

6 月金股组合

| 股票代码      | 股票名称 |
|-----------|------|
| 002352.SZ | 顺丰控股 |
| 688019.SH | 安集科技 |
| 688198.SH | 佰仁医疗 |
| 000524.SZ | 岭南控股 |
| 600600.SH | 青岛啤酒 |
| 688507.SH | 索辰科技 |

市场指数

| 指数名称   | 收盘价      | 涨跌%    |
|--------|----------|--------|
| 上证综指   | 3385.36  | 0.04   |
| 深证成指   | 10183.70 | (0.19) |
| 沪深 300 | 3873.98  | (0.09) |
| 中小 100 | 6379.94  | (0.26) |
| 创业板指   | 2039.44  | (0.45) |

行业表现（申万一级）

| 指数名称 | 涨跌%  | 指数名称 | 涨跌%    |
|------|------|------|--------|
| 有色金属 | 1.16 | 美容护理 | (1.70) |
| 通信   | 1.00 | 纺织服饰 | (1.18) |
| 石油石化 | 0.88 | 食品饮料 | (0.92) |
| 建筑装饰 | 0.79 | 传媒   | (0.85) |
| 基础化工 | 0.74 | 非银金融 | (0.84) |

资料来源：万得，中银证券

# 中银晨会聚焦-20250609

## ■重点关注

【策略研究】风格制胜 3\*王君 郭晓希。自下而上的 A 股风格因子的定量构建及框架应用。

【固定收益】PMI 修复，内需仍需重视\*肖成哲。制造业 PMI 边际回暖，内需相对而言仍需后续政策支持。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang\_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

## 重点关注

### 【策略研究】风格制胜 3—风格因子体系的构建及应用

王君 郭晓希

#### 自下而上的 A 股风格因子的定量构建及框架应用。

风格因子的构建及其表现。本篇报告试图探究决定风格资产强弱的风格因子体系，并尝试将风格投资进一步落地化。我们通过自下而上的方式来构建风格因子组合，使得样本内每只股票都有对应的风格标签，同时便于风格投资更加落地化。我们的风格因子体系主要分为市值、估值、盈利、动量四个维度。2) 对于 A 股而言，不同时期的市场呈现出不同的主导因子：2013 年至 2014 年，A 股呈现显著的盈利因子主导的行情特征；2015 年至 2016 年中，小市值因子显现出明显优势；2016 年 8 月至 2018 年，A 股呈现非常明显的估值因子主导的风格特征；2019 年至 2021 年初，市场进入盈利因子主导的行情；2021 年至 2023 年，市场进入市值因子主导的阶段；2024 年以来，A 股再次进入了风格轮动或转换期；2025 年起，高估值因子重新走强。3) 此外，不同类型的风格资产占优风格因子有所差异：新兴成长类资产在市值风格因子的表现上最为显著，小市值风格优势明显；红利资产的风格表现则体现为显著的低估值因子。

风格因子的影响因素探究。1) 盈利因子与经济周期高度相关。经济基本面上行时，高盈利增速的股票普遍表现更好。2) 估值因子与市场情绪高度相关。市场情绪回暖，一般意味着高估值股票普遍表现会更优。3) 市值因子与剩余流动性高度相关。多数情况下，剩余流动性越充裕，小市值因子表现越强势。4) 动量因子与交易拥挤度、增量资金结构等多因素相关。一般来讲，交易拥挤度提升，意味着市场抱团行为加剧，理论上动量效应增强。市场没有显著增量资金阶段，反转因子多表现强势。5) 此外，增量资金的方向与结构也对市场风格的变化起到比较重要的影响。

风格因子体系及其应用。1) 基于上文所述，我们构建基于风格因子的 A 股风格投资体系：不同的宏观及市场因子决定了当前 A 股的占优风格因子，不同的风格因子则可直接对应于不同类型的风格资产或底层投资组合。2) 基于上述风格因子体系，我们认为：年内视角下，A 股占优风格为：高盈利、高估值、小市值。

风险提示：海外风险事件不确定性；贸易不确定性；宏观基本面及政策环境不确定性；海外地缘政治风险不确定性；历史经验对未来的解释性。

### 【固定收益】PMI 修复，内需仍需重视—5 月 PMI 数据点评

肖成哲

#### 制造业 PMI 边际回暖，内需相对而言仍需后续政策支持。

制造业 PMI 数据在枯荣线下边际回暖，中国国家统计局 5 月 31 日公布，5 月份，中国制造业采购经理指数(PMI)为 49.5%，比上月上升 0.5 个百分点。“抢出口”仍在持续，但边际有所放缓；出厂价格、产成品库存、主要原材料购进价格、供应商配送时间分项指数下降，其余分项较上月有所回升。

分项而言，内需相对外需仍有所不足。PMI 分项中新订单增长相较新出口订单增长仍有所不足。5 月制造业新出口订单上行 2.8 个百分点至 47.5%，但 5 月制造业新订单仅上涨 0.6 个百分点，其上行幅度较新出口订单较弱。其主要原因可能是在关税缓冲期内的“抢出口”，致使新出口订单上行相对较为强劲。但新出口订单仍处于枯荣线下方，且低于第一季度的平均值(48.0%)。企业采购量虽然有所扩张(增长 1.3 个百分点)，但相对仍持谨慎态度。

出厂价格降幅放缓。受主要原材料购进价格持续下行影响，出厂价格同时小幅走低 0.1 个百分点，但下行幅度放缓。产成品库存相较上月下行 0.8 个百分点，降价去库存可能仍在延续。主要原材料购进价格持续走低，企业低价小幅抬高原材料库存量。

非制造业 PMI 中，5 月建筑业 PMI 扩张速度有所放缓。其中建筑业从业人员、新订单、投入品价格较前期均有所提升，可能得益于基建投资，对建筑行业有所支撑。而服务业 PMI 小幅加快 0.1 个百分点至 50.2%。节假日效应带动下，整体服务业景气度有所提升。

综合而言：目前阶段，内需修复仍相对外需有所不足，价格处于筑底阶段。美国发动的贸易摩擦处于缓冲期内，后续两个月内尤其是 6 月 PMI 或更能反映出“抢出口”对整体 PMI 的拉动效应。但内需修复相对不足则更需要政策性工具给予缓解。

风险提示：国际关系不确定性风险，政策不及预期。

## 中银证券研究部

### 首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

### 全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

### 宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com  
 张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com  
 刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com  
 陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com  
 郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com  
 李晨希 S1300525010002 chenxi.li@bocichina.com

### 固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com  
 张鹏 S1300520090001 peng.zhang\_bj@bocichina.com

### 策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com  
 徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com  
 郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com  
 徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com  
 高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

### 金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com  
 李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com  
 宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com  
 杨依晨 S1300123050021 yichen.yang@bocichina.com

### 非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

### 医药生物研究团队

刘思阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

### 地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com  
 许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

### 电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com  
 李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com  
 顾真 S1300525040003 zhen.gu@bocichina.com

### 机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com  
 曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

### 化工研究团队

余嫻嫻 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com  
 徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com  
 范琦岩 S1300525040001 qiyan.fan@bocichina.com  
 赵泰 S1300123070003 tai.zhao@bocichina.com

### 食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

### 社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com  
 宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com  
 纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

### 计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com  
 郑静文 S1300525010001 jingwen.zheng@bocichina.com

### 电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com  
 李圣宣 S1300123050020 shengxuan.li@bocichina.com  
 茅珈恺 S1300123050016 jiakai.mao@bocichina.com

### 通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com  
 吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com  
 袁妲 S1300524070003 da.yuan@bocichina.com

### 交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com  
 刘国强 S1300524070002 guoqiang.liu\_01@bocichina.com

### 银行研究团队

何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东

银城中路 200 号

中银大厦 39 楼

邮编 200121

电话：（8621）68604866

传真：（8621）58883554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号

中银大厦二十楼

电话：（852）39886333

致电香港免费电话：

中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065

中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065

新加坡客户请拨打：8008523392

传真：（852）21479513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号

中银大厦二十楼

电话：（852）39886333

传真：（852）21479513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区

西单北大街 110 号 8 层

邮编：100032

电话：（8610）83262000

传真：（8610）83262291

### 中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury

London EC2R7DB

United Kingdom

电话：（4420）36518888

传真：（4420）36518877

### 中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号

7BryantPark 15 楼

NY10018

电话：（1）2122590888

传真：（1）2122590889

### 中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z

新加坡百得利路四号

中国银行大厦四楼（049908）

电话：（65）66926829/65345587

传真：（65）65343996/65323371