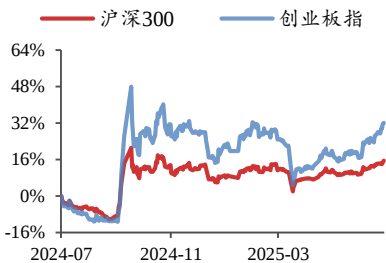


2025 年 07 月 21 日

开源晨会 0721

——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(%)
有色金属	2.104
基础化工	1.359
钢铁	1.344
煤炭	0.941
交通运输	0.901

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	-0.980
电子	-0.491
轻工制造	-0.406
公用事业	-0.345
通信	-0.313

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

- 【策略】中报业绩预告的行业和个股线索——投资策略周报-20250719
- 【固定收益】央行取消质押券冻结，或并非即将国债买卖——事件点评-20250720
- 【固定收益】债券收益率，或滞后于股市上行——固收专题-20250718
- 【金融工程】高频成交量的峰、岭、谷信息——市场微观结构研究系列（27）-20250720

行业公司

- 【中小盘】看好 AI+机器视觉，关注电子价签——中小盘周报-20250720
- 【商贸零售】豫园积极推进老字号焕新，IP 联动释放商圈活力——行业周报-20250720
- 【地产建筑】产业园 REITs 单周表现优异，发行市场保持活跃——行业周报-20250720
- 【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第二十五期）：小鹏汇天完成 2.5 亿美元融资，时的科技获 350 架 E20 订单——行业周报-20250720
- 【食品饮料】社零增速放缓，牧场出清可期——行业周报-20250720
- 【建材】中央城市工作会强调城市更新，关注建材投资机会——行业周报-20250720
- 【医药】集采政策明确优化，继续推荐制药板块性机会——行业周报-20250720
- 【农林牧渔】短期供给增加致猪价下滑，震荡消化后中枢或抬升——行业周报-20250720
- 【化工】反内卷政策陆续出台，石化行业稳增长方案有望推动化工行业供给侧竞争格局优化——行业周报-20250720
- 【计算机】周观点：稳定币催化持续不断——行业周报-20250720
- 【非银金融】券商定增再填一例，继续看好低估值券商板块机会——行业周报-20250720
- 【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第六期）：固态电池中试、量产节奏加快，设备先行下订单持续交付——行业周报-20250720
- 【通信】海外 AI 或估值提升，国内 AI 迎基本面拐点——行业周报-20250720
- 【化工】2025H1 制冷剂企业业绩断层增长，向上趋势仍在延续——氟化工行业周报-20250720
- 【计算机】OpenAI 发布新品，AI Agent 加速落地——行业点评报告-20250718
- 【电力设备与新能源】硅料涨价向下游传导，成交量提升夯实价格——行业点评报告-20250718
- 【农林牧渔：生物股份(600201.SH)】非瘟亚单位疫苗临床试验获批，创新龙头成长动能强劲——公司信息更新报告-20250718

研报摘要

总量研究

【策略】中报业绩预告的行业和个股线索——投资策略周报-20250719

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

我们前期持续对市场能够持续突破保持乐观态度，剖析市场突破的核心动力

近期 A 股在宏观预期未显著变化的背景下仍实现向上突破，体现出风险偏好强劲修复是因为从交易行为、资金流向到制度支持，多重信号共同构筑了市场上行的内在基础。尤其在宏观预期相对缺位，指数突破背后更多体现为资金容纳力增强的主线回归与主题活化。具体来看：一、券商板块发力激活市场关注度。二、TMT 板块的“粉丝”效应带动资金共识：在 7 月 4 日市场首次尝试冲击区间高点时，成交最活跃的前 20 只个股中约有 18 只集中在金融科技与 TMT 领域，反映此方向与市场高度共振。其次，AI 硬件相关个股已成为机构重点参与的景气方向，因此更容易形成市场合力。进一步拆解 TMT 尤其是 AI 硬件与游戏板块上涨的原因：（1）中报披露窗口已然开启，市场对于业绩驱动的关注度显著提升，AI 硬件、游戏等依然为较强的景气方向；（2）在 6 月初新消费与创新药波动放大之后，市场“热钱”已出现回流 TMT 的迹象；（3）海外映射的提振——本轮 AI 算力行情，是由美股核心标的（如英伟达）持续创新高带动，推动 A 股相关产业链修复。

中报业绩预告的行业和个股线索

7 月 15 日对于中报业绩预告来说是非常重要的日期：对于满足一定条件，需要强制披露业绩预告的公司，均需要在 7 月 15 日前强制披露。截至 7 月 18 日收盘，A 股已经有 1542 家上市公司披露了中报业绩预告。

（1）行业线索：中报业绩预告超预期行业及高增长行业梳理。中报业绩预告当中的超预期前五行业：建筑材料、非银金融、有色金属、农林牧渔、家用电器；中报业绩预告呈现出的高增长行业：传媒、农林牧渔、建筑材料、交通运输、有色金属、非银金融、家用电器等。

（2）个股线索：中报业绩预告超预期个股梳理。在业绩预告超预期的基础上，选取上期盈利增速为负，本期盈利增速转正的“业绩反转”公司。共有 12 只超预期业绩股票：鹏鼎控股、力生制药、上海医药、哈投股份、西部创业、中顺洁柔、望变电气、龙泉股份、华茂股份、远望谷、澄星股份、广宇集团。

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；全球流动性及地缘政治恶化风险。

【固定收益】央行取消质押券冻结，或并非即将国债买卖——事件点评-20250720

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

2025 年 7 月 18 日，中国人民银行关于《中国人民银行关于修改部分规章的决定（征求意见稿）》公开征求意见的通知，包括“取消对债券回购的质押券进行冻结的规定”。

债券回购的国际通行做法

2025年7月8日，中国人民银行金融市场司副司长江会芬在债券通周年论坛2025发言，“支持香港CMU（债务工具中央结算系统）参照债券回购的国际通行做法，取消对回购质押券的冻结，进一步盘活质押券”。

对于国际通行做法，国际债券回购以买断式回购为核心，通过法律机制和市场工具实现质押券的非冻结化管理，其核心特征是所有权转移与流动性最大化。

央行取消质押券冻结或主要是流动性管理

我们认为，央行取消质押券冻结的目的，或主要是增强市场的流动性。以及，未来国内债券回购或由质押式回购转变为类似于央行的买断式回购。

对于央行的买断式回购，逆回购方会获得质押券回购期间的所有权（处置权），有利于债券市场的流动性。对于质押式回购，质押券回购期间则不发生所有权转移，处于被冻结的状态。

央行修改之后，质押式回购转变为买断式回购，质押券由冻结状态转变为所有权的暂时转移、可流通状态，2025年我国质押式回购日均成交额5-6万亿，如果转变为可流通，则会大幅增强债券的流动性。

此外，央行取消质押券冻结，可以更便于央行开展国债买卖操作，以及可以促进债券市场高水平对外开放。

对于央行买入国债操作，取消质押券冻结可以增加市场可用券数量，提升央行买券的范围；对于央行卖出国债操作，央行开展OMO和MLF操作的质押券，可以成为央行卖券的范围。

此外，考虑到国际通用做法是买断式回购和非冻结化管理，取消质押券冻结则有利于与海外一致，促进债券市场高水平对外开放。

央行取消质押券冻结的两种错误理解

错误理解一：正回购方可重复质押或更换质押券。

根据《全国银行间债券市场债券交易管理办法》第二十一条“回购期间，交易双方不得动用质押的债券”。另一方面，如果正回购方质押之后可以再次质押，那么债券回购实质上或变为信用回购，这会大幅增加全市场的金融风险。因此，正回购方可重复质押或更换质押券并不成立。

因此，取消质押券冻结不是增加正回购方的权利、而是增加逆回购方的权利，增加了逆回购方对于质押券的暂时所有权。

错误理解二：取消质押券冻结或意味着央行即将开展国债买卖。

我们认为，两者或不存在因果关系。2025年5月12日以来，央行已经持续性买债，央行重启买债并不会受到质押券问题的制约。央行取消质押券冻结，或更主要是中长期增强全市场存量债券的流动性。

经济预期修正下股债切换

我们维持观点：这一轮债券收益率上行的模式，或由之前央行紧资金→债券收益率上行，切换至股市趋势上涨→债券收益率上行。

当前债市资金普遍持仓待涨、明显拥挤，如果下半年经济并未明显下行，债市资金或逐渐流出。

节奏上，或类似于2009年、2020年，呈现为股市上涨→债市收益率滞后上行→资金利率最后上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【固定收益】债券收益率，或滞后于股市上行——固收专题-20250718

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

股债跷跷板的三个维度

(1) 日内跷跷板。比如，2025 年 2-3 月，债券跟随港股反向波动，以及近期债券跟随 A 股反向波动。当债券缺乏主线逻辑时，股市风险偏好可能影响债券走势。但最终来看，日内跷跷板或主要是短期扰动、并不是趋势。

(2) 阶段性跷跷板。比如，2024 年 9 月底和 2020 年 7 月初，股市上涨、债市收益率上行。往往与资金短期剧烈流动有关，当股市明显上涨，导致资金集中赎回债基、流入股基，引起债市短期明显调整。

(3) 趋势性跷跷板。比如，2017 年、2020 年 5-12 月，股市上涨、债券收益率上行；2018 年，股市下跌、债券收益率下行。

股债趋势性跷跷板的本质是经济

除 2014-2015 年之外，股市趋势性上涨往往处于经济趋势好转时期，对应债券收益率呈现趋势性上行。

值得注意的是，股市趋势上涨领先于债券收益率上行。比如，2008 年 11 月股市开始上涨，债券为 2009 年 1 月；2016 年 2 月股市开始上涨，债券为 2016 年 8 月；2019 年 1 月股市开始上涨，债券为 2019 年 4 月；2020 年 3 月股市开始上涨，债券为 2020 年 5 月。

股市趋势上涨，领先于债券的四点逻辑

(1) 股市对经济更敏感。股票交易往往至下而上，对微观实体变化或更为敏感；

(2) 股市代表市场化的内生动力。当市场呈现为主题行情且预期并未改善时，短期上涨之后往往重新下跌，比如，2022-2024 年 9 月，只有当市场预期持续改善，即居民和企业信心实质性变化，股市才会呈现趋势上涨。

我们认为，当前经济处于政府托底、但信心有待提振，后续随着经济企稳逐步被确认，未来有望切换至市场信心的回升。历史上，比如，2016-2017 年，虽然各个季度 GDP 增速基本一致，但 2016 年上半年主要依赖于政府、2017 年则主要是市场行为，当前或类似于 2016 年上半年。

(3) 债券投资者的粘性。债券资产具有票息收益，只要收益率不明显上行，投资者持有债券获得票息往往是占优选择，导致债券投资者的多头粘性更强。

(4) 债基考核机制。以债基为例，债基的考核机制主要是相对收益，2021 年至今债券持续牛市行情，只有持有久期不低于市场平均久期，才能更好的完成考核，导致债券投资者一直来难以降低久期。

经济预期修正下的股债切换

我们维持观点：这一轮债券收益率上行的模式，或由之前央行紧资金→债券收益率上行，切换至股市趋势上涨→债券收益率上行。

我们认为，如果下半年经济相对平稳、通胀温和回升，资金利率或滞后性回升，类似于 2009 年 6 月，2016 年 10 月收紧资金，2020 年 5 月、9-10 月两次收紧资金等。这一情形下的资金收紧或不可逆，推动收益率台阶式持续上行。

对于债券市场，当前债市资金普遍持仓待涨、明显拥挤，如果下半年经济并未明显下行，债市资金或逐渐流出。节奏上，或类似于 2009 年、2020 年，呈现为股市上涨→债市收益率滞后上行→资金利率最后上行。

对于转债市场，场外观望资金仍然较多，如果下半年经济并未明显下行，那么转债的场外资金或将趋势性流入。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【金融工程】高频成交量的峰、岭、谷信息——市场微观结构研究系列（27）-20250720

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 王志豪（分析师）证书编号：S0790522070003

日内成交量状态划分：峰、岭、谷

日内分钟成交量一方面体现了分钟交易活跃度；另一方面，日内分钟成交量的局域分布特征，体现了日内不同时点，各类投资者的交易参与度。本报告中，我们对个股日内分钟成交量状态进行划分，先按成交量水平将分钟成交量划分为喷发成交量与温和成交量，考虑到个股日内成交量受交易时段影响较大，总体呈现“U”型分布特征，我们对过去 20 日同时点成交量按照 1 倍标准差的标准划分，高于 1 倍标准差划为喷发成交量，低于 1 倍标准差划为温和成交量。然后，我们对喷发成交量进一步按照连续与否划分。若当前分钟为喷发成交量，且前后 1 分钟均为温和成交量，则划为孤立喷发成交量；若当前分钟为喷发成交量，且前后 1 分钟存在喷发成交量，则划为连续喷发成交量。

为表述方便，我们套用地理中的“峰、岭、谷”定义。横看成岭侧成峰，地理中将孤耸的高山称为“峰”，将连绵的高山称为“岭”，将高山之间的低洼地带称为“谷”。因此，本报告中，我们将温和成交量称为“量谷”，将连续喷发成交量称为“量岭”，将孤立喷发成交量称为“量峰”。

基于“峰、岭、谷”划分构建有效因子

本报告中，我们按“峰、岭、谷”的标准划分交易时点，构建了 11 个大类的 20 个有效因子。前 5 个因子类型针对“峰、岭、谷”分别独立构建共 13 个因子，后 6 个类别则将“峰、岭、谷”按不同方式结合，构建共 7 个因子。

我们认为，“量岭”的跟随交易与个人投资者的交易特征更加相符；“量峰”的大额交易发生在情绪低迷处，与知情交易者的交易特征更加相符；“量谷”则是日内情绪低迷时点，其价格过度反应概率更低。因此，对于“量谷”时点，价格、收益类因子更加有效，且为正向因子；对于“量峰”时点，分钟数、成交额类因子更加有效，反映知情交易参与度，为正向因子；对于“量岭”时点，分钟数、成交额类因子反映个人投资者参与度，价格、收益类因子反映个人投资者的过度反应，均比较有效，且均为负向 alpha 贡献。

因子表现稳健，偏好小市值股票池

本报告构建因子数量较多，且表现稳健。部分因子表现如下：

量峰分钟数因子全市场 10 分组多空年化收益 31.58%，年化 IR3.22；

量谷相对加权价格因子全市场 10 分组多空年化收益 25.35%，年化 IR3.04；

量谷加权价格分位点因子全市场 10 分组多空年化收益 20.22%，年化 IR3.29；

量峰间隔峰度因子全市场 10 分组多空年化收益 23.3%，年化 IR3.39；

谷岭加权价格比因子全市场 10 分组多空年化收益 15.83%，年化 IR1.83；

同时点峰岭数相关性因子全市场 10 分组多空年化收益 22.78%，年化 IR3.27；

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

行业公司

【中小盘】看好 AI+机器视觉，关注电子价签——中小盘周报-20250720

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：AI 赋能机器视觉，持续拓展新兴应用

AI 助力机器视觉实现“感知工具”向“认知引擎”的升级。随着大模型、3D 成像、边缘计算等 AI 技术的成熟，机器视觉具备了实时分析、自适应调整、多模态融合等能力，真正迈入了智能化时代，催生了 AI 质检、具身智能等新兴应用。

受益标的：(1) 奥普特：目前公司消费机器人相关产品主要包括双目结构光相机、TOF 相机等深度相机，2D 相机，鱼镜头相机以及传感器（红外、测距、激光雷达）等，泰莱关节电机模组产品已在送样过程中，未来还会进入空心杯电机、无框力矩电机等市场。(2) 凌云光：公司携手宇树打造 FZMotion 具身智能数据采集方案，助力人形机器人动作训练、数据采集和模拟仿真，2025 年第一季度具身智能订单量实现大幅增长。(3) 罗普特：依托“AI+机器人”模式，开发适配不同场景的智能终端，如工业巡检机器人、服务型机器人等。

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。奥普特、沪光股份本周涨幅居前。

本周重大事项：(1) 新股方面，C 信通登陆 A 股，无公司登陆港股。2 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 2.7%，平均收益率 6.1%；(3) 并购方面，4 家公司首披重大资产重组，7 家公司涉及实控人变更；(4) 股权激励和回购方面，A 股上市公司推出 13 宗股权激励预案，19 家公司推出回购预案。

本周专题：零售数字化的重要物联网终端，新零售业态下的蓝海市场

电子价签重构零售场景连接方式，受益于数字化零售门店渗透率快速提升。相较于传统纸质价签，电子价签具有经营成本低、管理效率高、用户体验好等优势。随着人工成本的上升，零售商对数字化投入增大，数字价签作为降低零售门店运营成本的重要工具，渗透率有望持续提高。此外，零售行业是电子价签的核心应用领域。在后疫情时代线下零售复苏、新零售概念快速拓展背景下，数字价签市场规模将加速拓展。CINNO 预计 2028 年全球电子价签市场规模将达到 349 亿元。

电子价签行业集中度较高，汉朔科技等头部厂商将充分享有行业增长红利。2023 年汉朔科技等四家头部企业共计占全球市场约 91% 的份额，且龙头地位仍在持续巩固。凭借着技术优势和品牌效应，未来头部企业将持续享有行业增长红利。

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

【商贸零售】豫园积极推进老字号焕新，IP 联动释放商圈活力——行业周报-20250720

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

豫园 IP 联动释放商圈活力，年轻化转型助力老字号焕新

7 月 15 日至 8 月 29 日，豫园携手哔哩哔哩国创动画，推出为期 46 天的“豫园夏日奇幻夜·国创豫宙漫游季”。活动集结《天官赐福》等 10 个头部国创动画 IP，活动每个周末，豫园三大核心区域将持续上演“周末奇幻夜”，表演包含水袖歌舞、民乐船秀、电音串烧等。本次活动结合“IP+场景+跨界”的模式，不仅是引发 Z 世代的文化共鸣，更是传统文化消费场景和新生代二次元概念的破壁融合，推动传统商圈的活力释放。其中以“IP+业态协同”的形式助力老字号焕新，如豫园旗下湖心亭与《有兽焉》跨次元联名，老庙黄金推出《天官赐福》联名金饰，上海老饭店打造《时光代理人》主题餐厅，蔚蓝之美与《百妖谱》推出联名产品。我们认为，“IP+业态协同”的模

式使老字号在客群拓展和品牌年轻化上都有助益，一方面与热门 IP 合作可吸引更多年轻群体到店体验，在线下体验中实现客群转化；另一方面，各业态根据自身商业属性找到与 IP 的契合点（如老庙好运文化结合《天官赐福》、蔚蓝之美中草药主题结合《百妖谱》），从而达到联名由表及里，在产品内涵和 IP 故事深度融合，实现真正的品牌年轻化。

行业关键词：京东医美、快乐猴、外卖卫星店、饿了么、物美超值等

【京东医美】京东健康旗下首个自营医美诊所北京开业。

【快乐猴】美团快乐猴初步计划开 1000 家店。

【外卖卫星店】美团外卖卫星店到 2025 年年底将开设超过 1 万家。

【饿了么】饿了么联合支付宝再补 100 亿元。

【物美超值】物美旗下首批硬折扣店“物美超值”6 店齐开。

板块行情回顾

本周（7 月 14 日-7 月 18 日），商贸零售指数报收 2205.13 点，上涨 0.23%，跑输上证综指（本周上涨 0.69%）0.46 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 18 位。零售各细分板块中，本周商业物业经营板块涨幅最大，2025 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周焦点科技（+13.8%）、小商品城（+13.2%）、国光连锁（+10.7%）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】产业园 REITs 单周表现优异，发行市场保持活跃——行业周报-20250720

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

产业园 REITs 单周表现优异，发行市场保持活跃

2025 年第 29 周，中证 REITs（收盘）指数为 875.82，同比上涨 10.99%，环比下跌 0.09%；中证 REITs 全收益指数 1104.55，同比上涨 18.10%，环比上涨 0.06%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 5.62 亿份，同比增长 14%；成交额达 24.78 亿元，同比增长 30.97%；区间换手率 2.77%，同比下降 22.84%。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+0.29%、+0.18%、+0.03%、+0.86%、-0.10%、-1.33%、+0.68%；一月涨跌幅分别为-4.77%、+1.24%、-2.17%、-1.41%、-1.58%、-1.43%、-2.03%。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、中低风险的资产，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。

两单 REITs 发布认购比例公告，中金中国绿发商业 REIT 公布交割审计情况

两单数据中心公募 REITs 均发布了认购申请确认比例结果的公告，南方万国数据中心 REIT 有效认购户数约为 4.03 万户，有效认购基金份额数量为 329.14 亿份，最终有效认购申请确认比例为 0.22%，认购资金覆盖倍数为 455.03 倍。南方润泽科技数据中心 REIT 公告显示募集期间，公众投资者有效认购基金份额数量为 286.16 亿份，最终有效认购申请确认比例为 0.31%，认购资金覆盖倍数为 317.95 倍。中金中国绿发商业 REIT 公告称，中金中国绿发商业 REIT 发售并购入基础设施项目事项，已由毕马威华振会计事务所完成对购入项目公司的交割审计。

一周行情：产业园 REITs 单周上涨 0.86%，单月累计下跌 1.41%

2025 年第 29 周，中证 REITs（收盘）指数为 875.82，同比上涨 10.99%，环比下跌 0.09%，2024 年年初至今累计上涨 15.78%，同期沪深 300 指数累计上涨 18.29%，累计超额收益-2.50%。中证 REITs 全收益指数 1104.55，同比上涨 18.10%，环比上涨 0.06%，2024 年年初至今累计上涨 28.17%，同期沪深 300 指数累计上涨 18.29%，累计超额收益+9.89%。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+0.29%、+0.18%、+0.03%、+0.86%、-0.10%、-1.33%、+0.68%；一月涨跌幅分别为-4.77%、+1.24%、-2.17%、-1.41%、-1.58%、-1.43%、-2.03%。

一级跟踪：15 只 REITs 基金等待上市，发行市场保持活跃

2025 年第 29 周，共有 15 只 REITs 基金等待上市，本周中金唯品会奥特莱斯封闭式基础设施证券投资基金首发申请已反馈，华夏安博仓储物流封闭式基础设施证券投资基金、华夏中海商业资产封闭式基础设施证券投资基金首发申请已问询，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。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第二十五期）：小鹏汇天完成 2.5 亿美元融资，时的科技获 350 架 E20 订单——行业周报-20250720

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

小鹏汇天完成 2.5 亿美元融资，时的科技获 350 架 E20eVTOL 订单

（1）政策端：7 月 15 日，国务院就业促进和劳动保护领导小组印发《关于开展大规模职业技能提升培训的指导意见》。聚焦低空经济领域职业技能提升培训，覆盖低空飞行器研发制造、基础设施建设运营、飞行操作和服务保障、低空经济场景应用等多个领域。7 月 14 日，东莞市发布文旅体产业扶持措施，明确支持发展低空观光、航拍体验等低空文旅项目。7 月 15 日，重庆市经委会起草《重庆市智能网联新能源汽车产业链“渝链智擎”行动计划（2025—2027）（征求意见稿）》，支持整车企业在飞行汽车研发、自动驾驶训练等领域应用人工智能大模型。（2）eVTOL 整机：7 月 14 日，时的科技获阿联酋 Autocraft 的 350 架 E20eVTOL 订单，金额达 10 亿美元。7 月 16 日，第 50 届武汉渡江节首次引入由上海峰飞航空自主研发的 2 吨级 eVTOL 航空器参与应急保障，与水警快艇、医疗团队形成三维联动，实现了从“人力巡防”到“智能守护”的质变。7 月 14 日，齐飞航空科技自主研发的 2 吨级全尺寸 5 座载人 eVTOL 机型 W280 在苏州盛泽湖全空间无人体系示范岛完成首次飞行，预计 2026 年将实现商务通勤与空中文旅的闭环示范运营。（3）融资端：7 月 15 日，小鹏汇天宣布完成 2.5 亿美元 B 轮融资，用于确保其飞行汽车（分体式“陆地航母”）的研发、规模量产和商业化进程顺利实现。（4）地方合作&配套环节：7 月 14 日，湖北省内重点区域实现 5G-A 网络全覆盖，空中无人机、通航飞机等各类低空飞行器用上一张“连得上、看得见、导得准”的低空智联网。7 月 14 日，合肥蜀山区联合安徽斯帕斯科技有限公司开展无人机共享机场试点工作，启动“低空+物流”、“低空+农业”、“低空+环保”、“低空+城市管理”等场景试点。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，美股标的表现出色

7月14日-7月18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应流股份（+20.4%）、长源东谷（+8.6%）、绿能慧充（+7.9%）、纵横股份（+7.3%）、孚能科技（+7.3%）；跌幅前五标的分别为新晨科技（-7.7%）、祥源文旅（-3.5%）、吉峰科技（-3.5%）、大名城（-2.7%）、西域旅游（-2.1%）。美股方面，JobyAviation（+47.7%）、VerticalAerospace（+42.0%）、ArcherAviation（+26.5%）、亿航智能（+6.2%）、EveHolding（-2.1%）。

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。

【食品饮料】社零增速放缓，牧场出清可期——行业周报-20250720

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：内需仍需提振，关注牧场出清及需求新动能

7月14日-7月18日，食品饮料指数涨幅为0.7%，一级子行业排名第13，跑输沪深300约0.4pct，子行业中软饮料（+2.0%）、乳品（+1.2%）、白酒（+0.9%）表现相对领先。2025年6月社会消费品零售总额同比+4.8%，增速环比5月-1.6pct，6月社零数据增速放缓，一是5月提前开启618活动，6月同比有一定错期因素影响；二是部分地区在6月对国补政策进行控制，部分耐用品增速回落；三是可选消费和餐饮收入下滑。2025年6月餐饮及限额以上餐饮收入同比分别+0.9%、-0.4%，增速环比5月分别-5.0pct、-5.2pct，餐饮消费承压明显，一方面6月外卖平台加大补贴，影响餐饮实收金额，另一方面禁酒令政策严格执行，宴请、聚餐等消费场景缺失较多。本周中报业绩预告陆续公布，从已经公布的情况来看，白酒二季度压力普遍增大，水井坊、酒鬼酒等预告中报业绩下滑，主因也与禁酒令压缩消费场景，减少白酒需求有关。预计大部分酒企业绩承压。当前白酒预期较低，连续回调后估值已在低位，同时基金持仓白酒比例连续回落，筹码结构也相对较好，下半年随着板块进入底部位置，应有布局机会，建议加大关注头部企业贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、今世缘、古井贡酒等。

我们建议关注牧场青贮季集中出清及需求新动能。当前多数牧场已处于亏损状态，9-10月份是牧场集中收购青贮时间，部分小牧场有可能难以获得贷款支持，进而有集中出清的概率，可以重点关注。此外，国内乳企开始利用奶价底部窗口期发展以乳清为代表的深加工产品，产能逐渐释放后有望加大原奶下游需求，将进一步填补供需缺口。同时行业开始探索出口潜力，当前国内大包粉价格优势明显，乳企在确保相关指标及生产规范性的前提下尝试出口，且国内奶牛养殖已积累较大优势，若能实现稳定出口，将有效缓解国内奶牛供给压力。综合来看，我们判断秋季奶价有可能短暂上行，此后需观察深加工产能释放及奶牛出口带来的供需缺口缩小，同时若有较大规模牧场的集中出清，行业将更快迎来周期反转。

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：量贩零食业态持续渗透，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。

【建材】中央城市工作会强调城市更新，关注建材投资机会——行业周报-20250720

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

中央城市工作会强调城市更新，关注建材投资机会

本周中央城市工作会议在北京举行。会议指出我国城镇化从快速增长期转向稳定发展期，城市发展从大规模增量扩张转向存量提质增效为主的阶段。以推进城市更新为重要抓手，稳步推进城中村和危旧房改造、老旧管线改造升级等，将拉动管材、防水、涂料等消费建材需求。同时，推动城市高质量发展，“好房子”概念及相关住宅规范的执行，将提升高品质、绿色建材产品需求。我们认为，随着城市更新政策的不断推进，地产链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。LowDk 电子布相关产业链关注度升温，产品主要应用于 5G 通信、人工智能（AI）、IC 封装、智能手机、高速数据中心、航空航天等领域。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 14 日至 7 月 18 日）建筑材料指数下跌 0.23%，沪深 300 指数上涨 1.09%，建筑材料指数跑输沪深 300 指数 1.32pct。近三个月来，沪深 300 指数上涨 7.17%，建筑材料指数上涨 4.36%，建材板块跑输沪深 300 指数 2.82pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 14.68%，建筑材料指数上涨 16.62%，建材板块跑赢沪深 300 指数 1.94pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 7 月 18 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 280.87 元/吨，环比下跌 0.71%；水泥-煤炭价差为 195.07 元/吨，环比下跌 1.67%；全国熟料库容比 67.24%，环比上升 1.35pct。

玻璃：截至 7 月 18 日，全国浮法玻璃现货均价为 1214.63 元/吨，环比上涨 8.53 元/吨，涨幅为 0.71%；光伏玻璃均价为 116.02 元/重量箱，环比持平。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 14.73 元/重量箱，环比下跌 3.23%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 8.08 元/重量箱，环比上涨 5.47%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 9.26 元/重量箱，环比上涨 0.87%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 63.37 元/重量箱，环比上涨 0.03%。

玻璃纤维：截至 2025 年 7 月 18 日，无碱 2400tex 直接纱报 3300-4100 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 5400-6600 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 4400-5400 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4200-5400 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱（普通级）报 4100-4500 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 18 日，原油价格为 71.33 美元/桶，周环比下跌 0.52%，较 2025 年年初下跌 7.04%，同比下跌 17.47%；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 6575 元/吨，周环比下跌 5.40%，较 2025 年年初下跌 15.71%，同比上涨 1.94%；钛白粉价格为 13050 元/吨，周环比下跌 1.14%，较 2025 年年初下跌 8.74%，同比下跌 13.86%。

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】集采政策明确优化，继续推荐制药板块性机会——行业周报-20250720

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

集采政策持续优化，仿创 pharma 有望估值重塑

集采政策优化基调明确，推动行业高质量发展。第十一批集采标志着政策从“扩面降价”转向“精细化管理”，通过规则优化避免恶性低价竞争，强化质量与供应保障。2025 年 7 月 15 日国采办正式发布第十一批集采名单，55 个产品正式启动信息填报，同时公布 68 个满足条件但“暂不纳入”的药品，集采政策优化力度显著。第十一批集采聚焦临床成熟老药，明确集采非新药、新药不集采原则。这一规则本质上为创新药划出政策安全边界——已上市多年、过专利期的仿制药面临价格竞争，而处于专利保护期内的创新药则独享市场定价权。此外 6 月 30 日出台的《支持创新药高质量发展的若干措施》从审评审批、医保准入等多维度为创新药护航，政策组合拳下，创新药正从研发投入期迈向价值兑现期，持续推动行业高质量发展。

当前，制药商业化新周期已来，创新+出海是成长的主要驱动力。传统 Pharma 稳定的业绩贡献使得研发投入具备可持续性，多数制药公司有望迎来产品兑现期。国内创新药企新药管线表现持续亮眼，部分传统 pharma 有望迎来多项重磅 BD 交易；部分制药公司为细分领域的领先企业，行业增速稳健，竞争格局优良，我们认为，在具备稳健业绩的基础上储备优质创新药的制药公司有望持续受益；部分制药公司出海逻辑清晰，出海产品贡献业绩增量。我们看好创新+出海带来的确定性向上的机会，制药板块有望迎来估值重塑。

本周医药生物上涨 4%，原料药涨幅最大

本周医药生物上涨 4%，跑赢沪深 300 指数 2.91pct，在 31 个子行业中排名第 2 位。本周大部分板块处于上涨态势，本周原料药板块涨幅最大，上涨 7.01%；化学制剂板块上涨 6.83%，其他生物制品板块上涨 5.85%，医疗研发外包板块上涨 4.25%，医疗耗材板块上涨 2.98%；线下药店板块跌幅最大，下跌 2.65%，医院板块上涨 0.38%，血液制品板块上涨 1.08%，疫苗板块上涨 1.41%，中药板块上涨 1.49%。

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】短期供给增加致猪价下滑，震荡消化后中枢或抬升——行业周报-20250720

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：短期供给增加致本周猪价下滑，震荡消化后中枢或进一步抬升

企业加速出栏叠加二育和散户出栏积极性增强，本周全国猪价承压下行。据涌益咨询，7 月 18 日样本企业日均生猪屠宰量 13.18 万头，环比上周+0.04 万头，需求端基本保持稳定。7 月 18 日全国生猪销售均价 14.19 元/公斤，环比上周-0.49 元/公斤，环比-3.34%，全国猪价下跌主要系猪源供应充足，其中东北、四川等地猪价下跌主要系养殖企业出栏节奏加快，散户及二育出栏积极性增强。夏季高温致市场前置出栏，考虑高温亦致生猪增重缓慢，且供给端存在实质性收缩，猪价震荡消化后中枢或有望进一步抬升。

预计 8 月降水“南北多、中间少”，持续关注天气对种植链的影响。（1）天气：据国家气候中心，预计 8 月全国降水呈现“南北多、中间少”趋势，其中华北地区雨季于 8 月下旬结束，时间较常年偏晚，雨量较常年偏多 20%-50%，持续关注降水偏高对玉米灌浆及病虫害的影响。（2）玉米：中储粮拍卖溢价水平走低叠加下游采购积

极性低迷，本周饲料厂玉米到厂均价 2473 元/吨，环比上周-19 元/吨，环比-0.76%。(3) 豆粕：随市场情绪改善，本周全国豆粕现货价 2928 元/吨，环比上周+28 元/吨，环比+0.97%。

国内宠物消费整体稳定，贸易摩擦致出口端承压。(1) 国内：6 月国内宠物食品及用品销售额 31.87 亿元，同比-7.98%，2025 年 618 电商大促销售主要集中在 5 月，消费节奏前置导致 6 月销售同比下滑。1-6 月国内宠物食品及用品累计销售额 168.14 亿元，同比-0.30%，国内宠物消费整体稳定。(2) 出口：6 月中国宠物食品出口额 8.24 亿元，同比-20.21%，1-6 月中国宠物食品累计出口额 49.99 亿元，同比+0.39%，受中美贸易摩擦影响，中国宠物食品出口订单承压。

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 (7.14-7.18)：农业跑输大盘 0.83 个百分点

本周上证指数上涨 0.69%，农业指数下跌 0.14%，跑输大盘 0.83 个百分点。子板块来看，动物保健板块领涨。个股来看，生物股份 (+13.64%)、宏辉果蔬 (+13.04%)、瑞普生物 (+9.46%) 领涨。

本周价格跟踪 (7.14-7.18)：本周白羽鸡、黄羽鸡等农产品价格环比上涨

7 月 18 日全国外三元生猪均价为 14.27 元/kg，较上周下跌 0.54 元/kg；仔猪均价为 31.96 元/kg，较上周上涨 0.07 元/kg；白条肉均价 18.97 元/kg，较上周下跌 0.44 元/kg。7 月 18 日猪料比价为 4.25:1。

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。

【化工】反内卷政策陆续出台，石化行业稳增长方案有望推动化工行业供给侧竞争格局优化——行业周报-20250720

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001 | 蒋跨跃（分析师）证书编号：S0790523120001

本周行业观点一：石化行业稳增长方案有望推动化工行业供给侧竞争格局优化

工信部表示，计划实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能，具体工作方案将在近期陆续发布。受过去四年行业资本开支加大、新增产能集中落地等影响，当前化工行业盈利整体承压。后续伴随石化行业稳增长工作方案出台，部分落后产能有望出清，行业供给端竞争格局有望迎来优化。我们建议关注落后产能占比较高的化工子行业：石化（炼化、PTA、聚酯产业链，乙烯产业链）、煤化工、氯碱、纯碱、工业硅（有机硅）等行业。

本周行业观点二：科思创德国宣布对 TDI 不可抗力，TDI 价格强势上行

由于 7 月 12 日凌晨，位于多尔马根化工园区 L26 号楼的一座外部变电站发生火灾，导致园区内部分区域突发且不可预见的停电。除过程控制系统外，科思创的 PUD 与？聚醚多元醇装置以及氯气工厂（下游 TDI 工厂的氯气供应随之中断）也受到波及，被迫安全停车。科思创德国宣布对 TDI、OTDA 产品和聚醚多元醇产品不可抗力。据百川盈孚数据，截至 7 月 17 日，国内 TDI 市场均价为 14063 元/吨，较上周上涨 17.06%。供方集中释放利好消息，包括主动上调报价、部分装置检修或延迟重启，叠加个别工厂放货周期拉长及缩量放货，市场流通货源收紧。在“反内卷”政策引导下，工厂挺涨意愿强烈，中间环节跟涨情绪高涨，市场报盘稳步上行。【推荐标的】万华化学；【受益标的】沧州大化。

本周行业新闻：泰光集团宣布自 7 月 14 日起将暂停中国部分氨纶生产线运营

泰光集团宣布 7 月 14 日暂停中国一条年产 5500 吨的生产线进行设备检查，并考虑于 7 月 21 日停运另一条生产线，未来不排除根据评估结果作出进一步调整。同时，公司原计划在中国宁夏新建第二家氨纶工厂的投资项目也已暂停。

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；【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。

【计算机】周观点：稳定币催化持续不断——行业周报-20250720

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2025.7.14-2025.7.18），沪深 300 指数上涨 1.09%，计算机指数上涨 2.12%。

周观点：稳定币催化持续不断

（1）特朗普正式签署稳定币监管法案，美国稳定币进入合规发展阶段

7 月 18 日，美国总统特朗普签署稳定币监管法案，这是美国在联邦层面首个稳定币立法，将为支付型稳定币的发行、支持资产储备和监管执法等提供监管框架。根据该法，美国联邦储备委员会和美国财政部下属货币监理署分别负责对大型银行和非银行机构发行稳定币的监管。发行支付型稳定币需要至少有 1:1 的储备资产支持，相关资产可以是美元、活期存款、美国国债、依回购合约所得资金、逆回购合约、投资公司所发行证券和其他联邦政府所发行流动性资产等。在满足技术和监管等要求后，外国支付型稳定币可以在美国买卖和使用。我们认为，稳定币法案的签署标志着美国首次正式确立数字稳定币的监管框架，稳定币迈向合规化发展阶段。

（2）香港稳定币条例将于 8 月 1 日正式实施，牌照成为入局关键

香港立法会 5 月 21 日通过《稳定币条例草案》，此后，香港特别行政区政府 6 月 6 日于宪报刊登公告，指定 2025 年 8 月 1 日为《稳定币条例》开始实施的日期。根据《条例》，任何人在香港发行法币稳定币或锚定港元价值的稳定币，均需向香港金融管理局（金管局）申领牌照，且只有持牌机构发行的稳定币方可向零售投资者销售。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。《稳定币条例》正式实施后，传统银行如汇丰、花旗等，正通过子公司或合资形式布局，头部金融科技企业如蚂蚁国际等有望加速入场。

投资建议

稳定币的应用场景从加密货币交易向更广泛的支付领域扩展，市场规模及交易活跃度迅速提升。美国稳定币法案的签署标志着美国首次正式确立数字稳定币的监管框架，稳定币迈向合规化发展阶段。此外，香港稳定币条例将于 8 月 1 日正式实施，牌照成为入局关键，我们看好稳定币及 RWA 市场投资机遇。

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、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、请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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、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。

【非银金融】券商定增再填一例，继续看好低估值券商板块机会——行业周报-20250720

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

周观点：险企考核周期再拉长，券商中报超预期继续推荐

财新报道，华夏基金(香港)于7月17日推出该机构旗下第二批代币化货币市场基金，基础货币分别为美元和人民币，意味着全球首只人民币代币化基金在香港上市。6月以来市场交易量持续放大，稳定币主题和券商中报预告超预期带来催化，券商板块关注度明显提升，继续看好业绩向好、估值仍在低位的券商板块机会。

券商：券商中报业绩增速超预期，券商定增融资再填一例

(1) 本周日均股基成交额 1.87 万亿，环比+5.7%，6月和7月市场成交额活跃度环比持续走高。截止7月20日，25家上市券商披露业绩预告，2家券商披露业绩快报，27家纯上市券商整体中报业绩同比预计+74%（业绩预告取区间中止计算，国泰海通扣非业绩），业绩增速超预期。(2) 公告方面：东吴证券7月18日晚公告，拟定增募资不超过60亿元，用于向子公司增资、信息技术及合规风控投入等，控股股东国发集团及其一致行动人苏州营财承诺分别认购15亿和5亿；东方财富7月18日晚公告，公司控股股东一致行动人沈友根(持有公司股份1.2%)拟询价转让公司1%股份，本次询价转让价格下限不低于发送认购邀请书之日前20个交易日股价均价的70%。(3) 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，交易活跃度中枢抬升奠定券商业绩向好基础，自营和海外业务高景气或带来券商中报业绩超预期，预计上市券商整体中报业绩同比增速或超50%(扣非口径)，环比正增长。券商板块估值仍在低位，机构欠配显著，继续重点提示券商板块机会。关注业绩预告、稳定币主题以及基准回补等催化。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：中国太保中期银保渠道高增支撑新单，中国人寿减持杭州银行股份有限公司

(1) 7月16日中国太保披露上半年保费数据，上半年个险渠道新单保费158亿，同比-20.0%，其中期缴保费141亿，同比-22.6%，个险新单保费降幅较1季度的-15.2%略有扩大；银保渠道延续高增支撑新单同比增长，上半年银保渠道新单253亿，同比+90.2%(一季度同比+130.7%)。(2) 7月17日证券时报报道，中国人寿拟通过集中竞价或大宗交易方式减持其所持不超过5078.94万股杭州银行股份有限公司。此前，自2021年开始，中国人寿已经三次减持杭州银行股份有限公司，金额合计为30.42亿元。(3) 保险行业公募基金配置比例较沪深300指数明显欠配，且PB和ROE匹配较好，受益于公募基金基准回补。基本面展望看，2季度债市上涨且港股红利资产延续较好表现，利于支撑险企投资端业绩；后续预定利率调降、个险报行合一和分红险转型利于持续压降险企负债成本，看好低估值寿险标的。

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（第六期）：固态电池中试、量产节奏加快，设备先行下订单持续交付——行业周报-20250720

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

固态电池中试、量产节奏加快，设备先行下订单持续交付

(1) 正极材料：7月17日，巴斯夫杉杉推出了最新研发成果——正极材料 D88S，该产品应用于硫化物全固态电池体系，目前该产品已实现小批量出货。7月11日，厦钨新能表示，匹配氧化物路线固态电池的正极材料已实现供货。(2) 电池：孚能科技表示8月将向战略合作伙伴交付硫化物体系全固态电池，7月16日，时的科技获阿联酋企业 Autocraft 的 350 架 E20eVTOL 订单，公司为时的科技 E20eVTOL 电池供应商。7月17日，冠盛股份表示储能方向固态电池量产线预计在 2025 年年底可实现部分投产，2026 年年中达产。7月17日，德尔股份表示将加快推进中试线设备选型和中试线建设，并逐步开始规划实施 1GWh 固态电池量产线建设。7月15日，赛科动力生产基地首批生产设备顺利进场，总规划产能 4GWh，首期产能 0.5GWh，将于 2025 年 10 月正式投产。7月17日，清陶能源固态电池专用材料项目目前已进入试生产阶段。计划建设年产 5 万吨固态电池专用材料、10GWh 固态电池及储能系统。(3) 设备：7月14日，瑞能股份表示成功向国内某头部电池制造商交付了固态电池制造环节核心设备。7月17日，华自科技表示目前正在研发全固态电池高压夹具（软包）样机。7月14日，利元亨表示，公司已中标国内头部车企全固态电池整线设备订单。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，成交额同比缩量-4.7%

7月14日-7月18日，固态电池指数+2.0%，2025 年累计+21.3%，相对沪深 300 指数+3.1%。统计范围内的固态电池相关标的平均+2.0%，设备（4.1%）、负极（3.3%）环节上涨。涨幅前五标的：利元亨（+23.8%）、上海洗霸（+15.1%）、德龙激光（+13.7%）、*ST 威尔（+13.6%）、孚能科技（+7.3%）；跌幅前五标的：鑫湖股份（-5.9%）、宏工科技（-3.9%）、安孚科技（-3.4%）、海顺新材（-3.1%）、海科新源（-2.4%）。

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。

【通信】海外 AI 或估值提升，国内 AI 迎基本面拐点——行业周报-20250720

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

算力相关公司业绩亮眼，持续看好全球 AIDC 产业链

据新易盛公告，2025H1 公司预计实现净利润 37 亿元~42 亿元，同比增长 327.68%-385.47%。2025 上半年，受益于人工智能相关算力投资持续增长，产品结构优化，高速率产品需求持续增加。据中际旭创公告，2025H1 公司预计实现归母净利润 36 亿元~44 亿元，同比增长 52.64%~86.57%。2025 上半年，受益于终端客户对算力基础设施的持续建设、资本开支强劲增长，带来 800G 等高端光模块销售的大幅增加，产品结构持续优化。据台积电公告，2025Q2 公司实现营收 9338 亿元台币，同比增长 38.6%，实现净利润 3983 亿元台币，同比增长 61%，创下历史新高。AI 发展带动算力基础设施持续建设，先进制程芯片、高速光模块等海外算力相关业务表现亮眼，海外算力产业链进入估值提升阶段。

H20、MI308 恢复供货，“缺芯”问题缓解，AIGC 发展加速

2025 年 7 月 14 日，据英伟达公告，英伟达将恢复对中国的 H20 销售，并宣布推出一款完全符合中国要求的新 GPU。7 月 16 日，据联合早报报道，AMD 宣布 MI308 产品的许可申请将进入审查程序，在美国宣布将批准销售请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

售后，将计划重启向中国出口 MI308 芯片。我们认为合规芯片 H20 恢复销售有望缓解国内算力“缺芯”问题，核心利好国产 AIDC 全产业链。

Meta 加大对算力基础设施建设，海外产业链业绩具备持续性

7 月 15 日，据华尔街见闻报道，MetaCEO 扎克伯格表示将投资数千亿美元建设几座数据中心，其中，普罗米修斯（Prometheus）AI 集群规模高达 1GW；亥伯龙（Hyperion）集群 1 期 IT 功率超过 1.5GW，预计到 2027 年底成为全球最大单一 AIDC 园区，未来将扩展至 5GW。Meta 加码投入算力基础设施建设，助力 AI 能力提升。

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】2025H1 制冷剂企业业绩断层增长，向上趋势仍在延续——氟化工行业周报-20250720

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001

本周（7 月 14 日-7 月 18 日）行情回顾

本周氟化工指数上涨 0.96%，跑赢上证综指 0.54%。本周（7 月 14 日-7 月 18 日）氟化工指数收于 4508.34 点，上涨 0.96%，跑赢上证综指 0.54%，跑输沪深 300 指数 0.06%，跑输基础化工指数 0.47%，跑输新材料指数 0.57%。

氟化工周行情：萤石价格企稳，制冷剂继续上行

萤石：据百川盈孚数据，截至 7 月 18 日，萤石 97 湿粉市场均价 3,200 元/吨，较上周同期持平；7 月均价（截至 7 月 18 日）3,200 元/吨，同比下跌 13.61%；2025 年（截至 7 月 18 日）均价 3,556 元/吨，较 2024 年均价上涨 0.32%。

又据氟务在线跟踪，国内萤石粉市场或进入阶段性筑底过程。

制冷剂：截至 07 月 18 日，（1）R32 价格、价差分别为 54,000、41,764 元/吨，较上周分别持平、+0.04%；（2）R125 价格、价差分别为 45,500、30,351 元/吨，较上周分别持平、持平；（3）R134a 价格、价差分别为 50,000、32,144 元/吨，较上周分别+1.01%、+1.58%；（4）R410a 价格为 49,500 元/吨，较上周持平；（5）R22 价格、价差分别为 35,000、26,489 元/吨，较上周分别持平、-0.32%。其中外贸市场，（1）R32 外贸参考价格为 54,000 元/吨，较上周+1.89%；（2）R125 外贸参考价格为 44,000 元/吨，较上周持平；（3）R134a 外贸参考价格为 49,000 元/吨，较上周持平；（4）R410a 外贸参考价格为 49,000 元/吨，较上周持平；（5）R22 外贸参考价格为 30,000 元/吨，较上周持平。

又据氟务在线跟踪，制冷剂市场向上趋势不改。

公司公告及要闻

【东阳光】业绩预告：公司 2025H1 预计实现归母净利润 58,300~66,300 万元，同比增长 157.48%~192.81%。

【巨化股份】业绩预告：公司 2025H1 预计实现归母净利润 19.7~21.3 亿元，同比增长 136%~155%。

【三美股份】业绩预告：公司 2025H1 预计实现归母净利润 94,761.9~104,238.1 万元，同比增长 146.97%~171.67%。

【昊华科技】业绩预告：公司 2025H1 预计实现归母净利润 59,000~65,000 万元，重述前同比增长 59.30%~75.50%，重述后同比增长 10.00%~21.18%。

【永和股份】业绩预告：公司 2025H1 预计实现归母净利润 25,500~28,000 万元，同比增长 126.30%~148.49%。

【东岳集团】业绩预告：公司 2025H1 预计归母净利同比增长 150%。

受益标的

推荐标的：金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等。其他受益标的：东阳光、永和股份、东岳集团、新宙邦等。

风险提示：下游需求不及预期，价格波动，行业政策变化超预期等。

【计算机】OpenAI 发布新品，AI Agent 加速落地——行业点评报告-20250718

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

事件：OpenAI 发布 ChatGPTAgent

7 月 18 日，OpenAI 发布 ChatGPTAgent。ChatGPTAgent 可以处理多样化的任务，例如为婚礼挑选符合预算和风格的服装、制定旅行行程、生成专业报表或创建幻灯片。

具备自主调用多工具能力，性能行业领先

ChatGPTAgent 一个重要功能模块是其多工具集成能力，将 Operator 的网站交互能力、DeepResearch 的信息整合能力以及 ChatGPT 的深度对话能力融合在一起，形成统一的智能体系统。ChatGPTAgent 在多项基准测试中展现出领先性能。在 Humanity's Last Exam 测试中准确率达到 41.6%，远超此前 OpenAI o3 模型的 20.3% 和 DeepResearch 的 26.6%。在投资银行建模任务中，Agent 的平均准确率高达 71.3%，在 Excel 和 PowerPoint 相关任务中也优于微软 Copilot 等竞争对手。在 BrowseComp 和 WebArena 等网页导航任务中的表现分别为 68.9% 和 65.4%，显示出强大的实用性。

Grok4 和 KimiK2 密集发布，AI Agent 加速落地

当地时间 7 月 9 日晚，xAI 公司宣布发布 Grok4。根据发布会，Grok4 拥有 25.6 万 token 的上下文窗口，其推理能力相较于前代提升了 10 倍，主打多模态功能，支持更复杂的交互形式，同时具备更快的推理速度和改进的用户界面。Grok4 API 现已开放，8 月将推出编程版本，9 月推出多模态智能体版本，10 月推出视频模型。7 月 11 日，KimiK2 发布并开源，KimiK2 是一款具备更强代码能力、更擅长通用 Agent 任务的 MoE 架构基础模型，总参数 1T，激活参数 32B。我们看好巨头密集发布迭代推理模型，有望推动 AI Agent 生态加速繁荣。

投资建议

我们持续坚定看好 2025 年 AI Agent 产业崛起趋势，AI 应用推荐金山办公、科大讯飞、同花顺、中科创达、合合信息、鼎捷数智、拓尔思、金蝶国际、焦点科技、博彦科技、税友股份、上海钢联、致远互联、普元信息等，受益标的包括美图公司、新开普、汉邦高科、海天瑞声、石基信息、汉得信息、赛意信息、泛微网络、用友网络、每日互动、高伟达、汉王科技、汉仪股份、三六零、万兴科技、润达医疗、彩讯股份、福昕软件等。

算力领域，推荐中科曙光、淳中科技、海光信息、浪潮信息等，受益标的包括寒武纪、紫光股份、工业富联、

景嘉微、远东股份、云赛智联等；华为昇腾生态，推荐神州数码、软通动力等，受益标的包括拓维信息、广电运通、烽火通信等。

风险提示：产业落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险等。

【电力设备与新能源】硅料涨价向下游传导，成交量提升夯实价格——行业点评报告-20250718

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

硅料价格继续上涨

据硅业分会，本周硅料价格稳步上行，成交量显著增加。多晶硅 n 型复投料成交价格区间为 4.0-4.9 万元/吨，成交均价 4.17 万元/吨，周环比上涨 12.40%；多晶硅 n 型致密料成交价格区间为 3.7-4.6 万元/吨，成交均价 3.86 万元/吨，周环比上涨 12.87%。由于硅料企业综合成本差异较大，成交价格呈现明显分化。相较于上周企业普遍提价但实际成交量清淡，本周成交活跃度显著提升，整体成交量环比大幅增长。硅料环节在“不低于成本销售”的同时若能同步推进产能兼并与联合控产，供需结构将显著改善，有望成为光伏行业整体贝塔修复的突破口。

硅片、电池片价格跟涨

据 Infolink 数据，本周光伏硅片、电池片环节价格延续了上游硅料带动的涨价趋势。183N、210RN、210N 尺寸硅片均价分别达到 1 元、1.15 元、1.35 元/片，各尺寸价格均显著上涨，周环比涨幅 13.6%-15%；183N、210RN、210N 尺寸电池片均价分别为 0.25 元、0.26 元、0.26 元/W，周环比涨幅 8.3%-8.7%。此外，7 月 16 日已有硅片企业将硅片报价上调至全成本，涨幅近 45%，当前暂未成交。硅料价格的上涨已传导至硅片、电池片环节，产业链中游价格跟涨态势明确。

组件释放涨价信号

7 月 15 日，四川华电凉山州盐源白鸟二期等 640MW 光伏发电项目光伏组件采购中标公示，协鑫集成为第一中标候选人，正泰新能为备选中标候选人，投标报价分别为 0.708 元/W 和 0.740 元/W，均突破 0.7 元/W，具有较强信号意义。尽管当前组件整体价格尚未开始明显上涨，但在中上游环节价格持续上涨且愈发稳固的背景下，组件环节成本压力显著提升，叠加下游厂商主动提价意愿强烈，国内整体组件价格有望迎来上涨。

供给侧改革有望深化

政策层面，近期高层针对光伏行业持续发声，释放出对行业反内卷的重视程度与推进力度均远超以往信号，供给侧相关政策落地值得期待。市场层面，当前硅料环节报价已大幅回升至成本线，有望推动产业链中下游环节生产成本较高的企业加速出清，进一步优化行业供需结构。

投资建议

建议关注硅料收储进展及涨价持续性，受益标的通威股份、协鑫科技、大全能源、新特能源；建议关注具备自有硅料产能的硅片企业，受益标的弘元绿能；建议关注超额收益兑现的 BC 技术，受益标的爱旭股份、隆基绿能、协鑫集成；建议关注贱金属替代进展，受益标的博迁新材、帝科股份、聚和材料；建议关注钨丝线渗透率提升，受益标的高测股份、美畅股份；建议关注格局相对较好的辅材环节优质龙头企业，受益标的福斯特、福莱特、信义光能。

风险提示：行业产能出清进展不及预期，政策力度不及预期，新技术导入进度不及预期。

【农林牧渔：生物股份(600201.SH)】非瘟亚单位疫苗临床试验获批，创新龙头成长动能强劲——公司信息更新报告-20250718

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003

非瘟亚单位疫苗临床试验获批，创新龙头成长动能强劲，维持“买入”评级

2025年7月17日公司发布《关于获得兽用生物制品临床试验批件的公告》，公司全资子公司金宇保灵收到农业农村部颁发的非瘟亚单位疫苗临床试验批件，该款非瘟亚单位疫苗由中科院生物物理所、金宇保灵及中牧股份等6家机构合作研发，也是目前我国唯一一款获得临床试验批件的非瘟亚单位疫苗。公司深度参与非瘟亚单位疫苗研发，并依托P3实验室建立非洲猪瘟疫苗集成研发平台且已获得非瘟病毒病原微生物活动资质，因此公司是本轮非瘟亚单位疫苗临床试验唯一承担单位，彰显公司研发实力。受研发费用增加及行业竞争加剧影响，公司短期业绩承压，但公司持续创新厚积薄发，非瘟疫苗打开成长新空间，我们下调公司2025年业绩，上调2026-2027年盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润分别为1.88/3.52/5.08（2025-2027年原预测分别为2.51/3.48/4.48）亿元，对应EPS分别为0.17/0.31/0.45元，当前股价对应PE为56.7/30.3/21.0倍。公司非瘟亚单位疫苗临床试验获批，创新龙头成长动能强劲，维持“买入”评级。

研发费用及市场竞争加剧致短期业绩承压，公司积极深化改革提质增效

公司发布2025年半年度业绩预告，预计公司2025年上半年归母净利润0.57~0.70亿元，同比-53.63%~-43.05%，其中2025Q2归母净利润-0.19~-0.06亿元，同比-212.40%~-137.39%。公司归母净利润同比下滑主要系公司人用抗体药物研发费用及无形资产折旧摊销同比大幅增加及行业竞争加剧，公司积极深化改革提质增效推动盈利修复。

非瘟疫苗打开成长新空间，公司新品多点开花成长动能强劲

2025Q1公司研发费用0.40亿元，同比+26.08%。我们预计公司非瘟亚单位疫苗临床试验获批后研发进展有望加速，2026下半年或开始为公司贡献利润。2025年上半年公司新流腺三联苗等产品获新兽药注册，新品多点开花成长动能强劲。

风险提示：猪价上涨不及预期，非瘟疫苗研发不及预期，市场竞争加剧。

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。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，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 5.43% 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