



月度市场策略：盈利重回关注点，“反内卷”成为新主线

- **地缘政治风险明显缓和，7月主要中国股指波动上行。**截至7月30日，7月MSCI中国指数上涨7.3%，纳斯达克金龙中概股指数上涨2.7%，恒生指数上涨4.6%，上证综合指数上涨4.6%。医疗健康板块持续领涨。由于外部风险缓和，市场乐观情绪升温，A股反弹明显，海外中资股（港股+中概股）继续上涨。
- **盈利将取代估值成为关键驱动力。**随着大盘屡创新高，港股估值已大幅修复，进一步扩张空间可能较为有限。后续的上漲空间将更多依赖于企业盈利的增长。然而，港股恒生指数今明两年盈利增速预期偏低，关税政策的影响将逐步体现在基本面中，叠加上半年国内经济韧性较强，或削弱短期政策预期。因此，我们需要发掘那些不受关税波及、与经济周期关联度较低，且能借助AI发展获得较强盈利增长动力的行业和个股，才能获得更好的回报。
- **短期来看，预计港股市场将以结构性行情为主。**我们预计接下来行业轮动将会加快。半年报业绩公布期已经开启，目前市场参与者对企业业绩的预期较高，即便业绩符合市场一致性预期甚至小幅超预期，可能仍不能满足部分机构投资者对企业业绩的较高期待，市场不排除出现回调。如果出现这样的情况，我们预计资金将会从拥挤度较高的新消费、创新药和银行等板块，往拥挤度较低、估值偏低、业绩有望超预期的板块轮动，比如科技板块（AI产业链相关）。然而，如果市场情绪维持高涨、流动性较为充裕，即便拥挤度较高的这些板块因为资金流出而出现回调，也不影响港股大盘中期向好。
- **投资策略主题：关注“反内卷”主线。**我们预计本轮“反内卷”政策有望带动相关行业的供需关系、企业盈利以及市场表现等多方面改善，那些处于供给出清前期的行业或具有更大的改善空间。随着短期限产转向长期产能削减，钢铁、水泥、有色金属、铝业、化工、生猪养殖等传统周期性行业有望迎来估值修复和盈利改善。而部分新兴产业有望受益于规范竞争，缓解同质化和无序化竞争问题，提升产出效率，比如新能源汽车、互联网电商、锂电、光伏等。我们梳理出有望受益于本轮“反内卷”政策的11个行业中的46个龙头公司供大家参考。
- **浦银国际重点关注股票组合：加入台积电和再鼎医药，移出信达生物和华虹半导体。**自上次更新至今，组合上涨7%，跑赢MSCI中国指数、恒生科技指数和中概股指数。期间，信达生物、华虹半导体、百济神州的表现相对较好，但禾赛科技和泡泡玛特表现相对较弱。目前，组合包含腾讯、阿里巴巴、零跑汽车、舜宇光学、瑞幸咖啡等10只股票，预计这些个股有望在未来6至12个月内获得较强的相对表现。
- **投资风险：**政策刺激不及预期，地缘政治紧张局势升级，流动性趋紧。

赖烨烨

首席策略分析师

Melody_lai@spdbi.com

(852) 2808 6441

2025年7月31日



扫码关注浦银国际研究

目录

焦点图表	4
月度中国市场回顾及展望	6
估值：港股估值较此前大幅修复	9
盈利增长：明年预期盈利有所上调.....	11
资金流向：风险偏好上升驱动外资净流入加速	13
行业配置、轮动与风格切换.....	16
短期投资策略主题：关注“反内卷”主题.....	19
浦银国际重点关注股票组合更新	24

图表目录

图表 1：“反内卷”行业及龙头公司梳理	4
图表 2：7 月，主要中国股指表现较为强势	7
图表 3：过去一月，MSCI 中国指数行业均录得上涨，医疗健康、材料、工业在估值扩张下领涨，但信息技术和金融涨幅落后	7
图表 4：恒生综合指数各行业表现也呈现类似的态势	8
图表 5：沪深 300 指数中，电信服务、医疗健康受估值扩张驱动领涨，但公用事业录得下跌	8
图表 6：相对于全球主要市场，中国股票指数仍较具性价比	9
图表 7：在全球主要指数中，中国股票指数的估值较仍然偏低	10
图表 8：MSCI 中国指数前瞻市盈率	10
图表 9：恒生指数前瞻市盈率	10
图表 10：上证综指前瞻市盈率	10
图表 11：近期 AH 溢价收窄至 24%.....	10
图表 12：主要中国股指 2025 年/2026 年盈利增长预期：A 股和恒生科技较领先	11
图表 13：MSCI 中国 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期：过去一个月略有下调.....	12
图表 14：恒生指数 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期有所下调.....	12
图表 15：但上证综指 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期有所企稳.....	12
图表 16：过去一月全球主要市场海外资金流向	13
图表 17：过去一月，外资净流入加速，主要由被动型外资驱动	14
图表 18：过去一月，国内资金仍持续净流出	14
图表 19：7 月，外资净流入港股加速.....	14
图表 20：.....主要由被动型外资驱动.....	14
图表 21：7 月以来，南向资金净流入保持强劲.....	15
图表 22：.....在港股成交额占比保持在高位.....	15

图表 23: MSCI 中国指数各板块估值	16
图表 24: 近一月, 医疗健康、房地产板块盈利预期上调幅度领先, 但可选消费板块下调幅度较大	17
图表 25: 恒生综合指数轮动热力图	17
图表 26: 沪深 300 指数轮动热力图	18
图表 27: 7 月, 成长股小幅跑赢价值股	18
图表 28: 大盘股与小盘股并无明显分化	18
图表 29: 工业产能利用率	19
图表 30: 工业企业和制造业营业收入利润率	19
图表 31: 复盘 2015-2018 年供给侧改革政策下钢铁、煤炭、有色板块走势对比	20
图表 32: 2015-2018 年, 钢铁、煤炭、有色工业等行业集中度明显提升, 企业数量呈下降趋势	21
图表 33: 自 2016 年年中, 钢铁、煤炭价格进入上涨通道	21
图表 34: 中下游工业企业产能利用率较上游更低	22
图表 35: “反内卷”涉及行业企业性质	22
图表 36: “反内卷”行业及龙头公司梳理	22
图表 37: 浦银国际重点关注股票组合: 反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点	24
图表 38: 浦银国际重点关注股票组合: 个股投资逻辑	25

焦点图表

图表 1: “反内卷”行业及龙头公司梳理

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	日均成交额 (百万元)	前瞻市盈率	MTD 表现 (%)
新能源汽车					
比亚迪	002594.SZ	10,400	5,374	22.7	2%
理想汽车	2015.HK	2,269	1,514	28.8	8%
上汽集团	600104.SH	2,036	676	103.1	10%
广汽集团	601238.SH	652	169	95.6	4%
长城汽车	601633.SH	1,691	372	17.1	5%
互联网电商					
阿里巴巴	9988.HK	20,983	10,121	16.6	10%
京东	9618.HK	3,787	1,933	8.7	3%
美团	3690.HK	7,158	7,139	18.2	3%
锂电					
宁德时代	300750.SZ	13,506	5,442	26.2	14%
亿纬锂能	300014.SZ	974	1,045	23.9	4%
国轩高科	002074.SZ	556	2,214	46.1	-2%
璞泰来	603659.SH	402	430	33.8	3%
欣旺达	300207.SZ	421	718	28.7	13%
光伏					
隆基绿能	601012.SH	1,255	1,207	-14.6	10%
协鑫集成	002506.SZ	160	427	233.9	5%
福莱特	601865.SH	381	340	41.1	12%
天合光能	688599.SH	362	370	-10.5	11%
水泥					
海螺水泥	600585.SH	1,255	802	16.7	13%
华新水泥	600801.SH	306	269	13.7	35%
上峰水泥	000672.SZ	88	125	14.0	12%
钢铁					
宝钢股份	600019.SH	1,586	476	21.5	10%
包钢股份	600010.SH	1,141	1,370	431.3	41%
中信特钢	000708.SZ	676	185	13.2	14%
中信金属	601061.SH	405	132	18.1	4%
煤炭					
中国神华	601088.SH	7,297	991	12.8	-8%
中煤能源	601898.SH	1,474	332	8.3	10%
兖矿能源	600188.SH	1,113	352	9.0	7%
山西焦煤	000983.SZ	423	490	13.6	15%
有色金属					
紫金矿业	601899.SH	5,303	2,618	16.4	-1%



洛阳钼业	603993.SH	1,928	1,371	14.5	8%
北方稀土	600111.SH	1,448	3,569	144.2	61%
江西铜业	600362.SH	708	497	11.9	0%
云南铜业	000878.SZ	276	503	21.8	6%
铝业					
中国宏桥	1378.HK	1,807	504	8.3	18%
中国铝业	601600.SH	1,251	968	10.7	8%
南山铝业	600219.SH	472	387	9.8	6%
云铝股份	000807.SZ	562	617	12.7	-3%
化工					
万华化学	600309.SH	1,940	1,588	14.9	16%
宝丰能源	600989.SH	1,171	548	18.5	-2%
恒力石化	600346.SH	1,093	213	15.5	11%
盐湖股份	000792.SZ	985	695	21.1	10%
荣盛石化	002493.SZ	929	171	128.2	13%
生猪养殖					
牧原股份	002714.SZ	2,641	1,423	14.8	15%
温氏股份	300498.SZ	1,198	660	13.0	6%
海大集团	002311.SZ	918	506	20.4	-8%
新希望	000876.SZ	448	285	94.7	6%

注：数据截至 2025 年 7 月 28 日。7 月以来表现为 2025 年 7 月 1 日至 7 月 28 日。计价货币为人民币。
资料来源：iFind、浦银国际

月度中国市场回顾及展望

7月主要中国股指强势上涨。截至7月30日,7月MSCI中国指数上涨7.3%,纳斯达克金龙中概股指数上涨2.7%,恒生指数上涨4.6%,上证综合指数上涨4.6%(图表2)。MSCI中国指数中各行业均录得上涨,医疗健康领涨,恒生综合指数和沪深300指数也是呈现类似趋势(图表3-5)。外部风险缓和,市场乐观情绪升温,A股反弹明显,海外中资股(港股+中概股)继续上涨。

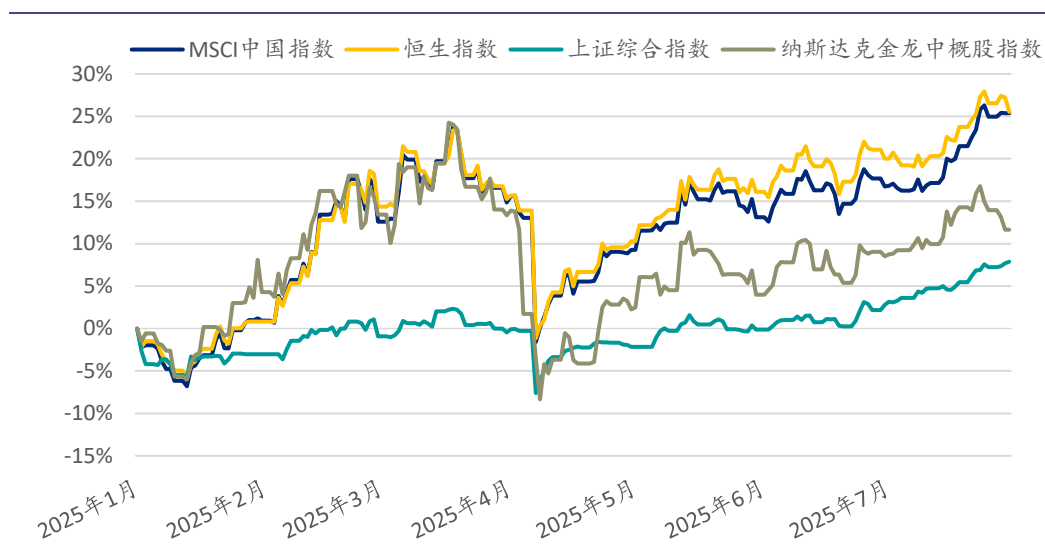
结构性变革下,港股低估值的逻辑被打破。在过去很长一段时间,港股的估值处于全球市场的低位,即使有不少盈利增长稳定公司,股价也难以显著上涨。港股由于流动性差、回报不高,对投资者的配置吸引力偏低,甚至被部分投资者视为“价值陷阱”。近年来,多个压制港股估值的因素得以改善。投资者结构随着部分外资撤离、南下资金强劲流入发生改变,港股的流动性受海外资金的影响明显降低。同时,在中概股回归、资本市场改革推动下,科技和消费等高成长性行业在恒生指数中的占比提升,港股市场的估值水平受到重估。

多重利好驱动下,港股流动性问题显著改善。今年以来,流动性的持续改善为港股大盘向上提供了强劲的支持。港股资金面改善主要由于金管局流动性投放、南向资金和外资持续净流入、IPO市场火热、以及港股公司加速回购。近期尽管金管局有所回收流动性,7月17日香港银行体系总结余下降至864.3亿港元,但整体港元流动性环境仍保持宽松,1个月HIBOR仍在1%附近,市场资金仍较充裕。我们预计接下来香港市场的流动性或将边际趋紧,但紧缩的下行风险相对可控。

盈利将取代估值成为关键驱动力。随着大盘屡创新高,港股估值已大幅修复,进一步扩张空间可能较为有限。后续的上漲空间将更多依赖于企业盈利的增长。然而,港股恒生指数今明两年盈利增速预期偏低,关税政策的影响将逐步体现在基本面中,叠加上半年国内经济韧性较强,或削弱短期政策预期。因此,我们需要发掘那些不受关税波及、与经济周期关联度较低,且能借助AI发展获得较强盈利增长动力的行业和个股,才能获得更好的回报。

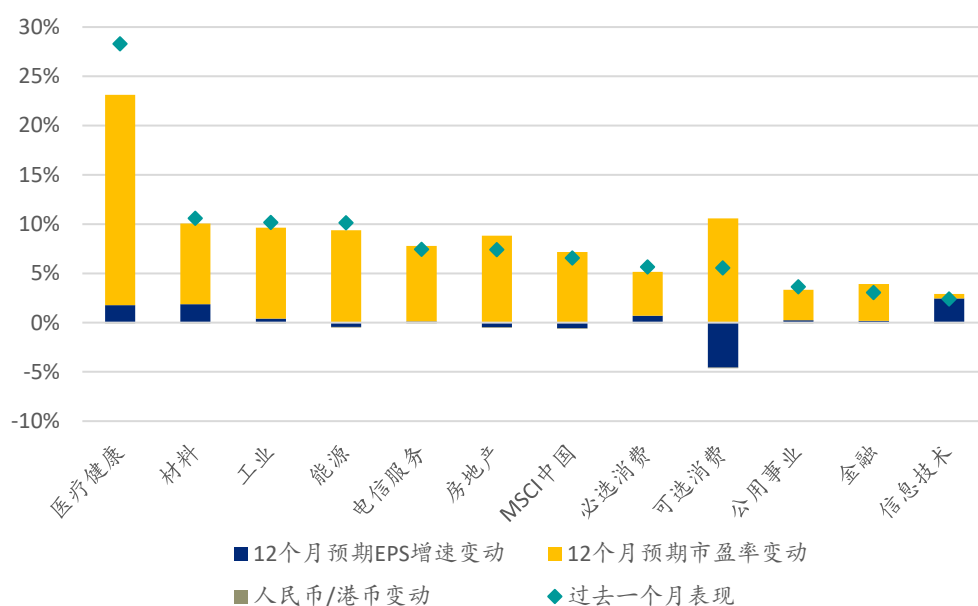
短期来看,预计港股市场将以结构性行情为主。我们预计接下来行业轮动将会加快。半年报业绩公布期已经开启,目前市场参与者对企业业绩的预期较高,即便业绩符合市场一致性预期甚至小幅超预期,可能仍不能满足部分机构投资者对企业业绩的较高期待,市场不排除出现回调。如果出现这样的情况,我们预计资金将会从拥挤度较高的新消费、创新药和银行等板块,往拥挤度较低、估值偏低、业绩有望超预期的板块轮动,比如科技板块(AI产业链相关)。然而,如果市场情绪维持高涨、流动性较为充裕,即便拥挤度较高的这些板块因为资金流出而出现回调,也不影响港股大盘中期向好。我们认为,红利+科技的杠铃策略依然有效,同时可以关注A股“反内卷”、美股AI等主题行情扩展至港股带来的交易型机会。

图表 2：7 月，主要中国股指表现较为强势



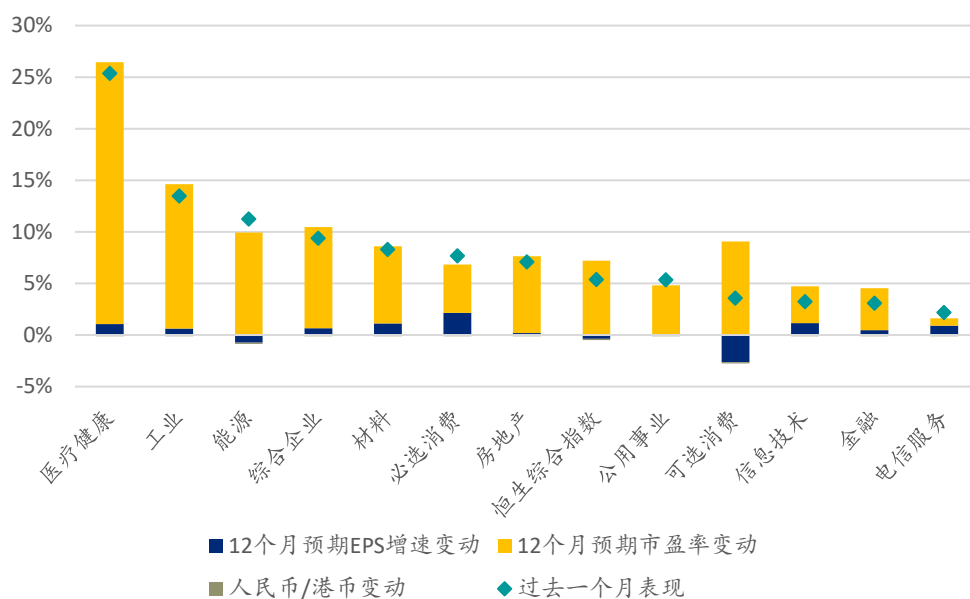
注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3：过去一月，MSCI 中国指数行业均录得上涨，医疗健康、材料、工业在估值扩张下领涨，但信息技术和金融涨幅落后



注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

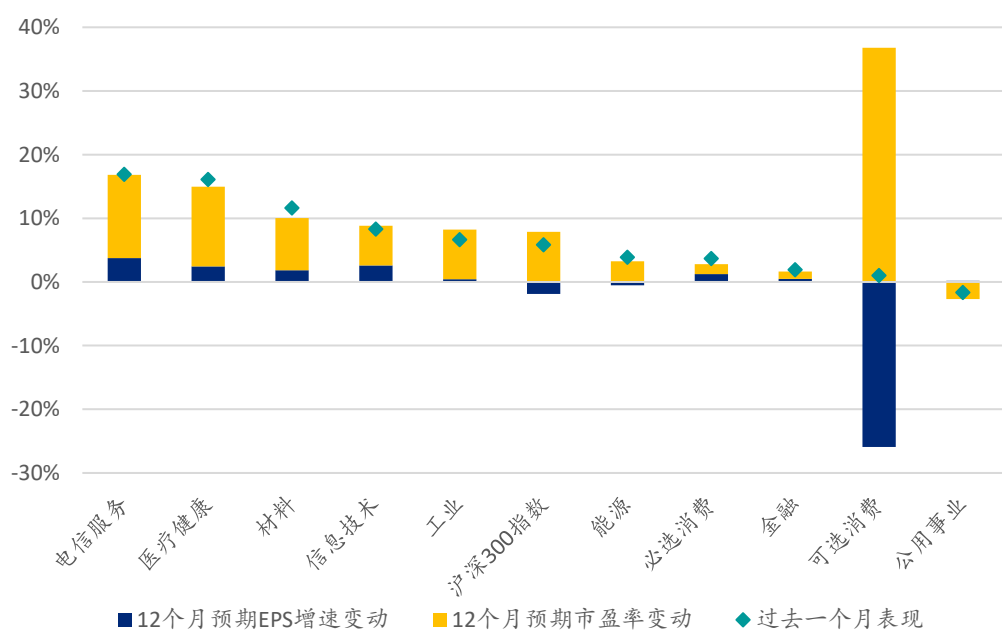
图表 4：恒生综合指数各行业表现也呈现类似的态势



注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：沪深 300 指数中，电信服务、医疗健康受估值扩张驱动领涨，但公用事业录得下跌



注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。

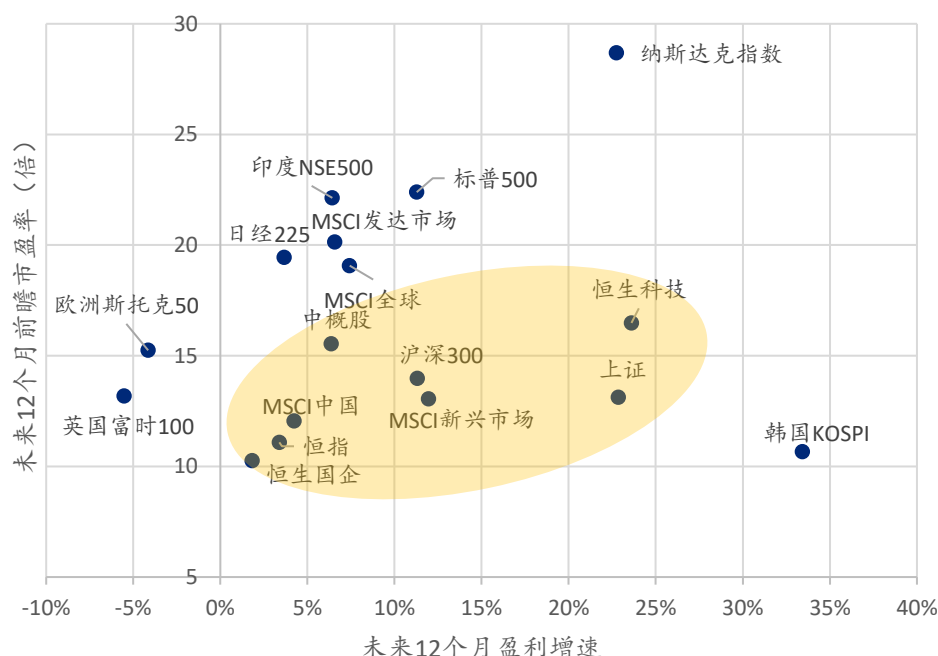
资料来源：Bloomberg、浦银国际

估值：港股估值较此前大幅修复

从全球主要股市上看，中国市场估值仍较吸引。目前，相对于全球主要股票市场，中国市场相对优势较为明显，盈利增速稳健，估值水平更低。截至 2025 年 7 月 30 日，MSCI 中国指数和恒生指数的前瞻市盈率分别为 12.0 倍和 11.1 倍，分别位于过去五年均值负 0.3 倍和正 0.8 倍标准差附近，较此前明显修复。上证综指前瞻市盈率为 13.1 倍，高于其过去五年均值 1.5 个标准差。反观全球其他主要股票市场指数，标普 500 指数的前瞻市盈率为 22.4 倍，MSCI 新兴市场指数的前瞻市盈率为 13.0 倍。而科技属性较强的恒生科技指数的前瞻市盈率为 16.5 倍，低于其过去五年均值负 1 倍标准差，显著低于纳斯达克指数的 28.7 倍（图表 6-10）。

近期，AH 溢价进一步收窄。截至 2025 年 7 月 30 日，AH 溢价较 7 月初时的 33% 进一步收窄至过去十年均值以下，读数为 24%，港股相对 A 股仍有折价，反映港股依然具备配置价值（图表 11）。近期，南向资金在港股的定价权呈现上升趋势，有助于 AH 溢价在中期收窄。从全年的维度上看，预计美联储将在年内进一步降息，中美利差缩窄有利于港股估值的修复。如果接下来中美关系缓和，海外不确定性逐步降低，AH 溢价有望进一步收窄。

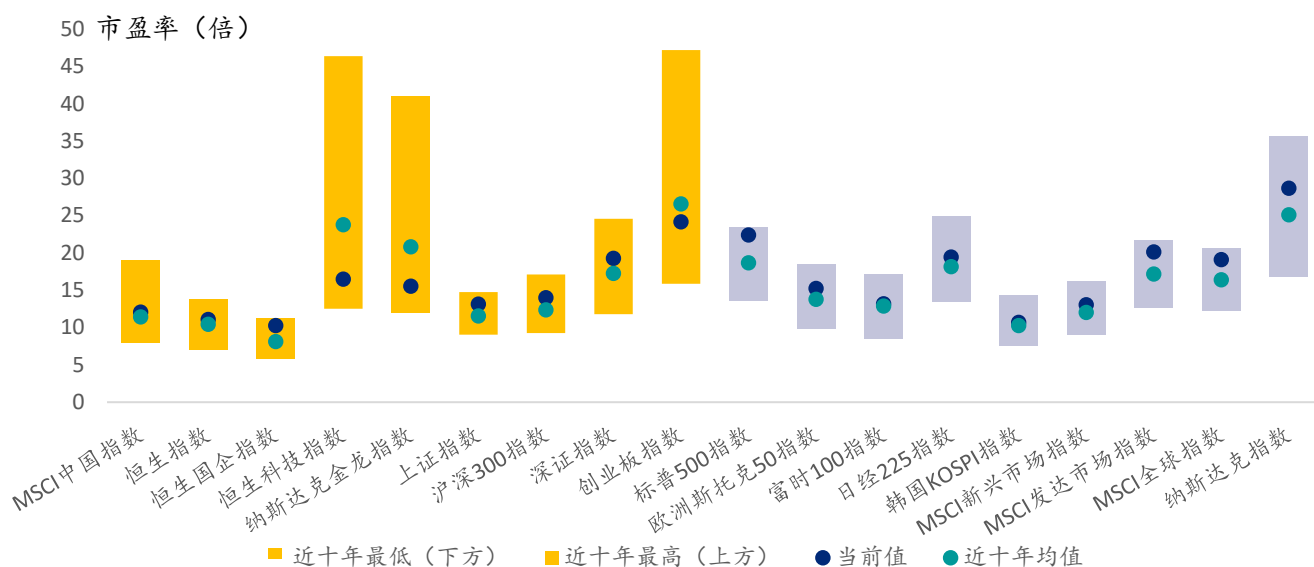
图表 6：相对于全球主要市场，中国股票指数仍较具性价比



注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：在全球主要指数中，中国股票指数的估值较仍然偏低



注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：MSCI 中国指数前瞻市盈率



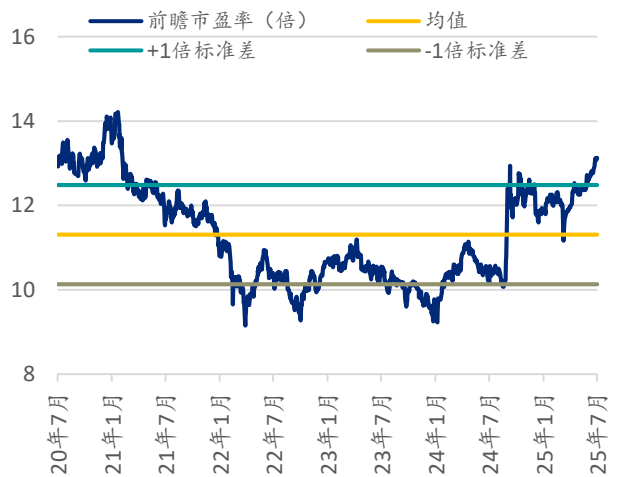
注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 9：恒生指数前瞻市盈率



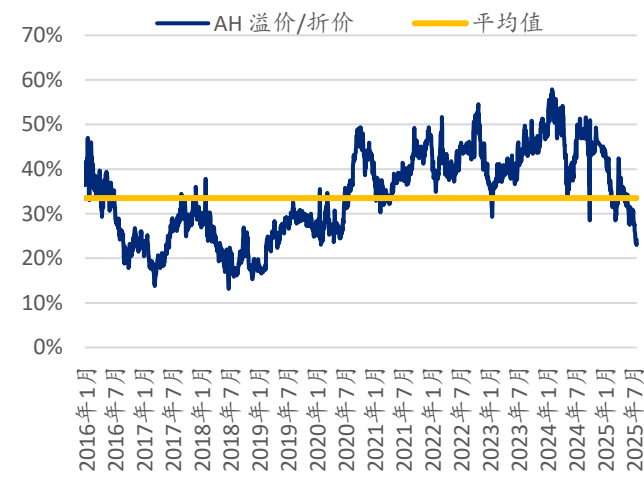
注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：上证综指前瞻市盈率



注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 11：近期 AH 溢价收窄至 24%



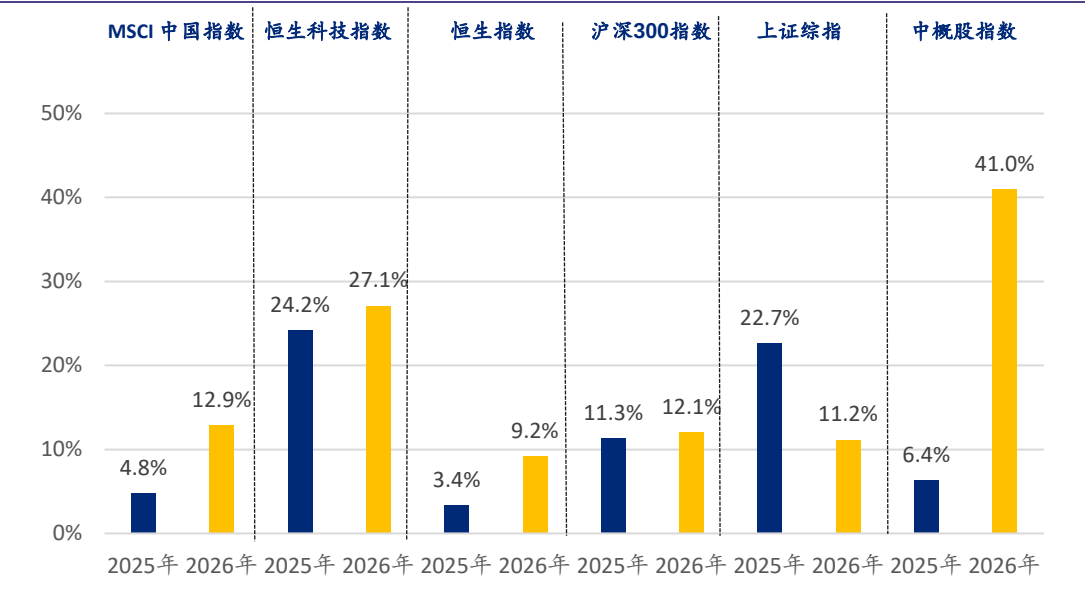
注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。资料来源：Bloomberg、浦银国际

盈利增长：明年预期盈利有所上调

明年预期盈利有所上调。根据彭博，近期卖方分析师下调 MSCI 中国指数 2025 年预期盈利增速至 4.8%，小幅上调 2026 年盈利增速至 12.9%；下调恒生指数 2025 年预期盈利增速至 3.4%，小幅上调 2026 年盈利增速至 9.2%；下调恒生科技指数 2025 年盈利增速至 24.2%，上调 2026 年盈利增速至 27.1%；上调上证综合指数 2025 年/2026 年预期盈利增速至 22.7%/11.2%；下调追踪在美上市中概股的纳斯达克中国金龙指数 2025 年预期盈利增速至 6.4%，上调 2026 年盈利增速至 41.0%（图表 12-15）。

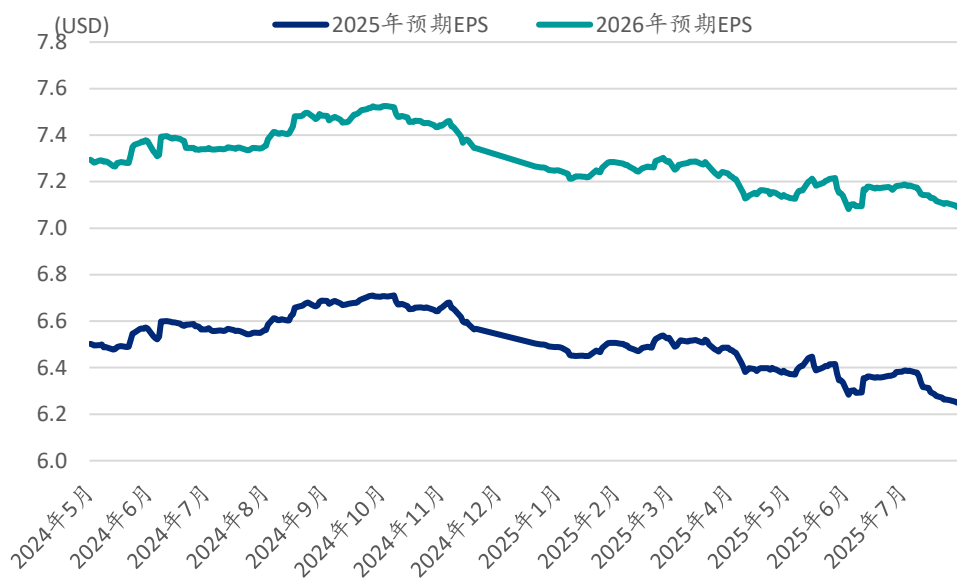
港股企业盈利增速较稳健。在虽然对美出口在中国 GDP 中占比较小，但是中国通过转口贸易的部分出口最终目的地仍是美国，大多是以东南亚等国家的出口占比来计算。关税提升的影响将在下半年逐步显现在企业盈利端上。我们预期 A 股公司盈利下调的趋势难以在短期扭转，但港股公司受关税的直接影响偏低，盈利预期下调的压力较小。此外，若政策支持在下半年继续发力，有望部分抵消企业盈利下调的压力。

图表 12：主要中国股指 2025 年/2026 年盈利增长预期：A 股和恒生科技较领先



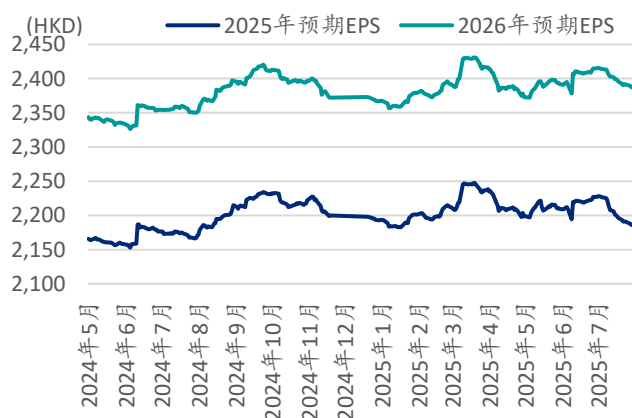
注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 13: MSCI 中国 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期: 过去一个月略有下调



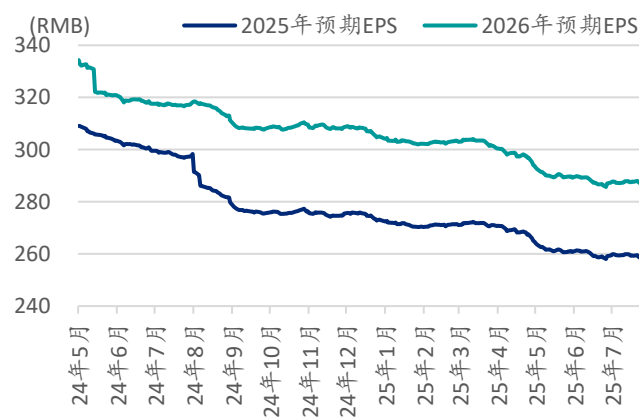
注: 数据截至 2025 年 7 月 30 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 14: 恒生指数 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期有所下调



注: 数据截至 2025 年 7 月 30 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 15: 但上证综指 2025/2026 年的 EPS 增长一致预期有所企稳

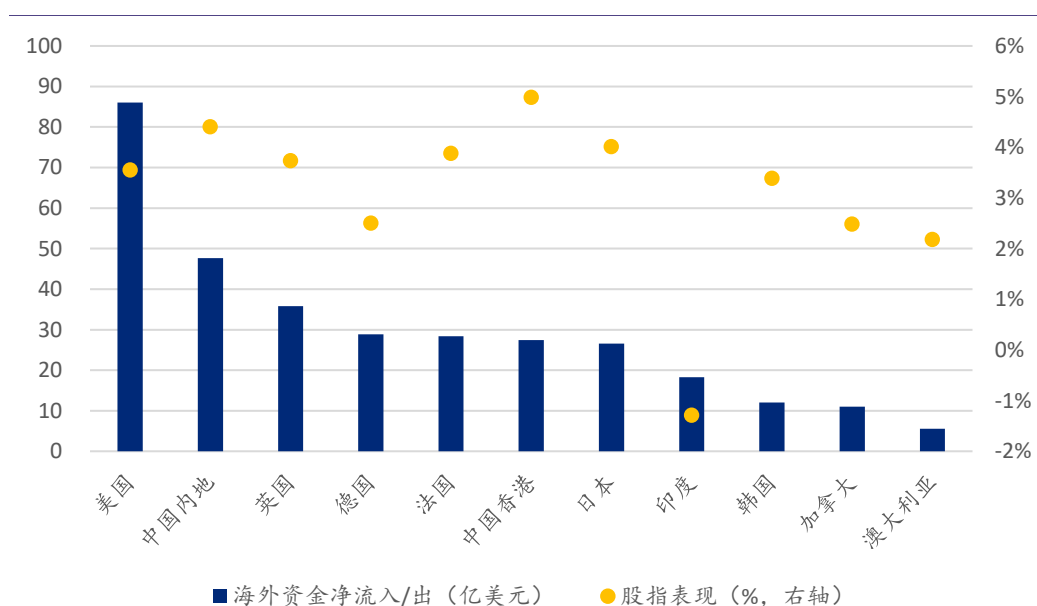


注: 数据截至 2025 年 7 月 30 日。
资料来源: Bloomberg、浦银国际

资金流向：风险偏好上升驱动外资净流入加速

地缘政治风险明显缓和，全球主要市场均受外资青睐。过去一月（6月26日-7月23日），地缘政治风险明显缓和，市场避险情绪大幅回落，全球资金重新配置风险资产。美股仍是最受外资青睐的市场，录得净流入86亿美元。欧洲市场中，德国股市和法国股市分别录得净流入28.9亿和28.4亿美元。而亚太市场中，日本股市净流入26.6亿美元，韩国股市净流入12.1亿美元，印度股市净流入18.3亿美元。值得注意的是，外资转为净流入中国市场。中国内地市场净流入47.6亿美元，中国香港市场净流入27.4亿美元。从表现上看，中国股票市场表现亮眼，港股领涨，但德国、印度股市表现落后（图表16）。

图表 16：过去一月全球主要市场海外资金流向



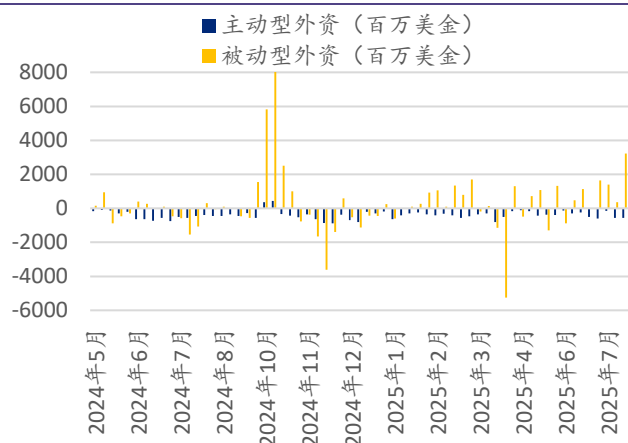
注：数据截至2025年7月23日。

资料来源：EPFR、Bloomberg、浦银国际

外资转为净流入中国内地市场。根据EPFR，过去一月（6月26日-7月23日），外资转为净流入中国市场，主要由被动型外资驱动。期间共有47.6亿美元外资净流入中国市场（可比同期净流出4.7亿美元），其中主动基金净流出18.7亿美元，被动基金净流入66.4亿美元（图表17）。目前，外资在中国股市的仓位仍然偏低，外资仍有较大的回流空间。中国市场在全球主要股票市场中的性价比更高，因其盈利增速较稳健，估值水平更低，在市场情绪明显改善，赚钱效应提升的情况下，有望吸引外资继续净流入。

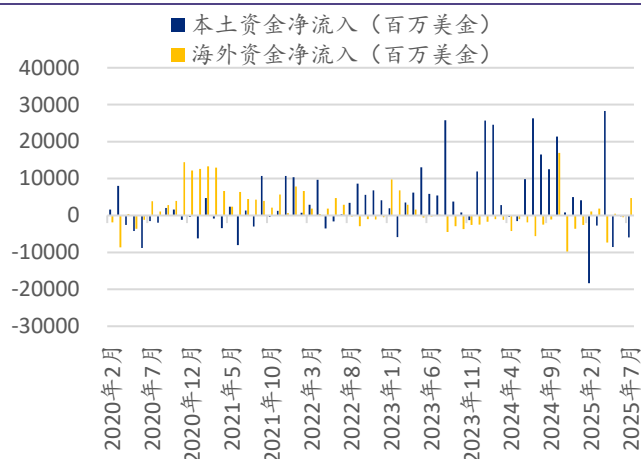
本土资金仍持续净流出中国内地市场。根据 EPFR，过去一月（6 月 26 日-7 月 23 日），共有 59.7 亿美元的国内资金净流出中国股市，较可比同期的净流出 2.1 亿美元有所扩大，主要以被动型资金为主（图表 18）。我们观察到今年国内资金呈现明显的“逆向投资”特征，即在市场下跌时集中增持，在市场狂热时有序减持。

图表 17：过去一月，外资净流入加速，主要由被动型外资驱动



注：数据截至 2025 年 7 月 23 日。资料来源：EPFR、浦银国际

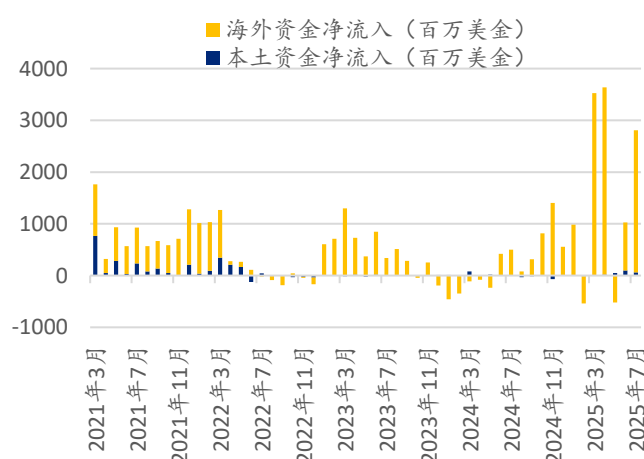
图表 18：过去一月，国内资金仍持续净流出



注：数据截至 2025 年 7 月 23 日。资料来源：EPFR、浦银国际

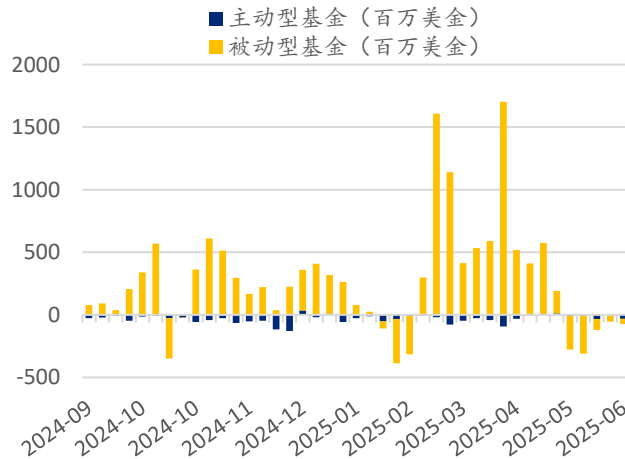
外资净流入港股加速，由被动型资金驱动。从过往的资金流向来看，海外资金流向的变动对港股的资金面影响较大。根据 EPFR 过去一月（6 月 26 日-7 月 23 日），本土资金录得净流入 0.6 亿美元（6 月：1.0 亿港元），外资净流入港股市场约 27.4 亿美元，较可比同期净流入 9.3 亿美元加速。期间，被动型外资仍为净流入的主要驱动力，录得净流入 26.8 亿美元，而主动型外资录的净流入 0.6 亿美元。尽管主动型外资（以长线基金为主）尚未大规模回流，但被动型外资的净流入十分强劲，显示对冲型和交易型基金或在积极地交易港股，此前短暂的净流出并不改变外资持续配置港股的趋势（图表 19-20）。

图表 19：7 月，外资净流入港股加速.....



注：数据截至 2025 年 7 月 23 日。资料来源：EPFR、浦银国际

图表 20：.....主要由被动型外资驱动

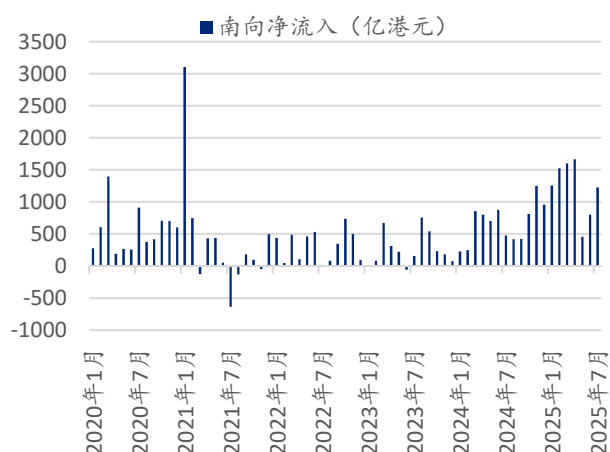


注：数据截至 2025 年 7 月 23 日。资料来源：EPFR、浦银国际

南向资金净流入较上月有所加速。截至 7 月 30 日，7 月以来南向资金累计净流入 1,225.2 亿港元（6 月净流入 802.5 亿港元），日均净流入 58.3 亿港元，较 6 月日均净流入 40.1 亿港元有所上升，净流入明显加速（图表 21）。年初至今，南向资金累计净流入为 8,537.2 亿港元，已接近去年全年净流入总额，反映出近期内地投资者对港股的兴趣大幅提升。

南向资金在港股的成交占比进一步抬升。截至 7 月 30 日，7 月南向资金的当月日均成交额在港股占比为 27.6%，较 6 月日均成交额的 25.7% 进一步提升，位于历史高位（图表 22）。随着多个新消费股被纳入港股通，内地投资者的可投标的范围进一步拓宽，有望增强其投资港股的吸引力。另外，我们观察到在中长期资金入市引导、AH 溢价等多个因素驱动下，国内险资和公募基金正加快在港股的布局，有望成为南向资金的增量来源。

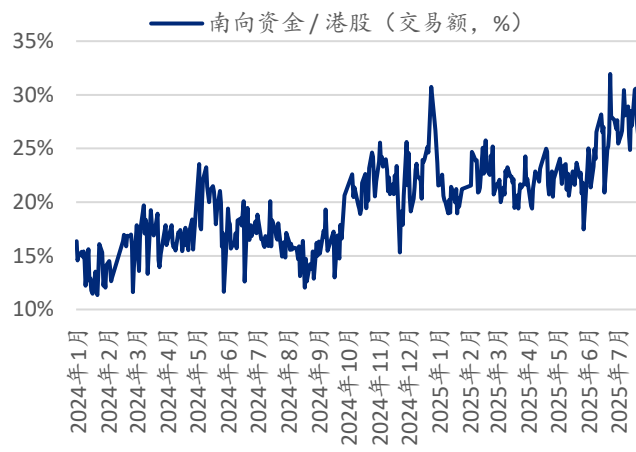
图表 21：7 月以来，南向资金净流入保持强劲.....



注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

图表 22：.....在港股成交额占比保持在高位



注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。

资料来源：EPFR、浦银国际

行业配置、轮动与风格切换

行业轮动加快下，建议关注受益于 AI 投资主线的信息科技行业。半年报业绩公布期已经开启，目前市场参与者对企业业绩的预期较高，即便业绩符合市场一致性预期甚至小幅超预期，可能仍不能满足部分机构投资者对企业业绩的较高期待。如果出现这样的情况，我们预计资金或会从拥挤度较高的新消费、创新药、银行等板块，往拥挤度较低、估值偏低、业绩有望超预期的板块轮动，比如科技板块（AI 产业链相关）。

目前，消费（包括可选消费、必选消费）、医疗健康等板块的前瞻市盈率和前瞻市净率均低于其过去五年均值，且他们 2024-2027 年盈利的年复合增长率和 ROE 均较为强劲（图表 23）。过去一月，医疗健康和房地产板块的盈利预期上调幅度领先，但可选消费板块下调幅度较大（图表 24）。中长期建议关注驱动中国未来经济增长的行业，如高端和先进制造业、人工智能、新能源和可再生能源、新兴消费和服务消费等。

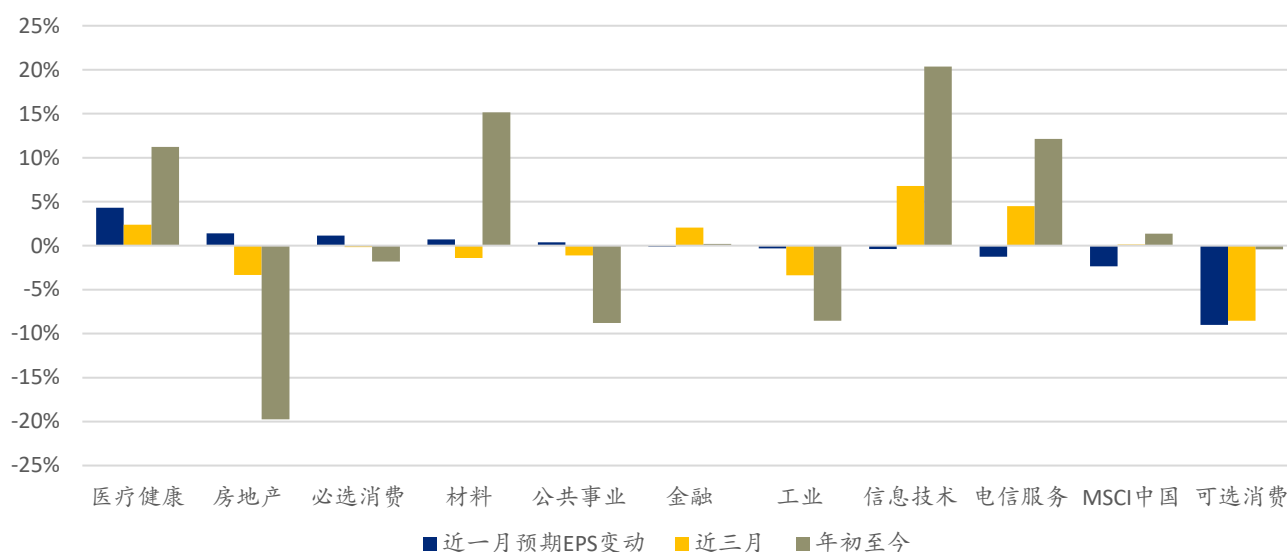
近期行业轮动中医疗健康、金融和材料行业保持较强动能。我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph, RRG）来直观地显示板块轮动。X 轴代表相对强度（RS-Ratio），而 Y 轴衡量该相对强度的势头（RS-Momentum）。RRG 图利用这两个指标界定出四象限，领先、转弱、落后和改善。恒生综合指数中，医疗健康、金融、材料和综合企业保持强势，能源、房地产和工业有所改善，但消费（可选+必选）、公用事业、电信服务的动能较落后（图表 25）。沪深 300 指数中，金融、医疗健康、材料和电信服务动能较强，能源、信息技术和工业有所改善，但消费（可选+必选）的动能较落后（图表 26）。

图表 23：MSCI 中国指数各板块估值

	必选消费	可选消费	能源	金融	医疗健康	工业	信息科技	材料	电信服务	公用事业	房地产
前瞻市盈率											
当前	18.3	15.9	9.4	6.7	35.5	11.0	30.8	12.3	17.8	10.2	14.4
过去五年	24.5	27.1	7.5	5.1	43.0	9.2	23.4	10.6	21.9	10.3	8.3
过去十年	24.2	25.0	12.7	5.9	33.2	9.4	26.1	10.9	19.4	11.0	7.7
前瞻市净率											
当前	3.1	2.3	0.9	0.7	3.4	1.1	3.5	1.5	3.3	1.0	0.8
过去五年	4.4	2.9	0.7	0.6	3.4	1.0	2.8	1.4	2.3	1.1	0.7
过去十年	3.9	3.0	0.8	0.7	3.3	1.0	3.7	1.2	2.0	1.3	0.9
2024-2027 年 EPS 年复合增长率	13.6%	18.4%	2.2%	4.3%	9.2%	5.0%	33.6%	13.5%	15.6%	7.7%	34.6%
ROE	17.1%	12.4%	9.3%	9.8%	9.4%	9.7%	10.9%	12.7%	15.9%	10.0%	5.1%
股利收益率	3.3%	1.3%	6.1%	4.7%	0.9%	3.3%	0.6%	3.1%	1.0%	4.7%	3.0%

注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。市盈率/市净率高于其过去五年均值用粉红色突出，市盈率/市净率低于其过去五年均值用绿色突出。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 24：近一月，医疗健康、房地产板块盈利预期上调幅度领先，但可选消费板块下调幅度较大

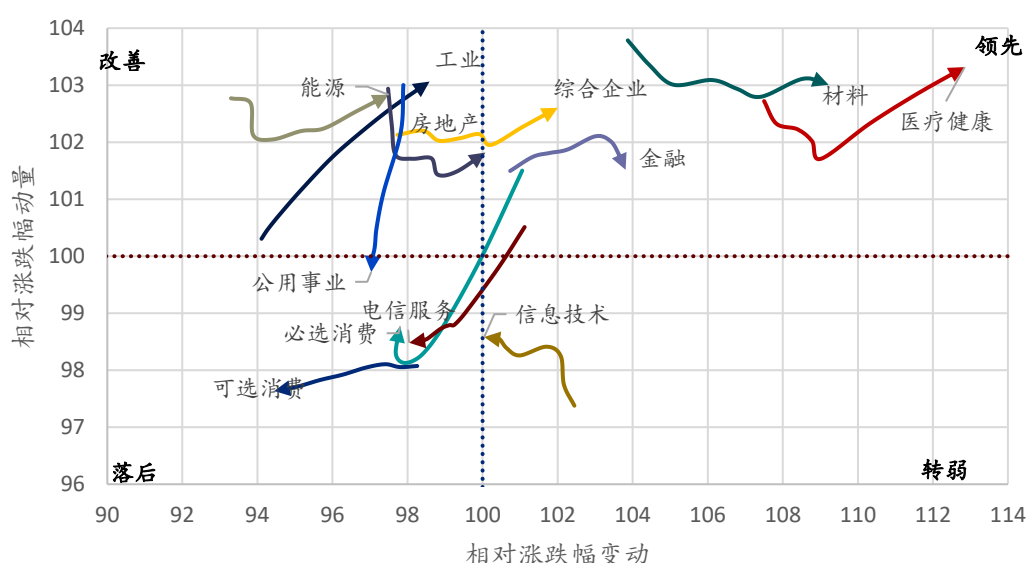


注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

行业轮动热力图

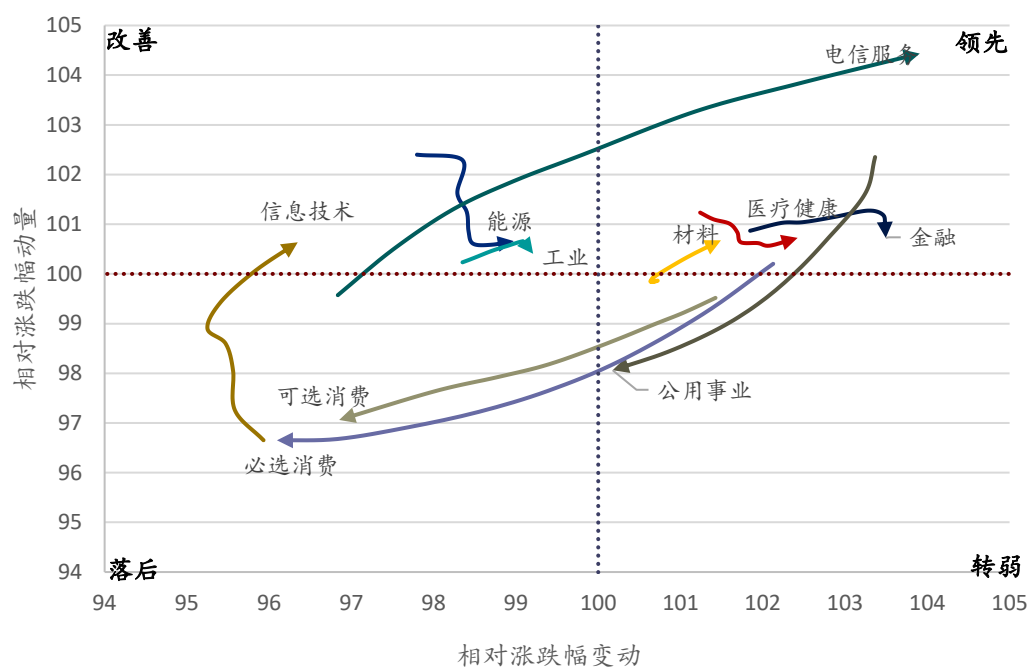
我们使用相对旋转图（Relative Rotation Graph - RRG）来跟踪行业轮动。其中 X 轴代表相对强度（RS-Ratio），而 Y 轴衡量该相对强度的势头（RS-Momentum）。行业所处的位置取决于其相对于基准指数的强度和动量，各行业在图上一按照顺时针方向移动。相对旋转图分为四个象限，领先（右上象限）、转弱（右下象限）、落后（左下象限）、改善（左上象限）。由于行业轮动较快，我们主要观察过去 8 周的短期趋势。

图表 25：恒生综合指数轮动热力图



注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

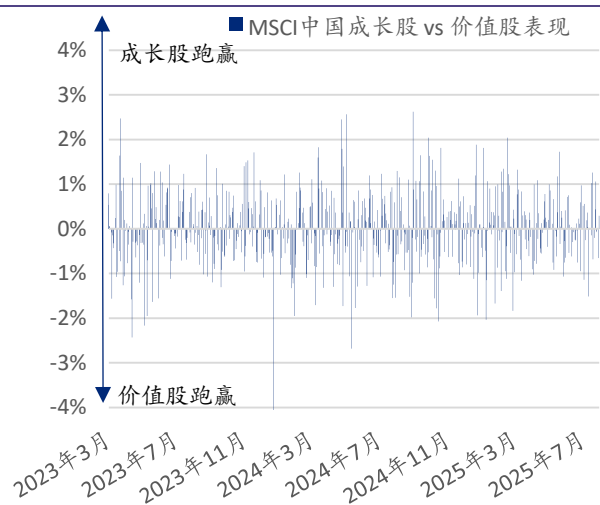
图表 26：沪深 300 指数轮动热力图



注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

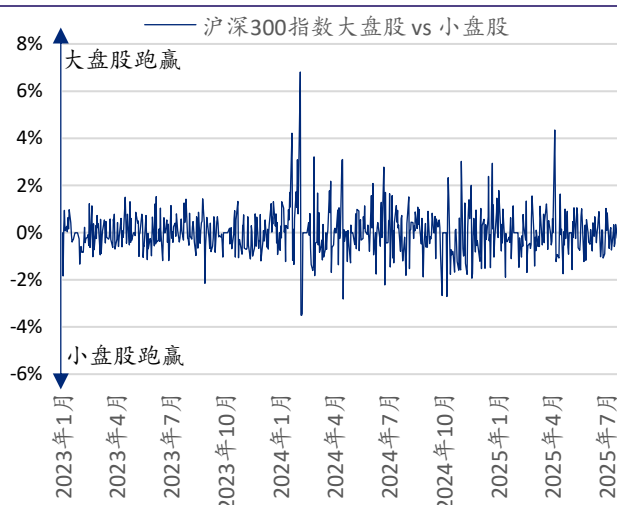
短期大盘成长风格持续占优。过去一个月，投资者风险偏好有所上升，成长股大幅跑赢了价值股，但大盘股与小盘股并无明显分化（图表 27-28）。在市场情绪改善的背景下，投资者风险偏好将会提升，成长风格会持续占优。然而，需留意部分前期涨幅过快、基本面较差的小盘股将面临一定的回调压力，若市场波动快速上升，预计大盘股将更受投资者的青睐。

图表 27：7 月，成长股小幅跑赢价值股



注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 28：.....大盘股与小盘股并无明显分化



注：数据截至 2025 年 7 月 30 日。
资料来源：Bloomberg、浦银国际

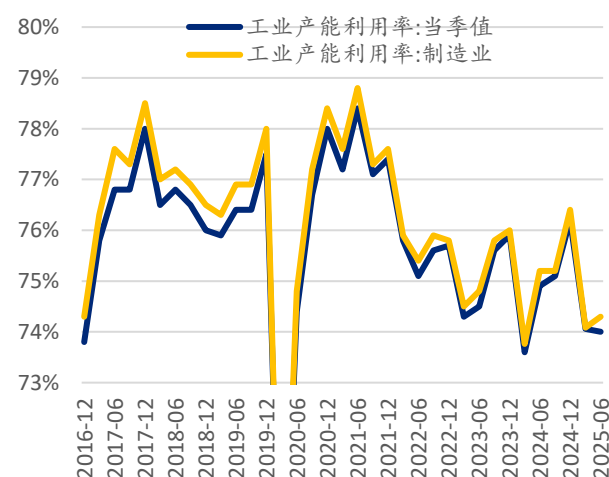
短期投资策略主题：关注“反内卷”主题

事件：7月1日，中央财经委员会第六次会议召开。会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。自此，包括水泥、煤炭、工程机械等传统行业、及汽车、光伏等新兴行业陆续发布文件或召开座谈会来推进对“内卷式”竞争的整治。7月1日，中国水泥协会发布《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》。7月3日，工信部召开光伏行业制造业企业座谈会，强调依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争。7月10日，国家能源局综合司发布《国家能源局综合司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》。随着“反内卷”相关政策密集出台，该主题行情将持续成为市场关注的焦点之一。

为什么要“反内卷”？

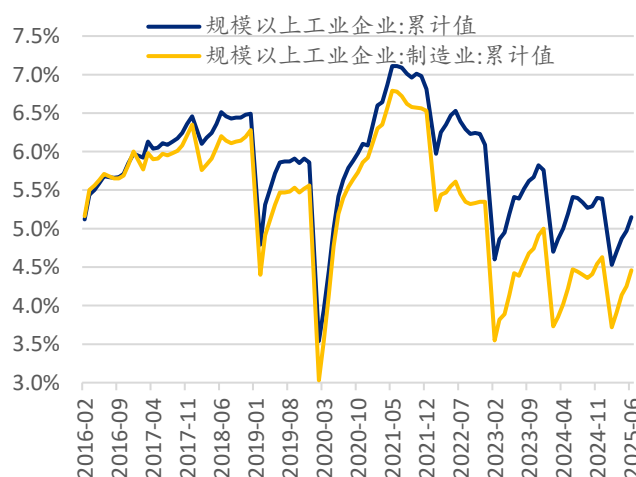
近年来，在我国经济结构性转型的关键阶段，推动新旧动能转换与产业升级成为重要方向。在此过程中，地方政府、企业及市场参与者纷纷加大对新兴产业的投资，初期确实促成了产业的快速发展与规模扩张。但随着发展推进，问题逐渐显现。市场需求饱和叠加投资集中且缺乏协调，企业为争夺有限市场需求加剧了不正当竞争。部分地方政府因政绩观错位，盲目布局、过度保护本地企业等，进一步助长了同质化竞争。大量企业涌入相同细分赛道，产品与服务趋同，导致企业培育创新的观念与能力受挫，中小企业陷入低价竞争，大企业则通过非主业扩张挤占中小企业空间，竞争焦点从创新和质量转向价格战。过度投资与重复建设使得新兴产业供给远超市场实际需求，产能利用率低下、过剩问题凸显，供需失衡直接导致企业盈利能力受损（图表 29-30）。因此，“反内卷”政策的深层逻辑，一方面是通过遏制无序竞争，优化产业供给结构，另一方面从需求侧发力提升有效投资和有效消费需求，达到供需结构再平衡，从而改善企业盈利能力与投资回报，为高质量发展扫清障碍。

图表 29：工业产能利用率



资料来源：iFinD、浦银国际

图表 30：工业企业和制造业营业收入利润率

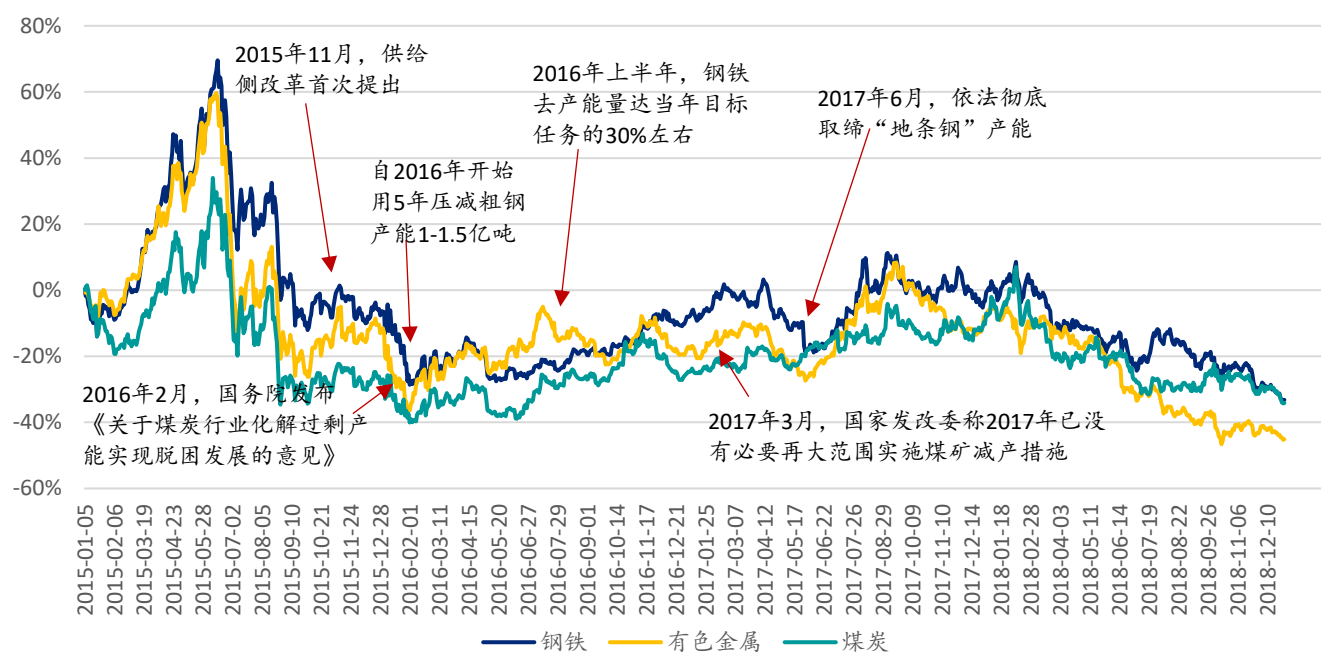


资料来源：iFinD、浦银国际

本轮“反内卷”与2015-2018年供给侧改革有一定的相似之处。两者都旨在通过政策引导优化产业结构、提升行业效率。供给侧改革通过去产能、去库存、去杠杆等手段，改善了传统行业的供需关系和盈利能力。本轮“反内卷”主题则更多通过规范市场竞争、鼓励创新、提升社会福利等方式，缓解过度竞争带来的负面影响，最终目标为了实现高质量发展。从政策出台的预期进度上，由于有供给侧改革的经验，预计水泥、煤炭等传统行业出台的速度较快，而新兴产业具体行业政策的出台或需更长的时间。

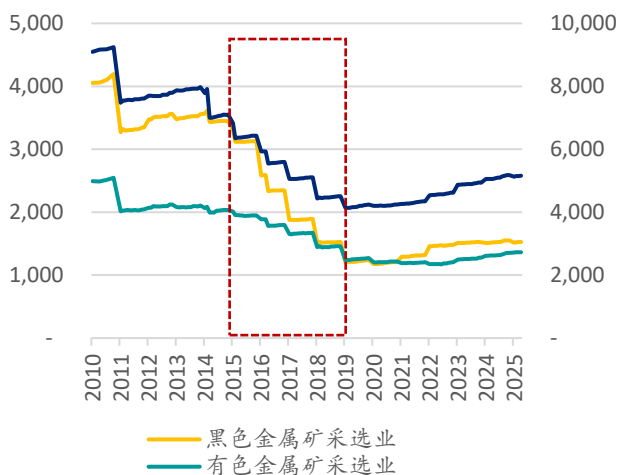
回顾2015-2018年供给侧改革行情演绎带给我们的启示。在政策提出初期，市场对去产能的决心和效果存在疑虑，部分产能过剩行业股价承压。随着去产能政策的深入执行，行业供给端收缩，供需关系逐步改善，产品价格回升，相关行业和企业盈利大幅提升。盈利改善带动了周期股（如钢铁、煤炭、有色金属等板块）股价的显著上涨，成为当时市场投资主线（图表31-33）。随着改革深入，行业集中度提升，部分具备竞争优势的企业持续受益，但整体行情的可持续性最终取决于政策的变化、经济周期的演变以及企业自身转型升级的成效。当前，本轮“反内卷”行情仍处在政策预期上升驱动的阶段，后续行情的持续性仍需观察政策落地、产能出清、产能利用率提升、供需结构动态平衡和企业盈利改善等的情况。

图表 31：复盘 2015-2018 年供给侧改革政策下钢铁、煤炭、有色板块走势对比

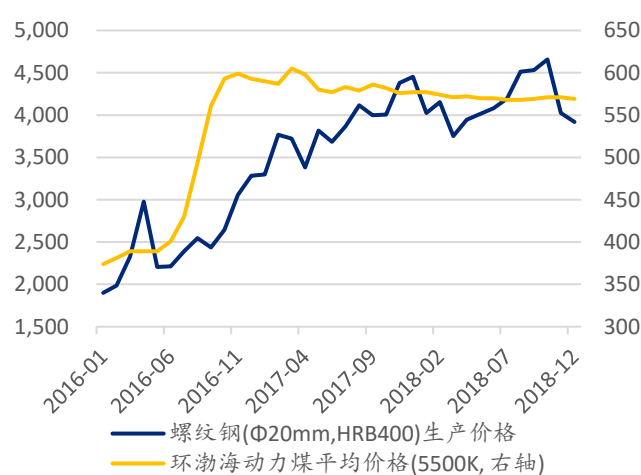


资料来源：iFinD，浦银国际

图表 32：2015-2018 年，钢铁、煤炭、有色工业等行业集中度明显提升，企业数量呈下降趋势



图表 33：自 2016 年年中，钢铁、煤炭价格进入上涨通道



然而，本轮“反内卷”与 2015-2018 年供给侧改革仍存在较多不同之处：

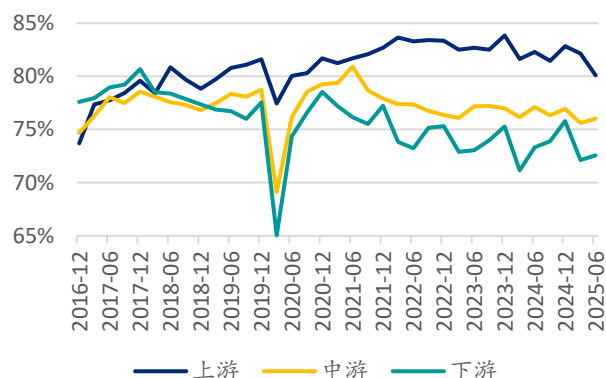
一是针对的行业范围不同。2015-2018 年供给侧改革主要集中在煤炭、钢铁等上游重工业领域，通过行政手段强制去产能。本轮“反内卷”涉及的行业较广泛，除了传统产业之外，还涵盖光伏、锂电、新能源汽车、互联网电商等多个新兴产业，以中下游行业为主（图表 34）。

二是涉及行业中民企占比较大。2015-18 年供给侧改革针对的行业主要以国企为主，而本轮改革针对的大部分为新兴行业，行业较为分散，民企占比较高。具体来看，光伏和锂电行业民企占比最高，约为 95%及以上，新能源汽车约 65%，水泥和钢铁行业偏低，分别为 50%和 35%（图表 35）。

三是本次采取的政策手段将更多元。由于“反内卷”相关的行业大多属于新兴产业，行业独特性更强，比如互联网电商、外卖等行业不存在产能过剩问题。因此，2015-2018 年供给侧改革中，明确量化目标、大范围采取行政手段推动产能出清的历史经验未必适用，采取的政策手段可能会因行业而异，落实难度不小。

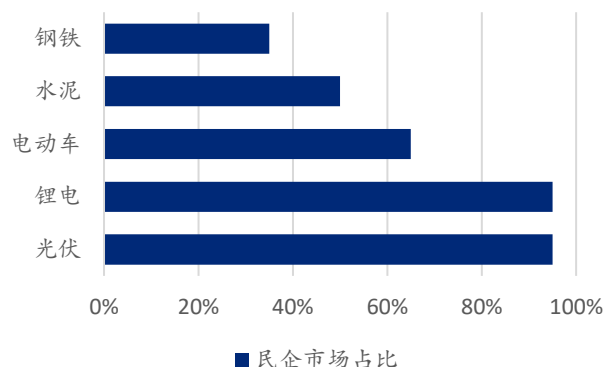
四是两者的推进路径和侧重点不同。与 2015-2018 年供给侧改革核心在于去除过剩产能不同，本轮“反内卷”不仅需要优化供给结构，还需要需求端协同发力，整体难度相对更大。上一轮供给侧改革有棚改货币化等强有力的需求端政策的支撑，既拉动房地产投资及相关产业，又提升居民购买力、释放消费需求。当前，需求端政策的配合主要依赖“消费品以旧换新”等消费补贴，虽能短期刺激消费，但作用范围有限，拉动效应持续难度大，难以提供强需求支撑。而且本轮“反内卷”最终目标在于实现产业结构化升级，从低质低价竞争转为更具创新性、高技术含量、高附加值的高质量发展，这一路径与供给侧改革差异显著，面临的挑战更大。

图表 34：中下游工业企业产能利用率较上游更低



注：上游行业数据为石油和煤炭开采行业的均值，中游行业包括化学纤维、黑色压延、有色压延、纺织业等 9 个行业均值，下游行业为电子设备、汽车制造等 4 个行业均值
资料来源：iFinD、浦银国际

图表 35：“反内卷”涉及行业企业性质



资料来源：iFinD、浦银国际

本轮“反内卷”行情受益板块与个股：我们预计本轮“反内卷”政策有望带动相关行业的供需关系、企业盈利、以及市场表现等多方面改善，那些处于供给出清前期的行业或具有更大的改善空间。随着供给侧结构性改革从短期限产转向长期产能削减，钢铁、水泥、有色金属、铝业、化工、生猪养殖等传统周期性行业有望迎来估值修复和盈利改善。而部分新兴产业有望受益于规范竞争，缓解同质化和无序化竞争问题，提升产出效率，比如新能源汽车、互联网电商、锂电、光伏等。下面，我们梳理出有望受益于本轮“反内卷”政策的 11 个行业中的 46 个龙头公司供大家参考（图表 36）。

图表 36：“反内卷”行业及龙头公司梳理

公司名称	股票代码	市值 (亿元)	日均成交额 (百万元)	前瞻市盈率	MTD 表现 (%)
新能源汽车					
比亚迪	002594.SZ	10,400	5,374	22.7	2%
理想汽车	2015.HK	2,269	1,514	28.8	8%
上汽集团	600104.SH	2,036	676	103.1	10%
广汽集团	601238.SH	652	169	95.6	4%
长城汽车	601633.SH	1,691	372	17.1	5%
互联网电商					
阿里巴巴	9988.HK	20,983	10,121	16.6	10%
京东	9618.HK	3,787	1,933	8.7	3%
美团	3690.HK	7,158	7,139	18.2	3%
锂电					
宁德时代	300750.SZ	13,506	5,442	26.2	14%
亿纬锂能	300014.SZ	974	1,045	23.9	4%
国轩高科	002074.SZ	556	2,214	46.1	-2%
璞泰来	603659.SH	402	430	33.8	3%
欣旺达	300207.SZ	421	718	28.7	13%



光伏					
隆基绿能	601012.SH	1,255	1,207	-14.6	10%
协鑫集成	002506.SZ	160	427	233.9	5%
福莱特	601865.SH	381	340	41.1	12%
天合光能	688599.SH	362	370	-10.5	11%
水泥					
海螺水泥	600585.SH	1,255	802	16.7	13%
华新水泥	600801.SH	306	269	13.7	35%
上峰水泥	000672.SZ	88	125	14.0	12%
钢铁					
宝钢股份	600019.SH	1,586	476	21.5	10%
包钢股份	600010.SH	1,141	1,370	431.3	41%
中信特钢	000708.SZ	676	185	13.2	14%
中信金属	601061.SH	405	132	18.1	4%
煤炭					
中国神华	601088.SH	7,297	991	12.8	-8%
中煤能源	601898.SH	1,474	332	8.3	10%
兖矿能源	600188.SH	1,113	352	9.0	7%
山西焦煤	000983.SZ	423	490	13.6	15%
有色金属					
紫金矿业	601899.SH	5,303	2,618	16.4	-1%
洛阳钼业	603993.SH	1,928	1,371	14.5	8%
北方稀土	600111.SH	1,448	3,569	144.2	61%
江西铜业	600362.SH	708	497	11.9	0%
云南铜业	000878.SZ	276	503	21.8	6%
铝业					
中国宏桥	1378.HK	1,807	504	8.3	18%
中国铝业	601600.SH	1,251	968	10.7	8%
南山铝业	600219.SH	472	387	9.8	6%
云铝股份	000807.SZ	562	617	12.7	-3%
化工					
万华化学	600309.SH	1,940	1,588	14.9	16%
宝丰能源	600989.SH	1,171	548	18.5	-2%
恒力石化	600346.SH	1,093	213	15.5	11%
盐湖股份	000792.SZ	985	695	21.1	10%
荣盛石化	002493.SZ	929	171	128.2	13%
生猪养殖					
牧原股份	002714.SZ	2,641	1,423	14.8	15%
温氏股份	300498.SZ	1,198	660	13.0	6%
海大集团	002311.SZ	918	506	20.4	-8%
新希望	000876.SZ	448	285	94.7	6%

注：数据截至 2025 年 7 月 28 日。7 月以来表现为 2025 年 7 月 1 日至 7 月 28 日。计价货币为人民币。

资料来源：iFinD、浦银国际

浦银国际重点关注股票组合更新

组合表现回顾与更新。自上次更新至今，浦银国际重点关注股票组合录得上涨 7%，跑赢 MSCI 中国、恒生科技和中概股指数。其中，信达生物、华虹半导体、百济神州的表现相对较好，但禾赛科技和泡泡玛特表现相对较弱。本次组合加入台积电和再鼎医药，主要考虑其短期内丰富的催化剂有望提升股价；移出信达生物和华虹半导体，因它们短期内缺乏新的催化剂，但不改变我们长期看好的观点。目前，重点关注新经济股票组合包含腾讯、阿里巴巴、零跑汽车、舜宇光学、瑞幸咖啡等 10 只股票（图表 37-38）。

重点关注股票组合体现了我们自上而下的策略观点，中长期持续增加对新经济股票的关注。同时，结合行业分析师自下而上的分析，我们精选出基本面稳健、盈利增长确定性较高、估值合理且流动性良好的行业领先公司。我们的行业分析师预计这些公司有望在未来 6 至 12 个月内获得较强的相对表现。组合里面的个股为浦银国际的行业分析师覆盖，并获得“买入”评级。

我们建议关注兼具稳健增长、高收益率和合理估值的股票：1) 具有竞争优势、议价能力和行业整合能力的行业领导者；2) 政策支持和宽松的受益者；3) 在外部存在不确定的环境下具有防御性的公司，或者受政治地缘紧张局势影响较小的公司。

图表 37：浦银国际重点关注股票组合：反映我们自上而下中长期看好新经济行业的观点

公司名称	股票代码	GICS 一级行业	收盘价 (LC)	目标价 (LC)	潜在上升空间	市值 (亿港元)	成交额 (百万港元)	自上次更新表现
维持								
腾讯控股	0700.HK	通讯业务	549.00	700.00	28%	50,320	9,438	7%
阿里巴巴	9988.HK	可选消费	117.10	147.00	26%	22,346	10,170	4%
泡泡玛特	9992.HK	可选消费	256.60	293.90	15%	3,446	3,213	1%
百济神州	6160.HK	医疗保健	182.40	194.00	6%	2,811	1,043	12%
零跑汽车	9863.HK	可选消费	61.75	74.60	21%	826	504	10%
舜宇光学	2382.HK	信息技术	73.90	88.90	20%	809	778	8%
瑞幸咖啡	LKNCY.US	可选消费	38.26	43.20	13%	800	512	9%
禾赛科技	HSAI.US	信息技术	19.13	25.50	33%	199	614	-17%
移出								
信达生物	1801.HK	医疗保健	98.45	95.00	-4%	1,683	1,777	25%
华虹半导体	1347.HK	信息技术	40.00	39.00	-3%	691	1,048	13%
平均表现								7%
市值加权表现								7%
新增								
台积电	2330.TT	信息技术	1,155.00	1,390.30	20%	78,714	9,487	N/A
再鼎医药	9688.HK	医疗保健	30.30	43.00	42%	337	408	N/A
基准指数								
MSCI 中国指数	MXCN.US		81.12					6%
恒生科技指数	HSTECH.HK		5,490.76					3%
纳斯达克金龙指数	HXC.US		7,550.51					5%

注：收盘价截至 2025 年 7 月 30 日；市值为过去 3 个月日均市值，成交额为过去 3 个月的日均成交额。

资料来源：Bloomberg、iFinD、浦银国际

图表 38：浦银国际重点关注股票组合：个股投资逻辑

股票	投资概要
阿里巴巴 (9988.HK)	- Take rate 逐步提升或带动核心客户管理收入回暖。 - 降低直营业务占比，收入结构优化带动毛利率改善。 - 深度布局“AI+云”，云业务或迎上行周期，推动估值修复。
泡泡玛特 (9992.HK)	- 泡泡玛特是中国消费板块为数不多出海逻辑已跑通的企业，海外扩张空间巨大。 - 作为潮玩龙头，其在中国的业务具有较强的抗周期能力，有望持续录得逆势增长。 - 基于公司不断提升的 IP 运营能力以及海外扩张能力，我们坚信其长期的增长具有很强的确定性与可持续性。
腾讯控股 (0700.HK)	- 游戏业务回暖，微信生态变现潜力巨大。 - 收入结构优化，带动毛利率改善。 - 生态日趋完善，AI 持续赋能，助力降本增效。
禾赛科技 (HSAI.US)	- 预期 2025 年激光雷达总出货量达 120 万-150 万颗，其中车载端性价比产品 ATX 快速渗透新能源车大众市场。 - 公司维持全年 2.0 亿-3.5 亿元盈利指引，盈利能力较强、能见度较高。 - 机器人领域激光雷达出货量快速增长，打开更大想象空间。
台积电 (2330.TT)	- 公司上调 2025 年收入指引，预计增长 30%，AI 算力需求增长强劲。 - AI 算力产能持续紧张，推动公司基本面上行。 - AI 相关收入未来 5 年复合增长率 40%，中长期增长空间明确。
瑞幸咖啡 (LKNCY.US)	- 瑞幸凭借强大的产品创新力及优秀的营销能力已逐步占领消费者心智，并形成较强的护城河，从而有能力抵御竞争对手低价策略对杯量以及利润率带来的冲击。 - 展望 2025 年，我们相信瑞幸将继续通过门店网络扩张、单店杯量提升、运营效率优化来实现收入与利润的高速增长。我们预测瑞幸 2025 年的同店趋势相较 2024 年有望得到大幅改善。
零跑汽车 (9863.HK)	- 2025 年销量目标为 50 万-60 万辆，新的 B 系列将贡献增量。同时，稳步推动海外销量增长。 - 公司毛利率预计在 2025 年持续改善，目标毛利率为 10%-12%。 - 公司力争在今年实现全年年度盈亏平衡。
百济神州 (6160.HK)	- 凭借泽布替尼在 CLL/SLL 的领先市场份额以及核心下一代血液瘤产品（BCL2 抑制剂、BTK CDAC）顺利的研发进展，我们长期看好公司在全球 CLL/SLL 领域的领导者地位。 - 2H25 有望迎来 Sonrotoclax 全球 2 期 MCL 数据读出及多项早期资产 POC 数据读出，包括泛 KRAS 抑制剂、B7H4 ADC、EGFR CDAC、CDK2 抑制剂、B7H3 ADC、CEA ADC、FGFR2b ADC、IRAK4 CDAC 和 PRMT5 抑制剂。
再鼎医药 (9688.HK)	- 2H25 催化剂丰富，有望迎来 ZL-1310 (DLL3 ADC) 2L SCLC DOR 数据读出。 - 1L SCLC 1 期剂量爬坡数据读出及潜在 BD 出海交易。
舜宇光学 (2382.HK)	- 手机镜头和摄像头基本盘具备改善和增长的空间，主要来源于手机摄像头规模提升与大客户的深耕。 - 充分受益于新能源车以及辅助驾驶渗透率提升，带动车载镜头、车载摄像头模组等多个车载业务高速增长。 - 公司布局 XR、机器人等新兴领域，长期成长可期。

资料来源：浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com

852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

