

策略定期观点

胜率与赔率，胆量与耐心

策略研究 · 策略专题

证券分析师：王开

021-60933132

wangkai8@guosen.com.cn

S0980521030001

证券分析师：陈凯畅

021-60375429

chenkaichang@guosen.com.cn

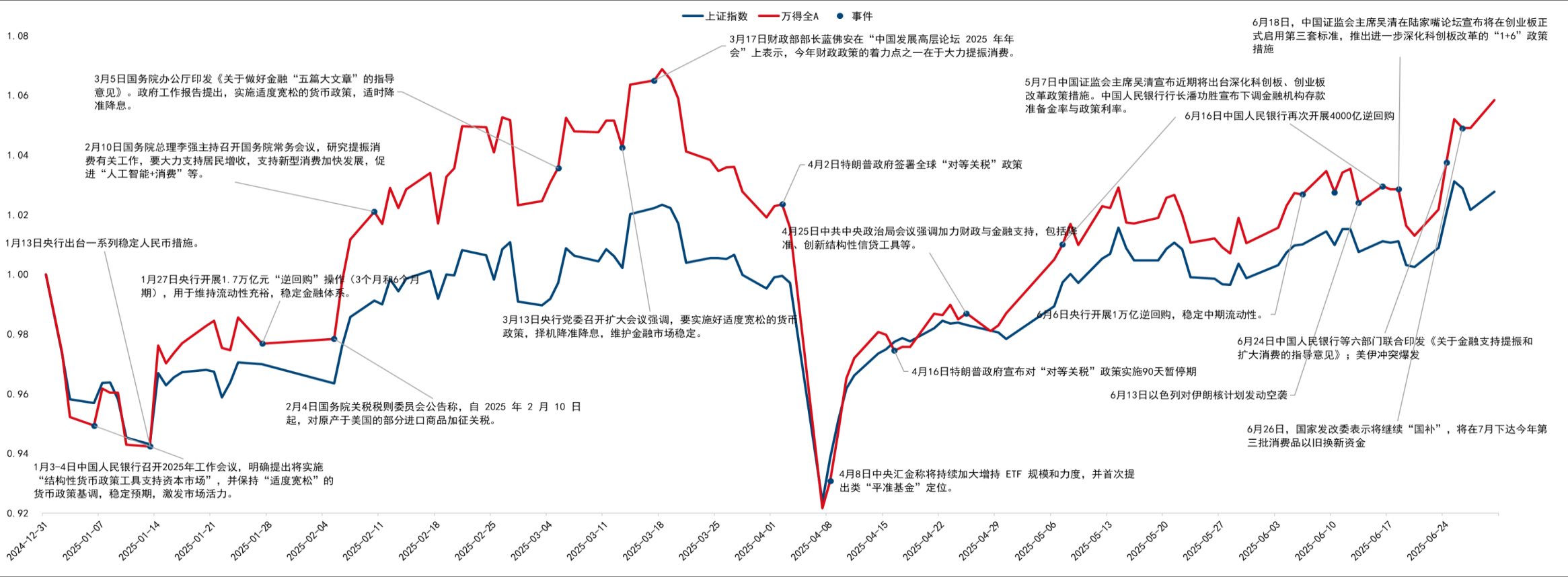
S0980523090002

- **上半年复盘：2025年上半年市场一波三折，两次主升浪后飘红收官。**市值风格上看，“以小为美”特征明显，成长价值偏均衡，大盘价值在1月初市场下跌、4月7日关税冲击期间、5月中旬到6月“向基准靠拢”主题行情期间表现占优。微观估值结构层面，2025年上半年两波主升见新高的过程中，整体估值中枢较之去年10月8日有所抬升，本轮上涨快速填平“1-2xPB”的估值洼地。杠铃策略在2025年上半年表现抢眼，银行上半年上涨超过13%，7月初继续上涨；新消费、创新药、光模块、PCB均有爆发力较强的行情。
- **全球股市维度排序：日本>美国>印度>越南>英国>德国>法国。**美元可能陷入双重困境——经济疲软时遭遇储备地位质疑，经济强劲时又受制于政策约束，导致其与传统“微笑曲线”相反的“倒U”走势，反映全球对美元体系的结构性质疑正在深化。亚太市场中，日本股市凭借其宏观经济的持续改善、相对合理的估值以及积极的外资流入，依然保持领先地位。美国股市虽估值偏高，但其经济的强大韧性和持续的资金吸引力使其仍具投资价值。印度和越南两个新兴市场估值劈叉，越南性价比强于印度，但政治风险较高。欧洲市场整体排序靠后，因其政治动荡与估值偏高。黄金长期仍看多，未来利好贵金属的可能驱动包括美联储降息、贸易不确定性反复、供给的强约束，可能的利空驱动包括地缘缓急和利率高企，综合来看利多驱动因子要高于利空驱动因子。
- **A股大势：正期望小幅收敛，胜率赔率非对称。**大势层面整体震荡偏强，但6月以来市场上涨主要由估值驱动，向上高胜率但赔率空间较前期有所收敛。市场风格偏提升后指数突破，但赚钱效应仍然相对分散，5月相对疲弱的工业企业数据在投资者层面已有所反应，基本面磨底延续。收益正期望扩张依赖于“大盘成长”风格的崛起，背后需要相对中小盘ROE的轧差优势支撑，从“杠铃”到“杆”仍需时日。长期层面，伴随基本面预期改善，市场中枢依旧能够看高一线。
- **风格及行业：杠铃延续，红利内部掘金，科技成长顺风。**年初以来红利与微盘持续走强，广谱利率下行+微观流动性充裕+企业盈利处于相对低位的组合利于“杠铃”跑赢。综合近10年风险收益情况描绘杠铃策略“微笑曲线”，15%+底仓收益和15%-最大回撤指向红利微盘七三开。组合思路，传统红利指数面临从“真股息”到“伪红利”的漂移，部分Smart beta红利策略也有演绎为“医药消费指数”的背景下，建议：1) 基于AH溢价的维度利用A股红利低波和港股通红利低波指数做轮动；2) 除银行外在内部高低切的过程中，关注股息率在3%以上，且ROE波动低的品种，涨跌幅看，炼化贸易、白电、基础建设、纺织制造、铁路公路年初至今跌幅超过4%，红利内部轮动过程中或存在一定补涨机遇；3) 基于预期股息视角在资源类红利、周期类红利、金融稳定类红利中挖掘优质资产，如预期股息率大于4%的运营商等。本轮银行股估值重塑不同于历史上任何一个时期的投资逻辑，更多是在广谱利率下行过程中的系统性重估。在地产风险底线确立的前提假设下，银行经历了从“高息低估大洼地”到“风偏下行避风港”，再到“动态基准压舱石”的估值系统性提升过程。科技成长经历2月以来的系统性调整后，除光模块、PCB以外，关注AI算力和半导体的补涨机遇。“反内卷”主题短期倾向于拔估值行情，本轮弹性最大的光伏左侧博弈困境反转，股价抢跑于基本面底部，待产业周期见底盈利反转后开启大级别主升。
- **中报前瞻：分化中前行，磨底有韧性。**1) 上游方面，有色金属景气度相对较高，基础化工预计收入、利润增速围绕0轴波动，内需复苏有望推动中上游龙头系统性盈利修复；2) 中游制造方面，工业企业利润口径下，通用设备&专用设备预计营收、净利润同比在个位数，工程机械受益于二手机出口重塑国内供需紧平衡，新兴市场增量支撑全球化韧性，汽车零部件产销双旺，收入端增速或小幅好于利润；3) 下游消费领域，餐饮、纺服、轻工、农业基于中观高频数据推演，整体业绩能见度更高，其中餐饮整体分化，啤酒、饮料强者恒强，白酒整体小幅承压（次高端、地产酒），纺服上下游分化明显，下游服装家纺子行业基数不高叠加去库持续，业绩更稳健；农业整体盈利明显改善，生猪价格企稳盈利兑现，动保行业内卷放缓，企业业绩也有所回升；4) 截至7月8日 15:00，共92家上市企业披露中报预告，商贸零售、电子、基础化工、家用电器披露样本市值占比在5%+。
- **风险提示：**海外货币政策节奏和幅度的不确定性，海外局部地缘冲突风险。

[01] 大盘上半年运行状况小结

2025年上半年市场一波三折，两波主升后飘红收官。1）1月初市场快速下跌，监管层频频发声稳定市场、引导中长期资金入市，市场开启月线级别反弹；2）4月在美国滥施关税和对华大幅提高关税税率的冲击下，市场出现了较大的调整，上证指数一度跌至3040点。随着中央汇金、中国诚通、中国国新等国资宣布入场维稳、央行明确提供流动性支持等政策组合拳发力下，市场呈现“急跌-企稳-修复”的V型走势；3）5-6月市场估值先行，大金融持续向上推动指数见新高。

图：2025 上半年 A 股大事记



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

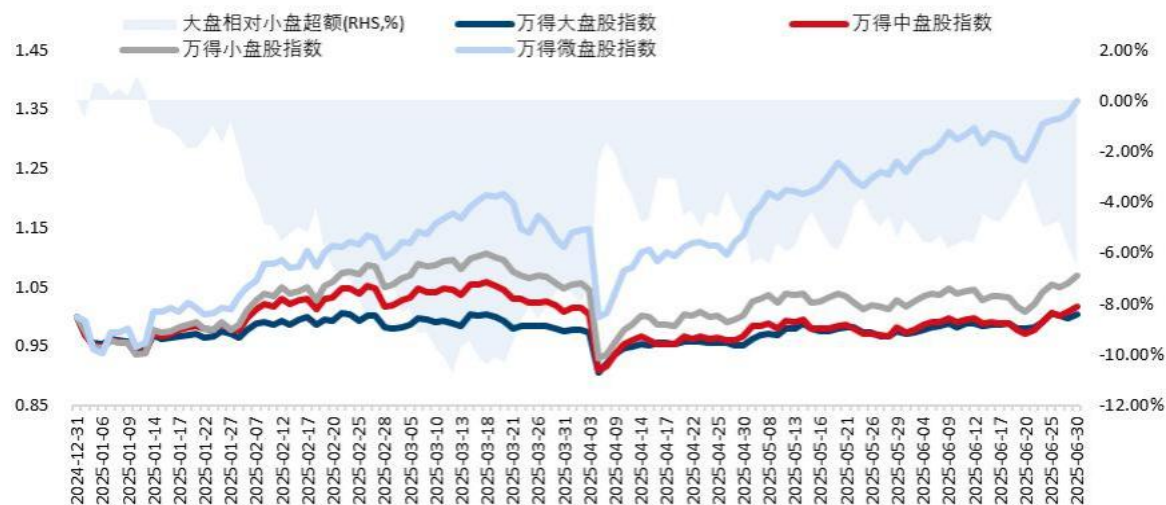
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

小微盘延续占优，价值成长偏均衡

2025 上半年 A 股市场风格较为稳定，市值因子展现出“以小为美”的特征，半年维度看微盘强于小盘，小盘强于中盘和大盘。2025 年上半年(截至 6 月 30 日)万得大盘股、中盘股、小盘股及微盘股指数分别上涨 0.36%、1.66%、6.81%，36.41%。上半年大盘相对小盘占优的集中时间段仅有 1 月上旬、3 月下旬至 4 月上旬。

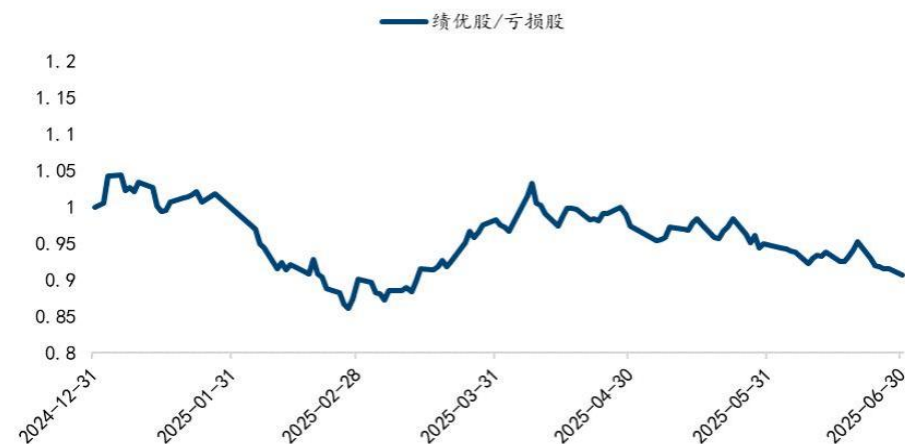
成长价值风格方面，2025 年上半年整体偏均衡。市场反攻 300 点期间小盘成长风格表现最为强劲，超额收益显著，相对大盘价值的超额收益一度达到 12.48%。具体来看，大盘价值在 1 月初市场下跌、4 月 7 日关税冲击期间、5 月中旬到 6 月“向基准靠拢”主题行情期间表现占优，全区间相对小盘成长仅跑输 1.14pct，整体表现具备一定韧性。

图：小盘相对大盘超额显著



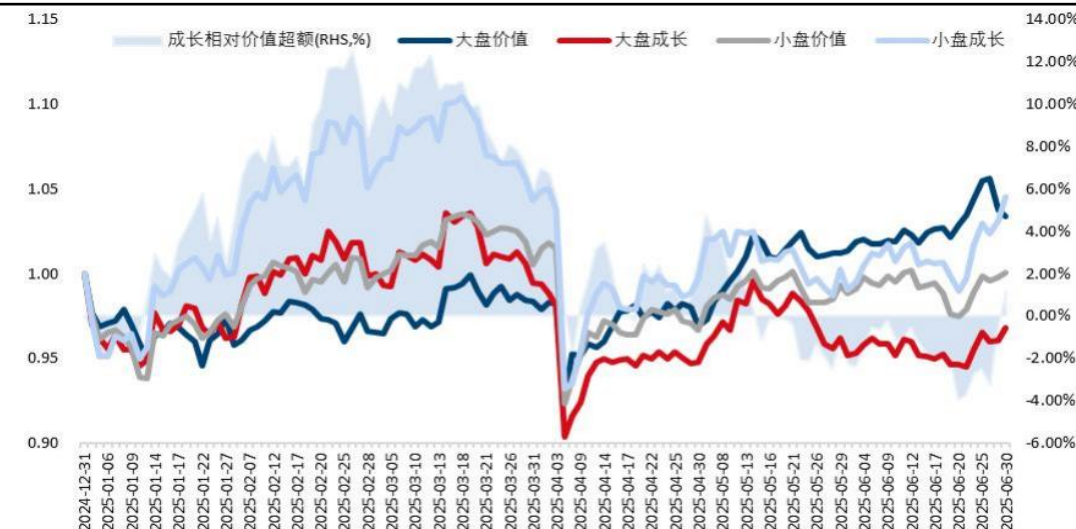
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：2025 上半年亏损股相较绩优股优势明显



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：价值成长偏均衡



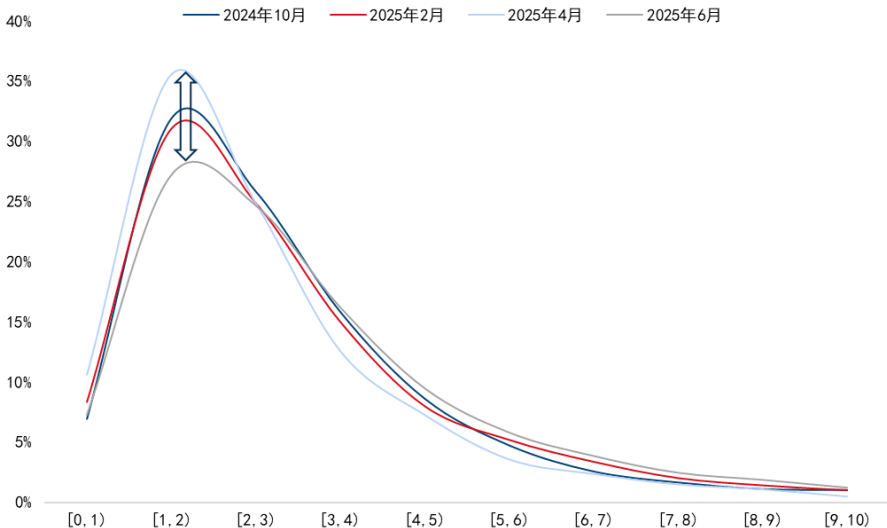
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

“1-2倍PB” 洼地快速填平

自下而上看，当前整体估值中枢相较10月8日有所抬升，本轮上涨主要消灭1-2倍PB的个股。

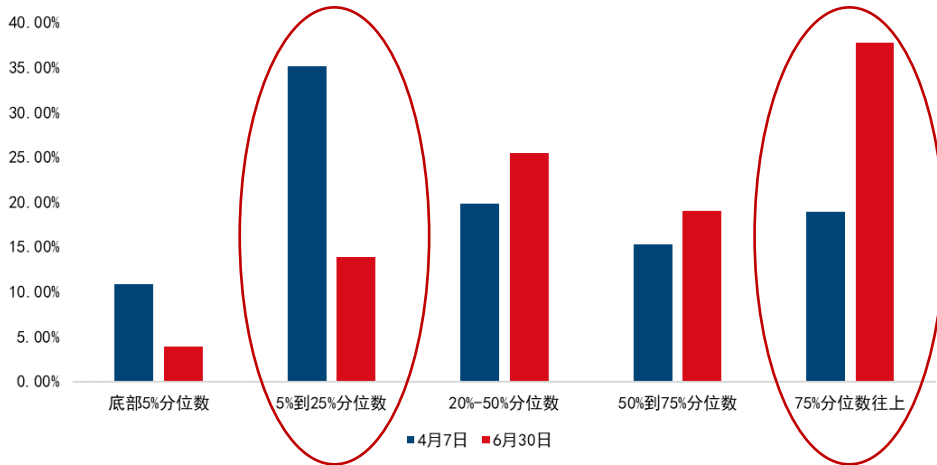
- 1) 底部估值标的加速消化：位于底部5%分位数的极低估板块占比从4月初的约10%大幅缩减至6月末的不足3%，反映出市场对尾部风险的定价充分修正，资金对低估值资产（如破净银行股、周期股）的挖掘相对充分。
- 2) 中低估值区间占比显著收缩：中等偏低估值标的的吸引力减弱，资金从“估值修复”逻辑转向“盈利增长确定性”逻辑。
- 3) 三年维度的“分位数quantile转换”：5%-25%分位数个股占比从35%降至14%，对应的是75%分位数往上的个股占比从19%快速上升至37%。

图：本轮上涨主要消灭1-2倍PB的个股



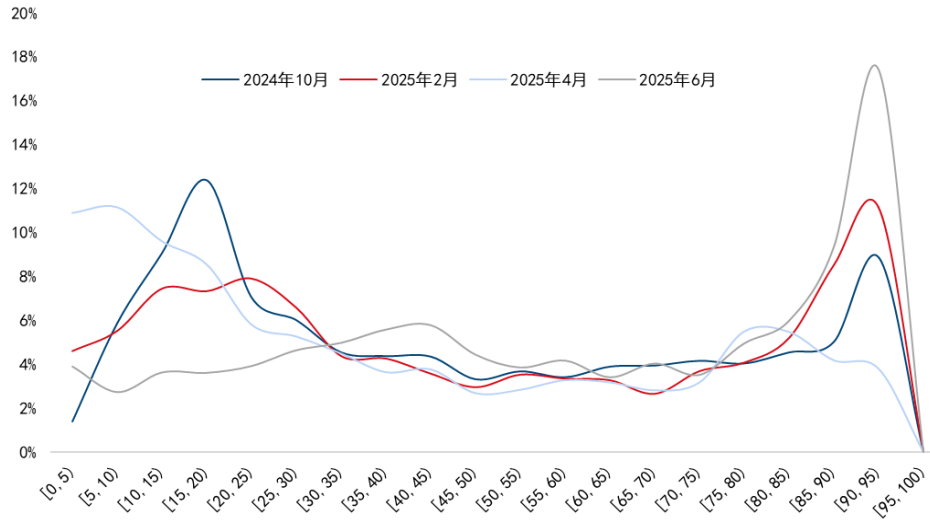
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：底部向上过程中发生的“quantile”估值转换



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：近3年“90”分位数个股占比快速提升

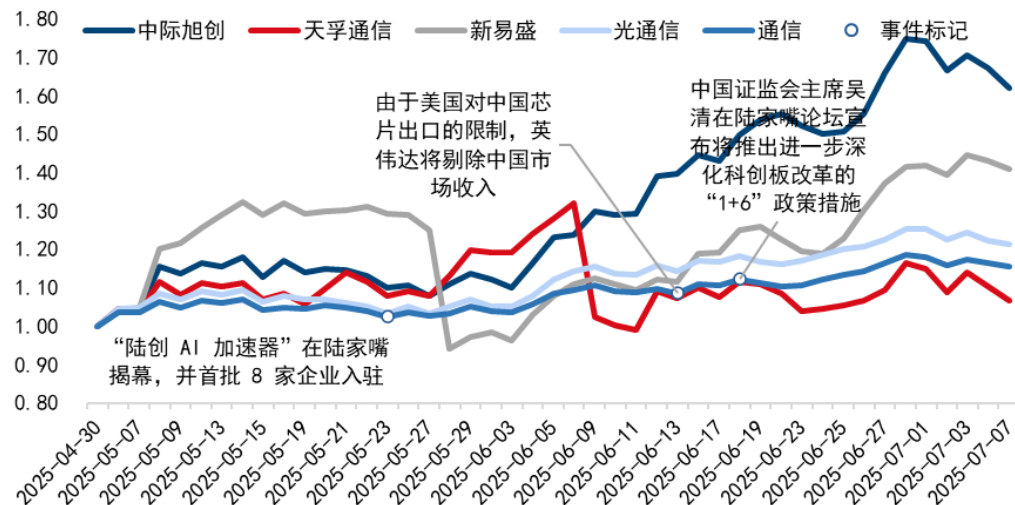


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

底仓与弹性：大金融、新消费、创新药、光模块、PCB

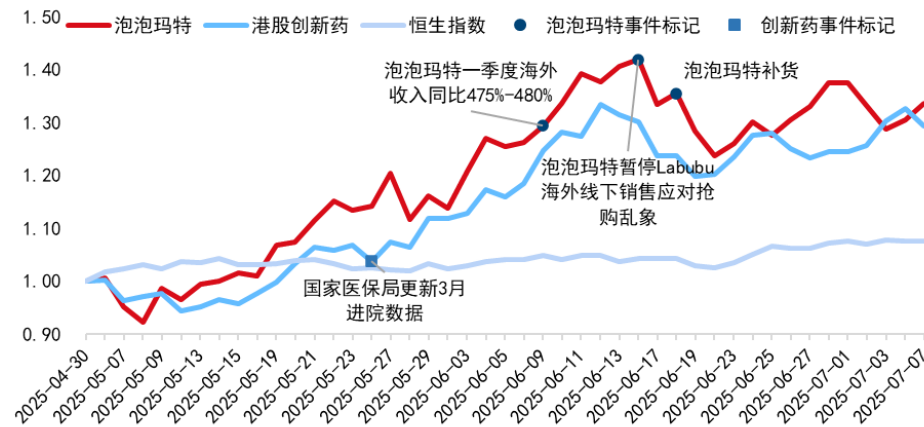
1) 银行：银行板块自2025年5月以来累计涨幅超11%，政策端持续释放积极信号。央行等六部门联合发布《金融支持提振和扩大消费指导意见》，明确要求“推动中长期资金入市”，叠加降准降息预期升温，流动性环境显著改善。银行股凭借高股息、低估值及经营稳健性，成为险资、社保等长期资金的核心配置方向；2) 光模块与PCB：6月初博通发布Tomahawk6交换芯片系列，驱动800G光模块需求爆发，相关厂商（如中际旭创、新易盛）订单能见度延长至2026年，光模块、PCB开启超额主升；3) 创新药与新消费：新消费行情估值先行，行情松动始于泡泡玛特补货，估值先行导致部分标的（如九毛九、海伦司）因增长乏力遭遇抛售；港股创新药自国家医保局3月进院数据公布后快速上涨，6月中旬以来高点回撤超过8%，6月末再度上攻。

图：光模块本轮表现及驱动因素



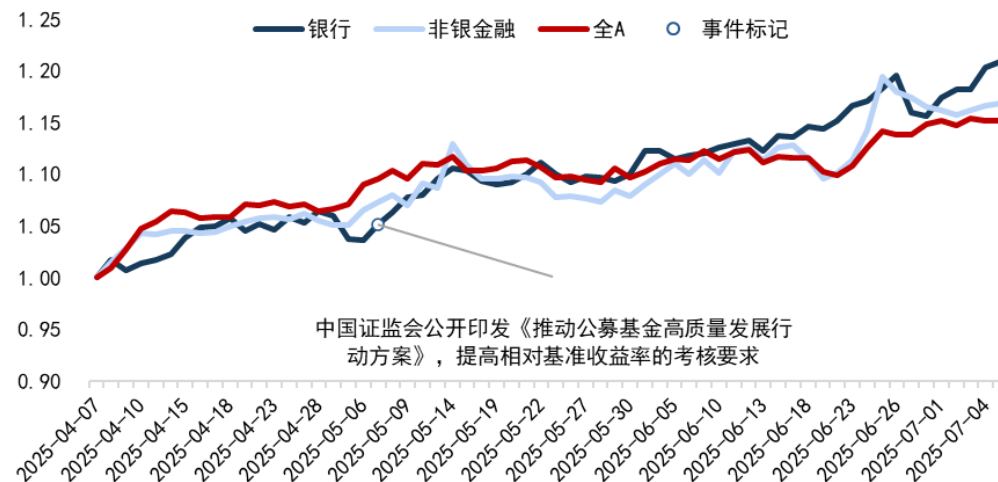
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：个股仅为行情梳理，不涉及投资建议

图：新消费及创新药本轮表现情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：个股仅为行情梳理，不涉及投资建议

图：大金融本轮表现情况



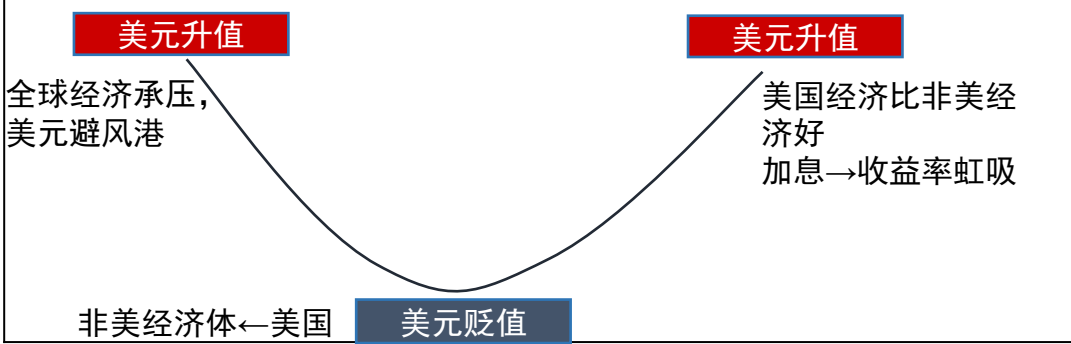
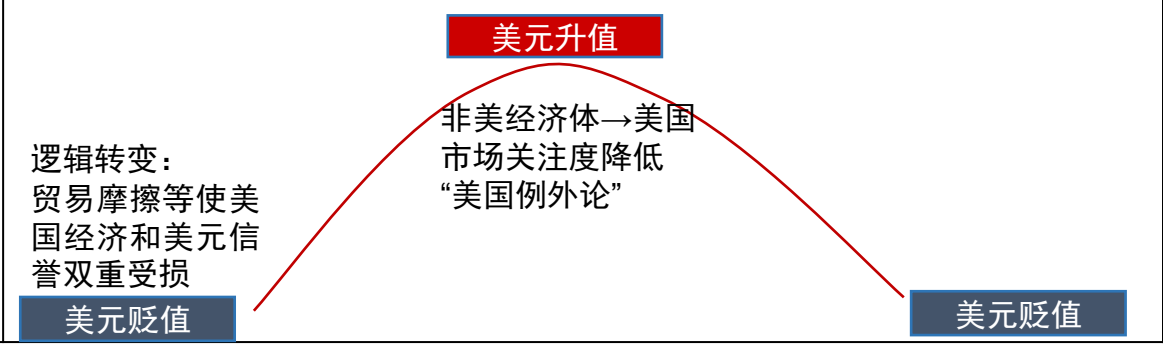
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

【 02 】 全球视角：美国通胀的拖堂和降息的迟到

美元“微笑曲线”切换为倒U曲线的原理初析

- 美元现在面临一个有趣的“两难困境”：当美国经济表现不好时，大家会担心美元作为世界主要货币的地位不保（因为美国长期贸易逆差会让市场对美元失去信心），这时候投资者可能更愿意持有其他货币或黄金；而当美国经济表现特别好的时候，人们又会怀疑美联储是否敢继续加息（怕影响经济增长）。这种两头不讨好的情况，跟20年前提出的美元“微笑”理论正好相反，说明现在美元的地位确实遇到了新挑战。该理论指出美元可能陷入双重困境——经济疲软时遭遇储备地位质疑，经济强劲时又受制于政策约束，导致其与传统“微笑曲线”相反的“倒U”走势，反映全球对美元体系的结构性质疑正在深化。

图：美元“微笑曲线”和“皱眉曲线”的原理对比

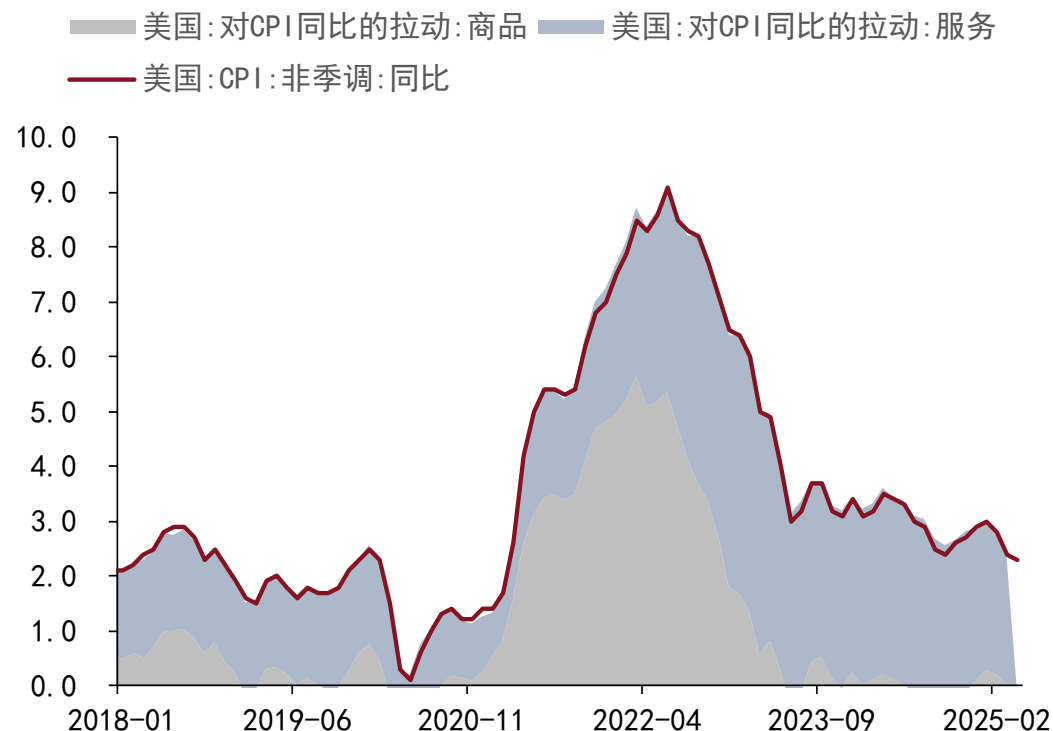
美元微笑 (Dollar Smile)	美元倒U (Dollar Frown)
美元升值 -全球经济衰退 -风险规避市场中的避险资产	美元升值 -美国经济增长优于其他国家 -市场可能不太担心美国的特殊性
美元贬值 -其他国家经济增长优于美国 -风险偏好市场	美元贬值 -因贸易战等原因导致全球经济衰退，美国是根源 -不再是避险资产
美元升值 -美国经济增长优于其他国家 -美联储加息带来的收益率吸引力	美元贬值 -美国经济增长优于其他国家。高收益率会引发债务可持续性担忧 -如果美联储不加息，其政策纪律性存疑
	

资料来源：彭博,美联储，国信证券经济研究所整理

全球市场下半年“阳谋”：美国通胀的拖堂和降息的迟到

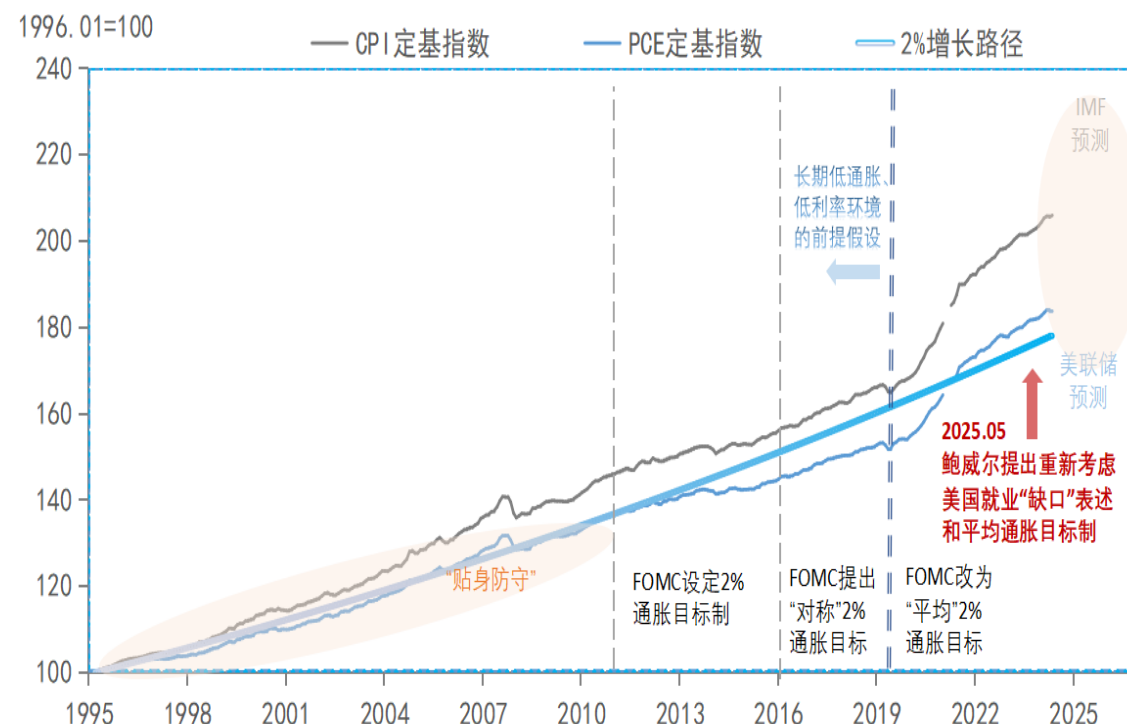
- 美国和日本CPI同比都在2%以上，一个有服务业通胀粘性、一个靠着食品资源品“虚涨”；因此一个不敢轻易降息，一个不敢轻易加息。
- 美联储货币政策改进方向：通胀目标是要点（粘性通胀问题困扰），从“对称2%”到“平均2%”目标的两次变化，分别是希望提升通胀中枢来促进经济回暖、希望压制通胀在合理目标范围内的导向，在三季度杰克森·霍尔会议上有望出现新的框架更迭，则实际降息的时点更可能发生在年底（节奏放缓、幅度累加）而非利率期货市场一致交易的三季度降息。
- 而日本的问题则在于复苏并不稳固；2%以上的CPI同比是靠着米价和进口资源品来拉升的，植田“预期管理”做的到位但轻易不敢加息（假性通胀+资产负债表衰退大逻辑仍在+24年黑色星期后“carry trade”涉及到衍生品爆雷并未完结）。

图：美国粘性通胀为CPI同比增速主要推力



资料来源：彭博，美联储，国信证券经济研究所整理

图：美联储货币政策制定的通胀假设演变历程



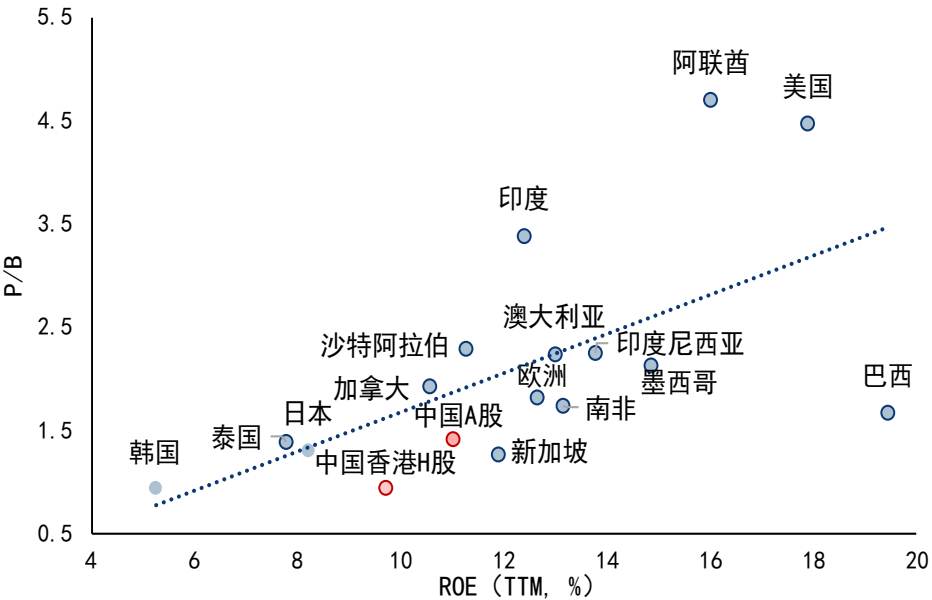
资料来源：彭博，美联储，国信证券经济研究所整理

全球主要市场股市排序



- 全球主要权益市场下半年排序：日本>美国>印度>越南>英国>德国>法国。
- 亚太市场中，日本股市凭借其宏观经济的持续改善、相对合理的估值以及积极的外资流入，依然保持领先地位。美国股市虽估值偏高，但其经济的强大韧性和持续的资金吸引力使其仍具投资价值。印度和越南作为新兴市场，展现出强劲的经济增长潜力，估值相对较低，但印度面临估值过高和外资流出的挑战，而越南则需警惕其较高的政治和金融风险。
- 欧洲市场整体排名靠后。英国股市因其被低估的估值和经济复苏迹象，在欧洲市场中相对更具吸引力。德国股市受益于财政刺激，但其估值和整体欧洲经济环境仍需关注。法国股市受近期政治动荡影响显著，导致市场下跌和资金流出，短期内风险较高，因此在推荐顺序中位居末位。

图：全球重要股指PB-ROE对比



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：全球重要股指估值对比

国别	指数名称	本周涨跌幅	当前截面估值水平				上周截面估值水平			滚动1年分位数			滚动3年分位数		
			PE	PB	PS	PE	变化	PB	变化	PE	PB	PS	PE	PB	PS
美国	道琼斯工业指数	2.30	31.21	8.95	4.78	30.60	0.61	8.78	0.17	70.28	79.52	91.97	90.16	93.22	97.34
	纳斯达克指数	1.62	42.45	6.77	4.78	41.84	0.62	6.66	0.11	46.18	94.38	96.39	71.28	98.14	98.80
	标普500	1.72	28.12	5.25	3.32	27.64	0.47	5.16	0.09	63.86	97.19	100.00	88.03	99.07	100.00
	纳斯达克100	1.48	35.48	9.51	6.80	35.04	0.44	9.39	0.12	48.19	72.29	88.35	71.01	89.63	96.14
	罗素1000指数	1.77	29.43	4.98	3.13	28.92	0.51	4.89	0.09	67.47	95.18	97.99	89.23	98.40	99.34
	罗素3000指数	1.84	30.91	4.69	2.94	30.36	0.55	4.61	0.09	67.07	95.58	98.39	89.10	98.54	99.47
德国	德国DAX	-1.02	20.35	1.99	1.95	18.83	1.52	2.01	-0.02	100.00	89.24	91.10	100.00	96.47	97.00
英国	英国富时100	0.27	18.68	1.87	1.39	18.67	0.01	1.86	0.00	75.49	94.47	89.72	91.82	98.15	96.57
法国	法国CAC40	0.06	15.85	1.84	1.34	16.75	-0.90	1.84	0.00	41.34	31.50	74.30	74.90	41.74	87.20
日本	东证指数	-0.44	15.94	1.43	1.00	16.02	-0.09	1.44	-0.01	71.31	90.98	90.16	49.80	83.81	84.76
	日经225	-0.85	19.05	1.93	1.10	19.38	-0.33	1.97	-0.04	60.66	58.61	84.22	55.43	70.18	51.50
韩国	韩国综合指数	-0.05	13.96	1.03	0.69	13.97	-0.01	1.03	0.00	53.32	96.27	98.00	48.98	98.77	99.30
	韩国KOSPI50	0.58	11.08	1.02	0.89	11.02	0.06	1.01	0.01	22.82	91.49	98.30	34.26	92.71	99.40
印度	印度SENSEX30	-0.74	24.31	3.78	3.34	24.07	0.24	3.81	-0.02	90.36	49.00	54.22	80.16	80.83	22.75
新加坡	富时新加坡海峡指数	1.20	12.57	1.29	2.22	12.43	0.13	1.28	0.02	83.60	94.20	97.30	92.98	98.00	96.10
中国香港	恒生指数	-1.52	10.65	1.12	1.44	10.78	-0.14	1.13	-0.01	93.06	92.65	91.43	96.74	97.42	97.15
	恒生科技	-2.34	19.76	2.84	1.90	20.32	-0.55	2.92	-0.08	4.49	63.27	47.35	12.48	82.63	60.38
	恒生港股通	-1.03	11.02	0.99	1.19	11.08	-0.06	0.99	-0.01	97.14	97.55	97.55	99.05	99.19	99.19
	恒生大型股	-1.60	10.54	1.04	1.53	10.66	-0.12	1.06	-0.01	94.69	95.92	95.10	96.34	98.64	98.37
	恒生中型股	1.93	14.05	0.92	0.78	13.82	0.23	0.91	0.01	99.59	100.00	100.00	99.86	99.73	100.00

资料来源：彭博，万得，国信证券经济研究所整理 注:数据截至2025.7.6

海外主要权益市场关注要点矩阵

图：海外主要权益市场关注要点矩阵

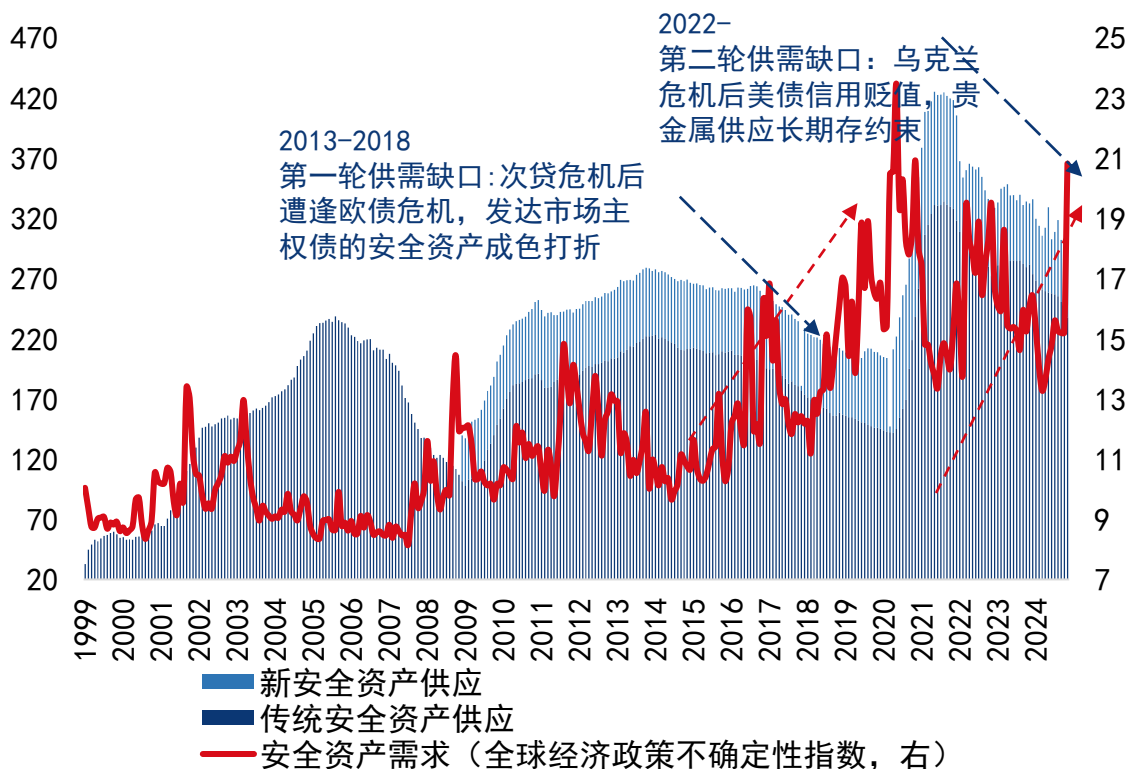
市场	宏观经济	估值	政策事件	情绪	资金
美国	经济韧性强，GDP增长、就业率等指标影响股市，减税政策推动，但全球经济放缓、贸易摩擦加剧带来担忧。	估值偏高，个人投资者对大型科技股热情减退，巴菲特指标显示严重高估。	关税政策引发市场动荡，美联储利率政策影响市场情绪，主权信用评级下调。	市场情绪趋于超买，但未过度，投资者对美股悲观情绪达到2023年以来最高。	企业回购和ETF净流入是主要来源，海外资金流入创历史新高，但个人投资者对大型科技股热情减退。
日本	经济增长相对较慢，但盈利是推动股价关键，通胀上涨，央行政策调整。	估值相对便宜，日经225指数和东证股价指数市盈率处于合理水平，但相对于自身历史不再便宜。	央行货币政策调整，如加息，对股市产生直接或间接影响，地缘政治冲突。	市场情绪逐渐摆脱过度谨慎，乐观情绪升温，但仍有波动。	外资连续八周净买入，海外资金“买入日本”创史上最高，但本土资金成最大支撑。
德国	欧洲最大经济体，经济已准备好增长，但受能源冲击和中国竞争影响，财政刺激政策提振市场。	巴菲特指标显示被严重高估，但与美国科技巨头相比估值廉价。	财政支出法案提振市场情绪，但政治局势和国际关系也会对股市产生影响。	降息前景刺激乐观情绪，但市场情绪受欧洲市场挑战和政治不确定性影响。	财政刺激措施提供资金，但德国人不爱炒股，资金流入相对较少。
印度	宏观经济稳定性强劲，贸易条件改善，通胀波动性降低，经济增长放缓，但长期基本面稳健。	估值较高，处于历史峰值水平，但长期来看仍具吸引力。	监管机构放宽全球基金信息披露门槛，政府反制做空，政治事件和金融丑闻影响市场。	市场情绪乐观，但受美股大跌影响有所缓和，外资抛售打击市场情绪。	外资持续流出，但央行流动性注入引爆市场情绪，外资买入有所恢复。
越南	经济保持高速增长，资本市场发展强劲，但受外部事件和内部金融风险影响。	估值较低，具有吸引力，但受市场升级和国际资金流向影响。	政府加强对公司债的监管，金融反腐风暴，政治局势动荡，取消股票交易预资金要求。	市场情绪高涨，但受外部事件和内部金融风险影响，情绪波动较大。	海外资金持续撤资，但股市账户突破1000万个，政府目标提高市值占GDP比例。
英国	经济复苏迹象，但仍存在挑战，通胀回落，降息预期，政府采取支持增长的基调。	估值低估，低估值和高派息提振市场，富时100指数和MSCI英国指数市盈率有吸引力。	脱欧影响，关税政策引发市场暴跌，政府财政政策和央行降息预期。	多重利好点燃乐观情绪，但脱欧不确定性依然存在，市场情绪谨慎。	资金流入相对较少，但低估值和高派息吸引资金，机构投资者和散户投资者情绪谨慎。
法国	经济表现出复苏迹象，但仍面临挑战，政治局势紧张，特朗普关税政策可能影响盈利。	估值合理，但今年跑输欧洲股市，政治动荡导致市场下跌。	政治风波导致股市下跌，失去欧洲最大股市地位，议会选举结果影响市场。	市场情绪谨慎，政治动荡导致恐慌蔓延，但仍有乐观情绪存在。	政治动荡导致资金流出，但仍有资金流入，银行股受冲击较大。

资料来源：彭博，万得，国信证券经济研究所整理

黄金观点：短期震荡、长期看多

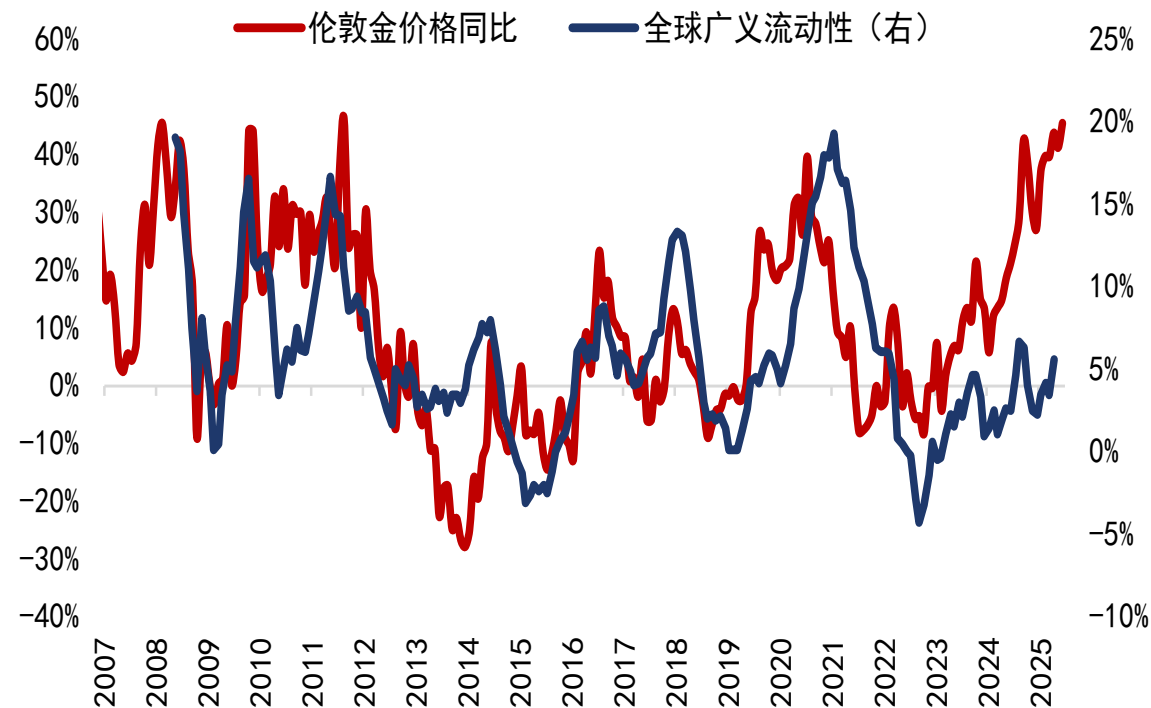
- 避险需求上，地缘“热战”问题让位于“冷战”问题：即便俄乌、巴以、伊以有所缓解，只要美国主打单边化和碎片化，对贵金属避险需求而言就是利好。
- 未来利好贵金属的可能驱动：美联储降息、贸易不确定性反复、供给的强约束；可能的利空驱动：地缘缓急、利率高企。综合来看利多驱动因子要高于利空驱动因子。

图：全球安全资产不足的逻辑是金价长期上涨的主要原因



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：全球金价上扬超过广义流动性投放的幅度

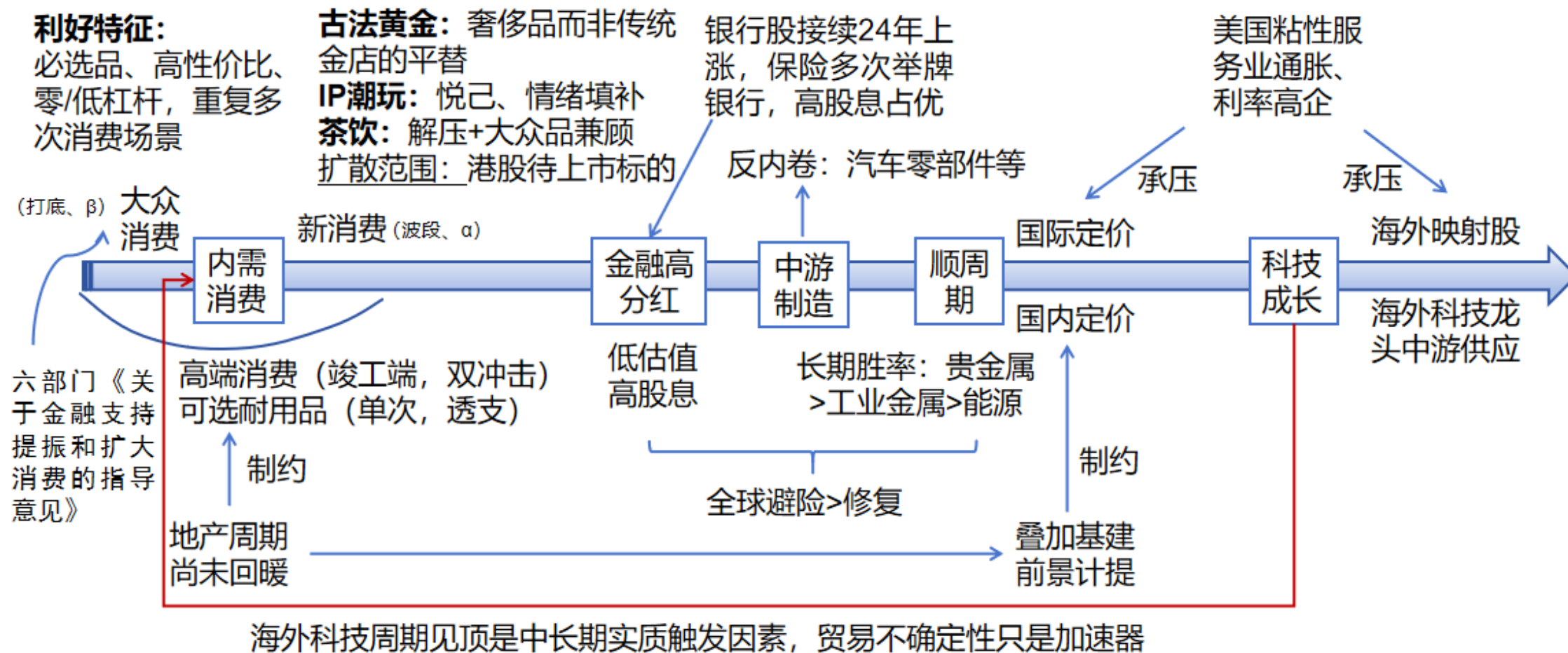


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

【 03 】 国内关键词：大金融、新消费、泛科技、顺周期

下半年策略展望思维导图

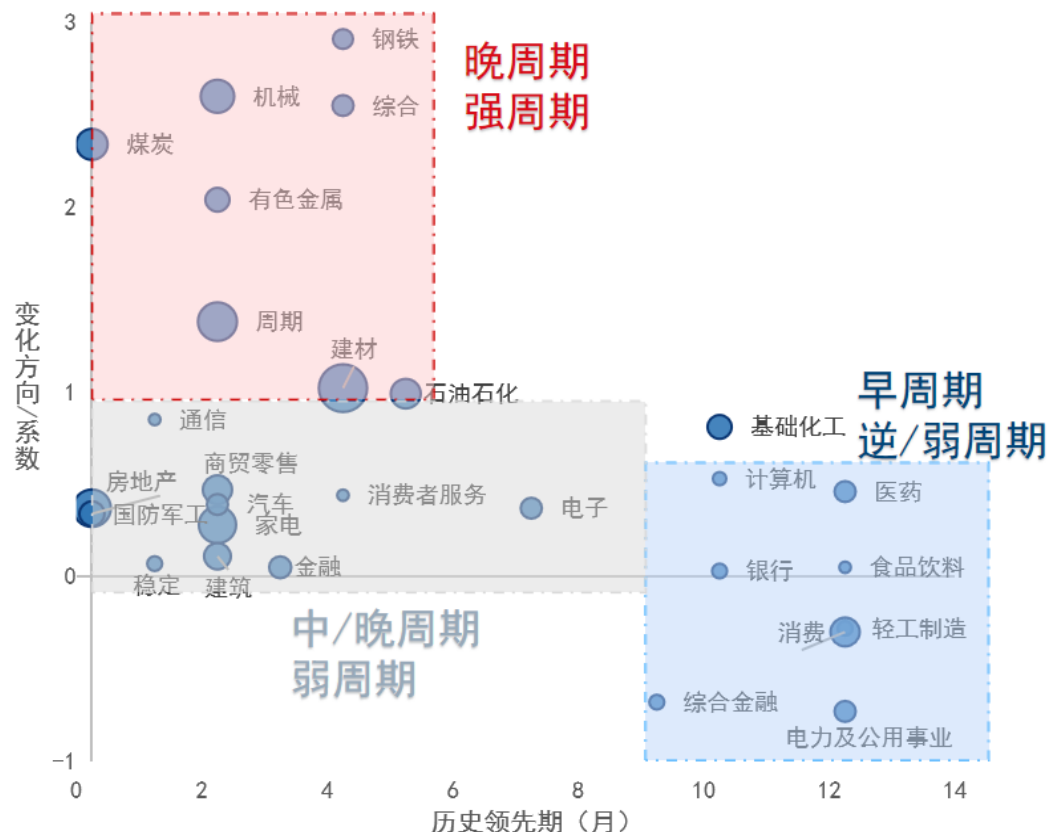
图：下半年策略展望思维导图



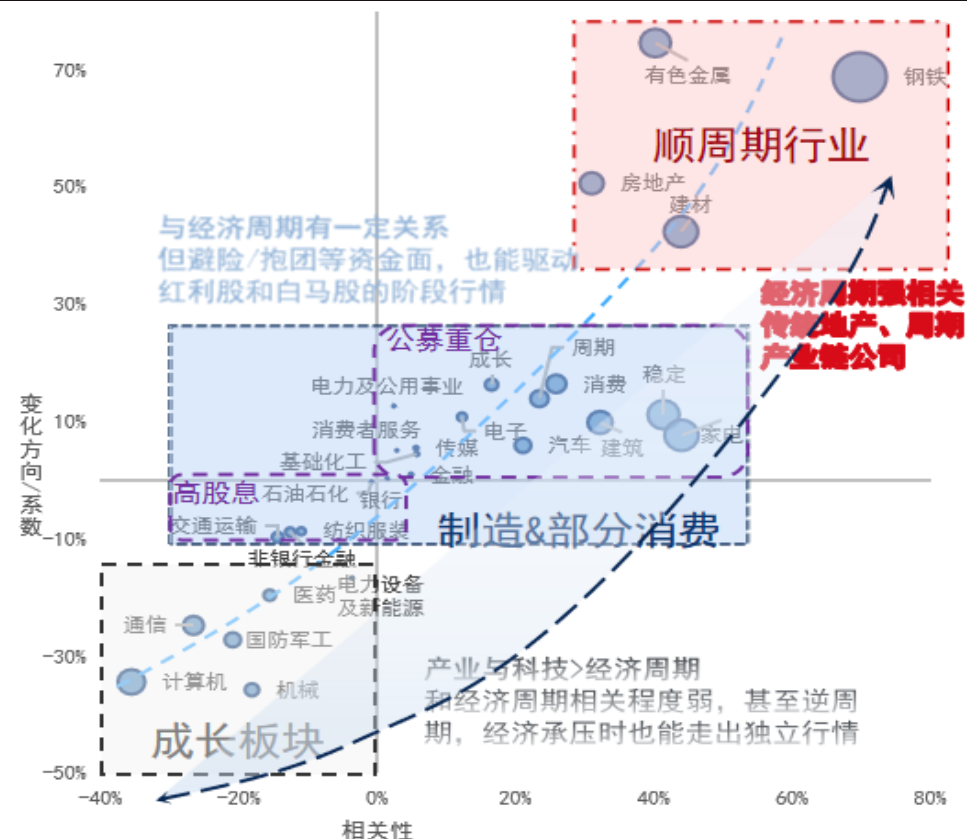
经济周期演绎脉络的固有规律和变迁业态

- 过去20年市场演绎脉络都没有跳脱“红利低估（早启动、周期脱敏）→科技成长（先发力、逆周期抗跌）→中游制造（中周期，格局优化、价利改善）→内需消费（经济回暖、晚+强周期）”的演绎脉络；
- 一般性行业总结规律的隐匿突破：彼时上涨的行业都是时代主线的“高景气”，随着产业脉络的演绎。1）经济周期去地产化→高端消费、竣工端、地产酒受损；2）制造业反内卷→上游研发和下游分销服务受益，破内卷题材的困境反转交易；3）消费业高质量发展→大众品、必选、服务业+新消费两条主线。

图：红利低估/科技成长→中游制造→内需消费的演绎脉络



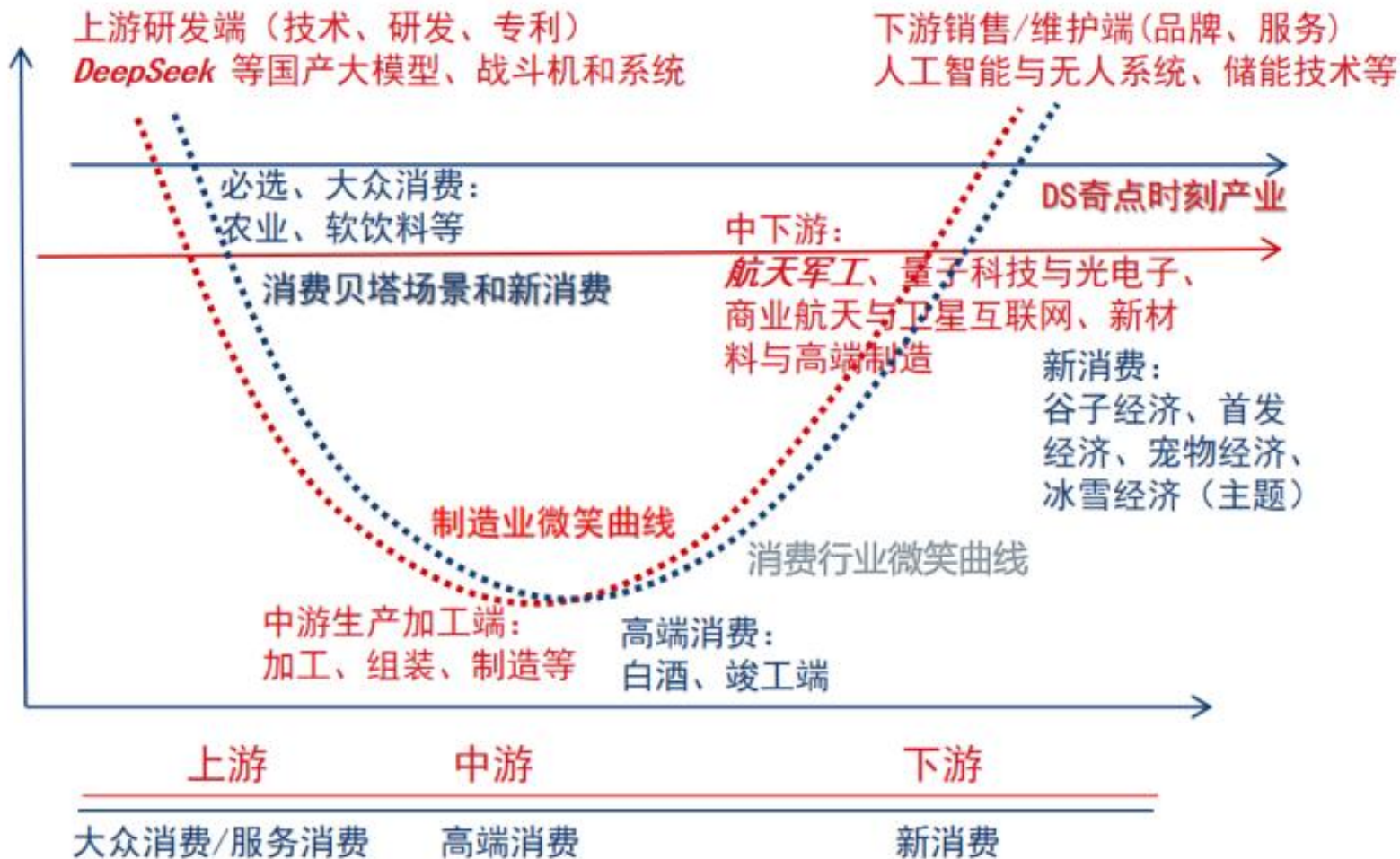
图：板块轮动和经济周期走势关系



制造业和消费业的“微笑曲线”

- 微笑曲线可以分成左、中、右三段，左端为技术&专利，中部为加工&组装&制造，右端为品牌服务，中游制造处于微笑曲线的相对底部，制造大国→制造强国往往需要“拉平微笑曲线”，既要抓规模 and 价格优势，又要抓品牌力与消费心智。
- “两新”提供了加速拉平微笑曲线的机遇：消费分层作为当前不可逆的新趋势，政策做大蛋糕的愿景与消费者对质价比的追逐正面碰撞，“两新”本质上对应的并非物理意义上的新旧，而是基于需求侧的解决方案、用户体验和技术革新。

图：制造业和消费业的“微笑曲线”

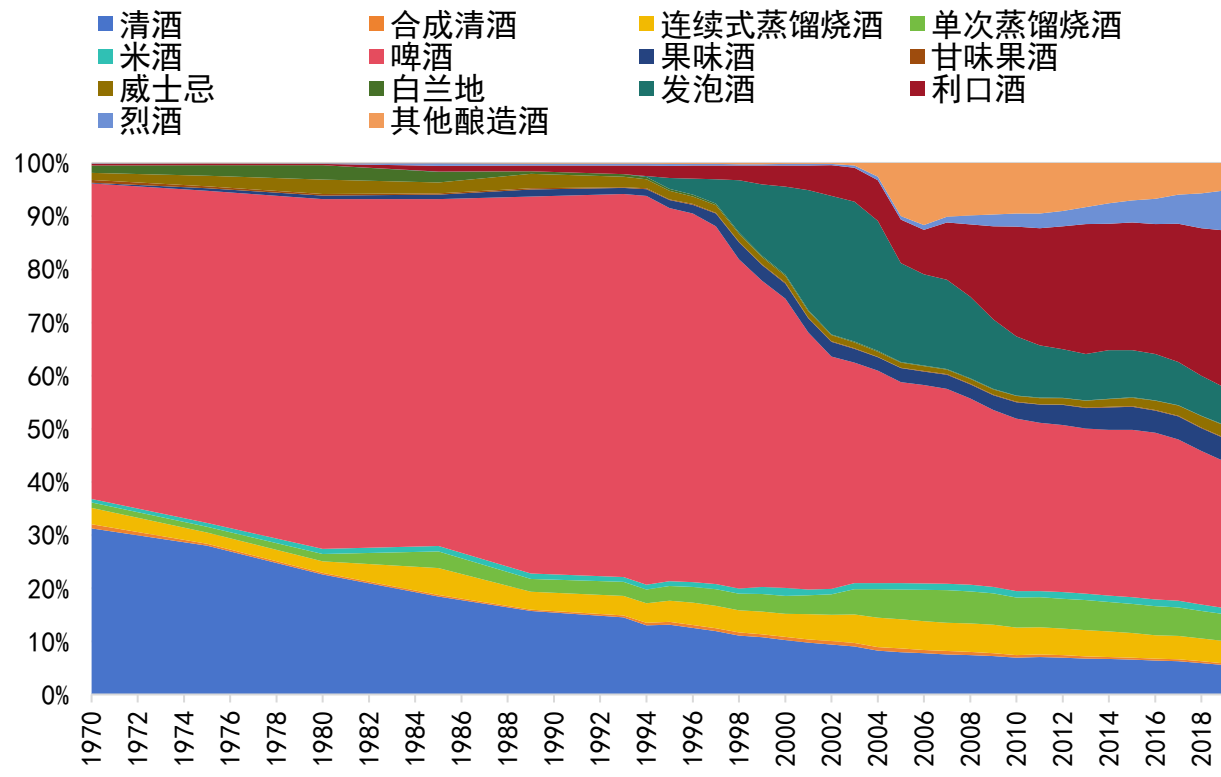


资料来源：万得，彭博，国信证券经济研究所绘制

日本酒类消费案例：年龄结构与收入结构双重影响

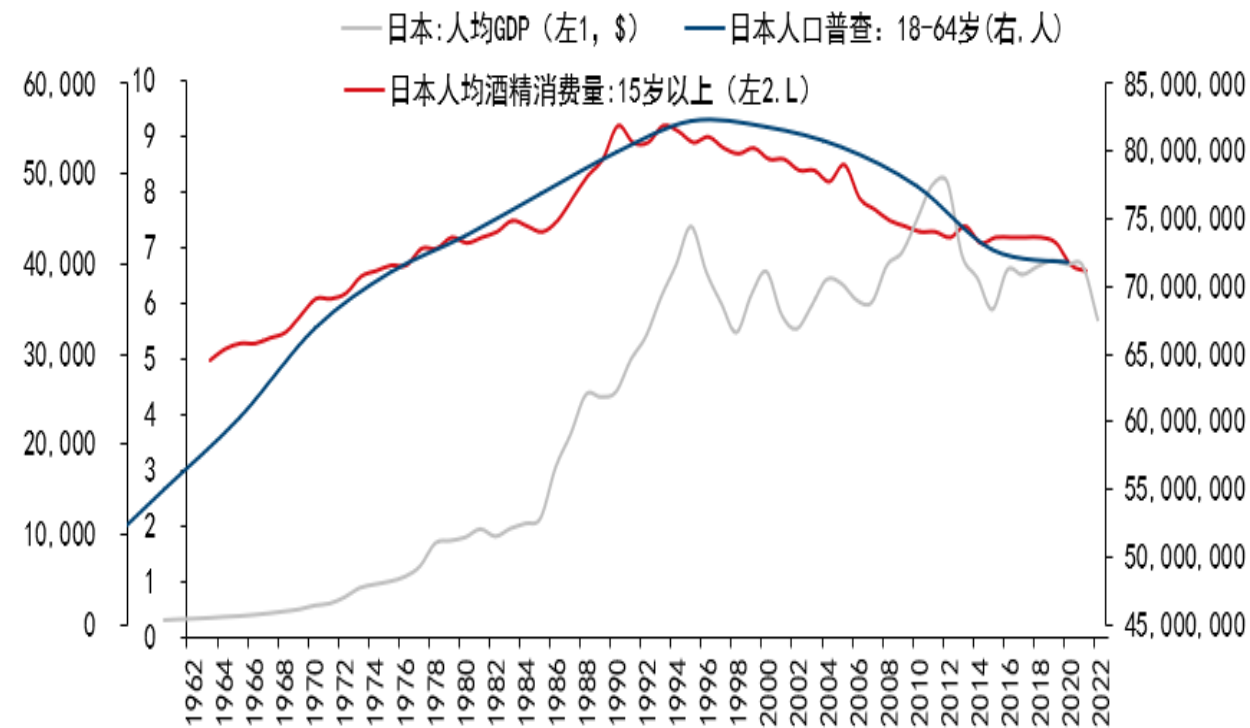
- 日本经历了本土传统酒类（清酒，商业宴席必备）→中年人聚会酒类（啤酒）→青年人悦己产品（低度数酒精饮料）的变迁历程。

图：日本酒水消费量百分比（1970-2020）



资料来源：日本国税局，国信证券经济研究所整理

图：90年代日本人均酒水消费和人口周期同步，也受到人均GDP的影响

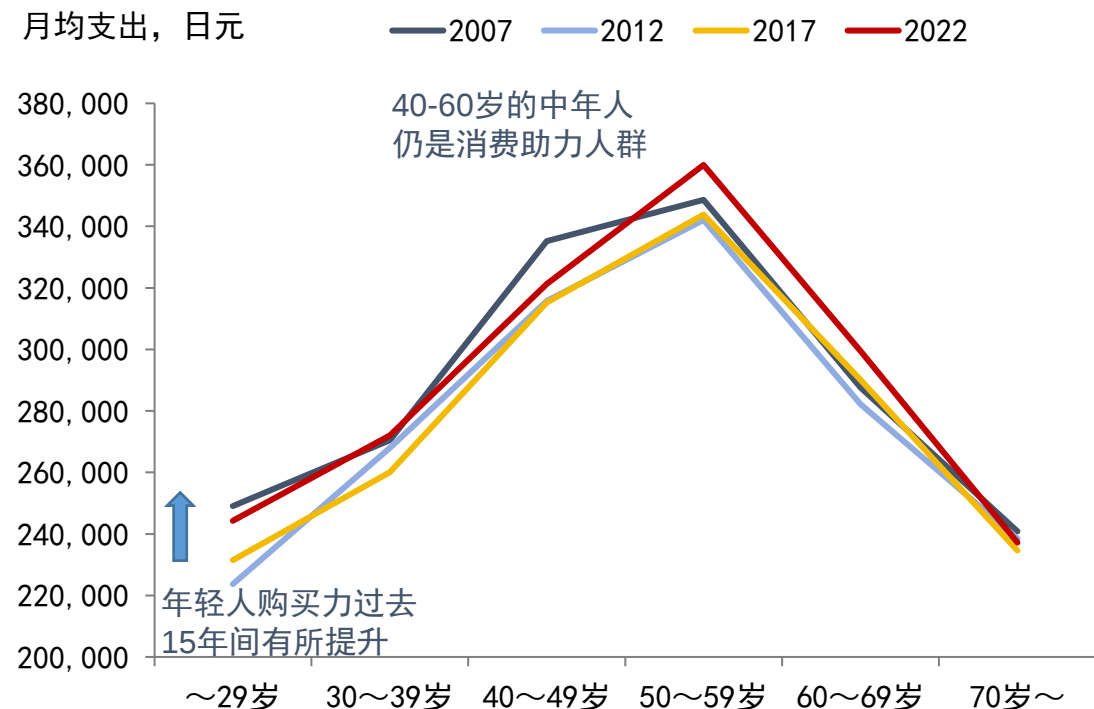


资料来源：日本国税局，国信证券经济研究所整理

中年人群是消费主力，青年人购买力有所提振

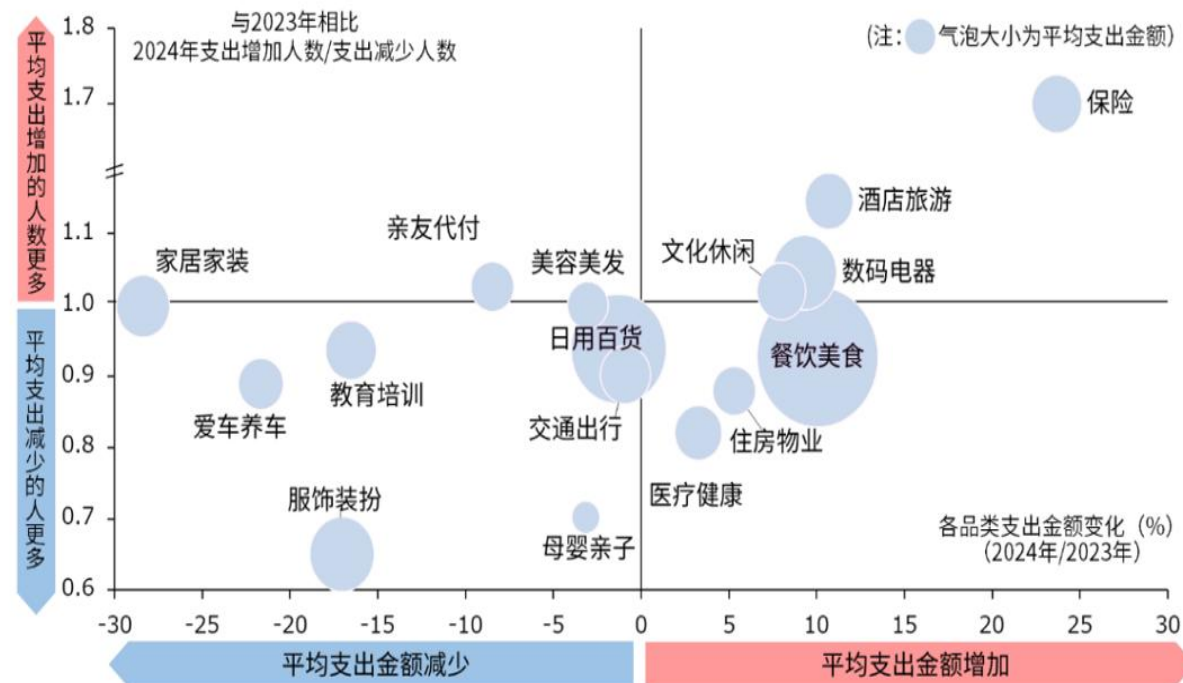
- 日本经验：中老年群体更富裕，但青年人消费逆势增长。40-60岁之间的中年人是消费的主力人群，20年间只有年轻人（20s、30s）的消费力有提升，虽然收入增长的主要是老年群体（受益于安倍“收入倍增计划”），但是消费支出受制于消费习惯和意愿并没有扩张；反而年轻人消费得益于悦己经济下年轻群体人均消费支出的扩张。

图：日本青年群体消费意愿更高，成为结构性消费扩张的主力人群



资料来源：万得，日本统计局，国信证券经济研究所整理

图：基于实际支付金额看各品类支出变化（2024 年 vs 2023 年）

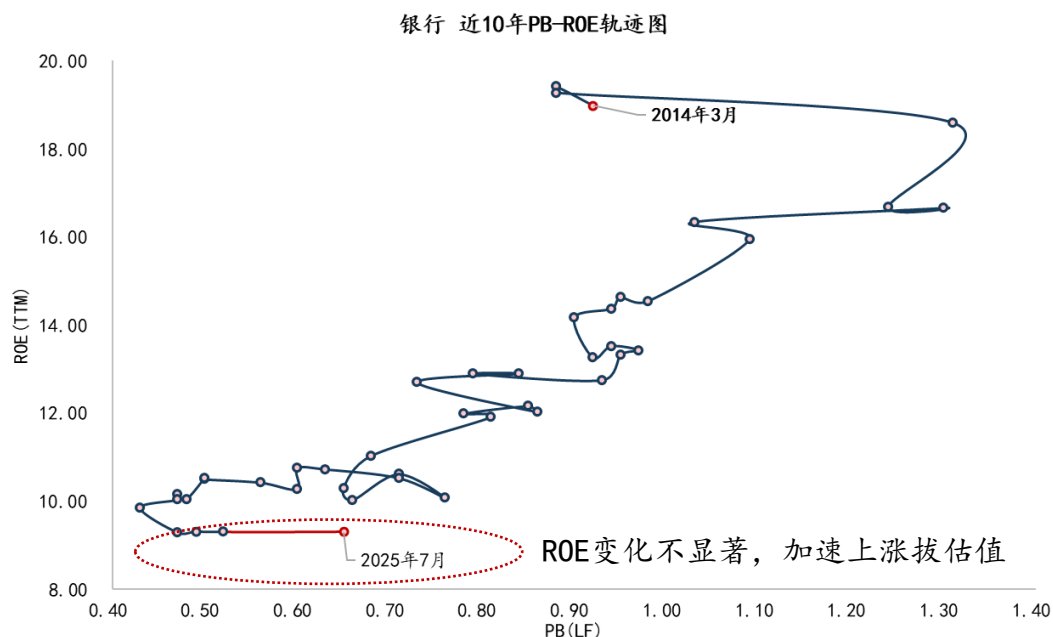


资料来源：博报堂生活综研上海《实际消费支付记录调查（2024 年）》，国信证券经济研究所整理

大金融系统性估值修复如火如荼

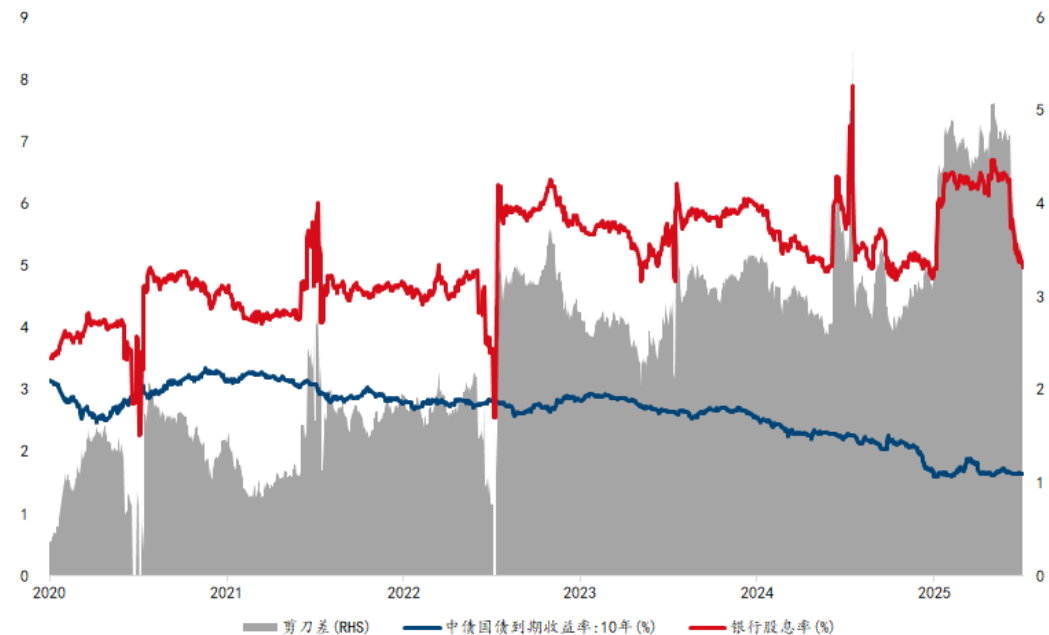
- 本轮银行股估值重塑不同于历史上任何一个时期的投资逻辑，更多是在广谱利率下行过程中的系统性重估。在地产风险底线确立的前提假设下，银行经历了从“高息低估大洼地”到“风偏下行避风港”，再到“动态基准压舱石”的估值系统性提升过程。
- 基本面：监管政策意图维持净息差稳定，银行负债成本降低能对冲贷款降息影响，净息差正在筑底中。
- 资金面：国资、保险、AMC 等各类资本持续加仓银行股，主动基金长期欠配偏离基准，后续主动股基持续增配，提供增量资金助力。

图：PB-ROE视角看本轮银行估值修复



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：股息率视角下银行仍是“资产荒”阶段的优质底仓

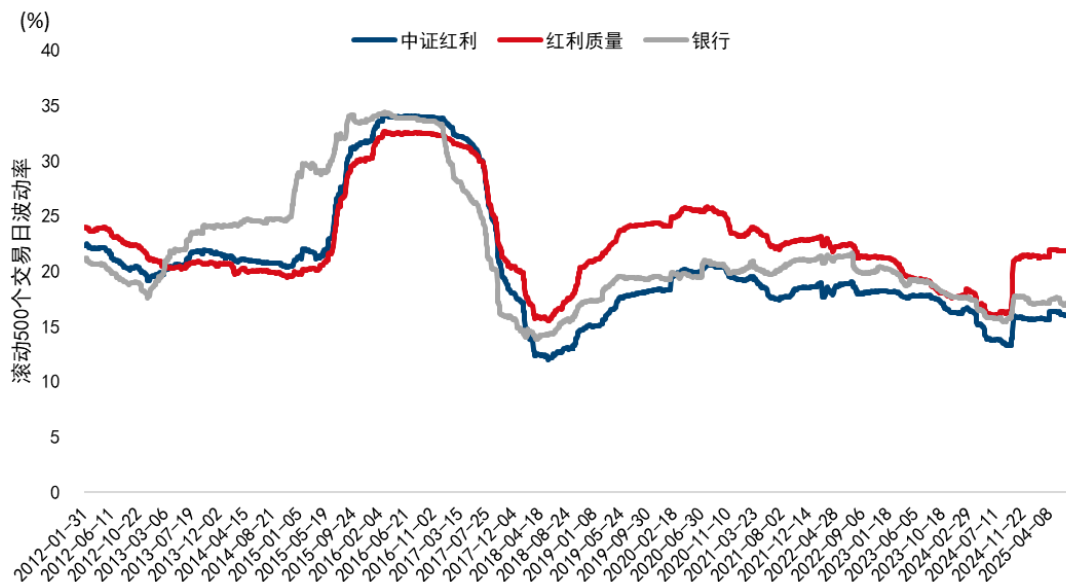


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

“红利替债”角度看，银行是典型的低波敞口

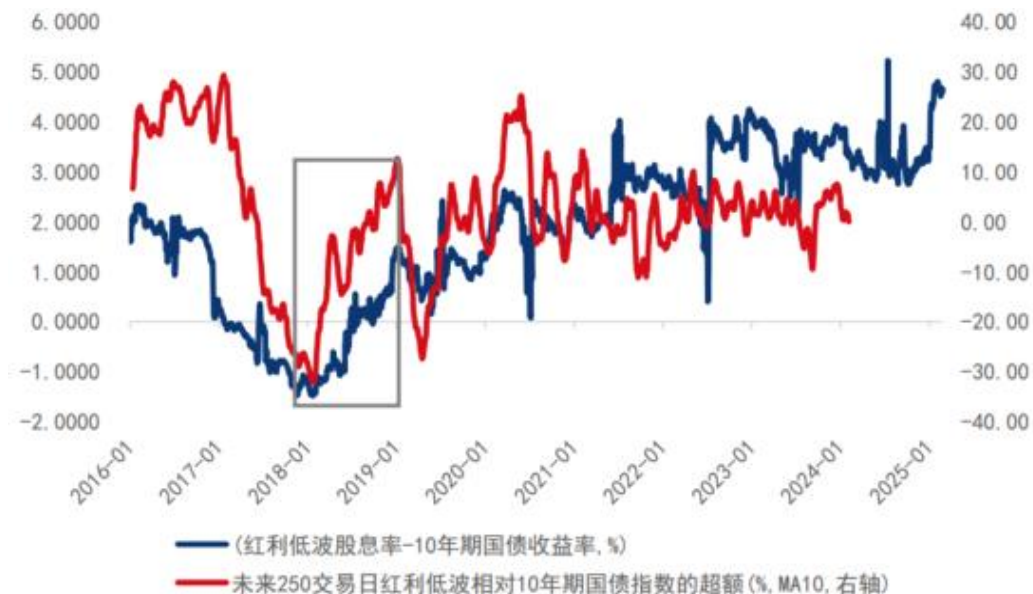
- 以10年期国债收益率和红利低波股息率进行比较，不难发现在红利低波股息率与10年期国债收益率轧差上升的时间段，未来250个交易日红利低波相对国债的超额收益快速抬升，典型的区间段是2018年到2020年，红利低波相对10年期国债未来一年的超额收益从-30pct提升至24pct。
- 具体拆解未来一年红利低波相对债券大幅跑输的情况，多发于红利低波本身股息率不高的时点。当前红利低波股息率在6%以上，10年期国债收益率不到1.8%，红利资产替代债券不存在大幅跑输的忧虑。
- 从波动率的角度看，银行滚动500个交易日的波动率显著低于部分smart beta红利指数，与红利低波相比，银行当前年化波动仅高于红利低波指数1个百分点左右，考虑其股息率的稳定性，是红利资产中典型的低波敞口。

图：银行与代表性高股息指数年化波动率对比



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：红利低波相对国债的超额收益



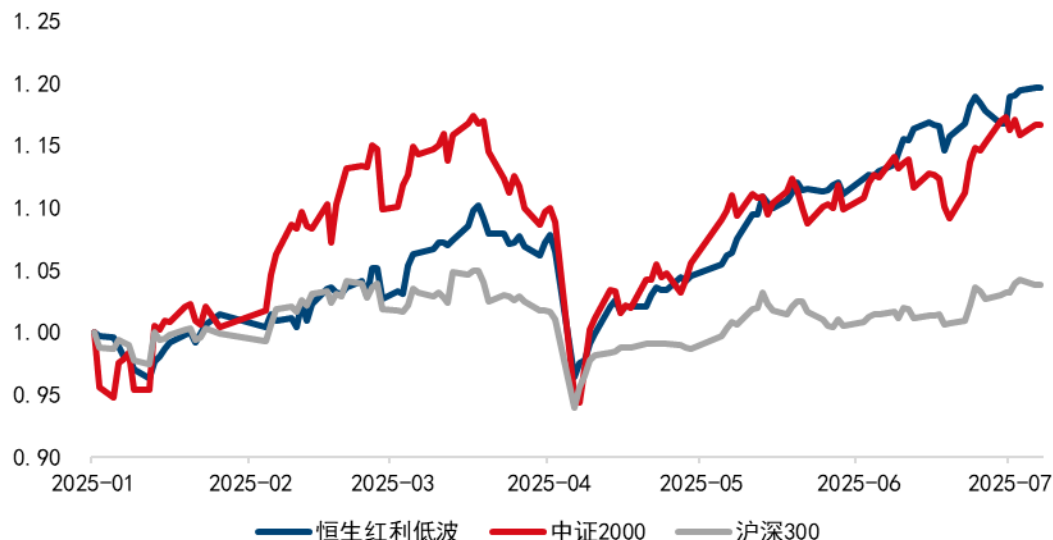
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

【 04 】 风格视角：杠铃延续，红利内部“掘金”

仓位配比：沿微笑曲线布局底仓敞口

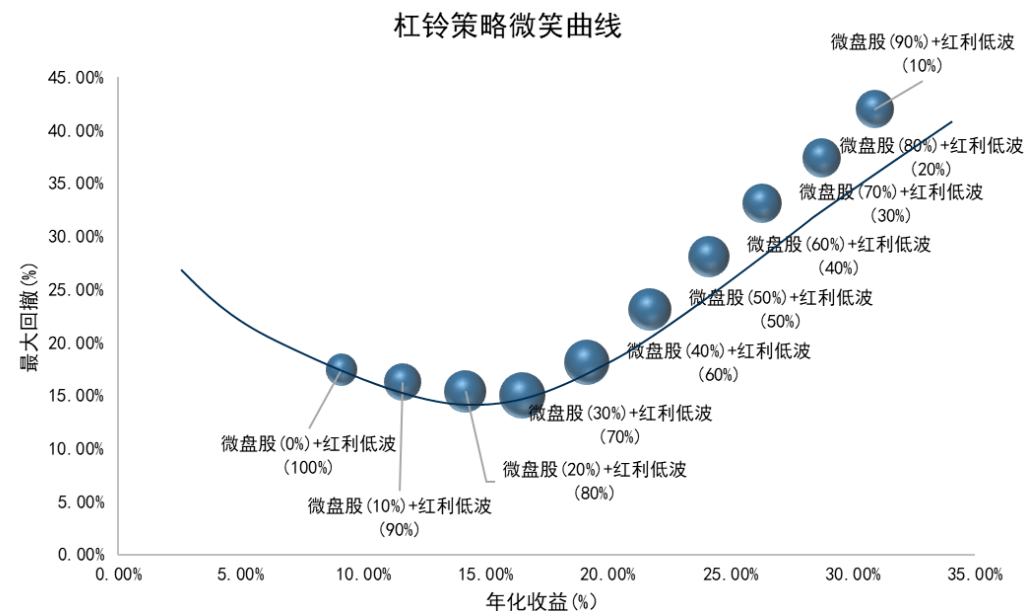
- 年初以来红利与微盘持续走强，广谱利率下行+微观流动性充裕+企业盈利处于相对低位的组合利于“杠铃”跑赢。
- 作为典型的风格对冲工具，红利和微盘需要在一定的权重组合下才能够实现最大的风险收益比，我们以红利低波和微盘股指进行按不同权重进行组合，回测近10年的风险收益情况，从年化收益/最大回撤看，仅有“红利六成、微盘四成”和“红利七成、微盘三成”能够实现年化收益/最大回撤大于1，考虑15%+的底仓收益和15%左右的年化回撤，则红利微盘七三开最优。

图：杠铃策略显著跑赢核心宽基



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：杠铃策略微笑曲线指向“三七”最优

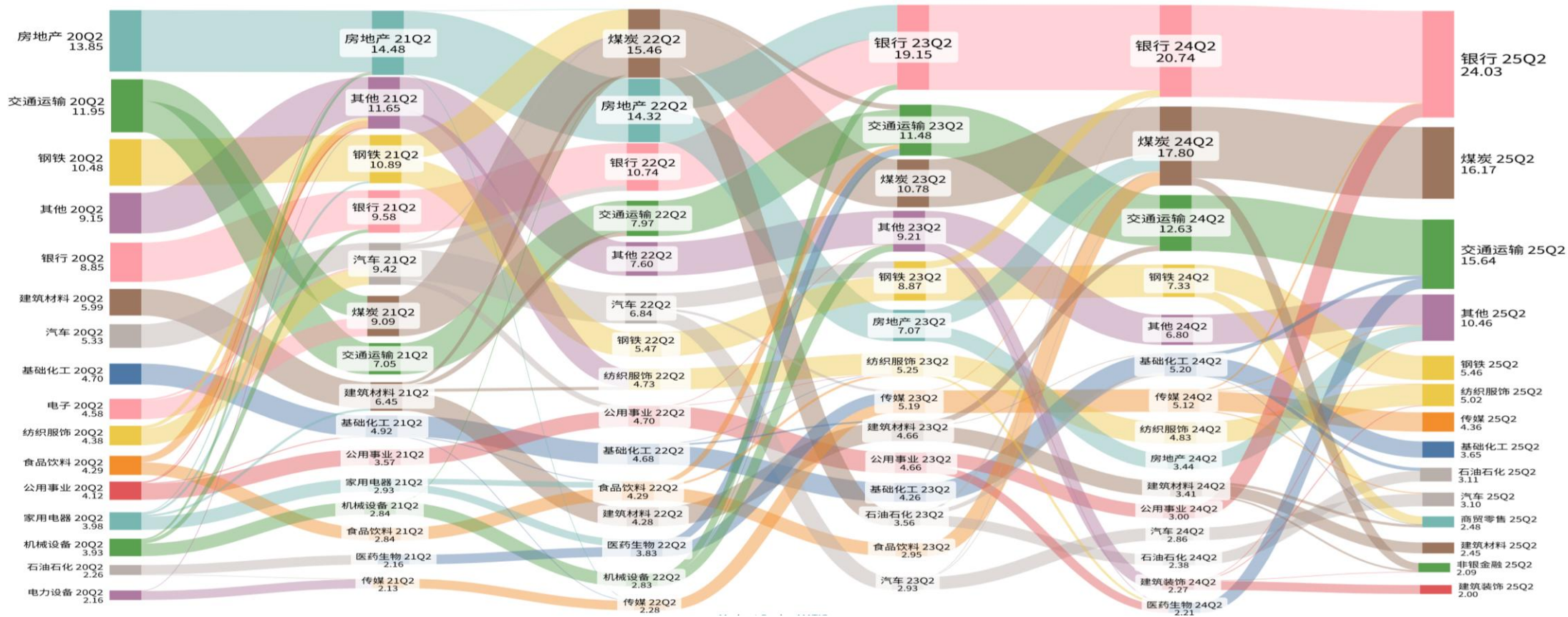


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：取最近5年进行回测，气泡大小代表收益回撤比

组合思路：传统红利指数面临“行业漂移”

- 传统红利指数的弊端：“真股息→伪红利”。中证红利的行业权重正从“相对均衡”迅速滑向“高度集中”——银行权重在五年内几乎翻倍，由 8.9% 升至 24.0%，若叠加非银金融整体已逼近 26%；煤炭权重自 2022-06 一度冲上 15.5%，2024-06 再升至 17.8%，2025-05 仍处高位 16.2%；交通运输则从 2023-06 的 11.5% 抬升到 15.6%，跃居第三大板块；与此同时，低 β 行业如医药、生消全面跌破 3%，房地产更由 14% 降至不足 2%。结果是“银行+煤炭+交通运输”三大顺周期板块在 2025-05 合计已占 56%，较 2020-06 的前三权重集中度提高 20 个百分点，仅凭“股息”筛选而不设行业上限与低波约束，容易把底仓被动演变成“伪红利、真周期”。年初以来银行与煤炭的劈叉几乎对冲掉了中证红利的所有收益。

图：近五年中证红利行业漂移情况

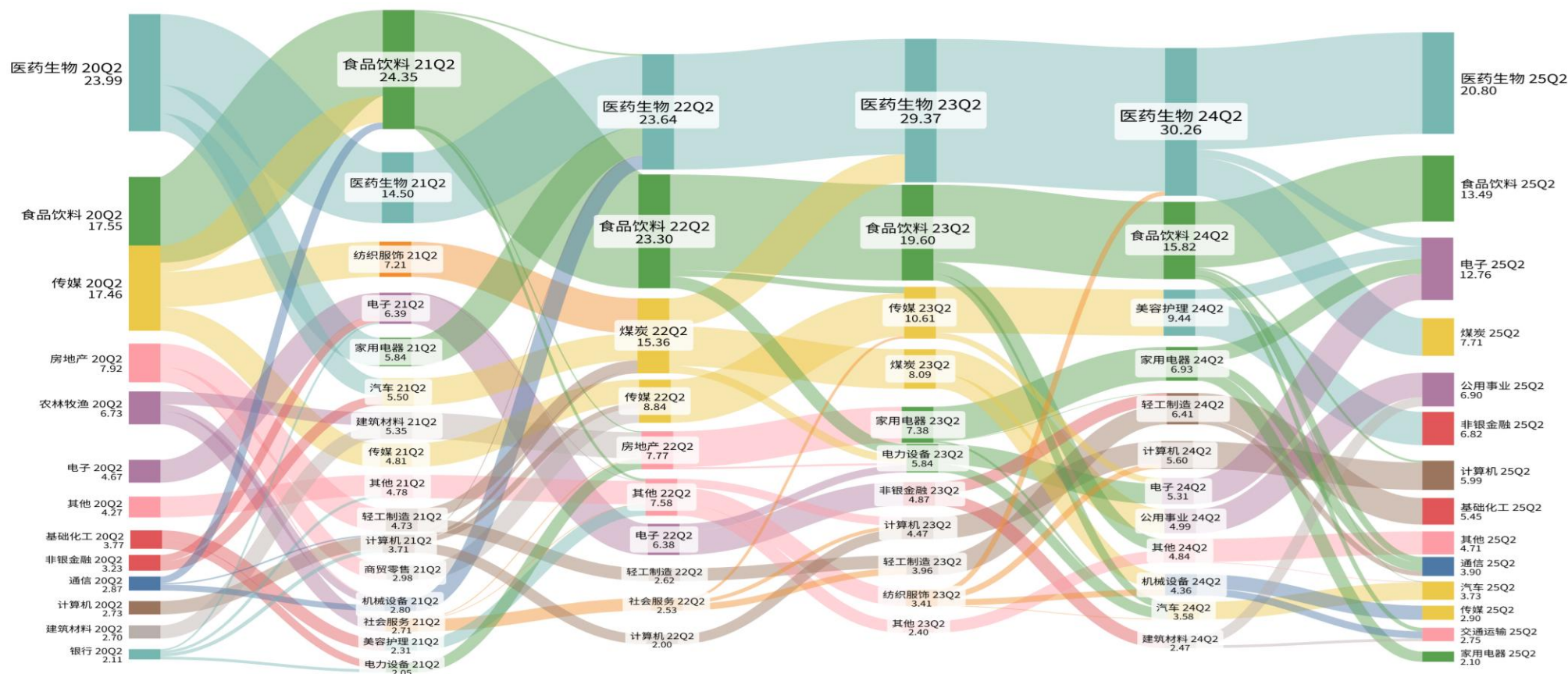


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

组合思路：Smart beta红利演变为“医药消费指数”

- 红利质量策略的弊端：“质量+高息”而不设行业上限与低波约束，底仓会被动演变成“医药消费指数”的高集中组合，难以在下行环境里承担稳健防守功能。红利质量指数的权重几乎“单边漂向”医药+消费——医药生物由 24 %（2020-06）一路上冲至 30.3 %（2024-06），2025-05 仍高达 20.8 %；家用电器从不足1%跳升至 7.4 %（2023-06），食品饮料在 2022-06~2023-06维持 19 %- 23 %的高位，三大消费板块高峰时合计占比逼近 60 %。与此同时，周期资产“插队”：煤炭在 2023-06突升至 8.1 %，到 2025-05电子、非银金融、公用事业、基础化工等四类合计已接近 32 %，传媒与房地产则分别从 17.5 %和 7.9 %降至 2.9 %和 1.1 %。结果是，医药行业双杀期间指数回撤将被显著放大。

图：近五年红利质量行业漂移情况

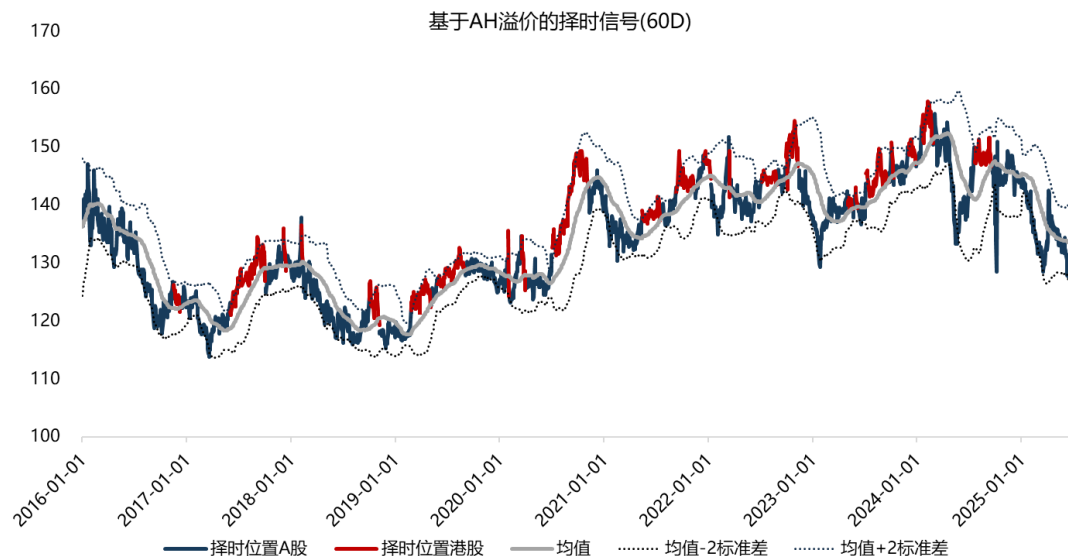


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

组合思路1：AH红利低波轮动

- 由于红利低波指数在传统红利中相对较优，我们以港股通红利低波全收益和红利低波全收益作为轮动的品种，在AH溢价突破均值+2倍标准差时选择港股通红利低波，回归均值后选择A股红利低波，策略具体择时信号与收益情况如下：
- 整体上看，2016年至今策略累计收益279%，相对红利低波超额达到164.6%，年化收益15.9%，最大回撤21.4%，近三年超额收益更显著，且最大回撤控制在13.5%以内。

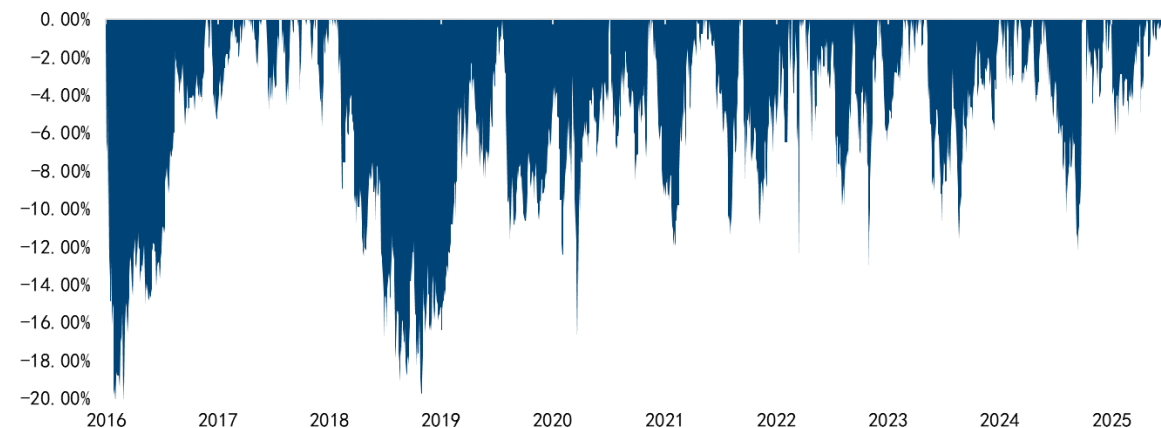
图：AH红利低波轮动策略



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

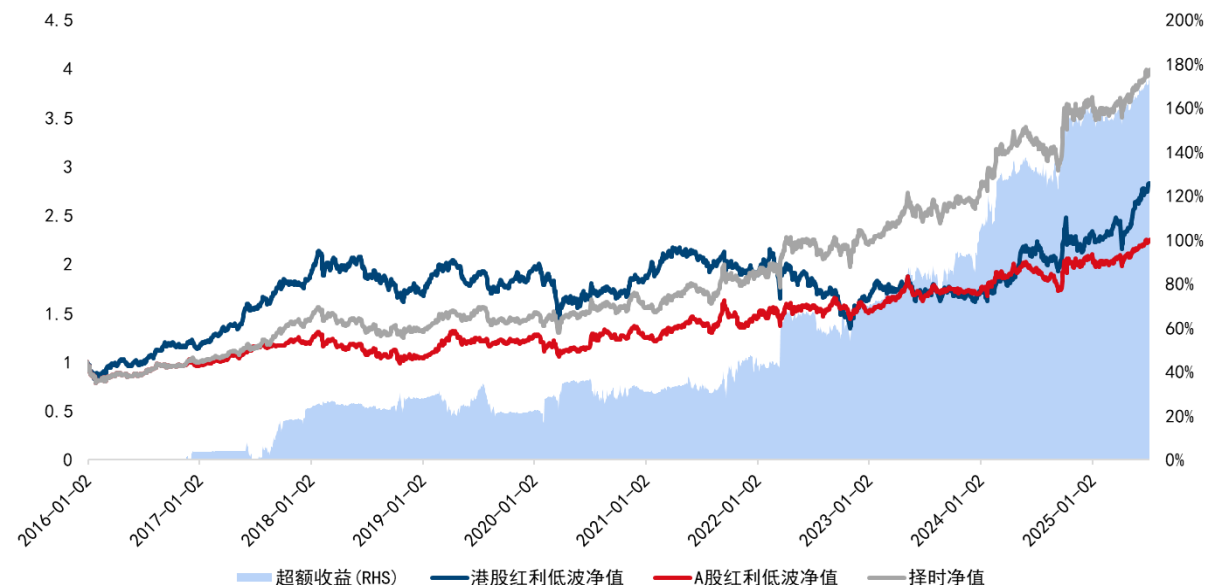
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：红利轮动策略最大回撤



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

图：红利轮动相对于长期持有A或H股红利资产优势更大

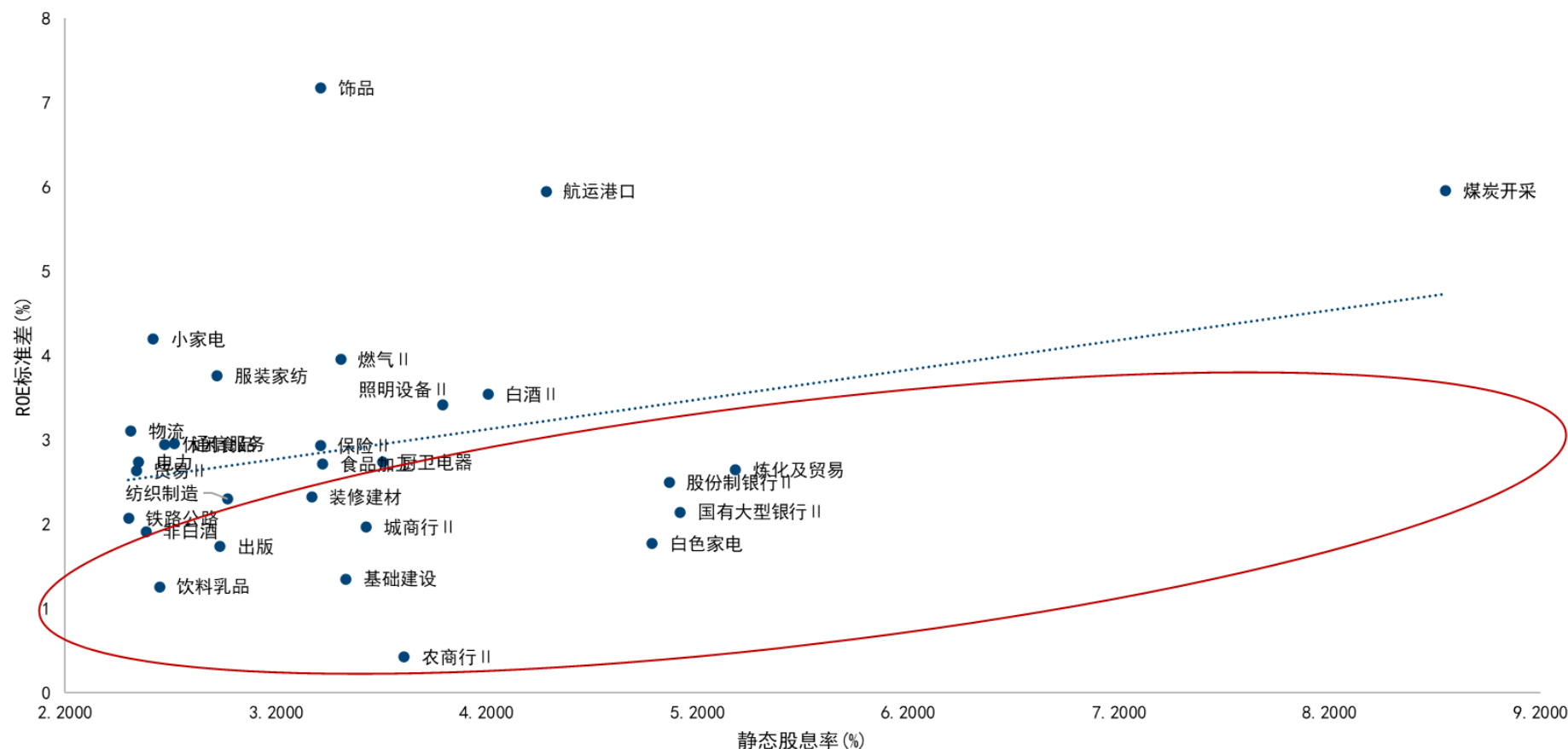


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

组合思路2：内部高低切过程中挖掘滞涨品种

- 对于当前股息率高于2.5%的二级行业进行分析，除了银行外，炼化贸易、食品、厨卫电器、饮料乳品、非白酒、公路铁路、炼化贸易、白电股息率相对其ROE波动水平更有“性价比”，结合涨跌幅看，炼化贸易、白电、基础建设、纺织制造、铁路公路年初至今跌幅超过4%，红利内部轮动过程中或存在一定补涨机遇。

图：从静态股息率和ROE波动找性价比品种



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

注：ROE标准差取近10年数据进行计算

组合思路3：三类高股息重点行业挖掘 “预期股息王”

图：各行业预期股息率测算

煤炭 预期股息率top10				基础化工 预期股息率top10				石油石化 预期股息率top10			
代码	简称	总市值(亿)	未来三年预期股息率(%)	代码	简称	总市值(亿)	未来三年预期股息率(%)	代码	简称	总市值(亿)	未来三年预期股息率(%)
601225.SH	陕西煤业	1877.9	6.42%	002601.SZ	龙佰集团	392.5	7.54%	600256.SH	广汇能源	389.8	6.97%
600188.SH	兖矿能源	1233.6	6.00%	002170.SZ	芭田股份	100.7	7.38%	600938.SH	中国海油	12495.6	6.27%
601101.SH	昊华能源	108.3	5.34%	002749.SZ	国光股份	70.4	7.17%	600028.SH	中国石化	6886.7	5.74%
601699.SH	潞安环能	318.0	5.23%	002895.SZ	川恒股份	136.9	6.87%	601857.SH	中国石油	15739.8	5.63%
600985.SH	淮北矿业	308.9	5.20%	600866.SH	星湖科技	119.5	6.73%	603619.SH	中曼石油	92.5	4.80%
600546.SH	山煤国际	173.3	5.12%	002381.SZ	双箭股份	27.8	6.28%	600346.SH	恒力石化	1001.0	4.17%
601088.SH	中国神华	8156.0	4.96%	002998.SZ	优彩资源	24.7	6.07%	600583.SH	海油工程	245.4	4.14%
601001.SH	晋控煤业	207.4	4.80%	600273.SH	嘉化能源	118.2	6.01%	600968.SH	海油发展	420.8	4.11%
000983.SZ	山西焦煤	364.5	4.75%	603639.SH	海利尔	48.2	5.93%	002493.SZ	荣盛石化	860.7	3.42%
603071.SH	物产环能	71.4	4.70%	600096.SH	云天化	404.5	5.59%	002986.SZ	宇新股份	43.2	2.88%
食品饮料 预期股息率top10				家用电器 预期股息率top10				纺织服饰 预期股息率top10			
代码	简称	总市值(亿)	未来三年预期股息率(%)	代码	简称	总市值(亿)	未来三年预期股息率(%)	代码	简称	总市值(亿)	未来三年预期股息率(%)
603886.SH	元祖股份	31.3	8.58%	603551.SH	奥普科技	43.1	8.42%	002327.SZ	富安娜	62.0	8.66%
603156.SH	养元饮品	266.9	6.89%	002032.SZ	苏泊尔	420.3	7.40%	603558.SH	健盛集团	32.7	7.86%
000895.SZ	双汇发展	852.7	6.34%	000651.SZ	格力电器	2618.1	6.96%	002563.SZ	森马服饰	140.9	7.66%
603517.SH	绝味食品	91.5	6.20%	002614.SZ	奥佳华	40.4	6.12%	002154.SZ	报喜鸟	55.6	7.47%
603317.SH	天味食品	119.5	5.73%	000921.SZ	海信家电	365.1	5.88%	600398.SH	海澜之家	347.2	7.34%
002991.SZ	甘源食品	56.7	5.60%	002035.SZ	华帝股份	53.4	5.87%	002867.SZ	周大生	140.7	6.94%
000568.SZ	泸州老窖	1677.0	5.48%	000404.SZ	长虹华意	50.2	5.64%	002293.SZ	罗莱生活	71.9	6.81%
600887.SH	伊利股份	1756.6	5.33%	000521.SZ	长虹美菱	73.6	5.43%	603889.SH	新澳股份	42.5	6.24%
000596.SZ	古井贡酒	709.3	5.23%	000333.SZ	美的集团	5633.1	5.34%	603365.SH	水星家纺	46.3	5.88%
002557.SZ	洽洽食品	108.6	5.07%	603515.SH	欧普照明	125.6	5.25%	002003.SZ	伟星股份	126.4	5.87%
通信 预期股息率top10				银行 预期股息率top10				公用事业 预期股息率top10			
代码	简称	总市值(亿)	未来三年预期股息率(%)	代码	简称	总市值(亿)	未来三年预期股息率(%)	代码	简称	总市值(亿)	未来三年预期股息率(%)
300628.SZ	亿联网络	443.4	6.06%	601838.SH	成都银行	876.1	4.97%	600578.SH	京能电力	321.3	9.15%
600941.SH	中国移动	24175.2	4.43%	601665.SH	齐鲁银行	331.7	4.89%	605368.SH	蓝天燃气	70.5	7.90%
601728.SH	中国电信	7046.0	3.71%	600919.SH	江苏银行	2301.3	4.87%	002267.SZ	陕天然气	85.9	7.56%
600050.SH	中国联通	1669.5	3.27%	601916.SH	浙商银行	1010.7	4.79%	000690.SZ	宝新能源	101.4	6.89%
688100.SH	威胜信息	174.7	2.26%	601009.SH	南京银行	1471.0	4.76%	600027.SH	华电国际	612.9	6.53%
300570.SZ	太辰光	201.4	2.24%	002948.SZ	青岛银行	298.6	4.67%	600642.SH	申能股份	428.7	5.90%
300442.SZ	润泽科技	844.2	2.16%	601169.SH	北京银行	1522.3	4.61%	002060.SZ	广东建工	133.3	5.82%
300394.SZ	天孚通信	587.6	2.12%	601077.SH	渝农商行	841.6	4.56%	600863.SH	内蒙华电	272.8	5.72%
600522.SH	中天科技	485.3	2.05%	002807.SZ	江阴银行	121.8	4.47%	002911.SZ	佛燃能源	132.2	5.46%
000063.SZ	中兴通讯	1546.0	1.95%	002839.SZ	张家港行	114.6	4.43%	001286.SZ	陕西能源	330.4	5.38%

资源类
红利

周期类
红利

金融/
稳定类
红利

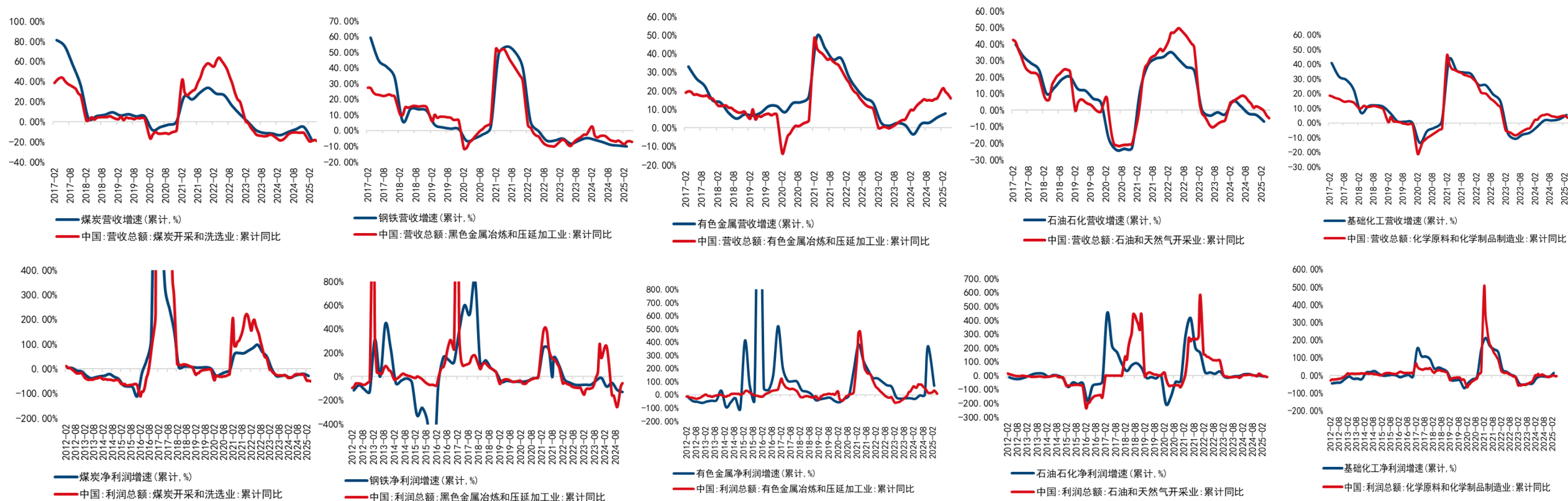
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理 注：预期股息率测算方式参考2024年初发布的《高股息资产再审视》，图中所列个股不涉及投资建议

【 05 】 中报前瞻

自上而下看中报：上游行业

- 1) 煤炭：价格承受显著压力，亏损范围扩大，营收、净利润同比预计均为负，但供需格局近期有望改善：一方面，水电挤压效应减弱叠加夏季用电高峰临近，火电及动力煤需求预期回升；另一方面，若价格持续低迷，企业减产概率上升，供给端或进一步趋紧；2) 钢铁：低库存、低价、低需、高供给弹性，短期收利增速仍有压力，后续修复斜率挂钩政策力度；3) 石油石化：地缘风险集中于基础设施脆弱性，3月以来收入持续降速，综合工业企业利润数据，预计净利润增速为负；4) 有色金属：全球央行货币超发削弱主权信用，持续购金推动金价中枢上移，行业预计中报营收、净利润均为双位数增长；5) 基础化工：收利维度同比增速位于0轴上下波动，内需复苏有望推动化工中上游龙头系统性盈利修复。

图：上游与工业企业营收&利润更相关的一级行业对应情况

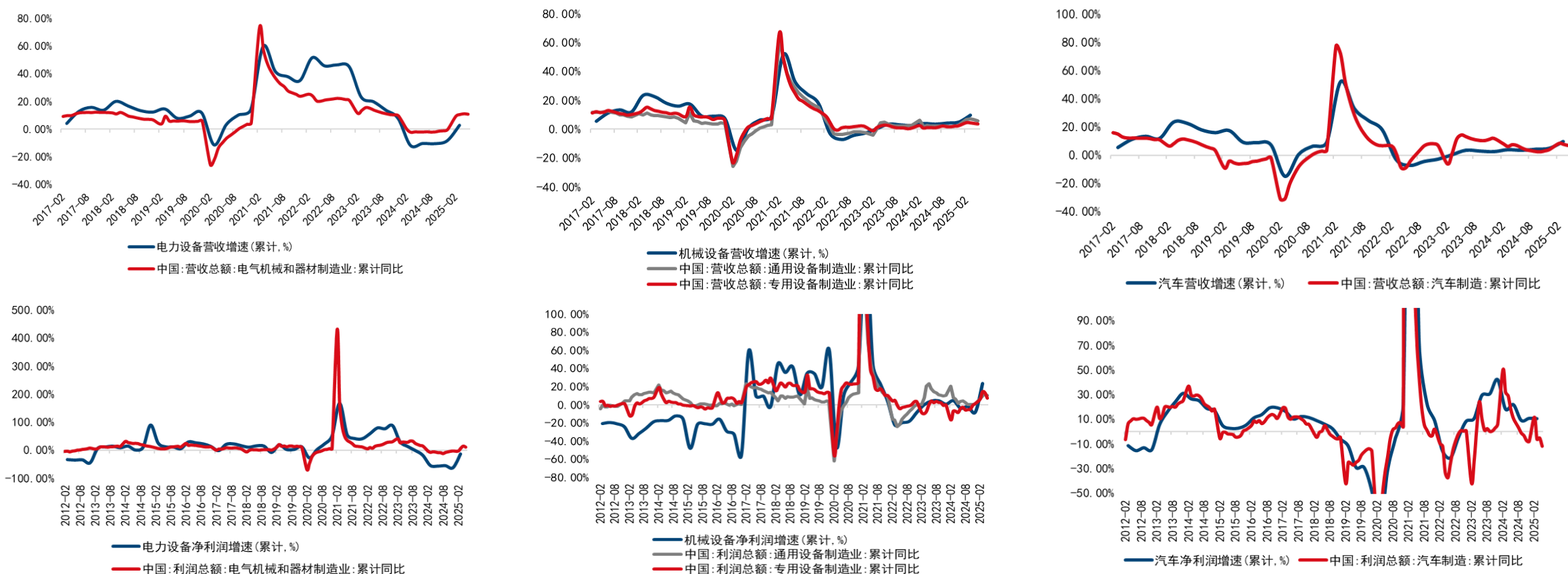


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

自上而下看中报：中游制造业

- 1) 电力设备：新能源车电池及结构件环节盈利趋稳，固态电池产业化提速；风电受益海风装机放量及全球化订单释放；光伏短期博弈去产能，产业周期未至绝对底部；2) 机械设备：工业企业利润口径下，通用设备&专用设备预计营收、净利润同比在个位数，工程机械受益于二手机出口重塑国内供需紧平衡，新兴市场增量支撑全球化韧性，新能源设备迎来技术拐点；3) 汽车及汽车零部件：营收增速相对稳健，1-5月汽车产销双旺，产销同比分别增长12.7%和10.9%，出口个位数增长，国内销量同比在12%附近，中国品牌乘用车份额持续提升，高端化持续演进，净利润维度受制于24年基数，或呈现个位数增长，悲观情形下小幅负增。

图：中游与工业企业营收&利润更相关的一级行业对应情况

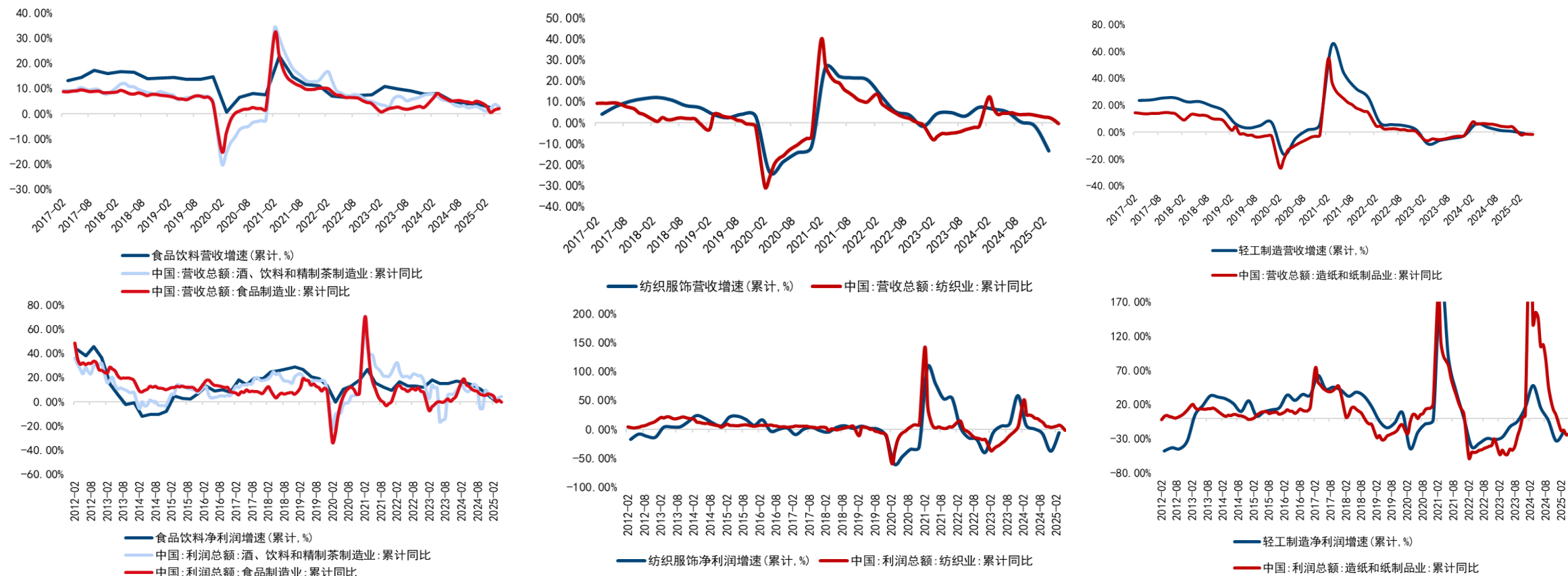


资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

自上而下看中报：下游消费

- 1) **食品饮料**：白酒和大众品整体分化，白酒受消费场景收缩拖累，高端白酒价格回落，次高端、地产酒或于2025开始显现报表端压力；大众品方面，啤酒、饮料乳品龙头有望延续Q1增长态势，调味品收入维度相对较弱，但预计仍有部分企业内生盈利能力提升；2) **纺织服饰**：上下游分化显著，上游纺织制造受对等关税影响，订单暂缓发货下存在一定的业绩压力，下游服装家纺子行业龙头预计2025业绩环比改善，基数不高叠加去库持续，后续业绩更稳；3) **轻工制造**：传统家居/造纸则承压内需疲软，聚焦政策补贴（以旧换新）拉动集中度提升与龙头修复。出口链依托东南亚产能布局（尤其越南）有效对冲关税风险；4) **农业**：预计行业整体盈利明显改善，生猪价格企稳盈利兑现，动保行业内卷放缓，企业业绩也有所回升，种业增速层面相对落后。

图：下游与工业企业营收&利润更相关的一级行业对应情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

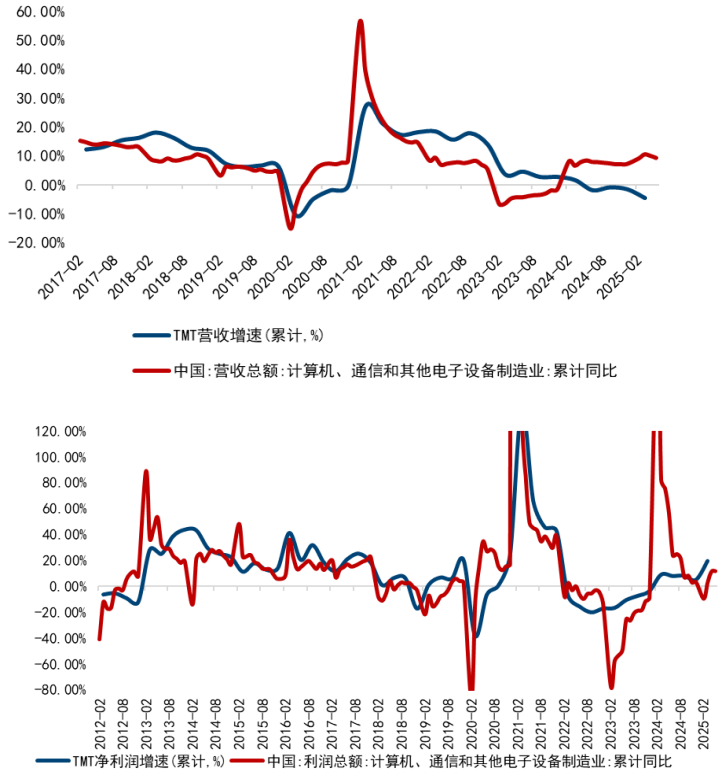
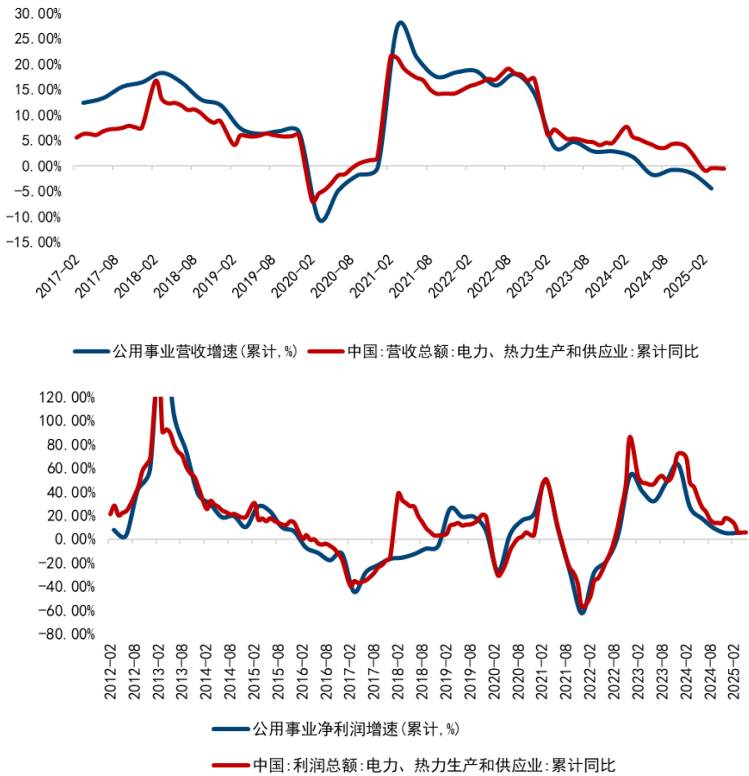
请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

自上而下看中报：TMT&支持服务行业



- 1) 电子：AI算力迭代推动云端（GB200/ASIC芯片）与端侧（手机/PC/AI眼镜）硬件升级，HBM/先进封装需求激增；半导体国产替代聚焦高端制程、存储及EDA短板突破，强需求弱供给格局亟待破局。行业H1复苏态势明确，预计整体法口径下营收&净利润均有双位数增长，H2旺季有望加速；2) 通信：2025年上半年全球AI维持高景气，运营商积极进行数字化转型，预计三大运营商收入维度1-2%正增长，利润个位数正增；光模块预计仍处于业绩增速>30%的高景气区间。
- 支持服务业方面：公用事业整体预计小幅降速，ROE维持稳定。

图：TMT和支持服务业中与工业企业营收&利润更相关的一级行业对应情况



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

自下而上看中报：预告&快报

图：当前已披露年报预告&快报情况

大类	一级行业	披露率 (市值占比)	披露率 (数量占比)	预告增速 中位数(%)	惊喜率(%)	正增率 (不含减亏%)	已披露 市值TOP1	增速 (%)	已披露 市值TOP2	增速 (%)	已披露 市值TOP3	增速 (%)
上游	石油石化	0.00%	0.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	煤炭	0.00%	0.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	有色金属	4.99%	2.84%	62.35%	100.0%	100.0%	华友钴业	61.6%	云铝股份	9.2%	金诚信	78.7%
	钢铁	2.25%	4.55%	89.01%	100.0%	50.0%	山东钢铁	扭亏	金岭矿业	89.0%	-	-
	基础化工	7.31%	2.80%	63.66%	83.3%	83.3%	巨化股份	145.7%	新和成	59.9%	昊华科技	67.4%
中游	建筑材料	4.01%	2.74%	99.99%	100.0%	50.0%	三棵树	100.0%	福建水泥	扭亏	-	-
	机械设备	1.14%	0.85%	50.01%	80.0%	60.0%	宗申动力	85.0%	大连重工	15.0%	华之杰	-
	建筑装饰	0.00%	0.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	电力设备	1.81%	1.80%	79.94%	85.7%	57.1%	中国动力	105.1%	大金重工	210.6%	信通电子	-
	国防军工	0.16%	0.70%	-179.56%	0.0%	0.0%	火箭科技	-179.6%	-	-	-	-
	汽车	2.64%	3.34%	57.82%	80.0%	70.0%	中策橡胶	-9.0%	隆鑫通用	80.3%	涛涛车业	84.1%
	家用电器	6.52%	2.91%	37.90%	66.7%	66.7%	三花智控	37.5%	创维数字	-70.9%	惠而浦	559.4%
下游消费	轻工制造	2.57%	3.64%	96.99%	66.7%	50.0%	英联股份	410.6%	翔港科技	443.6%	森林包装	-65.5%
	商贸零售	13.17%	4.08%	37.49%	75.0%	75.0%	小商品城	15.0%	孩子王	75.0%	吉宏股份	60.0%
	社会服务	2.77%	1.25%	80.42%	100.0%	100.0%	国脉科技	80.4%	-	-	-	-
	美容护理	0.00%	0.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	食品饮料	0.81%	0.79%	45.00%	100.0%	100.0%	燕京啤酒	45.0%	-	-	-	-
	纺织服装	0.77%	0.93%	6.08%	100.0%	100.0%	古麒绒材	6.1%	-	-	-	-
	医药生物	0.58%	0.81%	158.68%	100.0%	75.0%	翰宇药业	扭亏	诺泰生物	38.7%	圣诺生物	292.8%
	农林牧渔	0.27%	0.88%	183.84%	100.0%	100.0%	邦基科技	183.8%	-	-	-	-
	电子	8.41%	2.50%	93.20%	83.3%	83.3%	工业富联	38.0%	影石创新	3.9%	瑞芯微	190.0%
TMT	计算机	1.76%	1.39%	86.31%	60.0%	40.0%	达梦数据	-	道通科技	22.9%	金证股份	续亏
	通信	1.27%	1.54%	52.68%	100.0%	100.0%	光迅科技	75.0%	华测导航	30.4%	-	-
	传媒	0.00%	0.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	银行	0.00%	0.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
金融地产	非银金融	0.00%	0.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	房地产	0.42%	0.98%	-	100.0%	0.0%	渝开发	扭亏	-	-	-	-
支持性行业	公用事业	0.60%	1.50%	4011.89%	50.0%	50.0%	华银电力	4011.9%	深南电A	续亏	-	-
	交通运输	3.22%	2.36%	-53.29%	33.3%	33.3%	国货航	84.1%	招商南油	-53.3%	海通发展	-64.9%
	环保	1.55%	1.46%	-205.37%	0.0%	0.0%	聚光科技	-205.4%	青达环保	-	-	-
	综合	1.50%	5.26%	-1585.95%	0.0%	0.0%	三木集团	-1586.0%	-	-	-	-

资料来源：万得，国信证券经济研究所整理

海外货币政策节奏和幅度的不确定性，海外局部地缘冲突风险。

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±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±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

分析师承诺

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。

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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