

科技核心资产月报

产业趋势延续，重视内部高低切

科技结构牛延续，下一步关注扩散与高低切换。

- **科技无需悲观，AI 行情配置重视“高低切”。**AI 产业链自 4 月 9 日反弹以来涨幅较为明显，但 9 月以来调整较为明显。但当前 AI 产业趋势正在形成，成为市场行情的重要主线，海外算力景气度持续验证，国产算力正在形成从产业突破到业绩初步兑现的产业闭环。短期调整无碍长期上行趋势，反而贡献产业链内部“高低切”配置机会，国产算力、AI 端侧、AI 应用等仍具备较高配置性价比。
- **海外算力：**云厂商资本开支强劲，英伟达营收持续验证。北美四大云厂商资本开支强劲，算力需求旺盛。自 2024 年以来资本开支持续维持高增长之下，算力产业链有望持续维持高景气。
- **AI 应用：**海外应用进入业绩验证阶段，海外映射行情开启。大模型能力初步支撑 AI 商业化拐点，部分垂类 AI 应用商业模式率先落地，业绩进入兑现期。当前 AI 应用正处于商业化拐点，从 AI 应用需求的直接反映指标 Tokens 消耗量来看，AI 应用需求正在加速增长。
- **AI 产业链投资风格转向中大市值。**AI 产业链风格从小市值转向“机构审美”的中大市值。AI 产业链内部风格转换趋势愈加明显，行情风格从小市值逐步转向中大市值的“机构审美”。
- **医药：**“出海+政策”双轮驱动，创新药业绩持续回暖。国内政策环境的持续改善为创新药行业提供了支撑。我国创新药热潮涌现，2024 年一类创新药获批数量达 48 种，是 2018 年的 5 倍以上；提高创新药多元支付能力，鼓励商业健康保险、医疗互助等将创新药纳入保障范围；加速进院，推动创新药加快进入定点医药机构。
- **新消费：**经济结构转型催化新消费趋势，行业景气持续验证。2024 年以来，新兴消费景气趋势验证加速，行业营收增长呈现上行趋势，伴随业绩验证，市场行情也持续向好。在消费趋势上，“性价比”消费、“娱乐经济”、户外运动均具备较优的投资机会。
- **军工：**预期兑现告一段落。进入 8 月中旬后，军工行业相对收益有所减弱，这与我们统计的重大事件节点前，军工行业面临一定预期兑现有关。伴随“93 阅兵”的结束，重大事件带来的预期兑现交易或贡献更好的布局机会。
- **机器人：**特斯拉机器人产业再迎积极催化。据财联社报道，北京时间 2025 年 9 月 5 日晚间，特斯拉公布了即将在 11 月股东大会上接受投票的提案文件。新的阶梯式薪酬方案将最多授予马斯克额外 4.237 亿股特斯拉股权。盈利目标方面，调整后 EBITDA 目标从 500 亿美元起步，最高目标为 4000 亿美元，接近当前的 24 倍。另外还有四大产品目标：特斯拉汽车累计交付量达到 2000 万辆、活跃 FSD 订阅用户数量连续 3 个月超过 1000 万人、累计交付 100 万台机器人，以及有 100 万辆 Robotaxis 同时在商业运行。
- **风险提示：**1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐亚
(8621) 20328506
ya.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然
tianran.gao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

1 核心观点：科技无需悲观，AI 行情配置重视“高低切”	4
2 AI 产业链各环节景气度与交易趋势跟踪	9
2.1 海外算力：云厂商资本开支强劲，英伟达营收持续验证	9
2.2 AI 应用：海外应用进入业绩验证阶段，海外映射行情开启	10
2.3 AI 产业链投资风格转向中大市值	11
3 医药：“出海+政策”双轮驱动，创新药业绩持续回暖	14
4 新消费：经济结构转型催化新消费趋势，行业景气持续验证	16
5 高端制造：新一轮扩散机会	17
5.1 军工：预期兑现告一段落	17
5.2 机器人：再迎积极催化	22
风险提示	24

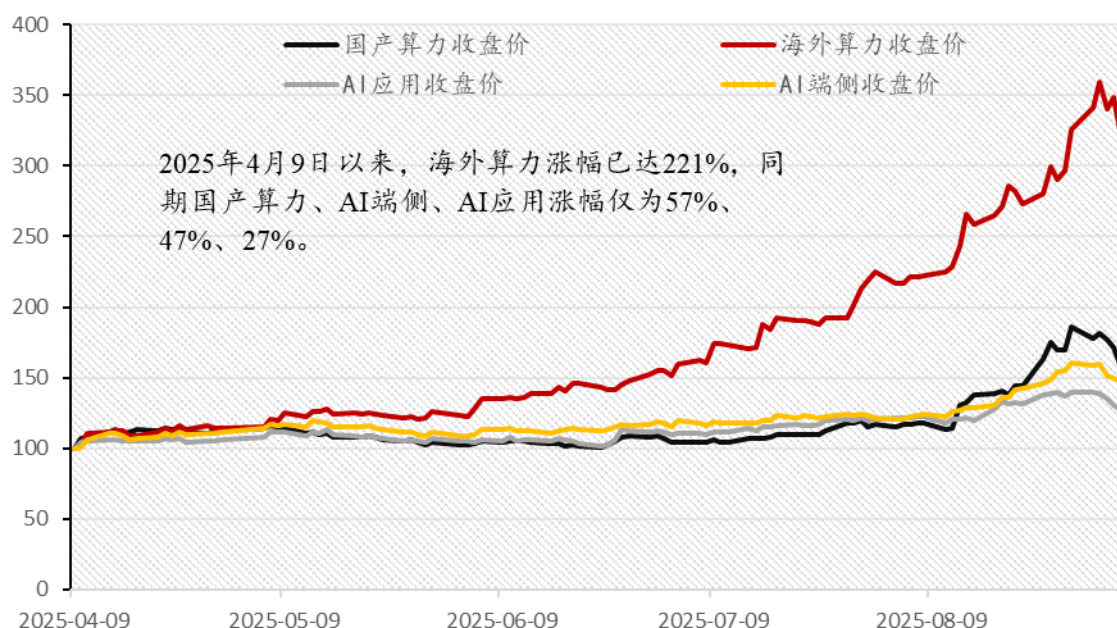
图表目录

图表 1. AI 产业链市场表现.....	4
图表 2. 2025 年 Q1 阿里资本开支创历史新高.....	5
图表 3. 国产算力重点个股业绩表现.....	6
图表 4. 小米 AI 眼镜	7
图表 5. 全球 AI 智能眼镜销量	7
图表 6. AI 端侧产业链重点个股.....	8
图表 7. 2025 年 Q2 北美四大云厂商资本开支同比进一步上行.....	9
图表 8. 英伟达市场表现亮眼.....	10
图表 9. 大模型 Tokens 消耗量正在加速增长.....	10
图表 10. 海外部分 AI 应用垂类赛道已进入业绩验证阶段	11
图表 11. AI 产业链风格从中小市值转向“机构审美”	12
图表 12. AI 产业链重点中大市值个股.....	12
续 图表 12. AI 产业链重点中大市值个股.....	13
图表 13. 创新药板块业绩出现持续回暖.....	14
图表 14. 2025 年以来，CRO、医疗器械等涨幅仍然较为有限.....	15
图表 15. 创新药、CRO、医疗器械重点个股.....	15
图表 16. 2024 年以来新兴消费景气验证加速.....	16
图表 17. 2024 年以来新兴消费景气验证加速.....	16
图表 18. 八月一级行业涨跌幅	17
图表 19. 军工行业走势	17
图表 20. 阅兵前后的日历效应	18
图表 21. 8 月军工行业个股涨跌幅（前后 15 名）	18
图表 22. 《关于优化业务准入促进卫星通信产业发展的指导意见》	19
续 图表 22. 《关于优化业务准入促进卫星通信产业发展的指导意见》	20
图表 23. 军工行业重点公司	21
图表 24. 机器人行业重点公司	22
续 图表 24. 机器人行业重点公司	23

1 核心观点：科技无需悲观，AI 行情配置重视“高低切”

9 月 AI 产业链有所调整，短期调整无碍长期上行趋势，反而贡献产业链内部“高低切”配置机会。AI 产业链自 4 月 9 日反弹以来涨幅较为明显，但 9 月以来调整较为明显。但当前 AI 产业趋势正在形成，成为市场行情的重要主线，海外算力景气度持续验证，国产算力正在形成从产业突破到业绩初步兑现的产业闭环。我们认为短期调整无碍长期上行趋势，反而贡献产业链内部“高低切”配置机会。从细分赛道来看，AI 产业链各个赛道的市场表现仍有较大分化，2025 年 4 月 9 日至 9 月 5 日，海外算力收盘价涨幅已达 221%，而同期国产算力收盘价、AI 端侧收盘价、AI 应用收盘价涨幅仅为 57%、47%、27%，国产算力、AI 端侧、AI 应用等仍具备较高配置性价比。

图表 1. AI 产业链市场表现



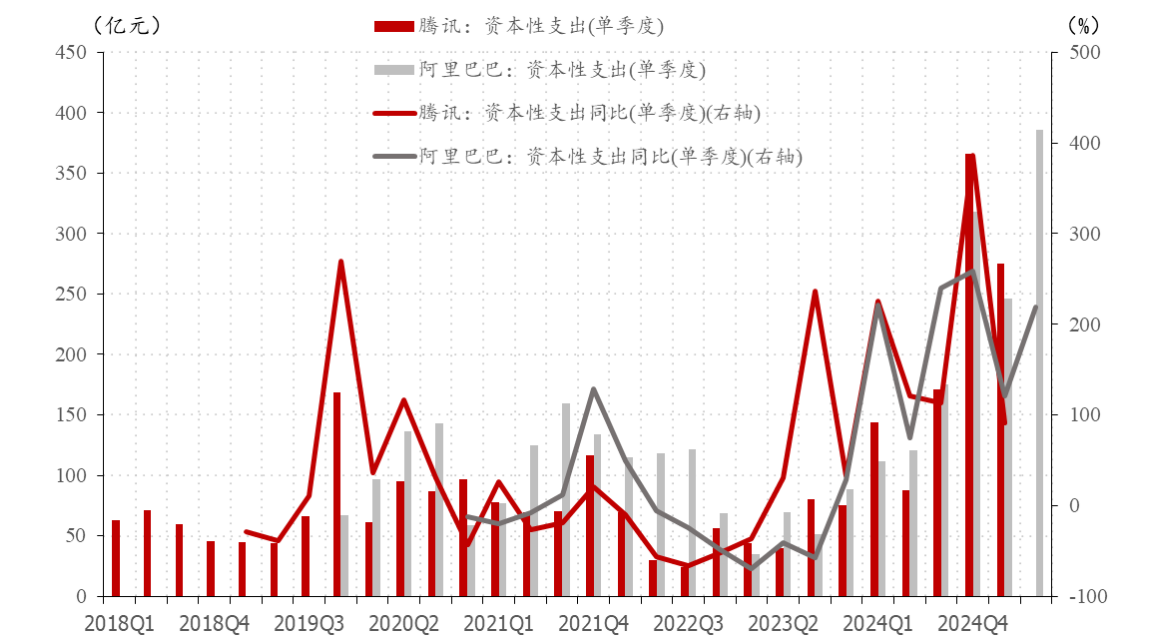
资料来源：万得，中银证券

注释：设置 2025 年 4 月 9 日价格为 100

阿里巴巴资本开支旺盛，下游需求有望催化国产算力景气度。据虎嗅，8 月 29 日，阿里巴巴发布 2025 年中报业绩，财报显示，4-6 月阿里的资本开支（Capex）为 386 亿元，同比增长 220%，环比上季增长 57.1%，创下单季历史新高。在财报电话会上，阿里巴巴 CEO 吴泳铭披露，过去四个季度，阿里已经在 AI 基础设施以及 AI 产品研发上累计投入超过 1000 亿元。

此外，本次财报会上，阿里也表示，根据全球的 AI 芯片的供应和政策的变化，公司其实也有后备方案，和不同的合作伙伴共同去做供应链的不同方式的储备。中美科技摩擦、英伟达供应链存在风险的情况下，阿里等国产云厂商可能将转向国产算力，这对于国产算力景气度是重要催化，IDC、算力租赁等产业链环节也有望受益。

图表 2. 2025 年 Q1 阿里资本开支创历史新高



资料来源：万得，中银证券

中芯国际停牌收购中芯北方少数股权，国产芯片产业链有望持续受益。据科创板日报，中芯国际 8 月 29 日盘后发布公告称，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）有限公司（下称“中芯北方”）的少数股权。中芯北方成立于 2013 年 7 月，是中芯国际与北京市政府共同投资设立的 12 寸先进制程集成电路制造厂，是中芯国际控股子公司。中芯北方现拥有一条 12 英寸半导体晶圆产线，2016 年起投产，主要技术节点为 65nm-24nm 的成熟工艺平台。除中芯国际外，华虹半导体、芯联集成等国内厂商此前也纷纷开启并购，收购对象为参股公司剩余股权或关联公司。对半导体晶圆厂而言，收购子公司剩余股权或相关资产，有利于提高运营和决策管理效率，提升公司整体资产质量，相关公司及产业链有望持续受益，关注国产芯片产业链。

华为生态及 DeepSeek 模型双轮驱动，催化国产链从硬件算力到软件应用全流程。近期，华为在算力与软件侧迎来双重突围，算力侧，华为算力集群性能超越英伟达 GB200 NVL72，为大规模算力基础设施建设提供可行方案，软件侧，华为鸿蒙电脑操作系统发布，PC 国产化进程加快、鸿蒙生态加速扩容，华为昇腾 910C 算力芯片良率提升，华为产业链正在引领国产 AI 新纪元。

DeepSeek V3.1 发布，模型版本使用适配国产芯片结构的参数精度，国产算力迎来重要催化。据新京报，8 月 21 日，DeepSeek 在官方公号发文称，正式发布 DeepSeek-V3.1。该版本采用了 UE8M0 FP8 Scale 的参数精度。这一技术规格专门为即将发布的下一代国产芯片进行优化设计，这表明国产芯片未来有望得到大规模使用。

国产算力产业链个股中报业绩已经披露，产业链景气度有所验证。据科创板日报，国产芯片厂商海光信息上半年营收实现 54.64 亿元，同比增长 45.21%；归母净利润实现 16.39 亿元，同比增长 31.90%。关于 2025 年上半年业绩增长原因，海光信息表示，今年上半年国产高端芯片市场需求持续攀升，截至今年上半年末，海光信息合同负债达 30.90 亿元，较 2024 年末合同负债增加 242.10%。其上半年收到来自客户的新增订单有较大幅度增长。信创服务器厂商中科曙光、中国长城中报也有不错的业绩表现，2025 年中报归母净利润同比分别上涨 29.39%、132.80%。

图表 3. 国产算力重点个股业绩表现

	证券代码	证券简称	8月15日收盘价 (元)	4月9日以来涨跌幅 (%)	市盈率(倍)	市盈率分位数 (%)	2025年中报营业 收入增速(%)	2025年中报归母净 利润增速(%)
国产芯片	688256.SH	寒武纪-U	1,202.00	112.38	450.65	91.49	4,347.82	295.82
	688041.SH	海光信息	173.28	29.25	176.72	63.12	45.21	40.78
	688521.SH	芯原股份	153.00	76.65	-126.48		4.49	-12.30
	300474.SZ	景嘉微	74.30	10.18	-135.35		-44.78	-356.51
先进制造	688981.SH	中芯国际	114.76	35.01	210.56	83.65	23.14	39.76
	688347.SH	华虹公司	69.35	67.27	631.34	98.91	19.09	-71.95
	688629.SH	华丰科技	78.00	81.78	238.32	98.06	128.26	940.64
信创服务器	603019.SH	中科曙光	79.48	30.33	56.00	68.17	2.41	29.39
	000034.SZ	神州数码	41.18	22.25	44.28	93.60	14.42	-16.29
	000066.SZ	中国长城	15.76	5.14	-55.34		4.78	132.80
	301236.SZ	软通动力	53.70	7.86	266.38	80.00	25.99	7.60
	002261.SZ	拓维信息	34.56	42.81	-1,739.29		-24.42	2,262.83
IDC及算力租赁	603985.SH	恒润股份	15.94	15.09	-106.22		223.44	225.67
	603220.SH	中贝通信	22.06	1.18	106.38	91.72	4.77	-51.94
	300442.SZ	润泽科技	49.96	0.17	47.86	80.86	15.31	-8.73
	300383.SZ	光环新网	14.27	4.38	112.07	97.13	-5.15	-57.01
	603300.SH	海南华铁	9.89	9.11	32.23	89.21	18.89	1.85
	301396.SZ	宏景科技	67.08	17.75	-1,782.35		567.14	725.73
鸿蒙生态	000158.SZ	常山北明	23.30	26.49	-84.11		30.77	63.39
	300496.SZ	中科创达	72.95	53.36	72.70	43.90	37.44	51.84
	300339.SZ	润和软件	57.30	21.97	335.13	89.81	10.55	-29.43
	300598.SZ	诚迈科技	50.12	21.18	-85.50		17.86	-2.11
	300663.SZ	科蓝软件	18.00	34.03	-16.03		-38.03	-83.32

资料来源：万得，中银证券

注释：数据统计时间截至 9 月 22 日

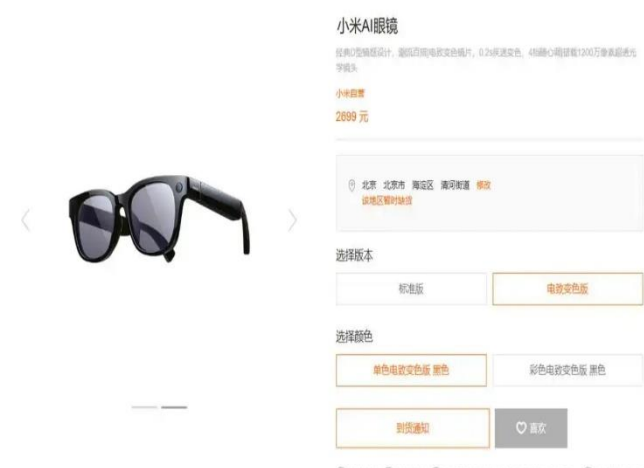
DeepSeek 模型性能不断强化，蒸馏技术带动之下端侧 AI 有望充分受益。DeepSeek 为代表的大模型成本持续下行，同时提供蒸馏功能，可以将大型复杂模型知识迁移到小型高效模型。DeepSeek 的蒸馏模型在推理效率方面表现出显著的提升，同时在计算资源、内存使用等方面也实现了优化。DeepSeek 大模型的蒸馏能力，为 AI 端侧应用带来重要意义。端侧设备普遍受限于算力、存储和能耗，无法直接部署超大规模模型，而蒸馏技术能够在保持核心能力的同时，大幅压缩模型体量，使其更适配移动终端、可穿戴设备及车载等场景。通过蒸馏，大模型的推理效率与能耗表现得到显著优化，不仅降低了端侧 AI 的使用门槛，也有助于形成更丰富的应用生态。

DeepSeekV3 升级至 V3.1，相较于此前发布的 DeepSeek V3，本次 V3.1 上下文长度从原有的 64k 拓展至 128k，相当于大约 10 万至 13 万汉字。后续 R2 若发布，或将进一步带来 DeepSeek 模型较为明确的性能提升，蒸馏能力之下端侧 AI 产业链有望充分受益，重点关注端侧 AI 产业链各个环节投资机会。

AI 眼镜、AI 手机等 AI 端侧新品密集登场，初步实现产品验证。据 Wellsenn XR，2025 年 Q2 全球 AI 智能眼镜销量 87 万台，同比增长达 222%，Q2 销量增长主要来自于 Ray Ban Meta 智能眼镜的增长，销量 72 万台，去年同期为 25 万台，Q2 雷鸟、小米、逸文等 AI 眼镜也贡献一定增量，此外，从 6 月份开始，全志 V821 方案等低价 AI 拍摄眼镜开始出货销售，贡献了 5 万台销量。国内龙头消费电子厂商开始布局 AI 眼镜，例如据经济观察报报道，6 月 26 日，小米发布首款 AI 眼镜，新品整机重 40 克，典型续航时间为 8.6 小时，支持 45 分钟快充。设备搭载 1200 万像素高清防抖摄像头，支持第一视角拍摄，适用于运动、亲子陪伴、宠物互动等日常场景。用户可通过镜架按键或语音控制实现拍照、录像，眼镜还支持抖音、快手、哔哩哔哩、小红书等 14 个主流平台的视频通话和直播功能。

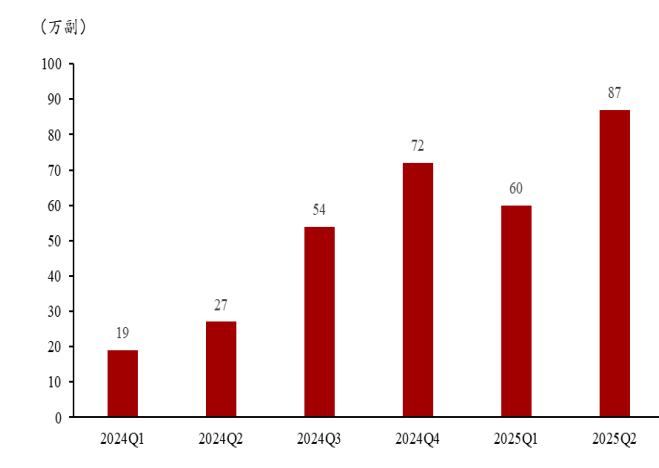
据每日经济新闻和快科技，8 月 20 日，谷歌推出了最新一代 Pixel 智能手机，搭载 Gemini 智能助手；8 月 15 日，在中国电信翼矩 AITMark：AI 手机场景智能综合得分中，华为 AI 手机 Pura 80 pro+ 斩获第一；8 月 19 日，据中国证券报，苹果 iPhone 17 已进入大规模量产阶段。

图表 4.小米 AI 眼镜



资料来源：PChome 电脑之家，中银证券

图表 5.全球 AI 智能眼镜销量



资料来源：Wellsenn XR，中银证券

9月消费电子进入新品发售旺季，板块有望持续受到催化。9月是消费电子发售旺季，9月4日，华为正式推出全新三折叠华为 Mate XTs 非凡大师，华为智慧屏 MateTV、华为 MatePad Mini、华为 FreeBuds 7i 等多款全场景产品也同时发布。华为 Mate XTs 结合鸿蒙操作系统 5.1，首次将 PC 版应用装进手机，覆盖办公、金融、绘图等多个领域，该产品首次将 PC 级交互体验带入手机，自由多窗模式下，应用窗口可叠放、缩放、快速切换、多任务处理。此外，苹果于9月10日召开发布会，发布 iPhone17 在内的多款商品。

眼镜方面，Meta Connect 2025 即将于 9 月 17 日-9 月 18 日召开。今年 Meta 首席技术官 Andrew Bosworth 已明确暗示将有“重大的可穿戴设备发布”，综合彭博社、The Verge、The Information 等外媒、KOL 陆续披露的各类信息，这款设备很可能是 Meta 首款面向消费市场的 AR 眼镜——Meta Celeste。

Meta Celeste 采用了类普通眼镜形态外观，Meta Celeste 的核心亮点之一就是其独特的单目全彩显示屏，采用的是 Lcos+全彩阵列光波导。该显示屏位于右镜片的右下角区域，用于显示时间、天气、通知、导航翻译、照片预览及 Meta AI 文本回复，这款眼镜还支持查看手机应用的通知功能。该款眼镜的另外一大亮点是配套的腕带控制器，代号为“Ceres”。该设备采用肌电（EMG）技术，通过读取从大脑传递到手部肌肉的微弱电信号来解读用户意图进行的手指动作，使用户可以使用手势来控制眼镜，这一技术此前曾在 Meta 的 Orion 项目中演示过，如今或将首次在消费级产品中落地。

图表 6. AI 端侧产业链重点个股

	证券代码	证券简称	9月4日收盘价 (元)	4月9日以来涨 跌幅 (%)	市盈率 (倍)	市盈率分位数 (%)	2025年中报营 业收入增速 (%)	2025年中报归 母净利润增速 (%)
SOC	688332.SH	中科蓝讯	108.20	9.91	44.00	63.83	2.63	-2.61
	603893.SH	瑞芯微	194.81	45.37	86.89	29.13	63.85	190.61
	300458.SZ	全志科技	45.60	39.32	180.20	88.97	25.82	35.36
	688018.SH	乐鑫科技	176.04	41.09	61.45	31.32	35.35	72.29
	688049.SH	炬芯科技	53.17	79.73	59.32	50.27	60.12	123.19
	688099.SH	晶晨股份	87.40	36.50	38.48	23.40	10.42	37.12
	688608.SH	恒玄科技	243.30	8.46	66.32	23.41	26.58	106.45
存储	300223.SZ	北京君正	71.32	16.54	92.56	62.28	6.75	2.85
	603986.SH	兆易创新	153.98	49.22	88.07	44.84	15.00	11.31
	301308.SZ	江波龙	86.88	20.82	-453.31		12.80	-97.51
	688766.SH	普冉股份	71.33	12.51	53.56	63.80	1.19	-70.05
电池及散热	688772.SH	珠海冠宇	21.74	82.05	55.26	56.88	14.03	14.77
	300207.SZ	欣旺达	25.31	50.46	31.14	36.85	12.82	3.88
	000049.SZ	德赛电池	24.39	25.41	23.28	92.44	9.32	-9.36
	300684.SZ	中石科技	32.28	66.38	37.16	54.14	16.12	93.74
代工	002475.SZ	立讯精密	44.39	53.93	22.03	20.20	20.18	23.13
	603296.SH	华勤技术	83.78	44.56	24.15	76.59	113.06	46.30
	600745.SH	闻泰科技	39.30	37.36	-19.57		-24.56	237.36
	603341.SH	龙旗科技	40.56	19.19	36.75	67.48	-10.65	5.01
结构件	002600.SZ	领益智造	13.61	99.46	47.91	84.01	23.35	35.94
	300433.SZ	蓝思科技	30.20	72.03	40.86	89.01	14.18	32.68
	300115.SZ	长盈精密	24.61	30.41	51.96	43.42	12.33	-29.37
	603626.SH	科森科技	15.11	128.94	-19.90		-9.13	34.51
光学及摄像模组	002273.SZ	水晶光电	25.38	53.17	31.97	44.33	13.77	17.35
	688127.SH	蓝特光学	31.99	61.54	46.95	33.14	52.54	110.27
	002456.SZ	欧菲光	12.51	2.29	-468.57		3.15	-378.13
	002036.SZ	联创电子	10.83	18.62	-24.74		-14.49	137.07
声学	002045.SZ	国光电器	16.13	26.61	42.70	85.03	27.72	-38.61
	002241.SZ	歌尔股份	31.88	69.43	39.06	49.92	-7.02	15.66
	2018.HK	瑞声科技	42.14	24.36	21.56	26.43	18.42	63.06
	002351.SZ	漫步者	13.12	10.91	27.17	22.60	-1.95	-9.07
射频天线	300136.SZ	信维通信	24.38	34.26	38.00	68.60	-1.15	-20.18
	300322.SZ	硕贝德	22.97	119.18	-311.05		48.50	981.11
	688153.SH	唯捷创芯	32.09	11.35	-310.82		-7.93	-183.72

资料来源：万得，中银证券

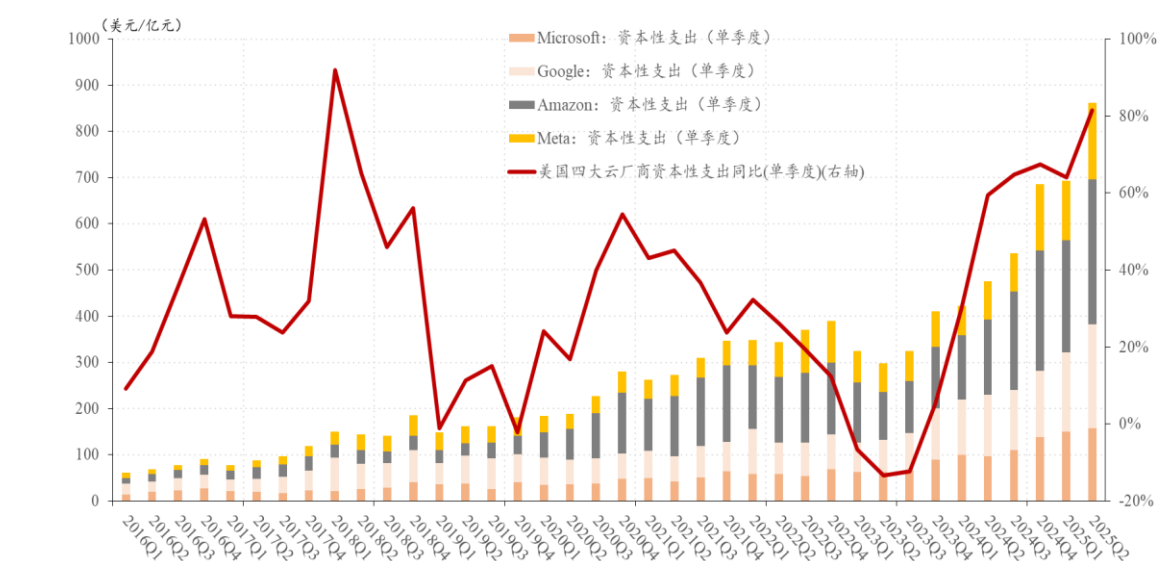
注释：数据统计时间截至9月4日，市盈率统计时间为2020年1月1日-2025年9月4日

2 AI 产业链各环节景气度与交易趋势跟踪

2.1 海外算力：云厂商资本开支强劲，英伟达营收持续验证

北美四大云厂商资本开支强劲，算力需求旺盛。自 2024 年以来北美四大云厂商资本开支同比持续上行，截至 2025 年二季度，四大云厂商资本开支已达 862 亿美元，同比高达 81.43%。2025 年二季度，谷歌全年资本开支上调至 850 亿美元；2025 年二季度，微软智能云收入增长 26%；Meta 和亚马逊资本开支同比增幅分别达 102.3%和 91.4%，资本开支持续维持高增长之下，算力产业链有望持续维持高景气。

图表 7. 2025 年 Q2 北美四大云厂商资本开支同比进一步上行

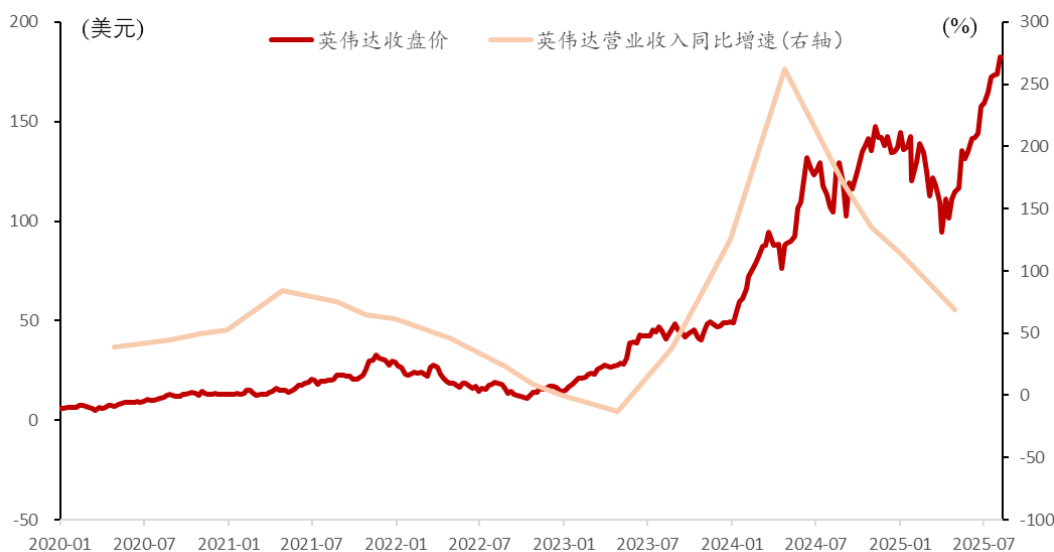


资料来源：万得，中银证券

英伟达营收增长持续验证，GB300 出货在即有望进一步催化算力产业链。2022 年底推出的 ChatGPT 引领了本轮 AI 产业趋势，此后算力芯片厂商英伟达营收增长持续验证，2025 年 Q2 以来英伟达市值一路攀升，2025 年 7 月突破 4 万亿美元。

2025 年 3 月的发布会上，英伟达表示将在 2025 年下半年推出新一代 Blackwell Ultra 芯片，主要包括 NVIDIA HGX B300 NVL16 系统以及 GB300 NVL72 机架级解决方案。HGX B300 NVL16 系统在大模型推理速度方面优势明显，比 Hopper 架构产品快 11 倍。GB300 NVL72 将 72 个 Blackwell Ultra GPU 与 36 个 Grace CPU 相连，可以充当大规模 GPU 来运算复杂的问题，GB300 NVL72 代表了 AI 推理工作负载性能的提升，与上一代 Hopper 架构相比，用户响应速度提升至高达 10 倍，每瓦吞吐量提升至 5 倍。7 月 18 日，据 IT 之家和 Digitime 消息，包括戴尔在内的英伟达合作伙伴已开始生产基于 GB300 的服务器，但大规模发货预计要到 2025 年 9 月。伴随 GB300 出货，液冷、高端 PCB、光模块、铜连接、服务器代工等产业链各个环节均有望受益。

图表 8. 英伟达市场表现亮眼

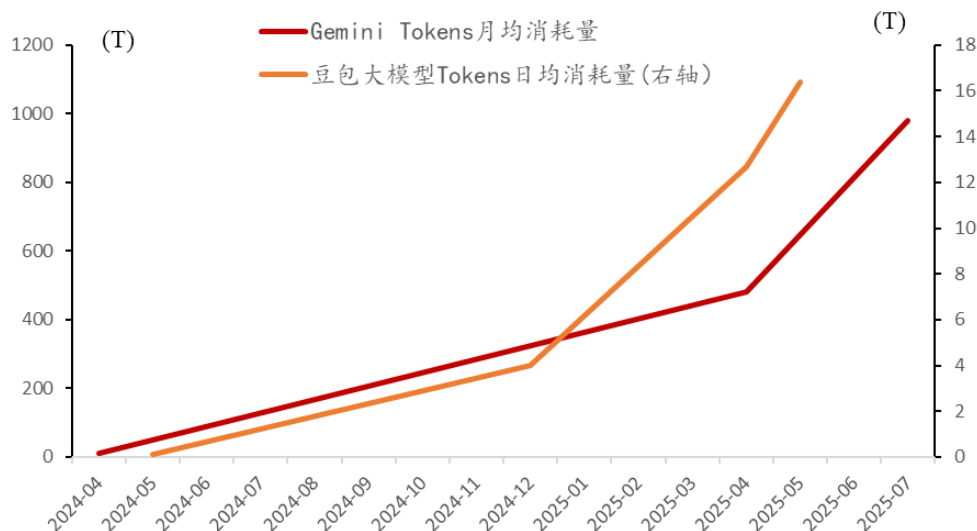


资料来源：万得，中银证券

2.2 AI 应用：海外应用进入业绩验证阶段，海外映射行情开启

大模型能力初步支撑 AI 商业化拐点，部分垂类 AI 应用商业模式率先落地，业绩进入兑现期。当前 AI 应用正处于商业化拐点，从 AI 应用需求的直接反映指标 Tokens 消耗量来看，AI 应用需求正在加速增长，2025 年 4 月，Gemini 大模型月度推理量已升至 480T，较一年前的 9.7T 增长 50 倍，根据 2025 年 Q2 财报数据，谷歌每月处理的 Token 数量从此前的 480 万亿增长至 980 万亿，短短两个月实现翻倍。同样的趋势也体现在国内豆包大模型上，截至 2025 年 5 月，豆包大模型 Tokens 日均消耗量已达 16.4T，约为 1 年前的 136 倍。

图表 9. 大模型 Tokens 消耗量正在加速增长



资料来源：华尔街见闻，Aibase 基地，中银证券

Tokens 销量与业绩验证来看，海外及港股 AI 编程、AI 广告、AI 多模态等部分垂类赛道商业模式正在逐渐落地。而从火山引擎 Tokens 消耗量分类来看，AI 工具类的 Tokens 消耗增长迅猛，2024 年 12 月-2025 年 5 月增长了 4.4 倍。其中，AI 搜索增长了十倍，AI 编程增长了 8.4 倍。视觉理解模型成为推动模型 Tokens 增长的又一重要力量。以 K12 在线教育场景为例，由于视觉理解模型能力的提升，Tokens 消耗数在 2024 年 12 月-2025 年 5 月增长了 12 倍。

而从当前海外及港股公司业绩验证视角来看，部分 AI 应用赛道商业模式正在逐渐落地。AI 编程方面，截至 2025 年 7 月，GitHub Copilot 已达到超过 2000 万用户，截至 2025 年 5 月底，Anthropic 的年化收入已突破 30 亿美元，这一数据较 2024 年 12 月的近 10 亿美元实现显著增长，截至 2025 年 6 月初，Cursor 的 ARR 已经超过了 5 亿美元，其 ARR 大约每两个月就翻一番；AI 多模态方面，2025 年一季度，快手可灵 AI 收入规模已经达到 1.5 亿元。在推出 10 个月后（即 2025 年 3 月）的年化收入运行率（ARR）突破了 1 亿美元，美图 2025 年上半年经调整净利润预计同比增长约 65%-72%。过去两年，美图摆脱多年亏损，2024 年实现盈利 33 亿，月活跃用户达 2.66 亿，成为国内最早一批靠 AI 盈利的应用公司之一；AI 广告方面，AppLovin2025 年 Q2 未经审计财报，营收达 12.6 亿美元，同比增长 77%。持续经营业务净利润达 7.72 亿美元，同比增长 156%，凸显其核心广告推荐引擎 AXON 的技术优势及商业化效能；AI 企服方面，Palantir 连续第八个季度实现营收增速加快，从 2023 年第二季度的 13% 增速加速至今年第二季度的 48%，调整后营业利润同比增长 83%，公司同时将 2025 全年营收预期上调至 41.42-41.50 亿美元，高于此前指引；AI 教育方面，2025 年二季度 Duolingo 营收同比增长 41%；净利润同比增长 84%。此外，日活跃用户达 4770 万，同比增长 40%。得益于用户持续增长和对人工智能技术的应用，公司上调了全年营收指引至 10.1 亿美元-10.19 亿美元；AI 医疗方面，Tempus AI(TEM.O)2025 年 Q2 营收 3.15 亿美元，同比增长 89.6%，晶泰控股公告与 DoveTree 达成总额约 470 亿港元（59.9 亿美元）的管线合作，该订单是迄今全球 AI 药物发现领域公开的最大单笔合作，也是中国生物医药史上排名前列的 License-out 交易。

图表 10. 海外部分 AI 应用垂类赛道已进入业绩验证阶段

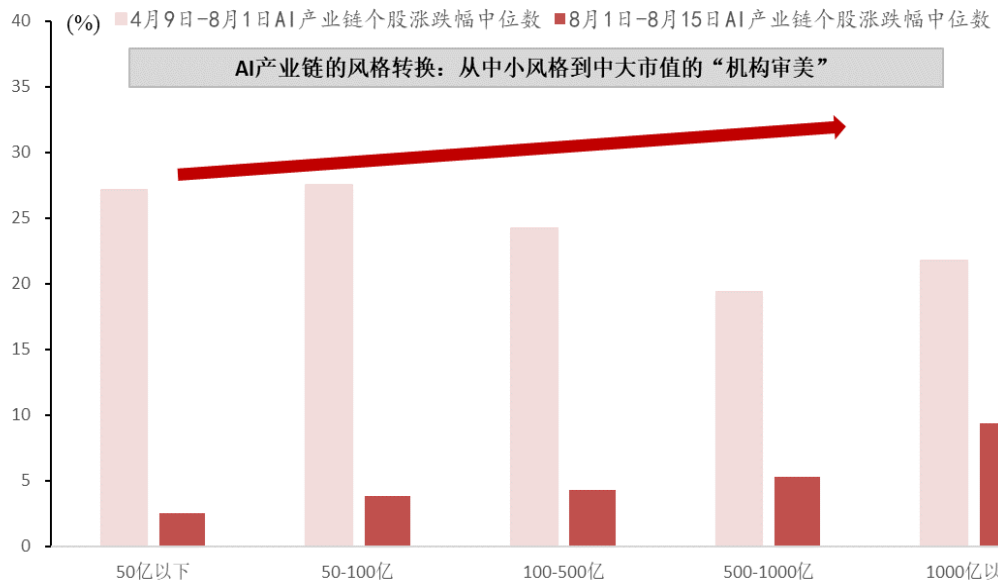
AI 应用垂类赛道	重点公司	重点经营数据或业绩数据跟踪
AI 编程	微软	截至 2025 年 7 月，GitHub Copilot 已达到超过 2000 万用户，在过去三个月中，有 500 万人首次尝试了 GitHub Copilot。
	Anthropic	Claude 开发公司 Anthropic 也表现出了较为明确的营收增长，截至 2025 年 5 月底，Anthropic 的年化收入已突破 30 亿美元，这一数据较 2024 年 12 月的近 10 亿美元实现显著增长，且成长速度迅速，Anthropic 在 2025 年 3 月底突破 20 亿美元后，仅用两个月便达到 30 亿美元
	Cursor	截至 2025 年 6 月初，Cursor 的 ARR 已经超过了 5 亿美元，其 ARR 大约每两个月就翻一番，Cursor 被认为是历史上从 100 万美元增长到 1 亿美元 ARR 最快的 SaaS 公司之一
AI 多模态	快手（可灵）	2025 年一季度，可灵 AI 收入规模已经达到 1.5 亿元。在推出 10 个月后（即 2025 年 3 月）的年化收入运行率（ARR）突破了 1 亿美元。
	美图	7 月 23 日，美图发布盈利预告，2025 年上半年，经调整净利润预计同比增长约 65%-72%。过去两年，美图摆脱多年亏损，2024 年实现盈利 33 亿，月活跃用户达 2.66 亿，成为国内最早一批靠 AI 盈利的应用公司之一。
AI 广告	meta	Meta 2025 年第二季度广告营收为 465 亿美元，同比增长 21.5%。广告业务的增长，在很大程度上得益于 AI 的推动。2025 年二季度，AI 驱动的新广告推荐模型让 Meta 的广告业务更上一层楼，使得 Instagram 的广告转化率增加了 5%，Facebook 的广告转化率增加了 3%。
	google	2025 年第二季度广告总营收为 713 亿美元，同比增长 10.4%，谷歌尝试在 AI 场景中植入广告，目前搜索、YouTube、Workspace 等 15 款核心产品，都嵌入了 Gemini 模型，覆盖超 5 亿用户，数据显示，用上 AI Max 的广告客户，转化率平均提升 14%。
	applovin	AppLovin 2025 年 Q2 未经审计财报，营收达 12.6 亿美元，同比增长 77%。持续经营业务净利润达 7.72 亿美元，同比增长 156%，凸显其核心广告推荐引擎 AXON 的技术优势及商业化效能。
AI 企服	Palantir	Palantir 连续第八个季度实现营收增速加快，从 2023 年第二季度的 13% 增速加速至今年第二季度的 48%，2025 年 Q2 调整后营业利润为 4.644 亿美元，同比增长 83%，利润率升至 46%，公司同时将 2025 全年营收预期上调至 41.42-41.50 亿美元，高于此前指引。
	Salesforce	Salesforce 截至 2025 年 4 月 30 日的 2026 财年 Q1 营收 98 亿美元增长 8%，Data Cloud 和 AI 业务收入超 10 亿增长 120%，在 help.salesforce.com 平台上，Agentforce 处理了超 75 万次请求，使工单量同比减少 7%。
AI 教育	Duolingo	2025 年二季度实现营收 2.52 亿美元，同比增长 41%；净利润上升至 4480 万美元，同比增长 84%，创历史新高。公司第二季度日活用户（DAU）达 4770 万，同比增长 40%。得益于用户持续增长和对人工智能技术的应用，公司上调了全年营收指引至 10.1 亿美元-10.19 亿美元
AI 医疗	Tempus 晶泰控股	Tempus AI (TEM.O) 2025 年 Q2 营收 3.15 亿美元，同比增长 89.6%。 晶泰控股公告与 DoveTree 达成总额约 470 亿港元（59.9 亿美元）的管线合作，该订单是迄今全球 AI 药物发现领域公开的最大单笔合作，也是中国生物医药史上排名前列的 License-out 交易。

资料来源：华尔街见闻，澎湃新闻，千龙网，亿邦动力，Marketing，IT 之家，钛媒体，新浪网，定焦 One，新浪财经，金十数据，翼攀科技 Salesforce，中银证券

2.3 AI 产业链投资风格转向中大市值

AI 产业链风格从中小市值转向“机构审美”的中大市值。AI 产业链内部风格转换趋势愈加明显，行情风格从中小市值逐步转向中大市值的“机构审美”。4 月 9 日-8 月 1 日，AI 产业链中总市值 50 亿以下、50-100 亿、100-500 亿、500-1000 亿、1000 亿以上的个股涨幅中位数分别为 27.11%、27.53%、24.22%、19.32%、21.76%，100 亿以下的中小市值公司表现明显优于 500 亿以上的大市值公司，而 8 月以来这一趋势出现了明显逆转，8 月 1 日-8 月 15 日，AI 产业链中总市值 50 亿以下、50-100 亿、100-500 亿、500-1000 亿、1000 亿以上的个股涨幅中位数分别为 2.50%、3.84%、4.28%、5.28%、9.39%。AI 产业链风格从中小市值转向“机构审美”的中大市值。

图表 11. AI 产业链风格从中小市值转向“机构审美”



资料来源：万得，中银证券

AI 产业链风格从中小市值转向“机构审美”的中大市值是 AI 产业趋势投资的重要转变，或意味着 AI 产业链投资的机构共识度正在强化，产业链景气趋势投资逻辑正在逐步形成，关注 AI 产业链内景气趋势向好、具备资金共识的重点个股，考虑拥挤度与业绩预期因素，重点关注国产芯片、信创服务器、IDC 及算力租赁、先进制造、PCB、“AI+编程”、“AI+医疗”、“AI+金融”、“AI+企服”、“AI+广告”、“AI+教育”、SOC、代工、光学、声学、存储、结构件等产业链环节中的中大市值个股。

图表 12. AI 产业链重点中大市值个股

	证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	9月4日收盘价 (元)	4月9日-9月4日涨跌幅 (%)	换手率(%)
“AI+编程”	688258.SH	卓易信息	79.09	65.29	102.21	4.39
	688188.SH	普元信息	396.19	137.38	13.79	1.20
” AI+广告”	301171.SZ	易点天下	141.14	29.91	41.33	5.30
	300058.SZ	蓝色光标	229.94	6.50	21.26	4.67
	002131.SZ	利欧股份	359.58	5.31	76.78	19.54
	600588.SH	用友网络	498.54	14.59	11.37	2.12
“AI+企服”	603039.SH	泛微网络	147.27	56.51	-1.39	1.31
	688777.SH	中控技术	373.60	47.22	5.15	2.49
	300170.SZ	汉得信息	173.96	17.20	12.73	5.87
	002123.SZ	梦网科技	108.97	13.53	11.63	4.97
	300378.SZ	鼎捷数智	130.62	48.13	66.16	7.05
“AI+办公”	688111.SH	金山办公	1,366.43	295.01	3.39	2.06
“AI+教育”	002230.SZ	科大讯飞	1,137.35	49.20	15.22	3.33
	300010.SZ	豆神教育	166.98	8.08	24.88	4.31
“AI+金融”	300033.SZ	同花顺	1,935.84	360.09	43.29	5.38
	600570.SH	恒生电子	642.82	33.98	40.64	3.03
	300059.SZ	东方财富	4,142.24	26.21	33.44	5.54
	300803.SZ	指南针	819.18	134.70	151.63	9.06
“AI+医疗”	300253.SZ	卫宁健康	207.65	9.38	3.76	2.76
	300676.SZ	华大基因	209.07	49.98	8.23	2.28
	688271.SH	联影医疗	1,163.71	141.20	7.36	1.13

资料来源：万得，中银证券

注释：数据统计时间截至9月4日

续 图表 12. AI 产业链重点中大市值个股

	证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	9月4日收盘价 (元)	4月9日-9月4日涨跌幅 (%)	换手率 (%)
国产芯片	688256.SH	寒武纪-U	5,028.57	1,202.00	112.38	5.30
	688041.SH	海光信息	4,027.61	173.28	29.25	2.89
	688521.SH	芯原股份	804.34	153.00	76.65	0.00
	300474.SZ	景嘉微	388.31	74.30	10.18	6.22
先进制造	688981.SH	中芯国际	5,342.74	114.76	35.01	0.00
	688347.SH	华虹公司	834.62	69.35	67.27	10.62
	688629.SH	华丰科技	359.57	78.00	81.78	15.88
	688362.SH	甬矽电子	133.87	32.68	31.88	6.67
信创服务器	603019.SH	中科曙光	1,162.88	79.48	30.33	7.75
	000034.SZ	神州数码	296.58	41.18	22.25	5.77
	000066.SZ	中国长城	508.39	15.76	5.14	4.44
	301236.SZ	软通动力	511.73	53.70	7.86	4.96
IDC 及算力租赁	002261.SZ	拓维信息	435.31	34.56	42.81	12.33
	300442.SZ	润泽科技	816.52	49.96	0.17	2.03
	300383.SZ	光环新网	256.52	14.27	4.38	4.37
	603300.SH	海南华铁	196.88	9.89	9.11	4.42
鸿蒙生态	301396.SZ	宏景科技	102.98	67.08	17.75	17.65
	000158.SZ	常山北明	372.48	23.30	26.49	4.62
	300496.SZ	中科创达	335.58	72.95	53.36	9.83
	300339.SZ	润和软件	456.34	57.30	21.97	8.25
SOC	300598.SZ	诚迈科技	108.75	50.12	21.18	6.07
	300663.SZ	科蓝软件	86.12	18.00	34.03	3.99
	688332.SH	中科蓝讯	130.49	108.20	9.91	7.38
	603893.SH	瑞芯微	819.62	194.81	45.37	4.45
存储	300458.SZ	全志科技	376.34	45.60	39.32	13.49
	688018.SH	乐鑫科技	275.86	176.04	41.09	3.93
	688049.SH	炬芯科技	93.14	53.17	79.73	6.87
	688099.SH	晶晨股份	368.04	87.40	36.50	3.36
电池及散热	688608.SH	恒玄科技	409.64	243.30	8.46	3.63
	300223.SZ	北京君正	344.15	71.32	16.54	5.77
	603986.SH	兆易创新	1,025.99	153.98	49.22	6.83
	301308.SZ	江波龙	364.15	86.88	20.82	3.43
代工	688766.SH	普冉股份	105.60	71.33	12.51	3.38
	688772.SH	珠海冠宇	246.11	21.74	82.05	6.84
	300207.SZ	欣旺达	467.17	25.31	50.46	12.51
	000049.SZ	德赛电池	93.81	24.39	25.41	6.37
结构件	300684.SZ	中石科技	96.68	32.28	66.38	11.15
	002475.SZ	立讯精密	3,219.17	44.39	53.93	2.77
	603296.SH	华勤技术	851.00	83.78	44.56	2.96
	600745.SH	闻泰科技	489.12	39.30	37.36	3.21
光学及摄像模组	603341.SH	龙旗科技	190.38	40.56	19.19	2.78
	002600.SZ	领益智造	953.81	13.61	99.46	6.05
	300433.SZ	蓝思科技	1,575.92	30.20	72.03	3.04
	300115.SZ	长盈精密	334.78	24.61	30.41	8.02
声学	002273.SZ	水晶光电	352.94	25.38	53.17	5.93
	688127.SH	蓝特光学	128.98	31.99	61.54	2.09
	002456.SZ	欧菲光	420.00	12.51	2.29	5.88
	002036.SZ	联创电子	114.73	10.83	18.62	5.67
射频天线	002045.SZ	国光电器	90.73	16.13	26.61	6.19
	002241.SZ	歌尔股份	1,115.98	31.88	69.43	6.01
	2018.HK	瑞声科技	505.05	42.14	24.36	0.60
	002351.SZ	漫步者	116.65	13.12	10.91	3.98
射频天线	300136.SZ	信维通信	235.89	24.38	34.26	5.87
	300322.SZ	硕贝德	105.85	22.97	119.18	9.70
	688153.SH	唯捷创芯	138.09	32.09	11.35	3.54

资料来源：万得，中银证券

注释：数据统计时间截至9月4日

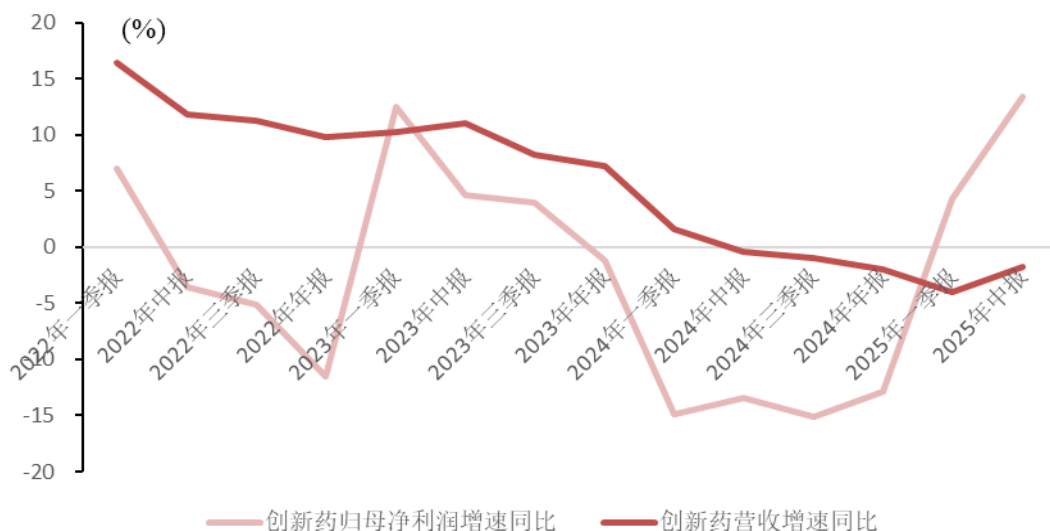
3 医药：“出海+政策”双轮驱动，创新药业绩持续回暖

出海进展+政策催化，2025 年以来创新药板块业绩出现持续回暖。经过多年孵化，中国创新药企出海正在加速，根据药智网，2025 年上半年中国创新药 License out 总金额已接近 660 亿美元，赶超 2024 全年 BD 交易总额（2024 年 BD 交易总额 640.8 亿美元，License out 总金额 557.5 亿美元）。

与此同时，国内政策环境的持续改善为创新药行业提供了支撑。一方面，政策层面趋向保护创新药企利润空间，强化质量评估而非“唯低价论”。2025 年政府工作报告指出，将优化药品集采政策，强化质量评估和监管，不“唯低价论”。2025 年 7 月，国家医保局、国家卫生健康委联合印发《支持创新药高质量发展的若干措施》，十六条举措将为创新药发展注入强劲活力。政策着重强调支持研发、鼓励医药企业“真创新”。近年来，我国创新药热潮涌现，2024 年一类创新药获批数量达 48 种，是 2018 年的 5 倍以上；提高创新药多元支付能力，鼓励商业健康保险、医疗互助等将创新药纳入保障范围；加速进院，推动创新药加快进入定点医药机构。

产业进展与政策双重催化下，2025 年以来创新药板块业绩出现持续的回暖，2025 年中报，创新药归母净利润增速达到 13.4%。

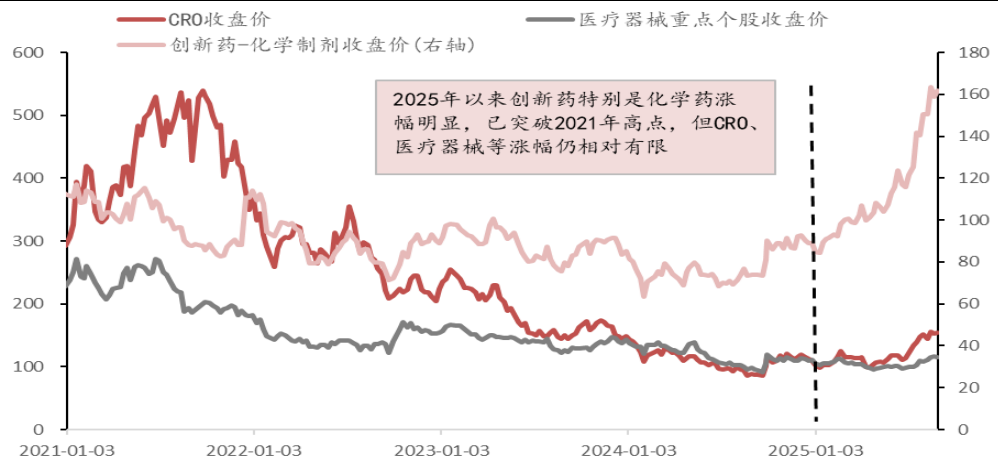
图表 13. 创新药板块业绩出现持续回暖



资料来源：万得，中银证券

2025 年以来创新药特别是化学药涨幅总体明显但分化较大，CRO、医疗器械等涨幅仍较为有限。2025 年以来，在产业趋势与政策催化之下，创新药特别是化学药取得了较为明显的涨幅，4 月 11 日至 8 月 29 日涨幅已达 62%，且从历史对比来看，已超越 2021 年高点。但值得注意的是创新药（化学制药）赛道内部分化较为明显，2025 年 1 月 1 日-8 月 29 日，舒泰神、广生堂等已有较大涨幅，但相比之下恒瑞医药等涨幅仍然较为有限，同时其他泛成长医疗赛道如 CRO、医疗器械等当前价格距离 2021 年高点仍有较大距离，整体仍有较高涨幅空间。

图表 14. 2025 年以来，CRO、医疗器械等涨幅仍然较为有限



资料来源：万得，中银证券

注释：数据以 2025 年 4 月 11 日为基准，设置价格为 100

图表 15. 创新药、CRO、医疗器械重点个股

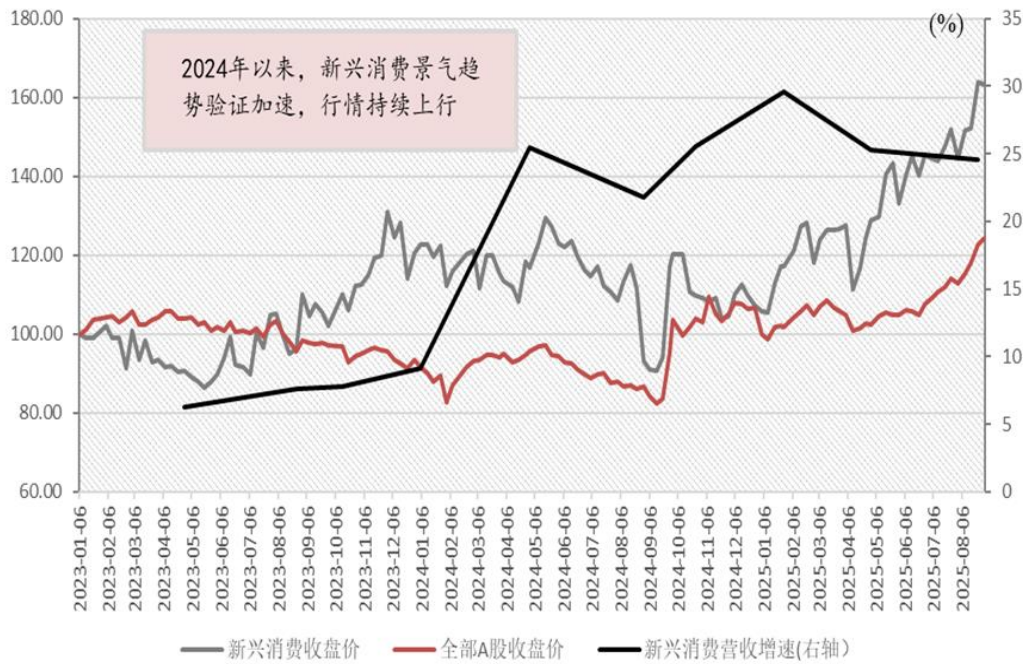
证券代码	证券简称	申万三级行业	2025年1月1日-8月29日涨跌幅(%)	2025年8月29日 PE(TTM)(倍)	2025年中报归属母公司股东的净利润增速(%)
300204.SZ	舒泰神	化学制剂	619.84	-153.47	-619.70
300436.SZ	广生堂	化学制剂	312.03	-114.67	-85.05
688189.SH	南新制药	化学制剂	125.23	-9.93	-493.23
688166.SH	博瑞医药	原料药	219.98	407.94	-83.85
688382.SH	益方生物-U	化学制剂	189.47	-153.11	44.25
688221.SH	前沿生物-U	化学制剂	81.05	-34.87	39.33
688202.SH	美迪西	医疗研发外包	112.83	-31.54	81.63
688336.SH	三生国健	其他生物制品	145.93	45.29	46.96
002550.SZ	千红制药	化学制剂	69.82	30.71	41.17
603127.SH	昭衍新药	医疗研发外包	88.92	77.20	135.90
603259.SH	药明康德	医疗研发外包	91.75	22.14	101.92
688222.SH	成都先导	医疗研发外包	110.67	113.61	390.72
002821.SZ	凯莱英	医疗研发外包	42.35	36.12	23.71
002773.SZ	康弘药业	其他生物制品	109.53	30.19	5.41
300725.SZ	药石科技	医疗研发外包	33.05	48.84	-26.54
600521.SH	华海药业	化学制剂	36.87	46.40	-45.30
300347.SZ	泰格医药	医疗研发外包	16.95	184.97	-22.22
603087.SH	甘李药业	其他生物制品	68.21	47.68	101.96
603456.SH	九洲药业	医疗研发外包	35.01	24.49	10.70
002019.SZ	亿帆医药	化学制剂	44.18	42.73	19.91
688180.SH	君实生物-U	其他生物制品	64.62	-44.05	36.01
300759.SZ	康龙化成	医疗研发外包	18.71	38.95	-37.00
000788.SZ	北大医药	化学制剂	6.32	24.99	15.51
002399.SZ	海普瑞	化学制剂	23.23	29.20	-36.44
300558.SZ	贝达药业	化学制剂	31.47	93.35	-37.53
000513.SZ	丽珠集团	化学制剂	9.34	16.82	9.40
600276.SH	恒瑞医药	化学制剂	44.81	59.77	29.67
300357.SZ	我武生物	其他生物制品	55.98	47.50	18.61
000963.SZ	华东医药	化学制剂	29.72	21.40	7.01
600380.SH	健康元	化学制剂	12.02	16.29	1.10
000661.SZ	长春高新	其他生物制品	6.14	19.14	-42.85
688235.SH	百济神州-U	化学制剂	72.65	-240.83	115.63
601607.SH	上海医药	医药流通	-9.73	11.41	51.56
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗设备	-3.97	32.08	-32.96
688271.SH	联影医疗	医疗设备	12.25	92.12	5.03
688029.SH	南微医学	医疗耗材	37.34	28.33	17.04
002223.SZ	鱼跃医疗	医疗设备	3.73	19.88	7.37
688016.SH	心脉医疗	医疗耗材	-0.78	32.39	-22.03
300482.SZ	万孚生物	体外诊断	1.38	27.18	-46.82
300677.SZ	英科医疗	医疗耗材	45.92	15.14	21.02
300832.SZ	新产业	体外诊断	-9.89	28.91	-14.62
300003.SZ	乐普医疗	医疗耗材	69.34	148.58	-0.91
002901.SZ	大博医疗	医疗耗材	80.70	49.22	76.69
603658.SH	安图生物	体外诊断	-3.96	20.23	-7.83
0853.HK	微创医疗	医疗耗材	89.51	-17.51	51.87
688050.SH	爱博医疗	医疗耗材	-14.09	38.23	2.53

资料来源：万得，中银证券

4 新消费：经济结构转型催化新消费趋势，行业景气持续验证

经济结构转型期催化新消费产业趋势，行业景气持续验证。近年来，我国消费结构与消费趋势出现了一定的变化，新兴消费产业趋势贡献了新的投资机会。2024 年以来，新兴消费景气趋势验证加速，行业营收增长呈现上行趋势，伴随业绩验证，市场行情也持续向好。在消费趋势上，“性价比”消费、“娱乐经济”、户外运动均具备较优的投资机会。

图表 16. 2024 年以来新兴消费景气验证加速



资料来源：万得，中银证券
注释：设置 2023 年 1 月 6 日价格为 100

图表 17. 2024 年以来新兴消费景气验证加速

	证券代码	证券名称	总市值 (20250901) (亿元)	2025 年 1 月 1 日 以来涨跌幅 (%)	市盈率 (TTM)	2025 年中报 营收增速 (%)	2025 年中报归母净 利润增速 (%)
折扣零售	9896.HK	名创优品	602.43	4.92	23.34	21.06	-22.57
	PDD.O	拼多多	1,706.70	23.95	12.48	59.04	-24.18
	603708.SH	家家悦	72.07	-0.10	49.63	2.77	7.82
	600729.SH	重庆百货	129.24	5.21	9.39	-9.75	8.74
跨境电商	300592.SZ	华凯易佰	47.11	-18.05	65.09	38.42	-72.69
	002803.SZ	吉宏股份	78.52	40.01	34.91	-17.41	63.27
	301381.SZ	赛维时代	90.41	-1.54	61.21	56.55	-28.18
	002315.SZ	焦点科技	167.06	28.30	32.61	9.31	26.12
量贩零食	002847.SZ	盐津铺子	206.03	22.19	29.72	28.89	16.70
	002991.SZ	甘源食品	54.58	-35.68	19.20	22.18	-55.20
	003000.SZ	劲仔食品	56.63	-6.24	21.78	16.79	-21.86
	300972.SZ	万辰集团	384.05	155.79	50.26	247.86	50,358.80
国货美妆	600223.SH	福瑞达	81.83	7.25	36.49	-13.02	-15.16
	2145.HK	上美股份	367.02	167.90	37.02	62.08	30.65
	603193.SH	润本股份	119.23	26.96	38.76	27.61	4.16
	603983.SH	丸美股份	162.45	26.96	46.30	33.44	5.21
娱乐经济	9992.HK	泡泡玛特	4,141.64	245.42	55.72	106.92	396.49
	0325.HK	布鲁可	256.73	21.18	152.67	155.61	214.97
	002292.SZ	奥飞娱乐	144.47	12.95	-47.64	-0.86	-32.71
	9999.HK	网易-S	6,830.12	59.20	18.21	1.77	31.33
茶饮消费	002605.SZ	姚记科技	118.86	8.64	23.28	-24.04	-9.98
	2097.HK	蜜雪集团	1,559.47	41.66	32.06	22.29	
	1364.HK	古茗	504.65	128.17	31.13	14.54	
	2555.HK	茶百道	130.48	-17.05	21.21	-13.78	37.48
户外运动	300005.SZ	探路者	83.24	34.53	201.98	14.44	-76.50
	603908.SH	牧高笛	22.89	13.85	44.17	-10.42	-40.35

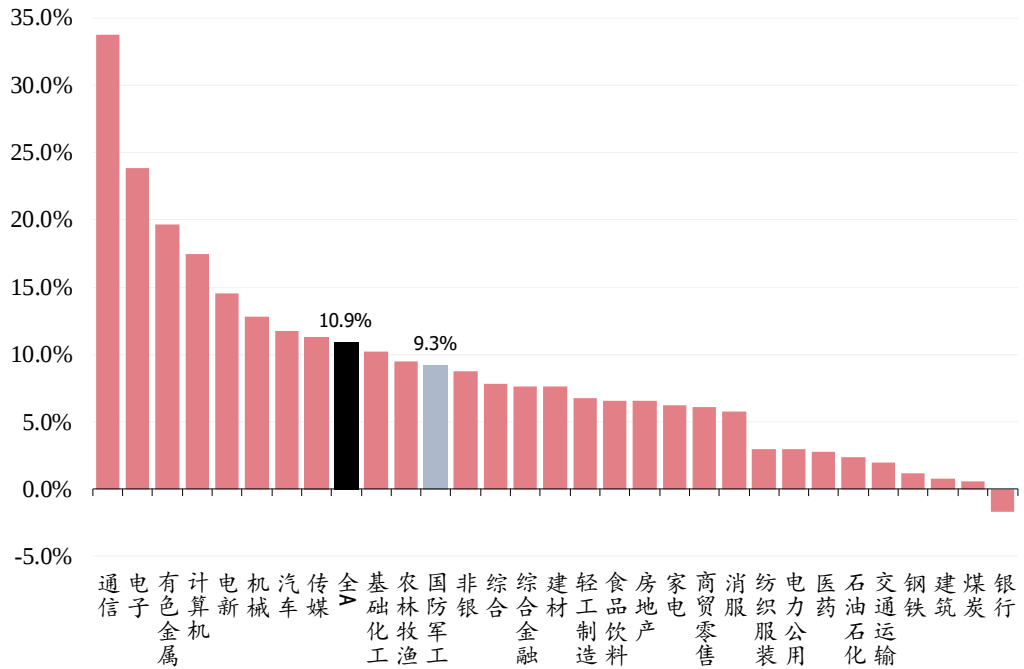
资料来源：万得，中银证券。注释：数据统计时间截至 2025 年 9 月 1 日

5 高端制造：新一轮扩散机会

5.1 军工：预期兑现告一段落

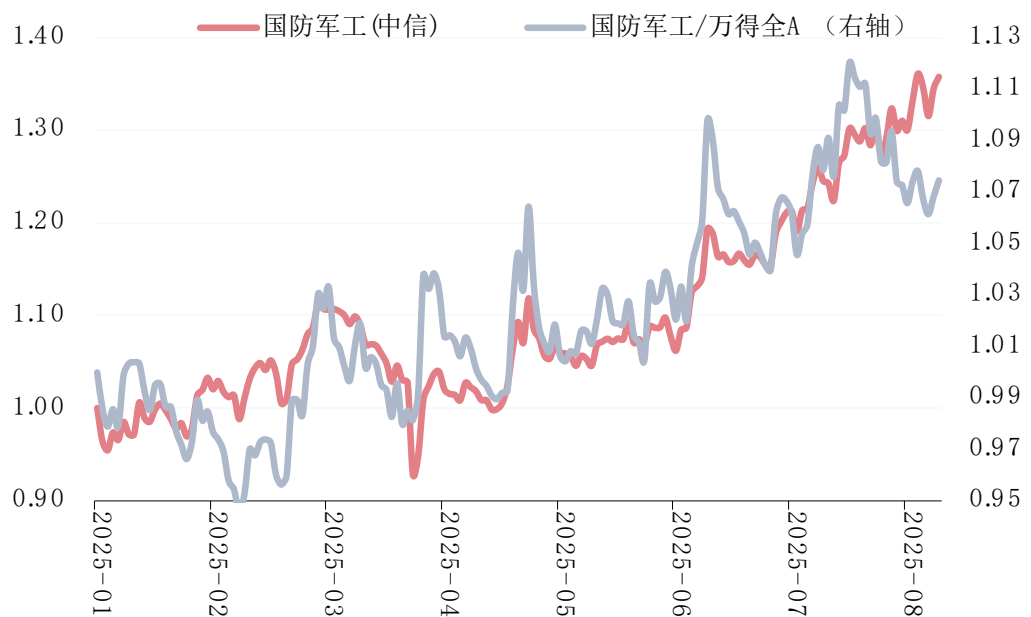
八月，军工行业累计涨幅位居 28 个一级行业第 11 位，绝对收益幅度为 9.3%，从月度走势来看，进入 8 月中旬后，军工行业相对收益有所减弱，这与我们统计的重大事件节点前，军工行业面临一定预期兑现有关。伴随“93 阅兵”的结束，重大事件带来的预期兑现交易或贡献更好的布局机会。

图表 18. 八月一级行业涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 军工行业走势



资料来源：万得，中银证券。注：20250102 定基为 1

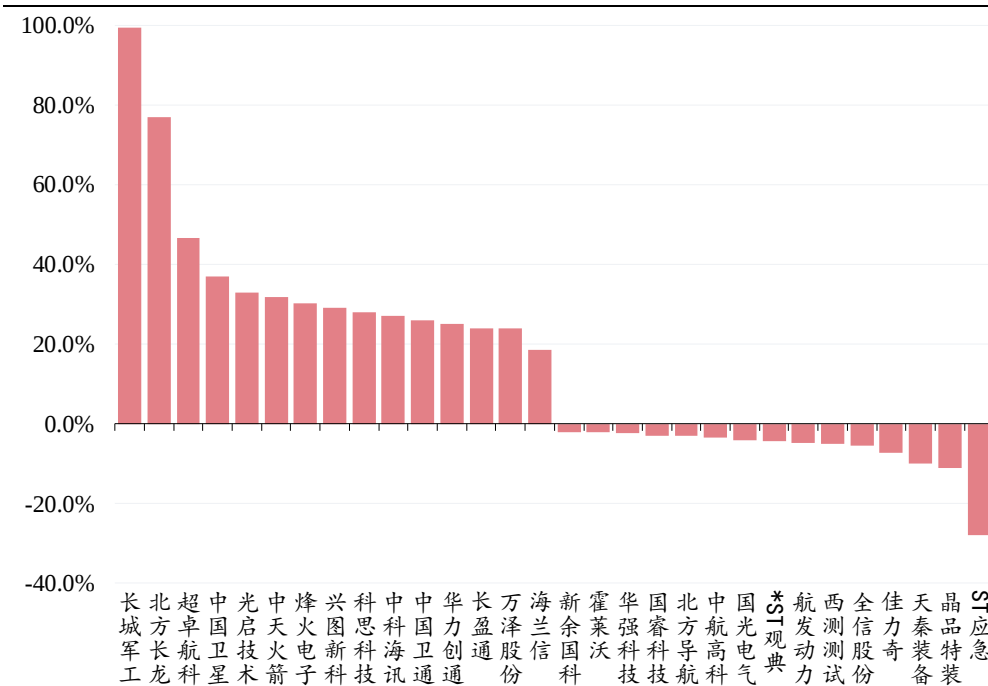
图表 20. 阅兵前后的日历效应



资料来源：人民网，万得，中银证券

八月军工表现位居前五位的个股为：长城军工（99%）、北方长龙（77%）、超卓航科（47%）、中国卫星（37%）、光启技术（33%）、中天火箭（32%）、烽火电子（30%）、兴图兴科（29%）、科思科技（28%）、中科海讯（27%）、中科卫通（26%）、华力创通（25%）、长盈通（24%）、万泽股份（24%）、海兰信（19%）。

图表 21. 8 月军工行业个股涨跌幅（前后 15 名）



资料来源：万得，中银证券

九月建议重点关注商业航天方向。工业和信息化部于 2025 年 8 月 25 日印发了《关于优化业务准入促进卫星通信产业发展的指导意见》。文件提出了六方面共计十九条建议举措。

图表 22. 《关于优化业务准入促进卫星通信产业发展的指导意见》

方面	十九条建议	内容
一、总体要求		到 2030 年，卫星通信管理制度及政策法规进一步完善，产业发展环境持续优化，各类经营主体创新活力充分迸发，基础设施、产业供给、技术标准、国际合作等综合发展水平显著提升，手机直连卫星等新模式新业态规模应用，发展卫星通信用户超千万，推动卫星通信充分融入新发展格局，有力服务经济社会高质量发展。
	(一) 支持低轨卫星互联网加快发展	加快卫星互联网系统建设和应用服务，推动卫星互联网实现高质量发展，针对低轨卫星通信应用适时开展商用试验，带动产业链上下游协同创新，实现全球范围内宽带网络覆盖，为各类用户提供高速卫星互联网服务，持续拓展多样化应用场景。
	(二) 支持开展终端设备直连卫星业务	支持电信运营商通过与卫星企业共建、共享等模式，深入挖掘天通、北斗等高轨卫星应用潜力，推动手机等终端设备直连卫星加快推广应用，为大地面移动通信用户提供基于卫星的语音、短消息业务。鼓励电信运营商依托低轨卫星互联网，在语音、短消息业务基础上拓展高速数据服务，促进信息基础设施天地融合发展。
二、有序扩大市场开放		组织开展卫星物联网商用试验，支持符合条件的企业依托低轨卫星物联网星座，为天空、海洋、偏远地区等地面网络无法覆盖的区域，提供广域物联网连接服务。研究设立新型卫星通信业务，进一步扩大向民营企业开放。鼓励民营企业依法依规利用各类高低轨在轨卫星资源，通过租用卫星资源、开展增值服务、分销代理业务等多种商业化合作方式，盘活存量卫星资源，丰富业务种类，繁荣卫星通信市场。
	(三) 支持探索新型卫星通信业务	
	(四) 促进应急通信应用	促进卫星通信在应急通信等领域的应用，优先满足国家应急通信需求，综合利用天通、高通量卫星、北斗短报文、卫星互联网、卫星物联网等卫星通信资源，为应急处置提供统一调度、高效供给和融合应用的卫星通信服务保障。进一步深化卫星通信在洪涝、火灾、地震、台风等自然灾害应急处置，以及安全生产、野外作业、搜寻救援等领域的应用。
三、持续拓展应用场景	(五) 推进数字惠民服务	鼓励通过高通量卫星、低轨卫星互联网等方式为偏远地区、边疆地区和地形气候复杂地区等提供多样化网络接入服务，进一步提高我国网络覆盖水平，降低覆盖成本，助力电信普遍服务，推广普及高品质数字化产品，推进数字惠民，促进社会公平，增进民生福祉。
	(六) 强化融合应用创新	鼓励卫星通信在工业、农业、交通、能源、城市治理等各行业、各领域创新应用，加强与工业互联网、车联网、航空机载通信、低空智联网、算力网络等新一代信息基础设施交叉融合，推动汽车、船舶、飞机等直连卫星，大力发展大众化、规模化卫星通信应用。推进北斗短报文与公众通信网互联互通和融合应用，提升服务能力，培育壮大北斗短报文产业生态。
	(七) 加快关键核心技术攻关	持续开展卫星通信关键核心技术攻关和产品研制，增强基础元器件、芯片、关键终端设备产品等供给水平，提升卫星通信技术性能，降低用户使用成本，推动我国卫星通信技术持续迭代演进。促进卫星通信、5G/6G、人工智能等新一代信息通信技术深度互融，加快推进非地面网络（NTN）等卫星通信技术创新发展。
四、培育壮大产业生态	(八) 构建开放共享标准体系	凝聚行业力量共同构建开放共享、天地融合的卫星通信标准体系，制定和完善卫星通信技术、产品和服务等国家标准、行业标准。鼓励链主企业发挥积极作用，推动卫星通信系统在发展中逐步实现标准统一、体制兼容，促进不同经营主体卫星通信系统开放共享，形成发展合力。积极参与国际电信联盟（ITU）、第三代合作伙伴组织（3GPP）等国际标准组织、区域性标准组织工作。
	(九) 培育互利共赢产业生态	充分发挥我国地面移动通信在技术、标准、产业等方面的综合优势，带动卫星通信产业高质量发展。鼓励企业围绕卫星及地面设施开展资源共享和商业合作，促进战略性新兴产业集聚发展。成立卫星通信相关产业组织，搭建产学研用交流合作平台，培育开放协同、互利共赢的产业生态。
	(十) 科学规划卫星通信码号资源	持续跟踪卫星通信产业发展态势，面向专用终端科学规划卫星通信专用号段，支持卫星互联网、卫星物联网等新业态高质量发展。面向手机终端创新“不换卡不换号”模式，深入挖掘存量号码使用潜力，支持开展手机直连卫星应用，促进卫星通信与地面移动通信深度融合。支持企业申请卫星通信国际码号，积极拓展国际市场。
五、优化电信资源供给		指导企业积极参与卫星无线电频率的国际规则制修订，开展频率轨道资源申报协调及登记使用工作。结合低轨星座特点，创新卫星无线电频率轨道资源管理方式，批量颁发空间无线电台执照和无线电频率使用许可，支撑我国低轨星座高效建设和快速发展。
	(十一) 推进频率资源创新管理	

资料来源：工信部，中银证券

续 图表 22. 《关于优化业务准入促进卫星通信产业发展的指导意见》

方面	十九条建议	内容
六、加强卫星通信监管	(十二) 加强卫星通信业务监管	进一步优化市场准入、设备进网等许可审批工作，维护公平竞争市场秩序，构建统一开放、有序竞争的卫星通信市场体系。提升卫星通信系统服务能力，持续优化用户体验，切实保障消费者合法权益。优化电信业务分类目录，研究设立相关新型业务，为进一步向各类经营主体开放提供制度保障。健全完善监管平台，加强卫星通信业务全链条闭环管理。
	(十三) 促进网络基础设施互联互通	持续优化网络布局，制定卫星关口站管理办法，指导企业在我国境内设置符合国家要求的关口站，加强卫星关口站建设运行监督管理。按国家安全和电信网间互联互通等相关要求建设星地互联中心，推进天地基础设施高效互联互通。提高卫星互联网国际互联能力，建立国际海陆缆和卫星互联网协同机制，形成陆海互补、天地统筹的国际通信通道，降低关键区域国际通信风险。
	(十四) 筑牢网络和数据安全防护线	指导督促企业依法履行国家安全主体责任，在相关系统的设计、建设、运行中同步规划、同步建设、同步运行安全技术措施，落实通信网络安全防护、数据分类分级保护、关键信息基础设施保护、网络安全等级保护以及个人信息保护等要求，建设信息安全技术措施，保障网络、数据和信息安全，加强用户实名制管理，做好防范治理电信网络诈骗相关技术保障措施。
	(十五) 扎实做好无线电保障	加强空间无线电台、卫星地球站规范化管理，加大卫星无线电监测和干扰查处力度，及时消除有害干扰，保障卫星无线电业务有序开展，维护空中电波秩序。
	(十六) 加强组织协调	加强组织领导和统筹协调，完善工作推进机制，强化部门间协同合作，推动形成卫星通信业务开放工作合力，进一步压实工作责任，及时协调解决重大问题，突出重点、务求实效，确保各项工作有序推进，推动重点任务落实落地。
七、提升协同推进合力	(十七) 加强资金保障	综合利用多种资金渠道，支持卫星通信基础研究和核心技术攻关，提高关键技术自主可控水平。充分发挥制造业转型升级基金等产业基金的引领作用，带动社会资本支持卫星通信领域重点企业。鼓励有产业基础和优势的地方加大支持力度，设立卫星通信专项资金。
	(十八) 加强宣传推广	加大对卫星通信业务开放政策法规的宣贯力度，做好政策解读和舆论引导，充分调动各方积极性。及时总结提炼经验做法和典型案例，宣传推广一批可借鉴、可复制的先进经验和举措，营造卫星通信产业发展良好氛围。
	(十九) 加强国际合作	支持企业开展国际交流合作，提升全球服务能力，优化全球市场布局，探索将卫星通信国际合作纳入共建“一带一路”、金砖国家、亚太空间合作组织等合作机制框架，鼓励我国卫星通信服务“走出去”。

资料来源：工信部，中银证券

图表 23. 军工行业重点公司

板块	证券代码	证券简称	申万三级行业	2025 年 1 月 1 日-8 月 29 日涨跌幅 (%)	2025 年 8 月 29 日 PE(TTM) (倍)	2025 年中报归属母公 司股东的净利润增速 (%)
军工电子	002179.SZ	中航光电	军工电子Ⅲ	8.73	27.33	(13.87)
	603267.SH	鸿远电子	军工电子Ⅲ	63.35	62.68	52.96
	000733.SZ	振华科技	军工电子Ⅲ	21.20	32.73	(25.74)
	603678.SH	火炬电子	军工电子Ⅲ	33.02	66.07	59.04
	300726.SZ	宏达电子	军工电子Ⅲ	28.10	53.61	11.78
	688439.SH	振华风光	军工电子Ⅲ	16.94	77.86	(73.03)
	002025.SZ	航天电器	军工电子Ⅲ	12.15	507.15	(77.49)
	688636.SH	智明达	军工电子Ⅲ	105.33	115.50	2147.93
新质新域	603712.SH	七一二	军工电子Ⅲ	17.67	(41.13)	(270.67)
	600764.SH	中国海防	航海装备Ⅲ	26.55	102.86	25.48
	002465.SZ	海格通信	军工电子Ⅲ	33.78	(258.85)	(98.72)
	688084.SH	晶品特装	军工电子Ⅲ	53.29	(145.17)	61.79
	688011.SH	新光光电	军工电子Ⅲ	185.18	(61.64)	(16.35)
	688070.SH	纵横股份	航空装备Ⅲ	72.80	(279.64)	31.47
	600990.SH	四创电子	军工电子Ⅲ	49.48	(34.44)	(11.50)
	600967.SH	内蒙一机	地面兵装Ⅲ	203.77	83.24	9.99
	002265.SZ	建设工业	底盘与发动机系统	75.16	191.29	(44.90)
航发链	600893.SH	航发动力	航空装备Ⅲ	(2.34)	301.15	(84.57)
	688122.SH	西部超导	航空装备Ⅲ	47.61	40.58	56.72
	605123.SH	派克新材	航空装备Ⅲ	40.43	34.00	6.19
	000738.SZ	航发控制	航空装备Ⅲ	(4.33)	47.09	(34.32)
	688281.SH	华秦科技	航空装备Ⅲ	4.48	54.62	(32.45)
	600862.SH	中航高科	航空装备Ⅲ	2.20	30.84	0.24
军贸	600760.SH	中航沈飞	航空装备Ⅲ	26.19	61.79	(29.78)
	302132.SZ	中航成飞	军工电子Ⅲ	43.09	289.47	(68.33)
	000768.SZ	中航西飞	航空装备Ⅲ	2.76	76.12	4.83
	600879.SH	航天电子	航天装备Ⅲ	35.25	84.18	(30.37)
	688543.SH	国科军工	地面兵装Ⅲ	38.50	60.65	(3.18)
	600316.SH	洪都航空	航空装备Ⅲ	28.65	740.75	25.48
	600038.SH	中直股份	航空装备Ⅲ	5.42	52.81	(5.12)
	688297.SH	中无人机	航空装备Ⅲ	47.12	(3,970.47)	182.76
	002389.SZ	航天彩虹	航空装备Ⅲ	45.09	1,194.14	(100.74)
	600562.SH	国睿科技	军工电子Ⅲ	48.30	57.61	1.15
	688552.SH	航天南湖	军工电子Ⅲ	174.91	1093.16	234.75
	688375.SH	国博电子	军工电子Ⅲ	32.14	87.45	(17.66)
	000519.SZ	中兵红箭	地面兵装Ⅲ	50.73	(73.50)	(191.32)
	600435.SH	北方导航	地面兵装Ⅲ	78.07	105.04	256.59
	002414.SZ	高德红外	军工电子Ⅲ	69.04	(188.72)	906.85
卫星	600118.SH	中国卫星	航天装备Ⅲ	45.25	(4,230.97)	(458.67)
	601698.SH	中国卫通	航天装备Ⅲ	24.21	467.65	(55.59)
	300762.SZ	上海瀚讯	军工电子Ⅲ	32.43	(174.05)	44.97
	002465.SZ	海格通信	军工电子Ⅲ	33.78	(258.85)	(98.72)
	301517.SZ	陕西华达	军工电子Ⅲ	23.72	896.58	(156.20)
	688375.SH	国博电子	军工电子Ⅲ	32.14	87.45	(17.66)
	001270.SZ	铖昌科技	军工电子Ⅲ	23.99	195.53	333.23

资料来源：万得，中银证券

5.2 机器人：再迎积极催化

特斯拉机器人产业再迎积极催化。据财联社报道，北京时间 2025 年 9 月 5 日晚间，特斯拉公布了即将在 11 月股东大会上接受投票的提案文件。新的阶梯式薪酬方案将最多授予马斯克额外 4.237 亿股特斯拉股权。盈利目标方面，调整后 EBITDA 目标从 500 亿美元起步，最高目标为 4000 亿美元，接近当前的 24 倍。另外还有四大产品目标：特斯拉汽车累计交付量达到 2000 万辆、活跃 FSD 订阅用户数量连续 3 个月超过 1000 万人、累计交付 100 万台机器人，以及有 100 万辆 Robotaxis 同时在商业运行。

该计划与特斯拉向“AI+机器人”转型的战略深度绑定，其中“累计交付 100 万台机器人”是一个重要目标，其影响可以从以下几个方面看：

- 1) 战略地位进一步明确：“100 万台累计交付量”被明确写入 CEO 薪酬的考核目标，这表明机器人业务已从概念探索阶段跃升为特斯拉未来的核心支柱业务。我们认为，董事会希望通过此计划，将首席执行官的注意力与公司资源强力聚焦于机器人领域，加速其商业化进程。
- 2) 明确量产路线规划：该目标为机器人业务设定了较为明确的路线规划。意味着特斯拉必须在未来几年内解决大规模量产所需的供应链、制造工艺和成本控制等一系列艰巨挑战。
- 3) 盈利目标约束：该激励计划要求特斯拉的年度调整后 EBITDA（息税折旧摊销前利润）达到 4000 亿美元。这意味着机器人以盈利为目标的产业化进程得以确认，亦表明特斯拉对机器人的盈利潜力抱有较高期待。

对产业链而言，特斯拉全力冲刺百万台机器人交付目标，将为其上游核心零部件供应商（如丝杠、关节总成、传感器等）带来显著增量订单，推动整个产业链技术迭代和产能扩张。具备优秀制造和管理能力的零部件企业将显著受益。此外，该目标将进一步提升板块确定性，为整个机器人行业的量产前景提供了一个较为明确的参考目标和时间表。这有助于提升市场对行业长期发展空间的预期，吸引更多资本和人才进入该领域，加速行业发展。

图表 24. 机器人行业重点公司

板块	证券代码	证券简称	申万三级行业	2025 年 1 月 1 日-8 月 29 日涨跌幅（%）	2025 年 8 月 29 日 PE(TTM) (倍)	2025 年中报归属母公司股东的净利润增速（%）
自动化 总成	688165.SH	埃夫特-U	机器人	(6.40)	(57.05)	(83.12)
	688097.SH	博众精工	其他自动化设备	38.07	34.60	69.69
	300486.SZ	东杰智能	其他自动化设备	194.15	(43.94)	113.96
	002681.SZ	奋达科技	消费电子零部件及组装	26.12	503.90	(80.17)
	300124.SZ	汇川技术	工控设备	28.89	39.38	40.15
	300024.SZ	机器人	机器人	11.98	(138.48)	(54.32)
	688306.SH	均普智能	其他自动化设备	54.32	1356.91	8.65
	300222.SZ	科大智能	电网自动化设备	35.71	86.00	214.85
	002600.SZ	领益智造	消费电子零部件及组装	94.72	58.63	35.94
	002050.SZ	三花智控	家电零部件Ⅲ	36.87	36.32	39.31
	601689.SH	拓普集团	底盘与发动机系统	29.18	38.32	(11.08)
	300607.SZ	拓斯达	机器人	41.04	(67.96)	(19.75)
	000887.SZ	中鼎股份	其他汽车零部件	78.44	23.63	14.11
	002779.SZ	中坚科技	其他专用设备	109.94	265.33	13.99
	688279.SH	峰昭科技	数字芯片设计	31.35	108.43	(4.51)
小脑- 控制器- 芯片	301510.SZ	固高科技	工控设备	31.79	251.46	16.63
	300161.SZ	华中数控	机床工具	9.08	(188.43)	23.54
	002881.SZ	美格智能	通信终端及配件	89.81	79.78	151.38
	603859.SH	能科科技	IT 服务Ⅲ	55.78	54.45	18.75
	300458.SZ	全志科技	数字芯片设计	57.88	185.10	35.36
	603893.SH	瑞芯微	数字芯片设计	125.08	109.86	190.61
	002334.SZ	英威腾	工控设备	29.48	26.13	13.01

资料来源：万得，中银证券

续 图表 24. 机器人行业重点公司

板块	证券代码	证券简称	申万三级行业	2025 年 1 月 1 日-8 月 29 日涨跌幅 (%)	2025 年 8 月 29 日 PE(TTM) (倍)	2025 年中报归属母公司股东的净利润增速 (%)
外壳材料	600933.SH	爱柯迪	底盘与发动机系统	22.98	18.23	27.42
	600114.SH	东睦股份	金属制品	93.38	40.55	37.61
	688219.SH	会通股份	改性塑料	35.90	37.85	10.19
	600143.SH	金发科技	改性塑料	86.81	40.90	54.12
	301069.SZ	凯盛新材	其他化学原料	53.30	105.32	63.83
	301076.SZ	新瀚新材	其他化学制品	130.14	154.11	20.40
	603305.SH	旭升集团	底盘与发动机系统	13.46	39.23	(24.22)
	002915.SZ	中欣氟材	氟化工	111.50	(56.04)	123.40
	603009.SH	北特科技	底盘与发动机系统	22.42	182.61	45.14
	300580.SZ	贝斯特	底盘与发动机系统	19.60	46.54	3.30
丝杠	873593.BJ	鼎智科技	机器人	55.46	190.66	17.65
	601100.SH	恒立液压	工程机械器件	71.15	45.24	10.97
	300984.SZ	金沃股份	其他通用设备	104.84	188.54	94.00
	605133.SH	嵘泰股份	底盘与发动机系统	128.71	66.68	13.29
	301550.SZ	斯菱股份	底盘与发动机系统	100.35	82.15	4.95
	603667.SH	五洲新春	金属制品	60.01	157.79	0.31
	603119.SH	浙江荣泰	其他汽车零部件	241.68	114.02	22.23
	300953.SZ	震裕科技	锂电池	182.57	73.43	60.45
	301377.SZ	鼎泰高科	金属制品	260.20	103.82	79.78
	300488.SZ	恒锋工具	金属制品	35.02	45.10	18.25
设备	000837.SZ	秦川机床	机床工具	42.70	234.09	2.48
	688577.SH	浙海德曼	机床工具	331.81	580.71	(26.39)
	002747.SZ	埃斯顿	机器人	29.30	(28.53)	109.10
	300660.SZ	江苏雷利	电机Ⅲ	89.78	74.52	8.45
灵巧手	603583.SH	捷昌驱动	工控设备	74.62	44.97	43.29
	300680.SZ	隆盛科技	底盘与发动机系统	81.01	43.51	1.38
	603728.SH	鸣志电器	电机Ⅲ	19.36	343.33	(32.66)
	300918.SZ	南山智尚	其他纺织	121.74	62.40	(8.66)
	002009.SZ	天奇股份	其他专用设备	13.67	(57.63)	171.11
	301368.SZ	丰立智能	金属制品	52.77	873.07	(68.79)
减速器	300432.SZ	富临精工	电池化学品	39.94	59.48	32.41
	002708.SZ	光洋股份	底盘与发动机系统	10.77	114.63	21.86
	603915.SH	国茂股份	金属制品	45.05	43.58	(26.97)
	300403.SZ	汉宇集团	家电零部件Ⅲ	60.23	40.84	0.44
	301261.SZ	恒工精密	金属制品	111.38	112.97	(2.73)
	300539.SZ	横河精密	其他塑料制品	202.79	171.03	79.04
	002031.SZ	巨轮智能	其他专用设备	62.37	(65.62)	(1091.40)
	002850.SZ	科达利	锂电池	44.74	23.85	18.72
	600592.SH	龙溪股份	金属制品	161.49	81.53	0.61
	688017.SH	绿的谐波	机器人	39.63	378.79	45.87
	002553.SZ	南方精工	底盘与发动机系统	165.32	46.43	32852.69
	002164.SZ	宁波东力	金属制品	144.11	117.89	43.65
	002472.SZ	双环传动	底盘与发动机系统	22.54	28.05	22.02
	603319.SH	湘油泵	底盘与发动机系统	168.51	72.67	10.27
	002896.SZ	中大力德	金属制品	215.07	241.86	6.50
	603767.SH	中马传动	底盘与发动机系统	148.38	1586.78	(70.34)
	300503.SZ	昊志机电	其他通用设备	61.14	102.62	15.41
	300748.SZ	金力永磁	磁性材料	130.59	118.11	154.81
	301525.SZ	儒竞科技	制冷空调设备	56.75	49.18	10.76
	002801.SZ	微光股份	电机Ⅲ	51.93	35.44	11.32
电机	600580.SH	卧龙电驱	电机Ⅲ	133.80	55.50	36.76
	002664.SZ	信质集团	汽车电子电气系统	95.09	(449.10)	(47.89)
	301413.SZ	安培龙	仪器仪表	121.74	129.90	19.60
	600699.SH	均胜电子	汽车电子电气系统	37.35	28.72	11.13
	603662.SH	柯力传感	仪器仪表	12.23	64.05	47.93
	600480.SH	凌云股份	其他汽车零部件	69.18	24.42	8.46
	688582.SH	芯动联科	模拟芯片设计	60.77	100.93	173.37
	688322.SH	奥比中光-UW	光学元件	81.35	667.73	212.77
	688686.SH	奥普特	其他自动化设备	90.45	103.92	28.80
	688400.SH	凌云光	其他专用设备	67.42	145.88	10.10
	688003.SH	天准科技	其他自动化设备	37.56	83.59	45.92

资料来源：万得，中银证券

风险提示

1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

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

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

评级体系说明

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

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

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

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371