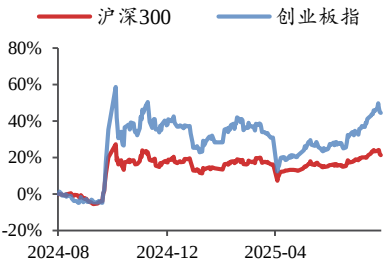


2025 年 08 月 04 日

开源晨会 0804

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
环保	0.884
传媒	0.817
轻工制造	0.652
计算机	0.604
电力设备	0.537

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
石油石化	-1.791
国防军工	-1.468
钢铁	-1.257
通信	-1.057
综合	-0.958

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】就业市场走弱，通胀成为美联储降息关键掣肘——美国 7 月非农就业数据点评-20250802

【宏观经济】PMI 供需均放缓，“反内卷”提振价格——兼评国家生育补贴和 7 月 PMI 数据-20250801

【策略】坚守自我，科技为先——投资策略周报-20250803

【金融工程】港股量化：7 月组合超额 6.8%，8 月增配价值——金融工程定期-20250802

【金融工程】PCB 板块的资金行为监测——金融工程定期-20250801

【金融工程】券商金股解析月报（2025 年 8 月）——金融工程定期-20250801

【金融工程】开源交易行为因子绩效月报（2025 年 7 月）——金融工程定期-20250801

行业公司

【中小盘】看好工业 X 射线检测，关注可降解餐饮具——中小盘周报-20250803

【地产建筑】首单央企天然气发电公募 REITs 上市，消费 REIT 单周表现优异——行业周报-20250803

【煤炭开采】煤价上涨即将修复央企长协，煤炭布局稳扎稳打——行业周报-20250803

【非银金融】国债恢复利息增值税征收对险企投资端影响较小——行业周报-20250803

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第八期）：宁德时代预计 2027 年小规模量产固态电池，2030 年前后有望更大规模生产——行业周报-20250803

【农林牧渔】集团降重叠加二育出栏，全国猪价承压——行业周报-20250803

【计算机】周观点：AI 应用有望持续精彩——行业周报-20250803

【医药】设备更新政策持续深化，医疗设备招采稳步复苏——行业周报-20250803

【化工】制冷剂淡季价格稳中有升，6 月外贸价格向好趋势不变，积极把握回调机会——氟化工行业周报-20250803

【食品饮料】白酒承压头部企业占优，生育政策与行业新机遇共振——行业周报-20250803

【通信】海外 AI 财报总结：北美 AI 公司相继上调指引，全面看好海外 AI 链——行业周报-20250803

【汽车】理想 i8/乐道 L90 发布，大型 SUV 市场迎新玩家——行业周报-20250803

【化工】中共中央政治局会议再度明确“反内卷”决心，国家发改委将对内卷行业展开摸底调查——化工行业周报-20250803

【银行】企业短贷高增与票据利率的窄幅波动——行业点评报告-20250801

研报摘要

总量研究

【宏观经济】就业市场走弱，通胀成为美联储降息关键掣肘——美国 7 月非农就业数据点评-20250802

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘伟桢（分析师）证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 7 月非农就业数据。新增非农就业 7.3 万，低于市场预期；失业率为 4.2%，符合市场预期；平均时薪同比增长 3.9%，高于市场预期。

新增非农就业下行较多，失业率上行，前值大幅下修

1. 新增非农就业超预期下行，且前值经历大幅下修

7 月美国新增非农就业 7.3 万人，较 6 月份初值（14.7 万）下降较多，且低于市场预期的 10.4 万。5 月、6 月累计大幅下修 25.8 万，较为罕见。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 3.5 万人，下行斜率趋陡，美国劳动力市场出现了较为明显的降温。结构上看，私人部门方面，商品制造减少了 1.3 万就业，教育和保健服务、零售业新增就业较 6 月上升较多。政府就业在 7 月减少了 1.0 万，与 6 月相反。总体看，即使抛开 5、6 月数据的大幅下修，7 月非农就业数据亦显示当前美国劳动力市场出现了较大下行。而 7 月政府就业的减少，亦说明 6 月份的政府新增就业大幅上行存在一定的透支效应，后续可能持续减少。

2. 劳动参与率与失业率分化、永久性失业占比有所回落

7 月美国劳动参与率录得约 62.2%，失业率为 4.2%。与 6 月相比，劳动参与率下降的同时失业率上行，意味着美国劳动力市场降温迹象明显，与非农就业数据相一致。再来看失业率成因，相较于 6 月，7 月首次就业者、暂时性失业者占比有所上升，永久性失业、离职者、再就业者占比有所下降。可能显示企业倾向于招聘/挽留经验丰富的员工，但对劳动力的需求相对较低。

3. 劳动力市场供需关系压力边际回落

从 JOLTS 数据来看，6 月份职位空缺数为 743.7 万人，较 5 月下降约 27.5 万人，职位空缺率为 4.4%，目前每个求职者对应约 1.03 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度再度下行。同时，职工主动离职率与解雇裁员率与 5 月份持平，或显示在 6 月美国企业虽然面临经济前景的不确定性，但倾向于挽留现有员工，劳动者亦倾向于留在现有企业，劳动力市场整体波动相对较小。

就业市场走软，通胀是美联储降息关键掣肘，关注 8 月 JacksonHole 会议

第一，7 月非农数据显示美国劳动力市场正在走软，且下行斜率较陡，失业率后续也可能进一步走高，美国经济走弱的风险提升。无论是从新增就业、劳动参与率、制造业 PMI 就业等指标来看，均呈现出较为明显的回落态势，美国劳动力市场确在走软，且整体的下行斜率相对较陡。考虑到特朗普驱逐非法移民行动持续进行，8 月失业率或进一步走高。此外，7 月密歇根大学消费者预期、信心终值均较初值下行。综合看，美国经济走弱的风险确在提升。

第二，对美联储而言，其降息压力有所加大。但由于通胀的可能上行，降息行动仍然面临多重制约，可以关注 8 月 JacksonHole 会议上美联储主席鲍威尔的表态。随着非农就业数据的大幅下修且不及预期，美联储降息的压力预计有所上升，但通胀才是目前美联储降息最大的制约。且美联储主席鲍威尔主要关注的就业指标是失业率，而 7 月失业率尚未出现明显上行。我们可以关注 8 月 JacksonHole 会议上鲍威尔的表态，届时 7 月通胀数据也已公布，将更有利于其作出准确判断。

基准情形下，考虑到通胀的后续可能的超预期上升，我们目前仍维持 4 季度首次降息，全年降息 1-2 次的判断，但 9 月降息的概率在提升。往后看，我们需要关注 7 月 CPI 数据（8.12）、JacksonHole 会议（8.21-23）上鲍

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

威尔的发言。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国关税政策超预期反复。

【宏观经济】PMI 供需均放缓，“反内卷”提振价格——兼评国家生育补贴和 7 月 PMI 数据-20250801

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002

国家生育补贴落地，不应低估中长期杠杆

1、国家生育补贴覆盖更广，补贴力度略低于呼市方案，但仍明显高于地方平均水平。国家生育补贴不区分一、二、三孩，单个新生儿三年合计补贴 1.08 万元，地方则大多只针对二孩、三孩，我们按一、二、三孩占比测算地方生育补贴（85 省市）的中位数为 0.66 万元，均值为 0.87 万元。

2、不应低估生育补贴中长期杠杆效应。(1)2025 年央地财政预算合计约 1000 亿元，OECD 数据显示，各国家庭福利支出占 GDP 比重与生育率呈正相关关系 ($Y=0.63 \times X$)，测算首年有望促进新生 33 万人口。(2)杠杆倍数短期约 0.9 倍、中长期明显增厚至约 1.4 倍。其对经济的拉动包括直接提振育龄群体消费支出，促进新生从而间接释放小孩抚养需求以及未来住房消费。测算 1000 亿元生育补贴拉动 2025 年 GDP926 亿元、杠杆约 0.9 倍、拉动 GDP 增速 0.07%；2025-2029 年均拉动 GDP1547 亿元、杠杆约 1.4 倍、拉动 GDP 增速 0.10%。

制造业：供需边际下滑，“反内卷”提振价格

1、传统生产淡季叠加高温暴雨天气影响，制造业景气度再度转弱，供需分项边际下滑。生产端，PMI 生产下行 0.5 个百分点至 50.5%；需求端，PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口分别走弱了 0.8、0.6、0.5 个百分点至 49.4%、47.1%、44.7%；分行业来看，铁路船舶航空航天设备、计算机通信电子设备等行业产需指数扩张，化学原料及化学制品、非金属矿物制品等继续低于临界点。

2、“反内卷”提振大宗商品价格，预计 7 月 PPI 同比回升。7 月 PMI 原材料购进价格与 PMI 出厂价格均有回升，根据高频指标预计，7 月 PPI 环比可能在 0.2% 左右，同比在 -3.0% 左右，较前值小幅改善。

3、分类型来看，中型企业景气度改善、小型企业延续走弱。7 月大型、中型、小型企业 PMI 分别较前值变动了 -0.9、+0.9、-0.9 个百分点。小型企业 PMI 与新出口订单同步下滑，或指向抢出口效应趋缓。

非制造业：基建投资或延续放缓，服务业相对平稳

1、建筑业 PMI 与新订单指数均走弱，基建投资或延续放缓。实物工作量方面，石油沥青开工好于 2024 年同期，但水泥磨机运转率小幅下行，可能与《进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作》核查超额产能有关；资金端，截至 7 月 31 日专项债发行进度约 63.1%，较 2024 年同期明显提速。往后看，Q3、Q4 水利投资高基数或仍拖累基建，有待“两重”、政策性金融工具以及雅鲁藏布江下游水利工程加快形成实物工作量予以对冲。

2、服务业相对平稳。分行业来看，暑期假日效应提振居民出行和相关消费，铁路运输、航空运输、邮政、文化体育娱乐等行业位于高景气区间，房地产、居民服务等行业景气度偏弱。

风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

【策略】坚守自我，科技为先——投资策略周报-20250803

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 耿驰政（联系人）证书编号：S0790125050007

坚守自我-调整后的布局更为关键

市场在连续五周上涨后于本周选择稍事休息，新增资金边际赚钱效应趋弱。我们于 7 月 12 日发布的《剖析市场突破的核心动力》中提出从交易行为、资金流向到制度支持，多重信号共同构筑了本轮市场上行的内在基础。

且相对中微观线索而言，宏观预期的影响在减弱。此外我们也多次提及市场下有底并且中枢在抬升。因此当前并不应该在牛市中做“惊弓之鸟”，反而更应该思考调整下来后，再启动的主线可能在何处？我们认为在7月上涨的市场结构中双轮驱动的主线则日渐清晰，其一为“反内卷”牵头下周期与顺周期交易 PPI 修复的扩散行情，其二为全球科技共舞下的成长品类提供强劲的弹性。

弱基钦周期下交易 PPI 仍有可为

目前市场普遍认为，当前供需失衡的核心矛盾在于需求疲弱，单一供给收缩难以扭转物价中枢下行趋势，仍需更多需求端政策协同发力以推动价格修复。然而，我们认为市场的预期差或在于——尽管 PPI 当前仍处于低位，但其边际改善的可能性，叠加流动性宽松的环境，可能加速估值修复节奏。我们的判断主要基于以下两个信号：一、信用端的传导正在为 PPI 的边际修复提供领先信号；二、CRB 的领先指引与 PPI 走势出现结构性背离，但补涨逻辑正在形成。政策催化下反内卷已向 PPI 交易扩散，部分顺周期消费核心资产类也有望进行一定的估值修复，给予指数支撑。

全球科技共舞下的投资机会

TMT 板块凭借“粉丝效应”带动资金共识，在机构中长期配置中占据核心地位。在“增量博弈”格局下，具备基本面支撑的 TMT 强势板块有望共振上行。当前半导体周期或进入上行阶段，具备从“预期修复”走向“景气验证”的条件：首先，相关指数上半年受盈利与关税扰动超调，现随中报业绩兑现修复推进。其次，相较上轮消费电子驱动，本轮叠加 AI 算力需求，景气斜率与需求上限有望提升。需关注中报兑现与估值切换，警惕政策扰动与供需错配风险。

当下配置建议：科技+军工+反内卷&PPI 扩散方向+稳定型红利

行业配置“4+1”建议：（1）科技成长+自主可控+军工：AI+、机器人、半导体、信创、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。（2）受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：保险、有色金属、建材、白酒、地产、化工等板块依旧有估值修复机会。（3）具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；（5）底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

风险提示：政策超预期放大波动；全球流动性及地缘风险；历史不代表未来。

【金融工程】港股量化：7月组合超额 6.8%，8月增配价值——金融工程定期-20250802

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003

港股市场 7 月概览：港股震荡上行，医药、建材涨幅亮眼

2025 年 7 月港股市场呈现震荡上行格局，恒生指数月涨 2.91% 实现三连阳，恒生科技指数月涨 2.83%。但月末受外围市场波动影响，恒指和恒生科技均有所回调，但南下资金持续加仓。

2025 年 7 月港股市场成交活跃度持续回升。具体表现如下：7 月港股通日均成交额 2013.1 亿港元，较 2025 年 6 月上升了 12.5%，港股日均成交 2141.6 亿港元，较 2025 年 6 月上升了 15.5%。

从港股一级行业来看，2025 年 7 月几乎全行业普涨，医药、建材、轻工制造行业的涨幅居前。

港股通成分股资金流分析：南下资金全年累计已超 2024 年全年，创历史新高

7 月南下资金重回千亿月度净流入，单月净流入额为 1356 亿港元。截至 2025 年 7 月 31 日，南下资金累计净流入港股市场达 8668 亿港元，已超 2024 年全年，创历史新高。

截至 7 月 29 日，南下资金、外资、中资、港资及其他这四类的持仓市值占比分别为 20.53%、59.59%、13.02%、

6.86%，较 2025 年 6 月的变化分别为+0.16pct、+0.24pct、-0.18pct、-0.22pct。

南下资金：净流入靠前的行业为电力设备及新能源、综合、国防军工、非银行金融、钢铁。

外资：净流入靠前的行业为汽车、家电、计算机、医药、机械。

中资：净流入靠前的行业为汽车、家电、商贸零售、综合、消费者服务。

港资及其他：净流入靠前的行业为农林牧渔、汽车、建筑、通信、消费者服务。

港股优选 20 组合的绩效表现：7 月组合超额收益 6.8%

在前期报告《公募港股投资变化及港股通优选组合构建》中，我们详细介绍了在港股通样本股中适用的各个因子，四大类因子在港股通成分股中分组表现优异。为了跟踪多头组合的月度表现，我们在每月底对分数最高的前 20 只个股按照等权的方式构建港股优选 20 组合，基准选取港股综合指数(HKD)(930930.CSI)。

2025 年 7 月，港股优选 20 组合的收益率为 11.6%，基准指数的收益率为 4.8%，组合超额收益率 6.8%。

从全区间来看（2015.1~2025.7），港股优选 20 组合的超额年化收益率 13.9%，超额收益波动比为 1.0。

港股优选 20 组合的 8 月持仓：增配价值股

2025 年 8 月的港股优选 20 组合见表 3 所示，整体持仓较 7 月提高了在价值股上的比例。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】PCB 板块的资金行为监测——金融工程定期-20250801

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 王志豪（分析师）证书编号：S0790522070003

放量上涨的 PCB 指数

电路板，英文名称 PrintedCircuitBoard，简称 PCB，是重要的电子部件，用于实现电子元器件的电气连接及载体支撑。万得电路板概念指数（8841164.WI），涵盖 PCB 设计及制造、覆铜板、材料以及设备领域的上市企业，成分股数量目前为 44 只。在数字经济与硬件升级的双重催化下，该指数不仅反映高端电子元件的供需动态，更折射出全球产业链重构与国产替代的深刻变革。我们对电路板板块的资金行为进行全方位监测。

PCB 指数（8841164.WI）在 2025 年以来涨幅 66.02%，4 月 7 日以来涨幅 61.42%，广受市场资金关注。

PCB 板块资金动向

公募实时持仓：我们基于基金净值、持仓披露、调研行为等市场公开信息，对公募基金持仓进行了实时测算。测算结果显示，公募基金对 PCB 板块配置仓位 2025 年 5 月以来逐步企稳；

ETF 资金持仓：A 股指数投资的大时代正在到来。近年来，指数投资产品呈现供需两旺的繁荣气象，2025 年一季度末公募 ETF 基金总规模已突破 4.3 万亿元。测算结果显示，ETF 资金持仓占 PCB 板块股票市值比例处于历史高位水平；

两融余额动向：融资余额是指在融资融券交易中未偿还的融资总金额。一般认为，融资余额的增加，意味着投资者看多后市。测算结果显示：PCB 板块融资余额处于历史高位，融券处于较低水平。

筹码收益特征：筹码结构是对投资者在不同价格上资金持仓的估算，能够帮助我们推算资金的平均持仓成本。筹码收益衡量当前价格相对于历史筹码成本的收益率，即反映筹码的赚钱效应。我们的研究显示，当市场赚钱效应较好时筹码收益呈现动量效应，反之当市场赚钱效应较弱时筹码收益呈现反转效应。测算结果显示：PCB 板块当前赚钱效应 22.95%。

PCB 成分股资金行为解析

机构调研：2025 年以来，大族激光、广信材料、深南电路等调研次数最多；

雪球大 V：7 月 16 日以来，胜宏科技、铜冠铜箔、兴森科技等受到关注最高；

主力资金：7 月 16 日以来，深南电路、兴森科技、景旺电子等流入最多；

龙虎榜：7 月 16 日以来，金安国纪、逸豪新材、鹏鼎控股等曾出现在龙虎榜；

高频股东户数：世运电路、深南电路、生益科技等股东户数增幅居前。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】券商金股解析月报（2025 年 8 月）——金融工程定期-20250801

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002

8 月份券商金股特征解析

8 月份东方财富、牧原股份、洛阳钼业、新华保险、万华化学、科锐国际、中集集团等金股推荐次数靠前。8 月份券商金股已经陆续发布，我们统计了全市场 40 家券商发布的金股，去重后金股数量合计为 258 只。我们按照相对上月是否新进，将全体金股分为新进金股和重复金股两类。在重复金股中，8 月份推荐次数靠前的金股为：东方财富（7 次）、牧原股份（7 次）、洛阳钼业（5 次）、新华保险（4 次）、东鹏饮料（4 次）等；在新进金股中，8 月份推荐次数靠前的金股为：万华化学（5 次）、科锐国际（3 次）、中集集团（2 次）、天阳科技（2 次）、北方稀土（2 次）等。

8 月份电子、基础化工、医药生物、机械设备等行业金股数量占比靠前。8 月份金股权重靠前的行业分别为：电子（12.1%）、基础化工（8.2%）、医药生物（7.6%）、机械设备（7.3%）。相比于上月，本权重增加最多的行业为：有色金属（+1.6%）、建筑材料（+1.4%）、基础化工（+1.3%）；权重减少最多的行业为：电力设备（-3.1%）、银行（-2.2%）、食品饮料（-1.8%）。

8 月份券商金股的市值水平上升，估值水平上升。我们按月统计了金股行业内加权市值分位和估值分位水平。可以发现，8 月份券商金股的市值水平上升，估值水平上升，或表明 8 月份券商金股转向成长风格。

7 月份券商金股绩效回顾

7 月份券商金股组合整体收益率为 7.7%，2025 年以来收益率为 18.5%。全历史区间来看，全部金股组合年化收益率为 12.2%，收益表现显著优于沪深 300 指数和中证 500 指数。其中，新进金股组合收益表现优于重复金股组合。全部金股、新进金股、重复金股组合 7 月份收益率分别为 7.7%、9.3%、5.9%，2025 年以来收益率分别为 18.5%、24.2%、13.8%。

7 月份塞力医疗、康辰药业、东山精密、新易盛、中际旭创等金股收益率排名靠前。我们统计了月度收益排名前十的金股明细，其中：塞力医疗、康辰药业、东山精密、新易盛、中际旭创等金股月度收益靠前，7 月份收益率分别为 105.9%、96.5%、60.5%、59.2%、53.9%。

开源金工优选金股组合

开源金工优选金股组合 7 月份收益率为 5.8%，2025 年相对中证 500 超额+9.3%。全历史区间内，优选金股组合年化收益率为 20.8%，收益表现优于全部金股组合。优选金股组合 7 月份收益率为 5.8%；2025 年以来收益率为 18.0%，2025 年相对中证 500 超额+9.3%。

8 月份开源金工优选金股组合持仓明细：金诚信、鹏鼎控股、寒武纪-U、比亚迪、工业富联、瑞鹄模具等个股业绩超预期排名靠前。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】开源交易行为因子绩效月报（2025 年 7 月）——金融工程定期-20250801

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002 | 盛少成（分析师）证书编号：S0790523060003

Barra 风格因子表现跟踪

通过对 Barra 风格因子 2025 年 7 月的收益测算可以发现：从大/小盘风格来看，市值因子取得了 0.64% 的收益。从价值/成长维度看，账面市值比因子取得了 0.59% 的收益，成长因子取得了 0.16% 的收益，盈利预期因子取得了 -0.32% 的收益。

开源交易行为因子概述

稳健的交易行为模式中，蕴藏有稳健的 alpha 源。循着这一研究理念，我们陆续提出了一系列基于交易行为的选股因子，受到量化投资同行的认可。其中：理想反转因子的交易行为逻辑是，A 股反转之力的微观来源是大单成交，通过每日平均单笔成交金额的大小，可以切割出反转属性最强的交易日；聪明钱因子的交易行为逻辑是，从分钟行情数据的价量信息中，可以识别出机构参与交易的多寡，进而构造出跟踪聪明钱的因子；APM 因子的交易行为逻辑是，在日内的不同时段，交易者的行为模式不同，反转强度也相应有所不同；理想振幅因子的交易行为逻辑是，基于股价维度可以对振幅进行切割，不同价态下振幅因子所蕴含的信息存在结构性差异。我们将上述因子汇总在一起，做定期的跟踪，以及实时监控交易行为类因子的动态表现。

开源交易行为四因子的全历史表现

在全历史区间，理想反转、聪明钱、APM、理想振幅因子的 IC 分别为 -0.050、-0.037、0.029、-0.054，rankIC 分别为 -0.061、-0.061、0.034、-0.073，信息比率分别为 2.52、2.76、2.30、3.03，多空对冲月度胜率分别为 78.3%、82.2%、77.4%、83.6%。

开源交易行为合成因子在全历史区间的 IC 均值为 0.067，rankIC 均值为 0.092，多空对冲信息比率 3.30，多空对冲月度胜率为 82.6%。

7 月份：理想反转、聪明钱、APM、理想振幅录得正收益

理想反转因子 7 月份多空对冲收益为 0.47%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 66.7%。聪明钱因子 7 月份多空对冲收益为 1.78%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 91.7%。APM 因子 7 月份多空对冲收益为 1.42%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 58.3%。理想振幅因子 7 月份多空对冲收益为 3.86%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 75.0%。交易行为合成因子 7 月份多空对冲收益为 2.13%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 83.3%。

风险提示：模型测试基于历史数据，在市场波动不确定性下可能存在失效风险。

行业公司

【中小盘】看好工业 X 射线检测，关注可降解餐饮具——中小盘周报-20250803

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 张越（分析师）证书编号：S0790524090003 | 赵晨旭（联系人）证书编号：S0790124120019

本周观点：X 射线检测持续高景气，国内龙头借助并购进军全球检测龙头

下游需求持续高景气，工业 X 射线检测迎来结构性增长机遇。随着电子半导体需求旺盛（PCB 制程检测等泛 AI 需求快速增长）、锂电需求修复（宁德时代带动锂电行业资本开支逐渐恢复正增长），工业 X 射线检测市场需求持续提升。

日联科技新签订单持续高增长，“内生+外延”打造全球工业检测平台型龙头。随着下游应用领域需求的持续增长以及公司产品力、品牌力、渠道力等核心能力的持续增强，公司 2025 年上半年新签订单增长近一倍。展望未来，在下游需求增长、海外市场拓展与高端设备突破等多重因素驱动下，公司内生增长边界有望持续拓宽；同时，公司 IPO 超募资金超 20 亿，并已制定“横向拓展、纵向深耕”的并购战略，未来有望通过“内生+外延”打造全球工业检测领域的平台型龙头。

本周市场表现及重大事项

市场表现：本周中证 500/中证 1000/国证 2000/万得微盘股指数等中小盘指数表现优于上证 50 和沪深 300 等大盘指数。日联科技、沪光股份本周涨幅居前。

本周重大事项：（1）新股方面，鼎佳精密、C 悍高登陆 A 股，无公司登陆港股。4 家公司注册生效，2 家公司过会，1 家公司获交易所受理；（2）定增方面，新增竞价预案公告 5 例，发行竞价项目平均折价率 21.6%，平均收益率 23.6%；（3）并购方面，1 家公司首披重大资产重组，8 家公司涉及实控人变更；（4）股权激励和回购方面，12 家公司披露股权激励预案，18 家公司推出回购预案。

本周专题：下游餐饮用具市场需求旺盛，可降解餐饮具前景广阔

下游餐饮用具市场需求旺盛，纸制与塑料餐饮具行业增长动能强劲。随着餐饮行业持续复苏，下游快餐、外卖等行业蓬勃发展，现磨咖啡、新式茶饮等饮品行业产品品类不断创新拓宽将带动纸制与塑料餐饮具需求增长。根据共研网数据，预计到 2029 年全球一次性餐具市场规模将增长到 439.5 亿美元。

禁限塑政策逐步推进，可降解餐饮具渗透率提升。相比于传统塑料，可生物降解塑料能得到全面回收，是解决“白色污染”的理想替代品，可降解餐饮具市场前景广阔。一方面，禁限塑政策逐步的推进以及“碳达峰”及“碳中和”目标设立为可生物降解的纸制与塑料餐饮具提供了良好发展机遇；另一方面，可生物降解塑料产能提升为可生物降解产品的生产和推广提供基础。随着规划产能落地，可生物降解材料的供需关系将得到改善，材料成本的降低将助推行业发展。根据共研网数据，预计 2034 年全球可生物降解一次性餐具市场规模将达到 186 亿美元。恒鑫生活作为可降解餐饮具领域头部企业有望持续受益于行业发展。

重点推荐主题及个股

智能汽车主题（沪光股份、瑞鹄模具、新泉股份、芯动联科、晶晨股份）；高端制造主题（凌云光、奥普特、矩子科技、青鸟消防、莱特光电、奥来德、日联科技）；户外用品主题（三夫户外）。

风险提示：宏观环境变化、IPO 政策变动、再融资政策变动、并购政策变动

【地产建筑】首单央企天然气发电公募 REITs 上市，消费 REIT 单周表现优异——行业周报-20250803

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

首单央企天然气发电公募 REITs 上市，消费 REIT 单周表现优异

2025 年第 31 周，中证 REITs（收盘）指数为 870.82，同比上涨 6.76%，环比上涨 1.25%；中证 REITs 全收益指数 1100.9，同比上涨 16.53%，环比上涨 1.25%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 8.06 亿份，同比增长 46.81%；成交额达 36.14 亿元，同比增长 68.64%；区间换手率 3.84%，同比下降 3.52%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+3.87%、+0.65%、+0.14%、-0.02%、+1.45%、+1.62%、+3.98%；一月涨跌幅分别为-2.37%、-1.19%、-2.47%、-1.71%、+0.65%、-3.76%、+1.88%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

中银中外运仓储物流 REIT、首单央企天然气发电公募 REITs 上交所上市

本周中银中外运仓储物流 REIT 正式在上交所鸣锣上市，央企通过公募 REITs 推动盘活存量资产、扩大有效投资迈上新台阶。首单央企天然气发电公募 REITs——华夏华电清洁能源 REIT 在上海证券交易所成功上市，成为央企盘活优质清洁能源资产、创新投融资模式的标杆案例。8 月 1 日该 REIT 收盘价为 4.83 元，较发行价格上涨 27.74%。同日中证 REITs 全收益指数收于 1100.90 点，较前一交易日下跌 0.11%。

一周行情：消费 REITs 单周上涨 3.98%，单月累计上涨 1.88%

2025 年第 31 周，中证 REITs（收盘）指数为 870.82，同比上涨 6.76%，环比上涨 1.25%，2024 年年初至今累计上涨 15.12%，同期沪深 300 指数累计上涨 18.18%，累计超额收益-3.06%；中证 REITs 全收益指数 1100.9，同比上涨 16.53%，环比上涨 1.25%，2024 年年初至今累计上涨 27.75%，同期沪深 300 指数累计上涨 18.18%，累计超额收益+9.57%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+3.87%、+0.65%、+0.14%、-0.02%、+1.45%、+1.62%、+3.98%；一月涨跌幅分别为-2.37%、-1.19%、-2.47%、-1.71%、+0.65%、-3.76%、+1.88%。

一级跟踪：12 只 REITs 基金等待上市，发行市场保持活跃

2025 年第 31 周，共有 13 只 REITs 基金等待上市，本周中金唯品会奥特莱斯首发申请已通过，中航天虹消费封闭式基础设施证券投资基金已受理，发行市场保持活跃。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【煤炭开采】煤价上涨即将修复央企长协，煤炭布局稳扎稳打——行业周报-20250803

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：动力煤和焦煤价格持续反弹

动力煤方面：动力煤价格持续反弹，截至 8 月 1 日，秦港 Q5500 动力煤平仓价为 663 元/吨，今年上半年最低价格为 609 元，已累计上涨 8.87%。目前动力煤基本面持续利多：从供给端来看，国内生产方面，受降雨影响，产地供应受限，截至 7 月 27 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 80.2%，仍处于年内较低水平。从库存端来看，港口库存持续回落，截至 8 月 1 日，环渤海库存 2472.7 万吨，今年上半年最高库存为 3316.3 万吨，已累计下跌 25.4%。从需求端来看，电煤方面正处于夏季旺季，七月以来煤电日耗高位运行，叠加大矿竞拍上涨，旺季刚需支撑报价。非电煤方面，截至 7 月 31 日，国内甲醇开工率 81.92%，环比上涨 0.26pct，仍处于近年来的历史高位；美国对印度征收 25%关税、欧美达成关税协议，国际原油价格环比明显上涨，煤油比来对照油头化工和煤头化工的成本优势，煤化工成本优势仍旧非常凸出，从而导致开工率的长时间高位。炼焦煤方面：截至 8 月 1 日，京唐港主焦煤报价 1680 元/吨，环比持平，从七月初的 1230 元的底部反弹；焦煤期货反弹更为明显，从 6 月初的 719 元反弹至当前的 1093 元，累计涨幅达到 52%。当前焦煤基本面反映出“强预期但弱现实”的特征。供给端，国家能源局综合司发布《关于组织开展煤矿生产情况核查促进煤炭供应平稳有序的通知》，查处超产的煤矿的措施致使煤炭供给存在收紧预期；需求端，雅江水电站有望带动黑色产业链整体需求，有望接棒上半年钢铁抢出口的需求项。

投资逻辑：动力煤和炼焦煤价格已到拐点右侧

动力煤属于政策煤种，我们判断价格仍将反弹修复至长协价格，首先是神华和中煤等央企的长协价格（即 670 元附近），如果后续基本面持续利多也有望突破 700 元。主要原因包括：一是较低煤价将使地方财政压力加大，有望促成减产，包括较低煤价将使煤企亏现金而自发减产；二是电厂受限于“煤电价格联动机制”，在一定程度上保煤价即是保电价，且当前现货与年度长协价格倒挂，电厂优先采购现货的行为会使现货价持续修复；三是煤化工和油化工存在成本优势的竞争，布油 68 美金与港口煤价 770 元所制烯烃成本相当，当前煤油比来看明显煤炭价格便宜；四是降低煤价会使疆煤外运失去价格优势，从而导致外运量减少（自 2024 年四季度以来已有数据证明）。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定。通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”可作为炼焦煤价格底部判断的参考，当前焦煤已处于超跌状态。在“反内卷”的政策预期下，炼焦煤的供给端存在收紧的预

期；需求端的稳增长政策持续出新，且特朗普当选美国总统，其对中国的外贸高压将促使国内经济再转型内循环，对地产和基建将有更多支持。

投资建议：周期与红利双逻辑，四主线布局

我们认为在资本市场在全球政经高度不确定以及国内稳经济的预期下，投资行为存在情绪上的脉冲，煤炭板块具备周期与红利的双重属性，当前煤炭持仓低位，基本面已到拐点右侧，已到布局时点。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，周期逻辑：动力煤的【晋控煤业、兖矿能源】，冶金煤的【平煤股份、淮北矿业、潞安环能】；主线二，红利逻辑：【中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【新集能源、广汇能源】。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险

【非银金融】国债恢复利息增值税征收对险企投资端影响较小——行业周报-20250803

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

周观点：国债恢复利息增值税征收对险企投资端影响较小

本周监管发文恢复国债等债券利息收入增值税征收，我们测算对险企投资端收益率影响较小。保险行业间接受益于“反内卷”，资产端受益于物价和长端利率企稳，负债端顺应此前行业监管要求，防范在“分红收益”和“渠道费用”上内卷。

券商：7月两融融资规模快速增长，政治局会议对资本市场表态延续“稳股市”

(1) 本周日均股基成交额 2.22 万亿，环比-1%，截至 7 月 31 日，A 股融资余额 19710 亿，较月初增加 1329 亿，增幅 7.2%。(2) 7 月 30 日中共中央政治局会议召开，对于资本市场表态：增强国内资本市场吸引力和包容性，巩固资本市场回稳向好势头。我们认为，后续政策仍延续“稳股市”基调，“包容性”或指上市公司资产端，增加对亏损但符合硬科技等上市标准的企业上市，IPO 边际松绑。

(3) 据证券时报，8 月 1 日，香港《稳定币条例》正式生效。香港金融管理局已于近日发布《持牌稳定币发行人监管指引》等系列配套指引，明确了发行人牌照申请门槛。据悉，中国银行（香港）、渣打银行（香港）等香港特区发钞行是其中不可或缺的主体，大概率会率先申请稳定币发行人牌照。此外，中资银行、沙盒测试企业、大型央国企以及拥有支付牌照的互联网大厂都跃跃欲试。(4) 2024 年新国九条、央行等金融部委组合拳稳股市的长效影响持续，个人投资者和中长资金持续流入，交易活跃度中枢持续抬升，自营和海外业务高景气或带来券商业绩超预期，板块估值仍在低位，机构欠配明显，继续看好券商板块机会。关注交易量、稳定币以及政策端等催化。三条主线：零售优势突出券商；海外业务优势突出的头部券商和香港交易所，受益于港股市场高景气；金融科技主线标的。

保险：国债等债券利息收入增值税恢复对险企投资端影响较小

(1) 8 月 1 日，财政部、税务总局公告，8 月 8 日起对新发行的国债、地方政府债、金融债的利息收入，恢复征收增值税，新老划断，8 月 8 日之前已发的不受影响。对保险公司未来投资收益率的影响分析：以 10 年期国债票息收益 1.7%、6% 增值税计算，险企相关利率债头寸票息收益或下降 9.6bp($1.7\% / (1+6\%) * 6\%$)，2025 年 1 季度末保险行业债券资产占资金运用余额 50.4%，假设其中 70% 属于国债等利率债，则对险企投资端收益率影响 -3bp，对应 2024 年上市险企平均 3.64% 净投资收益率和 5.63% 总投资收益率看影响较小。(2) 7 月 31 日金融监管总局发布通知，要求城市商业医疗险突出普惠定位，坚守商业属性，遵循保险规律，规范精准定价，不得搞低价无序“内卷式”竞争。(3) 寿险板块当下催化仍以权益市场为主，权益资产提振总投资收益率，而负债成本持续下降利于支撑中长期利差，关注分红险转型，看好低估值标的。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：国泰海通，东方证券，香港交易所，江苏金租；财通证券，指南针，东方财富，中国太保，中国平安。

受益标的组合：国信证券，中金公司，同花顺，九方智投控股，新华保险。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第八期）：宁德时代预计 2027 年小规模量产固态电池，2030 年前后有望更大规模生产——行业周报-20250803

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

宁德时代预计 2027 年小规模量产固态电池，2030 年前后有望更大规模生产

（1）材料：7 月 29 日，诺德股份表示：密切对接头部电池厂研发，提供新一代集流体材料解决方案，相关自研材料已送样测试。8 月 1 日，天铁科技孙公司安徽天铁与珠海欣界签署 4 亿元订单，珠海欣界将采购 100 吨铜锂复合带（含税）。安徽天铁凭借高效电解、除杂净化、低温蒸馏等技术，可生产纯度高达 99.97%-99.98% 的电池级金属锂。（2）电池：7 月 30 日，宁德时代 2025 半年报表示：固态电池研发行业领先，但商业化受成本与供应链制约（成熟需 3 年以上），预计 2027 年小规模量产，2030 年前后大规模生产。公司指出当前市场“固态电池”多为半固态，全固态技术难度高。上半年动力电池装车量 128.6GWh，市占率 42.92%，技术优势巩固龙头地位。8 月 1 日，东风奕派宣布自研固态电池 2026 年装车，能量密度达 350Wh/kg，续航超 1000 公里，-30℃低温续航保持率超 70%。（3）设备：7 月 31 日，ST 逸飞电芯装配设备及智慧物流系统在固态电池产线完成验收，应用于某车企半固态电池项目。其叠片设备效率达 0.15 秒/片，精度±0.1mm，满足氧化物电解质层压工艺要求。我们认为当前固态电池正逐步从实验室阶段到量产验证阶段发展，预计 2025 年底小批量装车试验，2026-2027 年普遍装车试验，此外，低空、机器人、AI 等新兴应用场景打开固态电池市场空间，产业化落地有望提速。建议关注固态电池板块后续的行情表现，推荐标的宁德时代，受益标的：（1）设备：纳科诺尔、宏工科技、先导智能、德龙激光等；（2）电池：国轩高科、珠海冠宇、普利特、冠盛股份、鹏辉能源等；（3）正极及电解质：厦钨新能、容百科技、海辰药业等；（4）导电剂：天奈科技；（5）电解质复合膜：长阳科技、星源材质、恩捷股份等；（6）硅碳负极：璞泰来、上海洗霸等；（7）金属锂负极：道氏技术、赣锋锂业、天铁科技、英联股份、胜利精密。（8）集流体：远航精密、诺德股份、德福科技、嘉元科技、中一科技等；（9）铝塑膜：紫江企业、海顺新材、明冠新材、道明光学。

本周板块行情：固态电池指数略微下滑，集流体环节涨幅靠前

7 月 28 日-8 月 1 日，固态电池指数-1.8%，2025 年累计+23.3%，同期沪深 300 指数+3.1%。统计范围内的固态电池相关标的平均-1.4%，仅集流体（+7.3%）上涨。涨幅前五标的：德福科技（+29.2%）、中一科技（+17.3%）、天铁科技（+16.3%）、德龙激光（+10.6%）、诺德股份（+7.7%）；跌幅前五标的：赣锋锂业（-8.2%）、金龙羽（-7.9%）、宁德时代（-7.0%）、东方锆业（-6.3%）、天奈科技（-6.2%）。

风险提示：技术研发不及预期，产业落地进展不及预期，下游需求不及预期。

【农林牧渔】集团降重叠加二育出栏，全国猪价承压——行业周报-20250803

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

周观察：集团降重叠加二育出栏，全国猪价承压

集团降重叠加二育出栏，全国猪价承压。据涌益咨询，8 月 1 日样本企业日均生猪屠宰量 13.74 万头，环比上周+0.17 万头，需求端小幅增长。8 月 3 日全国生猪销售均价 14.02 元/公斤，环比上周-0.08 元/公斤，环比-0.57%，近期集团场降重叠加二育出栏，整体价格偏弱，预计后续仍有压力。

降重要求叠加高温增重缓慢，集团场生猪出栏均重持续下行。本周全国商品猪出栏均重 127.98 公斤，较上周下降 0.50 公斤，环比-0.39%，其中集团出栏均重 123.79 公斤，较上周下降 0.48 公斤，环比-0.39%，散户出栏均重 142.17 公斤，较上周增加 0.25 公斤，环比+0.18%。降重政策要求叠加高温增重缓慢，集团场生猪出栏均重持续下行。

需求平淡致玉米价格下跌，供应宽松致豆粕价格承压。(1) 玉米：本周饲料厂玉米到厂均价 2469 元/吨，环比上周-7 元/吨，环比-0.28%，其中南方销区饲料企业多执行前期订单合同，整体需求平淡，导致价格小幅下滑。

(2) 豆粕：目前油厂豆粕库存持续增加，市场供应宽松，本周全国豆粕现货价 2978 元/吨，环比上周-23 元/吨，环比-0.78%。

周观点：生猪投资逻辑边际改善，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

基本面政策面双轮驱动 2025H2 猪价环比上行，生猪投资逻辑边际改善。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料板块国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。推荐：海大集团、新希望等。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。推荐：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

本周市场表现 (7.28-8.1)：农业跑输大盘 2.03 个百分点

本周上证指数下跌 0.94%，农业指数下跌 2.97%，跑输大盘 2.03 个百分点。子板块来看，动物保健板块领涨。个股来看，申联生物 (+27.71%)、回盛生物 (+10.49%)、蔚蓝生物 (+4.53%) 领涨。

本周价格跟踪 (7.28-8.1)：本周白羽鸡、对虾等农产品价格环比上涨

8 月 1 日全国外三元生猪均价为 14.33 元/kg，较上周上涨 0.18 元/kg；仔猪均价为 30.91 元/kg，较上周下跌 0.98 元/kg；白条肉均价 18.56 元/kg，较上周下跌 0.05 元/kg。8 月 1 日猪料比价为 4.26:1。自繁自养头均利润 43.85 元/头，环比-18.31 元/头；外购仔猪头均利润-116.78 元/头，环比-45.39 元/头。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【计算机】周观点：AI 应用有望持续精彩——行业周报-20250803

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遙（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周 (2025.7.28-2025.8.1)，沪深 300 指数下跌 1.75%，计算机指数下跌 0.20%。

周观点：AI 应用继续精彩

(1) 设计软件巨头 Figma 成功上市，掀起 AI 应用热潮

7 月 31 日，设计软件平台公司 Figma 在美国纽交所成功上市，成为美股 2025 年最大的 IPO。上市首日，Figma 大涨 250%，市值达到 563 亿美元。Figma 招股书显示，2024 财年 Figma 营收同比增长 48%，2025Q1 营收同比增长 46%，头部客户 NDR 为 132%，展现出极强的客户粘性。截至 2025 年一季度末，Figma 的 MAU 达 1300 万，拥有约 45 万名付费客户，其中 1031 家客户每年为其贡献至少 10 万美元的收入。根据 Figma 测算，其 TAM 达 330 亿美元。设计软件巨头 Figma 成功上市并在资本市场表现亮眼，彰显市场对 AI 应用商业化前景的高度认可。

(2) OpenAIGPT-5 系列模型或将于 8 月初发布，模型创新值得期待

据 theVerge 报道，预计 GPT-5 最早将于 8 月初发布。OpenAI 计划同时发布三个版本的 GPT-5，分别为主版本（推理版）、Mini 版和 Nano 版，其中完整版和 mini 版 GPT-5 将通过 ChatGPT 和 API 提供，但 nano 版本则仅通过 API 供应。该模型将集成先进的 o3 推理能力，这一创新技术的应用，预计将极大地增强 GPT-5 在理解和处理复杂信息方面的能力，使其更加智能化和高效化。GPT-5 的发布，有望进一步带动 AI 应用发展。

(3) 我国部署深入实施“人工智能+”行动，推动 AI 场景化落地

7月31日召开的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，加强人工智能与各领域广泛深度融合，将助力传统产业改造升级，开辟战略性新兴产业和未来产业发展新赛道。会议的系列部署方向清晰、务实有力，明确了人工智能行业发展路径，反映了国家政策对 AI 的高度支持。

投资建议

设计软件巨头 Figma 成功上市，并在上市首日取得 250% 涨幅，彰显市场对 AI 应用前景的高度看好。同时，GPT-5 系列模型即将发布，有望进一步带动 AI 投资热潮。AI 应用端推荐金山办公、鼎捷数智、迈富时、致远互联、金蝶国际、博彦科技、用友网络、同花顺、恒生电子、合合信息、拓尔思、科大讯飞、焦点科技、中科创达、税友股份、上海钢联等，受益标的包括汉得信息、万兴科技、欧玛软件、新开普、新致软件、泛微网络、汉邦高科、海天瑞声、石基信息、汉王科技、汉仪股份、三六零、彩讯股份、福昕软件、快手-W、美图公司、金桥信息、多点数智、北森控股等。AI 算力端推荐海光信息、中科曙光、淳中科技、浪潮信息、神州数码等，受益标的包括寒武纪、景嘉微等。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【医药】设备更新政策持续深化，医疗设备招采稳步复苏——行业周报-20250803

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 石启正（联系人）证书编号：S0790125020004 | 刘艺（联系人）证书编号：S0790124070022

设备更新政策持续深化，医疗设备招采稳步复苏

政策保障和财政支持推动设备更新持续深化。2024 年 3 月设备更新政策发布后，2024 年 5 月国家发改委、国家卫健委等多部门联合出台《推动医疗卫生领域设备更新实施方案》，进一步细化实施路径。地方政府同步快速响应，陆续推出配套实施方案。一年内多部委接连发布多项重磅资金支持政策，尤其千亿级超长期特别国债资金支持等举措落地，西部等地区资金支持比例高达 95%，推动国内医疗设备招采市场快速复苏。

(1) 从项目审批、采购意向、招标公告上呈现全流程加速推进的态势。2025 年上半年，我国医疗领域设备更新有披露预算金额的项目审批、采购意向的数量分别为 212 个、334 个，总金额达 153.4 亿元和 142.3 亿元，其中项目审批和采购意向的项目数量和金额分别在 2 月和 4 月达到峰值。其中 2025 年一季度审批的项目，预计在 2025 年三、四季度落地，驱动医疗设备行业持续扩容。

(2) 区域分布上呈现“量在西、值在东”的特点。2025H1 全国各地区医疗器械公开招中标采购规模和金额均呈增长态势，其中东部地区绝对值上领先，中西部地区增速居前，主要系超声、CT、DR、MR 等大型医学影像设备仍为采购重点，

大型影像设备在东部地区趋于饱和，增量主要来自于中西部地区。2025 年上半年各省市集采分品类销量呈区域差异，河南、新疆、湖南、湖北等中西部地区以 XP 或 CT 等刚需设备为主；浙江、福建江苏则含 CT、MR、DSA 等高值品类。

(3) 县域医共体招标加速，三级医院设备更新进度领先。在政策引导与资金保障的双重驱动下，县域医共体医疗设备建设及换新需求正呈现加速释放态势，在 2025Q2 迎来落地高峰。多省份医疗设备建设及升级需求预计持续释放。三级医院设备更新进度领先，采购规模占比达 61.11%，主要系医学影像相关设备更新占比最高且率先落地，因此承接了更多中大型设备采购的三级医院占比增长最快。

推荐及受益标的

推荐标的：制药及生物制品：恒瑞医药、华东医药、三生制药、人福医药、恩华药业、信达生物、再鼎医药、

百利天恒、泽璟制药-U、诺诚健华、科伦博泰生物-B、三生国健、康诺亚-B、一品红、海思科、艾力斯、艾迪药业、和黄医药、京新药业、健康元；CXO：药明康德、药明合联、泰格医药、药明生物、博腾股份、泓博医药；科研服务：毕得医药、百普赛斯、皓元医药、昊帆生物、海尔生物、奥浦迈、阿拉丁；中药：东阿阿胶、江中药业、天士力、济川药业、羚锐制药、悦康药业、方盛制药、佐力药业；原料药：普洛药业、健友股份、华海药业、奥锐特、博瑞医药；医疗器械：迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜、英科医疗、万孚生物、可孚医疗、圣湘生物、康拓医疗；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、海吉亚医疗、锦欣生殖；零售药店：益丰药房。

风险提示：设备更新落地不及预期、行业整合不及预期、行业竞争格局恶化等。

【化工】制冷剂淡季价格稳中有升，6月外贸价格向好趋势不变，积极把握回调机会——氟化工行业周报-20250803

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001

本周（7月28日-8月1日）行情回顾

本周氟化工指数下跌0.6%，跑赢上证综指0.34%。本周（7月28日-8月1日）氟化工指数收于4336.88点，下跌0.6%，跑赢上证综指0.34%，跑赢沪深300指数1.15%，跑赢基础化工指数1.21%，跑赢新材料指数1.73%。

要闻点评：6月制冷剂外贸价格向好趋势不变

2025年，HFCs出口单质：1-6月总出口量约10.13万吨，同比-4.7%；出口总额约41.31亿元，同比+48.7%。其中R32、R125/R143、R134a出口量分别同比+13.9%、+24.1%、-11.6%；均价分别+107%、+21%、+52%。6月单月，出口量分别同比+0.2%、+54.1%、-13.6%；均价分别同比+123%、+18%、+54%。HFCs出口混配：1-6月总出口量约5.64万吨，同比-2.6%；出口总额约24.92亿元，同比+61.5%。其中HFC143a（≥15%）混合物、HFC-125（≥40%）混合物、HFC-134a（≥30%，不含HFOs）混合物出口量分别同比+6.4%、-19.9%、-10.3%；均价分别同比+21%、+73%、+58%。6月单月，出口量分别同比-1.4%、-21.6%、-0.9%；均价分别同比+22%、+72%、+64%。

氟化工周行情：制冷剂淡季价格稳中有升

萤石：据百川盈孚数据，截至8月01日，萤石97湿粉市场均价3,162元/吨，较上周同期下跌1.19%；8月均价（截至8月01日）3,162元/吨，同比下跌10.88%；2025年（截至8月01日）均价3,507元/吨，较2024年均价下跌1.07%。

又据氟务在线跟踪，萤石市场延续“弱平衡博弈僵局”。

制冷剂：截至08月01日，（1）R32价格、价差分别为55,000、42,935元/吨，较上周分别持平、+0.12%；（2）R125价格、价差分别为45,500、30,285元/吨，较上周分别持平、-0.22%；（3）R134a价格、价差分别为50,000、32,369元/吨，较上周分别持平、+0.70%；（4）R410a价格为49,500元/吨，较上周持平；（5）R22价格、价差分别为35,000、26,546元/吨，较上周分别持平、+0.27%。其中外贸市场，（1）R32外贸参考价格为54,000元/吨，较上周持平；（2）R125外贸参考价格为44,000元/吨，较上周持平；（3）R134a外贸参考价格为49,000元/吨，较上周持平；（4）R410a外贸参考价格为49,000元/吨，较上周持平；（5）R22外贸参考价格为30,000元/吨，较上周持平。

又据氟务在线跟踪，华南制冷剂主流生产企业报价再次上探，其余企业报盘尚未出炉，现阶段企业报价滞后于流通成交，尤以R32市场为主，其余品种因刚需采购，走势较为平稳。

受益标的

推荐标的：金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等。其他受益标的：东阳光、永和股份、东岳集团、新宙邦等。

风险提示：下游需求不及预期，价格波动，行业政策变化超预期等。

【食品饮料】白酒承压头部企业占优，生育政策与行业新机遇共振——行业周报-20250803

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（联系人）证书编号：S0790123070080

核心观点：白酒头部集中趋势显著，育儿补贴政策带来新机会

7月28日-8月1日，食品饮料指数跌幅为2.2%，一级子行业排名第16，跑输沪深300约0.4pct，子行业中其他食品(+0.0%)、肉制品(-0.0%)、乳品(-0.6%)表现相对领先。白酒行业当前呈现显著的结构特征与阶段性压力。行业集中度加速提升，头部效应凸显，二三线品牌生存空间持续收窄，千元价格带已形成少数品牌主导格局。当前白酒需求端受外部政策冲击明显，新一轮禁酒令影响范围广，不仅涉及公务消费，还延伸至私人宴请等场景，对餐饮及酒类整体消费造成明显压制，但我们认为本轮禁酒令存在纠偏空间，后续有望逐步调整。短期来看，白酒价格与库存体系承压，市场价格受供需关系及库存波动影响显著，经销商接货意愿走弱，进一步加剧价格体系的脆弱性。中长期看，白酒消费向头部品牌、高性价比产品集中的趋势明确，具备产品结构韧性、抗风险能力强的头部企业将在行业调整中占据优势。我们仍建议寻找低位布局龙头白酒企业，如贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖，受益标的今世缘等。

7月28日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《育儿补贴制度实施方案》，此前已相继有地区层面的生育补贴政策出台，本次在全国层面全面向群众直接发放现金补贴，我们认为属于自上而下的政策定调，具有开创性意义，后续地区层面政策接力有望形成合力。近年婴配粉行业需求承压，本次政策刺激下需求及消费信心有望恢复。从整体乳制品行业来看，长期也将受益于政策刺激下人口问题改善趋势。此外，近期乳制品行业出现新的积极变化，一是国内乳企开始利用奶价底部窗口期发展以乳清为代表的深加工产品，产能逐渐释放后有望加大原奶下游需求；二是行业开始探索出口潜力，两者均带来行业需求新动能，叠加供给侧持续出清，行业有望迎来周期反转。推荐龙头中国飞鹤，受益标的H&H国际控股；同时看好原奶周期反转后全产业链盈利修复，下游推荐伊利股份，受益标的蒙牛乳业、优然牧业、现代牧业等。

推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、万辰集团、百润股份

(1) 贵州茅台：短期白酒需求下移，但公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。(2) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(3) 西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。(4) 万辰集团：量贩零食业态持续渗透，门店数量持续扩张。同时拓展折扣超市新店型，选品新增冻品、潮玩、日用品等，聚焦年轻消费者目标人群，有望助力公司延续高成长。(5) 百润股份：预调酒处于改善趋势当中，威士忌已实现较好铺货，建议关注后续公司鸡尾酒回款改善和新品催化逻辑。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【通信】海外AI财报总结：北美AI公司相继上调指引，全面看好海外AI链——行业周报-20250803

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006

Meta再次上调资本开支，微软云业务增速亮眼，亚马逊加大资本支出

Meta2025Q2实现营收475.2亿美元，高于预期的448.3亿美元，公司预计第三季度营收区间为475亿美元至505亿美元，预计2025年全年支出将在660亿美元至720亿美元之间，此前预计下限为640亿美元，更高于年初600-650亿美元资本开支指引。微软FY2025Q4实现营收764.4亿美元，同比增长18%，智能云部门(含请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

Azure)FY2025Q4 收入同比增长 26%至 299 亿美元(预期 289 亿美元), AzureFY2025 全年收入超 750 亿美元, 同比增长 34%。亚马逊 2025Q2 实现营收 1677 亿美元, 同比增长 13%; 净利润为 182 亿美元, 同比增长 35%; 其中 AWS 云服务的净销售额为 308.73 亿美元, 同比增长 17%。亚马逊 2025Q2 资本支出达 314 亿美元, 较 2024 年同期增长约 90%。

Vertiv 和 Celestica 上调指引, 康宁业绩亮眼, “Scale-up” 带来新机遇

康宁光通信业务 2025Q2 实现营收 15.7 亿美元, 同比增长 41%, 实现净利润 2.47 亿美元, 同比增长 73%; 2025Q2 企业网络销售额同比增长 81%, 主要受 “Scale-up” 的推动, 超大规模客户正在打造更强的 AI 节点, 新 “Scale-up” 机会 (提升节点能力和 GPU 密度) 预计是现有 20 亿美元业务的 2-3 倍规模。维谛 2025Q2 实现营收 26.38 亿美元, 超出此前 23.5 亿美元指引, 同比增长 35%, 环比增长 30%, 公司上调 2025 财年业绩指引, 从 93.25-95.75 亿美元提升至 99.25-100.75 亿美元。Celestica 2025Q2 公司实现营收 28.9 亿美元, 同比增长 21%, 超公司指引预期, 实现调整营业利润率 7.4%, 同比提升 1.1 个百分点。公司上调 2025 年全年业绩指引, 预计实现营收 115.5 亿美元, 预计实现调整营业利润率 7.4%。

持续看好全球 AIDC 算力产业链、卫星互联网、6G 等七大产业方向

一、AIDC 机房建设 (AIDC 机房、柴油发电机、风冷&液冷等)。推荐标的: 英维克、新意网集团、宝信软件、润泽科技等; 受益标的: 光环新网、奥飞数据、万国数据、世纪互联、大位科技、数据港、科泰电源、金盘科技等。二、网络侧 (光通信、AEC 铜连接、CDN、交换机及芯片等)。推荐标的: 中际旭创、新易盛、天孚通信、紫光股份、中兴通讯、盛科通信; 受益标的: 源杰科技、锐捷网络、长芯博创、瑞可达、华丰科技、网宿科技等。三、IT 侧 (国产算力芯片、服务器及电源)。推荐标的: 紫光股份、中兴通讯; 受益标的: 寒武纪、海光信息、浪潮信息、华勤技术、欧陆通等。四、云计算 (公有云、私有云、算力租赁)。受益标的: 中国移动、中国电信、中国联通、有方科技、云赛智联、润建股份、宏景科技、海南华铁、大名城、智微智能等。五、AI 应用: 受益标的: 广和通、移远通信、美格智能等。六、卫星互联网: 受益标的: 海格通信、铖昌科技、臻镭科技、盛路通信等。七、6G: 推荐标的: 中兴通讯; 受益标的: 硕贝德、大富科技、盛路通信、飞荣达等。

风险提示: 5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦。

【汽车】理想 i8/乐道 L90 发布, 大型 SUV 市场迎新玩家——行业周报-20250803

赵旭杨 (分析师) 证书编号: S0790523090002 | 徐剑峰 (联系人) 证书编号: S0790123070014 | 王镇涛 (联系人) 证书编号: S0790124070021

本周观点: 理想 i8/乐道 L90 发布, 大型 SUV 市场迎新玩家

智驾端新技术、新业务逐步落地, 产业扎实前行。理想、小鹏等头部玩家推动 VLA 智驾算法落地, 预计将于近期陆续量产, 有望在性能、交互性上带来越级体验; 奥迪 A5L、奔驰 CLA 等传统豪华品牌新车型亦搭载本土智驾公司城区智驾方案发布, 智驾渗透趋势确定; Robotaxi 方面文远、小马等在国内外业务顺利推进, 特斯拉在加州开始测试, 业务上扎实前行。

整车维度仍然建议关注智驾强势主机厂及布局高端市场玩家。本周理想 i8 正式发布, 产品将精密性/空间推向极致, 用户广泛试驾后有望逐步释放订单; 乐道 L90 同期发布, 空间、配置、智能化表现优异, 发布后市场反馈积极, 有望成为大六座 SUV 的强力竞争者; 华为系方面, 享界 S9T、问界 M7、尚界 H5 改款等重磅车型亦开始预热, 初显爆款车型潜力, 此外东风岚图、阿维塔等诸多玩家亦酝酿与华为合作; 我们认为长期而言, 智能化、高端化仍然是在市场站稳脚跟的核心, 有关玩家有望持续受益。

关注优质零部件公司市场份额扩张以及转型机器人机遇。受益于国产替代及出海, 布局成长性板块广市占率+切入爆款车产业链带来业绩弹性, 切入机器人亦将帮助零部件公司打开成长空间, 关注业绩优异布局前沿方向玩家。

本周热点：问界 M8 纯电版预售 72 小时突破 1.5 万台；理想 i8 纯电 SUV 上市

问界 M8 纯电版预售 72 小时小订破 1.5 万台 (37.8 万起)，8 月上市，搭载 HUAWEI ADS 4 及 800V 高压平台；小鹏 7 月交付 36717 辆创纪录 (+229%)，全新 P7 8 月 6 日首秀；理想 i8 六座纯电 SUV 上市 (32.18 万起)，续航最高 720km，8 月 20 日交付，首搭 VLA 司机大模型；上市 7 天：零跑 B01 第 1 万台整车宣布量产下线；特斯拉在加州湾区推出 Robotaxi 服务，驾驶座配安全员；国家发改委 10 月下达第四批 690 亿以旧换新补贴，全年将达 3000 亿。

投资建议

智驾逐步开启商业化落地，有关主机厂和零部件公司有望持续受益，智驾强势主机厂及高成长和机器人布局的零部件公司有望迎来显著机会。整车推荐小鹏汽车-W、上汽集团、比亚迪、长安汽车、长城汽车、零跑汽车，受益标的：赛力斯、江淮汽车、广汽集团、北汽蓝谷、理想汽车-W、吉利汽车等。零部件赛道关注华阳集团、德赛西威、均胜电子、经纬恒润、美格智能、华测导航、沪光股份、瑞鹄模具、拓普集团、新泉股份、继峰股份；受益标的：伯特利、保隆科技、科博达、地平线机器人-W、黑芝麻智能、中科创达、博俊科技、上海沿浦、爱柯迪、星宇股份等。

风险提示：乘用车行业需求不及预期；汽车行业竞争加剧；电动智能化转型不及预期；政策支持力度不及预期；原材料价格大幅波动风险。

【化工】中共中央政治局会议再度明确“反内卷”决心，国家发改委将对内卷行业展开摸底调查——化工行业周报-20250803

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

本周行业观点一：政治局会议和国家发改委再度明确“反内卷”决心

据新华社新闻，中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，会议指出，要纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。据中国经营报新闻，8 月 1 日，国家发改委在京举行新闻发布会，国家发改委政策研究室主任蒋毅表示，将选取内卷式竞争问题比较突出的行业和领域，有针对性开展成本调查，摸清企业生产经营的情况，督促企业自觉规范价格行为。此外，将加快推进价格法的修订，修订草案中进一步明确了低价倾销等不正当价格行为的认定标准，将重点整治为排挤竞争对手或独占市场、低于成本价倾销的行为。我们认为，“反内卷”无疑是 2025 年内或更长期的政策重点，“反内卷”趋势确认。针对内卷式竞争严重的重点行业进行产能治理，即需要控制新增产能，调整优化存量产能；同时需要规范地方政府招商引资行为，避免热点项目一哄而上、盲目扩张，还需要规范企业行为，依法依规对企业低价无序竞争的现象进行治理。我们认为，后续伴随多部门具体政策逐步落地，化工行业部分落后产能有望出清，行业供给端竞争格局有望迎来优化，化工产品逐步进入有序竞争，盈利水平也或将随之得到修复。

本周行业新闻：山东氯碱行业达成“反内卷”共识

【氯碱行业】山东氯碱行业达成“反内卷”共识。根据中国化工报报道，近日在山东青岛举办的 2025 年山东省氯碱行业年中经营对标交流会，氯碱行业达成针对行业“内卷”严重的现状，业内要推动建立更有效的自律和沟通协调机制，共同应对市场及贸易风险，维护行业整体利益的共识。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【铬盐】振华股份；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】博源化工、三友化工等；【其他】黑猫股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】

OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺、恒逸石化等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、湖北宜化等；【硅】新安股份；【氯碱行业】中泰化学、新疆天业等；【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】卓越新能、万凯新材、华谊集团、中触媒、光华科技等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注 1。

【银行】企业短贷高增与票据利率的窄幅波动——行业点评报告-20250801

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 朱晓云（分析师）证书编号：S0790524070010

2025 年银行呈现用企业短贷代替票据冲量的信贷新特征

2025 年以来银行“以票冲贷”现象并不突出，企业短贷的规模多次出现超季节性增长。3 月、6 月当月新增规模分别为 1.44/1.16 万亿元，高于往年同期均值 4582/4832 亿元。同时观察到票据融资在 6 月明显缩量，当月规模-4109 亿元，明显高于近三年均值（-139 亿元）。一方面，银行在盈利压力下更注重收益，为缓解息差压力，有意压降低息票据资产。另一方面，国央企账期管理趋严催化企业短贷规模增长。2025 年 3 月发布《保障中小企业款项支付条例》中提出“大型企业从中小企业采购货物、工程、服务，应当自货物、工程、服务交付之日起 60 日内支付款项”，或进一步催化了大型企业用短期贷款替代商业信用的行为。一般来说制造业 PMI 银行表内外票据总量呈现正相关的趋势，但 5 月以来制造业 PMI 回升进程中，企业开票总量明显下降，或侧面反映该政策对企业一级市场开票形成影响。此外，银行月末/季末冲贷款的方式还有法人账户透支和福费廷，纳入一般性贷款统计口径，是企业短贷冲量的一种形式。

2025 年以来 6M 国股银票转贴现利率波动性明显减弱

2025 年上半年 6M 转贴现利率在 0.98%~1.60% 区间窄幅波动，2023 年和 2024 年同期票据利率波动幅度则分别为 170BP 和 105BP。由于票据利率兼具资金属性和信贷属性，（1）年初以来银行更倾向于用企业短贷冲信贷规模，票据的信贷属性有所弱化，从而票据利率未呈现出“月末跳水”特征；（2）从 3M-Shibor 的利率走势来看，今年资金利率较 2023 年和 2024 年也更为平稳。（3）此外，银行盈利压力加剧，低息票据比价效应不强，这对票据利率的下限形成约束，而信贷需求不足又抑制了上行空间，多因素下，形成了年初以来 6M 国股银票转贴现利率窄幅波动的特征。

7 月末票据利率急剧下跌，同时 6M 转贴现利率与 3M 明显倒挂

7 月末各期限票据利率急剧下跌，或反映 7 月一般性贷款投放较弱，月末加大收票力度填充信贷规模。同时 7 月初 6M 国股银票转贴现利率就大幅下行至 1% 以下，但月初短期票据利率走势平稳，1M 和 3M 期限国股银票转贴现利率在 1.2% 附近窄幅震荡。票据利率倒挂的背后，我们认为反映了银行对远期信贷需求的预期不佳，银行抢配 6M 票据贴现，年内可缓解信贷规模增长压力，2026 年初到期可为开门红的信贷投放腾挪额度。

投资建议

我们推荐标的仍延续前期红利逻辑：1、零售风险可控，拨备调节盈利能力突出的国有行；2、安全边际高、存量风险有出清迹象的股份行；3、盈利增长有空间，拨备反哺能力强的城、农商行，推荐中信银行，受益标的建设银行、农业银行、招商银行、江苏银行、杭州银行、渝农商行。

风险提示：宏观经济增速下行；政策落地不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2025 年一季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 4.78% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn