

晨会纪要

数据日期: 2025-07-07	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)	3473.12	10435.50	3965.17	11927.72	3000.59	978.29
涨跌幅度(%)	0.02	-0.69	-0.42	-0.10	-0.30	-0.66
成交金额(亿元)	4761.97	7324.43	2251.06	2668.02	3465.09	175.19

晨会主题

【常规内容】

行业与公司

汽车行业专题:人形机器人系列专题之新型减速器-摆线减速器有望成为人形机器人新的迭代方向

机械行业周报:制造成长周报(第21期)-中央财经委员会提出推动海洋经济发展,字节跳动2年半量产千台机器人

食品饮料周报(25年第27周):茅台价格趋稳,关注板块中报业绩表现

房地产行业 2025 年中期策略:审慎观察,积极博弈

化工行业月报:油气行业 2025 年 6 月月报-OPEC+8 月加速增产,受中东地缘局势影响油价宽幅波动

化工行业月报:农化行业:2025 年 6 月月度观察-钾肥、草甘膦价格上行,杀虫剂“康宽”供给突发受限

海外市场专题:美元债双周报(25 年第 27 周)-“大漂亮法案”通过将增加美国中长期财政压力

传媒行业 7 月投资策略:持续看好游戏板块表现,把握 AI 应用与 IP 潮玩布局机会

传媒互联网周报-持续看好游戏板块机会,关注暑期档及 AI 应用板块机会

CIRCLE INTERNET(CRCL.N) 财报点评:合规及先发优势明显,稳定币发展空间广阔

金融工程

金融工程专题报告:金融工程专题研究-日内特殊时刻蕴含的主力资金 Alpha 信息

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 08 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	23887.83	-0.11

基金指数

07 月 08 日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3265.48	0.03
股票基金指数	10309.75	-0.02
混合基金指数	9571.99	0.04

汇率

07 月 08 日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.17	-0.58
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.84	-0.0
美元兑日元	146.07	1.1

非流通股解禁

07 月 08 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

【常规内容】

行业与公司

◆ 汽车行业专题:人形机器人系列专题之新型减速器-摆线减速器有望成为人形机器人新的迭代方向

当下人形机器人已走过产品定义阶段，向功能实现、商业化落地方向演进，围绕软硬件的升级优化及二者的适配和耦合成为后续的迭代重心。目前多数人形机器人产品已逐步完成基本功能实现阶段（基础运动、轻负载），但距大规模商用和家用场景落地仍有一定提升空间，预计后续迭代的方向主要围绕软（模型泛化能力）和硬（方案优化升级），以及软硬件的耦合等方面。硬件方面，我们预计后续的迭代方向主要包括高负载、轻量化、高散热和低能耗、稳定性和灵活性、低成本等方面去做进一步迭代升级。

摆线/新型减速器较行星精度更高+较谐波负载能力更强，有望用于人形机器人关节。当前人形机器人关节模组以行星、谐波减速器方案为主；1）行星方案：结构简单、成本低，但背隙大影响精度，且采用多级结构会增大体积重量；2）谐波方案：精度高，但柔轮反复变形导致抗冲击性、寿命与可靠性相对不足，限制其高负载场景应用（Optimus 下肢依赖负载能力的丝杠）。摆线减速器方案（或升级迭代版本）具减速比大、传动效率高、传动精度高、承载能力强、成本相对适中等特点，较行星精度更高、较谐波负载能力更强、较传统 RV 体积重量更小。若对摆线方案进行迭代升级，有望使其适配一定需求场景，有望成为人形机器人减速器迭代的新方向之一。

摆线/新型减速器有望在人形机器人下肢→腰髋→其他关节部位实现逐步搭载，空间有望超 140 亿元。目前摆线减速器主要用于环保、电力、化工等领域，据 QY Research，未考虑人形需求下 2029 年全球空间有望达 170 亿元；人形领域，随摆线（新型）减速器在结构、材料、零件等的优化升级，有望在人形关节上实现逐步渗透：从负载需求最高的下肢（或用丝杠），到高负载要求的腰髋环节，再到肩部、手肘、手腕等环节，从而打开增量空间，初步估算 2030 年人形机器人用新型减速器市场空间有望超 140 亿元人民币。

摆线减速器壁垒高，车端齿轮玩家以及具备 RV 减速器能力禀赋的玩家有望切入。摆线减速器由摆线轮、针轮、偏心轴、轴承等零件组成，设计与工艺均复杂，且往往需磨齿机、磨床、热处理等精密加工设备，且其迭代升级也需要较多研发投入，具较高的行业壁垒，我们认为在车端减速器/差速器齿轮（磨齿、锻造等加工能力+工程化能力强+优质主机厂资源）和 RV 减速器（摆线与 RV 技术同源+构成类似）等方面有禀赋的玩家有望顺势入局。

风险提示：行业进展不及预期，技术发展不及预期。

投资建议：车端齿轮玩家及具备 RV 减速器能力禀赋的玩家具备先发优势。看好技术升级迭代下人形机器人发展，推荐在 RV/行星/摆线等减速器方案有所储备的公司双环传动、豪能股份、福达股份、精锻科技、蓝黛科技等。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、孙树林（S0980524070005）

◆ 机械行业周报:制造成长周报（第 21 期）-中央财经委员会提出推动海洋经济发展，字节跳动 2 年半量产千台机器人

行业动态：人形机器人-6 月 30 日，上海机器人产业技术研究院与麦迪科技达成战略合作；7 月 1 日，均普智能斩获 50 台人形机器人批量订单；7 月 1 日，深圳首个高校独立研发人形机器人“南科盘古”亮相；7 月 2 日，武汉大学成立机器人学院携手华为、宇树等开展合作；7 月 2 日，字节 2 年半量产千台机器人；7 月 3 日，全球首个“人形机器人 4S 中心”在上海漕河泾开发区启用；7 月 4 日，越疆展示 1800 公里远程精准操控技术。

政府新闻：人形机器人-7 月 2 日，100 亿元湖北省人形机器人产业投资母基金成功设立；深海科技-7 月 1 日，中央财经委员会提出推动海洋经济高质量发展；AI 基建-6 月 30 日，中国—东盟人工智能创新

合作中心展示中心投入试运营；低空经济-7月3日，东莞发布《2025年低空经济应用场景机会清单》。

公司动态：人形机器人-7月2日，港仔机器人获3亿元订单，两年内供千台具身智能安保机器人。

热点事件点评：7月1日，中央财经委员会提出推动海洋经济高质量发展。顶层政策设计层面加大对海洋经济支持力度，有利于推动海洋经济结构优化升级，完善海洋经济发展体制，促进产业高端化、多元化发展。会议指出鼓励引导社会资本积极参与发展海洋经济，叠加广东、上海等地出台系列政策措施，海洋经济有望迎来加速发展。

本周重点关注标的-鼎阳科技、安徽合力、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】【步科股份】【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】【秦川机床】；10）其他：【德马科技】【奥普特】【国机精工】【东华测试】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

◆ 食品饮料周报（25年第27周）：茅台价格趋稳，关注板块中报业绩表现

本周（2025年6月30日至2025年7月4日）本周食品饮料板块上涨0.74%，跑输上证指数0.67pct。本周食品饮料板块涨幅前五分别为科拓生物(21.90%)、煌上煌(11.71%)、晨光生物(11.47%)、百洋股份(10.45%)和双塔食品(9.71%)。

白酒：茅台价格趋稳，关注板块第二季度业绩表现。贵州茅台7月2日公告回购股份进展，截至6月底，公司累计回购股份338.21万股，占公司总股本的比例为0.27%，支付金额52.02亿元。本周白酒指数上涨1.2%，基本面加速磨底，关注增量政策带来的估值修复。情绪面看，大盘整体稳中走强，促消费政策预期升温，顺周期属性较强的标的表现更好。基本面看，需求压力仍然较大，第二季度业绩表现预计平

淡，酒企更注重市场健康度，短期仍将以去库存、促动销为主要工作，中长期更加重视消费者和消费场景培育，积极布局国际化和年轻化。个股推荐方面，把握三条投资主线：1）抗风险能力经过多轮周期验证的板块龙头贵州茅台、山西汾酒、五粮液；2）数字化工程逐步显现正反馈、估值超跌修复的泸州老窖；3）基地市场仍有份额提升逻辑的今世缘、迎驾贡酒、古井贡酒；也建议关注渠道风险加速释放的洋河股份、口子窖、酒鬼酒等。

大众品：安井食品港股挂牌上市，啤酒、饮料迎来旺季检验。啤酒：近期天气升温对啤酒消费较为有利，继续紧盯并择机布局 alpha 型个股。零食：零食龙头引领产业链各环节提效，行业分化趋势延续，继续推荐有新品、新渠道突破的个股。调味品：基础调味品龙头表现韧性，淡季关注政策动向。建议关注复调行业在餐饮行业预期上升后的估值修复，推荐复调板块龙头颐海国际以及基础调味品板块龙头海天味业。速冻食品：淡季企业积极研发新品，安井食品港股挂牌上市。继续推荐关注经营稳定的餐饮供应链龙头安井食品、千味央厨。乳制品：潜在政策催化，需求平稳复苏，供给加速出清，布局 2025 年供需改善带来的向上弹性。饮料：迎来旺季检验，龙头目标积极预计景气延续。我们推荐持续加速全国化和平台化的东鹏饮料，同样建议关注今年表现较优的包装水、茶饮龙头。

投资建议：本周推荐组合为贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、东鹏饮料、安井食品等。

风险提示：需求恢复较弱；原材料价格大幅上涨；市场竞争加剧。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）、柴苏苏（S0980524080003）

联系人： 张未艾、王新雨

◆ 房地产行业 2025 年中期策略：审慎观察，积极博弈

上半年回顾

当前“924”热度渐散，市场重回下行趋势，景气度回到了“924”之前。我们预计若无增量政策出现，短期内市场销售端无自发修复的可能。

下半年展望

当前库存供需关系未明显好转，如回收存量土地计划全部落地，当前能消化约 14%的超量闲置土地。如果不考虑增量政策，我们预计 2025 全年销售额-5.8%，销售面积-3.6%，投资-9.3%，新开工-2%，竣工-26%。

投资策略

在房地产市场磨底的过程中，我们看好风险出清较为充分，拿地积极，土储质量高，产品力好的企业将脱颖而出。结合前文的观察指标，我们推荐：中国金茂、华润置地、绿城中国、越秀地产、贝壳-W、我爱我家。

风险提示

市场风险、政策风险、房企经营风险等。

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

◆ 化工行业月报：油气行业 2025 年 6 月月报-OPEC+8 月加速增产，受中东地缘局势影响油价宽幅波动

6 月油价回顾：

2025 年 6 月布伦特原油期货均价为 69.9 美元/桶，环比上涨 5.9 美元/桶，月末收于 67.8 美元/桶；WTI 原油期货均价 67.6 美元/桶，环比上涨 6.3 美元/桶，月末收于 65.1 美元/桶。6 月上旬，欧盟制定对俄制裁措施、美国对伊朗实施新制裁，同时中美经贸磋商原则上达成框架，国际油价震荡上涨；6 月中旬，以色列对伊朗进行大规模袭击，伊朗进行多轮反击，加之美国原油库存下降支撑需求，国际油价暴涨，布伦特、WTI 原油期货最高分别上涨至 79、78 美元/桶；6 月下旬，以伊达成停火协议，地缘风险溢价大幅回吐；6 月末，知情人士称 OPEC+8 月有望再次大幅增产，俄罗斯对乌克兰全境发动大规模袭击，国际油价震荡下跌。

油价观点判断：

供给端 OPEC+宣布 8 月份加速增产 54.8 万桶/天：2024 年 12 月第 38 届 OPEC+召开部长级会议，决定将 200 万桶/日集体减产、166 万桶/日自愿减产目标延长至 2026 年底；将 220 万桶/日自愿减产计划再延长 3 个月至 2025 年 3 月底，3 月初，OPEC+发布声明，确定该部分自愿减产将和阿联酋增加的 30 万桶/日产量从 2025 年 4 月至 2026 年 9 月底内逐步恢复。但 4 月、5 月、6 月初，OPEC+分别宣布将在 5 月、6 月、7 月分别增产 41.1 万桶/日，为原定增产计划额的 3 倍；7 月 5 日 OPEC+宣布 8 月加速增产 54.8 万桶/日，为原定增产计划额的 4 倍。按此增产幅度，OPEC+剩余 54.8 万桶/日增产计划将在今年 9 月份完成。

需求端：国际主要能源机构预计 2025 年原油需求增长 72-130 万桶/天，预计 2026 年原油需求增长 74-128 万桶/天：根据 OPEC、IEA、EIA 最新 6 月月报显示，2025 年原油需求分别为 105.00、103.51、103.52 百万桶/天（上次为 105.00、103.52、103.72 百万桶/天），分别较 2024 年增加 130、72、78 万桶/天（上次为 130、73、98 万桶/天），2026 年原油需求分别为 106.28、104.25、104.59 百万桶/天（上次为 106.28、104.28、104.62 百万桶/天），分别较 2025 年增加 128、74、107 万桶/天，（上次为 128、76、91 万桶/天）。

近期，全球外部环境急剧变化，同时俄乌、美伊以及美国“对等关税”政策均存在较大不确定性，但考虑到 OPEC+较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，预计 2025 年布伦特油价中枢在 65-75 美元/桶，2025 年 WTI 油价中枢在 60-70 美元/桶。

相关标的：

重点推荐【中国海油】、【中国石油】、【卫星化学】、【海油发展】、【广汇能源】。

风险提示：

原材料价格波动；产品价格波动；下游需求不及预期等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）、董丙旭（S0980524090002）

◆ 化工行业月报：农化行业：2025 年 6 月月度观察-钾肥、草甘膦价格上行，杀虫剂“康宽”供给突发受限

钾肥供需紧平衡，国际钾肥价格持续上行。我国是全球最大的钾肥需求国，而钾肥资源供给相对不足，进口依存度超过 60%，2024 年我国氯化钾产量 550 万吨，同比降低 2.7%，进口量 1263.3 万吨，同比增长 9.1%，创历史新高。截至 2025 年 6 月底，国内氯化钾港口库存为 198 万吨，较去年同期减少 96 万吨，降幅为 32.6%。未来由于粮食生产安全愈发被重视，预计国内钾肥安全库存量将提升到 400 万吨以上。6 月份中国大合同合约锁定 346 美元/吨（CFR）基准价，基础量 75 万公吨并含附加采购选项；印度协议设定 349 美元/吨（CFR）且附带 180 天信用证条款，40 万吨基础量搭配弹性增购机制。6 月国产 60%氯化钾出厂价 2600 元/吨（到站参考价 2900 元/吨），环比持平。从二级市场探析，华北、华东市场经销商出库参考价 2950 元/吨左右。近期港口氯化钾价格涨幅增大，或助推 7 月国产氯化钾价格上涨，预计涨幅 100 元/吨左右。

磷化工行业的景气度取决于磷矿石价格的景气度，看好磷矿石长期价格中枢维持较高水平。近两年来，我国可开采磷矿品位下降，开采难度和成本提升，而新增产能投放时间周期较长，同时需求端以磷酸铁锂为代表的下游新领域需求不断增长，国内磷矿石供需格局偏紧，磷矿的资源稀缺属性日益凸显，30%品位磷矿石市场价格在 900 元/吨的高价区间运行时间已超 2 年。据百川盈孚，截至 2025 年 6 月 30 日，湖北市场 30%品位磷矿石船板含税价 1040 元/吨，云南市场 30%品位磷矿石货场交货价 970 元/吨，均环比上月底持平。

海内外磷肥价差扩大。2025 年磷肥出口政策延续总量控制原则，强调“国内优先、适当出口、自律出口、以外补内”，出口配额较去年有所缩减，但窗口期集中于 5-9 月，法检时间优化至半个月。出口配额分两批发放，首批集中在 5-9 月高峰期。6 月 30 日磷酸一铵波罗的海 FOB 现货价与湖北地区市场价价差约 1735 元/吨，较上月底提升 327 元/吨；中国磷酸二铵 FOB 价格与山东地区市场价价差约 1343.81，较上月底提升 221 元/吨。当前海外磷肥价格高于国内，磷肥出口政策将在短期内缓解国内淡季市场的下行压

力。

康宽供给突发受限，草甘膦价格上涨。友道化学氯虫苯甲酰胺（康宽）名义产能 1.1 万吨/年，国内产能占比达 41%，此次突发爆炸事故后，氯虫苯甲酰胺价格有望出现阶段性上涨。据中农立华，6 月 2 日康宽报价 25 万元/吨以上，较上周上涨 2.2 万元/吨；另据中农纵横，目前 K 胺市场报价在 18-20 万元/吨，相比一季度均价 13 万元/吨，上涨幅度为 27%-35%。6 月华东地区草甘膦市场价格上涨 1300 元/吨，涨幅 5.49%，美国农业部预测今年巴西的大豆、玉米种植面积仍将继续增加，进而对草甘膦需求量也将增加，结合往年 6-8 月为南美的进口旺季，我们看好 6-8 月份中国出口到南美的草甘膦数量提升，也将对价格形成有效拉动。

投资建议：1) 钾肥：看好钾肥资源稀缺属性，重点推荐【亚钾国际】，预计公司 2025、2026 年氯化钾产量分别为 280 万吨、400 万吨，前三个百万吨完全满产有望达到 500 万吨产量。

2) 磷化工：磷化工以磷矿石为起点，下游以农化制品为主，具有刚需属性，近几年来随着含磷新能源材料等新应用领域不断扩展，而国内磷矿石因多年无序开采面临品位下降问题，新增产能及进口磷矿石短期内难以放量，磷矿石的资源稀缺属性日益凸显，我们看好磷矿石长期价格中枢维持较高水平；重点推荐磷矿储量丰富的磷化工全产业链龙头【云天化】、【兴发集团】，建议关注磷矿石自给率提升的【湖北宜化】、【云图控股】。

3) 农药：重点推荐草甘膦龙头公司【兴发集团】，公司拥有草甘膦产能 23 万吨/年，排名全球第二。建议关注布局氯虫苯甲酰胺的【利尔化学】、具有氯虫苯甲酰胺替代品产能的【扬农化工】（拟除虫菊酯类杀虫剂）、【利民股份】（甲维盐、阿维菌素）。

风险提示：安全生产和环境保护风险；磷化工产品需求不及预期的风险；产能扩张导致的市场风险；原材料价格波动的风险等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）、余双雨（S0980523120001）

联系人： 王新航

◆ 海外市场专题：美元债双周报（25 年第 27 周）- “大漂亮法案”通过将增加美国中长期财政压力

“大漂亮法案”通过并生效，美国财政压力或将进一步扩大。7 月 1 日，“大漂亮法案”（OBBA）以 51 比 50 的微弱优势通过参议院；7 月 3 日，美国国会众议院对该法案进行最终表决投票，以 218 比 214 的结果通过；7 月 4 日，美国总统特朗普签署该法案，“大漂亮法案”正式生效。该法案实质为税改法案，核心条款是降低企业税，同时也包含削减社会福利、取消清洁能源补贴、增加国债规模等内容。该法案“减税养债”，一方面为特定行业大企业减税，鼓励研发、刺激经济；另一方面，为了缓解财政压力，美国提高了国债规模，解决短期债务的同时也带来了更加剧烈的长期问题。减税的大规模缩减导致赤字增长，但对经济增长的贡献仍需商榷，美国财政压力或将进一步扩大。

6 月非农就业数据仍具韧性，但需关注结构问题。6 月非农就业人数增加 14.7 万人，远高于市场预期；6 月私营就业人数减少 3.3 万，是 2023 年 3 月以来的首次下降；失业率下降至 4.1%，低于预期；4 月和 5 月的非农就业数据上修 1.6 万人，总体来看美国劳动力市场仍保持韧性。6 月就业回升主要源于政府就业贡献，但政府就业增势难以持续。小企业大规模裁员的同时新增岗位远低于往年增幅，本次非农数据的韧性仍待观察，未来具有转弱风险。

衍生品市场维持 9 月和 12 月两次降息预期。从市场降息预期变化来看，超市场预期非农就业数据提高了美联储继续观望的可能性，也降低了本月降息的概率，CME“美联储观察”工具显示，联邦基金利率期货隐含的 7 月利率不变的概率为 95%，降息 25 个基点的概率仅为 5%，9 月降息的概率为 73%，到 12 月共降息 50bp 的概率为 90%。

美债利率先降后升，期限利差小幅收窄。美债利率曲线近两周先降后升，1 年/2 年/3 年/5 年/10 年/20 年/30 年期美债利率分别变动-3/-6/-5/-4/-3/-2/-2bp，10Y 和 2Y 分别录得 4.35%和 3.88%，10Y-2Y 利差小幅收窄至 47bp。

投资建议：美债收益率近一周上行，主要受 6 月非农就业数据强劲影响，市场对美联储年内降息预期降

温，此外，“大漂亮法案”的通过预计将在未来十年为美国增加 3.4 万亿美元赤字，引发市场对国债供给上升的担忧，或对中长期美债收益率构成持续上行压力，期限溢价或将维持高位。建议投资者以中短期美债配置为主，优选 2-5 年期品种，平衡收益与波动；谨慎配置长久期债券以规避利率上行风险。

重要事件与数据方面，未来两周建议重点关注美国 6 月 CPI 数据和零售销售数据。

风险提示：美国经济和货币、财政、贸易政策的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、徐祯霆（S0980522060001）

◆ 传媒行业 7 月投资策略：持续看好游戏板块表现，把握 AI 应用与 IP 潮玩布局机会

6 月跑赢市场。1) 25 年 6 月份传媒板块（申万传媒指数）上涨 8.40%，跑赢沪深 300 指数 5.90 个百分点，在申万一级 31 个行业中排名第 7 位；2) 巨人网络、联建光电、ST 广网、欢瑞世纪、冰川网络涨幅居前；祥源文旅、游族网络、新华都、ST 大晟、三六五网等跌幅居前；3) 估值来看，当前申万传媒指数对应 TTM-PE 47.9x，处于过去 5 年 87%分位数。

游戏市场 1-5 月营收持续高增长，持续看好关注政策、景气度、AI 应用及新品上线驱动下的板块机会。

1) 6 月份共有 147 款国产游戏和 11 款进口游戏过审，1-6 月份累计发放游戏版号 812 个，同比增长 17.9%；北京、浙江等地推出游戏行业支持政策，6 月游戏版号发放数量创新高；2) 5 月中国游戏市场收入 281 亿元，同比增长 10%；移动游戏市场实际销售收入 212 亿元，同比增长 12%；3) 板块估值处于低位，新品、监管政策以及 AI 应用驱动之下，板块具备向上修复可能，重点关注新品表现。

关注暑期档新片，综艺市场芒果腾讯领先。1) 25 年 6 月总票房达 19.06 亿元人民币，同比下滑 14.6%，持续关注《731》《长安的荔枝》等暑期档新片表现；2) 剧集市场，6 月正片播放量的全网剧集 TOP10 中，《藏海传》15.24 亿播放量问鼎榜首。紧随其后的是《临江仙》和《七根心简》，分别取得 11.88 亿和 6.40 亿的成绩；3) 综艺市场爱奇艺&腾讯《哈哈哈哈哈第五季》全网正片市占率 9.16%、芒果的《歌手 2025》市占率 8.04%排名第二；网综方面，前十的综艺中芒果/爱奇艺/腾讯/优酷分别占据 2/3/5/1 个。

AI 应用：AI 图像、视频生成、游戏等领域持续推进。1) 《2025 全球独角兽榜》发布，SpaceX、字节跳动和 OpenAI 排名前三；2) OpenAI、字节跳动、Runway、智谱等发布重磅更新。OpenAI 发布 Deep Research API，专为高阶分析和深度信息合成设计。字节开源图像编辑模型 VINCIE-3B 和视频模型 EX-4D、智谱 AI 开源视觉模型 GLM-4.1V-Thinking，国内头部 AI 大厂的视频理解和生成能力持续快速提升。RunwayAI 宣布即将推出全新生成式 AI 平台“游戏世界”。

投资观点：持续看好景气改善与 IP/AI 驱动下的板块机会。1) 基本面底部改善，关注游戏、广告媒体、影视等板块，寻找个股 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、芒果超媒等）；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 潮玩高景气持续、受众及品类持续泛化，推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；AI 应用处于加速落地的阶段，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（恺英网络、巨人网络、姚记科技等）、AI 玩具（上海电影、奥飞娱乐、汤姆猫等）等领域；

重点推荐组合：6 月投资组合为恺英网络、分众传媒、泡泡玛特、巨人网络、心动公司整体表现良好，7 月投资组合为恺英网络、分众传媒、哔哩哔哩、巨人网络、心动公司。

风险提示：业绩低于预期、技术进步低于预期、监管政策风险等。

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

◆ 传媒互联网周报：持续看好游戏板块机会，关注暑期档及 AI 应用板块机会

传媒板块本周表现：行业上涨 2.39%，跑赢沪深 300，跑赢创业板指。本周（6.30-7.6）传媒行业上涨 2.39%，跑赢沪深 300（1.54%），跑赢创业板指（1.50%）。其中涨幅靠前的分别为吉比特、巨人网络、

神州泰岳、三七互娱等，跌幅靠前的分别为慈文传媒、三维通信、博纳影业、元隆雅图等。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：苹果调整欧盟应用商店规则，国内外 AI 模型及应用持续快速迭代。1) 苹果调整欧盟应用商店规则，以顺应《数字市场法案》新要求，为开发者开辟更为广阔的空间；2) 近日，微信支付正式推出了 MCP 功能，允许 AI 在与用户互动时直接进行支付，为 AI 商业化铺平道路；3) 近日，MiniMax 正式推出了全球首个开源大规模混合架构推理模型——MiniMax-M1，在全球开源模型评测中排名第二；4) 谷歌于近日宣布推出全新 AI 工具套件 Gemini for Education，面向所有使用该平台的学校免费开放，可以协助师生做课前准备、课堂互动和课后反馈。

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（6月30日-7月6日）电影票房6.82亿元。票房前三名分别为《侏罗纪世界：重生》（2.75亿元，票房占比40.4%）、《名侦探柯南：独眼的残像》（1.18亿元，票房占比17.3%）、《F1：狂飙飞车》（0.85亿元，票房占比12.5%）；2) 综艺节目方面，《奔跑吧第九季》、《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）

◆ CIRCLE INTERNET (CRCL.N) 财报点评:合规及先发优势明显，稳定币发展空间广阔

Circle 打造合规稳定币，实现金融领域突破。Circle 公司成立于 2013 年，于 2018 年推出了稳定币 USDC（美元计价），已经成为全球最大的受监管稳定币；2022 年 6 月，公司利用相同的基础设施推出了 EURC（欧元计价）。目前 Circle 的稳定币服务已经支持超过 185 个国家/地区的国际电汇和国内银行转账，超过 1000 个全球合作伙伴，55 个全球许可证，链上交易超过 26 万亿美元。25 年一季度 USDC 流通量达到 600 亿美元，市场排名第二。

稳定币市场快速增长，USDT 和 USDC 先发优势明显。稳定币与法币 1:1 挂钩，实现了现实世界价值和数字货币世界价值的链接，2025 年稳定币总市值突破 2500 亿美元。目前 USDT 和 USDC 两大稳定币已稳居加密货币市值前十，其余稳定币份额均规模较小，已很难对前两年构成威胁。当前，美国参议院通过稳定币《天才法案》，下一步仍需要众议院通过，并由总统签署才能生效。美国财政部长贝森特对该法案力挺，其预计稳定币市场预计到 2030 年将增长至 3.7 万亿美元。稳定币发行方商业模式优越，其将发行稳定币换回的法币资金，投入在各类储备资产中，以获取利息收入。

Circle 主打合规，稳定币份额持续提升。近三年 Circle 通过发行稳定币的储备收入占比在 95-99% 之间，约 85% 的 USDC 储备在 Circle 储备基金中持有，投资组合包含短期美国国债、隔夜美国国债回购协议和现金，托管于纽约梅隆银行，并由贝莱德管理。USDC 份额从 23 年开始持续提升，25Q1 份额提升至 29%；截止 25 年 7 月，USDC 流通量已接近 618 亿美元。Circle 收入主要和发行规模和储备回报率相关，其中与 Coinbase 等合作伙伴的分成，是公司主要成本。除了加密货币市场回暖因素之外，原法币高通胀、跨境贸易业在推动稳定币的渗透。根据 Circle 统计，持有 10 美元 USDC 的钱包，自 2023 年初以来数量接近翻倍，2025 年 Q1 数量达到了 488 万个。在多元需求推动下，合规优势帮助 Circle 用户快速增长。

风险提示：稳定币竞争加剧；相关政策法案落地不及预期；稳定币应用较少。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。预计 Circle 公司 2025-2027 年收入为 23.15/30.85/40.58

亿美元，对应当前 PS 分别为 18/13/10 倍。考虑到 Circle 目前具备极强的合规稀缺性和先发优势，且未来稳定币可展望空间巨大，给予公司今年 21-23 倍 PS 估值，预计合理市值为 486-532 亿美元，预计股价估值区间为 220-241 美元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

证券分析师：熊莉（S0980519030002）、王剑（S0980518070002）、库宏珏（S0980520010001）、陈俊良（S0980519010001）、张绪政（S0980525040003）

金融工程

◆ 金融工程专题报告：金融工程专题研究-日内特殊时刻蕴含的主力资金 Alpha 信息

日内特殊时刻与主力资金行为刻画

日内特殊时刻：不同时刻下的订单具有不同信息含量，我们发现在日内跌幅较大、股价较低、成交量较高、量价背离等日内特殊时刻的主力资金交易行为具有更多的信息含量。

主力资金交易行为刻画——标准化笔均成交金额因子：以平均每笔成交金额（）指标刻画主力资金，将特殊时刻笔均成交金额除以全天笔均成交金额，得到去量纲后的标准化笔均成交金额（）因子。

基于股价涨跌的主力资金交易行为刻画

股价下跌时刻蕴含的 Alpha 信息：根据分钟股价涨跌将不同时刻划分为上涨、下跌和横盘，发现下跌时刻因子对股价未来收益具有较好的预测效果。进一步地，下跌幅度越大，因子表现越好。

基于逐笔成交数据改进因子：引入逐笔成交数据，根据每笔成交的主动买卖方向对特殊时刻成交记录进行划分，构造主买和主卖因子。

跌幅最大时刻主卖因子：基于跌幅最大时刻、主动卖出订单构建的主卖因子，RankIC 均值 8.96%，年化 RankICIR 为 4.24，月胜率 86%。

基于股价高低的主力资金交易行为刻画

股价最低时刻主卖因子：基于股价最低时刻、主动卖出订单构建的主卖因子，RankIC 均值 8.30%，年化 RankICIR 为 4.41，月胜率 89%。

基于成交热度的主力资金交易行为刻画

成交量最高时刻主卖因子：基于成交量最高时刻、主动卖出订单构建的主卖因子，RankIC 均值 10.69%，年化 RankICIR 为 3.86，月胜率 86%。

基于量价背离的主力资金交易行为刻画

量价背离时刻主卖因子：基于量价背离时刻、主动卖出订单构建的主卖因子，RankIC 均值 9.04%，年化 RankICIR 为 3.56，月胜率 81%。

主力复合因子

主力复合因子表现：将不同日内特殊时刻的主动买卖因子进行复合，构建主力复合因子。月频调仓下主力复合因子月度 RankIC 均值为 10.33%，年化 RankICIR 为 4.32，月胜率 90%，多头月均超额 0.84%，空头月均超额-1.92%。周频调仓下复合因子的周度 RankIC 均值为 7.02%，年化 RankICIR 为 6.46，周胜率 82%。

主力复合因子特质：主力复合因子在不同宽基及风格股票池（如小盘股、公募重仓股、高股息股票池）中均展现出较强的选股效果；在月频及周频调仓下，主力复合因子对个股未来收益均具备较好的预测效果；在剥离传统因子后，主力复合纯净因子对个股未来收益仍然具有稳健的收益预测能力。

风险提示：市场环境变动风险，本报告基于客观数据，不构成投资建议。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

【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	770.70	-0.11	ICE 布伦特原油	68.30	-0.72
白银	8881.00	-0.31	铜	79720.00	-0.80
铝	20670.00	-0.62	铅	17140.00	-0.52
豆一	4156.00	-0.81	锌	22185.00	-0.93
豆粕	2808.00	0.07	镍	120990.00	-1.08
玉米	2335.00	-0.08	锡	265940.00	-0.77
螺纹钢	3082.00	0.12	SR507	5769.00	-0.32

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	100.1	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	44406.35	-0.941739	56.86	56.86	56.86	56.86	41.68
德国 DAX 指数	24073.67	1.203240	89.00	-0.94	21.64	30.30	53.03
法 CAC40 指数	7723.47	0.353418	0.75	-1.04	11.49	0.62	47.52
恒生指数	23887.83	-0.118038	-0.76	0.40	20.47	34.20	68.64
沪深 300 指数	3965.17	-0.427600	0.73	2.35	10.46	15.56	66.79
美国 SP500 指数	6229.98	-0.786228	0.40	3.82	23.06	11.90	46.13
纳斯达克综合指数	20412.52	-0.915388	0.21	4.51	30.82	11.22	48.79
日经 225 指数	39587.68	-0.560651	-2.22	4.89	27.14	-3.23	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	603083.SH	剑桥科技	44.9000	2.1383	无数据	603083.SH	剑桥科技	44.9000	2.1383	无数据
2	300059.SZ	东方财富	22.7500	-0.2193	无数据	300059.SZ	东方财富	22.7500	-0.2193	无数据
3	300760.SZ	迈瑞医疗	216.4100	-3.3021	无数据	300760.SZ	迈瑞医疗	216.4100	-3.3021	无数据
4	601138.SH	工业富联	23.9800	0.7140	无数据	601138.SH	工业富联	23.9800	0.7140	无数据
5	601127.SH	赛力斯	136.5100	1.0586	无数据	002463.SZ	沪电股份	45.8000	-3.1712	无数据
6	601166.SH	兴业银行	25.1200	1.1679	无数据	601127.SH	赛力斯	136.5100	1.0586	无数据
7	600519.SH	贵州茅台	1410.7000	-0.8100	无数据	600519.SH	贵州茅台	1410.7000	-0.8100	无数据

8	300476.SZ	胜宏科技	144.2300	-1.4216	无数据	300476.SZ	胜宏科技	144.2300	-1.4216	无数据
9	002594.SZ	比亚迪	328.5900	-0.7281	无数据	002594.SZ	比亚迪	328.5900	-0.7281	无数据
10	002475.SZ	立讯精密	34.7500	-1.5302	无数据	002475.SZ	立讯精密	34.7500	-1.5302	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	9.0600	0.15267176	74068.51	1788.HK	国泰君安国际	4.7300	0.10772834	351833.31
2	0939.HK	建设银行	8.2000	-0.00121803	92459.37	9988.HK	阿里巴巴-W	105.4000	0.00285442	223318.06
3	1801.HK	信达生物	82.5500	-0.04234339	106427.78	3690.HK	美团-W	119.0000	-0.01490066	220245.04
4	0981.HK	中芯国际	44.3000	0.00796359	153357.39	1810.HK	小米集团-W	57.3000	-0.00347826	141384.48
5	0700.HK	腾讯控股	502.0000	0.01046699	173970.17	0700.HK	腾讯控股	502.0000	0.01046699	119728.04
6	1810.HK	小米集团-W	57.3000	-0.00347826	174280.13	0981.HK	中芯国际	44.3000	0.00796359	102234.51
7	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	250155.37	1801.HK	信达生物	82.5500	-0.04234339	81699.51
8	9988.HK	阿里巴巴-W	105.4000	0.00285442	251805.71	2587.HK	健康之路	9.0600	0.15267176	71289.71
9	3690.HK	美团-W	119.0000	-0.01490066	291952.13	9992.HK	泡泡玛特	259.0000	0.02371542	45111.35
10	1788.HK	国泰君安国际	4.7300	0.10772834	377238.06	0939.HK	建设银行	8.2000	-0.00121803	30318.68

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