

晨会纪要

数据日期: 2025-08-04	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3583.30	11041.55	4070.70	12563.11	3238.49	1049.40
涨跌幅度(%)	0.65	0.45	0.38	0.60	1.09	1.21
成交金额(亿元)	6397.75	8587.74	2959.76	3015.37	4349.25	332.22

晨会主题

【重点推荐】

行业与公司

卓越教育集团(03978.HK) 深度报告:K12 素质教育转型标杆,深耕华南行稳致远

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评:宏观经济数据前瞻-2025年7月宏观经济指标预期一览

宏观快评:宏观解读报告-经济运行平稳,推动高质量发展——深圳市2025年上半年经济数据跟踪与解读

固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募EB每周跟踪(20250728-20250801)

固定收益周报:公募REITs周报(第28期)-指数止跌回升,消费类领涨

固定收益周报:转债市场周报-转债进入强股性区间,风险与机遇并存

策略专题:估值周观察(8月第1期)-全球估值普遍收敛

策略专题:主题投资月度观察(2025年第7期)-AI革命浪潮与“反内卷”共振

行业与公司

非银行业专题:现代投资银行进化系列之二-海外投行参与数字金融启示录

银行业投资策略:下半年向优质顺周期个股要超额收益

互联网行业2025年8月投资策略:海外巨头AI商业化效果明显,聚焦AI选股

食品饮料周报(25年第31周):行业进入中报业绩期,关注板块结构性机会

医药行业专题:海内外CXO复盘——从短期、中期、长期维度看中国CXO的全球竞争力

医药生物周报(25年第30周):2025 AAIC大会总结——阿尔茨海默病治疗领域更新

传媒互联网周报:ChinaJoy火热开幕,暑期档票房突破60亿元

海外市场专题:美元债双周报(25年第31周)-美国非农数据走弱,年内降息预期抬升

家电行业2025年8月投资策略:白电淡季排产有所承压,美国家电门店出现加库存迹象

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 08月05日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	24733.45	0.92

基金指数 08月05日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3264.49	0.02
股票基金指数	10794.35	-0.49
混合基金指数	10007.76	-0.45

汇率 08月05日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.15	-0.11
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.85	0.0
美元兑日元	147.11	-0.19

非流通股解禁 08月05日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
西南证券	33000.00	100.00	2025-07-22
鹏欣资源	22026.56	100.00	2025-06-12
内蒙一机	412.50	82.58	2025-06-03
华电重工	408.34	100.00	2025-06-02
宁波银行	7581.90	95.06	2025-05-16
新点软件	15651.92	100.00	2025-05-16
华兰股份	3782.78	100.00	2025-04-30
深城交	8400.00	100.00	2025-04-28

轻工制造行业周报（25 年第 31 周）：海外烟草龙头 2025H1 财报梳理：
新型烟草增速向好

公用环保 2025 年 8 月投资策略：省内天然气管输价格机制完善，广东调整煤电、气电容量电价

金盘科技(688676.SH) 公司快评:国常会审议通过《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，制造业企业数字化转型带来新发展机遇

宏发股份(600885.SH) 公司快评:高压直流继电器景气驱动,公司业绩稳步增长

海康威视(002415.SZ) 财报点评:主业产品及服务毛利率同比提升,经营走向高质量发展

苏试试验(300416.SZ) 财报点评:二季度业绩同比增长 26.14%，集成电路检测实现较好增长

金融工程

金融工程专题报告:金融工程专题研究-稳健配置新选择，低利率时代下的守与攻——景顺长城保守养老目标一年持有投资价值分析

【重点推荐】

行业与公司

◆ 卓越教育集团 (03978.HK) 深度报告:K12 素质教育转型标杆, 深耕华南行稳致远

K12 素质教育转型标杆, 深耕华南行稳致远。卓越教育集团 (03978.HK) 是一家专注于华南 K12 教培的综合性教育公司。双减后完成 K9 转型, 目前业务涵盖 K9 素质教育、高中辅导、全日制复习等, 2024 年公司实现收入 11.02 亿元/+125%, 三大业务占比分别为 65%/16%/19%。公司采取深耕华南市场的战略, 以广东为核心市场加密网点, 在深圳、佛山等城市持续渗透。

K12 教培分类监管常态化, 合规是 K12 教培企业健康发展的红线。分类监管强化, 对违规学科培训采取吊销资质、罚款等惩戒措施, 同时有序推进非学科审批。在“双减”意见整体框架下, 地方出台具体执行细则, 如广东省发布细则明确分类鉴定方法, 本土企业具备相对优势。

广东 K12 教培: 湾区红利显著、区域龙头崛起。1) 市场规模: 受益于领先的出生人口以及随迁子女群体, K12 教培消费群体庞大, 测算 2030 年广、深、佛三市有望达到 230/230/110 亿元规模。2) 竞争格局: “双减”后供给出清&常态化监管, 市场份额头部集中, 测算广深 CR5 均已超 10%, 远超双减前。公司受益于齐全牌照及本土口碑、持续加密网点, 广州市占率具备明显优势。

成长看点: 1) 高续班率支撑招生增长: 2024 年公司续报率同比+3pct, 预计 2025 年春季已达 91%。高续班率是市场对产品质量的肯定, 也是学生留存和转介绍基础。预计公司续报率稳中有升, 支撑 2025 年单点科数 17%以上增速。2) 广州周边城区仍有较大空间, 深、佛份额有望持续提升: 公司广州网点集中在核心老城区, 而近年中考人数增长最快区域门店密度 (按网点数/每一千中考人数) 相对靠后, 若按核心城区密度静态测算, 中期可新开 78%网点。深圳、佛山网点数暂未恢复双减前。3) I01 编程课程契合人工智能教育热点需求, 有望在“卓越大语文”之外再造新王牌课程, 提升单人报科数。

投资建议: K12 教培行业需求刚性仍存, 我们持续看好该赛道。但随行业高基数下增速自然放缓, 我们也关注到盈利能力及股东回馈重要性提升。公司作为华南 K12 教培龙头, 坚持区域深耕战略, 分享大湾区人口红利, 持续加密广州网点并加速渗透深圳、佛山等市场。凭借区域口碑基础, 续读率提升验证产品竞争力; 较成功的合规转型及合理网点爬坡期使扩张同时利润率可控。此外, 公司高度重视股东回报, 发布三年派息计划强化信心。作为区域龙头过去公司估值上有明显折价, 但现阶段本土口碑及牌照优势更为突出, 估值折价逻辑有望得到扭转, 修复空间显著。首次覆盖给予“优于大市”评级, 预测 2025-2027 年 EPS 为 0.39/0.47/0.57 元人民币, 给予 25 年 15-16 倍 PE, 对应目标市值 53.7-57.3 亿港元 (取 0.91878 汇率)。

风险提示: 政策及舆论风险; 教师流失; 竞争加剧; 全日制业务需求下滑等。

证券分析师: 曾光 (S0980511040003)、张鲁 (S0980521120002)

联系人: 周瑛皓

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:宏观经济数据前瞻-2025 年 7 月宏观经济指标预期一览

2025 年 7 月国内宏观经济数据将在 2025 年 8 月陆续公布, 国信证券经济研究所提前给出 2025 年 7 月主要经济数据的预测值。

结论: 7 月国内经济增长动能延续稳健态势。预计 7 月国内 CPI 环比约为 0.5%, CPI 同比持平上月的 0.1%; 7 月 PPI 环比或约为 0.1%, PPI 同比回升至 -3.3%; 预计 7 月工业增加值同比小幅回落至 6.3%; 国内社

会消费品零售总额同比小幅回升至 5.0%；固定资产投资累计同比小幅回落至 2.5%；国内美元计价的出口同比或继续小幅上升至 6.0%左右。

证券分析师： 李智能（S0980516060001）、田地（S0980524090003）

◆ 宏观快评:宏观解读报告-经济运行平稳，推动高质量发展——深圳市 2025 年上半年经济数据跟踪与解读

深圳市 2025 年上半年经济运行平稳。上半年，深圳地区生产总值保持增长，同比增长 5.1%；对外贸易继续承压，出口受 2024 年高基数的影响有所下降，进口持续增长，进出口贸易占广东省的比例有所提升；工业生产方面，工业增加值增速保持平稳，略高于广东省水平；投资方面，固定资产投资受房地产开发投资影响有所下降，增速降至广东省水平以下；消费品以旧换新政策推动消费零售明显增长，同比增长 3.5%；金融机构存款及贷款余额增速企稳回升；居民消费价格同比增长 0.1%，增速高于广东省水平。

证券分析师： 薛冰（S0980524060002）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪（20250728-20250801）

我们定期梳理从公开渠道可获得的最新的可交换私募债（私募 EB）项目情况，对私募可交换债项目做基本要素跟踪，私募发行条款发行过程可能有更改，请以最终募集说明书为准，发行进度请与相关主承销商咨询。

本周无新增项目信息；（部分项目因合规原因未予列示）

• 风险提示

项目获批进度不及预期，经济增速下滑。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、赵婧（S0980513080004）

联系人： 吴越

◆ 固定收益周报:公募 REITs 周报（第 28 期）-指数止跌回升，消费类领涨

主要结论：本周中证 REITs 指数收涨，产权类 REITs 走势强于经营权类 REITs，产权类 REITs 和特许经营类 REITs 平均周涨跌幅为+2.4%、+1.2%。从主要指数周涨跌幅对比来看：中证 REITs>中证全债>中证转债>沪深 300，REITs 全周日均换手率较前一周有所上升。全市场各类型 REITs 收涨，消费、市政设施、水利设施涨幅领先。截至 8 月 1 日，公募 REITs 年化现金分派率均值为 5.9%，显著高于当前主流固收资产的静态收益率。当前产权 REITs 股息率比中证红利股息率均值低 147BP，经营权类 REITs 内部收益率均值与十年期国债收益率利差为 216BP。

中证 REITs 指数周涨跌幅为+1.25%，年初至今涨跌幅为+10.3%。截至 2025 年 8 月 1 日，中证 REITs（收盘）指数收盘价为 870.82 点，整周（2025/7/28-2025/8/1）涨跌幅为+1.25%，表现强于中证转债指数（-1.37%）、沪深 300 指数（-1.75%）以及中证全债指数（+0.19%）。年初至今，各类主要指数涨跌幅排序为：中证转债（+10.3%）>中证 REITs（+10.3%）>沪深 300（+3.1%）>中证全债（+1.0%）。截至 2025 年 8 月 1 日，近一年中证 REITs 指数回报率为 9.8%，波动率为 7.2%，回报率低于沪深 300 指数、中证转债指数，高于中证全债指数；波动率低于沪深 300 指数和中证转债指数，高于中证全债指数。REITs 总市值在 8 月 1 日上升至 2131 亿元，较上周增加 83 亿元；全周日均换手率为 0.77%，较前一周上升 0.04 个百分点。

各类型 REITs 均收涨，消费、市政设施、水利设施涨幅领先。截至 2025 年 8 月 1 日，从不同项目属性 REITs 来看，产权类 REITs 和特许经营类 REITs 平均周涨跌幅为+2.4%、+1.2%。从不同项目类型 REITs 来看，各类 REITs 均收涨，其中平均涨幅最大的三个项目类型分别为消费（+4.0%）、市政设施（+3.9%）和水利设施类（+3.7%）。分具体标的来看，周度涨幅排名前三的三只 REITs 分别为华夏首创奥莱 REIT（+6.86%）、工银蒙能清洁能源 REIT（+6.75%）、华夏华润商业 REIT（+5.77%）。

仓储物流、产业园类 REITs 交易活跃度最高。从不同项目类型来看，仓储物流区间日换手率最高，产业园类本周成交额占比最高，其中仓储物流类区间日均换手率为 1.4%，产业园类成交额占 REITs 总成交额 21.8%。从本周不同 REITs 产品资金流向来看，主力净流入额前三名分别为华夏华电清洁能源 REIT（7257 万元）、中银中外运仓储物流 REIT（5189 万元）、鹏华深圳能源 REIT（670 万元）。

首单央企燃气 REIT 在上交所上市交易。作为华电国际、华夏基金与中信证券联合打造的标杆项目，华夏华电清洁能源 REIT 底层资产为杭州华电江东天然气热电联产项目。基金发售文件显示，华夏华电清洁能源 REIT 拟募集规模 18.95 亿元，结合招募说明书披露的可供分配金额测算，基金 2025 年及 2026 年预期分派率分别为 5.66% 和 5.37%。这是我国第 71 单基础设施公募 REITs，成为央企盘活优质清洁能源资产的成功案例，也树立了绿色金融创新投融资模式的标杆。

风险提示：公开资料数据滞后，二级市场价格波动风险，基础设施项目运营风险，税收等政策调整风险，流动性风险等。

证券分析师： 戴丹苗（S0980520040003）、赵婧（S0980513080004）

◆ 固定收益周报:转债市场周报-转债进入强股性区间，风险与机遇并存

上周市场焦点（7 月 28 日-8 月 1 日）

上周转债个券多数收跌，中证转债指数全周-1.37%，价格中位数-1.22%，我们计算的算术平均平价全周-1.00%，全市场转股溢价率与上周相比+0.09%。个券层面，奇正（创新药）、东杰（实控人或变更）、天路（雅下水电概念）、景 23（PCB）、海波（桥梁钢结构工程）转债涨幅靠前；大禹（雅下水电概念&已公告强赎）、亿田（算力概念）、应急（军工&已公告强赎）、奥飞（数据中心）、宏丰（合金材料&已公告强赎）转债跌幅靠前。

观点及策略（8 月 4 日-8 月 8 日）

转债进入强股性区间风险与机遇并存，警惕三方面风险（小盘股/债市压力/条款乐观定价），挖掘三类机会（反内卷/正股成长高波/红利）：

7 月沪指站上 3600 点，转债平均平价站上 110 元，市场价格中位数大于 130 元，均处于 2010 年来 90%、2023 年以来 100%分位数，转债资产已进入强股性区间；随着债底保护下降，估值进一步提升，我们认为后续警惕三类风险：

警惕小盘股调整：万得小微盘指数年内涨 47.5%，中证 2000 涨 18.72%，同期沪深 300 涨 3.8%，存续转债中正股属于中证 2000 非 A500 成分有 209 只，小微盘指数 33 只，正股平均 PE(TTM)均超过 100x，若小微盘出现剧烈调整，转债市场恐受影响；风险观测指标包括融资买入额下降等；

警惕债市压力传导至偏债型转债：历史经验看，债基面临赎回压力时倾向于抛售流动性较好的转债以应对现金需求，尤其结合公募二季报，一级债基为本轮转债增配主力，其资产配置中纯债占据主要份额；近期债市波动加剧，可能会对转债构成资金层面的扰动；赎回压力可通过国债期货、30 年国债 ETF 份额等综合判断；对于转债择券而言，可避开转股价值较低且高纯债溢价率的大余额偏债型转债；

警惕对条款乐观定价的修正：晶澳转债公告下修到底决议次日同行业天 23 转债跳空高开，虽从结果来看，数个交易日后天 23 转债发行人董事会亦提议下修，但时间差反映投资者超前博弈，直接定价最有利于转债投资者的情形；赎回条款亦出现接近触发赎回的标的按不赎回定价情况；一旦最乐观的预期落空，个券势必发生调整，择券建议避开条款上过度乐观定价的个券；

持续稳定和活跃资本市场，开启“慢牛”行情，将股市变成居民财富增值保值蓄水池的基调下，对股市不宜轻易言空，建议从三条思路挖掘机会：（1）“反内卷”尤其利好转债资产，关注落后产能出清；（2）正股成长高波的偏股型转债；（3）经济“现实”改善前红利资产配置价值不减。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、赵婧（S0980513080004）

联系人： 吴越

◆ 策略专题:估值周观察(8月第1期)-全球估值普遍收敛

•近一周(2025.7.28-2025.8.1)海外市场普遍下跌。美股全线收跌,道指跌幅居前;欧洲市场德法领跌,英国相对抗跌;亚太地区全线走弱,日韩下跌,港股跌幅显著。估值方面多数回调:德国DAX逆势扩张PE 1.42x,分位数维持高位;法国CAC40大跌3.68%但PE下调1.23x;港股除恒生科技外,各指数估值分位仍处近三年极高水平。

•A股宽基指数普遍下跌,估值温和收缩。近一周(2025.7.28-2025.8.1),A股核心宽基普遍下跌,估值整体收缩。具体来看,规模宽基上,国证2000(-0.19%)和中证1000(-0.54%)较为抗跌,中证100(-2.15%)大幅下跌;风格上,成长与价值指数均承压,大盘成长下跌2.58%,中盘价值下跌2.57%,除了小盘指数和中证2000,其余指数均下跌超过1%。估值方面,整体明显收缩,大盘成长PE收缩幅度最大(-1.45x),其次是国证成长(-1.2x)。截至8月1日,A股主要宽基指数PE、PB、PS基本位于近一年85%-100%分位数,PCF位于80%-90%分位数。总体而言,大盘成长整体分位数水平占优,4项估值指标的1年、3年、5年滚动分位数水平均值分别为28.15%、37.07%、22.27%;相比之下,小盘指数和小盘成长的估值性价比较低,4项估值指标的1年、3年、5年滚动分位数水平均值分别为85.02%、94.51%、85.9%和79.34%、93.13%、93.42%。三年分位数视角,PB和PCF分位数水平整体低于PE和PS。

•一级行业多数下跌,估值收缩。本周一级行业多数下跌,大金融板块内部跌幅不一,房地产(-3.43%)和非银金融(-2.4%)领跌,银行小跌(-0.84%);下游必选消费内部分化,医药生物(2.95%)逆势上涨,其余行业跌幅超2%;通信、传媒涨幅也超过1%。估值多数温和收缩,变化方向均与股价一致。医药生物扩张幅度最大,超过1x,美容护理、房地产PE收缩超过1x。

•必选消费行业估值性价比占优。综合看PE、PB、PS、PCF分位数,银行估值处于历史高位,在1年和3年维度下,PE、PB、PS均逼近100%分位。以电子、通信、传媒为代表的TMT,估值处于中长期高位,4项估值指标的3年/5年分位数均值分别为95.33%/87.41%、98.11%/93.21%、91.19%/91.44%、以食品饮料和农林牧渔为代表的下游必选消费行业估值性价比凸显。食品饮料3年/5年四项估值分位均值仅为9.94%/5.97%,农林牧渔为28.23%/19.51%,估值修复空间较大;纺织服饰和医药生物3年/5年四项估值分位均值位于60%-95%区间,处于中等水平。

•本周新兴产业表现分化,光模块和光通信表现突出。创新药(+3.5%)、5G(+2.87%)涨幅居前;智能汽车板块内部分化,智能汽车和轨道交通下跌,充电桩和汽车电子上涨。估值方面多数收缩,动力电池PE收缩最显著(-9.32x),半导体产业、工业互联网、数字能源、集成电路、高端装备、工业母机、新能源、储能、智能汽车、锂电池、生物科技、基因检测收缩均超过1x。热门概念方面,光模块(CPO)(+7.96%)表现突出,领涨概念包括光通信、高频PCB、高速铜连接、光芯片等。

风险提示:海外货币政策节奏和幅度的不确定性;文中所列指数仅作为历史复盘,不构成投资推荐的依据。

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

◆ 策略专题:主题投资月度观察(2025年第7期)-AI革命浪潮与“反内卷”共振

n 海外科技映射:(1) OpenAI 发布 ChatGPT Agent: 通用型 AI 代理实现端到端交互,内置工具自主选择能力,HLE 测试得分 41.6%(工具辅助);(2) xAI 推出 Grok-4 模型: Scaling 强化学习驱动,“全球最聪明 AI”,HLE 测试中 Grok 4 Heavy 达 44.4%,优化策略后创 50.7%新纪录;(3) 美国《天才法案》签署生效:确立联邦稳定币监管框架,限定银行主导发行权,强制储备透明化,特朗普称其为“金融科技最重大变革”;(4) 2025 世界人工智能大会(WAIC):聚焦十大方向(大模型/算力基建/AI for Science 等),首发 3000 项成果,中国提出全球 AI 治理行动计划;(5) ChatGPT 推出“学习模式”:OpenAI 在 ChatGPT 中正式推出了“Study and Learn”模式(学习模式),适用于所有版本用户;(6) 英伟达 H20 芯片恢复在华销售:7月中旬获美出口许可,于月底因安全漏洞被网信办约谈。

n 国内热门主题:(1) 雅鲁藏布江水电工程开工:总投资 1.2 万亿元(相当于 12 条青藏铁路),装机量达 3 个三峡规模,“算力+电力”协同保障新质生产力发展;(2) 药品集采规则革新:第十一批集采实行“N-3”竞价、两类复活机制,打破“最低价中标”逻辑,反内卷竞争;(3) 京东开源 JoyAgent

智能体：业内首个 100% 开源企业级产品，内部部署超 2 万个，GitHub 三日获 2000 星标；(4) 后摩智能发布存算一体芯片：漫界 M50 支持 70B 大模型推理，10W 超低功耗破局端边算力瓶颈；(5) 智谱 GLM-4.5 开源：全球首个原生融合推理/编码/智能体三能力的模型，API 成本低至 0.8 元/百万 tokens；(6) 香港《稳定币条例》生效：8 月 1 日全面监管落地，京东/蚂蚁等争抢首批牌照（2026 年初发放）；(7) 暑期档票房寒潮：截至 7 月 30 日，2025 年暑期档总票房（含预售）达 56 亿元，与 2024 年同期相比，票房下降 21%（去年 76 亿元），《南京照相馆》8 天破 10 亿元成暑期档主力。

政策关注：(1) 《育儿补贴制度实施方案》：2025 年起每孩每年 3600 元，通过“育儿补贴信息管理系统”申领；(2) 《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》：严打“内卷式”低价倾销，强制捆绑销售等行为纳入监管；(3) 《支持创新药高质量发展的若干措施》：医保局 16 条措施支持研发准入，建立“真支持创新”机制；(4) 《人民币跨境支付系统业务规则（征求意见稿）》：适应人民币跨境支付 175 万亿年规模（同比增 42.6%），完善参与者管理；(5) 《关于加快推进普惠托育服务体系建设的意见》：2025 年目标每千人托位数 4.5 个，构建“托育综合服务中心+社区嵌入式”网络。

风险提示：颠覆性技术商业化落地存在不确定性；政策落地效果存在不确定性；文中所提及的上市及非上市公司仅做统计汇总，不形成投资建议。

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

行业与公司

◆ 非银行业专题：现代投资银行进化系列之二-海外投行参与数字金融启示录

海外投资银行参与数字金融方兴未艾，新兴模式持续涌现。本文重点关注数字资产发行与交易，相关业务相当于传统投行业务面向数字金融领域升级，其中 RWA（真实世界代币化）集中体现该业务转型趋势。狭义上 RWA 是基于真实世界资产在数字世界生成可交易的凭证（Token），广义 RWA 是资产价值化的新赛道，是真实世界资产在数字领域上的表达。2020RWA 市场规模从 2022 年的约 50 亿美元激增至 2025 年 7 月的约 252 亿美元，行业发展已经从实验阶段进入规模化推广阶段。根据 BCG 和 ADDX 联合预测，到 2030 年资产代币化的市场规模有望达到 16 万亿美元，约占全球 GDP 的 10%。RWA 发展动力体现在：一是全球利率的快速上升使得美国国债等传统安全资产吸引力提升，加密资产投资者希望在不离开区块链生态的背景下获取这些资产的收益。二是大型机构加快涉足加密资产，部分大型资产管理公司和金融科技开始将美国国债、私人信贷、私募股权等多类别资产进行代币化；三是部分地区的监管政策也在逐步优化，以规范和促进行业发展。

RWA 优势在于提高效率、降低成本，助力金融全球化与去中心化。代币化证券将真实世界中流动性不足的资产转变为链上重要的基础工具，机构资金在保持合规的前提下接入去中心化金融流动性，可以创造出传统金融市场中难以实现的收益放大和二级市场交易机会。此外，支付即清算、全球化触达、可编程合规性能大幅提高资产交易效率，并降低运营成本。

RWA 代币种类丰富，发展势头强劲。美国国债代币是最重要的代币品种之一，其具备由美国政府信用支持的超低风险属性，并且具备成熟的法律框架和稳定的可观收益。股票代币化想象空间大，催生了互联网证券新业务模式。代币化股票的吸引力在于其有潜力实现股票所有权的民主化和全球化。通过代币化股票，全球投资者可以持有并交易那些由于地理限制、高投资限额和资本市场隔离等原因而无法获得的股票。互联网券商 Robinhood 及加密交易平台 Kraken 股票代币部署方案不同：前者是基于股票资产的衍生品合约，代币仅表示合约权利的数字凭证；后者是按照 1 股：1 币上链，代币表示对底层股票的所有权。前者服务于 Robinhood 平台自身的生态系统，后者与广泛的去中心化金融协议对接。

投资建议：Robinhood 布局虚拟资产相关业务模式，对于中资券商进军相关业务有一定参考意义。在合规背景下，获取相关牌照、推进资产上链、探索 PFOF 业务形式或将增强其盈利能力。鉴于 RWA 当前发展速度较快，后续或不断催化券商板块行情。结合券商板块自身 PB-ROE 估值范式，我们认为后续券商板块仍有双击潜力。维持行业“优于大市评级”。

证券分析师：孔祥（S0980523060004）、王德坤（S0980524070008）

◆ 银行业投资策略：下半年向优质顺周期个股要超额收益

优质顺周期个股基本面拐点可期是我们看好其有望跑出超额收益的关键。目前大零售投放占比较高的银行基本面依然承压，不过优质个股已呈现压力明显减弱的迹象，一是部分优质行零售不良包袱出清渐行渐进，二是净息差也将率先筑底。（1）资产质量：我们判断 2025 年下半年上市银行零售不良生成依然维持高位，直到 2026 年下半年或出现拐点，不过优质银行不良包袱会率先出清。对于优质区域银行而言，若公司自身风险管控能力较强，且近两年在持续加大零售不良处置核销力度和调整信贷投放结构，零售不良拐点或已渐行渐近。（2）净息差：部分优质区域行净息差将率先筑底，一是新发放贷款利率降幅明显收窄且有企稳迹象，贷款久期短的银行受存量贷款到期新投放冲击较小；二是部分区域行三年期及以上储蓄存款占比高，重定价贡献和存款期限优化空间都更大。近期宁波银行和常熟银行披露了 2025 年半年报业绩快报，验证了顺周期优质个股基本面拐点可期的结论。

反内卷宏观叙事强化，远期经济乐观预期有所增强，顺周期胜率已经提升。我们判断反内卷不是简单的短期纠偏，而是需要实现产业生态格局优化的中长期政策，因此当期经济基本面虽依然较弱，但远期经济乐观预期已经有所强化。后续预期到现实仍要需求侧政策进一步加码，这也是近期市场回调的重要因素，不过我们判断预期变化后市场风险偏好不会再次大幅回落，尤其是需求侧政策后期也有望进一步加码，只是力度和时间的问题。总体而言，我们判断目前是顺周期优质个股较好的布局时机。

下半年精选优质顺周期个股，高股息主线依然有绝对收益。目前市场主要交易远期经济乐观预期增强，但预期到现实需待政策的进一步加码，因此个股表现分化会比较大，短期难以形成板块普涨行情，精选个股至关重要。我们建议精选基本面有望率先走出拐点的优质个股，以及边际现改善迹象估值处在低位的个股，重点推荐宁波银行、常熟银行、长沙银行、渝农商行和招商银行。对于追求绝对收益的稳健性资金，业绩稳健高股息个股依然具备配置价值，但下半年或难跑出超额收益。

证券分析师：田维伟（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）

◆ 互联网行业 2025 年 8 月投资策略：海外巨头 AI 商业化效果明显，聚焦 AI 选股

7 月行情回顾：7 月恒生科技指数单月上涨 2.8%。同期，纳斯达克互联网指数 7 月上涨，单月涨幅为 3.7%。个股方面，互联网多数股票股价表现不一致，港股方面，快手、微盟集团、金蝶国际为本月表现前三的股票，美股方面，英伟达、谷歌、微软为本月表现前三的股票。从市盈率看，恒生科技指数估值较上月小幅提升，PE-TTM 为 21.46x，处于恒生科技指数成立以来 20.31%分位点。纳斯达克指数估值较上月基本持平，PE-TTM 为 41.18x，处于近 10 年 67.95%分位点。

人工智能动态：1）谷歌：推出 Gemini 2.5 稳定版，升级视频生成工具 Veo3；2）OpenAI：推出 Record Mode 模式，发布 ChatGPT Agent；3）Meta：全资收购 PlayAI，推出 AU-Nets 架构；4）微软：发布 Deep Research 智能体，推出全新语言模型；5）Anthropic：新增 Hooks 功能，推出 Claude 金融分析工具；6）腾讯：发布 Hunyuan3D-PolyGen，推出混元 3D 世界模型；7）阿里：开源 HumanOmniV2，推出 Qwen3-Coder；8）字节跳动：飞书发布多款 AI 产品，推出 Seed Live Interpret 2.0；9）京东：开源 JoyAgent 智能体，打造企业级多智能体平台。

互联网行业动态：1）游戏：5 月游戏版号过审数量创近两年新高；2）金融科技：5 月支付机构备付金同比上涨 8%；3）本地生活：美团和淘宝闪购峰值日单量分别突破 1.5 亿/9000 万；4）电商：抖音电商九大商家扶持政策上半年累计为商家节省成本超 140 亿元。

8 月投资策略：电商行业竞争依旧激烈，各平台在外卖即时零售领域加大投入寻找新增量。AI 是当前投资主线，巨头的业务场景，如云计算、广告等持续受益，北美巨头二季度相关收入持续加速，全年 CAPEX 也进一步上调，此外 AIGC 在产品、技术和商业化等层面也进展迅速。当前，我们认为恒生科技指数处于震荡期，推荐业务受益 AI 的巨头腾讯控股、阿里巴巴，在 AIGC 优势明显的美图公司、快手，以及与宏观经济相关性较低的网易云音乐、腾讯音乐。

风险提示：政策风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）、王颖婕（S0980525020001）、刘子谭（S0980525060001）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 食品饮料周报（25 年第 31 周）：行业进入中报业绩期，关注板块结构性机会

本周（2025 年 7 月 28 日至 2025 年 8 月 1 日）本周食品饮料板块下跌 2.08%，跑输上证指数 1.14pct。本周食品饮料板块涨幅前五分别为贝因美（25.16%）、阳光乳业（22.39%）、科拓生物（18.88%）、海南椰岛（15.02%）和安德利（13.56%）

白酒：淡季高端酒批价略有下跌，关注中报业绩。据公众号“今日酒价”，本周飞天茅台批价较上周下跌 10 元，第八代五粮液批价较上周下跌 20 元。本周白酒下跌 2.4%，逐步进入中报业绩交易阶段。情绪面看，7 月政治局会议决定召开二十届四中全会，宏观政策要持续发力、适时加力，我们认为四季度或出台增量政策；货币政策继续强调要保持流动性充裕；白酒板块接下来或进入估值震荡修复阶段。基本面看，第二季度业绩表现预计反应需求压力，酒企更注重市场健康度，短期仍将以去库存、促动销为主要工作，中长期更加重视消费者和消费场景培育，积极布局国际化和年轻化。个股推荐方面，把握三条投资主线：1）抗风险能力经过多轮周期验证的板块龙头贵州茅台、山西汾酒、五粮液；2）数字化工程逐步显现正反馈、估值超跌修复的泸州老窖；3）基地市场仍有份额提升逻辑的今世缘、迎驾贡酒、古井贡酒；也建议关注渠道风险加速释放的洋河股份、口子窖、酒鬼酒等。

大众品：啤酒、饮料迎来旺季，基础调味品龙头表现稳健。啤酒：2Q25 啤酒板块基金重仓比例小幅下降，燕京啤酒基金重仓比例有所提高。个股方面，我们继续优先推荐内部改革持续深化的燕京啤酒，关注华润啤酒、青岛啤酒的配置机会，偏好低波高股息的资金可继续持有重庆啤酒。零食：2Q25 零食板块基金重仓比例提升较多，加仓主要集中在盐津铺子、万辰集团。调味品：预计基础调味品龙头表现稳健，关注中报业绩窗口。推荐复调板块龙头颐海国际以及基础调味品板块龙头海天味业。速冻食品：淡季企业积极研发新品，中长期受益工业化。继续推荐关注经营稳定的餐饮供应链龙头安井食品、千味央厨。乳制品：潜在政策催化，需求平稳复苏，供给加速出清，布局 2025 年供需改善带来的向上弹性。饮料：旺季龙头提速，业绩分化明显。我们持续推荐水份额修复同时无糖茶环比提速的农夫山泉及加速全国化和平台化的东鹏饮料，同样建议关注今年表现较优茶饮龙头。

投资建议：本周推荐组合为贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、农夫山泉、东鹏饮料、安井食品等。

风险提示：需求恢复较弱；原材料价格大幅上涨；市场竞争加剧。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）、柴苏苏（S0980524080003）、张未艾（S0980525070005）

联系人： 王新雨

◆ 医药行业专题：海内外 CXO 复盘——从短期、中期、长期维度看中国 CXO 的全球竞争力

随着地缘政治风险的缓和、投融资的回暖及疫情高基数的消化，CXO 指数在过去一年涨幅超 50%，表现亮眼。在本篇报告中，我们从短期、中期、长期维度出发，对 CXO 板块进行了细致划分，分别对国内外的大分子 CDMO、小分子 CDMO、临床 CRO、临床前 CRO 企业进行剖析，以试图理解中国 CXO 企业的全球竞争力。

对于大分子 CDMO：国内主要上市公司包括药明生物、药明合联等，海外主要上市公司包括 Lonza、三星生物、富士胶片等。药明生物、药明合联海外收入占比超过 70%，均通过在海外布局产能（药明生物在美国、德国、爱尔兰、新加坡，药明合联在新加坡）来规避可能的地缘政治风险。

短期看业绩：行业高增长，中欧美日韩同台竞技。欧洲代表性企业增速平稳；以三星生物为代表的日韩企业业务增长迅速，2024 年收入增速、2025 年收入增速指引超国内龙头药明生物（2025 年收入指引：三星生物+19~25% vs. 药明生物+12~15%）。

中期看订单：以三星生物为代表的日韩企业订单增长超中国代表性企业药明生物，反映中国大分子 CDMO 或将持续面临较为激烈的行业竞争。以 ADC 为代表的新兴领域订单持续高增长，药明合联 2024 年末在手订单 9.91 亿美元（同比+71%）。

长期看资本开支：与需求匹配，海内外玩家资本开支维持高位，产能有支撑，反应相关公司对长期发展充满信心。

对于小分子 CDMO：国内主要上市公司包括药明康德、凯莱英、博腾股份、康龙化成、九洲药业、普洛药业等，海外主要上市公司包括 Divi's、Siegfried、Piramal 等。药明康德、凯莱英、博腾股份、康龙化成、九洲药业海外占比超过 70%，均通过在海外布局研发及产能（药明康德在美国、新加坡、瑞士，凯莱英在美国、英国，博腾股份在美国、斯洛文尼亚，康龙化成在美国、英国，九洲药业在美国）以拓展业务及规避可能的地缘政治风险。

短期看业绩：国内上市公司在经历了前期疫情高基数下的短暂业绩波动后，2025 年一季度整体恢复正增长，整体增速优于海外代表性企业。

中期看订单：国内上市公司在手订单/新签订单中高速增长，其中，药明康德 2024 年末在手订单同比增长 47.0%，中期业绩有保障。

长期看资本开支：国内高峰期已过，资本开支投入情况呈现分化，部分龙头（如药明康德）预计将持续加大资本开支；国外代表性上市公司资本开支基本稳定。

对于临床/临床前 CRO：国内主要上市公司包括泰格医药、普蕊斯、诺思格、美迪西、昭衍新药等，国内业务占比较高；海外主要上市公司包括 Fortrea、ICON、IQVIA、Charles River 等。

短期看业绩：无论是国内还是国外，均处于调整期，2022-2023 年投融资遇冷已经反映到临床/临床前 CRO 企业 2024 年至今的业绩端。

中期看订单：国内订单价格已触底但无明显回暖，2025 年以来订单量及金额已呈现增长趋势；国外基本稳定。

长期看资本开支：各企业表现分化，行业供需短期内或存在一定程度的错配。

证券分析师： 彭思宇（S0980521060003）、陈曦炳（S0980521120001）、凌珑（S0980525070003）

◆ 医药生物周报（25 年第 30 周）：2025 AAIC 大会总结——阿尔茨海默病治疗领域更新

本周医药板块表现强于整体市场，化学制药板块领涨。本周全部 A 股下跌 1.01%（总市值加权平均），沪深 300 下跌 1.75%，中小板指下跌 1.95%，创业板指下跌 0.74%，生物医药板块整体上涨 2.95%，生物医药板块表现强于整体市场。分子板块来看，化学制药上涨 5.01%，生物制品上涨 2.69%，医疗服务上涨 2.68%，医疗器械下跌 0.07%，医药商业上涨 1.22%，中药上涨 3.12%。医药板块当前市盈率（TTM）为 39.10x，处于近 5 年历史估值的 80.69%分位数。

2025 AAIC 大会总结。2025 年 7 月 27 日，2025 国际阿尔茨海默病协会（AAIC）会议在加拿大多伦多召开，多款上市/在研阿尔茨海默病治疗药物更新了临床研究数据。

Trontinemab: Roche 基于 BrainShuttle 平台设计的新一代 A β 抗体药物，Ph1b/2a 临床研究显示其高剂量组可快速清除 A β 斑块，第 28 周有 91%患者达到斑块清除，并且安全性良好，整体 ARIA-E 发生率小于 5%且均为轻度无症状。

小结：海外制药企业在 CNS 领域密集布局，其中阿尔茨海默病治疗药物是重要的战略方向，目前 Biogen/Easai 的 LEQEMBI（Lecanemab）、Lilly 的 KISUNLA（Donanemab）两款 A β 抗体已获得 FDA 批准上市；下一代 A β 抗体以血脑屏障增强为差异化，此次 AAIC 大会 Roche 公布了 Trontinemab Ph1b/2a 数据及未来多个 Ph3 临床研究方案设计；此外，Abbie 于 2024 年以 14 亿美元现金收购 Aliada 获得其 BBB 穿透技术平台及 Ph1 临床阶段管线 ALIA-1758（anti-pyroglutamate A β 抗体）。建议关注国内外 AD 检测及治疗药物相关产业链。

风险提示：研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、马千里（S0980521070001）

◆ 传媒互联网周报：ChinaJoy 火热开幕，暑期档票房突破 60 亿元

传媒板块本周表现：行业上涨 1.11%，跑赢沪深 300，跑赢创业板指。本周（7.28-8.1）传媒行业上涨

1.11%，跑赢沪深300（-1.75%），跑赢创业板指（-0.74%）。其中涨幅靠前的分别为果麦文化、易点天下、上海电影、北京文化等，跌幅靠前的分别为兰生股份、新华传媒、ST返利等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第3位。

重点关注：ChinaJoy 火热开幕，暑期档票房突破60亿元。1) Grok 推出新功能“Imagine”，允许用户生成6秒的带有声音的视频；2) Kimi K2 高速版发布，输出速度从前一版的每秒10 tokens 提升至每秒40 tokens；3) 智谱AI 发布 GLM 4.5，这是一款专为智能体应用打造的基础模型，在真实代码智能体评测基准中实测表现国内最佳；4) ChinaJoy 开幕，本期累计743家企业报名，其中外资占比31.8%，开幕首日单个展台最高排队时长4小时，人气较高；5) 2025年暑期档票房突破60亿元，《南京照相馆》领先。

本周重要数据跟踪：《Whiteout Survival》蝉联手游榜首，暑期档票房突破60亿。1) 本周（7月28日-8月3日）电影票房16.26亿元。票房前三名分别为《南京照相馆》（10.23亿元，票房占比62.9%）、《戏台》（1.44亿元，票房占比8.8%）、《长安的荔枝》（1.24亿元，票房占比7.6%）；2) 综艺节目方面，《歌手2025》、《新说唱2025》、《喜剧之王单口季第2季》、《地球超新鲜》和《奔跑吧第九季》排名居前；3) 游戏方面，2025年6月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、柠檬微趣《Gossip Harbor: Merge&Story》和点点互动《Kingshot》。

投资建议：业绩周期向上，中长期持续看好AI应用及IP潮玩。1) 基本面底部改善，关注游戏、广告媒体、影视等板块，把握个股 α 。游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、巨人网络、姚记科技、心动公司等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、哔哩哔哩等）；影视内容关注供给端底部改善可能，渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；高分红、低估值以及市值管理提升角度关注国有出版板块；2) 行业 β 持续看好高景气的IP潮玩以及从0到1阶段的AI应用。IP潮玩推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；AI应用重点把握应用场景机会，关注游戏、玩具、广告、教育、电商、社交、等方向；2B/2G关注营销、教育等领域落地可能；2C关注AI游戏、AI玩具等领域。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师：张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 海外市场专题：美元债双周报（25年第31周）-美国非农数据走弱，年内降息预期抬升

美联储7月FOMC会议维持利率水平不变，内部分歧加大。美联储于7月30日连续第五次维持联邦基金利率目标区间在4.25%-4.50%不变，符合市场预期。此次会议的焦点在于内部对降息的分歧，有两名官员投了反对票，支持降息。美联储声明指出失业率低、就业市场稳健、通胀略高，但经济增长在上半年放缓，前景不确定性较高。尽管面临特朗普的持续施压，鲍威尔表示尚未就9月政策调整做决定，给市场降息预期降温，并强调政策将取决于数据。

美国二季度经济增长3%，超市场预期，但内部存在隐患。美国二季度GDP同比增长3%，较第一季度的-0.5%显著回升。尽管表面数据乐观，但内部存在隐患。结构上来看，私人消费仅增长0.98%，为较低水平，汽车及配件、医疗服务消费为主要贡献者。企业投资呈现负增长，特别是信息处理设备和交通设备投资疲软，库存投资大幅减少。净出口对经济增长贡献了4.99%，主要是由于关税政策颁布以来进口锐减而非出口增长，这暗示未来经济增长缺乏持久动力。政府部分对经济增长贡献几乎为零，联邦政府因高额债务面临财政压力。此外，通胀压力未消退，关税政策增加了商品价格压力。整体来看，美国经济前景并不乐观，内需不足、企业投资意愿低以及贸易政策不确定性等因素仍构成挑战。

美国7月非农数据远低于预期，且前值被大幅下修。美国7月非农就业数据远低于预期，新增就业人数骤降至7.3万人，创9个月新低，远不及市场预期的10.4万人。同时，5月和6月的数据被大幅下修25.8万人，显示劳动力市场正在“急速刹车”。失业率虽回升至4.2%符合预期，但劳动参与率降至62.2%。时薪同比涨幅升至3.9%，略高于预期。疲软的就业数据引发了市场对美国经济衰退的担忧。数据公布后，交易员几乎完全定价了美联储10月降息的情景，导致美元指数走低，美股下跌，美债利率走低，现货黄金则拉升。从行业贡献来看，政府部门就业持续减少是拖累本次非农数据的主要因素，而医疗保健和社会救助行业就业对就业市场构成支撑，这显示出美国经济内在动能正在减弱。

美债利率全线下行。1年/2年/3年/5年/10年/20年/30年期美债利率分别变动-21/-19/-17/-19/-21/-20/-19bp，10Y和2Y分别录得4.23%和3.69%，10Y-2Y利差收窄至54bp。

投资建议：在美联储政策分歧加大、经济数据分化与利率下行的背景下，美债市场短期避险情绪升温。美债收益率全线下行，反映出市场对政策转向和经济下行的再度定价。在此背景下，建议投资者维持中短久期美元债为核心配置，优选2-5年期美国主权债与高评级中资美元债券，在利率下行中获取稳健收益与良好流动性。对于长久期债券应保持谨慎，短期内虽有行情但受期限溢价和政策波动影响较大，波动风险不容忽视。

重要事件与数据方面，未来两周建议重点关注7月美国CPI和PMI数据。

风险提示：美国经济和货币、财政、贸易政策的不确定性。

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

◆ 家电行业 2025 年 8 月投资策略：白电淡季排产有所承压，美国家电门店出现加库存迹象

本月跟踪与思考：8月进入家电销售淡季，白电内外销排产有所回落，8月白电排产量合计下降5%，其中内销有所下降、外销降幅触底企稳。海外家电零售需求表现稳健，6月美国家电门店零售额增长1%，库存连续环比增加。

白电8月排产景气再次回落，外销增速触底、内销淡季承压。根据产业在线数据，8月我国白电合计排产量达到2697万台，较去年同期生产实绩下降4.9%。分品类看，8月空调内/外销排产量较去年同期内/外销量分别-11.9%/-14.7%，合计排产量1144万台，较去年同期产量下降2.8%；冰箱内/外销排产量较去年同期内/外销量分别-11.5%/-8.3%，合计排产量762万台，较去年同期产量下降9.5%；洗衣机内/外销排产量较去年同期内/外销量分别-6.3%/+1.2%，合计排产量791万台，较去年同期产量下降3.0%。白电内销排产在进入淡季后增速逐步放缓，8月空冰洗内销排产量降幅在10%左右，预计与厂商主动去库存备战Q4、部分地区连续雨季需求不振有关。外销则受到关税及去年同期高基数的影响，排产量依然有所下降，但8月空调降幅收窄、洗衣机排产增速转正，预计随着关税预期越发明朗，家电外销底部企稳。

6月家电出货外冷内热，H1均实现稳健增长。产业在线数据显示，6月家用空调/冰箱/洗衣机/电视/油烟机/燃气灶内销量同比分别+16.5%/+12.1%/+1.5%/+1.2%/+16.6%/+1.8%，外销量同比分别-12.7%/-5.4%/+5.1%/-14.3%/-4.3%/+8.7%。累计看，H1家用空调/冰箱/洗衣机/电视/油烟机/燃气灶内销量同比+9.0%/+3.0%/+8.4%/+0.4%/+12.9%/+4.9%，外销量同比分别+7.5%/+4.2%/+9.1%/-2.4%/+2.6%/+5.4%。6月家电内销量普遍增长稳健，空调、冰箱、油烟机实现10%以上增长；外销则相对承压，家空、电视、冰箱等出现下降。上半年累计看，我国家电主要品类出货量增长稳健。

6月美国家电零售额增长稳健，库存环比持续提升。根据美国商务部普查局数据，美国电子和家电店零售额6月同比增长0.7%，增速环比有所改善；今年以来累计同比下降1.5%。美国家电门店库存规模近期环比持续上涨，库销比同样出现底部回升。5月美国电子家电店的零售库存同比增长1.0%，环比增长1.1%，已连续3个月库存环比增加。5月美国电子家电店库销比为1.56，得益于库存的增加，库销比环比提升，但依然低于2019年同期水平（1.59）。美国的家电零售需求并未因关税而出现大幅波动，但渠道已出现主动加库存迹象，我国家电企业有望受益于此轮加库存而抵消关税的部分影响。

重点数据跟踪：市场表现：7月家电板块月相对收益-2.90%。原材料：7月LME3个月铜、铝价格分别月度环比-1.9%、-0.4%；冷轧板价格月环比+15.8%。集运指数：美西/美东/欧洲线7月环比分别-19.16%/-21.46%/+5.62%。

核心投资组合建议：白电推荐格力电器、美的集团、海尔智家、TCL智家、海信家电；厨电推荐老板电器；小家电推荐小熊电器、石头科技、新宝股份。

风险提示：市场竞争加剧；需求不及预期；原材料价格大幅上涨。

证券分析师：陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人：李晶

◆ 轻工制造行业周报（25 年第 31 周）：海外烟草龙头 2025H1 财报梳理：新型烟草增速向好

本周研究跟踪与投资思考：近期海外烟草龙头相继发布 2025H1 财报，业绩整体稳健，新型烟草依然是重要的增长驱动，英美烟草、菲莫国际与日本烟草均上调全年预期。本周我们对海外烟草龙头 25H1 财报进行梳理。

英美烟草：25H1 收入同比-2.2%，新型烟草业务占比 13.7%。2025H1 实现收入 120.69 亿英镑/-2.2%；其中新型烟草收入 16.5 亿英镑，基本持平，新型烟草收入占比提升至 13.7%，无烟产品消费者达 3050 万人。1) 雾化电子烟：2025H1 收入 7.4 亿英镑/-15.3%，销量 2.53 亿支/-12.9%。2025H2 BAT 将推出新高端产品 Vuse Ultra，预计下半年收入将加速增长。2) 加热不燃烧：2025H1 收入 4.4 亿英镑/+0.8%，销量 101 亿支/+1.6%。高端产品 Glo HiLo 在日本仙台推出 5 周后带动 Glo 在当地市占率提升 1.5pct，随着下半年 HiLo 在主要市场陆续试点推出，预计收入增长有望提速。3) 新型口含烟：2025H1 收入 4.7 亿英镑/+38.1%，销量 50 亿袋/+42.2%。

菲莫国际：25Q2 收入同比+7.1%，无烟烟草业务占比 41.6%。Q2 实现净收入 101.4 亿美元/+7.1%；其中无烟烟草收入 41.6 亿美元/+15.2%，无烟烟草收入占比 41.6%，无烟烟草用户数达 4150 万人，其中 IQOS 用户数 3400 万人。1) 加热不燃烧：Q2 出货量 388 亿支/+9.2%，剔除渠道库存影响后同比+11.4%，IQOS 在日本的调整后市场份额增至 31.7%，在欧洲的调整后市场份额增至 10.9%。2) 口含烟：Q2 口含烟出货量 3.1 亿罐/+26.5%，尼古丁袋出货量 2.15 亿罐/+43%，ZYN 已进入全球 44 个市场。3) 雾化电子烟：Q2 出货量 8.6 亿个/+123.4%。VEEV 目前已在全球 42 个市场销售，在包括意大利、希腊等在内 6 个市场的封闭式电子烟市占率第一。

日本烟草：25Q2 收入同比+9.4%，HTS 出货量同比+31.2%。Q2 实现收入 9076 亿日元/+9.4%；其中 RRP 收入 292 亿日元/+8.8%，新型烟草收入占比 3.2%。Q2 RRP 全球出货量 33 亿支/+21.4%，其中加热不燃烧出货量 26 亿支/+31.2%。5 月 JT 在日本推出新产品 Ploom AURA，上市 3 周销量为前代 3 倍，推动 JT 在日本 HTS 市场份额第二季度升至 13.6%。

奥驰亚：25Q2 收入同比-1.7%，ON! 实现强劲增长。Q2 实现收入 61.0 亿美元/-1.7%；其中口含烟收入 7.5 亿美元/+5.9%，口含烟收入占比约 12.3%。1) 口含烟：Q2 销量 1.99 亿罐/-1.0%。其中 Copenhagen 销量 0.96 亿罐/-7.7%；Skool 销量 0.34 亿罐/-8.8%；ON! 销量 0.52 亿罐/+26.5%。2) 电子烟：含 NJOY 在内的“所有其他”项在 Q2 录得净收入负 800 万美元与营业亏损 1.08 亿美元，主要系 NJOY 受到美国 ITC 发布的禁止 NJOY ACE 产品在美国进口和销售的禁令影响，上半年商誉减值 8.73 亿美元。

重点数据跟踪：市场回顾：上周轻工板块-1.59%，周相对收益+0.16%。家居板块：6 月家具类零售额同比+28.7%，建材家居卖场销售额同比-8.9%；上周 TDI 国内现货价上涨 1200 元/吨，软泡聚醚市场价上涨 650 元/吨。浆价纸价：上周外盘针阔叶浆价格持平；内盘针叶浆下跌 50 元/吨、阔叶浆价格持平；溶解浆价格持平；废纸现货价上涨 30 元/吨；成品纸方面，上周双胶纸与双铜纸市场价均下跌 50 元/吨，箱板纸与瓦楞纸价格持平，白卡纸下跌 100 元/吨、白板纸价格持平。地产数据：7 月 30 大中城市商品房成交面积同比-18.6%，6 月十城二手房成交面积同比+7.3%。出口数据：6 月我国家具出口额同比+0.6%，纸及纸制品出口额同比-3.7%。潮玩消费：6 月潮玩动漫线上 GMV 增速 13.7%，积木与卡牌线上增速为-12.4%/-17.3%。

投资建议：随着下半年以旧换新资金有序下达，关注家居龙头经营与估值修复，推荐欧派家居/索菲亚/顾家家居/公牛集团；造纸板块重点推荐新产能投放驱动增长的太阳纸业；包装板块推荐基本面稳健的高分红标的裕同科技；文娱板块推荐传统主业修复、新业务快速成长的晨光股份；烟草板块重点推荐雾化业务触底反转、HNB 二次增长逻辑持续验证的思摩尔国际，以及具备独家经营壁垒和资产注入预期的烟草稀缺标的中烟香港。

风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化；烟草行业政策监管风险；新品及新市场开拓不及预期。

证券分析师：陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人：李晶

◆ 公用环保 2025 年 8 月投资策略：省内天然气管输价格机制完善，广东调整煤电、气电容量电价

市场回顾：7 月沪深 300 指数上涨 3.54%，公用事业指数下跌 0.77%，环保指数 2.10%，月相对收益率分别为-4.32%和-1.94%。申万 31 个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第 30 和第 22 名。分板块看，环保板块上涨 1.60%；电力板块子板块中，火电上涨 1.21%；水电下跌 4.35%，新能源发电上涨 0.80%；水务板块上涨 2.65%；燃气板块上涨 1.14%。

重要事件：广东省发改委、广东省能源局、国家能源局南方监管局印发《关于调整我省煤电气电容量电价的通知》提出，广东省煤电机组容量电价调整为每年每千瓦 165 元(含税下同)，自 2026 年 1 月 1 日起执行。广东省使用澳大利亚进口合约天然气的配套气电机组容量电价调整为每年每千瓦 165 元；9E 及以上的其他常规机组调整为每年每千瓦 264 元；6F 及以下的其他常规机组调整为每年每千瓦 330 元；对于纳入国家能源领域首台(套)重大技术装备的气电机组的容量电价调整为每年每千瓦 396 元。自 2025 年 8 月 1 日起执行。宁夏回族自治区发改委发布关于《自治区深化新能源上网电价市场化改革实施方案(征求意见稿)》提出，存量项目机制电价宁夏燃煤发电基准价(0.2595 元/千瓦时)，增量项目竞价上限暂设为 0.2595 元/千瓦时，下限为 0.18 元/千瓦时，后续视情况调整，增量项目纳入机制的增量项目执行期限为 10 年。

专题研究：2025 年 7 月 28 日，国家发改委、国家能源局印发《完善省天然气管道运输价格机制促进行业高质量发展的指导意见》，对省天然气管道运输价格机制的定价权限和范围、定价模式和价格水平予以明确规定，省天然气管道运输价格应当实行统一定价模式，由“一线一价”、“一企一价”向分区定价或全省统一价格过渡，按照“准许成本加合理收益”的方法核定省天然气管道运输价格，即通过核定准许成本、监管准许收益确定准许收入，考虑输气量(周转量)确定管道运输价格，准许收益率结合管道建设需要、用户承受能力等因素确定，原则上不高于 10 年期国债收益率加 4 个百分点。2021 年《天然气管道运输价格管理办法(暂行)》(发改价格规〔2021〕818 号)规定，准许收益率按 8%确定。按当前 10 年期国债收益率计算，新的准许收益率约为 5.7%，下降约 2.3pct。此次新规有望降低省内天然气管输费用，减少城燃企业购气成本，利好城燃企业。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源，区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源，以及开展新能源与智算中心一体化深化算电协同标的金开新能；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有区位优势，量价张力较强的城市燃气龙头华润燃气，以及具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源；环保：1. 水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境，中山公用；2. 中国科学仪器市场份额超过 90 亿美元，国产替代空间广阔，推荐聚光科技；3. 欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能；4. 煤价下行背景下，秸秆价格同步下降，农林生物质发电行业成本端改善明显，推荐长青集团。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧。

证券分析师：黄秀杰(S0980521060002)、郑汉林(S0980522090003)、刘汉轩(S0980524120001)、崔佳诚(S0980525070002)

◆ 金盘科技(688676.SH) 公司快评：国常会审议通过《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，制造业企业数字化转型带来新发展机遇

事件：7 月 31 日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，审议通过《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》。会议指出，要深入实施“人工智能+”行动，大力推进人工智能规模化商业化应用，推

动人工智能在经济社会发展各领域加快普及、深度融合，形成以创新带应用、以应用促创新的良性循环；要着力优化人工智能创新生态，强化算力、算法和数据供给，加大政策支持力度，加强人才队伍建设，构建开源开放生态体系，为产业发展壮大提供有力支撑。

国信电新观点：政策端持续发力支持人工智能应用落地，国内 AI 投资有望维持高强度，数据中心等 AI 基础设施建设需求旺盛，AIDC 电力设备产业链预计将逐步迎来业绩兑现。AI 推动制造业企业数字化转型升级，金盘科技一方面通过对自身国内工厂的智能化升级来实现降本增效，另一方面为制造业企业客户提供数字化工厂整体解决方案，打造新的业绩增长点。考虑到美国关税政策对于公司出口业务的不利影响，我们下调 2025-2026 年盈利预测至 7.1/10.6 亿元（原预测为 8.3/10.9 亿元），新增 2027 年盈利预测 13.3 亿元，同比+23.8%/+49.0%/+25.3%。当前股价对应 PE 为 26.2/17.6/14.0x，维持“优于大市”评级。

风险提示：AI 投资力度不及预期；海外市场开拓不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 宏发股份(600885.SH) 公司快评:高压直流继电器景气驱动，公司业绩稳步增长

事件：公司发布 2025 半年度业绩，公司 2025 上半年实现营收 83.5 亿元，同比+15.4%，实现归母净利润 9.64 亿元，同比+14.2%，实现毛利率 34.2%，同比-0.5pct；净利率 15.3%，同比持平。对应 2025Q2 公司实现营收 43.6 亿元，同比+26%，环比+9.5%，2025Q2 实现归母净利润 5.5 亿元，同比+13%，环比+35%。Q2 毛利率 34.6%，环比+0.9pct，Q2 净利率 16.8%，环比+3.1pct。

国信电新观点：公司作为继电器行业全球龙头企业，同时不断提升全球市场份额，实现业绩稳步增长。我们维持原盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 19.39/21.21/23.39 亿元，同比+19%/9%/10%，EPS 分别为 1.33/1.45/1.60 元，对应估值分别为 18.4/16.8/15.3 倍，维持优于大市评级。

风险提示：下游行业需求增速不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、徐文辉（S0980524030001）

◆ 海康威视(002415.SZ) 财报点评:主业产品及服务毛利率同比提升，经营走向高质量发展

1H25 经营质量持续提升，2Q25 净利率环比提升。公司 1H25 实现营收 418.18 亿元 (YoY+1.48%)，归母净利润 56.57 亿元 (YoY+11.71%)，毛利率 45.19 (YoY+0.35pct)。2Q25 公司实现营收 232.86 亿元 (YoY-0.45%)；归母净利润 36.19 亿元 (YoY+14.94%，QoQ+77.5%)，毛利率 45.41% (YoY+0.89pct，QoQ+0.48pct)，通过以利润为中心进行组织变革和精细化管理，扣非归母净利率实现自 1Q24 以来新高，1H25 期末应收款项与应收票据共计 372.57 亿元，较 24 年末下降 33.76 亿元，较一季度末下降 4.32 亿元，经营质量持续提升。

国内主业调整初见成效，主业产品及服务的毛利率同比提升 2.19pct。尽管 1H25 国内主业营收 178.21 亿元，同比下降 8.33%；但通过对产品线分层次管理（成熟产品提高效益，培育产品改善效益，孵化产品聚焦）与考核利润优化组织，主业产品及服务的毛利率 48.52% (YoY+2.19pct) 改善明显。1H25 PBG 收入 55.73 亿元 (YoY-2.11%)，EBG 收入 74.62 亿元 (YoY-0.36%)，基本保持平稳；SMBG 收入 40.67 亿元 (YoY-29.75%) 影响国内主业，目前公司对经销商降库存走向尾声，通过从区域为中心改为全国垂直管理、低毛利产品占比降低等优化举措，预计 SMBG 利润率有望逐步改善。

海外与创新业务保持增长，1H25 合计占比约 57%。公司海外 1H25 收入 122.31 亿元，同比增长 6.9%，占 29%，东南亚、中东非、拉美等区域需求较好，非视频产品亦持续扩展，供应链等管理持续优化。创新业务 1H25 收入 117.66 亿元，同比增长 13.92%，占 28%。其中，海康机器人 (YoY+14.36%)、萤石网络 (YoY+12.4%)、海康微影 (YoY+9.73%)、海康汽车电子 (YoY+46.48%)、海康存储 (YoY-21.24%)，受益于新能源汽车、3C 制造与锂电池行业等需求推动，创新业务有望保持增长态势。

大模型产品持续推出，AI 相关产品对云、域和边全面覆盖。从深度学习进入到 AI 大模型，经过多年积累公司绝大部分产品线已结合 AI 技术推出 AI 产品，1H25 推出数百款大模型产品广泛应用于工业制造、

电力行业、城市治理和交通管理等多个领域，实现对云、域和边的应用全面覆盖。预计基于公司千行万业销售渠道，先锋用户的持续推广，AI+产品有望持续渗透。

投资建议：我们看好公司经营提质增效与行业智能化带来的长期增长动能，短期考虑公司产品结构优化及费用调整，略上调毛利率，下调费用率，预计 25-27 年归母净利润 135/149/169 亿元（26-28 年前值：132/145/167 亿元），对应 25-27 年 PE 为 19.9/18.1/15.9 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长不及预期，海外需求增长不及预期。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）

联系人： 连欣然

◆ 苏试试验(300416.SZ) 财报点评:二季度业绩同比增长 26.14%，集成电路检测实现较好增长

2025 年上半年收入及业绩实现稳健增长。2025 年上半年收入/归母净利润分别为 9.91/1.17 亿元，同比增长 8.09%/14.18%，毛利率/净利率分别为 41.88%/13.51%，同比变动-3.16/+0.27 个 pct，毛利率下滑主要系竞争加剧，成熟产品/服务价格承压，另前期产能扩充，成本有所增长。单二季度，收入/归母净利润分别为 5.61/0.76 亿元，同比增长 18.39%/26.14%，实现较好增速，毛利率/净利率分别为 42.99%/15.79%，环比提升 2.55/5.26 个百分点，盈利能力环比改善，主要系加速布局引领性试验设备研发/新兴领域试验服务，推进精细化管理，提高设备利用率/运营效率。

设备及服务融合发展，加速布局新兴领域保持较好增长态势。分业务看，2025 年上半年试验设备/环境与可靠性试验服务/集成电路验证与分析服务收入分别为 3.10/4.87/1.55 亿元，同比 +6.32%/+5.75%/+21.01%，对应毛利率分别为 26.56%/54.95%/36.49%，同比-4.66/-0.79/-0.79 个 pct，其中航空航天收入达到 1.47 亿元，同比增长 46.24%，表现较好。试验设备领域，公司继续加大力度集成创新数字化、智能化转型项目、环试加性能综合测试系统，真空试验设备已达到一定生产任务量，具备长期发展潜力；试验服务积极扩展商业航天、航空装备等领域专项试验能力，加大行业推广力度，有望实现较好增速；集成电路验证与分析服务，正处于产能爬坡阶段，完成深圳实验室扩建，需求端表现良好，上海地区设备利用率有所提升，预计下半年产能将稳定爬坡。

投资建议：公司长期专注于环境试验设备与服务市场，多领域专业测试与分析能力国内领先，长期受益高端试验设备国产化趋势，以及新能源汽车、集成电路、航空航天等领域刚性需求，重点布局新兴行业，持续推进精细化管理，经营拐点已现。预计 2025 年-2027 年归母净利润分别为 2.89/3.58/4.34 亿元，对应 PE 29/23/19 倍，综合绝对估值及相对估值结果，一年期合理估值区间为 18.98-21.09 元，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；市场竞争加剧及收款风险；业务规模不断扩张导致的管理风险。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、王鼎（S0980520110003）

金融工程

◆ 金融工程专题报告:金融工程专题研究-稳健配置新选择，低利率时代下的守与攻——景顺长城保守养老目标一年持有投资价值分析

权益市场波动叠加传统固收类资产收益率下行，稳健配置需求逐步显现。

权益市场波动延续，稳健配置需求逐步显现：主要宽基指数（沪深 300/中证 500/中证 1000）自 2020 年来多次年内回撤超 10%，全区间最大回撤普遍超 35%，市场波动性持续高企，稳健型资产配置对投资者吸引力提升。

无风险利率持续下行，传统固收收益承压：10 年期国债收益率从 2020 年的 3.14% 降至 2025 年中的 1.65%，创阶段新低。低利率环境下，年金、养老金等传统固收收益渠道受限，倒逼机构寻求多元化配

置。

资管新规落地，打破刚性兑付机制：2018 年资管新规禁止保本保收益，推行净值化管理。经历过渡期（2018-2021）、赎回潮（2022）和稳定创新（2023 至今）三阶段，推动理财产品向风险收益透明化转型。

养老第三支柱加快推进，目标基金加速扩容：2022 年个人养老金制度落地，养老目标基金显著扩容：目标日期型 FOF 由 2020 年的 44 只增长至 2025 年的 119 只，目标风险型 FOF 数量由 2020 年的 52 只增长至 2025 年的 154 只。

保守及稳健型 FOF 产品痛点，回撤控制存在优化空间：当前仅 3.50%的目标风险型 FOF，10.71%的偏债混合型 FOF 产品能将近一年最大回撤控制在 1%内；两类基金近一年卡玛比达到 4 以上的分别仅占 6.76%和 11.98%。

景顺长城保守养老目标一年持有（019665.OF）投资价值分析。

景顺长城保守养老目标一年持有 A（基金代码：019665.OF）是景顺长城基金发行的目标风险型 FOF 基金，成立于 2024 年 3 月 20 日，锁定期一年，当前基金规模达 3.58 亿元（2025Q2），设有个人养老金 Y 份额（022272.OF）。

基金低回撤、高卡玛比，持有体验较好：自成立以来至 2025 年二季度，基金累计收益 6.66%，近一年年化收益 5.13%，最大回撤仅 0.88%（同类第二），夏普比 2.94（同类第一），卡玛比 5.81（同类第二），任意时点买入持有 3 个月正收益概率 100%，同期最低收益率为 0.43%，最高收益率为 2.58%。

多元化资产配置，结合市场环境灵活调整：基金通过“战略 + 战术”大类资产配置及“定量 + 定性”子基金筛选构建组合，以风险预算为权益配置比例准绳，以波动率为核心监控指标，灵活配置各类资产。

专业管理团队：基金由江虹女士管理，依托景顺长城成熟的养老投资体系和专业的资产配置团队，采用严格的风险控制策略，为投资者提供长期稳健的资产配置选择。团队在管 FOF 基金 7 只，包括 4 只目标风险型 FOF，2 只目标日期型 FOF 和 1 只偏股混合型 FOF 基金，涵盖不同风险偏好产品。

风险提示：本报告研究分析及结论完全基于公开数据进行测算和分析，相关模型构建与测算均基于国信金融工程团队客观研究。基金过往业绩及基金经理管理其他产品的历史业绩不代表未来表现，对基金产品和基金管理人的研究分析结论并不预示其未来表现，不能保证未来可持续性，亦不构成投资收益的保证或投资建议。本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金公司、基金经理、基金产品的推荐，亦不涉及对任何指数样本股的推荐。请详细阅读报告风险提示及声明部分。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、胡志超（S0980524070001）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	777.22	1.24	ICE 布伦特原油	69.67	-3.94
白银	8986.00	0.94	铜	78240.00	-0.02
铝	20515.00	-0.02	铅	16735.00	0.63
豆一	4126.00	0.00	锌	22175.00	-0.62
豆粕	3001.00	0.10	镍	119880.00	-0.05
玉米	2288.00	-0.34	锡	265590.00	0.61
螺纹钢	3146.00	-0.75	SR509	5721.00	-0.71

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	99.8	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
600369.SH	西南证券	33000.00	664510.91	100.00	2025-07-22
600490.SH	鹏欣资源	22026.56	221288.70	100.00	2025-06-12
600967.SH	内蒙一机	412.50	170338.18	82.58	2025-06-03
601226.SH	华电重工	408.34	116701.00	100.00	2025-06-02
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24
601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23

688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日涨跌幅(%)	1周涨跌幅(%)	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)	30天波动率(%)
道琼斯工业平均指数	44173.63	1.342233	56.04	56.04	56.04	56.04	41.90
德国 DAX 指数	23757.69	1.416035	86.52	-0.12	2.90	34.51	53.73
法 CAC40 指数	7632.01	1.137665	-2.16	-0.83	-1.78	5.24	48.09
恒生指数	24733.45	0.920686	-3.24	3.41	9.90	45.95	66.29
沪深 300 指数	4070.70	0.389000	-1.57	2.22	7.95	20.27	65.06
美国 SP500 指数	6329.94	1.473707	-0.93	0.80	11.31	18.39	47.54
纳斯达克综合指数	21053.58	1.953741	-0.59	2.19	17.10	25.49	49.33
日经 225 指数	40290.70	-1.247316	-1.72	1.20	9.39	12.20	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	603259.SH	药明康德	91.8500	-1.2366	无数据	603259.SH	药明康德	91.8500	-1.2366	无数据
2	300750.SZ	宁德时代	266.4800	1.2962	无数据	300394.SZ	天孚通信	104.4600	-3.1702	无数据
3	600276.SH	恒瑞医药	62.0000	1.1254	无数据	600276.SH	恒瑞医药	62.0000	1.1254	无数据
4	002384.SZ	东山精密	53.3100	-3.2837	无数据	002384.SZ	东山精密	53.3100	-3.2837	无数据
5	601398.SH	工商银行	7.6800	0.7874	无数据	601398.SH	工商银行	7.6800	0.7874	无数据
6	600418.SH	江淮汽车	48.6500	-4.3265	无数据	600418.SH	江淮汽车	48.6500	-4.3265	无数据
7	300476.SZ	胜宏科技	188.5300	-1.4737	无数据	300476.SZ	胜宏科技	188.5300	-1.4737	无数据

8	002594.SZ	比亚迪	104.8800	-0.8696	无数据	002594.SZ	比亚迪	104.8800	-0.8696	无数据
9	002475.SZ	立讯精密	36.2400	-1.0917	无数据	002475.SZ	立讯精密	36.2400	-1.0917	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	208.4200	-1.0492	无数据	300308.SZ	中际旭创	208.4200	-1.0492	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	9926.HK	康方生物	152.1000	-0.02687140	28385.04	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	1454196.66
2	2015.HK	理想汽车-W	101.2000	0.00696517	46967.47	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	638402.44
3	1024.HK	快手-W	77.0000	0.03217158	57116.15	2577.HK	英诺赛科	75.1500	0.30468750	251923.85
4	9880.HK	平安法兴八一零A	97.3000	0.10130164	70691.91	0700.HK	腾讯控股	550.0000	0.02803738	231366.92
5	9880.HK	优必选	97.3000	0.10130164	70691.91	3033.HK	南方恒生科技	无数据	无数据	147248.60
6	1788.HK	国泰君安国际	5.3400	-0.06479860	76328.18	1810.HK	小米集团-W	54.5500	0.02153558	144940.53
7	0981.HK	中芯国际	51.5000	0.02897103	140185.54	9988.HK	阿里巴巴-W	116.2000	-0.00598802	132625.77
8	1810.HK	小米集团-W	54.5500	0.02153558	147606.69	0981.HK	中芯国际	51.5000	0.02897103	118402.47
9	9988.HK	阿里巴巴-W	116.2000	-0.00598802	205443.98	1788.HK	国泰君安国际	5.3400	-0.06479860	95453.79
10	0700.HK	腾讯控股	550.0000	0.02803738	236627.32	9880.HK	平安法兴八一零A	97.3000	0.10130164	94983.34
11	2577.HK	英诺赛科	75.1500	0.30468750	288194.67	9880.HK	优必选	97.3000	0.10130164	94983.34

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032