

晨会纪要

数据日期: 2025-07-14	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)	3519.64	10684.51	4017.66	12151.33	3075.54	992.38
涨跌幅度(%)	0.26	-0.10	0.07	0.32	-0.02	-0.20
成交金额(亿元)	6231.02	8356.36	3214.15	3011.95	3872.75	229.22

晨会主题

【重点推荐】

行业与公司

影石创新(688775.SH) 深度报告:高速成长的全景相机全球龙头

【常规内容】

宏观与策略

宏观专题:宏观经济专题研究-支持性的政策在支持什么?

宏观快评:进出口数据快评-结构性支撑下出口韧性超预期

固定收益周报:超长债周报——情绪压制, 超长债小跌

行业与公司

行业周报:制造成长周报(第22期)-智元收购上纬新材大部分股权, 丁薛祥副总理调研长光所

机械行业快评:工程机械行业跟踪点评-挖机6月内销同比转正, 外销持续增长

行业专题:风机行业专题-国内陆风盈利修复, 出口迎来放量拐点

通信行业专题:【卫星互联网专题四】:民营火箭亟待突破, 手机直连与激光通信未来可期

社会服务行业双周报(第110期):社服板块二季报业绩前瞻:预计延续分化表现

公用环保行业周报:公用环保202507第2期-零碳园区建设推进, 2025年可再生能源电力消纳责任权重发布

传媒互联网周报:OpenAI称GPT-5将整合多个模型, Grok 4正式发布
蔚蓝锂芯(002245.SZ) 财报点评:Q2业绩快速增长, 电池新技术领域加速布局

思源电气(002028.SZ) 财报点评:上半年业绩表现亮眼, 出海与网内高端市场持续突破

中际联合(605305.SH) 财报点评:国内外需求景气共振, 新签订单量质齐增

禾望电气(603063.SH) 财报点评:上半年业绩同比增长超五成, 新能源电控业务表现亮眼

阿里巴巴-W(09988.HK) 海外公司快评:1QFY26前瞻:闪购投入致利润承压, 云收入继续加速

中烟香港(06055.HK) 深度报告:独家经营壁垒, 内生外延全球扩张

宝丰能源(600989.SH) 公司快评:二季度归母净利润同环比提升, 内蒙古烯

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15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	24203.32	0.26

基金指数 07月15日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3264.26	0.00
股票基金指数	10384.46	0.27
混合基金指数	9689.33	0.52

汇率 07月15日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.16	-0.22
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.85	0.0
美元兑日元	147.74	0.22

非流通股解禁 07月15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

烃贡献增量

金融工程

金融工程日报: 沪深两市分化缩量, 机器人产业链走强、金融科技方向领跌

【重点推荐】

行业与公司

◆ 影石创新(688775.SH) 深度报告:高速成长的全景相机全球龙头

影石创新:技术驱动下的智能影像设备龙头。影石创新主营全景相机、运动相机等智能影像设备的研发、生产和销售,在全球全景相机行业位居首位、运动相机领域位居全球前三。公司营收以消费级相机为主,2024 年收入占比超过 86%;欧美等海外市场是收入的重要来源,占比接近 80%。2017-2024 年公司营收复合增长 66.2%至 55.7 亿,归母净利润复合增长 106.5%至 9.9 亿。

智能便携影像设备:供给创造需求,行业仍处于产品周期的上升期。智能便携影像设备包含运动相机、全景相机及无人机等,近年来产品形态不断丰富,也催生了更多拍摄和分享需求。2024 年我国智能便携影像设备销量预计约 314 万台,综合社交媒体创作者需求及智能便携影像设备的保有率,预计 2024-2027 年智能便携影像设备在我国复合增速有望达到 41%。海外市场,2024 年便携智能影像设备规模预计超 800 万台,同样以视频创作者的数量及保有率作为测算,预计 2024-2027 年海外便携智能影像设备复合增速有望达到 35%。便携智能影像设备行业格局较为集中:在全景相机行业,2023 年全球消费级全景相机市场龙头影石创新市占率高达 67.2%;运动相机领域,大疆、影石、GoPro 在全球主要市场均位居行业前三,CR3 预计超过 80%。

影石创新的竞争力和增长点。公司后来居上,成为全球全景相机龙头,离不开公司在技术研发、产品创新、运营管理团队、全方位的营销体系等方面所建立起的强大竞争优势。公司在产品方面的核心优势在于创新技术运用及先进的产品定义能力,首度实现了全景相机在移动端即插即用的功能、穿戴式运动相机 GO 系列以拇指大小尺寸并结合防抖技术打开可穿戴化的想象空间。公司还创新性地实现 AI 智能剪辑、自拍杆隐形、智能追踪、子弹时间等功能,相关技术及功能的实现具有较强的前瞻性。在底层技术上,公司通过自主研发形成了全景图像采集拼接技术、防抖技术、AI 影像处理技术等,为公司各类产品线赋能。渠道方面,公司线上主要通过公司官方商城及亚马逊、天猫、京东等知名电商平台进行销售;线下则通过遍布全球 60 多个国家的销售网络,渠道布局均衡且广泛。公司建立多样化的全球市场推广渠道,依靠线上营销宣传和线下展会活动相结合的方式,迅速提升公司品牌影响力。

盈利预测与估值:智能便携影像设备行业正处于加速渗透期,公司产品力领先、全球渠道布局优势明显,基于产品、渠道和品牌优势有望实现持续高成长。预计公司 2025-2027 年公司归母净利润同比+16%、+44%、+42%至 11.5、16.5、23.4 亿元,对应 EPS 为 2.87/4.12/5.84,对应 PE 为 61/42/30 倍。通过多角度估值,预计公司合理估值 183.47-207.93 元/股,对应 2026 年 PE 为 45-50 倍,首次覆盖,给予“优于大市”评级。

风险提示:行业竞争加剧;贸易摩擦及关税风险;原材料及汇率大幅波动。

证券分析师: 陈伟奇(S0980520110004)、胡剑(S0980521080001)、王兆康(S0980520120004)、邹会阳(S0980523020001)

联系人: 李晶

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观专题:宏观经济专题研究-支持性的政策在支持什么?

1、2023 年以来,中国经济呈现这样一种特征:实际经济增速(GDP)稳定在 5%附近窄幅波动,但是价格因素呈现一路下行的态势,CPI 持续在 0 附近波动,PPI 更是下探到负值区域,综合性的价格指标—

GDP 平减指数从 2023 年开始脱离正增长区域，连续多个季度落在负增区间。

2、对于社会大众而言，实际 GDP 的稳中有升并不是主要看点，我们更多的是受到名义增速的影响。比如名义 GDP、企业营业收入、企业利润、名义工资增长等因素对于老百姓感受经济冷暖的意义更为重要。

3、在一个总需求稳中有升，趋势上行的环境中，刺激生产供给，供需是可以匹配的，价格也不会受到明显的负面冲击，这样形成的结果就是产量增加，价格稳定（甚至有升），那么名义增速（名义 GDP、营收、利润、名义工资）会提升，经济偏暖的感受度会好很多。但是在一个总需求回落的趋势环境中，继续加大生产供应，无疑会造成显著的供需失衡，产能过剩，即便产量稳定有升，但是会对价格产生显著的负向冲击，导致名义增速等因素迅速回落，社会的经济冷暖度感受会明显偏冷。

4、如果一些刺激性、支持性的政策工具是直接作用于终端需求（居民消费需求），效果是好的，因为他在提升需求曲线。但是如果一些刺激性、支持性的政策工具更多的是作用于企业生产端，显然提升的是供给曲线，这反而会加剧供大于求的困境，更多的会反映为价格下行，加剧通缩的局面。

5、在总需求趋势变化不同的环境中，如果假设“价格波动性强于产量波动性”、“利率工具对于生产端的刺激强于对于居民需求端的刺激”，那么一些支持性的政策会对最终的“经济冷暖度”产生不同的结果。因此我们有必要甄别一些所谓支持性政策究竟在主要支持什么，凡是直接作用于居民消费端的政策效果会更好，例如居民补贴、消费券等等，凡是更多驱动生产端的政策效果可能会背道而驰。

6、更倾向于将“反内卷”思路理解为主动性的调节压缩供给曲线，从而激发价格的弹性，改善经济的名义增速，从而提升经济回暖的社会感受度。如果我们的政策工具更多的作用于终端消费（真正提升需求曲线），或控制过剩的生产（真正调节供给曲线），那么价格的弹性将有望恢复，社会对于经济的冷暖度将明显改善、提升。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师：董德志（S0980513100001）

◆ 宏观快评：进出口数据快评—结构性支撑下出口韧性超预期

7月14日，海关总署发布进出口数据。我国6月出口（以美元计价，后同）同比增长5.8%，进口增长1.1%，贸易顺差1147.7亿美元。上半年我国出口同比增长5.9%，进口下降3.9%，贸易顺差5859.6亿美元。

证券分析师：邵兴宇（S0980523070001）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益周报：超长债周报——情绪压制，超长债小跌

超长债复盘：本周债市利空因素较多，一是资金面有所收敛，二是关税最新进展相对顺利，三是国内“反内卷”运动股市和商品都出现一定上涨，上证指数突破3500点，债市情绪压制，全周债市快速下跌，超长债小跌。成交方面，上周超长债交投活跃度小幅下降，交投相当活跃。利差方面，上周超长债期限利差走平，品种利差缩窄。

超长债投资展望：

30年国债：截至7月11日，30年国债和10年国债利差为21BP，处于历史偏低水平。从国内经济数据来看，5月经济依然展现出韧性。我们测算的5月国内GDP同比增速约5.0%，较4月回落0.1%，但是仍高于全年经济增速目标值。通胀方面，6月CPI为0.1%，PPI-3.6%，通缩风险依存。近期5月出口加速下滑，国内房价环比转负，国内经济依然面临下行压力。我们认为，当前仍处于“反内卷”运动的早期，对债市影响有限，随着10年期国债往1.7%靠拢，债市机会大于风险。不过当前30年国债期限利差依然偏低，期限利差保护度有限。

20年国开债：截至7月11日，20年国开债和20年国债利差为3BP，处于历史极低位置。从国内经济数据来看，5月经济依然展现出韧性。我们测算的5月国内GDP同比增速约5.0%，较4月回落0.1%，但是仍高于全年经济增速目标值。通胀方面，6月CPI为0.1%，PPI-3.6%，通缩风险依存。近期5月出口加速下滑，国内房价环比转负，国内经济依然面临下行压力。我们认为，当前仍处于“反内卷”运动的早

期，对债市影响有限，随着 10 年期国债往 1.7% 靠拢，债市机会大于风险。不过当前 20 年国开债品种利差依然偏低，品种利差保护度有限。

一级发行：上周超长债发行量小幅增加。和上上周相比，超长债总发行量小幅增加。

成交量：上周超长债交投相当活跃。和上上周相比，上周超长债交投活跃度小幅下降。

收益率：本周债市利空因素较多，一是资金面有所收敛，二是关税最新进展相对顺利，三是国内“反内卷”运动股市和商品都出现一定上涨，上证指数突破 3500 点，债市情绪压制，全周债市快速下跌，超长债小跌。

利差分析：上周超长债期限利差走平，绝对水平偏低。上周超长债品种利差缩窄，绝对水平偏低。

风险提示：海外市场动荡，全球不确定性上升。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）、季家辉（S0980522010002）

行业与公司

◆ 机械行业周报:制造成长周报（第 22 期）-智元收购上纬新材大部分股权，丁薛祥副总理调研长光所

行业动态：人形机器人-7 月 6 日，浙大“黑豹 2.2”以 13.17 秒跑完 100 米，创全球最快纪录；7 月 7 日，智元发布灵犀 X2-N 机器人；7 月 7 日，比亚迪与港科大成立联合实验室；7 月 8 日，字节跳动 Seed 实验室发布 ByteDexter 灵巧手；7 月 9 日，Figure 宣布 Q3 人形机器人产量增至 3 倍；7 月 9 日，智元机器人 A2-W 通用具身机器人工业场景作业直播；7 月 9 日，智元、宇树中标 1.24 亿人形机器人订单。深海科技-7 月 10 日，西交大研发高速多功能 UUV 产业生态图景浮现；低空经济-7 月 6 日，2025 国际无人机应用及防控大会在北京举行；AI 基建-7 月 8 日，中国移动成渝天府数据中心项目签约落地四川天府新区。

政府新闻：人形机器人-7 月 10 日，国家能源局发布《煤矿井下巡检机器人》行业标准；7 月 9 日，光刻机-7 月 7 日至 9 日，丁薛祥调研长春光机所；科学仪器-7 月 9 日，工信部发布《计量支撑产业新质生产力发展行动方案（2025—2030 年）》。

公司动态：人形机器人-7 月 8 日，智元机器人拟收购上纬新材至少 63.62% 股份；7 月 8 日，福莱新材与兆威机电签署战略合作备忘录，ZWHAND 新灵巧手发布；7 月 9 日，豪恩汽电与智元新创达成合作；7 月 9 日，越疆发布六足机器狗；7 月 9 日，德马与智元建数采工厂；7 月 9 日，涛涛车业与开普勒达成战略合作；7 月 9 日，长坂科技年产 3 万套反向式产能达产；9 月 10 日，杭叉集团拟收购国自机器人。

热点事件点评：7 月 8 日，智元机器人拟收购上纬新材至少 63.62% 股份。智元机器人于 2023 年成立，据天眼查显示，目前估值已经达到 150 亿元。此次收购上纬新材 63.62% 股份已经实质上控制该科创板上市公司，也是新质生产力企业在 A 股的标志性收购案例。此举有望吸引更多资本关注具身智能企业，或将加速行业发展。

本周重点关注标的-鼎阳科技、安徽合力/杭叉集团、汇成真空、应流股份、冰轮环境。

行业投资观点

1、人形机器人：从价值量和卡位上把握空间及确定性（优选 T 链供应商&实力强卡位好的公司），从股票弹性上重点寻找增量环节，重点关注：1）关节模组：【恒立液压】【汇川技术】【震裕科技】【蓝思科技】；2）灵巧手：【兆威机电】【雷赛智能】【蓝思科技】等；3）减速器环节：【绿的谐波】【金帝股份】；4）丝杠环节：【恒立液压】【绿的谐波】【震裕科技】；5）关节轴承+连杆：【龙溪股份】；6）电机环节：【雷赛智能】【伟创电气】【星德胜】等；7）本体及代工：【蓝思科技】【中坚科技】【永创智能】【博众精工】；8）传感器：【汉威科技】；9）设备：【博众精工】；10）其他：【飞荣达】【奥普特】【东华测试】【华翔股份】等。

2、AI 基建：AI 需求拉动数据中心资本开支持续增长，燃气轮机和冷水机组等环节将充分受益，重点关注【汉钟精机】【冰轮环境】【应流股份】【豪迈科技】【联德股份】【同飞股份】。

3、自主可控-国产化率低：通用电子测量仪器重点关注【普源精电】【鼎阳科技】【优利德】，其他关注【川仪股份】等；光刻机真空镀膜设备重点关注【汇成真空】。

4、低空经济：低空经济产业进展迅速基建先行，全国低空交通“一张网”项目启动，统一标准构建空管网络，整机和核心零部件（发动机/电机）会是产业发展核心环节，重点关注【应流股份】【宗申动力】等。

5、智能焊接机器人：智能焊接在钢结构行业已开始从 0 到 1 放量，长期来看智能焊接机器人市场近千亿，重点关注【柏楚电子】。

6、3D 打印：3D 打印作为增材制造技术，在制造领域有实现复杂结构、轻量化、缩短研发周期等优势，随技术成熟将在航空航天、3C 等各领域实现应用打开市场空间，重点关注【铂力特】【华曙高科】。

7、X 射线检测设备：X 射线检测是高精度的无损检测，医疗健康和工业等领域需求推动行业快速发展，核心零部件如 X 射线探测器、CT 球管存在国产化需求，重点关注【奕瑞科技】。

8、核聚变：核聚变是能源变革的长期方向，首次聚变能发电标志核聚变取得一定实质进展，重点关注【应流股份】【江苏神通】【海陆重工】。

9、商业航天：国内商业航天火箭进步推动卫星组网，海外卫星应用成果显著，整体产业化进展加速，重点关注【上海沪工】【广电计量】【应流股份】。

风险提示：行业下游需求不及预期，技术发展不及预期的风险。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、杜松阳（S0980524120002）

联系人： 张宇翔

◆ 机械行业快评：工程机械行业跟踪点评-挖机 6 月内销同比转正，外销持续增长

挖掘机：据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计，2025 年 6 月销售各类挖掘机 18804 台，同比增长 13.3%。其中国内销量 8136 台，同比增长 6.2%；出口量 10668 台，同比增长 19.3%。2025 年 1—6 月，共销售挖掘机 120520 台，同比增长 16.8%；其中国内销量 65637 台，同比增长 22.9%；出口 54883 台，同比增长 10.2%。2025 年 6 月销售电动挖掘机 27 台。

装载机：2025 年 6 月销售各类装载机 12014 台，同比增长 11.3%。其中国内销量 6015 台，同比增长 13.6%；出口量 5999 台，同比增长 9.11%。2025 年 1—6 月，共销售各类装载机 64769 台，同比增长 13.6%。其中国内销量 35622 台，同比增长 23.2%；出口量 29147 台，同比增长 3.71%。2025 年 6 月销售电动装载机 3049 台。

市场指数：2025 年 6 月工程机械主要产品月平均工作时长为 77.2 小时，同比下降 9.11%，环比下降 8.56%。2025 年 6 月工程机械主要产品月开工率为 56.9%，同比下降 7.55 个百分点，环比下降 2.65 个百分点。

国信机械观点：国内方面，2024 年以来国内市场持续修复，2024 年 3 月-2025 年 4 月，挖机内销连续实现正增长。2025 年 5 月受下游资金到位影响挖机同比下滑，工程机械市场情绪较低，6 月内销同比增长 6.2%，主要受益小挖需求增长，中挖需求受基建、地产影响表现较差。展望下半年，随着国家资金对水利等基建项目支持落地以及化债推进，国内工程机械需求有望平稳增长。总体来看，国内工程机械随着更新周期到来有望持续复苏；出口方面，2024 年 8 月以来，出口增速持续正增长，已连续 11 个月保持正增长态势，6 月挖机出口同比增长 19.30%。展望下半年，我们预期随着海外经济复苏以及关税预期逐步稳定，出口有望持续增长。长期来看，随着我国逐步深化与“一带一路”沿线国家合作，以及我国工程机械产品竞争力不断提升，我们认为工程机械出口仍具韧性，有望保持增长。

投资建议：内销转正，出口持续增长，工程机械销量有望持续复苏，主机厂建议关注徐工机械/三一重工/柳工/中联重科/山推股份，零部件厂商建议关注恒立液压，工业车辆建议关注安徽合力/杭叉集团。

风险提示：宏观经济下行、原材料涨价、汇率大幅波动、国际贸易风险、地产、基建投资不及预期。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、年亚颂（S0980523100002）

◆ 电新行业专题：风机行业专题-国内陆风盈利修复，出口迎来放量拐点

国内风电行业发展现状与展望：长期需求保持乐观，度电成本优势突出。新能源全面入市背景下，风电开发占比有望提高；2024年以来“千乡万村驭风行动”当年规划项目容量已超过分散式累计装机；2025-30年全国退役风机容量 CAGR 高达 106%，老旧风场改造提供增量设备需求。“十四五”以来机组大型化、平台化/标准化生产、国产替代、技术提升等因素推动风电度电成本持续下降。我们预计 2025-2028 年全国陆风新增装机分别为 120/60/70/75GW，海风新增装机分别为 10/16/15/15GW，海风深远海占比快速提升，拉动核心装备价值量提高。

国内风电整机行业发展现状与展望：多重因素助力风机价格触底反弹，整机企业盈利修复可期。2022 年以来国内风机行业竞争加剧，中标价格持续下行，毛利率持续下滑，多数企业出现制造业务亏损，并且给行业带来质量隐患，因此，2024 年下半年设备招标规则逐步提高非价格权重；中央政治局、中央经济工作会议多次提出整理“内卷式”竞争，国内整机商签订公平竞争环境自律公约，竞争生态得到优化。下游电力市场随着今年 2 月份“136 号文”落地，电站产品业务出现阶段性停滞，风机企业更加重视制造业务的盈利能力。2024 年以来整机企业在手订单持续创新高，今年国内主机中标价格已累计上涨 5%-10%，整机企业国内制造毛利率稳步修复。

新兴市场风电需求迎来拐点，风机出口前景广阔。与发达国家相比，新兴经济体人均 GDP 处于较低水平，而电力弹性系数更高，未来电力建设需求强劲；包括东南亚、南美、中东、非洲在内的新兴经济体积极推动能源发展与结构转型，规划较为宏伟的 2030-2050 年远期新能源装机目标。在新兴市场中，国产风机较外资品牌具有突出的性价比优势，海外市场占有率快速提高。2024 年中国风机出口容量达 5.2GW，同比+42%，2020-24 年 CAGR 高达 44%，并已覆盖全球主要市场。2022 年以来，中国风机国际品牌影响力持续提升，屡获国际权威机构认可，可融资性显著提高。根据媒体统计，2024 年中国整机企业新增海外订单超 27GW；2025 年上半年新增超 10GW，同比+60%，头部企业在海外市场持续突破。我们认为风机出海将成为未来五年产业升级发展的新趋势。

风险提示：国内主机竞争加剧；海外风电装机需求不及预期；原材料价格大幅上涨；海外市场贸易壁垒加剧。

投资建议：国内市场具备长期发展空间，随着行业竞争生态的优化，2025 年风机企业盈利能力迎来持续修复。国际方面，新兴经济体历史开发占比较低，当前发展增速较高，从电力需求、资源禀赋和能源转型空间等角度看具有良好的长期发展潜力；中国企业凭借价格、服务、交付等方面优势海外订单快速增长，为主机企业提供长期盈利空间。建议关注头部整机企业，包括金风科技、三一重能、运达股份等。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）、袁阳（S0980524030002）

◆ 通信行业专题：【卫星互联网专题四】：民营火箭亟待突破，手机直连与激光通信未来可期

1. 2025 年全球卫星互联网建设加速，星链 Starlink 领先行业，我国加速推进。截至 2025 年 6 月，Starlink 已累计发射近 9000 颗卫星，全球服务用户突破 500 万，网络覆盖逾 100 个国家与地区；Starlink 项目 2024 年收入超过 80 亿美元（Payload 预测），预计 2025 年收入或超过 110 亿美元。Starlink 在通信技术方面不断创新，新一代 V3 星座卫星具备单颗 1Tbps 能力，全面搭载星间激光链路；Starlink 还率先实现手机直连卫星功能，已与 T-mobile 等全球多个头部运营商合作，截止 6 月底，Starlink 母公司 SpaceX（Starlink 占其经营体量约 70%）估值达 4000 亿美元。我国卫星互联网已规划三个星座，过去自去年底到今年中，星网的“GW 星座”已完成 4 组 40 颗低轨卫星部署，恒信的“千帆星座”已完成 5 组 90 颗卫星发射。我国卫星互联网进入加速发展阶段，今年 6 月星网董事长和总经理分别变更为前国资委副主任苟坪和前中国电信总经理梁宝俊。卫星互联网相关商业模式和技术瓶颈亟待突破，变化显著。

2. 商业模式：手机直连（DTC Direct to cell）亟待规模应用，激光通信未来可期。（1）手机直连 DTC：中国电信于 2024 年大规模推广手机直连卫星业务，截止 2025 年 5 月，中国电信已经联合华为、小米等主流厂商发布 30 余款直连机型，年销量突破 1600 万部。从技术演进看，手机直连将由目前电信运营的“新手机+老卫星”，向 Starlink/AST Space mobile 运营商“旧手机+新卫星”，向未来 5G-N/6G 的“新手机+新卫星”方式发展，手机直连卫星场景可以从普通 C 端向 B 端行业（应急、农业、公共事业等）应用拓展，也可以由 DTC 方式向物联网 D2D 方式延展，有望成为我国卫星互联网出海的快速路径。

Starlink 今年 4 月完成手机直连卫星星座部署（570 颗）。（2）激光通信：Starlink 自 V1.5 代星就开始配置星间激光通信技术，该技术有望成为卫星互联网标配，太空星间通信骨干网的跨国传输较海底光缆优势明显，星地通信大速率传输有望在遥感等大数据传输领域应用。我国民营企业已验证极光星通实现 400Gbps 星间通信，长光卫星完成 100Gbps 遥感影像下传。

3. 火箭突破：我国民营火箭企业加速技术迭代，有望在可回收、液体动力、箭体材料等关键领域突破。以头部民营火箭公司蓝箭航天为例，其“朱雀三号”可回收火箭使用自研甲烷-液氧发动机，近地轨道载荷运载能力对标 SpaceX 猎鹰 9 的 18.3 吨。该火箭于今年 6 月 20 日完成一级九台引擎的静态点火测试，CCTV 报道该火箭预计在今年下半年首次试飞。此外，今年 5 月底，箭元科技完成其自研的元行者一号（我国首个“不锈钢箭体+液氧甲烷”民营火箭）可回收火箭 3 公里高度试飞。

4. 投资建议：我国商业航天正处在加速发展期，市场空间广阔。根据我们测算，我国卫星互联网未来五年市场规模有望达近千亿元，配套民营火箭市场规模有望超 300 亿元。同时参考 Starlink 发展，卫星应用及终端市场发展未来可期。建议率先关注民营火箭公司相关产业链，再关注卫星互联网通信载荷相关供应商【臻镭科技】、【国博电子】、【信科移动】、【上海瀚讯】，地面终端供应商【海格通信】等。

风险提示：低轨卫星星座建设进度不及预期；卫星互联网发展应用场景开拓不及预期；频段资源被大量占用；卫星通信与 6G 融合存在不确定性。

证券分析师：袁文翀（S0980523110003）

联系人：张宇凡、赵屿

◆ 社会服务行业双周报（第 110 期）：社服板块二季报业绩前瞻：预计延续分化表现

社服板块二季报前瞻：预计延续分化表现。出行链，酒店龙头 RevPAR 降幅收窄，高势能品牌扩张领先，亚朵零售与酒店双轮驱动，首旅强化成本管控；OTA 平台 Q2 竞争扰动预计相对有限，同程优化补贴，利润率有望提升，携程加码海外投入；祥源文旅外延扩张、九华旅游客流有望增长支撑景区表现。海南免税降幅预计环比收窄。餐饮连锁，茶饮、快餐、大部分大众餐饮同店有望逐步企稳，同时也有望受益于头部平台补贴。教育人服，新东方-S 降本增效，预计推动核心业务利润率同比提升；学大教育依托考前冲刺旺季需求与新网点爬坡，利润率有望环比改善；中国东方教育春季招生表现突出&预计区域中心建设效能持续释放；科锐国际 AI 赋能预计持续降本增效。

风险提示：政策变动、行业竞争加剧、消费环境修复不及预期等。

板块复盘：消费者服务板块报告期内上涨 2.49%，跑赢大盘 0.12pct。国信社服板块涨幅居前的股票为奈雪的茶（37.50%）、新濠国际发展（33.00%）、粉笔（27.56%）、新高教集团（26.97%）、澳博控股、永利澳门等。

行业与公司动态：华住会升级会员体系，推出“贵即赔”价格保障权益，覆盖官方渠道订贵差价及降价赔付；国办印发稳就业新政，扩大专项贷款、提高失业保险返还比例，并实施社保补贴及扩岗补助；美团发布餐饮基础设施“浣熊食堂”，计划三年建设 1200 家集中式外卖厨房，强化食品安全追溯体系；美团即时零售日订单突破 1.5 亿单，夏季骑手保障补贴达 16 亿元，众包骑手月均收入近万元；ChatGPT 灰度测试教育功能“一起学习”；豆神教育推出 AI 产品“超练作文”，AI 教育新品上线 6 天销售额破 3000 万元。

社服港股核心标的天立国际控股、蜜雪集团、古茗获增持。2025 年 6 月 30 日-7 月 13 日，海底捞持股比例减 0.13pct 至 18%，九毛九持股比例减 2.25pct 至 43%，海伦司持股比例减 0.23pct 至 27%，奈雪的茶持股比例减 1.05pct 至 25%，天立国际控股持股比例增 3.49pct 至 47%，茶百道持股比例减 2.62pct 至 23%，蜜雪集团持股比例增 0.89pct 至 8%，古茗持股比例增 1.41pct 至 8%。

投资建议：维持“优于大市”评级。伴随国家不断出台扩大内需的利好政策，报告期内社服板块估值有望持续修复。目前经济环境和市场风格下建议配置古茗、蜜雪集团、亚朵、天立国际控股、中国东方教育、携程集团-S、美团-W、同程旅行、科锐国际、北京人力、峨眉山 A 等。中线优选中国中免、美团-W、蜜雪集团、古茗、亚朵、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、中国东方教育、同程旅行、北京人力、BOSS 直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九

毛九、海南机场、米奥会展、君亭酒店、峨眉山 A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、东方甄选等。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

联系人： 周瑛皓

◆ 公用环保行业周报：公用环保 202507 第 2 期-零碳园区建设推进，2025 年可再生能源电力消纳责任权重发布

市场回顾：本周沪深 300 指数上涨 0.82%，公用事业指数上涨 1.11%，环保指数上涨 3.17%，周相对收益率分别为 0.29%和 2.35%。申万 31 个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第 21 和第 7 名。电力板块子板块中，火电上涨 0.41%；水电上涨 0.42%，新能源发电上涨 1.05%；水务板块上涨 1.69%；燃气板块上涨 1.22%。

重要事件：国家发改委、工信部、国家能源局印发《关于开展零碳园区建设的通知》提出加快园区用能结构转型和大力推进园区节能降碳。海南发布《关于海南省深化新能源上网电价市场化改革的实施方案（征求意见稿）》提出，2025 年 6 月前投产的存量项目分档核定电量比例（80%-100%），执行 0.4298 元/千瓦时或竞配价；增量项目需竞价，海上风电（80%电量）、陆风电和光伏（75%）分类竞标，设电价上下限（≤0.4298 元/千瓦时），期限 12-14 年。

专题研究：国家发改委、国家能源局印发《关于 2025 年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知》提出：可再生能源消纳权重以本省级行政区域实际消纳的物理电量为主、以省级绿证账户购买省外的绿证为辅，其消纳责任权重应在当年完成，不再转移至 2026 年。在电解铝行业基础上增设钢铁、水泥、多晶硅行业和国家枢纽节点新建数据中心绿色电力消费比例，其完成情况核算以绿证为主，只监测不考核，电解铝行业则进行考核。2025 年多数省份非水可再生能源消纳责任权重在 20%以上，比较高的省份有内蒙古、吉林、黑龙江、青海、宁夏、甘肃、河南，均为 30%；比较低的省份为上海、广东、重庆、四川、福建、浙江等，均在 15%及以下水平。钢铁、水泥、多晶硅行业 2025 年要求绿电使用比例为 25.2%~70%，国家枢纽节点新建数据中心绿电消费比例则均为 80%。其中，30%以上的省份有 19 个，湖南、广西、甘肃均要求 50%以上，四川、青海、云南则为 70%。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源，区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源，以及开展新能源与智算中心一体化深化算电协同标的金开新能；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有区位优势，量价张力较强的城市燃气龙头华润燃气，以及具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源；环保：1. 水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境，中山公用；2. 中国科学仪器市场份额超过 90 亿美元，国产替代空间广阔，推荐聚光科技；3. 欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能；4. 煤价下行背景下，秸秆价格同步下降，农林生物质发电行业成本端改善明显，推荐长青集团。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）、崔佳诚（S0980525070002）

◆ 传媒互联网周报：OpenAI 称 GPT-5 将整合多个模型，Grok 4 正式发布

传媒板块本周表现：行业上涨 3.22%，跑赢沪深 300，跑赢创业板指。本周（7.7-7.13）传媒行业上涨 3.22%，跑赢沪深 300（0.82%），跑赢创业板指（2.36%）。其中涨幅靠前的分别为华媒控股、锋尚文化、生意宝、中文在线等，跌幅靠前的分别为 ST 紫天、吉比特、ST 广网、宝通科技等。横向比较来看，本

周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 6 位。

重点关注：OpenAI 称 GPT-5 将整合多个模型，国内外 AI 模型与应用快速推进。1) 近日，OpenAI 再次确认将推出 GPT-5，并计划将多个强大的模型整合为一个更为统一的版本；2) 7 月 9 日，xAI 正式推出 Grok4，仅付费用户可用，API 定价输入每百万 tokens 3 美元、输出 15 美元。3) 近日，一款名为 Glass 的开源 AI 桌面助手迅速走红。这款轻量、快速的桌面工具专为 macOS 设计，运行于后台，实时捕捉屏幕活动和音频，智能分析并将信息转化为结构化知识；4) 月之暗面公司正式发布了 Kimi K2 模型，并同步宣布开源。Kimi K2 模型总参数高达 1T，激活参数为 32B，在 SWE Bench Verified、Tau2、AceBench 等一系列基准性能测试中，均取得了开源模型中的顶尖成绩。

本周重要数据跟踪：《Whiteout Survival》蝉联手游榜首，暑期档票房有望回暖。1) 本周（7 月 7 日-7 月 13 日）电影票房 5.75 亿元。票房前三名分别为《侏罗纪世界：重生》（1.45 亿元，票房占比 25.2%）、《恶意》（1.01 亿元，票房占比 17.4%）、《F1：狂飙飞车》（0.94 亿元，票房占比 16.3%）；2) 综艺节目方面，《奔跑吧第十三季》、《歌手 2025》、《新说唱 2025》、《哈哈哈哈哈第五季》和《中餐厅非洲创业季》排名居前；3) 游戏方面，2025 年 5 月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、柠檬微趣《Gossip Harbor: Merge&Story》和腾讯《PUBG MOBILE》。

投资建议：业绩周期向上，中长期持续看好 AI 应用及 IP 潮玩。1) 基本面底部改善，关注游戏、广告媒体、影视等板块，把握个股 α 。游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、巨人网络、姚记科技、心动公司等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、哔哩哔哩等）；影视内容关注供给端底部改善可能，渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；高分红、低估值以及市值管理提升角度关注国有出版板块；2) 行业 β 持续看好高景气的 IP 潮玩以及从 0 到 1 阶段的 AI 应用。IP 潮玩推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；AI 应用重点把握应用场景机会，关注游戏、玩具、广告、教育、电商、社交、等方向；2B/2G 关注营销、教育等领域落地可能；2C 关注 AI 游戏、AI 玩具等领域。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 蔚蓝锂芯(002245.SZ) 财报点评:Q2 业绩快速增长，电池新技术领域加速布局

公司 2025H1 业绩实现快速增长。7 月 13 日，公司发布 2025 年半年度业绩预告。公司预计 2025H1 实现归母净利润 3.0-3.6 亿元（预告中值为 3.3 亿元），同比增长 79%-115%；实现扣非归母净利润 3.18-3.78 亿元，同比增长 156%-204%。根据业绩预告与一季度财务数据，公司 2025Q2 预计实现归母净利润 1.58-2.18 亿元（预告中值为 1.88 亿元），同比增长 64%-126%、环比增长 12%-54%；预计实现扣非归母净利润 1.7-2.3 亿元，同比增长 124%-203%、环比增长 15%-55%。

公司 2025Q2 锂电池出货量快速提升，金属物流与 LED 业务持续向好。我们估计公司 2025Q2 锂电池出货量约为 1.7-1.8 亿颗，同比增长超 70%、环比增长超 30%。2025Q2 公司锂电池产能利用率环比持续提升、产品出货结构保持稳定，盈利能力环比有望持续改善。展望下半年，公司电池出货量有望持续增长，海外基地持续爬坡、稼动率向好等因素共同助推电池盈利能力稳中有升。此外，公司金属物流、LED 业务等均保持良好运营态势，LED 业务在 2025H1 利润贡献亦实现同比显著增长。

公司电池新场景持续开拓，海外基地布局提升全球服务能力。公司在电动工具、清洁电器等场景深耕多年，伴随行业需求增长实现出货量稳步提升。同时，公司积极开拓 BBU、机器人、eVTOL 等新应用场景，未来有望带来新的业绩增量。此外，公司在马来西亚进行项目积极布局，以应对贸易政策风险并提升海外客户服务能力。目前马来西亚工厂已经在 2025 年 4 月正式投产，产能正处于持续爬坡中。

公司在全极耳电池、固态电池等新技术领域加速布局。全极耳电池方面，公司已在 2025Q2 正式量产 21700-40XG 全极耳电芯；该产品支持 45A 超高电流放电、25 分钟快充，能够进一步满足高端电动工具、智能家居及轻型动力市场的多元化需求。固态电池方面，公司近日发布全球首款可量产 350Wh/Kg 级固态圆柱电池，并计划年内完成量产验证。同时，公司计划 2027 年量产能量密度 500Wh/kg 以上全固态电池，采用适配圆柱电芯的复合固态电解质。

风险提示：下游需求不及预期；原材料价格波动超预期；行业竞争加剧。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到 BBU、机器人等新场景快速发展对于电池需求的积极影响，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 7.39/9.36/11.36 亿元（原预测为 6.98/8.67/10.36 亿元），同比+52%/+27%/+21%，EPS 为 0.64/0.81/0.99 元，动态 PE 为 21.1/16.6/13.7 倍。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）

◆ 思源电气(002028.SZ) 财报点评:上半年业绩表现亮眼，出海与网内高端市场持续突破

公司 2025 年上半年业绩实现大幅增长。7 月 11 日，公司发布 2025 年半年度业绩快报。公司预计 2025 年上半年实现营业收入 84.97 亿元，同比+37.8%；实现归母净利润 12.93 亿元，同比增长 45.7%；实现扣非归母净利润 12.38 亿元，同比增长 47.3%。根据业绩快报与一季度财务数据，公司 2025 年二季度预计实现营业收入 52.7 亿元（预告中值为 1.88 亿元），同比增长 50%、环比增长 63%；预计实现归母净利润 8.46 亿元，同比增长 61%、环比增长 89%。

紧抓新型电力系统发展机遇，持续挖掘经营潜力。上半年公司业务总体平稳开展。公司以“创新智慧新电能，尽享美好新生活”为使命，依托新型电力系统的发展机遇，积极培育新质生产力，通过持续加大创新投入，不断挖掘企业经营各环节的潜力，扎扎实实推动长期可持续发展。公司持续优化组织与岗位管理，打造公司项目型文化；加强岗位管理的规范性、动态化，激活干部及骨干员工的活力曲线，提升组织能力，支撑业务单元战略落地。

长期坚持海外战略布局，收入订单表现亮眼。2024 年公司新增订单 214.6 亿元，同比增长 30%；2024 年实现海外收入 31.2 亿元，同比增长 45%，收入占比超 20%。2024 年公司海外业务毛利率高达 37%，显著高于国内水平。公司长期坚持海外战略布局，目前产品已远销海外主要电力设备市场，2024 年在英国、意大利、沙特、科威特等市场实现订单突破。

组合电器持续突破，超级电容业务应用前景广阔。2025 年以来，公司在国网输变电设备统招中持续中标 750kV 组合电器产品，稳步推动高端产品线布局；公司持续推动产品线扩张，推动高电压等级一次设备和二次设备中标突破。2024 年公司超级电容产品在车载电源领域获得车企重大定点项目，在电力系统领域应用（静止型同步调相机、配网后备电源等）亦有重大突破。

风险提示：下游需求不及预期；原材料价格波动超预期；行业竞争加剧；海外市场开拓不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司上半年组合电器中标和海外电力设备市场表现情况，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 27.88/36.59/45.16 亿元（原预测为 25.98/33.52/39.60 亿元），同比+36%/+31%/+23%，EPS 为 3.58/4.70/5.80 元，动态 PE 为 19.5/14.9/12.1 倍。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 中际联合(605305.SH) 财报点评:国内外需求景气共振，新签订单量质齐增

公司 2025 年上半年业绩实现大幅增长。7 月 14 日，公司发布 2025 年半年度业绩预告。公司预计 2025 年上半年实现归母净利润 2.5-3.0 亿元，同比增长 78%-114%；实现扣非归母净利润 2.3-2.8 亿元，同比增长 87%-127%。根据业绩快报与一季度财务数据，公司 2025 年二季度预计实现归母净利润 1.5-2.0 亿元，同比增长 84%-145%、环比增长 53%-103%，实现扣非归母净利润 1.4-1.9 亿元，同比增长 93%-163%、环比增长 47%-101%。

上半年新增订单量质齐增，磨炼内功降本控费。上半年风电行业整体保持快速发展态势，公司强化市场引领，订单结构升级优化，进一步提升客户覆盖度及对产品的认可度。2025 年 1-5 月公司新签订单同比增长约 50%，上半年新签订单中大载荷升降机和齿轮齿条升降机占升降机订单金额比例达到 40%左右，较 2024 年的 30%进一步提升。公司通过优化产品结构、技术攻关、工艺流程改进和降本增效等多方面措施，保持成本竞争力，实现公司整体综合费率的下降。

持续强化国际化布局，海外盈利能力远高于内销。公司持续强化国际化布局，已在美国、德国、印度、

日本和巴西设立全资子公司，已有专门的海外销售团队，为海外客户提供包括销售、运输、安装、售后在内的全生命周期服务，产品已出口至 72 个国家和地区。2024 年公司实现海外收入 6.5 亿元，同比增长 19%，收入占比高达 50%，海外业务毛利率高达 56%，较国内高 20pct. 以上。2024 年公司已提前在海外做了充足的库存以应对贸易风险，此外公司积极与客户沟通，推动价格协商机制。

风电产品不断升级，非风电业务稳扎稳打。公司紧跟风机大型化趋势，适时推出大载荷升降机、齿轮齿条升降机、双机等新品和解决方案，持续提升风电行业产品附加值和盈利能力。公司持续推进产品创新与拓展，产品已用于工业、建筑、个人安防、应急救援等非风电领域。

风险提示：下游需求不及预期；原材料价格波动超预期；行业竞争加剧；海外市场开拓不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司上半年新签订单情况，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.92/6.02/7.56 亿元（25-26 年原预测值为 4.28/5.55 亿元），同比+56%/+22%/+26%，EPS 为 2.32/2.83/3.56 元，动态 PE 为 12.9/10.5/8.4 倍。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 禾望电气(603063.SH) 财报点评:上半年业绩同比增长超五成，新能源电控业务表现亮眼

2025 年上半年预计实现归母净利润 2.34-2.55 亿元。公司发布 2025 年半年度业绩预增公告，预计上半年实现归母净利润 2.34-2.55 亿元，同比增长 51%-65%；实现扣非归母净利润 2.20-2.41 亿元，同比增长 35%-48%。业绩高增主要受益于上半年新能源电控业务同比增长。单季度来看，预计 2025 年第二季度实现归母净利润 1.29-1.50 亿元，同比增长 29%-50%，环比增长 22%-42%；实现扣非归母净利润 1.23-1.44 亿元，同比增长 33%-56%，环比增长 27%-48%。

海外业务拓展顺利。2024 年公司的风电、工程传动相关产品实现海外市场的突破，目前在荷兰、巴西、韩国、土耳其、越南、巴基斯坦等多个服务基地设立服务点，为海外客户提供全方位服务及快速响应。2024 年公司海外业务收入 2.6 亿元，同比+123%，占总营收的 7.1%，同比+3.9pct；毛利率 54.2%，同比+8.7pct。2025 年第一季度海外业务收入 0.84 亿元，同比+128%，占总营收的 11.1%，同比+4.2pct；毛利率 54.4%，同比+8.4pct。

事业部制改革提升运营效率。2024 年公司实施事业部制改革，依据各业务当下规模、未来增长潜力及财务预期，设立风电、光伏、储能、传动、后市场、电源六大事业部，以及 SVG、氢能两个业务单元。各事业部独立核算，自负盈亏。事业部制显著提高各部门市场响应速度及业务拓展积极性，运营效率提升助力业绩高增以及盈利能力的改善。

AIDC 电力设备产品打开第二成长曲线。公司自主研发大容量电源产品，涵盖交流/直流、低压/高压、风冷/液冷、固定式/预装式/移动式等多种类型，公司还提供 SVG 等电能质量产品，均可应用于 AI 数据中心电源系统，受益于 AI 算力建设需求的爆发，公司有望打开第二成长曲线。

风险提示：光伏、储能下游需求不及预期；AI 算力投入不及预期。

投资建议：上调 25 年盈利预测，维持“优于大市”评级。基于 2025 年半年度业绩预告情况，我们上调 2025 年盈利预测：2025-2027 年预计实现归母净利润 6.0/6.9/8.3 亿元（原预测为 5.8/7.0/8.3 亿元），同比+37.0%/+14.9%/+19.8%。当前股价对应 PE 分别为 24.0/20.9/17.5 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）、袁阳（S0980524030002）

◆ 阿里巴巴-W(09988.HK) 海外公司快评:闪购投入致利润承压，云收入继续加速

阿里巴巴即将发布 2026 财年第一季度财报。

1) 国信互联网观点：1) 整体：预计 1QFY26 收入同比+2%，经调整 EBITA 利润率 16%。其中淘天/国际数字商业/云智能集团/本地生活/菜鸟/大文娱收入增速分别为 9%/19%/22%/10%/-5%/5%，收入增速放缓主要受到高鑫零售和银泰剥离影响，经调整 EBITA 利润率同比-3pcts，主要反映闪购投入带来的影响。

2) 淘天集团：预计 FY26Q1 GMV 同比+6%，公司继续保持接近大盘的增速。预计 CMR 同比+11%，主

要来自全站推和 0.6%的技术服务费贡献，环比降速主要是季节性因素造成的货币化率波动。利润端，由于大促期间投入增加，我们预计不含闪购的淘天集团经调 EBITA 同比持平。本季度开始公司加码闪购业务投入，将饿了么和飞猪并入中国电商事业群，最新峰值单量已突破 8000 万，在持续大力度的投入下，我们预计本季度淘天集团+本地生活集团总体 EBITA 总体为 408 亿元，同比下降 16%。3) 云：预计 FY26Q1 继续加速，收入同比+22%，AI 需求进一步增加，利润率保持此前趋势。本季度公司 AI 布局持续推进，4 月 29 日推出国内首个混合推理模型 Qwen3，后续则陆续推出了 Embedding 系列模型、适配苹果 MLX 等，应用端 5 月 8 日，夸克推出全新“深度搜索”产品，6 月其 MAU 已达到 1.56 亿。4) AIDC：预计收入同比+19%，经调整 EBITA 率-6%，同比亏损大幅减少，公司受关税影响相对较小，一定程度上牺牲增速以确保盈利能力提升。

投资建议：公司短期加大即时零售布局对利润端造成压力，但长期来看有利于电商用户粘性和购买频次提升，重塑淘宝用户心智。我们小幅调整公司 FY2026-FY2028 收入预测至 10623/11490/12174 亿元，调整幅度为+1.0%/+2.2%/+0.8%，主要考虑闪购业务单量快速增长带来的收入增加；调整公司 FY2026-FY2028 经调净利预测至 1388/1718/1954 亿元，调整幅度为 -16.8%/-5.7%/-2.9%，主要反映闪购投入力度加大对利润端带来的负面影响。目前公司对应 FY2026 年 PE 为 13 倍，继续维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 中烟香港(06055.HK) 深度报告:独家经营壁垒,内生外延全球扩张

中烟香港：独家经营牌照+全球化扩张，特许经营框架下的资源整合者

公司是中烟体系内唯一的烟草上市公司，独家经营壁垒深厚，以内生外延积极全球扩张。公司业务具有轻资产&垄断性&计划性特征，经营稳健且利润率稳定性强，2018-2024 年收入与利润年复合增速为 10.9%/21.8%；根据 2018 年中国烟草总公司印发的 60 号文和国家烟草专卖局批文，公司为中烟国际负责资本市场运作和国际业务拓展的指定境外平台，资产整合与注入有望带来跨越式发展。

烟叶进出口业务：基本盘稳健的现金牛主业

我国烟叶类进出口受国家烟草专卖制度规管，计划配额，近两年进、出口量均接近 20 万吨。

① 烟叶类进口：2024 年收入 82.5 亿港元，2018-2024 年 CAGR+11.3%。公司独家经营全球（受制裁国家或地区除外）烟叶类产品进口，近年进口量 9-11 万吨，约占我国整体烟叶类进口量的 50-60%。业务核心是确保优质烟叶原料的稳定供应，受益于国内卷烟消费结构升级有望稳步增长；烟叶类产品售价为采购价固定加价 6%，在并表中巴公司切入产业链上游后毛利率逐步提升。

② 烟叶类出口：2024 年收入 20.6 亿港元，2018-2024 年 CAGR+9.8%。公司独家经营烟叶类产品出口至东南亚与中国港澳台地区，近年出口量 8-10 万吨，约占我国整体烟叶类出口量的 40%-50%。2023 年公司新拓欧洲非独家经营区，新市场新渠道提供增量，优化定价机制提升盈利能力。

卷烟与新烟出口：内生外延的成长性业务

我国占有全球超 40%的烟草生产消费市场，但中烟国际化进度较低，全球空间广阔。

① 卷烟出口：2024 年收入 15.7 亿港元，2018-2024 年 CAGR+0.8%。公司独家经营卷烟出口至两国三地免税区，免税市场受益于出境游客流恢复而持续修复，此外公司积极开辟卷烟出口业务新的成长点，从卷烟拓至雪茄品类、从免税市场拓至有税市场，随着自营业务占比提升，盈利持续优化。

② 新烟出口：2024 年收入 1.35 亿港元，2018-2024 年

CAGR+41.4%。公司独家经营向全球海外市场出口新型烟草制品的业务，产品为 HNB 加热棒，主要市场为东南亚、中东、欧洲和东欧地区。当前 HNB 正处于渗透率快速提升的红利期，中烟 HNB 产品持续迭代，有望支撑公司新烟出海。

 资本运作：公司是中烟国际负责资本市场运作和国际业务拓展的指定境外平台

 收购中烟巴西迈出资本运作第一步。2021 年收购中烟巴西，产业链向上游烟叶种植-加工纵向整合深化，优化业务盈利，2024 年巴西经营业务收入 10.5 亿港元，2021-2024 年 CAGR+49.4%，未来通过扩大原烟收购区域与规模、拓宽非中国销售区域有望延续增长。

 资产注入预期带来跨越式发展的可能性。公司可整合的资产丰富，包括中烟体系内的海外资产与中烟体系外一切与公司发展战略契合的优质海外标的，通过对产业链上中下游的烟草种植加工、卷烟或新烟品牌与销售渠道等资产进行整合，有望实现跨越式发展，迈向国际一流烟草企业

 盈利预测与投资建议：预计公司 2025-2027 净利润 9.0/9.8/10.6 亿港元，利润年增速分别为+5.1%/+9.1%/+8.3%，摊薄 EPS=1.30/1.41/1.53 港元，对应 PE 为 23/21/20x。综合考虑绝对估值与相对估值，合理价值区间 29.83-36.24 港元，对应市值 206-251 亿港元，首次覆盖，给予“优于大市”评级

 风险提示：国家烟草专卖制度变化风险；进出口管制收紧及其他贸易限制风险；全球控烟运动趋严风险；极端气候风险。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）、张向伟（S0980523090001）

联系人： 李晶

◆ 宝丰能源(600989.SH) 公司快评:二季度归母净利同环比提升，内蒙古烯烃贡献增量

事件：宝丰能源发布 2025 年半年度业绩预增公告。宁夏宝丰能源集团股份有限公司（以下简称“公司”）预计 2025 年半年度实现归母净利润 54.00 亿元到 59.00 亿元，与上年同期相比增加 20.95 亿元到 25.95 亿元，同比增长 63.39%到 78.52%。业绩预增的主要原因系内蒙古 300 万吨/年烯烃项目投产，烯烃产品产销量同比显著增加。

国信化工观点：1) 公司内蒙古 300 万吨烯烃项目放量，烯烃产销量增加助力盈利提升；2) 煤炭价格下跌致煤制烯烃成本下降，煤制烯烃仍有较大成本优势；3) 公司宁东四期、新疆烯烃项目稳步推进，主营产品聚烯烃产能扩张持续；4) 公司回购股份增强信心，2025 年 5 月至 6 月已累计回购股份 6,059 万股，占总股本的 0.83%。

投资建议：公司主营产品聚烯烃产能扩张贡献利润增量，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 122.06/124.13/132.67 亿元，对应 EPS 为 1.66/1.69/1.81 元，当前股价对应 PE 为 9.5/9.4/8.8 X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、余双雨（S0980523120001）

金融工程

◆ 金融工程日报:沪深两市分化缩量，机器人产业链走强、金融科技方向领跌

市场表现：今日(20250714) 规模指数中中证 2000 指数表现较好，板块指数中北证 50 指数表现较好，风格指数中沪深 300 价值指数表现较好。机械、石油石化、电力公用事业、家电、银行行业表现较好，综合金融、房地产、传媒、非银、消费者服务行业表现较差。PEEK 材料、宇树机器人、超级细菌、减速器、猴痘等概念表现较好，炒股软件、信托、金控平台、稳定币、金融科技等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 72 只股票涨停，有 20 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 2.32%，昨日跌停股票今日收盘收益为-3.26%。今日封板率 71%，较前日提升 5%，连板率 30%，较前日提升 2%。

市场资金流向：截至 20250711 两融余额为 18758 亿元，其中融资余额 18626 亿元，融券余额 132 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.2%，两融交易占市场成交额比重为 9.8%。

折溢价：20250711 当日 ETF 溢价较多的是稀土 ETF，ETF 折价较多的是中证 500ETF 平安。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 12 亿元，20250711 当日大宗交易成交金额为 17 亿元，近半年以来平均折价率 5.79%，当日折价率为 4.39%。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%，12.42%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 1.93%，处于近一年来 47%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 4.05%，处于近一年来 42%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 12.93%，处于近一年来 31%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 12.64%，处于近一年来 49%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可孚医疗、豆神教育、天阳科技、柳工、万通智控、中润资源、万泰生物、阳光诺和等，可孚医疗被 74 家机构调研。20250714 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入前十的股票是襄阳轴承、三川智慧、中科磁业、中大力德、渝开发、塞力医疗、华媒控股、上海钢联、拓日新能、美丽生态等，机构专用席位净流出前十的股票是思源电气、大智慧、湖南白银、楚天龙、达意隆、亚虹医药-U、中科金财、精艺股份、之江生物、奔朗新材等。陆股通净流入前十的股票是思源电气、中科金财、华银电力、大智慧、楚天龙、拓日新能、弘业期货等，陆股通净流出前十的股票是恒宝股份、绿地控股、南华期货、恒工精密、上海钢联、国电南自、湖南白银、中大力德等。

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	775.52	0.65	ICE 布伦特原油	70.36	2.50
白银	9121.00	1.32	铜	78450.00	-0.29
铝	20530.00	-1.51	铅	17005.00	-0.93
豆一	4177.00	0.65	锌	22140.00	-0.98
豆粕	2827.00	0.89	镍	121870.00	0.70
玉米	2353.00	3.06	锡	266500.00	0.48
螺纹钢	3115.00	-0.38	SR507	5809.00	0.15

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	44459.65	0.198655	57.05	57.05	57.05	57.05	41.63
德国 DAX 指数	24160.64	-0.390306	89.68	2.74	15.29	28.86	52.84
法 CAC40 指数	7808.17	-0.269756	1.09	1.60	7.35	1.08	47.00
恒生指数	24203.32	0.264089	1.32	1.30	13.00	32.30	67.75
沪深 300 指数	4017.66	0.071300	1.32	3.97	6.87	15.70	65.92
美国 SP500 指数	6268.56	0.140740	0.61	4.87	15.95	11.63	45.85
纳斯达克综合指数	20640.33	0.266206	1.11	6.35	22.62	12.18	48.25
日经 225 指数	39459.62	-0.278142	-0.32	4.29	16.11	-4.20	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	268.5000	-1.1050	无数据	300750.SZ	宁德时代	268.5000	-1.1050	无数据
2	601138.SH	工业富联	25.9200	-0.3077	无数据	601138.SH	工业富联	25.9200	-0.3077	无数据
3	601318.SH	中国平安	57.5700	-0.2426	无数据	601288.SH	农业银行	6.3800	0.9494	无数据
4	601288.SH	农业银行	6.3800	0.9494	无数据	002463.SZ	沪电股份	48.0100	1.5870	无数据
5	002463.SZ	沪电股份	48.0100	1.5870	无数据	300502.SZ	新易盛	130.9000	-0.1982	无数据
6	300502.SZ	新易盛	130.9000	-0.1982	无数据	300274.SZ	阳光电源	75.6100	-0.7222	无数据
7	300274.SZ	阳光电源	75.6100	-0.7222	无数据	601398.SH	工商银行	7.8400	-0.1274	无数据

8	600111.SH	北方稀土	29.8800	0.5722	无数据	600111.SH	北方稀土	29.8800	0.5722	无数据
9	600519.SH	贵州茅台	1423.6000	-0.2383	无数据	600519.SH	贵州茅台	1423.6000	-0.2383	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	149.8200	3.1250	无数据	300308.SZ	中际旭创	149.8200	3.1250	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	0700.HK	腾讯控股	500.0000	0.00684656	72083.52	1788.HK	国泰君安国际	6.4200	-0.00155521	270103.13
2	2550.HK	宜搜科技	5.7900	0.06043956	76158.48	9988.HK	阿里巴巴-W	106.1000	0.00951475	140502.09
3	1456.HK	国联民生	5.9000	0.10902256	85535.93	1810.HK	小米集团-W	57.3000	-0.00087184	137045.44
4	1341.HK	昊天国际建投	0.2420	-0.32777778	86370.83	2587.HK	健康之路	8.7700	0.13601036	129348.60
5	6683.HK	中企法兴八零二H	13.5200	-0.04654443	99565.61	6683.HK	中企法兴八零二H	13.5200	-0.04654443	94201.47
6	6683.HK	巨星传奇	13.5200	-0.04654443	99565.61	6683.HK	巨星传奇	13.5200	-0.04654443	94201.47
7	2587.HK	健康之路	8.7700	0.13601036	116398.73	3690.HK	美团-W	120.9000	0.00750000	83328.12
8	1810.HK	小米集团-W	57.3000	-0.00087184	130474.63	1456.HK	国联民生	5.9000	0.10902256	83195.95
9	3690.HK	美团-W	120.9000	0.00750000	205571.34	0700.HK	腾讯控股	500.0000	0.00684656	80511.56
10	9988.HK	阿里巴巴-W	106.1000	0.00951475	226442.69	1341.HK	昊天国际建投	0.2420	-0.32777778	75736.38
11	1788.HK	国泰君安国际	6.4200	-0.00155521	279220.69	2550.HK	宜搜科技	5.7900	0.06043956	72958.33

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