

晨会纪要

数据日期: 2025-07-01	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)	3457.74	10476.29	3942.76	11937.15	3028.57	994.79
涨跌幅度(%)	0.38	0.10	0.16	0.41	-0.06	-0.85
成交金额(亿元)	5535.56	9124.58	2360.70	3332.37	4444.90	280.40

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观专题: 宏观专题研究-下半年财政政策展望

宏观快评: 6月PMI数据解读-环比小幅改善, 价格指数回升

固定收益投资策略: 2025年7月转债市场研判及“十强转债”组合

行业与公司

社服行业专题: 出行链行业专题-需求韧性生长, 渠道与品牌加速迭代

汽车行业专题: 小米汽车专题系列之四-小米Yu7发布, 正式进入1-N阶段

化工行业月报: 氟化工行业: 2025年6月月度观察-三代制冷剂长协价格落地, 重视供给侧受限品种

农业行业快评: 牧业大周期十问十答快评-2025年肉牛大周期或迎拐点, 看好国内肉奶景气共振上行

海外市场专题: 美股2025年中期策略-货币视角下的美元资产展望

小商品城(600415.SH)公司快评: 新市场招商贡献业绩增量, 跨境支付业务有望加速发展

巨化股份(600160.SH)公司快评: 控股股东股份增持实施完毕, 三季度制冷剂长协价格落地

小米集团-W(01810.HK)海外公司快评: 发布小米YU7及AI眼镜等产品, 进一步完善人车家全生态

网易云音乐(09899.HK)财报点评: 领先的年轻人音乐社区, 付费用户数提升驱动订阅业务增长

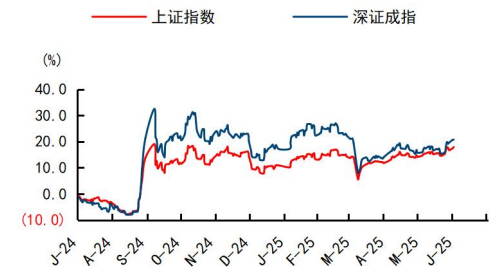
海信视像(600060.SH)深度报告: 家电新消费之Mini LED: 海信视像深度报告-技术为基、营销有为, 迈向全球电视龙头

江淮汽车(600418.SH)深度报告: 发力超豪华车蓝海市场, 尊界上市取得开门红

金融工程

金融工程月报: 券商金股 2025年7月投资月报

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02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	24072.28	-0.87

基金指数 07月02日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3260.32	0.01
股票基金指数	10270.69	0.82
混合基金指数	9521.30	0.81

汇率 07月02日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.18	0.15
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.85	-0.0
美元兑日元	143.4	-0.41

非流通股解禁 07月02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】

宏观与策略

◆ 宏观专题:宏观专题研究-下半年财政政策展望

上半年财政运行回顾

虽然年初至今财政收入略有下滑，但降幅相较去年上半年已经有明显的收窄。收入乏力有多重原因，如价格低迷、企业利润承压等。房地产市场不振和传统乘用车销量的下行也带来了一定的收入压力。

在较快的债务发行节奏下，年初至今一般公共支出增速没有落后预算太多。1-5月一般公共支出同比4.2%，略低于预算增速4.4%。从支出结构来看，民生类支出增速显著更高。

土地出让收入继续下行，压制第二本账的收入，第二本账支出的增长则主要靠专项债和特别国债。年初至今政府性基金收入增速-6.9%，支出增速16%。其中土地出让收入-11.9%，虽然还在深度负增长区间，但已较2024年全年的-16%有所改善。

总体来看，较多的政府债务发行是上半年财政支出的主要拉动。广义赤字的累计融资同比增量与广义财政支出累计同比有很好的相关性，主要是因为近半年来广义财政支出增速的抬升全靠债务融资。

下半年财政政策展望

根据已有的经济数据，我们预测下半年PPI、CPI等价格指数逐渐回升，但实际增速下行将拖累名义GDP增速。从这个角度来看，一般公共预算收入显著回暖的概率不高，全年增速或在-1%到0.1%之间。

将全年收入增速假设为乐观、中性和悲观三种情形，即分别对应第一本账收入0.1%、-0.3%和-1%的增速，以及第二本账收入0.7%、-6.9%和-10.0%的增速。乐观情形即为预算全部完成。中性情形：第一本账财力缺口807亿，全年增速4.1%；第二本账缺口4693亿，支出增速18.4%。悲观情形：第一本账财力缺口2345亿，支出增速3.5%，可能通过使用债务限额空间来弥补；第二本账缺口6618亿，支出增速16.5%。

下半年支出端的节奏取决于收入和债务发行节奏。根据余量和地方债发行计划，我们预计三季度广义赤字（国债净融资+新增地方债）超过3.4万亿，基本持平二季度，四季度广义赤字2.3万亿。

展望后续，若经济下行压力较大，或需要出台增量财政政策。一方面中美贸易战波动、海外经济下行带来外需回落，另一方面“两新”刺激效果边际下行、房地产继续探底等导致内需不振、供过于求。因此，当经济增速难以完成目标时，“准财政”政策性金融工具、近两万亿的债务限额空间、追加特别国债都是可能的政策选项。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策的不确定性。

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

联系人：王奕群

◆ 宏观快评:6月PMI数据解读-环比小幅改善，价格指数回升

6月份，制造业PMI、非制造业PMI和综合PMI产出指数分别为49.7%、50.5%和50.7%，分别环比上升0.2、0.2和0.3个百分点。

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

联系人：王奕群

◆ 固定收益投资策略:2025年7月转债市场研判及“十强转债”组合

转债位置不适合低价类策略，正股高波强势的平衡型品种最具性价比，若对回撤高要求应降仓而非转至低价：

•6月末上证指数突破前期阻力线再次站上3400点，投资者对后市分歧明显加大。我们认为当前投资者

不安感来源于两方面矛盾：1. 短期快涨只能用（已多次被叙述的）长期逻辑解释：中长债持有者因票息太低转向高股息标的的长期逻辑在 6 月引发银行板块的快速上涨；2. 股市方向与经济现实/预期不匹配：上证指数突破 3400 点，4 月 7 日以来上涨 10.6%，中小盘估值处于历史高位，然而 5 月工业企业利润同比-9.1%，且美国与其贸易伙伴谈判仍在进行，关税及全球贸易格局或将再次扰动我国外需，经济不确定性较高；

•我们认为，资产荒与流动性宽松背景下对权益资产不必轻易言空；对于转债而言，随着平均平价提升，转债资产进入强股性弱债性区间，受益于 6 月末赚钱效应，转债市场仍有增量资金，平价估值均有一定抬升空间，但抗跌性已随价格抬升而相应减弱；展望后市，对于不同收益目标及回撤需求的投资者，建议采取不同操作思路，用“合适”的个券表达市场观点与策略：

•若对权益市场观点相对积极且更看重相对收益，建议选择正股高波强势能迅速消耗溢价率的平衡型转债，或者高价低溢价且短期内不赎回的偏股型品种；若对回撤要求较高，或权益高度不报期望，建议降仓或换至低波行业（公用事业、环保、钢铁、建筑建材等）中大盘品种，对于下修博弈与双低等策略，建议等待下半年更好的价格出现再入场；

•不看好下修落地尚待时日，且溢价率较高的低价品种的短期绝对或相对收益：下修博弈策略所需的持仓时间周期较长，与当前股市高波动快涨的行情特征不匹配，且考虑到 6 月偏债型行情先行存在下修博弈价值的个券定价均超过 115 元，当前偏债型估值的历史分位数已显著高于偏股与平衡型，若行情转向，预计各价格带转债都会明显调整，当前高纯债溢价率的偏债型个券风险收益比不佳；

行业及个券配置方面：

•底仓方面，金融板块上涨源于资金流入，较难判断行情的高度与持续性，受益于银行转债外溢资金流入的大盘高评级个券密集的生猪养殖、光伏板块同理；后续底仓配置建议从风险对冲的角度出发，利用不同个券之间的负相关性，分散配置以获得相对稳定的组合净值，构建思路参考前期报告《银行转债缩量后，转债底仓怎么配？》；

•弹性方面，考虑到 7 月市场开始定价二季度业绩，建议关注：1. 消费领域，受益于国补政策的家电、汽车零部件、两轮车等；2. 科技领域，关注算力产业链中 PCB 及相关原材料、连接器，智能驾驶芯片及汽车传感器，人形机器人零部件等；3. 政府投资拉动、Q2 开工率提升的电网设备、海风等，以及海外需求高增的储能；4. 创新药及部分量增价稳的化学制药；

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、董德志（S0980513100001）、赵婧（S0980513080004）

联系人： 吴越

行业与公司

◆ 社服行业专题：出行链行业专题-需求韧性生长，渠道与品牌加速迭代

需求趋势：服务消费潜力大，市场纵深对应不同机会。新常态发展阶段消费信心已经逐步平稳，参考海外服务消费占比提升是必然趋势，中国城市纵深、不同代际下对应着不同细分市场。从出行链需求来看，B 端商旅需求随宏观经济周期波动，而 C 端旅游意愿持续维持较强韧性，消费者在目的地选择上以体验为先，社交媒体推动信息平权，推动供给端向更精细化运营加速迭代。

平台：生态价值凸显，关注边际竞争。疫后 OTA 受益于旅游景气与上游扩张，生态位优异，龙头国内利润率稳中有升，成为格局相对稳定的细分赛道。但考虑服务消费本身吸引力叠加龙头各自拓展需要，前有抖音上线酒店日历房、近有京东官宣入局酒旅，以流量补贴与低佣金模式对行业带来阶段扰动。一方面，复盘我国在线旅游竞争史，从 0 到 1 布局需找准自身定位以及构建相应的供应链与履约体系。对于中低星需求，平台产品性价比吸引大众用户，需要低成本的高频流量（如微信社交平台、本地生活流量）；对于中高端需求，平台资源&服务与用户形成双边效应（携程国内约 1 万人客服与约 8000 人 BD 团队）。另一方面，酒旅供应链与电商逻辑有别，酒旅服务更偏非标，且供给约束高于商品销售，对 BD 维护与履约要求的侧重不同。因此后发者短期通过低佣金与价格补贴方式吸引部分酒店与用户入驻，但搭建完整供应链及通过稳定服务对实现用户心智培养仍需长期深耕，需综合投入产出比。

酒店：供需为行业主要矛盾，龙头谋求拓圈。根据中国百城平均租金指数，今年以来高线城市写字楼与商铺租金双位数下滑，酒店供给处于扩张区间，2025 年预计增速维持 5-10%。休闲与商旅需求占比变化带来行业 RevPAR 震荡复苏表现，其中旅行旺季好于商旅主导期。供需再平衡过程中，龙头积极精细运营存量基本盘+向外高质量破圈推动市占提升。根据酒店之家数据，2024 年末 15 间以上房间量增速对比：一线 3.9%；新一线 5.4%；二线城市 6.2%~三线 6.3%；四线及以下 8.5%。高线城市存量物业转换主导，优质商圈卡位成为 PK 关键，中高端单房造价与运营成本平衡下不同细分需求对应多品牌，龙头积极推进老店迭代与中央预订渠道优势以应对加密；年初以来下沉市场 RevPAR 存在相对优势，同时连锁化率提升空间可观，成为龙头重要增量方向，平台组织架构适配与效率赋能领先的经济型与中端头部品牌市占率增长更快。门店基础上，亚朵零售把握高线城市居民睡眠痛点，基于从 1 到 N 迭代大单品的产品思路，凭借差异化定位、独特模式及组织活力持续领跑行业。

风险提示：消费复苏不及预期；竞争格局恶化；品牌形象受损；系统性风险。

投资建议：短期来看，暑期出行需求有望维持景气增长，供给端动态博弈，一方面酒店行业价格基数回落叠加本身暑期休闲游主导有望带动三季度高频数据好转；另一方面平台边际竞争扰动，新玩家以 B 端低佣金、C 端补贴的方式吸引酒店与价格敏感型用户进入，不排除短期带动部分计划属性偏弱且相对高频的周边游增量。中线来看，服务消费占比提升是必经之路，品牌与集团均有机会；其中单店模型与组织效率持续打磨的酒店龙头市占率稳步提升，有望表现出穿越周期的经营韧性；而平台龙头拥有稳定的用户心智与扎实的库存资源，在持续通过垂直出海或横向能力复用的方式强化壁垒，新玩家入局颠覆难度大。具体标的上，平台端推荐携程集团-S、美团-W、同程旅行；酒店端推荐亚朵、华住集团-S、首旅酒店、君亭酒店、锦江酒店。

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

◆ 汽车行业专题：小米汽车专题系列之四—小米 Yu7 发布，正式进入 1-N 阶段

事件：小米 Yu7 于 2025 年 6 月 26 日晚正式发布。本次发布三个 SKU，分别是标准版、PRO 版、MAX 版。标准版：25.35 万元，搭载 96.3kwh 磷酸铁锂电池，后驱续航 835km。PRO 版：27.99 万元，搭载 96.3kwh 磷酸铁锂电池，四驱续航 770km，零百提升至 4.27s；升级配置，闭式双腔空簧。MAX 版：售价 32.99 万元，搭载 101.7kwh 三元锂电池，零百升级至 3.23s，支持 5.2c 超充，升级部分配置。市场端销售火爆，上市 18 小时锁单量突破 24 万台。

Yu7 产品力优秀。小米 Yu7 采用流线型车身，造型运动风格；提供了 9 种外观可选配色；提供四款内饰配色和六款轮毂可选；采用了前排双零重力座椅设计；全车储物空间丰富；在遮光隔热、静谧性、音响系统等做了提升；全系搭载了 V6s PLUS 电机、800V 碳化硅高压平台；搭载了智能底盘系统，Pro/Max 版搭载了闭式双腔空气弹簧；全系搭载四合一域控制、英伟达 Thor 芯片和激光雷达。

Su7 Ultra 纽北再获佳绩，同步发布 Su7 Ultra 纽北限量版。小米 SU7 ULTRA 量产版以 7 分 4 秒 957 的成绩，打破了纽北赛道量产电动车的记录，成为目前纽北最快量产电动车。小米 SU7 Ultra 原型车，目前以 6 分 22 秒 091，位列纽北圈速总榜全球第三。本次发布会同步推出小米 SU7 Ultra 纽北限量版。

小米汽车的成功由多重因素推动。小米 SU7 自 2024 年上市之后获得巨大成功，订单、爬产、交付三个环节均表现优秀。小米汽车业务取得开门红的原因，主要有：1、造车布局已久，储备充分；2、借力庞大的投资生态圈，汲取资源和经验；3、研发端有整个集团支持，尤其在智能化领域；4、产品力和产品质量过硬；5、用户基础好，品牌影响力大等。

随着 Yu7 正式发布，小米汽车进入广阔赛道。随着 Yu7 发布，小米汽车进入中高端 SUV 赛道，以 20-40 万元 SUV 市场为参考，市场规模在 300 万辆以上。20-40 万元 SUV 赛道，2025 年 1-5 月新能源渗透率达到 57.80%，2024 年纯电车型销量达到 98.59 万辆；该赛道中，Model Y 销量显著领先，2024 年销量占比超过 13%；对比特斯拉 Model Y，以 Yu7 标准版和 Model Y 后驱版为例，小米 Yu7 配置在多数环节中保持优势。小米汽车北京工厂二期即将投产，新产能正在规划中。预计小米汽车 2025 年销量 40-50 万辆（具体看产能爬坡情况），2026 年销量有望突破 80 万辆。

风险提示：1、汽车行业总量风险；2、竞争恶化；3、海内外政策因素；4、技术人才流失。

投资建议：重点关注小米集团（电子、互联网联合覆盖）、拓普集团、禾赛科技、银轮股份、均胜电子、

华阳集团、精锻科技、保隆科技。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、贾济恺（S0980524090004）

◆ 化工行业月报：氟化工行业：2025 年 6 月月度观察-三代制冷剂长协价格落地，重视供给侧受限品种

6 月氟化工行情回顾：截至 6 月末（6 月 27 日），上证综指报 3424.23 点，较 5 月末（5 月 30 日）上涨 2.29%；沪深 300 指数报 3921.76 点，较 5 月末上涨 2.12%；申万化工指数报 3490.59，较 5 月末上涨 3.15%；氟化工指数报 1360.17 点，较 5 月末上涨 6.23%。6 月氟化工行业指数跑赢申万化工指数 3.08pct，跑赢沪深 300 指数 4.11pct，跑赢上证综指 3.94pct。据我们编制的国信化工价格指数，截至 2025 年 6 月 27 日，国信化工氟化工价格指数、国信化工制冷剂价格指数分别报 1184.89、1843.71 点，分别较 5 月底 +0.17%、+1.90%。三季度制冷剂长协价格落地，预计三季度零售价格将持续增长。根据卓创资讯，部分空调企业三季度长协价格明确，其中 R32 为 5 万元/吨电汇（5.06 万元/吨承兑），相比二季度+4000 元/吨；R410A 为 4.9 万元/吨电汇（4.96 万元/吨承兑），相比二季度+2000 元/吨。另据卓创预计主流产品三季度价格稳定增长。预计 7-9 月 R32 均价分别在 5.3/5.3/5.4 万元；R134a 分别在 4.9/4.95/5 万元。其中 7-8 月份为空调厂生产淡季，对应制冷剂需求或有减少，但生产企业亦有一定检修计划，同时出口市场仍存增量预期下，制冷剂 R32 价格延续高位偏强运行概率较大。随着 R134a 配额的持续消化，企业挺价心态或持续增强，高价报盘或陆续落实，同时随着 9 月份出口需求的逐步释放，市场或有进一步冲高的可能。内贸价格方面，根据百川盈孚、卓创咨询，本月 R22 维持报价 37000 元/吨；R134a 报价提升至 49000 元/吨，较上月+1500 元/吨；R125 维持报价 46000 元/吨；R32 报价提升至 53000 元/吨，较上月+4000 元/吨；R410a 报价提升至 49000 元/吨，较上月+1000 元/吨；R152a 报价提升至 30500 元/吨，较上月+2500 元/吨；R142b 维持报价 30000 元/吨；R143a 维持报价 46000 元/吨。出口价格方面，海关总署数据显示，截至 2025 年 5 月，R32、R134a 等产品价差快速收敛。具体来看，2025 年 5 月 R32 出口均价为 43025 元/吨，与内贸价差为 7225 元/吨；R22 出口均价为 25363 元/吨，与内贸价差 9137 元/吨；R134a 出口均价为 43797 元/吨，与内贸价差为 4016 元/吨；R125/R143 系列出口均价为 33240 元/吨，与内贸价差 12823 元/吨。2025 年二季度空调整体排产持续同比增长，7 月整体排产同比小幅下滑，内销排产保持增长。2025 年上半年空调内销排产数据持续上涨，其中 1-2 月让步出口被动减量，3 月逐步起量，除季节性备货因素影响，两新政策推动也有较大促进，5-6 月随着 618 大促节点临近叠加需求旺季，排产表现强势增长。7 月受 618 大促叠加旺季虹吸效应影响，部分 7 月需求提前释放。出口方面，根据海关数据显示，1-5 月我国空调累计出口 3649 万台，同比+13.0%，四月抢出口补库周期结束，开始进入下滑通道，预计趋势将持续下半年，海外库存处于高位去化阶段，下一个补库周期来临之前预计以稳态需求为主。排产方面，据产业在线家用空调内销排产报告显示，2025 年 7 月排产 1001 万台，同比+8.1%；8 月排产 617.5 万台，同比-19.2%；9 月排产 562.5 万台，同比-7.8%。出口排产方面，2025 年 7 月出口排产 579.4 万台，同比-16.3%；8 月出口排产 506 万台，同比-8.3%；9 月排产 502.5 万台，同比-16.6%。7 月整体排产 1580 万台，同比-1.9%。本月氟化工要闻：东岳氢能科创板 IPO 正式受理、巨化股份控股股东完成股份增持、三美股份发布全资子公司对外投资项目进展公告投资建议：2025 年二代制冷剂履约加速削减，三代制冷剂配额制度延续，R22、R32 等品种行业集中度高；需求端受国补政策刺激、东南亚等新兴区域需求增长等因素影响，海内外空调生产、排产大幅提升。二代制冷剂 R22 等品种在供给快速收缩、空调维修市场的支撑下，预计 2025 年将出现供需缺口；三代制冷剂 R32 供给虽同比小幅提升，但 2024 年库存消耗殆尽，需求端也呈现快速增长，预计 2025 年将保持供需紧平衡。我们认为，制冷剂配额约束收紧为长期趋势方向，在此背景下，我们看好 R22、R32 等二代、三代制冷剂景气度将延续，价格长期仍有较大上行空间；对应二代、三代制冷剂配额龙头企业有望保持长期高盈利水平。建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、制冷剂配额领先以及工艺技术先进的氟化工龙头企业及上游资源龙头。相关标的：巨化股份、东岳集团、三美股份等公司。风险提示：氟化工产品需求不及预期；政策风险（氟制冷剂环保政策趋严、升级换代进程加快、配额发放政策变更等）；全球贸易摩擦及出口受阻；地产周期景气度低迷；各公司项目投产进度不及预期；原材料价格上涨；化工安全生产风险等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 农业行业快评: 牧业大周期十问十答快评-2025 年肉牛大周期或迎拐点, 看好国内肉奶景气共振上行

据农业农村部统计, 截至 2025 年 6 月 27 日, 国内主产区牛肉均价为 63.73 元/kg, 同比+10.66%, 年初至今累计上涨 19.92%; 主产区生鲜乳均价为 3.04 元/kg, 同比-7.60%, 年初至今累计下跌 2.25%; 肉奶比(牛肉价格/生鲜乳价格)已达 20.96, 达到历史新高水平。

国信农业观点: 1) 2025 年以来国内肉奶价格走势背离, 国内肉奶比(牛肉价格/生鲜乳价格)已创历史新高。我们认为 2025 年肉牛大周期有望迎来拐点, 2026/2027 年行业有望迎来牛肉和牛奶的双品种共振涨价。2) 奶牛养殖公司受益于肉奶景气共振, 具备较高的盈利弹性修复空间。奶牛养殖业务经营每年正常淘汰率约 30%左右, 因此原奶企业每年都会卖大量奶牛, 而淘汰奶牛价格与牛肉价格正相关, 涨幅类同。港股的奶牛养殖公司报表将该业务损益通过公允价值计量, 并没有在主营业务收入中直接体现, 我们认为该业务是奶牛养殖公司永续经营的一部分, 且影响公司现金流, 未来伴随肉牛价格反转, 卖牛收益弹性显现, 公司现金流有望同步向好, 因此应对卖牛收益给予价值重估。3) 所有奶牛养殖企业目前均破净, PB 在 0.2-0.9 倍之间, 处于历史底部区间, 考虑到 2020 年原奶景气反转后, 行业平均 PB 达到 2 倍以上, 我们认为在接下来行业牛肉与牛奶共振反转的浪潮中, 奶牛养殖标的估值空间修复的弹性较大。4) 投资建议: 对于奶牛养殖标的, 原奶行情改善利好主业盈利修复, 同时肉牛大周期上行有望明显增厚其奶牛淘汰和犊牛外销收益, 肉奶共振背景下同样具备较高业绩修复弹性, 建议关注优然牧业、现代牧业、中国圣牧; 对于肉牛养殖或屠宰加工标的, 其业绩直接受益肉牛景气上行, 核心推荐光明肉业。5) 风险提示: 发生畜禽类疫病风险, 原料价格波动风险, 食品安全风险等。

证券分析师: 鲁家瑞(S0980520110002)、李瑞楠(S0980523030001)、江海航(S0980524070003)

◆ 海外市场专题: 美股 2025 年中期策略-货币视角下的美元资产展望

美债失去价值储藏功能, 黄金将取而代之

布雷顿森林体系解体后, 美元的储备货币系统由美元和美债共同构建。美元执行交易媒介功能, 美债执行价值储藏功能。随着美国赤字失控, 后者已经失去原有职能, 被黄金取代。美债与黄金、美股等各类资产的估值脱钩。

这意味着, 定价层面: 1) 美债将从溢价资产变为折价资产。美债过往收益率长期低于合理估值(预期通胀+预期经济增速); 未来, 合理估值或将是收益率的下限。2) 黄金和美债总市值的走势长期一致, 但前者长期低于后者。未来, 随着美债被黄金替代, 黄金总市值应超越美债总市值。3) 股债风险溢价不再对股票估值有约束力。

目标价: 我们认为 20Y 美债收益率的底线将是 4.35%, 2025 年目标收益率 4.9%-5.2%, 建议规避。同期, 黄金目标价为 3500 美元/盎司; 若黄金市值追平美债, 黄金价格将达到 4400 美元/盎司, 建议持有。

美股长牛由货币驱动, 逻辑不易打破...

美股的长牛是货币现象: 1) 从资金流看, 美国的长期经常账户逆差必然需要资本账户顺差实现闭环, 因此美股总是不缺海外买家, 相同的案例还有印度和印度股市。2) 从供给角度看, 美国企业在 80 年代已经进入长期净回购状态, 股票在变少, 这也令股价上升。3) 从基本面看, 财政的扩张意味着更多的政府订单、更高的通胀、更高的利润率, 美股近水楼台先得月。因此, 长期的财政与贸易逆差其实是美股的利好: DOGE 赤字削减不及预期, 《大而美法案》推出, 贸易战的虎头蛇尾都将强化美股长牛的逻辑。

...但短期经济景气度面临风险

关税战影响下, 商品价格的上涨不会像服务价格那样转化成居民的收入增长。我们预计, 关税每上调 10ppt, 居民收入的实际购买力将下降 0.5ppt-0.7ppt。另一方面, 美国消费信贷已经连续两个季度同比负增, 这种现象在历史上往往对应着实质衰退。

针对“经济收缩”和“实质衰退”, 我们用固有收益模型测算了 2025 年下半年标普 500 的目标价: 5600 点(乐观)-5200 点(基准)-4300 点(悲观)。将美股投资评级由“中性”下调至“弱于大市”。

避险与抄底的中观选择

我们从两个角度寻找线索：1) Alpha 和 Beta；2) 历史经济周期和股市牛熊切换时的轮动规律。建议在接下来的避险阶段考虑：1) 质量因子可攻守兼备；2) 道琼斯、红利因子、公用事业、日常消费作为纯防御选择；3) 纳斯达克 100 可以用 Alpha 对冲少量风险，同时防止踏空，但不足以对抗实质衰退。

未来抄底时，建议：首推费城半导体；其次纳斯达克 100、纳斯达克综合、罗素 2000、中小盘成长、信息技术板块。

风险提示：美国外交与贸易政策的不确定性；美国财政政策的不确定性；全球政治经贸格局的不确定性；历史规律不在未来重演的可能性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 小商品城(600415.SH) 公司快评:新市场招商贡献业绩增量,跨境支付业务有望加速发展

事件：6月29日晚间，公司发布2025上半年业绩预告，预计实现归母净利润16.3-17亿元，同比增长12.57%-17.4%，其中Q2季度预计实现8.27-8.97亿元，同比增长12.5%-22%，整体表现稳健。

此外，公司旗下全球数贸中心（市场板块）招商持续进行，其中时尚珠宝行业已完成招商工作，婴童成长用品行业（创意潮流玩具行业范围）、护肤及医美用品行业正在招商报名阶段。以及公司拟成立香港子公司，申请香港 TCSP（信托或公司服务提供者）牌照，提升支付业务的跨境金融服务能力。

国信零售观点：1) 全球数贸中心时尚珠宝行业的中标价在11万-12.4万元/㎡之间，共389个铺位，吸引了4000余家经营主体报名关注，整体热度较高。而目前正在报名的婴童成长用品行业、护肤及医美用品行业，首日5小时报名主体超3200户，是珠宝行业首日报名人数的5倍，实现了更高的热度，预计进一步增厚招商对公司的业绩贡献。

2) 香港全资子公司获得 TCSP 牌照后，可在香港开展金融服务，为客户设计提供定制化财富管理及金融解决方案，将进一步丰富支付的服务维度，使其从支付工具升级为具备更全面金融功能的服务平台，增强竞争力并开辟新增长点。

短期而言，全球数贸中心（市场板块）计划在今年10月正式开业，新的面积增量、租金及中标费用将增厚业绩表现，驱动业绩进入新一轮扩张期。中长期看，公司已成为全球贸易服务商，数字贸易平台及跨境支付等新兴业务有望为公司注入长期增长潜力，同时公司作为进口贸易创新发展试点单位有望分享进口贸易繁荣的机遇。考虑公司全球数贸中心的市场部分计划在10月份开业，有望为四季度贡献业绩增量，我们上调公司2025-2027年归母净利润至40.32/64.08/78.32亿元（前值分别为36.38/57.15/68.37亿元），对应PE分别为28.1/17.7/14.5倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

◆ 巨化股份(600160.SH) 公司快评:控股股东股份增持实施完毕,三季度制冷剂长协价格落地

公司公告：2025年4月8日，公司披露了《巨化股份关于控股股东首次增持股份情况及增持计划的公告》，公司控股股东巨化集团有限公司基于对公司未来经营业绩和发展的信心，通过其一致行动人浙江巨化投资有限公司自2025年4月8日起3个月内，通过上海证券交易所交易系统以集中竞价方式增持公司股份，金额累计不少于人民币5000万元，不超过人民币10000万元。截至2025年6月30日，巨化投资通过上海证券交易所交易系统以集中竞价方式累计增持公司股份406.65万股，占公司已发行股份的0.1506%，合计增持金额为9996.86万元，本次增持计划实施完毕。

国信化工观点：1) 控股股东累计增持公司股份406.65万股，合计金额为9996.86万元，彰显了控股股东对公司未来长期发展的信心；2) 三季度制冷剂长协价格落地，预计三季度零售价格将持续增长；3) 主流制冷剂品种两年来价格持续上涨，供给侧限制下制冷剂景气周期延续。公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著。制冷剂方面，公司制冷剂配额居国内第一，将直接受益制冷剂长期景气度提升。含氟聚合物方面，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。从公司自身内生效益来看，多年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，高端化延伸产业链，

多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。维持 2025-2027 年归母净利润 41.14/48.23/51.70 亿元的预测，对应 EPS 为 1.52/1.79/1.92 元，对应当前股价对应 PE 为 18.9/16.0/14.9X。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 小米集团-W(01810.HK) 海外公司快评:发布小米 YU7 及 AI 眼镜等产品，进一步完善人车家全生态

6月26日晚，公司召开人车家全生态发布会，正式发布小米 YU7、小米 MIX Flip 2 与小米 AI 眼镜等产品。小米 YU7 共三款配置，标准版、Pro 版以及 Max 版，支持车外小爱语音，共有九种颜色，开售 3 分钟大定突破 20 万台。小米 AI 眼镜定义为面向下一个时代的个人智能设备、随身 AI 的入口，镜架重量 40g，搭载 1200 万像素摄像头，可拍照、录制视频，支持第三方 APP 视频通话、直播，定价 1999 元起。公司坚持技术为本，坚持高端化引领，预计未来五年将在核心技术领域投入 2000 亿研发费用。

国信电子观点：我们认为，公司发布小米 YU7、AI 眼镜等产品，产品矩阵丰富，人车家全生态进一步完善。长期看好公司重视研发投入，布局芯片、AI、OS 等领域。作为 To C 企业准确把握消费者需求，在人车家全生态战略布局引领下，公司业务全面覆盖 AI 应用终端，实现 AI+手机、汽车、智能家居全场景覆盖。AI 应用加速发展背景下，公司有望受益。上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入同比增长 35.7%/27.2%/14.8%至 4967/6318/7251 亿元（前值：4842/6110/7220 亿元），归母净利润同比增长 64.2%/28.4%/32.7%至 388/499/661 亿元（前值：362/464/660 亿元），当前股价对应 PE 分别为 36.7/28.6/21.6 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、张伦可（S0980521120004）、唐旭霞（S0980519080002）

联系人： 连欣然、刘子谭

◆ 网易云音乐(09899.HK) 财报点评:领先的年轻人音乐社区，付费用户数提升驱动订阅业务增长

领先的年轻人音乐社区。网易云音乐是中国领先的在线音乐流媒体平台，核心业务涵盖在线音乐服务、社交娱乐服务及创新增值服务。依托 UGC 社区氛围与“乐评文化”沉淀，公司持续强化自制内容与原创音乐人扶持体系，构建平台独有内容壁垒。丁磊持股比例约 60%。截至 2024 年，网易集团持有公司控股权，持有股权约 60%；新加坡政府投资公司（GIC）合计持股超 6%，是第二大机构股东。阿里巴巴当前持股比例低于 5%。

竞争格局：聚焦年轻人，竞争稳定，版权逐步回归。网易云音乐与腾讯音乐构成双寡头格局。腾讯音乐市占 66%，网易云音乐约 27%。音乐平台集中度高主要系：1）音乐平台当前主要系音乐播放器，用户重复播放需求较高。用户在一个平台上收藏歌曲，并形成歌单和个性化推荐，形成用户平台粘性；2）中游音乐平台需要支付高额的音乐版权费用。腾讯音乐与网易云音乐的市场定位是用户需求自然分层的产物，网易云音乐聚焦年轻人。根据 21 年招股书，网易云音乐活跃用户中约 90%是 90 后年轻用户。21 年独家版权取消后，网易云音乐版权逐步回归。网易云音乐通过情感化社区（乐评文化）、身份认同构建（黑胶唱片+个性化推荐）、圈层内容生态（垂直音乐+IP 联动）等打法，将工具型播放器升级为 Z 世代的情感归属地，有力稳住了 MAU 的基本盘。

财务分析：在线音乐业务是核心业务。24 年，公司收入 79.5 亿元，同比+1%，主要系社交娱乐业务下滑拖累。网易云音乐的两大业务板块分别为在线音乐服务和社交娱乐服务。在线音乐服务是网易云音乐的核心业务，包括音乐播放、会员订阅、广告及数字专辑销售等，2024 年该板块收入占比为 67%。1）24 年在线音乐收入 53.5 亿元，同比+23%。细拆在线音乐业务，包含订阅业务和其他在线音乐服务。订阅业务收入=MAU（月活用户数）× 付费渗透率 × ARPPU（单付费用户收入）。24 年订阅业务收入 44.6 亿元，同比+22%。当前公司订阅业务收入增长主要驱动是付费用户数的增长。2024 年网易云音乐付费渗透率分别为 25.2%，同比+3.8pct。24 年公司加大订阅业务货币化能力。公司提升货币化能力的方法包含：①在变现模式单一时主要的驱动因素是付费墙，不断在付费墙中增加优质内容。②优质权益和垂类内容；③联合会员、促销、ToB 渠道扩展等。当前网易云音乐的付费墙约为腾讯音乐的一半。虽然网易云音乐

当前付费渗透率高于腾讯音乐，折扣和 88VIP 有拉动作用；但从付费墙角度，付费用户数仍有较大提升空间。2) 社交娱乐业务包含直播等音乐衍生业务。23 年开始，受监管趋严等因素影响，网易云音乐社交娱乐服务收入持续下滑。23 年社交娱乐业务 35.2 亿元，同比-34%；24 年 26.0 亿元，同比-26%。

财务分析：毛利率、销售费率有优化空间。24 年网易云音乐经调整利润 17 亿元，同比+108%。后续利润率提升主要靠：1) 毛利率进一步提升，版权成本仍有优化空间；2) 费率下降：网易云音乐销售费率仍有较大下降空间。毛利率：音乐平台的成本反应音乐平台作为中游对上游版权方/主播等、下游用户的把控能力，主要来自订阅业务给版权方（唱片公司等）分成成本；社交娱乐业务给主播的分成成本等。24 年网易云音乐毛利率 34%，同比+7pct。毛利率提升主要系破除独家版权后，音乐版权成本逐步优化。当前网易云音乐版权仍有部分是固定保底金模式，故存在经营杠杆。后续随着实际结算模式更大规模覆盖，网易云音乐毛利率仍有持续提升空间。24 年网易云销售/管理/研发费率分别为 7.7%/2.3%/9.8%，同比-2/0/-1pct。24 年腾讯音乐、网易云音乐销售费率为 3%、7.7%。腾讯音乐借助腾讯自有渠道引流，销售费率较低。销售费用主要用于推广及广告费用。当前云音乐策略仍在获取新客。24H2 优化市场团队后采用了新的获客策略，如自制歌曲推广和游戏联合营销，提高了销售费用 ROI。

盈利预测：收入侧预计 25-27 年收入 87/97/108 亿元，同比+9%/12%+12%。利润侧预计网易云音乐经调整利润 25-27 年 21/25/30 亿元，CAGR 21%。25-27 年经调整利润率达 24%/26%/28%，同比+3/2/2pct。

投资建议：我们用国外音乐龙头 Spotify 和国内音乐龙头腾讯音乐做估值比较。当前 Spotify、腾讯音乐、网易云音乐股价对应 25 年 PE 值 70/22/23x，对应 PEG 1.7/1.3/1.1x。由于公司当前音乐版权持续优化，网易云音乐利润增速快于腾讯音乐。我们给予网易云音乐 1.3-1.5xPEG，对应 25 年 PE 值 29-33x，对应目标价 311-354 港币，对应当前涨幅 30-48%。我们认为音乐平台作为长期优质现金流资产，伴随收入稳步增长，利润率和利润释放能力增强。看好网易云音乐作为年轻音乐社区的持续发展。我们后续建议重点关注网易云音乐的业务驱动因素包括：短期观察付费用户增长，中期观察订阅缩减折扣；音乐版权谈判进展对毛利率的影响；双边效应下销售费率的变化。给予“优于大市”评价。

风险提示：音乐版权价格变动的风险；音乐赛道竞争格局恶化的风险；其他娱乐形式的竞争；在线音乐付费渗透率提升不及预期的风险；行业政策监管。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）

◆ 海信视像(600060.SH) 深度报告:家电新消费之 Mini LED： 海信视像深度报告-技术为基、营销有为，迈向全球电视龙头

海信视像：全球布局的电视龙头。海信视像我国电视行业龙头，主营电视、激光显示、显示芯片等显示产品及上下游业务。公司营收以电视为主，占比约 80%；公司持续发力海外渠道及品牌，2024 年海外收入占比达到 52%。2018-2024 年营收复合增长 8.9%至 585.3 亿，归母利润复合增长 33.7%至 22.5 亿。

电视迭代大潮涌起，国内产业链奋楫争先。电视诞生近百年，在体积、尺寸、画质等多方面不断迭代，当前 Mini/Micro LED 等新技术蓬勃兴起，持续推动电视使用体验的升级。随着 Mini LED 电视技术的成熟及价格下探，渗透率迎来快速提升，2024 年我国 Mini LED 电视渗透率同比提升超 15pct 至 18%。我国企业已在 Mini LED 建立起领先的全产业链布局，有望受益于 Mini LED 电视的快速成长。从量价角度看，当前全球电视销售规模虽然进入稳定期，但在面板供给逐步走向集中推动面板价格稳定的背景下，叠加电视大屏化、Mini LED 等结构升级，电视均价有望进入上涨通道。头部品牌凭借规模优势逐步强化产品技术优势和产业链地位，攫取更多份额，全球电视出货量 CR4 从 2018 年 44.5%提升至 2024 年 56.2%，行业格局出现改善。我国电视龙头海信视像及 TCL 凭借领先的产品竞争力，在渠道和营销的持续强化之下，近年来在全球主要电视市场的市占率均明显提升，出货量份额跃居全球前三。

公司竞争优势：技术积累深厚，品牌走向全球。公司电视显示技术积累深厚，布局 ULED 技术平台超 10 年，在对比度、色域、分辨率等性能上实现领先，并结合 Mini LED、AI 等新技术进一步提升画质，开发出 RGB Mini LED 技术实现全球引领。公司较早布局上游芯片环节，信芯微显示芯片产品占据行业领先地位，乾照光电将 Mini/Micro LED 产业延伸至最前端的芯片领域，有助于公司夯实技术领先优势。公司拥有海信、东芝、Vidda 三大品牌，分别定位于不同人群，覆盖更广泛客户需求，市占率稳步提升。公司运用世界杯进行全球品牌营销，持续拓展海外销售渠道，未来有望抢占更多的全球份额。

盈利预测与估值：借助公司优异的产品力和覆盖全球的渠道体系及日益提升的品牌影响力，预计公司未来有望抢占更多的全球电视市场份额；同时公司在激光显示、商用显示、XR 等新显示上的布局有望形成新的增长点。预计公司 2025-2027 年营收为 637.4/688.5/738.6 亿，同比增长 8.9%/8.0%/7.3%；归母净利润为 25.9/29.1/32.0 亿，同比增长 15.4%/12.4%/9.9%；对应 EPS 为 1.99/2.23/2.45 元，PE 为 11.4/10.1/9.2 倍。综合绝对估值和相对估值，我们认为公司股票合理估值区间为 24.89-29.63 元/股，市值区间为 325-387 亿，对应 2025 年 PE 为 12.5-14.9 倍，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格波动；行业需求复苏不及预期。

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

联系人： 李晶

◆ 江淮汽车(600418.SH) 深度报告：发力超豪华车蓝海市场，尊界上市取得开门红

安徽江淮汽车集团股份有限公司历史积淀深厚，是安徽省属重要汽车行业资产。公司是安徽省国资旗下综合型汽车企业集团。公司成立于 1964 年；2008 年公司进入乘用车领域；2015 年公司进军新能源领域，先后与大众集团、蔚来汽车合作；公司华为深度合作，推出尊界系列，首款车型于 2025 年正式发布。公司 2024 年全年营收 421.16 亿元；2025 年第一季度营收 98.01 亿元。公司当前传统业务，主要分为商用车、乘用车、客车、底盘及其他业务，商用车、乘用车占了绝大数营收份额。公司近年海外业务表现亮眼，2023/2024 年海外业务营收均超过了国内，2024 年海外业务营收达到了 238.92 亿元，占比 56.61%。公司传统业务近年成功把握出海趋势，未来有望全面合作华为。公司商用车业务营收和产品销量在 2023/2024 年回升，核心产品线包含轻中重卡，其中以轻卡产品为主；公司通过开拓海外市场，以及发力皮卡、多功能商用车，逆势实现了商用车业务的增长。公司自主乘用车业务营收在 2024 年下滑，但单车营收显著提升；自主乘用车积极出海，开辟新的市场，显著提升单车价值；自主乘用车在国内优化产品结构、出清低效资产，提升运营效率。2025 年 6 月 17 日，公司与华为在合肥签署战略合作协议，深化战略合作伙伴关系，公司传统业务未来有望全面得到赋能。

超豪华赛道是自主品牌蓝海市场。50 万元以上的乘用车市场，国产车（自主品牌+合资品牌）和进口车都占据着重要的份额；但其中国产车除了宝马 X5 以外，几乎集中均价在 60 万元以下的豪车市场；价格中枢在 70 万元以上的进口车有一定销量规模。超豪华赛道目前以进口车为核心，属于自主品牌蓝海市场。鸿蒙智行凭借问界 M9 在高端豪车市场取得成功，进入超豪华赛道具备一定优势。公司与华为合作的尊界系列首款车型 S800 于 2025 年 5 月 30 日正式上市，尊界 S800 产品力强，配置和细节有诸多亮点，上市首月大定突破 6500 台。

盈利预测与估值：预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 490.57/691.72/802.98 亿元，归母净利润分别为 2.35/17.51/36.22 亿元；预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.11/0.80/1.66 元，对应 PE 分别为 371.4/49.8/24.1 倍。采用分部估值法，预计公司 2026 年合理市值区间为 1061-1213 亿元。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：传统业务经营的风险、转型不足的风险；尊界销售、相关服务不足的风险；海内外竞争加剧、豪车市场规模萎缩的风险等。

风险提示：传统业务经营的风险、转型不足的风险；尊界销售、相关服务不足的风险；海内外竞争加剧、豪车市场规模萎缩的风险等。

证券分析师： 贾济恺（S0980524090004）、唐旭霞（S0980519080002）

金融工程

◆ 金融工程月报：券商金股 2025 年 7 月投资月报

券商金股股票池上月回顾

2025 年 6 月，巨人网络、胜宏科技、内蒙一机等券商金股股票的月度上涨幅度靠前。

2025 年 6 月，国元证券、申万宏源证券、民生证券收益排名前三，月度收益分别为 19.64%、14.75%、10.27%，同期偏股混合型基金指数收益 4.34%，沪深 300 指数收益 2.50%。

2025 年以来，东北证券、华鑫证券、东兴证券收益排名前三，年度收益分别为 55.84%、44.37%、40.64%，同期偏股混合型基金指数收益 7.86%，沪深 300 指数收益 0.03%。

券商金股股票池中选股因子表现

最近一个月，单季度营收增速、SUR、分析师净上调幅度表现较好，EPTTM、波动率、剥离涨停动量表现较差；

今年以来，总市值、SUE、SUR 表现较好，预期股息率、波动率、EPTTM 表现较差。

券商金股股票池本月特征

截至 2025 年 7 月 1 日，共有 43 家券商发布本月金股。在对券商金股股票池进行去重后，总共有 294 只 A 股。

从绝对占比来看，本期券商金股在电子(13.08%)、机械(8.21%)、基础化工(7.18%)、医药(7.18%)、计算机(6.41%)行业配置较高。

从相对变化来看，本期券商金股在电子(+5.23%)、电力设备及新能源(+1.98%)、国防军工(+1.69%)行业增配较多，在医药(-2.13%)、食品饮料(-1.76%)、商贸零售(-1.44%)行业减配较多。

从风格暴露来看，本月券商金股股票池与上月基本保持一致。

在券商金股股票池中，如果前期市场的关注度相对较少，随着券商分析师将其推荐为金股，其获得的市场关注度将会明显提升。基于此，我们从买方关注度和卖方关注度两个视角，寻找出市场前期关注度相对较少的券商金股。

券商金股业绩增强组合

本月（20250603-20250630），券商金股业绩增强组合绝对收益 5.34%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.00%。

本年（20250102-20250630），券商金股业绩增强组合绝对收益 10.59%，相对偏股混合型基金指数超额收益 2.73%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 28.16%分位点（977/3469）。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

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	769.12	0.97	ICE 布伦特原油	67.61	-0.23
白银	8728.00	0.26	铜	80140.00	0.21
铝	20750.00	0.07	铅	17085.00	-0.08
豆一	4204.00	-0.11	锌	22310.00	-0.80
豆粕	2832.00	-0.38	镍	120250.00	-0.40
玉米	2358.00	-0.04	锡	266880.00	-0.36
螺纹钢	2988.00	-0.36	SR507	5796.00	-0.36

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	44494.93	0.907504	57.17	57.17	57.17	57.17	41.60
德国 DAX 指数	23673.29	-0.988389	85.86	-1.35	5.02	29.42	53.52
法 CAC40 指数	7662.59	-0.043309	0.61	-1.15	-2.71	1.34	47.89
恒生指数	24072.28	-0.872462	1.61	3.35	2.75	35.85	68.11
沪深 300 指数	3942.76	0.169800	0.99	2.66	1.41	13.35	67.17
美国 SP500 指数	6198.01	-0.111846	1.73	4.84	10.02	13.20	46.37
纳斯达克综合指数	20202.89	-0.819058	1.45	5.69	15.77	12.99	49.30
日经 225 指数	39986.33	-1.237571	3.08	5.32	12.24	0.89	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	603259.SH	药明康德	69.5500	5.6509	无数据	603259.SH	药明康德	69.5500	5.6509	无数据
2	600415.SH	小商品城	20.6800	5.6180	无数据	300059.SZ	东方财富	23.1300	0.3906	无数据
3	300394.SZ	天孚通信	79.8400	6.3257	无数据	600415.SH	小商品城	20.6800	5.6180	无数据
4	300502.SZ	新易盛	127.0200	3.1174	无数据	300394.SZ	天孚通信	79.8400	6.3257	无数据
5	600276.SH	恒瑞医药	51.9000	-0.0962	无数据	300502.SZ	新易盛	127.0200	3.1174	无数据
6	601398.SH	工商银行	7.5900	1.2000	无数据	600276.SH	恒瑞医药	51.9000	-0.0962	无数据
7	601939.SH	建设银行	9.4400	0.7471	无数据	601398.SH	工商银行	7.5900	1.2000	无数据

8	300476.SZ	胜宏科技	134.3800	1.4189	无数据	300476.SZ	胜宏科技	134.3800	1.4189	无数据
9	600900.SH	长江电力	30.1400	-0.2647	无数据	600900.SH	长江电力	30.1400	-0.2647	无数据
10	002594.SZ	比亚迪	331.9100	-0.6971	无数据	002594.SZ	比亚迪	331.9100	-0.6971	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	3988.HK	中国银行	4.5600	-0.02355460	76395.67	1810.HK	小米集团-W	59.9500	0.01696353	476691.10
2	2429.HK	平安瑞银八零三购	4.0000	0.53846154	105877.73	1788.HK	国泰君安国际	3.4300	0.13576159	445820.32
3	2429.HK	友宝在线	4.0000	0.53846154	105877.73	2550.HK	宜搜科技	4.8100	0.38218391	359996.05
4	0700.HK	腾讯控股	503.0000	-0.01949318	152414.10	0981.HK	中芯国际	44.7000	-0.00334448	297648.62
5	0939.HK	建设银行	7.9200	-0.01369863	191579.32	9988.HK	阿里巴巴-W	109.8000	-0.02051740	294439.50
6	3690.HK	美团-W	125.3000	-0.03168470	232009.94	3690.HK	美团-W	125.3000	-0.03168470	194283.80
7	9988.HK	阿里巴巴-W	109.8000	-0.02051740	239335.99	0700.HK	腾讯控股	503.0000	-0.01949318	184986.69
8	2550.HK	宜搜科技	4.8100	0.38218391	363467.61	3988.HK	中国银行	4.5600	-0.02355460	114435.50
9	0981.HK	中芯国际	44.7000	-0.00334448	369123.76	2429.HK	平安瑞银八零三购	4.0000	0.53846154	113363.05
10	1788.HK	国泰君安国际	3.4300	0.13576159	440651.67	2429.HK	友宝在线	4.0000	0.53846154	113363.05
11	1810.HK	小米集团-W	59.9500	0.01696353	465256.22	0939.HK	建设银行	7.9200	-0.01369863	95835.51

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