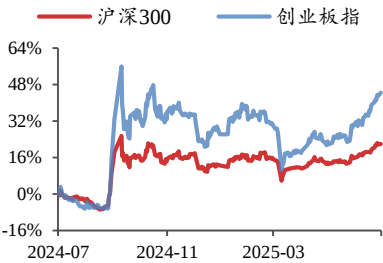


2025 年 07 月 29 日

开源晨会 0729

——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(%)
国防军工	1.857
非银金融	1.508
医药生物	1.469
综合	1.290
通信	1.239

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	-2.600
钢铁	-1.414
交通运输	-1.382
石油石化	-1.020
纺织服饰	-0.934

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】反内卷初见成效——兼评 6 月企业利润数据-20250728

【策略】调研热度回落，但电力设备、基础化工、有色金属关注度提升——投资策略点评-20250728

【固定收益】信用债发行额和净融资有所回暖，成交热度提升——固收专题-20250728

行业公司

【化工】农药行业开展“正风治卷”三年行动，看好供给优化助力盈利修复、景气反转——行业点评报告-20250728

【煤炭开采】煤炭基本面利多持续，拐点右侧布局进行时——行业点评报告-20250728

【电力设备与新能源】光伏技术深度系列（一）：BC 盈利拐点率先而至，“反内卷”时代未来可期——行业深度报告-20250728

【传媒】从 WAIC、浪浪山到 CJ2025，继续布局 AI、IP 方向——行业周报-20250727

【社服】“体重管理年”关注减脂健康饮食，AI 赋能赤子城科技中报亮眼——行业周报-20250727

【商贸零售】小商品城启动数贸 AI 大模型内测，走向全域赋能——行业周报-20250727

【地产建筑】新房成交面积同比增加，推进城市建设更新提质——行业周报-20250727

研报摘要

总量研究

【宏观经济】反内卷初见成效——兼评 6 月企业利润数据-20250728

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

事件：2025 年 1-6 月全国规上工业企业利润累计同比-1.8%，前值-1.1%；营业收入累计同比 2.5%，前值 2.7%。

6 月工业企业景气度低位回升，投资收益对利润贡献或将扩大

1、工业企业营收和利润增速均小幅回暖。测算 6 月营收当月同比约 1.6%、较前值上行 0.8 个百分点；利润当月同比则降幅收窄了 4.8 个百分点至-4.3%，均较 5 月边际改善。拆分来看（利润增速=工业增加值*PPI*利润率同比），三因子对 6 月利润增速的贡献分别为+6.4、-3.6、-6.9 个百分点。量（工业增加值）的正贡献扩大，价（PPI）的负贡献小幅加深，利（利润率同比）的负贡献明显收窄。

2、投资收益对利润贡献或将扩大。我们对每百元营收构成进行拆解，6 月成本、费用、投资收益+营业外收支、利润分别为 85.2、8.8、0.0、6.0 元，较 2024 年同期变动+0.4、+0.1、-0.1、-0.4 元。在《利润增速明显转负的因子拆解》报告中，我们指出“投资收益作为波动较大的分项，在部分时期会造成利润数据异常。投资收益来源包括商品、权益、债券、理财产品等，从数据来看，2018 年至今工业企业投资收益累计同比与南华综合指数同比较为相关，可作为观测指标”，南华综合指数自 6 月以来持续上行，指向工业企业投资收益对利润的贡献有望扩大。

利润格局：反内卷行业利润边际改善

1、中游利润占比持续扩大：6 月上游、中游、下游、公用的 ttm 利润占比分别为 28.6%、39.5%、21%、11%，分别较前值变动了-0.5、0.6、-0.1、0.1 个百分点。

2、反内卷和非反内卷行业利润增速明显分化。测算 6 月反内卷行业利润累计同比改善了 3.3 个百分点至-8.0%，非反内卷行业则下滑了 0.9 个百分点至-2.1%、连续 2 个月走弱。反内卷行业具体来看，黑色冶炼、汽车、化学纤维、黑色采选、电气机械边际改善了 1815.9、15.5、10.1、9.4、1.4 个百分点，非金属矿（水泥、光伏）、煤炭等尚未回暖。需要指出的是，汽车部分受益于车企促销以及重点企业投资收益增长，或无法全部归因于反内卷。

3、6 月黑色采选和黑色冶炼 PPI 降幅进一步扩大，为何盈利出现改善？我们推测反内卷初期，期货价格先于现货上涨、提振工业企业投资收益并贡献利润，例如 6 月铁矿石期货较现货超涨 6.2 个百分点、螺纹钢超涨 2.5 个百分点（6 月至今则分别超涨 13.2、13.4 个百分点）；第二阶段对应反内卷从预期走向现实，供需结构改善驱动 PPI 回升并从主营角度贡献利润。

库存周期：反内卷有利于工业企业去库，关注增量和储备政策

1、6 月名义库存同比小幅下行 0.4 个百分点至 3.1%，实际库存同比微降 0.1 个百分点至 6.7%。需要指出的是，库存增速仍高于营收增速，因而工业企业实际去库情况或仍不佳，库销比和产销率指标并未出现明显改善，有待反内卷产能调控+自律减产见效以进一步改善供需结构。

2、总体来看，6 月企业利润小幅修复、结构出现分化，反内卷行业初见成效。中央城市工作会议部署高质量城市更新与 1.2 万亿雅鲁藏布江下游水利工程接续在需求端加力，有利于对冲下半年的出口不确定性以及消费品以旧换新趋缓，后续关注增量和其他储备政策。

风险提示：政策变化超预期；地缘政治反复超预期；美国经济超预期衰退。

【策略】调研热度回落，但电力设备、基础化工、有色金属关注度提升——投资策略点评-20250728

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

“机构调研信息”是投资者决策过程当中，重要的信息补充

机构调研是资本市场信息传递和价值挖掘的重要环节。对于专业机构而言，是深度研究、投资决策的关键步骤。相较财务信息，机构调研具备披露及时、信息多维且深入等优势。往往在调研结束后 1-2 天内，公司以公告方式对外披露，主要内容包含参会人员信息、会议问答等，投资者与公司管理层之间的问答往往涉及行业最新动态及公司运营细节。

机构调研信息是对基本面信息的重要补充，但信息量大且杂乱。为了清晰梳理出调研中有效、增量信息，我们推出机构调研周跟踪系列，汇总最近一周、一个月公开的机构调研信息，涵盖行业、个股两维度，包含调研热度（环比、同比数据）、调研获得的行业及个股信息增量。

行业视角看机构调研情况:电力设备、基础化工、有色金属关注度同比增加

周度：上周，全 A 的被调研总次数有所下滑，且低于 2024 年同期，显示调研热度降温。一级行业中，按机构被调研总次数从高到低排序，电子、汽车、机械设备、医药生物、电力设备的关注度较高。

边际变化上，电力设备、基础化工、有色金属、家用电器、纺织服饰、国防军工、建筑装饰的关注度同比增加。

月度：6 月，全 A 的被调研总次数环比大幅下滑，且低于 2024 年同期。最新一个月，一级行业中，按机构被调研总次数从高到低排序，机械设备、电子、医药生物、汽车、基础化工的关注度较高。

边际变化上，基础化工、计算机、国防军工、建筑装饰、纺织服饰、家用电器、食品饮料的关注度同比增加。

个股视角看机构调研情况：威力传动、浙富控股、华盛锂电、太力科技、沪电股份等受到市场较多的关注

周度：上周，威力传动、浙富控股、华盛锂电、太力科技、沪电股份等受到较多市场关注，被调研总次数、机构调研家数均数值相对较高。

月度：最近一个月，冰轮环境、中国重汽、亚普股份、博实结、华盛锂电等受到较多市场关注，被调研总次数、机构调研家数均数值较高。

以下是重点公司调研细节梳理：

威力传动：公司在风电增速器取得进展、积极推进产能建设，完善产品矩阵，提升核心赛道话语权。公司近期被机构频繁调研，上周调研次数达 4 次，受到市场关注。

浙富控股：公司的水电业务处于国内前列，积累了高海拔地区的项目经验。公司近期被机构频繁调研，上周调研次数达 3 次，受到市场较多关注。

风险提示：公司经营风险、行业政策风险、投资者关系活动记录表错误解读风险。

【固定收益】信用债发行额和净融资有所回暖，成交热度提升——固收专题-20250728

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘瑞（分析师）证书编号：S0790525010001

政策动态和市场热点

深交所于 2025 年 7 月 18 日正式发布《关于试点公司债券续发行和资产支持证券扩募业务有关事项的通知》。通过续发行和扩募机制，增强市场深度，促进价格发现；允许发行人灵活调整融资规模，优化融资效率。

科创债行情进入下半场，配置需求下，科创债仍有利差压缩空间。市场上主流债券 ETF 包括政金债 ETF、国债 ETF 和信用债 ETF 等，科创债 ETF 作为新上市品类，与其他主流 ETF 所跟踪的指数在样本范围、样本评级、

样本剩余期限上存在区别。在下半年科创债标的扩容和政策导向的带动下，科创债收益率中枢下移，仍有利差压缩空间。

信用债发行额环比上升，净融回暖；金融债成交热度提升；城投利差多走阔

一级发行：普信债发行、净融入规模环比均上升。7月21日-25日，普信债发行额3510亿元，较上周环比增长709亿元；净融入1280亿元，环比增长830亿元。其中，城投债发行额1077亿元，环比增长109亿元；城投债净融入298亿元，环比增长275亿元；产业债发行额2432亿元，环比增长601亿元，净融入982亿元，环比增长558亿元。本周（7月21日-25日，下同）普信债加权发行期限为4.21年，环比增加0.88年；加权发行利率为1.75%，环比下降0.09pct。

二级成交：本周普信债1年以下、1-3年普信债换手率上升，其他期限换手率下降。本周银行二永债换手率整体较上周有所提升。AAA-级别增幅明显，AA+和AA级别换手率下降。

利差跟踪：绝对值方面，截至7月25日，AAA评级各期限的中短票据、城投债、二级资本债和永续债收益率均值分别为1.87%、1.87%、1.89%、1.94%，整体处于历史低位水平。利差方面，城投债利差除3年期AA、AA+、AAA级；5年期AA+、AAA级小幅走阔以外，其余品种利差均收窄，1年期收窄幅度最大，为12-14bp。银行二永债利差3Y和5Y级别均走阔，5Y走阔幅度最大，为4-7BP；1Y收窄幅度为14-15bp。

分区域来看：本周各省份城投债利差多走阔，黑龙江走阔幅度最大，为11BP。

具体来看，1-2Y城投债走阔幅度较平均，为3-6BP；宁夏利差收窄1BP。2-3年期城投债利差除甘肃小幅收窄1BP以外，其余各省份均走阔，幅度在2-5BP。3-5年共9个省份利差收窄，收窄幅度最大的是甘肃，为4BP，19个省份利差走阔，走阔幅度在1-2BP。

产业债方面：本周除AA级化工、AA级建筑材料行业利差分别走阔5BP和1BP外，其余各行业利差均收窄或持平，AAA级产业债平均收窄幅度大于AA级。具体来看，AAA级产业债中，钢铁行业利差收窄幅度最大，为9bp。AA级产业债中，建筑装饰行业利差收窄幅度最大，为10BP。

信用策略：平衡票息和风险，增配中短端高票息城投、3Y/AAA-二级资本债

本周信用债市场呈现“供给放量、利差走扩、交易活跃”特征，策略上需平衡票息与风险，优先布局中短端高评级品种，超长端关注流动性溢价机会，同时注意政策与信用事件扰动。

品种上，增配中短端高票息城投债及产业债，久期控制在3年以内；超长信用债在利率调整后介入，关注保险次级债及科创债ETF成分券的流动性溢价；银行二永债方面，当前3年期AAA-二级资本债信用利差为23BP，建议关注资金面变化，以及信用债配置端的整体情绪来考虑板块博弈。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【化工】农药行业开展“正风治卷”三年行动，看好供给优化助力盈利修复、景气反转——行业点评报告-20250728

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005 | 李思佳（分析师）证书编号：S0790525070006

事件：农药行业开展“正风治卷”三年行动，行业供给自律或助力景气反转

据中国农药工业协会公众号报道，中国农药工业协会发布关于开展农药行业“正风治卷”行动的通知。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。重点任务包括：（一）严禁在产品中添加请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

或以助剂名义销售隐性成分或未登记的活性成分；（二）严厉打击非法生产行为；（三）严禁销售或采购非法母药加工制剂；（四）抵制企业低价无序竞争行为：（1）加强自律意识，不得以低于成本的价格倾销，扰乱正常的生产经营秩序。（2）鼓励企业创新，以提高产品质量、品牌服务等提升市场竞争力。（3）针对内卷严重的重点产品，制定行业竞争规范，遏制企业恶性竞争。通过开展“正风治卷”行动，预计到 2027 年底：市场秩序明显改善，行业内卷式竞争得到有效遏制，产品质量显著提升，非法生产行为得到根本遏制，企业合规经营意识显著增强。

农药行业：全球农化去库+出口需求良好，部分农药量价齐升助力盈利修复

2022Q4 以来，全球农药市场进入去库周期，国内规模化产能释放，供需错配导致多数农药产品价格自 2021 年的高点震荡走低。截至 7 月 27 日，中农立华原药价格指数报 75.35 点，同比下跌 0.44%，环比 6 月上涨 0.33%；跟踪的上百个产品中，同比 63% 产品下跌；环比 6 月 57% 产品持平，3% 产品上涨。据海关总署数据，2025 年 1-6 月，中国除草剂、杀虫剂、杀菌剂出口数量分别为 122.9、26.1、13.2 万吨，同比分别+14%、+32%、+24%；主要出口至巴西、美国、泰国、澳大利亚、尼日利亚、加纳等，由于南北半球春耕开始时间存在差异，春耕之时制剂使用量较大，制剂企业需提前采购原药，一般每年年末至次年 4 月为国内农药出口至美国的旺季，6-8 月为出口到南美的旺季。我们认为，短期来看，农药行业景气下行持续较长时间导致企业对于安全、维保等费用或趋于减少，为安全生产埋下隐患，2025 年以来烯草酮、毒死蜱、氯虫苯甲酰胺等供给扰动不断；随着全球市场分销渠道积极消化库存，加上出口市场需求良好，草甘膦、（精）草铵膦、氯氟菊酯、多菌灵、百菌清、阿维菌素、甲维盐等部分农药产品刚需阶段性反弹，有望助力行业企业盈利修复。中长期来看，农药行业“正风治卷”三年行动，有望有效遏制行业内卷式竞争，或助力景气反转。【推荐标的】扬农化工（农化龙头白马）、利民股份（百菌清等）、兴发集团（草甘膦龙头）等；【受益标的】江山股份（草甘膦弹性龙头）、利尔化学（草铵膦龙头）、润丰股份（农药制剂出海）、广信股份（光气一体化农药龙头）、国光股份（植物生长调节剂）、先达股份（烯草酮）、和邦生物（双甘膦龙头）、善水科技（农药中间体）等。

风险提示：政策执行不及预期、农药需求低于预期、安全环保风险等。

【煤炭开采】煤炭基本面利多持续，拐点右侧布局进行时——行业点评报告-20250728

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 7 月 25 日，秦港 Q5500 动力煤平仓价为 653 元/吨，今年上半年最低价格为 609 元，已累计上涨 7.2%。目前动力煤基本面持续利多：从供给端来看，国内生产方面，截至 7 月 20 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 81.3%，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 7 月 25 日，环渤海库存 2694.3 万吨，今年上半年最高库存为 3316.3 万吨，已累计下跌 18.8%。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，叠加本周高温天气降水影响，支撑报价。非电煤方面，截至 7 月 24 日，国内甲醇开工率 81.66%，环比上涨 1.06pct，仍处于近年来的历史高位；美国与欧盟制裁俄罗斯出口、伊拉克油田受无人机袭击供应预期减少，国际原油价格区间震荡，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 7 月 25 日，京唐港主焦煤报价 1680 元/吨，环比上涨 240 元/吨，涨幅 16.67%，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 1259 元，累计涨幅达到 75.1%。当前焦煤基本面反映出“强预期但弱现实”的特征。供给端，近日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

【电力设备与新能源】光伏技术深度系列（一）：BC 盈利拐点率先而至，“反内卷”时代未来可期——行业深度报告-20250728

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 周航（联系人）证书编号：S0790125050020

龙头业绩兑现，后续发展可期

7 月 11 日爱旭股份披露半年报业绩预告，受益于 BC 组件高溢价、持续降本及海外出货占比提升，公司在 2025 年 Q2 实现归母净利润 0.2 至 1.3 亿元，单季度扭亏为盈。在光伏主产业链普遍承压亏损的背景下，BC 技术的超额收益已兑现。展望下半年，随着光伏行业“反内卷”持续推进，产业链价格有望回暖，BC 产品盈利空间将进一步打开。

技术优势凸显，盈利能力提升

当前 BC 技术电池量产批次平均转换效率达 27% 以上，组件量产效率全面突破 24%。主流版型双面双玻组件功率达 665W，较传统及升级后的 TOPCon 组件分别有 30W、15W 增益，且在低衰减、抗隐裂、低温度系数、弱光性能等方面具优势。未来 3-5 年内，通过导入光管理、双极复核钝化和新型的先进的金属化等提效手段，BC 电池效率有望达 28.5%，带动组件效率突破 26%，保持领先地位。

BC 组件在不同应用场景上都具备优势：（1）BC 组件高功率与全黑美观设计适配分布式场景；（2）随着双面率提升，集中式场景 BC 组件综合发电能力优于 TOPCon；（3）BC 组件弱光性能契合市场化电价机制下业主对早晚时段增发电力需求。因而 BC 组件在国内外市场渗透率持续提升且具备显著溢价。当前 BC 电池组件平均非硅成本与 TOPCon 的差距已缩窄至 6 分/W 以内，后续在设备投资、良率、银耗等方面仍有较大优化空间。

产能扩张加速，降银势在必行

在光伏制造业面临严重产能过剩的背景下，主要厂商均已基本暂停国内 TOPCon 路线的扩产规划，当前仍在进行的产能建设项目主要聚焦于 BC 技术路线。当前行业新增/改造 XBC 产能规划近 90GW，带动设备需求增长。

银浆是光伏电池核心辅材，BC 技术因背面电极布局，对银浆要求高且银耗更大，叠加银价持续高位震荡，行业降本诉求迫切。当前 BC 厂商正加速推进少银化、无银化，银包铜、高铜浆、纯铜浆等方案均已进入产线验证阶段。

受益标的：

主链方面，头部 BC 企业有望实现量利齐增，受益标的：爱旭股份、隆基绿能。

辅材方面，贱金属化及 BC 专用辅材有望受益于 BC 出货量的提升，受益标的：聚和材料、博迁新材、帝科股份、广信材料、福斯特、宇邦新材。

设备方面，BC 产能扩张有望为相关设备带来增量订单，受益标的：帝尔激光、海目星、英诺激光、拉普拉斯、奥特维、先导智能。

风险提示：政策力度不及预期风险、行业产能出清进展不及预期风险、新技术产业化进度不及预期风险。

【传媒】从 WAIC、浪浪山到 CJ2025，继续布局 AI、IP 方向——行业周报-20250727

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

WAIC 开展，AI 模型、工具、Agent 不断推新，继续布局 AI 应用

世界人工智能大会（WAIC2025）于 7 月 26 日在上海开幕。会议前夕，阶跃星辰发布其首个全尺寸、原生多模态推理模型 Step3，兼顾模型效果与推理成本，性能达到开源 SOTA；会议期间，快手可灵 AI 发布了灵动画布和多图参考的重磅升级，灵动画布集成了无限可视化空间、智能创作辅助和多人实时协作，可提供一站式创作体验；值得买与商汤科技进行战略签约，将共同推动 AI 技术在消费领域的应用落地与场景创新，携手打造面向消费者的 AI 购物管家“张大妈”，并有意在数字人技术赋能营销场景展开共同探索等。我们认为，WAIC 大会进一步展示多模态大模型、Agent 能力升级迭代的成果，将继续助力 AI 应用商业化加速，我们建议继续布局 AI 陪伴/AI 创作/AI 电商/AI 营销/AI 教育等 AI 应用方向，重点推荐快手-W、值得买、盛天网络、引力传媒，受益标的包括美图公司、易点天下、果麦文化、汤姆猫、蓝色光标、世纪天鸿、粉笔、世纪天鸿等。

从《罗小黑战记 2》到《浪浪山小妖怪》，继续关注国漫 IP 电影及衍生品

7 月 18 日上映的国漫 IP 动画电影《罗小黑战记 2》取得 2025 年国产院线电影豆瓣最高评分 8.6，且授权联名周边销量攀升，玩乐主义、名创优品推出的《罗小黑战记 2》联名系列首发均迅速售罄。将于 8 月 2 日上映的由上海电影旗下《中国奇谭-小妖怪的夏天》IP 改编的电影《浪浪山小妖怪》，基于幽默诙谐的风格，及平凡人物需有大梦想和敢闯勇气的现实意义，票房值得期待，且联动卡游、谷谷逛谷、捷成电影、星际传奇、全家等推出卡牌、毛绒、徽章等 IP 授权及联名活动，IP 衍生品或持续带来增量收入。我们建议继续关注暑期国漫 IP 电影及衍生品销售对相关公司的拉动，重点推荐上海电影，受益标的包括中文在线等。

ChinaJoy 开展在即，关注新游及 IP 周边，继续布局游戏等 IP 新消费方向

年度数码互娱盛会 ChinaJoy2025 将于 8 月 1 日开展，其中 BTOC 展区包含“游戏风云、骁龙、发烧硬件、模玩天地、潮流生活、创作者专区、摄影区”等主题展馆。7 月 22 日，国家新闻出版署发布 7 月 127 款国产和 7 款进口游戏版号获批信息，包括巨人网络《名将杀》、吉比特《大荒有妖兽》、恺英网络《荒野守则》、世纪华通《奔奔王国》等，充足的版号储备为新游供给继续释放打下基础，本次 ChinaJoy 或有大量新游宣布首测、公测或首发实测 PV，已上线游戏借助 ChinaJoy 线下流量和网络影响力，或开展更多推广运营活动，游戏行业有望延续景气上行周期，板块近期调整带来布局良机，或继续迎“业绩+估值”双击机会。另外，考虑到参展领域的扩大、新游丰富度及 BiliWorld2025 体现的二次元漫展高热度，ChinaJoy2025 观展人次或超越 2024 年（36.7 万），再创历届新高，驱动办展方收入及参展方潮玩、卡牌、游戏电竞周边销量增长。我们建议继续布局高景气文娱 IP 新消费，（1）游戏：重点推荐心动公司、恺英网络、巨人网络、吉比特、完美世界、腾讯控股、神州泰岳，受益标的包括友谊时光、IGG、百奥家庭互动；（2）展会：重点推荐顺网科技、哔哩哔哩；（3）潮玩/卡牌：重点推荐奥飞娱乐、姚记科技、布鲁可，受益标的包括泡泡玛特、量子之歌、汉仪股份。

风险提示：AI 应用商业化进展、游戏流水、电影票房、IP 潮玩销量低于预期。

【社服】“体重管理年”关注减脂健康饮食，AI 赋能赤子城科技中报亮眼——行业周报-20250727

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（联系人）证书编号：S0790123070033

出行/旅游：海南将于年底正式封关，客流或在“封关”后显著增加

旅游：经党中央批准，海南自贸港封关定于 2025 年 12 月 18 日正式启动，实施以“‘一线’放开、‘二线’管住、岛内自由”为基本特征的自由化便利化政策制度。现阶段封关“零关税”、低税率”和“简税制”政策进一步为重点产业集群提供一流税收环境，特别是对加工增值超过 30% 的货物进入内地免征关税的规定明确了海南作为连接国内国际双循环关键节点的加工增值基地定位。海南后续将加快打造独具影响力的文旅消费新场景，建设一批国际文旅 IP 和项目，并且同时推进现有的景区景点焕新升级，考虑到“封关”后海南旅游的需求和供需端都会更加国际化，国际旅客的高增长趋势有望持续。

减脂/社交：“体重管理年”关注减脂健康饮食，AI 赋能赤子城科技中报亮眼

健康饮食：据国家卫健委数据，我国 18 岁及以上居民超重及肥胖率已突破 50%，同时中国糖尿病患者已超 1.4 亿人，占总人口近 10%，催生对低糖、低脂、高纤食品的持续需求。在“颜值经济”审美风潮与国家“大健康战略”的双重引擎驱动下，关注体重管理千亿美金市场。前瞻产业研究院数据显示，预估 2024 年中国玉米深加工市场规模达 2100 亿元，同比增长 14.3%，受益标的：十月稻田。AI+社交：赤子城科技发布公告，2025H1 公司总收入预期为 31.35~32.15 亿元，较 2024 年同期增长 38.0%~41.5%，AI 赋能多产品、多地区突围。

美丽：消费者认知觉醒，驱动健康食品赛道快速增长

中国亚健康人群已超 5.6 亿人，保健品是亚健康调理的最重要的手段，有 64% 的养生人群会选择购买保健品。据欧睿数据，2024 年全球/中国营养健康食品规模达 1915 亿美元，2019-2024 年 CAGR 达 5.4%，中国健康保健食品市场 2024 年市场规模达 2602 亿元，预计 2024-2027 年 CAGR 达 6%。中国保健食品人均消费金额仅 25 美元/人，不及日本/韩国/澳大利亚等国家的 1/4，相比美国差距明显，渗透率提升空间大。辅酶 Q10 作为人体必需营养素，能够有效增强人体免疫系统。2025Q1/2025Q2 天猫+京东+抖音市场规模分别为 4.6/5.4 亿元，yoy+14%/+1%；金达威自有品牌 Doctor's best 主要以辅酶 Q10、NMN 等销售美国及中国市场为主，2023/2024 年品牌收入分别为 9.6/10.7 亿元，yoy+28.6%/12.3%。

本周 A 股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（7.21-7.25）社会服务指数+2.30%，跑赢沪深 300 指数 0.61pct，在 31 个一级行业中排名第 19，旅游、检测类领涨；本周（7.21-7.25）港股消费者服务指数+1.67%，跑输恒生指数 0.60pct，在 30 个一级行业中排名第 22，教育类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）餐饮：蜜雪集团、古茗、小菜园、绿茶集团；（2）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）美护：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、爱美客、四环医药；（4）新消费：美图、赤子城科技；（5）运动：力盛体育；（6）即时零售：美团-W、顺丰同城；（7）眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（8）旅游：西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S；（9）教育：中国东方教育。

风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【商贸零售】小商品城启动数贸 AI 大模型内测，走向全域赋能——行业周报-20250727

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031 | 姚慕宇（联系人）证书编号：S0790125040021

小商品城携手阿里启动数贸 AI 大模型内测，从局部探索走向全域赋能

7月24日义乌小商品城携手阿里巴巴在国际博览中心酒店启动“世界义乌 AI 大模型”内测，活动吸引广泛关注，线上8.4万人观看直播，累计吸引超10万人关注和互动。小商品城总经理包华在会上分享义乌经营户拥抱AI带来的以下3大变化：AI已深度融入商户的日常；AI赋能全球贸易链路；AI成为生意拓客和增长的新引擎。这些变化正从基础运营、贸易链路、经营成效等方面系统性影响着义乌商户的生意模式。（1）基础运营层面，通过AI工具实现上百种语言实时互译，同时可根据产品素材一键生成视频和图片，提升上架效率，如小商AI视创可根据关键词和场景自动生成介绍产品的中文或英文口播视频。（2）贸易链路层面，AI可根据对海外市场的洞察分析，为制造厂商和外贸企业进行订单智能匹配和供应链优化，为其提供决策支持。（3）经营成效层面，目前义乌已有超3万商户使用AI工具，其中深度使用者订单增幅超过30%，实现了效率与品牌的双重提升。我们认为，本次义乌数贸AI大模型正式启动将更加系统性和全面赋能商户经营模式，成为其生意拓展和效益提升的新动能。

行业关键词：比优特、万家品牌、七鲜小厨、重庆百货、小商品城等

【比优特】比优特与RELEXSolutions正式达成合作。

【万家品牌】美团拼好饭正式启动“万家品牌”计划。

【七鲜小厨】京东旗下首家七鲜小厨正式上线。

【重庆百货】重庆百货公布超市调改战报。

【小商品城】小商品城牵手阿里，启动数贸AI大模型内测。

板块行情回顾

本周（7月21日-7月25日），商贸零售指数报收2277.47点，上涨3.28%，跑赢上证综指（本周上涨1.67%）1.61个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第13位。零售各细分板块中，本周品牌化妆品板块涨幅最大，2025年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周大连友谊（+29.3%）、狮头股份（+13.5%）、宁波中百（+11.4%）涨幅靠前。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者深度洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基等，受益标的曼卡龙、菜百股份；

投资主线二（线下零售）：关注顺应趋势积极变革探索的零售企业（超市、百货、连锁），重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线三（化妆品）：关注具备差异化且能力持续迭代的优质国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、润本股份等，受益标的若羽臣等；

投资主线四（医美）：关注具备差异化管线的医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

【地产建筑】新房成交面积同比增加，推进城市建设更新提质——行业周报-20250727

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

核心观点：新房成交面积同比增加，推进城市建设更新提质

本周我们跟踪的68城新房成交同比增加，20城二手房成交面积同环比增加。土地成交面积同比下降，溢价率环比上涨。国内信用债发行规模同环比增加。上海土拍市场火热，成功出让8宗地块，7宗溢价成交。其中徐

汇衡复风貌区楼板价超 20 万/平，刷新全国宅地最高楼板价。中海近 120 亿拿下静安和普陀宅地，绿城溢价 46% 竞得北外滩宅地，招商联合体溢价 40% 竞得浦东唐镇宅地。我们认为，在各项促进房地产市场止跌回稳政策作用下，今年以来我国房地产市场整体朝着止跌回稳的方向迈进，在止跌回稳的过程中，房价仍可能存在小幅度震荡，期待后续在政策作用下，房地产市场进一步稳定。在更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程，维持行业“看好”评级。

推进城市建设更新提质，多地同步下调首付

中央层面：国务院：国资委党委召开扩大会议，要助力建设舒适便利的宜居环境，构建城市治理智能体系，积极参与城市精品建筑建设，参与城中村和危旧房改造，改善人居环境，共同营造高品质城市生活空间。

地方层面：上海：构建全周期更新模式，贯通规划、资源统筹及实施建设阶段，并谋划十五五工作部署。市规划资源部门将制定年度方案，区部门通过规划体检明确工作计划，经审核后由市部门认定，以提升城市发展效率。

市场端：土地成交面积同比下降，上海土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025 年第 30 周，全国 68 城商品住宅成交面积 188 万平米，同比下降 16%，环比增加 19%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 7076 万平米，累计同比下降 9%。2025 年第 30 周，全国 20 城二手房成交面积为 188 万平米，同比增速 2%，前值-4%；年初至今累计成交面积 5868 万平米，同比增速 8%，前值+8%。

投资端：2025 年第 30 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2030 万平方米，成交土地规划建筑面积 1751 万平方米，同比下降 8%，成交溢价率为 7.8%。一线城市成交土地规划建筑面积 30 万平方米，同比增加 1%；二线城市成交土地规划建筑面积 451 万平方米，同比下降 30%；三线城市成交土地规划建筑面积 1269 万平方米，同比增加 3%。

上海：上海土拍市场火热，成功出让 5 宗地块，分别位于静安区、闵行区、奉贤区、普陀区和青浦区。最终 4 宗地块溢价成交、1 宗地块底价成交，共收金 185.3 亿元。

融资端：国内信用债发行规模同环比增加

2025 年第 30 周，信用债发行 146 亿元，同比增加 208%，环比增加 300%，平均加权利率 2.06%，环比增加 27BP。信用债累计发行规模 2204.4 亿元，同比减少 10%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

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。

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集团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