

晨会纪要

数据日期: 2025-06-17	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)	3387.40	10151.42	3870.37	11542.03	2895.03	963.08
涨跌幅度(%)	-0.03	-0.11	-0.08	-0.03	-0.23	-0.80
成交金额(亿元)	4580.38	7491.74	2203.99	2676.99	3729.91	207.20

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

固定收益专题研究: 资金观察, 货币展望-半年末叠加到期高峰, 预计6月资金利率季节性上行

行业与公司

公用环保行业周报: 公用环保202506第3期-国家能源局开展能源领域氢能试点工作, 广东省印发《全域“无废城市”建设工作方案》

银行行业专题: “超级央行”时代——中国机构配置手册(2025版)之流动性与货币政策篇

社服行业专题: 教育板块2025年中期投资策略: K12教育投资守正, 职业教育与AI主题投资出奇

医药行业专题: 创新药盘点系列报告(22): IBD治疗领域存在未满足的需求, 关注新靶点、新机制

友邦保险(01299.HK)深度报告: 寿险销售标杆, 强化全球配置

圣泉集团(605589.SH)深度报告: 合成树脂龙头企业, 电子特种树脂快速增长

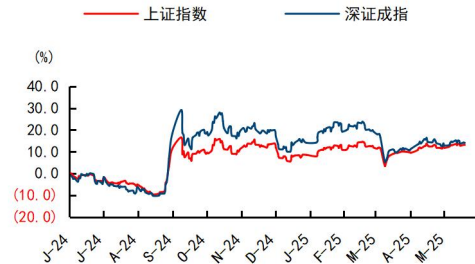
海天味业(603288.SH)公司快评: 港股上市在即, 稳步推进全球化战略

金融工程

金融工程专题报告: 金融工程专题研究-FOF系列专题之十: 隐性风险视角下的选因子统一改进框架

金融工程日报: A股窄幅整理, 稳定币持续活跃、创新药调整明显

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 06月18日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	23980.3	-0.33

基金指数 06月18日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3255.83	0.01
股票基金指数	10107.65	0.26
混合基金指数	9324.01	0.31

汇率 06月18日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.14	-0.68
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.84	0.0
美元兑日元	145.28	0.33

非流通股解禁 06月18日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
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
中科微至	6660.00	100.00	2025-04-28

【常规内容】

宏观与策略

◆ 固定收益专题研究:资金观察, 货币展望-半年末叠加到期高峰, 预计 6 月资金利率季节性上行

海外货币市场指标跟踪: 美联储 6 月会议继续暂停降息预期一致, 美债短期利率走势平稳; 国内货币市场指标跟踪——价: 5 月资金面继续转松, 银行间和交易所回购利率均值大多下行; R001、GC001、R007 和 GC007 月均值分别下行 16BP、9BP、14BP 和 14BP; 短期债券收益率方面, 1 年期短债收益率月均值大多下行; 国内货币市场指标跟踪——量: 5 月银行间和交易所隔夜成交量和占比均较上月上升; 银行间和交易所待购回债券余额同比月均值较上月有所回升; 预估 5 月和 6 月超额存款准备金率分别为 1.1% 和 1.3%; 6 月资金展望: 季末因素及同业存单、买断式逆回购到期高峰, 推动 6 月资金利率季节性上行;

证券分析师: 陈笑楠 (S0980524080001)、赵婧 (S0980513080004)、董德志 (S0980513100001)、李智能 (S0980516060001)、季家辉 (S0980522010002)

行业与公司

◆ 公用环保行业周报:公用环保 202506 第 3 期-国家能源局开展能源领域氢能试点工作, 广东省印发《全域"无废城市"建设工作方案》

市场回顾: 本周沪深 300 指数下跌 0.25%, 公用事业指数上涨 0.26%, 环保指数下跌 1.19%, 周相对收益率分别为 0.52%和-0.94%。申万 31 个一级行业分类板块中, 公用事业及环保涨幅处于第 10 和第 22 名。分板块看, 电力板块子板块中, 火电上涨 0.83%; 水电上涨 1.03%, 新能源发电下跌 0.22%; 水务板块下跌 1.00%; 燃气板块上涨 0.42%; 检测服务板块上涨 0.96%。

重要事件: 国家能源局开展能源领域氢能试点工作。文件明确试点方向包括: 规模化制氢及一体化在风、光、水电、核电、生物质资源丰富地区, 开展规模化可再生能源制氢、核电制氢项目建设, 并适应风电、光伏等波动特性。下游可一体化耦合氨、醇、航煤、炼化等场景。配套可再生能源项目上网电量比例不超过 20%, 原则上不占用系统调节资源, 制氢电解槽装机规模不低于 100 兆瓦 (或气化产能不低于 20000 标方/时), 电解槽运行负荷调节能力不低于 50%~100%水平。

专题研究: 垃圾焚烧行业上市公司自由现金流分析。我们选取 15 家主流 A 股垃圾焚烧上市公司作为样本进行分析, 自由现金流采用简易计算公式: 经营活动现金流净额-资本开支。截至 2024 年, 瀚蓝环境、旺能环境、三峰环境、绿色动力、上海环境、圣元环保、中科环保、军信股份、节能环境和永兴股份的简易自由现金流已实现转正, 首创环保和城发环境转正在即 (-0.87 亿元和-0.61 亿元), 拥有第二成长曲线逻辑的伟明环保、中国天楹和武汉天源尚未转正。

投资策略: 公用事业: 1. 煤价电价同步下行, 火电盈利有望维持合理水平, 推荐全国大型火电企业华电国际以及区域电价较为坚挺的上海电力; 2. 国家持续出台政策支持新能源发展, 新能源发电盈利有望逐步趋于稳健, 推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源, 区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源, 以及开展新能源与智算中心一体化深化算电协同标的金开新能; 3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力, 预计核电公司盈利仍将维持稳定, 推荐核电运营标的中国核电、中国广核; 国家电投整合核电资产, 打造 A 股第三家核电运营商, 推荐重组标的电投产融; 4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显, 推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力; 5. 燃气推荐具有区位优势, 量价张力较强的城市燃气龙头华润燃气, 以及具有海气贸易能力, 特气业务锚定商业航天的九丰能源; 环保: 1. 水务&垃圾焚烧行业进入成熟期, 自由现金流改善明显, 再叠加无风险收益率的持续走低, 投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降, 建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”, 推荐光大环境, 中山公用; 2. 中国科学仪器市场份额超过 90 亿美元, 国产替代空间广阔, 推荐聚光科技; 3. 欧

盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能；4. 煤价下行背景下，秸秆价格同步下降，农林生物质发电行业成本端改善明显，推荐长青集团。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人： 崔佳诚

◆ 银行业专题：“超级央行”时代 ——中国机构配置手册（2025 版）之流动性与货币政策篇

作为流动性的“总闸门”，理解我国中央银行货币政策操作思路：

1. 我国货币政策框架包括：货币政策目标体系、货币政策工具和货币政策传导机制三大部分。在实际操作中，货币政策目标并非一蹴而就，央行会根据传导机制，设立相应的操作目标和中介目标。同时，不同时期，货币政策当局对不同目标的相对重视程度会随着国内外经济金融形势的变化而做出相机调整。但不同目标对货币政策走向的要求并非总是一致的，彼此之间可能发生冲突，从而导致货币当局陷入两难境地。因此，判断人行行为，主要是对货币政策目标变化做出预判。

2. 理解我国中央银行行为，核心要认识“中央银行-商业银行”二级银行体系之下的货币派生过程，可分两个部分：央行基础货币投放和商业银行货币派生。不过近年来财政净支出已成为货币派生的重要途径，2024 年贡献了 M2 增量的约 50%。另外，广义货币流动性还受派生后的货币流通和退出的影响。

3. 央行控制广义货币的主要政策工具是调节法定存款准备金率和调节基础货币总量。央行基础货币投放方式演变可归纳为：（1）外汇占款主导基础货币投放阶段，人行发行央票和提高法定存款准备金率进行冲销；（2）2014 年开始广义再贷款投放基础货币阶段，同时不断降低法定存款准备金率释放流动性；（3）目前正积极构建买卖国债与央行贷款相结合的基础货币调控方式，未来需要积极完善公开市场操作和政府债券管理。

4. 近年来货币政策调控逐步淡化数量中介目标，契合我国经济转型的现代货币政策需要。（1）货币供应量与最终目标之间的强相关性依赖一个基本假设，即流通速度较稳定。但货币政策具有内生性，货币流通速度并不是单纯由技术和制度因素所决定的稳定变量，影响货币需求的因素也同样影响着货币流通速度，从而导致货币流通速度并不稳定。（2）中长期角度与我国经济结构转型相一致。因为新兴产业业态各异，资本和产出的也没有相对稳定的量化关系，不再适合锚定数量型中介目标。直接融资发展和金融工具的创新等都会影响数量型货币政策传导效率。

证券分析师： 王剑（S0980518070002）、孔祥（S0980523060004）、田维韦（S0980520030002）、刘睿玲（S0980525040002）

◆ 社服行业专题：教育板块 2025 年中期投资策略：K12 教育投资守正，职业教育与 AI 主题投资出奇

教育行业趋势回顾与展望：1) 生育津贴等政策利好行业，K12 教培实施常态化监管：促服务消费与生育津贴等政策改善教育消费预期，预付消费法规加强资质审核，利好头部机构；地方强化分类管理细则。2) 人口形势：受出生人口下滑影响，2024 年全国小学在校学生人数已开始下行，初稿适龄人口暂未达峰，大湾区具备差异性显著人口红利。3) 升学意愿：追求更高学历意愿仍强烈，普高入学率持续走高，普通本科学位扩张仍在进程中，高等职业教育作为补充愈发获得社会认可。4) AI 教育加速落地：受益于技术进步，2025 年初至今 AI 教育产品加速推新，传统教育品牌亦加快开发自研 AI 教育产品。教育行业 2025 年中期展望：教育行业纯内需、重刚需特征稳固，但随考研、留学意愿及就业市场变迁（总体岗位招聘需求仍待回暖，但制造业蓝领岗位韧性相对强），不同教育服务付费意愿边际预计进一步分化。此外也可关注 AI 教育产品带来的教育供给变革。

行情回顾：个股分化显著。2025.1.1-6.12，教育（申万）指数上涨 5.04%，同期中证 800 下跌 0.46%，跑赢大盘 5.50pct。职业教育中国东方教育领涨，就业环境变化，蓝领技能培训价值获重估。K12 教培分化显著，战略调整及 AI 赋能下高途、有道迎来盈利拐点；卓越教育集团强品牌力，大湾区人口红利 & 政策环境友好，公司高分红回馈股东；学大高考前冲刺旺季，25Q1 业绩增速环比显著修复；盛通积极布

局 AI 机器人，均走出超额收益；新东方及好未来 K12 业务稳固，但分别受留学业务、硬件销售拖累，期内股价承压。存量高教学校选营未取得实质进展，宇华教育、希教国际控股着手处理可转债问题，情绪有所修复。公考备考景气度高，但支付意愿、竞争格局待改善，华图山鼎积极回购/发布股权激励，走出超额收益。

子板块分析与展望：1) 小初教育：“双减”/民促法实施条例后 K9 学校不得选营及关联交易；K9 教培以素养课程回补供给，结构上高端培优仍缺位，强教研教学培优品牌望获得溢价。刚需特征显著，人口下滑冲击逐步传导但适龄人口数庞大，参培率也有望持续提升。大湾区有差异化人口红利优势。2) 普通高中：政策环境相对宽松，民办高中可选营，营利性高中学科培训增量牌照发放受限，但存量机构经营的监管环境相对温和；高中近十年仍将享受人口红利；近年普通高中持续扩容。3) 中职高职：“五五分流”调整后，契合社会主流升学理念的民办普高及高中教培需求仍旺盛，中职学校招生则承压，但强职业技能培训客观上有需求。4) 民办高教：是政策鼓励方向同时也有客观需求，招生稳健增长，其中民办本科认可度更高，但转营实质进展较缓。5) 考研/留学：近两年考研报考及留美人数（美国是中国留学生最主要目的地）均下滑，行业边际上存在负增长压力。6) 职业培训及考公：均为强结果导向，职业培训与经济周期及产业景气度强相关；公考报考人数高位维持增长、通过率降低，去“协议班”后付费意愿受抑制，此外行业尾部效应明显，竞争格局分散。

投资建议：维持板块“优于大市”评级。1、K12 教育行业仍具长坡厚雪特征，高考备考人口红利显著，监管正走向常态化，优先推荐 K12 教育主业稳固的行业龙头学大教育、天立国际控股、新东方-S，建议关注持续调整修复的好未来集团、高途集团、昂立教育等。传统教培龙头仍在修复进程中，建议关注受益于竞争格局优化的区域教培龙头卓越教育集团、思考乐教育等；2、职业技能及录用考试培训以结果导向为主，弹性较大，随高中及以上学历劳动力数量逐步扩张，技能型人才愈发重要，强技能培训重新得到定价。优先推荐外部旺盛需求与自身区域中心建设共振的多专业技能培训龙头中国东方教育。后续提振内需效应若逐步释放，建议关注消费力复苏后经营存在弹性的企业家培训（企业家信心）、IT 就业培训（招聘需求）、公考培训（付费意愿）等赛道，推荐行动教育，建议关注华图山鼎、粉笔。3、AI 题材及高教估值修复主线，教育作为 AI 落地的重要场景，2025 年 AI 技术迭代进步有望持续带动提升的资金关注度。此外若高教板块在选营&并购落地等方面有进展，也可关注选营推进后的板块估值弹性。

风险提示：政策趋严、股东减持、核心人才流失、宏观经济承压、招生人数低于预期、学费提升受阻等。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）

联系人： 周瑛皓

◆ 医药行业专题:创新药盘点系列报告（22）：IBD 治疗领域存在未满足的需求，关注新靶点、新机制

IBD 治疗领域存在未满足的需求。美国及欧洲 5 国适用于生物制剂治疗的中重度患者人群总计~230 万人（CD/UC 分别~100/~130 万人），患者人群体量对标 AD/特应性皮炎（~280 万人）及 PsO/银屑病（~240 万人）；IBD 具有复发-缓解交替特点，患者常出现黏膜损伤、肠腔狭窄、瘘管、肛周病变等并发症，最终仍有相当比例患者需接受手术干预，疾病负担沉重；现有 IBD 治疗药物存在未满足需求，起效慢、缓解深度有限，且对部分人群无效，部分患者存在抗药性或副作用耐受性差等问题；IBD 治疗目标由“临床缓解”逐步提升至“内镜/组织学愈合”，进一步要求治疗方案实现更深层次的炎症控制。

全球 IBD 药物市场规模超 200 亿美元。根据 Evaluate Pharma，2022 年全球 IBD 市场空间规模~230 亿美元，预计 2028 年将达到~280 亿美元；一线生物制剂中 TNFi 及 Ustekinumab 已专利到期，Risankizumab IBD 适应症销售快速增长，Guselkumab UC/CD 适应症获批有望贡献销售增量，Vedolizumab 2024 年 UC/CD 适应症合计贡献~60 亿美元，预计将于 2030 年前专利到期。

MNC 药企密集布局新靶点、新机制。TL1A 是 IBD 治疗领域最热门的在研靶点之一，聚焦炎症+纤维化双通路，Merck、Roche、Sanofi 及 Abbvie 等巨头通过收购或合作方式布局，其中 Tulusokibart、Afimkibart 及 Duvakitug 等管线已经/即将启动 Ph3 注册研究；TYK2 兼顾 Th1 和 Th17 通路，第一代产品 Deucravacitinib 在 PsO 取得成功，但折戟 IBD 适应症，第二代 TYK2 如 Zasocitinib、D-2570 等在 PsO

适应症临床数据更优，目前正在推进 IBD 适应症，有望填补“高效、安全、可长期使用”的口服药物生态位空缺；基于 IL-23、TL1A 的多靶点/联用方案也是重要的探索方向，近一年达成多个 BD 合作，其中 Sanofi 以 1.25 亿美元首付款+17.2 亿美元里程碑付款对价获得 Earendil Labs 两款临床前双抗，Abbvie 以 1.5 亿美元首付款+15.6 亿美元里程碑付款对价获得明济生物临床前 TL1A 抗体并计划与 Risankizumab、Lutikizumab 等联用。

投资建议：关注国内 IBD 治疗新靶点、双抗等潜在出海机会。

风险提示：市场竞争加剧的风险，产品临床失败或有效性低于预期的风险，产品商业化不达预期的风险，技术升级迭代风险。

证券分析师： 马千里（S0980521070001）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

◆ 友邦保险(01299.HK) 深度报告:寿险销售标杆，强化全球配置

友邦保险是深耕亚太业务的百年寿险公司。公司总部位于中国香港，是一家拥有百年历史的人寿保险公司。2009 年，友邦保险母公司 AIG 重组，友邦集团正式转为独立实体，并于次年在港交所上市，成为当时全球第三大 IPO。友邦保险深耕亚太地区寿险业务，建立起遍布亚洲庞大的专属代理、伙伴及员工网络，在亚太多国市场占有率位居前列。截至 2024 年，友邦保险实现年化新保费收入 86.06 亿美元，归母净利润 68.83 亿美元，新业务价值 47.12 亿美元，位列上市险企第二位。

公司凭借地区及产品优势，保持新业务价值的高速增长。友邦保险是全球最大泛亚太地区独立上市人寿保险集团，覆盖亚太地区 18 个市场，中国内地及中国香港地区新业务价值贡献率常年稳居 50%以上。随着内地业务版图的不间断扩大，叠加中国香港访港客户的持续提升，奠定友邦保费收入“基本盘”。截至 2024 年，中国内地、中国香港、泰国、新加坡、马来西亚及其他市场新业务价值占比 24.0%/34.8%/16.1%/9.0%/ 6.9%/9.2%。

友邦秉持“最优秀代理”策略，树立行业代理人制度“标杆”。公司不断实践多维度代理人转型策略，从优增援、优培训、优留存等方面促进代理人的中长期高质量发展。截至 2024 年 7 月，友邦人寿 MDRT 人数达到 4656 人，远超内地同业，高居全球榜首。友邦保险构建完整的人才画像系统，通过学历（本科及以上）、职业背景（金融从业经历）、综合素质（持有 CFP/CFA 等认证）三维筛选机制来确保招募代理人质量。2018 年，友邦中国本科率已达 40%，远超行业平均水平 13%。

负债端强销售能力叠加全球资产配置，公司应享有一定估值溢价。（1）行业顶尖代理人质量及特色化业务区位优势带动公司新业务价值率维持高位；（2）资产配置辐射全球，分散单一市场投资风险，把握核心投资机遇；（3）受益于弱美元周期，若美元疲软友邦以当地货币计价的资产和收入在转换为美元报表时会增值，从而提升财务表现和股价预期。综合以上三方面原因，我们判断友邦保险估值相对行业基准应享有一定的估值溢价。

盈利预测与估值：2017 年以来友邦平均 P/EV 为 1.75x，显著高于内资险企。当前公司估值为 2017 年以来的 39%分位，处于历史低位。近年来公司业务版图持续扩张带动 EV 维持高增，但当前估值相较于历史业务高增时期的 2x 仍有较大提升空间。我们预计公司 2025 年至 2027 年每股内含价值（EVPS）为 6.83/7.46/8.22 美元，当前股价对应公司 P/EV 为 1.30/1.19/1.08 倍，目标价为 87.13 至 94.10 港元/股，对应当前估值为 1.82x 至 1.96x，仍有 25%以上的上升空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：盈利预测及估值风险；市场竞争加剧；全球利率波动风险等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）

联系人： 王京灵

◆ 圣泉集团(605589.SH) 深度报告:合成树脂龙头企业，电子特种树脂快速成长

圣泉集团是国内合成树脂龙头企业。公司酚醛树脂、呋喃树脂产销量规模位居国内第一、世界前列。当前公司酚醛树脂产能达到 65 万吨左右，产能规模和技术水平位居世界前列。铸造造型材料产业同样是公司传统支柱产业，铸造用呋喃树脂产能 12 万吨，规模位居世界第一，冷芯盒树脂产能 2 万吨/年，公司以呋喃树脂、冷芯盒树脂、热芯盒树脂、涂料、固化剂、陶瓷过滤器、发热保温冒口、熔炼材料等为

代表的铸造辅助材料产品达一百多种，广泛应用于高档精密铸件生产。在制造业高端化进程中，合成树脂需求持续高增。树脂合成过程中会产生较多废水，在环保要求持续升级背景下，合成树脂产能有望持续向头部企业聚拢。

公司高端电子用树脂产能规模快速扩张，成为公司第二成长曲线。电子树脂研发难度大，下游认证困难，认证后客户粘性大。聚苯醚树脂超低介电常数和介电损耗的特性使其成为制造高频高速 PCB 基板理想材料。公司自主研发的聚苯醚（PP0/PPE）树脂通过国内重点头部企业认证，建成 1300 吨/年全自动化产线并实现稳定供货。随着下游需求的快速提升及自身产能的快速建成，我们预计 2025 年聚苯醚树脂产销量较 2024 年快速提升。高端电子树脂技术难度大，毛利高，有望成为公司第二成长曲线。

生物质业务技术先进，大庆项目开工率逐步提高。公司自成立起就专注于生物质的高效利用。公司将农作物废弃物中的半纤维素、木质素、纤维素三大成分提纯并高效利用，形成了拥有自主知识产权的生物质精炼技术。公司“圣泉法”植物秸秆精炼一体化项目（一期），于 2024 年在黑龙江大庆市全面投产，每年可加工秸秆 50 万吨，生产生物质树脂炭、硬碳负极材料、高活性木质素、糠醛、纸浆、生物甲醇、可降解材料等系列绿色生物基产品。随着开工率的不断提高，有望为公司贡献利润。

盈利预测与估值：我们预测公司 2025-2027 年营业收入为 121.43/136.98/155.35 亿元，归母净利润为 11.29/13.87/16.34 亿元，EPS 为 1.44/1.77/2.09 元/股，当前股价对应 PE 为 18.75/15.25/12.92x。股票合理估值区间为 28.80-29.74 元，较目前有 6.67%-10.15%的溢价空间，首次评级，给与“优于大市”评级。

风险提示：激烈竞争导致产品价格下降、毛利下滑的风险；海外订单拓展的风险；庞大扩产计划资金需求大、不断融资导致 EPS 摊薄风险。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、董丙旭（S0980524090002）

◆ 海天味业(603288.SH) 公司快评:港股上市在即，稳步推进全球化战略

海天味业 H 股 6 月 11 日开启香港公开发售，预计于 6 月 18 日公布发行价格，6 月 19 日在香港联交所主板挂牌并开始上市交易。

观点：海天味业是中国调味品龙头企业，稳步推进全球化战略。积累优势明显，经营状态稳定，我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 296.8/324.4/351.5 亿元，同比增长 10.3%/9.3%/8.4%；实现归母净利润 71.4/77.9/84.6 亿元，同比增长 12.6%/9.1%/8.6%；实现 EPS1.28/1.40/1.52 元，当前股价对应 PE 分别为 31.2/28.6/26.4 倍。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 王新雨

金融工程

◆ 金融工程专题报告:金融工程专题研究-FOF 系列专题之十:隐性风险视角下的选因子统一改进框架

合同基准与隐性基准

公募基金的业绩比较基准在基金运作过程中发挥着重要作用，但研究发现，国内外公募基金均存在合同基准与实际投资风格错配的问题。不同于合同基准，这种并非基金合同中约定，但与基金净值走势贴合度最高的基准可以称之为“隐性基准”。本文参考海外文献的做法，设计了一套定量识别基金隐性基准的流程，从基金净值走势出发识别与每个基金走势贴合度最高的隐性基准，统计发现，相对合同基准，主动权益基金相对隐性基准的跟踪误差更低，隐性基准或为更贴切的基准。

显性风险与隐性风险

针对不同基金的业绩可能无法直接可比的问题，常用的解决方案是对基金所暴露的风险进行剥离。风险因子存在显性风险和隐性风险之分，我们把学术文献中或者业界实际投资过程中总结发现的已知风险称

为显性风险，而把未被常见模型捕捉的、随着市场环境变化而不断涌现、但阶段性对资产收益有着较大影响的未知风险称为隐性风险。

隐性风险视角下的选因子改进

隐性风险模型的核心思路为：与基金 P 净值走势相关性高的基金可能暴露于相近的风险（显性或隐性风险），基金 P 的因子与走势相关性高的同类基金的该因子也可能暴露于相近的风险，将基金因子对同类基金相关性加权的该因子进行回归，方可对隐性风险进行剥离。

相对指定显性风险因子的 Fama 五因子模型，隐性风险模型对基金收益有更高的解释力度。2010 年以来，隐性风险模型回归均值为 92.32%，高于 Fama 五因子模型回归的均值 84.94%。尤其是近年来，在 Fama 五因子模型的解释力度整体呈现明显下行趋势的背景下，隐性风险模型的解释力度仍较高。

经过检验，收益类因子、隐形交易能力、波段交易能力、持仓收益因子等进行隐性风险调整之后，RankIC 胜率和 RankICIR 均有明显提升，尤其是近年来稳定性相对原始因子改善明显。我们基于该方法合成得到隐性风险调整综合选因子，RankIC 均值达到 13.99%，年化 RankICIR 达到 3.18，RankIC 胜率为 93.01%，多头年化超额信息比达到 2.4。

FOF 精选组合构建

随着公募基金对港股配置比例的提升，港股成为我们构建基金组合时不容忽视的重要板块。我们对基金进行持仓还原补全，得到每只基金在行业和港股上的配置结构，以隐性风险调整综合选因子作为基金得分，并通过控制 FOF 组合的行业以及港股配置与全体主动股基保持一致构建 FOF 精选组合，FOF 组合费后相对主动股基中位数年化超额收益为 8.86%，年化跟踪误差为 3.52%，超额收益信息比为 2.31，相对最大回撤仅为 3.40%，相对收益回撤比为 2.61，月度胜率 75.91%，组合业绩基本每年均能排进主动股基前 1/3，整体表现十分稳健。

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）、胡志超（S0980524070001）

◆ 金融工程日报：A 股窄幅整理，稳定币持续活跃、创新药调整明显

市场表现：今日（20250617）大部分指数处于下跌状态，规模指数中上证 50 指数表现较好，板块指数中上证综指表现较好，风格指数中沪深 300 价值指数表现较好。综合金融、煤炭、综合、电力公用事业、石油石化行业表现较好，医药、传媒、轻工制造、汽车、纺织服装行业表现较差。稳定币、抗核辐射、页岩气、可燃冰、油气开采等概念表现较好，化学制药精选、CR0、谷子经济、创新药、减肥药等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 60 只股票涨停，有 10 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 1.16%，昨日跌停股票今日收盘收益为-2.44%。今日封板率 65%，较前日下降 7%，连板率 17%，较前日下降 11%。

市场资金流向：截至 20250616 两融余额为 18223 亿元，其中融资余额 18100 亿元，融券余额 123 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.3%，两融交易占市场成交额比重为 8.7%。

折溢价：20250616 当日 ETF 溢价较多的是影视 ETF，ETF 折价较多的是 BOCI 创业板 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 13 亿元，20250616 当日大宗交易成交金额为 17 亿元，近半年以来平均折价率 5.52%，当日折价率为 3.89%。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 1.44%，3.16%，8.89%，12.10%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 9.79%，处于近一年来 19%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 3.83%，处于近一年来 44%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 3.64%，处于近一年来 80%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 15.56%，处于近一年来 36%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盛美上海、聚光科技、普蕊斯、炬申股份、沃尔德、藏格矿业、信宇人、美诺华等，盛美上海被 68 家机构调研。20250617 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是萃华珠宝、赢合科技、通源石油、恒宝股份、北方长龙、贝肯能源、金橙子、创识科技、新锦动力、安妮股份等，机构专用席位净流出较多的股票是哈尔斯、招商南油、信立泰、元隆雅图、中科磁业、厦门信达、泰禾股份、融发核电、雄帝科技、美诺华等。陆股通净流入较多的股票是

赢合科技、信立泰、泰禾股份、超讯通信等，陆股通净流出较多的股票是恒宝股份、融发核电、共创草坪、东信和平、安德利、际华集团、招商南油、宁波远洋等。

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	786.66	-1.04	ICE 布伦特原油	73.23	-1.34
白银	8824.00	0.27	铜	78530.00	-0.10
铝	20405.00	-1.18	铅	16925.00	0.50
豆一	4225.00	-0.28	锌	21875.00	-0.50
豆粕	2893.00	0.90	镍	118980.00	-0.16
玉米	2359.00	-0.42	锡	264260.00	-0.05
螺纹钢	3016.00	3.53	SR507	5728.00	0.10

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	100.1	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
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
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
301138.SZ	不适用	9000.00	12000.00	100.00	2024-12-16
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
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	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	42215.79	-0.703966	49.12	49.12	49.12	49.12	43.85
德国 DAX 指数	23434.65	-1.115949	83.98	-1.40	1.20	29.70	52.10
法 CAC40 指数	7683.73	-0.755724	-1.54	-2.57	-4.83	1.48	47.76
恒生指数	23980.30	-0.335356	-0.75	2.72	-0.68	33.69	68.38
沪深 300 指数	3870.37	-0.088200	0.12	-0.48	-3.16	9.45	68.42
美国 SP500 指数	5982.72	-0.835224	-0.92	0.40	5.42	9.30	48.04
纳斯达克综合指数	19521.09	-0.914259	-0.98	1.61	9.61	9.31	51.02
日经 225 指数	38536.74	0.588364	0.85	2.07	3.04	1.13	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	603259.SH	药明康德	66.5000	-2.8630	无数据	603259.SH	药明康德	66.5000	-2.8630	无数据
2	300750.SZ	宁德时代	246.2600	-0.1622	无数据	002463.SZ	沪电股份	40.5800	0.7448	无数据
3	002463.SZ	沪电股份	40.5800	0.7448	无数据	300502.SZ	新易盛	107.1200	0.3936	无数据
4	300502.SZ	新易盛	107.1200	0.3936	无数据	688256.SH	寒武纪-U	573.3000	-4.0582	无数据
5	688256.SH	寒武纪-U	573.3000	-4.0582	无数据	600418.SH	江淮汽车	42.2100	-2.2238	无数据
6	600418.SH	江淮汽车	42.2100	-2.2238	无数据	300251.SZ	光线传媒	21.2000	-4.0724	无数据
7	300251.SZ	光线传媒	21.2000	-4.0724	无数据	000333.SZ	美的集团	72.0600	1.1226	无数据

8	000333.SZ	美的集团	72.0600	1.1226	无数据	300476.SZ	胜宏科技	111.0800	-0.7328	无数据
9	300476.SZ	胜宏科技	111.0800	-0.7328	无数据	600900.SH	长江电力	30.6700	0.6894	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	119.3600	-1.0036	无数据	300308.SZ	中际旭创	119.3600	-1.0036	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	0700.HK	腾讯控股	513.5000	0.00785083	71380.07	9992.HK	泡泡玛特	258.4000	-0.06036364	259937.03
2	0883.HK	中国海洋石油	18.2800	-0.02036442	72685.39	0568.HK	山东墨龙	5.2300	-0.02425373	255713.09
3	1093.HK	石药集团	8.1900	-0.06400000	84972.28	9988.HK	阿里巴巴-W	114.8000	0.01682905	146819.89
4	6060.HK	众安在线	20.6500	0.00242718	88386.64	1093.HK	石药集团	8.1900	-0.06400000	146741.62
5	0553.HK	南京熊猫电子股份	5.3000	0.38020833	95025.43	0700.HK	腾讯控股	513.5000	0.00785083	142738.08
6	1810.HK	小米集团-W	54.0000	-0.00277008	127297.19	1810.HK	小米集团-W	54.0000	-0.00277008	105215.64
7	0939.HK	建设银行	7.6500	-0.01670951	166598.92	0883.HK	中国海洋石油	18.2800	-0.02036442	80773.98
8	9988.HK	阿里巴巴-W	114.8000	0.01682905	206762.33	0553.HK	南京熊猫电子股份	5.3000	0.38020833	78493.37
9	0568.HK	山东墨龙	5.2300	-0.02425373	257516.45	6060.HK	众安在线	20.6500	0.00242718	75366.03
10	9992.HK	泡泡玛特	258.4000	-0.06036364	287052.15	0939.HK	建设银行	7.6500	-0.01670951	54402.63

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（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中所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