

晨会纪要

数据日期: 2025-07-16	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3503.77	10720.80	4007.20	12152.67	3094.45	997.62
涨跌幅度(%)	-0.03	-0.22	-0.29	0.02	0.15	0.13
成交额(亿元)	5724.19	8696.18	3006.56	3060.72	4290.14	268.93

晨会主题

【重点推荐】

行业与公司

伊利股份(600887.SH) 深度报告:平台化的乳企龙头,引领行业高质量转型

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评:中央城市工作会议快评-城市发展迈入新阶段
宏观快评:美国6月CPI数据点评-美国通胀温和和上涨
宏观月报:宏观经济宏观月报-6月国内内需背离加剧
宏观周报:政府债周报-广义赤字进度稳步前进
固定收益专题研究:固定收益专题报告-构建国信避险指数

行业与公司

商贸零售行业 2025 年中期投资策略:产品驱动叠加调改创新,新质消费彰显增长韧性
交通运输行业 7 月投资策略:快递和航空有望受益“反内卷”,关注东南亚快递市场机会
互联网行业周报:人工智能周报(25 年第 27 周)-Meta 全资收购 PlayAI,腾讯发布升级版混元 3D-PolyGen 模型
互联网行业快评:英伟达 H20 恢复销售事件点评-Q2 国产云维持高增速, H20 出货预计带动国内云厂 Capex 上升
房地产行业快评:统计局 2025 年 1-6 月房地产数据点评-地产基本面继续磨底,一线城市房价边际下行
安踏体育(02020.HK) 海外公司快评:上半年集团流水增长双位数,折扣库存健康可控
特步国际(01368.HK) 海外公司快评:上半年主品牌流水增长中单位数,索康尼增长超 30%
腾讯控股(00700.HK) 海外公司快评:长青游戏表现良好, AI 驱动广告业务提升份额

金融工程

金融工程日报:A股窄幅整理,医药领涨、CPO 题材回调明显

市场走势



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 07月17日

	收盘指数	涨跌幅
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	24517.76	-0.29

基金指数 07月17日

	收盘指数	涨跌幅
债券基金指数	3265.11	0.05
股票基金指数	10502.77	0.77
混合基金指数	9752.06	0.44

汇率 07月17日

	收盘指数/价	涨跌幅
欧元兑美元	1.16	0.32
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.84	-0.0
美元兑日元	147.88	-0.65

非流通股解禁 07月17日

名称	解禁数量 (万股)	流通股增加%	解禁日期
鹏欣资源	22026.56	100.00	2025-06-12
内蒙一机	412.50	82.58	2025-06-03
华电重工	408.34	100.00	2025-06-02
宁波银行	7581.90	95.06	2025-05-16
新点软件	15651.92	100.00	2025-05-16
华兰股份	3782.78	100.00	2025-04-30
深城交	8400.00	100.00	2025-04-28
中科微至	6660.00	100.00	2025-04-28

【重点推荐】

行业与公司

◆ 伊利股份(600887.SH) 深度报告:平台化的乳企龙头,引领行业高质量转型

发展行稳致远,典型的长周期资产。随着经济步入中低速增长区间,依赖城镇化、人口等驱动增长的食品饮料行业,投资范式也逐步从成长定价,转向股息率定价,而居民生活方式的变化,又考验各细分品类(白酒、啤酒、乳品、饮料等)的久期。从海外经验看,乳制品属于优质高蛋白,且随着餐饮效率化意识觉醒、消费习惯变化和技术进步,奶酪、黄油、奶粉等深加工产品具备长期增长潜力,乳制品行业被认为是长周期资产。伊利股份作为我国乳制品企业龙头,拥有深厚的渠道和消费者基础,2021年收入站稳千亿后,发展战略由份额优先转向利润优先,加强对成人粉等高附加值产品研发推广,盈利能力逐步提升,同时承诺维持70%以上的分红比例,我们认为伊利股份是典型的股息率定价资产。

乳制品需求平稳复苏中,供需拐点或将到来。2020年后居民健康意识提高,需求呈现脉冲式增长,其中白奶相对于乳饮料、酸奶等景气度更高,低温奶渗透率亦在逐步提升,这也带来了上游牧场产能的新一轮扩张。而2023年后,需求呈现弱复苏,行业出现供过于求,生鲜乳的价格从2021年下半年持续下行,当前价格3.04元,多数牧场处于亏损状态。2024年行业去产能共识逐步形成,上游牧场累计淘牛约30万头,按照目前去化速度,我们预计2025年四季度或有望出现供需拐点。中长期看,当前我国乳制品步入成熟阶段,预计2024-2028年复合增速1.61%,2028年行业规模达6117亿元。

组织先行,战略驱动,构建品牌壁垒。乳制品规模效应明显,平台型企业战略制胜。伊利核心竞争力在于全国化的品牌与渠道基础上,实现成本优势效率领先,借助强大的品牌力和极致性价比,公司市占率、盈利能力、人均薪酬、人均创利持续领先行业。展望未来,伊利以液奶为基本盘(当前已拥有金典、安慕希、基础白奶共三个百亿级单品),奶粉持续提份额(2024年收入占比已提升至24.39%,成人粉&婴儿配粉份额分别位列行业第一/第二),积极布局低温、奶酪等,有望维持稳健增长。

短期受益原奶出清盈利具备弹性,中长期伊利股息率在食品饮料行业靠前。原奶价格持续低位的背景下,上游中小牧场陆续退出,供需平衡拐点有望在2025-2026年出现。若奶价温和回升,行业竞争格局改善,伊利买赠促销减少,同步大包粉减值损失、信用减值损失收窄,公司业绩有望回升。结合公司坚持70%以上分红率,股息率在食品饮料行业属于靠前,且未来资本开支存在进一步下降空间,当前估值处于历史较低分位。

盈利预测与估值:我们预计2025/2026/2027年收入分别为1193.38/1224.98/1254.38亿元,分别同比+3.1%/+2.6%/+2.4%,预计2025/2026/2027年归母净利润113.09/122.22/131.52亿元,分别同比+33.8%/+8.1%/+7.6%,EPS分别为1.78/1.92/2.07元。通过多角度估值,给予其2025年19-20xPE,合理价格区间为33.8-35.6元,对应市值区间为2149-2262亿元,较当前股价有23%-30%溢价空间,首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示:需求持续疲软、行业竞争加剧导致企业盈利能力受损、食品安全事故导致消费品企业品牌形象受损、原材料成本压力

证券分析师: 张向伟(S0980523090001)、柴苏苏(S0980524080003)

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:中央城市工作会议快评-城市发展迈入新阶段

中央城市工作会议7月14日至15日在北京举行。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平出

席会议并发表重要讲话。中共中央政治局常委李强、赵乐际、王沪宁、蔡奇、丁薛祥、李希出席会议。

证券分析师： 田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

联系人： 王奕群

◆ 宏观快评:美国 6 月 CPI 数据点评-美国通胀温和上涨

美东时间 7 月 15 日,美国劳工统计局发布 6 月 CPI 通胀数据:环比来看,整体 CPI 上涨 0.3%,核心 CPI 上涨 0.2%,分别较上月回升 0.2 和 0.1 个百分点。同比来看,整体 CPI 上涨 2.7%,核心 CPI 上涨 2.9%,较上月回升 0.3 和 0.1 个百分点。

证券分析师: 季家辉(S0980522010002)、田地(S0980524090003)、董德志(S0980513100001)

◆ 宏观月报:宏观经济宏观月报-6 月国内产需背离加剧

2025 年 7 月 15 日国家统计局发布 2025 年 6 月份经济增长数据,重点关注的经济增长类数据如下:

- 1、2025 年上半年国内生产总值 660536 亿元,按不变价格计算,同比增长 5.3%,其中二季度同比增长 5.2%,较一季度小幅回落 0.2 个百分点;
- 2、6 月份,规模以上工业增加值同比增长 6.8%,比 5 月加快 1.0 个百分点;
- 3、6 月份,社会消费品零售总额 42287 亿元,同比增长 4.8%,比 5 月回落 1.6 个百分点;
- 4、1-6 月,全国固定资产投资(不含农户) 248654 亿元,同比增长 2.8%,比 1-5 月回落 0.9 个百分点;扣除房地产开发投资,全国固定资产投资同比增长 6.6%;
- 5、6 月份,进出口总额 38527 亿元,同比增长 5.2%。其中,出口 23394 亿元,增长 7.2%;进口 15134 亿元,增长 2.3%;
- 6、6 月份,全国城镇调查失业率为 5.0%,持平上月,亦持平上年同月。

6 月国内经济增速约 5.2%,高于全年经济增速目标值。

6 月中国经济增速较 5 月小幅回升。基于生产法测算的月度 GDP 同比增速在 6 月份约为 5.2%,较 5 月小幅回升 0.1 个百分点,高于全年经济增速目标值。其中工业生产增速明显上升,服务业、建筑业生产增速有所回落。需求方面,6 月国内出口增速明显上升,消费、投资增速有所下行,国内经济增长动能再次转向出口。

6 月国内生产需求缘何再度背离?

6 月生产与需求的背离,并非经济内在动力衰竭的信号,而是政策主动调控节奏(保留政策空间)与企业积极应对海外窗口期(“抢出口”赶工)共同作用的结果。

考虑到国内服务消费持续向好(服务业零售额同比上升)以及失业率稳定在 5.0%的历史低位,印证了内需基础依然稳固。消费的回落集中于餐饮和补贴退坡领域,整体商品消费仍显韧性。展望下半年,随着国家补贴重启支撑商品消费、政策适时发力托底投资,内需动能有望显著修复。当前的“背离”更多是特定政策调整期和企业策略选择共同塑造的暂时性现象,反映了中国经济在复杂环境下寻求更高质量、更可持续增长的主动作为。

风险提示:政策刺激力度减弱,海外经济政策不确定性。

证券分析师: 李智能(S0980516060001)、田地(S0980524090003)、董德志(S0980513100001)

◆ 宏观周报:政府债周报-广义赤字进度稳步前进

政府债净融资第 28 周(7/7-7/13) 3034 亿,第 29 周(7/14-7/20) 2084 亿。截至第 28 周(7/7-7/13) 累计 8.2 万亿,超出去年同期 4.4 万亿,主要是置换隐债专项债错位和国债发行较快。

国债净融资+新增地方债发行第 28 周(7/7-7/13) 2716 亿,第 29 周(7/14-7/20) 2470 亿。截至第 28 周(7/7-7/13) 广义赤字累计 6.5 万亿,进度 54.5%。

国债第 28 周（7/7-7/13）净融资 1931 亿，第 29 周（7/14-7/20）579 亿。截至第 28 周（7/7-7/13）累计 3.8 万亿，进度 56.7%。

地方债净融资第 28 周（7/7-7/13）1102 亿，第 29 周（7/14-7/20）1505 亿。截至第 28 周（7/7-7/13）累计 4.5 万亿，超出去年同期 2.7 万亿。

新增一般债第 28 周（7/7-7/13）145 亿，第 29 周（7/14-7/20）276 亿。截至第 28 周（7/7-7/13）累计 4665 亿，进度 58.3%，超过去年同期。

新增专项债第 28 周（7/7-7/13）640 亿，第 29 周（7/14-7/20）1614 亿。截至第 28 周（7/7-7/13）累计 2.2 万亿，进度 50.6%。特殊新增专项债已发行 6396 亿，其中 7 月至今 1748 亿，占到新增专项债的 44%，8000 亿额度或在三季度发行完毕。土地储备专项债已发行 2240 亿。

特殊再融资债第 28 周（7/7-7/13）286 亿，第 29 周（7/14-7/20）0 亿。截至第 28 周（7/7-7/13）累计 1.8 万亿，发行进度 91%。

城投债第 28 周（7/7-7/13）净融资 45 亿，第 29 周（7/14-7/20）预计-38 亿。截至本周城投债余额约 10.3 万亿。

风险提示：数据统计误差，实际发行与计划差异较大。

证券分析师： 田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

联系人： 王奕群

◆ 固定收益专题研究：固定收益专题报告-构建国信避险指数

构建国信避险指数：我们综合中国资本市场中的四类主体资产（股债商汇）的变化情况，以沪深 300 指数描述股票资产价格、10 年期国债利率描述债券市场价格、南华工业品指数描述中国商品市场价格、人民币对美元汇率描述汇率市场价格，可以大致描述出中国资本市场的整体状态。我们对每类资产不考虑资产价格的变化幅度，只考虑其变化方向，合成四类资产价格的扩散指数，进而得到衡量市场风险定价的避险指数。避险指数上升，表示当前资本市场的状态是倾向避险。避险指数下降，表示资本市场偏向风险。

国信避险指数与经济基本面的关系考察：通过比较避险指数与各类经济基本面内涵指数的关系，可以大致得出如下几个基本结论：

1、无论是考察周度频率国信避险指数与国信宏观高频扩散指数（定基）同比增速的关系，还是考察月度频率国信避险指数与国信宏观高频扩散指数（定基）同比的关系，均可以发现避险指数与宏观经济基本面具具有明显的负相关性，背后的逻辑是经济基本面恶化，投资者会追逐避险资产。

2、从前瞻性而言，可以观察到经济基本面变化在先，其后会出现资本市场风险规避运行状态的改变。这符合一般性理解，即宏观经济基本面因素是领先于资本市场运行的。

国信避险指数的技术性分析：国信避险指数指数环比增减量的变化会领先于定基扩散指数的变化，环比增减量的变化也代表着四类资产价格的运行方向在发生分歧、波动，而这些是构成定基总指数方向、拐点变化的基础。

风险提示：本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议，使用前请仔细阅读报告末页“免责声明”。

证券分析师： 董德志（S0980513100001）、赵婧（S0980513080004）、戴丹苗（S0980520040003）

行业与公司

◆ 商贸零售行业 2025 年中期投资策略：产品驱动叠加调改创新，新质消费彰显增长韧性

2025 年上半年消费回顾：2025 年 1-5 月社会消费品零售总额 20.32 万亿元，同比+5.0%。整体商品消费延续平稳增长趋势，消费能力和消费信心在多维度政策刺激下有所缓和。分品类看，化妆品 1-5 月社零

同增 4.1%，整体仍呈现行业平淡个股强势的特征；黄金珠宝 1-5 月社零同增 12.3%，其中 4-5 月攀升至 20%以上，在去年同期低基数影响上，又受益于金价持续高位以及产品设计力提升，带来保值及悦己双重需求提振。整体来看，2025 年上半年消费存在一定结构性亮点，特别是以宠物、潮玩、个护、珠宝等赛道中，具备洞察新消费人群需求并以此实现产品创新升级的新消费龙头，逆势表现亮眼。

下半年展望一，产品内生创新。1) AI+商业，通过实用技术创新创造产品溢价：AI 技术的应用落地将可能为企业产品创新带来新的机会。因此 AI 玩具、AI 眼镜等新品增量，以及 AI 赋能电商零售提效等方面，均存在持续布局机遇；2) IP+商业，通过附着情绪价值实现产品溢价：在当前社会经济相对承压但消费需求层次越发丰富的背景下，以 IP 等为载体的情绪价值成为品牌获取定价权的为数不多方式，也是当前潮玩、美妆、珠宝等新消费品牌实现存量市场突围的重要抓手。

下半年展望二，政策外延催化：1) 内需市场中，自去年以来国内政策面对于消费的重视程度不断提升，且正逐步细化落实，后续育儿、就业、养老等一系列民生保障政策的落地也将进一步释放相关人群的消费力，此外企业端也在积极运用政策资本工具打开新的增长曲线。2) 外部市场中，关注关税贸易政策的进展，短期市场对于此冲击正逐步消化，贸易谈判的推进也为企业提供了业务调整缓冲期，优质出海企业有望推进市场多元化和产品差异化提升长期经营能力。

投资建议：1) 美妆个护：板块业绩基本面仍具一定比较优势。未来新品创新以及新品牌布局，驱动国货龙头持续成长。推荐：登康口腔、若羽臣、毛戈平、丸美生物、上海家化、贝泰妮等。2) 黄金珠宝：工艺进步和金价上行，强化品类悦己和保值两大新消费特质，而产品结构布局差异将导致企业分化延续，推荐：老铺黄金、潮宏基、曼卡龙、周大福、菜百股份等。3) IP 潮玩：国内外潮玩行业需求景气度仍处于高位，行业资本化加速下，进一步提振板块关注度。推荐：泡泡玛特、布鲁可、名创优品等。4) 跨境出海：当前关税冲击有危也有有机，头部跨境出海积极调整布局，中长期有望具备更坚实经营抗风险能力。推荐：小商品城、安克创新等。5) 百货商超：政策驱动叠加自身变革，事件催化动力足，前期企业调改转型也将步入阶段性验证期，主要推荐：永辉超市、百联股份、重庆百货等。

风险提示：终端消费需求不及预期，竞争加剧影响企业盈利能力，企业管理层变动调整导致经营能力受损，并购后管理不善带来商誉增加等。

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

◆ 交通运输行业 7 月投资策略：快递和航空有望受益“反内卷”，关注东南亚快递市场机会

航运：7 月原油进入淡季，成品油进入小旺季，因此导致油运的运价走势分化，原油运价走软而成品油触底回升，我们预计油运年内的景气度或将于暑期内见底，考虑到当前的供给格局，我们认为运价和股价有望抢跑，且在当前供给相对偏紧的情况下，需求侧的边际变化有望对运价形成乘数效应推动，继续推荐中远海能、招商轮船，关注招商南油。集运方面，由于特朗普延长了 30 天关税减免协议，美线本周企稳反弹，但是欧线则继续疲软，短期集运的需求或主要取决于中美关税政策，但中长期来看，考虑到当前欧美的经济表现相对平淡、贸易形势风险仍存、大部分航商的欧线仍在采用好望角航线，且仍有较多运力会在年内交付，我们预计年内集运企业的盈利能力仍将承压，建议关注中远海控在弱 β 下，盈利能力能否维持明显跑赢行业的状态，实现 α 机会。

航空：行业正式进入暑运旺季，上周整体和国内客运航班量环比有所提升，整体/国内客运航班量环比分别为+2.8%/+3.1%，整体/国内客运航班量分别相当于 2019 年同期的 112.3%/118.2%，国际客运航班量环比提升 0.9%，相当于 2019 年同期的 85.9%，近期国际油价微幅低于去年同期水平。截止目前，今年暑运旺季航空呈现量涨价跌的现状，根据 CADAS 数据，暑运以来（7.1~7.13），全国机场完成旅客吞吐量为 5876.1 万人次，同比增长 4.6%，其中，境内航线平均票价为 958 元，同比-6.6%，境内航线客座率为 84.1%，同比提升 1.4 个百分点。展望 2025 年，在中美关税政策影响背景下，刺激内需政策的持续推出值得期待，我国民航客运市场的供需格局将继续优化，且叠加近期 7 月 1 日“反内卷”政策集中释放的影响，我们认为 2025 年航空国内扣油票价有望实现企稳回升。投资建议方面，建议紧密跟踪暑运旺季航空票价表现，把握旺季数据催化的波段性投资机会，继续推荐中国国航、东方航空、南方航空以及春秋航空。

快递：7月1日以来“反内卷”政策集中释放，7月10日国家邮政局也明确表态，核心要点是坚决反对快递业“内卷式”竞争，整治末端服务质量，现阶段快递行业由于同质化竞争严重，正处于低价竞争加剧的阶段，未来在“反内卷”和高质量发展政策指导下，快递行业的无序竞争有望边际好转，从而促使监管、竞争、盈利和质量达成新的平衡，今年四季度旺季行业的价格和盈利表现仍然值得期待。今年无人物流车开始进入规模化商用阶段，快递“最后一公里”成为其最先落地的应用场景。我们预计顺丰和中通作为快递市场的领头羊，其今年有望各引进几千辆的无人物流车，相比去年几百辆的量级，无人物流车呈现放量趋势。通过无人物流车替代司机人力，快递公司进一步打开降本空间，根据已使用物流车的网点经营情况来看，通达系网点可以节约1毛钱左右的单票成本，顺丰单车单月可以节约约2000元左右的成本，其中我们认为由于顺丰采用直营模式且竞争格局较优，其将会更快推进无人物流车在末端的渗透且节约的成本有望在利润端有所体现。投资建议方面，1) 国补政策刺激家电及3C产品消费需求激增，直营快递顺丰控股最为受益，叠加公司对内的“激活经营”策略，收入增速明显回升，且无人物流车为公司降本打开空间，未来两年公司业绩有望维持15-20%的较快增长，2025年PE估值约20倍，维持推荐；2) 短期通达系价格竞争仍然白热化，但行业长期竞争格局向好趋势不改，建议紧密跟踪行业价格变化及加盟商的稳定性，把握反内卷政策执行落地或价格竞争恶化导致格局变化带来的投资机会，推荐中通快递、圆通速递和申通快递，重点关注韵达股份。

投资建议：中美关税扰动背景下，建议关注内需和高股息板块，看好经营稳健、风险可控且有望带来稳定收益的价值龙头。推荐顺丰控股、中通快递、春秋航空、中国国航、中远海能、招商轮船、圆通速递、申通快递、德邦股份、招商南油、韵达股份、京沪高铁。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

证券分析师： 罗丹（S0980520060003）

◆ 互联网行业周报：人工智能周报（25年第27周）-Meta全资收购PlayAI，腾讯发布升级版混元3D-PolyGen模型

人工智能动态：1) 公司动态：①OpenAI 推迟开源模型发布计划。②谷歌24亿拿下Windsurf部分技术与核心团队。③Meta全资收购PlayAI，加速布局语音人工智能赛道。④英伟达市值突破4万亿美元，黄仁勋减持。⑤腾讯元宝升级搜索功能。⑥字节跳动旗下飞书发表多款AI产品。

2) 底层技术：①微软推出全新Phi-4-mini-闪推理小型语言模型。②谷歌Gemini接入Veo3模型。③阿里开源HumanOmniV2多模态推理模型。④腾讯发布升级版混元3D-PolyGen模型。

3) 行业政策：①上海市经济和信息化委员会发布《上海市促进人工智能产业创新发展行动方案（2025-2027年）》征求意见稿；②广东省工业和信息化厅召开人工智能产业发展座谈会；③北京市科学技术委员会发布《北京市人工智能产业高质量发展行动计划（2025-2027年）》。

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

风险提示：政策风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行风险，游戏公司新产品不能如期上线或表现不及预期风险等。

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

◆ 互联网行业快评：英伟达H20恢复销售事件点评-Q2国产云维持高增速，H20出货预计带动国内云厂Capex上升

2023年底，美国拜登政府升级对华半导体出口管制后，英伟达为维持中国市场，推出面向中国市场的“阉割版”H20芯片，其性能较H100降低28%，但符合美国设定的出口合规门槛。

2025年4月，美国政府通知英伟达，要求自即日起对华出口H20芯片需申请许可证，后美国政府宣布

H20 实施无限期出口禁令。4 月 16 日英伟达正式公告禁令，计提约 45 亿美元库存减值。

2025 年 7 月 14 日，英伟达官网发布英伟达将恢复向中国销售 H20 芯片，并宣布推出全新完全合规的中国特供版 GPU。英伟达正在重新提交销售 H20GPU 的申请，美国政府已向英伟达保证将发放许可证，公司希望尽快开始交付。

国信互联网观点：1) AI 芯片算力层：英伟达 H20 恢复销售将带动库存出清与国内资本开支增长，后续特供 GPU 顺利则预计资本开支持续积极。英伟达 H20 作为技术妥协与商业平衡的产物依托 CUDA 生态壁垒仍是国内 AI 开发者的首要选择。根据英伟达一季报披露库存减记和采购义务损失为 45 亿美元，对应 H20 库存收入口径预计达百亿美元量级，恢复 H20 采购后预计各家云厂将抢购国货、大幅带动资本开支增长。后续中国特供版 GPU 预计基于 BLACKWELL 架构，如进展顺利国内资本开支将持续积极。2) 国内云厂商：二季度云维持高增速，随着客户方案落地下半年预计加速增长。H20 恢复供应将明显带动国内云厂资本开支上升，利好云厂下游需求增长。二季度国内云厂商 AI 客户数小幅下降、但是场景渗透率持续提升，预计国内云厂二季度维持高增速。跑通业务场景后，中大客户调用量提升与私有化解决方案落地预计将带动云业务下半年加速增长。二季度国产卡买租占比提升，但受限良品率和交付能力仍无法满足算力增长需求，各家云厂纷纷消耗库存卡。资本开支端国内云厂投资节奏显著受到 H20 断供的影响。二季度国内云厂商阶段性放缓整体 AI 服务器采购，预计国内云厂资本开支二季度环比保持平稳。随着 H20 恢复供应以及英伟达 B 系列特供芯片开始供应，预计将推动云厂需求增速出现季度性向上拐点。3) AI 模型层：二季度模型层进一步向头部集中，国内科技厂商加速追赶海外先进水平，打造开源生态、推动工具建设与场景落地，算力供应恢复将继续推动模型层迭代。二季度国内大模型发展势头强劲。阿里聚焦通用高性能开源模型，4 月开源 Qwen3 登顶全球最强开源模型，5 月推出众多模型与工具，6 月发布 Qwen3-Embedding 系列模型、开源 3D 数字人项目，打造完善 AI 生态与工具链。字节跳动发布豆包 1.5 深度思考模型、豆包视频生成模型等，覆盖多创作场景。腾讯实现多领域模型创新与开源，4 月上线“元宝”、开源图像生成插件，混元 TurboS 在 Chatbot Arena 上排名攀升至全球前八，提升应用体验。百度在基座模型与开发工具创新，4 月发布文心大模型 4.5Turbo 和 X1Turbo，6 月推出双数字人互动直播间、开源文心大模型 4.5 系列。

风险提示：AI 模型技术发展不及预期，AI 应用商业化进展不及预期，大模型幻觉、伦理等安全性问题。

投资建议：H20 恢复供应解决了国内 AI GPU 短缺现状，显著降低硬件投入与实际使用之间的时间与试错成本，加速国内企业上云、利好云厂商下游需求增长，推动大模型与应用落地。因此，我们推荐海外芯片厂商龙头英伟达，国内云厂商龙头阿里巴巴，具备云业务与优质社交场景生态的腾讯控股以及拥有丰富端侧硬件生态的小米集团。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、刘子谭（S0980525060001）

◆ 房地产行业快评：统计局 2025 年 1-6 月房地产数据点评-地产基本面继续磨底，一线城市房价边际下行

2025 年 7 月 15 日，统计局公布 1-6 月房地产投资和销售数据。2025 年 1-6 月，全国房地产开发投资 46658 亿元，同比下降 11.2%；房屋新开工面积 30364 万平方米，下降 20.0%；房屋竣工面积 22567 万平方米，下降 14.8%；新建商品房销售面积 45851 万平方米，同比下降 3.5%；新建商品房销售额 44241 亿元，下降 5.5%；房地产开发企业到位资金 50202 亿元，同比下降 6.2%。

国信地产观点：1) 6 月销售跌幅继续扩大，延续下行趋势。2) 70 城新房和二手房价格环比跌幅均扩大，其中一线城市房价自 5 月以来边际下行更明显。3) 房地产开发投资和房企到位资金累计降幅持续扩大，销售降温对房企资金的拖累明显。4) 开竣工同比降幅收窄，但新开工水平仍然较低，竣工作为滞后指标下行趋势确定。5) 投资建议：6 月地产基本面延续 4 月以来的下行趋势，销售量价和投融资指标趋弱，一线城市房价边际下行较为明显。在房地产市场磨底的过程中，我们认为拿地积极、土储质量高、产品力好、风险出清较为充分的房企将脱颖而出。个股推荐中国金茂、华润置地、绿城中国、贝壳-W、我爱我家。6) 风险提示：政策落地效果及后续推出强度不及预期；外部环境变化等导致地产行业基本面超预期下行；房企信用风险事件超预期冲击。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 安踏体育(02020.HK) 海外公司快评:安踏体育(02020.HK) -上半年集团流水增长双位数,折扣库存健康可控

7月15日,公司公告第二季度及上半年零售表现,2025 第二季度,安踏主品牌录得低单位数正增长,FILA 录得中单位数正增长,其他品牌录得 50-55%正增长;上半年,安踏主品牌录得中单位数正增长,FILA 录得高单位数正增长,其他品牌录得 60-65%正增长。

国信纺服观点:

- 1、2025 第二季度:安踏集团整体双位数增长,其中 FILA、其他品牌表现较好,安踏品牌低单位数增长受渠道调整影响;线上折扣整体受 618 大促延长影响,库存水平健康;管理层维持全年各品牌指引;
- 2、风险提示:关税政策不确定性;品牌形象受损;市场的系统性风险。
- 3、投资建议:看好集团多品牌全球化运营下,持续好于行业的成长潜力。在 2025 年二季度消费市场整体承压环境下,安踏集团整体仍保持双位数的流水增长,其中 FILA、其他品牌(迪桑特、可隆等)上半年增速均好于管理层全年指引;安踏品牌二季度增速略低,主要受渠道调整影响,预计下半年影响收窄、主品牌增长有望逐季改善。中长期,安踏集团凭借在中国市场多层级的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局,有望持续增强在全球运动市场的竞争力。我们维持盈利预测,预计 2025-2027 年归母净利润分别为 134.8/154.6/170.0 亿元,可比口径的利润增长分别为 13.0%/14.7%/10.0%(2024 年剔除 Amer 上市和配售权益摊薄所得的可比口径利润为 119.3 亿元)。我们维持 113-118 港元合理估值区间,对应 2025PE 22-23X,维持“优于大市”评级。

证券分析师: 丁诗洁(S0980520040004)、刘佳琪(S0980523070003)

◆ 特步国际(01368.HK) 海外公司快评:上半年主品牌流水增长中单位数,索康尼增长超 30%

公司公告:2025 年 7 月 16 日,公司发布 2025 年第二季度及上半年营运状况,第二季度度特步主品牌线上线全渠道零售销售流水同比增长低单位数,零售折扣 7.0-7.5 折;索康尼品牌线上线全渠道零售销售流水同比增长超过 20%。上半年主品牌全渠道零售销售流水同比增长中单位数,渠道库销比 4.0-4.5 个月;索康尼品牌线上线全渠道零售销售流水同比增长超过 30%。

国信纺服观点:

- 1、第二季度特步主品牌、索康尼流水增长环比降速,上半年整体表现符合全年指引趋势,折扣和库存保持稳定,管理层维持全年指引;
 - 2、风险提示:消费需求复苏不及预期;品牌形象受损;品牌恶性竞争加剧;市场的系统性风险;
- 投资建议:看好主品牌发挥跑步品类优势销售稳健增长,专业运动品牌快速增长盈利提升。公司聚焦跑步领域、发挥跑步品类专业优势,2025 年上半年主品牌流水保持中单位数的稳健增长,专业运动品牌索康尼保持 30%以上、迈乐保持 50%以上快速增长。看好未来主品牌聚焦大众市场获得稳健增速,索康尼和迈乐分别聚焦“双精英人群”和户外,保持较快增速,并在未来 3-5 年盈利持续提升。我们维持盈利预测,预计 2025-2027 年净利润分别为 14.0/14.9/16.0 亿元,同比增长 13.2%/5.9%/7.7%。维持 6.1-6.6 港元的合理估值区间,对应 2025 年 11-12x PE,维持“优于大市”评级。

证券分析师: 丁诗洁(S0980520040004)、刘佳琪(S0980523070003)

◆ 腾讯控股(00700.HK) 海外公司快评:长青游戏表现良好,AI 驱动广告业务提升份额

腾讯控股即将发布 2025 年二季度业绩公告。

国信互联网观点:

预计二季度腾讯实现营收 1801 亿元,同比增长 12%。预计二季度网络广告持续受益广告库存释放和 AI;

游戏业务长青游戏表现良好；金融科技业务环比略有恢复。具体来看：

①游戏方面，长青游戏表现良好。25Q2，我们预计公司网络游戏业务收入为 560 亿元，同比增长 15%。预计国内游戏收入同比增长 16%。老游戏基本盘稳固增长，次新游戏逐步长青，《三角洲行动》流水持续攀升，4 月 DAU 峰值突破 1200 万。海外延续较好增长，预计同比增长 14%，4 月下旬腾讯《三角洲行动》正式推出海外版《Delta Force》，并获得了海外多个市场下载榜冠军。

②广告方面，维持快速增长。2025Q2，我们预计腾讯网络广告收入为 352 亿元，同比增长 18%。腾讯广告在宏观下整体稳健，并且视频号等流量稳健增长，陆续开放更多广告。腾讯运用 AI 提升用户画像精准度，并加强用户匹配。广告技术提升（AI、CPU 转 GPU 等）也继续驱动腾讯广告增长。

③金融科技及企业服务，收入侧略有加速。25Q2，我们预计金融科技及企业服务收入为 545 亿元，同比增长 8%。拆解腾讯金融科技大盘，主要收入来自于支付业务。支付业务和线下消费大盘相关。根据央行发布的货币当局资产负债表，非金融机构存款（支付机构交存央行的客户备付金存款）在 4/5 月同比增长 6%/8%。

2025Q2，预计实现 Non-IFRS 下归母净利润 645 亿元，同比增长 13%；Non-IFRS 下归母净利润率 35.8%。AI 投入对毛利和费用的影响：1）成本侧：公司会根据业务 ROI 进行 AI 投入，AI 赋能的广告等业务本身为高毛利率业务。2）费用侧：主要体现在研发费用，我们预计 25Q2 研发费用增长与 24Q1 类似达 21%。今年经营杠杆继续体现，经调整经营利润（OP）>毛利>收入同比增速的趋势确定。

投资建议：公司业绩稳健，并蕴含较大发展潜力，长期成长潜力较大的业务比如微信电商爆发以及 AI Agent 赋能并未包含在当前盈利预测中。腾讯生态里用户+场景的天然优势仍然使得腾讯为 AI 时代最佳卡位的企业之一。考虑到游戏业务表现优秀，预计 2025-2027 年公司调整后净利润分别为 2585/2896/3218 亿元，上调幅度 2%/2%/2%。继续维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）

金融工程

◆ 金融工程日报:A 股窄幅整理，医药领涨、CP0 题材回调明显

市场表现：今日（20250716）规模指数中中证 2000 指数表现较好，板块指数中科创 100 指数表现较好，风格指数中沪深 300 成长指数表现较好。汽车、消费者服务、医药、轻工制造、纺织服装行业表现较好，钢铁、银行、建筑、有色金属、非银行业表现较差。动物保健精选、超级细菌、动物疫苗、熊去氧胆酸、医药集采等概念表现较好，覆铜板、电路板、铜产业、锂矿、盐湖提锂等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 68 只股票涨停，有 11 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 3.10%，昨日跌停股票今日收盘收益为-2.26%。今日封板率 70%，较前日提升 5%，连板率 33%，较前日提升 10%。

市场资金流向：截至 20250715 两融余额为 18904 亿元，其中融资余额 18773 亿元，融券余额 131 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.3%，两融交易占市场成交额比重为 9.7%。

折溢价：20250715 当日 ETF 溢价较多的是 800 增强 ETF，ETF 折价较多的是互联网 ETF 沪港深。近半年来大宗交易日均成交金额达到 12 亿元，20250715 当日大宗交易成交金额为 12 亿元，近半年来平均折价率 5.78%，当日折价率为 6.26%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 1.48%，3.16%，9.20%，12.49%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 2.04%，处于近一年来 46%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 4.81%，处于近一年来 35%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 22.01%，处于近一年来 8%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 13.50%，处于近一年来 43%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是仕佳光子、可孚医疗、天阳科技、柳工、翔宇医疗、万通智控、北方稀土、朗特智能等，仕佳光子被 84 家机构调研。20250716 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入前十的股票是华宏科技、塞力医疗、北方长龙、夏厦精密、元道通信、德固特、金道科技、美丽生态、中远海科、东田微等，机构专用席位净流出前十的股票是 C 华新、安妮股份、丽珠集团、启迪药业、欣灵电气、江南新材、海星股份、绿田机械、广生堂、跃岭股份等。陆股通净流入前十的股票

是恒宝股份、大位科技、东信和平、丽珠集团、生物股份、中远海科、广生堂等，陆股通净流出前十的股票是中电港、千红制药、宁波远洋、绿地控股、南方精工等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	774.10	2.38	ICE 布伦特原油	68.71	-0.72
白银	9134.00	-0.14	铜	77960.00	0.01
铝	20430.00	-0.19	铅	16895.00	0.14
豆一	4166.00	0.55	锌	22015.00	-0.24
豆粕	2956.00	-0.37	镍	120600.00	1.28
玉米	2294.00	-0.30	锡	263470.00	0.19
螺纹钢	3051.00	-2.05	SR509	5804.00	0.03

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	99.8	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
600490.SH	鹏欣资源	22026.56	221288.70	100.00	2025-06-12
600967.SH	内蒙一机	412.50	170338.18	82.58	2025-06-03
601226.SH	华电重工	408.34	116701.00	100.00	2025-06-02
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24
601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22

301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
301138.SZ	不适用	9000.00	12000.00	100.00	2024-12-16
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	44254.77	0.525839	56.32	56.32	56.32	56.32	41.83
德国 DAX 指数	24009.38	-0.211593	88.50	1.30	12.66	29.65	53.17
法 CAC40 指数	7722.09	-0.568102	-1.98	-0.26	5.34	1.87	47.53
恒生指数	24517.76	-0.294265	2.61	1.89	16.43	38.29	66.88
沪深 300 指数	4007.20	-0.295200	0.39	3.44	6.21	14.54	66.09
美国 SP500 指数	6263.70	0.319359	0.00	3.82	18.72	10.52	45.88
纳斯达克综合指数	20730.49	0.254814	0.57	5.22	27.12	12.00	48.04
日经 225 指数	39663.40	-0.036847	-0.39	3.52	16.93	-3.90	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	300750.SZ	宁德时代	264.4000	-1.2512	无数据	300750.SZ	宁德时代	264.4000	-1.2512	无数据
2	601318.SH	中国平安	56.8300	-0.4729	无数据	601318.SH	中国平安	56.8300	-0.4729	无数据
3	002463.SZ	沪电股份	48.9100	-4.9184	无数据	002463.SZ	沪电股份	48.9100	-4.9184	无数据
4	601689.SH	拓普集团	48.3500	3.5110	无数据	300394.SZ	天孚通信	90.2200	-5.1913	无数据
5	300502.SZ	新易盛	169.8000	8.0978	无数据	601689.SH	拓普集团	48.3500	3.5110	无数据
6	600276.SH	恒瑞医药	57.2200	0.0000	无数据	600276.SH	恒瑞医药	57.2200	0.0000	无数据
7	600111.SH	北方稀土	29.0400	0.1379	无数据	600111.SH	北方稀土	29.0400	0.1379	无数据

8	600519. SH	贵州茅台	1411. 0300	0. 0021	无数据	600519. SH	贵州茅台	1411. 0300	0. 0021	无数据
9	300476. SZ	胜宏科技	155. 0300	-5. 5041	无数据	300476. SZ	胜宏科技	155. 0300	-5. 5041	无数据
10	002594. SZ	比亚迪	323. 7200	0. 2074	无数据	002594. SZ	比亚迪	323. 7200	0. 2074	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格 (HKD)	涨跌幅 (%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格 (HKD)	涨跌幅 (%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	2587. HK	健康之路	9. 2000	-0. 02851109	83087. 94	9988. HK	阿里巴巴-W	113. 8000	0. 00264317	441708. 44
2	3896. HK	中企法巴八零六 D	7. 6000	-0. 04040404	105193. 13	1788. HK	国泰君安国际	6. 3800	0. 04934211	377844. 60
3	3896. HK	金山云	7. 6000	-0. 04040404	105193. 13	0700. HK	腾讯控股	516. 5000	-0. 00193237	355515. 11
4	0981. HK	中芯国际	45. 4000	-0. 00438596	115152. 21	9992. HK	泡泡玛特	252. 6000	-0. 04027356	295445. 20
5	0939. HK	建设银行	8. 3900	-0. 00356295	139910. 64	1810. HK	小米集团-W	57. 3000	-0. 00607112	187627. 69
6	1810. HK	小米集团-W	57. 3000	-0. 00607112	160879. 75	3690. HK	美团-W	124. 1000	-0. 01664025	169080. 64
7	0700. HK	腾讯控股	516. 5000	-0. 00193237	179779. 28	0981. HK	中芯国际	45. 4000	-0. 00438596	125096. 65
8	3690. HK	美团-W	124. 1000	-0. 01664025	254739. 95	3896. HK	中企法巴八零六 D	7. 6000	-0. 04040404	122082. 83
9	9992. HK	泡泡玛特	252. 6000	-0. 04027356	287594. 57	3896. HK	金山云	7. 6000	-0. 04040404	122082. 83
10	1788. HK	国泰君安国际	6. 3800	0. 04934211	383910. 79	2587. HK	健康之路	9. 2000	-0. 02851109	71777. 43
11	9988. HK	阿里巴巴-W	113. 8000	0. 00264317	438745. 09	0939. HK	建设银行	8. 3900	-0. 00356295	63985. 36

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032