

目录

每日报告精选 (2025-08-08 09:00—2025-08-11 15:00)3

- 宏观周报:《“反内卷”后的分化》2025-08-10..... 3
- 宏观周报:《美国: 通胀预期回升》2025-08-10 3
- 宏观快报点评:《核心 CPI 续升: 动力是什么》2025-08-09 3
- 策略月报:《风险偏好改善支撑全球权益配置价值》2025-08-11..... 4
- 海外策略研究:《港股流动性有无隐忧》2025-08-09 5
- 海外策略研究:《南向资金加速流入互联网》2025-08-08 6
- 海外策略研究:《每周海内外重要政策跟踪 (25/08/08)》2025-08-08 6
- 行业跟踪报告: 电子元器件《全面升级推理能力, GPT-5 将实现复利式增长》2025-08-11 7
- 行业跟踪报告: 汽车《2025 世界机器人大会在北京亦庄举行》2025-08-11..... 8
- 行业双周报: 家用电器业《家庭服务机器人开启机器人管家时代》2025-08-11..... 9
- 行业跟踪报告: 纺织服装业《7 月我国及越南纺织品出口环比改善, 25Q2 奢侈品行业承压品牌表现分化》
2025-08-10..... 10
- 行业跟踪报告: 汽车《柴发业务驱动, 玉柴国际 25H1 业绩高增》2025-08-10..... 10
- 行业双周报: 海运《次级制裁或提振合规 VLCC, 集运美线运价回落》2025-08-10..... 11
- 行业双周报: 有色金属《供需预期强激化, 期价先行》2025-08-10 12
- 行业跟踪报告: 汽车《多家 AIDC 柴发企业中报亮眼》2025-08-10..... 13
- 行业跟踪报告: 建筑工程业《复盘新疆三次中央座谈会, 梳理新疆 70 周年基建机遇》2025-08-10..... 14
- 行业双周报: 机械制造业《上海助推具身智能产业集群发展, 多款机器人产品亮相 2025 世界机器人大会》
2025-08-10..... 15
- 行业双周报: 有色金属《【国泰海通】钴锂金属行业周报》2025-08-10 15
- 行业跟踪报告: 煤炭《国泰海通煤炭行业基本面数据库大全 20250810》2025-08-10 16
- 行业跟踪报告: 医药《医保支持创新, 持续推荐创新药械产业链》2025-08-10 17
- 行业双周报: 太阳能《山东发布新能源电价方案, 产业链价格保持稳定》2025-08-10..... 18
- 行业专题研究: 航空航天《低轨卫星加速部署, 商业火箭应势启航》2025-08-10 19
- 行业跟踪报告: 有色金属《降息预期强化, 流动性行情或再起》2025-08-10 20
- 行业周报: 公用事业《暴雨影响下降, 全国用电负荷再新高》2025-08-10 20
- 行业跟踪报告: 煤炭《反内卷下国企整合加速, 旺季更旺已充分证实》2025-08-10 21
- 行业跟踪报告: 机械行业《液氧周均价环比持续上涨; 盈德、金宏获取供气长协订单》2025-08-10..... 22
- 行业跟踪报告: 钢铁《盈利率连升七周, 持续看好板块布局机会》2025-08-10 23
- 行业双周报: 机械制造业《具身智能重要方案发布, 商业低轨卫星密集升空》2025-08-10..... 24
- 行业跟踪报告: 钢铁《钢铁行业周报数据库 20250810》2025-08-10 25
- 行业双周报: 农业《8 月关注生猪产能变化和亚宠展催化》2025-08-10 26
- 行业跟踪报告: 计算机《计算机周观点第 14 期: GPT5 发布, 成本大幅下降, 长期利好 AI 应用》2025-08-10
..... 27
- 行业双周报: 综合金融《GPT5 发布, 人工智能文件落地推动行业发展》2025-08-10..... 27
- 行业专题研究: 海外科技《GPT5 性能出众, 加速算力投资》2025-08-10..... 28
- 行业跟踪报告: 社会服务业《央行连续增持黄金, 老铺黄金纳入 MSCI》2025-08-10..... 29
- 行业双周报: 金融《半年报值得关注, 继续推荐低估值非银板块》2025-08-10 30
- 行业跟踪报告: 房地产《第 32 周成交回落, 北京放松限购利于市场回稳》2025-08-10..... 31
- 行业双周报: 运输《航空扣油票价持平, 快递广东上调底价》2025-08-10 32
- 行业深度研究: 食品饮料《白酒 2025: 颠覆中重塑》2025-08-09 33
- 行业跟踪报告: 机器人《2025 世界机器人大会在京开幕, 人形机器人浪潮再起》2025-08-09..... 33
- 行业双周报: 传播文化业《谷歌 DeepMind 推出第三代世界模型,《浪浪山小妖怪》票房预期持续提升》2025-08-09
..... 34

- 行业双周报：食品饮料《回归新消费，重视高景气》2025-08-09 35
- 行业深度研究：建筑工程业《从上游产业链视角预判基建投资与实物工作量》2025-08-08..... 36
- 行业专题研究：可选消费品《鉴往者知来者，溯乐高寻布鲁可发展之路》2025-08-08..... 36
- 行业跟踪报告：半导体《晶圆代工行业龙头 25Q2 毛利率优于指引上限》2025-08-08..... 37
- 海外报告：天弘科技（CLS.N）《ASIC、交换机驱动增长，转型 ODM 盈利改善》2025-08-11 38
- 公司季报点评：萤石网络（688475）《业绩稳健增长，AI 能力升级》2025-08-11 39
- 公司跟踪报告：中力股份（603194）《携手白犀牛开拓智能物流，无人化打开新局面》2025-08-10..... 40
- 公司公告点评：宏发股份（600885）《业绩符合预期，新门类产品扎实发展》2025-08-10..... 40
- 公司半年报点评：华明装备（002270）《毛利率提升明显，海外业务深度布局》2025-08-10..... 41
- 海外报告：百胜中国（9987）《同店销售正增，利润率持续优化》2025-08-08 42
- 海外报告：新思科技（SNPS.O）《新思科技：AI 驱动 EDA 工具链革新，引领芯片设计智能化浪潮》2025-08-08 43
- 专题研究：《AI 眼镜爆发有望推动智能眼镜加速迈向千亿市场》2025-08-10 43
- 金融工程周报：《风格 Smart beta 组合跟踪周报（2025.08.04-2025.08.08）》2025-08-11 44
- 金融工程周报：《反转因子表现相对较优，GARP 组合周收益率 3.28%（2025.08.01-2025.08.08）》2025-08-10 45
- 金融工程周报：《高频选股因子周报（20250804-20250808）》2025-08-10 45
- 金融工程周报：《量化择时和拥挤度预警周报（20250810）》2025-08-10 46
- 金融工程月报：《7 月权益资产表现优异，风险平价策略本年收益达 2.65%》2025-08-08 47
- 市场策略周报：《技术指标和量化因子均显示债市情绪修复进入第二阶段 20250810》2025-08-10..... 48
- 市场策略周报：《银行二永债周度数据库更新（2025.8.1-8.8）》2025-08-10 49
- 市场策略周报：《本轮存单利率下行，现券如何跟进》2025-08-10 49
- 市场策略周报：《板块上新，轮动行情延续》2025-08-09 50
- 市场策略周报：《央行开展 3M 买断式逆回购，大行融出回到历史高位》2025-08-09 51
- 市场策略周报：《信用债修复行情延续》2025-08-09 51
- 市场策略周报：《恢复增值税后，首轮地方债发行表现如何》2025-08-09 52
- 事件点评：《抢筹行情延续，双击势能仍在》2025-08-09 53
- 英文报告：《GTHT MORNING BRIEF 20250811》2025-08-11..... 54

每日报告精选 (2025-08-08 09:00—2025-08-11 15:00)

宏观周报:《“反内卷”后的分化》2025-08-10

李林芷 (分析师)

021-38676666

S0880525040087

邵睿思 (研究助理)

021-38676666

S0880125070011

梁中华 (分析师)

021-38676666

S0880525040019

上周高频数据显示,消费方面,汽车消费转好,服务消费中旅游、观影热度高,但纺织服装淡季表现疲软;投资方面,专项债发行放缓,地产成交平淡,建设进度偏慢;进出口方面,外需走弱,运价下行,港口活动因台风后反弹;生产方面,多数行业边际改善,钢铁行业表现较好;库存方面,以去库为主,钢材因生产提速库存回升;物价方面,CPI和PPI整体下行,工业品价格,“反内卷”影响减弱,需求平淡的建材等品种价格再度回落;流动性方面,货币适度宽松,国债利率下行,美元指数回落带动人民币汇率小幅升值。

风险提示:贸易局势不确定性,地缘政治风险加剧

宏观周报:《美国:通胀预期回升》2025-08-10

贺媛 (分析师)

021-38676666

S0880525040129

梁中华 (分析师)

021-38676666

S0880525040019

全球大类资产表现。本周(2025.8.1-2025.8.8),大宗商品价格大多下跌。其中,伦敦金现上涨1.1%,COMEX铜下跌0.7%,标普-高盛商品指数下跌1.2%。主要经济体股市普遍上涨,日经225上涨2.5%,标普500上涨2.4%,其中恒生指数上涨1.4%。债市方面,10年期美债收益率较前一周回升4BP至4.27%,国内10Y国债期货价格上涨0.2%。外汇市场方面,美元指数较前一周回落,报收98.27,日元兑美元贬值0.2%,人民币兑美元升值0.4%。

经济:美国方面:8月市场交易层面5年与10年期通胀预期均回升,投资者信心边际改善,8月2日当周美国初次申请失业金人数上升;7月ISM非制造业PMI回落;6月耐用品新增订单环比回落。欧洲方面:8月欧元区投资信心指数再次转负;6月欧元区零售销售指数同比回升,PPI小幅回升。

政策:美国劳动力市场放缓,美联储货币政策面临进退两难困境;欧洲央行短期内不会采取降息行动;日本央行维持利率不变,或在年底前退出观望模式。

风险提示:海外货币政策调整超预期,关税政策的不确定性。

宏观快报点评:《核心CPI续升:动力是什么》2025-08-09

应稼娴 (分析师)

021-38676666

S0880525040060

贺媛 (分析师)

021-38676666

7月CPI环比上行0.4%,符合季节性表现,同比持平。其中,食品CPI仍是拖累项,核心CPI同比回升至0.8%,为2024年3月以来最高。

从核心CPI分项来看,1)消费政策补贴类行业涨价动力较充足。生活用品

S0880525040129

梁中华 (分析师)

021-38676666

S0880525040019

及服务价格环比上行 0.8%，显著好于季节性 (0.26%)。除了与“618”促销活动结束、价格反弹有关外，或主要受益于消费补贴政策的支持。另外，可能也和前期地产交易回暖、高温下空调、冰箱、冰柜等换新需求走高有关。2) 金价上涨、居民购金热潮，带动其他用品及服务 CPI 高增长。3) 暑期出游依然比较火热，不过旅游 CPI 涨幅较 2023、2024 年略有回落。旅游消费、服务消费市场仍具潜力，有待政策进一步引导和激发。4) 而其他主要分项方面，7 月房租 CPI 环比上涨 0.1%、家庭服务 CPI 上涨 0.1%，均不及历史同期均值，修复的进度依然有限。

7 月 PPI 环比下降 0.2%，同比下降 3.6%，降幅持平。PPI 环比边际企稳，部分原材料价格主要受到“反内卷”政策加码的支撑；但下游出厂价受产能过剩和出口竞争影响仍表现低迷。

往后看，“反内卷”政策对 PPI 的积极影响或有望渐进式地、长期性地释放。从行业层面来看，当前产能优化相关政策已从煤炭、钢铁、水泥等传统工业领域，扩展至汽车、光伏、电池等新兴行业。从对 PPI 的影响来看，当前“反内卷”主要涉及行业营收合计占比接近 20%。

风险提示：房地产走势不确定性仍存；政策力度不及预期。

方奕 (分析师)

021-38676666

S0880520120005

李健 (分析师)

021-38676666

S0880525070013

王子翌 (分析师)

021-38676666

S0880523050004

策略月报:《风险偏好改善支撑全球权益配置价值》2025-08-11

8 月维持对 A 股与美股的战术性超配观点。近期市场风险偏好改善持续主导大类资产定价，风险资产显著优于避险资产，权益 > 商品 > 债券。我们对经济景气预期持续上修、国家高度支持资本市场发展、市场流动性稳定、风险偏好逐渐改善以及微观交易结构稳固优化的 A 股高度乐观。对经济衰退短期难以证实且降息概率增加的美股相对乐观。

当前低利率背景对资产配置研究提出了更高要求。在资本市场高质量发展的政策目标引导下，中长期资金入市成为长期趋势，多元化投资工具的不断丰富为多资产配置策略提供了良好条件。如果将资产比作食物的话，因子就像是食物中的营养元素，针对因子优化配置，相当于“穿透”食物，调配营养成分，从因子角度出发进行配置可以做到真正意义上的风险分散。我们从宏观因子构建出发，通过分散宏观超预期风险，构建了科学均衡的 SAA (战略性资产配置) 方案 (截至 7 月末年化收益率为 9.1%，夏普比指标达到 1.57)。基于该方案与宏观经济假设，我们设定权益、债券、商品的战略基准比例为 45%、45%、10%，偏离幅度上限设定为 10%。

风险偏好提升是影响当前战术性资产配置的核心因素。多重因素有望支持权益资产延续强势表现。中国科技突破与新兴产业主题交易热度持续高涨，总量政策预期稳定以及基建财政边际发力提振市场风险偏好，国家高度重视资本市场发展并在近期持续推进制度优化，上述因素均有望继续支持中国权益表现，海外市场同样迎来全球投资者风险偏好改善，关税贸易担忧减缓提振下我们对美股与日股边际乐观。TAA (战术性资产配置) 方案 2025 年年化收益为 55%，全样本回测夏普比高达 1.65。

8 月配置建议：权益配置权重：55%；债券配置权重：40%；商品配置权重：5%；权益资产中，我们对经济景气预期持续上修、国家高度支持资本市场发展、市场流动性稳定以及风险偏好逐渐改善的 A 股与港股高度乐观。我们对受到全球

投资者风险偏好改善以及关税贸易担忧减缓提振的美股与日股边际乐观。债券资产中，我们对受到市场风险偏好上修、资金赎回压力以及资金价格波动三重因素压制的国债相对谨慎。大宗商品中，我们认为原油价格或仍受到供给与需求端的双向压制。全球外汇中，我们认为中国经济运行趋势稳中向好、相较于其他主要经济体增长动能韧性较强有望支撑人民币汇率中枢稳定。

风险提示：分析维度存在局限性，模型设计存在主观性，历史与预期数据存在偏差，市场一致预期调整，量化模型局限性。

海外策略研究：《港股流动性有无隐忧》2025-08-09

吴信坤（分析师）

021-38676666

S0880525040061

刘颖（分析师）

021-38676666

S0880525040124

流出项一：综合 IPO 和再融资，年内后续融资规模或近 3000 亿港元。IPO 方面，我们分别从港交所 IPO 申请情况，以及 A 股赴港上市两个维度估算今年后续 IPO 规模。首先，目前已获上市委批准的数量为 9 家，还有 207 家在审核队列中，参考近五年的平均年通过率（32%）、平均首发募资规模（21.9 亿港元）等，考虑后续上市所需时间，预计今年后续 IPO 融资规模或在 1500 亿港元左右。其次，从 A 股赴港上市的角度测算，目前超 80 家 A 股上市公司计划赴港，对于已备案/递交材料的企业，我们根据个股公告的发行比例上限，实际发行比例均值、发行折价均值，得到潜在增量流动性需求约 2100 亿港元；对于公告上市计划的企业，我们类似估算的潜在增量流动性需求约 1200 亿港元。考虑到上市所需时间，预计今年后续 A to H 规模或在 1000 亿港元，由此推测港股整体 IPO 或在 1300-1500 亿港元。再融资方面，假设后续港股再融资保持年初以来增速，则年内新增再融资需求或在 1200 亿港元。

流出项二：港股二季度解禁高峰已过，后续关注新消费解禁压力。从整体解禁情况看，25Q2 是港股解禁的高峰期，解禁总金额达 4448 亿港元，占全年的五成。尽管二季度解禁市值大幅增加，但港股股东整体并未净减持。往后看，整体减持压力有限，但高估值且解禁集中的新消费或存在压力。尽管港股解禁潮仍在持续，但解禁压力最大的时刻已过去，25Q3、25Q4 港股解禁总额分别占全年总额的 17%、31%，明显低于 25Q2 的 50%。从预减持披露看，目前有 7 家港股公司披露重要股东预减持计划、且尚未实施减持，7 月新增披露预减持的公司与前期持平。另外，解禁金额并不代表着减持额，股东往往在估值较低时增持，在估值过热时减持套现，目前港股估值尚在历史中位水平附近。分结构看，今年下半年必需性消费行业解禁压力明显上升，解禁市值占板块总市值比重较上半年的 1% 提升至 5%，当前必需性消费板块估值热度较高，高估值下新消费相关板块或存在一定减持压力。

全年南向增量供给望超 1.2 万亿，下半年港股是增量资金市。年内后续港股资金流出项整体压力或相对可控，全年南向净流入规模有望超过 1.2 万亿元，或为港股资金蓄水池提供源源活水。往后看，以内资机构为代表的南向资金仍有较为可观的增配空间：公募方面，若按港股基金合同规定的港股投资比例上限测算，预计全年公募基金总规模有望达 3000-4500 亿元；险资方面，受益于保费规模稳步增长，预计全年险资实际增量有望达 2500-4000 亿元左右。另外，近年来外资持续流出港股市场，当下外资配置中国资产的比例已降至历史低位，接下来外资或将边际改善。我们在前文中指出，后续 A 股赴港融资节奏或加快，这或也将吸引国际长线资金。

风险提示：稳增长政策落地进度不及预期，国内经济修复不及预期。

海外策略研究：《南向资金加速流入互联网》2025-08-08

吴信坤（分析师）

021-38676666

S0880525040061

余培仪（分析师）

021-38676666

S0880525040084

陆嘉瑞（研究助理）

021-38676666

S0880125042248

北向资金：最近一周可能小幅净流入。最近一周（2025/8/4-2025/8/8，下同）交易日期间北向资金估算净流入33亿元，前一周（2025/7/28-2025/8/1，下同）估算净流出121亿元。最近一周交易日期间灵活型外资估算净流入18亿元，前一周估算净流出85亿元。此外，我们汇总最近一周陆股通每日前十大活跃个股，其中宁德时代（本周陆股通双向成交总金额为94亿元，占个股当周交易金额比重的19%，下同）、中际旭创（73亿元、10%）、工业富联（73亿元、11%）成交较为活跃。

港股：南向资金加速流入互联网。根据港交所中央结算系统持股明细数据，最近一周（2025/7/30-2025/8/5）各类资金合计流入港股市场148亿港元，其中稳定型外资流出298亿港元，灵活型外资流出32亿港元，港股通流入400亿港元，中国香港或大陆本地资金流入84亿港元。行业层面，最近一周外资流入材料、生物制药等靠前，南下资金流入软件与服务、零售等靠前。

亚太市场：外资本周流出日本，7月流出印度。在亚太市场中我们主要跟踪日本股市和印度股市。日本股市方面，截至7/28最新一周，海外投资者当周净流出日本股市1980亿日元，前一周为流入6889亿日元，2023年以来累计净流入7.7万亿日元。印度股市方面，7月海外机构投资者流出印度股市21亿美元，前一月为流入17亿美元，2020年以来累计净流入202亿美元。

美欧市场：6月资金流入欧洲，流入美国。美国股市方面，6月全球共同基金资金净流入美国权益市场68亿美元，前一月为-133亿美元，2020年以来累计净流入7309亿美元。欧洲股市方面，6月全球共同基金资金净流入英、德、法权益市场分别为0.2亿美元、19.8亿美元、17.8亿美元，前一月分别为-6.0亿美元、27.9亿美元、28.8亿美元。

风险提示：部分资金数据为估算值，与真实情况或有出入；模型存在误设和失效风险。

海外策略研究：《每周海内外重要政策跟踪（25/08/08）》

2025-08-08

吴信坤（分析师）

021-38676666

S0880525040061

刘颖（分析师）

021-38676666

S0880525040124

国内宏观：8月1日，国家发改委将报批加快设立投放新型政策性金融工具，推动民营企业更多参与国家重大项目建设。8月5日，国务院印发《关于逐步推行免费学前教育的意见》，明确从2025年秋季学期起，免除公办幼儿园学前一年在园儿童保育教育费，不含伙食费、住宿费、杂费等。8月6日，中共中央、国务院印发《整治形式主义为基层减负若干规定》。8月7日，国务院表示国家统一实施的免保育教育费政策覆盖所有幼儿园大班儿童，预计今年秋季学期将惠及约

1200 万人；国务院印发《自然灾害调查评估暂行办法》。

产业政策：8月1日，央行部署下半年重点工作提到，继续实施好适度宽松的货币政策；工信部等八部门印发《机械工业数字化转型实施方案》；财政部、税务总局公告，自8月8日起，对新发行的国债、地方政府债券、金融债券的利息收入，恢复征收增值税。8月2日，工信部印发2025年度多晶硅行业专项节能监察任务清单。8月3日，国家税务总局发布《关于自然人购买国债等债券取得的利息收入适用小规模纳税人月销售额10万元以下免征增值税政策的执行口径》。8月5日，央行等七部门联合印发《关于金融支持新型工业化的指导意见》。8月6日，国家发改委等联合印发《电力市场计量结算基本规则》；交通运输部等印发《新一轮农村公路提升行动方案》。8月7日，第十一批国家组织药品集采报量正式启动。

地方政策：8月2日，杭州市委常委会召开会议指出，着力培育服务消费新的增长点；上海市、江苏省等通过《关于促进长三角科技创新协同发展的决定》；广东省地方金融管理局等六部门印发《广东省制造业和高新技术企业贷款贴息实施细则》。8月3日，北京市发布《北京市建立未来产业投入增长机制促进未来产业发展的若干措施》。8月4日，上海市印发《上海市支持企业加强基础研究 增强高质量发展新动能的若干措施》；江苏省数据局印发《江苏省贯彻落实〈政务数据共享条例〉工作手册》；海南省印发《海南省加快构建具有特色和优势现代化产业体系三年行动方案（2025-2027年）》。8月5日，贵州市场监管部门开展行政约谈整治平台企业价格乱象。8月6日，上海市印发《上海市具身智能产业发展实施方案》。

海外动态：8月2日，美国总统特朗普签署行政令，拟对尚未与美方达成协议的国家或地区（包括加拿大、巴西等）征收10%至41%不等的对等关税，并明确所有关税将自2025年8月7日正式生效。8月3日，欧佩克+同意9月大幅增产石油。8月4日，欧盟暂停对美关税反制措施；马来西亚同意削减或取消约98%的美国商品进口关税。8月5日，以色列总理内塔尼亚胡决定全面占领加沙。8月6日，特朗普对印度加征25%的额外关税；特朗普称美将对芯片和半导体征收约100%的关税；德国准备设立1000亿欧元基金投资于战略性资产。8月7日，英国央行将关键利率下调25个基点至4%。

风险提示：政策和资本市场存在不确定性。

行业跟踪报告：电子元器件《全面升级推理能力，GPT-5 将实现复利式增长》2025-08-11

舒迪（分析师）

021-38676666

S0880521070002

李奇（分析师）

021-38676666

S0880523060001

OpenAI 正式发布其新一代通用人工智能模型 GPT-5，相较于此前各代模型在智能水平上实现了实质性飞跃。看好后续 AI 应用层爆发，间接反哺底层硬件，维持行业“增持”评级，持续推荐中芯国际的投资机会。

GPT-5 的一个大的升级是 GPT-5 被设计为一个统一的多模型系统。具体而言，系统由三大核心组成：一是主模型，负责处理大多数日常查询，具备高效响应能力；二是“GPT-5 思考”（GPT-5 Think）模块，专为复杂问题设计，具备更强的推理与逻辑能力；三是实时模型路由器，能够根据任务的类型、难度、工具

调用需求及用户的显式提示判断并分配最合适的模型执行任务。

GPT-5 实现“复利型体验”提升，用户短期感知不一定强烈，但长时间使用相信会觉得顺滑、稳定、准确度都在提升。GPT-5 在多项核心能力上实现显著提升，体现出其作为下一代通用大模型的全面进化。首先，在编程能力方面，GPT-5 在多个权威评测中超越同代模型，如在 SWE-bench Verified 达到 74.9%，并在多项评测中大幅领先。其次，幻觉率显著下降，在多个基准下仅为 o3 的五分之一，并在诚实性方面也有明显改善。第三，长文本处理能力大幅增强，全系列支持 400k token 上下文，AA-LCR 等测试中表现优异。第四，推理效率更高，可在减少 50-80% 输出 token 情况下实现更佳性能，提供多档推理强度选择，且在高强度设定下依旧优于 Gemini 与 Grok 4。

GPT-5 的推理成本进一步优化。GPT-5 的输入/输出价格为每百万 tokens \$1.25/\$10，较 o3 略有下降，并与 Gemini 2.5 Pro 保持一致。同时，GPT-5 Mini 和 Nano 版本价格分别为主模型的 1/5 和 1/25。价格下降降低边际使用成本，推动更多企业和开发者将 LLM 融入产品或流程，尤其在客服、代码、搜索、内容生成等场景中实现大规模落地，单位推理成本下降，推理总量上升。

风险提示：AI 需求放缓风险、地缘政治与监管压力风险、供应链脆弱性风险。

行业跟踪报告：汽车《2025 世界机器人大会在北京亦庄举行》

2025-08-11

刘一鸣（分析师）

021-38676666

S0880525040050

房乔华（分析师）

021-38676666

S0880525040065

我们认为，本次 2025 世界机器人博览会的展会规模和产品质量相对往年显著提升，标志着人形机器人产业进入到商业化由 0 到 1 的关键拐点阶段，我们认为人形机器人行业短期需要重点关注由事件催化的行业景气度波动，而长期则需重点关注产业链上具备确定性的优质公司，推荐新泉股份、宁波华翔、拓普集团、肇民科技、均胜电子。

2025 世界机器人大会在北京亦庄开幕。8 月 8 日上午，2025 世界机器人大会在北京亦庄开幕，本次大会以“让机器人更智慧，让具身体更智能”为主题，由中国电子学会、世界机器人合作组织共同主办，28 家国际机构支持，同期举办 2025 世界机器人博览会、2025 世界机器人大赛。

本次博览会的参展企业规模和产品质量显著提升。本次大会有 200 余家国内外优秀机器人企业的 1500 余件展品，其中首发新品 100 余款。50 家人形机器人整机企业将带来最新展品及行业解决方案，人形机器人整机企业参展数量创同类展会之最。相比往年，今年的展馆里不仅有各式的人形机器人、机器狗等展演“花活”，也能看到更多渠道商、产业链企业和地方创新中心同台亮相。

多家本体厂商开始发布机器人产品售价，从几万元到百万元的各个价格段均有分布。本次展览多家本体厂商开始标注产品售价，价格区间跨度较大，从几万元到百万元不等，我们认为这某种程度上是行业成熟化的体现，以及企业对自身产品竞争力的自信，也是在价格竞争加剧下的主动迎战。从展会现场的价格标签可以看出，机器人产品价格，按照工业 > 商用 > 科研改装的顺序，表现出明显的梯度下降，比如众擎机器人即将发布 SA02 机器人价格 3.85 万元起，加速进化的

Booster T1 售价 19.9 万，都是采用低成本方案主打开发者市场，另外也有面向工业场景的百万级价格产品，如优必选的 Walker S1，多中高端价格，为 30-35 万元，如北京人形机器人创新中心的天轶 2.0，标价 35 万，适用于商业和专业服务领域，我们预计随着大规模商业化的落地，配套零部件的量产提升，终端产品价格将进一步下降。

风险提示：产业发展进程不及预期；国内政策落地不及预期；技术路线变更风险

行业双周报：家用电器业《家庭服务机器人开启机器人管家时代》2025-08-11

蔡雯娟（分析师）

021-38676666

S0880521050002

李汉颖（分析师）

021-38676666

S0880524110001

谢丛睿（分析师）

021-38676666

S0880523090004

投资建议：当下聚焦四条主线：1）关税政策不确定性边际降低，白黑电龙头多元化产能布局优势显现，同时无风险利率下行，引发家电股整体估值中枢上修。推荐 TCL 电子（11.7X，2025PE，下同）、海信视像（10.9X）、美的集团（12.6X）、海尔智家（11.2X）、格力电器（7.6X）；2）内需有望出台更多刺激政策，推荐九号公司（22.0X）、北鼎股份（36.9X）、小熊电器（21.7X）；3）家电反内卷，行业竞争格局改善，带来盈利机会，推荐扫地机器人双雄石头科技（21.0X）、科沃斯（25.8X），个护龙头飞科电器（26.8X）；4）家电零部件企业跨界拓展第二曲线，推荐荣泰健康（29.2X）、万朗磁塑（20.4X）、赛特新材（20.8X）。

家庭服务机器人开启机器人管家时代：2025 年世界机器人大会于 8 月在北京召开，其中众多企业展出家庭服务机器人样品。我们认为未来家庭服务机器人或将类似家电，有望随着产品性能迭代和成本优化在用户家庭实现大规模普及。目前从各家电上市企业布局来看，家庭服务机器人细分场景多元而丰富。其中具体布局企业包含 C 端和 B 端两个维度。C 端劳作替代领域：1）扫地机器人：石头科技、科沃斯；2）割草机器人：九号公司、科沃斯；3）炒菜机器人：科沃斯、苏泊尔、九阳。陪伴&娱乐场景：1）儿童陪伴机器人：萤石网络、TCL 电子；2）显示随行机器人：康冠科技。养老&康养场景：1）按摩机器人：荣泰健康；2）养老护理机器人：欧圣电器。家庭综合管家：美的、海尔。B 端工业应用领域：B 端领域：1）工业机器人：美的库卡、海尔新时达、爱仕达钱江机器人；2）机器人电机布局：三花智控、汉宇集团、德昌股份、莱克电气等。

大疆入局扫地机赛道，整体定价偏高：大疆于 8 月 6 日推出扫地机器人产品，有水箱和自动上下水两种选择，并且从功能上区分成 S 标准版、A 进阶版、P 旗舰版三种型号。产品最低定价 3994 元（国补到手价），相较于目前行业主流企业偏高。我们认为尽管此次大疆新品相较于目前头部企业未展现出明显优势，但科技巨头的入局对扫地机品类加速渗透更具重大意义。

Mini-led 显示渗透率持续提升，乾照光电强化海信研发能力：根据洛图预测，2025 年中国 miniled 电视渗透率有望提升至 25%。25Q1 海信 Mini-led 全球市场份额 29.3%，显著改善产品结构和盈利能力。海信旗下乾照/信芯微提供视像显示芯片供应，乾照在高端 RGB-Miniled/MicroLED 产品提供研发/供应支持，建立技术领先身位优势，同时强化对上游掌控力，提升定价优势，为海信在 Miniled 市场竞争力提供保障。

风险提示：关税政策的不确定性、海外需求存在不确定性、以旧换新政策对后续的拉动效果不及预期。

盛开（分析师）
021-38676666
S0880525040044

赵博（分析师）
021-38676666
S0880524070004

行业跟踪报告：纺织服装业《7月我国及越南纺织品出口环比改善，25Q2奢侈品行业承压品牌表现分化》2025-08-10

投资建议：看好①高景气度垂类细分运动，推荐安踏体育、特步国际；②中报预期改善且新零售业态拓宽，推荐海澜之家。美国关税税率逐步落地背景下，中报预喜的制造企业，相关标的百隆东方、天虹国际集团；③优质低估值港股红利，推荐江南布衣、滔搏；④美国“大而美”法案通过后受益于中产消费提振的品牌，推荐新秀丽、普拉达。

7月我国纺织品出口增速环比6月改善，成衣出口走弱，越南纺织品及鞋履出口环比提速。1) 中国出口：2025年7月我国纺织品服装出口额约267.66亿美元，同比下降0.30%(6月为-0.29%)，其中纺织纱线、织物及制品出口额同比+0.52%(6月为-1.60%)，服装及衣着附件出口额同比-0.61%(6月为+1.10%)。2) 越南出口：7月越南纺织品/鞋履出口金额同比分别+16.74%/+4.50%，纺织品和鞋履均较6月提速(6月纺织品/鞋履出口同比分别+16.03%/-3.34%)。

25H1奢侈品中报总结：奢侈品公司25Q2收入普遍低于预期(中位数增速-3.8%，环比转负)，品牌表现分化。其中Miu Miu(收入+40%)领跑，Canada Goose显著加速(收入+21.5%)；利润端分化显著，Kering因成本优化利润超预期(+17.5%)，Canada Goose(-47.8%)、LVMH(-21.6%)承压。外部宏观压力主要表现为：1) Q2全球宏观经济压力增加，4月IMF下调全球经济增长指引，北美奢侈消费4-5月降幅收窄、6月降幅扩大；2) Q2瑞士腕表出口美国加速，中国跌幅环比收窄，日本、欧洲环比下滑；3) 欧元走强影响奢侈品公司收入端，人民币对欧元/日元贬值或影响境外消费。

面对宏观压力，头部品牌积极采取差异化经营策略。面对宏观外部压力及关税不确定性，头部品牌积极采取应对策略，主要包括：1)

涨价传导：Hermes、Kering、Prada品牌已在25H1提价，增幅均在个位数内；2) 拓宽价格带：部分品牌计划通过增加配饰类产品(LVMH)、降低入门级产品价格(Prada)等方式拓宽价位带，以吸引价格敏感客群。Gucci、BV、Dior、Miumiu等品牌均计划于秋冬季上新重磅新品，部分品牌势能持续向上，例如25Q2Lyst榜单Miu Miu再登顶，前五品牌与Q1一致，排名有所变化，前20大榜单新进Burberry与Birkenstock。

风险提示：终端消费意愿不及预期，原材料价格波动，竞争加剧

行业跟踪报告：汽车《柴发业务驱动，玉柴国际25H1业绩

刘一鸣（分析师）

021-38676666
S0880525040050

周逸洲 (分析师)

021-38676666
S0880525070023

高增》2025-08-10

投资策略与建议: 我们维持行业“增持”评级。1) 人形机器人供给创造需求, 重点寻找类似当年新能源车磷酸铁锂正极的高性价比技术路线, 以及类似宁德时代的内生优势公司。推荐汽车电机龙头德昌电机控股, 相关标的豪能股份。2) 随着 2025 年以旧换新效果逐渐递减, 国内乘用车竞争压力较大。推荐车型差异化竞争的长城汽车、欧洲布局深入的上汽集团以及高端车型有望打开局面的江淮汽车。长期推荐自研程度较深的比亚迪、零跑汽车。3) 国内重卡市场受 5 月以旧换新启动推动明显, AIDC 柴发业务推动产业升级, 推荐中国重汽、福田汽车、潍柴动力, 相关标的为玉柴国际。4) 零部件产业成长性逐渐稀缺, 推荐产品渗透率和国产化率均空间较大的转向系统龙头耐世特、制动系统资深供应商亚太股份。

近一周(2025/8/2-2025/8/9, 下同): 申万汽车指数上涨 3%, 新能源整车指数持平, 汽车零部件指数上涨 4%, 商用车指数下跌 2%。近一周申万汽车指数跑赢 1%, 新能源整车指数跑输 2%, 汽车零部件指数跑赢 3%, 商用车指数跑输 4%。汽车行业近一个月(2025/7/10-2025/8/9, 下同) 汽车行业近一个月涨幅靠前的标的为中马传动、浙江荣泰、建设工业、溯联股份、神驰机电等。汽车行业近一个月跌幅靠前的标的为 ST 云动、秦安股份、华培动力、兴民智通、海联金汇等。

乘用车销量: 7 月 1-31 日, 全国乘用车市场零售 183.4 万辆, 同比 2024 年 7 月增长 7%, 较上月下降 12%, 2025 年以来累计零售 1273.6 万辆, 同比增长 10%; 新能源车销量: 7 月 1-31 日, 全国乘用车新能源市场零售 100.3 万辆, 同比 2024 年 7 月增长 14%, 较上月下降 10%, 新能源市场零售渗透率 54.7%, 2025 年以来累计零售 647.2 万辆, 同比增长 30%。

玉柴国际发布 2025 上半年财务信息。根据公司官网, 玉柴国际 25H1 归母净利润约 3.7 亿人民币, 同比+52%; 对应 25H1 营收同比+34%; 毛利同比+30%, 毛利率 13.3%; OI 同比+42%。公司 25H1 高增长的主要原因是产销大增, 柴油发动机销量同比+30%, 车用、非道路均迎来高速增长, 发电类柴油发动机快速增长。我们认为, AIDC 的高速布局驱动柴发需求高增。由于柴发系统的供应链非常复杂, 我们预计行业产能扩张速度有限, 因此后续柴发相关公司的议价能力仍然较高。柴发单体环节推荐潍柴动力。

风险提示: 经济发展不及预期, 原材料价格大幅上涨。

岳鑫 (分析师)
021-38676666
S0880514030006

尹嘉骥 (分析师)

021-38676666
S0880524030004

行业双周报: 海运《次级制裁或提振合规 VLCC, 集运美线运价回落》2025-08-10

1、运价跟踪: 次级制裁或提振合规 VLCC, 集运美线运价回落

1) 原油油运: 上周货盘增加叠加船东挺价情绪体征运价, 上周中东-中国 VLCC TCE 回升至 3.7 万美元

2) 成品油运: 新澳线 MR TCE 略低于 2 万美元, 近期运价稳中有升, 24 年运价

前高后低，2025 年同比将逐季改善

3) 干散货运：近期巴西铁矿货盘趋稳运价回落，未来关注远程矿山增产

4) 集装箱运价：或源于对美经济前景预期谨慎，美线货量缺乏增长动能，上周运价继续回落约一成

2、集运：关税政策影响持续，关注联盟重组分化

3、油运：原油增产利好需求，且具油价下跌期权

4、干散：铁矿增产利好需求，预计景气逐步复苏

5、投资策略：维持油运增持评级，关注逆向布局时机

6、风险提示。经济风险、地缘形势变化风险、环保政策执行风险等。

行业双周报：有色金属《供缩预期强激化，期价先行》

2025-08-10

于嘉懿（分析师）

021-38676666

S0880522080001

宁紫微（分析师）

021-38676666

S0880523080002

梁琳（分析师）

021-38676666

S0880525070014

周期研判：维持锂钴行业增持评级。锂板块：江西供应扰动情绪再燃，碳酸锂价格震荡上涨。1) 无锡盘 2511 合约周度涨 9.70%至 7.58 万元/吨；广期所 2511 合约周度涨 11.15%至 7.70 万元/吨；2) 锂精矿：上海有色网锂精矿价格为 777 美元/吨，环比上升 22 美元/吨。锂盐盘面价格回弹，采买方可接受价格小幅上涨，锂矿询盘活跃度尚可。增持：雅化集团、藏格矿业、赣锋锂业、科达制造、西藏矿业。谨慎增持：天齐锂业、盛新锂能。相关标的：天华新能、西藏珠峰、川能动力、融捷股份。钴板块：钴原料紧张延续，矿商普遍捂货惜售，中间品价格持续上涨。钴业公司多向电新下游制造延伸，构成钴-镍-前驱体-三元的一体化成本优势，增强竞争壁垒。增持：华友钴业、洛阳钼业。相关标的：寒锐钴业、格林美。

江西矿证悬念主导情绪，锂价反弹。周内碳酸锂价格震荡上行，江西视江西下窝矿采矿证于 8 月 9 日到期，部分市场参与者认为视下窝锂矿可能短期停产，但长期绝对停产概率低；在供应端减量预期叠加下游排产稳增的形势下，市场情绪再度转向积极。据 SMM，中国碳酸锂周度产量环比上升 13.25%、周度库存量环比上升 0.49%；产量创阶段性新高。需求侧，据乘联分会，7 月最后一周全国新能源车零售、批发同比上月数据均有所改善，释放回温信号。我们认为，江西视

下窝锂矿是否停产，是短期锂价走势的关键。若未停产或短期可见快速复产，则锂价或向下回踩 7 万元左右。但旺季在即，锂价仍将保持强势；若实质性停产且维持较长时间，则未来一段时间供需格局将扭转，锂价将伴随市场乐观情绪，有望再创新高。根据 SMM 数据，上周电池级碳酸锂价格为 7.05-7.33 万元/吨，均价较前周涨 0.77%。电池级氢氧化锂（粗颗粒）价格为 6.36-6.84 万元/吨，均价较前周涨 0.49%。

原料紧张延续，矿商捂货惜售。钴中间品方面，原料货源相对集中，矿商普遍捂货惜售，报价持续上涨；下游询盘虽较为积极，但实际成交有限，冶炼厂原料采购仅维持刚需。电钴方面，海外市场夏休进入尾声成交稍有恢复，国内市场下游磁材、合金市场受高温天气影响需求未有明显反转信号，超八成冶炼厂均有不同程度的减停产情况，呈现“供需双弱”格局。钴盐方面，供应端部分厂商继续小幅减产，供应量整体持续减少，而需求端库存相对较少的企业有持续采购意愿，叠加利润相对有所修复，下游厂商对老货涨价接受度提高，市场实际询盘氛围相对活跃。根据 SMM 数据，上周电解钴价格为 26.00-27.00 万元/吨，均价较前周下降 1.49%。

磷酸铁锂周均价上涨，三元材料周均价上涨。根据 SMM 数据，上周磷酸铁锂价格 3.21-3.36 万元/吨，均价较前周上涨 0.67%。三元材料 622 价格为 11.09-11.82 万元/吨，均价较前周上涨 0.20%。

风险提示：新能源汽车增速不及预期。

行业跟踪报告：汽车《多家 AIDC 柴发企业中报亮眼》

刘一鸣（分析师）
021-38676666
S0880525040050

2025-08-10

投资建议：我们认为，AIDC 相关投资高速增长，但柴发的产能建设较慢，因此行业的紧平衡仍将持续较长时间；预计柴发相关企业的业绩将维持稳健增长，推荐潍柴动力，相关公司玉柴国际。

多家海外柴发厂商 2025 年中报走强。1) 根据 Rolls-Royce 公司 2025 年中报展示材料，公司旗下动力系统业务 2025H1 营收同比内生增长 20%，毛利同比内生增长 34%，OI 同比内生增长 89%。公司 2025H1 的营业利润率达 15.3%，同比内生增长 5.6pct；高增长主要来自数据中心业务。2) 根据 PSI 公司官网，其 2025H1 营收同比增长 59%，毛利同比增长 55%，净利润同比增长 145%；其中 2025Q2 营收同比增长 74%，毛利同比增长 54%，净利润同比增长 138%；PSI 公司的成长业务受数据中心业务驱动明显。3) 根据玉柴国际官网，玉柴国际 2025H1 归母净利润约 3.7 亿人民币，同比+52%；对应 2025H1 营收同比增长 34%；毛利同比增长 30%，毛利率 13.3%；OI 同比增长 42%。玉柴国际 2025H1 高增长的主要原因是产销大增，柴油发动机销量同比增长 30%，车用、非道路均迎来高速增长，发电类柴油发动机快速增长。

我们认为，数据中心柴油发动机环节的高议价能力还将持续。由于柴发系统的供应链非常复杂，我们预计行业产能扩张速度有限，因此后续柴发将持续处于紧平衡状态。

柴发仍有较大的国产替代空间。根据上文中几家公司的财报信息，海外公司

Rolls-Royce、PSI 的业务体量较大，且增速较快。因此我们推测，随着 AIDC 需求的不断增长，柴发行业有较大的国产替代空间。

风险提示：AIDC 投资增速下降，原材料价格大幅增长。

行业跟踪报告：建筑工程业《复盘新疆三次中央座谈会，梳理新疆 70 周年基建机遇》2025-08-10

韩其成（分析师）

021-38676666

S0880516030004

郭浩然（分析师）

021-38676666

S0880524020002

曹有成（分析师）

021-38676666

S0880525040079

复盘历史三次中央新疆工作座谈会，新疆板块建筑公司弹性大。(1)中央曾召开三次新疆工作座谈会，分别为 2010 年 5 月 17 日至 19 日、2014 年 5 月 28 日至 29 日、2020 年 9 月 25 日至 26 日，国家主席均出席会议。(2)复盘新疆重点公司会议前后涨幅，第一次座谈会后的涨幅高于会前，会后一个月北新路桥最大涨 45.6%，天山股份涨 32.0%，东华科技涨 24.6%。(3)第二次和第三次座谈会前的涨幅均高于座谈会后，其中第二次座谈会召开前三个月，北新路桥涨 73.2%，青松建化涨 67.8%，中国铁建涨 28.5%，中国中铁涨 22.5%。(4)第三次座谈会召开前三个月，天山股份涨 74.3%，青松建化涨 73.5%，新疆交建涨 46.0%，东华科技涨 38.9%，西部建设涨 32.4%。(5)2025 年 10 月 1 日是新疆维吾尔自治区成立 70 周年。

新疆前 5 月固定资产投资增 16.2%，我国对中亚五国进出口创历史新高。(1)新疆 1~5 月工业增加值同增 6.5%，固定资产投资同增 16.2%，工业投资同增 22.8%，其中风电光伏施工投资同比增长 36.6%。(2)据海关统计，我国对中亚五国进出口由 2013 年的 3120.4 亿元扩大至 2024 年的 6741.5 亿元，增长 116%，年均增速 7.3%，高出我国整体进出口年均增速 2.3 个百分点。2025 年 1~5 月，我国对中亚五国进出口 2864.2 亿元增长 10.4%，规模创历史同期新高。(3)截至 7 月 28 日，新疆阿拉山口和霍尔果斯铁路口岸 2025 年已累计通行中欧(中亚)班列超 1 万列，其中阿拉山口口岸过货量 977.8 万吨(同比+3.7%)，霍尔果斯口岸 796 万吨(同比+20.3%)。

新藏铁路有限公司成立，注册资本 950 亿元。(1)2025 年新疆计划实施重点项目 500 个，总投资 3.47 万亿元，年度计划完成投资 4069 亿元。(2)4 月 29 日，中吉乌铁路吉尔吉斯斯坦境内段重点控制性工程费尔干纳山、纳伦 1 号、科什特伯 3 座隧道开工建设，标志着中吉乌铁路项目正线工程进入实质性施工阶段。(3)中国中铁参建的中吉乌铁路吉尔吉斯境内的重点控制性工程正式开工，中国铁建中标中吉乌铁路项目第一标。(4)新疆交建：公司参与了新疆大部分高速公路、国道省道项目及县乡道路的建设，在疆内交通基础设施建设领域的市场份额位居前列。(5)北新路桥：大股东新疆生产建设兵团建设工程公司持股 46.34%，主要从事铁路综合工程等承建业务。2025 年上半年新签订单 89.1 亿元，同比 12.2%。

政策支持下行业投资加码，新疆煤化工将迎来建设高峰。(1)据不完全统计，新疆煤化工规划项目超 8000 亿，新疆煤化工将迎来建设高峰。(2)中国化学：在煤化工领域，中国化学掌握最核心和先进的技术，占据国内绝大部分的市场份额，在国际上处于领先地位。(3)东华科技：公司在煤制合成氨/尿素、甲醇等传统煤化工领域具有一定的工程市场占有率，公司紧抓传统行业升级改造、节能减排、搬迁入园等市场机遇，传统煤化工市场业务稳步提升，优势地位更趋明显。2025 年上半年新签订单 77.8 亿元，同增 23.8%。

风险提示：宏观经济政策风险，基建投资低于预期等。

肖群稀（分析师）

021-38676666

S0880522120001

黄龙（分析师）

021-38676666

S0880525070027

李启文（分析师）

021-38676666

S0880524060001

行业双周报：机械制造业《上海助推具身智能产业集群发展，多款机器人产品亮相 2025 世界机器人大会》2025-08-10

投资建议：重点关注机器人整机厂商及机器人核心零部件供应商，包括：1) 执行器和电机：推荐标的为兆威机电；2) 减速器：相关标的为瑞迪智驱、豪能股份、中大力德；3) 丝杠类：推荐标的为恒立液压、贝斯特，相关标的为浙江荣泰、震裕科技和北特科技；4) 丝杠设备类：相关标的为华辰装备、日发精机、秦川机床、浙海德曼、津上机床；5) 轴承：相关标的为龙溪股份；6) 传感器：推荐标的为东华测试、柯力传感，相关标的为天准科技、安培龙、凌云股份、汉威科技；7) 整机：相关标的为越疆和亿嘉和。

8月6日，上海市人民政府办公厅印发《上海市具身智能产业发展实施方案》（以下简称《方案》）。方案旨在抢抓具身智能发展机遇，加速形成未来产业创新集群生态。方案提出推动具身智能产业能力提升的四个方面：1) 推动核心零部件研制，如人形机器人需要规模化量产，需要提升精密的电机、减速器、行星滚珠丝杠、灵巧手、传感器等等关键零部件的产业能力，加快自主研发的算力芯片，核心主板研发和性能提升；2) 打造热销终端产品，通过提高性能，降低成本，推进终端产品的量产化进程；3) 招引一批优质企业，对销售和租赁具身智能机器人的企业按规定提供奖励；4) 构建产业集群，以张江为核心承载区，加强市区联动和长三角区域产业协同，形成功能互补、差异化发展的特色产业集群。

2025 世界机器人大会于北京正式开幕，大会将持续 5 天。8 月 8 日，2025 世界机器人大会于北京亦庄正式开幕。1) 本届大会以“让机器人更智慧，让具身更智能”为主题，举办时间为 8 月 8 日至 12 日，邀请各界嘉宾参与论坛会议，并汇聚了 200 余家国内外优秀机器人企业的 1,500 余件展品参会。2) 在此次大会上，优必选、大寰、傅利叶、维他动力等机器人公司纷纷公布新产品，全球首家具身智能机器人 4S 店 Robot Mall 也宣布正式营业。3) 在大会开幕式上，2025 具身智能机器人十大发展趋势正式公布，涵盖具身物理感知、端到端具身决策、具身智能控制、生成式 AI 驱动等十个方面。

8 月 6 日，大疆首款旗舰扫地机器人 ROMO 发布，定价 4699 元起。新品分 S（标准版）、A（进阶版）、P（旗舰版）三大序列共六款型号，均提供水箱基础版与自动上下水进阶版配置。其基站有透明、纯白两种设计，含去污及除菌清洁液，采用短对刷与圆盘拖布方案。ROMO 采用纯视觉方案，顶部平整无凸起，前方配备双目摄像头模组，支持结构光避障。作为大疆探索“地面空间”的切口，其价格及能否重塑市场格局成最大看点。

风险提示：国产设备替代进度不及预期、人形机器人产业化不及预期、产业政策落地进度不及预期等。

于嘉懿（分析师）

021-38676666

行业双周报：有色金属《【国泰海通】钴锂金属行业周报》

S0880522080001

宁紫微 (分析师)

021-38676666

S0880523080002

刘小华 (分析师)

021-38676666

S0880523120003

兰洋 (分析师)

021-38676666

S0880525070028

梁琳 (分析师)

021-38676666

S0880525070014

2025-08-10

锂市场: 本周(2025年8月4日-2025年8月8日)本周碳酸锂现货价格呈现“先跌后涨”走势。8月,随着下游正极材料及电芯企业排产计划稳步提升,市场采购需求呈现回暖态势,询价活跃度明显增强。然而受碳酸锂现货市场基差持续走强影响,当前实际成交仍以刚性需求为主。值得注意的是,尽管市场情绪有所改善,但下游企业普遍保持谨慎观望态度,尚未出现明显的库存备货行为。此外,关于江西地区矿山的相关动态,目前仍未获得官方确认信息。但若考虑悲观情况,所涉矿山停产,其锂盐厂可通过矿石库存及散单维持少量生产。虽有其他原料端的补充,但在市场情绪的发酵下或将带动短期内价格上涨。

钴市场: 本周硫酸钴现货价格缓慢上行。供给端方面,受生产成本持续抬升影响,主流冶炼厂维持挺价,部分企业报价5.4万元/吨;贸易商持看涨情绪,老货暂停报价,新货报价跟涨。需求端方面,市场上硫酸钴老货不多,企业采购时需要逐步开始购买冶炼厂或是贸易商手中价格更高的新货,有三元前驱体企业反映当前可以接受5.0万元/吨。由于买卖双方价格还存在一定差距,本周市场整体成交仍相对清淡,原料成本持续抬升下短期硫酸钴价格或继续维持偏强态势,但仍需观察下游实际采买情况。

镍市场: 本周硫酸镍均价较上周有所上涨。从需求端来看,部分厂商近期有补库需求,近日询价较为积极,对镍盐价格的接受度有所上浮,成交价格随之上行。供应端来看,镍盐厂整体库存水平较低,成品可流通量较少,叠加高价原材料成本压力,厂商挺价意愿较强,报价整体有所上涨。展望后市来看,前驱厂仍有一定原料备库需求,硫酸镍成品供应量偏紧。

催化剂: 上游供给项目开始出清。

风险提示: 新能源汽车销量不及预期。

黄涛 (分析师)

021-38676666

S0880515090001

王楠瑀 (分析师)

021-38676666

S0880525070029

行业跟踪报告: 煤炭《国泰海通煤炭行业基本面数据库大全

20250810》2025-08-10

国泰海通煤炭行业基本面数据库大全 20250810

【动力煤: 煤价上涨, 库存总体增加】

动力煤(黄骅港: 动力煤 Q5500)平仓价 692 元/吨, 较前一周上涨 24 元/吨(3.6%); (黄骅港 Q5000) 平仓价 628 元/吨, 较前一周上涨 25 元/吨(4.1%); 秦皇岛库存 547 万吨, 较前一周增加 25.0 万吨(4.8%)。

【炼焦煤：国内煤价有增有减，海外煤价整体上涨】

京唐港主焦煤库提价（河北产）1510 元/吨，较前一周上涨 20 元/吨（1.3%）；（山西产）1610 元/吨，较前一周下跌 70 元/吨（-4.2%）；100 家独立焦化厂炼焦煤库存 833.04 万吨，较前一周减少 11.1 万吨（-1.3%）；110 家样本钢厂炼焦煤库存 619.30 万吨，较前一周减少 7.48 万吨（1.2%）。

【海外煤价】

动力煤-中卡煤：澳洲纽卡斯尔港 Q5500 离岸价 68 美元/吨，较前一周上涨 1 美元/吨（1.0%）。

动力煤-低卡煤：印度尼西亚卡里曼丹港 Q4200 离岸价 42 美元/吨，较前一周上涨 1 美元/吨（2.0%）；印度尼西亚卡里曼丹港 Q3800 离岸价 35 美元/吨，较前一周上涨 0 美元/吨（0.9%）。

炼焦煤-澳大利亚：澳洲焦煤到岸价 198 美元/吨，与前一周持平

炼焦煤-蒙古：蒙古甘其毛都口岸焦精煤进口场地价 1150 元/吨，与前一周持平；蒙古甘其毛都口岸焦原煤进口场地价 980 元/吨，较前一周上涨 35 元/吨（3.7%）。

风险提示：进口煤量超预期增长等

行业跟踪报告：医药《医保支持创新，持续推荐创新药械产业链》2025-08-10

余文心（分析师）
021-38676666
S0880525040111

郑琴（分析师）
021-38676666
S0880525040108

谈嘉程（分析师）
021-38676666
S0880523070004

持续推荐创新药械及产业链。创新药高景气，持续推荐价值有望迎来重估的 Pharma，维持恒瑞医药、中国生物制药、石药集团、三生制药、华东医药增持评级；持续推荐创新管线逐步兑现、业绩进入放量期的 Biopharma/Biotech，维持科伦博泰生物、信达生物、新诺威、映恩生物、特宝生物、京新药业增持评级；推荐受益创新，景气度修复的 CXO 及制药上游，维持百普赛斯、药明康德、药明合联、泰格医药、美诺华增持评级；推荐有望迎来复苏的医疗器械龙头，维持联影医疗、惠泰医疗、微创医疗增持评级。

国家医保局 7 月连续召开五场座谈会支持创新药械。2025 年 7 月 17 日-25 日，国家医疗保障局连续召开五场座谈会，专门聚焦“医保支持创新药械”，参与座谈会的人员包括来自科研单位、企业、医疗机构、金融企业、媒体等的代表。座谈会明确要打通医保数据与研发的协同通道，用流行病学、疾病负担等数据为研发“导航”；开展医保综合价值评价、统一医疗服务价格项目、差异化创新导向……政策持续为药械创新赋能；国家开发投资集团、国家开发银行等机构的参与，让金融资本成为创新的“助推器”，破解研发周期长、投入大的难题。在政策的大力支持下，创新药械产业链有望加速发展。

2025 年 8 月第一周 A 股医药板块表现弱于大盘。2025 年 8 月第一周（2025/8/4-2025/8/8）上证综指上涨 2.1%，SW 医药生物下跌 0.8%，涨跌幅在申

万一级行业中排名第 27 位。生物医药板块中表现相对较好的细分板块医疗器械(+2.7%)、化学原料药(-0.0%)、生物制品(-0.7%)。个股涨幅前三为南模生物(+42.5%)、海辰药业(+41.3%)、赛诺医疗(+39.5%); 个股跌幅前三为南新制药(-18.5%)、奇正藏药(-16.1%)、科兴制药(-15.7%) (剔除上市 1 个月内个股、ST 个股、退市个股)。截至 2025 年 8 月 8 日, 医药板块相对于全部 A 股的溢价水平目前处于正常水平, 当前相对溢价率 89.4%。

2025 年 8 月第一周港股美股医药板块弱于大盘。2025 年 8 月第一周 (2025/8/4-2025/8/8) 港股恒生医疗保健+0.2%, 港股生物科技+0.7%, 同期恒生指数+1.4%。个股涨幅前三是嘉和生物-B(+39%), 梅斯健康(+26%), 晶泰控股(+25%); 个股跌幅前三是华润医疗(-15%), 和黄医药(-14%), 凯莱英(-13%); 美股标普医疗保健精选行业-0.8%, 同期标普 500+2.4%。标普 500 医疗保健成分股中涨幅前三是 IDEXX 实验室(+23%), 晖致(VIATRIS)(+10%), 碧迪(BECTON DICKINSON)(+10%); 跌幅前三是福泰制药(VERTEX)(-21%), 礼来(ELI LILLY)(-18%), 查尔斯河(Charles River)(-11%)。

风险提示: 医保控费加剧风险, 政策推进不达预期风险, 估值波动风险, 市场波动风险。

行业双周报: 太阳能《山东发布新能源电价方案, 产业链价格保持稳定》2025-08-10

徐强 (分析师)

021-38676666

S0880517040002

徐柏乔 (分析师)

021-38676666

S0880525040113

吴志鹏 (分析师)

021-38676666

S0880525070004

本周周观点: 为推动新能源高质量发展和国家 136 号文的规定, 山东省正式印发了《山东省新能源上网电价市场化改革实施方案》的通知。我们认为, 山东省作为新能源发展的大省率先发布地方新规, 有望为其他省份政策的出台提供参考, 推动新能源上网电量进入市场。随着光伏电价政策的落地和实施, 部分因为政策不确定而观望的潜在装机将得到释放。在今年 531 前后, 国内光伏装机量经历了较大波动, 我们认为短期波动不影响光伏长期增长前景, 新能源的发电量占比仍处于较低水平, 对需求依然要保持信心。本周光伏板块表现平稳, 当前位置值得重点关注。

产业链价格保持稳定。根据 Infolink Consulting 公众号, 致密料均价为 44.0 元/kg, 环比持平; N 型 182 硅片均价为 1.20 元/片, 环比持平; N 型 210 硅片均价为 1.55 元/片, 环比持平; 182 TOPCon 电池均价为 0.29 元/W, 环比持平; 182*210 TOPCON 电池均价 0.285 元/W, 环比持平; 210 TOPCON 电池均价 0.285 元/W, 环比持平; 双玻 182 TCOPon 组件均价为 0.685 元/W, 环比持平; 中国集中式、分布式均价分别为 0.67、0.69 元/W, 环比均持平; 印度本土 TOPCon 组件均价为 0.15 美元/W, 环比持平; 美国本土、美国 TOPCon 组件均价分别为 0.30、0.27 美元/W, 环比均持平; 欧洲 TOPCon 组件均价为 0.085 美元/W, 环比持平。

最新一周涨跌幅排名靠后、光伏板块估值较低。根据 Wind 数据, 光伏板块最近一周 (2025 年 8 月 4 日-8 月 8 日) 涨跌幅 0.99%, 跑输沪深 300 指数 0.73 个百分点, 相比 SW 行业分类各板块涨幅排名靠后。估值方面, 光伏板块 2025 年 8 月 8 日 TTM-整体法估值为 18.67 倍, 与 SW 行业分类各板块相比排名靠后。从估值变化趋势来看, 光伏板块 TTM 整体法估值自 21 年底到 23 年底持续下降, 24 年初开始逐步上升; 光伏板块相对沪深 300 的估值溢价 1.48 倍, 与估值变化

趋势基本一致。

晶科能源官宣 Tiger Neo 3.0 新产品。公司发布关于 Tiger Neo 3.0 新产品的介绍，当前已开启下定。根据《晶科能源 2025 年 7 月投资者关系活动记录表》，今年年底产品功率在 640W 以上的产能占比将达公司总产能的 40-50%，明年绝大部分产能将达到 650-670W 的主流版型功率水平。我们认为，公司新产品的销售情况后续还要看接单情况以及下游接受程度，由于 Tiger Neo 3.0 有望在明年成为公司主要产品，预计可以凭借高功率获取更多溢价，带动以晶科为代表的技术优势企业实现盈利修复。

风险提示。行业政策波动风险；竞争加剧风险；新技术替代风险；产品价格波动风险。

行业专题研究：航空航天《低轨卫星加速部署，商业火箭应势启航》2025-08-10

徐强（分析师）
021-38676666
S0880517040002

任苒威（研究助理）
021-38676666
S0880124070039

给予“增持”评级。我们认为低轨卫星组网正在提速的背景下，我国火箭运力，特别是面向商业发射的有效供给不足，已成为低轨卫星大规模组网的核心瓶颈。国家主导的航天发射资源优先保障军用、遥感等重大国家战略卫星任务，发展具有成本竞争力的民营商业火箭成为解决低轨卫星发射瓶颈的关键路径。建议重点关注商业火箭产业链相关标的：铂力特、华曙高科（3D 打印金属结构件）；液体火箭发动机燃料供应商九丰能源；传感器及测控设备供应商高华科技。

低轨卫星组网加速。低轨卫星凭借广覆盖、低延迟、部署灵活等显著优势，已成为地面通信网络不可或缺的重要补充。但有限的频轨资源决定了低轨星座建设具有“先到先得”的特性，全球各国在该领域的竞争已日趋白热化。我国已进入低轨星座密集部署的关键阶段。以“星网星座”和“千帆星座”为代表的重大国家项目正加速推进，计划在 2030 年前部署总计约 2.3 万颗卫星。庞大的低轨卫星组网需求对卫星规模化制造能力、高频次低成本发射服务、高性能地面终端设备以及先进运营支撑系统提出了更高要求。

提升火箭运力能力是解决低轨卫星组网瓶颈的关键。火箭的发射频次、运力规模与成本效率直接决定低轨卫星星座的部署进度。我国当前年均运力仅约 200 吨，远低于满足低轨卫星部署所需的年均 1500-2000 吨的需求，在上游卫星制造产能相对饱满的情况下，火箭运力不足是制约我国低轨卫星组网的主要因素。在国家队火箭需要优先满足国家战略卫星发射的前提下，提升商业火箭能力、推进液体火箭复用化及发射基础设施建设，已成为卫星组网破局关键。我们预计至 2030 年至少需要年均 64 发火箭才可满足规划的组网计划，对应 2030 年火箭市场空间有望达到千亿规模。

可回收降低火箭发射成本，液体燃料支持更高运力。可回收技术是降低火箭发射成本的关键。通过实现火箭第一级与整流罩的复用，单次发射成本可显著降低至三分之一以下。同时，液体燃料火箭凭借其推力可调、重启能力强及系统适配性高等优势，正逐渐成为新一代可复用火箭的主流选择。在结构系统方面，火箭正朝着更高比强度和更低质量比的方向演进，广泛采用铝合金、碳纤维复合材料等轻质高强材料。商业火箭的快速发展，为高性能材料、先进发动机制造、特种推进剂、3D 打印、高精度传感以及整箭系统集成等关键技术领域带来了可观

的市场增长空间。

风险提示：火箭技术发展不及预期；下游卫星发射节奏不及预期；行业竞争加剧。

于嘉懿（分析师）
 021-38676666
 S0880522080001

刘小华（分析师）
 021-38676666
 S0880523120003

行业跟踪报告：有色金属《降息预期强化，流动性行情或再起》 2025-08-10

周期研判：美国就业等数据走弱，美国总统特朗普提名米兰出任美联储理事，市场对美联储的降息预期逐步提升，随着美元指数下行，以及近期关于美将征收黄金关税的消息释出，金价涨幅较大。然随着白宫声明将澄清黄金关税相关错误信息，以及8月12日，美国7月份CPI、PPI数据将陆续披露、降息预期变化之下，金价或震荡运行。同时，工业金属方面，尽管海外宏观因素影响存在不确定性，但国内近期扩内需政策效应显现，以及国内市场竞争秩序持续优化，叠加工业金属供给端扰动频繁，或为价格提供有力支撑。

贵金属：美辟谣黄金关税、通胀数据来袭，金价或震荡。近期美国经济数据走弱，市场对美联储降息预期提升，美元指数下行，叠加美或征收1公斤金条进口关税消息，推动周内Comex金价上行，A股黄金相关标的涨幅较大。但周五据美国白宫声明称，后续将澄清关于黄金关税相关错误信息，金价承压下跌。展望后市，随着特朗普提名米兰出任美联储理事，其鸽派观点或提振市场降息预期。同时需关注7月美国CPI、PPI数据的变化，目前市场预期CPI月率为0.2%、前值为0.3%，年率为2.8%、前值为2.7%，数据若超预期，降息预期变化下，金价波动或加剧。

工业金属：供给扰动、叠加宏观利好释放，支撑价格。逐步进入淡旺季切换阶段，尽管现实需求偏弱，但需求预期或边际改善，同时部分品种供给端扰动增加，工业金属价格将得到支撑。宏观层面，国内7月CPI同比持平、环比+0.4%、环比涨幅高于季节性水平0.1pct，扩内需政策效应持续显现；7月PPI同比-3.6%、环比-0.2%、环比降幅较上月收窄0.2pct，国内市场竞争秩序持续优化。同时，特朗普提名米兰，或搅动美联储此前关于关税、通胀相关共识，美联储降息预期或得到提升。海内外宏观利好释放，将对工业金属价格形成向上支撑。

推荐标的：紫金矿业、洛阳钼业、西部矿业、中国铝业、天山铝业、神火股份、云铝股份、山东黄金、山金国际、厦门钨业、中钨高新。

风险提示：下游需求弱于预期、供给端大量释放、美联储降息进程不及预期等。

吴杰（分析师）
 021-38676666
 S0880525040109

行业周报：公用事业《暴雨影响下降，全国用电负荷再新高》

胡鸿程（分析师）
021-38676666
S0880525070011

2025-08-10

7月8月普遍高温，煤耗增加同时，电量电价均改善，尤其火电电量改善非常明显。7月国网山东售电621亿度，YOY+20.2%，增速创52个月新高；居民生活用电YOY+48.47%。长源电力7月火电/水电发电量35.7/1.29亿度，YOY+60.3%/-57.4%，湖北火电恢复明显。我们认为，Q2已经证明煤价跌幅大于电价，而Q3或将证明，煤价涨幅小于电价。看好Q3行业的盈利增速和未来分红率改善，维持行业“增持”评级。

安徽《关于做好新型储能调度运行结算工作的通知（征求意见稿）》：（1）独立新型储能充、放电价按调用时间节点现货市场实时电价结算。（2）对独立新型储能2025年7月、8月、12月上网总发电量，按0.2元/度给予补贴；2026年1月、7月、8月、12月上网总发电量，按0.1元/度给予补贴。保供支持补贴暂从尖峰电价资金中列支。

《山东省新能源上网电价市场化改革实施方案》：增量项目省发改委每年公布机制电量规模及执行期限，2025年8月开始竞价，申报充足率下限125%；自2026年起每年10月竞价；今年机制电量总规模为94.67亿度，其中，风电为81.73亿度，光伏为12.94亿度；竞价上限风电、光伏均为每度0.35元，竞价下限风电为0.094元，光伏为0.123元。此次方案较之前征求意见取消了对分布式光伏不进机制电的提法，我们认为利弊各半，利是公平竞争，认为限制少了，弊是可能导致竞价更低，光伏竞争更加激烈。

国家电网：8月4日-6日，国家电网用电负荷连续三天创历史新高，最大负荷达12.33亿千瓦，较去年11.80亿千瓦增长5300万千瓦。1、25H1浙江用电量3232.7亿度，YOY+7.1%。第二/三产业用电量分别为2170/582亿度，YOY+5.2%/+11.1%。居民用464亿度，YOY+10.8%。2、安徽25H1用电量1718亿度、YOY+2.6%，增速同比放缓10.7pct；全社会发电总装机达1.38亿千瓦，YOY+19.6%；累计发电量1822亿度，YOY+0.5%。

25H1全国新增光伏总装机为2.12亿千瓦，YOY+106%。地面/工商业/户用新增0.99/0.87/0.26亿千瓦，YOY+99.2%/+42.8%/+61.7%。新增光伏装机总量排名前三的省份分别为江苏、新疆、广东，分别新增装机0.22/0.2/0.16亿千瓦。广西：北海市启动2025年度海上风电项目竞争性配置，标段设置为国家能源局批复的《广西海上风电工程规划》N区域中的N1、N2和N4，总装机容量195万千瓦。

风险提示。（1）经济增速预期和货币政策导致市场风格波动较大。（2）电力市场化方向确定，但发展时间难以确定。

行业跟踪报告：煤炭《反内卷下国企整合加速，旺季更旺已充分证实》2025-08-10

黄涛（分析师）
021-38676666
S0880515090001

王楠璐（分析师）
021-38676666
S0880525070029

投资建议：从板块推荐角度，依然推荐红利的核心中国神华、陕西煤业、中煤能源；继续推荐兖矿能源、晋控煤业。

国企改革排头兵——神华重磅收购，行业“反内卷”持续发酵。2025年8月

2日，中国神华公司发布公告，初步考虑拟由公司发行股份及支付现金购买国家能源集团持有的煤炭、坑口煤电以及煤制油煤制气煤化工等相关资产并募集配套资金。我们认为此或代表着神华国企改革正在大步迈进，后续依然对于改革各方面进展有所期待。国家能源局7月31日表示，组织晋、陕、蒙、新等重点产煤省(区)开展煤矿生产情况核查，督促企业严格按公告能力组织生产，严禁超能力生产，行业反内卷值得继续重视。1)需求端:6月全社会用电量已经恢复至5.4%，火电发电量同比+1.1%，7-8月电力负荷持续创历史新高，增速继续攀升。我们认为伴随全国正式进入盛夏，需求端有望呈现稳中有升的局面。2)供给端:我们认为供给最大变化来自于反内卷，截至2025年上半年国内总产量24亿吨，预计下半年产量有所下滑，预计全年产量同比去年持平微降，叠加全年进口量确定性下滑(6月中国进口煤炭总量创三年来新低，同比下降25.93%，7月继续同比下滑22.9%，也是今年连续五个月同比下降)，我们预计全年供给端同比2024年有所下滑。我们认为2025Q2就是基本面的拐点，煤炭行业充分的下行风险释放，对于中长期看下行风险可控并已经清晰的背景下，值得更多的长线资金配置。

动力煤:价格全面开启反弹。截至8月8日，黄骅港动力煤Q5500平仓价692元/吨，较前一周上涨24元/吨(3.6%)。从供给看，国内稳定，进口继续缩量;预计全年国内加进口总供给基本维持稳定;需求端，我们预计日耗拐点已经出现，有望扭转当前供需失衡局面。

焦煤:期现共反弹，铁水有望淡季不淡。截至2025年8月8日，1610元/吨，较前一周下跌70元/吨(-4.2%)。上周日均铁水产量240万吨，环比微降。我们认为铁水高位一方面焦煤焦炭今年降价使得钢厂盈利明显强于24年，另一方面短期关税暂缓抢出口及钢坯出口绕过反倾销大增，大概率钢铁淡季不淡，需求端在持续好转。

行业回顾:1)截至2025年8月8日，京唐港主焦煤库提价1610元/吨(-4.2%)，港口一级焦1509元/吨(3.4%)，炼焦煤库存三港合计269.9万吨(-1.7%)，200万吨以上的焦企开工率为79.18%(0.08PCT)。2)澳洲纽卡斯尔港Q5500离岸价上涨1美元/吨(1.0%)，北方港(Q5500)下水煤较澳洲进口煤成本低10元/吨;澳洲焦煤到岸价198美元/吨，与上周持平，京唐港山西产主焦煤较澳洲进口硬焦煤成本低18元/吨。

风险提示:宏观经济增长不及预期;进口煤大规模进入;供给超预期

行业跟踪报告:机械行业《液氧周均价环比持续上涨;盈德、金宏获取供气长协订单》2025-08-10

肖群稀(分析师)

021-38676666

S0880522120001

赵玥炜(分析师)

021-38676666

S0880525040040

投资建议。价格端看，液氧周均价环比持续上涨;稀有气体周均价低位持续震荡。负荷率端看，中国工业气体周度开工负荷率环比略下降至69.70%;事件端看，盈德气体、金宏气体获取供气长协订单，杭氧股份拟加大氢能布局。推荐标的为杭氧股份、陕鼓动力，相关标的为正帆科技、中船特气。

液氧周均价环比持续上涨;稀有气体周均价低位持续震荡。根据卓创资讯工业气体官网微信公众号，截至2025年8月7日，气体周度价格情况如下:1)液态气:①液氧:均价484元/吨，环比涨4.31%，同比涨8.00%;②液氮:均价457元/吨，环比跌0.95%，同比跌6.90%;③液氩:均价602元/吨，环比涨0.50%，

同比跌 11.73%。2)稀有气: ①管束高纯氦气: 均价 85.50 元/立方米, 环比跌 0.34%, 同比跌 15.71%; ②氙气: 均价 24500 元/立方米, 环比跌 2.28%, 同比跌 27.94%; ③氪气: 均价 240 元/立方米, 环比持平, 同比跌 31.43%; ④氖气: 均价 110 元/立方米, 环比持平, 同比跌 12.00%。

中国工业气体周度开工负荷率环比下降。根据卓创数据, 截至 2025 年 8 月 6 日, 中国工业气体周度开工负荷率 69.70%, 环比-0.37pp。

重要事件回顾: 1) 盈德气体: 根据盈德气体官方微信公众号, 盈德气体与国能包头煤化工续签供气协议, 自 2009 年合作以来, 盈德气体为国能包头煤制烯烃国家级示范项目配套建设 4 套 60000 Nm³/h 空分装置; 2) 金宏气体: 根据金宏气体官方微信公众号, 金宏气体与靖江特钢签署长期气体供应合同; 3) 杭氧股份: 根据杭氧集团官方微信公众号, 杭氧拟与龙泽能源、上海氢枫共同投资设立氢能合资公司, 将投资建设一套氢气产能为 2825Nm³/h 的焦炉煤气制氢装置和充装装置, 生产并销售高纯氢及燃料电池汽车用氢产品, 杭氧股份将持有合资公司 51% 的股份。

风险提示。宏观经济和市场需求波动风险; 稀有气体产能快速释放带来价格下行风险; 工业经济复苏不及预期; 气体行业供给过剩等风险。

行业跟踪报告: 钢铁《盈利率连升七周, 持续看好板块布局机会》2025-08-10

李鹏飞 (分析师)

021-38676666

S0880519080003

刘彦奇 (分析师)

021-38676666

S0880525040007

魏雨迪 (分析师)

021-38676666

S0880520010002

王宏玉 (分析师)

021-38676666

S0880523060005

需求环比下降, 总库存保持累库趋势。上周 (本报告中的上周均指 2025 年 8 月 4 日至 8 月 8 日当周) 五大品种钢材表观消费量 845.74 万吨, 环比降 6.29 万吨; 其中, 建材表观消费量 288.78 万吨, 环比升 9.48 万吨; 板材表观消费量 556.96 万吨, 环比降 15.77 万吨。上周五大品种钢材产量 869.21 万吨, 环比升 1.79 万吨; 总库存 1375.36 万吨, 环比升 23.47 万吨, 维持近年同期最低位水平。上周 247 家钢厂高炉开工率 83.75%, 环比升 0.29 个百分点; 高炉产能利用率 90.04%, 环比降 0.15 个百分点; 电炉开工率 63.46%, 环比升 0.64 个百分点; 电炉产能利用率为 53.95%, 环比降 0.14 个百分点。短期淡季阶段, 需求或维持边际趋弱态势, 总库存或保持上升趋势。

盈利率环比上升。上周 45 港进口铁矿库存 13712.27 万吨, 环比升 54.37 万吨。上周螺纹模拟平均吨毛利 311.6 元/吨, 环比降 40.2 元/吨, 热卷模拟平均吨毛利 229.6 元/吨, 环比降 8.2 元/吨; 247 家钢企盈利率 68.4%, 环比升 3.03%。展望来看, 我们预期铁矿加速增产且需求难有较大提升, 铁矿或逐步进入宽松周期, 铁矿价格向上弹性有限, 钢铁成本掣肘因素有望改善, 行业盈利中枢有望逐步修复。

需求有望企稳, 供给维持收缩预期。地产持续下行, 导致地产端用钢需求占比下降, 我们预期地产对需求的负向拖拽将逐渐减弱; 基建、制造业端需求有望平稳增长。出口方面, 1-6 月我国钢材出口量仍维持同比增长, 同比增幅 9.2%。总体来看, 我们预期钢铁需求有望逐步企稳。供给端来看, 行业自 2022Q3 开始亏损, 目前仍有超 30% 钢企亏损, 供给市场化出清已开始出现, 行业基本面有望逐步修复。7 月 18 日, 工信部总工程师谢少锋在国新办新闻发布会上表示 “钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案即将出台, 工业和信息化

部将推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能”。我们预期若供给政策落地，行业供给的收缩速度更快，行业上行的进展将更快展开。

维持“增持”评级。长期来看，产业集中度提升、促进高质量发展是未来钢铁行业发展的必然趋势，具有产品结构与成本优势的钢企将充分受益；在环保加严、超低排放改造与碳中和背景下，龙头公司竞争优势与盈利能力将更加凸显。重点推荐：1) 技术与产品结构领先的宝钢股份，产品结构持续升级的华菱钢铁、首钢股份，低成本与弹性钢企方大特钢、新钢股份；2) 低估值高股息具备竞争优势的特钢龙头中信特钢、甬金股份；高壁垒材料公司久立特材、翔楼新材、铂科新材；高温合金龙头图南股份、抚顺特钢，中洲特材；3) 需求复苏趋势下，看好具有长期格局优势的上游资源品，推荐河钢资源、大中矿业、安宁股份、鄂尔多斯、永兴材料、包钢股份。

风险提示：供给端收缩不及预期，需求大幅下降。

行业双周报：机械制造业《具身智能重要方案发布，商业低轨卫星密集升空》2025-08-10

肖群稀（分析师）

021-38676666

S0880522120001

黄龙（分析师）

021-38676666

S0880525070027

投资建议：人形机器人：推荐恒立液压、贝斯特、长盛轴承、兆威机电、鸣志电器、捷昌驱动、曼恩斯特、双环传动。工程机械：推荐恒立液压、三一重工、徐工机械、中联重科。出口链：推荐宏华数科、巨星科技、杰克股份、涛涛车业。

机器人：8月6日，上海市人民政府办公厅印发《上海市具身智能产业发展实施方案》（以下简称《方案》）。方案旨在抢抓具身智能发展机遇，加速形成未来产业创新集群生态，全力打造全球具身智能产业创新高地，实现具身智能“模力聚申”。方案提出推动具身智能产业能力提升的四个方面：一是推动核心零部件研制，如人形机器人需要规模化量产，需要提升精密的电机、减速器、行星滚珠丝杠、灵巧手、传感器等等关键零部件的产业能力，加快自主研发的算力芯片，核心主板研发和性能提升。二是打造热销终端产品，通过提高性能，降低成本，推进终端产品的量产化进程。三是招引一批优质企业，对销售和租赁具身智能机器人的企业按规定提供奖励。四是构建产业集群，以张江为核心承载区，加强市区联动和长三角区域产业协同，形成功能互补、差异化发展的特色产业集群。

船舶：南北船合并将迎终章，巩固我国造船业优势地位。1) 根据中国船舶及中国重工公告，中国船舶拟通过向中国重工全体换股股东发行A股股票的方式换股吸收合并中国重工，交易金额达1,151.50亿元，已获证监会核准，同时中国船舶将开展异议股东收购申请权申报，股票将于8月13日起连续停牌。2) 通过聚焦主业优势，强化精益管理，提升生产效率，增加民品船舶经营收入，中国船舶预计2025年上半年实现归母净利润28-31亿元，同比增加98.25%-119.49%，中国重工预计上半年实现归母净利润15-18亿元，同比增加181.09%-237.30%。我们认为，南北船合并即将迎来终章，合并有望整合双方资源，优化产业链布局，协同提升船舶制造国际竞争力，进一步巩固我国全球第一造船大国优势地位。

其他重点板块：1) 商业航天：近日，我国商业低轨卫星密集升空，发射频率显著提升，卫星互联网组网进度持续推进。8月4日，长征十二号运载火箭于海南商业航天发射场将星网低轨07组卫星成功发射升空，此次发射距离06组卫星发射仅5天。8月9日，吉利星座04组卫星也搭乘捷龙三号火箭，在日照附近

海域成功升空。2) 风电设备: 8月5日, 欧盟批准为期20年的110亿欧元援助计划以支持法国海上风电场建设, 预期总发电量约6.6TWh, 满足135万法国家庭用电需求, 助力实现欧盟2030年净零经济及可再生能源目标。欧洲风电计划或将刺激中国风电设备出口, 进而开拓我国产业链及技术标准出口新路径。

风险提示: 新技术研发不达预期、产业政策变化、市场竞争加剧等。

行业跟踪报告: 钢铁《钢铁行业周报数据库 20250810》

2025-08-10

李鹏飞 (分析师)

021-38676666

S0880519080003

魏雨迪 (分析师)

021-38676666

S0880520010002

王宏玉 (分析师)

021-38676666

S0880523060005

刘彦奇 (分析师)

021-38676666

S0880525040007

上周钢价涨跌互现。上周上海螺纹钢现货价格环比降20元/吨至3330元/吨, 跌幅0.6%; 期货价格环比升10元/吨至3213元/吨, 涨幅0.31%。上周热轧卷板现货价格环比升40元/吨至3470元/吨, 涨幅1.17%; 期货价格环比升27元/吨至3428元/吨, 涨幅0.79%。上周上海中板价格环比升50元/吨至3490元/吨, 涨幅1.45%; 上周冷卷价格为4060元/吨, 环比持平; 上周线材环比升10元/吨至3720元/吨, 涨幅0.27%。短期淡季阶段, 需求或维持边际趋弱态势, 总库存或保持上升趋势。但展望来看, 我们认为从供需两方面来看, 需求将逐步触底, 继续下降的动力不强; 供给端来看, 即便不考虑供给政策, 目前行业亏损时间已经较长, 供给的市场化出清已开始出现, 我们预期钢铁基本面有望逐步修复。

全国247家钢厂高炉开工率上升。根据Wind数据, 上周全国电炉开工率63.46%, 环比上周升0.64个百分点; 上周电炉产能利用率为53.95%, 环比上周降0.14个百分点。根据Mysteel数据, 上周全国247家钢厂高炉开工率83.75%, 较上一周升0.29个百分点; 全国247家钢厂高炉产能利用率为90.09%, 较上一周降0.15个百分点。上周247家钢企盈利率为68.4%, 较上一周升3.03个百分点。

上周铁矿石现货价格环比上升, 期货价格环比上升; 焦炭现货价格环比上升, 期货价格环比上升。上周日照港PB粉(铁含量61.5%)上升2元/吨至770元/吨, 涨幅0.26%; 铁矿石主力期货价格上升7元/吨至790元/吨, 涨幅0.89%。焦炭方面, 焦炭现货价格上升50元/吨至1560元/吨, 涨幅3.31%; 焦炭期货价格上升68.5元/吨至1653.5元/吨, 涨幅4.32%。焦煤现货价格为1430元/吨, 与上周持平; 焦煤期货价格上升134.5元/吨至1227元/吨, 涨幅12.31%。

上周测算螺纹钢生产利润下降, 测算热卷生产利润下降。测算螺纹钢的平均吨毛利为311.6元/吨, 较上一周降40.2元/吨, 热卷模拟平均吨毛利229.6元/吨, 较上一周降8.2元/吨。测算螺纹钢模拟成本滞后一个月的平均生产利润降76.9元/吨至385.5元/吨, 热卷模拟成本滞后一个月的平均生产利润降44.9元/吨至303.5元/吨。

维持“增持”评级。长期来看, 产业集中度提升、促进高质量发展是未来钢铁行业发展的必然趋势, 具有产品结构与成本优势的钢企将充分受益; 在环保加严、超低排放改造与碳中和背景下, 龙头公司竞争优势与盈利能力将更加凸显。重点推荐: 1) 技术与产品结构领先的宝钢股份, 产品结构持续升级的华菱钢铁、首钢股份, 低成本与弹性钢企方大特钢、新钢股份; 2) 低估值高股息具备竞争优势的特钢龙头中信特钢、甬金股份; 高壁垒材料公司久立特材、翔楼新材、铂科新材; 高温合金龙头图南股份、抚顺特钢, 中洲特材; 3) 需求复苏趋势下, 看好具有长期格局优势的上游资源品, 推荐河钢资源、大中矿业、安宁股份、鄂尔

多斯、永兴材料、包钢股份。

风险提示：供给端收缩不及预期，需求大幅下降。

行业双周报：农业《8月关注生猪产能变化和亚宠展催化》

2025-08-10

王艳君（分析师）

021-38676666

S0880520100002

林逸丹（分析师）

021-38676666

S0880524090001

巩健（分析师）

021-38676666

S0880525040051

蔡子慕（分析师）

021-38676666

S0880525070015

生猪养殖：7月能繁仍在增长，体重下降继续。

7月能繁数据逐步公布，涌益咨询监测的能繁存栏环比增长0.52%，能繁环比继续增长。从体重角度看，涌益的周度监测体重继续下降0.18公斤，上市公司上周披露的出栏月报来看，我们预计出栏体重也有普遍下降。从目前的能繁和体重来看，我们认为能繁的控制是细水长流的过程，体重的下降近几周趋势明晰。从8月价格预期来看，我们预计8月是出栏量环比增长，体重压力逐步有所释放的过程，短期价格预计承压。继续推荐养殖板块牧原股份、温氏股份。

宠物：8月关注亚宠展，关注头部国产品牌表现。

我国规模最大的宠物展览会亚洲宠物展预计8月20日在上海召开，超过2600个国内外宠物品牌参会。国产品牌崛起快速趋势明确，看好具备产能优势、研发储备、精细化营销能力的宠物食品企业。

种植：关注河南旱情，粮价景气度或继续上行。

今年主汛期很重要的特点之一是旱涝并存。河南、安徽、山东、湖北等部分地区，都出现了相关旱情。根据河南省农业农村厅总农艺师，当前旱情可以说是2000年以来最严重的年份，豫东豫南是这一轮的重点干旱区域。从河南全省范围来看，当前旱情可以说是2000年以来最严重的年份。美国农业部2025年7月供需报告对2025/26年度全球小麦、玉米、稻米以及大豆的供需形势做了进一步调整，其中对小麦和大米的消费量上调产量、库存下调；对玉米的产量、消费量和库存均下调；对大豆的产量、压榨量和期末库存均上调。我们判断，今年我国玉米等农产品进口缩减的事实不变，看好粮价相对景气。粮价景气有望推动种植效益提升，拉动种植环节业绩景气。

投资建议：生猪推荐标的：牧原股份、温氏股份；后周期推荐标的：科前生物、海大集团。农产品产业链推荐标的：晨光生物、隆平高科、荃银高科、丰乐种业，相关标的：康农种业、苏垦农发、北大荒。宠物板块推荐标的：乖宝宠物、中宠股份、瑞普生物、佩蒂股份。禽板块推荐标的：圣农发展、益生股份、立华股份。

风险提示：大宗农产品价格波动风险、养殖疫病风险、自然灾害风险、关税政策变化、汇率波动。

杨林 (分析师)

021-38676666

S0880525040027

魏宗 (分析师)

021-38676666

S0880525040058

钟明翰 (研究助理)

021-38676666

S0880124070047

行业跟踪报告: 计算机《计算机周观点第 14 期: GPT5 发布, 成本大幅下降, 长期利好 AI 应用》2025-08-10

投资建议: 近期工信部印发文件指引脑机接口产业发展, 世界机器人大会正在举办, 8月8日 GPT5 发布, 成本大幅下降, 长期利好 AI 应用, AI 应用落地将持续加速。我们维持计算机板块“增持”评级, 推荐标的: 金蝶国际、金山办公、合合信息、赛意信息、新大陆、通行宝、安恒信息、汉得信息、瑞纳智能; 相关标的: 日联科技。

近期, 工信部等七部门印发《关于推动脑机接口产业创新发展的实施意见》。该文件旨在推动脑机接口产业的高质量发展, 加快形成新质生产力, 支撑现代化产业体系建设。该文件明确了到 2027 年脑机接口关键技术取得突破, 初步建立先进的技术体系、产业体系和标准体系, 电极、芯片和整机产品性能达到国际先进水平, 脑机接口产品在工业制造、医疗健康、生活消费等加快应用的目标。到 2030 年, 形成安全可靠的产业体系, 培育 2 至 3 家有全球影响力的领军企业和一批专精特新中小企业, 构建具有国际竞争力的产业生态, 综合实力迈入世界前列。

2025 年 8 月 8 日, Chatgpt-5 发布, 技术指标渐进升级, 实用性成为核心竞争力。从技术性能与跑分维度看, GPT5 实现有限 SOTA 表现, 多数能力以微弱优势领先于竞品。在 AGI 相关评测中, 其表现不及 Grok 4, 反映出在通用智能领域仍存提升空间。实用性优化构成 GPT5 核心竞争力。用户体验双盲测下, GPT5 在所有排行榜均夺得魁首; 幻觉率显著降低, 较 GPT-4o 低约 45%, 较 OpenAI o3 低约 80%, 大幅提升输出可靠性; 编程能力优化, 智能体式编码系统支持多工具调用与自主纠错, 自我修复 Bug 能力大幅提升; 文本生成更趋人性化, 叙事韵律与情感共鸣能力增强; 上下文处理能力实现跃升, 支持 400k token 长度, 长文本精准度较 o3 提升近一倍。推理成本超预期下降, API 调用价格大幅低于同类竞品, 定价极具竞争力。综合来看, GPT5 在可靠性、效率与成本上的改进, 为 AI 技术在软件开发、内容生产等产业场景的规模化落地提供了有力支撑。

2025 世界机器人大会于 8 月 8 日-12 日在北京举办。大会以“让机器人更智慧、让具身体更智能”为主题, 由中国电子学会、世界机器人合作组织主办, 包含开幕式、闭幕式、论坛及同期的世界机器人博览会、世界机器人大赛等活动。博览会汇聚 ABB、库卡、宇树科技等 200 余家国内外企业, 涵盖 50 余家机器人整机企业, 展出 1500 余件展品及 100 余款首发新品, 展览面积达 50000 平米, 重点展示工业制造、医疗康养等多领域具身智能应用场景。主论坛设“产业发展”“创新应用”“技术融合”三大篇章, 汇聚顶尖专家与企业家, 通过多元形式交流前沿技术、产业趋势与创新成果。

风险提示: 技术发展不及预期, 公司业务拓展不及预期。

行业双周报: 综合金融《GPT5 发布, 人工智能文件落地推

刘欣琦 (分析师)

021-38676666

S0880515050001

孙坤（分析师）

021-38676666

S0880523030001

动行业发展》2025-08-10

投资建议：AI 在证券投研及投顾、银行信贷和营销渠道、保险代理人赋能、小微商户点餐及营销、消费金融风控及客服等场景逐步落地，未来空间广阔。1) 看好券商行业智能投研、智能投顾的发展前景，推荐推出垂类模型及相关产品的头部公司同花顺、东方财富、九方智投控股，相关标的恒生电子。2) 看好消费金融行业中智能客服、智能营销、智能风控场景的快速落地，推荐易鑫集团、百融云、奇富科技。3) 看好银行和保险行业中依托大模型实现研发的提质增效及各业务场景的应用，相关标的长亮科技、宇信科技、中科软、新致软件。4) 看好大模型在支付行业中商户点餐、营销等场景的应用，建议布局相关业务的支付公司，推荐拉卡拉、移卡。

GPT-5 正式发布，以多版本迭代、多维度性能跃升成技术焦点；国务院审议通过“人工智能+”行动意见，推动行业规模化发展。科技企业方面，GPT-5 发布，在信息处理效率、准确性、安全性、多模态能力、垂直领域表现等方面均有显著提升，功能上进行了相应优化，但在稳定性和多模态方面不及预期。腾讯发布并全面开源混元 3D 世界模型 1.0，简化 3D 场景构建；阿里在推出自研“夸克 AI 眼镜”，融合多生态能力，具备轻薄舒适、长续航及强 AI 理解能力等优势；蚂蚁数科联合多家机构推出金融大模型评测基准，并发布基于 Qwen3 研发的金融推理大模型。此外，Edge 浏览器推出“Copilot 模式”，强化跨标签页分析等 AI 辅助功能；京东云将企业级智能体 JoyAgent；Manus 发布 100 个 AI 智能体并行处理模式，大幅提升复杂任务处理效率；宇树科技推出新款四足机器狗。政策与金融领域，国务院审议通过“人工智能+”行动意见，推动 AI 规模化商业化应用；多部门联合印发意见，加强对数字基础设施的金融支持。

金融科技进展：易鑫自研 Agentic 大模型攻坚汽车金融全链条智能化，奇富科技、新致软件各有突破。易鑫集团在大会上展示汽车金融 AI 创新成果，其自研的 agentic 大模型进入攻坚阶段，可联动多虚拟助手完成汽车金融业务全链条智能化处理。新致软件联合合作伙伴成立致澜智算公司，推进 AI 技术在客户端及司法领域产业化落地，构建“AI+机器人”协同生态。奇富科技亮相互联网安全大会，展示金融安全领域成果，包括 Lumo AI 合规助手、山海安全反诈中心、三款核心安全产品等，全方位保障金融安全。

风险提示：大模型技术迭代不及预期；大模型在金融领域相关场景的落地不及预期。

秦和平（分析师）

021-38676666

S0880523110003

行业专题研究：海外科技《GPT5 性能出众，加速算力投资》

2025-08-10

投资建议：维持行业增持评级，推荐 AI 算力方向、云厂商方向、AI 应用方向、AI 社交方向以及 AI 注入周期下的中概巨头，推荐腾讯控股（0700.HK）、小米集团（1810.HK）、Meta（Meta.O）、台积电（TSM.N）。

台积电 2 纳米技术泄露，多名员工遭解雇。台积电于 8 月 5 日证实，因 2 纳米制程商业秘密泄露，已开除多名员工。经调查，本次事件约 10 人涉案。其中 1 人为跳槽至东京电子的台积电前员工，现已被收押；他是通过认识的先进制程研

发人员获取商业秘密。另有 6 名研发中心人员，因在职期间通过网络传送 2 纳米相关资料，被撤岗并调离原单位。其余 3 人为 2 纳米试产人员，至少将 400 多张制程整合技术照片泄露给东京电子员工，证据确凿，遭台积电直接开除并依法移交司法部门。我们认为，此次核心技术外泄事件已对台积电构成显著的声誉损害与信任危机，需要通过资源整合与信心重建，确保 2 纳米制程的量产目标如期达成。

OpenAI 正式发布 GPT-5，并发布两款开源模型。当地时间 8 月 7 日，OpenAI 正式发布新一代 AI 模型 GPT-5。GPT-5 的智能水平远超该公司此前所有模型，在编码、数学、写作、健康、视觉感知等多个领域表现卓越。在编码方面，GPT-5 能通过单次提示即可创建兼具美感的网站、应用程序和游戏，并擅长复杂前端生成及大型代码库项目调试；在写作方面，该模型可帮助用户将初步构思转化为兼具文学深度、节奏感与可读性的文本。此外，OpenAI 于 8 月 6 日发布 2 款全新大语言模型 gpt-oss-120b 与 gpt-oss-20b，这是该公司继 2019 年开源 GPT-2 后，时隔 6 年重返开放生态。我们认为，GPT-5 的发布进一步巩固了 AI 大模型应用落地的市场预期，其卓越的技术表现将显著催化人工智能产业对算力基础设施的资本开支。

马斯克叫停 Dojo 自研芯片项目，特斯拉将全面转向传统算力芯片。特斯拉 CEO 埃隆·马斯克于 8 月 7 日下令关闭 Dojo 超级计算机项目。该项目为特斯拉自研的系统，专用于训练支持自动驾驶 FSD 及人形机器人 Optimus 的机器学习模型，通过处理车辆数据快速优化算法。我们认为，特斯拉中止 Dojo 自研芯片项目反映了其 AI 算力战略的深度调整。这一方向已在公司 2025Q2 财报中得到验证：该报告明确提及新增英伟达 H200 集群，却未讨论 Dojo 进展，表明特斯拉在算力上将更多依赖外部合作。同时，Dojo 项目的终止凸显了定制芯片研发需面对成本与技术端的双重考验，将促使 AI 企业加强对传统算力芯片的投入。

风险提示：地缘政治风险；AI 技术发展未及预期；消费复苏未及预期；行业竞争风险；政策监管风险。

行业跟踪报告：社会服务业《央行连续增持黄金，老铺黄金纳入 MSCI》2025-08-10

刘越男（分析师）
021-38676666
S0880516030003

宋小寒（分析师）
021-38676666
S0880524080011

投资观点：①关注高中教育体制改革，推荐天立国际控股、学大教育，关注凯文教育；②AI+消费，推荐康耐特光学、小商品城、科锐国际；③情绪与体验消费，推荐老铺黄金、名创优品；④传统零售调改与新渠道，推荐红旗连锁、步步高、重庆百货；⑤关注一季报高增长个股，推荐三峡旅游，关注天府文旅、曼卡龙。

上周行情回顾：上周商贸零售板块涨幅+0.17%，消费者服务板块涨幅-0.01%，在所有行业中分别位列 27 和 29（共 30 个行业）。未停牌股票中，武商集团+25.73%，西域旅游+21.64%，莱绅通灵+17.21%，潮宏基+16.67%，萃华珠宝+14.84%，浙江东日+14.08%涨幅居前。

行业重点信息及数据更新：1) 社服行业：①8 月 7 日，同程旅行与顺丰速运在广州签署了战略合作协议。根据战略合作协议，双方将融合快递寄递、智能寄存、景区联动与行程规划，推出“即托即走、随存随取”“票+递”“游+寄”等模

式。②8月7日，携程披露公司近日与大韩航空正式签署战略合作协议。通过深度整合双方优势资源，共同开拓市场，推动业务创新。③据霸王茶姬8月8日披露的数据，2025年“秋一杯”（也是指立秋节点促销），霸王茶姬销量环比上涨200%，同比增长28%。2)零售行业：①8月8日，MSCI宣布全球指数纳入老铺黄金。老铺黄金成为MSCI新兴市场指数最大的三支新增成分股之一。②央行8月7日发布数据，中国7月末黄金储备报7396万盎司（约2300.41吨），环比增加6万盎司（约1.86吨），为连续第9个月增持黄金。③8月6日，淘宝正式上线全新大会员体系，与饿了么、飞猪等阿里系资源全面打通，服务范围覆盖吃喝玩乐、衣食住行等各类生活场景。

公司公告：①百胜中国：2025年第二季度营收达27.9亿美元，同比增长4%，净利润为2.15亿美元，同比增长1%。②红旗连锁：2025年半年度实现营业总收入48.08亿元，同比下降7.30%，归属于上市公司股东的净利润为45.87亿元，同比上涨2.79%。③凯文教育：凯文教育董事司徒智博辞去职务，控股股东提名王力为新任非独立董事候选人。④呷哺呷哺：截至2025年6月30日止六个月，公司收入约人民币19亿元，较2024年同期减少约18.9%；净亏损约人民币0.8亿元至1.0亿元，较2024年同期净亏损大幅收窄，降幅约63.2%至70.5%。

风险提示：消费复苏不及预期、宏观经济波动风险、市场竞争加剧。

行业双周报：金融《半年报值得关注，继续推荐低估值非银板块》2025-08-10

刘欣琦（分析师）

021-38676666

S0880515050001

肖尧（分析师）

021-38676666

S0880525040115

半年报将至，非银板块半年报关注度提升。

根据我们前期的报告，我们预计券商2025H1业绩好于预期，归母净利润同比+61.23%。1)42家上市券商2025H1调整后营业收入（营业收入-其他业务成本）同比+30.29%至2384.80亿元，归母净利润同比+61.23%至1015.88亿元。2)其中，2025Q2单季调整后营收1240.75亿元，环比/同比+8.45%/+26.68%，归母净利润494.05亿元，环比/同比-5.32%/+42.92%。

接下来我们建议围绕券商国际业务、自营弹性及并购重组主题选股。

保险方面，2025年上半年股债市场表现回暖，我们预计上市险企持有的FVTPL固收资产及FVTPL权益资产共同推动投资收益率提升，推动利润稳定增长。

半年报有望成为非银板块又一催化，继续看好非银。

风险提示：资本市场大幅波动

涂力磊（分析师）
021-38676666
S0880525040101

谢皓宇（分析师）
021-38676666
S0880518010002

陈子仪（分析师）
021-38676666
S0880525040102

谢盐（分析师）
021-38676666
S0880525040098

行业跟踪报告：房地产《第 32 周成交回落，北京放松限购利于市场回稳》2025-08-10

上周大中城市成交回落。上周北京对符合条件家庭五环外不再限制购房套数。我们认为一线城市逐步放松限购仍是大势所趋，这有利于行业整体销售的止跌回稳和健康发展。维持行业“增持”评级。

上周大中城市新房成交环比回落：2025 年第 32 周 30 大中城市新房成交面积为 122 万平，环比前一周-31.4%，同比 2024 年-18%。其中一线城市销售面积 35 万平，环比前一周-34.7%，同比 2024 年-33%。二线城市销售面积 58 万平，环比前一周-38.8%，同比 2024 年-8%。三线城市销售面积 30 万平，环比前一周-3.05%，同比 2024 年-15.3%。2025 年 8 月 1 日-7 日 30 城累计成交面积 122 万平，环比 2025 年 7 月同期-11.9%，同比-20%。一线城市累计成交面积 35 万平，环比 2025 年 7 月同期-2%，同比-28%。二线城市累计成交面积 58 万平，环比 2025 年 7 月同期-9%，同比-15.6%。三线城市累计成交面积 30 万平，环比 2025 年 7 月同期-25.4%，同比-16.4%。上周 24 城二手房成交环比继续回落：24 城 2025 年第 32 周二手房成交量为 183 万平，环比前一周-8.19%，同比-3.14%。其中一线城市二手房成交面积 67.15 万平，环比前一周-13.2%，同比-0.2%。二线城市二手房成交面积 75.2 万平，环比前一周-9.1%，同比-8.5%。三线城市二手房成交面积 40.9 万平，环比前一周 3.4%，同比 2.98%。24 城 2025 年 8 月 1 日-7 日二手房成交面积 197 万平，环比 2025 年 7 月同期-6.3%，同比去年 1.4%；一线城市 67 万平，环比 2025 年 7 月同期-0.4%，同比去年 1%；二线城市 75.2 万平，环比 2025 年 7 月同期-12.4%，同比去年-5.1%；三线城市 55 万平，环比 2025 年 7 月同期-4.2%，同比去年 12.7%。2025 年第 32 周百城土地成交增速回升：上周土地供应面积为 1383 万平，土地成交面积为 1492 万平，供销比 0.93 倍。土地出让金额为 368 亿元。本年度全国 100 大中城市累计土地供应面积 43271 万平，同比-15%，累计同比增速较前一周回落 0.11 个百分点，成交面积 41577 万平，同比-3.3%，累计同比增速较前一周回升 0.63 个百分点，累计土地出让金 12780 亿元，同比 14.8%。上周全国土地溢价率为 4%，环比前一周回落 5.35 个百分点。

2025 年 7 月 35 城月度库存出清周期环比继续回升：35 城 2025 年 7 月可售面积为 31202 万平，环比上个月 1.47%，同比-4.76%。35 城 2025 年 7 月库存出清周期(按 12 个月月均计算)为 21.57 个月，环比上个月 3.17%，同比去年-6.07%。

上周周报时间段选取的说明：新房、二手房周数据选取时间段为 2025 年 8 月 1 日到 8 月 7 日。土地成交数据来自 Wind 周数据，时间段为 2025 年 7 月 27 日到 8 月 3 日，为 2025 年第 32 周。

风险提示：地产调控和经济下行风险；房企资金面紧张的风险。

行业双周报: 运输《航空扣油票价持平, 快递广东上调底价》

2025-08-10

岳鑫 (分析师)

021-38676666

S0880514030006

尹嘉骐 (分析师)

021-38676666

S0880524030004

陈亦凡 (研究助理)

021-38676666

S0880124070025

航空: 暑运客流客座率维持高位, 扣油票价继续持平。近期暑运客流保持高位, 上周单日客流创历史新高, 估算同比增长超 2%; 客座率亦保持高位, 同比提升约 1pct。公商务偏弱致暑运票价同比下降, 估算 8 月上旬国内含油票价同比下降约 5%, 降幅稳定; 考虑航油价格同比下降近 13%, 估算国内扣油票价同比继续持平, 暑运大额盈利可期, 全年将扭亏为盈。三大航汇率敏感性 2-3 亿元, 上半年人民币对美元升值 0.4%, Q3 累计升值 0.3%。提示汇兑收益将增厚航司当期业绩, 不影响现金流与航司长期价值。近期中国民航局部署综合整治“内卷式”竞争, 预计短期将减少过度低价; 中期或政策引导收益管理改善; 长期将保障机队规划继续低增。提示短期需求波动不改长逻辑, 关注公商务需求恢复与反内卷, 建议逆向布局。维持中国国航、吉祥航空、春秋航空、中国东航、南方航空“增持”。

快递: 义乌广东陆续上调底价, 电商快递竞争趋缓估值修复。国家邮政局强调将旗帜鲜明反对“内卷式”竞争, 7 月义乌底价已实现提升, 上周广东多地跟进上调底价。根据罗戈网, 广州/佛山/中山/深圳等地 0.1 公斤的快递发货价被要求不得低于 1.4 元, 较之前上涨 0.4-0.5 元; 揭阳汕头等地亦同步实施类似调价措施。近日最高法司法解释明确任何形式的“放弃社保协议”均属无效, 若 9 月 1 日后严格执行或行业性增加快递网点成本, 或支撑行业提价持续。我们认为“反内卷”短期有利于缓和竞争压力, 更重要的是中长期继续保障良性竞争, 有利于行业自然集中。继续看好业绩增长确定的时效快递龙头, 以及电商快递估值修复机会。维持顺丰控股增持, 相关标的中通快递、圆通速递、极兔速递、韵达股份。

航运: 次级制裁或提振合规 VLCC, 集运美线运价回落。1) 油运: 近期运价波动主要由贸易节奏与私下成交打压主导, 上周货盘集中进场再次驱动中东-中国 VLCC TCE 快速回升至 3.7 万美元。提示中国大型油轮船东普遍集中成交高价而较少成交低价尾盘, 预计实际期租将继续跑赢波交所 TCE 均值。美国 7 月中表示将对俄油进口国实施次级制裁, 近日正式宣布将对印度加征关税 25%。根据 Kpler, 印度俄油进口量已在过去一个月内显著下降近五成, 改为中东进口。美国次级制裁将可能导致中东/海湾替代俄油, 有望提振合规 VLCC 景气。油运股息支持估值下限, 且具油价下跌期权, 维持招商轮船、招商南油、中国船舶租赁“增持”。2) 集运: 或源于对美经济前景预期谨慎, 美线货量缺乏增长动能, 上周运价继续回落约一成。

策略: 维持航空油运快递增持。1) 航空: 暑运大额盈利可期。提示短期需求波动不改长逻辑, “反内卷”将三重受益。2) 快递: 义乌广东陆续上调底价, 电商快递竞争趋缓估值修复。反内卷将保障良性竞争。3) 航运: 次级制裁或提振合规 VLCC 油运市场景气。

风险提示: 经济波动、关税、地缘形势、油价汇率、安全事故等。

行业深度研究：食品饮料《白酒 2025：颠覆中重塑》2025-08-09

訾猛（分析师）

021-38676666

S0880513120002

李耀（分析师）

021-38676666

S0880520090001

颜慧菁（分析师）

021-38676666

S0880525040022

李美仪（分析师）

021-38676666

S0880524080002

投资建议：顺势而为。调整阶段下，白酒呈现明显的头部化和去价格泡沫，建议增持具备份额逻辑的山西汾酒、贵州茅台、五粮液、今世缘、古井贡酒、迎驾贡酒，以及港股珍酒李渡；伴随产业筑底及需求侧改善，建议增持洋河股份、水井坊、舍得酒业等。

中周期：把握产业“三大底”，拐点将至。我们认为白酒在中期维度内的核心矛盾仍在于需求侧，产业调整的本质是渠道底、业绩底和库存底这“三大底”围绕需求侧的先后展开，从顺序看，渠道底 > 业绩底 > 库存底；对投资而言，白酒板块作为顺周期成长股，只有经历业绩底后方迎来趋势性配置机会，站在当下，政策变量将显著收窄产业调整时间，从节奏看，我们当下已处于渠道利润底，并向业绩底加速迈进，预计最早在 2026 上半年有望达到业绩底，结合批价等高频信号，白酒股价有望先于需求侧出现趋势级拐点。

变革阶段的视角：慢变量加速，把握白酒商品属性变化。我们认为国内的经济结构及人口特征等变量决定了白酒这一商品在经历持续的价格出清和品牌分化后，其高端消费属性将持续弱化，快消属性持续增强，在此维度下，白酒企业的成长逻辑将由量价逻辑演变为份额逻辑，具备份额逻辑的企业将展现持续的竞争优势。

从中周期到长周期：从“周期成长”到“类债资产”，白酒投资逻辑重塑。长期视角下，伴随白酒商品属性变化，份额逻辑取代量价逻辑，大多数白酒个股成长性都将弱化，白酒或将不再是顺周期成长股，其中少数个股凭借其竞争优势内化为“类债资产”，稳定的 ROE 对白酒定价将愈发重要。我们认为，板块需要相当长的时间完成这种定价切换，代价是行业必须重构稳定的增长预期及稳定的分红和回购预期。

风险因素：食品安全、产业政策调整等。

行业跟踪报告：机器人《2025 世界机器人大会在京开幕，人形机器人浪潮再起》2025-08-09

肖群稀（分析师）

021-38676666

S0880522120001

毛冠锦（分析师）

021-38676666

S0880525040081

投资建议：本次世界机器人大会备受行业关注，加之近期产业内催化不断，新技术与新产品持续涌现，我们认为其中仍存在较大投资机遇，且长期看好人形机器人的发展趋势。重点关注机器人整机厂商及机器人核心零部件供应商，包括：旋转关节模组相关标的【众辰科技、双环传动、蓝黛科技】；线性执行模组推荐【恒立液压】，相关标的【浙江荣泰、德迈仕】；电机推荐【鸣志电器】；编码器相关标的【亚普股份、峰迢科技H、硕贝德】；灵巧手及传感器推荐【汉威科技、兆威机电】；结构件相关标的【长盈精密】。

参会企业众多，人形机器人本体新品持续亮相。本届世界机器人博览会设置创新馆、应用馆、技术馆三大展馆，重点突出技术创新、首发新品、应用场景、

国际合作等主题，超 200 家国内外一流企业参展。如优必选携五款人形机器人亮相，首次展示群体智能技术及多任务工业协作方案，通过 Co-Agent 让 Walker S2、Cruzr S2 成为特定职能“智能体”；宇树科技全球首秀四足机器人 A2(自重 37kg, 可承载成年人，满载续航 3 小时/12.5 公里、空载 5 小时/20 公里)和人形机器人 R1；银河通用展示零件分拣等场景，Galbot 搬箱后能“漂移”至货架，搭载“银河”大脑的宇树机器狗可自动捡瓶。我们认为，以上展现了机器人领域在技术突破与场景落地中的多元进展。

核心零部件百花齐放，新方案、新产品持续迭代。灵巧手领域，因时科技高自由度仿人五指灵巧手首次亮相，傲意科技智能仿生手可实现 27 种手势 1 秒响应。传感器方面，宇立仪器带来六维力/扭矩传感器等展品，帕西尼感知科技展出 8 月 6 日刚公布的第三代高精度多维触觉传感器 PX-6AX-GEN3。驱动系统领域，瑞士 Maxon 的 ECframeless DT 电机适用于外骨骼关节驱动，鸣志展示无刷空心杯电机等产品，卧龙集团的无框力矩电机适配仿生及协作机器人。减速器方面，绿的谐波、丰立智能等企业均有产品亮相；富兴电机等企业展示了关节模组等核心零部件。国内硬件产业链较为完善，有望随着技术进步持续推动人形机器人量产落地。

十大趋势驱动人形机器人产业化，国内产业链优势加速 AGI 落地。本届大会发布了 2025 具身智能机器人十大发展趋势，包括物理实践与世界模型协同驱动的感知认知、多层次具身决策、多模态大模型启发的认知规划、具身智能控制的融合、生成式 AI 驱动的机器人设计、一致性的软硬件开发、智能大工厂系统、大规模高质量数据集、机器人集群与人协同、跨学科开源社区以及安全评估与伦理建设。我们认为，人形机器人凭借“硬件载体+场景交互”的双重属性，是 AGI 落地的理想形态。国内“硬件制造+软件算法”产业链齐全、下游场景丰富、生态链完善的优势，我们持续看好人形机器人产业。

风险提示：技术进步及产业化进展不及预期，行业竞争加剧。

行业双周报：传播文化业《谷歌 DeepMind 推出第三代世界模型，《浪浪山小妖怪》票房预期持续提升》 2025-08-09

陈筱（分析师）

021-38676666

S0880515040003

赵旖旎（研究助理）

021-38676666

S0880125042251

本周（8.2-8.8）传媒（申万）指数上涨 2.30%，位居 31 个行业第 15 名，强于创业板指（上涨 1.77%）、沪深 300（上涨 1.23%）、深证成指（上涨 1.25%）、上证中小（上涨 1.77%）、上证指数（上涨 2.11%）。细分板块龙头景气持续，建议布局垂直细分领域业绩有望持续高增的投资机会，推荐标的恺英网络、三七互娱、吉比特、姚记科技、完美世界、巨人网络、中信出版、时代出版、芒果超媒、上海电影、万达电影、华立科技、美登科技、泡泡玛特，相关标的宝通科技、盛天网络、冰川网络、神州泰岳、电魂网络、值得买、蓝色光标。

谷歌正式发布 Genie 3，AI 模型能力持续提升。Genie 3 是一款通用型世界模型，能够生成前所未有的多样化交互式环境。该模型是首个支持实时交互的世界模型，用户只需输入文本提示，就能以每秒 24 帧的速度实时生成可供自由探索的动态世界，并在 720p 分辨率下保持数分钟的画面一致性。随着海外大厂 AI 投入持续加大，AI 对业绩推动逐步兑现，我们建议持续重点布局高弹性 AI 应用板块。1) AI+游戏：推荐恺英网络、三七互娱、吉比特、姚记科技、完美世界、巨人网络，相关标的宝通科技、盛天网络、冰川网络、神州泰岳、电魂网络；2)

AI+营销：相关标的易点天下、值得买、蓝色光标；3）AI+工具：相关标的美图公司、快手-W、出门问问；4）AI+短剧：相关标的掌阅科技。

《浪浪山小妖怪》票房表现优秀，IP 衍生活活动撬动线下场景。截止至 8 月 8 日，《浪浪山小妖怪》累计票房超过 3.3 亿元，猫眼预测总票房达 13.6 亿元。在 IP 授权衍生领域，《浪浪山小妖怪》与超 30 家企业达成合作，涵盖汽车出行、餐饮茶饮、图书出版、卡牌潮玩、互联网平台、便利店、主题餐厅等多个细分领域，其中 17 家为实体衍生品企业，随电影同期上新的授权衍生单品超 400 个。自研文创品牌“上影元品”共计推出 300 多款衍生品，覆盖毛绒潮玩、文创文具、家居百货、商务伴手礼等多元品类。

风险提示：IP 商业化不及预期，AI 应用拓展不及预期等。

行业双周报：食品饮料《回归新消费，重视高景气》2025-08-09

訾猛（分析师）

021-38676666

S0880513120002

李耀（分析师）

021-38676666

S0880520090001

颜慧菁（分析师）

021-38676666

S0880525040022

李美仪（分析师）

021-38676666

S0880524080002

投资建议：迈入中报季，高景气优先。休闲食品、饮料业绩优势有望延续，白酒、啤酒在中报披露阶段预期加速修正，乳制品、食品添加剂、保健品龙头有望挖掘结构性红利。1）休闲食品、饮料及食品添加剂：建议增持百龙创园、盐津铺子、三只松鼠、西麦食品、有友食品、劲仔食品、洽洽食品，港股卫龙美味，以及饮料龙头东鹏饮料、承德露露、安德利，港股农夫山泉、康师傅控股、统一企业中国、华润饮料、中国食品、中国旺旺。2）白酒：建议增持山西汾酒、贵州茅台、今世缘、古井贡酒，及相对稳健标的五粮液、泸州老窖、迎驾贡酒，港股珍酒李渡；3）啤酒建议增持青岛啤酒、珠江啤酒、百润股份，港股华润啤酒；4）调味品、乳品格建议增持：伊利股份、新乳业、海天味业、宝立食品、千禾味业、中炬高新、天味食品。

回归新消费，重视高景气。我们认为新消费本质是经济转型阶段下的产业结构性红利，体现在食品饮料产业的本质是渠道裂变、品类创新及新市场开拓驱动个股业绩释放，我们认为上述结构性红利仍能持续一定时间；经过调整后，当下市场对新消费为代表的高成长标的盈利预期修正相对充分，且当下已迈入业绩期，横向比较来看，饮料、休闲食品等赛道仍具备较高景气度，配置价值凸显。

把握结构性红利，优先饮料，休闲食品。2025Q2 以来饮料受益于炎夏高温及茶饮料、功能饮料对传统饮品的替代效应，其中东鹏饮料、农夫山泉仍延续相对景气，休闲食品仍处于品类创新高峰期，魔芋主题相关单品仍处于放量阶段，叠加折扣业态市占率持续提升，品类、渠道共振延续，盐津铺子、卫龙美味等标的业绩确定性仍强；近期针对幼儿阶段的需求侧政策持续发力，乳制品龙头有望受益于国内生育预期改善。

中报助力白酒预期修正，顺势而为。2025Q2 以来白酒产业正处于主动去库阶段，业绩预期仍在修正，其中部分企业通过创造结构性增长点的方式来对冲外部需求下探。展望后续，中报陆续披露将助力白酒实现预期修正，板块股价拐点有望领先于需求侧，调整阶段下，板块份额逻辑持续强化，具备区域高占有能力及平价大单品卡位的企业竞争优势凸显。

风险因素：食品安全、产业政策调整等。

韩其成（分析师）

021-38676666

S0880516030004

郭浩然（分析师）

021-38676666

S0880524020002

曹有成（分析师）

021-38676666

S0880525040079

行业深度研究：建筑工程业《从上游产业链视角预判基建投资与实物工作量》2025-08-08

建筑产业链高频指标判断实物工作量强度，当前基建房建需求仍承压。(1)基建产业链涉及水泥、螺纹钢、石油沥青及中型挖掘机等高频指标，地产产业链涉及线材、小型挖掘机及玻璃等高频指标。(2)基建方面，从当前指标看，水泥产量、产能利用率、磨机运转率等处较低位置，水泥价格仍处于下行区间；螺纹钢价格、产量，挖掘机开工小时数，沥青产量、装置开工率等，均处于近年低位，说明当前基建需求仍然承压。(3)地产方面，高线价格处于近年低位，玻璃产量同比负增，说明当前地产链的工程施工需求仍然承压。(4)龙头建筑公司当前PB估值有性价比，在国企改革和市值管理政策的催化下，未来估值有望提升。

水泥价格、产量、产能利用率、出货率及磨机运转率均与基建投资呈正相关。(1)水泥价格近3年与基建投资正相关，价格上升反映下游需求增强。水泥价格变动与企业订单和利润呈近似正相关。(2)水泥产量呈下降趋势时，基建投资增速往往承压，企业季度订单增速、归母净利润增速与水泥产量之间存在正向关系。(3)水泥产能利用率低于50%时处于低景气区间，高于70%时处于高景气区间。(4)水泥出货率与磨机运转率与基建投资呈正相关，分别以50%和40%为低景气阈值。(5)水泥库存与基建投资呈负相关，与建筑公司实物工作量呈负相关。四家央企季度订单增速、归母净利润增速与水泥库存之间存在反向关系。

螺纹钢、高线指标指示基建和房建施工强度，工程机械销量、开工小时数反映施工景气度。(1)螺纹钢价格2016~2022年主要由供给侧因素主导，近3年与基建投资正相关，需求端与价格展现关联性。(2)螺纹钢产量与基建投资增速呈正相关，周产量300万吨为高景气区间阈值。且其与四家央企季度订单增速、归母净利润增速也呈正相关关系。(3)高线价格与地产投资增速呈正相关，且基本保持同步。(4)工程机械方面挖掘机开工小时数和基建投资增速呈正相关，与四家央企季度订单增速、归母净利润增速也保持正相关。(5)小型挖掘机需求与房地产投资和施工关联大，中型挖掘机月销量与基建投资和施工景气度关联大。

沥青指标反映道路运输投资景气度，玻璃指标反映房建和地产竣工情况。(1)石油沥青方面，其产量与道路投资增速呈正相关，产量下降时，道路运输投资往往承压。(2)石油沥青装置开工率指示道路运输施工强度，与道路运输投资增速呈正相关。(3)玻璃方面，库存上升显示下游需求减少，玻璃库存与房建地产投资大致呈负相关，且与房屋竣工面积的负向变动关系较为显著。(4)玻璃价格与地产投资、建筑公司业绩呈正相关，且与房屋竣工面积基本呈正相关，同时存在3-6个月的时滞。玻璃产量与地产投资呈正相关，也存在一定传导时滞。

风险提示：宏观经济政策风险，基建投资低于预期等。

行业专题研究：可选消费品《鉴往者知来者，溯乐高寻布鲁

刘佳昆（分析师）

021-38676666

S0880524040004

吕科佳（分析师）

021-38676666

S0880525040069

可发展之路》2025-08-08

创立于1932年的丹麦，乐高目前已经成为世界上最大的玩具制造商之一。2024年营收743亿丹麦克朗，约合838亿元人民币（同比+13%），净利润138亿丹麦克朗，约合156亿元人民币（同比+5%）。

回溯其发展阶段：1) 1932-1957年：创始人奠基阶段，确定塑料积木重要地位，取得出海初步成就。2) 1958-1978年：二代接班，解决积木接合力问题获专利，加速全球化，后因石油危机等陷入停滞。3) 1979-1994年：三代掌权，销售快速放量阶段，产品矩阵快速扩张，拥抱科技变迁，联合营销助力公司扎根北美。4) 1995-2004年：震荡调整，面临过度扩张和资金流失的问题，期间IP合作（星球大战等）发挥重要正面作用。5) 2005年至今：势不可挡的快速发展期，剥离非核心业务&推动供应链改革有效控本，坚持IP合作、扩张成人及女性客群、全球化进程。

纵观乐高的发展历程，我们认为公司能够有效地穿越全球经济发展的周期，得益于其在赛道&用户&生态&市场&运营的共振，也经历过专利到期&激进扩张&外包产能的阵痛。1) 成：①选择积木赛道&奠定长青基础，积木生命周期可随用户创作延长，19-23年全球积木市场规模复合增长11%，乐高积极创新产品，24年产品总数突破840款；②拓宽用户群体，打开成长天花板，24年18+套装销量占比15%，女性向产品研发；③打造生态型产品，1999年星球大战系列是乐高IP联名的开始，突破了传统玩具的内容边界，此后电子游戏/电影/乐园等业务与主业协同发展；④区域和渠道扩张，截至24年乐高在全球拥有5家工厂/4个区域配送中心/1069家门店；⑤运营粉丝经济，乐高Ideas与BrickLink共同成为乐高粉丝共创到商业化闭环的核心平台。2) 误：①专利到期丢失份额，后续注重产品研发及专利申请维持竞争力；②90年代末激进扩张，后续更为聚焦、注重新业务与主业的协同性；③外包产能无法满足品质要求，回归自建产能，模具精度领先。

鉴往者知来者，我们以乐高的发展回溯为基础，探究布鲁可发展之路。24年我国IP衍生品市场规模达到1742亿元，20-24年复合增长15%。布鲁可是中国拼搭角色类玩具龙头，24年营收22.41亿元，同比+156%，经调整后净利润5.85亿元，同比+702%。复盘乐高的发展历程，我们认为，布鲁可处在当前的发展阶段，IP与产品矩阵的丰富（24年末布鲁可拥有50余个IP&682个SKU）、深度运营（内容驱动营销&主流平台粉丝超832万）、客群的拓展（全年龄&女性客群的拓展）、渠道的扩张（24H1末公司已覆盖约15万个线下网点）、全球化等均是公司快速成长的有效抓手。同时，布鲁可计划自建产能，有望有效加强对产品品质的把控。

风险提示：下游需求变化超预期，市场竞争加剧。

舒迪（分析师）

021-38676666

S0880521070002

吴小沛（研究助理）

021-38676666

行业跟踪报告：半导体《晶圆代工行业龙头25Q2毛利率优于指引上限》2025-08-08

行业观点及投资建议。伴随工业及汽车下游开启补库，BCD Analog下游需求有望增长，二季度及下半年晶圆代工产能利用率有望持续提升。此外，当前

S0880125042240

国内先进制程工艺持续迭代，AI 芯片有望逐步转向国内晶圆代工，而中芯国际、华虹半导体作为布局先进制程的核心资产将有望迎来 AI 时代的广阔国产替代空间，给予行业“增持”评级。

中芯国际发布 25Q2 业绩，营收及毛利率均高于上季度指引。25Q2，公司实现营收 22.09 亿美元，同比+16.2%，环比-1.7%，高于上季度指引（指引环比-4~6%）；毛利率 20.4%，同比+6.5pcts，环比-2.1pcts，高于上季度指引上限（指引区间为 18~20%）。二季度产能利用率为 92.5%，环比提升 2.9pcts；25Q3 业绩指引方面，公司预计 Q3 营收环比+5~7%，毛利率区间 18~20%。

华虹半导体发布 25Q2 业绩，毛利率超上季度指引上限。25Q2，公司实现营收 5.66 亿美元，同比+18.3%，环比+4.7%，接近上季度指引上限（5.5-5.7 亿美元）；毛利率 10.9%，同比+0.4pcts，环比+1.7pcts，高于上季度指引上限（指引区间为 7~9%）。业绩优于指引预期主要由于晶圆交付数量、产能利用率、ASP 提升。25Q2 末公司等效 8 英寸产能 44.7 万片/月，25Q2 出货约为 130.5 万片，同比+18%，环比+6%。产能利用率 108.3%，环比+5.6pcts。25Q3 业绩指引方面，公司预计 Q3 营收区间 6.2~6.4 亿美元，中值环比+11.3%；毛利率区间 10~12%，中值环比+0.1pcts。

景气回暖，产能利用率环比提升。根据 TrendForce，2025 年智能手机、PC/ 笔电、服务器（含通用型与 AI 服务器）等终端市场出货有望恢复年增长，叠加车用、工控等历经 2024 全年的库存修正后出现回补需求，都将成为支撑成熟制程产能利用率的主要动能，成熟制程产能利用率将小幅增长至 75% 以上。根据中芯国际投资者调研纪要，一季度公司 8 寸及 12 寸产能利用率均呈现增长，整体增长 4.1%，达到 90% 以上水平。中芯国际及华虹半导体二季度产能利用率均有所提升，分别达 92.5%、108.3%。我们认为，伴随工业及汽车下游开启补库，BCD Analog 下游需求有望增长，下半年产能利用率有望持续提升。

风险提示：国产替代进程不及预期；技术迭代不及预期。

海外报告：天弘科技（CLS.N）《ASIC、交换机驱动增长，转型 ODM 盈利改善》2025-08-11

本次评级：谨慎增持

目标价：0.00 元

现价：0.00 元

总市值：0 百万

舒迪（分析师）

021-38676666

S0880521070002

李奇（分析师）

021-38676666

S0880523060001

钟吉芸（研究助理）

021-38676666

S0880124060021

投资建议：我们预计天弘科技 2025-2027 财年的营业收入分别为 116 亿美元、146 亿美元、169 亿美元，经调整 EPS 为 5.48、7.06、8.11 美元。24-27 年利润 CAGR 为 35%，我们采用 DCF 估值法，给予天弘科技目标股价 202 美金，目标市值 234 亿美金，予以“谨慎增持”评级。

AI ASIC 产业高景气，天弘项目储备丰富，有望逐步进入量产。迈威尔预测，定制芯片市场 2028 年有望达 554 亿美金（不含 HBM），其在加速计算中的渗透率也将提升至 25%，2023-2028 年 CAGR 高达 53%。天弘作为 ASIC 服务器组装环节龙头，显著受益。25H2，其大客户的下一代 AI/ML 项目及一位新客户的项目开始爬产。2026 年晚些时候，公司将基于一位数字原生公司的 AI 定制芯片，向其提供全机架级解决方案。

AI 以太网交换机需求高增，白盒化趋势加速，交换机业务增长前景良好。从产业趋势看，AI 网络向更开放、灵活的方向演进，开源软件与白盒/JDM 交换机

组合是重要趋势。同时 AI 网络市场持续高增，以太网在 scale out 及 scale up 都有望得到更广泛应用。公司的以太网交换机增长前景良好，400G、800G 交换机需求旺盛，而且已赢得 3 个 1.6T 的交换机项目订单，有望在 2026 年开始爬产出货。

ATS 收入平稳但结构改善，CCS 向 ODM 及高价值量 EMS 业务转型，盈利能力有望持续提升。ATS 部门中，资本设备需求强劲、工业业务恢复，航天国防业务战略性放弃低利率业务，预计 ATS 未来整体收入平稳增长，利润率有所改善。CCS 部门中，高利润率的 HPS 业务占比持续提升，25Q2，HPS 单季度收入超 12 亿美金，同比增长 82%。未来公司盈利能力有望显著提升，我们预计 2025-2027 财年，Non-GAAP 净利率分别为 5.5%、5.6%、5.6%。

风险提示：竞争加剧风险、客户及终端市场依赖风险、技术迭代风险、全球经济及政治风险

公司季报点评：萤石网络（688475）《业绩稳健增长，AI 能力升级》2025-08-11

本次评级：增持

目标价：46.22 元

现价：33.78 元

总市值：26602 百万

蔡雯娟（分析师）

021-38676666

S0880521050002

李汉颖（分析师）

021-38676666

S0880524110001

曲世强（研究助理）

021-38676666

S0880123070132

投资建议：公司 Q2 业绩稳健增长，利润率环比提升，AI 能力升级。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.77/0.98/1.21 元，增速为+10.4%/+12.1%/+13.7%。参考可比公司，给予公司 2025 年 6.1xPS（见表 1，采用 PS 估值是因为单品扩张阶段市场更关注收入增长），目标价为 46.22 元，维持“增持”评级。

事件：公司 2025 年上半年收入 28.27 亿元，同比+9.45%，归母净利润 3.02 亿元，同比+7.38%，扣非归母净利润 2.98 亿元，同比+7.69%；其中 2025Q2 收入 14.47 亿元，同比+7.48%，归母净利润 1.64 亿元，同比+5.11%，扣非归母净利润 1.60 亿元，同比+3.3%。

智能入户高增，海外稳健扩张。分业务来看：1) 25H1 智能家居摄像机实现主营业务收入 15.47 亿元，同比增长 7.2%，占公司总收入的 55%；2) 25H1 智能入户实现主营业务收入 4.36 亿元，同比增长 33%，占公司总收入的 16%；3) 25H1 智能服务机器人实现主营业务收入 0.60 亿元，同比增长 9%，占公司总收入的 2%；4) 25H1 物联网云平台实现主营业务收入 5.55 亿元，同比增长 12%，占公司总收入的 19.7%。分区域来看：2025H1 公司境外业务实现收入同比增速 25.42%，占公司营业总收入的比例进一步提升至 38%。我们预计，随着公司海外扩张持续推进，未来境外收入在公司整体收入中的占比有望持续提升。

盈利能力环比改善，云业务有望带动利润率提升。2025 年上半年公司毛利率为 43.59%，同比+0.25pct，净利率为 10.7%，同比-0.21pct；其中 2025Q2 毛利率为 44.58%，同比+0.67pct，净利率为 11.36%，同比-0.26pct，环比+1.3pct。25H1 公司推出蓝海大模型 2.0 版本，落地在入户安全、老人看护等消费多个垂类场景，我们预计随着 AI 赋能硬件体验的进一步升级，云业务有望占比提升，带动公司整体盈利弹性释放。

风险提示：海外拓展具备不确定性，行业竞争激烈。

公司跟踪报告：中力股份（603194）《携手白犀牛开拓智能物流，无人化打开新局面》2025-08-10

本次评级：增持

目标价：50.71 元

现价：42.08 元

总市值：16874 百万

肖群稀（分析师）

021-38676666

S0880522120001

欧阳天奕（研究助理）

021-38676666

S0880125042245

维持公司“增持”评级。公司本次与白犀牛达成战略合作，进一步扩大技术、场景和运营的产业链资源，无人物流业务有望进入快速发展期。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 9.24/10.28/11.63 亿元（+10.1%/+11.2%/+13.2%），EPS 为 2.30/2.56/2.90 元，参考可比公司 2025 年 12.13 倍 PE 估值，考虑到公司积极拓展无人叉车产业，智能物流有望进入快速发展期，我们给予公司 22 倍 PE 估值，对应目标价 50.71 元，维持“增持”评级。

携手白犀牛开拓智能物流，打通无人叉车最后一公里。根据 Rino.ai 白犀牛自动驾驶微信公众号 8 月 8 日消息，近日中力股份与全球领先的 L4 级自动驾驶企业白犀牛正式达成战略合作，双方将依托各自技术优势，围绕智慧物流领域展开深度协同。中力以产品级、模式级、系统级三层次布局物料数智移动，成功打造制造业数智工厂、无人物流高效搬运模式、数智新仓等多场景样板工程，本次合作有望进一步推动搬运行业物料移动方式的转型升级。

顺丰链合作伙伴再下一程，产业协同打开想象空间。2025 年 5 月，顺丰领投白犀牛 B 轮融资，使白犀牛成为首家同时获得快递行业龙头与商用车主机厂投资的自动驾驶公司。此前，中力股份已与顺丰达成深入、全面的战略合作，本次与白犀牛的合作相当于顺丰链的进一步拓圈，有望打开中力股份在城市无人配送赛道的商业化布局。此外，白犀牛也与鑫源、首程控股等企业具备合作关系，中力股份凭借此次战略合作可进一步壮大技术、场景、运营的产业资源。

传统主业经营有支撑，无人叉车有望释放更多业绩弹性。我们看到行业数据企稳修复，有望支撑公司传统主业向好。根据中国工程机械工业协会微信公众号，2025 年 5/6 月份叉车销量同比增长 11.8%/23.1%，其中内销同比增长 9.3%/27.3%，外销同比增长 16.6%/17.2%。同时，我们看好本次合作加快公司数智搬运发展，无人叉车业务兑现有望加速。

风险提示：合作进展不及预期，无人叉车产业发展放缓。

公司公告点评：宏发股份（600885）《业绩符合预期，新门类产品扎实发展》2025-08-10

本次评级：增持

目标价：33.28 元

现价：24.66 元

总市值：35997 百万

徐强（分析师）

021-38676666

S0880517040002

维持“增持”评级。公司是全球继电器龙头企业，市场份额稳居全球首位。公司 25 年半年报业绩符合预期，我们维持公司 25/26/27 年净利润分别为 18.8/22.25/25.62 亿元，对应 EPS 分别为 1.29/1.52/1.75 元，参考可比公司估值，给予公司 26 年 21.83xPE，并给予公司 26 年目标价为 33.28 元，维持“增持”评级。

任苒威 (研究助理)
021-38676666
S0880124070039

25H1 业绩符合预期。25 年 H1 营收 83.47 亿元，同比+15.43%，归母净利润 +9.64 亿元，同比+14.19%，扣非归母净利润 9.27 亿元，同比+17.85%。盈利能力方面，25 年 H1 综合毛利率 34.85%，同比-0.69pcts。

持续巩固继电器龙头地位。公司持续巩固继电器全球龙头地位，围绕“75+”战略布局，其中“7”类核心继电器持续强化领先优势。2025 年上半年，公司继电器业务实现收入 76.14 亿元，同比增长 17.26%，全球市场份额稳居行业第一。分产品看，消费电子继电器受益于与家电头部品牌合作深化，发货稳步增长；高压直流继电器具备显著竞争力，顺应新能源汽车需求快速释放，同比持续高速增长；汽车继电器在国内新能源汽车产销增长及自主品牌渗透率提升带动下，实现快速增长。作为公司业务的基本盘，继电器业务的稳定发展为公司经营建立了良好的基础。

新门类产品加速布局。“75+”战略中，“5+”指加快 5+新门类产的发展。2025 年上半年，公司低压电器业务受国内建筑配电低迷及高关税影响，但同比仍略有增长；陶瓷方体直流快速熔断器 HPE509 通过 UL 认证，标杆客户导入在即，业务有望进入良性发展期；电流传感器发货同比增长 36%，应用领域持续拓展，市场空间有望进一步扩大；公司自研星载射频连接器成功应用于我国卫星互联网试验项目，产业链体系正加快完善；薄膜电容器发货同比增长 31%，产品种类与下游应用持续丰富。在保持继电器业务稳定的情况下，公司第二门类产品的加速布局为公司业绩增长提供了有力的支撑。

风险提示：原材料价格波动风险；市场竞争加剧风险；下游行业景气度不及预期

本次评级：增持

目标价：20.54 元

现价：18.11 元

总市值：16231 百万

徐强 (分析师)

021-38676666

S0880517040002

房青 (分析师)

021-38676666

S0880525040112

任苒威 (研究助理)

021-38676666

S0880124070039

公司半年报点评：华明装备 (002270)《毛利率提升明显，海外业务深度布局》2025-08-10

盈利预测及投资建议。我们预计，公司 2025-2027 年归母净利润 7.09 亿元、8.18 亿元、9.38 亿元，对应 EPS0.79 元、0.91 元、1.05 元。参考可比公司估值及公司市场地位，给予公司 2025 年 PE26X，对应合理价格区间 20.54 元。维持“增持”评级。

2025 上半年净利润较快增长，毛利率明显提升。2025 上半年公司：(1) 收入 11.21 亿元，同比增 0.04%。其中：电力设备板块收入 9.59 亿元，同比增 15.29%，主要由出口收入高增拉动。数控设备板块收入 1.11 亿元，同比增 41.49%，出口收入高增 219%。(2) 归母净利润 3.68 亿元，同比增 17.17%。(3) 毛利率 55.49%，同比增 7.74pct。增长源于收入同比平稳的同时，电力工程业务规模下降带动营业成本下降 14.78%。

(4) 期间费率 15.79%，同比增 1.03pct。其中：销售费率 8.44%，同比增 0.93pct。管理费率 6.15%，同比增 0.77pct，源于海外业务人员费用、折旧增加。研发费率 3.44%，同比增 0.65pct。

分接开关电压等级持续突破。2025 年，公司分接开关在陇东-山东直流特高压批量投运，标志着公司打破国外企业对特高压变压器分接开关的垄断。公司分

接开关对电压等级的持续突破，进一步夯实未来业绩的持续增长能力。

海外业务是业绩增长主要驱动之一。公司在巩固国内市场的同时进一步深化国际化布局，2025上半年，公司主要板块海外收入、订单均有快速增长。电力设备板块：2025上半年直接与间接出口收入同比增45.21%，新区域迎来销售规模的增长。数控设备：2025上半年出口收入0.51亿元，同比增219.28%，出口订单同比大幅增长。

风险提示。电网投资不及预期；市场竞争激烈导致产品盈利水平下降；海外拓展进度不达预期。

海外报告：百胜中国（9987）《同店销售正增，利润率持续优化》2025-08-08

本次评级：增持

目标价：0.00元

现价：0.00元

总市值：0百万

刘越男（分析师）

021-38676666

S0880516030003

宋小寒（分析师）

021-38676666

S0880524080011

投资建议：维持增持评级。预测2025-2027年归母净利润分别为9.46/10.32/10.96亿美元；考虑公司2025-2026年将以股息和回购的形式向股东回馈30亿美元，预测2025-2027年EPS分别为2.57、2.96、3.27美元，同比+10%/15%/11%，参考可比公司估值，考虑公司作为餐饮龙头，给予2025年高于行业平均的22倍PE，给予目标价444港元（按照1美元=7.85港元折算），维持增持评级。

业绩简述：2025Q2收入27.87亿美元/同比+4%（剔除汇率+4%），Q2经营利润3.04亿美元/同比+14%（肯德基+11%，必胜客+16%），经营利润率10.9%/同比+1.0pct；核心经营利润同比+14%，核心经营利润率10.9%/同比+1.0pct；归母净利润2.15亿美元/同比+1%（剔除汇率+1%），EPS同比+5%（剔除汇率+5%）。

同店销售实现正增，肯德基客单价转正。①同店销售：公司2025Q2同店销售额同比+1%（Q1持平）。其中Q2肯德基同店+1%（Q1持平）；必胜客同店+2%（Q1持平）。2025Q2肯德基TC同比持平，TA+1%；必胜客TC+17%，TA-13%。②开店进展：截至2025Q2公司门店总数16978家/同比+10%，Q2净增336家，其中加盟店净新增89家，占比26%。截至2025Q2肯德基门店12238家/同比+12%，1H净增590家（加盟占1H净增41%），capex从150万降至140万；肯悦咖啡门店数量达1300家。必胜客门店3864家/同比+10%，1H净增140家（加盟占1H净增26%），capex从120万降至110-120万。

运营效率提升，利润率持续优化。2025Q2公司餐厅利润率16.1%/同比+0.6pct。其中2025Q2肯德基餐厅利润率16.9%/同比+0.7pct，必胜客餐厅利润率13.3%/同比+0.1pct。餐厅利润率提高主要得益于有利的原材料价格和运营方面的精简，部分被因外卖占比提升而增加的骑手成本、高性价比产品的增加以及工资成本的上涨所抵销。

风险提示：开店不及预期，同店大幅下滑，消费需求疲软，行业竞争加剧。

本次评级: 增持

目标价: 0.00 元

现价: 0.00 元

总市值: 0 百万

秦和平 (分析师)

021-38676666

S0880523110003

李潇 (分析师)

021-38676666

S0880525070003

海外报告: 新思科技 (SNPS.O)《新思科技: AI 驱动 EDA

工具链革新, 引领芯片设计智能化浪潮》2025-08-08

公司近期完成里程碑式收购, 完成对 Ansys 公司整合。2024 年 1 月宣布以 350 亿美元收购 Ansys (全球 CAE 仿真软件龙头), 交易于 2025 年 7 月完成。收购后, 新思科技整合 Ansys 的多物理场仿真技术, 实现 EDA 与多物理场仿真技术的深度融合, 并购补强了系统级验证能力, 行业龙头地位更加稳固, 总潜在市场 (TAM) 扩大至 310 亿美元。

AI 驱动开启 EDA 工具智能化新纪元。新思科技加速推进人工智能与 EDA 工具的深度融合, 2020 年推出业界首个 AI 驱动的设计解决方案 DSO.ai, 开创了芯片设计自动化新范式。后续发布 VSO.ai 验证解决方案和 TSO.ai 测试解决方案, 并推出覆盖芯片全生命周期的数据分析平台 Design.da、Fab.da、Silicon.da 以及 Synopsys.ai Copilot, 形成完整的 AI 赋能工具矩阵。目前公司 EDA 产品线完成从单点工具到系统级智能平台的升级, 支撑其在 3nm/2nm 先进制程领域保持技术领先。

估值及投资建议: 我们预测, 2025E~2027E 总收入分别为 64.34 亿美元、74.70 亿美元、85.45 亿美元。我们认为, 新思科技作为全球 EDA 行业头部企业, 创收能力稳定, 且不断通过内生式增长及外延式并购巩固行业地位。综合 PE、PS 两种估值方法公司合理市值区间为 1052.67 亿美元~1093.86 亿美元, 合理价值区间 678.44 美元/股~704.98 美元/股, 目标价 691.71 美元/股。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 新思科技的核心风险集中在行业周期性、技术竞争、并购整合 (尤其是 Ansys 交易) 及高研发投入的回报不确定性。公司财务状况稳健 (当前低负债), Ansys 并购可能改变其资本结构, 增加债务压力。需密切关注行业需求、并购进展及 AI 业务的商业化成果。

吕浦源 (分析师)

021-38676666

S0880525050002

专题研究:《AI 眼镜爆发有望推动智能眼镜加速迈向千亿市

场》2025-08-10

对标智能手机与传统眼镜双十亿级年出货量, AI 眼镜通过重塑智能眼镜行业逻辑, 推动行业进入爆发拐点。Meta 的全球成功验证了轻量化设计、场景刚需化与消费级定价的可行性, 推动行业迈入爆发期。国产厂商华为/Rokid/小米通过鸿蒙生态整合、光波导技术、供应链降本实现硬件成本下探, 同步拓展 B/C 端场景。2025 年 AI 眼镜中国市场销量预计增长 188%, 生态协同 (跨设备互联)、技术迭代与成本优化三大引擎将驱动复刻智能手机的发展轨迹: 从单一功能设备演进为平台型终端。对标智能手机与传统眼镜双十亿级年出货, 未来 AI 眼镜有望开启千亿级市场空间。

AI 眼镜正加速从轻量化穿戴设备演化为新一代智能终端。我们观察到, 行业

发展路径呈现出从分体式功能验证、到一体化算力整合，再到轻量化无感佩戴的演进趋势。当前产品主要分为三类：音频类凭借性价比快速渗透大众市场；音频+拍摄类拓展多模态交互体验，已成为主流形态；AR融合类代表终局方向，探索视觉与语音的高效协同。在此背景下，AI眼镜市场格局快速演化，消费级品牌如Meta、小米，功能型玩家如雷鸟、星纪魅族等均在发力，国内厂商正在技术平衡与应用拓展上迎头赶上。与此同时，行业仍面临光学显示良率、芯片能效比与续航能力的多重瓶颈，成为限制全场景落地的关键。未来AI眼镜将以“全天候计算终端”为愿景，通过大模型端侧融合、多模态交互与先进显示等技术创新，重构人机交互入口，挑战智能手机的中心地位。

价值链梳理与空间测算。Ray Ben Meta 智能眼镜和小米 AI 眼镜总成本和主要元器件成本占比相近，主芯片成本占比均约为 33%。AI+AR 眼镜光学显示和计算单元分别占总成本的 43%/31%。除主芯片外，AI 眼镜元器件国产化程度较高。此外，AR 观影眼镜屏幕和光学模组分别占总成本的 44%、28%；VR 一体机屏幕、SOC、摄像头模组、光学模组分别占总成本的 17%、16%、14%、8%；MR 一体机 SOC、屏幕、摄像头模组、光学模组分别占总成本的 27%、19%、11%、10%。空间测算：全球 16 亿+传统眼镜出货量构建 AI 智能眼镜庞大用户基础，参考 TWS 耳机发展轨迹，2030 年终局预期全球市场规模超过 1900 亿人民币，中国市场规模超过 500 亿人民币，5 年 CAGR 超过 80%。

产业链标的梳理：AI 智能眼镜产业链上游主要由光学模组、芯片、镜架结构件等元器件的制造商组成，中游涵盖 ODM/OEM 代工厂商、软件和 AI 大模型供应商等，下游聚焦于品牌厂商和渠道商。

风险提示：下游需求恢复不及预期风险；新品研发进度受到阻碍；国内厂商对先进技术的研发进程不及预期。

金融工程周报：《风格 Smart beta 组合跟踪周报

(2025.08.04-2025.08.08)》2025-08-11

郑雅斌（分析师）

021-38676666

S0880525040105

罗蕾（分析师）

021-38676666

S0880525040014

卓泮莹（分析师）

021-38676666

S0880525040128

上周，各风格均衡 50 组合均跑赢 50 组合。其中，价值均衡 50 组合获得较优超额，周收益率达 3.14%，相对国证的超额为 1.38%。风格层面，价值、成长及小盘风格的周收益率分别为 1.77%、1.48%及 2.74%，小盘占优。具体来看：

价值 Smart beta 组合表现。上周（2025 年 08 月 04 日至 2025 年 08 月 08 日，下同），价值 50 组合、价值均衡 50 组合的周收益率分别为 2.19%、3.14%。今年以来（2025 年 01 月 01 日至 2025 年 08 月 08 日，下同），价值 50 组合、价值均衡 50 组合的年收益率分别为 14.90%、13.62%。

成长 Smart beta 组合表现。上周，成长 50 组合、成长均衡 50 组合的周收益率分别为 1.67%、2.16%。今年以来，成长 50 组合、成长均衡 50 组合的年收益率分别为 6.11%、10.54%。

小盘 Smart beta 组合表现。上周，小盘 50 组合、小盘均衡 50 组合的周收益率分别为 3.34%、3.85%。今年以来，小盘 50 组合、小盘均衡 50 组合的年收益率分别为 41.08%、31.48%。

风险提示：市场环境变动风险，有效因子变动风险。

郑雅斌（分析师）
021-38676666
S0880525040105

罗蕾（分析师）
021-38676666
S0880525040014

金融工程周报：《反转因子表现相对较优，GARP 组合周收益率 3.28%（2025.08.01-2025.08.08）》 2025-08-10

沪深 300 指数增强组合 2025 年 YTD 超额收益 6.8%。上周（2025 年 8 月 1 日至 2025 年 8 月 8 日，下同），沪深 300、中证 500、中证 1000 指数增强组合相对基准指数的超额收益率分别为 0.19%、0.40%、-0.50%；这 3 个指数增强组合 2025 年 YTD 的超额收益率分别为 6.86%、4.52%、7.29%。

基金重仓股组合周收益率为 0.99%。上周，绩优基金的独门重仓股组合周收益率为 0.99%，同期股票型基金总指数收益率为 1.77%，超额收益为 -0.78%。2025 年 8 月以来（2025 年 7 月 31 日至 2025 年 8 月 8 日，下同），组合累计收益率为 0.03%，超额收益为 -1.34%。2025 年以来（2024 年 12 月 31 日至 2025 年 8 月 8 日，下同），组合累计收益率为 14.26%，超额收益为 1.04%。

PB-盈利组合周收益率为 2.86%。上周，PB-盈利优选组合的周收益率为 2.86%，同期沪深 300 指数收益率为 1.23%，超额收益为 1.62%。2025 年 8 月以来，组合累计收益率为 3.52%，超额收益为 2.80%。2025 年以来，组合累计收益率为 20.53%，超额收益为 16.21%。

小盘成长组合周收益率为 4.87%。上周，小盘成长组合的周收益率为 4.87%，同期微盘股指数收益率为 4.49%，超额收益为 0.39%。2025 年 8 月以来，组合累计收益率为 6.74%，超额收益为 0.40%。2025 年以来，组合累计收益率为 56.37%，超额收益为 -9.38%。

小市值、高估值占优，反转因子表现相对突出。上周，风格类因子方面，小市值股票优于大市值股票，高估值股票优于低估值股票。技术类因子方面，低涨幅股票超额收益为正。而基本面因子方面，高增长、高预期净利润调整股票超额收益为正。

风险提示：市场环境变动风险，有效因子变动风险。

郑雅斌（分析师）
021-38676666
S0880525040105

余浩淼（分析师）
021-38676666
S0880525040013

金融工程周报：《高频选股因子周报（20250804-20250808）》 2025-08-10

高频因子上周有所分化：日内高频偏度因子上周、8 月、2025 年多空收益为 -0.66%，-0.37%，16.9%。日内下行波动占比因子上周、8 月、2025 年多空收益为 -1.19%，-1.21%，12.93%。开盘后买入意愿占比因子上周、8 月、2025 年多空收益为 0.27%，0.72%，13.98%。开盘后买入意愿强度因子上周、8 月、2025 年多空收益为 0.05%，1.68%，18.53%。开盘后大单净买入占比因子上周、8 月、2025

年多空收益为 0.31%，1.4%，18.25%。开盘后大单净买入强度因子上周、8月、2025年多空收益为 0.31%，0.91%，10.5%。日内收益因子上周、8月、2025年多空收益为 0.12%，0.5%，17.44%。尾盘成交占比因子上周、8月、2025年多空收益为 0.17%，0.88%，9.49%。平均单笔流出金额占比因子上周、8月、2025年多空收益为 0.21%，0.07%，-2.27%。大单推动涨幅因子上周、8月、2025年多空收益为 -0.96%，-1.01%，6.08%。

深度学习因子持续强势：GRU(10,2)+NN(10)因子上周、8月、2025年多空收益为 1.36%，2.42%，28.86%，多头超额收益为 0.06%，0.87%，2.19%。GRU(50,2)+NN(10)因子上周、8月、2025年多空收益为 1.74%，2.08%，30.37%，多头超额收益为 0.02%，0.45%，2.34%。多颗粒度模型（5日标签）因子上周、8月、2025年多空收益为 1.65%，2.68%，44.62%，多头超额收益为 1.02%，2.42%，16.41%。多颗粒度模型（10日标签）因子上周、8月、2025年多空收益为 1.16%，2.54%，41.31%，多头超额收益为 0.79%，2.56%，16.12%。

AI增强组合均录得正超额：周度调仓的中证500 AI增强宽约束组合上周、8月、2025年的超额收益率分别为 0.47%，0.85%，11.56%。周度调仓的中证500 AI增强严约束组合上周、8月、2025年的超额收益率分别为 0.38%，0.9%，9.54%。周度调仓的中证1000 AI增强宽约束组合上周、8月、2025年的超额收益率分别为 0.36%，0.87%，15.87%。周度调仓的中证1000 AI增强严约束组合上周、8月、2025年的超额收益率分别为 0.39%，0.91%，15.66%。

风险提示。市场系统性风险、海外市场波动风险、模型误设风险。

金融工程周报：《量化择时和拥挤度预警周报（20250810）》

2025-08-10

郑雅斌（分析师）

021-38676666

S0880525040105

曹君豪（分析师）

021-38676666

S0880525040094

下周（202508011-20250815，后文同）市场观点：下周市场或将维持震荡上行。从量化指标上看，基于沪深300指数的流动性冲击指标周五为 2.49，高于前一周（2.15），意味着当前市场的流动性高于过去一年平均水平 2.49 倍标准差。上证50ETF期权成交量的 PUT-CALL 比率震荡下降，周五为 0.92，低于前一周（1.10），投资者对上证50ETF短期走势谨慎程度下降。上证综指和 Wind 全 A 五日平均换手率分别为 1.06% 和 1.65%，处于 2005 年以来的 70.22% 和 76.10% 分位点，交易活跃度有所下降。从宏观因子上看，1. 上周人民币汇率震荡，在岸和离岸汇率周涨幅分别为 0.39%、0.05%。2. 国家统计局数据显示，中国 7 月 CPI 同比 0.0%，低于前值（0.1%），高于 Wind 一致预期（-0.12%）；PPI 同比为 -3.6%，和前值持平（-3.6%），低于 Wind 一致预期（-3.44%）。技术分析上，1. 从 SAR 指标来看，Wind 全 A 指数于 8 月 6 日向上突破翻转指标；2. 根据我们通过 Wind 二级行业指数算出的均线强弱指数，当前市场得分为 246，处于 2023 年以来的 91.5% 分位点；3. 根据国泰海通量化团队前期发布的专题报告《从涨停板、“打板策略”到赚钱效应引发的情绪择时指标》，我们构建了涨跌停板相关因子来刻画市场的情绪强弱。情绪模型得分为 3 分（满分 5 分），趋势模型信号为正向，加权模型信号为正向。上周，A 股依旧处于上行趋势。海外方面，美国劳动力市场已经走软，美联储未来几个月可能需要调整政策。从技术面来看，Wind 全 A 指数在上周前半周维持上行趋势，在后半周出现小幅震荡，SAR 再度向上突破反转；情绪模型判断市场情绪再度回暖，上行趋势未被打破，市场存在一定的多空博弈

现象。综上所述，我们认为，下周市场或将维持震荡上行。

上周（20250804-20250808，后文同）：上证 50 指数上涨 1.27%，沪深 300 指数上涨 1.23%，中证 500 指数上涨 1.78%，创业板指上涨 0.49%。当前全市场 PE（TTM）为 20.7 倍，处于 2005 年以来的 67.9%分位点。

因子拥挤度观察：小市值因子拥挤度出现下降。小市值因子拥挤度 0.79，低估值因子拥挤度 0.11，高盈利因子拥挤度-0.25，高盈利增长因子拥挤度 0.25。

行业拥挤度：机械设备、国防军工、有色金属、综合和钢铁的行业拥挤度相对较高。国防军工和机械设备的行业拥挤度上升幅度相对较大。

风险提示。市场系统性风险、海外市场波动风险、模型误设风险。

金融工程月报：《7 月权益资产表现优异，风险平价策略本年收益达 2.65%》 2025-08-08

郑雅斌（分析师）
021-38676666
S0880525040105

张雪杰（分析师）
021-38676666
S0880522040001

朱惠东（分析师）
021-38676666
S0880525070025

量化资产配置策略简介：此前我们已经完成了 Black-Litterman、风险平价、宏观因子 3 个基础资产配置模型的开发，并使用上述模型在国内股票、债券、商品、黄金 4 大类资产上开发了大类资产配置策略，进行样本外跟踪。

大类资产走势回顾：上月（2025-07-01 到 2025-07-31）国内权益资产表现优异，国债指数出现轻微回调。其中，中证 1000、南华商品指数、沪深 300、中证转债、恒生指数、SHFE 黄金和中债-企业债总财富(总值)指数分录涨幅 4.8%、3.8%、3.54%、2.87%、2.78%、0.35%和 0.12%；中债-国债总财富(总值)指数录得跌幅 -0.21%。从资产相关性来看，沪深 300 与中债-国债总财富(总值)指数近一年走势相关性为-38.08%，中债-国债总财富(总值)指数与南华商品指数相关性为 44.36%，沪深 300 与南华商品指数相关性为-25.83%。

大类资产配置策略跟踪：2025 年以来，国内资产 BL 策略 1 收益为 2.4%，7 月收益为 0.55%，最大回撤为 1.31%，年化波动为 2.16%；国内资产 BL 策略 2 收益为 2.34%，7 月收益为 0.41%，最大回撤为 1.06%，年化波动为 1.93%；国内资产风险平价策略收益为 2.65%，7 月收益为 0.31%，最大回撤为 0.76%，年化波动为 1.46%；基于宏观因子的资产配置策略收益为 2.59%，7 月收益为 0.32%，最大回撤为 0.65%，年化波动为 1.35%。

宏观观点：增长方面：预期未来增长因子有向下偏离风险。通胀方面：反内卷政策的陆续出台或有助于稳定市场价格预期。利率方面：7 月末 shibor 隔夜利率来到 1.39%，叠加后续可能美联储降息预期带来的降息空间打开，预计 8 月利率有可能略微下降。信用方面：5 月新增社融 1.9 万亿，6 月 M1 同比增速提升至 4.6%。预计 8 月政策端维持结构性宽松。汇率方面：美联储降息预期或显著增强缓解汇率压力，或利于人民币相对升值。流动性方面：DR007 维持低位震荡，央行公开市场操作延续呵护态度，8 月流动性整体平稳。

风险提示：量化模型基于历史数据构建，而历史规律存在失效风险。

孙越（研究助理）

021-38676666

S0880123070142

唐元懋（分析师）

021-38676666

S0880524040002

市场策略周报:《技术指标和量化因子均显示债市情绪修复进入第二阶段 20250810》2025-08-10

摘要:

过去一周（2025/8/4-2025/8/8），股债跷跷板效应减弱，央行开展买断式逆回购叠加资金走松，国债期货震荡偏强。周初，风险资产表现较强叠加市场继续博弈国债取消免税，债市情绪相对承压，但周二开始随着资金逐渐走松，股债跷跷板的扰动也有所下降，叠加央行宣布开展7000亿元买断式逆回购，市场情绪趋于修复，即使期间公布的进出口数据表现较好，债市情绪也延续平稳，国债期货震荡走强。

量化因子：T合约机构行为因子触底回升，债市修复开始进入第二阶段，突破动能还需累积。过去一周，随着资金走松叠加股债跷跷板扰动减弱，债市情绪初步修复，其中T合约强于TL合约，T合约多头占比提高且一致性明显回升，TL合约多头机构占比同样小幅提高，但空头一致性也有所增强。

机构行为因子，①多空占优度策略：T合约多空占优度因子0.98，较8月1日触底回升，表明债市情绪已经TL合约多空占优度因子1.06，较8月1日有所下降，整体来看，国债期货初步修复已经阶段性确认，但突破动能则还有待累积。②蜘蛛网策略：长端偏弱，短端更强，TL合约于下半周发出一次空头信号，T合约于上半周发出一次多头信号、下半周发出一次空头信号，TF合约于上半周发出一次多头信号，TS合约于上下半周分别发出一次多头信号。

套利策略：①IRR策略：对比来看，目前各合约IRR相较资金利率均无明显优势，正套策略博弈空间较小；②基差策略：目前国债期货移仓换月正在进行中，基差收敛趋势较强，但除T、TF、TS以外其余合约基差均已接近0附近，博弈价值有限，TL合约基差则仍有收窄空间；③跨期策略：当前其移仓更多是多头主导，跨期价差的下降或还将延续一段时间；④跨品种策略：债市关键点重新回到了存单利率的下行，在此基础上债市可能呈现短端带动长端走强的特征，收益率曲线或呈现逐渐趋平态势。

风险提示：关税政策超预期调整；流动性超预期收紧；经济修复速度显著提升；债券供给超预期放量。

唐元懋（分析师）
 021-38676666
 S0880524040002

汤志宇（分析师）
 021-38676666
 S0880525070031

市场策略周报：《银行二永债周度数据库更新（2025.8.1-8.8）》

2025-08-10

过去一周银行二永债发行 515 亿元，净发行 149 亿元(发行截止日口径，下同)

二级估值变动方面，银行二永债收益率整体下行，短久期表现较好。

风险提示:超预期政策发布，债市大幅波动，银行经营承压

唐元懋（分析师）
 021-38676666
 S0880524040002

杜润琛（研究助理）
 021-38676666
 S0880123090079

孙越（研究助理）
 021-38676666
 S0880123070142

市场策略周报：《本轮存单利率下行，现券如何跟进》

2025-08-10

存单利率是当前债市最重要的定价锚之一，这是 2025 年下半年债市回归“常识”的表现：其一是从资金属性出发，存单利率的背后是银行体系对信贷投放强度和中长期资金稳定性的判断，其二是从预期属性出发，存单利率跟债市整体走势的相关性更强，存单利率能够对长债利率形成较强的牵引。另外，在长期低利率叙事淡化后，债券市场的定价逻辑或阶段性回归经济和流动性主导的传统定价范式，而存单利率最能够反映和影响市场的流动性预期。短资金如隔夜利率等容易受到单日 OMO 投放回笼，税期及跨月等因素扰动；存单作为中长期资金，存单利率持续走低则能够证明市场对资金持续宽松有强预期，长债利率向下突破的空间打开。

从定价逻辑看，当前存单的定价已经与政策利率（7 天 OMO 利率）“软性”脱钩，存单利率下行无需等待降息，更重要的是央行在中长期流动性投放定价上的引导。在 2024 年以前，政策利率对存单利率有较强的指示性，核心是 1 年期 MLF 利率作为存单定价锚。OMO 利率和存单利率的关系较为间接，更多是因为 OMO 利率和 MLF 利率往往会同步调降。自 2024 年以来，央行在中长期流动性投放中淡化价格信号，买断式逆回购与改革后的 MLF 均采用“固定数量、利率招标”的多价位中标方式，中长期投放的定价与政策利率（7 天 OMO 利率）变为“软连接”。复盘 2025 年来存单波动的 timeline：3-5 月中长期流动性投放成本先于政策利率下行，存单亦提前下行，5 月后中长期流动性投放成本滞后于政策利率下行，存单保持震荡。

8 月 8 日央行投放买断式逆回购后，匿名隔夜资金走低，短债走强，市场预期买断式逆回购的加权中标利率相较此前或有小幅下行。我们认为后续存单利率大概率逐步下台阶或至少维持 1.6% 左右低位，主要有两方面原因：一是从央行流动性操作取向出发，8 月内或还会有 6 个月期限的买断式逆回购落地，中长期流动性可能会进一步“量宽价降”，后续 6 个月期限的买断式逆回购和 1 年期 MLF

的加权中标利率可能也会出现下调。二是从银行体系自身来看，8月“贷款小月”和“缴税小月”的季节性特征与月末保险业预定利率下调叠加，银行的负债压力偏低。再考虑从隔夜资金和存单利率的利差空间，1年期存单利率有可能会下行至1.6%以下-1.55%附近。

后续存单利率稳步下行可能成为债市短期修复的契机，10年期国债或回落至1.65%以下：（1）存单利率下行有较大的确定性；（2）同时从股债跷跷板的逻辑（调高现券-资金的利差）看，5BP以上的现券-存单利差保护较为充足，后续股债跷跷板对债市的影响可能逐步脱敏；（3）从期货技术形态看，近期债市的恢复已经进入稳定期。从8月8日债市的行情来看，曲线短端已有部分定价，但中长端情绪依然较为谨慎。考虑到8月“贷款小月”和“缴税小月”叠加的季节性特征，我们认为银行体系流动性大概率保持相对充裕，后续存单利率可能会稳步下行，成为债市短期修复的契机，债市可能会出现阶段性的交易机会。另外，我们认为在从新老券利差角度考虑，短期内地方债和国债新券可能更适合二级市场参与，新老券利差实现完全的市场定价可能需要经历一段时间。

风险提示：流动性超预期收紧；经济修复大幅加速；债券供给放量。

市场策略周报：《板块上新，轮动行情延续》2025-08-09

刘玉（分析师）

021-38676666

S0880523050002

汤志宇（分析师）

021-38676666

S0880525070031

过去一周（2025.8.1-2025.8.8，下同）有2只REITs更新发行状态。中金唯品会奥特莱斯首发项目和中航京能光伏扩募项目已注册生效。此外，过去一周有两只REITs新上市，分别是南方万国数据中心项目和南方润泽科技数据中心项目，REIT市场种类进一步丰富。截至2025年8月8日，国内REITs市场共上市73只，总市值2212亿元，流通市值1037亿元。

过去一周REITs指数整体下行，能源与仓储类REITs表现相对较好。8月第一周，REIT市场行情整体修复一周后再次迎来调整，中证REIT全收益指数先跌后涨，周度跌幅在0.33%收于1097.31。从底层资产来看，过去一周板块分化，其中能源与仓储类REITs涨幅居前，保障房和消费类REITs表现相对一般。具体来看，涨幅由高到低分别为：能源（0.22%）、仓储（0.09%）、市政环保（0.01%）、交通（-0.36%）、保障房（-0.40%）、产业园（-0.63%）、消费（-1.23%）。

6月下旬以来REIT市场行情呈现震荡轮动特征，与25年上半年的顺畅上涨形成明显反差。从REIT全收益指数周度涨跌幅看，与25年上半年顺畅上行行情不同，6月下旬以来市场基本维持“一周涨、一周跌”的轮动态势；从板块表现来看，前一周表现较好的保障房与消费板块，过去一周也面临较深的回调压力（仅跌幅较深的华安百联和发布扩募公告的城投宽庭周度涨幅收正），这反映出当前REIT市场止盈情绪仍较旺盛，难以形成合力推动行情持续修复。较差的市场情绪同样反映在项目新上市的涨幅，与过去一段时间项目开盘即封板不同，近期部分新上市项目需要更多时间消化卖盘。

市场情绪待修复下，可持续关注结构性机会。当前市场容量小且分散，利率难以进一步突破下，较高估值的利率敏感型项目难以持续吸引大体量长久期资金，而随着市场持续上涨的预期受压制，投机资金同样也在观望，缺少增量资金持续输入下，市场轮动行情可能会持续，需要的投资精细度边际上行，及时参与超跌项目的行情回升。

风险提示：超预期 REIT 政策发布，底层资产经营情况恶化，底层资产数据计算方式有偏差。

市场策略周报：《央行开展 3M 买断式逆回购，大行融出回到历史高位》2025-08-09

唐元懋（分析师）
 021-38676666
 S0880524040002

杜润琛（研究助理）
 021-38676666
 S0880123090079

从银行间主要资金融出方来看：8月4日-8月8日，过去一周国有大行资金融出规模扩增，国有大行资金融出规模环比增加 8,403 亿元至 52,156 亿元，货币基金资金融出规模环比增加 51 亿元至 12,239 亿元。

从银行间主要资金融入方来看：8月4日-8月8日，过去一周公募基金资金融入规模环比增加 84 亿元至 19,748 亿元，保险机构资金融入规模环比减少 196 亿元至 11,547 亿元，券商资金融入规模环比增加 1088 亿元至 17,212 亿元，其他产品资金融入规模环比下降 196 亿元至 11,547 亿元。

从测算的分机构杠杆率来看：与前一周 8月1日相比，全市场杠杆率环比增加 0%至 109.3%，商业银行环比增加 0.8%至 109.2%，广义基金环比减少 1.5%至 112.2%，保险机构环比减少 0.9%至 111.6%，证券公司环比减少 1.9%至 122.4%。

从存单一级发行来看：过去一周全市场存单发行 7,758.8 亿元（前值 3,867.3 亿元），到期 5,774.8 亿元（前值 3,703.8 亿元），净发行 1984 亿元（前值 163.5 亿元）；截止 8月8日，样本内 45 家银行存单余额 268,453 亿元，剩余额度 88,850 亿元，平均备案使用进度 69.01%。

从存单二级现券买卖来看：过去一周内存单二级最大买入方是公募基金（不含货基）公司，净买入 313.4 亿元，其次是理财子公司，净买入 77.3 亿元；存单二级最大卖出方是国有大行，净卖出 156.9 亿元，其次是股份行，净卖出 121.5 亿元。

风险提示：基本面变化、政策不及预期、数据统计存在遗漏或偏差。

市场策略周报：《信用债修复行情延续》2025-08-09

张紫睿（分析师）
 021-38676666

S0880525040068

王宇辰（分析师）

021-38676666

S0880523020004

一级发行：净融资增加。上周（2025年8月4日-8月8日）短融发行1008.2亿元，到期492亿元；中票发行1648.4亿元，到期485.2亿元；企业债发行0亿元，到期49.7亿元；公司债发行922亿元，到期564.6亿元。上周主要信用债品种共发行3578.5亿元，到期1591.6亿元，净融资1987亿元，较前一周（7月28日-8月1日）的净融资180.4亿元有所增加。

二级交易：交投减少，收益率多下行。上周（2025年8月4日-8月8日）主要信用债品种（企业债，公司债，中票，短融）共计成交7876.67亿元，较前一周（7月28日-8月1日）7900.07亿元的成交减少23.4亿元。中票收益率多下行，与8月1日相比，8月8日3年期AAA中票收益率下行3.73BP至1.82%，3年期AA+中票收益率下行1.73BP至1.9%，3年期AA中票收益率下行4.73BP至2.04%。中票与国开债利差多下行。其中，1年期、3年期、5年期、7年期与10年期AAA+级中票与国开债利差分位数分别从9.9%、20.2%、19%、50.9%、62.5%下行至5.7%、12.6%、17.5%、42.7%、52.3%。

信用评级调整及违约跟踪。上周（8月4日-8月8日）境内评级机构评级上调的发行人有5家，为广东宝莱特医用科技股份有限公司、鹤山市国营资产经营有限公司、四川科伦药业股份有限公司、湖南湘江新区发展集团有限公司、广西交通投资集团有限公司；其中，鹤山市国营资产经营有限公司和湖南湘江新区发展集团有限公司为城投平台，其余均非城投平台。境内无评级机构评级下调的发行人。上周有2只展期债券，为H0宝龙04和H6雏鹰02；有1只违约债券，为国厚资产管理股份有限公司的H22国厚1，违约类型为未按时兑付回售款和利息。

风险提示：基本面超预期变化、货币政策不及预期、数据统计有遗漏或偏误等。

唐元懋（分析师）

021-38676666

S0880524040002

王宇辰（分析师）

021-38676666

S0880523020004

市场策略周报：《恢复增值税后，首轮地方债发行表现如何》

2025-08-09

概要：

8月8日起，国债、地方政府债、金融债新发行债券恢复增值税征收。2025年8月1日，财政部和税务总局发布公告，自8月8日起，对国债、地方政府债和金融债恢复征收增值税。此次调整中“新老划断”，8月8日以前发行的存量债券老券（包括老券续发部分）继续免征增值税，而8月8日及以后新发行债券恢复增值税征收。

8月8日，新发地方债新老券利差位于3%增值税下限附近。周五当日，河北和湖北合计新发地方债9只，其中10Y期中，25河北债42、25河北债43新老券利差为6.8BP，25湖北债76新老券利差为4.7BP。30Y期中，25河北债44新老券利差为6.0BP。新老券利差基本位于3%增值税下限附近。

关注地方债老券的挖掘价值。地方债更多以银行金市、保险资金配置为主，自营

机构增值税率为 6%。考虑税收因素后，地方债老券性价比抬升，老券利差或仍存压缩空间。

上周（2025 年 8 月 4 日-2025 年 8 月 8 日），湖南、天津、河北等 10 个省市共发行 32 只地方债，规模共计 1654.59 亿元。其中新增一般债 72.83 亿元、新增专项债 402.66 亿元、再融资债券 1179.10 亿元。上周无置换隐债专项债发行。

风险提示：基本面变化、政策不及预期、数据统计存在遗漏或偏差。

事件点评：《抢筹行情延续，双击势能仍在》2025-08-09

顾一格（分析师）

021-38676666
S0880522120006

6 月 23 日以来，转债市场估值先被动压缩后主动抬升，近期呈现估值与平价同步扩张态势，意味着增量资金不断涌入。6 月 23 日至 7 月 14 日，随着权益市场开启上行，转债涨幅不及正股，估值被动压缩。7 月 15 日以来，受益于正股上涨叠加估值主动抬升，转债涨幅甚至高于正股。从供给端来看，7 月以来已有 27 只转债公告强赎，存量转债正在加速强赎退出；而需求端资金对优质转债的争夺在加剧，7 月以来两只转债 ETF 份额合计增长 26.55%，7 月份在上交所转债面值下降 1.55% 的情况下，公募基金逆势增持 3.09%。转债市场供需格局进一步趋近，转债整体估值呈现全面扩张态势。

高估值的背后隐含着正股下跌、超预期强赎和流动性冲击三重风险。高估值蕴含着对未来正股上涨的预期，一旦正股回调，转债可能出现平价和估值的双杀。此外，正溢价的转债一旦宣告强赎，估值会迅速压缩为 0，投资者转股后抛售可能使股价承压，转债也可能承受平价和估值的双重打击。最后，债市下跌引发的赎回负反馈同样可能冲击转债市场，尤其是当正股震荡或下跌期间，债市回调的冲击相对明显，高估值转债可能进一步放大这种流动性风险。权益市场乐观预期叠加转债供需偏紧持续，转债仍有上行空间。

展望后市，A 股市场或延续震荡上行，主要受三大因素驱动。根据国泰海通策略团队《既是中国经济“转型牛”，也是中国资本市场“改革牛”》报告中的最新观点，估值有望再创新高。首先，传统产业加速出清并逐步企稳，政策导向更加聚焦高质量发展，政策执行效率提升显著降低了宏观经济不确定性，为市场估值修复创造了有利条件；其次，低利率环境重塑资产配置逻辑，随着 10 年期国债利率跌破 2%，固收资产吸引力减弱，权益资产性价比凸显，促使更多资金转向股市，形成持续的流动性支撑；第三，资本市场支持政策有效提高了中国股市的韧性，降低了风险溢价。2024 年以来，资本市场改革举措显著增强了 A 股市场的投资吸引力，为投资者营造了更稳定的预期环境。

在权益市场慢牛预期、转债市场供需偏紧格局难改的背景下，转债估值或维持高位震荡，但需精选结构。建议采取哑铃型策略，一方面，低价转债（< 120 元）可适当进行临期下修博弈，如短久期民企品种，或配置大底盘仓品种博取转债市场贝塔收益；另一方面，高平价转债（平价 > 130 元）的估值分位数仍处于 2020 年以来的相对低位，正股上涨的乐观预期下仍有估值抬升空间，建议关注已公告一段时间内不强赎的绩优中小盘标的，聚焦 AI、军工、人形机器人、半导体、

创新药等科技成长赛道，警惕中报业绩披露带来的短期波动。此外，建议规避剩余期限较短且即将触发强赎的高估值转债，以及绝对价格和估值双高的转债。

风险提示：理财赎回风险；转债转股溢价率压缩风险；转债正股表现不及预期。

英文报告:《GTHT MORNING BRIEF 20250811》2025-08-11

汤蔚翔（分析师）

021-38676666

S0880511010007

Contents

Top Recommendations

- Macro Research: Update Report
- Overseas Market Strategy: Hong Kong Stocks
- Runa Smart Equipment (301129): OW, TP@RMB35.63

Latest Reports

- E-P Equipment (603194): OW, TP@RMB50.71
- Huaming Power Equipment (002270): OW, TP@RMB20.54
- Hongfa Tech (600885): OW, TP@RMB33.28
- Yum China Holdings (9987.HK): OW, TP@HKD444.00
- Synopsys (SNPS.O): OW, TP@USD691.71

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666