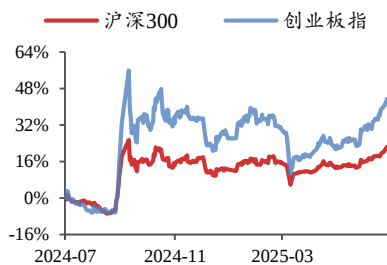


2025 年 07 月 28 日

开源晨会 0728

——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(%)
电子	1.373
计算机	1.262
房地产	0.632
轻工制造	0.421
传媒	0.337

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
建筑装饰	-2.059
建筑材料	-1.689
食品饮料	-1.655
煤炭	-1.334
综合	-1.223

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】高质量开展城市更新——宏观周报-20250727

【宏观经济】 广义财政支出强度大幅提升——宏观经济点评-20250726

【策略】交易拥挤下的后市研判——投资策略周报-20250727

【固定收益】 资金利率波动率放大，债市收益率有望上行——固收专题-20250725

【金融工程】因子切割论与深度学习的结合应用——市场微观结构研究系列(28)
-20250726

行业公司

【中小盘】看好 AI+应用，关注膳食营养补充剂——中小盘周报-20250727

【食品饮料】交易需求催生白酒配置窗口，新老消费可切换配置——行业周报
-20250727

【非银金融】预定利率调降 50bp 符合预期，交易量站上两万亿——行业周报
-20250727

【电力设备与新能源】固态电池行业周报(第七期): 固态电池材料持续取得突破, 电池中试节奏加快——行业周报-20250727

【汽车】发放运营牌照，上海政策助推 Robotaxi 落地——行业周报-20250727

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第二十六期）：敏实集团与亿航签署五年战略合作协议，沃兰特获 17.5 亿美元国际订单——行业周报-20250727

【地产建筑】创金合信首农 REIT 上交所上市，发行市场保持活跃——行业周报
-20250727

【农林牧渔】催化因素频出，2025Q2 农业板块公募重仓市值提升——行业周报
-20250727

【建材】雅江下游水电工程顺利开工，关注建材投资机会——行业周报-20250727

【医药】麻药龙头归核重整，创新管线接踵而至——行业周报-20250727

【农林牧渔】2025Q2 农业板块公募基金重仓持股占比提升，饲料养殖龙头增持居前——行业点评报告-20250727

【计算机】周观点：持续重视 AI 应用和稳定币投资机会——行业周报-20250727

【通信】谷歌上调资本开支，Qwen3 模型迎更新，看好全球 AI 共振——行业周报-20250727

【化工】两部门起草价格法修正草案，发改委强化投资项目碳排放管理——化工行业周报-20250726

【商贸零售】医美化妆品6月月报:锦波生物发布HiveCOL蜂巢胶原新品,2025H1美妆温和复苏、洗护彩妆亮眼——行业点评报告-20250725

【银行】 资产负债结构转化中的银行利率风险重估——行业深度报告-20250725

【军工】泰柬冲突升级，军贸有望持续受益——行业点评报告-20250725

研报摘要

总量研究

【宏观经济】高质量开展城市更新——宏观周报-20250727

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

国内宏观政策：高质量开展城市更新

过去两周（7月12日-7月26日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，国家主席习近平出席中央城市工作会议并发表讲话，会议明确城市工作7个方面重点任务，其中涉及优化现代化城市体系、高质量开展城市更新、加快构建房地产发展新模式等。7月15日，国务院总理李强在国常会上强调研究做强国内大循环重点政策举措落实工作，深入实施提振消费专项行动，顺应居民消费需求增加多元化供给，把内需潜力充分释放出来，不断增强国内大循环内生动力。

基建与产业方面，近两周政策聚焦工信部强调以市场化思维加强重点行业治理、推动落后产能退出；国务院总理李强出席雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式，雅江工程总投资约1.2万亿元，中国雅江集团有限公司成立；16家中央企业与西藏自治区签署75个产业项目投资协议，投资额达3175亿元。《住房租赁条例》发布，从监管层面推动建立租购并举的住房制度。

消费方面，政策聚焦国家发改委27年来首次修订价格法，《中华人民共和国价格法修正草案（征求意见稿）》，修正草案增设了多条与“反内卷”相关的款项内容，完善了关于低价倾销、哄抬价格、价格串通、价格歧视等不正当价格行为的规定。此外，市场监管总局约谈饿了么、美团、京东三家平台企业，要求进一步规范促销行为，理性参与竞争。

金融监管方面，强调要大力推动上市公司提升投资价值，抓好“并购六条”和重大资产重组管理办法落实落地；央行、外管局提出建立本外币一体化的资金池政策框架。

贸易方面，近两周政策涉及习近平总书记发文强调坚定不移推进高水平对外开放；海南自贸港封关将启动，将实施更加优惠的货物“零关税”政策等；国家主席习近平会见欧洲理事会主席科斯塔、欧盟委员会主席冯德莱恩，探讨中欧关系；国务院副总理何立峰将于7月27日至30日赴瑞典与美方举行经贸会谈，就彼此关心的经贸问题开展磋商。

海外宏观政策：美欧关税谈判进入关键时刻

过去两周，海外宏观政策聚焦海外关税谈判进展、欧央行利率决议等。

美国与全球主要经济体的经贸谈判仍在进行中，其中中美、美欧正迎来新一轮高层经贸谈判。25日谈判后欧盟和美国双方在关键细节上仍存在分歧，双方就钢铁、汽车和医药产品的具体关税数值争执不下。而美日关税谈判已达成协议。美方对日本实施的“对等关税”税率将从25%下调至15%，日本将在现行的“最低准入制度”下增加美国大米的进口量。该协议还包括日本向美国投资5500亿美元的承诺。

7月，欧央行维持三大利率不变。由于关税最终如何落地尚不清晰，欧央行没有就后续政策路径提供任何前瞻指引，并罕见地将“贸易争端”列为政策不确定性的主要来源。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

【宏观经济】广义财政支出强度大幅提升——宏观经济点评-20250726

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：6月，全国一般公共预算收入18943亿元，全国一般公共预算支出28318亿元。政府性基金预算收入3959亿元，政府性基金预算支出14148亿元。

财政收支增速放缓，税收收入边际改善

1、6月公共财政收入增速放缓。6月狭义财政收入18943亿元，同比下滑0.3%，增速较前值下滑0.4个百分点。1-6月公共财政收入累计同比降幅维持在0.3%。从结构看，税收收入边际改善，非税收入延续走低。6月税收收入边际提速，同比增长1%（前值0.6%），上半年财政收入增速总体低于全年0.1%的增速目标。非税收入增速持续下滑，同比下降3.7%（前值为-2.2%），非税收入在2024年高基数下回归均衡水平。主要税种中企业所得税、消费税增速边际走高。企业所得税收入改善或主要是基数偏低导致。消费税小幅改善或与6月促销季消费表现不弱有关。增值税增速有所下降，同比增长5%。6月基本面多项指标有所回落但经济仍维持“抢出口”带来的韧性，增值税收入增速也是有韧性的小幅放缓；个人所得税同比增幅收窄至6.8%，个税与企业所得税增速的分化减弱。其他税种方面，房产税、外贸企业出口退税延续高增，车辆购置税边际回升。房产税同比增长21%，出口退税增长12%，退税规模持续走高以对冲关税影响。土地相关税种除土地增值税外均显著回升，城镇土地使用税、耕地占用税分别同比增长9%、9.6%；土地增值税收入仍高速下滑，同比下降20%。

2、财政支出边际降速，结构延续重民生轻基建。6月公共财政支出28318亿元，同比增长0.4%（前值2.6%），支出增速走低。上半年累计支出增长3.4%，已在全年目标增速之下（4%）。从全年进度看，上半年狭义支出完成全年的52.6%，小幅慢于2023-2024年进度。支出结构基本延续上月，科技和民生支出加力、基建支出继续走弱。6月科学技术支出同比增长18%，社保和就业支出同比增长8%，二者保持较高增速；卫生健康支出小幅提速至5.6%，教育类支出增长2.4%，文体传媒支出下滑至3%。而基建类支出增速延续下滑，农林水事务、城乡社区事务支出分别同比下降10%、8%，交通运输支出同比下降13%（增速下滑约10个百分点）。

政府性基金收支显著提速，广义赤字阶段性走阔

1、6月土地收入回升带动政府性基金收入降幅缩窄。6月全国政府性基金收入3959亿元，同比增长20.8%，增速较前值回升29个百分点。地方国有土地出让金收入同比回升22%（前值为-15%），6月卖地收入显著回暖，带动政府性基金加速回升。上半年政府性基金收入同比下滑2.4%，降幅收窄。

2、政府债券加速大幅拉动政府性基金支出。6月政府性基金支出14148亿元，同比增长79%（上月增长9%），支出累计同比达到30%，支出力度大幅抬升。5-6月专项债发行提速，且超长期特别国债集中发行，政府性基金支出于6月有显著提升。5-6月超长期特别国债共发行4340亿元，占全年额度的33%；5-6月新增专项债共发行9703亿元，占全年额度的22%。由于形成支出存在时滞，6月资金支出强度显著增加。由于6月广义收支提速，上半年政府性基金支出进度已超越2024年和2023年，达到全年的37.1%；政府性基金收入进度的完成程度也强于2023-2024年同期。向后看，7月超长期特别国债发行2060亿元，发行强度超过6月；新增专项债发行6169亿元（截至7月25日），力度同样也强于6月，因此7月政府债券资金投入使用预计仍将有力支撑广义财政支出。

6月广义财政收支表现亮眼，收入缺口缩窄，广义赤字阶段性走阔。当前广义财政收支差扩大，但同时广义财政收入和预算之间的缺口得到有效弥合。一方面，收支差（广义赤字）扩大或是阶段性特征，政府债券额度约在四季度前基本使用完毕，支出强度四季度可能放缓。另一方面，广义收入改善有效降低了潜在的财政缺口，若以当前收入增速测算，全年两本账实际收入和预算的缺口不超过3000亿元。但仍需注意，后续广义财政收入增速若难保持前6月水平，则财政缺口有进一步扩大的可能。

风险提示：经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

【策略】交易拥挤下的后市研判——投资策略周报-20250727

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

市场突破后，我们的观点：中枢缓慢上行的震荡市

市场突破后，虽然分歧仍然存在，但我们对于指数的长期突破维持乐观判断，形态类似“中枢缓慢上行的震荡市”：（1）短期指数临近关键点位，市场博弈加剧，警惕短期回调的风险；（2）市场对突破存在两大疑惑，“基本面尚未触底”和“反内卷财政支撑不强”；（3）在宏观预期未显著变化的背景下，汇金是本轮突破的核心力量，也是市场最重要的底气之一，持续性的长期资金投入稳定及抬升市场中枢。（4）我们认为，要以“牛市思维”操作，但最好以“中枢缓慢上行的震荡市”的心态进行交易，在交易和配置层面不建议盲目追高，应坚守自我。（5）风格上，看好成长板块，在市场风险偏好高位，成长更易跑出超额。

拥挤度视角下看当下市场的交易热度

本周，总量的交易热度处于高位，指数或有概率出现调整/盘整。但是并不代表行情一定结束，比如 2020 年中、2021 年初。即如果行情的核心驱动力并没有被破坏，调整后还有望继续创下新高。

一级行业的交投活跃度，多数行业显著上升，其中，TMT 整体的周换手率环比回落。拥挤度预警线上的行业包括，基础化工、钢铁、轻工制造、商贸零售、建筑装饰、电力设备、国防军工、计算机和机械设备。

相较上周，拥挤度突破阈值的行业数量增加，主要以反内卷行业为主。对比上周，除钢铁外，大部分反内卷行业的周换手率突破阈值。

“反内卷”的行情阶段，及后续展望

在多数反内卷行业的拥挤度突破阈值后，市场对反内卷仍然存疑，是否存在强有力的财政支持进行配合。然而，当前反内卷政策发生了一点变化，反内卷的内涵出现了进一步延展：发改委将出台反内卷行业具体工作方案，及雅江水电项目让市场对需求性政策有了期待。

后续反内卷行情展望：①如果需求侧政策力度不足，本轮反内卷行业或更多定义为一轮反弹行情。②如果后续需求侧刺激政策足够强，或将形成一轮持续性强的反转行情。

当下配置建议：科技+军工+金融+DeltaG 消费+稳定型红利+黄金

行业配置“4+1”建议：（1）科技成长+自主可控+军工：AI+、机器人、半导体、信创、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技），此外关注与指数共振度较高的金融科技与券商板块。（2）“内循环”内需消费：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、一般零售、个护用品、食品、饮料乳品、风味发酵品 II、新零售等，重点关注盈利增速边际改善的细分领域；（3）成本改善驱动：养殖、航海装备、能源金属、饲料；（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；（5）底仓配置：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

风险提示：宏观政策超预期变动加快复苏进程；全球流动性及地缘政治恶化风险；前瞻指标的使用基于历史数据，不能代表未来。

【金融工程】因子切割论与深度学习的结合应用——市场微观结构研究系列（28）-20250726

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 苏俊豪（分析师）证书编号：S0790522020001

因子切割论：剖析市场精细结构的利器

事物内部的各要素之间，往往存在着对立统一的矛盾。在金融市场中，当人们普遍预期的行为模式未能出现时，常常只是因为代理变量选得不好，以致未能窥见其内部更为本质的精细结构。我们在近十几年的因子研究历程中，既收获了大量个性鲜明的独家因子，也从中领悟了系统普适的方法论——因子切割论。

我们以理想反转因子的构造过程为例，归纳出因子切割论的三要素：对象、刀法、产出。

对象：具有可加性的目标变量

刀法：有区分能力的切割指标

产出：对切割后变量的再加工

DBD-GRU 模型：因子切割论与深度学习的有机结合

我们将切割论思想与深度学习有机结合，构造出双分支差异网络模型（Dual-BranchDifferenceGRU，以下简称 DBD-GRU 模型）在 DBD-GRU 模型中，假设输入的数据 x 包含了 A、B 两个特征，其中特征 A 为切割指标。我们以特征 A 在时序上的中位数为阈值，构造两个掩码 $mask_Ahigh$ 和 $mask_Alow$ ，将使用掩码处理后的数据分别输入两个分支网络 GRU_high 和 GRU_low 中。取两个网络最后一个时间步的差异输入输出层。

DBD-GRU 模型因子表现优异

我们使用 DBD-GRU 模型改进了切割论的三个因子：理想振幅因子、理想反转因子、主动买卖因子；同时作为对比，也将相同数据输入 GRU 模型中，将其作为基线模型。

与原始切割论因子和基线模型的 GRU 因子相比，DBD-GRU 模型因子表现优异，测试区间（201412~202505）内，理想振幅-DBD、理想反转-DBD、主动买卖-DBD 因子的 RankIC 分别为-10.33%、-10.31%、-9.81%。

DBD-GRU 模型在剔除对应的切割论因子与 GRU 因子后仍有较好的表现，这表明 DBD-GRU 模型并非只是以上两者的简单叠加，而是提供了较多的信息增量，作为对比，GRU 模型因子在剔除 DBD-GRU 因子后表现不佳。

我们将 DBD-GRU 模型的三个因子对称正交处理后等权合成，得到 DBD-Combine 因子，DBD-Combine 因子在主流宽基指数中均有较好表现，在沪深 300、中证 500、中证 1000 成分股中的 RankIC 分别为-5.76%、-7.40%、-9.84%。应用于指增组合时，在中证 1000 中的超额年化收益为 11.8%，超额 IR 为 2.21，表现优秀。

风险提示：模型基于历史数据测试，市场未来可能发生重大改变。

【固定收益】资金利率波动率放大，债市收益率有望上行——固收专题-20250725

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

央行预期引导的关键是资金利率

2025 年 7 月 14 日，金融市场司副司长在央行金融数据发布会上表示：“至于中小银行基于自身资产配置考虑，选择适当增持债券，增加安全资产配置，平滑经营利润波动，应该说在监管允许范围内是合理的。同时银行自发买卖债券，对市场也会起到稳定器的作用”。

央行对于债市这一温和表态，不同于 2024 年 4 月以来央行多次强调债市的利率风险，进一步强化了债市对央行货币宽松的预期。

我们认为，相比于央行的发言，更需要关注央行的实际操作，以及实际操作之后的资金利率。

比如，2024 年央行提示债市风险等，但之后债市继续下行，根本原因在于，资金利率并未上行。

反观此次，尽管央行表态温和，但税期资金利率明显走高，以及 2025 年 7 月下旬资金利率超预期上行。

以及，2025 年 7 月 25 日央行净投放 2000 亿元，但当日 DR001 加权利率处于 1.50%以上，明显高于 2025 年 6 月下旬 1.37%左右。

值得注意的是，除了关注资金利率水平，还需要关注资金利率的波动率。

2025 年 7 月开始，资金利率波动性明显上升，类似于 2016 年 8 月、之后债券收益率呈现趋势上行。

如果 2025 年 8 月之后，隔夜资金利率中枢高于 OMO 利率、且资金利率波动性仍然较大，那么债券估值或不

宜再用 OMO 利率计算。

经济预期修正下，债券收益率有望上行

我们认为，2025 年下半年经济增速或不会明显下行，以及结构性问题得到解决，经济预期修正下，债券收益率有望上行。

当前债市收益率仍然处于历史低位水平，背后的预期是下半年经济增速或回落和政策刺激放缓。但我们认为，当前或类似于 2016 年-2017 年。2025 年下半年实际 GDP 增速或保持稳定，以及通胀水平和地产行业有望改善，市场预期逐渐修正悲观预期，债券收益率持续上行。

我们认为，2025 年下半年 10 年国债收益率目标 1.9-2.2%。

历史上看，10 年国债收益率合理水平整体处于 DR007+40 到 70BP 区间。2025 年年初 DR007 处于 1.8%左右、对应 10 年国债收益率目标 2.5%，考虑当前到 DR007 处于 1.5%左右、对应目标应为 1.9-2.2%。

同时，如果 2025 年下半年政策反内卷见效，通胀实现正常化，DR007 中枢有望提高至通胀水平之上，届时 10 年国债收益率合理区间同样有望相应幅度上调。例如，如果通胀水平上行至 1.5-2.0%，则 DR007 或再次上行至 1.8%，对应 10 年国债收益率或达到 2.5%。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【中小盘】看好 AI+应用，关注膳食营养补充剂——中小盘周报-20250727

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

本周观点：看好 AI+应用，产业催化不断

AI 应用进入快速成长阶段。AI 应用发展的前提条件已经成熟。首先，基础设施能够满足 AI 应用发展的需求；其次，大模型调用成本下降，商用潜力得以激发；我国 AI 应用具备数据优势以及市场优势。高质量的数据是 AI 发展的前提条件，我国具备可观的数据储备以及下游广阔的需求规模。

受益标的：（1）拓尔思：公司积累了丰富的开源情报数据资源，涵盖人物主题、组织主题等多个领域，成功构建起“全球视野全域感知动态推演认知防御”的开源情报技术栈。（2）松霖科技：公司打造康养机器人第二增长曲线，与国内核心养老机构深度合作，具备康养机器人 AI 算法大模型的能力。（3）荣信文化：全域营销计划推动主业快速增长；多元运营原创 IP，加速拓展 AI+教育场景。

本周市场表现及重大事项

市场表现：本周中证 500/中证 1000/国证 2000/万得微盘股指数等中小盘指数表现优于上证 50 和沪深 300 等大盘指数。莱特光电、青鸟消防本周涨幅居前。

本周重大事项：（1）新股方面，C 山大、C 技源登陆 A 股，维立志博-B 登陆港股。3 家公司注册生效，1 家公司过会，无公司获交易所受理；（2）定增方面，新增竞价预案公告 6 例，发行竞价项目平均折价率 18.9%，平均收益率 40.7%；（3）并购方面，2 家公司首披重大资产重组，9 家公司涉及实控人变更；（4）股权激励和回购方面，14 家公司披露股权激励预案，25 家公司推出回购预案。

本周专题：消费者营养健康意识增强，膳食营养补充行业前景广阔

膳食营养补充剂是人体必需营养素的有力补充，健康消费热潮助推行业发展。首先，人口增长及老龄化趋势带来膳食营养补充市场消费的持续增长；第二，消费者需求不断细化，产品应用持续拓展，市场需求前景广阔；

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

第三，相比国外成熟市场，国内膳食营养补充行业渗透率提升空间巨大。在上述因素驱动下，根据欧睿数据，预计2026年全球膳食营养补充产品销售规模将达2,230亿美元。

直接关乎机体行动能力，HMB、氨糖、硫酸软骨素等细分市场前景广阔。在肌肉健康领域，HMB是维持肌肉健康的基础及核心营养素，QYResearch预计2030年全球HMB产量可达3572吨。一方面，肌肉健康意识提升为市场发展带来巨大的增长潜力；另一方面，HMB应用领域及应用场景不断增加打开产品未来需求空间。在关节健康领域，硫酸软骨素和氨糖具有止痛、促进软骨再生的功效，将受益于人口老龄化、骨关节炎年轻化趋势及宠物消费热潮。技源集团作为全球HMB行业领军企业，以及全球氨糖产业核心供应商，将直接受益于行业发展。

重点推荐主题及个股

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

风险提示：宏观环境变化、IPO政策变动、再融资政策变动、并购政策变动

【食品饮料】交易需求催生白酒配置窗口，新老消费可切换配置——行业周报-20250727

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

核心观点：低估值白酒蕴藏布局机遇，新消费估值回归理性

7月21日-7月25日，食品饮料指数涨幅为0.7%，一级子行业排名第23，跑输沪深300约0.9pct，子行业中预加工食品（+2.0%）、保健品（+1.9%）、啤酒（+1.1%）表现相对领先。近期白酒板块有所表现，更多源于交易层面因素。在整体市场波动加剧、热点板块轮动频繁的背景下，白酒板块呈现出明显的反弹趋势，部分头部酒企股价回升幅度超过10%。我们认为这种反弹是资金在市场中寻求确定性资产的结果，在经济复苏节奏放缓、部分行业不确定性较高的环境下，白酒作为低估值、高股息的传统防御性板块，受到资金青睐。当下白酒的投资逻辑已发生显著变化，交易层面因素的影响力大幅提升。从基本面分析，行业仍处于寻底过程。禁酒令持续压缩消费场景，使得白酒需求减少，也导致二季度板块业绩压力凸显，预计下半年业绩依旧承压。禁酒令影响已反应在市场预期之内，预计基本面底部或在下半年出现。但从交易层面看，白酒板块估值处于近五年低位；公募基金持仓也创新低，筹码结构良好，市场抛压较小；且股息率较高，已成为众多追求稳定收益的资金配置的优质选择。

大众品领域呈现出明显的分化态势。近期新消费标的公司估值下行明显，一方面是由于资金从成长板块向价值板块切换，在市场风险偏好下降的情况下，资金更倾向于流入低估值、高股息的传统板块；另一方面，市场对其中报业绩预期重新调整，此前市场对部分新消费公司在新品推广和渠道拓展方面的预期过高，导致估值有所回调。从基本面来看，传统消费板块压力大，乳制品、调味品、速冻等基础品类需求仍然偏弱。但新消费标的依然具备成长性，受益于新渠道（如直播电商、零售量贩、山姆会员店等）快速发展、新品类（如健康零食、低度酒）等持续涌现，业绩增速仍高于大部分传统消费板块。对于下半年投资，首先建议重点布局低估值的白酒。同时对于新消费公司，在其估值回调后，建议深入分析企业的核心竞争力和产业发展趋势，寻找那些在新渠道布局完善、新品类持续迭代、能够不断开拓新市场的公司进行长期投资。

推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、万辰集团、百润股份

（1）贵州茅台：短期白酒需求下移，但公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。（2）山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。（3）西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。（4）万辰集团：量贩零售业态持续渗透，门店数量持续扩张。同时拓展折扣超市新店型，选品新增冻品、潮玩、日用品等，聚焦年轻消费者目标人群，有望助力公司延续高成长。（5）百润股份：预调酒处于改善趋势当中，威士忌已实现较好铺货，建议关注后续公司鸡尾酒回款改善和新品催化逻辑。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【非银金融】预定利率调降 50bp 符合预期，交易量站上两万亿——行业周报-20250727

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

周观点：预定利率调降 50bp 符合预期，交易量站上两万亿

2 季度公募持仓数据看，券商板块仍明显欠配：2025Q2 主动型基金重仓股中券商板块占比 0.78%，环比 +0.25pct，环比增幅 48%，位于近 5 年 26%分位数，相对 A 股低配 3.72pct；2025Q2 主动型基金重仓股中保险板块占比 1.14%，环比 +0.52pct，环比增幅 84%，位于近 5 年 83%分位数，相对 A 股低配 0.77pct。

券商：日均交易量突破 2 万亿，证监会表态全力巩固市场回稳向好态势

(1) 本周日均股基成交额 2.23 万亿，环比 +19.4%，6 月和 7 月市场成交额活跃度环比持续走高。基金新发持续改善，7 月 22 日证券时报报道，第一批 25 只新型浮动费率基金成功募集并成立，合计募集资金达 247.64 亿，第二批 11 只新型浮动费率基金也于近日集中上报。(2) 7 月 24 日证监会年中工作会部署下一阶段重点任务，其中提出，全力巩固市场回稳向好态势；推出深化创业板改革的一揽子举措；从资产端、资金端进一步固本培元；大力推动中长期资金入市，扎实推进公募基金改革。(3) 首创证券 7 月 25 日公告，为进一步提高公司资本实力和综合竞争力，更好地整合国际资源，提升国际影响力，公司拟赴港 IPO。(4) 2024 年新国九条、央行等金融部委组合拳稳股市的长效影响持续，个人投资者和中长资金持续流入，交易活跃度中枢持续抬升，自营和海外业务高景气或带来券商业绩超预期，板块估值仍在低位，机构欠配明显，继续看好券商板块机会。关注交易量、稳定币以及政策端等催化。三条主线：零售优势突出券商；海外业务优势突出的头部券商和香港交易所，受益于港股市场高景气；金融科技主线标的。

保险：2 季度利率研究值发布，多家险企传统险预定利率调降 50bp 符合预期

(1) 7 月 25 日中国保险行业协会召开会议，发布二季度普通型人身险预定利率研究值为 1.99%，比前值 2.13% 下降 14bp。根据规定，连续两个季度预定利率研究值低于当下在售产品预定利率上限超过 25bp(当下传统险上限为 2.5%)，则触发“下修”机制。证券时报报道，中国人寿、平安人寿等保险公司决定调整新备案保险产品的预定利率最高值。其中，普通型/分红型/万能型产品预定利率最高值分别降至 2.0%/1.75%/1.0%（调前：2.5%/2.0%/1.5%），且将于 2025 年 8 月 31 日起不再接受超过上述预定利率最高值的保险产品投保申请。本次预定利率调降整体符合市场预期，利于进一步降低寿险负债成本，分红险性价比持续提升，或加快行业转型。传统险本次调降 50bp 而非 25bp 可防止频繁调整对销售节奏带来的影响，亦体现险企对 3 季度预定利率研究值或仍在 2% 以下的预期。(2) 寿险板块当下催化仍以权益市场为主，权益资产提振总投资收益率，而负债成本持续下降利于支撑中长期利差，关注分红险转型，看好低估值标的。

推荐及受益标的组合

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

受益标的组合：国信证券，中金公司，同花顺，九方智投控股，新华保险。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第七期）：固态电池材料持续取得突破，电池中试节奏加快——行业周报-20250727

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

固态电池材料持续取得突破，中试、量产节奏加快

(1) 材料：7月22日，华盛锂电表示，公司目前已完成了多种固态/半固态电池适配材料的实验室试制。7月23日，泰和科技“硫化物固态电解质的制备及其产业化研究”等多个项目均处于中试阶段，同时多个项目已完成小试。7月25日，当升科技开发双相复合超高镍正极材料，适配全固态电池体系，该材料可应用于人形机器人、eVTOL等领域，解决高倍率放电稳定性问题。(2) 电池：7月22日，孚能科技透露，其半固态电池成本相比液态电池仅高5%-10%，具备良好的经济性、较高的市场竞争力，目前其半固态电池已实现GWh级别出货。7月25日，豪鹏科技半固态电池量产能量密度达950Wh/L，并通过军工级安全防护设计，适配AI硬件对高能耗、轻量化及高安全性的核心需求。目前该产品已向部分穿戴类客户送样评估，未来将积极配合客户需求进入量产阶段。7月26日，蜂巢能源宣布将于2025年第四季度在其2.3GWh半固态量产线上试生产第一代140Ah半固态电池，目标为宝马MINI下一代车型供货，预计于2027年开始大规模供应。(3) 设备：7月24日，清研纳科自主研发的高速宽幅干法电极设备顺利交付至国内头部主机厂，双方联合举行交付仪式，这也是国内首台高速宽幅干法电极成膜复合设备。我们认为当前固态电池正逐步从实验室阶段到量产验证阶段发展，预计2025年底小批量装车试验，2026-2027年普遍装车试验，此外，低空、机器人、AI等新兴应用场景打开固态电池市场空间，产业化落地有望提速。建议关注固态电池板块后续的行情表现，推荐标的宁德时代，受益标的：(1) 设备：纳科诺尔、宏工科技、先导智能、德龙激光等；(2) 电池：国轩高科、珠海冠宇、普利特、冠盛股份、鹏辉能源等；(3) 正极及电解质：厦钨新能、容百科技、海辰药业等；(4) 导电剂：天奈科技；(5) 电解质复合膜：长阳科技、星源材质、恩捷股份等；(6) 硅碳负极：璞泰来、上海洗霸等；(7) 金属锂负极：道氏技术、赣锋锂业、天铁科技、英联股份、胜利精密。(8) 集流体：远航精密、诺德股份、德福科技、嘉元科技、中一科技等；(9) 铝塑膜：紫江企业、海顺新材、明冠新材、道明光学。

本周板块行情：设备环节领涨，成交额同比大增

7月21日-7月25日，固态电池指数+3.5%，2025年累计+25.5%，同期沪深300指数+3.1%。统计范围内的固态电池相关标的平均+2.8%，设备(+6.8%)、导电剂(+3.7%)环节领涨。涨幅前五标的：纳科诺尔(+19.2%)、星云股份(+16.9%)、德龙激光(+16.3%)、冠盛股份(+15.6%)、孚能科技(+13.1%)；跌幅前五标的：*ST威尔(-7.3%)、天铁科技(-5.3%)、海辰药业(-4.3%)、长阳科技(-2.9%)、华盛锂电(-2.9%)。

风险提示：技术研发不及预期，产业落地进展不及预期，下游需求不及预期。

【汽车】发放运营牌照，上海政策助推 Robotaxi 落地——行业周报-20250727

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

本周专题：发放运营牌照，上海政策助推 Robotaxi 落地

7月26日世界人工智能大会上，上海新一批智能网联汽车示范运营牌照发放，运营牌照发放意味着上海的自动驾驶从“道路测试”正式向“规模运营”跃升，有望进一步推动L4自动驾驶的大规模商业化应用。会上还发布《上海高级别自动驾驶引领区“模速智行”发展行动方案》，总体目标为2027年基本建成全球领先的高级别自动驾驶引领区，形成有国际竞争力的智能网联产业集群。

本周观点：智驾关注技术、政策、产业产生积极变化，行业迈向行稳致远

(1) 智驾方面，技术端：特斯拉召开业绩交流，未来仍将大幅提升车端模型参数量及推理算力来提升性能。政策端：近期上海颁发智能网联汽车运营牌照，并发布政策在载人、载货、以及低速无人驾驶领域推动智驾前行。产业端：近期市场对智驾安全性关注度日益提升，提升智驾的“下限”，让消费者明确智驾边界日受重视；此外智驾能力的公允评价体系亦有望落地，智驾检测必要性凸显。(2) 整车仍然建议关注智驾强势主机厂及布局高端市场玩家。下半年得益于车端算力和模型的进步，智驾体验将迎来较大提升；此外布局高端产品市场具有较好的竞争格局，更优的产品站位以及良好盈利能力机遇更优。(3) 零部件建议关注市场份额扩张以及转型机器人玩家。受益于国产替代及出海，布局成长性板块广市占率+切入爆款车产业链带来业绩弹性，切入机器人亦将帮助零部件

公司打开成长空间，关注业绩优异布局前沿方向玩家。

本周热点：尊界 S800 首发华为 ADS4；7 月狭义乘用车零售预计 185.0 万辆

尊界 S800 首发 HUAWEI ADS4；问界 M8 纯电版即将小订（8 月上市，搭华为七合一电驱）；理想超充站累计破 2900 座，成中国自营超充第一；零跑 B01 上市（8.98 万起，续航 430-650km），朱江明宣布 2025 年 3 款、2026 年 5-6 款新车；小鹏印尼智造基地投产，首台本地化 X9 交付；智己“超级增程”8 月 1 日首发，新一代 LS6、LS9 2025 Q3、Q4 发布；特斯拉发布 2025 Q2 安全报告：使用 Autopilot 技术的车辆行车安全是普通车辆的 9.5 倍；中央呼吁整治新能源车行业非理性竞争；乘联会 7 月新能源零售预计 101 万辆；上海发放智能网联示范运营牌照。

投资建议

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

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

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第二十六期）：敏实集团与亿航签署五年战略协议，沃兰特获 17.5 亿美元国际订单——行业周报-20250727

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

敏实集团与亿航签署五年战略协议，沃兰特获 17.5 亿美元国际订单

（1）政策支持：7 月 24 日，湖南 10 亿元低空经济基金在长沙成立，整合制造、运营、空管资源，打造国家级示范区，助推产业规模化。7 月 24 日，中国低空经济法律服务协同平台在沪成立，聚焦立法研究、争议解决及人才培养，构建全链条法律保障，响应国家低空经济战略。（2）地方动态：7 月 23 日，首届国际低空经济博览会在上海开幕，主题“启航低空经济，赋能千行百业”。展会面积 6 万平，吸引近 300 家全球头部企业参展。开幕式上，“华东低空经济产业联盟”成立，联合 7 个无人驾驶航空试验区及高校，聚焦政策、标准与产学研合作，目标打造国际级产业集群。7 月 25 日，青岛完成 2 吨级 eVTOL 海岛运输测试及无人机观光试运营。依托自建低空管理平台，青岛梳理 242 种低空应用场景，打造“轨道+低空”融合示范。（3）行业合作：7 月 22 日，敏实集团与亿航智能签署五年战略协议，联合开发低空飞行器部件、旋翼系统及应用场景。此前 7 月其子公司敏翼已与亿航签订开发协议。双方将融合敏实全球 14 国汽车零部件经验与亿航城市空运技术，构建低空经济全价值链体系。7 月 23 日，御风未来与沪粤低空经济公司签约，共建低空标准、试飞体系与应用场景。其 2 吨级载人 eVTOL M1 计划 2027 年取证，2030 年拓展城际航线，旨在通过国资平台推动商业化，解决基建运营协同难题。（4）个企进展：7 月 21 日，峰飞航空交付全球首架“三证齐全”吨级 eVTOL（2 吨商载），专攻物流/救援，订单超 1000 架，计划 2025 年运营，标志适航突破。7 月 23 日，沃兰特航空获泰国 PanPacific 500 架 eVTOL 订单（17.5 亿美元创纪录），用于泰马岛际运输，中航工程承建基建，推动中国技术出海。7 月 25 日，万丰奥威整合 Volocopter 技术及自有制造能力，布局“固定翼+垂降+无人机”矩阵，重点推进 DART、eDA40 及 eVTOL 取证商业化，强化全球竞争力。我们认为，低空经济已经迎来从宏观（国家层面产业规划）到中观（各地地方补贴）再到微观（基建主机招标、应用场景打造）的纵向落地，建议关注低空经济后续板块行情，推荐标的卧龙电驱、绿能慧充，受益标的：（1）低空制造：万丰奥威、宗申动力等；（2）低空基建：莱斯信息、深城交等；（3）低空运营：深圳机场、中信海直、祥源文旅、岭南控股、西域旅游等。

本周板块行情：小幅上涨，美股亿航智能领街

7月21日-7月26日低空经济A股相关标的平均涨跌幅为+2.3%，涨幅前五标的分别为山河智能（+37.3%）、豪鹏科技（+18.1%）、金盾股份（+17.0%）、孚能科技（+13.1%）、卧龙电驱（+12.7%）；跌幅前五标的分别为广联航空（-13.2%）、长源东谷（-5.1%）、纳睿雷达（-4.8%）、吉峰科技（-4.4%）、应流股份（-4.2%）。美股方面，亿航智能（+6.4%）、Joby Aviation（+1.8%）、Eve Holding（+0.9%）、Vertical Aerospace（-0.1%）、Archer Aviation（-15.7%）。

风险提示：产业政策落地速度不及预期，低空应用场景在C端普及不及预期。

【地产建筑】创金合信首农 REIT 上交所上市，发行市场保持活跃——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

创金合信首农 REIT 上交所上市，发行市场保持活跃

2025年第30周，中证REITs（收盘）指数为860.11，同比上涨8.11%，环比下跌1.79%；中证REITs全收益指数1087.36，同比上涨16.32%，环比下跌1.56%。本周REITs市场交易规模成交量达7.41亿份，同比增长12.1%；成交额达33.48亿元，同比增长29.17%；区间换手率3.62%，同比下降24.74%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类REITs一周涨跌幅分别为-3.09%、-2.02%、-1.32%、-0.87%、-0.69%、-3.75%、-0.82%；一月涨跌幅分别为-5.88%、+0.04%、-1.64%、-1.22%、+0.15%、-4.85%、-0.90%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs作为高分红、中低风险资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

天虹消费 REIT 首发申报，创金合信首农 REIT 上交所上市

天虹消费 REIT 已申报到深交所，原始权益人为天虹数科商业股份有限公司，基金管理人为中航基金，目前暂未披露申报稿招募说明书，根据2024年3月14日天虹股份公告，拟以下属全资子公司苏州市天虹商业管理有限公司持有的苏州相城天虹购物中心为底层资产，开展公募REITs项目申报发行工作，将认购公募REITs项目的34%基金份额。第69只公募REIT——创金合信首农产业园封闭式基础设施证券投资基金（简称“创金合信首农REIT”，基金代码：508039）在上海证券交易所成功上市。创金合信首农REIT于2025年6月18日正式获批，7月7日-8日完成基金募集。基金首发份额共计10亿份，发售价格为3.685元/份，募集规模为36.85亿元。首日收盘价为4.734元，较发行价上涨28.47%。

一周行情：环保REITs单周下跌0.69%，单月累计上涨0.15%

2025年第30周，中证REITs（收盘）指数为860.11，同比上涨8.11%，环比下跌1.79%，2024年年初至今累计上涨13.71%，同期沪深300指数累计上涨20.29%，累计超额收益-6.58%；中证REITs全收益指数1087.36，同比上涨16.32%，环比下跌1.56%，2024年年初至今累计上涨26.18%，同期沪深300指数累计上涨20.29%，累计超额收益+5.89%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类REITs一周涨跌幅分别为-3.09%、-2.02%、-1.32%、-0.87%、-0.69%、-3.75%、-0.82%；一月涨跌幅分别为-5.88%、+0.04%、-1.64%、-1.22%、+0.15%、-4.85%、-0.90%。

一级跟踪：12只REITs基金等待上市，发行市场保持活跃

2025年第30周，共有12只REITs基金等待上市，本周中天虹消费封闭式基础设施证券投资基金首发申请已申报，发行市场保持活跃。

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

【农林牧渔】催化因素频出，2025Q2农业板块公募重仓市值提升——行业周报-20250727

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

证书编号：S0790124060020

周观察：催化因素频出，2025Q2 农业板块公募重仓市值环比提升

受益于中美关税扰动、基本面及政策催化，2025Q2 农业板块公募基金重仓持股占比提升。2025Q2 农业板块总流通市值升至 13208 亿元，环比+6.80%，占 A 股流通市值比重升至 1.74%，环比+0.05pct。从公募重仓持股看，2025Q2 农业板块重仓持股市值占公募股票投资总市值 0.47%（环比+0.07pct，同比-0.30pct）。2025 年 4 月以来农业板块受中美关税扰动、猪价淡季不淡及行业去产能降均重政策多轮催化，投资逻辑改善，公募基金重仓持股占比提升。

生猪持续降重叠加产能调控推进，后续猪价有望企稳回升。据涌益咨询，7 月 25 日样本企业日均生猪屠宰量 13.57 万头，环比上周+0.39 万头，屠宰量环比小幅增加。7 月 25 日全国生猪销售均价 14.10 元/公斤，环比上周-0.09 元/公斤，环比-0.63%，全国猪价下跌主要系猪源供应充足。本周（7.18-7.24）全国商品猪出栏均重 128.48 公斤，较上周下降 0.35 公斤，行业降重持续进行。短期看，降重或能够缓解后续猪肉供给压力，叠加国家强调推进生猪养殖行业高质量发展，产能调控有望持续推进，支撑后续猪价中枢抬升。

进口大豆成本上升叠加后市供给担忧，本周豆粕价格走强。（1）玉米：华北地区连日降雨，导致山东地区深加工厂门前到货车辆数量下降，企业根据玉米到货量动态调整收购价，本周饲料厂玉米到厂均价 2476 元/吨，环比上周+3 元/吨，环比+0.12%。（2）豆粕：美盘大豆价格上行带动进口大豆成本上升，叠加市场担忧后期工厂大豆采购量减少导致豆粕供应减少，本周全国豆粕现货价 2983 元/吨，环比上周+55 元/吨，环比+1.86%，豆粕价格走强。

周观点：生猪投资逻辑边际改善，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

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

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

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

本周市场表现（7.21-7.25）：农业跑赢大盘 1.95 个百分点

本周上证指数上涨 1.67%，农业指数上涨 3.62%，跑赢大盘 1.95 个百分点。子板块来看，畜养殖板块领涨。个股来看，神农集团（+15.42%）、中基健康（+11.63%）、邦基科技（+11.41%）领涨。

本周价格跟踪（7.21-7.25）：本周白羽鸡、黄羽鸡等农产品价格环比上涨

7 月 25 日全国外三元生猪均价为 14.15 元/kg，较上周下跌 0.12 元/kg；仔猪均价为 31.89 元/kg，较上周下跌 0.07 元/kg；白条肉均价 18.61 元/kg，较上周下跌 0.36 元/kg。7 月 25 日猪料比价为 4.21:1。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【建材】雅江下游水电工程顺利开工，关注建材投资机会——行业周报-20250727

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 刘天文（分析师）证书编号：S0790523110001

雅江下游水电工程顺利开工，关注建材投资机会

雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式 7 月 19 日上午在西藏自治区林芝市举行。中共中央政治局常委、国务院总理李强出席开工仪式，并宣布工程正式开工。雅鲁藏布江下游水电工程位于西藏自治区林芝市。工程主要采取截弯取直、隧洞引水的开发方式，建设 5 座梯级电站，总投资约 1.2 万亿元。工程电力以外送消纳为主，兼顾西藏本地自用需求。我们认为，随着该项目的不断推进，有望带动相关建材需求，建材行业基本面有望迎来较大改善。消费建材板块推荐：三棵树（渠道下沉，零售扩张）、东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优

质，零售业务占比高）、坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，多元化扩张涂料、防水板块业务）等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%，预计会加快节能降碳与能用设备的迭代更新。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。“对等关税”有望利好在海外有生产基地的玻纤龙头择时提价，进而巩固玻纤盈利优势。玻纤板块推荐：中国巨石；受益标的：中材科技、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，药用玻璃板块推荐：力诺药包、山东药玻。

本周（2025 年 7 月 21 日至 7 月 25 日）建筑材料指数上涨 8.20%，沪深 300 指数上涨 1.69%，建筑材料指数跑赢沪深 300 指数 6.51pct。近三个月来，沪深 300 指数上涨 9.46%，建筑材料指数上涨 16.12%，建材板块跑赢沪深 300 指数 6.66pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 21.06%，建筑材料指数上涨 28.09%，建材板块跑赢沪深 300 指数 7.04pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 7 月 25 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 275.19 元/吨，环比下跌 2.02%；水泥-煤炭价差为 188.09 元/吨，环比下跌 3.58%；全国熟料库容比 69.07%，环比上升 1.83pct。

玻璃：截至 7 月 25 日，全国浮法玻璃现货均价为 1255.79 元/吨，环比上涨 41.46 元/吨，涨幅为 3.41%；光伏玻璃均价为 115.63 元/重量箱，环比下跌 0.39 元/重量箱，跌幅为 0.34%。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 16.02 元/重量箱，环比上涨 8.75%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 10.23 元/重量箱，环比上涨 26.60%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 11.26 元/重量箱，环比上涨 21.57%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 63.72 元/重量箱，环比上涨 0.55%。

玻璃纤维：截至 2025 年 7 月 25 日，无碱 2400tex 直接纱报 3300-4000 元/吨（个别厂报价较高），无碱 2400tex SMC 纱报 4400-5000 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 5400-6500 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 4400-5300 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4200-5300 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱（普通级）报 4100-4400 元/吨。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至 2025 年 7 月 25 日，原油价格为 71.02 美元/桶，周环比下跌 0.43%，较 2025 年年初下跌 7.44%，同比下跌 13.51%；沥青价格为 4570 元/吨，周环比持平，较 2025 年年初上涨 2.93%，同比上涨 4.58%；丙烯酸价格为 6500 元/吨，周环比下跌 1.14%，较 2025 年年初下跌 16.67%，同比上涨 0.78%；钛白粉价格为 13000 元/吨，周环比下跌 0.38%，较 2025 年年初下跌 9.09%，同比下跌 14.19%。

风险提示：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【医药】麻药龙头归核重整，创新管线接踵而至——行业周报-20250727

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 刘艺（联系人）证书编号：S0790124070022 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002

人福医药：麻药龙头归核重整，创新价值有待发掘

人福医药归核重整持续推进，麻醉镇痛子公司宜昌人福奠定公司基本盘：宜昌人福为芬太尼系列龙头，新老产品维持稳定增长贡献公司业绩，同时非手术科室持续高增长，随着适应症增加与科室开拓，未来有望保持稳定增长；公司持续加码口服剂型研发与疼痛管理等应用场景拓展，带来新增量；公司创新药苯磺酸瑞马唑仑与磷丙泊酚二钠安全性均优于丙泊酚，麻药布局持续完善。

大力布局创新管线，创新价值有待发掘：子公司光谷人福 pUDK-HGF 已完成 III 期临床，严重下肢缺血性疾病目前尚无有效疗法，该药有望如期上市。同时公司布局一系列差异化创新管线，包括 1 款单抗，靶点为 FGFR2b，其余为化药；从适应症来看，主要用于疼痛、实体瘤以及炎症性肠病等。公司早研管线靶点多较为新颖，研发布

局差异化显著，创新价值有待发掘。

本周医药生物上涨 1.9%，医疗研发外包板块涨幅最大

本周医药生物上涨 1.9%，跑赢沪深 300 指数 0.21pct，在 31 个子行业中排名第 19 位。本周大部分板块处于上涨态势，本周医疗研发外包板块涨幅最大，上涨 8.29%；疫苗板块上涨 6.62%，医疗耗材板块上涨 5.04%，医疗设备板块上涨 4.86%，医院板块上涨 3.96%；化学制剂板块跌幅最大，下跌 2.02%，其他生物制品板块下跌 0.58%，血液制品板块上涨 1.06%，中药板块上涨 1.39%，医药流通板块上涨 1.69%。

推荐标的

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

风险提示：政策波动风险、市场震荡风险以及医保未准入风险等。

【农林牧渔】2025Q2 农业板块公募基金重仓持股占比提升，饲料养殖龙头增持居前——行业点评报告-20250727

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

2025Q2 农业板块公募基金重仓持股占比提升，饲料养殖龙头增持居前

受益于中美关税扰动、基本面及政策催化，2025Q2 农业板块公募基金重仓持股占比提升。2025Q2 农业板块总流通市值升至 13208 亿元，环比+6.80%，占 A 股流通市值比重升至 1.74%，环比+0.05pct。从公募重仓持股看，2025Q2 农业板块重仓持股市值占公募股票投资总市值 0.47%（环比+0.07pct，同比-0.30pct）。2025 年 4 月以来农业板块受中美关税扰动、猪价淡季不淡及行业去产能降均重政策多轮催化，投资逻辑改善，公募基金重仓持股占比提升。

细分板块看，2025Q2 饲料及养殖细分板块公募重仓持股环比提升幅度居前，其他子板块持股占比相对稳定。2025Q2 农业细分板块中养殖/饲料/种植/动保/农产品加工公募重仓持股占比分别为 0.21%、0.22%、0.02%、0.004%、0.004%，分别环比+0.02、+0.06、-0.01、-0.003、+0.001pct。受益于猪价淡季不淡、饲料出海及原材料成本控制驱动，饲料板块公募重仓持股环比提升幅度居前，其他子板块同比变动较小。

个股看，海大集团等饲料及养殖龙头持仓市值及增持市值居前。2025Q2 农业板块公募持仓市值排名，海大集团、牧原股份、温氏股份、乖宝宠物、中宠股份公募基金持仓市值居前，分别为 124.4、66.4、62.0、12.3、12.2 亿元，季度环比+51%、+38%、-1%、+18%、+14%。增仓市值排名中，海大集团、牧原股份、德康农牧获公募增持居前，季度分别环比增持 41.9、18.2、4.4 亿元，远高于其他农业标的。

投资建议：生猪投资逻辑边际改善，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

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

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

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

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性。

【计算机】周观点：持续重视 AI 应用和稳定币投资机会——行业周报-20250727

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

市场回顾：本周（2025.7.21-2025.7.25），沪深 300 指数上涨 1.69%，计算机指数上涨 1.71%。

周观点：持续重视 AI 应用和稳定币投资机会

（1）2025WAIC 正式开幕，全球 AI 创新成果将集中亮相

7 月 26 日，2025 年世界人工智能大会（WAIC）正式开幕，WAIC 将聚焦人工智能发展的关键命题，大会展览面积首次突破 7 万平方米，吸引 800 余家企业参展，其中市外及国际企业占比超 50%。3000 余项前沿展品将集中亮相，涵盖 40 余款大模型、50 余款 AI 终端产品、60 余款智能机器人以及 100 余款“全球首发”、“中国首秀”的重磅新品。WAIC 不仅将展现全球 AI 最新创新成果，也将为 AI 行业生态带来更多的碰撞火花。

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

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

（3）香港稳定币条例将于 8 月 1 日正式实施，继续关注稳定币板块

2025 年 8 月 1 日，香港稳定币条例将正式开始实施，金管局总裁余伟文明确表示，初期仅会批出数个牌照，申请人需提出具体可行的业务方案和实实在在的应用场景，并重点考察其储备管理能力、合规体系及技术安全性。传统银行如汇丰、花旗等正通过子公司或合资形式布局，同时头部金融科技企业如蚂蚁国际等有望加速入场。

投资建议

AI 应用端推荐金山办公、鼎捷数智、迈富时、致远互联、金蝶国际、博彦科技、用友网络、同花顺、恒生电子、合合信息、拓尔思、科大讯飞、焦点科技、中科创达、税友股份、上海钢联等，受益标的包括汉邦高科、海天瑞声、石基信息、汉得信息、新致软件、泛微网络、汉王科技、汉仪股份、三六零、万兴科技、彩讯股份、福昕软件、金桥信息等。AI 算力端推荐海光信息、中科曙光、淳中科技、浪潮信息、神州数码等，受益标的包括寒武纪、景嘉微等。

稳定币板块推荐恒生电子、博彦科技，受益标的包括新开普、新晨科技、中科软、普联软件、OSL 集团、众安在线、多点数智、京北方、大智慧、连连数字、联易融科技、新国都、新大陆、拉卡拉、恒生电子、金桥信息、雄帝科技、四方精创、高伟达、优博讯、天阳科技、信安世纪、中国光大控股、国富量子、德林控股、多点数智、金证股份、信雅达等。RWA 板块推荐朗新集团、卓易信息，受益标的包括安恒信息、协鑫能科等。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【通信】谷歌上调资本开支，Qwen3 模型迎更新，看好全球 AI 共振——行业周报-20250727

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

谷歌上调资本开支，云客户订单持续增长，Tokens 消耗量较 5 月翻倍

2025 年 7 月 23 日，谷歌发布 2025 年第二季度报告，2025Q2 公司实现营收 964 亿美元，同比增长 13.8%，其中，谷歌云业务实现营收 136 亿美元，同比增长 31.7%，谷歌云营业利润率提升至 20.7%，同比提升 9.4 个百分点，谷歌云 2025Q2 积压订单达到 1060 亿美元，同比增长 38%。公司在谷歌云业务下游需求强劲：(1) 2.5 亿美元合同数量同比翻倍增长；(2) 2025H1 签署 10 亿美元合同数量与 2024 全年相同；(3) 新 GCP 客户量同比增长约 28%；(4) 超 8.5 万企业客户使用 Gemini，使用量同比增长 35 倍。应用方面，Geminiapp 已拥有超 4.5 亿月活跃用户，日请求量较 Q1 增长 50% 以上，月 Tokens 消耗数量超 980 万亿个，较 2025 年 5 月份，增长一倍以上。

公司 2025Q2 资本开支为 224.46 亿美元，同比增长 70%，大部分投入技术基础设施，其中 2/3 为服务器投资，1/3 为数据中心和网络设备，用以满足客户需求。公司已提高了服务器部署速度，但预计 2026 年供需关系仍将偏紧，公司上调 2025 年资本开支 13% 至 850 亿美元（原 750 亿美元），预计 2026 年还将进一步增加资本支出。

阿里 Qwen3 模型迎来更新，性能持续突破，国产算力加速发展

7 月 22 日，阿里巴巴开源新版 Qwen3-235B-A22B-2507 非思维推理模型，模型参数达到 2350 亿个，其中激活参数为 220 亿个，在多个基准测试中表现优异。千问最强大的开源智能体编程模型 Qwen3-Coder-480B-A35B-Instruct，参数达到 4800 亿个，其中激活参数为 350 亿个，原生支持 256K 上下文。在基准测试中，Qwen3-Coder 于 AgenticCoding、AgenticBrowser-Use 和 AgenticTool-Use 三类任务中获得开源 SOTA。

持续看好全球 AIDC 算力产业链、卫星互联网、6G 等七大产业方向

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

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

【化工】两部门起草价格法修正草案，发改委强化投资项目碳排放管理——化工行业周报-20250726

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 宋梓荣（分析师）证书编号：S0790525070002

本周行业观点一：两部门起草价格法修正草案，发改委强化项目碳排放管理

1、治理“内卷式”竞争，国家发展改革委、市场监管总局研究起草了价格法修正草案（征求意见稿）。根据中国证券报报道，7 月 24 日消息，修正草案主要涉及三方面内容。具体包括：(1) 完善政府定价相关内容。一是结合政府价格管理方式变化，明确政府指导价不局限于基准价及其浮动幅度的形式。二是结合政府定价从定水平向定机制转变的实际，明确定价机关可通过制定定价机制，确定政府定价的水平。三是根据近年工作实践，明确成本监审作为政府制定价格的重要程序，进一步加强价格成本监管等；(2) 进一步明确不正当价格行为认定标准。一是完善低价倾销的认定标准，规范市场价格秩序，治理“内卷式”竞争。二是完善价格串通、哄抬价格、价格歧视等不正当价格行为认定标准等。(3) 健全价格违法行为法律责任。一是调整对经营者不正当价格行为的处罚规定，提高经营者违反明码标价规定的处罚标准。二是明确经营者拒绝或者虚假提供成本监审、调查等资料的法律。我们认为，未来若该修正草案落地，将为各行业整治恶性竞争行为提供进一步的法律支撑，或推动各行业反内卷政策施行。2、发改委修订印发《固定资产投资节能审查和碳排放评价办法》。《办法》将碳排放评价

和煤炭消费管理有关要求纳入节能审查，对项目用能和碳排放情况进行综合审查评价；建立节能审查权限动态调整机制，由国家发展改革委对重点领域重大项目实施节能审查和碳排放评价；强化节能审查事中事后监管，压实地方管理节能工作部门的监督管理职责，明确相关违法违规行为的法律责任。我们认为，随着《办法》落地，两高、产能过剩行业的低成本、能效水平领先的龙头或充分受益。

本周行业新闻：巴斯夫湛江丙烯酸及酯区首批装置机械竣工

根据化工在线报道，巴斯夫湛江一体化基地迎来重要里程碑——其丙烯酸及酯区首批装置顺利完成机械竣工。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【铬盐】振华股份；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】博源化工、三友化工等；【其他】黑猫股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺、恒逸石化等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、湖北宜化等；【硅】新安股份；【氯碱行业】中泰化学、新疆天业等；【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】卓越新能、万凯新材、华谊集团、中触媒、光华科技等。

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

【商贸零售】医美化妆品 6 月月报：锦波生物发布 HiveCOL 蜂巢胶原新品，2025H1 美妆温和复苏、洗护彩妆亮眼——行业点评报告-20250725

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

板块行情回顾

医美（选取 14 家上市公司）：6 月个股涨幅靠前为美丽田园医疗健康（+64.4%）、雍禾医疗（+50.0%）、四环医药（+13.3%）；化妆品（选取 22 家上市公司）：6 月个股涨幅靠前为若羽臣（+29.3%）、上美股份（+25.0%）、嘉亨家化（+9.6%）。

医美：锦波生物发布 HiveCOL 蜂巢胶原新品，科笛、四环医药新品陆续发布

（1）2025 年 7 月 21 日，锦波生物发布全球首个重组 III 型人源化胶原蛋白凝胶 HiveCOL，该产品具备“即刻支撑+持续新生”的协同效应，能够更好的融入人体组织实现组织新生，此次新品发布开启了组织新生的新纪元，实现了抗衰从“表面改善”到“组织新生”的跨越。（2）2025 年 7 月 19 日，四环医药旗下溪颜空间上市新品童颜针“斯弗妍”、“回颜臻”（双规格）、PCL 少女针“倾研”，覆盖肤质提升、轮廓塑形、容量补充全维度需求，成为目前国内唯一合规双再生针剂持有者。（3）2025 年 6 月 30 日，科笛“外用非那雄胺喷雾剂”获 NMPA 批准上市，成为全球首个且唯一获批用于男性雄激素性脱发的外用非那雄胺产品。随着脱发人群规模持续扩张，叠加脱发人群对脱发问题重视程度提升，雄脱治疗药物渗透率有望持续提升。

化妆品：2025H1 美妆温和复苏，洗护表现突出、彩妆量价齐升

根据国家统计局，2025 上半年限额以上化妆品零售额为 2291 亿元（+2.9%），行业呈温和复苏态势，各月增速分化显著，大促前置重塑消费节奏，需求集中释放后或阶段性遇冷。分品类看，洗护强势逆袭，彩妆高客单品类支撑市场稳中有升。分渠道看，2025H1 线上渠道化妆品销售额达 2678.30 亿元（+11.1%），线上份额持续扩大；线下渠道销售额为 2284.36 亿元（-4.1%）。抖音平台方面，护肤类目韩束、珀莱雅稳居前二，性价比国货占据主要地位，彩妆香水类目国货占据主要地位；同时品牌自播由于自主性强、利润空间大，正逐渐成为品牌核心增长

引擎。天猫平台中，护肤品类头部阵营稳定，头部国际品牌韧性较强；彩妆格局分散，圣罗兰稳居头部，毛戈平排名提升迅速。

投资建议：看好头部国货美妆品牌份额持续提升

(1) 医美：新品问世有望带来增长新动力，关注差异化布局的上游厂商，重点推荐爱美客、科笛-B，受益标的美丽田园医疗健康、锦波生物等；(2) 化妆品：看好综合实力强劲的国货龙头以及受益细分赛道高景气的品牌方，重点推荐上美股份（团队组织高效与供应链强，韩束6大BU协同发展，一页卡位高端婴童表现亮眼）、毛戈平（稀缺的国货高端美妆品牌，“品类+渠道+客群”拓展打开成长空间）、巨子生物、珀莱雅、润本股份、丸美生物等，受益标的若羽臣、上海家化等。美妆行业步入淡季，建议关注各美妆品牌推新思路及营销打法。

风险提示：消费复苏不及预期；竞争加剧；政策风险。

【银行】资产负债结构转化中的银行利率风险重估——行业深度报告-20250725

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

当前我国银行业资产负债结构转化的趋势及影响

资产端：信贷需求偏弱，金融投资占比提高，且期限拉长；负债端：核心存款增长放缓，大量依靠同业及主动负债，非银存款的波动进一步影响银行负债稳定性；资产负债期限错配加重，久期限额逐渐构成资产配置的制约，国有行净久期缺口约为1年、股份行1.3年；利率下行+低息差：存量资产兑现收益，但加重未来息差负担；资本消耗减缓，部分银行放松市场风险限额，积极参与金融市场。

上市银行利率风险重估：潜在业绩影响不容忽视，大行久期约束长期存在

交易账簿利率风险：整体稳健，VaR在合理范围内波动；银行账簿利率风险：资产负债重定价缺口变大，利率上行100BP使得利息收入下滑3-8%。大行 ΔEVE 贴近上限，评估大行承接长期债券能力，方法一：大行注资使得 ΔEVE 恢复0.5-1.3pct，静态测算未来每年承接2万亿政府债发行大约使 ΔEVE 下降2-3pct；方法二：通过净久期缺口的变动值推算，1%的 ΔEVE 空间大概对应国有行承接10年债券体量为1.59万亿元，若期限为超长30年，则对应空间仅为3000亿元。

低利率时期海外银行特征，以及我国银行债券收益可得性、息差及行为判断

海外银行：资产端减少贷款，增配低风险债券并拉长久期，增加海外投资；负债端存款占比提升、利率下行，活期化趋势明显。我国银行：(1) 债券收益可得性与业绩影响：①FVTPL占比高的银行，在利率波动环境下，不一定其经营业绩就受到较大冲击。2025Q1我们推测大行并未怎么处置FVOCI，主要以处置AC填补FVTPL的亏损，农行、邮储提前确认收益贡献显著；若为对冲利率上行100BP时FVTPL的损失，大行拨备覆盖率大约下降12-15pct，目前看仍有充足的空间；②截至2025Q1FVOCI存量浮盈约为营收5%，大行可抵御约50BP利率上行；③静态测算，资产负债重定价因素大概负向影响2026年银行净息差2-4BP。(2) 从加强利率风险管理视角，下阶段的银行行为：大行接长债同时买短债做组合久期管理或许是新常态；合理搭配债券结构；做实核心负债管理；大行进一步强化其市场稳定器功能，中小行或适当控制类交易属性债券敞口；谨慎评估FVOCI账户的潜在估值损益影响；投资基金控制市场风险敞口和业绩波动。提示关注浮盈薄弱且依赖同业负债的银行，在利率波动中易陷入“浮亏→资本吃紧→融资成本上升”负循环的可能性。我们认为，在考核层面未来IRRBB有望替代部分EVA功能，中小银行应选择合适的风险偏好，加快风险计量人才建设。

投资建议：低利率时代稳定红利资产价值重估

低利率大资管时代，居民财富或向稳定股息方向转移，继续看好经济动能的回升以及银行估值抬升。2025年银行经营业绩将基本保持稳定，基于资产负债结构优化、息差降幅收窄、零售风险可控、债券流转贡献业绩等几方面考虑，随着下阶段无风险收益率下行，银行红利属性获得加持，保险中长期资金、公募低配资金等或将推动板块

行情持续。受益标的农业银行、招商银行、中信银行、北京银行等。

风险提示：宏观经济增速下行，利率大幅波动影响业绩等。

【军工】泰柬冲突升级，军贸有望持续受益——行业点评报告-20250725

王加煨（分析师）证书编号：S0790525070009

泰柬边境交火、冲突升级

根据7月24日央视网新闻报道，24日上午泰国与柬埔寨在两国边境地区发生交火，双方互指对方率先开火。泰国代理总理普坦表示，柬埔寨对泰国使用重型武器进行袭击，且没有具体目标，这导致多名泰国平民死亡。目前冲突暂时没有蔓延到其他地区，尚未进入战争状态。我们认为，国际地缘政治趋于复杂，周边冲突难以在短期终结，军工板块估值有望提升。

中国军贸市场份额有望持续提升

根据斯德哥尔摩国际和平研究所（SIPRI）的统计数据，2019年至2023年间，主要武器的国际转让量较2009年至2013年增长了3.2%，其武器转让量是冷战结束以来最高的。此外，SIPRI认为，未来几年内，国际武器转让或将持续或更高程度地满足对主要武器的需求；远程陆攻武器，包括先进战斗机与导弹，以及更为简单廉价的武装无人机与导弹，仍将显著占据主要武器转让的份额。根据SIPRI的数据，2019-2023年中国武器装备出口的市场份额为5.8%，而俄罗斯的市场份额略有下降；从武器进口国角度看，2019年至2023年间，印度、沙特阿拉伯、卡塔尔、乌克兰和巴基斯坦是五大武器进口国，合计占全球武器进口总量的35%。我们认为，中国武器装备在无人化、智能化、性价比方面具有较大的优势，军贸市场份额有望持续增长。

无人装备、火箭弹等子板块或最受益

俄乌冲突中，无人装备、火箭弹等装备凭借其出色的效费比在战场上屡建奇功，并受到国际军贸市场的关注。我们认为，受国际冲突、军贸订单等催化，军工板块中相关的上游电子元器件、中游电子及动力分系统、下游弹药总装企业或最受益：

【无人装备】受益标的：晶品特装、航天彩虹、中无人机、航天电子、内蒙一机、星网宇达等；

【弹药-上游原材料及元器件】受益标的：芯动联科、国博电子、国科军工、中润光学、西部材料、楚江新材等；

【弹药-中游分系统】受益标的：理工导航、睿创微纳、北方导航、长盈通、菲利华、成都华微等；

【弹药-下游总装】受益标的：高德红外、广东宏大、洪都航空等。

风险提示：国防预算不及预期；下游客户组织架构调整导致订单延迟；军品价格降幅超预期等。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

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