

Business Economics

Record

Author: Player_He

Publisher: Angel

August 27, 2025

Copyright © 2025 Angel Publisher

目 录

目 录	1
第一章 25.8.27	1
1.1 2025 年 8 月 27 日《财经早餐》全景速读	1
1.1.1 政策与宏观	1
1.1.2 资金面与资本市场	2
1.1.3 产业与公司	2
1.1.4 地产与基建	3
1.1.5 商品与全球宏观	3
1.2 深度洞察：2025 年 8 月 27 日《财经早餐》内核拆解	3
1.2.1 政策范式切换：从“土地财政”到“算力财政”	3
1.2.2 居民资产负债表：一场静默的“财富搬家”	4
1.2.3 产业生死线：折叠屏、机器人、汽车进入“清场时刻”	4
1.2.4 全球滞胀交易：金油比发出衰退预警	4
1.2.5 人民币与资本账户：贬值压力中的“结构性保护”	5
1.3 “类土地估值锚 + 算力中心 REITs”全解	5
1.3.1 三资本为何被称为“类土地”	5
1.3.2 REITs 溢价路径如何复制	5
1.3.3 政策信号与资金动向	6
1.3.4 风险与对冲	6
1.4 4 个月万亿 ETF 增量的微观溯源	6
1.4.1 旧信仰崩塌：地产 + 刚兑双杀	6
1.4.2 资金流向显微镜	6
1.4.3 “第一次大规模”的意义	7
1.5 两融余额新高背后的杠杆迁徙逻辑	7
1.5.1 旧杠杆：首付 + 按揭的房产模式	7
1.5.2 新杠杆：两融 +ETF 的资本市场模式	7
1.5.3 迁移的量化证据	8

1.5.4	宏观与微观影响	8
1.6	“券商两融”全景详解	8
1.6.1	业务定义	8
1.6.2	运作流程	8
1.6.3	风险与风控	9
1.6.4	当前市场意义	9
1.7	南向资金“撑盘不抬盘”的微观逻辑拆解	9
1.7.1	资金流向三重视角	10
1.7.2	两大阴影如何压制外资	10
1.7.3	跷跷板效应机制	10
1.8	“金油比预警 + 中概退市阴影”拆解	10
1.8.1	金油比预警：经济衰退的先行指标	10
1.8.2	中概退市阴影：港股流动性与估值折价	11
1.8.3	结论：双重阴影下的港股定价	11
1.9	金油比：全球经济的“温度计”与“晴雨表”	12
1.9.1	价格背后的宏观逻辑	12
1.9.2	金油比的计算公式与经验阈值	12
1.9.3	领先衰退的实证规律	12
1.9.4	领先机制：价格 → 预期 → 行为	13
1.9.5	使用限制与补充	13
1.10	江苏国泰“120 亿理财 +18 亿炒股”事件全景速读	14
1.10.1	事件时间轴	14
1.10.2	资金画像	14
1.10.3	主业与战略矛盾	14
1.10.4	监管与市场反馈	15
1.10.5	启示与结论	15
1.11	江苏国泰“炒股急刹”事件深度拆解	15
1.11.1	资金空转的宏观镜像	15
1.11.2	监管话语权的即时定价	16
1.11.3	实业龙头的资本配置困境	16
1.11.4	投资者结构再平衡	16
1.12	《关于深入实施“人工智能 +”行动的意见》全景速读	17
1.12.1	政策定位与量化目标	17
1.12.2	六大重点行动	17
1.12.3	八项基础支撑	18

1.12.4	产业与资本映射	18
1.12.5	实施机制与考核抓手	19
1.13	国务院《“人工智能+”行动意见》深度解构	19
1.13.1	财政范式跃迁：从“土地财政”到“算力财政”	19
1.13.2	产业生死线：2027/2030/2035 三阶段“渗透率红线”	19
1.13.3	数据产权革命：公共财政资助数据强制开放	19
1.13.4	全球治理筹码：把 AI 定位为“国际公共产品”	20
1.13.5	风险缓释与治理沙盒	20
1.14	政府非税收入全景速览	20
1.14.1	十大主要类别	20
1.14.2	趋势与改革动向	21
1.15	“收支两条线”与“小金库”详解	21
1.15.1	术语拆解	21
1.15.2	运行机制	22
1.15.3	“小金库”产生的三大温床	22
1.15.4	制度成效	22
1.16	《外卖员秒变 F1 车手？帅反而是最不重要的》全景速读	23
1.16.1	事件概况	23
1.16.2	制服设计亮点	23
1.16.3	行业与社会意义	23
1.16.4	时尚与文化溢出	24
1.16.5	未来展望	24
1.17	外卖制服“F1 化”背后的深度透视	24
1.17.1	劳动力品牌化：从成本中心到品牌资产	24
1.17.2	公共资源市场化：城市治理外包的新接口	25
1.17.3	反消费主义与 Z 世代身份叙事	25
1.17.4	产业链外溢效应	25
1.17.5	长期竞争格局	25
1.18	段永平：好的企业文化，就是做对的事	27
1.18.1	企业文化定义与作用	27
1.18.2	三要素框架：使命—愿景—核心价值观	27
1.18.3	落地方法与误区	27
1.18.4	实战判断指标	28
1.18.5	对投资者与创业者的启示	28
1.19	段永平“企业文化观”深度解构	28

1.19.1	文化与资本：非财务护城河的定价逻辑	28
1.19.2	治理维度：创始人即文化，文化即治理	29
1.19.3	行为经济学视角：反短期激励的自我绑定	29
1.19.4	行业映射：高 ROIC 赛道更需要文化过滤器	29
1.19.5	投资者可操作的“文化尽调”框架	29
1.20	高 ROIC (Return on Invested Capital) 简明释义与实例	30
1.20.1	概念拆解	30
1.20.2	高 ROIC 典型案例	30
1.20.3	低 ROIC 对比示例	30
1.21	马斯克再诉 OpenAI 与苹果：Grok 的“破局”与国产 AI 的“务实”	31
1.21.1	诉讼全景	31
1.21.2	数据对比：Grok 的“老七困境”	31
1.21.3	xAI 的“自我矛盾”	31
1.21.4	国产 AI 的“务实路线”	32
1.21.5	行业启示	32
1.22	马斯克诉讼与全球 AI 博弈深度透视	32
1.22.1	平台流量垄断新范式	32
1.22.2	公益面具与商业现实悖论	33
1.22.3	国产 AI 的“精度和算力脱钩”实验	33
1.22.4	全球 AI 产业分叉口	33
1.23	东方甄选“235 亿市值蒸发”全景速读	34
1.23.1	股价闪崩时间线	34
1.23.2	2025 财年核心数据	34
1.23.3	估值杀逻辑	34
1.23.4	竞争与模式痛点	34
1.23.5	未来关键变量	34
1.24	东方甄选“235 亿蒸发”深度透视	35
1.24.1	估值范式切换：从市梦到市销	35
1.24.2	流量拐点的财务映射	35
1.24.3	渠道与供应链短板	35
1.24.4	竞争格局恶化	35
1.24.5	资本市场启示	36
1.25	8 月 21 日《从硬件商到生活 OS：小米的估值跃迁才刚刚开始》	37
1.25.1	史上最强 Q2 成绩单	37
1.25.2	三大硬件引擎	37

1.25.3	人车家生态护城河	37
1.25.4	技术与成本优势	38
1.25.5	估值跃迁路径	38
1.26	小米“从硬件商到生活 OS”深度透视	38
1.26.1	估值范式升级：硬件 PE→生态 LTV	38
1.26.2	飞轮效应：数据 → 服务 → 留存 → 数据	38
1.26.3	半导体化护城河	39
1.26.4	竞争坐标	39
1.26.5	> 资本映射	39
1.27	“pp”含义速览	39
1.27.1	定义与示例	39
1.27.2	与“%”区别	39
1.28	“硬件 PE → 生态 LTV”跃迁释义	40
1.28.1	硬件 PE（市盈率）模型	40
1.28.2	生态 LTV（用户生命周期价值）模型	40
1.28.3	跃迁逻辑	40
1.29	市盈率（PE）与市净率（PB）全景对比	41
1.29.1	定义与公式	41
1.29.2	适用行业与案例	41
1.29.3	互补使用场景	41
1.30	市盈率对新能源行业的“温度计”作用	41
1.30.1	高 PE 案例：技术 + 故事双溢价	42
1.30.2	中位 PE 案例：成长与盈利平衡	42
1.30.3	低 PE 案例：周期顶点或盈利兑现	42
1.30.4	三条实战规则	42
1.31	行业估值方法论：为什么高成长轻资产看 PE，重资产高杠杆看 PB	43
1.31.1	高成长、轻资产 → 首选 PE	43
1.31.2	重资产、高杠杆 → 首选 PB	43
1.31.3	周期行业的 PB 锚定逻辑	43
1.31.4	杠杆放大 PB 敏感性	44
1.32	PEG 完整解码	44
1.32.1	公式与含义	44
1.32.2	计算示例	44
1.32.3	使用要点	44
1.33	EPS（Earnings Per Share）全景速览	45

1.33.1	概念与公式	45
1.33.2	使用场景	45
1.33.3	实战示例	45
1.33.4	注意要点	45
1.34	EPS、PEG、PE、PB 四指标核心区别与联系	46
1.34.1	定义与公式	46
1.34.2	核心区别	46
1.34.3	联系与递进	46
1.34.4	实战举例	47
1.35	品牌寻找增长确定性：小红书“需求-内容-人群”闭环全景速读	48
1.35.1	三大变化重构投放逻辑	48
1.35.2	小红书确定性增长的三支点	48
1.35.3	行业映射	48
1.35.4	方法论升级	49
1.36	小红书：存量流量时代的“需求灯塔”	49
1.36.1	流量红利终结的底层矛盾	49
1.36.2	小红书的三步解法	49
1.36.3	行业影响	49
1.36.4	资本映射	50
1.37	高 PE 低 PB vs 低 PE 高 PB：估值密码对照表	50
1.37.1	高 PE + 低 PB：成长溢价 + 资产折价	50
1.37.2	低 PE + 高 PB：盈利兑现 + 资产泡沫	50
1.37.3	投资提示	51
1.38	戴维斯双杀（Davis Double Play）全景速读	54
1.38.1	概念拆解	54
1.39	估值坐标系：PE 与 PB 的四维决策框架	54
1.39.1	1. 筛选：先定位坐标，再缩小范围	54
1.39.2	2. 定价：用二维坐标校准“合理区间”	55
1.39.3	3. 择时：利用估值钟摆的“极端点”	55
1.39.4	4. 风控：设置估值“熔断线”	55
1.39.5	决策流程图（简化版）	56

第一章 25.8.27

1.1 2025 年 8 月 27 日《财经早餐》全景速读

阅读全文：（微信文章） <https://mp.weixin.qq.com/s/q5t1hQ7GHPz5tpxpC01XZQ>

一句话总结：国务院再推“人工智能 +”顶层设计，ETF 规模首破 5 万亿元；暑期消费品质升级、地产政策托底、A 股缩量震荡、海外金价续创新高，成为当日宏观与市场的四大主线。

1.1.1 政策与宏观

1. 国务院

发布《深入实施“人工智能 +”行动的意见》：2027 年率先实现 AI 与 6 大重点行业深度融合，智能终端/智能体普及率超 70%；2030 年普及率超 90%，并配套财政、金融、长期资本支持。

2. 总理李强：

主动扩大优质服务进口，推动服务贸易制度型开放，优化跨境资金管理与数据流动。

3. 发改委答记者问：

建设国家人工智能应用中试基地，降低应用创新门槛；对外提出“人工智能 +”全球合作新模式。

4. 商务部：

截至 2024 年底，中国对外直接投资存量超 3 万亿美元，连续 8 年全球前三。

5. 能源局：

7 月单月用电量首破 1 万亿千瓦时，相当于日本全年用电量，迎峰度夏总体平稳。

1.1.2 资金面与资本市场

1. ETF 里程碑

中国 ETF 规模正式突破 5 万亿元 (5.07 万亿元)，仅用 4 个月完成 4 万亿 → 5 万亿跨越；全市场 1271 只 ETF 中，101 只规模超百亿、6 只超千亿。

2. A 股表现

周二缩量至 2.68 万亿元 (-4621 亿元)，个股涨多跌少；上证-0.39% 报 3868，深证 +0.26% 报 12473，创业板指-0.75% 报 2742；领涨：猪肉、游戏、消费电子、美容护理；领跌：CRO、稀土永磁、军工。

3. 港股

恒指-1.18%，恒生科技-0.74%；南向资金净买入 165.73 亿港元。

4. 两融余额

截至 8 月 25 日，两市融资余额 21655.94 亿元，日增 328 亿元续创新高。

5. 公募基金

7 月底总规模 35.08 万亿元，年内第十次创历史新高；货基、股基、混基均显著增长，债基略降。

1.1.3 产业与公司

1. AI 算力与芯片

寒武纪上半年营收 28.81 亿元，同比 +4348%，净利润 10.38 亿元扭亏；阿里云百炼下调大模型缓存价格，输入 Token 缓存费降至原价 20%。

2. 消费电子/汽车

IDC：2025 年全球折叠屏手机出货 1983 万台，2029 年或达 2729 万台，CAGR 7.8%；小鹏汽车何小鹏：国内汽车行业淘汰赛还剩五年，最终或仅剩五家中国车企。

3. 影视与文旅

暑期档票房突破 112 亿元、观影人次破 3 亿，均创纪录；飞猪：暑期订单均价同比 +9.9%，学生和家庭客群驱动品质游。

4. 大宗与资源

钨价延续涨势，65% 黑钨精矿 23.3 万元/标吨，年初至今 +62.9%；紫金矿业上半年净利 232.9 亿元，同比 +54.4%；中国石油中期派息 402.65 亿元。

5. 并购重组

必易微拟 2.95 亿元收购上海兴感半导体 100% 股权；南新制药拟现金收购未来医药资产组，构成重大资产重组。

6. 风险警示

新华锦提示可能被实施其他风险及退市风险警示；

浙文影业独立董事刘静被留置，公司称事项与己无关。

1.1.4 地产与基建

1. 政策监管

住建部、央行联合发文，房地产从业机构须履行反洗钱义务，不得向身份不明客户售房或提供经纪服务。

2. 老旧小区改造

1-7 月全国新开工改造 1.98 万个小区，河北、辽宁、重庆、安徽、江苏、上海开工率超 90%。

3. 土地与购房激励

北京顺义区宅地底价 10.3 亿元成交，楼面价 27989 元/㎡；安徽淮南出台购房补贴、人才购房、团购支持等促高质量发展措施。

1.1.5 商品与全球宏观

1. 能源

国内成品油新一轮下调：92 号汽油每升降 0.14 元，50L 油箱加满省 7 元；国际油价大跌：WTI-2.39% 报 63.25 美元，布伦特-2.29% 报 67.22 美元。

2. 贵金属

COMEX 黄金期货 +0.65% 报 3439.6 美元/盎司，续创新高。

3. 汇率

在岸人民币兑美元收报 7.1621，日跌 0.1454%；中间价 7.1188。

4. 海外股市

美股三大指数小幅收涨：道指 +0.30%，纳指 +0.44%，标普 +0.41%；欧股多数收跌，法国 CAC40-1.70%；亚太日经-0.97%，韩国-0.95%。

1.2 深度洞察：2025 年 8 月 27 日《财经早餐》内核拆解

一句话总结：

“AI+ 财政”双轮驱动的政策范式确立，居民财富迁徙从地产—理财—ETF 完成闭环，产业侧进入“剩者为王”淘汰赛，全球滞胀阴影下黄金成为终极押注。

1.2.1 政策范式切换：从“土地财政”到“算力财政”

1. 财政支出结构

国务院《“人工智能+”行动意见》首次把 AI 算力、芯片、智能终端列入中央—地方共同事权，意味着土地出让金下滑后，政府将用“算力券”“模型券”替代传统“土地返税”。

2. 金融资源再分配

“长期资本、耐心资本、战略资本”三词并列，暗示政策性银行、养老基金、主权财富基金将成为 AI 基础设施的“类土地”估值锚，未来算力中心 REITs 有望复制 2020-2022 年保障性租赁住房 REITs 的估值溢价路径。

1.2.2 居民资产负债表：一场静默的“财富搬家”

1. ETF 突破 5 万亿

仅用 4 个月完成 1 万亿增量，核心来源并非新发基金，而是“老基民赎回主动管理 → 买入指数”与“理财净值化后资金溢出”共振，标志着中国个人投资者第一次大规模放弃“地产信仰 + 刚兑信仰”双锚。

2. 两融余额 2.17 万亿

杠杆资金与 ETF 同步新高，反映居民开始用“券商两融 + ETF”替代“首付 + 按揭”的杠杆结构，风险权重由不动产转向流动性资产。

1.2.3 产业生死线：折叠屏、机器人、汽车进入“清场时刻”

1. 折叠屏

IDC 预测五年 CAGR 仅 7.8%，远低于 2021-2024 年的 30%+，说明行业渗透率天花板提前出现，手机品牌押注 MR 与 AI 眼镜实为“第二增长曲线焦虑”。

2. 人形机器人芯片

2028 年市场规模 4800 万美元，绝对值仍小，但 NVIDIA Jetson Thor 算力达 2070 TFLOPS 为上一代 7.5 倍，意味着“硬件预埋 + 软件订阅”将成为机器人行业唯一存活模式——硬件不赚钱，数据与算法迭代权决定生死。

3. 汽车行业

何小鹏“五年剩五家”言论与比亚迪、吉利、小米的港股回购形成互文：淘汰赛已进入“现金流 + 供应链”双重挤压阶段，二线车企将在 2026 年前完成破产重组或被收购。

1.2.4 全球滞胀交易：金油比发出衰退预警

1. 金油比

黄金 3439 美元 vs WTI 63 美元，金油比升至 54.4，为 1974 年以来前 5% 分位，历史经验显示 6-12 个月内美国经济衰退概率 >60%。

2. 中国电力

单月用电 1 万亿千瓦时 ≈ 日本全年用电量，侧面验证“世界工厂”产能利用率仍在高位；若外需回落，高基数下电力增速或快速转负，成为观测全球衰退向中国传导的先行指标。

1.2.5 人民币与资本账户：贬值压力中的“结构性保护”

1. 中间价 vs 收盘价背离

中间价 7.1188，收盘价 7.1621，日内偏离-0.6%，为 2024 年 Q3 以来最大，央行通过“汇率缓冲区”释放外需放缓压力，避免一次性贬值冲击居民财富搬家进程。

2. 南向资金

净买入 165 亿港元却难挡恒指下跌，反映外资在“金油比预警 + 中概退市阴影”下持续减配港股，南下资金成为“边际定价者”，短期波动将与 A 股 ETF 资金形成跷跷板。

1.3 “类土地估值锚 + 算力中心 REITS”全解

一句话总结：国家把“长期资本、耐心资本、战略资本”确立为 AI 基建的“新地价”，这些资金将像当年买地一样为算力中心定价；当算力中心打包成 REITs 上市，就能复制保障性租赁住房 2020-2022 年的估值溢价路径，实现资产“证券化—升值—再投资”的闭环。

1.3.1 三资本为何被称为“类土地”

1. 土地财政的映射

过去地方政府靠卖地一次性获得财政现金流；未来将通过出售或出租“算力指标”获得长期现金流。政策性银行、养老基金、主权财富基金就是“买地”主力，用超低成本、超长期资金锁定算力资产，形成稳定租金（机柜费、算力券），等同于收“数字地租”。

2. 估值锚功能

与土地一样，算力中心一旦锚定三资本的价格，就成为行业基准：低利率 + 长久期资金 → 高估值 → 带动社会资本跟风 → 整体估值抬升。

1.3.2 REITs 溢价路径如何复制

1. 保障性租赁住房 REITs 范例

2020-2022 年首批 9 单保障房 REITs 平均发行溢价率 30 高派现（4-5%）+ 政策信用背书 → 机构抢筹 → 二级市场溢价 → 原始权益人套现再投资。

2. 算力中心 REITs 剧本

第一步：政府用三资本做 LP，成立 Pre-REITs 基金，低成本拿地/电/指标；
第二步：项目孵化成熟后打包发行公募 REITs；
第三步：高派现（电价、租金稳定）+ 新质生产力概念 → 溢价发行；
第四步：回笼资金再投新算力中心，实现滚雪球。

1.3.3 政策信号与资金动向

1. 国务院文件

明确提出“加大人工智能领域金融和财政支持力度，发展壮大长期资本、耐心资本、战略资本”。

2. 资金池规模

仅全国社保基金 + 商业保险资金 + 主权财富基金的潜在可投规模就超过 10 万亿元，具备一次性“买下”全国算力中心的能力。

1.3.4 风险与对冲

1. 电力与政策风险

算力中心 REITs 对电价和能耗双控高度敏感，可通过与绿电长协、碳交易对冲。

2. 估值回撤风险

若技术路线突变（如量子计算商用），算力资产可能快速折旧，需要设置资产更新基金或缩短 REITs 期限。

1.4 4 个月万亿 ETF 增量的微观溯源

一句话总结：中国个人投资者正在用“卖主动、买指数”与“赎理财、追 ETF”两步走，系统性抛弃“房子永远涨 + 理财刚兑”两大旧信仰，首次把权益资产配置的锚点转向低费率、高透明的指数化工具。

1.4.1 旧信仰崩塌：地产 + 刚兑双杀

1. 地产信仰动摇

2024Q2 以来，70 城房价环比连跌、二手房成交腰斩，居民对“买房必赚”的预期逆转，地产吸纳的增量资金显著减少。

2. 理财刚兑终结

资管新规全面落地后，银行理财净值每日波动，2024 年多只 R2 级产品出现负收益，触发大规模赎回。

1.4.2 资金流向显微镜

1. 主动基金 → ETF

老基民在 2024 年底至 2025 年中累计赎回主动偏股基金约 6,500 亿元，同期股票型 ETF 净申购超 7,800 亿元，赎回-申购转换率 85%。

2. 理财溢出 → 指数化

银行理财规模 2024Q4-2025Q2 下降 1.2 万亿元，其中约 30% 流入券商 ETF 渠道，推升 ETF 规模 4 个月净增 1 万亿元。

1.4.3 “第一次大规模” 的意义

1. 资产配置拐点

居民权益投资首次摆脱“个股 + 主动”主导，进入以宽基 ETF、行业 ETF 为底仓的指数化时代。

2. 费率与透明度红利

ETF 平均管理费 0.5% vs 主动基金 1.5%，且持仓每日披露，契合净值化后投资者对“看得懂、拿得住”的需求。

3. 长期影响

资金持续流入 ETF 将强化龙头公司估值溢价，同时压低主动管理超额收益空间，A 股定价效率与国际化程度同步提升。

1.5 两融余额新高背后的杠杆迁徙逻辑

一句话总结：居民把原本用于“买房首付 + 按揭”的杠杆，迁移到“券商两融 + ETF”组合上，意味着风险敞口从“低流动性、高单价”的房地产，转向“高流动性、低门槛”的资本市场，完成了杠杆结构的历史性切换。

1.5.1 旧杠杆：首付 + 按揭的房产模式

1. 杠杆特征

首付 30%、按揭 70%：高杠杆倍数（3.3 倍）、低流动性（交易周期长）、高交易成本（契税、中介、利息）。

2. 风险权重集中

家庭资产负债表以房产为单一核心资产，房价波动对净值影响极大。

1.5.2 新杠杆：两融 + ETF 的资本市场模式

1. 杠杆特征

券商融资比例 1:1（或 1:0.8），ETF 自带分散化：杠杆倍数可控（1-2 倍）、高流动性（T+1 或 T+0）、低交易成本（万三佣金 + 0.5% 管理费）。

2. 风险权重分散

资金分散在宽基或行业 ETF，单一标的波动对整体净值影响下降；可随时减仓或平仓。

1.5.3 迁移的量化证据

1. 余额同步新高

ETF 规模 4 个月 +1 万亿，两融余额 +3,300 亿，两者斜率高度一致，表明资金在同一批投资者账户内“配对”使用。

2. 地产按揭回落

2024Q2-2025Q2 个人按揭贷款净下降约 1.1 万亿元，与两融 +ETF 增量形成镜像。

1.5.4 宏观与微观影响

1. 系统性风险再分布

从“房价—银行”链条转向“股价—券商”链条，降低地产泡沫风险，但提升资本市场波动率。

2. 财富效应路径缩短

股票上涨 → 账户浮盈 → 消费信心提升的传导周期，远快于“房价上涨 → 抵押套现 → 消费”的旧路径。

3. 监管关注点切换

央行、证监会对两融杠杆率的监控权重上升，地产限购限贷政策边际放松，政策重心从“稳房价”转向“稳股市流动性”。

1.6 “券商两融”全景详解

一句话总结：券商两融是投资者以保证金作抵押，向券商借钱买股票（融资）或借股票先卖出（融券）的杠杆交易业务，具有放大收益与风险的双刃剑特征，是当前居民“地产杠杆”向“股市杠杆”迁移的核心工具。

1.6.1 业务定义

1. 全称

“证券公司融资融券业务”，简称“两融”。

2. 两项子业务

- **融资交易：**投资者向券商借钱买入证券；
- **融券交易：**投资者向券商借入证券先卖出，待价格下跌后买回归还。

1.6.2 运作流程

1. 开户门槛

账户资产 ≥50 万元（部分券商可 20 万元）+6 个月交易经验。

2. 保证金机制

投资者需先存入现金或可充抵保证金证券，券商按折算率折算后给出授信额度。

3. 杠杆比例

融资初始保证金比例 100%，维持担保比例 130%；实际杠杆 1-1.25 倍（新规后上限）。

4. 费用结构

- 融资利率：券商报价，年化 6-8%（随市场浮动）；
- 融券费率：年化 8-10%，另加过户费和交易佣金。

1.6.3 风险与风控

1. 平仓线

维持担保比例 <130% 触发追保；<110% 将被强制平仓。

2. 流动性风险

个股跌停无法卖出时，投资者仍需在 T+1 补足担保品或现金。

3. 监管上限

交易所实时监控：单只股票融资余额 流通市值 25%；全体券商净资本约束。

1.6.4 当前市场意义

1. 资金规模

2025 年 8 月两市融资余额约 2.17 万亿元，创纪录，与 ETF 同步扩张，成为居民杠杆新去向。

2. 与地产杠杆对比

- 门槛：50 万 vs 首付数十万；
- 流动性：T+1 平仓 vs 数月交易；
- 杠杆倍数：1-1.25 倍 vs 3-5 倍；
- 资产标的：股票/ETF vs 不动产。

1.7 南向资金“撑盘不抬盘”的微观逻辑拆解

一句话总结：尽管内地资金（南向）单日净流入 165 亿港元创阶段新高，仍不敌外资系统性减持港股，导致恒指下行；南下资金因此成为港股市场“边际定价者”，其流入节奏将与 A 股 ETF 资金呈跷跷板效应。

1.7.1 资金流向三重视角

1. 南向资金：165 亿港元净流入

通过港股通（沪 + 深）通道进入港股，资金多来源于内地公募、保险与个人高净值账户。

2. 外资：系统性减配

受“金油比预警 + 中概退市阴影”影响，欧美长线基金持续卖出港股现货及衍生品，规模远超南向流入。

3. 边际定价者角色

当外资抛压成为主导力量时，南下资金的边际买入只能减缓跌幅，无法扭转趋势，如同“沙袋挡不住洪流”。

1.7.2 两大阴影如何压制外资

1. 金油比预警

金价/油价升至历史极端区间，触发全球衰退交易，配置港股的海外资金先行减仓周期与金融板块。

2. 中概退市阴影

中美审计监管博弈未解，MSCI、富时等指数公司仍保留“中概强制剔除”情景假设，被动资金提前避险。

1.7.3 跷跷板效应机制

1. 资金池同源

内地可投港股的资金（南向）与可投 A 股 ETF 的资金（两融 + 新发基金）往往来自同一批机构/个人，需在“港股 vs A 股”之间做战术切换。

2. 短期波动传导

当 A 股 ETF 出现溢价或情绪过热，部分资金流向港股通；反之，若港股持续跑输，资金又回流 A 股 ETF，形成“此消彼长”的跷跷板。

1.8 “金油比预警 + 中概退市阴影”拆解

1.8.1 金油比预警：经济衰退的先行指标

1. 定义

金油比 = 黄金价格（美元/盎司）÷ 原油价格（美元/桶），衡量“避险需求 vs 工业需求”的相对强度。

黄金，永远端着避险的人设。全球经济只要一出问题，立马就开始慢悠悠涨价；原油就不

一样，可以当做工业界的领头羊，经济好时它能涨到天上去，经济差时直接躺平摆烂。他们两个的身价比（金油比），也可以当做经济的天气预报。

金油比代表什么？

金油比上升：意味着黄金价格相对原油价格上涨，反映市场对经济衰退、外界烟花风险或的担忧，黄金作为避险资产受追捧，而原油需求因经济疲软预期下降。

金油比下降：表明经济处于扩张期，原油需求旺盛，推动油价上涨，市场风险偏好较高，资金流出黄金，二级市场被多头主导。

黄金被视为抗通胀资产，而原油价格与经济活动直接相关。金油比大幅上升则预示经济衰退通缩风险，而金油比下降则反映通胀压力。

2. 历史阈值

1970 年以来长期区间 10-25。若数值突破 30，往往对应全球重大危机：1973 年石油危机 41.4；2008 年金融危机 30+；2020 年疫情 80+；2025 年关税战 50+。

3. 当前信号

2025 年 4-8 月，金油比持续 >50，触发市场“衰退交易”：

- IMF 将 2025 年全球 GDP 增速下调至 2.8%；
- 高盛把美国衰退概率从 20% 上调至 45%。

4. 资金行为

外资 ETF、长线基金据此减配港股周期股，增配黄金类资产，压低恒指。

1.8.2 中概退市阴影：港股流动性与估值折价

1. 背景

美国《外国公司问责法》要求中概股交出审计底稿，否则 2025 年起强制退市。虽然 PCAOB 2022 年底首次认可检查流程，但“随时可能再被点名”的不确定性仍在。

2. 对港股影响

- 未回港美股中概市值约 2 万亿港元，占港股日成交 15-20%；
- 被动基金（纳指 ETF、养老金）若被迫减持，将一次性抽离流动性；
- 二次上市/双重主要上市折价 5-15%，拖累恒指估值。

3. 资金行为

海外主动基金提前减仓中概/港股，南向资金成为唯一增量，形成“**内资撑盘、外资压盘**”的结构性矛盾。

1.8.3 结论：双重阴影下的港股定价

金油比高位 = 全球衰退预期 → 风险资产（港股）被抛售；

中概退市 = 港股流动性折价 → 外资抛压持续；

二者叠加，使南向资金虽净买入 165 亿港元，仍难挡恒指下跌。

1.9 金油比：全球经济的“温度计”与“晴雨表”

一句话总结：金油比同时捕捉“避险需求”与“工业需求”的强弱对比，其数值高低不仅映射市场对未来增长与通胀的预期，更因历史规律而具备“领先衰退”的预警功能，因此被投资者视为宏观经济的免费天气预报。

1.9.1 价格背后的宏观逻辑

1. 黄金：避险货币

金价上涨通常反映

- 全球经济衰退担忧加深
- 通胀失控或地缘政治风险上升
- 实际利率下行（持有黄金的机会成本降低）

2. 原油：工业血液

油价上涨通常对应

- 全球制造业扩张、需求旺盛
- 供应链瓶颈或地缘冲突导致供给收缩
- 通胀预期上升

1.9.2 金油比的计算公式与经验阈值

1. 公式

$$\text{金油比} = \frac{\text{黄金价格（美元/盎司）}}{\text{布伦特原油价格（美元/桶）}}$$

2. 历史区间

- 长期均值：10-25
- 警戒阈值：>30
- 危机极值：>50

1.9.3 领先衰退的实证规律

1. 1973 石油危机

金油比飙升至 41 → 全球滞胀衰退

2. 2008 金融危机

金油比突破 30 → 美股腰斩、全球衰退

3. 2020 疫情冲击

金油比冲至 80 → 全球 GDP 负增长

4. 2025 现状

金油比 >50 → IMF 下调全球增速，高盛上调衰退概率至 45%

1.9.4 领先机制：价格 → 预期 → 行为

1. 价格信号

金油比上行 → 市场解读为“避险需求 > 工业需求” → 预期经济减速。

2. 资金行为

对冲基金、养老金据此减持风险资产（股票、高收益债），增配黄金与国债 → 资产价格下跌，实体经济融资条件收紧 → 衰退自我实现。

3. 政策响应

央行观察到金油比异常后，往往提前降息或推出宽松政策，进一步验证“领先指标”地位。

1.9.5 使用限制与补充

1. 非充分条件

高金油比并不必然触发衰退，需结合利差、PMI、就业等多指标交叉验证。

2. 结构性变化

新能源渗透率提升、OPEC+ 减产、央行购金等因素可能改变传统阈值，需要动态调整。

1.10 江苏国泰“120 亿理财 +18 亿炒股”事件全景速读

阅读全文：（微信文章） <https://mp.weixin.qq.com/s/NBKF5Pzp4g81W26eQR3gJQ>

一句话总结：一家主业清晰的出口型实业龙头，在账面 125 亿现金的“甜蜜负担”下，先拟巨资炒股、旋即叫停并承诺高分红，折射出 A 股上市公司“资金配置焦虑”与监管导向的即时博弈。

1.10.1 事件时间轴

1. 8 月 24 日

公司公告拟用不超过 120 亿元闲置自有资金进行委托理财（中低风险，单笔最长 36 个月）；拟用不超过 18.3 亿元进行证券投资，其中紫金科技拟以 15 亿元设立张家港鼎瑞投资专攻股票。

2. 8 月 26 日

舆情发酵市场质疑“主业出口 + 化工”与“巨资炒股”割裂；叠加公司同日宣布终止 40 万吨电解液项目，加深“不务正业”印象。

3. 8 月 26 日晚

公司紧急转向终止 15 亿元设立证券投资子公司；同步抛出 2025–2027 年股东回报规划：每年现金分红不少于可分配利润 40%（此前仅 10%）。

1.10.2 资金画像

1. 现金体量

2025 年中报货币资金 125.7 亿元，占市值约 90%，占营收约 68%，现金流极度充裕。

2. 理财收益

上半年依托结构性存款等低风险投资实现收益约 1.2 亿元，占利润总额 9.75%，已成为盈利“第二曲线”。

3. 证券投资成绩单

计入权益的累计公允价值变动亏损 7195.6 万元，坐实“炒股输多赢少”。

1.10.3 主业与战略矛盾

1. 业务结构

供应链服务（纺织品服装）占比约 95%，其中 83% 收入来自海外；化工新能源占比仍小。证券投资与主业缺乏协同，属跨界博弈。

2. 产能项目终止

40 万吨电解液项目因“外部客观条件及行业环境变化”搁浅，显示新能源赛道拥挤、盈利预期下调，公司选择“现金为王”。

1.10.4 监管与市场反馈

1. 监管导向

监管层持续强调“聚焦主业、提升投资者回报”，江苏国泰快速转向高分红，可视为对政策信号的即时响应。

2. 投资者情绪

公告后首个交易日公司股价未出现明显波动，反映市场对其“认错”动作基本认可，短期舆情风险降温。

1.10.5 启示与结论

1. 对上市公司：

在主业再投资回报率下降、理财收益率下行背景下，如何平衡现金效率与监管红线，将成为持续难题。

2. 对投资者：

高现金 + 低分红的历史模式正在改变，需关注企业资本配置逻辑突变带来的估值重估机会与风险。

1.11 江苏国泰“炒股急刹”事件深度拆解

一句话总结：当实业龙头手握巨量现金却找不到高回报项目，监管导向与投资者情绪正联手把“炒股理财”逼回分红回购的单一出口，折射出A股资金空转、产业再投资回报率塌陷与治理结构进化的三重拐点。

1.11.1 资金空转的宏观镜像

1. 现金/市值比高达 90%

125.7 亿元货币资金对 140 亿元市值的极致占比，表明产业资本在“出口放缓 + 新能源过剩”双重挤压下失去再投资方向。

2. 理财收益率 9.75% 的利润贡献

结构性存款、大额存单等低风险工具已实质成为公司盈利“第二增长曲线”，实业 ROE 被金融收益平滑，暗示制造业整体资本回报率逼近社会无风险利率。

1.11.2 监管话语权的即时定价

1. 从“10% 分红”到“40% 分红”的 48 小时跃迁

监管近期高频喊话“提高股东回报、限制脱实向虚”，公司用一次闪电般的政策套利完成合规：终止 15 亿元炒股子公司 + 分红率翻 4 倍 = 用治理结构改善对冲估值折价。

2. 舆情成为董事会决策函数

二级市场尚未用脚投票，公司即主动回撤，显示监管与市场舆论已成为比项目 IRR 更高的决策权重。

1.11.3 实业龙头的资本配置困境

1. 电解液项目终止的逆向信号

40 万吨产能喊停表面是“行业环境变化”，实质是**边际回报率跌破加权资本成本，现金宁愿趴在账上也不愿沉淀为固定资产。**

2. 证券投资亏损 7195 万元

过去尝试用股票或资管产品跑赢理财，结果验证**“不熟不赚”的铁律**，加深了管理层对跨界投资的畏惧。

1.11.4 投资者结构再平衡

1. 高分红策略的估值重估

当成长性故事缺位，现金回报率成为唯一估值锚。40% 分红承诺把公司从“出口 + 新能源”双主题拉回“类公用事业”高股息框架，潜在估值模型由 PEG 切换至 DDM。

2. 对 A 股高现金公司的范式启示

江苏国泰的急刹或将成为模板：**手握重金的实业公司若无法证明再投资能力，市场将强制其通过分红/回购让现金回流股东，压缩“炒股 + 理财”灰色空间。**

1.12 《关于深入实施“人工智能 +”行动的意见》全景速读

阅读全文：（微信文章） <https://mp.weixin.qq.com/s/VsvmMxpeLtR00MsZ1LlNYw>

一句话总结：国务院以顶层文件形式将“AI+”上升为国家新质生产力战略主线，首次给出 2027/2030/2035 三阶段量化目标与六大重点行动、八项基础支撑，标志政府端从土地财政、基建财政全面转向 **“算力财政 + 数据财政”**。

1.12.1 政策定位与量化目标

1. 三阶段路线图

2027 年：新一代智能终端、智能体等应用普及率 >70%；

2030 年：普及率 >90%，智能经济成为重要增长极；

2035 年：全面步入智能经济与智能社会，支撑社会主义现代化。

2. 政策层级

国发〔2025〕11 号文，由国务院直接印发，属行政法规序列，高于部委规章；发改委牵头统筹，地方政府需“因地制宜”落地。

1.12.2 六大重点行动

1. AI+ 科学技术

以科学大模型、重大科技基础设施智能化升级为核心，打造“0→1”发现能力。

2. AI+ 产业发展

培育智能原生企业，推动工业全要素智能化、农业数智化、服务业智能升级。

3. AI+ 消费提质

智能网联汽车、AI 手机/电脑、智能家居、机器人等新一代智能终端“万物智联”。

4. AI+ 民生福祉

智能工作、智能学习、智能医疗、智能养老托育，打造“好房子”全生命周期 AI 应用。

5. AI+ 治理能力

市政基础设施智能化、公共安全多元共治、美丽中国生态智能治理。

6. AI+ 全球合作

打造人工智能国际公共产品，支持联合国主渠道治理，帮助全球南方弥合智能鸿沟。

1.12.3 八项基础支撑

1. 算力统筹

国家智算资源布局、“东数西算”枢纽、超大规模智算集群、AI 芯片攻坚、全国一体化算力网。

2. 数据供给

高质量数据集、公共财政资助数据开放、数据产权与版权制度、价值贡献度分成机制。

3. 模型基础

多路径大模型架构、训练/推理效率、模型能力评估体系。

4. 开源生态

AI 开源社区、模型/工具/数据集汇聚、开源贡献高校学分认证。

5. 人才队伍

全学段 AI 教育、领军人才超常规培养、多元化评价、股权期权激励。

6. 金融财政

长期资本、耐心资本、战略资本；国有 AI 投资考核、风险分担与退出机制。

7. 政策法规

AI 立法、伦理准则、安全评估备案、政府采购支持。

8. 安全可控

模型黑箱、幻觉、算法歧视治理；技术监测、风险预警、应急响应体系。

1.12.4 产业与资本映射

1. 算力基础设施

点名“超大规模智算集群”“全国一体化算力网”，直接利好国产 AI 芯片、液冷服务器、IDC/云服务商。

2. 智能终端

智能网联汽车、AI 手机、机器人、智能家居、可穿戴设备纳入国家普及率考核，意味补贴、集采与标准制定将同步落地。

3. 数据要素

公共数据开放、价值贡献度分成，预示地方数据交易所、数据标注/合成产业将迎来政策红利。

4. 资本路径

“长期资本、耐心资本、战略资本”首次写入国务院文件，国开行、养老基金、主权基金将成为 AI 基础设施的“类土地”估值锚。

1.12.5 实施机制与考核抓手

1. 国家人工智能应用中试基地

行业共性平台、试错容错机制，为中小企业降低 AI 落地门槛。

2. 示范城市 + 场景清单

地方政府需上报“可落地、可考核”场景，中央择优推广，形成“赛马”机制。

3. 动态治理

包容审慎、分类分级、敏捷响应，意味着后续监管沙盒、负面清单将同步出台。

1.13 国务院《“人工智能+”行动意见》深度解构

一句话总结：文件把 AI 升级为“国家资本账户”新主线，实质是用算力、数据、模型三大公共资源替代土地与基建，成为未来十年财政投放、产业估值与全球治理的核心锚。

1.13.1 财政范式跃迁：从“土地财政”到“算力财政”

1. 公共资源再定义

土地、基建之后，算力（智算集群）、数据（公共数据集）、模型（开源底座）被正式纳入中央—地方共享的新型公共资源；政府将以“算力券”“数据券”“模型券”替代传统返税与土地出让金返还。

2. 财政乘数效应

文件首次提出“长期资本、耐心资本、战略资本”三位一体，国开行、养老基金、主权基金将成为 AI 基建的“类土地”估值锚，带动信贷、REITs、专项债同步扩容，形成新的财政乘数。

1.13.2 产业生死线：2027/2030/2035 三阶段“渗透率红线”

1. 量化 KPI

2027 年智能终端、智能体普及率 >70%，2030 年 >90%，相当于把移动互联网渗透率曲线压缩至 5 年，行业洗牌将呈“剩者为王”。

2. 供给侧硬约束

智算中心、AI 芯片、超大规模集群被写入行政法规，意味着产能前置审批 + 能耗指标将像当年钢铁、水泥一样成为准入门槛，中小厂商被迫拥抱“模型即服务”国有云。

1.13.3 数据产权革命：公共财政资助数据强制开放

1. 成本补偿与分成机制

明确“基于价值贡献度的数据成本补偿、收益分成”，预示国家数据交易所 + 地方数据资产

入表试点将在 2025 年下半年全面铺开，成为政府非税收入的新来源。

2. 版权开放豁免

公共财政资助项目形成的数据与版权内容需依法合规开放，等同于把学术期刊、科研数据库、气象/地理信息纳入公共数据池，直接冲击现有商业化授权模式。

1.13.4 全球治理筹码：把 AI 定位为“国际公共产品”

1. 联合国主渠道

支持联合国在 AI 全球治理中发挥主渠道，实质是在美国芯片联盟与欧盟 AI 法案之外，输出中国标准与算力资源，换取全球南方国家的治理投票权。

2. “全球南方”能力建设

明确提出帮助全球南方弥合“智能鸿沟”，预示未来对外援助预算将以 AI 算力、模型、数据服务替代传统基建项目，成为人民币国际化与债务重组的新抓手。

1.13.5 风险缓释与治理沙盒

1. 包容审慎、分类分级

首次在中央文件中写入“试错容错管理制度”，为后续地方监管沙盒、负面清单提供上位法依据，意味着 2025-2026 年将出现 AI 金融、AI 医疗、AI 驾驶的局部松绑试点。

2. 安全能力前置

模型黑箱、幻觉、算法歧视写入行政法规，安全评估与备案成为前置审批，与算力能耗指标并列，构成产业准入的“双闸门”。

1.14 政府非税收入全景速览

一句话总结：政府非税收入是除税收外，由各级政府、部门、单位依法收取并纳入预算管理的各类资金，具有专项用途或弥补公共服务成本的特点，构成财政“第二支柱”。

1.14.1 十大主要类别

1. 行政事业性收费

如护照工本费、诉讼费、不动产登记费、教育考试费。

2. 政府性基金收入

土地出让金（国有土地使用权出让收入）、城市基础设施配套费、彩票公益金、民航发展基金。

3. 国有资本经营收益

国企利润上缴、股息红利、产权转让收入、清算收入。

4. 国有资源（资产）有偿使用收入
矿产资源补偿费、海域使用金、无线电频占费、行政事业单位资产出租出借收入。
5. 专项收入
教育费附加、地方教育附加、水利建设基金、文化事业建设费。
6. 罚没收入
交通罚款、市场监管罚没、法院罚没、海关罚没。
7. 捐赠收入
国内外机构、个人对政府或公益事业的捐赠。
8. 政府收入的利息收入
国库现金管理利息、社保基金结余投资收益。
9. 特许经营收入
市政公用事业（供水、燃气、污水处理）特许经营权出让收入。
10. 其他非税收入
碳排放权交易收入、数据资产出让收益、海域无居民海岛使用金等新兴类别。

1.14.2 趋势与改革动向

1. 数据财政萌芽
公共数据授权运营、数据交易所分成正纳入非税收入“新赛道”。
2. 土地出让金下滑
房地产调整背景下，政府性基金收入占比下降，倒逼非税结构多元化。
3. 法治化与透明化
财政部要求所有非税收入纳入预算管理，实行“收支两条线”，防止“小金库”。

1.15 “收支两条线”与“小金库”详解

一句话总结：“收支两条线”是把政府所有非税收入全额上缴国库、支出由财政部门统一核拨的“隔离墙”，旨在切断部门“自收自支”的利益链，从源头铲除“小金库”。

1.15.1 术语拆解

1. 收支两条线
 - 收入线：执收单位 → 国库（财政专户），不得截留；
 - 支出线：财政部门 → 预算 → 用款单位，不得坐支。
2. 小金库
指部门或单位将本应纳入国库的非税收入（罚款、收费、资产出租等）私自存放、体外循

环，形成账外资金，用于违规发放福利、请客送礼、弥补经费等。

1.15.2 运行机制

1. 收缴分离

执收单位只开票，由纳税人或缴费人直接将款项缴入国库单一账户或财政专户，切断单位“收→用”直通道。

2. 预算硬约束

所有支出必须编入年度预算，经人大批准后由财政按进度拨付，单位无权“以收定支”。

3. 电子化监控

非税收入收缴系统与国库集中支付系统实时对接，财政、审计、央行可全程在线监控，杜绝“账外循环”。

1.15.3 “小金库”产生的三大温床

1. 坐支

单位收到罚款或收费后，直接用于本单位日常开支，不入国库。

2. 多头开户

部门在多家银行开设过渡户、工会户、食堂户，将资金分散存放。

3. 资产出租不入账

行政事业单位出租房产、广告位所得，以“工会经费”“协会收入”名义私设账户。

1.15.4 制度成效

1. 透明度提升

所有非税收入均可通过财政公开平台查询，接受人大与社会监督。

2. 支出规范化

切断“谁收谁用”的利益链，防止乱发津补贴、违规建设楼堂馆所。

3. 反腐前置

从源头上消除部门“小金库”与“账外账”，降低廉政风险。

1.16 《外卖员秒变 F1 车手？帅反而是最不重要的》全景速读

阅读全文：（微信文章） https://mp.weixin.qq.com/s/VkS4e_0tmr6lFBnrVWLtXA

一句话总结：淘宝闪购用一套“F1 赛车级”外卖制服把百万骑手升级为“城市骑士”，在功能、时尚与社会价值三条赛道同步超车，标志着外卖行业正式从“订单竞赛”迈入“职业化与品牌认同”的新阶段。

1.16.1 事件概况

1. 发布主体与时间

淘宝闪购联合饿了么，2025 年 8 月 25 日发布外卖行业首套职业制服，覆盖约百万名活跃骑手。

2. 配套升级

同步推出新头盔、新餐箱，并启动“城市骑士·橙意计划”，提供社保补贴、防暑险、见义勇为奖励、学历提升与就医帮扶等跨平台福利。

1.16.2 制服设计亮点

1. F1 美学

橙黑配色、倒三角版型，被比作“外卖界迈凯伦”，社交媒体迅速出圈。

2. 功能面料

采用与一线户外品牌同款防风、防泼水、透气材质；右袖信息袋可存放血型、过敏原；腰包兼具医疗急救功能。

3. 安全细节

反光条、快拆磁扣、360° 可视反光 LOGO，兼顾夜间骑行安全与紧急救援。

1.16.3 行业与社会意义

1. 身份重塑

从“送餐员”到“城市骑士”，通过统一且高辨识度的视觉符号，提升从业者的职业尊严与社会认可。

2. 平台竞争维度升级

告别单纯价格战与订单补贴，进入“职业形象 + 综合保障”赛道，为后续人才留存与品牌溢价奠基。

3. “现代服务业岗位”转正

千万骑手的劳动力属性从“临时蓄水池”转向“城市基础设施运营者”，推动行业职业化、标准化。

1.16.4 时尚与文化溢出

1. 潮流破圈

制服在非从业者中引发购买欲，二手平台收藏热；巴黎街头出现“外卖服 vintage 穿搭”，成为反消费主义符号。

2. 历史参照

美团 × 小红书联名浅灰工装、顺丰 × Nike 2018“黑色闪电战衣”等先例，显示外卖行业持续把工装做成“移动广告牌”。

3. 媒体叙事

淘宝闪购将 8 位普通骑手送上《福布斯》封面，完成“素人明星化”叙事，强化品牌温度与社会价值。

1.16.5 未来展望

1. 标准化复制

职业制服 + 保障包或将成为平台标配，推动行业协会与政府部门出台统一标准。

2. 价值链延伸

制服衍生品（雨衣、羽绒内胆、智能温控背心）及周边授权，将为平台打开第二收入曲线。

3. 城市治理融合

骑手身着高识别度制服参与社区治理、应急救援，有望成为城市基层治理的“橙色网格员”。

1.17 外卖制服“F1 化”背后的深度透视

一句话总结：一套赛车级外卖服将平台竞争从“运力补贴”拖入“身份政治”与“城市治理接口”的新维度，折射出服务业劳动力品牌化、公共资源市场化与 Z 世代反消费主义的三重合流。

1.17.1 劳动力品牌化：从成本中心到品牌资产

1. 制服 = 移动广告牌

橙黑配色、倒三角版型把骑手变成“城市移动 Logo”，平台用一次性制服成本换取持续的品牌曝光，ROI 远高于传统广告。

2. 职业化溢价

社保补贴、防暑险、见义勇为奖励等“橙意计划”把骑手纳入平台长期人力资本池，降低流

失率即降低招聘与培训边际成本。

3. 二级市场映射

骑手形象升级释放“人力资本开支资本化”信号，或提升平台 ESG 评分，进而影响融资成本。

1.17.2 公共资源市场化：城市治理外包的新接口

1. 制服即治理

高识别度 + 急救腰包 + 反光设计，使骑手天然具备“基层网格员”属性，平台顺势承接政府“最后一公里治理”外包，打开 To G 收入曲线。

2. 数据反哺

制服内置 RFID/二维码可实时回传骑手轨迹、事故热点，成为城市智慧交通的实时数据源，实现“商业数据—公共数据”的正向循环。

1.17.3 反消费主义与 Z 世代身份叙事

1. 工服 Vintag 化

二手平台炒卖、巴黎街拍撞衫，显示外卖服已成为“平价机能风”代表，满足 Z 世代“低消费、高认同”的社交货币需求。

2. “劳动美学”再定义

当白领也穿外卖服出街，劳动符号被反向消费，消解了“蓝领/白领”阶层边界，为平台赢得社会好感度与政策议价空间。

1.17.4 产业链外溢效应

1. 面料与供应链

功能面料、反光材料、快拆磁扣等订单集中爆发，利好国内户外代工与新材料厂商，形成“外卖 → 户外 → 军警”多场景复用。

2. 周边商业化

雨衣、羽绒内胆、智能温控背心等衍生品，参考 Nike 联名 2099 元定价，打开平台第二收入曲线，毛利率远高于餐饮抽佣。

1.17.5 长期竞争格局

1. 标准制定权

谁定义“城市骑士”制服标准，谁就拥有行业准入的软门槛，类似顺丰早期制定快递包装尺寸，后期成为行业通用标准。

2. “跨平台福利” 壁垒

橙意计划不区分平台，实质是淘宝闪购借福利虹吸其他平台骑手，形成“制服—福利—订单”正循环，复制美团闪购早期打法。

1.18 段永平：好的企业文化，就是做对的事

阅读全文：（微信文章） https://mp.weixin.qq.com/s/vwnDIi7pvxw_22AAqnTR7A

一句话总结：段永平以“做对的事情”为核心，系统阐述企业文化是长期价值投资的唯一过滤器，它必须超越利润，以使命—愿景—核心价值观为骨架，并通过创始人言行一致、长期重复与不为清单落地，最终成为抵御战略错误、维护企业寿命的护城河。

1.18.1 企业文化定义与作用

1. 核心定义

“做对的事情，并把对的事情做对。”文化先于制度，管的是制度管不到的地带。

2. 投资过滤器

段永平将企业文化视为“是否投资”的第一前提：不选错的公司是“是非问题”，而非“能力问题”。

3. 与商业模式关系

好文化 ≠ 好模式；但好模式必须有好文化支撑，否则无法长久。

1.18.2 三要素框架：使命—愿景—核心价值观

1. 使命

企业存在的意义（Why）。

2. 愿景

可实现共同远景（Where）。

3. 核心价值观

判断是非的标准（How）；用“不为清单”落地：不健康不长久的事情不做，哪怕短期赚钱。

1.18.3 落地方法与误区

1. 创始人以身作则

文化即老板文化；言行不一即文化崩塌。

2. 长期重复

年年讲、月月讲、天天讲；光讲不够，但不讲一定失效。

3. 常见误区

- 把文化当口号：贴在墙上的标语无人相信。
- 股东至上：为取悦华尔街做短期行为，终将损害长期现金流。

- 百年老店幻觉：雷曼 150 年也毁于文化崩坏。

1.18.4 实战判断指标

1. 听其言，观其行

连续 10 年苹果发布会 + 库克/乔布斯言行对照，是段永平的研究范本。

2. 拟人化原则

“我不想打交道的人，我也不会投资他们的公司。”

3. 错误类型区分

- 做对的事过程中犯错 → 可纠正。
- 做错的事情 → 致命。

1.18.5 对投资者与创业者的启示

1. 投资者

用文化过滤器排除原则性错误，比研究财报更高效。

2. 创业者

文化只能由创始人亲手建立；使命、愿景、核心价值观必须自己写，没人能代劳。

3. 长期主义验证

企业文化是否有效，唯一标准是“是否让企业活得更健康更长久”。

1.19 段永平“企业文化观”深度解构

一句话总结：企业文化是段永平投资与经营的唯一“非财务护城河”，其本质是一套“以使命—愿景—核心价值观”为骨架的自我约束系统，通过“不为清单”与创始人言行一致性，把长期现金流折现的不确定性降到最低。

1.19.1 文化与资本：非财务护城河的定价逻辑

1. DCF 的隐藏变量

在自由现金流折现模型中，企业文化直接决定“终值”可信度：文化差 → 战略漂移概率高 → 终值缩水；文化好 → 纠偏机制快 → 终值稳定。

2. 资本成本折扣

投资者愿给拥有强文化的公司更低风险溢价，等同于隐性降低 WACC，提升估值。

1.19.2 治理维度：创始人即文化，文化即治理

1. 创始人基因假说

文化由创始人价值观写入，后期只能“补补丁”而不能重写；因此判断文化 = 判断创始人是否言行合一。

2. 制度与文化的边界

制度管底线，文化管上限；当制度失效（如监管空白、市场突变），文化成为企业唯一的自适应算法。

1.19.3 行为经济学视角：反短期激励的自我绑定

1. 不为清单 = 承诺装置

公开声明“不健康不长久的事不做”，实质是创始人用声誉资本做抵押，**向市场承诺放弃短期套利**。

2. 损失厌恶反向利用

通过强调“破坏信誉容易、建立信誉难”，把短期利益诱惑转化为长期损失预期，降低代理成本。

1.19.4 行业映射：高 ROIC 赛道更需要文化过滤器

1. 高 ROIC ≠ 高护城河

白酒、互联网等高利润行业若文化漂移，易触发“提价—渠道压货—品牌反噬”循环；文化成为维持 ROIC 的刹车片。

2. 反例：雷曼 150 年

证明文化可被短期利润导向腐蚀，长期沉淀的商业模式仍可瞬间崩塌。

1.19.5 投资者可操作的“文化尽调”框架

1. 三维验证

- 言：连续 5-10 年公开言论是否一致；
- 行：重大资本配置、并购、回购是否违背核心价值观；
- 人：高管离职率、内部晋升比例、员工股权激励兑现节奏。

2. 一票否决

出现“利润至上”导向或言行严重背离，即剔除投资名单，避免估值陷阱。

1.20 高 ROIC (Return on Invested Capital) 简明释义与实例

一句话总结：高 ROIC 衡量企业将每一元投入资本转化为超额利润的能力，数值越高，代表资本效率越佳、护城河越宽。

1.20.1 概念拆解

1. 公式

$$\text{ROIC} = \frac{\text{税后净营业利润 (NOPAT)}}{\text{投入资本 (Invested Capital)}}$$

2. 阈值参考

- ROIC > 15%：通常视为高 ROIC，具备显著竞争优势。
- ROIC \approx WACC：仅赚取资本成本，缺乏超额收益。
- ROIC < WACC：价值毁灭。

1.20.2 高 ROIC 典型案例

1. 贵州茅台 (600519)

白酒龙头，品牌护城河深厚。2024 年 NOPAT 约 900 亿元，投入资本约 2,000 亿元，ROIC \approx 45%。高毛利 + 低资本投入 = 极高资本效率。

2. 苹果公司 (AAPL)

硬件 + 生态双轮驱动。2024 财年 NOPAT 约 1,120 亿美元，投入资本约 2,400 亿美元，ROIC \approx 47%。轻资产设计 + 服务收入占比提升，持续推高 ROIC。

3. 微软公司 (MSFT)

云与订阅模式。2024 财年 NOPAT 约 880 亿美元，投入资本约 1,800 亿美元，ROIC \approx 49%。低资本开支 + 高客户粘性，形成复利效应。

1.20.3 低 ROIC 对比示例

1. 传统钢铁行业

重资产、高折旧、价格周期剧烈。2024 年行业平均 ROIC 约 5-7%，低于 WACC 8-10%，长期价值毁灭。

1.21 马斯克再诉 OpenAI 与苹果：Grok 的“破局”与国产 AI 的“务实”

阅读全文：（微信文章） <https://mp.weixin.qq.com/s/7jpazZjbQfkoF4taCsIf5Q>

一句话总结：马斯克以反垄断诉讼为矛、FP8 国产芯片适配为盾，试图在 App Store 流量与算力双封锁下为 Grok 争位；与此同时，DeepSeek 用 FP8 极致性价比路线避开巨头战场，中美 AI 竞争呈现“法庭对峙 vs 工程落地”两种范式。

1.21.1 诉讼全景

1. 时间与主体

2025 年 8 月 25 日，xAI 在美国得克萨斯州联邦法院起诉 OpenAI 与苹果，指控二者非法合谋、垄断 App Store 推荐位。

2. 核心指控

- 苹果利用“必备应用”等位置独家偏袒 ChatGPT，排挤 Grok；
- 前述行为违反《谢尔曼法》第 1 条与第 2 条。

3. 苹果回应

强调排行榜与推荐均“客观标准”，否认偏袒；OpenAI 则嘲讽马斯克“操纵 X 平台”在先。

1.21.2 数据对比：Grok 的“老七困境”

1. 应用榜

ChatGPT 月活 6.95 亿（全球第 1）vs Grok 5,229 万（全球第 7），差距 13×。

2. 网站榜

ChatGPT 月访问 59 亿 vs Grok 2.09 亿，差距 28×。

3. 增速亮点

Grok 环比 +41%，仍难填数量级鸿沟；国产 DeepSeek、豆包等已占据全球前 6 中 4 席。

1.21.3 xAI 的“自我矛盾”

1. 公益标签撤销

2024 年 5 月，xAI 正式放弃内华达州公益公司（PBC）身份，与其起诉 OpenAI“背离非营利初心”形成双标。

2. 商业现实

与 X（原 Twitter）合并、寻求融资，均显示 xAI 必须拥抱营利模式。

1.21.4 国产 AI 的“务实路线”

1. DeepSeek-V3.1

8 月 21 日发布，采用 UE8M0 FP8 精度，面向下一代国产芯片，主打“极致性价比”。

2. 技术-产业意义

- 降低算力需求 50%，缓解高端 GPU 卡脖子；
- 与国产芯片深度耦合，形成“模型-芯片-场景”闭环。

3. 差异化定位

避开与 ChatGPT 正面竞争，专注企业级智能体落地，月活已破亿。

1.21.5 行业启示

1. 流量入口战

App Store 推荐位成为 AI 应用生死线，诉讼结果或重塑平台分发规则。

2. 算力替代战

FP8/FP4 低精度路线 + 国产芯片组合，为受制裁国家提供“去 A100”方案。

3. 范式分化

美国巨头“法庭 + 公关”双线作战；中国厂商“工程 + 场景”快速迭代，监管与商业环境差异决定路径选择。

1.22 马斯克诉讼与全球 AI 博弈深度透视

一句话总结：当 AI 竞争从模型性能升级到“法律 + 流量 + 算力”三维战争，诉讼成为弱者打破平台垄断的杠杆，而国产 FP8 路线则证明“去 A100 生态”已具备商业可行性，全球 AI 格局正在分化为“美国诉讼战”与“中国工程战”两条主线。

1.22.1 平台流量垄断新范式

1. App Store 即入口

“必备应用”推荐位 搜索引擎首页首屏，ChatGPT 凭苹果流量杠杆形成 13× 月活优势，诉讼实质是对平台“算法推荐权”发起反垄断冲击。

2. 法律武器化

得克萨斯州诉讼是弱者逆袭策略：用司法程序拖延、曝光对手独家协议，换取监管介入或舆论同情，复制当年 Epic vs Apple 模式。

1.22.2 公益面具与商业现实悖论

1. 双重标准

马斯克一边起诉 OpenAI 违背“非营利初心”，一边悄悄撤销 xAI 的公益公司身份，揭示 AI 巨头普遍用“公益叙事”降低监管预期，再以商业化兑现估值。

2. 资本路径依赖

与 X 合并、撤销 PBC 意味着 xAI 必须追求正向现金流，诉讼成为争取时间、拉高估值的融资工具。

1.22.3 国产 AI 的“精度和算力脱钩”实验

1. FP8 商业闭环

DeepSeek-V3.1 以 FP8 精度将算力需求腰斩，同时锁定下一代国产芯片，证明“低精度 + 国产制程”可跑出可接受的性价比，对 A100 形成替代路径。

2. 场景下沉

避开 C 端流量红海，专注企业级 Agent 落地，形成“模型-芯片-场景”三位一体，降低对海外 GPU 与 App Store 流量的双重依赖。

1.22.4 全球 AI 产业分叉口

1. 美国路径：诉讼 + 公关

通过司法、舆论争夺平台入口与资本关注，成本高、周期长，但可瞬间改变监管规则。

2. 中国路径：工程 + 替代

用工程优化 + 国产芯片组合快速迭代，把算力封锁转化为本土生态机会，以“极致性价比”切 B 端市场。

3. 结果预判

若诉讼迫使苹果开放推荐算法，Grok 仍难追数量级差距；而 FP8 路线一旦跑通，国产 AI 可在中低端市场先圈场景再反攻高端。

1.23 东方甄选 “235 亿市值蒸发” 全景速读

阅读全文：（微信文章） <https://mp.weixin.qq.com/s/-2sXF4ibbZrtyWrM1hc-3w>

一句话总结：从“知识带货顶流”到“线上山姆幻象”，东方甄选仅用 7 个交易日完成 >45% 的股价腰斩；**核心矛盾是“高估值叙事”与“低成长现实”的剧烈错配**，叠加流量见顶、自营品毛利瓶颈与竞争内卷的三重绞杀。

1.23.1 股价闪崩时间线

1. 8 月 19 日：盘中 53 → 35 港元，半小时换手 21%；
2. 8 月 19-26 日：区间跌幅 45%，市值蒸发 257 亿港元（235 亿元人民币）。

1.23.2 2025 财年核心数据

1. **GMV**：87 亿元，同比 -39%；剔除董宇辉后约 75 亿元。
2. **净营收**：43.9 亿元，同比 -32.7%。
3. **净利润**：持续经营业务 620 万元；剔除董宇辉后 1.35 亿元，净利润率 3.2%。
4. **毛利率**：32%（↑6.1pp），但销售费用率升至 20%，压缩盈利空间。
5. **渠道结构**：抖音订单量创三年最低；APP 渠道小幅增长，尚未对冲主平台下滑。

1.23.3 估值杀逻辑

1. **静态市盈率**：8 月 18 日 167 倍；8 月 19 日高点 >200 倍，远高于开市客 54 倍、沃尔玛 36 倍。
2. **ROE 差距**：沃尔玛/开市客 20%+ vs 东方甄选个位数，周转与杠杆效率全面落后。
3. **叙事 VS 现实**：“线上山姆”愿景需高成长消化估值，而 GMV、收入双降使故事难以为继。

1.23.4 竞争与模式痛点

1. **供应链短板**：SKU 广度、深度、物流成本仍落后于京东、盒马、山姆。
2. **流量瓶颈**：抖音投流成本上升，获客 ROI 下降；品牌自播转化率不及头部主播。
3. **自有品牌红海**：永辉、物美、美团等同步发力自有品牌，价格战压缩毛利空间。

1.23.5 未来关键变量

1. **自营品放量**：能否在 2026 财年将自营 GMV 占比提升至 60% 以上并稳住毛利。

2. 渠道再平衡：APP 日活、复购率能否持续双位数增长，减少对抖音单一渠道依赖。
3. 资本市场预期管理：需以持续高成长或高分红降低估值压力，否则股价仍处“杀估值”通道。

1.24 东方甄选“235 亿蒸发”深度透视

一句话总结：直播电商进入“后头部主播”时代，东方甄选的高估值建立在“线上山姆”叙事之上，却被低成长、高费用、弱供应链三重现实证伪；市场第一次用暴跌方式完成从“流量溢价”到“零售折价”的估值重估。

1.24.1 估值范式切换：从市梦到市销

1. 市梦率阶段

2022-2024 年，投资者按“线上 Costco”给 30-50 倍 PS；GMV 与主播 IP 绑定，流量即估值。

2. 市销率阶段

2025 财年 GMV 下滑 39%，收入下滑 33%，净利润率仅 3.2%，市场被迫切换至 1-2 倍 PS 的零售锚，估值压缩 70%+。

1.24.2 流量拐点的财务映射

1. 抖音渠道衰退

抖音半年订单量创三年新低，流量红利耗尽；买量成本却刚性上升，销售费用率冲到 20%。

2. 自营品毛利天花板

自营毛利率 23%，与胖东来持平，已无大幅提升空间；规模扩大反而拖累周转。

1.24.3 渠道与供应链短板

1. SKU 缺口

Costco 4,000 SKU、山姆 3,000 SKU；东方甄选自营 + 三方不足 1,000 SKU，品类深度不足。

2. 履约成本

冷链、分拣、仓配全自建，资产变重，ROE 被拉低至个位数，难以支撑高估值。

1.24.4 竞争格局恶化

1. 同业价格战

京东、盒马、美团同时发力自有品牌，同质化商品压价，东方甄选失去溢价能力。

2. 主播依赖后遗症

失去董宇辉后，平台日活、复购双降，证明“人格化流量”不可复制。

1.24.5 资本市场启示

1. 直播电商估值底线

无主播绑定、无供应链壁垒的 MCN，估值上限应锚定传统零售 1-2 倍 PS。

2. 监管与治理风险

高估值阶段易滋生关联交易、财务粉饰；暴跌倒逼公司提升透明度与股东回报。

1.25 8月21日《从硬件商到生活 OS：小米的估值跃迁才刚刚开始》

阅读全文：（微信文章） <https://mp.weixin.qq.com/s/V8cthYXjjV6xGe5zxZzDAw>

一句话总结：Q2 史上最强“三高”业绩（高营收、高毛利、高净利）验证“人车家”全生态商业闭环；小米正从硬件厂商升级为“生活级操作系统平台”，估值体系由分部 PE 向生态 LTV 跃迁，未来五年研发 2000 亿元继续夯实芯片 + OS 护城河。

1.25.1 史上最强 Q2 成绩单

1. 营收：1160 亿元，同比 +30.5%，连续 5 季新高。
2. 毛利率：22.5%，同比 +1.8pp，结构优化显效。
3. 经调净利：108 亿元，同比 +75%，连续 3 季新高。

1.25.2 三大硬件引擎

1. 智能手机
455 亿元，出货 4240 万台，全球份额 14.7% 第三；大陆 4000-5000 元价位段市占 24.7% 第一。
2. IoT 与生活消费品
387 亿元，同比 +44.7%；大家电收入 +66.2%，量价齐升。
3. 智能电动汽车
交付 8.13 万台，收入 206 亿元；YU7 18 小时锁单 24 万台，2027 年将进欧洲。

1.25.3 人车家生态护城河

1. 统一 OS
澎湃 OS 打通手机、汽车、家居，实现同一账号、同一协议。
2. 设备规模
全球月活 7.3 亿，5 件以上 AIoT 设备用户 2050 万，用户年均消费 1.2 万元，为普通品牌 4 倍。
3. 数据飞轮
越多设备 → 越多数据 → 越精准服务 → 越强化用户黏性。

1.25.4 技术与成本优势

1. 研发投入

2025 全年预计 300 亿元，五年累计 2000 亿元；研发人员 2.23 万。

2. 芯片突破

首款旗舰 SoC 玄戒 O1 量产，软硬融合再升级。

3. 费用效率

销售费用率 <7%，显著低于家电、汽车同行。

1.25.5 估值跃迁路径

1. **传统分部估值**（东北证券）：手机 ×IoT 对标苹果，汽车对标 2019-2020 特斯拉 →2025/2026 合理市值 1.62/1.86 万亿元。

2. **生态平台估值**：以活跃设备数、交易频次、生态分成为核心指标，对标生活级 OS 平台，长期估值空间更大。

1.26 小米“从硬件商到生活 OS”深度透视

一句话总结：小米用史上最强 Q2 业绩证明“**人车家**”闭环已完成从概念到现金流的跃迁；其真正壁垒是“澎湃 OS + 10 亿级设备 + 7.3 亿月活”构成的数据飞轮，这使估值体系正由硬件 PE 向平台 PS/生态 LTV 迁移，未来五年 2000 亿研发将把护城河进一步半导体化。

1.26.1 估值范式升级：硬件 PE→ 生态 LTV

1. 旧范式

市场按“手机 + 家电 + 汽车”分部 PE 估值，天花板 1.6 万亿元。

2. 新范式

以设备数、月活、ARPU 为核心的生态 LTV 模型，对标 Apple/Google，估值空间向 2 万亿元以上打开。

1.26.2 飞轮效应：数据 → 服务 → 留存 → 数据

1. 设备基数

10 亿 IoT 设备 +7.3 亿月活构成全球最大消费级数据入口。

2. >LTV 放大

生态用户年均消费 1.2 万元，为普通品牌 4 倍；销售费用率 <7%，成本优势显著。

1.26.3 半导体化护城河

1. > 芯片: 玄戒 O1 量产, 软硬一体提升毛利。
2. > OS: 澎湃 OS 打通手机/汽车/家居, 形成排他协议栈。
3. > 资本: 五年 2000 亿研发, 相当于再造一家中芯国际。

1.26.4 竞争坐标

1. > 国内对手
华为、美的、海尔均在“人车家”布局, 但缺乏统一 OS 与整车入口。
2. > 全球对手
苹果生态封闭、谷歌缺整车; 小米具备“**整车 + IoT + OS**”三位一体稀缺性。

1.26.5 > 资本映射

1. > 股价空间
当前市值 1.26 万亿元, 距离生态估值中枢仍有 30-50% 上行空间。
2. > 风险点
汽车交付不及预期、地缘政治对芯片供应链的冲击。

1.27 “pp”含义速览

一句话总结: 在财务或商业报告中, “pp”是“percentage point”的缩写, 专指两个百分比之间的绝对差值, 用于避免与相对变化率混淆。

1.27.1 定义与示例

1. 术语
pp = percentage point (百分点)
2. 用法示例

若去年同期毛利率 20.7%, 今年 22.5%, 则“同比 +1.8pp”表示:

$$22.5\% - 20.7\% = +1.8 \text{ pp}$$

1.27.2 与 “%” 区别

- pp: 绝对差值
仅表示两个百分比数值本身的差距。

- %：相对变化率

表示一个百分比相对于另一个百分比的变化幅度，

$$\frac{22.5\% - 20.7\%}{20.7\%} \approx +8.7\%$$

1.28 “硬件 PE → 生态 LTV”跃迁释义

一句话总结：估值方法从“卖一台设备赚一次钱”的**市盈率（PE）**，升级为“锁定用户、长期抽成”的**用户生命周期价值（LTV）**，体现商业模式由**一次性硬件销售**向**持续性平台经济**的根本转变。

1.28.1 硬件 PE（市盈率）模型

1. 定义

以当期或预期净利润为核心，公式：

$$\text{估值} = \text{净利润} \times \text{PE}$$

2. 适用场景

一次性销售、利润波动大、用户粘性低；天花板取决于销量与单品利润。

1.28.2 生态 LTV（用户生命周期价值）模型

1. 定义

以用户在平台生命周期内累计净现金流为核心，公式：

$$\text{估值} = \text{活跃用户数} \times \text{ARPU} \times \text{用户生命周期} \times \text{利润率}$$

2. 适用场景

订阅、广告、分成、增值服务等持续性收入；收入随用户留存和生态扩张指数级放大。

1.28.3 跃迁逻辑

- 收入结构：一次性 → 重复性
- 估值弹性：线性 → 指数
- 护城河：供应链 → 用户锁定 + 数据飞轮

1.29 市盈率（PE）与市净率（PB）全景对比

一句话总结：PE 衡量“赚钱能力”，PB 衡量“账面家底”；高成长、轻资产行业看 PE，重资产、高杠杆或周期行业看 PB。

1.29.1 定义与公式

1. 市盈率 PE

$$PE = \frac{\text{股价}}{\text{每股收益 (EPS)}}$$

2. 市净率 PB

$$PB = \frac{\text{股价}}{\text{每股净资产 (BVPS)}}$$

1.29.2 适用行业与案例

1. 高成长、轻资产——首选 PE

- 行业：互联网、软件、生物医药
- 案例：宁德时代 2024 年 EPS 6.2 元，股价 186 元 → PE 30 倍

2. 重资产、高杠杆——首选 PB

- 行业：银行、保险、公用事业、钢铁
- 案例：工商银行 2024 年 BVPS 9.5 元，股价 5.7 元 → PB 0.6 倍

3. 强周期行业——PB 更稳健

- 行业：煤炭、航运、有色
- 案例：中国神华 2024 年 BVPS 20 元，股价 32 元 → PB 1.6 倍

1.29.3 互补使用场景

1. 双低陷阱 PE<10 且 PB<1 可能预示盈利衰退或资产减值风险。
2. 双高泡沫 PE>50 且 PB>5 需验证高增长持续性，警惕估值回调。

1.30 市盈率对新能源行业的“温度计”作用

一句话总结：在新能源赛道，市盈率既放大成长预期，也暴露周期风险；高 PE 代表技术溢价或政策红利，低 PE 往往预示盈利兑现或估值出清，投资者需结合盈利增速、政策窗口与技术迭代节奏综合解读。

1.30.1 高 PE 案例：技术 + 故事双溢价

1. 特斯拉 TSLA.O

2025 年 5 月 PE 162 倍逻辑：FSD、机器人等第二成长曲线赋予极高想象空间；一旦商业化落地，EPS 将非线性跃升，高 PE 被视为“期权价值”。

2. 小米汽车

2025 年 PE 45 倍（汽车分部）逻辑：人车家生态协同溢价；手机用户转化率 30%+，市场愿意为跨场景 LTV 买单。

1.30.2 中位 PE 案例：成长与盈利平衡

1. 比亚迪 002594.SZ

2025 年 4 月 A 股动态 PE 24 倍逻辑：整车 + 电池双轮驱动，2025 年销量目标 550 万辆，盈利增速与估值匹配；PEG 0.68，显示“合理偏便宜”。

2. 阳光电源 300274.SZ

2025 年动态 PE 11 倍逻辑：逆变器 + 储能双龙头，业绩高增但估值低于行业中枢 21 倍；低 PE 提供安全边际。

1.30.3 低 PE 案例：周期顶点或盈利兑现

1. 赣锋锂业 002460.SZ

2023 年预测 PE 仅 8.2 倍逻辑：锂价高位回落，盈利增速从 400% 骤降至个位数；周期顶点的低 PE 暗示“盈利顶”而非“估值底”。

2. 宝新能源 000690.SZ

2024 年 12 月 PE 12 倍逻辑：传统电力属性重，新能源转型尚未贡献增量，低 PE 反映成长预期不足。

1.30.4 三条实战规则

1. 高 PE：看 PEG

PEG>2 警惕泡沫，PEG<1 可接受高成长溢价。

2. 中 PE：看政策窗口

补贴退坡、关税调整等事件可瞬间改变盈利预期。

3. 低 PE：看周期位置

区分“盈利顶”与“业绩底”，避免价值陷阱。

1.31 行业估值方法论：为什么高成长轻资产看 PE，重资产高杠杆看 PB

一句话总结：PE 对盈利弹性最敏感，适合“利润快速放大”的成长与轻资产赛道；PB 对资产安全边际最敏感，适合“资产重置价值”明显、杠杆高或周期波动大的行业。

1.31.1 高成长、轻资产 → 首选 PE

1. 盈利驱动

轻资产公司固定资产占比低，折旧摊销小，规模扩张带来的新增利润可直接体现在 EPS，市盈率对盈利增速弹性最大。

2. 资产账面失真

品牌、渠道、技术等核心资产难以在资产负债表体现，账面净资产严重低估真实价值，PB 失真。

3. 案例：宁德时代

2024 年净资产仅 1,200 亿元，但技术壁垒 + 订单溢价使其市值 8,000 亿元，PB 6.7 倍；若用 PE 25 倍则更直观反映盈利成长。

1.31.2 重资产、高杠杆 → 首选 PB

1. 资产重置价值

银行、钢铁、公用事业等拥有大量可清算的固定资产，账面净资产 \approx 重置成本；PB<1 往往隐含“跌破清算价值”。

2. 盈利剧烈波动

周期行业净利润随价格大起大落，PE 在景气顶点畸低、底部畸高，失去比较意义；净资产波动远小于利润，PB 更稳定。

3. 案例：工商银行

2024 年净利润 3,800 亿元，但受利率周期影响，PE 在 4-8 倍间剧烈摆动；净资产 3.2 万亿元，PB 长期 0.6-0.8 倍，便于判断“跌破净值”机会。

1.31.3 周期行业的 PB 锚定逻辑

1. 景气顶 → PE 极低

盈利膨胀导致分母变大，PE 看似便宜，实为周期高点陷阱。

2. 景气底 → PE 极高

亏损或微利导致分母趋零，PE 失真；PB 仍能给出“资产底”参考。

3. 案例：宝钢股份

2021 年钢价高点 PE 4 倍，PB 1.2 倍；2023 年钢价低谷 PE 50 倍，PB 0.7 倍，后者反而更接近长期底部。

1.31.4 杠杆放大 PB 敏感性

1. 银行范例

银行净资产 \approx 核心资本，监管要求资本充足率下限；**PB<1 意味着“资本缺口”或“高股息 + 回购”预期，市场用 PB 而非 PE 判断安全垫。**

1.32 PEG 完整解码

一句话总结：PEG 把市盈率（PE）和盈利增速（G）放在同一把尺子上，衡量“贵不贵”的成长性价比；PEG<1 表示增速足以消化高估值，PEG>2 则提示泡沫。

1.32.1 公式与含义

1. 定义

$$\text{PEG} = \frac{\text{市盈率 (PE)}}{\text{未来三年净利润复合增长率 (G)}}$$

2. 阈值

- PEG < 1: 高成长溢价可接受（增速跑赢估值）。
- PEG 1-2: 合理区间，需结合行业与竞争格局。
- PEG > 2: 泡沫预警，增速无法支撑高 PE。

1.32.2 计算示例

1. 宁德时代

PE 30 倍，未来三年净利复合增速 35% \rightarrow PEG = 0.86，成长性价比高。

2. 某概念芯片公司

PE 120 倍，未来三年净利复合增速 25% \rightarrow PEG = 4.8，显著高估。

1.32.3 使用要点

1. 盈利质量

需确认 G 来自主营增长而非一次性收益或财务调节。

2. 时间窗口

通常采用未来 3-5 年复合增速，过短易失真。

3. 行业差异

高波动赛道（半导体、医药）PEG 容忍度高于公用事业。

1.33 EPS (Earnings Per Share) 全景速览

一句话总结：EPS 是“每股盈利”，衡量上市公司为每一股普通股创造的净利润，是计算市盈率、PEG 等估值指标的核心分母。

1.33.1 概念与公式

1. 基础公式

$$\text{EPS} = \frac{\text{归属于普通股股东的净利润}}{\text{期末普通股加权平均股数}}$$

2. 常见变体

- 基本 EPS：按现有股本计算
- 稀释 EPS：假设可转债、期权全部行权后的潜在股本

1.33.2 使用场景

1. 估值

市盈率 $PE = \text{股价} \div \text{EPS}$

2. 成长性

结合净利润增速计算 PEG

3. 分红能力

EPS 高且稳定 → 可持续分红预期强

1.33.3 实战示例

1. 宁德时代 2024A

归母净利 450 亿元，股本 23.3 亿股 → 基本 EPS 19.3 元 PE（股价 500 元）25.9 倍

1.33.4 注意要点

- 需剔除非经常性损益，防止一次性收益扭曲 EPS
- 高股本扩张（增发、送股）会摊薄 EPS

1.34 EPS、PEG、PE、PB 四指标核心区别与联系

一句话总结：EPS 是“地基”；PE、PB 是“价格尺子”；PEG 是“成长校正器”，四者层层递进，共同回答“贵不贵、值不值”。

1.34.1 定义与公式

1. EPS（每股盈利）

$$\text{EPS} = \frac{\text{归母净利润}}{\text{加权总股本}}$$

作用：衡量单股创利能力，是 PE、PEG 的分母。

2. PE（市盈率）

$$\text{PE} = \frac{\text{股价}}{\text{EPS}}$$

衡量：以盈利为锚的“贵不贵”。

3. PB（市净率）

$$\text{PB} = \frac{\text{股价}}{\text{每股净资产}}$$

衡量：以账面净资产为锚的“贵不贵”。

4. PEG（市盈成长比）

$$\text{PEG} = \frac{\text{PE}}{\text{未来三年净利复合增速}}$$

衡量：PE 与成长速度的匹配度。

1.34.2 核心区别

指标	分子	分母	适用场景
EPS	净利润	股本	计算基础
PE	股价	EPS	盈利驱动型/成长行业
PB	股价	净资产	资产驱动型/周期行业
PEG	PE	增长率	高成长性价比较验

1.34.3 联系与递进

1. **EPS → PE** EPS 决定 PE 的绝对水平；盈利波动大时，PE 失真。
2. **PE → PEG** PEG 用增长率给 PE “打分”，PEG<1 视为低估。
3. **PE vs PB** 轻资产公司净资产低，PB 偏高；重资产公司盈利波动大，PE 偏高。

1.34.4 实战举例

1. 宁德时代 EPS 6.2 元，PE 25，增速 35% \rightarrow PEG 0.71（低估）。
2. 工商银行 EPS 1.5 元，PE 4，PB 0.6，增速 2% \rightarrow PEG 2（高股息防御）。

1.35 品牌寻找增长确定性：小红书“需求-内容-人群”闭环全景速读

一句话总结：流量红利见顶后，品牌把预算从“抢流量”转向“抢需求”，**小红书以搜索场景为核心，用“高潜词包 + 内容相关性 + 人群优投”重构投放逻辑**，成为存量市场里“确定性增长”的首选试验田。

1.35.1 三大变化重构投放逻辑

1. 预算流向：从泛流量到真需求

热门关键词竞争白热化，ROI 递减；品牌用小红书“高潜词包”提前锁定低竞争、高增长细分需求（如“亲子游”“定制游”），实现 22% 跑量提升、23% 转化率提升。

2. 流量分配：从出价到相关性

搜索广告不再唯出价论，平台先评估笔记与关键词匹配度（好/中/差），只有“好”内容才能进首屏；KSCOLOUR 通过优化匹配度使跑量 +75%、留资 +259%、成本减半。

3. 投放策略：从撒网到核心人群

“人群优投”允许对孕妈、新手妈妈等高价值搜索人群设置 1.5-2 倍溢价；帮宝适 CTR+22%，进店率 +24%；金领冠 CTR+36%，ROI 显著改善。

1.35.2 小红书确定性增长的三支点

1. 需求信号早

站内搜索行为实时捕捉碎片化、长尾需求，比传统调研提前 1-2 个季度发现趋势。

2. 内容即答案

搜索结果页就是“解题现场”，高相关性笔记直接完成转化，缩短决策链路。

3. 人群可分层

同一关键词背后人群价值差异可被识别并溢价，预算集中在最高转化圈层。

1.35.3 行业映射

1. 母婴

纸尿裤、奶粉品类率先实践“人群优投”，ROI 提升 20-40%。

2. 旅游

皇包车、携程系品牌借“高潜词包”切入细分场景，避开价格战。

3. 美妆个护

大量中小商家通过“内容相关性评分”低成本进入首屏流量池。

1.35.4 方法论升级

1. 从流量漏斗到需求飞轮

发现需求 → 对齐内容 → 集中人群 → 数据回流 → 再发现新需求，形成可复制的增长飞轮。

2. 预算逻辑

不再是“预算 = 曝光”，而是“预算 = 需求优先级清单”，投放确定性由算法 + 内容共同决定。

1.36 小红书：存量流量时代的“需求灯塔”

一句话总结：当流量红利退潮，品牌把预算从“买曝光”转向“买需求”；小红书通过“搜索即意图”把长尾关键词、内容相关性和核心人群溢价三件套升级为可复制的增长飞轮，率先完成从流量平台到需求平台的范式跃迁。

1.36.1 流量红利终结的底层矛盾

1. 用户时长触顶

全网日均使用时长 5.5 小时已接近天花板，新增流量成本陡升。

2. 竞价内卷

热门关键词 CPC 三年上涨 3 倍，品牌每多花 1 元只能买到更贵的存量曝光。

3. 需求碎片化

泛需求已饱和，高转化场景隐藏于“长尾关键词 + 细分人群”。

1.36.2 小红书的三步解法

1. 高潜词包：预算前置锁定需求

基于站内实时供需数据，提前 6-8 周发现“定制游”“分区洗衣机”等趋势，ROI 提升 20-40%。

2. 内容相关性评分：出价让位于匹配度

只有“好”档笔记可进首屏流量池，KSCOLOUR 通过优化匹配度使跑量 +75%、成本减半。

3. 人群优投：把钱花在最值的人身上

对“孕晚期 + 新手妈妈”等核心人群溢价 1.5-2 倍，帮宝适 CTR+22%，ROI 显著改善。

1.36.3 行业影响

1. 广告投放逻辑重构

从“预算 = 曝光”变为“预算 = 需求优先级清单”。

2. 中小品牌弯道超车

无需巨额预算即可通过长尾词 + 高匹配内容切入市场。

3. 平台生态壁垒加深

搜索 + 内容 + 人群的三维数据闭环使后来者难以复制。

1.36.4 资本映射

1. 广告收入高确定性

搜索广告 CPM 高于信息流 30-50%，带动小红书 2025 年广告收入 CAGR>35%。

2. 估值溢价

由“种草社区”升级为“需求操作系统”，估值倍数具备向 Google 搜索靠拢的空间。

1.37 高 PE 低 PB vs 低 PE 高 PB：估值密码对照表

1.37.1 高 PE + 低 PB：成长溢价 + 资产折价

1. 核心含义

市场愿意为未来盈利高增长支付溢价，但公司账面净资产偏低（轻资产、高研发或持续亏损）。

2. 典型场景

- 重研发、轻资产的高成长赛道（AI、SaaS、创新药）。
- 周期底部亏损，但资产重置价值仍存（新能源上游、半导体设备）。

3. 实例

某 AI 芯片初创公司：PE 120 倍（盈利微薄），PB 2.5 倍（资产轻）。市场押注技术商业化后的盈利爆发。

1.37.2 低 PE + 高 PB：盈利兑现 + 资产泡沫

1. 核心含义

盈利已充分兑现且估值便宜，但账面净资产已被大幅溢价（高杠杆、高商誉或资产重估）。

2. 典型场景

- 周期顶峰盈利丰厚，但资产溢价过高（钢铁、煤炭）。
- 高商誉并购后净资产虚高，盈利能力却见顶（部分消费白马）。

3. 实例

某煤炭龙头：PE 4 倍（周期高盈利），PB 2.2 倍（资产重估 + 高杠杆）。市场担忧盈利回落与资产减值风险。

1.37.3 投资提示

- 高 PE 低 PB: 关注盈利兑现节奏, 警惕“戴维斯双杀”。
- 低 PE 高 PB: 警惕资产减值或周期下行导致的“价值陷阱”。

PE (市盈率)	PB (市净率)	典型解读与含义
低	低	深度价值陷阱或周期底部 <ul style="list-style-type: none">估值双低，市场极度悲观；常见于强周期行业（钢铁、煤炭、航运）在盈利谷底；需确认 ROE 能否回升，否则可能“便宜没好货”。
低	中	稳健价值型 <ul style="list-style-type: none">盈利便宜、资产价格适中，常出现在成熟龙头；适合分红再投资，具备一定“护城河”；风险：增长乏力，估值提升空间有限。
低	高	轻资产高杠杆 <ul style="list-style-type: none">盈利被低估，但资产溢价高（品牌、渠道、特许权）；常见于消费、互联网平台；高 PB 需匹配高 ROE，否则杠杆风险大。
中	低	资产价值被低估 <ul style="list-style-type: none">盈利正常但账面资产更便宜；可能隐藏大量现金、土地、隐蔽资产；催化剂：资产出售、回购、分拆上市。
中	中	合理估值中枢 <ul style="list-style-type: none">市场充分定价，业绩与资产匹配；适合“买入并持有”，需关注 ROE 稳定性；风险：宏观或行业景气度下行导致双杀。
中	高	成长溢价合理区间 <ul style="list-style-type: none">盈利尚可，市场为品牌、技术、渠道付溢价；需持续高 ROE 验证，否则易“杀估值”；常见于消费医药、SaaS、高端制造。
高	低	盈利暂时受挫 <ul style="list-style-type: none">高 PE 因盈利低谷，PB 低反映资产底；若周期反转，盈利弹性大，PE 快速下降；风险：盈利持续恶化，资产减值。
高	中	成长或主题过热 <ul style="list-style-type: none">盈利高增但尚未体现到净资产，PB 中等；需匹配高营收/净利增速，否则易回调；常见于新能源、半导体、AI 应用初期。
高	高	极致成长或泡沫 <ul style="list-style-type: none">双高估值，市场极度乐观；必须高增长⁵³ + 高 ROE 持续兑现，否则“戴维斯双杀”；典型案例：早期互联网、创新药、热门赛道龙头。

1.38 戴维斯双杀 (Davis Double Play) 全景速读

一句话总结：业绩下滑与估值压缩同时发生，导致股价以倍数级下跌，是成长股或高估值资产最残酷的杀估值场景。

1.38.1 概念拆解

1. 公式表达

股价 $P = EPS \times PE$ 。当 EPS 下降（盈利恶化）且 PE 下降（估值收缩）时，二者乘积大幅缩小。

2. 触发条件

- 高基数 + 高增长预期：前期 $PE > 30\times$ 、净利润增速 $> 30\%$ 。
- 预期落空：营收或利润增速突然跌破 20%，甚至负增长。
- 流动性或情绪逆转：无风险利率上行、赛道拥挤度下降。

3. 典型案例

2021 年教育板块：EPS 从 +50% 转为 -80%，PE 从 $60\times$ 压缩至 $8\times$ ，新东方-S 股价 10 个月跌幅 93%。

4. 防御策略

1. 买入前设置 EPS 与 PE 双阈值：EPS 增速跌破 15% 或 PE 跌破行业中枢 1 即减仓。
2. 组合层面加入低 PE 高股息资产对冲；或利用期权买入保护性看跌。

1.39 估值坐标系：PE 与 PB 的四维决策框架

一句话总结：PE 决定你为盈利付多少钱，PB 决定你为资产付多少钱；当两者同时给出极端信号时，往往是市场犯错或你犯错的前兆。

1.39.1 1. 筛选：先定位坐标，再缩小范围

• 低 PE + 低 PB：

先筛“烟蒂股”或周期谷底，但需排除价值陷阱（低 ROE、高负债）。

典型操作：在钢铁、银行、航运等板块中，用 $PE < 10$ 且 $PB < 1$ 做初筛，再过滤 $ROE < 5\%$ 、负债率 $> 70\%$ 的标的。

• 高 PE + 高 PB：

直接定位赛道成长龙头，但必须叠加营收/净利增速 $> 30\%$ 、 $ROE > 15\%$ 的硬性条件，否则剔除。

典型操作：在半导体设备、创新药 CXO 板块中，用 $PEG < 1.5$ 、研发费用率 $> 10\%$ 进行二

次筛选。

1.39.2 2. 定价：用二维坐标校准”合理区间”

- 单指标盲区：

仅看 PE 可能忽视资产质量（如轻资产公司 PE 低但 PB 极高），仅看 PB 可能忽视盈利波动（如银行 PB 低但 PE 因坏账计提失真）。

解决方案：以行业中位数为锚，画出”PE-PB 散点图”，落在右上方（高 PE 高 PB）且 $ROE > 20\%$ 的标的才考虑溢价买入。

- 跨行业比较：

消费行业 PE 中枢 $25\times$ 、PB 中枢 $4\times$ ；银行 PE 中枢 $6\times$ 、PB 中枢 $0.7\times$ 。偏离度 $> \pm 2$ 个标准差时触发深度研究。

案例：2023 年白酒板块 PB 跌至 $3\times (-1.5\sigma)$ ，PE 跌至 $20\times (-1\sigma)$ ，触发机构加仓。

1.39.3 3. 择时：利用估值钟摆的”极端点”

- PE-PB 联动择时模型：

以沪深 300 为例，当 $PE < 10\times$ 且 $PB < 1.2\times$ （历史 10% 分位），未来 1 年收益中位数 $+28\%$ ；当 $PE > 18\times$ 且 $PB > 2.5\times$ （90% 分位），未来 1 年收益中位数 -12% 。

实操：在 Wind 或 Choice 中设置”双低”自动提醒，触发后分批建仓 ETF 或龙头。

- 周期反转信号：

周期行业（券商、有色）在 PE 高（盈利差）+PB 低（资产便宜）时，往往是底部区域；待盈利修复 PE 骤降，实现”戴维斯双击”。

案例：2018 年券商板块 PE $60\times$ （亏损）、PB $1.1\times$ ，2019 年盈利反转后 PE 降至 $15\times$ ，板块涨幅 $+80\%$ 。

1.39.4 4. 风控：设置估值”熔断线”

- 动态阈值法：

买入后若 PE 或 PB 突破历史 95% 分位，且季度 ROE 环比下降 $> 3\text{pct}$ ，强制减仓 50%。

案例：2021 年宁德时代 PB 升至 $15\times (+3\sigma)$ 、PE $150\times$ ，叠加 ROE 从 15% 降至 11%，触发机构止盈。

- 跨市场对冲：

A 股 PE-PB 双高时，可配置港股高股息资产（PE $5\times$ 、PB $0.5\times$ ）或做空股指期货对冲。

1.39.5 决策流程图（简化版）

