

晨会纪要

数据日期: 2025-07-28	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)	3597.93	11217.58	4135.82	12698.06	3242.74	1055.10
涨跌幅度(%)	0.11	0.44	0.20	0.45	0.93	0.08
成交额(亿元)	7612.65	9810.41	4067.92	3659.39	4503.81	350.94

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

策略专题: ESG 热点周聚焦(7月第4期) - 雅下水电开工, 清洁能源启新章

策略专题: 策略周思考 - “内卷式”消灭1到2倍市净率和“反内卷”行情

行业与公司

社会服务行业双周报(第111期): 海南封关、雅下水电双轮驱动, 关注顺周期边际信号

传媒互联网周报: 2025世界人工智能大会规模创新高, 暑期档票房回暖
汽车行业专题: 汽车智能化月报系列(二十六) - 上海新一批智能网联汽车示范运营牌照7月26日发放, Robotaxi商业化落地加速

化工行业快评: 农药行业快评 - “正风治卷”三年行动开启, 农药行业有望迎来景气拐点

食品饮料周报(25年第30周): 第二季度白酒超配比例环比下降, 关注板块中报业绩情况

公用环保行业周报: 公用环保202507第4期 - 国内首台百万千瓦四代商用快堆初步设计完成, 2025Q2公用环保板块基金持仓梳理

家电行业周报(25年第30周): 8月空调排产同比下降7%, 第三批国补资金下达

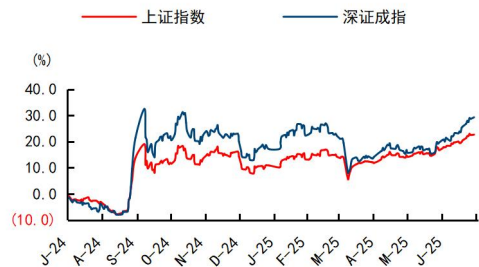
互联网行业周报: 人工智能周报(25年第29周) - 谷歌推出 Gemini 2.5 稳定版, 阿里开源 Qwen3-Coder 模型

机械行业周报: 制造成长周报(第24期) - 上海举行2025世界人工智能大会, 白宫发布 AI 行动计划

电子行业周报: 半导体全面反弹伊始, 看好三重周期共振下的估值扩张行情

小商品城(600415.SH)公司快评: “AI+外贸”布局再进一步, 新市场招商中标价稳步增长

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 07月29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	25562.13	0.68

基金指数 07月29日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3261.94	-0.01
股票基金指数	10837.03	-0.02
混合基金指数	10103.57	-0.12

汇率 07月29日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.15	-1.3
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.84	0.0
美元兑日元	148.55	0.59

非流通股解禁 07月29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

【常规内容】

宏观与策略

◆ 策略专题:ESG 热点周聚焦（7 月第 4 期）- 雅下水电开工，清洁能源启新章

海外 ESG 热点事件：国外绿色金融与 ESG 政策、资本与技术三线并进，达到“规则-资金-技术”共振。政策法规方面，英国政府确认 2029 年将工程碳去除纳入排放交易计划并保留配额总量不变；国际法院 7 月 23 日发表咨询意见，首次明确“国家未能控制温室气体排放可能构成国际不法行为”。地方政府层面，阿布扎比发布首个环境部门气候适应计划（2025-2050），锁定地下水、土壤和生物多样性三大脆弱系统。产业方面，全球首艘深远海绿色智能技术试验船“未来”号在中国命名交付，将作为“移动海上实验室”验证绿色技术与深海装备；F1 宣布 2018 年以来碳足迹下降 26%，并计划 2026 年启用 100% 先进可持续燃料。绿色金融领域，非洲开发银行批准 1.164 亿美元贷款支持摩洛哥包容性农业，国际锡业协会启动负责任锡业网络，渣打银行推出可持续托管与账户银行解决方案，德意志银行报告 2025 年第二季度为四年来最强劲可持续金融季度，Actis 等未在文件中披露的其他基金信息未收录。信息披露方面，黄金标准发布高完整性工程碳去除框架，EFRAG 上线“EFRAG 2025 State of Play”门户实时发布企业 ESRS 披露进展，IFRS 发布气候相关财务报表不确定性披露示例。

国内 ESG 热点事件：国内绿色低碳与 ESG 领域动作密集、层级多元，从国务院层面到部委、地方、交易所、企业共同发力。国务院国资委批准组建中国雅江集团并启动总投资 1.2 万亿元的雅鲁藏布江下游水电工程，李强总理亲赴林芝宣布开工；中国人民银行披露二季度末绿色贷款余额达 42.39 万亿元，半年增量 5.35 万亿元；深交所 7 月 25 日正式实施创业板综合指数修订，首次引入 ESG 负面剔除机制；生态环境部常务会议审议并原则通过浙江金七门核电厂 1、2 号机组环评报告书及 3 项国家生态环境监测标准；新疆哈密举办 2025 光热与新型储能高质量发展交流会，聚焦“一标杆两典范”战略；广州召开第四届“ESG 生态共建主题活动”与第十七届企业社会责任年会，发布年度 ESG 竞争力企业榜单；上海揭牌中国聚变能源有限公司，中核集团布局聚变总体设计及数字化研发；浙江晨丰科技拟增资 9000 万元打造“绿电支撑算力、算力反哺绿电”的增量配电网新生态；国内首艘深远海绿色智能技术试验船“未来”号命名交付，将成为“移动海上实验室”；大麦娱乐发布 2025 财年 ESG 报告，MSCI 评级升至 AA，位列国内媒体娱乐行业最高。

学术前沿：2025 年 7 月发表于《Finance Research Letters》的研究《Biodiversity finance, green bonds, and tokenized carbon: a Quantile-on-Quantile connectedness analysis》利用 2021 - 2025 年多资产日度数据发现，生物多样性资产、绿色债券与碳代币在极端行情下呈显著非线性联动；2025 年 7 月发表于《Journal of Environmental Management》的《Research on the impact of energy transition policies on corporate ESG performance》基于 2009 - 2019 年中国 6855 个公司-年样本显示，2014 年新能源示范城市政策使试点企业 ESG 评分显著下降，该负面效应通过加剧财务约束、抑制绿色创新与抬升破产风险三条渠道实现；2025 年 7 月发表于《International Journal of Accounting, Management, and Economic Review》的《Post-pandemic corporate governance in emerging markets: an accounting and ESG perspective》通过对 2021 - 2023 年东南亚、拉美、东欧及非洲 150 名会计治理专业人士的问卷与访谈发现，疫情后 78% 受访者认为 ESG 披露“重要/非常重要”。

风险提示：(1) 海外低碳经济发展过程中遇到波折；(2) 全球经济增长和低碳环保间权衡取舍对 ESG 投资节奏的短期扰动；(3) 文中个股或产品仅做统计汇总，不构成投资推荐依据

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

◆ 策略专题:策略周思考-“内卷式”消灭 1 到 2 倍市净率和“反内卷”行情

从微观估值结构看近期市场特征：内卷式消灭 1-2 倍市净率。4 月 7 日区间低点，PB 在 2 倍以下的个股占比在 45% 左右，截至 7 月 25 日，PB 在 2 倍以下的个股占比快速降至不足 30%。部分投资者认为当过往长期正确的杠铃策略超额收敛、杆资产阶段性崛起、高低切频繁演绎的过程中，市场是否会内卷式消灭

1-2 倍 PB 个股, 轮动遍历拔估值最终驱动指数继续创新高。从历史复盘情况看, 近 10 年来仅有 2015-2015 年实现了 1-2x PB 个股的全方位消灭, 但彼时的拔估值更依赖于杠杆资金的活跃; 2020-2021 年期间, 1-2x PB 个股占比阶段性减少后企稳, 估值分布稳态达成与杠杆资金稳态运行基本同频; 指数向上过程中, 不出现系统性消灭“1-2x PB 个股”而是完成估值结构纺锤形进一步强化的例外情况发生在 2016-2018 年, 龙头崛起的过程中, 市场赚钱效应是“聚焦”而非“扩散”, 因此并未出现所谓的系统性消灭低估值个股的过程。

“系统性消灭 1-2x PB”的必要不充分条件包括: 1) 赚钱效应不断扩散 2) 增量资金脉冲, 较为典型的增量资金包括两融和散户; 3) 各类风格的基本面预期同向。“分子端盈利弱、纯估值驱动”的行情中, 更容易出现没有低估个股的泡沫化结局, 即“银行 > 1x PB, 其他大于 2x PB”。“反内卷”行情爆发也是消灭各自板块内 1 倍以下 & 1-2 倍 PB 个股的过程, 向后看, 中上游行业内卷式拔估值或率先进入稳态模式, 作为跨行业高层次政策主题, 后续分化轮动上涨过程中核心主线拔估值的时间更长、空间更大。

对于反内卷, 第一轮相对全 A 最大超额在 20 个百分点附近, 重资产行业“反内卷”下的两阶段超额演绎路径为: “ROA →, PB ↑”到“ROA ↑, PB →”。以 2016 年反内卷行情为参考系, 2015 年末至 2016 年 1 月、2016 年 2-4 月, 煤炭、钢铁、有色出现了相对全 A 跑赢近 16 个百分点以上的情况, 超额收益的第一轮抢跑更多发生在政策未正式出台前, 亦或是出台后的头一个月, 主题驱动阶段股价领先商品价格。拉长时间看, 多数行业在供给侧结构性改革政策推出 2 个季度后迎来基本面修复, 但幅度无法先行确认。以煤炭为例, 报表端确认相较于煤价反弹大约滞后一个季度左右, 2016 年 Q3 往后, 行业自身 PB 中枢维持相对稳定, ROA 中枢快速提升, 第二波超额由盈利驱动。

第二波主升浪超额收益模式探讨: “仅亏利润” > “亏利润+亏现金”。对于原本自身盈利的企业而言, 全周期内波动率更低但无法跑出超额。上一轮供给侧结构性改革期间, 钢铁和煤炭行业三组样本一致的节奏特征是, 仅亏利润、不亏现金流的样本组合长期表现强于反内卷初始阶段既亏利润又亏现金流的公司。聚焦当前反内卷核心行业, 光伏硅料硅片、电池、组件既亏利润也亏现金流, 供给端限制底部价格情况下主升浪超额由需求端边际变化决定; 水泥企业头部盈利, 整体亏利润+现金流, 关注行业内部分部不亏现金流的企业; 火电仅有部分两广企业亏损, 行业自律叠加渠道商价格约束下, 估值有望稳步抬升。

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, 不构成投资推荐依据
证券分析师: 陈凯畅 (S0980523090002)、王开 (S0980521030001)

行业与公司

◆ 社会服务行业双周报 (第 111 期): 海南封关、雅下水电双轮驱动, 关注顺周期边际信号

海南封关、雅下水电双轮驱动, 关注顺周期边际信号。据新华社报道, 海南自贸港将于 2025 年 12 月 18 日正式启动全岛封关运作, 实施“一线放开、二线管住、岛内自由”自由化便利化政策制度。“零关税”商品税目比例从 21%提升至 74% (约 6600 项), 符合条件的进口货物可“径予放行”以降低企业物流成本; 同时, 享惠主体从企业扩展至全岛企事业单位及民办非企业单位, 加工增值超 30%的商品可免关税销往内地政策, 有望显著提升海南对企业、旅客的国际吸引力, 催生“商务+休闲”复合需求, 带动酒店、会展、物流等产业链发展; 对免税运营商而言, 预计也将受益于总体客流提升, 此外由于封关目前仅限于零关税、同时注重实施“二线管住”, 预计短期免税运营商的牌照优势仍存。此外, 雅江水电 1.2 万亿基建投资将激活区域经济循环, 与封关政策协同, 有望提振人力资源、海南出行链、就业强相关的教育、商务酒旅、餐饮、免税及出境游等相关产业, 建议关注顺周期边际信号。

风险提示: 宏观经济恢复低于预期; 行业竞争加剧; 监管政策风险; 内部孵化、外延并购低于预期; 食品安全风险等。

板块复盘: 消费者服务板块报告期内上涨 4.41%, 跑赢大盘 1.61pct。国信社服板块涨幅居前的股票为

西藏旅游、兰生股份、东方甄选、凯撒旅业、科锐国际、粉笔、中国东方教育、同道猎聘、人瑞人才、大连圣亚等。

行业与公司动态：豆神教育推出 AI “超练作文+超练阅读” 体系；京东外卖启动 “菜品合伙人” 计划，颠覆传统餐饮加盟，合伙人无需承担租金、人力或设备成本，仅提供配方并参与研发，京东则通过中央厨房全托管制作、品控和销售，实现零门槛、轻资产运营。目标三年建万店 “七鲜小厨”，据北京商报报道，北京首店开业三日即售出超 800 份餐食；萨莉亚低价策略驱动净利创季度历史新高；航旅纵横上线民航官方直销平台，整合 37 家航司资源提供一站式购票服务；印度恢复中国公民旅游签证；瑞幸多邻国联名 “绿沙拿铁” 首周销量破 900 万杯，多邻国新增用户环比激增 30%。

投资建议：维持 “优于大市” 评级。伴随国家不断出台扩大内需的利好政策，报告期内社服板块估值有望持续修复。目前经济环境和市场风格下建议配置亚朵、中国东方教育、学大教育、科锐国际、北京人力、携程集团-S、美团-W、同程旅行、古茗、蜜雪集团、峨眉山 A 等。中线优选中国中免、美团-W、蜜雪集团、古茗、亚朵、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、中国东方教育、同程旅行、北京人力、BOSS 直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、海南机场、米奥会展、君亭酒店、峨眉山 A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、东方甄选等。

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

联系人： 周璟皓

◆ 传媒互联网周报：2025 世界人工智能大会规模创新高，暑期档票房回暖

传媒板块本周表现：行业上涨 2.09%，跑赢沪深 300，跑输创业板指。本周（7.14-7.20）传媒行业上涨 2.09%，跑赢沪深 300（1.69%），跑输创业板指（2.76%）。其中涨幅靠前的分别为幸福蓝海、新华传媒、因赛集团、中国电影等，跌幅靠前的分别为兰生股份、世纪天鸿、焦点科技、掌阅科技等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 18 位。

重点关注：世界人工智能大会开幕，字节的扣子空间、Trae 更新。1）以 “智能时代同球共济” 为主题的 2025 世界人工智能大会在上海开幕。大会展览面积首次突破 7 万平方米，吸引了 800 余家企业参展，集中展示 3000 余项前沿展品及 100 余款 “全球首发” “中国首秀” 新品，规模创历届之最；2）扣子空间推出了网页设计功能，利用 AI 技术将网页设计时间从数天缩短至 5 分钟；3）近日 Trae 正式发布了 2.0 版本，并引入 SOLO 模式。Trae 2.0 的 SOLO 模式实现了从传统编码助手向综合 “context engineer” 的转变，能够独立完成从构思到部署的整个开发流程。

本周重要数据跟踪：《Whiteout Survival》蝉联手游榜首，暑期档重磅新片即将上映。1）本周（7 月 21 日-7 月 27 日）电影票房 10.38 亿元。票房前三名分别为《南京照相馆》（3.06 亿元，票房占比 29.4%）、《长安的荔枝》（2.39 亿元，票房占比 23.0%）、《罗小黑战记 2》（1.30 亿元，票房占比 12.4%）；2）综艺节目方面，《脱口秀和 ta 的朋友们第二季》、《歌手 2025》、《喜剧之王单口季第 2 季》、《一饭封神》和《密室大逃脱第七季》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）

◆ 汽车行业专题:汽车智能化月报系列(二十六)-上海新一批智能网联汽车示范运营牌照 7 月 26 日发放, Robotaxi 商业化落地加速

行业新闻: 1) 特斯拉智能辅助驾驶计划年内在中国进一步落地; 2) 上海新一批智能网联汽车示范运营牌照 7 月 26 日发放; 3) 小马智行 Robotaxi 获准于上海中心城区开展示范运营; 4) 文远知行联合奇瑞、锦江出租获批 L4 级智能网联汽车主驾无人示范应用牌照; 5) 行深智能首发基于地平线征程 6M 的 L4 级自动驾驶方案; 6) 知行科技携手地瓜机器人, 打造具身智能主控制器 iRC100 全栈解决方案。

高频核心数据更新: 1) 800 万像素摄像头占比持续提升。2025 年 5 月, 乘用车前视摄像头渗透率 66.7%, 其中 800 万像素占比 38.6%, 同比+23pct, 环比+4pct; 2) 英伟达驾驶芯片占比提升。2025 年 5 月, 乘用车驾驶域控渗透率 29%, 其中地平线、英伟达、特斯拉 FSD、华为芯片占比分别为 13%、57%、7%、12%, 同比分别+3、+28、-15、-2pct, 环比分别-0、-1、+1、+2pct。3) 激光雷达市占率持续提升。2025 年 5 月, 乘用车激光雷达渗透率 10%, 同比+4pct, 环比+2pct。参考 NE 时代数据, 5 月激光雷达供应商市占率禾赛科技(36.5%)、华为(31%)、速腾聚创(25.5%)、图达通(7.1%)。

智能驾驶: 标配 L2 级以上功能的乘用车渗透率 5 月同比+13pct。2025 年 5 月, 乘用车行业 L2 级以上渗透率为 28.1%, 同比+13pct, 高速 NOA、城区 NOA 渗透率分别为 28.5%、12.5%, 同比分别+15、+4pct, 环比分别+4、+1pct。1) 传感器: 渗透率角度, 前视摄像头、前向毫米波雷达、激光雷达 5 月的渗透率分别为 66.7%、57.5%、10.0%, 同比分别+6、+8、+4pct, 环比分别+1、+2、+2pct。2) 域控制器: 2025 年 5 月, 乘用车自动驾驶域控制器渗透率为 28.7%, 同比+13pct, 环比+3pct。

智能座舱: 大屏化产品、HUD、座舱域控制器等单品渗透率持续提升, 本土企业崛起。10 寸以上中控屏、10 寸以上液晶仪表、HUD、智能座舱域控制器 5 月渗透率分别为 83.3%、50.7%、17.2%、38.4%, 同比分别+0、-3、+3、+10pct, 环比分别+0、+1、-1、-2pct。

智能网联: OTA、T-BOX 5 月的渗透率分别 76.4%、68.8%, 同比分别+3、-8pct。

投资建议: 整车推荐小鹏汽车、零跑汽车、吉利汽车。L4 推荐小马智行。零部件推荐: 数据获取, 推荐速腾聚创、禾赛科技; 数据传输, 推荐沪光股份; 数据处理, 推荐地平线机器人-W、黑芝麻智能、科博达、华阳集团、均胜电子; 数据应用推荐星宇股份、华阳集团、保隆科技、伯特利。

风险提示: 汽车智能驾驶渗透速度不及预期风险, 销量不及预期风险。

证券分析师: 唐旭霞(S0980519080002)、杨钊(S0980523110001)

◆ 化工行业快评: 农药行业快评-“正风治卷”三年行动开启, 农药行业有望迎来景气拐点

事项: 中国农药工业协会印发《关于开展农药行业“正风治卷”行动的通知》, 为深入贯彻落实 2025 年中央一号文件精神, 根据 2024 年中央经济工作会议关于“综合整治内卷”的工作要求, 经研究决定, 针对当前农药行业存在的隐性添加、非法生产、无序竞争等突出问题, 在全行业开展“正风治卷”三年行动。

国信化工观点: 1) “反内卷”文件从行动目标、重点任务、保障措施三大方面对“正风治卷”三年行动做了指引, 文件主要看点有严厉打击非法生产行为、抵制企业低价无序竞争行为等。2) 农药行业竞争激烈, 安全事故频发, 行业“反内卷”迫在眉睫。2025 年以来农化行业发生多起安全生产事故, 一方面与相关农药工艺自身的危险特性相关, 一方面是在行业竞争加剧下企业盈利承压, 安全投入降低, 反内卷行动有助于提高合规企业利润, 对保障农化行业的安全生产至关重要。3) 农药需求持续向好, 中国农药企业正抢占全球绝大部分农药增量市场份额。此前渠道库存下降至低位, 使得下游在需求旺季时加大采购进行补库, 2025 年以来巴西、美国农药进口数量大幅增长, 而印度、美国农药出口数量并未同步增长, 中国农药出口数量持续增长, 是全球农药增量市场的主要供给者。4) 2024 年二季度以来, SW 农药行业的资本开支同比增速已连续 4 个季度为负值, 当前多数农药价格跌无可跌, 行业“正风治卷”三年行动将加强行业自律, 农药行业景气度有望触底反弹。

证券分析师: 杨林(S0980520120002)

联系人：王新航

◆ 食品饮料周报（25 年第 30 周）：第二季度白酒超配比例环比下降，关注板块中报业绩情况

本周（2025 年 7 月 21 日至 2025 年 7 月 25 日）本周食品饮料板块上涨 0.77%，跑输上证指数 0.90pct。本周食品饮料板块涨幅前五分别为*ST 西发（9.89%）、ST 交昂（8.94%）、煌上煌（7.39%）、嘉必优（7.30%）和天佑德酒（6.80%）。

白酒：板块超配比例环比下降，反映基本面弱预期。据全国白酒调查资料，7 月中旬全国白酒环比价格总指数为 100.00，保持稳定。本周白酒指数上涨 1.0%，板块持仓超配比例已至历史较低水位。情绪面及资金面看，根据我们测算 25Q2 白酒板块主动偏股基金重仓持股比例环比-2.07pcts 至 4.50%，超配比例环比-1.52pcts 至 1.35%，剔除茅台后板块超配比例 1.33%，已低于 18Q4 水平；茅台收入增长确定性领先板块，五粮液、泸州老窖等龙头股息率性价比突出。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：25Q2 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。继续优先推荐内部改革持续深化的燕京啤酒。零食：25Q2 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。继续推荐魔芋产品持续兑现高增速、渠道基础不断夯实的卫龙美味，推荐麻酱魔芋大单品持续渗透渠道、供应链及市场需求响应能力领先的盐津铺子。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。板块性推荐乳制品，重点推荐具备估值安全边际的龙头乳企。饮料：旺季龙头提速，业绩分化明显。我们持续推荐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的包装水、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、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

◆ 公用环保行业周报：公用环保 202507 第 4 期-国内首台百万千瓦四代商用快堆初步设计完成，2025Q2 公用环保板块基金持仓梳理

市场回顾：本周沪深 300 指数上涨 1.69%，公用事业指数下跌 0.27%，环保指数上涨 1.66%，周相对收益率分别为-1.96%和-0.03%。电力板块子板块中，火电下跌 0.29%；水电下跌 1.31%，新能源发电上涨 1.24%；水务板块上涨 2.68%；燃气板块上涨 0.81%。

重要事件：国内首台百万千瓦四代商用快堆初步设计完成，中核集团宣布我国首台第四代百万千瓦商用快堆 CFR1000 完成初步设计，具备上报审批条件。这是我国核能发展“热堆-快堆-聚变堆”三步走战略的重大进展。该商用快堆装机容量达 120 万千瓦，全面满足第四代核能系统对安全性、可持续性和经济性的要求。8 月江苏电力集中竞价交易结果：成交价 393.8 元/兆瓦时。2025 年 8 月份江苏电力集中竞价交易共成交电量 123.53 亿千瓦时，成交价格 393.8 元/兆瓦时。2025 年 7 月 22 日，中山市发改局官网公告，2025 年 8 月将组织召开中山市自来水价格调整听证会，此为中山市时隔 13 年再次调整自来水价格。

专题研究：2025 年第二季度，基金重仓持股公用事业板块股票合计市值为 632.80 亿元，较 2025 年第一季度 587.86 亿元环比增加 7.64%，占基金重仓持股总市值的比例为 2.1%，环比增加 0.2pct；公用事业板块基金重仓持股以水电公司为主，水电、燃气板块加仓较多，火电板块减仓较多。基金重仓持股环保板块股票合计市值为 73.52 亿元，较 2025 年第一季度 74.36 亿元环比下降 1.1%，占基金重仓持股总市值的比例为 0.2%，与 2025 年一季度基本持平，环保板块基金重仓持股以固废治理公司为主。

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）

◆ 家电行业周报（25 年第 30 周）：8 月空调排产同比下降 7%，第三批国补资金下达

本周研究跟踪与投资思考：8 月进入空调淡季，排产出现降速，空调内销/外销排产量同比下降 5%/10%。近日中央向地方下达了第三批 690 亿元国补资金，并预计 10 月下达第四批，有望持续带动家电需求稳健增长。

8 月空调排产下降 7%，内销进入淡季排产增速回落。8 月空调逐步进入淡季，排产增速出现回落，其中内销排产有所降速，外销降幅收窄。奥维云网数据显示，8 月家用空调排产 1116 万台，同比减少 7.1%，其中内销排产 651 万台，同比减少 5.3%；出口排产 465 万台，同比下降 9.5%。内销增速环比下降明显，预计系：1）618 大促叠加国补，需求释放较快，8 月进入淡季预计需求相对一般；2）6 月底，渠道库存同比增长 5%，企业主动放缓生产节奏，减少库存。外销降幅则有所收窄，预计随着关税形势逐步明朗，空调外销订单有所恢复，但产业链外移的影响下，空调外销依然有所下降。

第三批国补资金 690 亿下达，家电内销支撑力强。7 月 25 日，发改委宣布：近日，国家发展改革委已会同财政部，向地方下达了今年第三批 690 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金，下一步将继续加强统筹协调、强化跟踪调度、完善实施机制，平稳有序推进消费品以旧换新工作。并计划将于 10 月下达今年第四批 690 亿元超长期特别国债资金，推动地方均衡用好资金，确保政策实施更加平稳有序、资金均衡用到年底。截至 7 月 16 日，全国共有 2.8 亿人次申领消费品以旧换新补贴，带动相关商品销售额超过 1.6 万亿元。今年以来，在国补的拉动下，我国家电需求实现较快增长，1-6 月限额以上家电和音像器材类零售额同比增长 30.7%。随着国补资金的陆续下发，家电需求有望延续良好的增长趋势，助力 2025H2 实现韧性增长。

Q2 家电重仓比例回落，黑电重仓比例有所上升。Q2 家电上市公司被所有基金重仓持股占比达到 3.3%，环比下降 0.6pct。以家电市值占 A 股 1.8%的比例计算，家电依然处于超配水平。分板块，Q2 白电/黑电/小家电/厨卫电器/照明设备/家电零部件板块重仓持股比例环比分别 -0.47%/+0.03%/-0.12%/-0.01%/-0.00%/-0.06%至 2.62%/0.22%/0.25%/0.02%/0.01%/0.22%。白电板块依然是家电被重仓的第一大板块，但 2024 年重仓比例快速上升以来，已连续 3 个季度环比回落。黑电、小家电及家电零部件板块被重仓持股的占比在 0.2%+的水平，其中黑电有所增配，小家电及家电零部件有所减配。

重点数据跟踪：市场表现：本周家电相对收益-1.65%。原材料：LME3 个月铜、铝价格周度环比分别

+1.2%/+2.3%至 9839/2655.5 美元/吨；冷轧价格周环比+4.8%至 3920 元/吨。集运指数：美西/美东/欧洲线周环比-6.44%/ -8.15%/-0.90%。地产数据：6 月住宅竣工/销售面积累计同比-15.5%/-3.7%。

核心投资组合建议：白电推荐美的集团、格力电器、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、科沃斯。

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

◆ 互联网行业周报:人工智能周报（25 年第 29 周）-谷歌推出 Gemini 2.5 稳定版，阿里开源 Qwen3-Coder 模型

人工智能动态：1）产品应用：DeepMind 推出 Gemini 2.5 Flash-Lite 稳定版，实现速度与成本双重突破；阿里开源 Qwen3-Coder，助力开发者高效编程；腾讯混元 ASR 语音识别大模型接入 ima 平台，智能输入实现突破；字节推出 Seed LiveInterpret 2.0，开启同声传译新纪元；京东开源 JoyAgent 智能体，打造企业级多智能体平台。2）底层技术：Google 发布 Opal 无代码实验，自然语言驱动 AI 应用构建，革新大众化开发范式；Meta 推出 AU-Nets 架构，以字节级自回归处理重构文本建模范式；DeepMind 开源 Aeneas 模型，助力古代文本研究。3）行业政策：特朗普政府发布《AI 行动计划》，确立放松监管、基建保障、技术输出三大战略支柱。

投资建议：电商行业竞争依旧激烈，各平台选择继续向商家让利、或在外卖即时零售领域加大投入寻找新增量。AI 方面，巨头的业务场景，如云计算、广告等持续受益，但短期 AI Agent 等方面仍需打磨。当前，我们认为恒生科技指数处于震荡期，推荐与宏观经济相关性较低的网易云音乐、美图公司、腾讯音乐。

风险提示：政策风险，疫情反复的风险，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，游戏公司新产品不能如期上线或者表现不及预期的风险等。

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

◆ 机械行业周报:制造成长周报（第 24 期）-上海举行 2025 世界人工智能大会，白宫发布 AI 行动计划

行业动态：人形机器人-7 月 22 日，Figure 推出防火电池；7 月 22 日，星动纪元发布星动 L7；7 月 22 日，字节跳动 Seed 发布 VLA 模型 GR-3；7 月 25 日，宇树科技发布双足机器人新品 Unitree R1，售价 3.99 万元起。AI 基建-7 月 22 日，OpenAI 与甲骨文达成协议将推进 4.5 GW 数据中心建设；7 月 23 日，谷歌上调全年资本开支指引；7 月 24 日，白宫发布人工智能（AI）行动计划。无人经济-7 月 21 日，中国兵器首次公开实装动态演示；智能网联汽车-7 月 24 日，上海将发放示范运营牌照。

政府新闻：人工智能-7 月 26 日，李强出席 2025 大会暨人工智能全球治理高级别会议。

公司动态：人形机器人-7 月 21 日，华培动力拟设立全资子公司布局传感器业务；7 月 21 日，祥鑫科技战略投资恒驱电机；7 月 21 日，乐聚与东方精工集团签署战略合作；7 月 22 日，商汤科技成立具身智能新公司；7 月 23 日，优必选推出全尺寸工业人形机器人 Walker S2；低空经济-7 月 23 日，沃兰特签署 500 架 17.5 亿美元 eVTOL 订单。

重要事件前瞻：8 月 14 日至 17 日，北京将举办世界人形机器人运动会。

热点事件点评：

马斯克在 2025 年二季报电话会上表示：“我认为 Optimus Gen3 的设计非常精致，将成为有史以来最伟大的产品。我们将在 3 个月内推出原型，并于明年年初开始生产。未来 5 年内，我们将每月生产 10 万台 Optimus 机器人。”此次马斯克重申 Optimus Gen3 的设计进展、未来量产计划，我们认为 Gen3 经过重新设计，其运动控制、灵活程度、大小脑等方面有望较 Gen2 显著提升，看好机器人持续进步和未来量产节奏。

7月24日，白宫发布了人工智能(AI)行动计划，围绕三点核心支柱展开：加速AI创新、强化本土AI基础设施建设，以及推动美国硬件和软件成为全球AI创新的标准平台。美国出台AI行动计划展示了对AI产业发展的高度重视，代表了未来产业的重要方向，而具身智能是AI的重要载体，人形机器人产业作为最大的具身智能细分方向有望受益于全球AI产业的发展而高速发展，我们看好AI及人形机器人的长期发展。同时，在美国强化本土AI产业发展的背景下，我国增强自身AI相关实力的需求日益迫切。建议重点AI基建、人形机器人等板块投资机会，同时重点关注进口替代细分领域，比如科学仪器、半导体相关设备等的投资机会。

本周重点关注标的-飞荣达、龙溪股份、汇成真空、鼎阳科技、应流股份、冰轮环境。

行业投资观点

1、人形机器人：从价值量和卡位上把握空间及确定性（优选T链供应商&实力强卡位好的公司），股票弹性上重点寻找增量环节，重点关注：1）关节模组：【恒立液压】【汇川技术】【震裕科技】【蓝思科技】；2）灵巧手：【兆威机电】【雷赛智能】【蓝思科技】等；3）减速器环节：【绿的谐波】【金帝股份】；4）丝杠环节：【恒立液压】【绿的谐波】【震裕科技】；5）关节轴承+连杆：【龙溪股份】；6）电机环节：【雷赛智能】【伟创电气】【步科股份】【星德胜】等；7）本体及代工：【蓝思科技】【中坚科技】【永创智能】【博众精工】；8）传感器：【汉威科技】；9）设备：【博众精工】【秦川机床】；10）其他：【飞荣达】【德马科技】【奥普特】【东华测试】【国机精工】【华翔股份】等。

2、AI基建：AI需求拉动数据中心资本开支持续增长，燃气轮机和冷水机组等环节将充分受益，重点关注【汉钟精机】【冰轮环境】【应流股份】【豪迈科技】【同飞股份】【高澜股份】。

3、自主可控-国产化率低：通用电子测量仪器重点关注【普源精电】【鼎阳科技】【优利德】，其他关注【川仪股份】等；光刻机真空镀膜设备重点关注【汇成真空】。

4、低空经济：低空经济产业进展迅速基建先行，全国低空交通“一张网”项目启动，统一标准构建空管网络，整机和核心零部件（发动机/电机）会是产业发展核心环节，重点关注【应流股份】【宗申动力】等。

5、智能焊接机器人：智能焊接在钢结构行业已开始从0到1放量，长期来看智能焊接机器人市场近千亿元，重点关注【柏楚电子】。

6、3D打印：3D打印作为增材制造技术，在制造领域有实现复杂结构、轻量化、缩短研发周期等优势，随技术成熟将在航空航天、3C等各领域实现应用打开市场空间，重点关注【铂力特】【华曙高科】。

7、X射线检测设备：X射线检测是高精度的无损检测，医疗健康和工业等领域需求推动行业快速发展，核心零部件如X射线探测器、CT球管存在国产化需求，重点关注【奕瑞科技】。

8、核聚变：核聚变是能源变革的长期方向，首次聚变能发电标志核聚变取得一定实质进展，重点关注【应流股份】【江苏神通】【海陆重工】。

9、商业航天：国内商业航天火箭进步推动卫星组网，海外卫星应用成果显著，整体产业化进展加速，重点关注【上海沪工】【广电计量】【应流股份】。

风险提示：行业下游需求不及预期，技术发展不及预期的风险。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、杜松阳（S0980524120002）

联系人： 张宇翔

◆ 电子行业周报：半导体全面反弹伊始，看好三重周期共振下的估值扩张行情

半导体全面反弹伊始，看好三重周期共振下的估值扩张行情。过去一周上证上涨1.67%，电子上涨2.85%，子行业中半导体上涨4.65%。同期恒生科技上涨2.51%，费城半导体、台湾资讯科技下跌1.51%、0.36%。近期在北美算力强势上涨的带动下，相关映射链条成为主要情绪拉动点，尤其是受益于ASIC趋势下网络架构的变化而带来显著增量的交换机及服务器产业链。与此同时，基于中美经贸谈判的向好态势，以及美国对越南等地关税的落地，与AI端侧创新直接关联的消费电子迎来底部反弹，并在工业富联、鹏鼎控股、东山精密等大市值标的上体现了AI算力与端侧创新β共振的走势。一方面，台积电预计AI需求持续强劲，非AI需求温和复苏，将年收入增速预期由25%左右上调到30%左右；另一方面，基于近期

黄仁勋来华、中芯国际业绩会临近、苹果新品备货启动，行业迎来密集催化。我们仍坚定看好 25 年电子板块在“宏观政策周期、产业库存周期、AI 创新周期”共振下的“估值扩张”行情，坚定推荐中芯国际、华虹半导体、翱捷科技、工业富联、澜起科技、沪电股份、中微公司、德明利、北方华创、江丰电子、顺络电子。

美国发布 AI 行动计划，关注国产自主可控链。7 月 24 日，美国白宫发布 28 页《美国 AI 行动计划》，以三大核心支柱为框架，明确其在 AI 领域争夺全球主导权的路径。1) 加速 AI 创新，撤销 AI 发展的行政令，建立“去监管化”创新环境；2) 扩张 AI 基建，简化数据中心/晶圆厂审批流程，升级电网，半导体制造回流等；3) 输出美国标准，强化芯片出口管制，制定半导体制造子系统的新出口管制等。我们认为美国的 AI 行动计划将会进一步限制半导体领域的出口，国产半导体从制造、设备、材料等各个环节都将加速实现自主可控，建议关注自主可控链：中芯国际、华虹半导体、北方华创、中微公司、拓荆科技、江丰电子、鼎龙股份、神工股份、寒武纪、龙芯中科等。

TI 2Q25 营收接近指引上限，周期性复苏强劲。TI 2Q25 营收 44.48 亿美元 (YoY +16.4%，QoQ +9.3%)，接近指引上限，预计 3Q25 营收 44.5-48.0 亿美元 (YoY 7.2%-15.6%，QoQ 0%-7.9%)。从下游来看，2Q25 所有下游均同比增长，除汽车环比减少外，其他下游环比均增长，其中工业环比增长 15% 左右，环比增速最快，且工业复苏是广泛和全面的。TI 在 Q2 早期看到需求加速可能有关税的影响，但整个季度来看已经正常化，认为周期性复苏是强劲的。我们认为国内模拟芯片公司近几年研发的新产品将进入规模放量阶段，继续推荐圣邦股份、思瑞浦、杰华特、纳芯微、南芯科技、艾为电子、芯朋微等。

谷歌上调全年资本开支计划，AI 战略持续扩展。谷歌母公司 Alphabet 2Q25 营收 964.28 亿美元 (YoY 13.79%，QoQ 6.86%)，其中谷歌云收入 136.24 亿美元 (YoY 31.67%，QoQ 11.13%)，主要得益于谷歌云平台 (GCP) 在核心 GCP 产品、人工智能基础设施以及生成式人工智能解决方案方面的持续增长。公司表示，鉴于对云产品和服务的需求持续强劲且不断增长，2025 年资本支出投资由此前的约 750 亿美元增加到约 850 亿美元，预计 2026 年将进一步增加。我们认为 AI 仍是需求确定性高增长的投资主线，建议持续关注：工业富联、华勤技术、沪电股份、龙芯中科、联想集团、立讯精密、晶晨股份等。

AI 应用加速发展，与算力基建形成正向循环。谷歌在二季度业绩会上表示，搜索业务方面，AI Overviews 已覆盖 200 多个国家和 40 种语言，月活跃用户突破 20 亿；AI Mode 对话式搜索体验在美国和印度上线，用户已超 1 亿。AI 正在推动用户搜索和访问信息的方式的转变。目前公司每月处理超 980 万亿个 tokens，相比 5 月，该数字翻了一番，Gemini 的全球用户已达 4.5 亿，日请求量较一季度提升 50% 以上。AI 应用端持续获得用户和市场的正向反馈，与 AI 算力基建形成需求闭环。我们继续推荐 AI 算力产业链：生益科技、工业富联、沪电股份、鹏鼎控股、景旺电子、东山精密等。

存储进入技术迭代十字路口，看好存储方案迭代的增量机遇。随着数据量爆发式增长，经典存算分离的冯诺一曼计算架构面临“内存墙”挑战，数据搬运的速度、功耗要求加速提升，存储进入技术迭代的十字路口，从存储介质到封装维度加速升级：近期三星电子、SK 海力士、美光已完成 DDR6 的初期原型开发，预计 2026 年有望完成平台认证，27 年率先在服务器市场商用。相比 DDR5，DDR6 内存带宽、通道数量大幅提升，在高性能计算爆发背景下 DDR6 有望加速渗透。随内存技术加速迭代，存储应用陆续迎增量导入窗口，国产存储公司有望实现客户与产品结构加速升级；建议关注相关公司兆易创新、北京君正、佰维存储、德明利、江波龙等。

7 月下旬 65 寸 LCD TV 面板价格环比下滑，其余尺寸价格环比持平。据 WitsView，7 月上旬 32/43/55/65 寸 LCD 电视面板价格分别为 35/64/124/173 美金，32/43/55 寸 LCD 电视面板价格环比 7 月上旬持平，65 寸 LCD 电视面板价格环比 7 月上旬下跌 0.6%。据 TrendForce，部分品牌客户修正三季度采购订单，7 月电视面板需求疲弱，随着年末销售旺季到来，后续品牌客户采购量有望增加。我们认为，在经历了长时间陆资厂商大规模扩张、全球产业重心的几度变迁之后，LCD 的高世代演进趋势停滞、竞争格局洗牌充分，推荐京东方 A 等。与此同时，LCD 产业的崛起增强了国产电视品牌及 ODM 的出海竞争力，推荐兆驰股份、康冠科技、传音控股等。

重点投资组合

消费电子：工业富联、蓝思科技、小米集团、舜宇光学科技、沪电股份、立讯精密、鹏鼎控股、水晶光电、东山精密、福立旺、电连技术、东睦股份、海康威视、传音控股、康冠科技、世华科技、视源股份、世运电路、京东方 A、景旺电子、永新光学

半导体：中芯国际、翱捷科技、恒玄科技、德明利、澜起科技、乐鑫科技、长电科技、杰华特、圣邦股份、伟测科技、豪威集团、通富微电、华虹半导体、新洁能、晶晨股份、龙芯中科、艾为电子、晶丰明源、赛微电子、江波龙、扬杰科技、斯达半导、北京君正、芯朋微、思瑞浦、时代电气、卓胜微、帝奥微、东微半导、士兰微、华润微、天岳先进、纳芯微

设备及材料：北方华创、中微公司、鼎龙股份、芯碁微装、拓荆科技、立昂微、沪硅产业

被动元件：顺络电子、风华高科、三环集团、洁美科技、江海股份

风险提示：下游需求不及预期；产业发展不及预期；行业竞争加剧。

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

联系人： 连欣然

◆ 小商品城(600415.SH) 公司快评：“AI+外贸”布局再进一步，新市场招商中标价稳步增长

近日，公司携手阿里巴巴启动“世界义乌 AI 大模型（数贸 AI 大模型）的内测，助力中小微企业及经营户数字化转型。此外，此前公司旗下全球数贸中心（市场板块）公布了潮玩行业铺位中标价格，达到 13.43 万-13.67 万元/㎡，护肤及医美用品行业铺位中标价格达到 13.67 万-13.76 万元/㎡，较早前的时尚珠宝行业 11 万-12.4 万元/㎡的价格实现稳步走高，进一步增厚公司中长期业绩。

国信零售观点：1）公司作为全球外贸综合服务商，依托旗下的线上贸易平台 Chinagoods，为外贸商户提供多维度的 AI 应用服务，2024 年用户数累计超 20 万，经营户私域流量活跃度增长 72%，深度使用用户订单增长 20%以上。此次数贸 AI 大模型迭代升级，将不断优化应用场景和服务功能，提升外贸商户的经营效率，也进一步加快公司新兴业务的规模增长。

2）全球数贸中心（市场板块）中标价的稳步走高，反映了需求端的旺盛以及公司市场服务能力进一步得到认可。新的面积增量、租金及中标费用将增厚业绩表现，驱动业绩进入新一轮扩张期。如我们在报告《新市场招商贡献业绩增量，跨境支付业务有望加速发展》中测算，待全部招商完成后，全球数贸中心（市场板块）贡献的入场资格费体量有望达到 200 亿元左右。

整体上，公司已成为全球贸易服务商，数字贸易平台及跨境支付等新兴业务有望为公司注入长期增长潜力，同时公司作为进口贸易创新发展试点单位有望分享进口贸易繁荣的机遇。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润至 40.32/64.08/78.32 亿元，对应 PE 分别为 28.5/18/14.7 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

【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	770.94	-0.48	ICE 布伦特原油	68.44	-1.06
白银	9212.00	-1.43	铜	78950.00	-0.39
铝	20660.00	-0.48	铅	16920.00	0.14
豆一	4183.00	-0.94	锌	22680.00	-0.52
豆粕	2988.00	-0.82	镍	122680.00	-0.52
玉米	2313.00	-0.04	锡	268550.00	-0.88
螺纹钢	3227.00	-0.67	SR509	5857.00	-0.32

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	44837.56	-0.143330	58.38	58.38	58.38	58.38	41.28
德国 DAX 指数	23970.36	-1.020502	88.19	-0.26	7.62	30.14	53.26
法 CAC40 指数	7800.88	-0.430144	0.03	1.42	2.99	3.76	47.05
恒生指数	25562.13	0.684487	2.27	5.26	16.33	50.17	64.14
沪深 300 指数	4135.82	0.209800	1.22	5.45	9.36	21.31	64.03
美国 SP500 指数	6389.77	0.017688	1.33	3.51	15.57	17.04	45.43
纳斯达克综合指数	21178.58	0.332855	0.97	4.46	21.95	22.01	47.50
日经 225 指数	40998.27	-1.104683	2.96	2.11	14.39	8.84	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	300059.SZ	东方财富	24.1200	0.5419	无数据	300059.SZ	东方财富	24.1200	0.5419	无数据
2	300750.SZ	宁德时代	286.3000	1.2376	无数据	300750.SZ	宁德时代	286.3000	1.2376	无数据
3	002916.SZ	深南电路	145.1800	10.0015	无数据	002916.SZ	深南电路	145.1800	10.0015	无数据
4	601899.SH	紫金矿业	19.8000	-0.2519	无数据	601899.SH	紫金矿业	19.8000	-0.2519	无数据
5	002384.SZ	东山精密	54.4300	2.6400	无数据	300502.SZ	新易盛	177.8000	2.7924	无数据
6	600111.SH	北方稀土	40.0600	4.7320	无数据	600111.SH	北方稀土	40.0600	4.7320	无数据
7	600036.SH	招商银行	44.4400	-0.8700	无数据	600036.SH	招商银行	44.4400	-0.8700	无数据

8	300476.SZ	胜宏科技	182.7700	17.5143	无数据	300476.SZ	胜宏科技	182.7700	17.5143	无数据
9	002594.SZ	比亚迪	337.0000	-0.2752	无数据	002594.SZ	比亚迪	337.0000	-0.2752	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	191.8700	3.5903	无数据	300308.SZ	中际旭创	191.8700	3.5903	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	0939.HK	建设银行	8.3400	0.00481928	111313.76	9988.HK	阿里巴巴-W	120.6000	0.02203390	216164.28
2	0853.HK	微创医疗	11.5800	0.05850091	120448.30	0981.HK	中芯国际	53.1000	0.00663507	189865.51
3	2318.HK	中国平安	56.4000	0.03486239	127885.05	1788.HK	国泰君安国际	6.7200	0.09446254	175846.28
4	3690.HK	美团-W	129.4000	-0.00538048	134421.30	1810.HK	小米集团-W	56.8000	-0.01045296	171262.10
5	1810.HK	小米集团-W	56.8000	-0.01045296	172918.02	3690.HK	美团-W	129.4000	-0.00538048	170747.72
6	1788.HK	国泰君安国际	6.7200	0.09446254	181118.44	0700.HK	腾讯控股	555.5000	0.00908265	162054.81
7	0981.HK	中芯国际	53.1000	0.00663507	205348.16	2628.HK	中国人寿	23.1500	0.01758242	137465.36
8	0700.HK	腾讯控股	555.5000	0.00908265	221805.58	2318.HK	中国平安	56.4000	0.03486239	103093.12
9	2628.HK	中国人寿	23.1500	0.01758242	252083.71	0853.HK	微创医疗	11.5800	0.05850091	89739.15
10	9988.HK	阿里巴巴-W	120.6000	0.02203390	259893.29	0939.HK	建设银行	8.3400	0.00481928	41047.10

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