

晨会纪要

数据日期: 2025-07-25	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)	3593.65	11168.14	4127.16	12641.03	3212.76	1054.19
涨跌幅度(%)	-0.33	-0.22	-0.52	0.14	0.03	2.06
成交金额(亿元)	8216.09	9657.27	4304.45	3572.22	4319.36	419.37

晨会主题

【重点推荐】

行业与公司

食品饮料行业专题: 新消费研究之二-中国餐饮供应链效率革命: 食材预制化与餐饮零食化的双轮驱动

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评: 2025年6月财政数据快评——二本账分化, 一般公共支出继续下行

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降幅收窄

宏观周报: 政府债周报-国债净融资边际放缓

宏观周报: 宏观经济宏观周报-本周高频指标加速回升, 投资和房地产表现较优

固定收益专题研究: 2025年二季度货币基金分析-收益率微降态势延续, 规模攀升再创新高

固定收益专题研究: 公募基金二季度转债持仓分析-一级债基为增配主力, 低价个券替银行底仓

固定收益快评: 可交换私募债跟踪-私募EB每周跟踪 (20250721-20250725)

固定收益周报: 超长债周报——反内卷通缩预期好转, 超长债暴跌

固定收益周报: 转债市场周报-价格中枢再抬升, 关注绩优品种

固定收益周报: 公募REITs周报(第27期)-指数继续回调, 各板块均收跌

行业与公司

电新行业周报: 锂电产业链双周评(7月第2期)-英国重启对新能源汽车补贴, 上汽新名爵4将搭载半固态电池

电新行业周报: AIDC电力设备/电网产业链周度跟踪(7月第4周)

电新行业周报: 风电产业链周度跟踪(7月第4周)

电新行业快评: 电力设备新能源行业点评-价格法修正草案公开征求意见, “内卷式”竞争有望缓解

电新行业快评: 电力设备新能源行业点评-绿色甲醇项目陆续投产, 为绿电消纳提供新方向

非银行业快评: 2025年三季度人身险预定利率下调点评-利差风险缓释,

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 07月28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	25388.35	-1.08

基金指数 07月28日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3262.44	-0.08
股票基金指数	10839.77	0.69
混合基金指数	10116.23	0.95

汇率 07月28日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.17	-0.07
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.84	-0.0
美元兑日元	147.67	0.45

非流通股解禁 07月28日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
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
深城交	8400.00	100.00	2025-04-28

产品结构调整

银行业快评:负债期限拉长,资产品类拓宽——2025 年银行理财半年报点评

银行业快评:银行业投资策略-复盘:牛市氛围渐浓,顺周期优质个股迎较好布局时机

海外市场专题:港股市场速览-“反内卷”加速演绎,但量价节奏放缓

海外市场专题:美股市场速览-市场持续上涨,价值风格跑赢

通信行业 2025 年 8 月投资策略:算力基础设施高景气度持续,国内 AI 有望加速发展

亚翔集成(603929.SH)财报点评:重大项目有序衔接,后续增长动能明确
谷歌(ALPHABET)-A(GOOG.L)海外公司财报点评:广告表现亮眼,云需求强劲,上调 25 年 CAPEX 指引

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 204 期)

金融工程周报:主动量化策略周报-科创板领涨,优基增强组合本周相对股基指数超额 0.48%

金融工程周报:多因子选股周报-特异度因子表现出色,四大指增组合年内超额均超 9%

金融工程周报:港股投资周报-资源行业领涨,港股精选组合年内上涨 50.61%

金融工程周报:基金周报-首批科创债 ETF 规模超 1000 亿元,第二批新型浮动费率基金获批

金融工程周报:ETF 周报-本周股票型 ETF 涨幅中位数达 2.4%,芯片 ETF 领涨

金融工程日报:沪指震荡回调,科创 50 逆势大涨

【重点推荐】

行业与公司

◆ 食品饮料行业专题：新消费研究之二-中国餐饮供应链效率革命：食材预制化与餐饮零食化的双轮驱动

低效供应链难以满足升级需求，推动餐饮供应链行业开启效率革命。改革开放以来，中国经济持续增长，消费水平提升，2010年至2024年餐饮收入CAGR约8.6%，截至2025年3月全国餐饮门店总数已接近800万家。当前餐饮市场仍以中小型经营者为主，2024年连锁化率仅约为20.1%。传统食材供应链面临成本高、标准化难、品质低等问题，行业需要更具效率的供应链体系。因此，2020年以来资本市场餐饮供应链赛道景气度不断上升，万得调味品/预制菜概念指数2019年3月至2021年5月分别累计增长88%/82%。

方向一：食材预制化——餐饮供应链标准化的先锋。餐饮供应链涉及餐饮原材料的采购、加工、储存、配送到最终的消费者服务等多个环节，而食材预制化本质是工业化生产模式在食品领域的延伸。中国餐饮供应链市场规模庞大，约2.4万亿元，截至2025年4月生产加工企业数量达到89万家，市场格局分散，处于规模化竞争初期阶段。规模化生产是加工环节核心竞争要素，以安井、三全为代表的部分传统速冻食品厂商已建立全国化产能的壁垒。

方向二：餐饮零食化——消费场景的延伸。随着消费者生活方式变化和饮食期望的转变，食品消费越来越碎片化和个性化。餐饮零食化具体表现包括产品轻量化、突破场域限制、零售化、消费场景延伸和持续新品化，小龙虾、卤味、蔬菜等品类已经率先实现即食化。新兴渠道兴起，2023年社区超市/便利店/零食折扣增速达到10%/11%/76%，以冷冻烘焙、薯条、小酥肉为代表的产品形态帮助新兴渠道更精准、高效地满足消费者需求。

对标海外：与居民生活方式紧密相关，龙头企业乘时代机遇成长。美国餐饮供应链2022年规模约为3820亿美元，Sysco通过超过200起并购，形成40万SKU的产品矩阵，2024年营收达788亿美元，服务全球餐饮客户。日本冷冻调理食品行业已经进入成熟阶段，神户物产实行产销一体化的垂直整合模式，实现12%的收入复合增长，成为日本定位性价比的加盟连锁标杆。

双轮驱动食品工业化演进，企业需洞察需求、拥抱变化。当前经济环境变化，餐饮供应链行业进入新阶段，效率低下的生产厂商承受较大生存压力，预计行业供给端将逐步优化，龙头积累的产能、资金、效率壁垒有望帮助公司扩大优势，进一步促进行业集中。在行业演进的过程中，深入了解消费者需求、积极扩展业务的企业，更容易在行业调整中保持稳定，并获得长期发展机会。

投资建议：推荐安井食品、千味央厨、立高食品、卫龙美味、盐津铺子。

风险提示：同质化竞争加剧、消费习惯迁移阻力、食品安全问题等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）

联系人： 王新雨

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评：2025年6月财政数据快评——二本账分化，一般公共支出继续下行

一般公共收入增速继续回落，非税收入增速下滑。6月一般公共预算收入当月同比-0.3%，前值0.1%。其中税收收入当月同比1%，前值0.6%；非税收入当月同比-3.7%，前值-2.2%。四大税种分化，增值税为最大拉动项。主要税种中个人所得税同比6.8%，企业所得税同比2.7%，增值税同比5%，消费税同比2%。房产税（20.7%）和耕地占用税（9.6%）均实现较高增速，土地增值税增速-20.3%。

一般公共预算支出增速回落，基建类支出继续下滑。支出端，一般公共预算支出当月同比 0.4%，较前值（2.6%）继续走弱。6 月一般公共预算支出完成 9.5%，为 2019 年至今最慢。累计来看，上半年第一本账支出增速为 3.4%，完成进度 47.6%。结构上，基建支出增速继续下行。民生类支出同比增速 5.3%，继续小幅下滑（前值 6.9%）。基建相关支出同比增速-8.8%，前值-7.7%。

政府性基金预算收支两端同时提速，债务支撑支出端高增长。6 月政府性基金收入当月同比 20.8%。主要是土地出让收入（21.9%）显著回升，与上半年较好的土地成交数据一致。同时政府性基金支出当月同比 79.2%，其中土地出让收入相关支出回升至 5.9%，土地外的其他支出增速达到 164.2%。

上半年来看，第二本账收入增速为-2.4%，支出增速为 30%。主要是上半年专项债、超长期特别国债和注资特别国债合计支出 2.43 万亿对政府性基金支出形成较为强力的拉动。新增专项债和两类特别国债三项发行总额上半年为 3.7 万亿，因此上半年至少还有约 1.3 万亿资金已发未用；这三项全年额度 6.2 万亿（4.4 万亿+1.8 万亿），下半年 3.8 万亿预计将继续支撑政府性基金支出。

此外，7 月已下达第三批 690 亿以旧换新资金，剩余第四批 690 亿资金将在 10 月份下达，部分地区将于近期重启“国补”。

总体来看，广义财政支出增速大幅上行。6 月广义支出增速 17.6%，前值 4%。广义财政收入当月同比增速 2.8%，前值-1.2%，当月进度 8.1%。全年来看，广义财政收入增速为-0.6%，完成度 47.8%。广义财政支出增速为 8.9%，完成度 44.5%。我们构建的财政政策力度指数 2025 年一季度持续提高，二季度则持续回落，主要是第一本账支出端增速持续下滑。

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

联系人： 王奕群

◆ 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降幅收窄

国信周频高技术制造业扩散指数降幅收窄。截至 2025 年 7 月 19 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 50.4，降幅较上期有所收窄。从分项看，动态随机存储器价格上升，半导体行业景气度上升；丙烯腈、六氟磷酸锂价格下降，航空航天、新能源行业景气度下降；中关村电子产品价格指数、6-氨基青霉烷酸不变，计算机、医药行业景气度不变。

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 220 元/千克，与上周持平；丙烯腈价格 8050 元/吨，较上周下降 100 元/吨；动态随机存储器（DRAM）价格 1.5690 美元，较上周上升 0.061 美元；晶圆（Wafer）价格最新一期报 2.67 美元/片，较上周下降 0.01 美元/片；六氟磷酸锂价格 4.93 万元/吨，较上周下降 0.05 万元/吨；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，7 月 24 日，据国家发改委网站消息，为贯彻落实党中央、国务院决策部署，国家发展改革委、市场监管总局研究起草了价格法修正草案（征求意见稿），于 24 日向社会公开征求意见。修正草案共 10 条，主要涉及完善政府定价相关内容、进一步明确不正当价格行为认定标准、健全价格违法行为法律责任三方面内容。此外，还作了个别文字调整。

高技术制造业前沿动态上，7 月 22 日，中国聚变能源有限公司（以下简称“中国聚变公司”）在上海举行挂牌成立大会。中国聚变公司是中核集团直属二级单位，作为推进我国聚变工程化、商业化的创新主体，落户上海后，将重点布局总体设计、技术验证、数字化研发等业务，建设技术研发平台和资本运作平台。

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）、董德志（S0980513100001）

◆ 宏观周报:政府债周报-国债净融资边际放缓

政府债净融资第 29 周（7/14-7/20）2086 亿，第 30 周（7/21-7/27）3036 亿。截至第 29 周（7/14-7/20）累计 8.4 万亿，超出去年同期 4.5 万亿，主要是置换隐债专项债错位和国债发行较快。

国债净融资+新增地方债发行第 29 周（7/14-7/20）2472 亿，第 30 周（7/21-7/27）2394 亿。截至第 29 周（7/14-7/20）广义赤字累计 6.7 万亿，进度 56.6%。

国债第 29 周（7/14-7/20）净融资 582 亿，第 30 周（7/21-7/27）107 亿。截至第 29 周（7/14-7/20）累计 3.8 万亿，进度 57.5%，超过去年同期。

地方债净融资第 29 周（7/14-7/20）1505 亿，第 30 周（7/21-7/27）2929 亿。截至第 29 周（7/14-7/20）累计 4.6 万亿，超出去年同期 2.8 万亿。

新增一般债第 29 周（7/14-7/20）276 亿，第 30 周（7/21-7/27）233 亿。截至第 29 周（7/14-7/20）累计 4941 亿，进度 61.8%，超过去年同期。

新增专项债第 29 周（7/14-7/20）1614 亿，第 30 周（7/21-7/27）2054 亿。截至第 29 周（7/14-7/20）累计 2.4 万亿，进度 54.3%，超过去年同期。特殊新增专项债已发行 7170 亿，其中 7 月至今 2522 亿，占到新增专项债的 41%。土地储备专项债已发行 2558 亿。

特殊再融资债第 29 周（7/14-7/20）0 亿，第 30 周（7/21-7/27）119 亿。截至第 29 周（7/14-7/20）累计 1.8 万亿，发行进度 91%。

城投债第 29 周（7/14-7/20）净融资-124 亿，第 30 周（7/21-7/27）预计-390 亿。截至本周城投债余额约 10.3 万亿。

风险提示：数据统计误差，实际发行与计划差异较大。

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

联系人： 王奕群

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-本周高频指标加速回升，投资和房地产表现较优

主要结论：高频指标加速回升，投资和房地产表现较优。

经济增长方面，本周（7 月 25 日所在周）国信高频宏观扩散指数 A 维持正值，指数 B 继续回升。从分项来看，本周房地产、投资领域景气有所回升，消费领域景气有所回落，本周房地产、投资领域表现相对较优。从季节性比较来看，本周指数 B 标准化后上升 0.3，表现优于历史平均水平，指向国内经济增长动能环比加速上行。

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 2 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、非食品价格下跌。预计 7 月 CPI 食品价格环比约为 0.5%，非食品价格环比约为 0.5%，整体 CPI 环比约为 0.5%，CPI 同比持平上月的 0.1%。

（2）6 月上旬流通领域生产资料价格定基指数继续下跌，中旬止跌回升，下旬小幅上涨，7 月上旬小幅下跌，中旬再次上涨。预计 7 月 PPI 环比约为零，PPI 同比回升至-3.4%。

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:2025 年二季度货币基金分析-收益率微降态势延续，规模攀升再创新高

货基规模：2025 年二季度末，货币基金的总资产和净资产规模分别为 152,009 亿元和 142,139 亿元，相较于一季度末，分别增加了 13,305 亿元和 9,046 亿元，总资产和净资产规模变化转正。

申赎表现：2025 年二季度，总体来看净申购的货币基金多于净赎回的货币基金数量；货币基金平均 7 日年化收益率为 1.26%，较一季度的收益率继续小幅的下降。2025 年二季度末货币基金投资组合平均剩余期限为 85 天，较一季度末增加了 9 天。同时，二季度末货币基金的负偏离压力继续减小。

资产配置：资产配置方面，截至 2025 年二季度末，债券、银行存款、买入返售资产和其他资产占总资

产比分别为 54.0%、27.0%、18.6%和 0.4%。相比一季度末，2025 年二季度末债券资产和银行存款占总资产的比重分别变化了-2.5%和 5.6%，买入返售资产占比减少了 3.1%。

券种配置：具体券种配置方面，国债、金融债、资产支持证券、企业发行的债券（包括企业债、中票、短融）、同业存单分别占债券资产比重分别为 0.4%、1.8%、0.1%、6.2%和 85.1%；相比于一季末度，国债、企业债和资产支持证券占比分别下降了 0.5%、0.7%和 0.0%，同业存单和金融债占比分别增加了 0.4%和 0.2%。

风险提示：本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议，使用前请仔细阅读报告末页“免责声明”。

证券分析师： 陈笑楠（S0980524080001）、赵婧（S0980513080004）

◆ 固定收益专题研究：公募基金二季度转债持仓分析—一级债基为增配主力，低价个券替银行底仓

持仓规模及仓位：二级债基与偏债混转债配置规模下降，一级债基为转债主要增持力量：2025 年二季度在超预期关税税率冲击下全球市场暴跌，随最悲观情景被逐步排除，市场逐步上涨，主要股票指数均超越贸易冲击前点位，带动转债平均平价修复至 105 元+，中证转债指数屡创新高。由于本季度银行、券商表现较好，齐鲁等多只大盘金融转债触发强赎或大面积转股，转债市场规模大幅下降 430 亿，公募基金整体转债持仓规模下降 54 亿元至 2822 亿元，与交易所发布的转债持有数据中基金持仓市值下降相互印证。25Q2 更多一级债基开始配置转债，但二级债基、偏债混合型基金及灵活配置型基金等泛固收+基金减配转债。

行业及个券配置情况方面，银行转债规模骤降引发市场对底仓配置的切换，多数金融转债获加仓，环保及公用事业、钢铁、交运等板块中部分低价品种获增持，此外生猪养殖作为高评级、大余额品种作为底仓品种较好替代被明显增持；成长方向军工、算力相关、医药明显获增持，光伏及机械板块转债仓位大幅下降。资源品中，大盘低价品种获增配，加工类被减持。消费品方面，或受多地国补资金阶段性暂停影响，多数家电转债 25Q2 被减配；轻工及纺服转债进入重仓前 10 次数有所增加；食品饮料转债表现分化。

各类基金回报情况统计—可转债基金领跑主动型基金。25Q2 可转债基金表现领跑主动型基金，41 只（泛）转债基金净值增长中位数 3.52%，优于股票及债券类主动型基金，或因转债存量结构与权益市场占优行业（银行）和风格（小微盘表现突出）。虽然可转债基金表现较佳，但整体规模下降。

绩优产品情况梳理：我们统计了转债占基金资产总值比例大于 40%、基金资产总值大于 1 亿元的基金一季度净值变化情况，85/87 只基金实现正回报，二季度净值增长率中位数为 3.03%，截至 7 月 24 日净值增长率中位数为 7.24%。其中，回报靠前的两只基金净值分别+8.16%、7.3%。回报率第一的 A 基金择券能力较强，在权益上行阶段明显跑赢指数，重仓资质较好的弹性个券，一直保持高仓位运行。回报率第二的 B 基金配置金融+成长，转债仓位连续两个季度下降，历史净值稳定性极强。

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）、赵婧（S0980513080004）

联系人： 吴越

◆ 固定收益快评：可交换私募债跟踪—私募 EB 每周跟踪（20250721–20250725）

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。

本周无新增项目信息；（部分项目因合规原因未予列示）

• 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）、赵婧（S0980513080004）

联系人： 吴越

◆ 固定收益周报:超长债周报——反内卷通缩预期好转，超长债暴跌

超长债复盘：受预期和情绪影响，本周债市暴跌。消息方面，一是超级水电站项目正式揭牌带动资源股暴涨，A股站上3600点压制债市；二是反内卷相关政策出台，带动多种商品期货价格涨停投资者对通缩担忧下降。成交方面，上周超长债交投活跃度大幅上升，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7月25日，30年国债和10年国债利差为24BP，处于历史偏低水平。从国内经济数据来看，6月经济依然展现出韧性，但是内需偏弱。我们测算的6月国内GDP同比增速约5.2%，较5月回升0.1%，仍高于全年经济增速目标值，但是6月社消和投资分项增速均明显下行。通胀方面，6月CPI为0.1%，PPI-3.6%，通缩风险依存。我们认为，股市偏强的确对债市情绪存在压制，但是当前国内经济依然面临下行压力，债市依赖的基本面暂未看到拐点，另外“反内卷”实质效果如何仍待检验。今年3月10年期国债高点是1.9%，考虑到5月政策利率曾下调10BP，我们倾向于1.7%以上的10年期国债风险已经初步释放。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7月25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，6月经济依然展现出韧性，但是内需偏弱。我们测算的6月国内GDP同比增速约5.2%，较5月回升0.1%，仍高于全年经济增速目标值，但是6月社消和投资分项增速均明显下行。通胀方面，6月CPI为0.1%，PPI-3.6%，通缩风险依存。我们认为，股市偏强的确对债市情绪存在压制，但是当前国内经济依然面临下行压力，债市依赖的基本面暂未看到拐点，另外“反内卷”实质效果如何仍待检验。今年3月10年期国债高点是1.9%，考虑到5月政策利率曾下调10BP，我们倾向于1.7%以上的10年期国债风险已经初步释放。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：上周超长债发行量小幅增加。和上上周相比，超长债总发行量小幅增加。

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大幅上升。

收益率：受预期和情绪影响，本周债市暴跌。消息方面，一是超级水电站项目正式揭牌带动资源股暴涨，A股站上3600点压制债市；二是反内卷相关政策出台，带动多种商品期货价格涨停投资者对通缩担忧下降。

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:转债市场周报-价格中枢再抬升，关注绩优品种

上周市场焦点（7月21日-7月25日）

股市方面，上周权益市场延续上涨，在国家级大工程雅鲁藏布江下游水电工程正式开工、“反内卷”相关政策持续发力下，基建、建材以及有望受益于产能出清的煤炭等板块表现靠前；前期积累涨幅较多的银行板块有所调整。

债市方面，上周债市快速下跌，雅鲁藏布江下游水电工程正式开工带动周期板块大涨、“反内卷”相关政策带动商品价格暴涨、以及公开市场结束净投放转为净回笼下，债市情绪较弱；周五10年期国债利率收于1.73%，较前周上行6.72bp。

转债市场方面，上周转债个券多数收涨，中证转债指数全周+2.14%，价格中位数+1.66%，我们计算的算术平均平价全周+2.54%，全市场转股溢价率与上周相比-1.33%。个券层面，天路（雅下水电概念）、塞力（创新药）、大禹（雅下水电概念）、松霖（智能厨卫&机器人）、濮耐（耐火材料）转债涨幅靠前；宏丰（合金材料）、惠城（危废处理）、博汇（算力&已公告强赎）、明电（PCB）、利民（农

药兽药) 转债跌幅靠前。

观点及策略 (7月28日-8月1日)

“反内卷”政策持续发力、雅鲁藏布江下游水电工程正式开工等催化下，市场情绪维持高位，沪指周中站上 3600 点；转债市场也放量上涨，市场价格中位数逼近 130 元，转债价格低于 110 元的个券仅剩 6 只。

近期不少转债触发强赎条款并选择赎回，但高价转债溢价率并未出现明显压缩，背后配置力量依旧形成强烈支撑。两只转债 ETF 流通规模在上周 5 个交易日均有所扩张，债市波动放大下资金对转债的关注度提升，公募基金二季报也显示一级债基对转债的参与度明显加强。当前权益市场并未出现明显拐点，下周即将迎来重要会议及中美关税新一轮谈判，市场波动或加剧；从绝对价格和估值水平来看，目前转债的性价比已经不高，结构性机会或仍为主导。

配置方面，业绩向好的平衡及偏股转债仍有随正股上涨空间；方向上，大模型的深化及具身智能的持续突破下相关产业链有望迎来催化，建议关注科技成长及自主可控相关的算力、机器人、智能驾驶等方向，此外“反内卷”相关的光伏、生猪、钢铁、水泥等板块中长期有望持续受益产能加速出清及相关政策支持。

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)、赵婧 (S0980513080004)

联系人：吴越

◆ 固定收益周报:公募 REITs 周报 (第 27 期)-指数继续回调,各板块均收跌

主要结论：本周中证 REITs 指数收跌，产权类 REITs 走势强于经营权类 REITs，产权类 REITs 和特许经营类 REITs 平均周涨跌幅为-1.8%、-2.6%。从主要指数周涨跌幅对比来看：中证转债>沪深 300>中证全债>中证 REITs，REITs 全周日均换手率较前一周有所上升。全市场各类型 REITs 收跌，园区、交通、仓储物流类 REITs 跌幅最小。截至 7 月 25 日，公募 REITs 年化现金分派率均值为 5.9%，显著高于当前主流固收资产的静态收益率。当前产权 REITs 股息率比中证红利股息率均值低 138BP 经营权类 REITs 内部收益率均值与十年期国债收益率利差为 226BP。

中证 REITs 指数周涨跌幅为-1.79%，年初至今涨跌幅为+8.9%。截至 2025 年 7 月 25 日，中证 REITs (收盘) 指数收盘价为 860.11 点，整周 (2025/7/21-2025/7/25) 涨跌幅为-1.79%，表现弱于中证转债指数 (+2.14%)、沪深 300 指数 (+1.69%) 以及中证全债指数 (-0.49%)。年初至今，各类主要指数涨跌幅排序为：中证转债 (+11.8%) > 中证 REITs (+8.9%) > 沪深 300 (+4.9%) > 中证全债 (+0.9%)。截至 2025 年 7 月 25 日，近一年中证 REITs 指数回报率为 9.8%，波动率为 7.1%，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 7 月 25 日上升至 2047 亿元，较上周增加 2 亿元；全周日均换手率为 0.72%，较前一周上升 0.17 个百分点。

各类型 REITs 均收跌。截至 2025 年 7 月 25 日，从不同项目属性 REITs 来看，产权类 REITs 和特许经营类 REITs 平均周涨跌幅为-1.8%、-2.6%。从不同项目类型 REITs 来看，各类 REITs 收跌，其中平均跌幅最小的三个项目类型分别为园区基础设施 (-0.9%)、交通基础设施 (-1.4%) 和仓储物流类 (-1.7%)。分具体标的来看，周度涨幅排名前三的三只 REITs 分别为博时津开产业园 REIT (+8.49%)、招商科创 REIT (+3.79%)、华泰江苏交控 REIT (+2.20%)。

园区类 REITs 交易活跃度最高。从不同项目类型来看，园区基础设施类本周交易最活跃、成交额占比最高，其中区间日均换手率为 1.7%，成交额占 REITs 总成交额 31.1%。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创金合信首农 REIT (8848 万元)、华夏深国际 REIT (495 万元)、红土创新盐田港 REIT (490 万元)。

第 69 单公募 REITs 上市。7 月 25 日，创金合信首农产业园 REIT (508039) 在上海证券交易所成功上市，首日收涨 28.47%。本基金发行规模 36.85 亿元，存续期 16 年，底层资产“首农元中心”位于北京市海淀区中关村-上地核心板块，建筑面积 20.36 万 m²，近三年平均出租率 94%。首农 REIT 是国内第 69 单

公募 REITs、第 19 单园区 REITs，也是首个聚焦“总部经济”的科技创新产业园 REIT 项目。

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）

行业与公司

◆ 电新行业周报：锂电产业链双周评（7 月第 2 期）-英国重启对新能源汽车补贴，上汽新名爵 4 将搭载半固态电池

【行业动态】

锂电部分环节企业有望受益行业反内卷：锂电行业中部分环节，如储能电池、磷酸铁锂正极、铜箔等行业近年来竞争压力大、大部分企业处于显著亏损状态。反内卷持续推进与价格法修正背景下，行业竞争态势与格局有望优化，头部企业盈利能力或进一步向好。固态电池产业化加速推进：设备端，瑞能股份成功向客户交付固态电池专用化成成分容产线设备及高精度测试设备；清研纳科高速宽幅干法电极设备顺利交付至国内头部主机厂。电池端，蜂巢能源计划 2025Q4 量产半固态电池、普利特 314Ah 首批半固态电池量产交付；孚能科技预计 2025 年底建设 0.2GWh 硫化物全固态电池中试线；QS 深化与大众 PowerCo 固态电池合作。应用端，上汽名爵 4 将搭载半固态电池，奔驰计划 2030 年前量产固态电池车型。英国出台政策支持新能源汽车和充电基础设施建设：当地时间 7 月 13 日，英国政府宣布了 6300 万英镑（折合人民币约 6.0 亿元）的投资计划，用于增强英国的电动汽车基础设施建设、降低充电成本。当地时间 7 月 15 日，英国交通大臣宣布了一项价值 6.5 亿英镑（折合人民币约 62 亿元）的补贴政策。政策表明购买符合制造业可持续发展标准的制造商生产的售价在 3.7 万英镑以下（折合人民币约 35.5 万元）的车型，可最高获得 3750 英镑（折合人民币约 3.6 万元）的补贴。该计划自 2025 年 7 月 16 日起，持续到 2028-2029 财年。特斯拉发布 2025 年中报：1）汽车业务：2025Q2 公司汽车销售业务实现营收 157.9 亿美元、同比-15%、环比+22%；汽车交付量（扣除租赁）为 37.74 万辆，同比-13%、环比+17%；单车售价为 4.18 万美元，同比-2%、环比+5%；单车毛利为 0.59 万美元，同比-1%、环比+30%。2）储能业务等：2025Q2 公司储能业务等实现营收 27.89 亿美元，同比-7%、环比+2%；毛利率为 30.33%，同比+5.78pct、环比+1.58pct；储能系统装机量为 9.60GWh，同比+2%、环比-8%。公司首座磷酸铁锂电池工厂 2025 年底投产，2026 年在休斯顿启动储能第三工厂建设。

【新能源车产业链数据】

国内新能源车：6 月国内新能源车销量 132.9 万辆，同比+27%、环比+2%；国内新能源车渗透率 45.8%，同比+4.7pct，环比-2.9pct。1-6 月国内新能源车累计销量 693.5 万辆，同比+40%。欧洲&美国新能源车：6 月欧洲九国新能源车销量 27.84 万辆，同比+23%、环比+21%；新能源车渗透率 28.9%，同比+6.5pct、环比+1.9pct。1-6 月欧洲九国新能源车累计销量 135.44 万辆，同比+26%。6 月，美国新能源车销量 11.91 万辆，同比-9%、环比-11%；新能源车渗透率 9.5%，同比-0.3pct、环比+0.3pct。1-6 月美国新能源车累计销量 77.81 万辆，同比+1%。

【锂电材料及锂电池价格】

锂盐价格显著回暖，电芯报价有所波动。本周末碳酸锂价格为 7.29 万元/吨，较两周前上涨 0.91 万元/吨。相较两周前，磷酸铁锂、三元正极、六氟磷酸锂报价上涨，负极、隔膜报价稳定，电解液报价下跌。本周方形三元动力电芯/铁锂动力电芯/储能用 100Ah 电芯/储能用 280Ah 电芯报价为 0.384/0.323/0.358/0.300 元/Wh，较两周前增加 0.001/0.002/0.001/0.000 元/Wh。

【投资建议】

建议关注：1）受益行业反内卷的部分细分环节领先企业（万润新能、湖南裕能、宁德时代、亿纬锂能、中创新航、天赐材料、新宙邦）；2）低空经济与机器人产业布局领先企业（卧龙电驱、蔚蓝锂芯、科达利）；3）固态电池材料布局领先企业（厦钨新能、容百科技、当升科技、天奈科技）；4）需求持续回暖的消费电池企业（珠海冠宇、豪鹏科技）；5）充电桩行业领先企业（特锐德、盛弘股份）；6）电

动自行车铅酸电池领军企业（天能股份）；7）高压直流继电器领先企业（宏发股份）。

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

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

◆ 电新行业周报：AIDC 电力设备/电网产业链周度跟踪（7 月第 4 周）

【AIDC 电力设备】

参考 IEA 预测，我们预计 2025-2030 年全球新增 AI 算力负载为 9.7/15.9/20.2/22.3/23.4/24.6GW。数据中心配套电力设备容量一般是算力负载的 3-5 倍，基于 3 倍的保守估算，我们预计 2025-2030 年 AIDC 电力设备需求分别为 29/48/60/67/70/74GW，年均增速为 20%；2030 年配套干式变压器、中低压开关柜、UPS、HVDC（包括传统 HVDC 及 800V HVDC）、固态变压器市场空间预计分别达到 85/341/41/380/239 亿元。

近两周 AIDC 电力设备板块表现分化，涨幅前三分别为变压器及开关柜（+6.9%）、服务器电源（+5.0%）和电池后备电源 BBU（+4.7%）。个股方面，近两周涨幅前三分别为特变电工（+16.7%）、欣旺达（+8.7%）和麦格米特（+8.3%）。

行业观点：数据中心电力设备品类众多，电力传输链路较长，包括维谛、伊顿、施耐德等在内的全球巨头深耕细分领域多年，已形成完整的产品序列和强大的解决方案提供能力；国内企业聚焦数据中心行业时间较短，但在各细分产品和环节已具备较强的竞争优势，头部企业正逐步建立解决方案提供能力。此外，随着算力芯片国产替代的持续推进，数据中心价值链有望整体向中国企业转移。2025 年有望成为全球 AIDC 建设元年，国内外主要云厂资本开支有望迎来放量。建议持续关注数据中心供配电技术变革，800V HVDC 和固态变压器有望逐步应用。

产业链梳理：从事变压器/开关柜业务的公司包括金盘科技、明阳电气、伊戈尔、新特电气、伊顿等，从事 UPS/HVDC 业务的公司包括中恒电气、科士达、科华数据、维谛技术等，从事服务器电源业务的公司包括麦格米特、欧陆通、泰嘉股份等，从事 BBU 业务的公司包括蔚蓝锂芯、豪鹏科技、亿纬锂能等，从事铜连接业务的公司包括沃尔核材、安费诺等。

【电网】

2025 年 6 月全国电源工程投资完成额为 1057 亿元，同比+22.5%；2024 年全年累计完成额为 11687 亿元，同比+20.8%。2025 年 6 月全国电网工程投资完成额为 871 亿元，同比+4.1%；2024 年全年累计完成额为 6083 亿元，同比+15.3%。

7 月 11 日，国网输变电设备第三次变电设备（含电缆）中标结果公示，本次本批次中标标包 579 个，同比持平；中标金额 211.89 亿元，同比+38.1%，环比+20.1%。从中标的上市公司来看，排名第一的是特变电工，中标 14.77 亿元，占比 7.0%；其次是思源电气，中标 14.37 亿元，占比 6.8%；再其次是平高电气，中标 13.70 亿元，占比 6.5%。

2025 年 7 月 14 日，国网特高压项目第三次设备招标采购发布招标公告，主要需求物资为 1000kV 组合电器、1000kV 变压器、1000kV 电抗器。本次招标包括 72 个标包，同比基本持平，环比增加 28 个标包；根据 Data 电力估算，本批次中标金额约 10 亿元，同比-86%，环比+93%。

近两周线缆级 EVA 价格环比上涨 3.0%，取向硅钢价格环比下跌 0.8%。

近两周电网设备板块普遍上涨，涨幅前三分别为输变电设备（+8.6%）、线缆部件及其他（+4.3%）和电网自动化设备（+3.6%）。个股方面，近两周涨幅前三分别为望变电气（+10.6%）、思源电气（+10.5%）和海兴电力（+7.4%）。

行业观点：25 年上半年特高压招标开工不及预期，下半年有望迎来集中释放；网内相关企业 25-27 年仍具有较强的业绩确定性和稀缺性。网外业务占比较高企业通过新产品、新市场和份额提升有望持续增长，建议关注个股机会。25 年是电改的重要年份，电力交易、虚拟电厂、绿电直供等商业模式有望逐步成熟。中国企业出海稳步推进，海外份额仍有较大提升空间。

【投资建议】

AIDC 电力设备：建议关注四大方向：1) 变压器/开关柜环节；2) UPS/HVDC 环节；3) 有源滤波器 APF 环节；4) 服务器电源环节。建议关注金盘科技、明阳电气、禾望电气、盛弘股份、蔚蓝锂芯。

电网：建议关注三大方向：1) 下半年特高压订单、交付双重景气，关注换流阀、组合电器等环节；2) 虚拟电厂、电力交易与绿电直供；3) 电力设备出海。建议关注国电南瑞、思源电气、三星医疗、金盘科技、平高电气、许继电气、东方电子、四方股份、金杯电工。

【风险提示】

AI 投资力度不达预期，特高压核准开工进度不达预期，行业竞争加剧，政策变动风险。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 电新行业周报:风电产业链周度跟踪（7 月第 4 周）

【行业要闻】

2025 年至今，全国风机累计公开招标容量 43.7GW（-13%），其中陆上风机公开招标容量 40.1GW（-12%），海上风机公开招标容量 3.7GW（-18%）。2025 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,531 元/kW。2024 年全年，全国风机累计公开招标容量 107.4GW（+61%），其中陆上风机公开招标容量 99.1GW（+70%），海上风机公开招标容量 8.4GW（-3%）。2024 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,359 元/kW。

根据国家能源局数据，2025 年 6 月我国新增风电装机 5.19GW，同比-19.2%；1-6 月新增装机 51.39GW，同比+98.9%；截至 2025 年 6 月末我国累计风电装机 572.60GW，占发电装机总容量的 15.6%。

根据风芒能源的统计，2025 年 1-6 月我国 12 家风电整机制造商国内项目合计中标规模 81.57GW（不含框架采购及自建），其中中标规模前三的企业是金风科技（14.97GW）、远景能源（12.83GW）以及运达股份（12.77GW）。

近两周黑色类原材料价格普遍上涨，玻纤价格环比下跌 3.9%。

【板块行情】

近两周风电板块表现分化，涨幅前三板块为轴承（+12.1%）、叶片（+6.8%）和海缆（+2.0%）。个股方面，近两周涨幅前三分别为长盛轴承（+37.5%）、中材科技（+14.9%）和五洲新春（+9.8%）。

【行业观点】

海风方面，25 年上半年江苏、广东重大项目陆续迎来开工。二季度进入交付旺季；25 年是国管海风开发元年，预计规划、竞配、招标、政策下半年有望落地。“十五五”期间年均海风装机有望超 20GW，远超“十四五”水平。陆风方面，25 年行业装机有望达 100GW 创历史新高，年初以来零部件企业迎来量价齐增，全年业绩有望大幅增长；上半年主机企业国内制造盈利磨底，随着涨价后订单的陆续交付，三季度交付端将迎来单价和毛利率双重修复。中国风机出海方兴未艾，25-26 年新增订单保持高增，进一步提供利润弹性。

【投资建议】

建议关注三大方向：1) 出口布局领先的管桩、海缆龙头；2) 国内盈利筑底、出口加速的整机龙头；3) 零部件企业 25 年量利齐增机会。建议关注金风科技、东方电缆、广大特材、中际联合、大金重工、日月股份、时代新材、禾望电气、金雷股份。

【风险提示】

原材料价格大幅上涨，风电下游建设节奏不达预期。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 电新行业快评:电力设备新能源行业点评-价格法修正草案公开征求意见，“内卷式”竞争有望缓解

国信电新观点：7 月 24 日，国家发展改革委、市场监管总局研究起草的《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》向社会公开征求意见。修正草案进一步明确不正当价格行为认定标准，规范市场价

格秩序，治理“内卷式”竞争。

投资建议：修正草案有助于缓解多晶硅、锂电池正负极材料、风电整机、储能等行业的竞争局面，促进产业链价格及相关企业盈利能力企稳回升。建议关注新特能源、协鑫科技、万润新能、金风科技、阳光电源。

风险提示：下游需求不及预期；原材料价格大幅上涨。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）

◆ 电新行业快评：电力设备新能源行业点评—绿色甲醇项目陆续投产，为绿电消纳提供新方向

国信电新观点：1）全球首个规模化绿氢耦合生物质气化制绿色甲醇一体化示范项目——上海电气洮南市风电耦合生物质绿色甲醇项目一期5万吨正式投产，该项目以风能和生物质能为基础，打造“绿色新能源+绿色化工”产业链，为实现大规模绿电消纳提供了新的技术路线和商业模式。2）香港中华煤气布局绿色甲醇业务，今年4月完成国产绿色甲醇首次大规模加注作业，7月与佛燃能源共同设立合资公司VENEX并注入其内蒙古绿色甲醇工厂资产，双方计划在内地建设100万吨绿色甲醇产能。

投资建议：2025年以来全球绿色甲醇项目陆续投入运营，绿色甲醇在交通、化工、能源等领域均有重要应用，未来市场空间广阔，绿醇制备为新能源消纳提供了新的方向。建议关注金风科技、运达股份。

风险提示：绿色甲醇需求不及预期；绿色甲醇价格低于预期；政策支持力度不及预期。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）、袁阳（S0980524030002）

◆ 非银行业快评：2025年三季度人身险预定利率下调点评—利差风险缓释，产品结构调整

2025年7月25日，中国保险行业协会组织召开人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会2025年二季度例会，就宏观经济形势、市场利率走势和行业发展情况进行研究。保险业专家认为当前普通型人身保险产品预定利率研究值为1.99%，触发今年以来首次人身险行业预定利率调整。根据中国人寿、中国平安发布的公告，公司调整新备案保险产品的预定利率最高值，其中，普通型保险产品预定利率最高值为2.0%，分红型保险产品预定利率最高值为1.75%，万能型保险产品最低保证利率最高值为1.0%，产品调整截至时间为2025年8月31日。

国信非银观点：进入三季度，我们认为行业具备短期保费收入放量、利差损风险收窄、投资收益预期改善等多重催化，叠加大盘风险偏好回升，利好保险股估值持续改善。短期看，预计本次预定利率的下调将带动行业开启新一轮“炒停售”，利好行业短期以分红险为代表的保费的快速放量。长期看，预定利率的动态调整将显著优化人身险产品定价利率监管机制，提高行业预定利率调整效率，降低险企刚性负债成本，建议负债端综合能力较强的关注中国平安、中国太保、友邦保险、中国人寿。

证券分析师：孔祥（S0980523060004）、王京灵（S0980525070007）

◆ 非银行业快评：负债期限拉长，资产品类拓宽——2025年银行理财半年报点评

中国理财网发布《中国银行业理财市场半年报告（2025年上）》，我们分析需要注意的重点内容。这体现在：一是上半年规模小幅增长至30.7万亿元，判断一季度债券市场调整是规模增长的拖累项，随着存款降息和居民资金搬家，下半年理财规模有望持续增长，年底突破33万亿元可能性较大；二是封闭式产品期限进一步拉长，其中久期一年以上产品规模占比达到70%，判断这与多资产、“固收+”产品规模增加有关，尽管当前银行理财产品仍以固收型产品为主，但小仓位增加部分权益资产已成为增厚收益的共识；三是适当增加利率债（增加交易）和基金配置（增加多资产），同时压缩信用债（票息太低）和非标配置（供给不足），预计随着过去信托收益平滑手段弱化，通过交易和多资产拓展收益来源的手段会持续增加，尤其是6月份以来银行理财显著增加了信用债ETF配置，这使得过去以配置为主的资产流动性和交易机会增加；四是渠道代销持续拓展，目前他行代销规模占比达到35%，成为银行理财子销售扩张的核心来源，预计下半年除了渠道延申，部分城商行和农商行也有望获得理财子牌照，银行理财

牌照扩容。

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

◆ 银行业快评：银行业投资策略-复盘：牛市氛围渐浓，顺周期优质个股迎较好布局时机

复盘：2010年以来三轮牛市行情中银行板块行情如何演绎？根据过往经验，牛市行情中银行股表现往往可以分为三个阶段，（1）牛市启动初期：市场往往是普涨行情，银行指数有不错的绝对收益，且跑输大盘并不明显；（2）牛市中期：银行指数往往难以跑出超额收益，该阶段成长性板块表现更优；（3）牛市后期：往往是银行最好的投资机会，有绝对收益和超额收益。2010年以来的三轮牛市行情中，除了2014-2015年资金驱动为主的牛市行情，另外两轮中后期银行板块都跑出了超额收益。个股方面，虽然银行指数往往要等到牛市中后期，即经济有较为明确的复苏迹象后才会进入加速上涨阶段，但优质高成长银行往往率先启动。2016-2018年初的经济复苏的牛市行情中，银行指数跑出了超额收益，大行、招行和城商行都有绝对收益和超额收益，但多数股份行表现一般，主要期间叠加了金融严监管，股份行受冲击较大；2019-2021稳增长政策发力经济预期改善的牛市行情中，个股分化非常大，优质高成长银行有超额收益，不存在某一细分板块占优。

银行板块近期回调何时结束？银行板块近期出现回调，我们认为主要是牛市氛围渐浓，追求超额收益的交易性资金在撤退；不过当前以保险为代表的绝对收益资金仍面临比较严重的资产荒，预计银行板块回调大概率已经接尾声，但牛市氛围渐浓下大概率只有绝对收益；后续待政策发力，经济复苏预期增强，银行板块将迎来加速上涨行情，跑出超额收益。

个股上，精选大零售占比较高的优质个股，“胜率提升+高赔率”；高股息个股对于绝对收益资金依然具备吸引力。复盘结果表明，银行板块加速上涨往往要等到经济复苏迹象显现，但优质高成长银行往往率先启动。当前牛市氛围渐浓的核心逻辑是市场对于后续稳增长政策发力的预期，因此大零售占比较高的优质个股的胜率提升。赔率上，当前大零售占比高的个股估值处在低位，赔率足够高。同时，我们也一直强调2016年下半年或是大零售不良生成的拐点，因此我们判断目前在牛市氛围渐浓的背景下，大零售占比较高的优质个股已迎来较好的布局时机，建议重点关注宁波银行、常熟银行、长沙银行、招商银行和渝农商行。

证券分析师： 田维伟（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）

◆ 海外市场专题：港股市场速览-“反内卷”加速演绎，但量价节奏放缓

股价表现：“反内卷”加速演绎，上游行业显著上涨

本周，恒生指数涨2.3%，恒生科技涨2.5%。风格方面，中盘（恒生中型股+3.9%）>大盘（恒生大型股+2.3%）>小盘（恒生小型股+1.2%）。

主要概念指数全部上涨，表现领先的有：恒生高股息（+4.2%）、恒生香港35（+2.5%）、恒生汽车（+2.1%）；表现较弱的有：恒生创新药（+0.6%）。

港股通行业中，26个行业上涨，4个行业下跌。涨幅居前的行业有：建材（+11.1%）、煤炭（+10.5%）、钢铁（+10.4%）、综合（+10.1%）、有色金属（+7.3%）；下跌的有：通信（-0.9%）、轻工制造（-0.8%）、银行（-0.6%）、纺织服装（-0.2%）。

资金强度：多行业资金流入，总体流速进一步放缓

本周，资金流入速度进一步放缓，总体日均资金强度（日均涨跌×日均成交量）为+12.6亿港元/日，上周为+14.1亿港元/日，近4周平均为+10.9亿港元/日；近13周为+4.9亿港元/日。

分行业看，28个行业资金流入，2个行业资金流出。资金流入的主要有：非银行金融（+2.3亿港元/日）、电子（+1.6亿港元/日）、电力设备及新能源（+1.5亿港元/日）、建材（+1.2亿港元/日）、有色金属（+1.0亿港元/日）；资金流出的有：银行（-0.2亿港元/日）、通信（-0.2亿港元/日）。

盈利预测：港股通整体上修加速，钢铁快速上修持续

本周，港股通总体法 EPS 预期上修 0.4%，上周上修 0.2%。

结构上，28 个行业 EPS 预期上修，1 个行业 EPS 预期下修。上修幅度领先的行业有：钢铁（+14.2%）、机械（+1.8%）、医药（+1.3%）、轻工制造（+1.3%）、有色金属（+1.2%）；下修的行业有：商贸零售（-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）

◆ 海外市场专题：美股市场速览-市场持续上涨，价值风格跑赢

价格走势：市场持续上涨，价值风格跑赢

本周，美股进一步上涨。标普 500 涨 1.5%，纳斯达克涨 1.0%。

风格方面：大盘价值（罗素 1000 价值+1.6%）>小盘价值（罗素 2000 价值+1.4%）>大盘成长（罗素 1000 成长+1.2%）>小盘成长（罗素 2000 成长+0.5%）。

21 个行业上涨，2 个行业下跌，1 个基本持平。涨幅居前的行业有：耐用消费品与服装（+5.3%）、电信业务（+5.2%）、制药生物科技和生命科学（+5.2%）、零售业（+2.9%）、资本品（+2.8%）；下跌的行业有：汽车与汽车零部件（-3.4%）、食品饮料与烟草（-1.0%）。

资金流向：资金小幅流出，行业分化明显

本周，标普 500 成分股估算资金流（涨跌额 × 成交量）为-2.2 亿美元，上周为+45.5 亿美元，近 4 周为+66.7 亿美元，近 13 周为+52.8 亿美元。

16 个行业资金流入，8 个行业资金流出。资金流入的行业：制药生物科技和生命科学（+15.0 亿美元）、资本品（+6.1 亿美元）、耐用消费品与服装（+5.7 亿美元）、技术硬件与设备（+3.8 亿美元）、零售业（+3.7 亿美元）；资金流出的行业：汽车与汽车零部件（-24.7 亿美元）、半导体产品与设备（-15.6 亿美元）、消费者服务（-4.2 亿美元）、综合金融（-2.8 亿美元）、运输（-1.1 亿美元）。

盈利预测：总体维持快速上修

本周，标普 500 成分股动态未来 12 个月 EPS 预期上调 0.5%，上周上调 0.6%。

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：媒体与娱乐（+1.9%）、房地产（+1.4%）、耐用消费品与服装（+1.3%）、汽车与汽车零部件（+0.8%）、综合金融（+0.7%）；下修的行业有：医疗保健设备与服务（-0.4%）。

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）

◆ 通信行业 2025 年 8 月投资策略：算力基础设施高景气度持续，国内 AI 有望加速发展

2025 年 7 月行情回顾：板块强于大盘。截至 7 月 25 日，7 月沪深 300 指数上涨 4.85%，通信（申万）指数上涨 6.87%，板块表现强于大盘，在申万 31 个一级行业中排名第 10 名。各细分领域中，光器件光模块、IDC、光纤光缆表现相对靠前。7 月涨幅靠前的个股有仕佳光子（46.23%）、淳中科技（42.16%）、新易盛（40.42%）。

2025 年二季度通信行业基金持仓分析。按照申万一级行业分类，2025 年 Q2 基金重仓通信行业的市值规模为 1225 亿元，占比 3.98%，配置占比环比+1.2pct，持股集中度较上个季度上升。从板块分布看，基金重仓偏好光模块光器件、运营商、光纤光缆等细分领域。

全球算力高景气度持续。（1）需求侧，算力军备竞赛白热化，北美云厂资本开支继续加大。7 月 14 日，Meta 宣布启动 Prometheus 与 Hyperion 集群。7 月 22 日，OpenAI 与甲骨文就额外开发 4.5GW “星际之门”达成协议。7 月 23 日，GOOGLE 指引 2025 全年资本开支上调至 850 亿美元。此外，7 月英伟达 GB300、

CP0 交换机正式出货, 相关算力产业链持续受益。(2) 供给侧, 算力基础设施 Q2 业绩亮眼, 技术迭代和产能扩张持续发力。新易盛、中际旭创等头部光模块企业预告 2025H1 业绩高增。6 月光缆出口数据表现较好, MP0 等器件呈现高景气度。台企 AI 服务器 ODM 厂商 6 月营收表现较好。

国内 AI 发展有望加速。(1) H20 等高端芯片对华放开, 阿里最新开源模型刷新 SOTA 表现。当前美国已批准英伟达 H20 芯片、AMD MI308 芯片销往中国, 芯片短缺问题有望得到程度缓解。(2) 国内服务器及 Gen AI IaaS 市场快速迭代。近些年电信服务器市场多次招标, 运营商算力需求提升。在中国 AI IaaS 市场中, 阿里云、华为云、火山引擎位列前三。7 月 25 日, 阿里正式推出最新开源模型, 刷新全球开源模型 SOTA。国内算力供给边际改善, 下游模型持续迭代, 考虑到国内 CSP 厂商的 CAPEX 投入节奏, 建议重点关注下半年 IDC、网络、液冷等国内 AI 的投资机遇。

SpaceX 发射超 9000 颗卫星, 我国商业航天步入“高质量”发展。截至今年 7 月, Starlink 拥有超 500 万用户, 发射超 9100 颗卫星; SpaceX 估值达 4000 亿美元。国家航天局官网发布《关于加强商业航天项目质量监督管理工作的通知》, 遥感星座、火箭发射, 太空旅游、在轨服务均接受统一质量监管。

投资建议: 算力基础设施高景气度持续, 国内 AI 有望加速发展

1) 8 月步入中报季, 推荐关注光器件光模块(中际旭创、天孚通信、新易盛等), 以及铜连接产业相关标的。国产算力受益国内互联网云厂在 2025 年的加大投入, 推荐关注国产算力(华工科技、光迅科技、锐捷网络、中兴通讯、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。

8 月推荐组合: 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: 袁文冲 (S0980523110003)

联系人: 张宇凡、赵屿

◆ 亚翔集成(603929.SH) 财报点评: 重大项目有序衔接, 后续增长动能明确

业绩短期承压, 后续增长动能明确。受重大项目确认节奏波动的影响, 公司 2025H1 实现营业收入 16.8 亿元, 同比-41%, 实现归母净利润 1.61 亿元, 同比-32%。其中 Q2 实现营收 8.5 亿元, 同比-52%, 净利润 0.79 亿元, 同比-34%。收入与利润短期承压主要系上年同期联电新加坡项目集中施工, 而本期新项目尚处准备阶段所致。

联电新加坡项目收入确认完毕, VSMC 项目有序衔接。2025H1 公司新加坡市场收入 9.87 亿元, 同比-18.1%, 收入占比 58%。推算联电项目剩余收入已经于上半年确认完毕, 新加坡 VSMC 项目开始初步贡献收入。受国内市场需求疲软影响, 国内市场收入 6.56 亿元, 同比-60.4%。

盈利能力持续优化, 汇兑损失产生短期扰动。2025H1 公司毛利率提升至 16.9%, 同比提升 5.9pct, 净利率 9.56%, 同比提升 1.2pct。2025H1 财务费用为 0.21 亿元, 较去年同期增加 0.48 亿元, 对利润产生较大扰动。财务费用的大幅上升主要源于新加坡分公司持有的美元定期存款, 因美元对新币汇率波动导致汇兑损失增加。

预收款保障未来收入确定性, 拟派发中期分红。公司 2025H1 经营性现金流净流入 8.8 亿元, 收现比达到 145%, 主因公司收到较多预收款, 在手合同负债余额达 11.0 亿元, 显著高于 2023 年联电新加坡项目启动初期水平。由于重大项目收入确认前已提前锁定大量预收款, 回款安全垫充足, 后续收入加速兑现亦具备较强确定性。公司拟派发中期分红, 分红总额 2.13 亿元, 股利支付率 133%。充沛现金流与低资本开支支撑高分红持续性, 当前年化股息率约 5.5%。

投资建议: 维持盈利预测, 维持“优于大市”评级。全球半导体产业受地缘政治因素影响, 供应链加速向东南亚转移, 新加坡凭借政治中立及关税优势成为半导体企业避险首选。亚翔集成作为半导体洁净室工程龙头, 依托母公司资源接连斩获新加坡重大半导体厂务订单。当前新加坡半导体产能建设需求旺盛, 公司有望持续获取海外重大项目订单, 而当前市场低估其海外业务持续性, 未来估值修复空间可观。预

测公司 2025-2027 年归属于母公司净利润 4.77/8.16/7.13 亿元，每股收益 2.24/3.83/3.34 元，同比 -25.0%/+71.1%/-12.7%。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、朱家琪（S0980524010001）

◆ 谷歌 (ALPHABET)-A (GOOGL.0) 海外公司财报点评：广告表现亮眼，云需求强劲，上调 25 年 CAPEX 指引

业绩总览：25Q2 营收 964 亿美元（同比+14%、固定汇率下+13%），保持强劲增长态势。净利润 282 亿美元（同比+19%），受益于收入增长和持续的成本效率提升，尤其是云业务的利润率改善，部分被特定法律事项和解相关费用抵消。

广告：广告表现亮眼，继续受益于垂类领域贡献，AI 对业务赋能明显。谷歌 2025Q2 实现广告收入 713 亿美元，同比+10%，其中搜索广告收入 542 亿美元，同比+12%，主要得益于零售、金融服务（主要是保险）和医疗健康领域的增长。YouTube 广告收入 98 亿美元（同比+13%），主要得益于直接反应广告和品牌广告，Shorts 广告数量和价格上涨，观看每小时的收入已与 YouTube 传统的信息流广告相当。AI 对广告业务的赋能作用明显，启用 AI Max 和 Search 广告系列的广告客户通常能获得 14% 的额外转化量，使用智能竞价探索的广告系列平均转化量增长 19%。

云：云业务需求强劲，客户数量大幅增长，预计 26 年仍面临供需紧张。谷歌云收入 136 亿美元（同比+32%），增长势头迅猛，OPM 进一步提升至 20.7%，同比+9.4pcts，环比+3.0pcts。超过 2.5 亿美元的交易数量同比增长一倍，25H1 签署的超过 100 万美元的交易数量与 2024 年全年持平，GCP 新客户数量环比增长近 28%，超过 8.5 万家企业使用 Gemini 进行开发。尽管公司加快了服务器的部署速度，但预计到 26 年供需环境仍然紧张。

CAPEX：加快服务器和数据中心建设，上调 25 年 CAPEX 至 850 亿美元。25Q2 CAPEX 为 224 亿美元，同比+70%，其中 2/3 用于服务器，1/3 用于数据中心和网络设备，考虑到强劲的云产品和服务需求，公司上调 25 年 CAPEX 预期至 850 亿美元，反映了服务器的额外投资，以及数据中心建设速度的加快，并且展望 2026 年，CAPEX 也将进一步增加。

分红回购：25Q2 进行了 136 亿美元股票回购和 25 亿美元的股息支付。

投资建议：考虑到云需求强劲和 CAPEX 投入节奏加速，我们小幅上调 2025-2027 年公司收入预测为 3939/4426/4863 亿美元，上调幅度 1%/1%/1%，同步小幅调整 2025-2027 年净利润预测为 1110/1244/1393 亿美元，上调幅度 2%/4%/3%。维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观压力与 IT 支出放缓；云与 AI 竞争加剧；产品落地低于预期。

证券分析师：张伦可（S0980521120004）、刘子谭（S0980525060001）、张昊晨（S0980525010001）

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 204 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 7 月 25 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 0.33%、2.84%、3.03%、0.49%、0.00%、0.00%、8.24%、6.45%。中信一级行业指数中基础化工、有色金属、钢铁、轻工制造、国防军工行业指数距离 250 日新高较近，食品饮料、煤炭、房地产、消费者服务、计算机行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，5G、区块链、可转债正股、新能源汽车、工业母机、金属非金属、万得双创等概念指数距离 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 7 月 25 日，共 1178 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医药、机械、基础化工行业，创新高个股数量占比最高的是银行、钢铁、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：20.70%、17.90%、21.00%、18.67%、12.00%、10.00%。

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博瑞医药、仕佳光子、中材科技等 44 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、周期板块，分别有 13、11 只入选。其中，制造板块中创新高最多的是机械行业；周期板块中创新高最多的是基础化工行业。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险，本报告基于历史客观数据统计，不构成任何投资建议，历史股价表现不代表未来股价表现。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、胡志超（S0980524070001）

◆ 金融工程周报:主动量化策略周报-科创板领涨，优基增强组合本周相对股基指数超额 0.48%

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 2.29%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.48%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益 12.86%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.63%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 44.05%分位点（1528/3469）。

本周，超预期精选组合绝对收益 0.45%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.36%。本年，超预期精选组合绝对收益 24.97%，相对偏股混合型基金指数超额收益 10.48%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 13.64%分位点（473/3469）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益 1.75%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.06%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 16.12%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.64%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 32.52%分位点（1128/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益 0.28%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.52%。本年，成长稳健组合绝对收益 29.97%，相对偏股混合型基金指数超额收益 15.49%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 8.27%分位点（287/3469）。

本周，股票收益中位数 1.72%，73%的股票上涨，27%的股票下跌；主动股基中位数 1.81%，88%的基金上涨，12%的基金下跌。

本年，股票收益中位数 15.73%，81%的股票上涨，19%的股票下跌；主动股基中位数 11.54%，94%的基金上涨，6%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合：

在构建量化组合时，从传统地对标宽基指数，转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上，采用量化方法进行增强，达到优中选优的目的。

超预期精选组合：

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池，接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选，挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票，构建超预期精选股票组合。

券商金股业绩增强组合：

以券商金股股票池为选股空间和约束基准，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离，构建券商金股业绩增强组合。

成长稳健组合：

采用“先时序、后截面”的方式，构建成长股二维评价体系。以研报标题超预期及业绩大增为条件筛选成长股股票池，根据距离正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择距离财报预约披露日较近的股票，当样本数量较多时，采用多因子打分精选优质个股，构建 100 只股票等权组合。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报:多因子选股周报-特异度因子表现出色，四大指增组合年内超额均超 9%

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 0.78%，本年超额收益 9.31%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益-0.52%，本年超额收益 9.90%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益 0.07%，本年超额收益 15.69%。
- 中证 A500 指数增强组合本周超额收益 0.26%，本年超额收益 9.96%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，特异度、EPTTM 一年分位点、单季净利同比增速等因子表现较好，而 SPTTM、预期 PEG、单季 SP 等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，三个月波动、EPTTM 一年分位点、预期 BP 等因子表现较好，而 3 个月盈利上下调、单季 ROE、标准化预期外收入等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，三个月机构覆盖、三个月反转、预期 BP 等因子表现较好，而一年动量、3 个月盈利上下调、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，特异度、三个月反转、预期净利润环比等因子表现较好，而预期 PEG、3 个月盈利上下调、预期 BP 等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，三个月机构覆盖、特异度、三个月反转等因子表现较好，而一年动量、标准化预期外收入、3 个月盈利上下调等因子表现较差。

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 782 亿元。中证 500 指数增强产品共有 71 只，总规模合计 451 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 151 亿元。中证 A500 指数增强产品共有 52 只，总规模合计 242 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.28%，最低-0.98%，中位数 0.12%。最近一月：超额收益最高 4.10%，最低-0.99%，中位数 0.61%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.41%，最低-1.31%，中位数 0.04%。最近一月：超额收益最高 2.56%，最低-0.60%，中位数 0.60%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.82%，最低-0.47%，中位数 0.15%。最近一月：超额收益最高 3.55%，最低-0.67%，中位数 1.07%。

中证 A500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.82%，最低-0.47%，中位数 0.15%。最近一月：超额收益最高 1.89%，最低-1.55%，中位数 0.68%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报:港股投资周报-资源行业领涨，港股精选组合年内上涨 50.61%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 0.69%，相对恒生指数超额收益-1.58%。

本年，港股精选组合绝对收益 50.61%，相对恒生指数超额收益 24.05%。

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，阜丰集团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，其次为大金融、消费、科技和周期板块，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 3.88%；恒生小型股指数收益最低，累计收益 1.23%。

行业指数方面，本周综合企业行业收益最高，累计收益 8.77%；电讯业行业收益最低，累计收益-1.05%。

概念板块方面，本周雅江水电站概念板块收益最高，累计收益 27.66%；反恐概念板块收益最低，累计收益-9.46%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 324 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 1024 亿港元，今年以来港股通累计净流入 8200 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，中国人寿、建设银行和快手-W 流入金额最多，中国移动、小米集团-W 和泡泡玛特流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数 2.53%，投资港股的主动基金收益中位数 1.79%。

本年，港股通股票收益中位数 25.39%，投资港股的主动基金收益中位数 27.14%。

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：基金周报-首批科创债 ETF 规模超 1000 亿元，第二批新型浮动费率基金获批

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数全线上涨，科创 50、中证 500、创业板指指数收益靠前，收益分别为 4.63%、3.28%、2.76%，上证综指、沪深 300、深证成指指数收益靠后，收益分别为 1.67%、1.69%、2.33%。

从成交额来看，上周主要宽基指数成交额均有所上升。行业方面，上周煤炭、钢铁、有色金属收益靠前，收益分别为 8.00%、7.55%、7.10%，银行、综合金融、通信收益靠后，收益分别为-2.89%、-1.00%、-0.47%。

截至上周五，央行逆回购净回笼资金 705 亿元，逆回购到期 17268 亿元，净公开市场投放 16563 亿元。不同期限的国债利率均有所上行，利差扩大 3.27BP。

上周共上报 37 只基金，较上上周申报数量有所增加。申报的产品包括 1 只 FOF、1 只 QDII，汇添富中证金融科技主题 ETF、国泰中证港股通汽车产业主题 ETF、华安恒生生物科技 ETF、易方达中证金融科技主题 ETF、国泰君安恒生消费指数基金（QDII）、中航天虹消费封闭式 REIT 等。

7 月 24 日，第二批 12 只新型浮动费率基金获批，与首批产品相比，第二批新型浮动费率基金不仅包括全市场选股产品，还包括制造业、高端装备、医药等行业主题产品。

7 月 24 日，中国证券投资基金业协会发布的数据显示，截至 2025 年 6 月底，公募基金资产净值合计 34.39 万亿元，再创历史新高。

开放式公募基金表现。上周主动权益、灵活配置型、平衡混合型基金收益分别为 1.80%、1.44%、1.40%。今年以来另类基金业绩表现最优，中位数收益为 15.16%，主动权益型、灵活配置型和平衡混合型基金的中位数收益分别为 11.66%、7.73%、3.96%。

上周指数增强基金超额收益中位数为 0.06%，量化对冲型基金收益中位数为 0.17%。今年以来，指数增强基金超额中位数为 3.42%，量化对冲型基金收益中位数为 0.58%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 242 只、目标日期基金 120 只、目标风险基金 153 只。今年以来，目标日期基金中位数业绩表现最优，累计收益率为 6.95%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 46 只，合计发行规模为 276.04 亿元，较前一周有所增加。此外，

上周有 23 只基金首次进入发行阶段，本周将有 30 只基金开始发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

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

◆ 金融工程周报:ETF 周报-本周股票型 ETF 涨幅中位数达 2.4%，芯片 ETF 领涨

ETF 业绩表现

上周（2025 年 07 月 21 日至 2025 年 07 月 25 日，下同）股票型 ETF 周度收益率中位数为 2.41%。宽基 ETF 中，科创板 ETF 涨跌幅中位数为 3.91%，收益最高。按板块划分，大金融 ETF 涨跌幅中位数为 4.34%，收益最高。按主题进行分类，芯片 ETF 涨跌幅中位数为 5.13%，收益最高。

ETF 规模变动及净申购

上周股票型 ETF 净赎回 40.06 亿元，总体规模增加 704.60 亿元。在宽基 ETF 中，上周中证 1000ETF 净申购最多，为 9.99 亿元；按板块来看，周期 ETF 净申购最多，为 102.31 亿元；按热点主题来看，AIETF 净申购最多，为 8.94 亿元。

ETF 基准指数估值情况

在宽基 ETF 中，创业板类 ETF 的估值分位数相对较低；按板块来看，消费、大金融 ETF 的估值分位数相对温和；按照细分主题来看，酒、光伏 ETF 的估值分位数相对较低。与前周相比，芯片、科技 ETF 的估值分位数明显提升。

ETF 融资融券情况

上周一至周四股票型 ETF 融资余额由前周的 409.93 亿元上升至 414.78 亿元，融券余量由前周的 21.91 亿份下降至 21.64 亿份。在日均融资买入额、融券卖出量最高的前 10 只 ETF 中，科创板 ETF 和芯片 ETF 的日均融资买入额较高，中证 1000ETF 和沪深 300ETF 的日均融券卖出量较高。

ETF 管理人

截至上周五，华夏、易方达、华泰柏瑞三家基金公司的已上市、非货币 ETF 总规模排名前三。本周将有嘉实恒生港股通科技主题 ETF、嘉实恒生消费 ETF、华安恒生港股通科技主题 ETF、南方中证通用航空主题 ETF、鹏华上证科创板人工智能 ETF、富国中证 500ETF 6 只 ETF 发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

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

◆ 金融工程日报:沪指震荡回调，科创 50 逆势大涨

市场表现：20250725 规模指数中中证 2000 指数表现较好，板块指数中科创 50 指数表现较好，风格指数中中证 500 成长指数表现较好。计算机、电子、轻工制造、纺织服装、房地产行业表现较好，建材、建筑、食品饮料、综合金融、煤炭行业表现较差。智谱 AI、寒武纪、Kimi、多模态模型、快递等概念表现较好，雅江水电站、海南自贸港、水利水电建设、大基建央企、挖掘机等概念表现较差。

市场情绪：20250725 收盘时有 48 只股票涨停，有 16 只股票跌停。昨日涨停股票今日表现低迷，赚钱效应较弱，高开低走，收盘收益为-1.17%，昨日跌停股票今日收盘收益为-4.03%。今日封板率 59%，较前日下降 14%，连板率 11%，较前日下降 20%，连板率创近一个月新低。

市场资金流向：截至 20250724 两融余额为 19420 亿元，其中融资余额 19284 亿元，融券余额 136 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.2%，两融交易占市场成交额比重为 10.5%。

折溢价：20250724 当日 ETF 溢价较多的是稀有金属 ETF，ETF 折价较多的是建材 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 13 亿元，20250724 当日大宗交易成交金额为 18 亿元，近半年以来平均折价率 5.83%，当日折价率为 7.79%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.90%，3.05%，9.05%，11.61%，当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 0.29%，处于近一年来 62%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 1.69%，处于近一年

来 56%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 8.29%，处于近一年来 53%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 9.39%，处于近一年来 59%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是飞龙股份、富信科技、超图软件、豪鹏科技、华培动力、因赛集团、浩物股份、能特科技等，飞龙股份被 72 家机构调研。20250725 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入前十的股票是唯万密封、易明医药、中化岩土、显盈科技、上海机电、华胜天成、方正阀门、申通快递等，机构专用席位净流出前十的股票是昂利康、华新水泥、博云新材、深水规院、康芝药业、三羊马、铜冠铜箔、西宁特钢、高争民爆、苏博特、远望谷、天润科技等。陆股通净流入前十的股票是因赛集团、浙富控股、山河智能、飞乐音响等，陆股通净流出前十的股票是申通快递、中化岩土、柳钢股份、华新水泥、凯撒旅业、西藏天路、华胜天成、中岩大地、兰生股份、爱慕股份、上海机电、高争民爆、康泰医学、华建集团、铜冠铜箔等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	774.68	-1.03	ICE 布伦特原油	68.44	-1.06
白银	9346.00	-0.37	铜	79260.00	-0.57
铝	20760.00	0.07	铅	16895.00	0.14
豆一	4223.00	0.40	锌	22800.00	-0.56
豆粕	3013.00	-0.13	镍	123330.00	-0.41
玉米	2314.00	-0.17	锡	270950.00	-0.99
螺纹钢	3249.00	0.74	SR509	5876.00	0.39

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	99.8	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
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
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	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
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16
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

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	44901.92	0.465411	58.61	58.61	58.61	58.61	41.22
德国 DAX 指数	24217.50	-0.322811	90.13	3.06	8.87	32.34	52.71
法 CAC40 指数	7834.58	0.208486	0.15	3.65	3.95	5.48	46.84
恒生指数	25388.35	-1.086329	2.26	3.73	15.50	49.29	64.58
沪深 300 指数	4127.16	-0.527200	1.69	4.21	8.98	21.41	64.17
美国 SP500 指数	6388.64	0.397432	1.45	4.86	15.62	18.32	44.98
纳斯达克综合指数	21108.32	0.239149	1.01	5.68	21.43	22.85	47.18
日经 225 指数	41456.23	-0.884873	4.11	6.45	16.10	9.47	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	300750.SZ	宁德时代	282.8000	-0.8415	无数据	300750.SZ	宁德时代	282.8000	-0.8415	无数据
2	002371.SZ	北方华创	341.9600	0.9774	无数据	002371.SZ	北方华创	341.9600	0.9774	无数据
3	002466.SZ	天齐锂业	41.8900	3.9712	无数据	002466.SZ	天齐锂业	41.8900	3.9712	无数据
4	601669.SH	中国电建	7.2200	-3.0872	无数据	601669.SH	中国电建	7.2200	-3.0872	无数据
5	300502.SZ	新易盛	172.9700	0.0984	无数据	688256.SH	寒武纪-U	673.3000	12.1737	无数据
6	688256.SH	寒武纪-U	673.3000	12.1737	无数据	600418.SH	江淮汽车	49.9900	6.7022	无数据
7	600418.SH	江淮汽车	49.9900	6.7022	无数据	000651.SZ	格力电器	46.8000	-2.0716	无数据

8	000651. SZ	格力电器	46.8000	-2.0716	无数据	688041. SH	海光信息	141.4900	3.5040	无数据
9	688041. SH	海光信息	141.4900	3.5040	无数据	002594. SZ	比亚迪	337.9300	-1.3976	无数据
10	300308. SZ	中际旭创	185.2200	0.0108	无数据	300308. SZ	中际旭创	185.2200	0.0108	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	1024. HK	快手-W	72.5000	-0.04855643	123494.53	0981. HK	中芯国际	52.7500	0.04975124	284370.02
2	2628. HK	中国人寿	22.7500	0.01789709	126612.82	9988. HK	阿里巴巴-W	118.0000	-0.01911887	225708.05
3	2828. HK	恒生中国企业	无数据	无数据	143538.34	0700. HK	腾讯控股	550.5000	-0.01166966	197841.73
4	1530. HK	三生制药	28.4500	-0.06414474	164251.54	1024. HK	快手-W	72.5000	-0.04855643	190170.72
5	3690. HK	美团-W	130.1000	-0.03199405	206105.60	3690. HK	美团-W	130.1000	-0.03199405	173009.55
6	0700. HK	腾讯控股	550.5000	-0.01166966	209834.28	1810. HK	小米集团-W	57.4000	-0.01796407	150432.69
7	1810. HK	小米集团-W	57.4000	-0.01796407	227479.32	1530. HK	三生制药	28.4500	-0.06414474	132726.86
8	9988. HK	阿里巴巴-W	118.0000	-0.01911887	233944.43	1788. HK	国泰君安国际	6.1400	0.02675585	98074.53
9	0981. HK	中芯国际	52.7500	0.04975124	362543.26	2269. HK	药明生物	31.5000	0.05527638	60525.50
10	2800. HK	盈富基金	无数据	无数据	731919.85	2628. HK	中国人寿	22.7500	0.01789709	31146.07

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