

晨会纪要

数据日期: 2025-07-31	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)	3573.20	11009.76	4075.59	12481.75	3204.06	1047.86
涨跌幅度(%)	-1.17	-1.72	-1.82	-1.39	-1.09	-1.01
成交金额(亿元)	8458.93	10901.42	4921.42	3659.76	5412.01	456.84

晨会主题

【重点推荐】

宏观与策略

宏观快评: 美国7月FOMC会议点评-鲍威尔发言较为鹰派, 9月降息可能性偏低

【常规内容】

宏观与策略

宏观专题: 水线下的冰山——下半年经济与政策节奏的再思考

宏观快评: 7月PMI数据解读-“反内卷”效果逐渐显现

固定收益投资策略: 2025年8月转债市场研判及“十强转债”组合

策略专题: ESG产品月报(2025.8)-权益类ESG产品业绩亮眼

行业与公司

电新行业专题: 光储行业研究专题-储能行业运行总结, 新兴市场发展可期

化工行业月报: 氟化工行业: 2025年7月月度观察-主流制冷剂价格持续上涨, 8月空调排产预期上调

非银行业专题: 存款潮涌, 逐险而行——中国居民财富搬家路线图暨非银金融行业投资机会

纺服行业快评: 纺织服装海外跟踪系列六十二-阿迪达斯品牌二季度收入增长12%, 受关税影响维持全年指引

农业行业专题: 美国农业部(USDA)月度供需报告数据分析专题-美国2026年牛价景气预计向上, 牛奶期末库存小幅下调

亚朵(ATAT.O)海外公司深度报告: 亚朵零售——体验经济新典范

新东方-S(09901.HK)海外公司财报点评: 教育业务当季增势良好, 下季收入增速指引谨慎

西部矿业(601168.SH)财报点评: 铜矿产量同比增长6%, 下半年冶炼业务有望扭亏

脸书(META PLATFORMS)(META.O)海外公司财报点评: AI赋能广告营收、利润大幅超指引上限, 资本开支指引强劲

微软(MICROSOFT)(MSFT.O)海外公司财报点评: 云显著加速、经营杠杆持续释放, 指引26财年资本开支增速放缓

金融工程

金融工程日报: 沪指午后加速下探, 周期股大面积杀跌

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01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	24773.33	-1.6

基金指数 08月01日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3263.22	0.05
股票基金指数	10949.65	-0.54
混合基金指数	10186.38	-0.52

汇率 08月01日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.14	0.1
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.85	-0.0
美元兑日元	150.75	0.82

非流通股解禁 08月01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

【重点推荐】

宏观与策略

◆ 宏观快评:美国 7 月 FOMC 会议点评-鲍威尔发言较为鹰派, 9 月降息可能性偏低

美东时间 7 月 30 日, 美联储在 FOMC 会议后宣布再度暂停降息, 将联邦基金利率目标区间维持 4.25-4.5% 的水平并维持之前的缩表规模。

证券分析师: 季家辉 (S0980522010002)、田地 (S0980524090003)、董德志 (S0980513100001)

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观专题:水线下的冰山——下半年经济与政策节奏的再思考

8 月 7 日北京固收+论坛演讲用稿。

针对反内卷政策和上半年经济数据对思路和观点进行更新。

证券分析师: 田地 (S0980524090003)、李智能 (S0980516060001)、邵兴宇 (S0980523070001)、董德志 (S0980513100001)

联系人: 王奕群

◆ 宏观快评:7 月 PMI 数据解读-“反内卷”效果逐渐显现

本月 PMI 随季节性回落, 制造业 PMI 已经连续四个月低于荣枯线, 表示我国 7 月经济有一定下行压力, 内需不振和供需失衡的问题仍在造成困扰。非制造业 PMI 同样环比下行但继续维持韧性, 建筑业和服务业都有所回落。“反内卷”政策效果正在显现, 在政策鼓励下制造业价格指数出现回升, 同时生产经营活动的预期边际转暖, 但尚未观察到整体需求的复苏, 后续仍需关注需求端能否实际支撑价格的回升。

证券分析师: 田地 (S0980524090003)、董德志 (S0980513100001)

联系人: 王奕群

◆ 固定收益投资策略:2025 年 8 月转债市场研判及“十强转债”组合

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, 微盘股指数 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: 历史经验来看, 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：

“反内卷”尤其利好转债资产，关注落后产能出清：转债作为再融资工具，龙头公司集中融资扩产后，容易形成行业产能过剩；本轮“反内卷”短期内调动下游补库需求，转债公司受益于产品价格回升及出货量增加，中长期来看政策引导落后产能出清，行业竞争格局改善，龙头盈利性增强；相关行业包括炼化、农药、烯烃、长丝、光伏组件、电池材料、原料药、生猪养殖等；

正股成长高波的偏股型转债：近期行情轮动加速，科技内部资金存在此消彼长，而转债收益不对称性的特征天然受益于波动率加大，优选偏股型正股低位品种，对正股的敏感度高且向上空间更大，关注业绩持续上调的算力（PCB、液冷、服务器等）、受益于大模型迭代的 AI 应用、招标改善的创新药及器械、选配率提升的智能驾驶汽车、芯片自主可控、人形机器人零部件、固态电池材料等方向；

经济“现实”改善前红利资产配置价值不减：7 月牛市氛围下，以银行为首的红利资产经历显著调整，工商银行股息率重回 4% 上方；牛市氛围主要交易经济及物价上行“预期”，然而在经济“现实”改善前，利率仍处于绝对低位，保险等绝对收益机构资产荒压力下，对稳定分红派息的红利资产需求依旧；关注银行、水务、燃气等；

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

联系人：吴越

◆ 策略专题:ESG 产品月报(2025.8)-权益类 ESG 产品业绩亮眼

ESG 产品概况：ESG 公募基金产品情况：新发数量波动显著，2024 年 11 月、2025 年 1 月及 3 月达高峰，2025 年 2 月及 7 月骤降；近两年整体规模增长但分化明显，ESG 策略基金与社会责任主题基金数量增速领先，纯 ESG 主题及公司治理主题发展平缓。ESG 债券产品情况：月度发行金额波动剧烈，2025 年 4 月以 1901.55 亿元创峰值，7 月达第二高（1511.59 亿元，产品数 131 只），1 月仅 378.44 亿元（产品数 54 只）处低谷；高评级（A 级及以上）ESG 债券共 13 只，债券期限以 3 年居多，票面利率大部分处在 2% 以上。ESG 银行理财产品情况：月度发行只数呈“S 型”，2024 年 12 月达 104 只高峰后回落，2025 年 3 月开始回升；存续数量稳步增长，从 2023 年 6 月 368 只增至 2025 年 6 月 1033 只，纯 ESG 主题稳步增长，社会责任主题显著提升，环境保护主题表现疲软。

公募 ESG 产品分类跟踪：股基+偏股混基：纯 ESG 主题规模平稳，头部集中（中欧责任投资、兴全社会投资占比均约 30%）；7 月基本所有产品正收益“财通可持续发展主题”收益率 16.31% 领跑。环境保护主题整体规模呈下滑趋势，鹏华碳中和主题 C 规模从 0.35 亿激增至 87.32 亿；7 月绝大多数产品（422 只）正收益。社会责任主题规模先降后升（头部产品汇添富创新药 ETF 规模激增）；7 月绝大多数产品（236 只）正收益，创新药板块表现突出（4 只收益 > 30%）。公司治理主题规模稳定，头部集中（汇添富价值精选 A 占比 ≥ 35%）；7 月所有产品正收益（收益率 ≥ 3%），“华宝核心优势 A/C”收益率超 21% 领先。债券基金：2025Q2 相较 Q1，ESG 策略基金规模增长 56.49 亿元（+21.32%）领先，纯 ESG 主题基金增 19.74 亿元（+12.46%）；7 月表现较差（31 只正收益，73 只负收益），“红塔红土盛商一年 A/C”收益率超 7% 领先。FOF 基金：全部为 ESG 策略主题，规模波动，新成立产品推动 2025Q2 规模达峰；7 月规模 ≥ 0.5 亿产品中，13 只收益率 > 1%，“汇添富经典价值成长一年持有”（7.82%）领先。REITS 基金：社会责任主题规模 268.89 亿元（占比 70%）主导，环境保护主题 112.59 亿元（占比 30%）；7 月仅 2 只产品正收益，“招商科创孵化器 REIT”（7.74%）领跑。

代表性产品情况：华泰柏瑞质量精选：7 月收益率 22.76%，5 月以来权益仓位持续下降，7 月 18 日后大幅加仓，重仓信息技术（前十大持仓占比 66.31%）；当前 ESG 评级为 BB 级。华宝核心优势：7 月收益率 21.46%，权益仓位平均约 90%（月末减仓至 60%-65%），重仓信息技术与工业（前十大持仓占比 69.33%），当前 ESG 评级为 BB 级。宏利绩优增长：7 月收益率 17.41%，权益仓位稳定在 90% 以上，重仓信息技术与

工业（前十大持仓占比 48.82%）；ESG 评级在 BB/B 级间震荡。

风险提示：一、政策变化、市场波动等因素可能使 ESG 投资面临风险，导致产品业绩不及预期；二、部分代表性产品 ESG 评级持续下降，或影响长期资金吸引力及合规适应性；三、文中所提及的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

◆ 电新行业专题：光储行业研究专题—储能行业运行总结，新兴市场发展可期

2025 年上半年储能行业需求保持高速增长。2025 年上半年由于国内市场“抢装”及美国市场抢运，国内储能系统、储能电池出货均实现高速增长，根据 GGII 数据，国内储能系统出货量达到 110GWh，接近于 2024 全年，出口大增，储能电池方面 2025 年上半年出货量 265GWh，同比+128%。分地区储能需求情况来看，1) 国内方面，储能需求延续高速增长。国内 2025 年上半年实现储能招标 126.3GWh，同比+101%，中标 189.8GWh，同比+182%；2) 美国方面，表前储能平稳增长。根据美国能源署（EIA）数据，2025 年上半年表前储能实现装机 5.65GW，同比增长 30%，“大而美”法案通过，美国地区储能短期需求有望走强；3) 欧洲方面，表前储能需求持续高增。以德国储能装机数据为例，2025 年上半年德国储能新增装机共 2.6GWh，同比-10.8%，其中表前储能新增装机 0.58GWh，同比+130%。

新兴市场有望成为国内储能企业重要出口方向。根据 GGII 统计，从 2025 年上半年海外订单情况来看，新兴市场储能需求增长较为显著，中东/澳洲/东亚三地分别达到 35/33/24GWh，三个区域合计的订单产值约为 600-700 亿元。一方面，由于美国发布“大而美”法案，储能装机需求增速在 2026 年以后可能存在下滑，另一方面，中东、东南亚、南非、印度、拉美等新兴市场多地存在电力紧缺问题，各国政府扶持政策频出，储能装机需求有望大幅度提升，因而新兴市场有望成为中国储能企业出口重要方向。

全球储能市场展望，新兴市场发展可期。由于 2025 年国内市场抢装及美国“大而美”法案通过，2026 年储能装机需求或将减弱。我们展望全球 2025-2027 年储能新增装机容量为 221/191/190GWh，同比变动+18%/-13%/-1%，对应 2025-2027 年全球储能系统产值 1787/1550/1533 亿元，同比变动+19%/-13%/-11%。展望新兴市场（包含中东及亚非拉地区），我们预计 2025 年储能装机显著增长后，2026-2027 年进入稳健增长期，我们保守预计 2025-2027 年实现储能新增装机 40.5/44.8/50GWh，同比增长 293%/10.6%/11.6%，对应 2025-2027 年新兴市场储能产值为 420/475.6/537 亿元，同比增长 147%/13%/13%。

投资建议：关注光储产业链龙头公司。我们认为当前新兴市场由于电力紧缺、政策扶持等因素有望推动储能需求，新兴市场有望成为国内企业出口重要方向。同时欧洲市场方面，伴随各国政府对能源安全的重视、高比例可再生能源并网以及储能系统带来的经济效益，表前储能装机量呈现快速增长，也将成为储能发展重要方向。建议关注光储产业链龙头企业阳光电源、宁德时代、亿纬锂能、德业股份、禾望电气、盛弘股份等。

风险提示：1、竞争恶化；2、贸易摩擦；3、需求不及预期；4、电价风险。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李恒源（S0980520080009）、徐文辉（S0980524030001）

◆ 化工行业月报：氟化工行业：2025 年 7 月月度观察—主流制冷剂价格持续上涨，8 月空调排产预期上调

7 月氟化工行情回顾：截至 7 月末，上证综指报 3615.72 点，较 6 月末上涨 4.97%；沪深 300 指数报 4151.24 点，较 6 月末上涨 5.47%；申万化工指数报 3806.19，较 6 月末上涨 8.05%；氟化工指数报 1471.59 点，较 6 月末上涨 6.29%。7 月氟化工行业指数跑输申万化工指数 1.76pct，跑赢沪深 300 指数 1.32pct，跑赢上证综指 0.82pct。据我们编制的国信化工价格指数，截至 2025 年 7 月 30 日，国信化工氟化工价格指数、国信化工制冷剂价格指数分别报 1129.02、1883.85 点，分别较 6 月底-2.76%、+2.24%。

主流制冷剂 R32 零售报价持续上涨，R227ea 受消防领域打假补库需求增加报价快速上涨。卓创资讯预计主流制冷剂产品价格稳定增长：8-10 月 R32 均价分别在 5.6/5.7/5.8 万元；R134a 分别在 5.0/5.1/5.2 万元。R227ea 在消防打假补库，开工不足的影响下，报价上涨至 7.3 万元/吨。8 月份为空调厂生产淡季，对应制冷剂需求有减少，但随着金九银十的到来，同时伴随着新冷年的开启，对应冷媒需求多有增量预期，且年度有限供应情况下，挺价心态明显，未来三个月制冷剂 R32 价格或延续高位偏强运行。随着 R134a 年度配额的持续消化，挺价心态持续增强，高价报盘陆续落实，同时随着 9-10 月份出口需求的逐步增量，市场或有进一步冲高预期。

出口价格方面，截至 2025 年 6 月出口均价，R22、R32、R134a 等产品外贸价格受海关出关、船运周期等因素影响，与内贸月度价格仍然倒挂，但企业端内外贸报价已协同一致。具体来看，2025 年 6 月 R32 出口均价为 4.4 万元/吨，R22 出口均价为 2.6 万元/吨，R134a 出口均价为 4.4 万元/吨，R125/R143 系列出口均价为 2.9 万元/吨。

2025 年 8 月空调总排产受夏季高温影响，较上一轮预期滚动上调。2025 年上半年空调内销排产数据持续上涨，其中 1-2 月让步出口被动减量，3 月逐步起量，除季节性备货因素影响，两新政策推动也有较大促进，5-6 月随着 618 大促节点临近叠加需求旺季，排产表现强势增长。进入夏季东北、山东、河南等多地高温天气带动空调终端市场销量提升，行业库存进一步消化，伴随新冷年逐渐临近，第三批 690 亿以旧换新资金下达，给予厂商稳定剂。

出口方面，海关数据显示，1-6 月我国空调累计出口 4108 万台，同比+6.9%，出口市场自 5 月起开始出现下滑，6 月除大洋洲因小基数保持增长外，其他区域均不同程度下滑。此外随着对等关税落地，海外补货告一段落，海外部分地区库存压力较大。东南亚市场受地缘政治风险和物流瓶颈限制，供应链稳定性受到冲击，市场有所回落。排产方面，据产业在线家用空调排产报告，2025 年 8 月内销排产 673.5 万台，同比-11.9%；9 月、10 月内销排产同比降幅递减。出口排产方面，2025 年 8 月排产 470.8 万台，同比-14.7%；9 月、10 月出口排产延续下滑，出口排产承压。

本月氟化工要闻：东阳光含氟高分子及配套项目竣工验收公示；瓮福集团氟化氢产能持续扩张；巨化股份、三美股份、东岳集团、永和股份、昊华科技等发布中报预增公告，企业均实现不同程度利润增长。

投资建议：2025 年二代制冷剂履约加速削减，三代制冷剂配额制度延续，R22、R32 等品种行业集中度高；需求端受国补政策刺激、东南亚等新兴区域需求增长等因素影响，海内外空调生产、排产大幅提升。二代制冷剂 R22 等品种在供给快速收缩、空调维修市场的支撑下，预计 2025 年将出现供需缺口；三代制冷剂 R32 供给虽同比小幅提升，但 2024 年库存消耗殆尽，需求端也呈现快速增长，预计 2025 年将保持供需紧平衡。我们认为，制冷剂配额约束收紧为长期趋势方向，在此背景下，我们看好 R22、R32 等二代、三代制冷剂景气度将延续，价格长期仍有较大上行空间；对应二代、三代制冷剂配额龙头企业有望保持长期高盈利水平。建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、制冷剂配额领先以及工艺技术先进的氟化工龙头企业及上游资源龙头。相关标的：巨化股份、东岳集团、三美股份等公司。

风险提示：氟化工产品需求不及预期；政策风险（氟制冷剂环保政策趋严、升级换代进程加快、配额发放政策变更等）；全球贸易摩擦及出口受阻；地产周期景气度低迷；各公司项目投产进度不及预期；原材料价格上涨；化工安全生产风险等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 非银行业专题：存款潮涌，逐险而行——中国居民财富搬家路线图暨非银金融行业投资机会

存款搬家如同财富的“活水”，有利于增量资金涌入风险资产。存款利率中枢持续下降，代表性全社会无风险利率下行，促进风险资产尤其是高股息资产估值企稳，实现包括银行理财、保险资管和公募基金在内资管机构规模扩张，最终带来股票市场估值回归。近年来，居民存款扩张到 160 万亿元，其中定期存款占比接近 75%。随着存款利率持续下降，客户不再满足于低息存款收益，而主动寻求更高回报和多元配置，这促使银行理财子公司、公募基金、保险资管等机构积极开发符合不同风险收益需求的理财产品；机构间的竞争刚开始，这推动了产品创新与策略多元化，尤其从传统泾渭分明的权益、固收拓展至跨境、量化、另类投资等领域。

存款搬家持续，非银金融板块凭业绩弹性体现显著投资机会，维持行业“优于大市”评级。资本市场一轮牛市分为三个阶段，其中第一阶段即估值修复阶段：市场从悲观低点启动，优质资产因基本面企稳或政策转向率先反弹，低估值板块引领股指温和回升，2024年924行情是典型的“估值修复”阶段；第二阶段即热点轮动阶段：随着流动性宽松与风险偏好升温，资金扩散至成长赛道和主题概念，居民财富跑步进入股市，行业轮动加快，赚钱效应吸引增量资金入场，成交量持续放大，随着市场交易放大，当下是典型的市场第二阶段特征；第三即估值泡沫化阶段：市场情绪主导资金流动，题材炒作不断，低质个股补涨，估值指标大幅超过历史均值，杠杆资金助推下呈现全面上涨，这一阶段追求绝对收益的机构常常且战且退。

风险提示：政策不及预期、监管趋严、保险保费收入不及预期、投资收益承压、资本市场景气度下降等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、王德坤（S0980524070008）、王京灵（S0980525070007）

◆ 纺服行业快评：纺织服装海外跟踪系列六十二-阿迪达斯品牌二季度收入增长12%，受关税影响维持全年指引

公司公告：2025年7月30日，阿迪达斯披露2025财年第二季度及上半年业绩。二季度收入59.52亿欧元，同比+2.2%，不变汇率收入+8.0%，主品牌不变汇率收入+12.0%；净利润3.75亿欧元。上半年收入121.05亿欧元，同比+7.3%，不变汇率收入+10.0%，主品牌不变汇率收入+14.0%；净利润8.11亿欧元。

国信纺服观点：

业绩和指引核心观点：第二季度收入不及彭博一致预期，盈利好于彭博一致预期；上半年所有区域和渠道均实现双位数增长（剔除Yeezy影响），主要受关税成本增加影响管理层维持全年指引；2）2025财年第二季度：阿迪达斯品牌不变汇率收入增长12%，公司毛利率提升0.9个百分点。分地区看：二季度除欧洲受欧洲杯高基数影响外，剔除Yeezy其他地区均实现双位数增长；上半年全部地区双位数增长；分品类看：二季度服装增长领先（+17%），公司专业和生活品类均实现双位数增长；分渠道看：渠道均衡发展，批发渠道增长领先，上半年各渠道剔除Yeezy均实现双位数增长；3）管理层业绩指引：根据公司官网，管理层维持全年指引，收入预计高个位数增长，主品牌双位数增长，营业利润目标17-18亿欧元；若无关税影响，指引可能上调至少2亿欧元。4）关税相关：下半年成本预计增加2亿欧元，第二季度已受影响。5）风险提示：下游需求不及预期，市场的系统性风险，国际政治经济风险。6）投资建议：全年主品牌双位数增长的指引彰显增长信心，盈利预计持续改善。阿迪达斯品牌2025二季度/上半年收入分别增长12%/14%，二季度所有区域、渠道及品类均实现中单至双位数的正向增长，除欧洲有高基数影响外、其他地区均双位数增长，服装接力鞋子引领增长，批发连续两季双位数增长。在美国关税上涨的压力下，公司预计下半年成本增加2亿欧元的基础上，仍维持全年指引，对全年主品牌双位数的收入增长以及公司盈利改善具有信心。从产业链角度，重点推荐阿迪达斯核心供应商申洲国际，以及新切入阿迪达斯供应链、订单增量显著的华利集团。阿迪达斯品牌大中华区销售势头良好，全年预期乐观，重视批发渠道本土化运营，重点推荐核心零售商滔搏。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 农业行业专题：美国农业部（USDA）月度供需报告数据分析专题-美国2026年牛价景气预计向上，牛奶期末库存小幅下调

种植链农产品：豆粕短期关注贸易与天气，底部看好大周期布局。

1）玉米：国内供需平衡趋于收紧，玉米价格有望维持温和上涨。USDA7月供需报告预计25/26产季全球期末库销比同比调减1.28pcts，中国期末库销比同比调减5.36pcts。目前国内玉米价格已处于历史周期底部位置，中长期供需平衡趋于收紧，后续预计价格底部支撑较强。

2）大豆：短期关注美国贸易政策与天气，底部看好大周期布局。USDA7月供需报告25/26产季全球产量预估环比持平、期末库存环比调增。CBOT大豆期货近期窄幅震荡，一方面，大豆贸易关税政策的预期变动影响美豆出口需求预期，同时美国主产区处于关键开花期，天气交易敏感度提升。考虑到美国大豆新季供需偏紧，预计2025Q4价格将有较强支撑。

3) 小麦：国内小麦供应充足，预计后续或随玉米中枢上移修复。USDA7 月供需报告 25/26 产季全球小麦产量环比调减 4 万吨（约-0.005%）；总使用量环比调增 82 万吨（约+0.10%），最终全球期末库销比环比调减 0.19pcts 至 32.26%。中国小麦供需报告总体环比预估维持，25/26 年度期末库销比同比减少 2 pcts 至 83.07%，但整体供给仍较为充裕。

4) 白糖：丰产预期维持，关注到港节奏及原油价格波动。目前市场基于较好天气表现，维持 2025/26 产季全球主产区丰产预期，后续重点关注巴西天气及榨糖进度情况，另外关注地缘冲突的潜在风险，近期国际原油表现偏强，生物燃料潜在需求可能提升，导致巴西糖供给压力减小。国内短期食糖消费即将进入旺季，但考虑到后续进口到港量预计增加，糖价或仍将随外盘震荡偏弱运行。

5) 棉花：需求出现积极变化前，国内棉价预计仍将维持偏弱震荡走势。USDA7 月供需报告 2025/26 产季全球产量需求预测均上调，期末库销比上调 0.24pcts 至 65.46%，全球供需维持宽松格局。其中，中国受产量上调影响，期末库存消费比上调 0.14pct 至 101.56%。

养殖链农产品：美国 2026 年牛价景气预计向上，牛奶期末库存小幅下调。

1) 牛肉：美国 2026 年牛价景气预计维持向上，国内牛肉价格淡季不淡，看好 2025 年牛周期反转上行。USDA7 月供需报告预计 2026 年美国牛肉市场供给加速调减，2025Q3-2026Q2 分别同比变动-2.8%、-4.0%、-2.8%、+0.2%。2024 年末国内牛存栏结束连续五年增势，同比调减 4%以上；国内基础母牛自 2023 年下半年呈调减趋势，且于 2024 年明显加速，我们认为在产能去化以及进口缩量涨价影响下，国内牛周期有望于 2025 年迎来拐点，牛肉价格后续或维持筑底上行走势。

2) 原奶：2026 年美国牛奶产量上调、消费下调、期末库存小幅下调，国内肉奶共振有望推动原奶景气反转。参考 USDA 预测，2025 海外原奶主产区存栏下降，供给调减，景气预计维持。国内奶牛产能自 2023 年中开始去化，结合 2 年滞后传导推断，后续在产量收缩、肉奶共振和进口减量共同推动下，国内原奶价格有望在 2025 年下半年开启反转上行走势。

3) 猪肉：2026 年美国猪肉预估消费增长略高于供应 0.1%，国内生猪产能低波动、预计景气维持。USDA7 月供需报告预计 2026 年美国猪肉市场供应和消费均较上一年度有所增长，市场规模进一步扩大，2025Q3-2026Q2 单季猪肉价格分别同比变动+15.7%、+3.4%、+0.6%、-2.4%。国内能繁母猪产能维持低波动状态，2025Q2 末官方能繁存栏环比+0.1%，预计 2025 年养殖端有望维持较好盈利。

4) 禽：2026 年美国市场供给预计恢复，2025 年中国市场有望随内需回暖。高致病禽流感影响趋弱，叠加养殖盈利驱动，7 月下调火鸡消费预测，2026 年美国肉鸡、火鸡消费量预计分别同比+0.6%、+4.5%。国内白鸡供给今年供给侧预计有所恢复，但受品种结构变化影响预计实际增量有所打折；黄鸡供给维持底部，关注内需修复情况。

5) 鸡蛋：禽流感扰动预计减弱，2025 年下半年起供应或逐步恢复。国内鸡蛋供应预计宽松，全年蛋价压力较大。USDA7 月供需报告预计 2026 年最终期末库存同比 2025 年增加 6%。中国鸡蛋供给充裕，卓创口径下全国 6 月在产蛋鸡存栏环比+0.45%，小码蛋逐步上量，预计后续将保持增产状态。

投资建议：推荐牧业、宠物、养殖低估值龙头。1) 牧业推荐：优然牧业、光明肉业等。2) 宠物推荐：乖宝宠物、中宠股份、瑞普生物等。3) 饲料推荐：邦基科技等。4) 生猪推荐：德康农牧、牧原股份、华统股份、温氏股份、神农集团、新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等。5) 禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等。6) 动保推荐：科前生物、回盛生物等。7) 种植链推荐：海南橡胶、荃银高科、丰乐种业、隆平高科等。

风险提示：1、恶劣天气等自然灾害波动影响；2、贸易政策波动风险。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 亚朵(ATAT.0) 海外公司深度报告:亚朵零售——体验经济新典范

从酒店到零售，体验经济极致演绎，后起之秀典范。2013 年经济型酒店群雄逐鹿、中端酒店初步兴起，亚朵率先用极致体验把握高线城市商旅人群出行最大公约数，成立 4 年后稳居中高端第一；始于住宿但不止于住宿，成立 10 年后亚朵迎新突破，零售业务聚焦深睡定位，引领传统家纺标准，2023 年深睡枕 PRO 打破过往单品牌销售上限，此后逐步矩阵化并系统性迭代。

亚朵零售驱动因素一：供需共振契合新消费内核。传统行业消费品供给足够充分且同质化背景下，消费者仍存在细分且未被满足的需求，对于质价比高的产品与服务追求不变。国内床上纺织行业 2020-24CAGR 为 2.9%，是典型大品类小公司传统行业，伴随健康意识觉醒居民对床品功能性诉求提升，供给端能否突破原有供应链推新视角，提供符合需求趋势的差异化产品成为胜负手，亚朵零售本质上切中当下消费者睡眠痛点，契合当下新消费内核特点。

亚朵零售驱动因素二：定位与模式的稀缺优势。与其他酒店相比核心来自定位优势，酒店+零售模式并非亚朵首创，最早可追溯至上世纪威斯汀天梦之床创立，但仅亚朵走出扩张新范例，核心在于公司把零售作为生活方式品牌的重要抓手与中高端用户价值链延伸，定位更聚焦更满足消费者对体验的一致性预期；同时用户第一的企业价值观已内化进流程、制度和体系，在组织维持活力与集团资源赋能基础之上推动创新。与家纺公司相比核心来自模式优势，一方面亚朵从产品设计到线上营销以消费趋势出发重新定义供应链视角、经销体系主导的传统行业，相比纯线上新品牌又具备线下沉浸式体验背书与系统性打法。另一方面酒店与零售体验互相成就，亚朵会员 23Q1-25Q1 亚朵会员流量年均复合增速 58%，长期相互渗透有望巩固品牌资产。

成长展望：矩阵化推新构筑基本盘成长，品类扩张打开想象空间。通过梳理历史推新品类与节点，我们认为目前亚朵已形成矩阵化新品迭代能力；其品类构成从此前枕头占比 9 成以上到 2024、2025 年占比约 7 成以上、6 成以上，2025H1 夏凉被产品迭代与深睡床笠品类扩充带来新增长驱动力。中线空间测算一：分别根据枕头与被子近两年消费频次系数，按潜在人群渗透测算中线对应空间合计 127-209 亿元，为 2024 年约 4-7 倍；中线空间测算二：伴宿线上化渗透率与公司市占率提升，估算 2030 年亚朵枕头+被子三方线上渠道 GMV 实现 102 亿元，2024-2030CAGR 为 32%，叠加自有渠道与床笠等品类扩容后估算近 150 亿元。此外，考虑我国睡眠行业规模接近 5000 亿，亚朵在其他品类布局有望打开新成长空间。

投资建议：考虑 618 跟踪零售业务环比提速，以及下半年产品迭代稳步推进，我们上修公司 2025 年零售业务收入增速从 53%至 60%；但结合 6 月以来酒店行业趋势，我们下修公司 2025 年 RevPAR 增速从-2.8%到-3.5%，2026-2027 年暂维持不变。综合来看，我们暂维持 2025-2027 年经调整净利润为 16.8/20.9/25.4 亿元，对应 PE 为 21/17/14。酒店行业逆风环境中公司通过轻资产与快速扩张有望呈现更具韧性表现，同时零售业务已经进入矩阵化产品迭代新发展周期，酒店+零售模式比较优势凸显。结合历史估值中枢，我们给予公司 2026 年 20-21x 估值，对应未来 1 年合理估值较目前有 23-29%空间，且公司三年分红率不低于 50%+4 亿美元回购上限的组合策略增强额外吸引力。公司系出行链中成长与红利属性兼备的稀缺标的，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济走弱风险，竞争加剧，产品迭代不及预期，股东减持。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 新东方-S(09901.HK) 海外公司财报点评:教育业务当季增势良好，下季收入增速指引谨慎

FY2025Q4 非甄选业务同增 18.7%，优于管理层指引。FY2025Q4，公司收入 12.43 亿美元/+9.4%，其中非甄选收入 10.89 亿美元/+18.7%，优于前期指引（10-13%）；经营利润亏损 867 万美元，由盈转亏主因幼儿园业务确认 6030 万美元一次性商誉减值，若剔除该影响非甄选业务 Non-GAAP 经营利润率 6.5%/+4.1pct；归母净利润 710 万美元/-73.7%，若剔除一次性因素影响 Non-GAAP 归母净利润为 9808 万美元/+59.4%。截止期末，递延收入 19.54 亿美元/+9.8%，消费力下行致季度环比增速（FY25Q1/Q2~19%/15%）继续走低。

第四季度各业务增速均良好。K9 教育新业务同增 32.5%，依旧维持较为快速增长；高中培训收入同增 24%，得益于供需格局增长韧性也较强（FY25Q1/Q2 增速分别为 20%/19%）；留学考培/咨询期内收入分别同增 14.6%/8.2%，本季增速尚可但消费力下行（产品单价高）及部分国家留学环境趋于紧张影响仍在；大学生业务收入同比+17%，增速环比持平；电商收入同比约-10%，主因剥离“与辉同行”影响，但环比降幅已改善。

FY2025Q4 产能扩张环比 4%，2025 财年网点同增 29%。截至第四季度末，学校及学习中心数量达 1318 家，较 FY2024 年末同比增长 29%（面积约同增 25%），顺利达成年初扩张目标。2026 财年网点计划同增 10-15%。

运营效率持续提升。FY2025Q4，公司毛利率 54.2%/+1.9pct；管理费率 33.0%，同比持平；销售费率 17.0%/-1.3pct，运营效率持续提升。

FY2026Q1 预计收入同增 2-5%，收入展望较为谨慎。展望 FY2026Q1，公司预计净营收同比增长 2-5%，逊于我们原收入增长预期，主因留学业务规模增速下滑及其他教培业务增长放缓，预计 FY2026 财年收入同增 5-10%（下半财年 K9 业务增长环比提速）。公司宣布一项为期 3 年的股东回报计划，拟将前一财年归母净利润 50%以股息或回购形式回馈股东。

风险提示：行业竞争加剧、政策趋严、业务渗透率提升缓慢、股东减持等。

投资建议：考虑到留学需求的增长压力及其他教育业务高基数下降速，我们下调 2026-2027 年经调整净利润至 4.3/4.8 亿美元（调整方向-24%/-29%），新增 2028 财年预测 5.3 亿美元，对应 PE 估值为 17/15/14x。公司降本提效成果在本季度已经有所体现，核心教育业务经营利润率继续改善提升，部分抵消了留学业务对利润的边际拖累。2026 财年公司继续提效改善盈利能力的同时，进一步提出新的 3 年期股东回报计划，边际上有望增强投资偏好，维持公司中线“优于大市”评级，建议密切关注教育业务需求企稳进程。

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

联系人： 周瑛皓

◆ 西部矿业(601168.SH) 财报点评:铜矿产量同比增长 6%，下半年冶炼业务有望扭亏

2025H1 公司业绩同比增长 15%。2025H1 年实现营收 316.2 亿元(+26.6%)，归母净利润 18.7 亿元(+15.3%)，扣非归母净利润 18.3 亿元(+9.4%)，经营性净现金流 50.1 亿元(-0.4%)。其中 2025Q2 营业收入 150.8 亿元（同比+7.7%，环比-8.8%），归母净利润 10.6 亿元（同比 20.1%，环比+31.4%），扣非归母净利润 10.5 亿元（同比 9.6%，环比+34.8%）。从主要子公司表现来看，青海铜业（铜粗炼+精炼）、稀贵金属（铅冶炼）仍有明显亏损，冶炼板块合计亏损 4.3 亿元。公司的主力矿山，即上市公司持股比例 58%的玉龙铜业 2025H1 净利润 34.9 亿元，归母利润 20.2 亿元，是公司盈利的主要来源。

2025 年以来锌精矿加工费继续反弹，从年初不到 2000 元/吨反弹到 7 月份 4000 元/吨以上。子公司青海湘和拥有 20 万吨锌冶炼产能，2025H1 实现扭亏，净利润 579 万元。铜冶炼业务继续亏损，其中亏损较大的是青海铜业，随着公司技术攻关，2025H1 青海铜业铜冶炼总回收率提升 3.3 个百分点、电解直收率提升 2.09 个百分点，随着回收率大幅提升，预计下半年青海铜业有望扭亏。

玉龙铜矿：2025H1 玉龙铜矿生产铜 8.34 万吨，副产钼 2525 吨。2025H1 玉龙铜业净利润达到 34.9 亿元，如果只考虑铜，粗略测算玉龙铜矿吨铜净利润达到 4.2 万元。玉龙铜矿当前采选规模 2280 万吨/年，正在开展 3000 万吨扩能项目前期手续办理工作，有望在今年年内开工，明年四季度投产，简单测算玉龙铜矿未来年产铜超过 21 万吨。

风险提示：产能释放低于预期，金属价格下跌风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

参照年初以来主要有色金属价格走势，假定 2025-2027 年国内阴极铜现货年均价均为 78000 元/吨，锌锭现货年均价均为 23300 元/吨，铅锭现货均价为 17000 元/吨，铅精矿到厂加工费 600 元/吨，锌精矿加工费 3000 元/吨，铜精矿计价系数 95%。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 37.83/46.86/56.89 亿元，同比增速 29.0/23.9/21.4%；摊薄 EPS 分别为 1.59/1.97/2.39 元，当前股价对应 PE 分别为 10.6/8.5/7.0X。公司拥有我国西部地区优质铜铅锌资源，具备优先获取我国西部矿产资源的优势。玉龙铜矿即将进行三期扩建，铜矿产量增长 1/3，充分受益于铜价景气周期，公司利润也将显著增厚，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、焦方冉（S0980522080003）

◆ 脸书(META PLATFORMS)(META.O) 海外公司财报点评:AI 赋能广告营收、利润大幅超指引上限，资本开支指引强劲

财务表现：AI 技术驱动广告业务超公司指引上限。①整体：二季度营收 475 亿美元，同比+22%。其中广告收入 466 亿美元（同比+22%）。营业利润 204 亿美元，营业利润率 43%（同比+5pcts、环比+2pcts），

净利润为 183 亿美元（同比+36%），净利率 39%。②分业务：1) Family of Apps：本季度收入 471 亿美元，同比+22%，运营利润为 250 亿美元；2) Reality Labs：收入为 3.7 亿美元，同比+5%，运营利润为-45.3 亿美元（同比扩大 0.9%）。

业务亮点：①广告营收利润超指引，AI 产品月活增长快速、暂时不追求商业化：本季度广告收入同比+21%，超指引上限。在线商务是主要增长贡献者，欧洲和其他地区增长领先。Family of Apps 生态月活 34.8 亿，Meta AI 月活超 10 亿，五大领域有商业化潜力，其中核心 AI（广告）回报强，GenAI 短期预计不会贡献较多营收。②AI 驱动广告推荐效率改善、量价齐升：本季度 Ad impressions 同比+11%（环比+6ppts）、广告平均价格（Average Price Per Ad）同比+9%（环比-1ppts），尤其广告位/量打破连续 7 个季度的降速、大幅加速。主要因为 AI 对推荐系统的优化提升了用户时长，本季度使 Facebook、Ins 用户时长分别增加了 5%、6%。同时推荐系统进步也推动 Facebook、Ins 广告转化增加 3%、5%，提高了广告价格。③资本开支持续提升，指引积极：Q2 资本支出 170 亿美元，公开业绩说明会全年指引上调至 660-720 亿美元（同比+68%-84%），用于 AI 相关基础设施。2026 年开支将大幅增长，算力聚焦内部需求。

业绩指引：公司公开业绩说明会预计 25Q3 营收 475 亿-505 亿美元（同比 17%-24%）。上调全年总费用将在 1140-1180 亿美元（前值为 1130-1180 亿美元），主要受到基础设施成本和员工薪酬影响。由于高基数预计 25Q4 同比增长率将低于第三季度。

投资建议：考虑公司二季度业绩大幅超公司指引上限且指引积极，上修 2025-2027 年公司收入 1936/2208/2540 亿美元（前值 1880/2127/2404 亿美元），调整幅度+3%/+4%/+5%。考虑到公司降本增效显著、参考全年成本的指引，上修 2025-2026 年净利润为 725/811/928 亿美元（前值 653/735/851 亿美元）。给与目标价 700-800 美元，中值对应 25 年约 25xPE，维持“优于大市”评级。

风险提示：社交媒体与广告端竞争加剧；宏观经济压力；AI 发展低于预期；

证券分析师：张伦可（S0980521120004）、刘子谭（S0980525060001）

◆ 微软(MICROSOFT) (MSFT.O) 海外公司财报点评:云显著加速、经营杠杆持续释放，指引 26 财年资本开支增速放缓

业绩总览：微软 FY25Q4 整体财务表现超预期强劲。①整体：本季度公司实现营收 764 亿美元（同比+18%），营业利润+23%至 343 亿美元，净利润同比+24%至 272 亿美元。②分业务：生产力与业务流程收入 331 亿美元（同比+16%），智能云收入 299 亿美元（同比+26%），其他个人计算收入 135 亿美元（同比+9%）。③订单指标：季度商业预订量（新订单）同比上升 37%，商业剩余履约义务（在手订单余额）3680 亿美元（同比+37%）。

业务重点：①云与 Azure 加速增长、竞争优势明显，预计持续释放经营杠杆：智能云同比+26%，Azure 同比+39%、年收入超 750 亿美元，在传统迁移、云原生应用扩展和新 AI 工作负载上优势显著，平台布局领先。智能云 OPM 环比持平 41%，随着资本开支放缓、云业务迎来经营杠杆释放期，后续利润杠杆有望释放。26 财年上半年仍有算力限制。②生产力业务增长超指引，E5 和 M365 Copilot 驱动增长：生产力业务收入同比+16%，M365 商业云+18%，ARPU 因 E5 和 M365 Copilot 增长，付费商业席位增 6%。③资本开支保持高位、聚焦效率提升，指引 26 财年增速放缓：本季度资本支出 242 亿美元（含 65 亿融资租赁）。过去一年数据中心新增超 2 吉瓦容量，数据中心数量超 400 个。预计 FY26Q1 资本支出超 300 亿，26 财年增速放缓、更多投短期资产，将合理规划建设租赁节奏、优化效率支撑增长。

业绩展望：预计整体保持稳健增长。①收入方面，预计下季度智能云收入 301-304 亿美元（同比+25%-27%，其中 Azure+37%cc），生产力和商业业务 322-325 亿美元（同比+13-15%，其中 M365 商业云+13-14%cc），个人计算收入指引 124-129 亿美元。计算公司下季度总收入同比+14-16%。②成本方面，下季度经营费用预计 243-245 亿美元，营业成本 157-158 亿美元。

投资建议：考虑本季度营收利润超指引且后续指引积极，调整 2026-2027 财年收入预测至 3212/3655 亿美元（前值 3185/3616 亿美元），调整幅度+1%/+1%，新增 2028 财年收入预测 4239 亿美元。后续折摊压力有所提升，调整净利润预测至 1187/1320 亿美元（前值 1140/1325 亿美元），调整幅度 3%/0%，新增 2028 财年利润预测 1552 亿美元。给予目标价 530-580 美元，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观压力与 IT 支出放缓；云与 AI 竞争加剧；产品落地低于预期

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、刘子谭（S0980525060001）

金融工程

◆ 金融工程日报：沪指午后加速下探，周期股大面积杀跌

市场表现：今日（20250731）市场全线下跌，规模指数中中证 2000 指数表现较好，板块指数中科创 100 指数表现较好，风格指数中中证 500 成长指数表现较好。计算机、通信、国防军工、银行、医药行业表现较好，钢铁、有色金属、房地产、非银、煤炭行业表现较差。拼多多合作商、熊去氧胆酸、多肽药、ChatGPT、新冠特效药等概念表现较好，水产、铁矿石、房地产精选、稀有金属精选、钢铁股精选等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 50 只股票涨停，有 9 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 1.51%，昨日跌停股票今日收盘收益为-2.52%。今日封板率 59%，较前日下降 13%，连板率 25%，较前日下降 2%。

市场资金流向：截至 20250730 两融余额为 19847 亿元，其中融资余额 19706 亿元，融券余额 142 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.3%，两融交易占市场成交额比重为 10.4%。

折溢价：20250730 当日 ETF 溢价较多的是新能源车电池 ETF，ETF 折价较多的是中证 2000ETF 基金。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 13 亿元，20250730 当日大宗交易成交金额为 14 亿元，近半年以来平均折价率 5.82%，当日折价率为 8.01%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.68%，2.67%，9.05%，11.56%，当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 0.25%，处于近一年来 61%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 3.17%，处于近一年来 46%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 11.41%，处于近一年来 37%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 12.84%，处于近一年来 44%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是中望软件、富春染织、环旭电子、奥比中光-UW、雷赛智能、皖能电力、因赛集团、金辰股份等，中望软件被 89 家机构调研。20250731 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入前十的股票是易点天下、昂利康、北方长龙、川润股份、凯格精机、冰轮环境、时空科技、大元泵业、德展健康、亚太药业等，机构专用席位净流出前十的股票是东芯股份、新恒汇、吉视传媒、安科生物、思泉新材、南新制药、海森药业、西菱动力、彩虹集团、保利联合等。陆股通净流入前十的股票是长城军工、诺德股份、易点天下、东芯股份、安科生物、德展健康、电气风电、数字认证、奥翔药业、中国电影、南兴股份等，陆股通净流出前十的股票是贝因美、山东墨龙、西藏天路、吉视传媒、冰轮环境等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【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	766.48	-0.50	ICE 布伦特原油	73.24	1.00
白银	9029.00	-1.67	铜	78430.00	-0.79
铝	20625.00	-0.12	铅	16785.00	-0.44
豆一	4137.00	-0.36	锌	22365.00	-1.25
豆粕	2996.00	0.16	镍	120130.00	-1.29
玉米	2304.00	-0.25	锡	265890.00	-0.57
螺纹钢	3206.00	-2.70	SR509	5801.00	-0.65

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	44130.97	-0.742900	55.89	55.89	55.89	55.89	41.94
德国 DAX 指数	24065.47	-0.810932	88.94	0.65	6.97	30.02	53.05
法 CAC40 指数	7771.97	-1.144626	-0.59	1.38	2.34	3.19	47.22
恒生指数	24773.33	-1.603055	-3.48	2.91	11.99	42.83	66.19
沪深 300 指数	4075.59	-1.822300	-1.77	3.54	8.08	18.40	64.98
美国 SP500 指数	6339.39	-0.369486	-0.37	2.16	13.83	14.79	46.29
纳斯达克综合指数	21122.45	-0.034170	0.30	3.69	21.07	20.01	48.08
日经 225 指数	41069.82	1.021087	-1.80	1.43	13.93	5.03	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	601138.SH	工业富联	34.6100	6.0355	无数据	601138.SH	工业富联	34.6100	6.0355	无数据
2	300059.SZ	东方财富	23.2300	-2.4360	无数据	300059.SZ	东方财富	23.2300	-2.4360	无数据
3	300750.SZ	宁德时代	264.6200	-4.5003	无数据	300750.SZ	宁德时代	264.6200	-4.5003	无数据
4	300394.SZ	天孚通信	105.6300	3.8745	无数据	300502.SZ	新易盛	189.2100	-0.5989	无数据
5	300502.SZ	新易盛	189.2100	-0.5989	无数据	002384.SZ	东山精密	58.4900	3.1388	无数据
6	600276.SH	恒瑞医药	62.9000	-1.0851	无数据	600276.SH	恒瑞医药	62.9000	-1.0851	无数据
7	688256.SH	寒武纪-U	709.5000	3.6220	无数据	688256.SH	寒武纪-U	709.5000	3.6220	无数据

8	300476.SZ	胜宏科技	192.0800	0.0052	无数据	300476.SZ	胜宏科技	192.0800	0.0052	无数据
9	002594.SZ	比亚迪	105.2400	-3.1831	无数据	002594.SZ	比亚迪	105.2400	-3.1831	无数据
10	600900.SH	长江电力	27.8400	-2.9965	无数据	600900.SH	长江电力	27.8400	-2.9965	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	3033.HK	南方恒生科技	无数据	无数据	119023.70	1810.HK	小米集团-W	53.1500	-0.02922374	284545.85
2	1093.HK	石药集团	9.9200	-0.01782178	151114.48	0700.HK	腾讯控股	550.0000	0.00182149	254853.68
3	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	179212.29	0981.HK	中芯国际	51.1000	0.01792829	249204.45
4	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	245817.68	3690.HK	美团-W	121.6000	-0.04552590	247522.80
5	0981.HK	中芯国际	51.1000	0.01792829	271353.39	9988.HK	阿里巴巴-W	115.7000	-0.01195559	227556.80
6	0700.HK	腾讯控股	550.0000	0.00182149	298163.61	1093.HK	石药集团	9.9200	-0.01782178	162458.84
7	1024.HK	快手-W	77.0000	0.06353591	299235.70	1024.HK	快手-W	77.0000	0.06353591	160939.43
8	1810.HK	小米集团-W	53.1500	-0.02922374	328705.95	0568.HK	山东墨龙	4.4100	-0.06567797	94404.65
9	9988.HK	阿里巴巴-W	115.7000	-0.01195559	331884.63	6181.HK	国信麦银八零六B	708.5000	-0.08403361	72682.25
10	3690.HK	美团-W	121.6000	-0.04552590	387360.56	6181.HK	老铺黄金	708.5000	-0.08403361	72682.25

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