

策略周报

科技突围

“反内卷”预期或阶段性升温，成长弹性仍具中线配置价值，重视国产算力、机器人、创新药等主线机会。

- **“反内卷”预期或阶段性升温，关注美元短期波动。**本周二季度国内经济数据及重要会议预期落地，市场持续震荡上行。虽然 6 月投资消费等主要需求分项均出现了不同程度的走弱，但 6 月社融显著放量，作为需求的前瞻指标，企业中长贷加速落地或有望为后续内需带来一定的提振。月末政治局会议临近，“反内卷”政策成为当前市场最为期待的政策方向，未来一段时间“反内卷”行情或有阶段性升温的可能。海外方面，7 月以来美元呈现出明显的底部反弹趋势，与此同时金价上行趋势明显趋缓。临近月末美元或面临较大不确定性，需要警惕特朗普政策落地超预期对资产价格带来的潜在冲击。
- **人形机器人行业持续迎密集催化。**宇树科技即将登陆 A 股市场，将成为人形机器人产业迈向成熟的关键标志。宇树科技的上市将加速行业资源整合，推动产业链协同发展，上市后，公司融资能力提升，有助于扩大产能、优化供应链，并加快产品迭代，从而推动人形机器人从实验室走向规模化应用。同时，上市后的品牌效应有助于宇树科技与更多行业龙头合作，探索工业、医疗、物流等场景的深度应用。宇树科技的上市将为 A 股市场带来稀缺的机器人标的，未来，随着更多机器人企业登陆资本市场，将进一步吸引长期资金关注硬科技赛道。
- **算力产业链再迎催化，国产算力仍具配置价值，创新药政策催化强化，后续行情可期。**H20 芯片破局，算力产业链再迎催化，国产算力性能提升，H20 对国产算力冲击有限，国产算力仍具行情催化动力，OpenAI 发布 ChatGPT Agent，Agent 商业化落地加速催化算力需求。建议关注服务器、液冷、铜连接、PCB、光通信、云计算、国产算力等细分赛道，同时关注产业趋势催化下的 AI Agent 赛道。商业健康保险创新药目录调整打开创新药支付空间，创新药行业再度迎来政策催化，出海进程加速+政策催化，创新药价值正在重估，后续行情仍然可期。
- **豪华汽车征税价格下调利好电动豪车与二手豪车交易商。**近期财政部、税务总局下调超豪华小汽车征收价格阈值至 90 万元（不含增值税），新政或搅动当前豪车市场格局，豪华品牌面临定价体系重新设计的挑战。当前税制设计针对燃油车和新能源车存在不对称性，新能源车型有望获得相对竞争优势，比亚迪仰望 U8、江淮汽车尊界 S800 等中国高端新能源车款则迎来“弯道超车”机会，政策或刺激车企加大高端电动平台研发投入，豪车市场电动化渗透率有望加速提升。此外，二手超豪华车交易免征消费税的规定使优质二手豪车交易成本大幅降低，二手豪车交易量有望实现快速增长。
- **风险提示：**1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东
(8621)20328702
peidong.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

证券分析师：徐亚
(8621)20328506
ya.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然
tianran.gao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

观点回顾.....	4
大势与风格.....	5
中观行业与景气.....	9
一周市场总览、组合表现及热点追踪.....	12
风险提示.....	14

图表目录

图表 1. 近期全球大类资产表现.....	5
图表 2. 本周国内外重点经济数据更新	6
图表 3. 本周成长风格相对占优.....	7
图表 4. 当前市场风格因子表现.....	7
图表 5. 主要投资分项增速表现.....	7
图表 6. 社零主要分项增速表现.....	7
图表 7. 信贷放量成为 6 月新增社融主要支撑.....	7
图表 8. 企业中长贷为 6 月新增信贷主要支撑.....	7
图表 9. 近期美元及金价表现.....	8
图表 10. 本周一级行业表现	9
图表 11. 本周二级行业表现（前后 15）	9
图表 12. 宇树机器人主要产品矩阵.....	10
图表 13. 国产算力产业链重点标的	11
图表 14. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）	12
图表 15. 本周股票型 ETF 单周转为净申购（单位：亿元）	12
图表 16. 超豪华小汽车消费税新旧政策对比	13

观点回顾

——20241215《重回跨年配置行情主线》：重要会议定调下，新兴消费与“AI+应用”作为跨年主线的线索明确。

——20241216《重回科技主导产业——2025 年度策略报告》：盈利弱复苏，估值强支撑，科技和高端制造业有望成为市场主导。

——20250209《指数与情绪共振：AI Infra 向上重估》：A 股性价比优势凸显，DeepSeek 产业驱动下，AI Infra 有望率先反应。

——20250216《DeepSeek 行情的二阶段：聚焦云计算和 AI 应用》：DeepSeek 高性价比凸显之下，云计算正在成为大模型时代的“卖水人”。应用端重点关注医疗、企服、教育、办公、金融、营销等垂直领域。

大势与风格

“反内卷”预期或阶段性升温。本周二季度国内经济数据及重要会议预期落地，市场持续震荡上行。虽然6月投资消费等主要需求分项均出现了不同程度的走弱，但强劲的生产端支撑下，二季度GDP增速5.2%与此前预期一致。与此同时，6月社融显著放量，无论总量还是结构上均表现亮眼，作为需求的前瞻指标，企业中长贷加速落地或有望为后续内需带来一定的提振。此外，本周备受关注的中央城市工作会议召开，本次会议的焦点集中在旧改与城中村改造，市场对于地产政策的预期得到阶段性兑现。月末政治局会议临近，“反内卷”政策成为当前市场最为期待的政策方向，未来一段时间“反内卷”行情或有阶段性升温的可能。

关注美元短期潜在波动风险。海外方面，7月以来，美元呈现出明显的底部反弹趋势，与此同时，金价上行趋势明显趋缓。究其原因，超预期的6月零售及就业数据显示美消费及劳动力市场的强劲韧性，强劲数据强化美联储“维持高利率”立场，美元走强的同时金价上行趋缓。往后看，美元面临较大不确定性：一方面，特朗普政府新一轮加征关税或引发通胀担忧，而联储内部对于降息预期的分歧明显增加，鲍威尔任期等问题或加剧美元短期波动，需要警惕特朗普政策落地超预期对资产价格带来的潜在冲击。

图表 1. 近期全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	7月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	0.47	0.97	9.65
	MSCI新兴市场	1.65	2.18	16.17
	标普500	0.59	1.48	7.06
	日经指数	0.63	(1.65)	(0.19)
	万得全A	1.40	3.47	9.51
	斯托克指数	(0.24)	0.98	12.27
	恒生指数	2.84	3.13	23.76
汇	美元指数	0.60	1.74	(9.24)
	美元兑人民币	0.03	(0.12)	(0.54)
	美元兑日元	0.96	3.35	(5.33)
	欧元兑美元	(0.55)	(1.37)	12.30
商	CRB商品	0.86	2.97	3.17
	LME铜	1.39	(0.75)	11.71
	WTI原油	(3.54)	1.41	(7.93)
	伦敦金现	0.09	2.55	21.92
债	10Y美债收益率(Bps)	1.00	15.00	(11.00)
	10Y国债收益率(Bps)	(0.01)	1.83	3.53

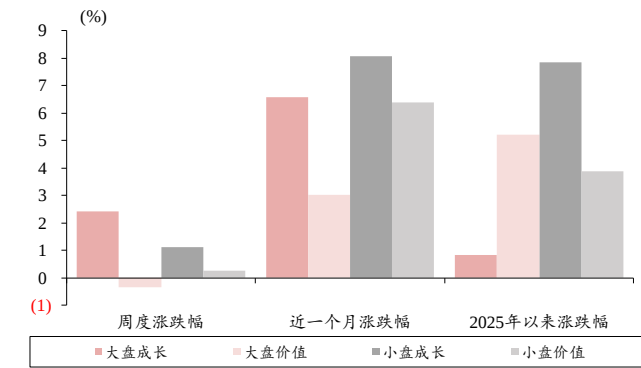
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 本周国内外重点经济数据更新

国家/地区	指标名称	前值	预测值	今值	环比变化
中国	6月出口金额:当月同比(%)	4.7	3.2	5.9	1.2
	6月进口金额:当月同比(%)	(3.4)	0.2	1.1	4.5
	6月贸易差额:累计值(亿美元)	4711.9		5859.5	1147.5
	6月社会融资规模存量:同比(%)	8.7	8.8	8.9	0.2
	6月新增人民币贷款(亿元)	6200	18447	22400	16200
	6月M2:同比(%)	7.9	8.1	8.3	0.4
	6月M0:同比(%)	12.1		12.0	(0.1)
	6月M1:同比(%)	2.3	2.7	4.6	2.3
	6月社会融资规模:当月值(亿元)	22870	37051	41993	19123
	6月固定资产投资:累计同比(%)	3.7	3.7	2.8	(0.9)
	6月社会消费品零售总额:当月同比(%)	6.4	5.6	4.8	(1.6)
	6月工业增加值:当月同比(%)	5.8	5.5	6.8	1.0
	第二季度GDP:当季同比(%)	5.4	5.2	5.2	(0.2)
	6月城镇调查失业率(%)	5.0		5.0	0.0
美国	6月CPI:季调:同比(%)	2.4		2.7	0.3
	6月核心CPI:季调:同比(%)	2.8		2.9	0.1
	6月CPI:季调:环比(%)	0.1	0.3	0.3	0.2
	6月核心CPI:季调:环比(%)	0.1		0.2	0.1
	6月PPI最终需求(剔除食品、能源和贸易服务):季调:环比(%)	0.1		0.0	(0.1)
	6月PPI最终需求(剔除食品、能源和贸易服务):季调:同比(%)	2.8		2.5	(0.3)
	6月核心PPI最终需求:季调:同比(%)	3.2		2.6	(0.6)
	6月核心PPI最终需求:季调:环比(%)	0.4	0.2	0.0	(0.4)
	6月PPI最终需求:季调:同比(%)	2.8		2.4	(0.4)
	6月PPI最终需求:季调:环比(%)	0.3	0.2	0.0	(0.3)
	6月核心PPI:季调:环比(%)	0.2		0.3	0.1
	6月核心PPI:季调:同比(%)	2.4		2.5	0.1
	6月零售销售:同比(%)	3.3		3.9	0.6
	6月零售销售:环比(%)	(0.9)		0.6	1.5
	6月核心零售销售:环比(%)	(0.2)		0.5	0.7
	7月12月初请失业金人数:季调((人)	228000		221000	(7000)
	6月新屋开工:私人住宅(千套)	115.9		123.2	7.3
	7月密歇根消费者情绪指数(初值)	60.7		61.8	1.1
欧盟	7月欧元区:ZEW经济景气指数	35.3	37.8	36.1	0.8
	7月欧元区:ZEW经济现状指数	(30.7)		(24.2)	6.5
	5月欧元区:贸易差额(百万欧元)	11103.7	13900.0	16180.9	5077.2
	5月欧盟:商品出口金额:同比(%)	(1.6)		0.1	1.7
	5月欧元区:商品出口金额:当月同比(%)	(1.2)		0.9	2.1
	5月欧元区:商品进口金额:当月同比(%)	(0.2)		(0.6)	(0.4)
	5月欧盟:商品进口金额:同比(%)	0.3		(2.0)	(2.3)
	6月欧盟:核心CPI:同比(%)	2.4		2.5	0.1
	6月欧元区:CPI:同比(%)	1.9	2.0	2.0	0.1
	6月欧元区:CPI:环比(%)	(0.1)	0.3	0.3	0.4
	6月欧盟:CPI:同比(%)	2.2		2.3	0.1
	5月欧盟:营建产出:同比(%)	4.0		2.7	(1.3)
	5月欧元区:营建产出:同比(%)	4.7		2.9	(1.8)
日本	6月CPI:环比(%)	0.3		(0.1)	(0.4)
	6月CPI(剔除食品):环比(%)	0.4		0.0	(0.4)

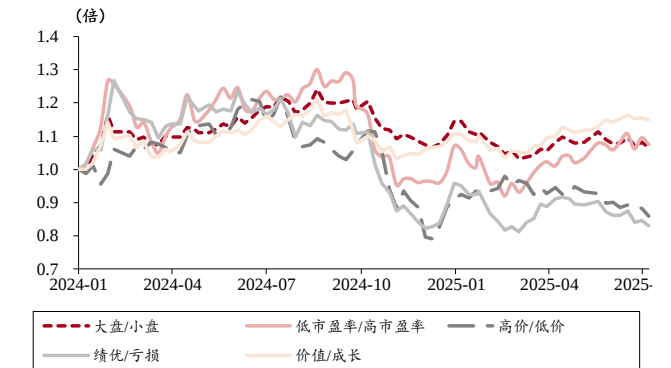
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 本周成长风格相对占优



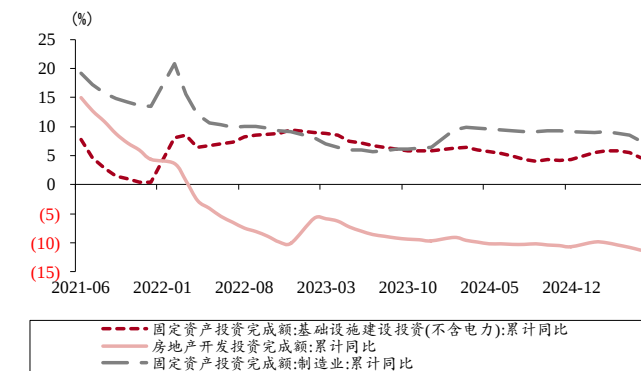
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 当前市场风格因子表现



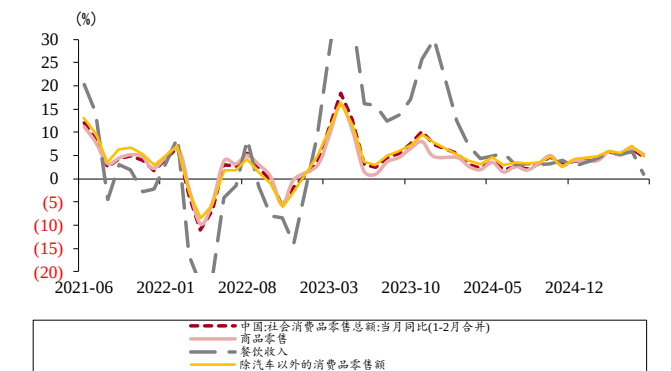
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 主要投资分项增速表现



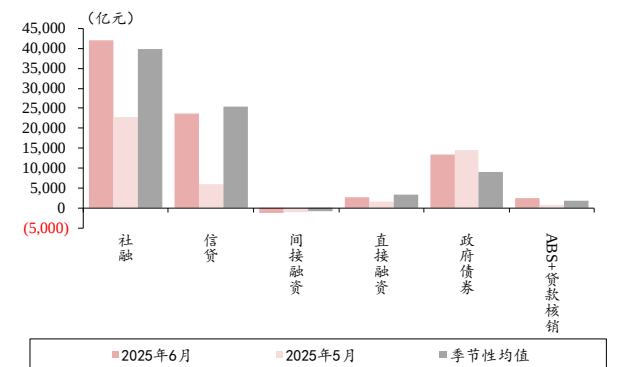
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 社零主要分项增速表现



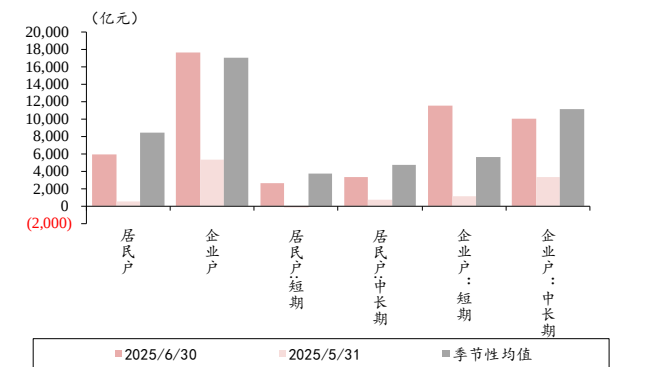
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 信贷放量成为 6 月新增社融主要支撑



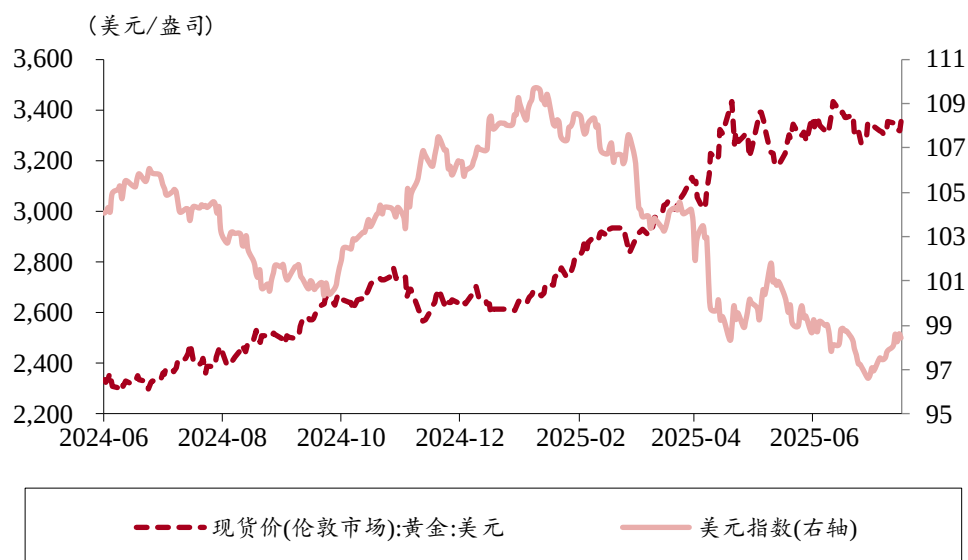
资料来源：万得，中银证券

图表 8. 企业中长贷为 6 月新增信贷主要支撑



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 近期美元及金价表现

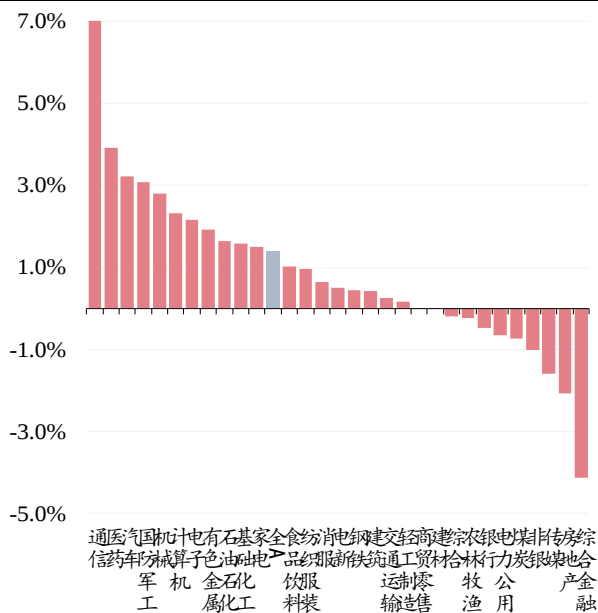


资料来源: 万得, 中银证券

中观行业与景气

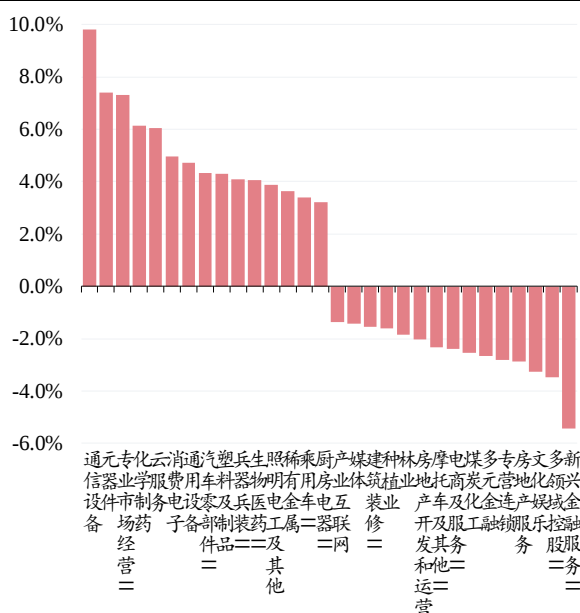
本周得益于通信行业龙头公司新易盛中报业绩预告向好及英伟达 CEO 黄仁勋访华，通信行业涨幅排名第一。第十一批国家组织药品集中采购工作本周启动，本次集采坚持“集采非新药、新药不集采”的原则，医药行业全周涨幅第二。智元机器人、宇树科技中标中移（杭州）信息技术有限公司 2025 年至 2027 年人形双足机器人代工服务采购项目，推动机械行业本周涨幅第五。

图表 10. 本周一级行业表现



资料来源：iFinD，中银证券

图表 11. 本周二级行业表现（前后 15）

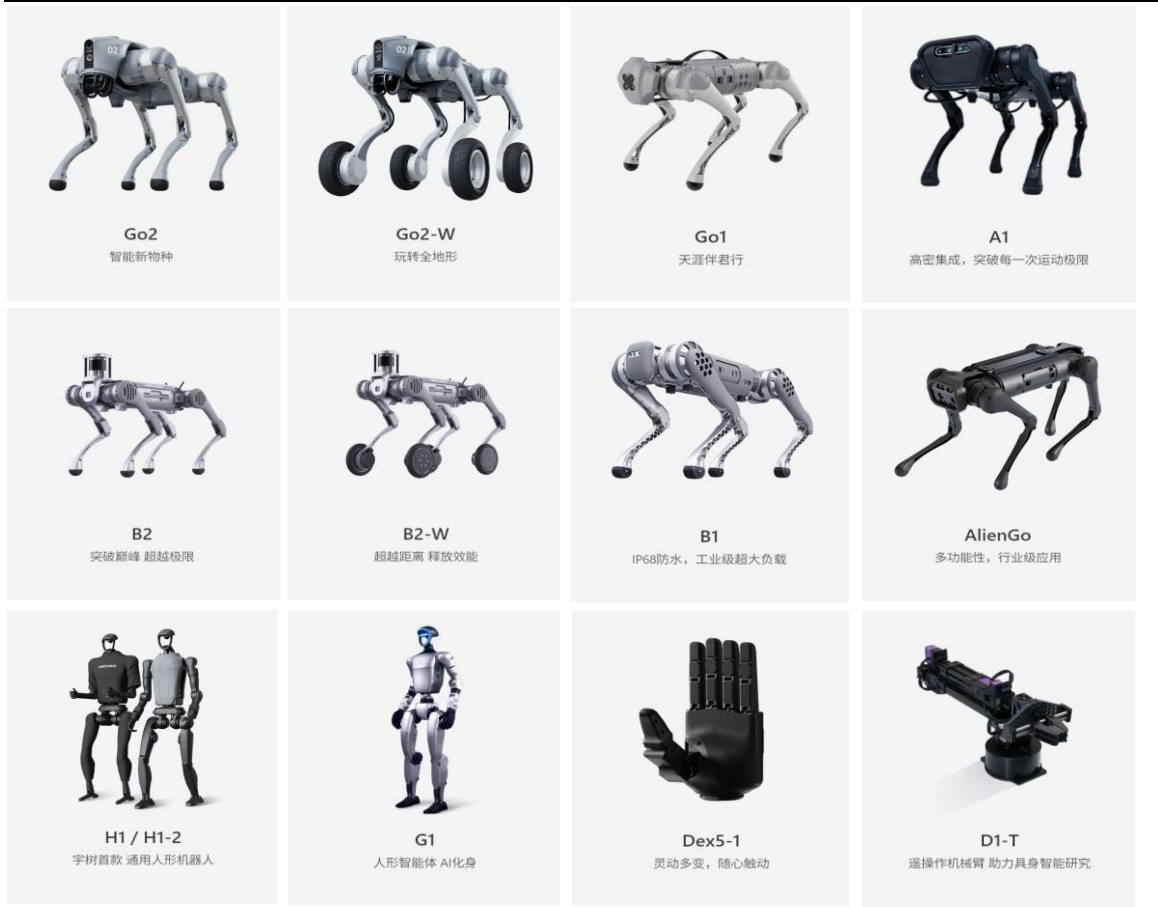


资料来源：iFinD，中银证券

人形机器人行业持续迎密集催化。政策层面，工业和信息化部总工程师谢少锋 18 日在国新办新闻发布会上表示，下一步，持续培育发展动能。组织实施国家科技重大专项和国家重点研发计划，开展专项行动，培育新产业、打造新动能，加快发展生物制造、低空产业。推动人形机器人、元宇宙、脑机接口等未来产业创新发展，超前布局新领域新赛道。股权融资层面，证监会官网显示，宇树科技已开启上市辅导。

宇树科技即将登陆 A 股市场，将成为人形机器人产业迈向成熟的关键标志。作为国内领先的人形机器人企业，宇树科技的产品已在工业、服务、特种作业等领域实现初步应用，其 G1 人形机器人今年出货量相对去年有明显增长，并成功中标中国移动 1.24 亿元订单，显示出较强的商业化潜力。宇树科技的上市将加速行业资源整合，推动产业链协同发展，上市后，公司融资能力提升，有助于扩大产能、优化供应链，并加快产品迭代，从而推动人形机器人从实验室走向规模化应用。同时，上市后的品牌效应有助于宇树科技与更多行业龙头合作，探索工业、医疗、物流等场景的深度应用。宇树科技的上市将为 A 股市场带来稀缺的机器人标的，未来，随着更多机器人企业登陆资本市场，将进一步吸引长期资金关注硬科技赛道。

图表 12. 宇树机器人主要产品矩阵



资料来源：宇树科技官网，中银证券

H20 芯片破局，算力产业链再迎催化。7月15日，美国英伟达公司创始人兼首席执行官黄仁勋宣布：美国已批准 H20 芯片销往中国，H20 芯片，是为遵守美国出口限制而推出，专为中国市场设计的 AI 加速器。H20 基于英伟达 Hopper 架构，拥有 CoWoS 先进封装技术。H20 恢复对华销售有望缓解算力芯片供应压力，带动整个算力基础设施产业链乃至整个 AI 产业链行情。

国产算力性能提升，H20 对国产算力冲击有限，国产算力仍具行情催化动力。市场部分观点担心 H20 恢复对华销售可能对国产算力产生一定冲击，但我们认为，H20 芯片是为遵守美国出口限制而推出，专为中国市场设计的 AI 加速器，其在性能上仍属于对华设计性能相对平庸的版本。在算力性能方面，H20 的(FP16/BF16)算力为 148 TFLOPS（每秒万亿次浮点运算），华为昇腾 910C (BF16/FP16) 则高达 752 TFLOPS，H20 算力更适用于垂类模型训练、推理，对于满足万亿级大模型训练需求仍有一定压力，国产算力近年来取得较大突破，华为算力集群性能超过英伟达 GB200 NVL72，国产算力已不再是备用选择，总体来看，尽管 H20 恢复对华销售，但可能并不会对国产算力造成较大冲击，国产算力依旧具备长期利好。截至 7 月 17 日，4 月 9 日反弹以来，海外算力链涨幅已达 40.9%，而相比之下，国产算力整体涨幅则相对有限，国产算力产业链以华为链为代表，涨幅仅为 21.1%。

OpenAI 发布 ChatGPT Agent，Agent 商业化落地加速催化算力需求。7月18日，OpenAI 发布通用人工智能代理 ChatGPT 智能体。ChatGPT Agent 具备自主思考和行动的能力，能够主动从其技能库中选择合适的工具，包括 Operator、Deep Research 和 ChatGPT 来完成各种复杂任务。**ChatGPT Agent** 是一个融合 Operator 智能体网页交互能力、“深入研究”(Deep Research)功能的互联网信息搜集能力，以及 ChatGPT 对话能力的统一智能体。ChatGPT 不再只是问答机器人，还能通过“内置计算机”代表用户完成复杂的多步骤任务。OpenAI 介绍称，ChatGPT 智能体能够通过互联网搜索或 API 获取数据，进行深入的财务研究、制作精美的幻灯片，或者预定活动或规划行程。**此外**，月之暗面正式发布 Kimi K2 模型，并同步开源。7月11日 Kimi K2 发布，这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。Agent 往往不止调用一次模型，需要经历状态感知 → 任务分解 → 工具选择 → 多次调用 → 反馈再调整等，token 使用量较大语言模型更高。Agent 使用模式利好推理侧算力设施，中美科技摩擦之下，国产算力尤其受到催化。

H2O 对华恢复销售叠加国产算力催化之下，算力基础设施产业链乃至整个 AI 产业链均有望受到催化，建议关注服务器、液冷、铜连接、PCB、光通信、云计算、国产算力等细分赛道，同时关注产业趋势催化下的 AI Agent 赛道。

图表 13. 国产算力产业链重点标的

证券代码	证券简称	7月17日收盘价 (元)	7月17日市盈率 PE(TTM) (倍)	市盈率分位 数(%)	2025年Q1营业 收入增速(%)	2025年Q1归母净 利润增速(%)
688256.SH	寒武纪-U	582.62	1,877.75	28.33	4,230.22	256.82
688041.SH	海光信息	136.97	148.19	47.25	50.76	75.33
300474.SZ	景嘉微	74.30	-186.30	—	-5.46	-375.50
000034.SZ	神州数码	39.05	37.79	88.97	8.56	-7.51
000977.SZ	浪潮信息	55.28	33.24	59.24	165.31	52.78
601138.SH	工业富联	27.11	22.19	92.03	35.16	24.99
000066.SZ	中国长城	15.02	-34.90	—	7.32	36.15
301236.SZ	软通动力	56.00	205.12	83.60	28.65	28.76
002261.SZ	拓维信息	31.60	-966.04	—	-23.33	979.75
300442.SZ	润泽科技	52.71	49.33	82.34	21.40	-9.29
300383.SZ	光环新网	15.63	98.03	99.46	-7.41	-57.82
000988.SZ	华工科技	48.82	36.61	66.39	52.28	40.88
002281.SZ	光迅科技	48.75	53.58	78.28	72.14	95.02
688981.SH	中芯国际	88.51	155.48	83.77	29.44	166.50
301018.SZ	申菱环境	40.38	90.08	91.66	27.18	7.34
300499.SZ	高澜股份	19.05	-135.37	—	22.03	131.01
688629.SH	华丰科技	54.29	6,756.04	96.04	79.82	207.17

资料来源：万得，中银证券

注释：数据统计时间截至 2025 年 7 月 17 日，市盈率分位数统计时间为 2020 年 1 月 1 日-2025 年 7 月 17 日

商业健康保险创新药目录调整打开创新药支付空间，创新药行业再度迎来政策催化。7 月 11 日，2025 年国家基本医保药品目录调整正式启动。今年首次增加商业健康保险创新药目录，与基本目录调整同步进行，主要用于纳入超出医保基本定位、暂时无法被纳入基本目录，但创新程度高、临床价值大、患者获益显著的创新药，商业健康保险创新药目录调整有望进一步打开创新药支付空间。同时，7 月 15 日，第十一批国家组织药品集采报量工作启动，本次集采之中创新药不会被纳入集采，政策延续鼓励药企创新的趋势。基本面层面，经过多年孵化，中国创新药企产品的国际竞争力正在提升。政策层面，创新药行业又迎来重要催化，综合来看，创新药价值正在重估，后续行情仍然可期。

一周市场总览、组合表现及热点追踪

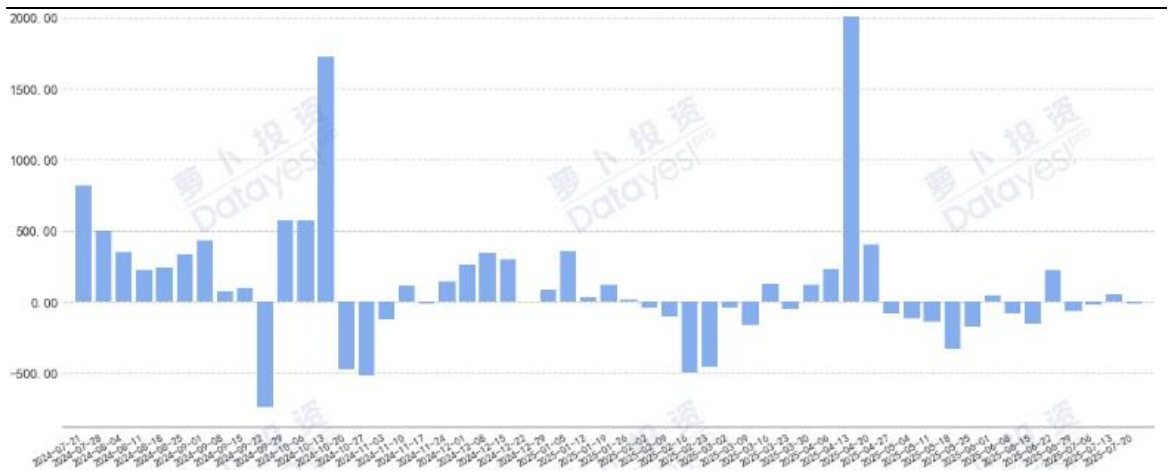
本周 A 股市场主力资金净卖出 335.14 亿元，环比由净买入转净卖出，单周净卖出规模创 4 周以来最大。具体行业上，本周最受市场资金青睐的行业是汽车，资金净流入规模达 121.05 亿元；医药生物、通信分列二、三，资金净流入规模分别是 97.41 亿元和 85.17 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是非银金融、传媒和公用事业。本周股票型 ETF 场内净申购金额为 10.81 亿元，环比回落。具体产品上，份额增加最多的五只 ETF 分别是华宝中证金融科技主题 ETF、易方达中证香港证券投资主题 ETF 嘉实上证科创板芯片 ETF 国泰中证全指证券公司 ETF 南方标普中国 A 股大盘红利低波 50ETF，集中在券商、科技板块；减少最多的五只 ETF 分别是华泰柏瑞沪深 300ETF、易方达创业板 ETF、易方达沪深 300ETF、嘉实中证 A500ETF、易方达中证人工智能主题 ETF，集中在核心指数领域。

图表 14.主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
汽车	121.05	51.68	76.20	114.52	轻工制造	(14.82)	(9.46)	62.89	15.95
医药生物	97.41	223.08	214.03	(137.90)	农林牧渔	(18.80)	(9.20)	(134.91)	(238.82)
通信	85.17	192.59	279.34	21.87	交通运输	(19.73)	(74.26)	(56.14)	(189.84)
机械设备	56.71	55.36	(200.56)	(405.23)	煤炭	(20.02)	2.07	(46.34)	(145.97)
社会服务	6.76	7.15	(86.81)	(129.47)	食品饮料	(21.94)	(67.11)	(286.02)	(221.56)
环保	4.59	6.93	(42.41)	(91.19)	基础化工	(22.80)	(64.98)	(145.95)	(427.08)
计算机	1.71	397.48	(12.30)	(36.65)	建筑材料	(24.40)	24.74	(23.81)	(33.90)
家用电器	1.27	17.97	(48.22)	(186.91)	商贸零售	(30.89)	(10.10)	(166.49)	(214.57)
综合	1.02	2.70	(11.08)	(20.63)	银行	(33.24)	20.78	229.93	326.32
钢铁	0.98	93.19	35.01	33.40	建筑装饰	(38.19)	53.43	27.62	(43.94)
有色金属	(0.37)	99.34	44.44	(202.52)	电力设备	(44.87)	112.92	(26.61)	(444.53)
国防军工	(0.64)	11.23	(17.84)	(207.59)	房地产	(56.28)	34.60	(112.84)	(152.85)
石油石化	(2.44)	(74.83)	(38.06)	(197.20)	公用事业	(73.80)	(54.81)	(156.40)	(316.02)
美容护理	(6.02)	(17.50)	9.38	5.91	传媒	(90.99)	(60.23)	(82.19)	(420.67)
纺织服饰	(6.18)	34.85	51.76	44.32	非银金融	(179.13)	366.24	302.41	(57.46)
电子	(6.27)	197.04	8.89	(980.56)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2025/7/18

图表 15. 本周股票型 ETF 单周转为净申购（单位：亿元）



资料来源：通联数据，中银证券

近期《财政部、税务总局关于调整超豪华小汽车消费税政策的公告》发布，文件将超豪华小汽车征收范围从“每辆零售价格 130 万元（不含增值税）及以上”调整为“每辆零售价格 90 万元（不含增值税）及以上的各种动力类型（含纯电动、燃料电池等动力类型）”，进一步下调了豪华小汽车的征税标准。值得注意的是，此次《公告》明确对纯电动、燃料电池等没有气缸容量（排气量）的超豪华小汽车仅在零售环节征收消费税，传统燃油车仍维持生产/进口环节（税率 1%~40%）和零售环节（加征 10%）双重征税。新政策对于车价的界定做出了补充，90 万的阈值不仅是裸车价，而是包括购车相关的全部价款和价外费用含加装精品、配饰以及相关服务费用等，针对此前避税车价拆分操作补上了漏洞。此外，《公告》还明确对纳税人销售二手超豪华小汽车，不征收消费税，厘清了此前政策上的模糊地带。

新税制下或搅动当前豪车市场格局，豪华品牌面临定价体系重新设计的挑战。当前税制设计针对燃油车和新能源车存在不对称性，新能源车型有望获得相对竞争优势，比亚迪仰望 U8、江淮汽车尊界 S800 等中国高端新能源车款则迎来“弯道超车”机会，政策或刺激车企加大高端电动平台研发投入，豪车市场电动化渗透率有望加速提升。此外，二手超豪华车交易免征消费税的规定使优质二手豪车交易成本大幅降低，二手豪车交易量有望实现快速增长。

图表 16. 超豪华小汽车消费税新旧政策对比

	原政策(2016 年起)	新政(2025 年 7 月 20 日起)
征收范围	130 万元(不含增值税)及以上	90 万元(不含增值税)及以上
覆盖车型	燃油车为主	所有动力类型(含纯电动、燃料电池)
新能源车征税环节	基本免税	仅零售环节征税(生产环节免税)
二手车交易	未明确	明确免征消费税
税基计算	存在模糊地带	包含精品、配饰和服务等全部价款

资料来源：财政部，家昌智库，中银证券

风险提示

1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371