

晨会纪要

数据日期: 2025-05-23	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)	3348.37	10132.41	3882.27	11337.27	2786.55	980.57
涨跌幅度(%)	-0.94	-0.85	-0.80	-0.78	-1.08	-1.02
成交额(亿元)	4685.87	6870.01	2329.45	2587.82	3128.68	186.95

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观周报: 宏观经济宏观周报-中美贸易摩擦缓和推动工业品价格回暖
固定收益周报: 超长债周报——时隔半年 LPR 下调 10BP, 债市陷入拉锯
策略专题: ESG 热点周聚焦(5月第2期)——制造业低碳发展行动方案审议通过
策略专题: 份额之争: 先发优势与逆袭经验-全球视角下主动权益逆袭案例分析
策略专题: 策略周思考-海外关税不确定再度迭起如何影响市场
策略专题: 估值周观察(5月第4期)-全球权益市场下跌, 估值小幅收缩

行业与公司

银行行业专题: 平衡的艺术: 流动性、效益与风险——中国机构配置手册(2025版)之银行资产负债篇
银行行业快评: 科技与金融的“双向奔赴”-国新办介绍科技金融政策情况发布会点评
海外市场专题: 港股通红利指数研究——低息环境下的港股投资利器
海外市场专题: 港股市场速览-资金加速流入, 医药重点受益
海外市场专题: 美股市场速览-贸易战风险再起, 多行业资金流出
医药行业快评: ASCO 年会摘要发布, 国产创新药成果丰硕
纺织服装 6 月投资策略: 伯希和递交招股书, 关注贸易摩擦缓和机会
滔搏(06110.HK) 海外公司财报点评: 全年收入下滑 6.6%, 加码全域零售与细分赛道
青岛啤酒(600600.SH) 财报点评: 加大产品、销售模式创新力度, 积极应对市场变化
淮北矿业(600985.SH) 深度报告: 华东焦煤龙头, 项目增长可期
山东威达(002026.SZ) 财报点评: 电动工具配件领先者, 加速布局新能源与高端装备业务
小牛电动(NIU.O) 财报点评: 一季度亏损幅度收窄, 产品及渠道变革有望促进底部反转
百度集团-SW(09888.HK) 海外公司财报点评: 广告业务持续承压, AI 云增长加速显著

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195期)
金融工程周报: 主动量化策略周报-低估值风格回暖, 成长稳健组合年内

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 05月26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	23601.26	0.24

基金指数 05月26日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3248.76	0.00
股票基金指数	10004.54	-0.49
混合基金指数	9290.93	-0.48

汇率 05月26日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.13	0.73
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.83	0.07
美元兑日元	142.56	-1.0

非流通股解禁 05月26日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
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
戎美股份	16800.00	100.00	2025-04-28
成大生物	22766.37	100.00	2025-04-28
汇宇制药-W	11406.67	100.00	2025-04-28

排名主动股基前 8%

金融工程周报:多因子选股周报-四大指增组合本周均跑赢基准, 中证 1000 增强年内超额 8.57%

金融工程周报:港股投资周报-港股创新药领涨, 港股精选组合年内上涨 33.14%

金融工程周报:基金周报-卡塔尔控股入资华夏基金, 国有大行集体下调存款利率

金融工程周报:ETF 周报-本周新成立 3 只中证诚通国企数字经济 ETF

金融工程日报:A 股午后单边下行, 汽车、医药逆市走强、大金融普跌

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-中美贸易摩擦缓和推动工业品价格回暖

主要结论：中美贸易摩擦缓和推动工业品价格回暖。

经济增长方面，本周（5月23日所在周）国信高频宏观扩散指数A由正转负，指数B有所回落。从分项来看，本周投资、房地产领域景气有所回落，消费领域景气基本保持不变。从季节性比较来看，春节后2-3个月内指数B均会季节性上行，平均每周上升0.17，本周指数B标准化后下降0.43，表现弱于历史平均水平，指向国内经济增长动能有所回落。

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5月30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、非食品价格均有所下跌。预计5月CPI食品价格环比约为-1.0%，非食品价格环比约为-0.2%，整体CPI环比约为-0.4%，CPI同比回落至-0.4%。

（2）5月上旬流通领域生产资料价格定基指数继续下跌，中旬小幅回升。中旬国内流通领域生产资料价格上涨主要集中在化工产品、林产品、有色金属，均与出口产业链关系密切，因此中旬工业品价格回暖或与中美贸易摩擦缓和有关。预计5月PPI环比约为-0.2%，PPI同比回落至-3.1%。

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）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益周报:超长债周报——时隔半年LPR下调10BP，债市陷入拉锯

超长债复盘：上周重要事件较多。一是4月经济数据发布，国内经济较3月明显回落但是仍延续向好发展态势；二是5月进行5000亿MLF操作，同时LPR时隔半年下调10BP；三是资金方面，虽然进入税期但是总体仍保持均衡；四是周五10年国债新券中标利率偏高，债市小幅承压。总的来看，债市陷入拉锯，小幅承压，超长债先涨后跌。成交方面，上周超长债交投活跃度小幅下降，交投相当活跃。利差方面，上周超长债期限利差缩窄，品种利差涨跌互现。

超长债投资展望：

30年国债：截至5月23日，30年国债和10年国债利差为17BP，处于历史偏低水平。从国内经济数据来看，4月经济依然展现出韧性。我们测算的4月国内GDP同比增速约4.1%，较3月回落0.8%，但是仍高于全年经济增速目标值。通胀方面，4月CPI为-0.1%，PPI-2.7%，通缩风险依然明显。近期中美贸易摩擦出现阶段性缓和，投资者悲观预期有所消散，短期焦点将回到国内二季度经济数据，我们预计随着政策托底效应的减弱，债市收益率下行概率更大。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5月23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，4月经济依然展现出韧性。我们测算的4月国内GDP同比增速约4.1%，较3月回落0.8%，但是仍高于全年经济增速目标值。通胀方面，4月CPI为-0.1%，PPI-2.7%，通缩风险依然明显。近期中美贸易摩擦出现阶段性缓和，投资者悲观预期有所消散，短期焦点将回到国内二季度经济数据，我们预计随着政策托底效应的减弱，债市收益率下行概率更大。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：上周超长债发行量较多。和上上周相比，超长债总发行量大幅上升。

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小幅下降。

收益率：上周重要事件较多。一是4月经济数据发布，国内经济较3月明显回落但是仍延续向好发展态

势；二是5月进行5000亿MLF操作，同时LPR时隔半年下调10BP；三是资金方面，虽然进入税期但是总体仍保持均衡；四是周五10年国债新券中标利率偏高，债市小幅承压。总的来看，债市陷入拉锯，小幅承压，超长债先涨后跌。

利差分析：上周超长债期限利差缩窄，绝对水平偏低。上周超长债品种利差涨跌互现，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）、董德志（S0980513100001）、季家辉（S0980522010002）

◆ 策略专题:ESG 热点周聚焦（5月第2期）——制造业低碳发展行动方案审议通过

海外 ESG 热点事件：国外 ESG 政策监管、市场实践与技术创新协同推进。政策监管方面，欧盟放宽中小企业 CBAM 规则，保持 99% 排放覆盖率；欧洲议会批准 CBAM 修订，豁免小企业关税；EBA 提出简化 ESG 披露规则，减轻银行合规负担；欧盟为石油和天然气生产商分配二氧化碳储存配额，推动碳封存能力发展；新加坡推出可持续发展报告培训机构指南。市场实践方面，ReNew 承诺 25 亿美元建设印度大型混合可再生能源项目；Masdar 通过绿色债券筹集 10 亿美元；贝莱德推出 ESG 公用事业 ETF；La Banque Postale 推出 ESG 重点储蓄产品；Microsoft 与生物碳去除公司签署大规模碳去除协议；摩根大通购买二氧化碳去除物；劳埃德银行等合作解锁英国能源中心的绿色投资；欧盟向 15 个项目授予 9.92 亿欧元加速可再生氢生产；EIF 和法国巴黎银行为欧盟国家中小企业提供绿色租赁资金；re.green 从巴西气候基金获得资金用于森林恢复项目；凯雷支持 Revera Energy 推出电网规模的电池和可再生能源项目。技术创新方面，施耐德电气推出 Agent AI 生态系统；TrusTrace 推出 AI 驱动的供应链可追溯性平台；Google 签署 600MW 太阳能协议；TotalEnergies 启动欧洲最大太阳能集群；Gprnt 推出全球首个全国性 ESG 实用程序；Green Project 和 Achilles 联手解决三维排放问题。

国内 ESG 热点事件：国常会通过制造业低碳行动方案，政策引领驱动产业创新。国务院常务会议审议通过《制造业绿色低碳发展行动方案（2025—2027 年）》，推动制造业绿色转型；在政策法规方面，国家金融监督管理总局等八部门联合印发《支持小微企业融资的若干措施》，为小微企业提供金融支持。地方政府层面，西藏自治区通过积极组织绿电交易，助力减排二氧化碳 2.06 万吨，为西藏创造经济效益 600 万元。产业方面，西藏新能源装机增长迅猛，装机占比超过 50%，已形成以新能源为主导的能源体系；北京城市副中心绿心园区获得 TÜV 南德意志集团颁发的碳中和认证证书，成为国内电力行业参与规划建设园区的首张净零排放碳中和认证。绿色金融领域，嘉澳环保获得生物航油出口许可证，成为国内首家被纳入“出口商白名单”的企业，其控股子公司生产的生物航油正式启航国际市场。信息披露方面，《财富》杂志揭晓 2025 年《财富》中国 ESG 影响力榜，近 300 家企业申报，展现了中国企业在 ESG 领域的积极实践和良好形象。

学术前沿：在 2025 年发表于《Finance Research Letters》的研究《Stochastic ESG scores and nonpecuniary ESG preferences: An extension to CAPM》通过引入随机的 ESG 评分和投资者的非货币化 ESG 偏好，扩展了 CAPM 模型，结果显示，将 ESG 因素纳入资产定价模型可以更准确地反映资产的真实价值，ESG 评分的随机性和投资者的非货币化偏好对资产定价有显著影响；在 2025 年发表于《Journal of Corporate Finance》的研究《Drawing up the bill: Are ESG ratings related to stock returns around the world?》制作并使用大型全球数据库、多个 ESG 评级和适当的统计方法综合了 ESG 评级与股票回报之间关系的证据，表明在过去的二十年中，ESG 投资并未系统性地影响投资表现，ESG 评级与股票收益之间缺乏显著的相关性，国家层面的 ESG 规范和法规对 ESG 与股票收益的关系影响有限；2025 年 4 月发表于《Finance Research Letters》的研究《The impact of institutional investors' ESG concerns on corporate ESG disclosure: Evidence from site visits》主要探讨了机构投资者的 ESG 关注，尤其是通过实地考察对企业 ESG 信息披露的影响，发现当机构投资者对 ESG 关注度高且进行实地考察时，企业更倾向于增加 ESG 信息披露的深度和广度。

风险提示：(1) 海外低碳经济发展过程中遇到波折；(2) 全球经济增长和低碳环保间权衡取舍对 ESG 投资节奏的短期扰动；(3) 文中个股或产品仅做统计汇总，不构成投资推荐依据。

证券分析师：王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

◆ 策略专题:份额之争:先发优势与逆袭经验-全球视角下主动权益逆袭案例分析

当前全球被动化趋势不断增强,核心原因是主动基金获取超额收益难度变大。2023 年底,全球被动基金管理规模已超越主动型基金,2024 年两者的轧差进一步放大。以美国、日本、欧洲整体、澳大利亚为代表的发达市场,主动型基金战胜各国指数的比例整体不超过 40%,且长期投资胜率更低。

美国经验:头部企业实现强者恒强依赖三点经验,被动化过程中逆袭者存在业绩和拳头产品流入两大规律。头部机构强者恒强的三点经验:1)依赖大盘成长/大盘混合型拳头产品上规模;2)头部机构全部产品整体收益在市场上略占优,形成积极品牌效应;3)头部产品更容易战胜全市场同类产品收益中枢。逆袭机构的经验:1)全部样本视角下,资管机构相对全市场整体水平不跑输;2)拳头产品主动流入,Bridge Builder 当前超过 150 亿美元的三个产品均在 2016-2019 年剔除业绩因素后规模快速上行。

欧洲经验:被动化进程中伴随龙头分散化,部分头部企业主动求变实现突围,部分优势放缓,逆袭机构存在三大共性经验。在被动化进程中,欧洲主动权益分散化趋势明显,相对优秀头部企业近 10 年扩大优势,Nordea、Royal London 等市占率快速逆袭。头部机构经验:1)优质拳头产品长期收益表现好,利于占领欧洲投资者用户心智;2)近年发行主动 ESG 产品有助力。逆袭机构经验:1)大盘混合型产品为基本盘、高股息策略底仓突围;2)牛市中扩大规模,Nordea 规模 TOP3 产品在欧洲主动权益收益较好的年份中显著跑赢;3)无惧短期规模波动,及时调整策略,用长期业绩扳回短期规模回撤。

澳洲经验:依赖特定策略优势与率先打破规模瓶颈。在全球被动化过程中,澳大利亚主动权益分散化趋势明显,新晋头部平台有 Mercer、Magellan & Group 等。准头部机构 Macquarie 和 Pandal 近 5 年份额扩张的原因:1)本土大盘成长/全球大盘成长快速上规模;2)整体业绩稳定性相对强,无显著跑输年份,且大规模产品业绩相对稳定。逆袭机构各凭本事:1)Magellan Group 依赖 Currency Hedged 产品和全球基础设施策略快速上规模;2) Mercer 在存在规模瓶颈的策略(如全球中小盘)上具备先发优势。3) New York Life、L1 Capital 以相对头部机构更好的业绩中枢水平后来居上。

日本经验:主动权益“去日化”下的突围规律。全球被动化趋势中日本主动权益规模线性上升,头部机构集中度略有下降。日本主动权益逆袭多因投资外国的主动产品规模扩大,这是日本逆袭案例的最大特点。日股在分子端受日元汇率影响,盈利波动大,但与日本经济相关性低,与美国乃至全球宏观经济及日元汇率关联高。对逆袭案例进行归因:1)Alliance Bernstein 发行顺应本土投资者风格的美股和全球产品;2)风格是投资日本本土产品的关键。Daiwa 的小盘产品 Daiwa FW Japan Equity Select 在日本同类产品中相对领先;3)本土产品业绩更好的公司更能抢占市占率,Daiwa 和 Sumitomo 近五年年化收益显著高于 Nomura 和 Fidelity。其中 22-24 年 Daiwa 和 Sumitomo 在日本产品线上的业绩优势更显著。

风险提示:海外地缘冲突不确定性,产品仅作为历史复盘梳理不涉及推荐与投资建议

证券分析师: 陈凯畅(S0980523090002)、王开(S0980521030001)

◆ 策略专题:策略周思考-海外关税不确定再度迭起如何影响市场

关税政策对美国各行业影响呈现显著差异化,投资者应重点关注行业进口依赖度与成本转嫁能力。海外的钢铁行业虽进口依赖度低但利润率薄,关税对其息税前利润影响最大;半导体行业进口依赖度中等但关税影响偏高;而休闲服务、食品、零售必需品等行业尽管进口依赖度高,关税影响却很小,表明其具备较强成本转嫁能力。全球权益市场的投资布局上,应避开汽车制造商(墨西哥生产布局风险大)、科技硬件与消费电子(供应链依赖度高)等高风险行业,转向美国本土钢铁生产商等受益方,同时筛选具备定价能力的企业,它们在全球供应链重构过程中将处于更有利位置。

黄金储备增减与美国政经关联度密切相关,投资者应关注全球央行黄金配置趋势及其对金价的支撑作用。全球主要经济体黄金储备变化呈现明显两极分化:中国、印度、土耳其和波兰等新兴市场大国三年内官方黄金储备大幅增加,而美国、德国、法国等发达经济体持有黄金体量基本持平。从区域看,亚洲经济体黄金储备增长较快,反映出这些国家降低对美元资产依赖的战略考量。投资布局上,黄金作为对冲美元体系风险的重要资产,在地缘政治不确定性加剧背景下价值凸显,投资者可通过配置黄金 ETF、黄金矿业股或实物黄金,分散投资组合风险,同时关注亚洲央行持续增持可能带来的长期支撑。

贝森特政策沟通与市场走势紧密关联，关税缓和后前期受损板块出现困境反转行情，投资者应把握政策转向带来的板块轮动机会。贝森特上任以来，美股和美债收益率呈现明显的政策信号驱动特征，其压低利率、放松监管的立场为美股提供支撑，美债收益率也从 4.5% 附近逐步回落。特别值得关注的是，2025 年 2-4 月特朗普提及“对等关税”及关税升级期间，受关税影响的美股板块跌幅明显大于标普 500 指数；而 5 月 12 日中美达成经贸共识后，这些前期受损板块反弹幅度更为突出，展现出强劲的修复动力。投资策略上，可重点布局前期受贸易摩擦影响较大但基本面稳健的板块，如科技硬件、消费电子等，把握政策缓和带来的困境反转机会，同时密切关注贝森特后续政策沟通对市场情绪的引导。

风险提示：海外地缘冲突不确定性，美国经济前景不明朗和美联储货币政策的方向不确定风险等。

证券分析师：王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

◆ 策略专题：估值周观察（5 月第 4 期）-全球权益市场下跌，估值小幅收缩

•近一周（2025.5.19-2025.5.23）海外市场整体下跌，估值小幅收缩。美国跌幅最大，其中罗素 3000 和罗素 1000 指数分别下跌 2.69% 和 2.65%，其它主要指数跌幅均超过 2%。估值方面，整体变化温和，仅英国富时 100 指数的 PE 扩张超过 1x。具体来看，德国 DAX 指数小幅下跌 0.58%，但 PE 温和扩张 0.76x，各口径估值分位数居高不下；其它市场估值水平随指数变化同步变化；港股指数估值进一步扩张，除恒生科技指数，其它港股指数的估值指标均高于滚动 1 年和 3 年 90% 分位数水平。

•A 股核心宽基估值整体小幅收缩，中小市值标的估值继续回落。近一周（2025.5.19-2025.5.23），A 股核心宽基整体下跌，估值小幅收缩，中小市值标的估值进一步回落。具体来看，规模上，中证 500 与国证 2000 估值缩减幅度较明显，分别缩小 0.31x 和 0.52x；风格上，中证 2000 指数 PE 收缩 1.95x，延续上周的调整趋势。截至 5 月 23 日，A 股主要宽基指数 PE、PB、PS 基本位于近一年 50%-90% 分位数，PCF 位于 80%-90% 分位数，本周估值分位数水平有所下降。大盘成长整体分位数水平占优，其中 PE、PB、PS、PCF 滚动一年分位数水平分别为 25.62%、16.94%、59.92%、54.96%，其次是国证成长。三年分位数视角，PB 分位数水平整体低于 PE、PS、PCF。五年分位数视角，大盘价值和小盘成长估值分位数水平较高，4 项估值指标分位数均值分别为 84.89% 和 77.58%。

•一级行业多数收跌，估值变化方向不一。本周一级行业多数收跌，TMT 和大金融领跌，其中计算机、通信、电子和非银金融跌幅最大，分别为 3.02%、2.31%、2.17% 和 1.72%。估值方面，一级行业 PE 变化不一，医药生物和综合扩张幅度居前，分别扩张 0.60x、0.55x；计算机、电子收缩幅度最大，分别收缩 2.50x 和 1.08x。总体来看估值波动幅度有限，市场风险偏好相对平稳。

•必选消费行业估值性价比占优。综合看 PE、PB、PS、PCF 分位数，以汽车、机械设备为代表的中游材料 & 制造行业，以银行为代表的大金融板块，估值已处于历史高位，在缩量博弈和结构性调整行情下，上行空间有限。相对而言，下游必选消费行业估值继续徘徊在历史低位，具备中长期配置吸引力。其中食品饮料三年/五年四项估值分位均值仅为 15.13% / 9.09%，农林牧渔为 12.67% / 9.24%，估值修复潜力仍在。需关注部分板块短期估值快速抬升，纺织服饰和美容护理当前一年期四项估值分位均值均超过 92%，估值性价比优势明显收敛。

•新兴产业整体收跌，黄金与金融板块表现亮眼。本周新兴产业整体收跌，数字经济跌幅居前，其中云计算和 IDC 分别下跌 3.63% 和 3.5%；高端装备制造也全线走弱，其中工业母机和集成电路分别下跌 3.87% 和 2.25%。估值方面呈不对称变化，云计算、半导体、集成电路和工业母机 PE 收缩均超过 2x，除创新药 PE 扩张超过 2x，其它新兴产业 PE 扩张均小于 1x。热门概念方面，黄金表现突出，金融板块继续活跃，领涨概念包括黄金、贵金属、汽车精选、[HK]光大系、银行精选。

风险提示：海外货币政策节奏和幅度的不确定性；文中所列指数、个股产品仅作为历史复盘，不构成投资建议的依据

证券分析师：王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

行业与公司

◆ 银行业专题:平衡的艺术:流动性、效益与风险——中国机构配置手册(2025 版)之银行资产负债篇

新一轮银行存款利率下行对商业银行资产负债管理形成多维度冲击,倒逼银行资产负债策略加速转型。负债端看,存款成本下降缓解付息压力,但低利率环境下存款分流压力加剧。客户资金可能转向理财、基金等非存款产品,迫使银行强化财富管理能力,通过发行结构性存款、定制化理财产品增强资金黏性,同时加大结算、代发工资等场景建设以夯实基础客群。负债稳定性下降促使银行提升同业存单、央行再贷款等主动负债工具的使用效率。

资产端面临收益压缩与结构调整的双重挑战。贷款利率随之下行将直接收窄净息差,银行需优化资产投向,加大对消费贷、小微贷款等高收益零售资产的配置,并通过 ABS 等工具加速存量资产流转。同时,需平衡风险溢价与资本消耗,对科创、绿色产业等政策导向领域实施差异化定价策略,同时加大债券的交易波段。

利率风险管理复杂性提升。存贷利率非对称调整可能加剧久期错配风险,银行需运用利率互换、期权等衍生品对冲利率波动,并通过动态缺口管理优化资产负债久期匹配。流动性管理需强化压力测试,提高国债、政策性金融债等优质流动性资产储备比例。

商业银行经营分层增加。一方面银行之间资源禀赋差异明显:大型银行依托全国性网点、低成本负债和资本充足率优势,具备承接大规模信贷投放的能力;中小银行受限于区域经营、存款成本高企及资本补充困难,主动压缩高风险贷款业务。另一方面风险定价能力分化:在经济下行周期中,国有大行凭借更强的风险识别能力和政府项目背书,聚焦基建、国企等低风险客群;中小银行为规避小微贷款不良率攀升压力,转向交易国债、地方债等资本消耗低、波段机会多的资产。

银行资产负债管理的立体化时代到来。息差收窄倒逼银行向“轻型化”转型,需加速拓展财富管理、投行业务等中间收入来源,通过“投行+商行”“线上+线下”的综合服务提升非息收入占比。数字化能力成为关键竞争维度,精准定价、智能风控和客户分层经营能力将重构银行核心竞争力;长期看,低利率环境下,商业银行需构建资产负债动态平衡机制,在流动性安全、资本约束和盈利目标间取得新平衡,这既考验短期战术调整能力,更取决于长期战略转型的深度与速度。

风险提示:监管风险、宏观经济风险等。

证券分析师: 王剑(S0980518070002)、孔祥(S0980523060004)、陈俊良(S0980519010001)、田维伟(S0980520030002)、张绪政(S0980525040003)

◆ 银行业快评:科技与金融的“双向奔赴”-国新办介绍科技金融政策情况发布会点评

5月22日国新办举行新闻发布会介绍科技金融政策有关情况。此次发布会就前期发布的《加快构建科技金融体系 有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》(后文简称《政策举措》)相关内容进行了解读,并回答记者有关提问。我们从银行、保险、证券三个子行业视角进行分析评论:银行方面,政策推出有望提振银行科技金融信贷需求,利好重点区域银行发展;保险方面,政策鼓励科技产品创新,支持险资长期科创投资;证券方面,证券公司是科技创新企业股权融资的核心中介、债务融资的重要中介之一,与科技创新企业需求相匹配的资本市场支持体系日臻完善,利好证券公司投行等业务业绩改善。

证券分析师: 王剑(S0980518070002)、孔祥(S0980523060004)、陈俊良(S0980519010001)、王德坤(S0980524070008)

联系人: 王京灵

◆ 海外市场专题:港股通红利指数研究——低息环境下的港股投资利器

在国内利率进入下行周期、资产配置重心逐步从增长转向回报的背景下,红利资产受到市场较高关注。尤其是在港股市场整体估值处于历史低位、企业派息意愿持续增强、政策支持资本市场长期资金入市的环境中,港股通红利指数逐渐成为投资者配置高现金流、低波动品种的重要工具。同时,内地红利策略ETF发行热度持续升温,也对指数本身的结构、表现与可投资性提出了更高要求。

在众多港股红利类指数中,中证港股通高股息指数(930914.CSI)表现尤为突出。中证港股通高股息在

长期累计回报、年化收益、回撤控制以及夏普比率、卡玛比率等多个风险调整收益指标上均优于其他指数，展现出良好的抗跌能力与长期回报潜力。指数结构分布较为均衡，兼顾估值与市值弹性，并以金融、公用事业、通信、工业等稳定行业为主，地产占比较低，风险分散度较高。同时，跟踪基金规模已突破30亿元，日均成交额持续上升，显示出其在实际投资中的接受度和流动性优势。

恒生指数公司编制的恒生港股通高股息率和恒生中国内地企业高股息率等指数尽管历史较长，但结构过于集中于银行、能源、地产等板块，回撤控制与长期收益相对偏弱，难以满足当下投资者对红利策略的平衡性与稳定性需求。此外，央企红利主题指数（如港股通央企红利、国新港股通央企红利）虽受政策支持推动资金流入，但主要集中于金融、工业等行业，缺乏市值与行业层面的成长弹性，估值改善空间有限，适合作为政策主题配置的补充工具，但对长期资金吸引力相对有限。

政策支持、税制优化与外部环境共振推动红利资产成为港股市场中长期配置的优选方向。香港特区政府近年来出台多项港股支持政策，包括下调印花税、优化交易机制等，旨在提升市场流动性和吸引力。红利类资产凭借高回报、低波动优势，在ETF互联互通制度推动下，配置渠道持续拓宽。红利税改革预期叠加国际流动性改善，进一步增强红利策略吸引力；在全球地缘冲突与贸易摩擦加剧背景下，港股红利类指数以其抗压性与稳定性，有望成为中长期资金青睐的配置方向。

风险提示：市场波动风险，分红不确定性风险，成分股集中风险，汇率与税制变化风险，指数编制调整风险。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、徐祯霆（S0980522060001）

◆ 海外市场专题：港股市场速览-资金加速流入，医药重点受益

股价表现：互联网与整体市场走势分化

本周，恒生指数涨1.1%，恒生科技跌0.7%。风格方面，中盘（恒生中型股+2.3%）>小盘（恒生小型股+1.8%）>大盘（恒生大型股+0.9%）。

概念指数中，涨幅较大的有：恒生创新药（+7.1%）、恒生汽车（+1.9%）、恒生中国企业（+1.4%）；下跌的有：恒生互联网（-1.3%）。

港股通行业中，19个行业上涨，10个行业下跌，1个基本持平。上涨的主要有：综合（+6.7%）、农林牧渔（+6.5%）、医药（+6%）、有色金属（+5.8%）、汽车（+4.3%）；下跌的主要有：计算机（-3.7%）、食品饮料（-3.4%）、国防军工（-2.9%）、商贸零售（-2.2%）、建材（-1.6%）。

资金强度：资金加速流入，医药重点受益

本周，资金进一步加速流入，港股通总体日均资金强度（日均涨跌×日均成交量）为+6.6亿港元/日，上周为+5.2亿港元/日，近4周平均为+5.5亿港元/日；近13周为-0.3亿港元/日。

分行业看，19个行业资金流入，11个行业资金流出。资金流入的主要有：医药（+3.1亿港元/日）、传媒（+1.4亿港元/日）、汽车（+0.8亿港元/日）、电子（+0.6亿港元/日）、有色金属（+0.3亿港元/日）；资金流出的主要有：计算机（-0.3亿港元/日）、商贸零售（-0.2亿港元/日）、机械（-0.1亿港元/日），其余不显著。

盈利预测：快速上修持续，医药与钢铁领先

本周，港股通总体法EPS预期上修0.5%，上周上修0.8%。

结构上，22个行业EPS预期上修，5个行业EPS预期下修，2个基本持平。上修的行业主要有：医药（+3.6%）、钢铁（+2.7%）、电力设备及新能源（+1.7%）、汽车（+1.5%）、传媒（+1.5%）；下修的行业有：计算机（-1.3%）、基础化工（-0.4%）、交通运输（-0.3%）、纺织服装（-0.2%）、机械（-0.1%）。

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-贸易战风险再起，多行业资金流出

价格走势：贸易战不确定性再起，市场回撤

本周，美股进一步上涨乏力，且后续受到特朗普贸易言论的负面影响，标普 500 跌 2.6%，纳斯达克跌 2.5%。

风格：大盘价值（罗素 1000 价值-2.6%）> 大盘成长（罗素 1000 成长-2.7%）> 小盘成长（罗素 2000 成长-3.1%）> 小盘价值（罗素 2000 价值-3.8%）。

1 个行业上涨，22 个行业下跌，1 个基本持平。上涨行业：家庭与个人用品（+1%）；跌幅居前的行业：技术硬件与设备（-6.3%）、耐用消费品与服装（-5.4%）、能源（-4.4%）、运输（-4.4%）、银行（-3.5%）。

资金流向：多行业资金流出，幅度居中上

本周，资金以较快速度流出美股。标普 500 成分股估算资金流为-111.2 亿美元，上周为+257.1 亿美元，近 4 周为+238.5 亿美元，近 13 周为-323.8 亿美元。

3 个行业资金流入，21 个行业资金流出。资金流入的行业：医疗保健设备与服务（+2 亿美元）、媒体与娱乐（+1.7 亿美元）、家庭与个人用品（不显著）；资金流出量较大的行业：半导体产品与设备（-24.9 亿美元）、软件与服务（-15.4 亿美元）、技术硬件与设备（-13.4 亿美元）、汽车与汽车零部件（-9.9 亿美元）、零售业（-7.7 亿美元）。

盈利预测：总体稳定，科技、周期、金融上修较显著

本周，标普 500 成分股动态 F12M EPS 预期上调 0.2%，上周上调 0.1%。

19 个行业盈利预期上升，4 个下降，1 个基本持平。上修幅度领先的行业有：汽车与汽车零部件（+0.7%）、能源（+0.5%）、保险（+0.5%）、材料（+0.5%）、软件与服务（+0.4%）；下修的有：食品与主要用品零售（-1.1%）、医疗保健设备与服务（-0.3%）、商业和专业服务（-0.1%）、耐用消费品与服装（-0.1%）。

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）

◆ 医药行业快评：ASCO 年会摘要发布，国产创新药成果丰硕

2025 ASCO 年会发布摘要内容，多项国产创新药将在年会发布研究成果。

国信医药观点：1）美国临床肿瘤学会（ASCO）年会是全球规模最大、最具权威性的临床肿瘤学会议之一，2025 ASCO 年会将于 5/30-6/3 在芝加哥举行，会议摘要的内容已于近日挂网，国产创新药产品将在会上展示一系列高质量的研究成果；2）多个具有同类首创/同类最佳潜力的国产创新药分子将有数据读出，包括：信达生物的 PD1xIL2 双抗 IB1363、科伦博泰的 TROP2 ADC SKB264、百利天恒的 EGFRxHER3 双抗 ADC BL-B01D1、三生制药的 PD1xVEGF 双抗 707、泽璟制药的 DLL3xCD3 三抗 ZG006 和再鼎医药的 DLL ADC ZL-1301 等；3）投资建议：国产创新药的研发进度和临床数据越来越在全球范围内占到优势，建议关注具备高质量创新能力的公司：信达生物、科伦博泰生物、康方生物、三生制药、和黄医药、泽璟制药、迪哲医药等。

风险提示：研发进度不及预期、临床数据不及预期、商业化不及预期。

证券分析师：陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、陈益凌（S0980519010002）

◆ 纺织服装 6 月投资策略：伯希和递交招股书，关注贸易摩擦缓和机会

行情回顾：5 月以来纺服板块股价迎来反弹，且 A 股纺服板块上涨幅度好于大盘，纺织制造和品牌服饰指数分别上涨 4.9%/4.4%；港股和台股纺织指数表现相对较弱，均上涨 1.9%。重点关注标的中 5 月涨幅领先的包括：亚玛芬（54.6%）/波司登（10.0%）/特步国际（9.6%）/歌力思（8.6%）/健盛集团（7.8%）/伟星股份（7.2%）/罗莱生活（7.5%）/森马服饰（7.1%）/富安娜（6.2%）。

品牌服饰观点：1-2 月/3 月/4 月服装社零分别同比增长 3.3%/3.6%/2.2%，3 月有电商三八大促活动，预计一定程度前置了服装消费，4 月增速有所回落。电商渠道方面，4 月天猫/京东/抖音三平台数据显示，

个护行业快速增长 36%，户外、家纺行业平稳增长，运动、休闲行业同比下滑。分品牌看，三平台增速领先的包括淘淘氧棉(106%) / 凯乐石(95%) / 地素(77%) / 伯希和(76%) / 亚朵星球(73%) / 高洁丝(72%) / 奈丝公主(70%) / 罗莱家纺(68%) / 露露乐蒙(49%) / 可隆(47%) / 全棉时代(43%) / 始祖鸟(41%) / 水星家纺(41%)。

纺织制造观点：宏观层面，4月越南纺织品和鞋类出口仍保持快速增长，分别同比+20.3%/27.2%；中国纺织品出口预计一定程度受到关税加征影响，增速环比下滑，纺织品/服装/鞋类出口分别同比+3.2%/-1.2%/-0.2%。印度 PMI 环比稳定，印尼/越南/中国 PMI 均环比下滑。微观层面，代工台企 4 月营收增速基本延续一季度趋势，管理层对二季度预期乐观，聚阳维持二季度量价齐升的预期，出货量有望双位数增长；儒鸿预期二季度订单变化不大，有望同环比增长；丰泰主要客户 Nike 今年上半年仍处于营运调整期，预计下半年将恢复往年成长动能，全年度营运可望持续成长，法人估丰泰今年营收与获利表现都将优于去年。裕元制造业预期第二季和第一季类似，第三季基数高预期下跌，第四季谨慎乐观，全年持平或小幅上升。

专题梳理一：伯希和公司概况速览。伯希和近三年实现快速增长，2022-2024 年营收从 3.78 亿元跃升至 17.66 亿元（CAGR 122.2%），2024 年净利润达 2.83 亿元，毛利率提升至 59.6%。其核心优势在于“技术+设计”双轮驱动的产品创新体系：以自研 PT-China 技术平台（12 项专利）与国际高端面料（GORE-TEX/Polartec）结合，打造冲锋衣、羽绒服等爆品，经典系列贡献 82.7% 收入。全渠道 DTC 模式覆盖 76.5% 线上收入（天猫/抖音）及 146 家线下门店，会员复购率 42%，显著高于行业均值。2024 年以 5.2% 零售额份额居本土品牌前三，主打“高性能+高性价比”，同类产品较国际品牌低约 30%。通过年推 572 个 SPU、签约极地科考队强化技术背书，形成差异化竞争。供应链采用轻资产模式（250+合作厂商），库存周转率 1.67 次领先行业，现金储备 35.4 亿港元支撑扩张。未来战略聚焦三大方向：技术升级（1.8 亿港元研发投入）、渠道下沉（新增 200 家门店）及国际化探索（东南亚试点布局），目标 3 年内海外收入占比达 15%。

专题梳理二：贸易摩擦缓和，关税影响更新。5月12日，中美和谈，发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，相互取消了 91% 的关税，中国出口关税 10% 继续加征（即累计为 30%），24% 暂停 90 天。近期部分国际大牌就关税问题进行表态，美国产品大部分来自东南亚进口，迅销、阿迪达斯均表示暂未有调价动作（不排除未来涨价可能）；迅销、亚玛芬均表示关税对利润影响有限；美媒报道耐克计划在本周开始提价。相关个股股价表现方面，4月10日特朗普政府表示对 75 国对等关税暂缓 90 天，股价开始反弹，5月12日中美和谈后大部分标的股价进一步小幅上涨，但截至 5月22日各相关标的股价较 4月2日股价仍有一定差距。

风险提示：宏观经济疲软；国际政治经济风险；汇率与原材料价格大幅波动。

投资建议：内需布局成长性与韧性方向，纺织制造关注贸易摩擦缓和超跌反弹机会。1) 品牌服饰：外部环境波动下建议优选内需主线，关注成长性出色、经营韧性强、新消费新零售方向。重点推荐受益健康消费和体育产业发展政策支持的运动赛道，看好港股估值性价比、中期成长性好的运动龙头安踏体育、李宁、特步；全棉时代及奈丝公主起势的稳健医疗；京东奥莱开拓新增长曲线的海澜之家。

2) 纺织制造：纺织制造行业 4 月受关税政策影响股价有较大波动，实际供应链承担能力极其有限，如全面加征关税将主要由美消费者承担，且产业回美可能很低，后续存在关税豁免可能；如按极限情况推演，对板块对美敞口低、净利率高和产能供不应求的公司影响非常有限。近期贸易摩擦、关税政策缓和，建议重点关注反弹空间大、基本面韧性强，在高度成熟的行业中大浪淘沙出的高盈利高壁垒公司，重点推荐对美敞口最低净利率高影响最小的申洲国际；产能供不应求且净利率高的华利集团；以及细分赛道制造优质龙头伟星股份、开润股份、台华新材。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 滔搏(06110.HK) 海外公司财报点评: 全年收入下滑 6.6%，加码全域零售与细分赛道

收入与净利润下滑符合预期，现金流充裕支撑高派息。受消费需求疲软及线下客流下滑影响，2025 财年收入同比下降 6.6% 至 270.1 亿元。分商业模式看：零售渠道收入 230.3 亿元，同比下降 6.8%；批发渠道收入 37.9 亿元，同比下降 5.8%。分品牌看：主力品牌（耐克、阿迪达斯）收入 233.1 亿元，同比下

降 6.1%；其他品牌收入 35.0 亿元，同比下降 9.9%。

利润方面，因促销力度加大及负经营杠杆影响，归母净利润同比下滑 41.9%至 12.9 亿元。其中，毛利率同比下降 3.4 个百分点至 38.4%，主因促销折扣加深、线上低毛利渠道占比提升及存货减值拨备增加；费用率小幅上升 0.3 个百分点至 33.1%；净利率同比下降 2.8 个百分点至 4.8%。

现金方面，经营现金流净额同比+20%至 37.6 亿元，自由现金流/净利润达 2.6 倍，体现高效现金创收能力，其中存货周转天数为 134.9 天，同比下降 1.2 天，较中期下降 13.4 天；维持高派息率 135%（同期：100.9%），自 2019 年上市以来累计派息率 104.2%，股息率行业领先。

半年度方面，下半年收入降幅收窄（上下半年分别下滑 7.9%/5.4%），利润跌幅增大（上下半年分别下滑 34.7%/52.9%），主要因上下半年的核心利润率降幅接近，而其他收入占比在下半年降幅加大，所得税率部分抵消影响。

门店结构优化，会员运营与全域零售能力提升，加码户外赛道。截至 2025 年 2 月末，直营门店净减少 1,124 家至 5,020 家（同比-18.3%），总销售面积同比-12.4%，但单店销售面积同比+7.2%，反映“优中选优”策略下门店效率提升。累计用户数达 8,600 万（环比+6%，同比+13%），会员贡献销售额占比 93.2%；复购会员贡献 70%消费额，高价值会员占比中单位数，但贡献近 40%销售额，用户粘性凸显。直营线上销售额占比提升至 30%-40%中段，内容电商增量突出，抖音和微信视频号超过 500 个，抖音平台 GMV 跻身运动户外榜第一；私域运营加速，小程序店铺超 2,300 家，微信运动户外类小程序排名第一。公司战略性切入户外及专业运动赛道，成为高端越野跑品牌 norda、挪威顶级户外品牌 Norrona 的中国独家运营伙伴，并引入 SOAR Running，完善“专业+潮流”产品矩阵。

财年四季度加速关店但流水降幅稳定，展望新财年利润持平。财年四季度（2024 年 12 月~2025 年 2 月）零售及批发业务之总销售额同比下跌中单位数（三季度：下跌中单位数），而其中直营门店面积环比和同比减少幅度分别加大至 8.0%和 12.4%（三季度：下滑 2.1%和 4.4%）。管理层在业绩会上表示对新财年谨慎乐观，聚焦效率和效益优先，目标是净利润额同比持平，净利润率同比改善，暂时对毛利率保持保守判断，核心通过降本增效、线上渠道占比提升等方式，以费用率同比改善提升盈利能力。

风险提示：宏观消费需求不及预期；渠道运营优化不及预期；品牌声誉风险。

投资建议：看好公司库存优化与全域零售带动盈利弹性，长期现金回报出色。近期消费环境仍然具有不确定性，行业折扣水平仍然较大，公司凭借自身全域运营能力有望逐步改善盈利能力，并在未来消费好转和品牌新品周期的共振下盈利较好的利润弹性，同时我们看好中长期公司保持高效的现金创收能力与高派息水平。基于短期消费环境仍不明朗，我们下调 2026~2028 财年业绩预测，预计 2026~2028 财年净利润分别为 13.0/14.6/16.3 亿元（前值为 17.9/19.2 亿元），同比+0.7%/+12.6%/+11.5%。维持合理估值区间至 3.8~4.0 港元，对应 2026 财年 17~18xPE，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 青岛啤酒(600600.SH) 财报点评:加大产品、销售模式创新力度，积极应对市场变化

近日我们参加青岛啤酒年度分析师及投资者交流会。此次交流会是新总裁上任后面向市场的首次公开交流，新总裁表达了对于公司后续发展的信心。本次交流会的要点及我们的评论如下：

啤酒行业需求趋于多元化，对啤酒企业产品创新的要求提升。近年来消费者更加追求高端化、健康化、个性化、场景化、质价比。2024 年下半年开始，我们观察到头部啤酒企业加快产品创新与渠道模式创新力度，例如推出低醇/无醇类啤酒、高品质精酿啤酒，并积极与即时零售、量贩零食等新兴渠道合作。随着啤酒行业供给结构持续优化，我们预计未来行业需求企稳回升。

青岛啤酒积极应对市场变化，后续将加快创新步伐。2024 年青岛啤酒创新市场运营模式，一方面紧抓增长较快的新渠道发展机遇，如加快布局线上电商、即时零售渠道；另一方面，公司开创“30 分钟新鲜直送”模式，引领生鲜啤酒品类发展，目前公司“30 分钟新鲜直送”模式已累计覆盖全国 29 个城市。公司管理层明确指出，公司将加快以科技创新为引领的系统性创新，来面对消费需求和消费习惯的变化。我们认为青岛啤酒本已具备行业领先的产品研发能力，其产品品质受到消费者的高度认可，目前公司大力推动对于新需求的捕捉将有助于公司提升综合竞争力。

青岛啤酒坚定发展啤酒主业，有序拓展非啤酒业务。公司此前收购即墨黄酒业务，主要出于两方面考虑：1) 目前消费行业已经全面进入“以消费者为中心”的时代，拓展黄酒业务可满足消费者多元化需求；2) 啤酒销售的淡旺季明显，黄酒业务可与啤酒业务实现淡旺季互补，有助于改善公司渠道客户的经营节奏，从而巩固公司渠道基础。公司管理层明确表示，拓展非啤酒业务的前提是坚定不移发展啤酒主业。我们认为啤酒主业目前仍是公司的经营重点，面对未来啤酒市场总量接近饱和的情况，公司将提前研究并有序布局与主业协同性强的非啤酒业务，以增强长期发展动力。

展望 2025 年，青岛啤酒量利增长确定性高。2024 年公司更加关注增长质量，主动控制渠道库存、提升终端产品新鲜度，2025 年低库存开局，具备补库存的空间。新董事长上任后，团队稳定下来，市场动作更加积极。即将进入旺季，预计公司将在去年低基数之上继续实现销量修复。公司持续推动产品结构升级，叠加成本端红利可贯穿全年，预计利润率延续改善趋势，全年利润增速快于收入增速。

盈利预测与投资建议：鉴于公司已完成董事会换届，公司对于提升销量及份额的动作积极，我们小幅上调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 332.5/341.8/350.3 亿元（2025/2026 年前预测值 325.2/328.6 亿元），同比+3.4%/+2.8%/+2.5%；实现归母净利润 47.6/51.2/53.6 亿元（2025/2026 年前预测值 47.4/49.9 亿元），同比+9.7%/+7.5%/+4.7%；当前股价对应 PE 分别为 21/20/19 倍。考虑到公司基地市场竞争优势稳固，产品覆盖全面且品牌力处于行业领先地位，目前系统性创新帮助公司把握市场变化，业绩增长具备较强支撑。且公司分红率走强强化股东回报，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增长速度显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

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

◆ 淮北矿业(600985.SH) 深度报告:华东焦煤龙头，项目增长可期

华东炼焦煤龙头，经营向上。淮北矿业前身是雷鸣科化，2018 年雷鸣科化购买淮矿股份 100%股份，随后公司名称变更为“淮北矿业控股股份有限公司”，主营业务变更为煤炭与煤化工业务。重组后实际控制人仍为安徽省国资委。截至 2025 年 3 月 31 日，控股股东淮北矿业(集团)有限责任公司持有公司 60.07% 的股份。公司是华东炼焦煤龙头企业，在经历 2021-2022 年煤价中枢的上涨后，公司经营显著改善，资产负债结构优化，有息负债从 2020 年的 226 亿元降至 2025Q1 的 100 亿元，资产负债率也由 2020 年的 62%下降至 2025Q1 的 46%。

我国炼焦煤资源存在结构性不足的问题，优质焦煤资源稀缺。根据国土资源部统计，截至 2016 年底全国保有查明炼焦煤资源量 3073 亿吨，占全国煤炭保有查明资源储量的 19%，其中山西占比约 45%。分煤种看，气煤储量最多，占比约 46%；焦煤、瘦煤和肥煤分别占 24%、16%和 13%。而炼焦过程中，为提高焦炭质量并保证一定的生产效益，高粘结性的煤种，如焦煤、肥煤、1/3 焦等占比在 60%左右。而且我国约一半的焦煤、肥煤为高硫煤，因此和钢铁工业对炼焦煤煤种的需求相比，低灰低硫、强粘结性的炼焦煤存在结构性不足的问题。

淮北矿业拥有稀缺焦煤资源，且产量有较大增长空间。公司煤种齐全，肥煤、焦煤和瘦煤等稀缺煤种占总储量的 80%以上，属低碳、低灰、特低磷的“绿色环保型”煤炭。截至 2024 年末，公司拥有煤炭资源量约 44.9 亿吨，在产产能合计 3585 万吨/年，权益产能 3347 万吨/年；在建陶忽图煤矿年产 800 万吨，主要煤种为高热值动力煤，预计 2025 年底投产。2024 年公司商品煤产量 2055 万吨，同比下降 142 万吨，主要系 2023 年 11 月年产 300 万吨的信湖煤矿因出水临时停产，该煤矿有望于 2025 年三季度恢复生产。整体看，公司煤炭产量尚有较大提升空间。

煤炭业务优势显著。①煤质优良，吨煤售价和吨煤毛利位于行业前列。虽然受地质条件影响，公司吨煤成本相对较高，但未来随着信湖煤矿的生产恢复以及陶忽图煤矿的投产有优化空间。②洗选技术领先。公司加工洗选能力居煤炭行业前列，精煤洗出率高于同行，为公司实施精煤战略提供了有力保障。③地理位置优越。公司所在的安徽省是煤炭净调入省，能源供需缺口明显，且周边焦化、钢铁等下游产业发达，炼焦煤需求亦较为旺盛，方便公司产品售卖。④坚持大客户战略，长协销售占比超 90%。

煤化工业务及其他业务均具备一定成长空间，是营收和利润的有效补充。公司充分发挥现有煤炭深加工

和综合利用的产业优势，提高资源有效利用的附加值和盈利能力。煤化工方面，公司主要产品是焦炭、甲醇、无水乙醇，2025年1月甲醇综合利用制乙醇项目正式投产，甲醇、乙醇产量均有提升空间，焦炭则聚焦减亏。发电业务方面，聚能发电2*660MW超超临界燃煤发电机组项目为安徽省“十四五”能源电力发展规划的重要支撑性电源项目，有望于2025年底实现“双机双投”，扩大公司煤电一体化规模。公司还持续推进非煤矿山资源收储、矿山建设，非煤矿山业务也在快速成长。

盈利预测与估值：预计公司2025-2027年营业收入分别为631/680/701亿元，归属母公司净利润32.6/45.1/47.5亿元，对应PE为10.1/7.3/6.9。我们认为公司股票合理估值区间在13.4-15.1元之间，相对于公司2025年5月19日收盘价有10%-23%溢价空间，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：经济增长放缓；煤炭产能大量释放；新能源对煤炭替代；煤矿安全事故影响。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、胡瑞阳（S0980523060002）

◆ 山东威达(002026.SZ) 财报点评:电动工具配件领先者，加速布局新能源与高端装备业务

公司2024年实现归母净利润3亿元，同比+80%。2024年电动工具市场需求持续回暖，公司电动工具配件类业务营收与盈利能力均显著改善。同时，公司新能源与高端装备业务发展稳步推进，盈利能力稳中向好。公司2024年实现营业收入22.21亿元，同比-6%；实现归母净利润3亿元，同比+80%；毛利率为25.89%，同比+6.91pct；净利率为13.63%，同比+6.03pct。公司2025Q1实现营收4.40亿元，同比-10%；实现归母净利润0.59亿元，同比+1%。

公司是全球电动工具钻夹头领先企业，业务板块持续拓展。公司前身成立于1976年，1987年即开始布局电动工具钻夹头业务。后续公司通过收并购将业务布局拓展至中高端精密机床、工厂智能制造解决方案、换电站等领域。公司钻夹头产品连续二十余年产销量位居全球第一，市场份额近50%。

电动工具需求回暖，公司配件业务优势地位稳固。2024年，电动工具去库基本结束、利率宽松带动海外房地产市场复苏，电动工具市场重回增长轨道。2024年公司电动工具用配件业务营收11.38亿元，同比+30%，占总收入的51%。公司深耕电动工具钻夹头、开关等领域多年，与史丹利百得、TTI、博世等客户深入合作，受益需求回暖实现业务显著改善。同时，公司在越南、墨西哥设立子公司，提升海外客户服务能力与海外获单能力、夯实领先优势。

公司积极布局电池包、换电站等新能源业务。2024年公司新能源业务营收8.09亿元，同比-33%，占总营收的36%。在电动工具无绳化、锂电化趋势下，公司基于现有客户优势积极布局电动工具电池包业务；并将电池包业务向智能家电、电动滑板车、吸尘器等领域拓展。公司子公司苏州德迈科具有超10年的换电站研发生产经验，与蔚来能源成立合资公司昆山斯沃普，为蔚来打造各代际换电站产品。伴随着蔚来换电站建设持续推进，公司换电站业务有望实现快速发展。

高端装备制造业务稳健发展，公司持续向一体化解决方案提供商迈进。公司2024年高端装备制造业务营收2.01亿元，同比-8%，占总营收的9%。公司旗下济南一机具有国家级企业技术中心、是机床行业的工艺样板企业。济南一机深耕轮毂机床、普通机床等产品，并持续完善加工中心、自动化生产线供应能力。公司旗下苏州德迈科是国内领先一站式智能制造方案提供商，客户涵盖食品饮料、精细化工、汽车等多领域。苏州德迈科已成功推出智能穿梭车、伺服电机、高速并联机器人等产品，持续为客户提供一站式解决方案。

风险提示：原材料价格大幅波动；电动工具需求不及预期；贸易摩擦风险。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。综合绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理价值在13.6-15.1元之间，相对于公司目前股价有15%-27%溢价空间。我们预计公司2025-2027年归母净利润为3.37/3.73/4.10亿元，同比+12%/+11%/+10%；EPS分别为0.76/0.84/0.92元，动态PE为16/14/13倍。

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

◆ 小牛电动(NIU.O) 财报点评:一季度亏损幅度收窄，产品及渠道变革有望促进底部反转

一季度收入较快增长，利润亏损幅度收窄。2016–2021 年公司收入复合增速 59.8%，2021 年后碳酸锂涨价，公司主打锂电产品价格持续上涨，导致销量下滑，至 2023 年收入下降至 26.52 亿元。2024 年公司首次布局高端铅酸电动两轮车，加强终端渠道开拓及下沉，2024 年收入 32.88 亿元，同比增长 24%，2025 年一季度收入 6.8 亿元，同比增长 35.1%，收入持续恢复。锂电成本增加导致公司 2022 年净亏损 0.49 亿元，2023 年公司受欧洲代理商资金短缺、运营停滞拖累，净亏损 2.72 亿元，随着销量及收入恢复，2025 年一季度净亏损 0.39 亿元，亏损幅度持续收窄。

一季度净利率恢复，费用率下降。公司过往通过涨价等方式传导成本增加，使整体毛利率稳定，2019–2023 年毛利率都保持在 20% 以上，2024 年毛利率下滑部分受到滑板车等加征关税影响，2025 年一季度毛利率 17.3%，同比下降 1.6pct，同样受加征关税影响；净利率方面，2025 年一季度净利率–5.7%，同比增长 5.2pct，主要是销售规模提升，费用率下降促进净利率恢复。2024 年公司重新进行产品及渠道调整，销量及收入恢复增长，规模效应释放，2025 年一季度销售费用率 16.8%，同比下降 4.1pct，研发费用率 4.4%，同比下降 1.4pct，管理费用率 3.0%，同比下降 3.0pct，各项费用率均有所下降。

积极调整产品、渠道策略，有望迎来销量及业绩向上拐点。小牛电动的品牌影响力、智能化特点深入人心，在消费者心中树立了高端电动两轮车的形象。过往公司主要布局高端锂电两轮车，锂电涨价导致公司产品提价，对销量、业绩均有较大拖累。2024 年以来公司积极调整产品策略，2024 年 8 月推出 NT/MT Play 两款高端铅酸电动两轮车，售价较原有锂电产品下降，新车采用摩托车级别车架设计，智能化配置完善，具备强竞争力；2025 年 5 月公司发布 FX、NXL、NL 电摩系列产品及 NLT 电自产品，首发价格范围 4799–9999 元，FX、NL、NLT 系列等均包含锂电及铅酸版本，新车放量有望促进销量提升，改善产品结构。公司在渠道方面也积极变革，过往门店集中于一线城市，2024 年在薄弱的二三线城市加强渠道下沉，2025 年一季度终端门店数量 4119 家，较 2024 年净增加 384 家，公司将继续补齐铅酸类产品短板，加强渠道下沉，产品及渠道端发生积极变化，有望迎来销量及业绩向上拐点。

盈利预测与估值：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。高端铅酸电动两轮车产品补齐，叠加渠道扩展，公司销量及利润有望持续改善，有望实现扭亏为盈，预期 25/26/27 年归母净利润 1.38/2.70/4.08 亿元，每股收益分别为 1.77/3.46/5.24 元，对应 PE 分别为 15/8/5 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新品放量节奏不及预期，渠道拓展进度不及预期，高端电动两轮车市场消费能力减弱，库存水平过高，关税政策变动。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、唐英韬（S0980524080002）

◆ 百度集团–SW(09888.HK) 海外公司财报点评：广告业务持续承压，AI 云增长加速显著

总览：总收入相比去年略有上升，经调整归母净利润 65 亿元，调整后归母净利润率稳定。2025Q1，百度集团实现总收入 325 亿元，同比+3%。百度核心收入 255 亿元，同比+7%，爱奇艺收入 72 亿元，同比–9%。2025Q1，百度集团实现经调整归母净利润 65 亿元，同比–7%。经调整归母净利润率 20%。其中，百度核心实现经调整归母净利润 63 亿元，同比–4%，经调整归母净利润率 25%。

百度核心广告收入下滑 6%，搜索结果中 35% 是由生成式 AI 来实现的（环比+13pcts）。百度核心在线营销收入为 160 亿元，同比下滑 6%。其中托管页收入占比 47%，体现广告业务结构持续优化。代理为广告主创造的收入同比增长 30 倍，占核心在线营销收入 9%。搜索 AI 转型加速，有助于提升用户体验。

智能云加速至同比+42%，非 GAAP 运营利润保持正值。智能云收入 67 亿元，同比增长 42%，非 GAAP 运营利润率持续为正。GenAI 和基础模型相关收入实现三位数的同比增长，AI 云服务的需求显著增加。

技术赋能与生态拓展并行，客户结构持续优化。千帆平台升级促进原生 AI 应用开发，无代码工具 MIAODA 正式上线降低开发门槛，一季度与多家领先企业开展合作，并拓展具身智能等新兴领域。

Apollo Go 国际扩张取得实质性进展，稳居国内自动驾驶出行龙头。Apollo Go 在第一季度向公众提供了约超过 140 万次乘车服务，同比增长 75%。累计服务超 1100 万次。继进入迪拜和阿布扎比后现已覆盖 15 个城市。

投资建议：我们看好 AI 技术对于搜索广告和智能云业务的潜在拉动作用，考虑宏观经济下公司广告收入承压与 Gen-AI 研发投入持续增长，预计 2025–2027 年实现经调整归母净利润 241/270/312 亿元（前

值为 272/301/331)，维持优于大市评级。

风险提示：宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险；AI 大模型实际应用效果不及预期的风险；自动驾驶业务发展慢于预期的风险；政策风险等。

证券分析师：张伦可（S0980521120004）

联系人：刘子谭

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 195 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 5 月 23 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 4.05%、11.85%、8.78%、10.70%、9.41%、7.40%、20.73%、12.98%。中信一级行业指数中银行、汽车、家电、电力及公用事业、有色金属行业指数距离 250 日新高较近，石油石化、煤炭、房地产、消费者服务、综合金融行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，汽车、汽车、银行精选、黄金、创新药、银行等概念指数距离 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 5 月 23 日，共 647 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基础化工、机械、医药行业，创新高个股数量占比最高的是银行、纺织服装、交通运输行业。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：12.15%、8.70%、7.00%、10.67%、4.00%、4.00%。

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万辰集团、三生国健、盐津铺子等 41 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、消费板块，分别有 11、11 只入选。其中，制造板块中创新高最多的是汽车行业；消费板块中创新高最多的是食品饮料行业。

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-低估值风格回暖，成长稳健组合年内排名主动股基前 8%

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-0.33%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.40%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益 1.37%，相对偏股混合型基金指数超额收益-2.38%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 53.65%分位点（1861/3469）。

本周，超预期精选组合绝对收益 0.20%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.13%。本年，超预期精选组合绝对收益 9.23%，相对偏股混合型基金指数超额收益 5.47%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 16.92%分位点（587/3469）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益-0.70%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.76%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 5.26%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.51%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 30.47%分位点（1057/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益-1.24%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.31%。本年，成长稳健组合绝对收益 14.92%，相对偏股混合型基金指数超额收益 11.16%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 7.73%分位点（268/3469）。

本周，股票收益中位数-1.53%，29%的股票上涨，71%的股票下跌；主动股基中位数-0.11%，46%的基金上涨，54%的基金下跌。

本年，股票收益中位数 2.87%，57%的股票上涨，43%的股票下跌；主动股基中位数 1.96%，63%的基金上涨，37%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-四大指增组合本周均跑赢基准，中证 1000 增强年内超额 8.57%

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 0.32%，本年超额收益 3.16%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益 0.64%，本年超额收益 6.49%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益 0.52%，本年超额收益 8.57%。
- 中证 A500 指数增强组合本周超额收益 0.35%，本年超额收益 6.13%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，预期净利润环比、3 个月盈利上下调、单季超预期幅度等因子表现较好，而三个月反转、单季 EP、预期 EPTTM 等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，非流动性冲击、单季 ROE、预期 PEG 等因子表现较好，而一年动量、特异度、单季 SP 等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，三个月换手、一个月换手、非流动性冲击等因子表现较好，而一年动量、EPTTM 一年分位点、单季盈利同比增速等因子表现较差。

以中证 A500 指数为选股空间。最近一周，3 个月盈利上下调、单季超预期幅度、DELTAROE 等因子表现较好，而预期 BP、一个月反转、预期 EPTTM 等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，非流动性冲击、三个月换手、一个月换手等因子表现较好，而一年动量、预期 EPTTM、一个月反转等因子表现较差。

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 67 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 778 亿元。中证 500 指数增强产品共有 70 只，总规模合计 454 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 150 亿元。中证 A500 指数增强产品共有 35 只，总规模合计 223 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.07%，最低-0.38%，中位数 0.11%。最近一月：超额

收益最高 2.89%，最低-0.64%，中位数 0.49%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.90%，最低-0.43%，中位数 0.45%。最近一月：超额收益最高 2.93%，最低-0.45%，中位数 1.07%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.00%，最低-0.41%，中位数 0.26%。最近一月：超额收益最高 3.22%，最低-0.16%，中位数 1.35%。

中证 A500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.00%，最低-0.41%，中位数 0.26%。最近一月：超额收益最高 1.08%，最低-0.46%，中位数 0.33%。

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-港股创新药领涨，港股精选组合年内上涨 33.14%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 5.52%，相对恒生指数超额收益 4.42%。

本年，港股精选组合绝对收益 33.14%，相对恒生指数超额收益 15.48%。

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，三生制药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、制造和周期板块，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 2.32%；恒生科技指数收益最低，累计收益 -0.65%。

行业指数方面，本周原材料业行业收益最高，累计收益 6.08%；必需性消费行业收益最低，累计收益 -1.36%。

概念板块方面，本周医美概念板块收益最高，累计收益 13.26%；健康产业概念板块收益最低，累计收益 -8.05%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 190 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 152 亿港元，今年以来港股通累计净流入 6229 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，建设银行、中国移动和美团-W 流入金额最多，腾讯控股、小米集团-W 和中国财险流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数 0.45%，投资港股的主动基金收益中位数 1.58%。

本年，港股通股票收益中位数 4.58%，投资港股的主动基金收益中位数 14.29%。

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-卡塔尔控股入资华夏基金，国有大行集体下调存款利率

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数走势出现分化，中小板指、沪深 300、深证成指指数收益靠前，收益分别为 0.62%、-0.18%、-0.46%，科创 50、中证 1000、中证 500 指数收益靠后，收益分别为-1.47%、-1.29%、-1.10%。

从成交额来看，上周主要宽基指数成交额均有所下降。行业方面，上周综合、医药、汽车收益靠前，收益分别为 1.93%、1.92%、1.80%，综合金融、计算机、电子收益靠后，收益分别为-4.79%、-3.00%、-2.10%。截至上周五，央行逆回购净投放资金 4600 亿元，逆回购到期 4860 亿元，净公开市场投放 9460 亿元。除 10 年期外，不同期限的国债利率均有所下行，利差扩大 4.42BP。

上周共上报 18 只基金，较上上周申报数量有所下降。申报的产品包括 2 只 FOF，富国国证机器人产业 ETF、嘉实中证港股通汽车产业主题指数基金、嘉实中证港股通创新药指数基金等。

5 月 22 日，中国证监会官网显示，核准卡塔尔控股有限责任公司（Qatar Holding LLC）成为华夏基金持股 5%以上股东。

5 月 20 日，国有大行官网纷纷更新储蓄存款利率表、人民币存款利率表、挂牌利率表等，对存款利率进行更新。该次利率调整自 2025 年 5 月 20 日起执行。

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-0.05%、-0.04%、-0.12%。今年以来另类基金业绩表现最优，中位数收益为 6.57%，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 2.34%、0.54%、-0.11%。

上周指数增强基金超额收益中位数为 0.19%，量化对冲型基金收益中位数为-0.09%。今年以来，指数增强基金超额中位数为 1.65%，量化对冲型基金收益中位数为 0.46%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 238 只、目标日期基金 118 只、目标风险基金 156 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 2.02%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 27 只，合计发行规模为 164.23 亿元，较前一周有所减少。此外，上周有 25 只基金首次进入发行阶段，本周将有 35 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-本周新成立 3 只中证诚通国企数字经济 ETF

ETF 业绩表现

上周（2025 年 05 月 19 日至 2025 年 05 月 23 日，下同）股票型 ETF 周度收益率中位数为-0.50%。宽基 ETF 中，沪深 300ETF 涨跌幅中位数为-0.12%，跌幅最小。按板块划分，消费 ETF 涨跌幅中位数为 0.55%，收益最高。按主题进行分类，医药 ETF 涨跌幅中位数为 1.76%，收益最高。

ETF 规模变动及净申购

上周股票型 ETF 净赎回 119.42 亿元，总体规模减少 272.38 亿元。在宽基 ETF 中，上周科创板 ETF 净申购最多，为 17.02 亿元；按板块来看，周期 ETF 净申购最多，为 23.41 亿元；按热点主题来看，军工 ETF 净申购最多，为 27.09 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 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。

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 418.87 亿元下降至 414.35 亿元，融券余额由前周的 19.95 亿份上升至 20.64 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 和医药 ETF 的日均融资买入额较高，中证 1000ETF 和中证 500ETF 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。本周将有东财中证沪港深互联网 ETF、长城中证红利低波动 100ETF、易方达创业板 50ETF、富国国证港股通消费主题 ETF、华宝中证制药 ETF 5 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:A 股午后单边下行，汽车、医药逆市走强、大金融普跌

市场表现：20250523 市场全线下跌，规模指数中上证 50 指数表现较好，板块指数中中小 100 指数表现较好，风格指数中沪深 300 成长指数表现较好。汽车、医药、有色金属、基础化工、钢铁行业表现较好，综合金融、计算机、传媒、综合、纺织服装行业表现较差。CRO、新冠特效药、抗生素、肝素钠、尾气治理等概念表现较好，长三角自贸区、中日韩自贸区、离境退税、移动支付、电子身份证等概念表现较差。

市场情绪：20250523 收盘时有 51 只股票涨停，有 21 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 0.61%，昨日跌停股票今日收盘收益为-1.38%。今日封板率 59%，较前日提升 4%，连板率 27%，较前日提升 5%。

市场资金流向：截至 20250523 两融余额为 9138 亿元，其中融资余额 9055 亿元，融券余额 84 亿元。两融余额占流通市值比重为 1.8%，两融交易占市场成交额比重为 9.9%。

折溢价：20250522 当日 ETF 溢价较多的是科创板新能源 ETF，ETF 折价较多的是创新药沪深港 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 14 亿元，20250522 当日大宗交易成交金额为 9 亿元，近半年以来平均折价率 5.42%，当日折价率为 7.12%。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%，8.75%，12.10%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 9.15%，处于近一年来 16%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 12.23%，处于近一年来 11%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 21.24%，处于近一年来 8%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 25.85%，处于近一年来 5%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厦门钨业、博思软件、华工科技、泰坦股份、皖能电力、京基智农、麦澜德、英联股份等，厦门钨业被 105 家机构调研。20250523 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是一心堂、宏工科技、国风新材、新天地、阳谷华泰、恒鑫生活、永安药业、河化股份、海辰药业、泰坦股份等，机构专用席位净流出较多的股票是宏创控股、天汽模、湖南发展、西陇科学、国科天成、莱绅通灵、鸿铭股份、天安新材、棕榈股份、王子新材等。陆股通净流入较多的股票是雪人股份、慧博云通、金龙羽等，陆股通净流出较多的股票是一心堂、宏创控股、连云港、综艺股份、湖南发展、国科天成等。

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	773.14	-0.58	ICE 布伦特原油	64.78	0.52
白银	8222.00	-0.64	铜	77830.00	-0.10
铝	20235.00	-0.09	铅	16775.00	-0.02
豆一	4195.00	-0.21	锌	22490.00	0.26
豆粕	2786.00	0.46	镍	122880.00	-0.48
玉米	2327.00	0.08	锡	264690.00	-0.44
螺纹钢	3043.00	-0.26	SR507	5915.00	-0.53

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	99.6	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
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
301101. SZ	不适用	8456. 60	13434. 14	100. 00	2024-12-16
603216. SH	梦天家居	16600. 00	22136. 00	100. 00	2024-12-16
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
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
000401. SZ	冀东水泥	106598. 80	247935. 72	99. 97	2024-12-16
603071. SH	不适用	32026. 96	55795. 44	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	41603. 07	-0. 611618	46. 96	46. 96	46. 96	46. 96	44. 49
德国 DAX 指数	23629. 58	-1. 540012	85. 51	7. 59	6. 02	26. 42	50. 20
法 CAC40 指数	7734. 40	-1. 653519	-1. 93	3. 36	-5. 15	-4. 54	47. 45
恒生指数	23601. 26	0. 241884	1. 09	6. 92	0. 52	25. 08	69. 47
沪深 300 指数	3882. 27	-0. 807200	-0. 17	2. 51	-2. 41	6. 60	68. 21
美国 SP500 指数	5802. 82	-0. 670831	-2. 61	7. 94	-3. 49	10. 15	49. 53
纳斯达克综合指数	18737. 21	-0. 996104	-2. 46	12. 14	-4. 02	11. 95	53. 15
日经 225 指数	37160. 47	0. 472072	-1. 57	6. 57	-4. 16	-4. 96	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	601899. SH	紫金矿业	18. 5900	0. 0538	无数据	601899. SH	紫金矿业	18. 5900	0. 0538	无数据
2	300059. SZ	东方财富	20. 7800	-2. 1196	无数据	002371. SZ	北方华创	424. 8600	0. 4730	无数据
3	601318. SH	中国平安	53. 2300	-1. 1330	无数据	300059. SZ	东方财富	20. 7800	-2. 1196	无数据
4	002050. SZ	三花智控	27. 0900	2. 9255	无数据	601318. SH	中国平安	53. 2300	-1. 1330	无数据
5	300274. SZ	阳光电源	60. 6000	-3. 0555	无数据	002050. SZ	三花智控	27. 0900	2. 9255	无数据
6	600276. SH	恒瑞医药	54. 5000	-1. 6245	无数据	300274. SZ	阳光电源	60. 6000	-3. 0555	无数据
7	600036. SH	招商银行	44. 0500	-1. 0335	无数据	600276. SH	恒瑞医药	54. 5000	-1. 6245	无数据

8	000333.SZ	美的集团	78.8900	-0.5922	无数据	600036.SH	招商银行	44.0500	-1.0335	无数据
9	600900.SH	长江电力	30.4900	-1.7403	无数据	000333.SZ	美的集团	78.8900	-0.5922	无数据
10	002594.SZ	比亚迪	405.0000	1.5547	无数据	600900.SH	长江电力	30.4900	-1.7403	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	1530.HK	三生制药	20.0500	0.00350350	38929.84	1810.HK	小米集团-W	53.0000	-0.00375940	325690.22
2	3988.HK	中国银行	4.6800	0E-8	62570.50	0700.HK	腾讯控股	518.0000	0.00290416	284579.16
3	0883.HK	中国海洋石油	17.8000	0.00564972	62874.77	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	232670.88
4	9868.HK	小鹏汽车-W	78.8500	-0.03900061	69881.98	9988.HK	阿里巴巴-W	118.8000	-0.00251889	225412.12
5	0700.HK	腾讯控股	518.0000	0.00290416	128089.60	3690.HK	美团-W	136.9000	0.00661765	119572.01
6	0939.HK	建设银行	7.0300	0.00860832	140245.34	1801.HK	信达生物	58.6000	0.04177778	119107.88
7	9988.HK	阿里巴巴-W	118.8000	-0.00251889	160163.62	0939.HK	建设银行	7.0300	0.00860832	77948.37
8	1801.HK	信达生物	58.6000	0.04177778	160281.63	9926.HK	康方生物	83.1500	-0.03313953	45183.92
9	3690.HK	美团-W	136.9000	0.00661765	203802.34	1530.HK	三生制药	20.0500	0.00350350	43045.96
10	1810.HK	小米集团-W	53.0000	-0.00375940	260359.96	3988.HK	中国银行	4.6800	0E-8	42847.31

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