

牛得林奇会员直播《一周政策解读》2025年9月6日星期六

(共 63 页 内容 61 页)

林奇 1 号单位净值 1.1070，预估累计净值 1.1665，下跌 0.063；2 号净值是 1.19887，下跌 0.019；林奇 3 号，周三开始申购，联系：卢奇微信，luq0228

牛基正式成员				日期
(2025-01-01至2025-09-06)				2025-09-06
基本信息				
业绩基准：	沪深300	报告货币：	人民币	净资产：1,828,485.08
				持仓市值：1,811,347.58
回报趋势			业绩分析	
			绝对回报	36.12%
			相对回报	22.77%
			本周回报	-2.36%
			本月回报	-2.36%
			本季回报	26.54%
			本年回报	36.12%
			年化收益率	57.05%
			日胜率	55.06%
			周胜率	61.76%
			月胜率	75.00%
			Alpha	30.19%
			Beta	1.3338
			Sharpe	2.51
			最大回撤	-14.03%
行业配置			市场配置	
				
Wind PMS			Wind PMS	
小文本				

目录

1, 高盛：人人都在谈论 AI 但目前 AI 仍难与公司利润直接挂钩	1
2, 新凯来发合规申明	2
3, 芯原股份变身：从半导体 IP 第一股到 AI ASIC 龙头	2
4, 三重利好共振 中芯国际拟全资控股中芯北方	5
5, 关于中际旭创小规模交流的 26 年订单指引	8
6, 新易盛股价飙 30 倍，实控人先跑了	8
7, 【东财建筑孟杰&王翩翩】罗曼股份收购武桐树点评：收购标的兼具液冷及 GPU 集	12
8, 285 只股票入围 9 月券商金股，中兴通讯最受宠！4 只金股跌超 10%，能抄底吗	13
9, 华泰证券：看好券商板块估值修复机会	15
10, 拟降费！证监会发布利好	15
11, 券商分仓佣金排行榜来了！行业下滑超 30%，“黑马”却暴增 21 倍	17
12, 2025 年 9 月 5 日晚间，同花顺发布关于控股股东、持股 5%以上股东减持股份	19
13, 张忆东关键时刻再发声：没有结束，A 股和港股将迎来“超级长牛”，港股年	19
14, 根据近期政策动态和行业分析，当前重点推进“反内卷”的九大行业主要包括	27
15, 特变电工-600089-2025 年中报点评：中标沙特电力公司 164 亿元合同，加快推	27
16, 联创光电：拟与关联方等共同设立资阳商业航天产业运营公司	28
17, 美联储理事沃勒：本月应启动降息，未来 3-6 个月可“多次降息”，节奏看数据	29
18, 纳斯达克拟修改针对小型 IPO 和中国公司的上市规则	30
19, GB300 放量节奏及最大价值增量	30
20, 把握主线，顺应趋势，拥抱液冷后续行情	32
21, 【国盛计算机】算力下一站？	34
22, 刚刚！A 股，大面积异动！发生了什么？阿里概念全线爆发！	35
23, 谁在狂买寒武纪？	37
24, 高盛再次上调寒武纪目标价至 2104 元... ..	40
25, 今年收益 66%，永赢基金刘庭宇：黄金有望重启上行，黄金股会继续跑赢金价	41
26, *ST 新潮百亿油气资产大战，从北京办公室打到了美国法院	43
27, 固态电池七大核心设备全解析	47
28, 名创优品最新进展：MINISO LAND 全球壹号店月销 1600 万元 TOP TOY 进驻日本	50
29, 京东和美团估计要气死了	51
30, 国泰君安国际：正式推出加密货币交易服务，能否复制 Robinhood 三年九倍走	52
31, 比亚迪港股大跌 5%：第二季净利 63 亿同比降 30% 出现三年来首次下滑	55
32, 寻找 A 股的下一个风口——写在大盘十年新高之际	56
33, 据公开信息，2025 年 9 月 1 日蚂蚁数科召开生态伙伴 AI 智能业务交流闭门	61
34, 传说中的牛基 50，是最近直播间谈到的，案例分析，不代表推荐，仅供参考	61

1，高盛：人人都在谈论 AI 但目前 AI 仍难与公司利润直接挂钩

人工智能已成为美国企业界最热门的流行语，但其带来的收益尚未显现，这是华尔街大行高盛给出的最新观点。

高盛分析师在周四（9月4日）的一份报告中写道，在第二季度，标准普尔 500 指数成分股公司中有 58%在财报电话会议上提及了人工智能。

报告称，这些企业大力宣传了其在客户支持、软件编程和市场营销方面的新的人工智能工具，但是目前能够量化人工智能对盈利影响的公司所占比例仍然有限。也就意味着，目前几乎没有公司能够将人工智能与利润直接挂钩。

这与麦肯锡的一项调查结果相呼应，该调查显示，超过 80%的公司表示生成式人工智能并未对他们的利润产生实质性影响。

股市依旧狂热

不过，这并未减缓市场人士对人工智能的热衷程度，这同样体现在股市表现上。

根据高盛的分析，那些受人工智能影响的公司股票今年已上涨了 17%，而去年则大幅上涨了 32%。

高盛的分析师表示，目前标准普尔 500 指数的交易价格已达到有史以来的最高水平。

人工智能交易的四个阶段

此外，为了弄清楚市场现状以及未来的发展趋势，高盛将人工智能交易划分成了四个阶段。

第一阶段是由英伟达主导的，该公司是为人工智能模型提供动力的主要芯片制造商。

第二阶段，即目前市场所处的阶段，由超大型科技企业主导，包括了亚马逊、微软、谷歌、Meta 和甲骨文。预计到 2025 年，它们将在资本项目上的投入总计将达到 3680 亿美元，高于 2024 年的 2390 亿美元和 2023 年的 1540 亿美元。

第三阶段是企业将人工智能技术融入产品以促进销售的过程。这一阶段更为复杂，一些投资者担心人工智能可能会挤占 SaaS（软件即服务）公司的市场份额，并影响其利润率，同时降低新竞争对手进入市场的门槛，从而对其造成不利影响。这也就意味着，SaaS 公司自身也要继续推出具备人工智能功能的产品以不断推进发展。

第四阶段则是人们期待已久的生产力大幅增长期。不过后两个阶段仍存在不确定性，主要风险在于，炒作可能会远远超出现实情况。

目前，高盛表示，美国在人工智能应用方面仍处于“初期阶段”，仅在大型企业以及信息和

金融等行业，人工智能的应用程度较高。

高盛还警告称，如果人工智能领域的投资回落到 2022 年的水平，这将使 2026 年的销售预测减少 1 万亿美元，并使标准普尔 500 指数的市值减少 15%至 20%。

2，新凯来发合规申明

客户包含中芯国际、华虹、长江存储等

9 月 5 日无锡 CSEAC 2025 展上，新凯来参展。界面新闻报道（【独家】深圳半导体新星新凯来订单额超百亿，成立三年估值已近 1000 亿）。

新凯来 2022 年在深圳国资扶持下成立的半导体设备企业，员工近 2 万，深度参与国内多款消费电子芯片制造，客户涵盖鹏芯微、华虹、中芯国际等，在手订单超百亿。

业绩方面，其工业（除光刻机）业务收入预计今年达 45 亿，2026 年 75 亿，2028 年 169 亿；计划 2027 年实现盈利 20 亿并启动 IPO。当前该公司正推进第二轮融资，仅工业制造（除光刻机）业务估值已达 650 亿，整体估值近 1000 亿。

新凯来核心要点（精简版）

- 1、订单与客户：在手订单超百亿，客户含鹏芯微、中芯、华虹、长江存储，深度参与国内消费芯片制造。
- 2、经营与估值：工业（除光刻机）2025 年预计收入 45 亿，2028 年达 169 亿；2027 年拟盈利 20 亿并 IPO。正二轮融资，成立三年工业估值 650 亿，整体近千亿。
- 3、背景与前身：2022 年深圳国资扶持成立，前身为华为 2012 星光工程部。
- 4、产品与定位：发布 5 款设备，覆盖半导体前道全环节，行业评价堪比“北方华创 + 中芯公司 + 中科飞测 + 拓荆科技”总和，瞄准高端。
- 5、产业链：利和兴、国力等配合；与头部晶圆厂绑定，上海设测试厂；员工近 2 万人。

3，芯原股份变身：从半导体 IP 第一股到 AI ASIC 龙头

近日，芯原微电子（上海）股份有限公司（688521.SH，以下简称“芯原股份”）消息不断，先是以近七折价格转让 5%股份，再是筹划收购 CPU IP 公司。

8 月 25 日，芯原股份发布公告，披露股东询价转让定价情况，初步确定本次询价转让价格为 105.21 元/股，该询价转让定价仅为当日收盘价的约 66.63%（当日公司收盘股价为 157.90 元/股）。

28 日，该公司再发公告称，公司正在筹划以发行股份及支付现金的方式购买芯来智融半导体科技（上海）有限公司（以下简称“芯来智融”）股权，并同步募集配套资金。因本次交

易尚处于筹划阶段，相关审计评估、交易金额及支付比例等核心条款尚未确定，公司股票自 8 月 29 日开市起停牌，预计停牌时间不超过 10 个交易日。

《中国经营报》记者注意到，近段时间以来，芯原股份股价表现亮眼。8 月 21 日，芯原股份发布公告称，公司股票连续三个交易日收盘价涨幅偏离值超 30%，属交易异常波动；公司目前生产经营活动一切正常，未发生重大变化。

在外界看来，芯原股份股价异动或是受到 AI 相关消息的影响：一是英伟达要求暂停生产 H20 芯片；二是随着 DeepSeek-V3.1 的发布，带火了 UE8M0 FP8 相关产业链上市公司，而芯原股份也是其中之一。据了解，该公司用于高性能 Transformer 推理 NPU 芯原 VIP9000 支持 FP8 技术，能让客户在云端完成 FP8 训练后，直接快速部署到支持 FP8 的硬件中。

ASIC 业务将持续推动公司业绩增长

另外，还有市场传闻称，字节跳动正与芯原股份联手设计一款先进的 AI 算力芯片。对此，字节跳动相关负责人否认了该消息，称字节跳动与芯原股份并无 AI 芯片相关合作。

随着公司在业界获得更广泛的关注度和更深的认知度，曾被视为“中国半导体 IP 第一股”的芯原股份目前已被业界誉为“AI ASIC 龙头企业”。

记者注意到，芯原股份高管在最新业绩说明会上表示，今年第二季度，公司 ASIC 业务中设计业务新签订单超过 7 亿元，环比增长超 700%，同比增长超 350%；量产业务新签订单近 4 亿元。随着这些订单逐步转化为收入，ASIC 业务将持续推动公司业绩增长。就芯原 ASIC 定制技术而言，公司已拥有包括 FinFET 和 FD-SOI 先进工艺节点在内的芯片成功流片经验，目前已实现 5nm FinFET 系统级芯片一次流片成功，多个 5nm/4nm 一站式服务项目正在执行。公司针对 AI 端侧、云侧均拥有丰富的半导体 IP 和相关技术平台积累。

2025 年半年报显示，芯原股份营业收入为 9.74 亿元，同比上升 4.5%；归母净利润自去年同期亏损 2.85 亿元变为亏损 3.2 亿元；扣非归母净利润自去年同期亏损 3.04 亿元变为亏损 3.58 亿元，亏损额进一步扩大。

其中第二季度，公司营业收入为 5.84 亿元，同比下降 4.8%；归母净利润自去年同期亏损 7782 万元变为亏损 9951 万元；扣非归母净利润从去年同期亏损 8826 万元变为亏损 1.25 亿元。

“虽然芯原股份 2025 年上半年归属于母公司净利润为-3.2 亿元，较去年同期亏损有所扩大，但从细化指标看依然有不少亮点。”电子创新网创始人张国斌表示，该公司 IP 授权使用费收入上半年为 2.81 亿元，同比增长 8.2%；第二季度为 1.87 亿元，环比增长 99.63%，同比增长 16.97%，“这说明其 IP 业务在进入快速发展阶段。”

他还指出，从芯片设计业务收入看，上半年芯原股份 14nm 及以下工艺节点收入占比 63.15%，与 AI 算力相关的芯片设计业务收入占比约为 52%。这说明公司先进工艺在 AI 方面贡献的设计业务收入已经成为主流，未来应该有不错的增长。

张国斌还表示，2025 年 1—6 月，芯原股份新签订单 16.56 亿元，同比提升 38.33%。其中，

芯片设计业务新签订单 7.84 亿元，同比增长 141.32%；量产业务新签订单 6.65 亿元，同比增长 39.60%。第二季度新签订单 11.82 亿元，环比增长近 150%，这说明公司在新业务新客户拓展方面进展很大，增幅惊人。

“芯原股份亏损是因为研发投入较大，2024 年其研发投入同比增长 31.68%至 12.47 亿元，研发投入强度攀升至营收的 53.7%，这个比例超过一半的高新企业甚至超过华为。”张国斌表示，该公司 2025 年上半年研发费用也高达 5.69 亿元，同比增长 30.25%，占营业收入比重为 61.03%，“如此高的研发投入，在短期内难以完全转化为收益，反而增加了成本，侵蚀了利润，但是长远看高研发的投入必然带来高回报。”

七折转让 5%股份符合监管规定

对于外界所谓的芯原股份“甩卖”5%股份、37 家机构以近七折价格认购的言论，星图金融研究院研究员张思远表示，总的来看，芯原股份此次股东询价转让行为符合监管规定，是原始股东在股价高位实现有序套现的市场化操作。“转让价格虽较市价折让约 30%，但高于监管要求的底价，且全程经中信证券合规核查。”

张思远还进一步分析：第一，从定价逻辑与合规性来看，此次转让符合监管规定。芯原股份转让价 105.21 元/股不低于“发送认购邀请书前 20 个交易日均价的 70%”，中信证券核查确认流程符合《证券法》《科创板监管规则》及《询价转让和配售指引》。从折价合理性来看，由于本次转让规模较大且为原始股套现，折价主要用于吸引机构快速接盘，避免集中减持对二级市场的冲击。

第二，本次转让的核心目的是原始股东有序退出。本次转让为资金需求驱动，转让方均为公司上市前原始股东，本次减持主要因“自身资金需求”。截至转让前，部分股东已持有股份超 5 年，存在兑现投资收益的动机。此外，本次转让可以避免二级市场冲击。若通过集中竞价或大宗交易减持 5%股份，可能导致股价大幅波动。询价转让方式通过定向机构询价，一次性完成大额转让，且受让方锁定期 6 个月，可减少短期抛压。

第三，新股东进入后，短期可能出现市场冲击，长期或实现股东结构优化。短期来看，股价承压。公告披露后首个交易日股价大跌 9.33%，反映市场对大额折价转让的负面情绪。长期来看，机构投资者占比提升。转让后，专业机构持股比例增加，有助于改善股东结构，提升公司治理规范性。

“新引入的 37 家机构投资者将优化股东结构，短期或对股价形成压力，但长期看机构全额认购体现对公司长期价值的认可。”张思远表示。

值得注意的是，作为国内半导体 IP 授权龙头，芯原股份除了人工智能芯片定制即 ASIC 芯片领域领先外，其还在 Chiplet 小芯片技术以及 RISC-V 架构等前沿技术领域具备优势。

在 RISC-V 架构上，芯原股份是国内重要的 RISC-V 生态发展推动方之一。经过近 10 年的发展，RISC-V 架构得益于其开源、开放、简洁、灵活、可扩展等特性，正加速从嵌入式系统向高性能复杂应用领域突破，进入 PC、服务器、汽车、AI 等更多新兴场景。RISC-V 已成为 x86 架构和 Arm 架构强有力的挑战者，并有望形成三足鼎立之势。

资料显示，芯来智融成立于 2018 年 9 月 20 日，总部位于中国上海，是国内知名的专注于 RISC-V CPU IP 及相应平台方案的研发企业。公司创始人胡振波拥有 10 年以上 CPU 设计与验证经验，曾任比特大陆 AI 芯片研发总监、Synopsys ARC 系列处理器研发经理、Marvell CPU 高级设计工程师。

自公司成立以来，芯来智融坚持自研，打造了 N/U、NX/UX 四大通用 CPU IP 产品线和 NS、NA、NI 三个专用 CPU IP 产品线，完整构建了覆盖 32 位到 64 位、通用与专用并行发展的产品体系；目前已有超过 300 家国内外正式授权客户使用了芯来智融的 RISC-V CPU IP，遍及 AI、汽车电子、5G 通信、网络安全、存储、工业控制、MCU、IoT 等多个领域，累计出货量达到数亿颗。

目前，芯原股份处于停牌状态，股价为 153 元/股，市值 804 亿元。“RISC-V 作为中国实现自主可控指令集系统，未来在中国 CPU 发展中会占有重要地位，芯来智融是本土 RISC-V 第一 IP 提供商，而芯原股份在 GPU、NPU 领域都有很好的布局，未来与 RISC-V 结合可以更好地推动本土人工智能产业的发展，想象空间很大。”张国斌表示。

4，三重利好共振 中芯国际拟全资控股中芯北方

继华虹公司拟收购华力微旗下华虹五厂后，半导体晶圆代工领域又现一重大收购。

中芯国际集成电路制造有限公司（以下简称“中芯国际”，688981.SH，00981.HK）于近日发布停牌公告，正在筹划以发行人民币普通股（A 股）的方式购买公司控股子公司中芯北方集成电路制造（北京）（以下简称“中芯北方”）的少数股权。本次交易的具体交易方式、交易方案等内容尚在讨论之中，公司股票自 2025 年 9 月 1 日（星期一）开市起开始停牌，预计停牌时间不超过 10 个交易日。

《中国经营报》记者注意到，中芯国际停牌第一天，其港股股价单日上涨 4.86%。

受访人士在接受记者采访时均认为，中芯国际收购中芯北方，有望增加公司利润，进而对公司市值予以支撑。

中芯北方产线基本折旧完毕

公告显示，中芯国际拟通过发行人民币普通股（A 股）的方式购买中芯北方 49% 的少数股权。目前正与交易意向方接洽，初步确定的交易对方为国家集成电路产业投资基金股份有限公司（大基金一期）、北京集成电路制造和装备股权投资中心、北京亦庄国际投资发展有限公司、中关村发展集团股份有限公司、北京工业发展投资管理有限公司等。

对于收购原因，民生证券在研报中表示，此次中芯收购中芯北方主要有以下考虑：首先，盈利资产收回，增加上市公司利润。自 2013 年算起，中芯北方成立已超过 10 年，产线早已折旧完毕或接近折旧期尾部，公司利润丰厚。

从股权结构来看，中芯国际控股有限公司、中芯集电投资（上海）有限公司、中芯国际集成电路制造（北京）有限公司合计持有的 51%，实际上都是由中芯国际直接或间接控制。“中芯国际完成对中芯北方剩余 49% 少数股权的收购后，对中芯北方持股比例将达到 100%，将显著增加上市公司归母净利润。” 民生证券研报表示。

“其次，此次收购满足以大基金一期为代表的股东的退出需求。” 民生证券研报表示，大基金一期为中芯北方占比 32% 的单一公司大股东，成立已经接近 11 年（2014 年 9 月成立），2024 年就已经过了回收期，目前处于“延展期”（后续退出与优化阶段），有强烈的退出需求。同理，其他股东也有类似的需求。半导体晶圆制造项目扩产，通过为子公司项目引入外部融资来解决资金需求的方式较为常见。后期上市公司再以发行股份加现金的方式完成收购，就完成了闭环。

济安研究院研究员万力向记者指出，在当前全球 AI 芯片被遏制的背景下，产业链“自主、安全、可控”成为国家战略。而中芯国际正是国产晶圆制造的龙头，被政策视为核心平台之一，多次出现在“产业扶持白名单”或政策引导基金路径中。因此，每一次重大资产整合、技术突破或经营改善，都会引起各方重视。“在主题投资逻辑强势的阶段，产业政策+估值重构+盈利改善三者合力，极可能助推其突破万亿市值关口。” 万力说。

对于 9 月 1 日中芯国际港股的上涨，南开大学金融发展研究院院长田利辉向记者分析称，中芯国际港股近期股价强势上涨，创历史新高，这是三重市场逻辑的共振。第一重是资本市场的“预期管理”，公告收购中芯北方 49% 股权后，机构不断分析和测算，利润增加和估值上升。第二重是产业周期红利，全球成熟制程芯片需求持续旺盛，中芯北方成为利润“现金牛”。第三重则是国产半导体代工产业加速发展，本土芯片采购比例提升，市场给予龙头估值溢价。

有望增加利润

相关资料显示，中芯国际的工厂主要坐落在上海、北京、深圳和天津。中芯上海、中芯北京、中芯天津、中芯深圳、中芯北方、中芯南方系公司集成电路晶圆代工业务重要的经营主体，形成一定的生产销售规模或承担核心技术研发，属于重要控股子公司。

其中，中芯上海有一条 12 英寸产线，专注于 14nm 及以下先进工艺，还有一条 8 英寸产线，专注于 0.35um—90nm 成熟工艺平台；中芯北京有一条 12 英寸产线，也是成熟工艺平台；中芯天津有一条 8 英寸产线，专注于成熟工艺平台；中芯深圳有一条 8 英寸产线，专注于成熟工艺平台；中芯北方有一条 12 英寸产线，专注于 65nm—24nm 的成熟工艺平台；中芯南方有一条 12 英寸产线，专注于 14nm 以及以下先进工艺平台。

资料显示，中芯北方成立于 2013 年 7 月，由中芯国际与北京市政府共同投资建立，专注于 12 英寸晶圆制造，工艺范围覆盖 65nm—28nm。作为中芯北方的控股股东和技术来源，中芯国际全面负责其生产与运营。目前，中芯北方拥有两条月产能均为 3.5 万片的 300mm 生产线：第一条线主要生产 40nm 和 28nm Polysion 工艺产品；第二条线则具备 28nm HKMG 及更先进技术，总月产能达 7 万片。

受访人士皆认为，收购中芯北方，有望增加中芯国际的利润。“根据公司 2024 年年报，中芯北方和中芯京城 2024 年实现营收 154.49 亿元，净利润 5.26 亿元，净利率 3.41%。随着产能

利用率进一步提升，中芯北方和中芯京城净利率未来仍有提升空间。” 奶酪基金投资经理潘俊向记者指出。

此外，星图金融研究院研究员张思远向记者表示，中芯国际通过整合中芯北方产能，可优化北京地区 12 英寸晶圆厂布局，降低管理与供应链成本。2024 年公司销售费用率仅 0.54%，整合后规模效应有望进一步提升利润率。

田利辉向记者指出，短期看，中芯北方虽体量有限，但其位于北京的 8 英寸晶圆厂与中芯绍兴产能互补，可提升整体产能利用率。长期看，若中芯北方的设备、客户资源与中芯国际整合，有望通过规模效应降低单位成本，叠加北方华创的设备国产化率提升，将显著增强中芯国际的供应链自主可控能力，间接增加利润。

“此次对中芯北方的并购，最大好处在于可实现 100%利润归属，短期对归母净利润具备直接抬升效应。”

对中芯北方而言，万力表示，首先，此次收购可以提升中芯北方的品牌与议价力，从业务层面看，中芯北方并入后可共享中芯国际的品牌、客户资源、议价通道，特别是在海外市场议价中将获更多支持。其次，中芯北方原本为合资公司，战略执行可能受限于不同投资人利益，现在进入统一体系后，其战略定位、产能分配、研发投入等均可获得母公司层面的系统化资源，治理结构也将更趋高效。此外，合并有望打通中芯体系内的统一人力资源机制，使得中芯北方员工获得更好的股权激励、职业路径与跨平台流动空间，从而增强人力资本吸引力。

市值有望破万亿

对于此次收购，不乏投资者在公开渠道质疑，是否挤占研发预算，进而影响国产化进程？

对此，田利辉表示，中芯国际已通过“融资+费用优化”双路径化解。一是发行可转债，专款专项用于并购及设备采购；二是压降非核心开支，确保研发占比稳定在 10%以上。更重要的是，收购还加速了“设备—制造—设计”的闭环生态构建，与研发投入形成协同。

张思远向记者表示，第一，本次并购支付金额的边际上限可控，而中芯国际 2024 年研发费用已达 54.47 亿元，研发费用本身的体量已经很大，因此并购不会对研发资金造成过分的实质性影响。第二，公司近三年研发费用复合增长率约为 4.9%，2025 年上半年研发费用占比 7.34%，重点投向 28nm 超低漏电平台、先进封装等领域，新增专利 251 项，技术迭代节奏未受影响。第三，大基金一期退出后，资金可循环投入产业链上游，中芯国际作为国产代工龙头，仍将优先获得政策资源倾斜。

“整合反而有助于研发协同与重复成本降低。”万力向记者分析，收购前，中芯北方与中芯国际之间可能存在研发项目重复、平台接口不统一、人员协同低效的问题。此次整合可以提升研发资源的集中度、技术平台的一致性，有利于统一标准体系、减少试错成本，实现“同一技术路线图下的集中投入”。

Wind 数据显示，截至 9 月 4 日收盘，中芯国际 A 股总市值已经达到 9166.17 亿元。

田利辉指出，中芯国际市值若要进一步突破需满足三要素。一是业绩确定性，收购后 2026 年净利润需要实现突破；二是估值重构，当前中芯国际的市盈率低于台积电，利润释放将修复估值；三是战略溢价，作为国产替代核心载体，市场可能给予 10%—15% 的龙头溢价。

“若在‘十四五’末，国产设备占比达到一定水平，中芯国际作为‘国产制造+国产设备’双龙头，估值溢价空间巨大。若三因素共振，万亿市值可期，但需警惕全球半导体周期波动风险。”田利辉说。

5，关于中际旭创小规模交流的 26 年订单指引

- 1、昨日 Google 加单，今日 NV 加单，26 年的 1.6T 需求总量在 1000 万只左右。
- 2、旭创 26 年按照 50% 的 1.6T 份额（略微保守），有 500 万只 1.6T，320 亿收入。
- 3、如果不考虑后续加单，26 年 800G 需求总量在 4000 万只左右，旭创按照最保守的份额，1300 万只 800G，那么就是 380 亿收入。
- 4、再加其他的，零零总总约超过 100 亿美金。约在 750 亿人民币。
- 5、净利润按照 33% 保守来算，26 年的保守净利润在 250 亿左右。
- 6、以上数据都是取下限的，Base Case

注意：以上内容来源于网络，仅为个人投资之学习记录用途。本报告中专家表达的观点不代表君实财经的看法或观点。君实财经对信息的准确性、可靠性或完整性不承担任何责任，对于因使用此信息或其中任何部分而引起的任何损失或损害，不承担直接或间接的责任。

6，新易盛股价飙 30 倍，实控人先跑了

在这一轮牛市行情中，除了寒武纪，新易盛无疑是最耀眼的“牛市旗手”。

短短三年，股价翻了近 30 倍，仅 2025 年 8 月单月涨幅就接近 90%，市场甚至戏称它为“易中天”的领头羊。

然而，股价的狂飙背后，却藏着一个耐人寻味的矛盾：新易盛的炒作逻辑是“国产 AI 崛起”，但它的基本盘，却并不在国内。2025 年上半年，公司超过九成的收入来自海外市场。换句话说，投资者买单的是“中国 AI 红利”故事，而新易盛交出来的，却是“海外市场”的成绩单。

问题就来了：当国内 AI 投资进入爆发期，新易盛能否顺利“掉头”回国，赶上政策与需求的红利列车？

更讽刺的是，在不少投资者还沉浸在“国产 AI”的憧憬之前，新易盛最了解公司状况的实控人和高管，似乎已经用一连串的减持，给出了自己的答案。他们用实际行动告诉市场：与其长跑，不如套现。

资本市场的狂欢与公司掌舵者的冷静出货，形成了鲜明的反差，也让新易盛的高速成长蒙上了一层阴影。

股价三年翻了 30 倍

2008 年，高光荣与黄晓雷等合伙人创立新易盛，高光荣担任董事长至今。

2011—2015 年，是公司发展的第一个关键阶段。那时正值国内 4G 网络建设高峰，新易盛凭借 2.5G/10G 光模块完成了技术与资本的初步积累。但彼时产品仍以中低速率为主，竞争力有限。

2016 年，新易盛登陆深交所创业板。上市后，受益于移动通信市场扩容，业绩逐年提升。募集的 3.2 亿元资金主要投入高速率光模块生产线，但全球市场份额不足 3%，与龙头差距明显。

真正的转折出现在 2018—2019 年。面对电信与数通市场的抉择，高光荣团队将研发资源向 100G/400G 数通产品倾斜，这一决策埋下了后续爆发的伏笔。

2020 年后，全球云厂商资本开支迎来新一轮上升周期。亚马逊、微软、谷歌等巨头大规模扩建数据中心，微软 2025 财年计划投资约 800 亿美元，谷歌 750 亿美元，亚马逊 1000 亿美元，Meta 最高 650 亿美元。

AI 基建上游的光模块，由此迎来巨大需求。YOLE Group 数据显示，2023 年全球光模块市场规模约 109 亿美元，到 2029 年将翻倍至 224 亿美元。

新易盛正好踩在风口上。

2024 年，公司光模块销量 873 万只，同比增长近 45%；营收 86.47 亿元，同比飙升 179.15%；归母净利润 28.38 亿元，同比暴增 312.26%。2025 年上半年，营收更是破百亿至 104.37 亿元，约是去年同期的 4 倍；归母净利润 39.42 亿元，同比翻了 4.6 倍。

股价同步狂飙。从 2022 年末的 12 元，到 2025 年 8 月 28 日的 354.95 元，不到三年事件涨了将近 30 倍。

8 月 26 日，高盛调研报告认为，即使新易盛股价近期大幅上涨，但估值依然合理，并将新易盛目标价上调至人民币 398 元，相对于在 8 月 28 日收盘价基础上，高盛认为还有超过 10% 的涨幅。

当然，按照目前的走势，可能几天后高盛就被认为过于“保守”了。9 月 1 日新易盛股价再度暴涨 9%，收盘价已经涨破 388 元。

不过，虽然业绩、股价大增，还有高盛唱多，但新易盛的实控人和高管，竟然很早就向市场表达了完全相反的态度，甚至说得上踏空了自家公司的这波行情。

一边上涨，一边减持

如果连实控人都迫不及待地套现，市场又凭什么相信这家公司会有多好？这是追捧新易盛的股民不得不面对的尴尬。

早在 2022 年 8 月，股价还在 12 元左右徘徊时，实控人高光荣就抛出了减持计划，计划出售不超过 400 万股。同时，其一致行动人张智强、韩玉兰也同步披露了减持计划。

随着业绩走高，股价自 2022 年底起大幅上涨，到 2023 年 4 月最高突破 40 元。减持价格水涨船高。高光荣先后以 18.5 元/股和 30.12 元/股的价格，累计减持 399.74 万股，套现超 1.1 亿元。

韩玉兰更是几乎清仓，以 21.48 元/股减持了 1175.46 万股，累计套现 2.52 亿元。

仅一个月后，高光荣再次抛出减持计划，公司多位高管和监事也加入其中。最终，高光荣以 66.20 元/股减持 699.75 万股，套现超 4.63 亿元。合计下来，他在二级市场减持套现超过 5.7 亿元。

更敏感的的是，除了在二级市场市场减持，高光荣还通过转让的方式减持公司股份。2023 年 3 月 15 日至 4 月 11 日，高光荣通过家族信托 2 号账户、高光荣华泰证券账户合计转让占上市公司总股本 1.42% 的股票。

然而，这次转让引来监管处罚。

2024 年 12 月高光荣因“涉嫌违反限制性规定转让股票”等行为被中国证券监督管理委员会立案调查。证监会认定高光荣转让股权时违反了限制性规定转让股票，此外其持股情况信息披露违法，因此决定对高光荣采取责令改正、给予警告，并没收违法所得 949.86 万元，并处以 2200 万元罚金。

截至 2025 年中报显示，高光荣、黄晓雷分别持有新易盛 7.4%、7.13%，如此之低的持股比例在上市公司实控人中并不常见。

按理说，实控人和高管应是最了解公司、最愿与之长期绑定的角色。但在新易盛，他们选择了另一条路——股价高歌，自己却忙着落袋为安，甚至踩到监管红线。

投资者在市场里憧憬未来，真正掌握话语权的人却在用脚投票。这种背离本身，就是不妙的信号。

现金流缺口

从概念上来看，新易盛确实是尽享人工智能红利的强概念股，其业绩也在下游需求大增的背景下快速增长。但新易盛也不是没有隐忧，经营快速扩张下的资金占用压力正在上升。

2024 年末，新易盛的应收账款为 25.4 亿元，相比 2023 年末的 7.15 亿元，增加了超过 250%，

远高于营收增速；2022-2024 年，其应收账款除以营收的比例分别为 20%、23%、29.4%，逐年提高。2025 年中，其应收账款更进一步飙升至超过 50 亿元。

存货同样膨胀。2024 年末为 41.3 亿元，同比增加 3 倍多，占营业成本比例从 45%升至 86%。到 2025 年中，存货接近 60 亿元。去年末的存货占营业成本比例大增，意味着公司手里压着的货物几乎能顶上一整年的消耗量。

市场或许会用“行情好，提前备货”来解释，但现实可能没那么乐观。存货快速膨胀，也可能意味着出货节奏跟不上产能扩张，市场消化能力不足。表面上是积极扩张，背后却暗藏销售压力。

如果加上前面提到的应收账款情况，意味着新易盛在销售和采购时都被“挤压”经营现金流。

尽管 2025 年上半年新易盛的经营现金流净额为 9.53 亿元，但要知道，它的归母净利润是接近 40 亿元的。利润数据光鲜，但现金流严重“掉队”，这说明不少利润只是账面数字，离真金白银还差得远。

与此同时，新易盛的资产负债率也在快速提升，2023-2024 年，其资产负债率由 15.12%大增至 32.11%，2025 年中进一步攀升至 33.08%。

换句话说，新易盛看似在高速增长，但背后的财务压力和现金流缺口，已经构成了隐忧。利润再漂亮，如果现金流跟不上，就是纸面繁荣；规模再扩张，如果负债结构不稳，就是埋下雷点。

更微妙的是，新易盛的这波行情，有点炒错概念的嫌疑。

这波 AI 概念股，炒的就是国内 AI 产业的蓬勃发展。

比如在 8 月 27 日，包括新易盛在内的 AI 概念股大涨，最直观的原因就是国务院印发《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，提出到 2030 年，我国人工智能全面赋能高质量发展，新一代智能终端、智能体等应用普及率超 90%，智能经济成为我国经济发展的重要增长极，推动技术普惠和成果共享。

但尴尬的是，新易盛的经营几乎和国内没有什么关系，2025 年上半年，境外贡献的收入高达 98.5 亿元，营收占比超过 94%。这意味着，新易盛炒的是“国内 AI 红利”的故事，赚的却是“海外市场”的钱，可谓典型的“概念在内，业绩在外”。

有人可能会说，能卖给海外，自然也能卖给国内，但事实远比想象复杂。

海外市场是多年人脉、渠道、客户认证和服务体系堆出来的结果，要想轻易转回国内，几乎不可能“无缝切换”。就算不用从零起步，也得付出巨大的时间、人力和资源成本。

更现实的是，市场的窗口期很短。当国内 AI 市场需求爆发，如果新易盛没能趁机切入，就等于把黄金机遇拱手让给了本土竞争者。等到它真正想回来布局时，国内客户早已被锁定，

供应链和渠道位置很快就会被占满。

与此同时，海外市场并非高枕无忧，汇率波动、贸易政策、地缘摩擦，任何一个变量都可能随时掀翻船只。最糟糕的局面是，“国内红利没赶上，海外生意还要看人脸色”。

这意味着，新易盛眼下虽是 AI 赛道的明星，但聚光灯未必永远追随。国内市场的黄金窗口一旦关上，海外环境的风吹草动，就可能让它从神坛跌落。

资本的热情能推高股价，却能否托住基本面？故事的主角会继续领跑，还是成为下一只“高位股神话”？答案，可能并不远了。

7,【东财建筑孟杰&王翩翩】罗曼股份收购武桐树点评：收购标的兼具液冷及 GPU 集成技术，业绩确定性强，当前时点仍看好公司长期发展前景

罗曼股份今日正式公告回复工作函，内容主要包括标的公司技术优势，经营情况，未来与主业系统计划，估值合理性说明等。

收购标的武桐树兼具液冷及 GPU 集成技术，效率突出：标的公司液冷超节点采用自主设计的泵驱两相液冷方案，通过打造芯片循环 CDU 和背板循环 CDU，实现 100%全液冷，极大提高了散热效率，PUE 预计整体降至 1.06-1.15，效率明显高于国家专项计划要求的 1.2-1.25，达到国内领先水准。此外，公司拥有自研 GPU 集成技术，用于联通、移动等合作伙伴项目，集成服务能力突出。

订单充足，业绩承诺确定性高：标的公司 2025 年 6 月后新增，预计 2025 年能够结转的订单为 5.5 亿元，此外根据公开信息公司 6 月中标 30 亿元芜湖 AIDC 项目，8 月中标浪潮项目，可预见订单 35 亿元以上。按照 2025H1 的 15.2%净利率估算，目前在手订单可贡献利润 5.3 亿元，高于业绩承诺 3 年累计 4 亿元，业绩确定性高。此外，25.2%毛利率及 15.2%净利率也体现公司良好的集成服务及议价能力，进一步体现公司技术优势。同时公司 AIDC 业务也有望与 Holovis 线下体验馆，AI 健身等业务形成良好协同。

Q4 新消费及 AIDC 板块或均有催化：根据奈飞官网更新，2025Q4 奈飞 House 达拉斯店及费城店将正式投运，罗曼股份旗下 Holovis 线下体验店业务有望加速，板块也有望迎来催化。同时 12 月沐曦预计上市，武桐树集团企业下浙江武珞为沐曦前五大客户，双方合作较为深入，届时相关产业链标的公司也有望迎来催化。

分部估值 92 亿元、对应目前 50%+空间：AIDC 业务对标浪潮信息等，给予 60x PE 估值，按业绩承诺每年并表利润 6000 万元，对应板块估值 36 亿元。Holovis 在奈飞 House 领域年空间 10-15 亿人民币，参考米奥会展（6x PS），给予 3x PS 估值，对应板块估值 36 亿元。传统主业按 15-20x 估值 20 亿元，分部估值看到 92 亿元，对应当前 50%+空间。根据公司今日回复公告，预计 2025H2 武桐树利润 0.98 亿元，对应并表 3822 万元（假设 H1 利润不并表），按照其余业务 2025 年 1 亿净利润测算，对应当前市值 37.9x 2025PE，考虑到公司成长性及 AIDC 板块整体估值，仍有安全边际。我们认为当前估值只反应 AIDC 并表情况，并未给予公司 GPU 集成技术及液冷技术优势充分定价，存在较大预期差。

8, 285 只股票入围 9 月券商金股, 中兴通讯最受宠! 4 只金股跌超 10%, 能抄底吗

9 月 4 日, 沪指失守 3800 关口, 收报 3765.88 点, 收跌 1.25%; 深证成指、创业板指分别收跌 2.83%、4.25%。相比 8 月市场快速上行, 近期 A 股已连续多个交易日回调。

9 月 A 股将如何演绎? 近日, 多家券商发布了对于 9 月 A 股市场行情的研判以及金股推荐。

Wind 数据显示, 截至目前已有 42 家券商发布了 9 月金股推荐, 共计推荐 285 只股票。其中, 中兴通讯、新华保险、恺英网络 3 只股票的被推荐次数最多, 均被 5 家券商同时推荐。与此同时, 还有 7 只股票被 4 家券商同时推荐, 分别为牧原股份、东方财富、洛阳钼业、中航沈飞、兆易创新、金山办公、深信服。

牧原股份、东方财富近三个月被累计推荐次数在所有 A 股中最多, 达到 14 次; 洛阳钼业和恺英网络近三个月被累计推荐次数也达到 11 次。

对于 9 月的市场走势、行业热点以及配置方向, 算力、人工智能、消费电子在内的科技主线, 仍是券商重点推荐方向。与此同时, 多家券商推荐关注新消费、大金融以及“反内卷”、国产替代主题。

洛阳钼业 8 月以来涨近 40%

整体来看, Wind 数据显示, 在 9 月金股推荐榜中, 中兴通讯、新华保险、恺英网络 3 只股票被推荐次数最多, 均被 5 家券商同时推荐。而在 8 月的金股推荐榜中, 中兴通讯和恺英网络仅被 1 家券商推荐, 新华保险则是 3 家。

与此同时, 还有 7 只股票被 4 家券商同时推荐, 分别为牧原股份、东方财富、洛阳钼业、中航沈飞、兆易创新、金山办公、深信服。

从近三个月的累计推荐次数来看, 牧原股份和东方财富被推荐次数在所有 A 股中最多, 均达到 14 次。紧随其后的是洛阳钼业和恺英网络, 近三个月被累计推荐次数也达到了 11 次。另外沪电股份被推荐 10 次、新华保险被推荐 9 次。

上述 10 只金股中, 除中航沈飞在 8 月整体微跌 1.93%以外, 其余 9 只股票在 8 月内均呈现上涨, 其中洛阳钼业、中兴通讯、兆易创新三只股票 8 月内涨幅均超 30%。

9 月以来, 市场整体出现回调。9 月 1 日~9 月 4 日, 10 只金股中仅洛阳钼业上涨 0.65%, 其余 9 只股票均出现下跌。短短四个交易日中, 已经有 4 只金股跌幅超过 10%, 分别为中航沈飞 (-14.54%)、深信服 (-13.50%)、金山办公 (-11.81%)、中兴通讯 (-10.12%)。

对于中兴通讯的推荐逻辑, 国泰海通证券认为, 公司积极把握 AI 在通信基础设施、算力基础设施、AI 端侧、行业应用等维度带来的产业发展机遇, 在巩固网络业务基本盘的同时, 大力拓展智算、AI 终端等第二曲线业务。

对于推荐新华保险的理由，长江证券看好其权益资产的投资收益。其认为，从弹性角度来看，公司作为纯寿险公司经营杠杆较高，同时权益资产配置比例高于主要同业，更受益于权益市场改善。国泰海通证券表示，从渠道来看，得益于人力质态改善，公司人均综合产能有所提升，公司个险新单增长。与此同时，公司银保渠道持续强势，银保新单同比增长 150.2%。

恺英网络的推荐理由则与其即将上线的新游戏以及 AI 产业相关。开源证券表示，公司的游戏储备新品《三国：天下归心》《盗墓笔记：启程》《斗罗大陆：诛邪传说》等有望陆续上线，驱动业绩增长加速。与此同时，公司领投的自然选择公司推出的 AI 智能陪伴应用《EVE》前期测试效果良好，产品将于 2025 年上线，有望打造为国内头部 AI 陪伴应用。

上述 10 只金股中，自 8 月以来，洛阳钼业累计涨幅达到 39.15%，兆易创新、恺英网络、中兴通讯涨幅分别为 27.12%、19.28%、19.10%。

长江证券表示，洛阳钼业是多品种经营的国际资源巨头企业，各产品体量均居于行业前列，其中铜钴利润贡献超过 70%。展望未来，资源量增是公司核心看点。在美联储降息周期，铜价及钴钼钨等战略小金属价格强势运行，或提振短期业绩弹性。

当前正值 A 股上市公司中报火热期，Wind 数据显示，上述 10 家公司中，有 8 家归母净利润增速为正，其中牧原股份同比大增 1169%，深信服、洛阳钼业同比增速均超过 60%，东方财富、新华保险增速也均超 30%。

A 股连续多日回调，后市行情怎么走？

8 月初至 8 月 26 日，沪指一路快速攀升，从 3550 点左右突破至 3800 点关口，8 月 26 日创下阶段性高点 3888.60 点，并再度刷新近 10 年新高，

据上交所最新披露的开户数据，8 月 A 股新开户数量为 265.03 万户，相比 7 月（196.36 万户）环比增加 34.97%，相比去年 8 月同期（99.93 万户）同比大增 165.22%。

不过 9 月以来，沪指连续多个交易日震荡调整，两市成交额相比 8 月底的高位有所下降。9 月 4 日，沪深两市成交额回落至约 2.5 万亿元。此前 8 月 27~28 日，沪深两市成交额连续两日突破 3 万亿关口。

对于后市行情，多家券商认为 A 股慢牛逻辑尚未改变。

国泰海通证券认为，目前两融规模以及流通市值处于历史均值，沪深两市整体估值水平不高，多数权重股价仍在低位，总体并未显示过高。与此同时，美联储 9 月降息概率上升，或为中国央行宽松与重启国债交易提供契机，增量经济支持举措有望出台。

国泰海通证券看好新兴科技、周期金融以及港股市场反弹。新兴科技包括新技术趋势与消费需求，以及 AI 应用侧的机会。周期金融和高分红领域其推荐关注券商、保险、银行以及运营商，其认为低估值的中字头公司或将迎来反弹。另外，包括化工、有色、地产在内的“反内卷”领域有望逐步改善通缩预期，看好供需格局改善的周期品。

长城证券认为，9月国内外政策端变数可能较多，其中国内科技板块的支撑因素较多，推荐关注算力、人工智能、消费电子、国产替代等重点方向。与此同时，新消费、创新药以及部分周期行业在短期波动后仍存在比较明确的向上逻辑和政策加持。大金融板块在市场情绪高昂时点仍具有配置价值。

中银证券同样推荐关注科技板块，并倾向大盘成长为代表的科技核心资产。其认为，近期A股在科技核心资产的带领下持续走强。展望后市，其认为在经济预期修复、资金持续流入及政策红利释放的背景下，市场中期慢牛逻辑尚未改变。

国盛证券表示，近期市场做多情绪升至高位，短期波动或有放大。8月科技行业的成交占比一枝独秀，而目前部分资金已经开始尝试高低轮动。除了AI主线以外，国盛证券推荐兼顾创新药、固态电池、军工以及包括有色、钢铁、煤炭在内的反内卷细分方向。此外，考虑短期催化因素，推荐关注消费电子、军工以及国产替代相关的半导体、信创行业。

一名券商资深投顾向时代周报记者表示，从时间节点来看，9月市场投资者需要关注美联储降息对于行业板块的影响，如近期表现较好的有色金属，航空，造纸等行业。与此同时，临近国庆长假，旅游板块可能也有机会。从行业板块来看，科技板块受到苹果华为等厂家发布新品影响，消费电子板块有望获得市场关注。在反内卷政策影响下，光伏，工业母机等板块逐渐在行业内部整合，有望实现业绩企稳。

上述人士认为，9月市场将维持震荡整理格局，板块轮动将更加明显，同时市场分化也将加剧，其中前期被低估的蓝筹股有望逐渐走强。

9，华泰证券：看好券商板块估值修复机会

华泰证券表示，上市券商/大型券商 25H1 归母净利润同比+65%/+64%。大券商中报关注三大主线，

- 1、扩表：Q2 资产扩张延续，驱动力从金融投资转为客户资金。
- 2、业务强修复：投资、经纪驱动增长，股债普遍加仓，OCI 贡献度提升；投行低位复苏。
- 3、国际化：扩张提速，子公司净利润提升。

年初以来权益市场持续向上，但券商指数修复不及大盘（YTD 券商 12.45%VS 上证 15.63%），大券商估值仍处于历史中低位，当前 PBLF 均值 1.61x，处于 2014 年以来 44%分位。

展望全年，资本市场迎来稳步向上新周期，券商面临的经营环境、市场容量不同以往，业绩持续性增强，我们看好券商板块估值修复机会。

10，拟降费！证监会发布利好

9月5日晚，中国证监会对《开放式证券投资基金销售费用管理规定》进行了修订，并更名

为《公开募集证券投资基金销售费用管理规定》，并向社会公开征求意见。具体来看，此次修订共有四大亮点：

第一个亮点，降费力度大，实实在在让利投资者

本次降费，将股票型基金的认购费率、申购费率上限由 1.2%、1.5%，调降至 0.8%；将混合型基金的认购费率、申购费率上限由 1.2%、1.5%，调降至 0.5%；将债券型基金的认购费率、申购费率上限由 0.6%、0.8%，调降至 0.3%。将股票型基金和混合型基金的销售服务费率上限由 0.6%/年，调降至 0.4%/年；将指数型基金和债券型基金的销售服务费率上限由 0.4%/年，调降至 0.2%/年；将货币市场基金的销售服务费率上限由 0.25%/年，调降至 0.15%/年。以近三年平均数据测算，第三阶段基金销售费用改革将整体降费约 300 亿元，降幅约为 34%。

第二个亮点，约束短期行为，优化赎回费制度安排

一方面，将现行“赎回费部分归基金资产所有，部分归基金销售机构所有”的制度安排，优化为“赎回费全部归基金财产所有”，引导基金销售机构通过提供持续性服务，由赚取“流量”收入向赚取“保有”收入转变。另一方面，统一赎回费收取标准，明确除交易型开放式指数基金(ETF)、同业存单基金、货币市场基金以及中国证监会认可的其他基金除外，各类基金及其份额均按相同标准收取赎回费，鼓励投资者长期持有。

第三个亮点，监管导向明确，聚焦个人客户服务和权益类基金发展

降低客户维护费占管理费的分成比例，不涉及对投资者实质让利，但对基金销售机构的销售行为影响较大。现行规定要求向个人投资者销售的客户维护费占管理费比例不得超过 50%，机构投资者不超过 30%。修改后，对向个人投资者销售的比例要求不变，鼓励基金销售机构持续做好个人投资者服务；对向机构投资者销售则进行区别安排，若对机构销售权益类基金，依旧维持 30%，若销售非权益类基金，上限将由 30%下降到 15%，鼓励基金销售机构大力发展权益类基金。

第四个亮点，搭建行业平台，发展壮大直销渠道

中国证监会指导中国结算搭建公募基金行业机构投资者直销服务平台（FISP 平台），通过制定统一业务标准、对接多元主体、汇集行业直销力量，为各类机构投资者投资公募基金提供了集中式、标准化、自动化的“一站式”全流程数据信息交互服务，可以有效解决公募基金行业传统直销业务运营成本高、效率低、风险大等问题。据了解，该平台在开始阶段可以免费使用。2023 年 7 月，证监会发布《公募基金行业费率改革工作方案》，提出按照“基金管理人—证券公司—基金销售机构”的实施路径分阶段推进公募基金费率改革工作：

第一阶段，主要降低主动权益类公募基金产品的管理费率、托管费率，由 1.5%、0.25%统一下调至 1.2%、0.2%以下，每年为投资者让利约 140 亿元。

第二阶段，主要调降基金股票交易佣金费率，降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限，被动股票型基金产品交易佣金费率不得超过 0.26%，其他类型则不得超过 0.52%，每年为投资者让利约 68 亿元。

第三阶段，主要调降认申购费等销售环节费率，每年为投资者让利约 300 亿元。

三个阶段，累计每年向投资者让利约 510 亿元，超额完成降费目标，显著降低投资者投资成

本，行业综合竞争力不断增强。证监会表示，公募基金行业费率改革的平稳落地，标志着我国公募基金行业迈向高质量发展新阶段，意义重大。此次修订是分阶段推进费率改革的“最后关键一步”，标志着公募基金行业费率改革顺利进入收官阶段，基金行业向高质量发展又迈出“坚实一步”。

11，券商分仓佣金排行榜来了！行业下滑超 30%， “黑马” 却暴增 21 倍

中报季结束，备受市场关注的券商分仓佣金数据也整体出炉！

虽然市场成交日渐活跃，但是受去年 7 月 1 日开始实施的《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》（下称“佣金新规”）影响，券商分仓佣金整体下滑明显。Wind 数据显示，2025 年上半年券商分仓佣金收入为 44.58 亿元，同比下滑超过 30%。

从行业头部来看，排名行业前十的券商地位基本稳固，整体变化不大，也侧面反映了行业的“马太效应”越来越明显，前十家券商合计占据 48.11% 的市场份额。中信证券以 3.47 亿元的分仓佣金收入，稳居第一；合并后的国泰海通紧随其后，上半年分仓佣金收入达到 2.83 亿元；广发证券和长江证券上半年总佣金分别为 2.51 亿元、2.30 亿元，排名第三、第四；华泰证券以 2.22 亿元排名第五。国联民生、浙商证券、中信建投、兴业证券和申万宏源排名第六至第十。

与此同时，华源证券、华福证券等实现了逆势增长，中小型券商对于研究业务的“野心”仍然值得关注。

行业头部地位稳固

随着行业日渐成熟，头部券商的竞争优势也愈加稳固，这点在分仓佣金上也能得到充分体现，佣金席位占比前 10 的券商累计市场份额高达 48.11%，累计分仓佣金金额为 21.52 亿元。

其中，中信证券以 3.47 亿元的分仓佣金收入，稳居第一；合并后的国泰海通紧随其后，上半年分仓佣金收入达到 2.83 亿元；广发证券和长江证券上半年总佣金分别为 2.51 亿元、2.30 亿元，排名第三、第四；华泰证券以 2.22 亿元排名第五。国联民生、浙商证券、中信建投、兴业证券和申万宏源排名第六至第十。这些数据都是根据 Wind 提供的汇总统计已合并券商数据。

浙商证券和申万宏源在前十券商中进步比较显著，浙商证券从去年底的第十变成了第七。申万宏源则是唯一一家新进入前十的券商，排名行业第十。

申万宏源告诉券商中国记者，面对公募降佣、行业整合、AI 赋能等诸多挑战，申万宏源深耕研究本职，丰富研究的广度深度，努力让研究回归本源。通过机构业务委员会统筹协调证券公司整体资源的功能，积极协同机构条线为客户提供研究+业务一揽子综合金融服务，推动研究价值的跨业务转化，精准服务客户投资决策；同时，持续构建并完善行业独有的“投研+产研+政研”一体化体系，实现了从政策解读到产业落地再到投资策略的闭环。

如果详细拆分数据，会发现头部券商各有所长。国泰海通在证券交易总额、债券和回购交易

方面排名第一，是唯一一家证券交易金额突破 10 万亿元的券商；中信证券在股票和基金交易方面排名第一。华泰证券在股票交易方面排名第三，仅次于中信和国泰海通。

分模式看，交易单元席位租赁收入中，中信证券和国泰海通展现了明显的强势地位。两家公司上半年在相关业务上分别实现了 2.62 亿元和 2.58 亿元的总佣金，是唯二市场份额超过 6% 的券商，形成了明显的双强格局。

行业整体下滑明显

2024 年 7 月 1 日起，《公开募集证券投资基金证券交易费用管理规定》正式实施生效。这意味着，公募交易佣金率标准将统一按照 4 月 30 日监管下发的降佣标准执行：即被动股票型基金产品交易佣金费率不得超过万分之 2.62；其他类型则不得超过万分之 5.24。根据当时中金非银及金融科技团队测算，预计交易佣金费率将下降 40%。

从后续的市场情况看，当时的预测并不是危言耸听，虽然 2025 年上半年市场交易日益活跃，但即便是头部券商，分仓佣金下滑也非常显著。

前十的券商中，中信建投上半年的分仓佣金收入同比下滑了 53.70%，国泰海通则下滑了 41.94%。广发证券、中信证券和长江证券分别下滑了 35.34%、33.52% 和 30.16%。前十名券商中，分仓佣金下滑较少的是浙商证券和申万宏源，上半年分仓佣金收入分别为 1.65 亿元、1.52 亿元，同比下降 6.07%、9.42%。

以分仓佣金收入前 30 名的券商来看，28 家券商分仓佣金同比下滑。其中，国投证券、光大证券、方正证券、东北证券、中信建投同比下滑都超过 50%。

不过，也有不少券商扛住了行业整体下行，甚至实现了逆势增长。申万宏源、浙商证券、国海证券、中金公司同比下滑的幅度都在 10% 以内。华福证券和华源证券则实现了逆势增长。其中，华源证券上半年同比增长 2163.26%，华福证券则是增长了 321.34%。华福证券告诉券商中国记者，研究所建立了总量及资产配置、消费升级、医疗健康、智能制造、前沿科技、能源&新材料等六大研究中心，以“老带新”模式培养人才，经验丰富的首席分析师传帮带年轻分析师，形成“经验+创新”的互补优势，各团队紧密协作，敢拼敢闯。同时，研究所聚焦“硬核研究+产业协同”，以“硬核研究”为根基，通过深度、前瞻的研究为客户提供专业分析；并通过“产业协同”，构建差异化研究框架。

不过，两家券商的分仓佣金规模都还不小。华福证券上半年实现了 8683.08 万元的分仓佣金收入，华源证券则实现了 4820.27 万元的佣金分仓收入。

券结模式成布局重点

对于券商等代销机构而言，佣金新规生效后，无效的代销渠道与券商席位将被基金管理人清理，保留更为符合双方要求和客群匹配的代销机构；券商与基金管理人重新签署或者补充相关交易席位协议，在清理无效席位的同时，对券商研究咨询服务也提出了新的要求。

在产品端，券商结算模式受到更多欢迎，券商可通过持续提升综合服务能力，带动更多权益类产品选择券结模式，弥补分配比例上限带来的影响。

2025 年的数据来看，券商交易模式产生的佣金占总佣金的 12.44%，虽然总体占佣金比例不

高，却是近年来券商积极布局的交易模式。

该模式下，中信证券优势明显，上半年券结模式下的总佣金为 8471.39 万元，佣金席位占比高达 15.22%。另外几家领先的券商则是广发证券、国信证券、兴业证券和国泰海通，总佣金分别为 4417.48 万元、3424.43 万元、3144.05 万元和 2878.18 万元。

“券结模式的优势主要体现在代销能力强和产品布局领先。”有券商业内人士告诉券商中国记者。

核心产品成为券结模式中券商布局的重要抓手。以中信证券为例，博道基金、睿远基金等新锐基金旗下的明星产品贡献了大部分佣金。比如，博道远航上半年为中信证券贡献了 1249.57 万元的佣金，睿远成长价值则贡献了 743.70 万元。此外，睿远均衡价值三年也贡献了 625.79 万元。

12，2025 年 9 月 5 日晚间，同花顺发布关于控股股东、持股 5%以上股东减持股份预披露的公告

公告显示，控股股东易峥与持股 5%以上股东杭州凯士顺科技有限公司计划合计减持公司股份不超过 138.31 万股，占公司总股本的 0.26%。其中，易峥拟减持 68.4 万股，占总股本的 0.13%，凯士顺拟减持不超过 69.91 万股，占总股本的 0.13%。

减持期间为自公告发布之日起 15 个交易日后的三个月内，即 2025 年 9 月 29 日至 2025 年 12 月 28 日，减持方式为集中竞价交易或大宗交易方式，减持价格区间将根据市场价格确定。

易峥此次拟减持的股份来源于 2022 年 4 月 28 日通过集中竞价交易方式增持的股份，此次减持是对既定目标的落实，同时也是为了优化个人资源配置等。凯士顺减持目的是满足自身资金需求。

过去几年里，同花顺有股东增持的情况。

2022 年 4 月 28 日，公司控股股东、实际控制人、董事长及总经理易峥基于对公司未来发展的信心及公司长期投资价值的认可，通过集中竞价交易方式增持公司股票 68.4 万股，占公司总股本的 0.13%，增持金额为 5009.90 万元。此次增持计划已在 2022 年完成。

13，张忆东关键时刻再发声：没有结束，A 股和港股将迎来“超级长牛”，港股年内高点大约在深秋！

9 月 4 日，市场大幅震荡，AI 等热门股出现调整，A 股港股几大股指也有不小的跌幅，上证下跌 1.25%至 3765.88 点，中证 A500 下跌了 2.47%，港股恒生指数下跌了 1.12%；一时间开始有恐慌情绪出现，是不是市场变盘？

兴业证券全球首席策略分析师张忆东，在今天这个关键时刻再次发声，他在一场对话中，高

屋建瓴地给出了答案，清晰地勾勒了当前和未来中国权益市场的发展逻辑和脉络方向。

投资报数据显示，张忆东已在证券分析行业深耕 20 余多年，先后 11 次获得新财富卖方分析师评选第一名；并且是 A 股策略与港股策略的双料第一，2023 年更是成为了中国总量研究领域首位新财富钻石分析师。从去年以来，张忆东就率先吹响了港股、A 股牛市号角，并在 2004 年底发声，认为 2025 年牛市有望进入主升浪阶段，年内高点在下半年。之后在关税战等多个关键时间点，张忆东都旗帜鲜明地亮出他的观点，事后都一一验证。

在今天的对话中，张忆东认为，A 股和港股将迎来一波“超级长牛”，而这波长牛或能持续二十多年。核心逻辑是资本市场将替代房地产发挥资源配置的核心枢纽作用，推动社会财富从低效资产向科技、新消费等新质生产力领域转移。

他强调，“有形的手”将发挥关键作用，避免市场大起大落，推动市场稳健上行。对于港股，张忆东认为，今年港股年内的高点绝对不是在上半年，年内的高点我们认为大约在深秋。

九月下旬开始，随着美联储的降息，港股有望震荡向上，逐级上升。可能 11 月前后，恒指有望上 28000，而恒生科技指数有望到 6000-6200 左右的区间。从现在到年底，港股会跑赢全球，比美股甚至比 A 股弹性空间会更大。

在具体机会上，张忆东明确指出，港股互联网一定是被错杀了，此前被外资持续做空，“港股卖空成交占比”到 8 月底，这个数值已经超过了 20%，历史上超过 20% 的时间并不长，都是比较短暂的，每一次当外资对中国做空到了一个极端值的时候，肯定是一个机会而不是风险。这是一个重要的有前瞻性指导的指标，代表着外资对于互联网的理解过度悲观了。

此外，还有新消费、创新药、红利资产以及反内卷受益的化工、有色等行业。

对话精华：A 股和港股都将走出超级长牛

主持人：第一个问题，忆东总你也曾提到说港股将走出超级长牛，请问这一判断的主要依据是什么呢？

张忆东：我想从两个维度来跟大家分享吧。首先，我们来说一说中国权益资产的超级长牛，包括 A 股，也包括港股，可能都会走出一个长达二十多年的超级长牛。

因为这是一个大的宏观叙事，最重大的宏观叙事，其实是我们的经济增长方式，由于中国经济增长方式的转变，带来了中国权益资产的黄金发展期。从 1990 年代一直到 2023 年，总体来说是旧动能的一个扩张。

而中国旧动能是什么？是一个债务扩张型的增长方式，相对粗放的增长方式。我们可以看到，中国的三张表，居民部门、企业部门和政府部门的三张资产负债表，经过了二、三十年的扩张，都出现了债务率有些偏高的尴尬状态。最关键的是你每增加一分的债务，对 GDP 的拉动效应就越弱。这个时候，中国经济要转型为高质量发展，要转型为科技创新驱动的国家，我们就需要把目光放在直接融资上，利用资本市场赋能。

过去 30 年，我们的重点是债务扩张来驱动 GDP，但是这个效果靠“铁公鸡”，靠原来的房地产这种旧的增长动能，它效率越来越低了。因为整个基础也高了，所以它更多是兜底的作用，无论是雅鲁藏布江这种项目，还是未来可能发展西部，发展新疆等等，这些都是可为的，但它更多是一种兜底，是保证我们经济可持续的方式。但是高质量发展、有效率的发展，一定是要换增长方式。

这轮长牛目标二、三十年 资本市场起到核心作用盘活资产

未来 20 年甚至更长的时间，资本市场起到的作用就是盘活资产。通过资产的盘活、效率的提升，来为中国的科技、新消费，以及我们传统成熟行业的核心资产进行全球扩张，成为全球最有竞争力的公司而努力。

过去，房地产起到牵一发而动全身的枢纽作用，它成为了中国的货币扩张、货币信用创造的一个核心的渠道。那么现在高质量发展的时代，要盘活资产，资本市场就起到了牵一发而动全身的作用，中国改革开放 40 年积累的社会财富，现在基本上都堆积在一些低效，甚至是避险的资产里面，要通过资本市场把这些财富从低效的领域，发挥到一个高效的领域，投入产出比更高的领域——科技、硬科技、高科技，以及新消费这些新质生产力上面，驱动整个资本市场和实体经济高质量发展的良性循环。

所以你这样来理解，你就能知道，面临这样大一个浪潮，港股，还有 A 股，都会走出一个超级长牛。而这个长牛我们觉得小目标可能是二、三十年，为什么是二、三十年？

我们要知道有一个重要的事件，就是到本世纪中叶，完成中国式现代化。中国式现代化分两步走，第一步从 2020 年到 2035 年，注意这个时间节点，2020 年是中国新旧动能开始转换，我们开始感受到了痛，感受到旧动能退坡的痛，新动能还没有脱颖而出。

但是现在不一样了，现在可以说，随着今年年初从 DeepSeek，从六代机，从创新药，从机器人，方方面面我们的科技有了全面的提升。特别是 5 月 7 号印巴冲突之后，到 9 月 3 号阅兵式，我们看到中国军工科技的崛起，甚至是全球领先，让我们看到新动能如雨后春笋般开始兴起了。

中国式现代化已经在路上，而且我们走出了新旧动能切换的震动期，经济开始企稳。从 2020 年到 2035 年是中国式现代化的第一步，基本实现社会主义的现代化；在经济、科技、文化、生态各个领域取得重大进展，我们要跻身创新型国家前列。所以这一切的一切，都是一个时代的红利，要拥抱这个时代的红利。

因为无论是股市还是楼市，它其实只是个载体，时势造英雄，现在中国经济的发展模式，刚刚好是资本市场起到最重要的作用，起到牵一发而动全身的枢纽作用。它能够盘活我们的社会财富，盘活我们资产负债表的资产端，发挥效益。

简单举个例子，以居民的财富为例，截止到今年 6 月底，中国的居民储蓄存款高达 162 万亿，再加上 30 多万亿的银行理财，再有大量的保险、社保、养老这些堆积在固收类的资产里的社会财富，简单地来算一算，肯定是超过 200 多万亿。

所以，这 200 多万亿怎么来给它盘活？这块资产应该积极地去布局到 A 股，布局到港股，通过资本市场发挥更好的资源配置效率，进而形成对于社会财富的财富效应，“寒王们”是个时代标杆资产端扩张化解对债务的忧虑很多人质疑说我们的国产算力，所谓的“寒王们”太贵了，这一点我们要以发展的眼光来看问题。

它其实是标杆的作用，就好比说在当年的改革开放初期，傻子瓜子这样的标杆，或者是在房地产时代，一线城市的房价持续飙升，对于全社会的房地产拉动作用。进而对于我国经济有方方面面的推动作用，这是一个引领的作用，它的上涨，其实是一个时代造就的，而不是用一个静态的视角来算短期的 EPS、短期的 PE，应该是从社会怎么发展的角度来看待。

这一次无论是北交所、科创板，还是说主板里的一些科技公司，特别是跟这一轮 AI 浪潮相对应的中国的这些好公司，它出现戴维斯双击，业绩跟估值都是开始向上走。

但我并不是建议大家去无脑追高，我只是说这个现象背后它是有时代意义的，由于资本市场吸引眼球的这种财富效应，让企业家愿意进行风险投资，愿意做天使投资人，去投入到跟半导体、机器人、创新药以及这种低空经济或者 AI 相关的科技领域，形成“星星之火，可以燎原”的局面，资本市场去帮助社会财富进行优化资源配置。

同时，老百姓通过参与这个资本市场，特别是通过比如像今年买基金，基本上都是超越了指数的表现，他的财富效应改善了以后，风险偏好也会提升，整个居民部门的边际消费倾向也会提升。

这就是为什么我们判断是一波超级长牛，这个超级长牛叫做“时势造英雄”，未来可能二十多年间，我们就是高质量发展，是一个通过资本市场去优化资源配置，盘活我们政府的资产负债表，居民的资产负债表，企业的资产负债表。

其实，这是用一个资产端的扩张来化解我们对债务的忧虑，资产扩张了，资产负债率自然就下来了。对负债的恐慌，才有一个彻底的有效的下降。

这是我讲的第一点，一个时代的红利。

市场远没有结束国家力量有形的手引领市场

第二点我们来讲，这一次跟以前最大的不同，就是国家的力量、有形的手在引领。我们回顾一下，2023 年 10 月底召开了金融工作会议，明确提出“我们要坚定不移地走中国特色金融发展之路，本质上不同于西方金融模式。”

西方金融模式是什么？是市场化，是一个纯粹、绝对的市场化。而且说白了就是唯利是图，就是利益导向。而我们考虑的不是中短期的利益，中国特色金融发展之路，本质上就是政治性、人民性、功能性，是有形的手在引领，对于资本市场的要求，是要统筹有效的市场和有为的政府之间的关系，吸取 2015 年疯牛的教训，那波疯牛，最终一地鸡毛，资本市场并没有起到对于实体经济的正反馈，反而国家要另外拿出大量的资源来救市，这是非常糟糕的，是一个沉痛的教训。

所以，这个时候大家千万不要还留有原来的疯牛、快牛这种期望，这不可能，这次一定是一个长牛。

那这样一个长牛，走法比较像 1998 年-2020 年的房地产。走快了，短期热度高了，政策会来调控，有形的手来压一压。冷了以后，政策的手赶紧托一托，如此震荡前行，所以，我把这一次有形的手主导下的中国股市，无论 A 股还是港股的长牛，我给它形象地比喻为“小白兔式”长牛，就是龟兔赛跑里乌龟和小白兔不同的赛跑方式，什么叫“小白兔式”的长牛呢？你要知道龟兔赛跑的时候，小白兔猛冲一把，快速跑，跑了以后睡一觉，开始调整，睡完以后精神抖擞，再冲再睡觉，再冲再睡觉。我们是这样一个模式。

我们的资本市场由于缺乏市场化的丰富强大的做空机制，所以一旦情绪来了，一定会一哄而上，有非常强的羊群效应。再加上我们现在又有了高频量化的主体，而且高频量化的影响力越来越大，所以，它走得会很快。走得快了，没问题，有形的手就会做调控，不外乎就是水多了加面，面多了加水。

现在整个良性循环，长线资金入市，存款搬家，已经有了一些方兴未艾的势头。也是刚开始，现在还比较健康。这一次中国式的“小白兔式”长牛，是一个伴随着阶段性的快涨和阶段性的调整，拾级而上的一个长牛。因为这就是中国的国情，整个的中国资本市场缺乏做空机制。

很多人因为前面涨得快了，然后就焦急得不得了，觉得说我再不进去，马上牛市就结束了。我说牛市远没有结束，这种牛市可能是一轮 20 年的牛市，这个时候有什么好担心呢？

这个时候就要更多地关注资产本身，而不是整天一涨就怕踏空，一跌就怕套牢。这就不是从本质上来理解我们这轮长牛。短期港股补涨动力足中长期坚定看多港股第二个层面，我们再分享一下香港市场本身的逻辑。

刚才讲的是个大的，适合 A 股、港股两者超长牛市的逻辑。那么再分析一下香港它本身的一个特色。它特色在哪儿？

第一点，就是拥抱祖国，国家赋能。第二点是什么呢？就是从资金面的角度来说，港股和 A 股一样都将会受益于中国的社会财富，特别是居民财富从避险资产向股票、向权益资产再配置的大潮。

很多投资者老是问我外资什么时候来，好像外资不来，A 股、港股就没有行情一样。这还是一种小国寡民的心态，根本没有想到我们已经是世界第二大经济体了，我们的社会财富在全球都是一个惊人的数量了。

我们积累下来了，只是说现在都堆积在避险资产。那下一步在时代的红利下，在国家政策的引领下，在有形的手的引领下，长线资金入市的堵点已经打通了。后续除了长线资金，除了国家队，除了汇金，保险、社保之外，我们认为“老鼠拉木锨——大头在后面”，整个社会财富的迁徙，居民储蓄搬家，从银行理财，从货基，从固收类的资产，甚至是从保险、这种分红型的资产，向权益资产再配置。我认为这是一个大趋势，是时代大趋势。

第三个方面，港股的生态环境在加速良性循环。优质的民营企业、科技、新消费、创新药，

纷纷到香港上市，给香港市场带来了生机。引导了境内外增量资金持续流入香港市场，包括我们认为对中国理解比较正确的外资，从今年上半年开始，先知先觉的主动管理型外资已经开始布局，我们认为假以时日，随着中国长牛的赚钱效应持续，中东的钱，欧洲的钱都会回来，以及美国的对冲基金，我认为也会过来，这个是生态环境形成一个良性循环。

第四点，这轮港股长牛的一个重要的特色，就是港股的底层投资逻辑从外资主导的离岸市场化转向泛中资，泛中资主导的在岸市场化。那离岸市场和在岸市场有什么区别呢？离岸市场通常都是外围的，都不是自己核心布局的市场，没有把港股当做主战场。在岸市场不一样，在岸市场对于优质公司有长期的判断，有长期的拥抱。我们认为这一次港股市场投资逻辑的转变，就是从一个离岸市场转向一个在岸市场。它整个投资风格也发生变化。

原来就是 **deep value**，围绕着确定性给溢价，所以红利这种深度价值的资产机会也比较大。但是，现在投资风格多元化，科技、新消费、创新药为代表的这种成长性资产，它也会给予成长溢价，高增长给高估值。这个是我想讲的港股的超级长牛，以及超级长牛的几大特征。

互联网被做空错杀九月上旬是逢低布局时机

主持人：接下来投资者可能也很关注具体板块的投资机会，您怎么看？

张忆东：我先讲互联网，我认为港股互联网一定是被错杀了，有些时候投资需要看长，要淡化短期精准的数据，而强化长期模糊的正确。因为有时候短期的数据它其实是噪音，就好比现在香港的互联网被外资持续在做空，特别是七月份、八月份，空阿里巴巴，空美团，空京东，因为他们三家进行的即时零售的内卷“价格战”，但是“城门失火殃及池鱼”，它整个的是空恒生科技，以至于业绩超预期的“腾讯们”，估值和股价也是被压制，而且这一块有点反应过度。

有一个指标叫“港股卖空成交占比”，就是做空的金额比上当天总的成交金额的比例，历史上来看，它的中枢是 **15%**，但是到了八月底，这个数值已经超过了 **20%**。历史上超过 **20%** 的时间并不长，都是比较短暂的，每一次当外资对中国做空到了一个极端值的时候，肯定是一个机会而不是风险。

因为风险已经极端地释放了，就算后面内卷还在继续，它已经反映在股价里面了。这是一个重要的有前瞻性指导的指标，也就是说代表着外资对于互联网的理解过度悲观了。我们再看

第二点，不能只是看指标，刻舟求剑，我们看逻辑，从逻辑角度来说，8月29号和8月27号的两个业绩会非常有代表性。27号是美团，美团的意思说我不怕打，人家打我就奉陪到底，他其实是被动的，潜台词也可以理解说如果别人不打了，我也不会再继续卷了，我是被动的，所以主动权是在阿里那边，而8月29号，阿里的意思说我并不想做外卖老大，我已经达到了我的目标，我已经通过以打代练，我把我的业务整合了，我把我的电商，盒马、高德、飞猪，把整个生态整合了，通过这一次练了兵，把机制打通了。

过去四、五年在防止资本无序扩张的压力下，整个互联网的巨头们其实整体来说是在一个治理的过程。在治理过程中间，对于阿里而言，各个业务链的整合相对零散，甚至是各自为政，各自为战。但是经过了这次，重新回归到了阿里的核心圈。它引领了这一次的即时零售大战，其实是把整个阿里的业务整合了，这个目标基本达成。

再加上现在中国方方面面都要讲政治，包括资本市场，特别是从 2021 年开始，最近监管在对三大巨头进行约谈，希望他们不要卷这种低效的外卖价格战，而更多的要去向上卷科技的星辰大海，向外卷增量的蓝海市场，为全世界服务。

所以这一次阿里 8 月 29 号业绩会，让我们看到科技对于阿里产业的赋能，在未来将会成为整个互联网叙事的重点，互联网的叙事在今年四季度开始，将会从外卖内卷这种比较 low 的偏空的叙事，变成像美股的微软、谷歌、meta、苹果那种科技赋能、科技成长、AI 赋能的宏大叙事。

所以，我们认为互联网现在的基本面逻辑，正在悄然地反转。考虑到 10 月 15 号，修订后的《中华人民共和国反不正当竞争法》也将正式实施，修订内容主要是去限制互联网平台的无序内卷，所以对于整个互联网的基本面，四季度开始有望反转。

为什么是四季度？因为 7、8 月份已经既成事实了；特别是 7 月份，7 月份内卷对基本面的影响，其实比六月份还要凶。而 8 月份比 6、7 月份内卷对于业绩的影响，已经是边际弱化了。但是从业绩的角度来说，很可能三季报对于三大巨头而言，依然是偏糟糕的。

但是，大家要用成长的角度来看，因为它的估值已经反映了这种比较悲观的盈利预测了，所以业绩出来也不过是老利空，估计没什么大的影响。从未来中长期的角度来说，要给它一个成长性溢价。这是第二点，从基本面角度来讲互联网。

第三点，对于互联网而言，除了外卖这三家以外，其他的业绩还是可以的，特别是像以腾讯快手为代表，也包括美图，这些公司 AI 对他们正面的提质增效在上半年已经发生了。所以，我们认为，现在特别是 9 月上旬依然是为中长期，逢低布局互联网的好时机。

四季度人民币有望升值港股年内高点大约在深秋那为什么是 9 月上旬？因为 9 月 18 号美联储议息会议会后有一个发布会，美联储议息会议大概率会降息。整个香港的流动性，也将会有一个明显的转好。

而过去的几个月，特别是七月份、八月份，香港金管局不断回收流动性，因为要维护香港联系汇率制度，回收流动性的结果，让香港银行间的资金利率从零左右上升到 3% 左右，这可以理解为阶段性的流动性冲击，有点像我们 2023 年的钱荒，只是冲击力没有那么大，但是可以理解为它是个流动性冲击。

以至于说外资在外卖内卷的这种趋势下，它进一步做空了互联网。但是后续伴随着美联储的降息，香港也会降息，那么香港的流动性环境将显著转好。而且四季度我们认为，人民币将会对于美元升值，有望到 7 左右。其实港股也都是人民币资产，那么人民币资产的吸引力会进一步提升，所以我们认为，在四季度将会看到内外资的共振，推动互联网的向上。

而且外资的行为会分两步走。第一步是 **shot cover**，就是它一堆空单将会平仓，平仓带来港股的飙升，这是港股行情的一大魅力。从现在做空互联网的压力，后面变成逼空的动力。

第二步，就是随着人民币对于美元的升值，将会有外资，特别是刚才讲的非美国的一些长线

资金，包括美国、欧洲在内的对冲基金，将会主动地加多仓，主动增持，买入港股。因为互联网是香港的第一大权重板块，一旦配指数，或者做一些量化交易，那自然互联网是最大受益者。

所以，我们倾向于说互联网某种意义上左右了港股的指数。你看港股，无论是恒指还是恒科，一季度是全球最强的，二季度开始就落后了，其实就是因为互联网，因为它被做空，因为外卖内卷，以及香港本身资金面的一个冲击，但是，这些不利因素都已经接近尾声，基本上利空出尽。

现在就是港股蓄势待发，互联网的深蹲基本结束，后面有希望起跳。所以，我们认为今年港股年内的高点绝对不是在上半年，年内的高点我们认为大约在深秋。

往后面来看，九月下旬开始，我们认为随着美联储的降息，港股有望震荡向上，逐级上升，开始走一个稳健的慢牛。可能 11 月前后，恒指有望上 28000，而恒科有望在 6000-6200 左右的区间。

我们还认为今年从现在到年底，港股会跑赢全世界，比美股甚至比 A 股弹性空间会更大。这个长期过程中间，A 股和港股你发现是“你方唱罢我登场”，你涨多了歇一歇，我来接着涨，接过接力棒，然后我涨多了，我再歇一歇，你这边再接着涨。

创新药兼具消费和科技行情依然维持战略看多新消费、创新药以及 AI 都是战略性资产。对于创新药，我可能认为比新消费的爆发力还要强，因为创新药它是兼具了消费和科技。如果新消费只是低基数的服务型消费和竞争性消费的爆发，那么创新药它不单单是出海的逻辑，不单单是人口老龄化的消费逻辑，更加关注的是科技逻辑。

你看为什么现在连新加坡的主权基金，最近这几个月一直在扫货我们的港股创新药？外资他们都很苛刻，对中国经济其实并不乐观，但是为什么他们愿意扫货这种静态估值很贵的创新药呢？本质上其实是看到基本面中长期反转的逻辑，反转的逻辑核心就是科技的逻辑。我们的创新药是从量变到了质变，渐渐地从原来的仿制的、跟跑的，开始到了引领者、领跑者。所以各种的 BD 项目，今年 9 月份以后，可能是多点开发，应接不暇。再加上今年 9 月份之后的创新药大会，会让我们看到中国很多创新药的数据，值得期待。

再加上国内政策面，下半年医保目录的调整和商保政策的推进，也是一个重要的催化剂。所以说这一次，中国创新药的崛起，其实它有战略意义的。还有一个数字值得关注，就是我们全球出口份额的占比，历史上全球药物出口有三大块，一是欧洲，二是印度，三是美国，中国更多是仿制，但是现在中国创新药开始实现质变，我们要开始卷全世界，以科技赋能来去扫全世界。

红利资产仍有吸引力反内卷利好化工、有色等但是除了这些以外，价值股依然是在“中特估”的伟大进程中，因为现在港股的价值股依然是很便宜，整个港股通高股息指数的股息率，依然是高达 6% 多。对内资来说，配香港的高股息资产，依然有极大的吸引力。化工和有色，有色里高度关注的一个是黄金。

伴随着美联储的降息，四季度我认为黄金股，特别是港股的黄金依然是有指数型的行情。还

有像稀土、像钨，一些战略性的小金属也是反转型的逻辑，而且稀土、钨某种程度上应该把它们逐步从价值股的范畴向成长股的逻辑进行抬升，根据稀土资源涉及到的国家安全、全球供应链的安全，进行资产重估的价值，对应它现在的市值，目前的稀土绝对还是一个价值股，甚至是一个 deep value 的价值股，未来空间巨大。

我们看中国的稀土，也有个参照物，可以参照美国那几家稀土，整个的资产比我们差多了，但是估值跟我们相比，简直是市梦率的稀土股。所以，我们总体觉得有色要重点关注。

当然除了黄金和稀土，以及国家战略的小金属之外，铜、铝我们认为也会有一定的机会。化工是反内卷最受益的板块之一，明后年，甚至有可能今年 9 月份以后，一些并购重组将会兴起，并购重组的兴起，让场内的优质公司去收场外的资产，形成快速的行业竞争格局改善，形成行情持续。

除此之外，可能新能源，建材，包括钢铁，其实都有利用资本市场给反内卷赋能，带来行业竞争格局的改善，带来强者恒强，赢家通吃的逻辑。所以，这也是固收+或者说红利资产要关注的领域，还有非银、券商、保险，我们认为可能 9 月份逢震荡时，无论是 A 股还是港股，都是值得关注。而港股非银又多了一些，比如说数字资产、稳定币这一块，可能相对的性价比会更高一些。

14，根据近期政策动态和行业分析，当前重点推进“反内卷”的九大行业主要包括以下领域（按政策关注度和行业特征分类）：

1. 新能源汽车行业价格战激烈，车企通过降价抢占市场份额，导致利润率持续下滑。政策要求规范竞争秩序，推动技术升级。
2. 光伏产业产能过剩严重，组件价格腰斩，行业通过集体减产和自律文件应对无序竞争。
3. 锂电池行业同质化竞争加剧，企业缩减产能并终止低效项目，政策引导淘汰落后产能。
4. 钢铁行业虽部分领域产能过剩，但工业材需求稳定，政策强调优化结构而非简单去产能。
5. 水泥行业价格战导致利润压缩，行业协会发布自律文件推动高质量发展。
6. 建材与家居房地产下行拖累需求，企业陷入低价竞争，需淘汰落后产能。
7. 消费电子（如家电）需求疲软叠加电商低价促销，行业利润率承压，政策鼓励创新突破。
8. 快递与外卖行业价格战导致企业增收不增利，市场监管总局约谈平台规范竞争。
9. 生猪养殖产能过剩引发价格波动，农业农村部推动淘汰近百万头能繁母猪。

政策核心：通过法治化手段治理低价无序竞争、淘汰落后产能，同时推动行业向高质量发展转型。需注意，不同行业“反内卷”侧重不同，部分领域（如新能源）更强调技术创新，而传统行业（如钢铁）则需平衡产能与需求。

15，特变电工-600089-2025 年中报点评：中标沙特电力公司 164 亿元合同，加快推进煤制气及氧化铝项目建设

事件：公司发布 2025 年中报，2025H1 实现营业总收入 484.01 亿元，同比+1.12%，实现归母净利润 31.84 亿元，同比+5.00%；2025Q2 实现营业总收入 250.18 亿元，实现归母净利润

15.84 亿元，环比-1.03%（均为调整后数据）。

硅料业务收入及盈利持续承压，新能源及火电发电量稳步提升。

（1）2025H1 公司实现多晶硅产量 3.36 万吨，同比减少约 77%，并通过精细管理、工艺优化等措施实现多晶硅在产产能单位生产成本同比下降约 18%，但在多晶硅价格承压背景下公司硅料业务的收入和盈利均阶段性承压。2025H1 公司完成并确认收入的风能及光伏电站建设装机约 1.35GW，逆变器出货量同比亦有所提升。综合来看 2025H1 公司新能源产业及配套工程营业收入同比减少 37.92%至 63.15 亿元，毛利率同比减少 8.41 个 pct 至-3.56%。

（2）公司持续推进新能源电站建设，截至 2025H1 实现并网发电的新能源电站累计装机达到 4.25GW，实现发电量 45.36 亿千瓦时；火电发电量则在 24 年新投产项目带动下稳步提升，2025H1 火电发电量同比增长 26.34%至 104.80 亿千瓦时。2025H1 公司发电业务营业收入同比增长 29.35%至 34.63 亿元，毛利率则在新能源上网电价市场影响下同比减少 8.47 个 pct 至 48.02%。

输变电业务海外斩获大单，加快推进能源和新材料产业新项目建设。

（1）公司输变电业务持续开拓国内外市场，2025H1 国内市场签约金额同比增长 14.08%至 273.34 亿元，国际市场实现签约金额同比增长 65.91%至 11.20 亿美元。截至 2025H1 末，公司输变电国际成套项目正在执行未确认收入合同及待履行合同金额超 50 亿美元。2025 年 8 月 28 日公司成功中标沙特电力公司超高压、高压电力变压器及电抗器的本地化采购项目，中标总金额约 164 亿人民币，执行时间为 7 年，为公司未来输变电海外业务的收入和利润提供有力支撑。

（2）2025H1 公司煤炭销量保持稳定但价格有所下跌，煤炭业务营业收入同比减少 5.37%至 88.32 亿元，毛利率同比减少 4.71 个 pct 至 29.38%。公司正加快推进准东 20 亿立方米/年煤制天然气项目和防城港年产 240 万吨氧化铝项目建设，未来投产后有望贡献新的业绩增量。

维持“买入”评级：公司硅料业务盈利持续承压，我们下调盈利预测，预计公司 25-27 年实现归母净利润 65/76/84 亿元（下调 10%/下调 9%/下调 8%），当前股价对应 25 年 PE 为 11 倍。公司煤炭业务积极开拓疆外市场有望保持稳健业绩贡献，输变电业务则有望在国内电网加大投资力度和海外市场加速扩张背景下贡献新的业绩增量，维持“买入”评级。

16，联创光电：拟与关联方等共同设立资阳商业航天产业运营公司

人民财讯 9 月 5 日电，联创光电(600363)9 月 5 日晚间公告，公司拟与关联方共青城瑞迈投资合伙企业（有限合伙）、非关联方四川小资航旅科技有限公司、非关联方资阳航源智科商业运营管理合伙企业（有限合伙）共同投资设立资阳商业航天产业运营公司（简称“合资公司”）。合资公司拟注册资本为 8000 万元，其中，公司出资 2400 万元，持股 30%。

据 2025 年 9 月 5 日联创光电发布的公告，公司拟与关联方共青城瑞迈投资合伙企业（有限合伙）、非关联方四川小资航旅科技有限公司、非关联方资阳航源智科商业运营管理合伙企业（有限合伙）共同投资设立资阳商业航天产业运营公司，注册资本为 8000 万元。其中，联创光电出资 2400 万元，持股 30%；瑞迈投资出资 1200 万元，持股 15%；航旅科技出资 3200 万元，持股 40%；航源智科出资 1200 万元，持股 15%。以下是各出资主体背后的背景：

- 江西联创光电科技股份有限公司：1999年由原江西省电子工业局改制的江西省电子集团整合旗下部分优质军工资产设立，2001年在上海证券交易所挂牌上市。公司聚焦高科技新兴产业，在高温超导领域拥有全球顶尖的研发团队，是全球唯一的高温超导感应设备供应商。
- 共青城瑞迈投资合伙企业（有限合伙）：注册地址在江西省九江市共青城市基金小镇内，由联创光电实控人伍锐之子伍宇扬、公司现任董事、副总裁邓惠霞以及联创超导首席科学家戴少涛共同出资设立，是专为设立合资公司而新设的核心人员持股平台。
- 四川小资航旅科技有限公司：系资阳市政府国有资产监督管理委员会全资控股的产业投资平台——资阳产业投资集团有限公司投资运作商业航天产业的全资子公司，成立于2023年3月，是资阳国资委商业航天产业的运营主体，目前尚未实现盈利。
- 资阳航源智科商业运营管理合伙企业（有限合伙）：是专为设立合资公司而新设的核心人员持股平台，也是资阳商业航天发射技术研究院员工持股平台，其认缴出资额目前尚未实缴到位。

17，美联储理事沃勒：本月应启动降息，未来3-6个月可“多次降息”，节奏看数据

美联储理事沃勒表示，美联储应在本月开始降息，并在未来数月内进行多次下调，但他对降息的具体节奏持开放态度，认为这将取决于未来的经济数据。

沃勒周三接受采访时称，“我们需要在下次会议上开始降息”。他补充说，降息不必遵循“固定的步调”，政策制定者可以“观察事态的发展”。他预计，“在未来三到六个月内，我们可能会看到多次降息”。

沃勒的表态正值美联储官员努力应对关税可能带来的经济冲击，同时劳动力市场也显现出疲软迹象。近期经济数据的修正指向就业增长急剧放缓，而服务业价格上涨则使通胀率持续高于美联储2%的目标。

此前，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔的讲话中已为本月晚些时候的会议降息打开了大门，他指出失业率飙升的风险正在增加。沃勒的观点与鲍威尔的最新表态相呼应，进一步明确了美联储内部对启动降息的考量。

降息节奏与幅度取决于数据

对于降息的路径，沃勒表示，虽然方向是明确的，但速度和最终幅度将依据数据而定。他认为，当前的政策利率仍高于既不刺激也不抑制经济的“中性利率”水平：

“我们知道我们希望朝中性利率靠拢，我们大致知道可能需要降息多少，比如说100或150个基点。但我们多快能达到那个水平，将取决于未来的数据。”

他表示，在启动首次降息后，美联储可以根据经济走向灵活调整后续步骤。

通胀担忧与就业放缓并存

沃勒的降息呼吁是在一个复杂的经济背景下提出的。一方面，劳动力市场正显示出降温迹象。最近的数据修正揭示了就业增长出现急剧放缓。鲍威尔也在近期的讲话中表达了对失业率上升风险的警惕。

另一方面，通胀压力依然存在，特别是服务业价格的上涨使整体通胀率徘徊在美联储的目标之上。此外，沃勒提到，关税带来的通胀风险也是市场担忧的焦点。他个人对此并不担心，他预计在短期扰动过后，通胀下降的大趋势将得以延续，并最终在六到七个月后重返美联储2%的政策目标。但他承认，“其他所有人都担心”。

沃勒长期以来一直是降息的倡导者。他在美联储7月份的会议上对维持利率不变的决定提出了异议，当时他更倾向于降息25个基点。

除了货币政策，沃勒还就其个人是否会参与角逐下一任美联储主席一事做出了回应。他透露，过去曾与美国财政部长贝森特有过交流，但目前并未就美联储主席一职进行过面试，也没有安排相关面试。这一信息为外界观察美联储高层人事变动的动向提供了新的线索。预计财长贝森特将从本周五开始，就该职位进行一系列面试。

18，纳斯达克拟修改针对小型IPO和中国公司的上市规则

纳斯达克表示，该拟议规则已提交给美国证券交易委员会(SEC)批准，对其现有上市标准进行三项改变。

第一项是提高上市门槛，根据净收入标准，最低公众持股量增加到1500万美元。目前的门槛是至少500万美元。

第二项是，对于市值低于500万美元的公司，加快其暂停交易和退市的程序。

第三项是专门针对中国公司，纳斯达克将要求公司通过首次公开发行(IPO)所募集的资金至少达到2500万美元

19，GB300 放量节奏及最大价值增量

关于英伟达GB300的放量时间、产业链业绩释放节奏以及最大价值增量，我来为你梳理一下关键信息。让我用一个表格帮你快速了解核心要点：

GB300 放量时间 预计2025年下半年开始逐步实现实质性出货，2026年产能全面爬坡。产业链业绩释放 产业链部分环节（如电子布、铜箔）的业绩驱动可能提前；整机组装（如工业富联）的业绩贡献预计在2025年下半年开始显现，2026年更为显著。最大价值增量 特种电子布（PTFE覆铜板所需），因其供需缺口（25%-30%）和技术壁垒，单机柜价值量和毛利率较高。其他重要增量环节 HVLP5铜箔、超级电容、1.6T光模块、液冷系统等。

根据目前的信息，GB300的放量进程预计如下：

- 2025 年下半年：开始逐步实现实质性出货。工业富联在其 2025 年半年度报告中提及，GB300 已收到部分大型云服务商客户的明确出货需求，预计下半年将逐步进入实质出货阶段。TrendForce 的报告也指出，GB300 相关的整柜系统出货规模预计在今年第二季开始生产后逐步扩大。
- 2026 年：进入产能全面爬坡期。市场分析预计 2026 年 GB300 的出货量有望显著增长至 5 万机柜（约 35 万台服务器），这主要得益于全球 TOP20 云厂商完成集群部署以及生成式 AI 推理需求的提升。
- 2027 年：市场进入成熟期，预计出货量将进一步增长。

产业链业绩释放节奏

产业链上不同环节的业绩释放时间会有所不同：

- 上游原材料（电子布、铜箔等）：这些环节的业绩驱动可能会相对提前，因为它们需要为后续的部件制造做准备。特别是存在供需缺口的特种电子布，其价格变动可能会更早反映在相关企业的财报中。
- 中游部件（光模块、PCB、散热、电源等）：它们的业绩释放通常与 GB300 的出货量直接挂钩。随着 2025 年下半年 GB300 开始实质性出货，这些环节的业绩贡献预计会逐步体现，并在 2026 年随着放量而更加显著。
- 整机组装（如工业富联）：作为产业链的下游，其业绩兑现通常与最终产品的出货同步或稍晚。工业富联预计 GB300 在 2026 年有望成为其 AI 服务器业务盈利的重要支撑点。

最大价值增量：特种电子布（宏和科技）

综合来看，特种电子布被认为是 GB300 产业链中最大和价值最突出的增量环节之一。主要原因在于：

- 技术壁垒高：GB300 采用的 38 层 PTFE 覆铜板（介电常数 $Dk \leq 2.8$ ）需要特定的高端电子布，其生产工艺复杂，技术壁垒较高。
- 供需缺口大：目前高端电子布的供需缺口预计达 25%-30%。日本厂商 Nittobo 因原料短缺和订单暴增已宣布涨价 20%，这预示着该环节可能存在的价格弹性。
- 单机柜价值量与毛利率突出：GB300 单机柜预计消耗 0.15-0.2 m² 的特种电子布，能带来较高的单机柜价值量，且毛利率预计可超过 60%。

其他重要价值增量环节

除了电子布，以下几个环节也因 GB300 的升级而带来显著的价值增量：

- HVL P5 铜箔（隆扬电子）：用于高频信号传输，是 PCB 制造的关键材料，表面粗糙度要求极高（ $\leq 0.6 \mu m$ ）。全球仅少数企业（如隆扬电子、日本三井）能量产，技术壁垒极高，单台 GB300 的铜箔价值量预计提升 3 倍，占 PCB 成本的 30%-40%。
- 超级电容（江海股份）：GB300 首次在机柜级别标配超级电容（UPS），用于满足毫秒级响应需求，这是相对于传统服务器的“从零到一”的增量。预计每个 NVL72 机柜配备 4 颗超容模组，单机柜价值量约 2 万元。
- 1.6T 光模块（易中天）：GB300 的网卡从 CX7 升级至 CX8，1.6T 光模块成为标配，以应对翻倍的网络带宽需求。
- 液冷系统（英维克）：单卡功耗提升至 1400W，全液冷方案成为强制标配，快接头等液冷组件的使用数量大幅增加（据报道可能翻倍）。

投资注意事项

关注 GB300 产业链机会时，需要注意以下几点：

1. 技术验证与认证壁垒：并非所有公司都能顺利通过英伟达严格的认证流程（如超级电容领域的江海股份被提及通过认证）。投资前需仔细甄别各家公司的技术实力和客户认证 status。
2. 业绩兑现不确定性：需警惕业绩兑现不及预期的风险。市场预期通常较高，若 GB300 出货量或产业链公司份额低于预期，可能导致股价波动。
3. 行业竞争与供需变化：目前紧张的供需关系（如电子布）可能会随着产能的扩张而缓解，从而影响价格和毛利率。

4. 宏观与地缘政治风险：全球 AI 资本开支的力度、宏观经济环境以及地缘政治因素都可能影响 AI 服务器的整体需求和发展节奏。

希望以上信息能帮助你更全面地了解 GB300 及其产业链。投资涉及风险，建议你务必进行深入的研究和独立的判断。

20，把握主线，顺应趋势，拥抱液冷后续行情

从历史经验看，每一轮大级别牛市通常由颠覆性技术或产业变革驱动，如 2015 年的互联网牛市、2021 年的新能源牛市）。当前，人工智能作为划时代的技术，正在重构全球经济与生产力，也成为本轮牛市的核心逻辑。

AI 的发展依赖于算力，而算力的爆发又推动芯片、服务器、存储、冷却等全产业链的景气度提升。因此，AI 牛市的核心是算力牛市，而算力牛市的核心则围绕海外（英伟达产业链）和国产（华为产业链）两大主线展开。

一、算力产业链的两条核心路径：海外英伟达链 vs 国产华为链

算力产业链的上中下游逻辑清晰：上游是芯片（GPU/ASIC）——算力的核心硬件，决定计算能力的上限。海外：英伟达（H100/A100/B100 等），目前全球 AI 算力的绝对主导者。国产：华为（昇腾 910B/910C）、寒武纪、海光信息等，逐步实现国产替代。

中游是服务器（AI 服务器）——将芯片集成并规模化部署的关键环节。海外：戴尔、惠普、超微（Supermicro）等英伟达服务器主要供应商。国产：浪潮信息、中科曙光、华为昇腾服务器、新华三等。

下游是液冷/风冷（散热方案）——高算力带来高能耗，散热技术升级（液冷替代风冷）是必然趋势。英伟达链的液冷方案（如 Vertiv、CoolIT）正在逐步普及。华为链的国内液冷厂商（英维克、申菱环境、高澜股份）将受益于国产算力扩张。

二、为何当前华为链（国产算力）仍有行情？

英伟达链已充分演绎，短期面临估值压力。英伟达股价自 2022 年底以来涨幅超 10 倍，A 股英伟达产业链（如中际旭创、工业富联、胜宏科技等）也经历大幅炒作，短期面临业绩兑现压力和市场审美疲劳。美国可能进一步限制高端 GPU（如 B100/H200）对华出口，导致国内 AI 厂商寻求国产替代。

国产算力（华为链）处于爆发前夜。政策支持方面，国家大力推动国产 AI 芯片（如昇腾 910B/910C），华为昇腾生态（如“鹏城云脑”“武汉人工智能计算中心”）快速扩张。技术突破方面，华为昇腾 910B 性能接近英伟达 A100，910C（预计 2024-2025 年推出）可能进一步缩小差距，国内互联网大厂（如百度、阿里、腾讯）逐步增加国产芯片采购，尤其是华为近期动作频频，正在加速与 DeepSeek 等国产人工智能大模型加强联调联测，为未来人工智能应用生态构建打造底层国产硬件基础。供应链安全方面，美国制裁倒逼国内 AI 厂商（如商

汤、科大讯飞、大模型创业公司）转向华为昇腾、寒武纪等国产方案。

算力牛市未结束，华为链是下一阶段主线。短期的英伟达链已充分炒作，需等待调整或新催化（如 GB200 服务器放量）。中期看，国产算力（华为链）在政策、技术、需求三重驱动下，仍有较大上涨空间。长期看，算力产业链（芯片→服务器→液冷）的逻辑不变，国产替代是未来 1-2 年的核心矛盾。在顺应大势（AI+算力）的前提下，聚焦国产算力（华为链）的补涨机会，尤其是液冷、服务器、芯片等关键环节。

液冷/散热等配套环节仍有增量空间，高算力带来高功耗（单颗 H100 功耗约 700W，未来 B100 可能更高），液冷替代风冷是必然趋势。华为链的液冷供应商（如英维克、申菱环境、飞荣达）受益于国内 AI 数据中心建设，而英伟达链的液冷方案（如 Vertiv）在国内渗透率仍有限。液冷赛道投资逻辑深化：趋势确定性>概念炒作，龙头溢价时代来临。

三、液冷行业投资范式转变：从“泛概念”到“订单驱动”

在 AI 算力爆发的背景下，液冷（相较于传统风冷）因高散热效率、低 PUE（能源使用效率）成为数据中心刚需。但市场资金正从“泛液冷概念炒作”转向“有真实订单+明确供货关系”的龙头公司，核心逻辑在于：资金缩圈效应：随着 AI 产业链炒作进入深水区，资金不再满足于“潜在受益”逻辑，而是要求业绩可验证性（如订单、客户、产能爬坡）。

玩家扩圈后的分化：液冷赛道参与者增多（包括传统温控厂商、材料商、结构件商），但只有绑定核心客户（如英伟达、华为、国内大模型厂商）的公司才能享受高增长溢价。业绩兑现优先级：市场更青睐“已出货”或“已定点”的企业，而非仅处于“送样测试”阶段的公司。

四、为何“有订单的龙头”更强？——从商业逻辑看资金选择订单=确定性，确定性=估值溢价

英维克（华为/英伟达液冷核心供应商）：已批量供货数据中心液冷方案，2024 年液冷营收占比显著提升，机构测算其液冷业务增速超 100%。

领益智造（间接供货英伟达散热模组）：通过并购切入散热赛道，已成为英伟达供应链一环，订单可见度高。

思泉新材（石墨烯散热材料）：已进入 AI 服务器供应链，材料端需求随算力爆发增长。

奕东电子（液冷连接器）：精密电子元件供应商，已获得 AI 服务器相关订单。这些公司的共同点：已进入英伟达/华为/国内大厂的供应链体系，订单能见度高，业绩增长逻辑清晰，因此资金愿意给予更高估值。

送样≠订单，逻辑偏弱

一些公司虽布局液冷结构件，但目前仍处送样测试阶段，尚未获得大规模订单。市场担忧：送样后能否通过客户验证？（如可靠性、成本控制）即使通过，份额能占多少？（竞争激烈，如精研科技、飞荣达、铭利达也在争夺份额）。资金更倾向于“已出货”公司，而非“潜在可能”公司，导致这些标的弹性较弱。

五、液冷赛道的投资筛选标准：如何找到“真龙头”？

核心指标：是否已有订单/定点？客户是谁？最优级：直接供货英伟达（如英维克、领益智造）。次优级：供货华为/国内大模型厂商（如中科曙光液冷供应商）。观察级：仅送样或处于认证阶段（如部分材料商）。技术壁垒：液冷方案是否具备不可替代性？冷板式液冷（当前主流）：依赖精密水路设计（如英维克）。浸没式液冷（未来趋势）：需特殊冷却液（如 3M 氟化液供应商）。材料端：高导热材料（如石墨烯、铜合金）厂商（如思泉新材）。产能与扩产能力：能否承接爆发需求？液冷赛道未来 2-3 年可能面临产能瓶颈，能快速扩产的公司（如英维克已规划新增液冷产线）更具优势。

六、后续液冷行情的演绎方向

短期（1-3 个月）：订单驱动型龙头继续领涨。资金会进一步向英维克、领益智造、思泉新材等“已出货”公司集中，估值可能进一步上修。其它送样公司若无超预期进展，可能维持震荡或跟涨但弹性较弱。

中期（3-6 个月）：关注华为链液冷标的。若国产算力（华为昇腾）加速放量，华为液冷供应商（如华丰科技、川润股份）可能成为下一阶段焦点。

长期（6 个月以上）：技术迭代带来的新机会。浸没式液冷（如 3M 冷却液、高澜股份）若成为主流，相关材料商可能迎来新一轮行情。液冷+储能/电力配套（如数据中心电力优化）可能延伸出新的投资分支。

结论：液冷赛道进入“去伪存真”阶段，龙头溢价时代来临。投资策略：聚焦“有订单+明确客户”的液冷龙头（英维克、领益智造、思泉新材、奕东电子），避免纯概念炒作。

风险提示：若 AI 算力需求不及预期，或液冷技术路线变化（如风冷优化超预期），可能影响部分公司业绩兑现。终极逻辑：在 AI 算力爆发的硬核赛道里，“能赚钱的公司”比“讲故事的公司”更重要，资金会持续向确定性靠拢。

21、【国盛计算机】算力下一站？

算力行情演绎至今，算力服务仍被显著低估。

1) 6 月至今，海内外算力投资共振，光模块、PCB、液冷、服务器等硬件代表性标的涨幅普遍超过 100%，许多标的涨幅达 200-300%。

2) 海外链受益于大厂算力投资超预期：微软二季度资本支出 242 亿美元，同比增长 27%。创单季最高纪录；Meta 二季度上调 2025 年资本支出的下限从 640 亿美元到 660 亿美元；谷歌 2025 年资本开支从 750 亿美元提高至 850 亿美元。

3) 中芯产能逐步扩充，国内算力链行情持续向好。中芯月产能一季度的 97.33 万片折合 8 英寸标准逻辑，增加至 2025 年第二季度的 99.13 万片折合 8 英寸标准逻辑。第二季度实现销售晶圆 239.02 万片（出货量环比增长 4.3%）。

4) 对比来看，6 月至今算力服务类（云服务、算力租赁、IDC）涨幅普遍在 50%以内，我们认为仍被显著低估。

阿里有望修正云服务预期差，国内算力初步闭环。

- 1) 阿里二季度 Capex 达 386 亿元，创历史新高。阿里云收入增长继续加速至 26%，AI 相关产品收入已连续 8 个季度实现三位数同比增长。
- 2) 阿里已建立 AI 全栈技术能力：基础设施方面阿里云全球布局持续扩展；模型创新方面近期通义连续斩获基础模型、编程模型、推理模型等主流领域全球开源冠军；AI 应用方面高德地图、钉钉完成 AI 升级，淘宝也升级 AI 搜索、AI 广告平台；阿里 AI 芯片或迎突破，面向广泛的 AI 推理任务，与英伟达的架构兼容，由国内企业代工生产。
- 3) 我们认为未来有 Agent 的形式有三种：用户个人自制的 Agent、模型厂商驱动的通用 Agent 和企业定制的 Agent，除了软件应用，当下自定义 Agent 也是支持 AI 应用与算力闭环的重要因素。

美股算力服务已被市场认可，A 股有望迎来重估。

- 1) Coreweave：与英伟达深度合作，满足客户从 Capex 转向 Opex 的需求。通过云端提供虚拟化 GPU 算力，凭借先发优势迅速扩张，并赢得资本市场青睐。CoreWeave 成功验证了算力租赁商业模式，AI 开发者对于灵活、可扩展的高性能计算资源存在巨大需求，且存在摆脱持有硬件负担的需求。
- 2) Equinix：数据中心规模高速扩张，运营效率同步提升。Equinix 在全球范围内扩大数据中心布局。2024 年 Equinix 的 EBITDA 利润率提高至 47%，较去年提升了 160 个基点，显示出公司在运营效率上的进步。我们认为数据中心业务是 AI 价值链中至关重要的一环。国内拥有优越地理位置、强大高运营标准、充足能耗指标的 IDC 提供商，有望获取类似的长期价值。
- 3) Oracle：云业务高举高打，收获资本市场认可。Oracle 最新财报预计总云增长率将从 25 财年的 24% 增加到 26 财年的 40% 以上。云基础设施增长率预计将从 25 财年的 50% 增加到 26 财年的 70% 以上。显示出对 AI 工作负载的专注可以成为云厂商强大的差异化竞争力。综上我们认为除了 AI 算力资本支出热潮的一阶受益者（硬件），也应重视二阶受益者（服务）可持续性的价值创造。

建议关注：

核心算力：寒武纪、海光信息、新易盛、东阳光、胜宏科技、鸿腾精密科技、沪电股份、中际旭创、工业富联、东山精密、伟仕佳杰、浪潮信息、中科曙光、云天励飞、潍柴重机、禾盛新材、玉柴国际、圣阳股份、神州数码、深桑达、品高股份、太极股份。

算力租赁：有方科技、协创数据、亿田智能、宏景科技、弘信电子、盈峰环境、浙数文化、大位科技。

云服务：阿里巴巴、腾讯控股、东阳光、金山云、优刻得、云从科技、并行科技、七牛智能、青云科技。

IDC：万国数据、润建股份、奥飞数据、科华数据、云赛智联、宝信软件、润泽科技、数据港

22，刚刚！A 股，大面积异动！发生了什么？阿里概念全线爆发！

今日早盘，A股市场最靓的主线就是阿里概念，该板块一度大涨超 2%，12 只个股涨停。其中，利扬芯片、数据港一字封板。阿里巴巴上周五晚上在美股市场大涨近 13%，今早港股市场再涨近 18%。

市场转向关注阿里巴巴的人工智能进步，该公司被认为是中国的领先企业。摩根士丹利上调阿里巴巴美股目标价 10%，并称阿里云未来几个季度增速料加快。摩根士丹利预计，受益于对人工智能的强劲需求、通义千问产品升级和战略合作，阿里云未来几个季度增速将加快。预测第二财季阿里云增速将达到 30%，利润率维持在高个位数水平。将阿里巴巴 ADR 目标价由 150 美元/股上调至 165 美元/股。

大面积涨停

早盘，港股在阿里巴巴带动下显著高开，恒指高开 430 点或 1.7%，报 25508 点；国指高开 136 点或 1.5%，报 9084 点；恒生科技指数高开 117 点或 2.1%，报 5792 点。阿里宣布开发 AI 芯片，股价一度抽高 18%。华虹拟收购上海华力微电子余下 97.5% 股权，A 股复牌，H 股高开 5%。中芯筹划收购中芯北方 49% 股权，A 股停牌，H 股高开 6.7%。比亚迪电子半年纯利升 14%，股价高开 11.2%。

受阿里巴巴提振，A 股市场阿里概念股大面积涨停。

分析人士认为，强大的人工智能和阿里云表现缓解了投资者对阿里巴巴在外卖和电子商务领域与京东和美团持续较量的担忧。三方竞争造成的损失比预期更严重，京东季度利润减半，美团警告将出现重大亏损，导致上周三家公司的股票遭到 270 亿美元的抛售。

阿里巴巴集团首席执行官吴泳铭表示：“本季度，我们聚焦消费、AI+云的战略，实现强劲增长。我们大力投资即时零售业务，快速取得阶段成果，赢得消费者。我们通过整合消费平台，产生显著协同效应，带动月度活跃消费者及日订单量创新高。在持续强劲的 AI 需求推动下，云智能集团收入加速增长，AI 收入在云外部商业化收入占比显著。面向未来，我们将围绕大消费和 AI+云两大战略重心继续坚定投入，把握历史机遇，实现长期增长。”

强大的资本开支

数据显示，第二季度阿里资本开支约 387 亿元，超出 Bloomberg 约 292 亿元的预期。这意味着，虽然芯片供给政策时有变化，但是公司将时刻准备好应对方案。阿里有信心继续落实在 AI 和云的投入上达到三年 3800 亿元的计划。这也是阿里概念股上涨的重要原因。

在财报电话会上，吴泳铭表示，过去四个季度，阿里已经在 AI 基础设施及 AI 产品研发上累计投入超 1000 亿元。阿里重申，将在未来三年持续投入 3800 亿元用于 AI 资本开支，虽单季投资额会因供应链因素有所波动，但整体节奏不变。阿里透露，通过与不同合作伙伴合作，建立多元化的供应链储备，从而确保投资计划能够如期推进。

中信建投认为，目前阿里已实现 AI 投入增加带来 AI 收入增加的正循环，建议关注阿里产业链，包括 GPU、IDC、光模块、交换机等。

中信证券研报指出，阿里巴巴最新财报显示，其 2025 年第二季度资本开支及云业务均实现高增长，AI 相关产品收入连续八个季度实现三位数增长。在地缘政治对海外算力芯片供应

的扰动下，阿里仍坚定投入 AI 基础设施，这标志着国产 AI 芯片的自主可控进程正在稳步推进，国内云厂商由 AI 需求驱动的资本开支将重回高速增长通道。推荐在国产算力浪潮中深度受益的 AIDC、服务器与网络设备，以及上游交换芯片相关厂商

23，谁在狂买寒武纪？

作为一家成立仅 9 年的 AI 芯片公司，寒武纪股价近期多次超越茅台，市值也飙升至 6000 亿元以上，一度被投资者称为“寒王”。寒武纪无疑开启了属于自己的资本叙事。然而，当一家企业“加冕称王”时，也预示着它来到了一个冰火交替的新阶段。想要长久稳坐“股王”之位，寒武纪的挑战并不低。

9 年时间打造 6000 亿盛宴

自从 8 月 27 日寒武纪“股价短暂超越茅台 7 分钟”后，A 股上演了一场“王座”争夺战。寒武纪不断刷新自己的历史，在接下来的两个交易日收盘价连续超过贵州茅台登顶，并在 8 月 28 日总市值达到 6643 亿元的历史高点，成为各大股吧热议的“寒王”。9 月 2 日，寒武纪盘中涨幅超 4%，股价一度站上 1500 元/股，但截至收盘时，股价回落至 1480 元/股，市值为 6192 亿元，当日贵州茅台收报 1491 元/股。Wind 数据显示，截至 9 月 2 日，寒武纪总市值在 A 股市场中排名第 21 位，相当于英特尔市值的 77%。这一市值水平，已超越了家电巨头美的集团，以及中信证券等大型金融股。

“史诗级暴涨”的热潮下，投资者已不再纠结于解析股价、市盈率、市净率等各项指标了。股吧中热议纷纷，有人惊讶地说“真是魔幻啊”，也有人在担忧寒武纪“拿什么支撑高市值”。在寒武纪股价上涨背后，这场财富盛宴的最大赢家，要数其创始人陈天石。

陈天石出生于 1985 年，他 16 岁考入中国科大少年班，25 岁便在中国科大计算机学院拿到博士学位，于 2016 年创立寒武纪。随着寒武纪股价飙升，陈天石的身家跟着水涨船高。今年 3 月 27 日，陈天石就以 870 亿元财富位列《2025 胡润全球富豪榜》第 195 位，以持有寒武纪 29.63%股份市值计算，如今身家已高达 1835 亿元。

随着寒武纪股价的暴涨，其他投资者的动向也引起了股民的广泛关注。其中，最引发舆论热议的要数章建平，其因投资寒武纪暴赚数十亿元，被市场称为“最强牛散”。数据显示，在寒武纪 2024 年年报中，章建平跻身其前十大股东，持股数为 533.88 万股，以 2024 年 12 月 31 日股价计算，彼时其所持股份的参考市值为 35.13 亿元。寒武纪 2025 年半年报显示，章建平持有寒武纪股份已进一步升为 608.63 万股。若以去年四季度股价均价测算，章建平的买入成本约为 30.46 亿元。对比 9 月 2 日寒武纪的收盘价 1480 元/股来看，其持有股份市值已突破 90 亿元。这意味着，靠着投资寒武纪，章建平的账面浮盈已有约 60 亿元。

此外，不少重点配置寒武纪的主动权益类基金及主题型 ETF，也跟着迎来了业绩大丰收。Wind 统计数据显示，部分产品净值增长率已超过 60%，其中业绩最突出的一只兴证资管旗下基金，其年内回报率已超 85%，大幅跑赢市场主流指数及同类产品平均水平。

实际上，作为国产“AI 芯片第一股”，寒武纪于 2020 年 7 月才成功敲开 A 股资本市场大门。到 2024 年第三季度之前，它还只是资本市场的“小透明”，股价表现始终平平。时至去年 9

月，不少公募机构悄然加仓，让寒武纪迅速耀眼了起来。近一个月以来，在国产芯片产业前景爆发、DeepSeek 版本升级、技术生态升级等多重因素的利好消息影响下，寒武纪股价高歌猛进，涨幅一浪高过一浪。尤其是近期半年报的发布，又为寒武纪的股价打了一针强心剂。

根据财报，今年上半年寒武纪实现营业收入 28.81 亿元，同比暴增 4347.82%；归属于上市公司股东净利润为 10.38 亿元，实现扭亏为盈，毛利率高达 55.93%。2017 年至 2024 年，寒武纪因商业化不足等原因，曾连续 8 年亏损，亏损总额达 55 亿元。这次披露的半年报，让市场见证了寒武纪的“华丽转身”。

寒武纪的 AI 芯片，被谁爆买寒武纪业绩改善的背后，是国内大客户对算力需求的爆发。尤其是在今年，随着各大互联网巨头都拿出了“All in AI”的投资热情，寒武纪订单数量和互联网客户收入都创下了历史新高。

根据 2025 年第二季度财报，寒武纪云端智能芯片订单达 1.2 万片，创下季度历史最高纪录。其中，尤其值得关注的是，寒武纪的互联网客户收入占比从去年同期的 8%提升至 22%，商业化进程明显加速。

长期以来，寒武纪的前五大客户集中度较高。尤其是第一大客户收入，于 2024 年达到 9.29 亿元，占比高达 79.15%。在 2025 年上半年，寒武纪前五大客户应收账款和合同资产期末余额合计占总额的 85.31%，第一大客户占比超过 40%。

寒武纪并未披露其大客户信息，但随着互联网客户收入占比提高，它和互联网大厂之间的关联也引发了市场的想象。市场曾长期传闻称，字节跳动是寒武纪第一大客户。国际知名投资机构伯恩斯坦 WAP 于今年 4 月的研报中提到，寒武纪 2024 年向字节跳动交付了约 2 万~3 万片思元 590 芯片。今年 3 月，更有消息称，字节跳动向寒武纪下单了 4 万片单价 2.5 万元的思元 580 芯片，总价值达 10 亿元。不过，对此字节跳动曾公开表示“消息不实”。

除此之外，其他互联网巨头和寒武纪的合作态势，基本已都是“明牌”了。阿里自 2024 年第一季度起，通过阿里云采购寒武纪芯片，主要用于大模型推理和金融风控系统。腾讯也在自家的混元大模型训练中对思元 690 芯片进行测试。寒武纪在半年报中明确指出，其训练软件平台进一步扩展了对 DeepSeek 系列、阿里 Qwen 系列、腾讯 Hunyuan 系列模型的支持，重点优化了通信计算并行方面的性能，提高了混合专家模型训练的整体吞吐。

从当前预付款和存货方面来看，寒武纪未来一段时间的订单都不用太发愁。今年第二季度末，寒武纪预付款项达到 8.28 亿元，存货余额为 26.9 亿元，相比 2024 年年末有所增长，其中存货余额占总资产比例为 31.95%。

互联网公司为何纷纷采购寒武纪芯片？主要原因在于，近年来国产芯片性能表现有了肉眼可见的提升，与英伟达芯片的差距在逐步缩小，尤其是性能提升、供应链优势以及生态建设方面都有了相对不错的表现。

一方面，寒武纪自主研发的思元系列 AI 芯片，是国产 AI 芯片领域中不可忽视的存在。如寒武纪最新一代思元 590 芯片，便是采用了 7nm 工艺和 Chiplet（芯粒）架构，综合性能表现接近英伟达 A100 芯片的 80%。如今，寒武纪正快马加鞭布局下一代 3nm 工艺芯片。有报道

称，其思元 690 芯片已经进入最后测试阶段，性能对标英伟达 H100 芯片，未来有望成为国产最强算力载体。

另一方面，在供应链本土化方面，寒武纪有着得天独厚的优势。和英伟达相比，寒武纪无需依赖海外架构或工具，既能满足自主可控的要求，也能帮助客户规避供应链风险。生态适配是其中更关键的一环。

要知道，芯片软件生态的成熟程度，直接决定了开发者黏性和市场渗透率，此前英伟达便是靠构建起 CUDA 生态，让后来者久久无法撼动其地位。为了突破生态瓶颈，寒武纪也在努力打破限制，构建了 NeuWare 软件栈。目前其生态中拥有超 10 万开发者，虽然还比不上英伟达生态 500 万开发者的数量，但也已覆盖阿里、腾讯等头部客户。

不过，一位产业链人士也对《财经天下》表示，英伟达成熟的 CUDA 生态是其最大的护城河，“未来寒武纪在开发者数量、算法库的丰富度以及社区活跃度等方面，还需要很长时间的投入和产业协同来破解”。

据其进一步透露，“去年底有一家互联网企业就曾计划大量订购寒武纪芯片，后来由于生态适配的问题最终不了了之”。

竞争激烈，“寒王”稳不稳？寒武纪无疑开启了属于自己的资本叙事。然而，当一家企业“加冕称王”时，也预示着它来到了一个冰火交替的新阶段。想要长久稳坐“股王”之位，寒武纪的挑战并不低。

众所周知，此前不少股价超越贵州茅台的公司都是昙花一现，如暴风科技、长春高新等，但维持时间最短不到一天、最长也就一年左右。当前，寒武纪和贵州茅台两只新旧“股王”仍在激烈缠斗中。

敏锐的公募基金已提前嗅到了新风向。回看第二季度交易情况，此前选择重仓压住的基金持仓数据，已开始显露出明显的态度分化，甚至有部分机构开始兑现收益，提前给寒武纪的“高温”泼了一些冷水。

数据显示，2025 年第二季度，有 269 家基金选择增持寒武纪，但与此同时也有 119 家基金选择减持，基金持股总数 6709.63 万股，对比去年同期的 9777.88 万股已大幅下降，达到近两年来的低点。背后的原因在于，寒武纪高估值背后，市场也并非全无担忧。

一位半导体产业链人士对《财经天下》表示：“虽然与英伟达顶级芯片仍有代差，但在特定模型，尤其是推理场景和特定应用上，很多国产芯片已具备可替代性，当前也都在大规模出货中，寒武纪面临的竞争压力并不低。”尤其是手握大量算力需求的大厂，和 AI 芯片供应商很难形成十分紧密的绑定关系。

当前，互联网巨头已纷纷开启自研芯片之路，既可以掌握核心技术，又能更好地控制成本。例如，百度旗下有昆仑芯，腾讯也在投资芯片领域。近期更有市场消息传出，阿里打算直接下场自研芯片。这些都打破了它们与上游芯片企业的合作关系和商业模式，催生出“既合作又竞争”的复杂局面。

曾有市场传言称，阿里巴巴旗下阿里云为满足自身需求，追加购买寒武纪思元 370 芯片至 15 万片。对此，9 月 1 日阿里云对外回应称，阿里云确实一云多芯支持国产供应链，但传言阿里采购寒武纪 15 万片 GPU 的消息不实。

一位投资机构人士对《财经天下》说道，“芯片行业技术更新快，比如 AI 芯片领域就从 GPU 到 TPU，再到各种 ASIC，大厂保持灵活可以随时切换供应商，避免被卡脖子”。回到更为理性的业绩层面，尽管寒武纪今年上半年营收有了大幅上涨，但其营收规模仅仅约 29 亿元，无论是和英伟达同期营收约 5973 亿元，还是和贵州茅台同期营收 910 亿元相比，差距都十分巨大。

就研发投入而言，寒武纪在半年报中提到，公司保持了较高强度的研发投入。上半年其研发投入达 4.56 亿元，研发投入占营收的比例为 15.85%，同比下滑 675.07%。对比来看，英伟达 2025 年财年的研发投入则超百亿美元。

作为 A 股唯一千元科技股，寒武纪已成为 AI 芯片领域的头号玩家。回顾 A 股历史，曾有不少企业股价超越贵州茅台，但在短暂登顶后，大多没能守住高位，难以稳居千元阵营。寒武纪无疑是科技创新的“代表”，但尚未成为商业成功的“成熟典范”，它能否打破 A 股“茅台魔咒”，仍需时间检验。

24，高盛再次上调寒武纪目标价至 2104 元…

高盛最新的报告，核心就 2 点：

（1）2025 年营收指引符合预期；（2）上调目标价至人民币 2104 元…

具体营收和净利润预测上，GS 将 25-27 年营收上调至 65.6 亿、139.6 亿、299.5 亿，净利润上调了 34%、21%、19%至 20.22 亿、36.8 亿和 77 亿。

高盛预计寒武纪 2025 年 AI 芯片出货量大到 14.5 万颗，同时 2028 年出货将超过 100 万，营收达到 438 亿，给出的国内市场份额为 11%。

同时 GS 上调了 2025/2026 年国内云服务厂商资本支出预期，分别上调 23%/17%，预计 2026 年资本支出同比增长 13%。

…

高盛的上调有个特点，营收基本没上调，净利润哇哇上调，大概意思也是净利润率超出了预期。

但实际上，相比净利润率，很明显营收才是核心和关键，营收以及在国内的份额决定了寒武纪的市场地位、技术能力以及商业能力的位次能否坐稳前两名，这个至关重要。至于净利润，那就是顺理成章的结果而已。

对于高盛上调到观点：2026 营收预估保守，之后还要上调。

AI 芯片的爆发，尤其是推理卡的爆发，将成为今明两年最具现象级的产业爆发方向，相关的投资机会也会越来越多被关注。刚好之后沐曦预估 IPO 时间点也非常好，给如火如荼的科技牛市添上一把柴。

25, 今年收益 66%, 永赢基金刘庭宇: 黄金有望重启上行, 黄金股会继续跑赢金价

上周, 永赢基金经理刘庭宇在直播间分享了对黄金股投资的看法。投资作业本课代表整理了要点如下:

- 1、黄金自五月以来已横盘震荡三个多月, 消化了近期美国经济数据反弹和关税冲突缓和的利空。随着利空逐渐出尽, 降息预期升温, 黄金有望重启上行行情。
- 2, 总体来看, 我非常看好今年下半年及明年上半年的金价走势。当前黄金具有较高的左侧布局价值。
- 3、此前黄金股持续跑赢黄金, 这一趋势未来可能延续。
- 4、估值方面, 目前黄金股并不贵, 且仍有修复空间。若金价继续上涨, 可能迎来“戴维斯双击”。当前黄金股性价比, 非常值得关注。刘庭宇, 证券从业年限 7 年, 现任永赢基金指数与量化投资部基金经理, 曾任鹏扬基金量化分析师, 永赢基金指数与量化投资部基金经理助理。其管理产品均为指数型, 在管基金规模为 109.11 亿元。2023 年 9 月, 其管理产品规模仅为 10.93 亿元, 截止目前, 近 2 年时间管理规模翻了 10 倍。其代表产品为黄金 ETF, 全称为永赢中证沪深港黄金产业股票 ETF。下图是此产品近 2 年来的任职收益图, 从去年 9 月任职收益率低点 2% 左右到现在一路攀升至 76.85%。拉近时间来看, 今年以来业绩也不错, 收益 65.99%, 在同类 3420 只产品中位列 56, 近 6 月收益 57.7%, 收益也相当, 近 3 月涨超 27.1%, 收益略下降。

此黄金 ETF 的两个联结产品表现也相当, 在下图中可见: 刘庭宇部分在管产品业绩刘庭宇在 8 月 28 披露的中报中也对黄金后市作出展望, 和本次直播观点基本一致, 只是更为凝练。他认为, 展望下半年, 黄金和黄金股或仍有上行空间。近期美国非农就业、PMI 经济数据不及预期, 降息预期再次强化, 黄金的金融属性有望持续受益。后续美国通胀或维持韧性, 经济数据的疲软使得美国或将在较长时间内处于滞胀环境当中, 这是一种对黄金有利的宏观场景。不过刘庭宇强调, 他更关注的是黄金的主线逻辑——即美元、美债的信用走弱趋势。金价与美国债务总量之间、金价与美国赤字率之间长期呈现出较高的正相关性。往后看, 随着美联储独立性动摇和赤字率上行进一步侵蚀美元和美债信用, 全球“去美元化”趋势加剧, 中国、印度等新兴市场央行黄金储备占比显著低于全球平均水平, 各市场参与方都更有动力持续增加黄金资产的配置。刘庭宇表示, 随着黄金股自身的成长性开始体现, 黄金股未来或有望继续跑赢金价。刘庭宇还称, 黄金珠宝商也正迎来业绩拐点和产品高端化的趋势变革。当前黄金股仍具备较高的性价比和显著的估值修复空间, 值得高度关注。以下是投资作业本课代表(微信 ID: touzizuoyeben)整理的精华内容, 分享给大家:

降息大门打开, 黄金有望进入一波上行行情

鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的发言被视为九月降息打开大门。黄金自五月以来已横盘震荡三个多月, 消化了近期美国经济数据反弹和关税冲突缓和的利空。随着利空逐渐出尽, 后续降息大门打开后, 黄金有望进入一波上行行情。

此前市场对美联储九月是否降息存在较大分歧。虽然九月降息的概率已升至 70% 以上，但由于一些美联储官员释放“鹰派”信号，认为通胀未彻底回落前仍可能不降息，因此鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的发言被视为九月是否降息的关键指标。通读鲍威尔的发言全文后，我们感到较为乐观。他的态度明显转向“鸽派”，甚至有媒体形容为“鸽声嘹亮”。具体来说，鲍威尔指出美国经济和就业面临的下行风险正在上升——此前非农就业数据大幅下修且不及预期。他还提到“风险平衡正在发生变化”，这里指的是美联储在权衡降息时需兼顾两方面：一是经济和就业不能太弱，二是通胀不能过高。任一因素的制约都会增加降息的不确定性。此前，特朗普的关税政策对美国通胀造成扰动，使美联储态度一直较为犹豫。但本次鲍威尔认为，关税冲击不一定会构成物价稳定的风险，就业与通胀之间的平衡正在转变。这意味着即便降息，也不会显著推高通胀，美联储有能力平衡好通胀压力与就业支撑。鲍威尔讲话后，市场对九月降息的预期概率从 75% 进一步上升，美元指数下跌 0.9%，明显走弱。而黄金作为美元的对手方，直线上涨超过 1%。

非常看好今年下半年和明年上半年黄金走势

上半年大家如果关注黄金和黄金股，可能会发现一个有趣的现象：五月份以来，国内外金价进入横盘震荡期，但黄金股的价格中枢却持续上行，并在近期创出历史新高。主要原因有两方面：

一方面，金价缺乏新催化，处于消化贸易冲突缓和及美国经济韧性的阶段。另一方面，黄金股显著跑赢黄金，既受益于 A 股市场情绪火热——黄金股作为权益资产，也会受 A 股整体走势带动；同时也得益于金矿公司的成长性显现，包括产量扩产和金价上涨带来的利润提升。上半年多家金矿公司的业绩预告数据亮眼，说明其自身成长性带来了超越金价的超额收益。总体来看，我非常看好今年下半年及明年上半年的金价走势。主要原因有三：

第一，降息大门已打开，今年预计降息 2-3 次。明年一月特朗普将提名新的美联储主席，这对降息预期非常有利。特朗普一直施压美联储大幅降息，一方面为刺激经济，另一方面因为美国国债利息支出已超过军费，成为第二大财政支出，降息可缓解利息压力。若美联储的独立性受到冲击，可能动摇美元和美债信用，一方面利好黄金（信用属性），另一方面强化明年的降息预期（金融属性）。

第二，特朗普的关税政策尚未完全体现在物价中，未来美国通胀仍具韧性。但多项高频数据（如 PMI、就业、消费）已显示经济疲软，未来美国可能长期处于“滞胀”环境，历史上黄金在此环境中表现突出。第三，近三年金价中枢持续上升，甚至脱离实际利率框架，主因是全球配置型资金持续流入黄金。往后看，这一趋势仍然稳固。一方面美联储独立性受疑，另一方面美国赤字率上升，都可能侵蚀美元信用，推动“去美元化”。中国、印度等新兴市场央行的黄金储备占比仍低于全球平均水平，未来央行、主权基金、保险公司等仍有动力持续增配黄金，支撑金价。

从技术面看，金价在四月份创出历史新高后，已震荡三个多月，波动率降至历史低位。一旦避险情绪回升，金价可能启动新一轮主升浪。当前黄金具有较高的左侧布局价值。黄金股会持续跑赢黄金

此前黄金股持续跑赢黄金，这一趋势未来可能延续。我们从盈利和估值两方面看：

盈利方面，金价上涨和金矿公司扩产推动业绩高增长。上半年五家龙头金矿公司的利润增速在 40%-65% 之间，三家增速达 84%-191%，呈现量价齐升、高景气的状态。

估值方面，目前黄金股并不贵。股价上涨主要来自利润高增长，而非估值提前反应。截至 8 月 23 日，按 3300 美元金价测算，国内主要金矿公司 2025 年 PE 约 13.3 倍，低于 20 倍的历史中枢，估值仍有修复空间。若金价继续上涨，可能迎来“戴维斯双击”。当前黄金股性价比，非常值得关注。

影响黄金股的因素

此前我们已经探讨了黄金股的投资价值，主要从盈利和估值两个维度进行了分析。同时也提到，黄金股前期能够跑赢黄金的一个重要原因在于 A 股市场的整体上行。由此可以看出，除金价之外，还有其他因素会影响黄金股的表现。首先，从业绩层面看，我们可以对黄金股的盈利进行拆分：公司利润通常等于（金价减去开采成本）乘以产量。因此，除了金价之外，影响黄金股业绩的因素还包括产量和开采成本。其次，在估值方面，除了上述因素，还有两点值得关注：一是 A 股市场的整体情绪是否推动估值提升；二是黄金股与黄金之间的比价关系。这一比值长期处于过去一年的布林通道内震荡，呈现均值回归的特征，整体较为稳定。当黄金股与黄金的比价处于过去一年的较低水平，例如在负一倍或负两倍标准差附近，说明黄金股相对于金价被严重低估，未来有望通过估值修复跑赢金价。反之，若该比值升至一倍或两倍标准差以上，则表明黄金股相对金价可能存在高估。这种情况有时也源于 A 股市场的上涨，但若像去年 5 月那样，A 股并未明显上涨，而完全是因市场情绪过热推高黄金股估值，则需保持谨慎。此外，从绝对估值的历史分位数来看，当前黄金股的估值仍然具备性价比。如前所述，其市盈率约为 13.5 倍，相比 20 倍的历史中枢水平仍有较大修复空间。而从与金价的比价来看，当前处于历史中枢略偏上的位置，距离一倍或两倍标准差尚有较大距离，因此并未出现高估特征，估值方面仍可放心。最后，我们再回顾此前提到的几个因素：一是产量，目前金矿公司仍在积极扩产。国家此前推出的《高质量黄金产业发展行动计划》也明确鼓励金矿企业增加储备和扩大产能，这对黄金股形成利好；二是开采成本，随着海外通胀回落，国内金矿公司的开采成本目前处于相对平稳的水平，未来预计不会对业绩构成制约；三是 A 股市场本身，我认为当前市场情绪有望延续，赚钱效应仍在，且尚有较多资金未入场，A 股情绪的高涨也有助于带动黄金股上涨。综上，这些因素除金价外，也都可能对黄金股的表现产生重要影响。

如何参与黄金投资？首选黄金 ETF

关于如何参与，当前很多投资者对 A 股上涨既想参与又担心回调。黄金股 ETF 提供一个两全解决方案：金价横盘时，可跟随 A 股上涨；金价底部有配置盘支撑，回调风险低；若 A 股调整、避险情绪升温，金价上涨将带动黄金股行情，相对 A 股走出超额收益。以我旗下的永赢黄金股 ETF 为例，它有三个鲜明标签：全市场首只黄金股 ETF；规模很大，领先同类产品；流动性基本领先，优势明显。

26，*ST 新潮百亿油气资产大战，从北京办公室打到了美国法院

从北京办公室的交接，到美国法院的诉讼，从董事会席位到油井控制权，*ST 新潮的新旧两方人马，围绕公司规模百亿的境外资产，打响了新的争夺战。

*ST 新潮最近披露，新管理层接收该公司原来的北京办公场所时，原管理层拒不交接，且拒绝配合移交资料。不久前的 5 月、7 月，该公司刚刚完成大股东、管理层变更等系列动作，另一上市公司伊泰 B 取得了控制权。而后，该公司新旧管理层仍在多个“平行战场”展开攻

防。

拒绝交接办公场所，只是*ST新潮治理、资产控制权的一个小插曲。双方眼下正在激烈争夺的，是该公司位于美国的油气资产。

截至今年6月底，这些资产在该公司总资产中的占比，占比超过99%。早前，*ST新潮原董事长已通过一系列股权变更，将资产控制权转移至个人关联公司，并精心设计的境外股权“迷宫”，试图掌控这些资产的命脉。

近期，伊泰B开始试图接管这些油气资产。据美国法院披露，*ST新潮子公司浙江犇宝通过行使股东权利，罢免美国子企业Seewave Energy Holdings Company（以下简称“Seewave公司”）的原任董事刘珂、刘斌、李鸣等人，并相应更换为伊泰B系高管张钧昱、Ting Qiao、Sharon Kwan作为新董事。

随后，刘斌等人提起诉讼，要求恢复原任董事席位。截至8月中旬，特拉华州衡平法院举行了听证会，法官颁布了维持现状令。业内律师对记者分析称，“维持现状令”，是指新潮能源美国子企业的原管理层已被罢免，但新管理层的合法性暂未被法院确认的状态，所以在新管理层正式、彻底获得公司经营管理权之前，加上紧箍咒，以确保“维持公司现状正常经营”的状态。控制权之争延烧海外

尽管通过自行召集的股东会，强行完成了*ST新潮董事会和监事会改组，并如愿占据多数席位，但伊泰B方面派驻的新管理层，接收权力时却遭到了抵制。

根据*ST新潮近期披露，8月13日，新管理层代表接收该公司原北京办公室时，原董监高及其他关键岗位管理人员，竟无一人到场配合，也未进行任何工作交接。因此，新管理层代表只能被动清点办公室内遗留的档案资料和办公设备。前后任管理层交接的冲突，涉及该公司关键资产的掌控权。

而*ST新潮的核心资产，基本都在境外。2025年半年报显示，该公司总资产362.04亿元，境外资产占比超过99%，主要为位于美国得克萨斯州的常规油田以及页岩油气资产。伊泰B若想真正控制*ST新潮，就必须掌控该公司在海外的这些资产。

而新管理层上任之前，*ST新潮的原管理团队，就通过系列股权变更，实现了海外资产经营、决策等关键控制权利的转移，并为此布下了结构复杂的“迷宫”。也就是说，倘若不能真正实现对海外资产的实际掌控，即便取得了董监事会多数席位，伊泰B巨资买下的*ST新潮，也可能只是一个空壳，而这也是原管理层拒接配合交接达到原因所在。

根据*ST新潮2017年披露，该公司通过宁波鼎亮汇通股权投资中心（有限合伙）（以下简称“宁波鼎亮”）及浙江犇宝企业管理有限公司（以下简称“浙江犇宝”），分别以79%和21%的份额比例，持有Xinchao U.S. Holdings Company（下称“*ST新潮美国控股公司”），并通过多层美国子公司，实现对Howard、Borden和Hoople油田资产的控制。但到了2024年，该公司原董事长刘珂遭到公开举报，称其通过一系列股权变更，将资产控制权转移至个人关联公司。

公开资料看，原董事长刘珂确曾调整关键公司的控制结构。信息显示，2023年5月，宁波鼎亮由内资企业变更为中外合资企业，执行事务合伙人也由新潮能源全资子公司——烟台扬帆投资有限公司（下称“扬帆投资”）变更为“董事会/受托人或股东的名称为刘珂”的 Surge Energy Capital Holdings Company（下称“Surge Energy”）。

根据举报信息，扬帆投资以100万元的对价，向 Surge Energy Capital 转让了宁波鼎亮0.01%的财产份额。宁波鼎亮通过对原合伙协议进行大量修订，将全部决策权、管理权、分红权及资产处置权等权利，全权授予 Surge Energy Capital。一个月后，Surge Energy 又将持有的宁波鼎亮普通合伙人份额，全部转让给了 Seewave 公司。

因此，如合伙协议同样适用，则 Seewave 公司也拥有宁波鼎亮的前述全部权利。资料还显示，Seewave 由自然人刘珂控制。刘珂为新潮能源原董事长。目前，这场控制权之争已经诉诸美国法院。6月底至今，伊泰 B、*ST 新潮新管理层，与刘珂等原管理层间，已经发生了3起关键诉求，案件正在美国的三家法院审理。

油气资产控制权反复拉锯

正式取得董事会控制权之前，伊泰 B 就已采取动作，试图控制*ST 新潮在美国的油气资产。公开信息显示，今年5月27日，伊泰 B 要约收购的50.1%股份完成过户，成为*ST 新潮控股股东。随后，该公司就在6月底指称，鉴于美国相关子公司原任董事违反信义义务，导致上市公司面临退市风险，为保全和保护上市公司及美国子公司在美国的资产，防止在正常业务过程之外发生非常规行动，以及获取关键财务文件以满足公司治理要求，故向美国德克萨斯州商事法院提交诉状及禁令申请，请求对*ST 新潮及其美国子公司及其特定董事和实际控制人，分别实施临时限制令、临时和永久禁令。

7月28日，伊泰 B 方面通过自行召集临时股东大会，取得*ST 新潮董、监事会多数席位后，随即将矛头指向了后者名下的油气资产控制权。一方面，伊泰 B 向德克萨斯州商事法院提交申请，将*ST 新潮、浙江犇宝及美国部分子公司的身份，由被告调整为原告。截至8月26日，*ST 新潮和浙江犇宝，已从被告名单中撤销。一名业内人士对第一财经分析，起诉*ST 新潮、浙江犇宝，可能是伊泰 B 的保底措施，防止在国内的控制权争夺失败，试图先行冻结原管理层在美国的资产。7月底取得*ST 新潮的控制权后，伊泰 B 开始调整策略。

另一方面，*ST 新潮子公司浙江犇宝通过行使股东权利，罢免美国子公司新潮美国控股原任董事，进而罢免 Surge Energy US Holdings Company(以下简称“Surge Energy US”)、Moss Creek Resources Holdings, Inc.(下称“Moss Creek”)及 Seewave 公司的原任董事刘珂、刘斌、李鸣等人，并相应更换为张钧昱、Ting Qiao、Sharon Kwan 作为新董事。据公开资料，刘珂、刘斌都担任过*ST 新潮董事长，代表原管理层；张钧昱则代表伊泰 B，为*ST 新潮现任董事长、总经理、代理财务总监及非独立董事。（2017年的股权控制结构）原管理层方很快也发起反击。8月4日，因不服上述相关美国公司董事职务被罢免，刘斌、李鸣等三人，在美国特拉华州衡平法院起诉浙江犇宝、张钧昱、Ting Qiao、Sharon Kwan 等四名个人和企业主体，主要诉求为恢复刘珂、李鸣等人的董事职务。四天后，刘珂以同样的理由，在美国内华达州克拉克县第八司法区法院，起诉这四名个人和企业，请求恢复他的被罢免的 Surge Energy US 董事等职务。

8月12日，特拉华州衡平法院举行听证会，并颁布了维持现状令，要求*ST 新潮美国子公司

维持正常经营，但若未经浙江犇宝事先书面同意，不得开展正常业务范围外的运营，并对重大交易支出和资产处置进行严格限制。法院指令还明确裁定，美国子公司须配合*ST 新潮，提供出具强制性财务报告所需的任何信息或文件。北京市信之源律师事务所涉外业务部主任杨翌对第一财经分析，“维持现状令”（Status Quo Order）是美国衡平法体系中，法院在诉讼期间采取的一种临时禁令制度，核心功能是防止诉讼期间，一方通过单方行为损害另一方利益或造成不可逆后果。

在该案中，这个禁令在防止任何一方在判决前改变当前的公司治理状态或经营现状，确保诉讼期间公司稳定运营。“这个禁令的适用标准通常包括一项或多项：原告有较高的胜诉可能性；当前情况具有紧迫性，亦即若不采取禁令将造成无法弥补的损害；利益平衡倾向于原告；（衡平法中的一种说法，并不必然导致胜诉败诉，而是原告作为股东或者实控人，有更重大的利益关切）禁令符合公共利益。”杨翌说。（相关法律文书 图片来源：特拉华州衡平法院）油气资源归属仍未知

由于上述三起案件相互关联，目标均为*ST 新潮在美国的油气资产，因此系列案件的关键在于，特拉华州衡平法院对美国子公司 Xinchao US、Surge Energy、Seewave Energy 及 Moss Creek 当前的董事任职资格作出的判断。*ST 新潮方面称，上述判断会对其余两起案件结果和程序产生影响。

杨翌对第一财经分析，目前，特拉华州衡平法院所发布的“维持现状令”，是指新潮能源美国子公司的原管理层（刘珂、刘斌、李鸣等人）已被罢免，但新管理层（张钧昱等人）的合法性暂未被法院确认的状态，所以在新管理层正式、彻底获得经营管理权之前，给他们加一个紧箍咒，以确保“维持公司现状正常经营”的状态，避免因停摆对公司造成损失。

但同时限制新管理层进行重大交易或处置，引发后续决策效力瑕疵带来的连锁后果。杨翌进一步解释称，这一命令实质上是冻结了董事职务的变动状态，暂时维持了罢免程序后的新任管理层履职，但限制他们行使超出正常业务范围的重大决策权。

接下来，关于董事任职资格的判断，存在哪些关键因素？杨翌认为，在罢免程序合规性方面，根据中国公司法第 70 条，董事任期届满或中途辞任，需通过股东会解除职务。浙江犇宝作为股东，直接罢免美国子公司董事，需与该子公司的章程规定相符合，以及注册地特拉华州的公司法中，关于股东权利行使的规定（如是否允许股东单方罢免董事）；如果罢免程序存在漏洞，那么结果就有可能被法院认定罢免无效。其次，在于原董事信义义务违反，通俗来讲就是，原董事是否存在过错或过失。

这个问题需要大量案件细节和事实加以判断，目前披露的信息无法支撑更详细的分析判断。在新董事的适格性方面，杨翌分析，新上任的董事，除了需要满足美国的任职资格规定，作为中国公司的控股子公司，还需符合我国公司法中有关董事任职资格的要求；涉及一个境内外双重合规的问题。

即便伊泰 B 成功获取美国资产控制权，依然需要面对前管理层任职期间，就已存在的境外资产审计争议。第一财经据*ST 新潮公告梳理，该公司位于美国得克萨斯州的常规油田以及页岩油气资产，先后在 2015 年至 2019 年间陆续购入。购买 Moss Creek、Grenadier、Apache、Cordero、EOG 五项油气资产的交易金额，分别约 10.6 亿美元、4.2 亿美元、3750 万美元、

5200 万美元、1200 万美元。其中，Moss Creek 经营的油田资产，主要经营位于美国得克萨斯州米德兰盆地的 Howard、Borden 和 Hoople，产井 40 口，其中 5 口位于 Borden 郡，35 口位于 howard 郡。Grenadier 则持有位于美国德克萨斯州霍华德县、净租约面积约 1.8 万英亩的页岩油气资产，主要油藏为原油、天然气和天然气凝析液等。

但上述油田资产在审计层面，却频繁受到质疑。美国铁路委员会网站披露，由美国新潮集团运营的油井为 911 口(剔除重复项目后为 783 口油井)。但根据*ST 新潮向审计机构立信会计师事务所(下称“立信所”)提供的油井弃置义务明细表，油井弃置义务余额涵盖 1662 口油井。

立信所称，*ST 新潮提供的油井弃置义务明细表、油气资产原值变动表，与美国铁路委员会网站披露均不一致。*ST 新潮解释称，该公司提供的油井数量信息，详细列示了每口油井的 API(美国石油行业对每口油井的唯一识别号，相当于油井的身份证明)、每口油井的名称等一系列详尽信息作为支持性文件。

因 2015 年~2024 年历年收集口径不同及统计时间滞后，德州铁路委员会网站信息与公司实际运营的信息有差异，并不影响立信对油井数量的识别和审计工作。而这并非*ST 新潮境外油气资产首次遭到质疑。今年 3 月 14 日，该公司收到中瑞诚会计师事务所(特殊普通合伙)(下称“中瑞诚”)的辞任函，距离后者被股东大会批准为年审机构仅 34 天。

中瑞诚在沟通中发现，该公司境外子公司的内部控制存在“循环授权”问题：执行事务合伙方 Seewave 公司对油田运营拥有全权决策权，上市公司对预算审批、高管任免等关键环节缺乏制度约束。这种治理结构导致审计机构难以获取充分证据。2024 年 4 月，中兴华会计师事务所也曾对*ST 新潮出具否定意见的《内部控制审计报告》，直指子公司未经董事会批准，擅自调整执行事务合伙人，导致该公司被实施 ST。

27，固态电池七大核心设备全解析

固态电池近期迎来密集催化。据产业链消息，工信部项目已经开始中期验收，设备、材料方案初步定型之后，将进入供应链筛选的关键阶段，为后续量产做准备。

中国汽车工程学会标准部 9 月 10-11 日在北京召开 10 项固态电池团体标准送审审查会及 5 项标准项目启动会。从 25 年中报集中交流看，固态设备今年已落地中试/小试订单、25 年底-26 明年将初步定型方案、明确量产设计订单。全固态中试线落地后，头部电池厂加速对设备端/材料端验证+优化，产业链开启迭代升级关键期。在之前的文章中，我们梳理了固态电池三大核心赛道解析、固态电池核心材料全景解析本文重点解析固态电池七大核心设备。

01

固态电池工艺和设备概览

锂电池根据电解质含量的不同，可以分为液态、半固态、准固态和全固态四大类。全固态电池凭借高能量密度和高安全性的显著优势，被认为是下一代锂电池的终极方案。硫化物电解质是当前全固态电池领域的主流发展技术路线，在产业化过程中面临材料成本高企和工艺设备成熟度不足两大核心难题，有望从工艺到设备进行全面重构。

固态电池核心制造工艺

固态电池制造方面，目前主要以湿法为主，干法工艺逐步突破。

湿法工艺：借鉴了液态电池的制备经验，工艺成熟度高，易于实现大面积连续化生产。主要通过溶剂溶解聚合物或其他固体电解质材料形成电解质溶液，成膜后去除溶剂的制备方法。

干法电极工艺：被视为未来的主要趋势，是电池降本的有效手段，适配全固态电池的制片工艺。其具有更高的负载能力且不易开裂，更适用于硫化物电解质的特性。

等静压工艺：等静压材料致密化能力可迁移至固态电池中，改善孔隙率与电极和电解质的界面复合问题。

叠片工艺：采用层叠的方式将正负极片和固态电解质层堆叠起来，形成电池的电极体。在固态电池装配工艺中有望成为主流，配套设备精度要求大幅提升。随着固态电池产业化推进，设备环节先行受益。设备是固态电池量产的关键，其核心在于解决固态电解质与电极材料的界面接触和高效制备等难题。全固态电池与传统液态电池产线设备存在显著差异且产业价值量显著提升。

固态电池各工艺段所需设备

前段：电解质与电极制备。复合电极制备包括干法/湿法电极涂布机。电解质层制备不同路线所需成膜设备不同，且方案多样。

中段：电芯组装。固态电池不易使用卷绕设备，叠片设备需适应固态电解质的脆性特性，且精度和稳定性要求更高。层压需要等静压机，用于改善界面接触。

后段：化成与封装。化成分容需要高压化成分容设备。常规电池化成压力要求 3 吨-10 吨，固态电池压力要求更高，在 60 吨-80 吨。当前半固态电池已经实现量产，设备需求主要集中在涂布机、辊压机、注液机、化成分容设备等。

全固态电池处于产业化前夜，当前设备需求主要集中在干法电极设备、等静压机、激光绝缘制痕、叠片设备等。整体来看，变化最大的是前道，尤其是干法电极设备价值量及占比明显提升，中道要用叠片机，后道需用等静压设备，后道化成分容设备也有新变化。

02

干法电极设备

干法电极工艺作为电池技术变革的新方向，更适配全固态电池生产。相较于传统锂离子电池，干法制程缩短能耗也显著降低，对电池制造降本增效具有积极意义。相较于湿法工艺，干法在前段工序的干混、涂布、辊压和切片/制片设备变化较大，由此催生设备新增及迭代需求。

根据美国干电极设备供应商 **AMBatteries**，采用其干法设备可在电极制造中节省 40% 的资本支出和 20% 的运营支出，同时能耗和碳排放也将降低 40%。**AMBatteries** 干电极技术与传统锂离子电池生产流程对比：

国内在核心工艺干法电极领域拥有领先优势的代表厂商包括具备全固态电池整线设备解决方案能力的先导智能、在干法电极设备领域拥有先发优势的纳科诺尔、已交付国内头部企业首条全固态电池整线设备的利元亨、已布局干法前段整线成膜技术的曼恩斯特、推出了第三代全固态干法电极工艺的赢合科技以及宏工科技（干法混料）、曼恩斯特（干法电极设备）、先惠技术（干法电极涂布）、软控股份（干法混料）等。

03

涂布设备

涂布设备将固态电解质均匀涂覆在电极表面，形成离子传导层。干法电极涂布机采用无溶剂工艺，实现高能量密度电极制备，确保电极材料的均匀性和一致性。例如，先导智能全固态整线解决方案覆盖全固态电极制备、25 年公司为韩国头部电池企业客户定制的固态干法电极涂布设备已顺利发货至客户现场。赢合科技推出了第三代干法混料纤维化+干法成膜工艺集成化设备。

04

辊压设备

辊压是成膜环节关键工序，也是保证电极厚度均匀一致的关键步骤。辊压精度和膜厚均匀性对电极的成品率、能量密度和电池性能稳定十分重要。全固态下电解质及正负极要求高压实密度和低孔隙率，辊压设备成为硫化物成膜和全固态电池的核心设备。传统辊压设备厂商中，包括纳科诺尔、赢合科技、先导智能、易鸿智能、浩能科技、海裕百特等在辊压设备方面具备显著优势。干法辊压的速度和压力直接影响极片的压实密度，干电极成膜设备代表厂商有纳科诺尔、赢合科技、曼恩斯特、先惠技术、灵鸽科技和嘉拓智能等。例如，纳科诺尔绑定国内固态电池第一阵营的清陶集团；宏工科技与清研电子合作，布局干法电极前端混料工序设备；赢合科技已推出了第三代干法搅拌纤维化+干法成膜全固态工艺；科恒股份的干法电极设备已交付客户使用；利元亨掌握全固态电池整线装备的制造工艺，技术矩阵涵盖干法电极设备、锂铜复合设备等；灵鸽科技与宁德时代合作，参与半固态电池产线建设，初步完成干法前段整线的成膜技术布局。此外，海目星、信宇人、金银河等设备厂全面布局干法工艺设备。

05

等静压设备

等静压是先进成熟的材料致密化技术，在陶瓷和粉末冶金等领域已有广泛应用。在固态电池中，传统的热压和辊压方案提供压力有限且施加压力不均匀，难以保证致密堆积的一致性要求。中段工序中，叠片和静压设备是技术核心。固态电池工艺上，选用等静压设备解决固固界面问题。对极片或电芯进行高压致密化处理，减少界面阻抗，提升电池性能。等静压机主要分为冷等静压机、温等静压机、热等静压机三类。其中，冷等静压是目前最常用的等静压成型技术。目前国内宁德时代、比亚迪、先导智能、利元亨等头部企业均在等静压工艺上有深入布局，且已形成相关专利，纳科诺尔等企业也在积极研发等静压设备。

06

激光绝缘制痕设备

激光绝缘制痕设备通过超快激光（皮秒/飞秒级），在极片边缘精确刻蚀微槽或痕道，形成绝缘胶注入路径。随后填充 UV 胶并固化，最终形成封闭的胶框结构。该环切要求激光刻蚀实

现微米级控制，以适配固态电池对极片边缘绝缘的严苛要求。德龙激光、赢合科技和先导智能等在该领域重点布局。例如，德龙激光聚焦极片制痕绝缘、干法电极激光预热、超快激光极片制片等关键技术；赢合科技掌握湿法涂布和干法成膜双路径设备；先导智能在固态电池领域以全工艺链覆盖为核心，激光复合转印和高速叠片均有所布局。

07 叠片机

在固态电池中段设备中，叠片机有望取代卷绕机占据主导地位。采用叠片方式生产的电池能量密度更高且内部结构更稳定。当前叠片工艺是全固态电池的主流装配方案，叠片设备将正负极片与固态电解质层叠片成电芯。海外丰田、QuantumScape 等头部企业均以叠片工艺为核心推进全固态电池量产。国内包括海目星、科瑞技术、先导智能、利元亨等在叠片设备深入布局。例如，科瑞技术拥有包括 CE 切叠一体机、Z 型切叠一体机、激光切叠压一体机等全系列叠片产品；先导智能从整线解决方案到各工段的关键设备覆盖，包括固态电池切叠和电芯致密化、组装、化成分容等工艺整线；利元亨 Z 字型叠片机处于行业前沿，实现了整机 0.1s/pcs 的高效叠片速度与 $\pm 0.3\text{mm}$ 的超高精度对准；海目星在前制程中的电池前段极片的激光设备、电池结构形成过程中的特种叠片有独特的技术。

08

化成分容设备&电池测试设备

固态电池要求大压力化成，化成压力要达到 60~80 吨，由此产生高压化成分容设备需求。该环节中，利元亨为固态电池厂商清陶能源陆续提供化成分容、激光焊接、激光模分一体机、电芯装配线等设备；先导智能为宁德时代、辉能科技等提供固态电池产线；华自科技迭代锂电后段生产设备等产品与技术，目前已向头部锂电厂商交付半固态电池量产线。此外，固态电池测试设备包括武汉蓝电等厂商率先布局。2020 年中国首次将固态电池研发上升到国家层面，2025 年 4 月工信部印发建立全固态电池标准体系。从行业共性目标看，2027 年为小批量量产装车目标，2030 年为完善、成熟并大规模量产目标；第一代全固态电池能量密度集中在 350-400 瓦时/公斤，第二代目标达 500 瓦时/公斤。政策加码下，宁德时代、国轩高科、卫蓝新能源、亿纬锂能、比亚迪、清陶能源（与上汽合作）等头部电池厂/车厂均将量产时间定于 2027-2030 年间，电池能量密度目标在 400Wh/kg 左右。整体来看，固态电池产业已经处于商业化前夕，量产节点临近，具备核心工艺突破能力的设备商将主导新一轮产业格局重塑。

28, 名创优品最新进展：MINISO LAND 全球壹号店月销 1600 万元 TOP TOY 进驻日本

9 月 1 日消息，名创优品向外界透露，位于上海南京东路的 MINISO LAND 全球壹号店单月实现销售额 1600 万元，刷新名创优品全球单店单月业绩纪录。其中，IP 产品作为业绩核心驱动力，销售占比高达 83%。

财报数据显示，2025 年第二季度名创优品集团总营收达到了 49.7 亿元，同比增长 23.1%。其中中国内地营收 26.2 亿元，同比增长 13.6%，海外营收 19.4 亿元，同比增长 28.6%，全球化布局持续深化。截至 2025 年 6 月 30 日，名创优品品牌国内门店数 4305 家，本季度净增 30 家，海外门店数 3307 家，本季度净增 94 家。

关于 MINISO LAND，名创优品在财报中提到，截至 6 月末，全国 MINISO LAND 已拓展至 11

家，覆盖上海、北京、广州、成都等核心城市，平均月店效达数百万。名创优品本季度国内净增加门店 30 家，其中包括了 7 家 MINISO LAND，截至 6 月末，名创优品在全国布局 11 家 MINISO LAND，覆盖上海、北京、广州、成都等核心城市，平均月店效达数百万。

此外，今日消息，名创优品集团旗下 TOP TOY 日本首店近日于东京池袋 Sunshine City 正式开业，首日销售额突破 1100 万日元（约合 53 万元人民币）。

名创优品最新财报显示，二季度名创优品集团旗下潮玩品牌 TOP TOY 营收达 4 亿元，同比大增 87.0%，据悉，全球投资机构淡马锡领投 TOP TOY，投后估值达到约 100 亿港元。

据了解，3 月初，有报道称，名创优品计划分拆 TOP TOY 在香港上市，筹资约 3 亿美金。不久后，TOP TOY 上海南京东路步行街首家全球旗舰店正式开业，并召开品牌战略升级发布会：宣布海外扩张计划，计划未来五年在全球 100 个核心商圈范围，开设超 1000 家店。其中，海外销售占比目标突破 50%，产品销售要覆盖超过 150 个国家，并且希望中国 IP 的占比能达到 50%以上。

5 月份，TOP TOY 与 HiTOY 海创文化成立合资公司“果然有趣”，强化自有 IP 矩阵，TOP TOY 持股 51%。合资公司重点运营 HiTOY 旗下 IP，包括治愈系潮玩“Nommi 糯米儿”和“Maymei 霉霉”等。

据名创优品财报，TOPTOY 的出海布局开始于 2024 年。这一年，TOP TOY 在马来西亚、印尼、泰国等东南亚国家总共开设了 4 家门店。

早在 2024 年 8 月，TOP TOY 便以店中店的形式入驻名创优品印尼雅加达 Central Park 旗舰店；同年 10 月，TOP TOY 在泰国曼谷正式开出海外首家独立门店；11 月，马来西亚首店也在吉隆坡华氏 88 广场开业。据报道，“泰国和印尼的店都是当月就盈利了，大概三到四个月就能收回成本，目前每个月的流水大约在 100 万。其中，马来西亚的第二家店开业首月就达到了 150 万的流水。”

截至 2025 年 6 月 30 日，TOP TOY 门店总数达 293 家。

29. 京东和美团估计要气死了

饿了么市场份额从 30%上升至与美团持平，淘宝 APP 日活用户数激增 17%，阿里巴巴港股大涨 18%，充分显示市场对其战略的认可。

本来这场外卖战争是京东首先发起的，结果花了 100 亿，外卖市场份额不升反降，伤敌不知道有没有八百，但自己首先损失了一千。

美团则被彻底打吐了血，市场份额从 70%降到了 44%左右，独家商户日活跃数首次下降。以前大家认为坚不可摧的护城河被彻底打开。后续比烧钱和用户粘性，肯定是干不过淘宝。大家觉得呢？

30，国泰君安国际：正式推出加密货币交易服务，能否复制 Robinhood 三年九倍走势？

香港虚拟资产市场迎来王炸级事件。

8月28日，国泰君安国际宣布正式推出面向境外投资者的“加密货币交易服务”，标志着这家中资券商在数字资产领域的布局迈入了全新阶段。

作为首批中资券商中真正实现数字资产“直连交易”的机构，这一消息不仅令市场瞩目，更在行业内掀起了广泛讨论。

一、加密货币交易服务是最关键的一块“拼图”

国泰君安国际全新推出的加密货币交易服务覆盖比特币（BTC）、以太币（ETH）、雪崩币（AVAX）、Chainlink（LINK）、Solana（SOL）等主流品种；具备专业投资者资格的客户可进阶交易瑞波币（XRP）、泰达币（USDT）、美元稳定币（USDC）等稳定币。公司 7×24 小时向投资者提供交易及资金调拨服务，并同步提供合规框架内的产品分销和投资顾问服务。已开通国泰君安国际证券账户的合格客户，只需通过君弘全球通手机应用即可快速开通加密货币交易账户。

这意味着客户无需借助第三方平台，即可在中资券商的综合账户体系内直接完成虚拟资产交易。从更宏观的视角看，国泰君安国际借此构建起连接传统金融与数字资产的“接口”，将稳定币等关键要素纳入主流金融基础设施。

回顾其发展历程，国泰君安国际早在 2023 年就将数字资产纳入核心战略。随着香港特区政府释放出积极政策信号，该公司迅速展开系统性布局，以一系列“首例”动作为香港市场带来诸多突破：2024 年 1 月率先拿下虚拟资产相关产品经纪业务资格；4 月将场外衍生品纳入服务包；5 月推出以现货 ETF 为基础的结构化产品，为专业投资者打开 ELN 新通道；12 月再获虚拟资产交易平台介绍代理人资质，初步形成“入口+通道”的双轮驱动模式。

进入 2025 年，其推进节奏进一步加快：4 月完成数码债券发行业务；5 月拿到代币化证券交易与咨询的无异议函，并分销首单代币化货币基金；6 月实现牌照升级，打通交易、咨询、代理、发行、分销全链条；7 月成功发行中资券商首单公募数码原生债券，并兼任全球协调人及结算行；日前，国泰君安国际推出首批结构化产品通证，包括固定收益可赎回通证产品和挂钩美股 ETF 保本型通证产品。至此，国泰君安国际已清晰构建出一条覆盖传统证券与数字资产、现货与衍生品、发行与分销的完整价值链。

特别值得强调的是，牌照优势构成了国泰君安国际最核心的竞争壁垒。

香港证监会对虚拟资产相关业务划下五类牌照：运行交易平台、管理高比例虚拟资产组合、在综合账户中提供交易服务、提供咨询服务、担任介绍代理人。在港持牌中资机构中，国泰君安国际是唯一形成全链条闭环的机构。这种稀缺性直接转化为客户体验：无需跳转第三方平台，无需额外开户，交易、清算、托管、顾问均可在一个账户内完成，合规与效率兼得。可以说，凭借难以复制的全链条资质护城河，国泰君安国际将显著拉开与竞争对手的差距。

因此，8月28日正式推出的加密货币交易服务，可谓水到渠成的重要里程碑。这不仅标志着国泰君安国际业务矩阵的进一步扩展，更意味着香港市场迎来了“传统持牌机构直接参与”的一块关键性拼图，象征着该地区的虚拟资产市场正从“边缘探索”全面走向“主流融合”。

二、它山之石：国泰君安国际是否能复制三年九倍走势？

全球资本市场正在经历数字化与虚拟资产浪潮的深刻变革。2025年，美国国会快速推进稳定币立法，叠加欧盟 MiCA 与新加坡等制度落地，全球范围的监管框架逐步清晰。在香港市场，虚拟资产则被赋予战略窗口意义。2025年2月发布的“ASPIRe”蓝图与5月落地的《稳定币条例草案》，为行业注入确定性。

1、从 Robinhood 的故事说起：

Robinhood 的发展史堪称数字资产驱动商业模式的教科书案例。尽管它的故事发生在不同监管半径与市场深度之下，却指向一个事实——谁能把传统金融服务与数字资产能力深度融合，谁就能把估值想象力的闸门彻底打开。

Robinhood 早期以“零佣金+碎股交易”颠覆传统券商模式，但其真正的质变始于2018年加密货币业务的引入。2025年Q1，加密货币收入占其总收入的28%，较早期低位跃升近十倍；相应的，其股价在近三年间翻了九倍。

券商切入数字资产领域的商业逻辑并不复杂，打开的想象空间却十分显著。

当交易场景从“股票+期权”扩展到“加密资产+代币化美股”，Robinhood 在供给端完成了资产类别的指数级扩容，在需求端则通过零佣金、碎股、24x5 交易等极致体验把原本游离于华尔街之外的 Z 世代与千禧一代系统性纳入资本市场。

这种模式的优势十分明显：资产端的“多”与用户端的“广”相互强化，带来两个关键结果：

一是以 PFOF（订单流返佣）与息差收入为代表的收费模式被重新定价。市场发现，只要用户生命周期足够长、资产换手率足够高，即使单笔佣金为零，平台仍能从做市商返佣、融资融券、现金管理、信用卡等多条管道持续兑现 ARPU 提升。实际上，Robinhood 在撮合过程中实际赚取的加密货币交易费率远高于同期股票和期权。

二是数字资产天然的高波动、高周转特性，让收入及盈利的弹性呈非线性放大。根据公告，2024年 Robinhood 的加密货币收入飙升至 6.26 亿美元，超越期权成为最大交易收入来源，推动整体收入同比增长 57.8%，净利润增长超过 360%。

2、国泰君安国际与 Robinhood 间的逻辑映射：

我们可以看到，数字资产驱动收入与利润爆发。这个飞轮逻辑，在国泰君安国际身上几乎可以找到一一对应点：

首先，国泰君安国际同样具备从传统经纪、投行、自营等业务切入数字资产交易业务的巨大

潜力。其次，从增长潜力看，香港已成为全球虚拟资产的重要试验田，国君国际作为首批获得虚拟资产全链条资质的中资券商之一，具备先发优势。另外，国泰君安国际未来的收入增量不仅来自交易佣金，还包括资产代币化等更具前景的业务。这一点与 Robinhood 探索 RWA 代币化、区块链基础设施异曲同工。

商业逻辑的映射，带来了估值映射。类似的，近期国泰君安国际迎来了估值的强劲修复。国泰君安国际兑现“传统盘 + 数字资产”双轮驱动下逻辑，有望获得进一步的估值修复基础。

3、二者间的“不相似处”恰是国泰君安国际的优势来源：

值得一提的是，做投资映射时往往还会辨析“不相似处”。这可能恰恰是国泰君安国际的优势来源之一。

首先监管框架方面，香港对虚拟资产已采取牌照化与分层分步落地路径，边界更清晰、合规成本可预期，这与美国在 7 月份才签署联邦层面稳定币立法、其他虚拟资产的联邦统一框架仍处于推进阶段形成对比。制度的确定性提高了业务可持续性，有助于券商将“事件性红利”沉淀为“可经营的现金流”。

另一处“不相似”，在于国泰君安国际拥有更“稳健的基本盘”——国泰君安国际刚发布的财报，可以印证这个观点。

三、盈利同比激增 182%，ROE 抬升至 7.3%

国泰君安国际昨日公布 2025 年中期业绩，用一连串“历史新高”与“倍数跃升”再次刷新资本市场对中资券商成长曲线的想象。期内集团录得总收入 28.25 亿港元，同比增长三成，创下中期营收新高；普通股股东应占溢利 5.5 亿港元，同比激增 182%，盈利弹性远超收入增幅；年化 ROE 从低位一举抬升至 7.3%，派息比率维持 87% 的高水平，每股派发 0.05 港元中期股息。数字背后最直观的信号是：公司不仅赚得多，而且愿意与股东分享——在港股市场，这种“高盈利+高派息”的组合几乎就是估值起跳的催化剂。

拆解收入结构可见，国泰君安国际逐步摆脱对传统单一通道的依赖，财富管理、企业融资、机构交易与投资业务齐头并进。佣金及费用收入 5.41 亿港元，利息收益 11.96 亿港元，交易及投资净收益 10.88 亿港元，三大支柱均实现扩张，带动整体收入分布更均衡、更具韧性。

财富管理分部收入占比超过三成，其中经纪业务佣金同比升 46%，显著跑赢大市；企业融资承销费收入大增 85%，集团上半年共参与 150 笔债券发行承销，发行总规模约 2,588 亿港元，同比分别增加 33% 与 38%，在中资离岸债主承销榜中无论是数量还是金额均稳居第一；股权端则抓住新能源、机器人、智能驾驶等风口，作为联席全球协调人助力宁德时代完成港股 IPO，并协助 18 家企业递交主板上市申请；作为配售代理人，集团承销港股再融资项目 12 笔，位居市场第一。衍生品方面，集团在港股场内衍生品交易规模稳居市场前列，金融产品业务规模期末达 417.4 亿港元，较去年底再增 4%。

资本实力的同步夯实为业务扩张提供了安全垫。其资产负债表呈现“轻杠杆、高流动性”特征：截止报告期末，其总资产 1,220.1 亿港元，流动资产净值 13.12 亿港元，流动比率 1.13 倍；

名义杠杆比率 7.04 倍。

分析师指出，港股市场的利好环境为国泰君安国际的业绩提供了强劲支撑。

2025 年上半年，港股日均成交额 2,402 亿港元，较去年同期增长接近翻倍，流动性显著改善。中金非银金融分析指出，港股正经历资产与资金共振的新时代，数据显示，今年上半年港股 IPO 规模超过 1000 亿港元，同比翻了超七倍，创多年新高。其中，A+H 上市企业融资占比上升，中概股回流趋势加速，带动估值中枢上移。

资金端方面，境内南向资金与零售投资者的活跃参与正改变港股传统“外资主导”的格局，南下持仓占比稳步上升，零售成交比重持续扩大，推动换手率系统性改善。截至 7 月底，南向资金在国泰君安国际持股比例大幅增至 15%。

展望下半年，港股“牛市”具备进一步流动性支撑。国元证券研究所认为，8 月 22 日美联储主席鲍威尔讲话释放鸽派信号，为 9 月降息打开空间，港股市场交易额有望长期稳定在日均 2,000 亿港元以上。这不仅直接提升券商及投行业务的盈利空间，也推动整个港股市场进入资产与资金“双轮驱动”的新时代。

结语

当下，香港正处于虚拟资产制度化、规模化的关键拐点，国泰君安国际的先发优势、制度优势与基本盘优势相叠加，为其打开了一个远超“传统券商估值模型”的想象空间。如果说过去十年，香港资本市场的关键词是“国际化”，那么未来十年，或许将是“数字化+融合”。

在这一进程中，国泰君安国际已然成为最有可能复制、甚至超越 Robinhood 式成长曲线的中资代表。更重要的是，它并非依赖单点爆发，而是通过打造可持续的合规护城河、持续增强客户黏性、不断丰富产品生态，形成穿越周期的增长能力。

市场期待的不仅是 ROE 的持续抬升，更是估值体系的重塑。

31，比亚迪港股大跌 5%：第二季净利 63 亿同比降 30% 出现三年来首次下滑

上周五公布财报后，比亚迪股份有限公司（证券代码：002594，证券简称：比亚迪）周一股价出现大跌。

截至周一收盘，比亚迪港股下跌 5%，以收盘价计算，公司股价为 108.4 港元，市值为 9883 亿港元，跌破了万亿港元的规模；比亚迪 A 股也下跌 3.82%，以收盘价计算，公司股价为 109.7 元，市值为 10002 亿元。

比亚迪股价下跌的背后，是公司季度利润出现了三年多来首次下滑。分析认为，当前遏制汽车行业的价格战的举措削弱了比亚迪的竞争优势。

Q2 净利 63.45 亿 同比降 30%

财报显示，比亚迪 2025 年上半年营收为 3712.81 亿元，较上年同期的 3011.27 亿元增长 23.3%。

比亚迪 2025 年上半年净利 155 亿，较上年同期的 136.31 亿增长 13.79%；扣非后净利为 136 亿元，较上年同期的 123.15 亿元增长 10.43%。

比亚迪 2025 年第一季度营收为 1703.6 亿元，较上年同期的 1249.44 亿元增长 36.35%。

比亚迪 2025 年第一季净利 91.55 亿，较上年同期的 45.69 亿元增长 100.38%；扣非后净利 81.72 亿，较上年同期的 37.52 亿元增长 117.80%。

这意味着比亚迪 2025 年第二季度的净利为 63.45 亿元，扣非后净利为 54 亿元；比亚迪 2024 年第二季度的净利为 90.62 亿元，扣非后净利为 85.63 亿元。

这意味着比亚迪 2025 年第二季度净利同比下降 30%；扣非后净利同比下降 36.9%。

比亚迪销售势头疲软 护城河遭遇反内卷挑战

近年来，比亚迪利用其垂直整合的供应链为大幅降价提供资金，并引发中国汽车行业持续多年的价格战，从而实现销量的快速增长。

但今年以来，中国汽车行业反内卷，导致了比亚迪“意外的业绩不佳”源于“销售势头疲软，以及结构性逆风侵蚀其曾经强大的竞争护城河”。

Jefferies 日前发布的报告称，他们下调了比亚迪 2025-2027 年的盈利预测，以反映这一情况。“简而言之，比亚迪的‘摇钱树’——由规模、成本削减和技术领先地位推动——已经失去速度。在其恢复势头之前，业绩不佳的可能性很大。”

比亚迪 2025 年前 8 个月的销量为 286.39 万辆，较上年同期的 232 万辆车增长 23%，但比亚迪 2025 的全球汽车销量目标是 550 万辆，这意味着仅完成目标的 52%。

32，寻找 A 股的下一个风口——写在大盘十年新高之际

前言蛇年夏天，A 股与美股同创十年新高。牛市的脚步，似乎近了。历史上的牛市，总是包裹着宏大叙事的外衣，鼓吹着产业革命的号角，呈现着流动性的盛宴，上演着夸张式的戏码。如同一台巨大的投票器，不偏不倚地指向人声鼎沸处。

狂欢之下，必有焦虑。有人踏空机器人，有人错过新消费，有人遗忘北交所，有人低估光模块……匆匆追逐，频频换股，一路追涨杀跌而来，市场的鲜花却总依偎在别人的怀抱。

牛市的正确方式，在于“守正出奇”：守正者，坚守牛市的主线。每一轮牛市都有一条契合宏观与产业的主线，把握它，便如持罗盘于海上，再大的风浪也不会迷失方向；出奇者，寻找人迹的罕至。当主线某些角落已人满为患时，循其脉络，挖掘那些被喧嚣掩盖的寂静之地，

或许能找到那些正悄然兴起的下一个风口。

往者不可谏，来者犹可追。蛇年金秋在即，西岐惟愿读者：不必执着于喧闹派对处跳出炫目舞步，而应致力于曲终人散时扎根盈利磐石。这需要的，或许是一场深刻的平衡之术——立足胜率，于趋势中闻风起；寻找赔率，于无人处待花开。

那些未被踏足的寂静之地，往往孕育着第一缕穿透黑暗的晨光。

龙年秋天，A股正处于2800点保卫战的至暗时刻：国内经济承压、特朗普重返政治舞台的概率攀升、中国AI追赶北美之路仍任重道远……正是在这片几乎无人问津的“寂静之地”，西岐于8月10日连续发布《刺激内需，能否重演2014年的秋季逆转？》为首的三篇檄文，预判2024年类似于2014年“内忧外患”交织的背景，而中国稳增长政策有望全面升级——那些被严重低估的内需与科技潜力，正悄然酝酿着股市时隔十年的第一缕曙光。

蛇年秋天，上证综指强势站上3800点，股市久违地重新成为万众的焦点。在AI算力作为最强风口连续三年气势如虹时，在中美股市联袂创下十年新高时，市场的牛熊之辩似乎已显得不合时宜，但未来的主线方向却尤为可期。西岐将通过回溯此轮行情的成因，带领读者穿越周期的迷雾，探寻A股的下一个风口——那些在主线的寂静之地上亟待破茧的明日之星。

【全球牛市预期正在形成】

2025年，是特朗普重返白宫的第一年。许多人曾预言关税战将给全球股市蒙上阴霾，然而现实却走向了相反的方向——全球资本市场非但没有陷入低迷，反而迎来了一场普遍而强劲的上漲。从纽约到东京，从法兰克福到香港，主要国家和地区的股指接连突破20%涨幅的“牛市分界线”，一场跨越东西的牛市正在悄然席卷。尤其引人注目的是，越南、中国等新兴市场一改往日颓势，久违地扮演起了这一轮全球普涨的“领头雁”。

本轮牛市预期并非凭空而来，其背后有着坚实的逻辑支撑：其一，全球流动性的反转。在经历了两年的货币紧缩之后，美联储、欧央行等主要央行相继由鹰转鸽，新兴市场也及时跟进，共同打开了流动性的闸门；其二，AI革命正从概念全面走向落地。AI大模型历经多次迭代后，已不再只是炒作题材，而是开始呈现商业价值，不仅支撑了AI巨头的估值，也带动了整个科技股的价值重估；其三，市场对关税战逐渐形成“情绪钝化”。经过二季度的关税博弈后，市场逐渐意识到，美国的单边行动受到国内现实与国际竞争的双重制约，最终走向全面脱钩的可能性已大幅降低。在全球牛市预期持续升温的背景下，2025年中国资本市场的表现尤为亮眼。A股与港股联袂上演了一场超预期的估值修复之旅。这也印证了西岐去年在《924行情：抗通缩的“长津湖战役”》报告中所提出的观点——924行情是中国抵御通缩的关键一战，它不仅一举扭转了中国资产价格的颓势，更有望奠定堪比1999年“519行情”、2014年“秋季逆转”的史诗级印章。

综上所述，2025年前八个月的全球性上涨，源自流动性拐点、AI产业推进与地缘情绪缓和的三者共振。中国股市时隔十年再度走强，既为世界资本市场注入了强劲的东方动能，也有望扭转国内对抗通缩之战的悲观预期。这场堪比PC互联网与移动互联网的结构性牛市行情，不仅是世界对中国综合国力的重新审视，更是资本市场对中国科技产业的信心归来，这注定不会只是昙花一现。

【本轮主线的空间还有多大？】

去年 924 以来的行情与 1999 年的“519 行情”、2014 年的“秋季逆转行情”一样，都诞生于市场情绪低迷和宏观环境承压的时刻。正是在旧周期趋于尾声、新动能尚未完全显现的阶段，实体经济迫切寻求新兴产业的突破，资本市场也对“新叙事”充满渴望——这为科技产业崛起提供了绝佳的土壤，也令它毫无悬念地成为行情的主线：

519 行情：全球互联网泡沫的浪潮。中国引入了“网络股”的概念，讲述的是“信息高速公路”将如何重塑商业逻辑的故事。

14 年行情：移动互联网产业的浪潮。中国的标志性叙事是“互联网+”，即通过移动互联网技术赋能甚至改造传统行业。

924 行情：立足于全球 AI 革命的大背景。中国的叙事逻辑是“新质生产力”，以人工智能为代表的新技术正推动第四次工业革命，重构全球生产力格局。

尽管市场已普遍接受科技是贯穿本轮行情的主线，而人工智能更是站在浪潮之巅，但鉴于部分 AI 板块三年来的涨幅巨大、交易拥挤，不少投资者开始担忧其后续的行​​情空间。

我们尝试通过回顾历史上两轮经典的结构性牛市——核心资产牛市与新能源牛市，试图对 AI 产业的行情空间作出预判：

一、核心资产牛市复盘

第一阶段（启动期）：2016 年底至 2018 年中，公募基金对茅指数成分股的配置比例从 8.1% 升至 21%，区间超额收益（相较沪深 300）达 99.31%，成交额占比升至 5.77%；**第二阶段（主升浪）：**2018 年 Q3 至 2020 年 Q1，配置比例从 22.3% 升至 25.8%，超额收益 99.06%，成交占比维持在 4.8%-7.0% 之间波动；**第三阶段（泡沫期）：**2020 年 Q2 至 2021 年 Q1，配置比例从 27.9% 大幅攀升至 43.9%，超额收益 83.38%，成交额占比从 5.7% 跃升至 15.13%。

二、新能源牛市复盘

第一阶段（启动期）：2018 年 Q4 至 2020 年 Q1，中证新能指数超额收益 34.97%，公募配置比例从 4.2% 提至 5.7%（峰值 6.7%），成交占比由 3.29% 最高升至 4.95%；**第二阶段（主升浪）：**2020 年 Q2 至 2021 年 Q1，超额收益 98.00%，配置比例从 5.7% 升至 9.6%（峰值 12.2%），成交占比从 4.25% 升至 8.95%；**第三阶段（泡沫期）：**2021 年 Q2 至 2022 年 Q2，超额收益 89.18%，配置比例从 9.6% 跃升至 21.9%，成交占比从 7.42% 升至 8.48%（峰值 11.02%）。

从交易数据来看，截至今年上半年，AI 相关指数已实现超额收益 85.15%，公募配置比例从 8% 快速提升至 12%，成交额占比更从 8% 大幅攀升至 18%，显示出巨大的市场热度。但是借鉴核心资产与新能源牛市的经验，AI 投资周期仍处于行情的第一阶段后期，远未到达交易层面的巅峰状态。随着产业的发展，未来的交易行情有望进入爆发力更强的第二、三阶段，优质的 AI 企业长期仍具备巨大的市值空间。

【AI 主线即将进入第二阶段】周期从不会简单重复，却总在产业更迭中押着相似的韵脚。在一轮完整的科技牛市中，板块内部往往遵循从“硬”到“软”、从“上游”到“下游”、从“故事”到“业绩”的轮动节奏。借鉴移动互联网的经验，科技产业周期通常可分为三个阶段：

第一阶段：基础设施构建期。核心驱动力来自硬件与底层技术的突破。市场首先追捧为新技术提供“卖水”与“卖铲子”的基础设施企业，包括半导体、通信设备、传感器、服务器等构成商业应用物理基础的领域。

第二阶段：商业应用落地期。随着硬件普及与成本下降，市场焦点转向软件、平台与服务的创新。如何借助基础设施实现商业化成为关键，典型如互联网平台崛起、移动应用生态繁荣，以及各类 SaaS 模式的成熟。

第三阶段：新技术全面渗透期。技术应用趋于成熟后，开始向传统行业、细分场景及社会生产全环节深度渗透。例如工业互联网、智慧农业、金融科技、医疗数字化等跨界融合，推动效率重构与价值重估。

比照上图的移动互联网周期，当 ChatGPT 首次实现认知突破，AI 产业正式迈入第一阶段——2022 年 GPT-3.5 上线，5 天用户突破百万；2024 年 GPT-4o 发布，叩响多模态之门；2025 年 GPT-5 面世，API 调用价格大幅下调……过去三年我们见证了 AI 的“基建狂潮”，以 NVIDIA 为首的“卖铲子”公司成为市场焦点。作为 NV 产业链的真实受益者及海外映射标的，国内光模块、PCB、液冷等硬件板块获得了巨大的绝对收益和超额收益，充分呼应了历史上科技周期第一阶段特征的经验。

在硬件板块主升浪之后，AI 能否如移动互联网那样，在启动后的第三年顺利过渡至应用为主的第二阶段？历史的答案是，科技周期实现这一转换依赖两个核心因素：一是技术成本大幅降低。只有当 AI 推理成本降至足够低位，应用创新的门槛才能真正打开；二是出现如“iPhone 时刻”般的杀手级应用。唯有大规模商业模式落地，资本焦点才会从基建转向应用。从第一个核心因素——成本角度看，GPT-5 的推出或许意味着 AI 产业正迈入成本优先的商业化阶段。本月 OpenAI 在北美 AI 高歌猛进之际推出 GPT-5，调用成本显著下降，输入价格仅为 GPT-4o 的一半。尽管资本市场因其性能迭代不及预期而致使应用板块回调，但成本下降释放出一个明确信号：AI 已如云计算般步入“价格战”阶段，告别纯粹的“参数竞争”，未来将加速在垂直场景中的落地应用。

从第二个核心因素——杀手级应用来看，北美正在引领全球应用场景的风向标。尽管当前美国 AI 产业呈现“头重脚轻”格局——基础设施层高度繁荣，应用层则处于“寒武纪大爆发”初期，物种多样但尚未形成绝对主导者，但美国已构建起从底层芯片到大模型的完整生态闭环，为应用创新提供了肥沃的土壤。开发者正在如“搭乐高”一般便捷调用顶尖 AI 能力，使得 AI 应用的商业化进程明显快于 SaaS 等类似产业。自 ChatGPT 发布以来，AI 应用类企业市值增长显著。消费端以 Meta、Spotify 涨幅居前，新上市的 Reddit 和 Figma 亦受瞩目；企业端则以 Palantir、Applovin 为代表，传统 SaaS 厂商如 Salesforce、SAP 也加速转型。截至 2025 年 8 月 7 日，十大 C 端应用企业总市值较 2022 年 11 月 30 日增长 508%，B 端软件企业增幅达 293%，整体呈现出应用产业正在爆发的前夜特征。综上所述，一轮科技牛市的演进，本质是技术扩散与价值链传导的过程：始于对未来想象的憧憬，经商业模式的探索与创新，最终落于实实在在的盈利兑现。尽管 AI 产业总体仍处第一阶段，但随着 GPT-5 传递出的成本优化信号，以及北美在应用领域的持续突破，AI 迈向应用为王的第二幕已近在咫尺。

【AI 第二阶段的风口：应用为王】

于中国而言，真正的机遇，藏身于商业价值更为广阔的 AI 第二阶段——应用创新。在 AI 产业的第一阶段，竞争的核心在于原创理论突破、基础大模型与高端算力资源。美国之所以占据优势，源于其长期持续的基础科研投入、在全球半导体领域的霸主地位，以及对顶尖人才的强大虹吸效应。中国若要在 AI 领域实现“弯道超车”，关键在于价值超越，而未必是技术超越。

当前北美的 AI 应用已呈星火之势，中国的应用市场却尚未全面爆发，主要受限于以下几点：第一，底层模型能力存在差距。尽管国产大模型进步显著，但在综合能力上仍与 GPT-5 等顶尖模型有距；第二，高质量语料不足。中文互联网在语料质量与开放性方面，相较英文世界仍有差距；第三，市场付费环境不同。美国具备成熟的企业软件付费文化与 SaaS 生态，用户愿为效率提升支付溢价。尽管在 AI 应用层面中国稍显滞后，但正如 2015 年《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》拉开了中国互联网应用赶超全球的序章，今年《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》的发布，也正式标志着中国 AI 应用进入政策推动的加速阶段。在这场落地与融合的竞赛中，中国手握一副独特且潜力巨大的牌：海量的数据与极其丰富的现实场景、规模庞大的工程师红利与高效执行力、统一大市场与政府强推动力和全球领先的数字基础设施。未来全球 AI 产业格局，很可能呈现“双峰并峙”的态势：一端是美国不断突破技术上限，另一端则是中国不断拓宽应用边界。接下来的两到三年，将是中国 AI 应用崛起的关键窗口期。能否在以下“AI+”领域实现换道超车，将直接决定中国在本轮 AI 产业革命中的全球角色：

第一：AI + 实体经济。作为 AI 应用最坚实、价值链最长的方向，这也是中国最具优势的主战场，涵盖智能制造、智慧能源、智慧农业等。核心是通过 AI 对传统产业进行全面赋能，实现降本增效与模式创新。

第二：AI + 生物医学。这一领域最能体现“科技向善”的理念，也极具产业和社会价值，包括 AI 辅助药物研发、医学影像与诊断等。未来 AI 将逐步渗透至新药开发、生命密码解析等更核心的环节。

第三：具身智能与自动化。如果说前两个是 AI 在“数字世界”的渗透，那么该方向则是 AI 进入“物理世界”的关键突破，甚至被视为 AI 的终极形态之一，涵盖自动驾驶、工业机器人、服务机器人及人形机器人等。

第四：AI + 科学发现与内容创作。这是当前生成式 AI 最火热、最早实现商业化的领域，极大拓展了人类知识与创造力的边界。典型包括 AI for Science（科学智能）、AIGC（文案/图像/视频生成）等。

在 AI 产业的第二阶段，我们将目睹一场深刻的“智变”——企业把大模型能力与自身业务场景、数据积淀和 workflows 深度融合，不仅有望重塑传统行业的运营模式，更将催生大量前所未有的需求场景。未来的 AI 产业竞争，将不再是纯算法和算力的较量，更是“数据 + 场景 + 产业 + 政策”的综合实力之争。而中国无疑站在非常有利的位上，特别是在赋能实体经济与推进商业化落地方面，具有引领全球的实力和潜力。

当 AI 模型渗入千行百业的肌理，当智能应用在垂直场景中发芽，资本市场的故事主角，即将在岁末年初悄然转变：过去三年，ChatGPT 的横空出世恰似惊涛拍岸，掀起了人工智能第

一幕的基建狂潮；未来三年，AI 产业即将迎来更加波澜壮阔的第二幕，那是一个应用为王的华丽篇章。

须知——风起于算力之末，浪成于应用之巅。

33，据公开信息，2025 年 9 月 1 日蚂蚁数科召开生态伙伴 AI 智能业务交流闭门会，高伟达作为唯一上市公司受邀参加

网传纪要显示，高伟达将在 AI、数据、模型等高毛利业务与蚂蚁数科深度合作。

此外，高伟达本周新成立人工智能与金融大数据事业部，专注于金融机构的智能营销与客户关系管理、信贷审批与评估、不良资产处置业务等诸多人工智能技术的应用场景，以分润型的运营模式代替项目交付型模式，为与蚂蚁数科全面合作做好铺垫。

34，传说中的牛基 50，是最近直播间谈到的，案例分析，不代表推荐，仅供参考

英伟达，台积电，博通，特斯拉，瑞幸，亚朵，富途

阿里巴巴，保利物业，特海国际，特步国际，上美股份，石药集团，中烟香港，思摩尔国际，中芯国际 H，香港交易所，中金公司 H，中国银河 H，中国太平，中国船舶租赁，微创脑科学，比亚迪电子，联想集团，固生堂，名创优品，大麦娱乐，耀才证券

华润啤酒，美的集团，欣旺达，新大陆，传音控股，百傲化学，宁德时代，盐湖股份，比亚迪，联创光电，北方华创，顺丰控股，宇通客车，嘉必优，迈瑞医疗，联影医疗，鱼跃医疗，汇川技术，宸展光电，紫金矿业，洛阳钼业，中兵红箭，三一重工，福耀玻璃，中国中免，亚钾国际，恒瑞医药，海博思创，中航成飞，中航沈飞，中航旭创，江波龙，工业富联，同花顺，东方财富，寒武纪，阳光电源，中芯国际，华虹半导体，地平线机器人，晶泰控股，英维克，海光信息，中油资本，大全能源，天山股份，青松建化，雪峰科技，西域旅游，高伟达，北方稀土，中国稀土，盛和资源，芯原股份，特变电工，罗曼股份

年轻余额宝：比特币 etf

中年余额宝：稀土 etf，科创芯片 etf，香港证券 ETF

老年余额宝：黄金 etf

删除，携程，同程，邮储银行 H，民生银行 H，东吴证券，东方证券，兴业证券，广发证券，国泰海通

（完）