



万联晨会

2025 年 07 月 14 日 星期一

概览

核心观点

【市场回顾】
上周五 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.01%，深成指收涨 0.61%，创业板指收涨 0.8%。沪深两市成交额 17118.44 亿元。申万行业方面，非银金融、计算机、钢铁领涨，银行、建筑材料、煤炭领跌；概念板块方面，稀土永磁、ML0ps 概念、中船系领涨，房屋检测、PCB 概念、铜缆高速连接领跌。港股方面，恒生指数收涨 0.46%，恒生科技指数收涨 0.61%；海外方面，美国三大指数小幅下跌，道指收跌 0.63%，标普 500 收跌 0.33%，纳指收跌 0.22%。

【重要新闻】
【财政部发文引导国有商业保险公司保险资金长期稳健投资】财政部印发《关于引导保险资金长期稳健投资 进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》，推动保险资金全面建立三年以上长周期考核机制，新考核指标自 2025 年度绩效评价起开始实施。从通知内容看，此次调整涉及国有商业保险公司经营效益类指标的“净资产收益率”“(国有)资本保值增值率”等指标。其中，“净资产收益率”由“3 年周期指标+当年度指标”相结合的考核方式调整为“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”相结合的考核方式；“(国有)资本保值增值率”由“当年度指标”调整为“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”相结合的考核方式。
【美国向欧盟、墨西哥发出“关税通牒”】美国总统特朗普发布致墨西哥和欧盟的信件，宣布自 2025 年 8 月 1 日起，美国将对来自墨西哥和欧盟的输美产品征收 30%的关税。特朗普在信中表示，如果墨西哥在打击贩毒集团、阻止芬太尼流入方面取得实质性成效，或欧盟愿意向美国开放贸易市场、取消关税、非关税政策及其他贸易壁垒，美国或将考虑对关税政策作出相应调整。

研报精选

北交所专精特新指数发布，关注专精特新企业配置机会
BD 催化创新药资产价值重估
量产破局，链动新机

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,510.18	0.01%
深证成指	10,696.10	0.61%
沪深 300	4,014.81	0.12%
科创 50	994.45	1.48%
创业板指	2,207.10	0.80%
上证 50	2,756.77	-0.01%
上证 180	8,820.71	0.11%
上证基金	6,955.18	0.09%
国债指数	225.94	0.02%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	44,371.51	-0.63%
S&P500	6,259.75	-0.33%
纳斯达克	20,585.53	-0.22%
日经 225	39,569.68	-0.19%
恒生指数	24,139.57	0.46%
美元指数	97.85	0.21%

主持人： 叶柏良
Email: yeb1@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

上周五 A 股三大指数集体收涨，截止收盘，沪指收涨 0.01%，深成指收涨 0.61%，创业板指收涨 0.8%。沪深两市成交额 17118.44 亿元。申万行业方面，非银金融、计算机、钢铁领涨，银行、建筑材料、煤炭领跌；概念板块方面，稀土永磁、ML0ps 概念、中船系领涨，房屋检测、PCB 概念、铜缆高速连接领跌。港股方面，恒生指数收涨 0.46%，恒生科技指数收涨 0.61%；海外方面，美国三大指数小幅下跌，道指收跌 0.63%，标普 500 收跌 0.33%，纳指收跌 0.22%。

【重要新闻】

【财政部发文引导国有商业保险公司保险资金长期稳健投资】财政部印发《关于引导保险资金长期稳健投资进一步加强国有商业保险公司长周期考核的通知》，推动保险资金全面建立三年以上长周期考核机制，新考核指标自 2025 年度绩效评价起开始实施。从通知内容看，此次调整涉及国有商业保险公司经营效益类指标的“净资产收益率”（（国有）资本保值增值率”等指标。其中，“净资产收益率”由“3 年周期指标+当年度指标”相结合的考核方式调整为“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”相结合的考核方式；“（国有）资本保值增值率”由“当年度指标”调整为“当年度指标+3 年周期指标+5 年周期指标”相结合的考核方式。

【美国向欧盟、墨西哥发出“关税通牒”】美国总统特朗普发布致墨西哥和欧盟的信件，宣布自 2025 年 8 月 1 日起，美国将对来自墨西哥和欧盟的输美产品征收 30% 的关税。特朗普在信中表示，如果墨西哥在打击贩毒集团、阻止芬太尼流入方面取得实质性成效，或欧盟愿意向美国开放贸易市场、取消关税、非关税政策及其他贸易壁垒，美国或将考虑对关税政策作出相应调整。

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

研报精选

北交所专精特新指数发布，关注专精特新企业配置机会 ——策略深度报告

投资要点：

北交所专精特新指数发布：北证专精特新指数为从北京证券交易所专精特新“小巨人”上市公司证券中选取市值最大的 50 只作为指数样本，以反映北交所专精特新上市公司证券整体表现的指数。北证专精特新指数是 A 股全市场首个专精特新指数，进一步体现了北交所服务创新型中小企业主战地的定位，引导投资者关注和支持创新能力强、成长潜力大的专精特新中小企业，将更好地反映北交所专精特新上市公司的整体表现。

我国强化科技创新，支持专精特新企业发展：根据世界知识产权组织评估，2024 年我国创新指数在 G20 成员国中排名第 11 位。创新能力实现突破。从发明专利看，2024 年我国每万人口高价值发明专利拥有量为 14 件，提前完成“十四五”规划目标，较 2020 年实现翻番。2019 年以来，我国每年 PCT 申请量均超过美国、日本。2024 年，我国 PCT 申请量突破 7 万件。

2024 年 9 月以来，中央出台系列支持专精特新企业发展政策，主要聚焦于融资环境优化和数字化转型。融资方面，政策着力推动金融制度创新优化专精特新企业融资渠道与服务体系。数字化转型方面，政策优先支持专精特新企业分类梯次开展数字化改造。

第六批全国专精特新企业优势突出：2024 年 9 月，全国各地陆续披露第六批专精特新企业名单。从汇总的数据看，第六批全国专精特新企业共计 3012 家，其中 118 家为上市公司。从已上市的企业所属行业分布看，按企业数量统计，前三大行业为汽车零部件、专用设备和半导体。

盈利能力方面，2024 年全国第六批专精特新已上市企业合计营业收入同比增长 9.70%、归母净利润同比增长 16.6%。近三年来，第六批专精特新已上市企业规模扩张速度较快，合计归母净利润逐年增加，同比增速波动较大。研发投入方面，从研发强度看，第六批专精特新已上市企业研发强度呈逐年上升趋势，各企业更加着力于增强创新能力。

结合估值看，截至 2025 年 6 月 30 日，全国第六批专精特新已上市企业总体市盈率（PE-TTM）为 78.37，高于北证上市公司总体市盈率，也高于专精特新企业所属申万二级行业整体市盈率，反映市场对专精特新企业的成长预期更高。在自动化设备及计算机设备领域，预计专精特新效应将更为显著，估值水平更高。

专精特新并购重组案例增多，资源加速整合或带来配置机会：系列资本市场新政对专精特新中小企业，尤其是科技类企业加大支持力度。监管层密集出台政策优化并购重组机制。截至 6 月 30 日，2025 年以来，第六批专精特新已上市企业中共有 36 家披露并购重组事件，共有并购重组事件 51 起。一方面，在经济转型升级的背景下，传统行业或大型上市公司可通过并购较快获取技术优势、提升产品附加值，以实现自身转型。专精特新企业凭借其在细分领域的技术研发积累和创新能力，成为具有吸引力的标的。另一方面，部分优质专精特新企业面临融资渠道有限、规模扩张瓶颈等压力，被并购或成为其实现跨越式发展或资源整合的重要路径。

投资建议：当前我国加快科技创新，研发强度、创新领域专业化程度、专利申请量等指标明显提高。同时，政策大力支持专精特新企业发展，2024 年 9 月以来，中央出台系列政策聚焦于改善专精特新企业融资环境优化和促进企业数字化转型。地方层面，多个省份已出台政策明确培育专精特新企业的系统举措。6 月 30 日北证专精特新指数发布，新指数有望促进北交所指数产品扩容，丰富投资者选择。结合全国第六批专精特新小巨人情况看，已上市的小巨人公司盈利能力较强，估值提升、并购重组事件增多。后续预计专精特新效应将更为显著。建议关注：（1）同时纳入北证专精特新和北证 50 指数的成分股，专精特新成色更优，或将吸引更多被动资金配置。（2）北交所修订并购重组规则，上市公司并购重组或将增多。可关注专精特新企业并购重组配置机遇。

风险因素：数据统计偏差；北交所流动性转弱；企业盈利不及预期；监管政策变化。

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

BD 催化创新药资产价值重估 ——2025 年中期医药生物行业投资策略报告

投资要点：

医药板块 2025 上半年表现突出。2025 年上半年申万医药指数上涨 7.36%，近三个月超额收益明显，在 31 个申万一级行业板块中位列第 11。从子行业涨跌幅来看，以化学制药、生物制品以及包含 CXO 的医疗服务板块为代表的创新药产业链明显好于其他子行业。板块整体估值修复明显，接近前期中位水平。涨幅突出的个股主要集中在创新药公司。

生产端数据低迷，支付端平稳，新药研发大幅提速。从生产端数据来看，2025 年 1-5 月医药制造业营业收入累计同比下滑 1.40%，利润总额累计同比下滑 4.70%，生产制造端仍处于转型阵痛期。从医保收支数据来看，上半年医保收入同比增长 0.74%，医保基金收支平衡。新药审评审批面，上半年共批准 43 款创新药，其中国产创新药 40 款，创新药研发成功体现出速度快、国产化率高的特点。

创新药：BD 催化价值重估。国产创新药无论是从政策扶持、研发成果方面都在持续发力，三生制药的天价 BD 只是国产创新药的一次厚积薄发。海外 MNC 对中国创新药企业的管线的重新估价催化国产创新药的价值重估。我们看好创新药在 BD 事件不断催化下能迎来持续的估值修复。

CXO：受益于创新药产业链整体修复。创新药行业投融资在过去几年持续降温，导致 CXO 景气度下滑。作为创新药的上游产业，CXO 与创新药的行情息息相关，同样是四年的低迷期，在创新药公司估值重估大涨后，随着订单业务的改善和估值修复，CXO 有望走出戴维斯双击行情。

医疗器械：国产替代加速渗透。国内医疗器械市场处于高速增长阶段，随着全球人口老龄化加剧以及人们对健康意识的提升，医疗器械行业的市场规模有望持续扩大。高值耗材集采常态化，市场对已经纳入集采的产品反应较小，未来主要看点在细分增量市场。医疗设备板块受益于设备更新政策，随着各地采购政策落地，医疗设备景气度有望回升。体外诊断板块从未来发展趋势来看，IVD 集采将推动国产龙头市占率加速提升，平台型布局+出海是龙头公司发展的必由之路。

中药：政策扶持，行业稳健。近年来针对中药产业的利好政策不断发布，政府对中药产业一直保持着鼓励创新发展的积极态度。中药板块整体业绩增速稳健，且从内部来看，也不乏公司产品有突破或者营销改革成功带来的业绩爆发个股。从估值来看，当前板块整体估值处于适中位置。

风险因素：创新药和创新器械研发失败风险、创新药 BD 进展不及预期风险、创新药定价不及预期风险。

分析师 宣潇君 执业证书编号 S0270522020002

量产破局，链动新机

——2025 年中期人形机器人行业投资策略报告

行业核心观点：

当前正处于人形机器人产业化的“破晓时刻”，量产元年已经开启。特斯拉、华为、FigureAI 等科技巨头在人形机器人行业的持续投入有望驱动行业迭代加速并不断突破，人形机器人量产并实现大规模应用迎来曙光，商业化落地可期。人形机器人产业正处于技术突破与商业化落地的关键节点，政策支持、入局者不断增加及 AI 大模型赋能共同推动行业加速发展。随着社会老龄化趋势加剧、人力成本提升，市场对人形机器人的需求与日俱增，人形机器人有望形成一个新兴产业，逐渐从 B 端走向 C 端，未来市场空间广阔。

投资要点：

行情回顾：2024 年 1 月至今（截至 2025 年 6 月 26 日），人形机器人指数作为成长型主题板块，多次跑赢 Wind 全 A 指数，超额收益主要源于两重动力驱动：技术突破密集兑现（如灵巧手更新迭代，新款人形机器人亮相）直接提升板块估值；政策催化（国家级政策出台）推动指数阶段性冲高，形成“政策-融资-订单”正向循环。

供给端：人形机器人产业的供给侧正在迅速繁荣。一方面，海外的人形机器人领军企业如特斯拉、FigureAI 等正在不断推进产品迭代和商业化落地，人形机器人将在工厂等场景实现批量应用提上日程，这标志着人形机器人在工业领域的实际工作能力得到了验证和认可。另一方面，中国已成为全球人形机器人产业最活跃的市场，2024-2025 年呈现出爆发式增长的态势。近年来特别是 2023 年以来，创业先锋企业、科技巨头、车企等不同背景的玩家正加速涌入人形机器人市场。目前，国内人形机器人产品各具特色，在智能化和运动控制等关键产品特性上已经展现出了较强的竞争力，并快速推进其量产节奏。

量产计划：2025H2 是量产验证关键窗口期。2023 年《人形机器人创新发展指导意见》明确要求 2025 年实现“批量生产”，培育 2-3 家全球影响力企业，并在制造、民生等领域

开展示范应用。特斯拉、FigureAI、1XTechnologies、AgilityRobotics、宇树科技、优必选、众擎机器人等公司计划于 2025 年实现初步量产。人形机器人应用落地遵循“工业制造实训→B 端场景扩展→家庭服务普及”的递进。

软硬件端：软件方面，AI 大模型为人形机器人注入灵魂，是解锁人形机器人潜力的关键钥匙，但目前是整个链条中最薄弱、最需要突破的环节，其发展滞后于机器人硬件。近年来，国内外厂商纷纷在自研大模型，为人形机器人的发展注入了新生机。硬件方面，根据对人形机器人用精密减速器市场规模的测算，人形机器人或将为精密减速器带来数百亿增量市场。随着人形机器人量产节点渐近，处于人形机器人供应链核心位置的主要厂商有望受益。

需求端：一方面，全球老龄化趋势加剧，未来全球劳动力市场供需格局将日趋紧张，催生机器人代人需求；另一方面，人口老龄化打开养老服务类机器人市场空间，“机器人+养老”成为解决养老问题的可行方式之一。同时，伴随着经济水平的提升和人口老龄化程度的日益加重，用工成本不断攀升，特斯拉 CEO 马斯克表示 Optimus 未来售价有望低于 2 万美元/台，从长远视角来看机器人换人性价比未来有望逐步体现。根据高工机器人产业研究所，2030 年全球人形机器人市场有望达 200 亿美元，未来市场空间广阔。

投资建议：当前正处于人形机器人产业化的“破晓时刻”，量产元年已经开启。特斯拉、华为、FigureAI 等科技巨头在人形机器人行业的持续投入有望驱动行业迭代加速并不断突破，人形机器人量产并实现大规模应用迎来曙光，商业化落地可期。建议关注以下几个方向：①特斯拉 Optimus 产业化进程明确，随着产品定型，供应链将迎来确定性机会，重点关注已进入或有望进入特斯拉供应链的核心公司。②华为链处于早期阶段，产业链格局尚未固化，拥有较大潜力。华为聚焦“Inside”模式，提供芯片与大模型平台，通过创新中心整合产业链，2025 年华为开发者大会与机器人量产启动或将成关键催化，建议关注有望进入华为供应链的核心公司。③价格下探是人形机器人商业化的关键，目前成本仍是制约人形机器人大规模普及应用的重要因素之一，建议关注掌握核心零部件技术并实现低成本量产的公司，以及受益于人形机器人大规模应用的国产零部件优质公司。

风险因素：市场竞争加剧风险、人形机器人进展不及预期风险、AI 技术发展不及预期风险。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场