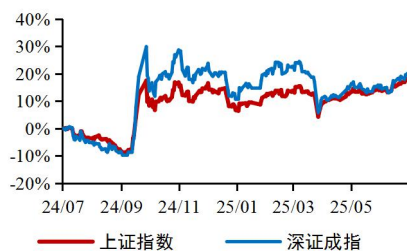


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 7 月 11 日 星期五

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,509.68	0.48
深证成指	10,631.13	0.47
沪深 300	4,010.02	0.47
中小板指	6,634.33	0.40
创业板指	2,189.58	0.22
科创 50	979.99	-0.32

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

【行业评论】银行：行业快报：稳定币新纪元，监管政策逐渐完善

【行业评论】通信：山西证券通信行业周跟踪：Coreweave 开启首批部署 GB300，星网发展有望加速

【行业评论】生物医药 II：创新药动态更新：PD-1(L1)/VEGF 双抗：多项 NSCLC III 期临床达到 PFS 终点，结直肠癌等肿瘤一线临床获益明显

【公司评论】【山证电新】爱旭股份：Q2 率先扭亏为盈，ABC 持续放量穿越周期

【行业评论】【山西证券|新能源_肖索/贾惠淋】20250709 光伏产业链价格跟踪

【今日要点】

【行业评论】银行：行业快报：稳定币新纪元，监管政策逐渐完善

陈玉卢 chenylu@sxzq.com

【投资要点】

➤ 事件描述:

- 2025 年 5 月 21 日，中国香港立法会通过《稳定币条例草案》，5 月 30 日获得法例刊宪，8 月 1 日起将正式生效。

➤ 事件点评:

- **中国香港稳定币监管框架完善，保持金融稳定。**中国香港《稳定币条例草案》即将实施，条例要求任何人在业务过程中在香港发行法币稳定币，或在香港以外发行宣称锚定港元价值的法币稳定币，必须向金融管理专员申领牌照。相关人士须符合储备资产管理及赎回等方面的规定，包括妥善分隔客户资产、维持健全的稳定机制，以及须在合理条件下按面额处理稳定币持有人的赎回要求。这些条例缔造了稳健的监管环境，有助于香港稳定币和数字资产生态圈的健康、负责任和可持续发展。
- **国内监管初期明确防范，严厉打击虚拟货币交易。**2021 年人民银行、银保监会等多家机关联合发布了《关于进一步防范和处置虚拟货币交易炒作风险的通知》，其中明确了虚拟货币不具有与法定货币等同的法律地位。比特币、以太坊、泰达币等虚拟货币具有非货币当局发行、使用加密技术及分布式账户或类似技术、以数字化形式存在等主要特点，不具有法偿性，不应且不能作为货币在市场上流通使用，虚拟货币相关业务活动属于非法金融活动。
- **数字人民币不断推进，从理论走向现实。**随着公众对零售支付便捷性、安全性、普惠性、隐私性等方面的需求日益提高，2014 年中国人民银行成立法定数字货币研究小组，2016 年，成立数字货币研究所，2017 年末，开始进行数字人民币的研发试验，截至 2024 年 6 月末，数字人民币累计交易金额达 7 万亿元。
- **香港设立稳定币发行人沙盒计划，内地与香港积极探索跨境支付通。**2024 年 7 月 18 日，香港金融管理局公布稳定币发行人沙盒参与名单，包括京东币链科技（香港）有限公司、圆币创新科技有限公司、渣打银行（香港）有限公司、安拟集团有限公司、HKT Limited 等。2025 年 6 月 20 日，中国人民银行、香港金融监管局发布联合公告，建立跨境支付通有效协作机制，为两地居民提供安全、高效的跨境支付服务。
- **投资建议：**随着稳定币监管政策的完善，应用场景的不断丰富，催生众多成长机会。建议关注：众安在线、国泰君安国际、东方财富、移卡、京东集团、渣打集团、联易融科技、OSL 集团、连连数字、

中科金财等。

- 风险提示：政策落地不及预期，区块链技术发展不及预期、稳定币监管风险，地缘政治风险。

【行业评论】通信：山西证券通信行业周跟踪：Coreweave 开启首批部署 GB300，星网发展有望加速

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- 行业动向：
- 1) CoreWeave 开启首批出货部署 GB300，有望接力 GB200 开启资本开支新浪潮。美国新兴 AI 算力 CSP CoreWeave 公司 7 月 3 日在官网宣布，已成为第一家部署最新 GB300 NVL72 系统的 AI 云提供商，并计划在全球范围大幅扩展部署。CoreWeave 与 Dell、Switch 和 Vertiv 合作构建了 GB300 NVL72 的初始部署，根据 Dell 宣布，GB300 NVL72 较上一代 Hopper 用户响应速度提升 10 倍、每瓦吞吐量提升 5 倍、推理模型输出增加 50 倍。根据电子发烧友引述 Trendforce 观点，预计 2025 GB200 出货量突破百万颗（每颗包括 2 颗 B200），占英伟达高端 GPU 的 4-5 成，GB300 预计在 25Q4 开始真正放量，除 Dell 外，广达、鸿海等也在按计划推进 GB300 出货。我们认为，GB300 出货将带 AI 算力链“预期-订单-业绩”的新一轮投资机会，值得关注的新的变化包括全面搭载 CX8 和 1.6T 光模块、PTFE PCB 材料的使用带来 HVLP5 铜缆&lowDK 玻纤布的导入、液冷板的重新设计、MPO 布线芯数密度进一步提升、背板铜连接数量进一步提升的预期（英伟达明确在 rubin 架构将 NVLINK 带宽再翻倍）以及高压直流 side rack 的使用等。近期，投资人对海外 AI 投资下半年至明年景气度较为乐观，行业预计将持续保持供需两旺状态，叠加中报业绩预期，开启补涨行情。
- 2) ORACLE 宣布签署 300 亿美金算力大单，新云和主权 AI 投资需求不容忽视。根据讯石光通信报道，ORACLE CEO 近期宣布，公司签署了一项巨额云计算协议，预计将从 2028 财年开始每年贡献超过 300 亿美金的收入。业内认为，该订单可能是为支持 OPENAI 训练工作负载而新增的数据中心投资或者支持阿联酋的 G42 项目。目前，北美四大 CSP（亚马逊、谷歌、META、微软）的 AI 算力需求增量主要来自用户数量的快速扩张和单用户日益膨胀的推理 token 增长，且已形成了可预期稳定闭环的商业模式。而新兴 AI 云如 ORACLE、CoreWeave、lamda 等则期望能够提供更加灵活、更具性价比的 GPU 云服务从而打破竞争格局。另外，来自中东、欧洲、日韩的主权 AI 也在寻求大规模增加算力以应对专有数据大模型训练和本地化服务部署。
- 3) 中国星网新领导班子就位，国内低轨卫星互联网有望加速建网和商用。根据通信世界网报道，近期中国星网迎来管理层重大调整和董事会重组，继新董事长苟坪上任后，公司总经理变更为梁宝俊，同时五位董事退出，新增梁宝俊、牟相军、高春雷三位董事。新任领导班子如梁宝俊、高春雷具有运营商体系工作经验，有望助力中国星网再星地融合和 NTN 技术体制下加速试商用；而董事牟相军则出身航天系，进一步优化董事会结构。目前，中国星网的领导班子汇集了航天技术研发、基础设施建设与

财务管理等多方深厚背景，未来有助于星网实现市场化运营与产业生态的新突破。我们认为当前卫星互联网行业投资仍处于主要由事件催化的主题阶段，但随着星网、千帆试商用临近，市场将迎来从预期到订单的逻辑转变，主要投资方向包括地面基建、新订单下定、以及二代卫星 NTN 体制下产业链格局变化等。

- 建议关注：海外算力：中际旭创、新易盛、天孚通信、麦格米特、德福科技、沃尔核材、鼎通科技、太辰光、仕佳光子；卫星互联网：上海瀚讯、信科移动、通宇通讯、长江通信、铖昌科技、臻镭科技；AI 物联网：广和通、移远通信、泰凌微、映翰通。
- 市场整体：本周（2025.06.30-2025.07.06）市场涨跌不一，沪深 300 涨 1.54%，创业板指数涨 1.50%，上证综指涨 1.40%，深圳成指涨 1.25%，申万通信指数跌 0.10%，科创板指数跌 0.35%。细分板块中，周涨幅最高的前三板块为设备商（+2.9%）、光模块（+1.9%）、IDC（+1.3%）。从个股情况看，本周（2025.06.30-2025.07.06）市场涨跌不一，沪深 300 涨 1.54%，创业板指数涨 1.50%，上证综指涨 1.40%，深圳成指涨 1.25%，申万通信指数跌 0.10%，科创板指数跌 0.35%。细分板块中，周涨幅最高的前三板块为设备商（+2.9%）、光模块（+1.9%）、IDC（+1.3%）。
- 风险提示：
- 海外算力需求不及预期，国内运营商和互联网投资不及预期，市场竞争激烈导致价格下降超出预期，外部制裁升级。

【行业评论】生物医药 II：创新药动态更新：PD-1(L1)/VEGF 双抗：多项 NSCLC III 期临床达到 PFS 终点，结直肠癌等肿瘤一线临床获益明显

魏贇 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

- 药物点评：
- PD-1(L1)/VEGF 双抗是潜在肿瘤免疫基石药物。PD-1 (L1) /VEGF 双抗对抗血管和免疫检查点协同抑制，增强肿瘤组织滞留能力和疗效，可治疗多种肿瘤。首款 PD-1/VEGF 双抗康方生物-依沃西单抗在 EGFR-TKI 经治非鳞状 NSCLC、一线 PD-L1 阳性 NSCLC 中国上市，在 NSCLC 等超 6 种一线癌症 III 期临床。PD-L1/VEGF 双抗百时美施贵宝-PM8002 在一线 TNBC、二线 SCLC 中国 III 期临床。PD-1/VEGF 双抗三生制药-707 在一线 NSCLC 中国 III 期临床。PD-1 (L1) /VEGF 双抗安全性良好，依沃西、707 在 NSCLC ≥ 3 级 TRAEs 为 22.2%、23.5%；PM8002 联合白蛋白紫杉醇在 TNBC ≥ 3 级 TRAEs 为 38.1%。
- 依沃西在一线 PD-L1 阳性、一线鳞状、二线 EGFR 突变 NSCLC III 期临床达到 PFS 终点。一线 PD-L1 阳性 NSCLC (N=398)，依沃西治疗 ORR 为 50.0%，DCR 为 89.9%；mPFS 为 11.1 个月；PFS HR=0.51，39%OS HR=0.777 (vsPD-1 单抗)。一线鳞状 NSCLC III 期临床，依沃西联合化疗达到 PFS 终点 (vsPD-1

单抗); II 期临床, 联合组在鳞状 NSCLC ORR 为 71.4%, DCR 为 90.5%, mDOR 为 12.7 个月, mPFS 为 11.1 个月, 9 个月 OS 率为 90.4%; II 期临床, 联合组在非鳞状 NSCLC ORR 为 54.2%, DCR 为 95.8%, mDOR 为 15.4 个月, mPFS 为 13.3 个月, 9 个月 OS 率为 81.9%。经治 EGFR 突变 NSCLC, 依沃西联合化疗 PFS HR 为 0.52, OS HR 为 0.79 (vs 化疗)。

- 依沃西在结直肠癌、头颈鳞癌、胆道癌一线 II 期临床获益明显。一线 MSS 结直肠癌, 依沃西+FOLFOXIRI 组 ORR 为 81.8%, 9 个月 PFS 为 81.4%。依沃西+莱法利单抗+FOLFOXIRI 组 ORR 为 88.2%, DCR 为 100%, 9 个月 PFS 率为 86.2%。一线头颈鳞癌 (N=30), 依沃西单药 ORR 为 30%, DCR 为 80%, mPFS 为 5.0 个月; 联合莱法利 ORR 为 60%, DCR 为 90%, mPFS 为 7.1 个月。一线胆道癌, 依沃西联合化疗 ORR 为 63.6%, DCR 为 100%, mPFS 为 8.5 个月, mOS 为 16.8 个月。
- PM8002 在一线 TNBC Ib/II 期、二线 SCLC II 期临床生存获益突出, 707 在 NSCLC、结直肠癌 II 期临床 ORR 获益明显。一线 TNBC (N=42), PM8002 联合白紫 ORR 为 78.6%, DCR 为 95.2%, mPFS 为 14.0 个月。二线 SCLC (N=70), PM8002 联合紫杉醇 mPFS 为 5.5 个月, mOS 为 14.3 个月。一线 PD-L1 阳性 NSCLC, 707 单药 (N=83) ORR 为 70.8%, DCR 为 100.0%; 联用化疗 (N=108) 在非鳞 NSCLC ORR 为 58.3%, DCR 为 100%, 在鳞状 NSCLC ORR 为 81.3%, DCR 为 100%。RASm 或 BRAFm non-MSI-H/pMMR 结直肠癌, 707 单药≥三线 (N=7) 治疗 ORR 为 33.3%, 707 组合疗法一线 (N=63) 治疗 ORR 为 36.3%。
- 风险提示: 对外授权不及预期或合作破裂风险, 海外临床推进不及预期风险, 总生存期 (OS) 无法证明显著优势带来的海外上市失败风险等。

【公司评论】【山证电新】爱旭股份: Q2 率先扭亏为盈, ABC 持续放量穿越周期

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- 事件: 7 月 10 日, 爱旭股份发布 2025 年半年度业绩预告, 上半年归母净利润在-1.7 亿元至-2.8 亿元之间, 超市场预期。
-
- 二季度净利润率先转正: 2025 年 Q1 公司归母净利润为-3.0 亿元, 对应 Q2 归母净利润为 0.2-1.3 亿元, 超预期。Q2 扭亏为盈主要由于公司 ABC 组件产销两旺, 估算 ABC 出货超 4GW, 深耕欧澳日等高价值市场, 海外占比超 40%, 海外占比提高带动毛利率持续向好。此外, 公司提升运营效率提高, 产品成本、期间费用持续下降, 存货跌价损失大幅改善。
-
- ABC 技术作为光伏高质量发展方向/定增扩产获得顶层认可: 7 月 4 日, 公司收到上交所公告, 审核通过向特定对象发行股票。在当前行业整体过剩亏损背景下, 在“反内卷”去产能会议召开之后, 公

司快速获得定增批复，表明 BC 新技术完全获得顶层认可。



- **ABC 组件效率持续领先/较 TOPCon 溢价显著：** SNEC 展会公司展出的 78 版型满屏组件功率可达 800W 至 810W，转换效率高达 25%+，持续碾压竞争对手。ABC 组件双面率提升至 80±5%，已经没有同类型竞品抗衡。根据 Infolink 报价，本周 182*182-210mm 集中式 BC 组件价格为 0.78 元/W，较 TOPCon 溢价 16.4%；分布式 BC 组件价格为 0.80 元/W，较 TOPCon 溢价 19.4%。



- **我们认为 光伏技术演变只有一个方向就是效率更高的方向，爱旭 ABC 产品连续 28 个月蝉联全球量产组件效率榜首。** 光伏行业能持续成长的最优战略就是差异化战略，爱旭自始至终坚持差异化，25Q1 收入增速/毛利率/现金流变化已经和同行拉开距离，25Q2 在行业盈利继续恶化的背景下，爱旭逆势扭亏，走出完全不同的业绩表现。巨头的崛起永远都是坚持做难但正确的事，爱旭的坚持将构造出远超市场想象的成长空间。



- **风险提示：** 供给侧改善不及预期、BC 市场需求不及预期等。

【行业评论】【山西证券|新能源_肖索/贾惠琳】20250709 光伏产业链价格跟踪

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- **多晶硅 价格持平：** 根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 35.0 元/kg，较上周持平；颗粒硅均价为 34.0 元/kg，较上周持平。从硅业分会数据来看，本周硅料报价区间提升至 4.5-5.0 万元/吨，报价大幅上调 25%-35%；但在下游各环节价格尚未企稳的情况下，拉晶企业暂持观望态度，新订单成交量有限。此次硅料提价主要是由于多晶硅企业超一年以上亏损运营，为清库存导致价格已远低于综合成本，为符合“不低于成本销售”的价格法规要求，硅料企业一次性提价至综合成本线之上。因综合成本不同，各家企业报价呈现分化，品质差异不大时，下游企业倾向于报价较低的产品，因而综合成本较低的企业在反内卷行动过程中具有相对优势。



- **硅片 价格结构性下降：** 130um 的 182-183.75mm N 型硅片均价 0.88 元/片，较上周持平；130um 的 182*210mm 型硅片均价 1.00 元/片，较上周下降 1.0%。受多晶硅报价上涨预期，下游硅片价格发生波动，根据 SMM 光伏视界 7 月 9 日下午消息，N 型硅片价格大幅度上涨，整体平均上涨 0.1-0.15 元/片。受硅料报价上涨影响，下游加快提货节奏，硅片库存有所降低。



- **电池片 价格结构性下降：** 182-183.75mm N 型电池片均价为 0.230 元/W（转换效率 25.0%+），较上周

持平；182*210mm N 型电池片价格为 0.240 元/W（转换效率 25.0%+），较上周下降 2.0%。7 月电池片全球排产为 53-54GW，环比下降 3%，上游挺价情绪升温，电池片厂商低价惜售行为增多，库存压力有所上升。



- **组件 价格持平：** 182mm TOPCon 双玻组件价格 0.68 元/W，较上周持平；210mm N 型 HJT 组件价格为 0.830 元/W，较上周持平；182*182-210mm 集中式 BC 组件价格为 0.78 元/W，较上周持平，较 TOPCon 溢价 16.4%；分布式 BC 组件价格为 0.80 元/W，较上周持平，较 TOPCon 溢价 19.4%。硅料涨价未完全传导至下游，需求端集中式项目尚未大规模启动，二季度招标量环比降 82%，预计光伏组件价格仍将弱势下行。



- **光伏玻璃 价格结构性下降：** 3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 18.5 元/m²，较上周持平；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 10.8 元/m²，较上周下降 1.82%。



- **重点推荐：** BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能； 供给侧改善方向：大全能源、福莱特； 海外布局方向：横店东磁、阳光电源、阿特斯、德业股份； 电力市场化方向：朗新集团； 国产替代方向：石英股份。建议积极关注：信义光能、协鑫科技、通威股份、TCL 中环、新特能源、帝尔激光、福斯特、海优新材、晶澳科技、天合光能、晶科能源、中信博、迈为股份、晶盛机电、捷佳伟创、奥特维、时创能源、京山轻机、上海艾录、宇邦新材、广信材料。



- **风险提示：** 光伏装机不及预期，产业竞争加剧等。

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规,研究方法专业审慎,分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明:

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中:A 股以沪深 300 指数为基准;新三板以三板成指或三板做市指数为基准;港股以恒生指数为基准;美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级:因无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件,或者其他原因,致使无法给出明确的投资评级。(新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级)。

评级体系:

——公司评级

- 买入: 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上;
- 增持: 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间;
- 中性: 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间;
- 减持: 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间;
- 卖出: 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市: 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上;
- 同步大市: 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间;
- 落后大市: 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A: 预计波动率小于等于相对基准指数;
- B: 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

