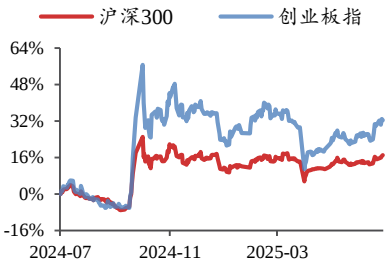


2025 年 07 月 07 日

开源晨会 0707

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	1.842
传媒	0.914
综合	0.707
公用事业	0.673
钢铁	0.498

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
美容护理	-1.867
有色金属	-1.597
基础化工	-1.218
轻工制造	-1.172
环保	-1.033

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】政府就业支撑美国 6 月非农再超预期——美国 6 月非农就业数据点评-20250704

【策略】震荡中枢抬升，两个新机会——投资策略周报-20250706

【策略】深海科技——贯穿下半年的强主题机会——投资策略专题-20250705

【金融工程】构建跑赢中证 500 的分析师组合——开源量化评论（110）-20250705

【金融工程】基金投顾产品 6 月调仓一览——基金投顾产品月报系列（19）-20250704

行业公司

【医药】艾伯维收购 Capstan，加码体内 CAR-T——行业周报-20250706

【汽车】重磅车型持续推出，本土品牌竞争力持续强化——行业周报-20250706

【地产建筑】嘉实京东仓储物流 REIT 扩募启动，环保 REITs 单周表现优异——行业周报-20250706

【社服】即时零售补贴加码第三方配送&餐饮受益，AI 创意工具龙头 Figma 拟上市——行业周报-20250706

【非银金融】6 月新开户同比高增，头部券商受益于港股高景气——行业周报-20250706

【商贸零售】美丽田园股权结构优化，新氧青春诊所发展迅速——行业周报-20250706

【农林牧渔】供给收缩与宏观催化共振，2025Q3 猪价存在强支撑——行业周报-20250706

【化工】制冷剂报价坚挺上行，趋势延续——氟化工行业周报-20250706

【化工】反内卷浪潮席卷而来，新一轮供给侧改革呼之欲出——行业周报-20250706

【建材】“反内卷”持续推进，关注建材投资机会——行业周报-20250706

【食品饮料】白酒承压待布局，魔芋赛道涌生机——行业周报-20250706

【计算机】稳定币和 AI 产业持续催化——行业周报-20250706

【电子】关税隐忧即将落地，果链估值有望持续修复——行业点评报告-20250706

【通信】万国和润泽 REIT 均获超百倍认购，世纪互联上调业绩指引，AIDC 产业链发展或提速——行业周报-20250706

【建材】“反内卷”持续推进，关注玻纤行业底部机会——行业点评报告-20250704

【海外：阿里巴巴-W(09988.HK)】短期闪购加大投入利润或承压，看好长期生态协同——港股公司信息更新报告-20250704

【中小盘：芯动联科(688582.SH)】公司发布 2025 年半年度业绩预增，同比大幅增长——中小盘信息更新-20250706

研报摘要

总量研究

【宏观经济】政府就业支撑美国 6 月非农再超预期——美国 6 月非农就业数据点评-20250704

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘伟桢（分析师）证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 6 月非农就业数据。其中新增非农就业 14.7 万，超市场预期。失业率为 4.1%，平均时薪同比增长 3.7%，低于市场预期。

新增非农就业再超预期，失业率下行，且前值小幅上修

1. 新增非农就业再超市场预期，且前值经历小幅上修

6 月美国新增非农就业 14.7 万人，较 5 月份初值（13.9 万）回升，且大幅高于市场预期的 10.6 万。4 月、5 月新增非农就业累计上修 1.6 万，为 2025 年首次。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 14.97 万人，亦出现上行。结构上看，政府就业贡献了 6 月新增非农就业的将近 50%，主要是州和地方政府，较为罕见。私人部门方面，建筑业、零售业新增就业较 5 月上升较多。总体看，6 月非农数据显示当前美国劳动力市场韧性较为明显，但考虑到 6 月数据中政府部门的占比较高，以及后续可能的下修，还需要保持对美国劳动力市场的观察。

2. 劳动参与率与失业率均下行、永久性失业占比略有回升

6 月美国劳动参与率录得约 62.3%，失业率为 4.1%，两者均超预期下行，显示美国整体的就业情况边际略有好转，与非农就业数据的方向一致，均指向美国劳动力市场较有韧性。再来看失业率成因，相较于 5 月，6 月离职者、永久性失业占比有所上升，再就业者、完成临时工作占比有所下降，可能显示企业倾向于招聘经验丰富的员工，以应对后续可能的业务需要。

3. 劳动力市场供需关系压力连续上行

从 JOLTS 数据来看，5 月份职位空缺数为 776.9 万人，较 4 月上升约 37.4 万人，职位空缺率为 4.6%，目前每个求职者对应约 1.1 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度连续 2 个月上行。同时，职工主动离职率录得 2.1%、解雇裁员率录得 1.1%，主动离职率与解雇裁员率变化与 4 月相反，我们认为，或显示美国企业与居民对经济前景的看法边际改善，带动劳动力需求提升。

美国就业韧性持续性或需观察，9 月降息可能性尚存

第一，6 月新增非农就业中，州与地方政府就业占比超过 50%，其中教育就业为关键因素，可持续性需要观察。6 月美国非农就业超预期的最关键因素在于州与地方政府新增就业（8 万），其中 6 月州和地方政府的政府新增就业为 6.35 万，占州与地方政府全部就业的约 79%。若仅考虑私人部门的新增就业，实则不及市场预期。往后看，如果 7 月份州与地方政府新增就业回归至均值水平亦或下降，则 7 月非农就业或将面临不小的降幅。

第二，对美联储而言，虽然非农就业数据回升，但内部分歧的显现以及特朗普的施压，可能促使其提高降息灵活性，9 月份降息的可能性尚存。在 6 月 FOMC 会议公布的点阵图中，美联储官员们仍认为 2025 年可能有 2 次降息，但对降息幅度的分歧似乎较大，近期美联储官员的讲话更是将这一分歧显性化。结合本次 6 月非农数据、美联储内部分歧显性化以及特朗普对美联储降息的不断施压来看，我们认为美联储后续降息的灵活性将会提升，9 月份降息的可能性尚存。不过基准情形下，考虑到通胀的可能上升，我们仍维持 4 季度首次降息，全年可能降息 1-2 次的判断。

往后看，由于美国经济数据相对较好，我们需要关注 6 月 CPI 数据（7.15）、美国减税法案的最终规模。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

【策略】震荡中枢抬升，两个新机会——投资策略周报-20250706

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

市场震荡中枢抬升，但仍“上有顶下有底”

市场经历上周的3连阳后，呈现了一定的积极形态，虽然市场分歧有所加大，但我们对于指数的有效突破维持乐观判断：（1）月线动量的扭转，或改变横盘近半年的窘境；（2）金融科技板块情绪龙头或在酝酿7月的突破；（3）成交额中枢的上行加非银的领涨，市场震荡中枢上移的概率较大。

但从DDM视角来看，并不支持指数上的快速突破，当下更大的可能是呈现震荡中枢抬升，但仍表现出“上有顶下有底”的特征。（1）上有顶：盈利尚在磨底——盈利底不早于3季度末到来，且预计本轮盈利周期的弹性不大，所以即便即将看到盈利底也不一定会有很强的股市弹性。（2）下有底：估值构成支撑——政府部门支撑宽信用（居民部门和企业部门信用尚未扩张）；风险偏好则由并不激进的稳增长政策+以“国家队”为代表的“稳市组合拳”来支撑。

在震荡中枢抬升，结构性机会显得尤为重要。除“DeltaG消费+自主可控科技+稳定型红利+黄金”之外，还包括两大新机会：“深海科技”和“次新股”。

深海科技——贯穿下半年的强主题机会

“集中精力办好自己的事”和“底线思维”是本轮政策应对“外部冲击”的核心思路，而“深海科技”正是“底线思维”下政策确定性的交集。深海科技有望在“十五五”规划中进一步被提级为战略性重点领域。深海科技产业链较广、较深，包括上游（原材料与零部件、能源与动力系统），中游（深海探测、装备制造、工程建设等），下游（深海资源开发、利用等）。

次新股——相对经济信心提升下的风偏受益品种

2024年9月起，次新股重新开始占优：相对走势触底后中枢大幅抬升，呈向上趋势。次新股的占优原因，中国相对经济信心的提升带来的风偏上行，2022年后次新股的走势与中国相对经济及其预期息息相关，与社融、人民币汇率、中债利率等相关性较高。由于市场中的次新股指数不具备可跟踪操作性，因此我们构建一个更有效、更可跟踪的指数：开源次新股指数，通过扩大上市时长，包含更多能代表新经济、新产业的个股。在该指数基础上叠加各类指标，进一步精选次新股。

当下配置建议：△G消费+自主可控科技+稳定型红利+黄金

当下的配置核心思路：（1）行业下层分散；（2）沿着“地缘风险溢价”线索，追求预期差最大的方向和国内确定性的方向；（3）DeltaG消费+自主可控科技+稳定型红利+黄金。行业配置“4+1”建议：（1）“内循环”内需消费：服装鞋帽、汽车、一般零售、新零售等，重点关注盈利增速边际改善的细分领域；（2）科技成长自主可控+军工：AI+、机器人、半导体、信创、军工（导弹、无人机、卫星、深海科技）；（3）成本改善驱动：养殖、航海装备、能源金属、饲料；（4）出海结构性机会：对欧洲出口占比高品种；（5）中长期底仓：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

风险提示：宏观政策超预期变动加快复苏进程；全球流动性及地缘政治恶化风险；前瞻指标的使用基于历史数据，不能代表未来。

【策略】深海科技——贯穿下半年的强主题机会——投资策略专题-20250705

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 耿驰政（联系人）证书编号：S0790125050007 | 曹晋（联系人）证书编号：S0790124080011

深海科技是“底线思维”下政策确定性的交集

“集中精力办好自己的事”和“底线思维”是本轮政策应对“外部冲击”的核心思路，而“深海科技”正是“底线思维”下政策确定性的交集。

什么是“底线思维”？假设对美出口全面归零，对应的，我们需要有类似级别的对冲，这对冲可以由三个维度提供：（1）国内扩大内需以及财政刺激等政策；（2）科技创新下的全要素生产力提振、（3）对其他国家的出口和出海。而这三个维度其实就是“办好自己的事”，它们也刚好就对应了接下来确定性最高的方向。而在今年政府工作报告当中被首次提及的“深海科技”，正是这三大确定性的交集。在当前外部不确定性持续较高的当下，通过“深海科技”走出一条具有中国特色的向海图强之路，是“底线思维”的政策思路下确定性最高的政策公约数。

深海科技的提出进一步夯实海洋经济的政策地位

政策层面在提出“海洋经济”之后进一步引入“深海科技”概念，体现出对相关领域的持续关注，并逐步明确了未来发展的着力方向。作为新质生产力的重要组成部分，深海科技正日益成为推动海洋经济转型升级的关键力量，从边缘补充型产业跃升为国家战略性新兴产业的核心组成部分，标志着我国海洋经济进入第二轮顶层设计阶段。由于内陆城镇化空间趋于饱和，国家在资源配置上正加快向海洋拓展，深海资源开发成为新的增长支点与战略拓展方向。

从政策体系来看，深海科技已形成国家与地方双轮驱动的发展格局。值得关注的是，深海科技不仅已被纳入“新质生产力”范畴，其科技密集度、资本密集度与技术自主可控属性，亦契合当前制造业升级与高端装备国产替代的大趋势。结合当前政策逻辑与产业趋势，深海科技有望在“十五五”规划中进一步被提级为战略性重点领域，成为新一轮科技革命和产业变革中的顶层驱动因素。

深海科技产业链——“三深”技术，和产业链的上中下游

深海科技产业链是一个复杂的跨学科体系，其核心技术体系为“三深”技术，即深潜（利用运载工具直接潜入深海作业）、深钻（从海底向下钻探取样研究）和深网（在海底部署由光电缆、传感器构成的探测网络）。

深海科技产业链上游主要包括原材料与零部件、能源与动力系统，深海作业要求原材料具备耐高压性、耐腐蚀性，要求零部件高精度、抗干扰；

深海科技产业链中游是产业发展的核心环节，是“装备+系统+部署能力”的工业化组合，具有较高的技术壁垒，涵盖了深海探测、装备制造、工程建设、系统集成等多环节；

深海科技产业链下游包括深海资源开发、深海能源利用、海洋观测、深海数智化、国防与安全等。其中，深海油气开发是深海产业链最成熟的先导领域，深海国防产业链也相对成熟。

风险提示：政策超预期变动；产业发展和政策出台及落地不及预期。

【金融工程】构建跑赢中证 500 的分析师组合——开源量化评论（110）-20250705

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002

券商十大金股与业绩超预期的选股信息

券商金股收益表现优于沪深 300 指数和中证 500 指数：2017 年以来，8 年时间区间内券商金股年化收益率为 11.2%，优于同期的沪深 300 指数（1.7%）和中证 500 指数（-0.7%）。分年度来看，2017 年-2021 年市场整体处于上涨趋势，券商金股每年均跑赢沪深 300 和中证 500 指数；2022 年-2024 年市场整体处于下跌趋势，券商金股收益整体跑输沪深 300 和中证 500 指数。券商金股表现出“牛市跑赢、熊市跑输”特征。券商金股整体收益表现受市场环境影响较大，想要获得稳健超额表现，需要对券商金股进行内部剖析。

新进金股表现好于重复金股。我们将所有金股进行内部划分，按照本月金股相对上月金股是否重复，分为新进金股和重复金股两部分。这里新进金股包含了更多的 alpha 推荐动机，能够及时反映市场上行业风格偏好的新变化。2017 年以来，新进金股与重复金股年化收益率分别为 14.1%与 8.8%，新进金股平均每年跑赢重复金股 5.3%。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

4 / 22

新进金股相对重复金股回撤更小，整体风险调整后收益更优。

业绩超预期在新进金股中选股效果优异。我们分别在新进金股和重复金股股票池中，用业绩超预期指标进行高低两分组。可以发现，业绩超预期在两类金股中均有区分效果，业绩超预期的金股表现更好。值得一提的是，业绩超预期指标在新进金股中的选股效果明显优于重复金股。我们认为可能的原因是，由于重复金股关注度和机构投资者占比更高，因此业绩超预期信息会更快地被吸收反应（price in），在金股发布时效果变弱；而对于新进金股而言，由于关注度相对较低，因此业绩超预期信息的选股效果依然有效。

构建对标中证 500 的分析师 50 组合

基于上文我们得到如下结论：券商金股中新进金股收益表现更优；业绩超预期在新进金股中选股效果优异。我们在新进金股池中按业绩超预期指标筛选股票，并参考中证 500 指数行业权重进行加权，构建对标中证 500 的“分析师 50 组合”。

分析师 50 组合相对中证 500 超额表现优异：2017 年以来，分析师 50 组合年化收益为 14.9%，同期中证 500 指数年化收益率为 -0.7%，组合年化超额收益为 15.6%，每年均跑赢中证 500 指数。在市场上涨年份组合超额表现相对更优，截至 2025 年 6 月底，2025 年以来组合相对中证 500 指数超额收益达到 10.2%。组合在沪深 300 指数、中证 500 指数、中证 1000 指数和其他指数成分股，持仓占比均值分别为 28.7%、26.8%、29.3%、15.3%。

分析师 50 组合能够追踪市场风格最新动向，动态捕捉高弹性个股：依靠分析师的新进推荐动机，分析师 50 组合能够跟上最新风格变化：2023 年 2 月和 4 月组合捕捉到 AI 产业机会，2024 年 1 月份组合侧重红利板块，2025 年 1 月份组合捕捉到 AI 端侧的最新动向。个股收益弹性方面，金股推荐的考核目标在于月度收益，因此组合标的具备一定收益弹性和进攻性。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】基金投顾产品 6 月调仓一览——基金投顾产品月报系列（19）-20250704

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003 | 蒋韬（分析师）证书编号：S0790525070001

业绩统计：2025 年 6 月股票类投顾产品业绩优于沪深 300

在前期报告《基金投顾的全方位解析及 FOF 策略构建》中，我们对天天基金及且慢上 570 个基金投顾产品，按照业绩基准中权益部分的指数权重分为纯债型投顾（0%）、固收+型投顾（0%~20%）、股债混合型投顾（20%~70%）和股票型投顾（70%~100%）。

统计各类型基金投顾产品业绩，6 月股票型投顾产品平均收益高于沪深 300，纯债型投顾产品平均收益略高于纯债债基。6 月份纯债型、固收+型、股债混合型、股票型投顾产品绝对收益均值分别为 0.28%、0.79%、1.90% 和 3.47%。

6 月基金投顾产品调仓行为解析

2025 年 6 月投顾产品调仓数量较多，共有 103 个基金投顾产品进行调仓。

债券资产调仓动向：

各投资类型基金占比：纯债型投顾组合减少货币基金，增加偏信用债类基金；固收+型投顾组合增加债券类基金。

久期：6 月调仓纯债型投顾产品和固收+型投顾产品存在分歧，纯债型投顾减少久期，固收+型投顾增加久期。其中纯债型投顾产品整体久期减少 0.05 年，固收+型投顾产品整体久期增加 0.11 年。

底层债券比例变化：6 月调仓纯债型投顾产品整体减少货币和可转债比例，增加信用债比例，固收+型投顾产

品减少货币比例，增加其他各类债券比例。

我们整理纯债类投顾关于债券配置的观点：从市场环境及资金面来看，6月存单大量到期，但6月初央行前置买断式逆回购，叠加持续逆回购操作，市场流动性充裕，资金成本下降。季末流动性压力可能影响长端债券，6月下旬波动大。

从操作策略与调整方向来看，一是月初降低长期债券仓位；二是增加短期债券，利用央行宽松环境赚取收益；三是票息策略；四是等待长端机会。

权益资产调仓动向：

各投资类型基金占比：股债混合型投顾组合增加主动权益类产品，减少指数类产品；股票型投顾组合减少 QDII 类产品。

投顾产品行业配置：6月投顾产品整体减少房地产、电子等行业，增加有色金属、医药生物等行业。此外，部分投顾加仓了科技类基金和国内消费类基金，理由是科技板块已经沉寂较长时间，回调幅度也足够，适当加仓等风来。

风格配置：6月投顾产品持仓中红利基金比例上升，底层资产中微盘类股票比例略增，小盘类股票比例略减。

热门板块配置：2025年6月基金投顾增加港股、减少创业和科创板配置比例。

统计 QDII 型和宏观驱动型投顾调仓，2025年6月该类基金投顾产品减配港股类基金，增加白银、全球债、油气类基金，减配标的主要包括港股、越南类基金。

风险提示：本报告不构成对基金投顾产品的投资建议，基金投顾产品的历史业绩不代表未来收益。

行业公司

【医药】艾伯维收购 Capstan，加码体内 CAR-T——行业周报-20250706

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 巢舒然（联系人）证书编号：S0790123110015 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002

艾伯维收购 Capstan，加码体内 CAR-T 技术路径

2025年6月30日，艾伯维宣布将以最高21亿美元现金方式收购体内 CAR-T 疗法生物技术公司 Capstan Therapeutics。Capstan 是一家位于加州圣地亚哥的公司，专注于开发体内细胞疗法，其创始人包括了 CAR-T 先驱 Bruce Levine 及 Carl June，以及因 mRNA 疫苗相关工作而获得诺贝尔生理学或医学奖的 Drew Weissman。Capstan 的主要资产 CPTX2309 是一种利用靶向脂质纳米颗粒（tLNPs）进行 RNA 递送的体内抗 CD19 CAR-T 疗法候选药物，目前正处于 I 期临床阶段，主要开发用于治疗 B 细胞介导的自身免疫性疾病；此外，艾伯维还将收购 Capstan 专有的 tLNP 平台技术。

MNC 积极布局 invivo CAR-T 技术，递送技术多元

据 Insight 统计，MNC 近几年积极以合作和并购方式布局 invivo CAR-T 技术，且其中艾伯维同时布局慢病毒载体 LV 和脂质纳米粒载体 LNP 技术路线。目前，病毒载体系统和纳米颗粒载体递送系统为两大重点开发系统。

据 Insight 统计，目前全球已披露 mRNA 技术路径（非病毒载体）invivo CAR-T 研发项目超 20 个，并且多集中在脂质纳米粒载体 LNP 方向。

我们看好体内 CAR-T 技术未来广阔的空间，关注国内布局相关技术标的。推荐标的：悦康药业；受益标的：云顶新耀、石药集团。

本周医药生物上涨 3.64%，其他生物制品涨幅最大

本周医药生物上涨 3.64%，跑赢沪深 300 指数 2.1pct，在 31 个子行业中排名第 4 位。本周大部分板块处于上涨态势，本周其他生物制品板块涨幅最大，上涨 8.28%；医疗研发外包板块上涨 7.13%，原料药板块上涨 5.77%，体外诊断板块上涨 4.94%，化学制剂板块上涨 4.9%；医疗设备板块跌幅最大，下跌 0.21%，医院板块下跌 0.04%，血液制品板块上涨 0.01%，疫苗板块上涨 0.43%，中药板块上涨 1.27%。

推荐标的

推荐标的：制药及生物制品：恒瑞医药、华东医药、三生制药、人福医药、恩华药业、信达生物、再鼎医药、百利天恒、泽璟制药-U、诺诚健华、科伦博泰生物-B、三生国健、康诺亚-B、一品红、海思科、艾力斯、艾迪药业、和黄医药、京新药业、健康元；CXO：药明康德、药明合联、泰格医药、药明生物、博腾股份、泓博医药；科研服务：毕得医药、百普赛斯、皓元医药、昊帆生物、海尔生物、奥浦迈、阿拉丁；中药：东阿阿胶、江中药业、天士力、济川药业、羚锐制药、悦康药业、方盛制药、佐力药业；原料药：普洛药业、健友股份、华海药业、奥锐特、博瑞医药；医疗器械：迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜、英科医疗、万孚生物、可孚医疗、圣湘生物、康拓医疗；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、海吉亚医疗、锦欣生殖；零售药店：益丰药房。

风险提示：研发不确定性风险、药物安全性风险、竞争加剧风险等。

【汽车】重磅车型持续推出，本土品牌竞争力持续强化——行业周报-20250706

赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014 | 王镇涛（联系人）证书编号：S0790124070021

本周观点：重磅车型持续推出，本土品牌竞争力持续强化

（1）小鹏 G7 登场，将科技推向极致。本周小鹏 G7 发布，定位硬核科技+家庭舒适，具备大空间，科技先锋特点；内饰优化，细节注入巧思。智能化方面，Ultra 版具备 3 颗图灵芯片，采用 VLA 和 VLM 模型结合形成全面私人管家及司机。小鹏 G7 在家庭 SUV 基础上增添悦己属性，具有更广泛的客群，同时智能化及高算力构建差异化优势，有望实现较好的销量表现。

（2）本土品牌持续发力，能力全面提升。小鹏 G7、小米 YU7 外，极氪 9x、理想 i8、问界 M7 等产品有望陆续亮相，此外银河 M9，深蓝 S09 等车型亦具有强势产品力，本土品牌在产品打造、宣发、供应链管理等方面能力持续强化。零部件公司构成的供应链亦不断完善。

（3）未来打造爆款车、冲击豪华市场有望成为破局之道。外观、悦己、产品力、品牌、人车家生态、科技等等，YU7 的成功受到多重因素的影响，也将改变整车市场竞争格局。未来车企或将进一步集中精力打磨精品，此外进军豪华车市场以期待占据有利地位。

（4）看好智驾强势主机厂及业绩优异产业链标的。整车：强产品打造能力、强产品周期叠加强智驾能力玩家有望拥有持续优异销量表现。零部件：受益于国产替代及出海，龙头公司业绩表现优异并有望延续高增长。

本周热点：问界 M9 大定破 6 万；理想 i8/小米 YU7 等将逐步亮相

比亚迪王朝、海洋网智驾版新车型降价。乘联分会：5 月狭义乘用车零售预计 185.0 万辆，新能源占比过半。比亚迪 4 月欧洲纯电车型销量首次击败特斯拉，同比大涨 169%，匈牙利工厂 2025 年底将生产纯电小车海鸥等。2025 款问界 M9 上市 64 天大定突破 6 万台，拿下 50 万级销冠。2025 款问界 M9 上市 64 天大定突破 6 万台，拿下 50 万级销冠。吉利银河家族旗舰 M9 发布，综合续航超 1500km；星愿小车上市 200+天，销量突破 20 万辆，刷新纯电车型最快纪录。小米汽车首款 SUV 车型 YU7 发布，预计 7 月上市。

投资建议

智驾逐步开启商业化落地，有关主机厂和零部件公司有望持续受益，智驾强势主机厂及高成长和机器人布局的零部件公司有望迎来显著机会。整车推荐小鹏汽车-W、上汽集团、比亚迪、长安汽车、长城汽车、零跑汽车，受益标的：赛力斯、江淮汽车、广汽集团、北汽蓝谷、理想汽车-W、吉利汽车等。零部件赛道关注华阳集团、德赛西威、均胜电子、经纬恒润、美格智能、华测导航、沪光股份、瑞鹄模具、拓普集团、新泉股份、继峰股份；受益标的：伯特利、保隆科技、科博达、地平线机器人-W、黑芝麻智能、中科创达、博俊科技、上海沿浦、爱柯迪、星宇股份等。

风险提示：乘用车行业需求不及预期；汽车行业竞争加剧；电动智能化转型不及预期；政策支持力度不及预期；原材料价格大幅波动风险。

【地产建筑】嘉实京东仓储物流 REIT 扩募启动，环保 REITs 单周表现优异——行业周报-20250706

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

嘉实京东仓储物流 REIT 扩募启动，环保 REITs 单周表现优异

2025 年第 27 周，中证 REITs（收盘）指数为 886.6，同比上涨 12.84%，环比上涨 0.65%；中证 REITs 全收益指数 1116.42，同比上涨 19.81%，环比上涨 0.66%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 7.39 亿份，同比增长 47.21%；成交额达 33.28 亿元，同比增长 69.88%；区间换手率 3.7%，同比增长 0.82%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为-0.04%、+2.34%、+0.82%、+0.58%、+1.03%、+0.62%、+0.73%；一月涨跌幅分别为+5.97%、+4.28%、+1.27%、+2.14%、+1.21%、+3.95%、+3.42%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

两只数据中心公募 REITs 定价完成，嘉实京东仓储物流 REIT 扩募启动

南方润泽科技数据中心 REIT 将于 7 月 14 日正式启动向公众投资者发售，每份定价 4.5 元，总发行规模 10 亿份，预计募集资金总额约 45 亿元。南方万国数据中心 REIT 认购倍数高达 166.10 倍，将于 7 月 14 日正式启动公众投资者发售，每份定价 3.00 元，总发行规模 8 亿份，募集资金 24 亿元。上交所发布《嘉实基金管理有限公司关于决定嘉实京东仓储物流封闭式基础设施证券投资基金拟扩募并新购入基础设施项目的公告》，标志着嘉实京东仓储物流封闭式基础设施证券投资基金正式启动扩募工作。

一周行情：环保 REITs 单周上涨 1.94%，单月累计上涨 4.28%

2025 年第 27 周，中证 REITs（收盘）指数为 886.6，同比上涨 12.84%，环比上涨 0.65%，2024 年年初至今累计上涨 17.21%，同期沪深 300 指数累计上涨 16.06%，累计超额收益+1.15%；中证 REITs 全收益指数 1116.42，同比上涨 19.81%，环比上涨 0.66%，2024 年年初至今累计上涨 29.55%，累计超额收益+13.49%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为-0.04%、+2.34%、+0.82%、+0.58%、+1.03%、+0.62%、+0.73%；一月涨跌幅分别为+5.97%、+4.28%、+1.27%、+2.14%、+1.21%、+3.95%、+3.42%。

一级跟踪：16 只 REITs 基金等待上市，发行市场保持活跃

2025 年第 27 周，共有 16 只 REITs 基金等待上市，本周创金合信电子城产业园封闭式基础设施证券投资基金首发申请已反馈，华夏安博仓储物流封闭式基础设施证券投资基金首发申请已受理，发行市场保持活跃。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【社服】即时零售补贴加码第三方配送&餐饮受益，AI 创意工具龙头 Figma 拟上市——行业周报-20250706

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（联系人）证书编号：S0790123070033

旅游/潮玩：暑期国内主题乐园预订热度高增，三丽鸥角色大赏排名出炉

根据去哪儿，2025 年暑期国内主题乐园订单量同比增长七成，其中北京环球影城、上海迪士尼乐园等全球 IP 巨头延续亮眼表现，暑期周边酒店及民宿预订量同比增长约四成。特色本土 IP 乐园凭借消费热点翻红，其中泡泡玛特城市乐园联手携程推出夏日园区活动和门票优惠，带动乐园门票及周边酒店订单增长 300%，去哪儿数据显示泡泡玛特乐园 6 月预订量同比激增 6 倍，跻身暑期主题公园热度 TOP10。潮玩：三丽鸥 2025 角色大赏结果公布，全球投票数量创历史新高，老带新运营策略下 IP 矩阵全球声量历久弥新，周年庆成为三丽鸥官方 IP 运营重要抓手。

AI 创意/茶咖：AI 创意工具龙头 Figma 拟上市，瑞幸进军美国、联名多邻国

AI+创意：Figma 呈现高速增长态势，2024 年营收增至 7.49 亿美元（同比+48%），2025 年 Q1 再增 46%至 2.28 亿美元，剔除股权激励公司经营利润率达到 18%。截至 2025 年 3 月，公司全球付费客户达 45 万，较 2022 年增长 112%。月活跃用户超 1,300 万，其中三分之二为非设计师。根据 IDC，Figma 所在行业现有市场规模约 330 亿美元。此次 IPO 目标估值 200 亿美元。瑞幸：进军美国新开两店试水，联名多邻国实现裂变传播。根据久谦数据，截至 2025 年 5 月瑞幸共有 24777 家门店，1-5 月净增 2648 家。2025 年 5 月瑞幸的平均月店效为 24.7 万元，同比增长 13.4%，1-5 月均实现正增长。

即时零售：阿里、美团上演外卖大战，第三方即配平台有望率先受益

7 月 5 日，阿里、美团两大平台放出了大量且大额的外卖红包，大量用户涌入阿里、美团两大平台下单，导致美团一度出现宕机。截至 7 月 5 日 22 时 54 分，美团即时零售当日订单已突破 1.2 亿单，其中餐饮订单已超过 1 亿单。预计平台外卖大战将进一步延展至即时零售（非餐）赛道，我们认为流量溢出、订单过度饱和下，第三方优质配送平台有望率先受益。美丽：6 月韩束凭借自营和商品卡推进实现抖音平台销售额超 7 亿元，大幅领先第二名，已连续 8 个月蝉联冠军。国际大牌依赖大促达人带货，6 月达播合作减少，GMV 也出现下滑，而国货品牌强化自播体系建设平销期实现稳健增长。

本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（6.30-7.4）社会服务指数+0.74%，跑输沪深 300 指数 0.8pct，在 31 个一级行业中排名第 18，教育、检测类领涨；本周（6.30-7.4）港股消费者服务指数-2.39%，跑输恒生指数 0.88pct，在 30 个一级行业中排名第 28，餐饮、博彩类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）餐饮：百胜中国、蜜雪集团、古茗；（2）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）美护：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、爱美客、青木科技；（4）新消费：赤子城科技；（5）运动：力盛体育；（6）即时零售：美团-W、顺丰同城；（7）眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（8）旅游：西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S；（9）教育：凯文教育、有道；

风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【非银金融】6 月新开户同比高增，头部券商受益于港股高景气——行业周报-20250706

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

周观点：6 月新开户同比高增，头部券商受益于港股高景气

6 月上交所新开户人数同比高增，交易量高增、债市和股市向好、海外业务充分受益于港股市场高景气，请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

计上市券商中报业绩延续一季度以来的同比高增，关注后续业绩预告、稳定币等主题催化，继续看好券商板块机会，关注三条选股主线。7月保险行业有望发布2季度利率研究值，带动险企进一步调降负债成本，看好低估值寿险标的。继续推荐高股息率、业绩向好的江苏金租。

券商：6月新开户同比高增，头部券商受益于港股市场高景气

(1) 本周日均股基成交额 1.72 万亿，环比+4.4%，1-6 月累计日均股基成交额 1.64 万亿，同比+65.9%；6 月上交所新开户 165 万户，同比+53%，环比+6%，1-6 月累计新开户 1260 万户，同比+33%；1-6 月累计新成立股票+混合类基金规模 2402 亿，同比+118%。(2) 根据 wind 数据，2025 年上半年港股市场 IPO 规模达到 1067 亿元港币，同比+689%，IPO 单数 43 单，同比 43%。根据中金公司官方微信公众号披露，公司港股 IPO 占据市场领先优势，中金公司上半年保荐港股 IPO 项目 13 单，市占率超过 30%，融资规模 85 亿美元，承销规模 27 亿美元，市占率达 30%，均排市场第一位置，前五大（5 亿美元以上）项目参与四单、保荐三单。(3) 6 月市场交易活跃度回升明显，1-6 月交易活跃度同比高增、IPO 同比增速改善、二季度债市转暖，叠加上半年港股市场交易活跃度和 IPO 同比高景气，预计上市券商中报业绩延续高增，当下板块估值和机构持仓位于低位，稳定币主题催化有望延续，继续看好板块机会。三条主线：零售优势突出券商；海外业务优势突出的头部券商和香港交易所，受益于港股市场高景气；金融科技主线标的。

保险：预计 7 月发布 2 季度利率研究值，带动险企预定利率进一步调降

(1) 根据保险行业预定利率与市场利率挂钩的动态调节机制，预计 7 月中保协将组织召开会议并公布 2 季度预定利率研究值，我们预计 2 季度利率研究值在 2% 上下，行业进一步下调人身险预定利率临近，行业不少险企已提前储备 1.5% 和 1.75% 保底利率的分红险产品，关注后续研究值发布。预定利率调降有望行业进一步压降负债成本。(2) 7 月 3 日，安联中国控股发布《2025 年安联全球保险业发展报告》预测，未来十年中国保险市场的整体增长率预计为 7.5%，高于全球平均水平。(3) 保险行业公募基金配置比例较沪深 300 指数明显欠配，且 PB 和 ROE 匹配较好，受益于公募基金基准回补。基本面展望看，2 季度债市上涨且港股红利资产延续较好表现，利于支撑险企投资端业绩；后续预定利率调降、个险报行合一和分红险转型利于持续压降险企负债成本，看好低估值寿险标的。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：江苏金租，香港交易所，中国财险；指南针，东方证券，东方财富，财通证券；中国太保，中国平安。

受益标的组合：国信证券，中金公司，九方智投控股，同花顺，新华保险。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

【商贸零售】美丽田园股权结构优化，新氧青春诊所发展迅速——行业周报-20250706

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031 | 姚慕宇（联系人）证书编号：S0790125040021

美丽田园股东 CPE 退出主要股东，新氧青春诊所实现高效运营

(1) 美丽田园医疗健康发布公告称，CPE 拟出售其所持有的约 5133 万股（约 21.77%）公司股份后将不再作为公司主要股东，意味着公司股权结构将发生重大变化，新投资者的引入可能为公司带来更分散的股权结构，从长远看有助于优化公司治理结构。此外，公司 5 月 28 日增持奈瑞儿 20% 股权，交易完成后持股比例升至 90%，其“内生外延”战略及“生美+医美+亚健康”高质量转化的优质商业模式持续验证。(2) 新氧从单纯的线上流量平台向线下连锁诊所转型，旗下轻医美连锁品牌“新氧青春诊所”发展迅速，目前已覆盖 9 城 31 家门店，2025 年一季度连锁业务收入同比增长 551%，截至 6 月 7 日，品牌累计服务人次突破 20 万。新氧通过传统互联网业务和上游布局，实现了较低的获客成本与较强的上游议价能力，在供应链端，新氧通过收购奇致激光、代理韩国爱

拉丝提玻尿酸及与西宏、奥泰康药业独家合作，构建设备到耗材的全链条布局；医疗服务端，单店平均配备 3-4 名医生，每位医生月均完成 330 例治疗，远超行业平均水平，复购率超 60%，通过供应链布局与互联网模式实现高效运营。

行业关键词：净妍生物、浣熊食堂、闪电仓、ColorWow、小象超市等

【净妍生物】净妍生物与美国赛诺秀签约合作。

【浣熊食堂】美团三年将建成 1200 家“浣熊食堂”。

【闪电仓】家家悦 24 小时生活超市首批闪电仓上线。

【ColorWow】欧莱雅集团宣布已签署协议收购美发品牌 ColorWow。

【小象超市】小象超市线下首店或于 7 月在北京、杭州双开。

板块行情回顾

本周（6 月 30 日-7 月 4 日），商贸零售指数报收 2152.72 点，下跌 0.16%，跑输上证综指（本周上涨 1.40%）1.56 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 27 位。零售各细分板块中，本周钟表珠宝板块涨幅最大，2025 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周大东方（+6.6%）、步步高（+5.6%）、苏豪弘业（+5.0%）涨幅靠前。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者深度洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等；

投资主线二（线下零售）：关注顺应趋势积极变革探索的零售企业（超市、百货、连锁），重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线三（化妆品）：关注具备差异化且能力持续迭代的优质国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、润本股份等，受益标的若羽臣等；

投资主线四（医美）：关注具备差异化管线的医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B 等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。_x000c__x000c_

【农林牧渔】供给收缩与宏观催化共振，2025Q3 猪价存在强支撑——行业周报-20250706

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

周观察：供给收缩与宏观催化共振，2025Q3 猪价存在强支撑

供给收缩与宏观催化共振，2025Q3 猪价存在强支撑。据涌益咨询，7 月 4 日样本企业日均生猪屠宰量 13.38 万头，环比上周-0.73 万头，随气温逐步升高，生猪消费需求进入淡季。前期能繁超淘及春节后仔猪损失缺口传导已至，叠加前期生猪降重出栏，供给端持续收缩，7 月 4 日全国生猪销售均价 15.37 元/公斤，环比上周+0.71 元/公斤，环比+4.84%。7 月 1 日中央财经委员会第六次会议召开，明确要求依法治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出，释放国家层面“反内卷”政策新信号，政策持续发力有望驱动猪价上行。

6 月全国气温历史次高，7 月或有暴雨洪涝及台风雨涝，持续关注天气对种植链的影响。（1）天气：2025 年 6 月全国气温为历史同期次高，部分地区受高温干旱影响导致作物减产。预计 7 月西北太平洋和南海海域有 4-5 个台风生成，较常年同期（3.8 个）偏多，有 2-3 个台风登陆影响我国（常年同期 1.8 个），影响区域主要集中在华东、

华南，其中有 1 个较强台风或北上影响北方地区，持续关注暴雨洪涝及台风雨涝对种植链的影响。(2) 玉米：本周中储粮拍卖溢价水平走高托底价格，饲料厂玉米到厂均价 2511 元/吨，环比上周+8 元/吨，环比+0.32%。(3) 豆粕：大豆供应充足叠加油厂开机率维持高位，豆粕供应宽松，本周全国豆粕现货价 2926 元/吨，环比上周-27 元/吨，环比-0.93%。

国家层面提出推动海洋经济高质量发展，水产养殖链上下游有望受益。中央财经委员会第六次会议强调，要推动海洋经济高质量发展，走出一条具有中国特色的向海图强之路，其中包括做强做优做大海洋产业、发展现代化远洋捕捞等多项举措。海洋经济的核心之一是海洋渔业和水产养殖业，国内水产养殖企业有望率先受益。随海洋渔业养殖规模提升，水产饲料需求上升，海大集团、新希望、粤海饲料等饲料企业有望逐步受益。

周观点：生猪投资逻辑边际改善，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

基本面政策面双轮驱动 2025H2 猪价环比上行，生猪投资逻辑边际改善。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料板块国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。推荐：海大集团、新希望等。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。推荐：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

本周市场表现 (6.27-7.4)：农业跑赢大盘 1.14 个百分点

本周上证指数上涨 1.40%，农业指数上涨 2.55%，跑赢大盘 1.14 个百分点。子板块来看，渔业板块领涨。个股来看，国联水产(+12.22%)、神农科技(+7.31%)、东瑞股份(+6.92%)领涨。

本周价格跟踪 (6.27-7.4)：本周生猪、对虾、豆粕等农产品价格环比上涨

7 月 4 日全国外三元生猪均价为 15.35 元/kg，较上周上涨 0.63 元/kg；仔猪均价为 31.33 元/kg，较上周下跌 0.27 元/kg；白条肉均价 19.96 元/kg，较上周上涨 0.98 元/kg。7 月 4 日猪料比价为 4.57:1。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【化工】制冷剂报价坚挺上行，趋势延续——氟化工行业周报-20250706

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 李思佳（联系人）证书编号：S0790123070026

本周（6 月 30 日-7 月 4 日）行情回顾

本周氟化工指数上涨 1.4%，跑输上证综指 0.002%。本周（6 月 30 日-7 月 4 日）氟化工指数收于 4161.71 点，上涨 1.4%，跑输上证综指 0.002%，跑输沪深 300 指数 0.14%，跑赢基础化工指数 0.73%，跑赢新材料指数 0.12%。

氟化工周行情：制冷剂行情延续上涨趋势，报价坚挺上行

萤石：据百川盈孚数据，截至 7 月 04 日，萤石 97 湿粉市场均价 3,200 元/吨，较上周同期下跌 2.88%；7 月均价（截至 7 月 04 日）3,200 元/吨，同比下跌 13.61%；2025 年(截至 7 月 04 日)均价 3,556 元/吨，较 2024 年均价上涨 0.32%。

又据氟务在线跟踪，97%萤石湿粉市场陷入僵持阶段，企业高库存压力，加之成本抗跌支撑和需求疲软，部分选厂及矿山惜售情绪升温，导致市场整体交投氛围清淡。后市来看，在下游需求没有实质性改善或萤石供需平衡良好运转之前，产业链仍维持弱势震荡，低价采购成交后续难度提升，预计市场短期逐步探底。

制冷剂：截至 07 月 04 日，(1) R32 价格、价差分别为 53,000、40,784 元/吨，较上周分别+0.95%、+1.00%；(2) R125 价格、价差分别为 45,500、30,351 元/吨，较上周分别持平、-0.20%；(3) R134a 价格、价差分别为 49,500、31,603 元/吨，较上周分别+1.02%、+2.49%；(4) R410a 价格为 49,500 元/吨，较上周+1.02%；(5) R22 价格、价

差分别为 35,000、26,732 元/吨，较上周分别持平、+0.20%。其中外贸市场，(1) R32 外贸参考价格为 53,000 元/吨，较上周持平；(2) R125 外贸参考价格为 45,000 元/吨，较上周持平；(3) R134a 外贸参考价格为 48,000 元/吨，较上周持平；(4) R410a 外贸参考价格为 49,000 元/吨，较上周持平；(5) R22 外贸参考价格为 31,000 元/吨，较上周持平。

又据氟务在线跟踪，制冷剂市场暂稳运行，信心比黄金更为重要在淡季需求下烘托显著，企业提价提振信心。从细分产品来看，R22 受产品更替及工商制冷剂下滑影响需求低迷，双方博弈僵持不改，目前主流成交价格小幅让利，但企业提价彰显稳市信心，小包装产品因控盘策略价格依旧保持坚挺。R32 打破淡季市场规律，企业报价提振至 5.4-5.5 万元/吨，流通市场价格逐步落实报盘。R134a 凭借售后市场需求支撑，成交价格稳定在 4.8-4.9 万元/吨区间。R125 市场表现平稳，供需格局相对稳定。R410a 在旺季售后市场需求的推动下，企业 4.9 万元/吨的报价得以有效落实。R227 因消防领域集中需求增长，供不应求短期难改，盈利还将继续释放。目前正值需求消耗旺季，头部经销商的低价库存基本售罄。受需求释放、库存低位等多重利好因素影响，后续量少价增趋势难改。

受益标的

推荐标的：金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等。其他受益标的：东阳光、永和股份、东岳集团、新宙邦等。

风险提示：下游需求不及预期，价格波动，行业政策变化超预期等。

【化工】反内卷浪潮席卷而来，新一轮供给侧改革呼之欲出——行业周报-20250706

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 宋梓荣（分析师）证书编号：S0790525070002

本周行业观点：反内卷浪潮席卷而来，新一轮供给侧改革呼之欲出

7月1日上午中央财经委员会第六次会议召开，会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。自2024年7月召开的中共中央政治局会议提出防止“内卷式”恶性竞争以来，我国多个行业提出反内卷倡议。我们建议重点关注反内卷走在前列的化工子行业。制冷剂：配额制执行下产品价格环比稳步抬升，创新商业模式不断自证，产业链逐渐接受制冷剂价格长周期上涨逻辑，为化工行业反内卷典型案例。涤纶长丝：行业供给格局集中，产能投放进程放缓，反内卷推动下行业景气度未来具有较大向上增长弹性。截至2024年底，涤纶长丝行业产能CR6超80%，我们预计未来产能年均增速或将维持3-4%的水平，长丝供给端格局有望优化。金属硅及有机硅：光伏产业链反内卷氛围浓厚，金属硅及有机硅成交重心向上。聚酯瓶片：工厂陆续宣布减停产计划，减产幅度约20%，行业反内卷持续推进。6月16日，据CCF消息，聚酯瓶片工厂陆续宣布减停产计划，据万凯新材7月4日公告，公司计划从近日开始有序调减PET生产计划，行业开工率有望进一步下滑，推动行业供需朝平衡方向移动。草甘膦：行业反内卷专题会议已于3月召开，关注农药供给自律、盈利修复。三氯蔗糖：全行业进入停产检修状态，后续旺季到来价格有上涨可能。化工品物流：《关于反对“内卷式”竞争促进化工物流行业高质量发展的倡议》7月2日发布，推动行业反内卷。化工中部分行业已逐步落实反内卷措施，有望给其他子行业提供可借鉴的反内卷发展思路。我们认为在反内卷浪潮席卷而来的当下，新一轮供给侧改革呼之欲出，化工行业供需格局有望进一步优化，其中化工行业龙头企业有望凭借更加规范的管理体系、更好的能耗控制水平获得更多市场份额。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【铬盐】振华股份；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】博源化工、三友化工等；【其他】黑猫股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺、恒逸

石化等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、湖北宜化等；【硅】新安股份；【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】卓越新能、万凯新材、华谊集团、中触媒、光华科技等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注 1。

【建材】“反内卷”持续推进，关注建材投资机会——行业周报-20250706

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 刘天文（分析师）证书编号：S0790523110001

“反内卷”持续推进，关注建材投资机会

本周中央财经会议顺利召开，会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。此次“反内卷”总体思路包括两方面，一是加强行业自律管理，包括限制低价竞争、自律限产等；二是推进产业升级、落后产能去化。我们认为，随着“反内卷”发展模式的不断普及，建材行业也将持续跟进并落实相关政策，行业基本面有望迎来较大改善。消费建材板块推荐：三棵树（渠道下沉，零售扩张）、东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高）、坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，多元化扩张涂料、防水板块业务）等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%，预计会加快节能降碳与能用设备的迭代更新。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。“对等关税”有望利好在海外有生产基地的玻纤龙头择时提价，进而巩固玻纤盈利优势。LowDk 电子布相关产业链关注度升温，产品主要应用于 5G 通信、人工智能（AI）、IC 封装、智能手机、高速数据中心、航空航天等领域。玻纤板块推荐：中国巨石；受益标的：中材科技、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，药用玻璃板块推荐：力诺药包、山东药玻。

本周（2025 年 6 月 30 日至 7 月 4 日）建筑材料指数上涨 3.96%，沪深 300 指数上涨 1.54%，建筑材料指数跑赢沪深 300 指数 2.42pct。近三个月来，沪深 300 指数上涨 8.01%，建筑材料指数上涨 2.47%，建材板块跑输沪深 300 指数 5.55pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 16.06%，建筑材料指数上涨 11.69%，建材板块跑输沪深 300 指数 4.38pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 2025 年 7 月 4 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 293.11 元/吨，环比下跌 1.97%；水泥-煤炭价差为 208.61 元/吨，环比下跌 2.75%；全国熟料库容比 68.18%，环比下降 1.18pct。

玻璃：截至 2025 年 7 月 4 日，全国浮法玻璃现货均价为 1201.35 元/吨，环比上涨 0.82 元/吨，涨幅为 0.07%；光伏玻璃均价为 116.02 元/重量箱，环比下跌 4.69 元/重量箱，跌幅为 3.88%。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 14.66 元/重量箱，环比上涨 4.23%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 6.76 元/重量箱，环比上涨 4.63%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 8.75 元/重量箱，环比上涨 3.25%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 63.24 元/重量箱，环比下跌 6.74%。

玻璃纤维：截至 2025 年 7 月 4 日，无碱 2400tex 直接纱报 3400-4100 元/吨（个别厂报价较高），无碱 2400texSMC 纱报 4400-5000 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 5400-6600 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 4400-5400 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4600-5400 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱（普通级）报 4100-4500 元/吨。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至 2025 年 7 月 4 日，原油价格为 70.91 美元/桶，周环比上涨 3.59%，较 2025 年年初下跌 7.59%，同比下跌 19.27%；沥青价格为 4520 元/吨，周环比持平，较 2025 年年初上涨 1.80%，同比上涨 1.12%；丙烯酸价格为 7000 元/吨，周环比上涨 2.19%，较 2025 年年初下跌 10.26%，同比上涨 12.90%；钛白粉价格为 13400 元/吨，周环比下跌 1.47%，较 2025 年年初下跌 6.29%，同比下跌 11.55%。

风险提示：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展

不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【食品饮料】白酒承压待布局，魔芋赛道涌生机——行业周报-20250706

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（联系人）证书编号：S0790123070080

核心观点：白酒探底迎配置，关注魔芋扩容机会

6月30日-7月4日，食品饮料指数涨幅为0.6%，一级子行业排名第19，跑输沪深300约0.9pct，子行业中肉制品(+1.2%)、白酒(+1.2%)、烘焙食品(+0.9%)表现相对领先。前期白酒批价走弱，一方面是受到电商618补贴影响，另一方面禁酒令导致消费场景受限，压缩行业需求。近期酒厂控制市场投放节奏，本周白酒批价暂时企稳。渠道库存虽有小幅积累，但由于厂家放缓发货节奏，渠道整体库存可控，目前看禁酒令影响还在持续，预计二季度白酒业绩压力加大。本次禁酒令可能加大行业出清力度，加速行业筑底趋势。白酒行业短期问题在于消费场景受限导致的需求萎缩；中长期来看是中国产业转型时期白酒消费需求的转移。酒企均在消费客群、消费场景方面进行转型升级。一方面推出低度化产品以适应年轻人口感；另一方面引导家庭聚饮以及休闲化的白酒饮用场景。龙头酒企的品牌与渠道仍有较强竞争力，预计应可率先完成产业转型。当前白酒估值持续走低，且龙头酒企有较高分红率，已具备长期投资价值。建议密切关注白酒基本面，下半年可以考虑低位布局。

新消费板块中，我们仍看好魔芋品类成长性。魔芋品类凭借低卡高纤维的健康属性、较高的复购率，以及与麻辣、麻酱等多元口味的融合能力，正从细分品类向主流零食升级，预计中期有望向百亿规模突破。宝妈等新增消费群体的渗透，叠加山姆等高端渠道定制产品的推出，进一步打开价格天花板与场景边界。目前魔芋赛道头部企业（如卫龙、盐津铺子等）以全渠道推广和产品差异化竞争为主，尚未进入价格战阶段。盐津铺子的“大魔王素毛肚”在校园渠道领先，卫龙凭借传统渠道深耕与产能释放正加速增长。长期看，随着魔芋中小厂家涌入及麻酱、爆辣等细分口味创新，行业规格将进一步扩容，头部企业通过产品矩阵完善和渠道壁垒，有望维持竞争优势。建议关注头部企业盐津铺子，受益品种卫龙美味等。

推荐组合：贵州茅台、山西汾酒、西麦食品、万辰集团、百润股份

(1) 贵州茅台：短期白酒需求下移，但公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。(2) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(3) 西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。(4) 万辰集团：量贩零食业态持续渗透，门店数量持续扩张。同时拓展折扣超市新店型，选品新增冻品、潮玩、日用品等，聚焦年轻消费者目标人群，有望助力公司延续高成长。(5) 百润股份：预调酒处于改善趋势当中，威士忌已实现较好铺货，建议关注后续公司鸡尾酒回款改善和新品催化逻辑。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【计算机】稳定币和AI产业持续催化——行业周报-20250706

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

市场回顾：

本周（2025.6.30-2025.7.4），沪深300指数上涨1.54%，计算机指数下跌1.28%。

周观点：稳定币和AI产业持续催化

巨头积极布局，政策持续加码，稳定币迎来“奇点”时刻

7月4日，央行有关负责同志参加国务院政策例行吹风会，提出未来将拓展数字人民币在对外贸易等领域的应用场景。6月12日，蚂蚁集团旗下两大板块均宣布进军稳定币。6月17日，刘强东在分享会表示，京东希望在全球主要货币国家申请稳定币牌照，实现全球企业间汇兑，降低跨境支付成本90%，将效率提升至10秒内，目前

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

京东稳定币已进入沙盒测试第二阶段。科技巨头积极布局彰显产业趋势，政策催化有望加速稳定币产业落地。

AI 算力持续景气，GPT-5 发布在即

6 月 30 日，甲骨文宣布签署一项重大云服务协议，预计从 2028 财年开始每年将带来超过 300 亿美元收入。7 月 3 日，彭博社报道 OpenAI 将在美国向甲骨文额外租用总计约 4.5GW 的数据中心电力容量，作为“星际之门”计划的一部分，为满足 OpenAI 的额外需求，甲骨文将与合作伙伴在美国各地开发多个数据中心。OpenAI Stargate 计划持续落地，彰显未来大模型训练与推理算力需求景气。OpenAI CEO 6 月 18 日表示 GPT-5 预计将于 2025 年夏天推出，推理能力将进一步提升，有望催生 AI 应用繁荣。

投资建议

稳定币及 RWA 推荐朗新集团、卓易信息，受益标的包括中科软、新晨科技、安恒信息、四方精创、金桥信息、京北方、恒生电子、新国都、新大陆、拉卡拉、雄帝科技、优博讯、天阳科技、信安世纪、众安在线、连连数字、协鑫能科、金证股份等。

AI 应用推荐金山办公、科大讯飞、同花顺、中科创达、合合信息、鼎捷数智、拓尔思、金蝶国际、焦点科技、博彦科技、税友股份、上海钢联、致远互联、普元信息等，受益标的包括美图公司、汉邦高科、海天瑞声、石基信息、汉得信息、赛意信息、泛微网络、用友网络、每日互动、高伟达、汉王科技、汉仪股份、三六零、万兴科技、润达医疗、彩讯股份、福昕软件等。

算力领域，推荐中科曙光、淳中科技、海光信息、浪潮信息等，受益标的包括寒武纪、紫光股份、工业富联、景嘉微、远东股份、海兰信、普天科技等；华为昇腾生态，推荐神州数码、软通动力等，受益标的包括拓维信息、广电运通、烽火通信等。

风险提示：产业落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险等。

【电子】关税隐忧即将落地，果链估值有望持续修复——行业点评报告-20250706

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 张威震（分析师）证书编号：S0790525020002 | 仇方君（分析师）证书编号：S0790525050004

美国与越南就关税问题达成协议，中美关税谈判近期有望落地

根据中国新闻社报道，7 月 2 日美国总统特朗普宣布，美国与越南正式达成贸易协议，美国将对进口越南商品征收 20% 关税，并对通过越南转运运输美的其他国家商品征收 40% 关税，而越南将对美国“完全开放市场”，美国企业能以零关税向越南销售产品。2025 年 4 月初，特朗普曾宣布对所有贸易伙伴征收所谓“对等关税”，其中针对越南输美商品的进口关税税率为 46%。此后，美国宣布“对等关税”将暂停 90 天，预计将于 7 月 9 日到期。根据第一财经报道，除“对等关税”外，美国商务部已经启动了针对国家安全的 232 条款调查，涉及铜、木材、航空航天部件、制药、芯片和关键矿物等商品。我们认为，从美国与越南达成的协议来看，美国与中国的关税谈判有望在近期落地，中美“对等关税”谈判有望取得较好结果。

苹果折叠屏/AI 眼镜新品不断，2025Q2 中国市场 iPhone 销量预计同比增长 8%

据 TechWeb 媒体转引供应链消息，折叠屏 iPhone 项目已于 2025 年 6 月进入 P1 原型开发阶段，预计 2025 年底完成 P1-P3 开发流程，随后进入 EVT 阶段，进行工程样品验证测试，最终预计将于 2026 年下半年正式上市。此外，苹果还在加速布局其他创新 AI 硬件产品。根据彭博社消息，苹果计划推出类似 Ray-Ban Meta 的 AI 智能眼镜，有望于 2026 年底前上市，该产品将不包含显示屏，主要的功能是拍摄、听歌，以及基于语音的 AI 交互。我们认为，苹果折叠屏和 AI 眼镜等新品类的推出有望推动苹果回归创新轨道，打开长期增长空间。另一方面，从销量数据来看，近期 Counterpoint 数据显示，2025 年第二季度，得益于降价促销、政策补贴等因素，苹果凭借 iPhone 16 Pro 和 Pro Max 机型预计将实现同比增长 8%，这将是苹果自 2023 年第二季度以来首次实现正增长。我们

认为，随着下半年进入消费电子旺季和 2025 年 9 月苹果 iPhone17 系列机型的更新发布，下半年 iPhone 整体销量有望取得较好表现。

关税不确定性逐渐消退，创新催化叠加销量回升或推动果链板块估值修复

我们认为，此前果链板块受到 4 月初美国“对等关税”等系列政策事件和苹果 AI 功能升级节奏低于市场预期等因素影响而出现较大下跌。而过去两个月，随着市场对关税问题的担忧逐渐消化，果链板块开始企稳反弹，但仍处于较低估值水平。从此次美国与越南就关税问题达成的协议来看，关税税率低于此前 4 月初美国主张的水平，我们认为美国与中国的关税问题谈判亦有望取得较好结果。随着关税不确定性逐渐消退，以及下半年苹果新机型发布和 2026 年新品 NPI 进展的催化，果链板块估值有望进一步得以修复，建议重点关注果链核心供应链厂商和在折叠屏/AI 眼镜等新品中价值量弹性较高的企业。受益标的：立讯精密、歌尔股份、蓝思科技、鹏鼎控股、东山精密、领益智造、舜宇光学科技、瑞声科技、蓝特光学、统联精密、宜安科技等。

风险提示：中美关税政策加剧风险；苹果新品进展不及预期风险；苹果销量不及预期风险；果链行业竞争加剧风险等。

【通信】万国和润泽 REIT 均获超百倍认购，世纪互联上调业绩指引，AIDC 产业链发展或提速——行业周报-20250706

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006

万国和润泽 REIT 均获超百倍认购，AIDC 获市场高度认可

据润泽科技公告，南方润泽科技数据中心 REIT 完成网下询价，认购倍数高达 167.06 倍，市场反响热烈，每份定价 4.50 元，总发行规模 10 亿份，预计募集资金 45 亿元。南方润泽科技数据中心 REIT 底层资产为润泽科技于河北省廊坊经济技术开发区 A-18 数据中心项目，包含 7.04kW 普通机柜 5794 个，16.5kW 高功率机柜 100 个，30.36kW 超高功率机柜 3 个，机柜总功率 42.5MW。若以每份定价认购价 4.50 元计算，参考 2023 年 EBITDA，项目 EV/EBITDA 超 14 倍以上。

据万国数据公告，南方万国数据中心 REIT 完成网下询价，认购倍数高达 166.10 倍，市场反响热烈，每份定价 3.00 元，总发行规模 8 亿份，预计募集资金 24 亿元。南方万国数据中心 REIT 底层资产为万国数据位于昆山市花桥镇的昆山国金数据云计算数据中心项目，项目总机柜规模 4192 个，电力容量 29.04MW，包含 7kW 机柜 4072 个、4.5kW 机柜 120 个。若以每份定价认购价 3.00 元计算，参考 2023 年 EBITDA，EV/EBITDA 约为 17 倍。

世纪互联上调 2025 财年业绩指引，国产 AIDC 产业链发展或提速

2025 年 6 月 27 日，世纪互联宣布上调 2025 财年收入和调整后 EBITDA 指引，净收入由原指引 91-93 亿元（同比增长 10-13%）上调至 91.5-93.5 亿元（同比增长 11-13%），调整后 EBITDA 由原指引 27-27.6 亿元（同比增长 11-14%）上调至 27.6-28.2 亿元（同比增长 14-16%），调整后 EBITDA（扣掉处置 E-JS02 数据中心 8770 万元收益）由原指引 27-27.6 亿元（同比增长 15-18%）上调至 27.6-28.2 亿元（同比增长 18-20%），上调原因主要是批发 IDC 客户比预期更快的迁入和持续的运营效率提高。

持续看好全球 AIDC 算力产业链、卫星互联网、6G 等七大产业方向

一、AIDC 机房建设（AIDC 机房、柴油发电机、风冷&液冷等）。推荐标的：英维克、新意网集团、宝信软件、润泽科技等；受益标的：光环新网、奥飞数据、万国数据、世纪互联、科泰电源、金盘科技等。二、IT 侧（国产算力芯片、服务器及电源）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯；受益标的：寒武纪、海光信息、浪潮信息、华勤技术、欧陆通等。三、网络侧（交换机及芯片、光通信、AEC 铜连接、CDN 等）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯、盛科通信、中际旭创、新易盛等；受益标的：锐捷网络等、博创科技、瑞可达、华丰科技、网宿科技等。四、云计算（公有云、私有云、算力租赁）。受益标的：中国移动、中国电信、中国联通、有方科技、云赛智联、润建

股份、宏景科技、海南华铁、大名城、智微智能等。五、AI 应用：受益标的：广和通、移远通信、美格智能等。六、卫星互联网：受益标的：海格通信、铖昌科技、臻镭科技、盛路通信等。七、6G：推荐标的：中兴通讯；受益标的：硕贝德、大富科技、盛路通信、飞荣达等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

【建材】“反内卷”持续推进，关注玻纤行业底部机会——行业点评报告-20250704

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 刘天文（分析师）证书编号：S0790523110001

中央财经会议明确“反内卷”发展，玻纤行业基本面有望迎来改善

2025 年 7 月 1 日，中央财经会议顺利召开。会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。此次“反内卷”总体思路包括两方面，一是加强行业自律管理，包括限制低价竞争、自律限产等；二是推进产业升级、落后产能去化。我们认为，随着“反内卷”发展模式的不断普及，玻纤行业也将持续跟进并落实相关政策，行业基本面有望迎来较大改善。

玻纤行业新增产能边际放缓，价格底部回升后基本企稳

根据卓创资讯的统计数据，2024 年中国玻纤在产产能为 865 万吨，同比增长 9.8%，而 2015-2024 年均增速为 16.3%，说明整体产能增长有所放缓。新增产能方面，预计 2025-2026 年国内新增玻纤产能仅为 10 万吨，2025-2026 年中国玻纤在产产能分别达到 930 万吨和 940 万吨，同比增速分别为 7.5%和 1.1%，说明未来两年行业整体产能增速放缓，产能增长可控。价格方面，根据卓创咨询的数据，截至 2025 年 7 月 4 日，无碱粗纱市场价格基本企稳。目前主要企业无碱纱产品主流报价如下：无碱 2400tex 直接纱报 3400-4100 元/吨（个别厂报价较高），无碱 2400texSMC 纱报 4400-5000 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 5400-6600 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 4400-5400 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4600-5400 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱（普通级）报 4100-4500 元/吨。其中，无碱 2400tex 直接纱（长海股份）较 2024 年 3 月底价 3000 元/吨均价上涨 21.67%，无碱 2400texSMC 纱（OC 中国）较 2023 年 12 月底价 4100 元/吨均价上涨 31.71%，无碱 2400tex 喷射纱（OC 中国）2024 年 4 月底价 5750 元/吨均价上涨 4.35%。

AI 发展带动电子布迎来新机遇，高端产品有望迎来量价齐升

目前，AI 服务器的发展主要分为两个方向，分别为以英伟达为代表的 GPU 服务器（主要为训练用）和以亚马逊、谷歌为代表的 ASIC 服务器（主要为推理用）。根据江西省电子电路行业协会的数据，预计 2025 年全球服务器出货量将达到 1300 万台，同比增长 10%。其中，AI 服务器占整体服务器市场价值将达到 77%，出货量占比将达到 12%，成为拉动服务器行业快速增长的主要动力。PCB 作为 AI 服务器的核心结构件之一，行业需求有望迎来高速增长。从成本结构来看，根据中商产业研究院和索元数据的统计，覆铜板占 PCB 整体成本约 27.3%，而玻纤布占覆铜板整体成本约 19.1%，进而可以得到玻纤布占 PCB 整体成本约 5.2%，有望充分受益于 PCB 行业的快速发展。同时，随着 ASIC 服务器技术不断成熟，其出货占比有望逐步提升。与 GPU 相比，ASIC 客制化程度更高，对 PCB 厂在设计开案、制程良率、出货弹性与交期管控均提出更高要求，将带动高阶 PCB 板材的订单需求，进而带动高端电子布迎来量价齐升。重点推荐：中国巨石；受益标的：中材科技、国际复材，宏和科技、山东玻纤、长海股份等。

风险提示：行业需求不及预期；产能出清不及预期；高端产能验证不及预期。

【海外：阿里巴巴-W(09988.HK)】短期闪购加大投入利润或承压，看好长期生态协同——港股公司信息更新报告-20250704

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 荀月（分析师）证书编号：S0790524110001

短期加大闪购投入，看好长期生态协同，维持“买入”评级

考虑到淘天短期加大闪购投入，但电商技术服务费贡献收入增量，积极投入 AI 基础设施建设有望驱动云业务增长提速、部分对冲 capex 投入影响，中长期淘天用户、供应链及物流优势有望抢占即时零售份额，我们下调 FY2026-2027 年调整后净利润预测至 1631/1828 亿元（前值 1707/1891 亿元），新增 FY2028 年预测 2028 亿元，对应同比增速 3.2%/12.1%/10.9%，对应摊薄后 EPS 为 8.8/10.2/11.6 元，当前股价对应 11.0/9.5/8.4 倍 PE。国内电商仍以份额稳定为目标，未来货币化率有望持续回升，积极投入 AI 布局，维持“买入”评级。

短期加大投入及组织协同，闪购单量有望持续增长

7 月 2 日，淘宝宣布闪购将在 12 个月内直补消费者及商家共 500 亿，用户端通过发放大额红包、免单卡、官方补贴一口价商品等方式激发消费活力，商户端通过店铺、商品、配送补贴及免佣减佣等措施促进商家生意增长。此前 6 月 23 日阿里巴巴宣布饿了么、飞猪加入阿里中国电商事业群，淘宝联合饿了么宣布日订单数已超 6000 万，订单准时率 96%。我们认为短期淘天闪购加大投入单量有望持续增长并带动电商主站流量增长，未来订单密度持续提升单均亏损有望改善；依托饿了么的即时配送能力和本地服务资源，淘宝在高线用户、商户供应链、履约体系优势有望复用至即时零售。

淘天主站货币化率持续改善，关注供给端及生态协同效率

短期闪购单量有望持续增长并带动电商主站流量增长，未来需关注履约稳定性及商家供给增长情况。淘天电商中长期目标仍为份额稳定，广告产品迭代吸引商家预算，叠加技术服务费增量有望驱动 2025 年货币化率回升，持续投入用户体验及营商环境，利润率或有波动；围绕 AI 战略核心加大投入 AI 和云计算的基础设施建设、AI 基础模型平台以及 AI 原生应用、现有业务的 AI 升级转型。

风险提示：行业竞争加剧、宏观经济不及预期、组织调整不及预期、监管变动。

【中小盘：芯动联科(688582.SH)】公司发布 2025 年半年度业绩预增，同比大幅增长——中小盘信息更新-20250706

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 张越（分析师）证书编号：S0790524090003

公司披露 2025 年半年度业绩预增，归母净利润实现大幅增长

公司预计 2025 年上半年实现营收 2.28-2.78 亿元，同比增长 66.04%-102.45%；实现归母净利润 1.38-1.69 亿元，同比+144.46%-199.37%。取营收和归母净利润的中枢值测算公司上半年整体净利率，有望达到 60.67%。2025 年上半年公司凭借产品性能领先、自主研发等优势，保持业绩快速增长。公司在手订单充足，按计划在上半年顺利实现交付，使得上半年营收同比大幅增长。我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.42/5.10/7.45 亿元（前值为 3.18/4.49/6.42 亿元），对应 EPS 分别为 0.85/1.27/1.86 元/股，当前股价对应 2025-2027 年的 PE 分别为 77.8/52.1/35.7 倍，维持“买入”评级。

应用端起量，高性能 MEMS 市场有望保持高速增长

应用端方面，eVTOL 迎来商业化提速周期，36 氪研究院预计 2026 年规模将增长至 95 亿元，2024-2026 年 CAGR 约为 72.3%，而 IMU 模块约占 eVTOL 成本的 8%。IMU 是自动驾驶导航的核心，据微纳制造产业促进会测算 2023 年我国自动驾驶领域车载 IMU 市场规模为 31.51 亿元，到 2030 年将提升至 154.94 亿元，CAGR 为 25.55%。商业航天、人形机器人都依赖于 MEMS 惯导的发展。2023 年国内高性能 MEMS 陀螺仪市场规模约 12.68 亿元。预计 2023-2028 年全球高端惯性传感市场规模 CAGR 约 15%，国内高性能 MEMS 陀螺仪 CAGR 约 42.3%。

公司研发实力卓越，议价能力突出，募投项目持续加码中高端场景

公司高性能陀螺仪核心性能指标已经达到国际先进水平。由于公司在国内缺乏同等级的竞争对手，因此具有

议价能力，毛利率保持高水平。公司募集资金 7.5 亿元投入高性能 MEMS 惯导项目建设，赋能产能及研发实力。

风险提示：下游需求不及预期、宏观经济波动、产品研发进度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn