%）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。

【银行】“过度减点”贷款减少，定价暂难突破成本线——2025Q2 央行货币政策执行报告学习-20250817

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 朱晓云（分析师）证书编号：S0790524070010

2025Q2 新增贷款投放延续提质增效，正确理解信贷节奏阶段放缓

截至 2025 年 6 月末，金融机构人民币贷款余额 268.6 万亿，同比增长 7.1%。结构上看信贷资源继续向“五篇大文章”集中，科技、绿色、普惠、养老、数字经济贷款同比增长 12.5%、25.5%、11.5%、43.0%、11.5%，均高于全部贷款增速。本次货币政策执行报告中，专栏①、②分别展开介绍普惠和科创金融支持情况，其中普惠小微贷款余额 35.6 万亿元，科技贷款余额 44.1 万亿元，二者 2025 上半年合计新增约 6.8 万亿元，占全部贷款增量的 53%。从银行角度理解投向变化，一是新增贷款风险更低，银行不再为信用扩张而过分下沉客户；二是信贷节奏阶段性放缓可能说明低效信贷的挤出，“量价”更加平衡。

存贷“反内卷”见效，贷款定价或有合意底线，关注存款搬家中的成本降幅

“过度减点”贷款减少，贷款利率暂时难突破成本线。2025Q1 货币政策执行报告中，将贷款定价减点情况拆分为 $[0, \text{LPR}-1\%)$ 、 $[\text{LPR}-1\%, \text{LPR}-0.5\%)$ 、 $[\text{LPR}-0.5\%, 0)$ 三个区间，本次报告我们可以看到明显的边际变化： $[0, \text{LPR}-1\%)$ 区间贷款占比 6 月环比 5 月压缩 2pct，侧面反映央行对贷款定价的“合意水平”愈发关注，超低价贷款或受自律约束。我们估算当前企业一般贷款定价的成本线约为 2.71%，零售按揭约为 2.94%，暂时贷款利率或较难突破。因贷款 FTP 锚定 LPR 并参考实际负债成本变动，下阶段贷款利率下行需 LPR 降息引导或银行实际负债成本改善配合。新起息存款价格实质性下降，下阶段关注存款“财富化”进程中，付息率是否如预期改善。从融 360 数据观测，5 月开始跟随挂牌调整，银行新吸收存款付息率出现快速下降，我们认为本次挂牌调整中小行的跟进速度更快，2025 年 6 月一年期定存起息价格约 1.29%，三年期约 1.69%，分别较 3 月下降 28BP、35BP，存款定价“反内卷”也开始看到效果。我们看好 2025H2 息差企稳的核心逻辑是高息定存的到期重定价，由于股市情绪提振，存款活化及非银化自 7 月起加速，存款搬家中的结构变化会否对冲降成本效果需紧密关注。

货币政策：“防空转”侧重稳息差，预计资金面暂时不会收紧

在下阶段货币政策主要思路上，央行再次提及“防范资金空转”，但或基于实体融资成本有效下降的考虑，去化一些低效存贷业务稳息差。现阶段存款“财富化”初期，银行的负债稳定性面临挑战，央行对流动性的主导权在提升，我们认为适度宽松的政策仍需落实落细，资金面因此收紧的概率不大。

投资建议：低利率时代的价值重估，银行的稳定红利属性具有稀缺性

低利率大资管时代，居民财富或向稳定股息权益方向转移，继续看好经济动能的稳步回升以及银行估值抬升。我们认为 2025 年银行经营业绩将基本保持稳定，主要基于资产负债结构优化、息差降幅收窄、零售风险可控、债券流转贡献业绩等几方面考虑，银行红利属性将获得加持，保险中长期资金、公募低配资金等或将继续推动板块行情持续。受益标的农业银行、招商银行、中信银行、北京银行等。

风险提示：净息差超预期收窄；部分企业经营情况不佳传导至信用成本等。

【食品饮料】进入业绩披露期，关注绩优股表现——行业周报-20250817

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（联系人）证书编号：S0790123070080

核心观点：中报亮点与压力并存，重点把握成长赛道

8月11日-8月15日，食品饮料指数涨幅为0.5%，一级子行业排名第18，跑输沪深300约1.9pct，子行业中调味发酵品（+2.2%）、烘焙食品（+1.5%）、保健品（+1.3%）表现相对领先。当前市场已步入中报披露期，食品饮料板块股价表现与中报业绩相关性较高。从已经公布的中报情况来看，白酒行业作为食品饮料板块核心，不同企业表现分化：贵州茅台中报业绩稳定性较高。茅台作为行业龙头，品牌力与市场地位稳固，较高的品牌与产品竞争力使其在复杂市场环境中保持稳健增长。珍酒李渡上半年业绩虽有下滑，但市场关注度颇高。公司积极推出“大珍”新品，通过产品创新、渠道优化等多维度发力，为后续业绩回升奠定基础，也获得市场青睐。部分酒企虽中报业绩预期欠佳，但市场已提前消化相关预期，行业整体处于调整阶段，预计基本面低点在下半年出现。从估值角度看，部分优质白酒企业已具备较高安全边际，且筹码结构相对较好，股息收益率可观，建议下半年重点关注白酒低位布局机会。啤酒板块中，重庆啤酒中报业绩基本符合预期。受市场竞争加剧、产品降级等因素影响，预计啤酒行业整体中报业绩面临压力。但珠江啤酒与燕京U8在各自优势区域表现相对较好，其增长态势值得关注。华润啤酒作为行业龙头之一，品牌、规模与渠道优势突出，长期来看有望受益于行业修复，当前估值不高，可重点关注。安琪酵母在成本下降红利推动下，中报业绩表现优异。原材料价格回落、生产效率提升等因素促使公司成本降低，盈利能力增强。随着下游食品、烘焙等行业持续发展，对酵母需求稳定增长，公司成本优势有望持续转化为业绩增长动力。卫龙美味中报业绩不乏亮点，魔芋产品保持高速增长。公司持续拓展产品线，通过产品创新满足消费者多元化需求，强化品牌建设提升品牌知名度与美誉度。展望下半年，休闲零食行业发展势头强劲，新消费相关公司在消费升级与模式创新的浪潮中，成长性十分突出。从目前市场趋势来看，下半年新消费领域有望重新成为市场主流，建议重点布局盐津铺子、西麦食品、东鹏饮料、万辰集团等，受益标的包括卫龙美味。

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。

【计算机】积极拥抱 AI 投资大时代——行业周报-20250817

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（2025.8.11-2025.8.15），沪深300指数上涨2.37%，计算机指数上涨5.38%。

周观点：积极拥抱 AI 投资大时代

海外巨头资本开支指引积极，AI算力持续景气

多家海外巨头上调资本支出指引，谷歌在二季度财报电话会表示将在2025年将资本投资增加100亿美元至850亿美元，Meta将2025年全年资本支出下限从640亿美元上调至660亿美元。OpenAICEO表示GPT-5上线48

小时内 API 流量翻倍，ChatGPT 用户数持续增长，OpenAI 目前因缺乏算力，无法提供更好的模型和新型产品服务，需要更大规模的 GPU 来扩展业务，未来将花费数万亿美元用于数据中心建设。伴随用户数量和大模型技术迭代，我们看好 AI 算力有望持续景气。

AI 应用商业化加速，业绩持续兑现

AI 全面赋能腾讯业务条线，2025 年二季度，受益于 AI 驱动的广告平台改进，营销服务业务实现收入 358 亿元，同比增长 20%；得益于企业客户对 GPU 租赁和 API token 使用等 AI 相关服务的需求增加，金融科技及企业服务业务当季收入 555 亿元，同比增长 10%。2025 上半年金蝶 AI 合同金额超过 1.5 亿元，并推出苍穹 AI Agent 平台 2.0，以及金钥财报、ChatBI（问数智能体）、差旅智能体、招聘智能体、BOSS 助理、报价智能体等 AI 原生智能体。近期高层政策和海内外大模型密集发布，同时 AI 应用公司业绩持续兑现，政策、技术共振下看好 AI 应用货币化加速趋势。

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、同花顺、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、普元信息等，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、软通动力等，受益标的包括拓维信息、广电运通、烽火通信等。

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。

【医药】国谈药品初审名单公布，关注相关公司的投资机会——行业周报-20250817

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 刘艺（联系人）证书编号：S0790124070022

国谈药品初审名单公布，商保创新药目录首次亮相

8 月 12 日，国家医保局发出《关于公示通过 2025 年国家基本医疗保险、生育保险和工伤保险药品目录及商保创新药目录调整初步形式审查的药品及相关信息的公告》，商保创新药目录首次亮相，标志着我国医疗保障体系正式从“单一保基本”向“基本医保+商保补充”双轨制转型。

本次商保创新药主要集中在肿瘤、免疫、罕见病等领域。从药物类型来看，商保目录多为抗癌药物，其次是代谢、CNS 等慢病领域新药；从注册企业来看，约 30 家是跨国药企申报，占比约 20%。商保创新药初审目录包括 PD-1、CAR-T 疗法以及 ADC 药物等；另外，多款代谢、CNS 等慢病领域新药也初步纳入了商保创新药。商保给创新药留以较大空间，其为高价值创新药打开另一条通路。医保基本目录中有 20 款 2025 年上半年首次在国内获批的抗肿瘤新药通过了形式审查，药物类型包括多款小分子抑制剂，以及 CD38 单抗、CD3×CD19 双抗、HER2ADC 等生物新药；多款备受关注的双抗、CAR-T、ADC 等肿瘤药物通过了医保基本目录初审。此外，20 余款中成药纳入 2025 基本医保目录，多为独家品种。当前纳入医保+商保的创新药大多处于未放量以及低基数阶段，随着医保支持创新药的政策红利持续释放，我们认为纳入双目录的创新药收入有望快速提升，患者有望持续受益，同时相关创新药企也随之迎来弹性增长。

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、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：创新药研发热度下滑、药物临床研发失败、药物安全性风险等。

【建材】大基建继续维稳经济，建材反内卷进行时——行业周报-20250817

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

大基建继续维稳经济，建材反内卷投资进行时

近日，国家铁路集团正式组建注册资本 950 亿元的新藏铁路有限公司，标志着这条世界海拔最高、施工难度最大的“极限工程”全面转入落地施工阶段。线路全长预计约 2000 公里，总投资近 5000 亿元，建设周期或超 20 年，年均拉动 GDP 约 0.18 个百分点。项目贯通新疆和田至西藏日喀则，将显著降低区域物流成本，加速“一带一路”陆路通道与西部经济协同发展；同时带动水泥、民爆、工程机械等龙头央企及区域建材企业需求释放。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 11 日至 8 月 15 日）建筑材料指数上涨 2.88%，沪深 300 指数上涨 2.37%，建筑材料指数跑赢沪深 300 指数 0.51pct。近三个月来，沪深 300 指数上涨 8.87%，建筑材料指数上涨 16.67%，建材板块跑赢沪深 300 指数 7.80pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 25.61%，建筑材料指数上涨 35.30%，建材板块跑赢沪深 300 指数 9.69pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 8 月 15 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 275.14 元/吨，环比上涨 0.52%；水泥-煤炭价差为 182.19 元/吨，环比下跌 0.64%；全国熟料库容比 66.18%，环比下降 1.30pct。

玻璃：截至 8 月 15 日，全国浮法玻璃现货均价为 1209.38 元/吨，环比下跌 49.96 元/吨，跌幅为 3.97%；光伏玻璃均价为 116.41 元/重量箱，环比上涨 0.16 元/重量箱，涨幅为 0.13%。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 12.99 元/重量箱，环比下跌 15.50%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 8.61 元/重量箱，环比下跌 16.24%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 8.96 元/重量箱，环比下跌 17.93%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 63.31 元/重量箱，环比上涨 0.43%。

玻璃纤维：截至 2025 年 8 月 15 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 15 日，原油价格为 67.98 美元/桶，周环比下跌 0.47%，较 2025 年年初下跌 11.40%，

同比下跌 18.25%；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。

【农林牧渔】猪价新一轮上行或逐步开启，非瘟疫苗打开动保板块成长空间——行业周报-20250817

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

周观察：猪价新一轮上行或逐步开启，非瘟疫苗打开动保板块成长空间

肥猪溢价走扩，猪价新一轮上行或逐步开启。据涌益咨询，截至 2025 年 8 月 15 日，全国生猪均价 13.73 元/公斤，周环比+0.06 元/公斤，同比-7.44 元/公斤。截至 2025 年 8 月 14 日，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价 0.28 元/公斤（周环比+0.04 元/公斤）。受出货节奏及市场情绪影响，本周猪价震荡调整，但肥猪溢价已走扩，生猪当前处于 2025Q3 供给收缩窗口期叠加出货节奏影响月度供需错配，后市生猪供给或进一步偏紧，猪价新一轮上行或逐步开启。

8 月猪价同比下行对 CPI 负面影响或扩大，政策端或采取进一步强化措施推动猪价回升。2025 年 8 月 15 日中国人民银行《2025 年第二季度中国货币政策执行报告》指出把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。我们预计 8 月全月猪价为 14.26 元/公斤，同比跌幅 30%，政策端或采取进一步强化措施推动猪价在原有回升基础上进一步上行。

非瘟及宠物疫苗打开动保板块成长空间，动保龙头长期配置价值显现。2025 年 7 月 17 日生物股份获非瘟亚单位疫苗临床试验批件，非瘟疫苗研发进展加速。据我们测算，中性假设（市场渗透率 30%）下，行业非洲猪瘟疫苗有望实现年 78.0 亿元销售收入，39.0 亿元净利润。此外，宠物疫苗蓝海市场，受宠物消费市场规模提升、猫犬免疫率提升以及国产疫苗替代共同驱动扩容。生物股份等行业龙头先发优势明显，有望充分受益长期配置价值显现。

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（8.11-8.15）：农业跑输大盘 1.84 个百分点

本周上证指数上涨 1.70%，农业指数下跌 0.14%，跑输大盘 1.84 个百分点。子板块来看，农产品加工及林业板块领涨。个股来看，中粮糖业（+41.04%）、申联生物（+13.97%）、晓鸣股份（+8.86%）领涨。

本周价格跟踪（8.11-8.15）：本周白羽鸡、牛肉、豆粕等农产品价格环比上涨

8 月 15 日全国外三元生猪均价为 13.76 元/kg，较上周上涨 0.05 元/kg；仔猪均价为 28.87 元/kg，较上周下跌 1.53 元/kg；白条肉均价 18.05 元/kg，较上周-0.02 元/kg。8 月 15 日猪料比价为 4.09:1。自繁自养头均利润 28.85 元/头，环比-16.28 元/头；外购仔猪头均利润-157.05 元/头，环比-22.91 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。

【煤炭开采】动力煤有望越过 700 剑指 750 元，煤炭布局稳扎稳打——行业周报-20250817

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：动力煤有望越过 700 元剑指 750 元

动力煤方面：动力煤价格持续反弹，截至 8 月 15 日，秦港 Q5500 动力煤平仓价为 698 元/吨，今年上半年最低价格为 609 元，已累计上涨 14.61%。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，叠加大矿竞拍热情上涨，产地货源供应偏弱，截至 8 月 10 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 80.8%，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 15 日，环渤海库存 2363.5 万吨，今年上半年最高库存为 3316.3 万吨，已累计下跌 28.73%。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 14 日，国内甲醇开工率 79%，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 15 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 1230 元，累计涨幅达到 71.07%。当前焦煤基本面反映出“强预期但弱现实”的特征。供给端，本周国内焦企保持生产积极性，国家能源局综合司发布《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，当前已修复到第一目标价之上，即神华和中煤等央企的长协价格（670 元附近）之上，后续我们认为将继续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。

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