

# 晨会纪要

| 数据日期: 2025-06-30 | 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)          | 3444.42 | 10465.11 | 3936.07 | 11887.95 | 3030.63 | 1003.41 |
| 涨跌幅度(%)          | 0.58    | 0.83     | 0.36    | 1.00     | 1.59    | 1.53    |
| 成交额(亿元)          | 5671.37 | 9197.19  | 2888.21 | 3275.23  | 4621.40 | 295.54  |

## 晨会主题

### 【常规内容】

#### 宏观与策略

宏观专题: 宏观经济专题研究-去美元化下的央行购金行为研究

#### 行业与公司

能源电子月报: 碳化硅车型持续下沉, 应用场景逐步铺开  
电子行业周报: 美股 AI 算力股价连创新高, 持续看好 AI 产业投资机遇  
房地产行业 2025 年 7 月投资策略: 基本面持续低迷, 博弈窗口开启  
电新行业快评: 电力设备新能源行业点评-浙江省深远海项目陆续启动前期工作, 六地机制电价新政落地  
食品饮料周报(25 年第 26 周): 飞天茅台价格已有企稳迹象, 大众品关注新渠道、新产品  
传媒互联网周报: 6 月版本号数量创年内新高, OpenAI 宣布 10 月召开开发者大会  
化工行业周报: 制造成长周报(第 20 期)-马斯克赞赏 Optimus Gen3 团队, 阿里云升级自驾训练框架  
人工智能周报(25 年第 26 周): 谷歌发布开源 AI 智能体 Gemini CLI, MiniMax 推出多项新技术及产品  
社会服务行业双周报(第 109 期): AI 教育产品密集发布, 曹操出行港股上市  
交通运输行业周报: 顺丰拟配售 H 股以及发行可转债, 逢低布局海运静待旺季  
家电行业 2025 年 7 月投资策略: 618 家电各品类增长良好, 7 月白电排产内稳外降  
2025 年石化化工行业 7 月投资策略: 看好钾肥、制冷剂、阿洛酮糖、芳纶纸的投资方向  
开发科技(920029.BJ) 财报点评: 深耕智能计量技术二十余年, 立足欧洲推进全球布局  
波司登(03998.HK) 海外公司财报点评: 2025 财年净利润增长 14%, 分红率达 84%

#### 金融工程

金融工程周报: ETF 周报-本周证券 ETF 领涨, 涨幅中位数超 7%, 资金净赎回超 50 亿元  
金融工程日报: 沪指震荡攀升, 封板率创近一个月新高

#### 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01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01日

|        | 收盘指数     | 涨跌幅%  |
|--------|----------|-------|
| 债券基金指数 | 3259.87  | 0.01  |
| 股票基金指数 | 10186.17 | 0.16  |
| 混合基金指数 | 9444.74  | -0.01 |

#### 汇率

07月01日

|        | 收盘指数/价 | 涨跌幅%  |
|--------|--------|-------|
| 欧元兑美元  | 1.17   | 0.6   |
| 美元兑人民币 | 7.22   | -0.13 |
| 美元兑港币  | 7.85   | 0.0   |
| 美元兑日元  | 144.0  | -0.44 |

#### 非流通股解禁

07月01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：宏观经济专题研究-去美元化下的央行购金行为研究

去美元化下的储备资产重分配。（1）GDP 与货币国际地位的关联及例外情况。理论上，各国 GDP 份额与外汇交易份额应呈相关性。但中国和美国是明显例外，中国 GDP 占比 16.67%，外汇储备占比仅 2.29%；美国 GDP 占比 26.10%，外汇储备占比却达 58.42%，两国货币化水平均大幅偏离经济地位。（2）金价与美元储备地位的关系。中长期看，金价与美元储备地位高度相关，美元储备占比上升时金价往往下降，反之则上涨。（3）央行购金行为的趋势。2022 年以来，各国央行黄金需求大增，2011-2021 年央行年均黄金需求 509.1 吨，2022-2024 年平均达 1072.3 吨。2024 年各国央行持有的黄金储备接近布雷顿森林体系时代水平，按市场价格计算，黄金成为全球第二大储备资产，仅次于美元。买入黄金的央行主要是波兰、土耳其、印度和中国等新兴国家央行，2022 年后新兴国家央行大幅增持黄金。

如何观测央行购金行为。（1）官方黄金储备数据的局限性。人民银行官方黄金储备数据存在延迟，如 2022 年 5-10 月英国对华黄金出口逐步放量至 7.34 万千克，但中国人民银行公布的官方储备黄金在此期间未变，直至 11 月才增记 3.2 万千克，可见官方储备数据与实际购金行为存在时间差。（2）英国对华黄金出口情况的参考价值。伦敦是全球最大黄金现货交易市场，从英国进口的非货币黄金海关报关和国内央行入账存在时间差，原因包括伦敦黄金现货市场交易达成与实物交割可能有时间差，以及购入的黄金需重新精炼重铸后归入央行储存。英国对华黄金出口情况可在一定程度上反映央行购金行为。（3）不同市场间的交易情况和价格偏差。中国非官方部门的黄金购买通过上海黄金交易所进行，反映在 SGE 溢价中，而中国人民银行等官方部门在伦敦场外市场交易。2025 年 4 月，伦敦黄金在亚洲时段（北京时间 9:00-15:00）涨幅 4.78%，显著高于其他时段的 0.79%，且远超同期上海黄金亚洲时段 0.57% 的涨幅。亚洲时段伦敦与上海金价偏离程度与英国对华黄金出口量有一定相关性，这种价格异动可能反映亚洲官方部门的集中购买。

风险提示：海外市场波动，海外经济增速下滑。

证券分析师：邵兴宇（S0980523070001）、董德志（S0980513100001）

### 行业与公司

#### ◆ 能源电子月报：碳化硅车型持续下沉，应用场景逐步铺开

新能源汽车：我国新能源汽车功率 200kW 以上的主驱占比由 22 年的 9% 提升至 25 年 1-5 月的 25%，电驱最高峰值功率由 22 年 255kW 升至 25 年的 580kW。

整车情况：根据中汽协数据，我国 5 月新能源汽车单月销量 131 万辆（YoY+36.9%，MoM+6.6%），产量 127 万辆（YoY+35.1%，MoM+1.5%），单月新能源车渗透率为 48.7%。

主驱功率模块情况：主驱 IGBT 模块主力厂商芯联集成、时代电气、士兰微、斯达半导领先优势逐步确立，海外厂商份额逐步下降，未来行业格局将逐步收敛，竞争主要来源于头部厂商的份额切换。

碳化硅渗透情况：我国 25 年 1-5 月新能源上险乘用车主驱模块中 SiC MOSFET 占比为 18.6%，800V 车型渗透率约 13%，800V 车型中碳化硅渗透率为 76%。

充电桩：2025 年 1-5 月我国充电桩增量为 158.3 万台（YoY+19.2%），其中公共充电桩增量为 50.4 万台（YoY+56%），随车配建私人充电桩增量为 107.9 万台（YoY+7.4%）。

光伏逆变器：2025 年 6 月 20kW、50kW、110kW 光伏逆变器价格保持稳定；根据海关总署数据，5 月逆变器出口额 59.7 亿元，同比+8.0%，环比+2.7%，其中能源转型背景下新兴市场光伏需求保持高增。

交期与价格跟踪：库存回归健康水位，海外厂商产品交期和价格逐步企稳，行业陆续走向平稳改善期。

投资建议：行业步入稳定阶段，需求端消费与工控保持稳中有增，数据中心、新能源汽车保持加速增长，汽车智能化与功率段持续提升带来功率器件用量增长，此外汽车中低压功率器件国产替代空间仍大，因此汽车仍为最主要增量市场。随着电动化单品红利逐步释放，产业增量主要来自于碳化硅等器件应用在汽车、数据中心、光储充打开增量空间；增量产能逐步走向 BCD 工艺等电源管理产品，产品从单一功率半导体逐步向产品解决方案发展；覆盖市场从国内逐步向海外扩展，以打开增长空间。我们认为在需求温和复苏背景下，各公司有望延续 24 年趋势稳步增长，建议关注相关公司扬杰科技、新洁能、时代电气、华润微、士兰微、东微半导体、斯达半导体、宏微科技、捷捷微电、芯联集成在新器件、新工艺及新市场的拓展。此外，碳化硅下游加速渗透，衬底进入 6 英寸向 8 英寸转换阶段，头部衬底企业有望受益，建议关注产业上游的天岳先进等公司。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）

联系人： 连欣然

### ◆ 电子行业周报：美股 AI 算力股价连创新高，持续看好 AI 产业投资机遇

美股 AI 算力股价连创新高，继续推荐 ASIC、存储模组及端侧创新。过去一周上证上涨 1.91%，电子上涨 4.61%，子行业中其他电子上涨 7.88%，光学光电子上涨 3.49%。同期恒生科技、费城半导体、台湾资讯科技分别上涨 4.06%、6.40%、2.45%。尽管 1Q25 受益于国补及 AI 端侧创新、2Q25 受益于关税缓冲期内的抢出口需求，电子板块业绩强劲增长；但在中美关税博弈、宏观需求承压的背景下，投资者对于 3Q25 业绩持续性及 AI 应用落地的速度预期仍普遍谨慎；近期在北美算力强势上涨的带动下，相关映射链条成为主要情绪拉动点，伴随新消费板块回落，行业关注度明显提升。我们坚定看好 2025 年电子板块在“宏观政策周期、产业库存周期、AI 创新周期”共振下的“估值扩张”行情，当前时点重点关注 ASIC、存储及端侧创新，继续推荐翱捷科技、澜起科技、德明利、顺络电子、小米集团、鹏鼎控股、杰华特、华勤技术。

AI 需求推动晶圆制造商积极扩产，预计 2024-2028 年 300mm 产能 CAGR 为 7%。据 SEMI 的数据，全球半导体晶圆制造商正在加速扩产以满足生成式 AI 应用增加的需求，预计 2024-2028 年 300mm 产能以 7% 的 CAGR 增至 1110 万片/月。其中先进工艺产能（7nm 及以下）预计将从 2024 年的 85 万片/月增至 2028 年的 140 万片/月，CAGR 约 14%。SEMI 预计到 2028 年先进制程设备的资本支出将增至 500 亿美元以上，比 2024 年增长 94%。我们认为，人工智能正推动半导体需求，继续推荐半导体生产制造相关企业中芯国际、华虹半导体、长电科技、通富微电、伟测科技、北方华创、中微公司、拓荆科技等。

美光 3-5 月营收创新高，看好存储回暖趋势。美光公布 FY25Q3 财季（25 年 3-5 月）业绩，营收 93 亿美元，环比增长 15%，同比增长 37%；Non-GAAP 下净利润环比增长 22.3%，同比增长 210.7%。其中，数据中心营收创季度新高，消费终端市场环比强劲增长，NAND 与 DRAM Bit 出货量均实现环比 15% 以上增长。DRAM 部分，除 HBM 外，DDR4 停产过渡正推进，DDR4 和 LPDDR4 供应受限及分销渠道库存较低背景下，价格持续改善。NAND 部分，除控产外，技术节点转换将带来 NAND 产能较 24 财年结构性下降 10%。目前供给端收缩推动整体存储价格稳步复苏，存储相关公司二季度保持回暖趋势，建议关注相关公司德明利、江波龙、佰维存储、联芸科技、北京君正及兆易创新等。

美股 AI 算力股价连创新高，持续看好 AI 产业投资机遇。6 月 25 日，黄仁勋在英伟达股东大会上表示，公司正迈入“十年 AI 基础设施建设周期”的开端，AI 和机器人技术是最大的两个增长机会，将带来万亿美元级市场。当日英伟达股价大涨 4.3%，再创新高。另一方面，据 The Information 报道，谷歌成功说服 OpenAI 采用其 TPU 芯片。这是 OpenAI 首次大规模采用非英伟达的芯片，旨在通过租用谷歌云 TPU 芯片来降低推理计算成本。ChatGPT 付费订阅用户从年初的 1500 万快速增长至目前的 2500 万，免费用户数更是达数亿，这导致谷歌云算力吃紧。GPU 和 ASIC 仍然供不应求，看好 AI 产业趋势，建议关注：沪电股份、江海股份、景旺电子、工业富联等。

小米发布首款 AI 眼镜，关注国产 SoC 眼镜芯片。6 月 26 日晚小米发布首款 AI Glasses，采用经典 D 型镜框设计，不含镜片的整体重量为 40 克。续航方面，小米眼镜可实现待机续航 21h，典型续航 8.6h，连续聆听 7h，持续录像 45min，单次充满 45min。小米采用高通 AR1 与恒玄科技 2700 双芯片方案，以及索尼 IMX681 的 CMOS，1200 万像素镜头。价格方面，标准版/单色电致变色版/彩色电致变色版，分别售

价为 1999/2699/2999 元。伴随大模型的持续更新迭代，端侧 AI 眼镜的使用体验逐步优化，建议重点关注国产 SoC 产业链公司：恒玄科技、翱捷科技、炬芯科技、中科蓝讯、晶晨股份、瑞芯微、全志科技、星辰科技、富瀚微、国科微、安凯微等。

三星下修 6 月电视面板采购量，预计 6 月 Top8 品牌电视面板采购量同比下滑 10%。据迪显咨询，上半年受国际贸易因素影响，电视终端市场承压，同时品牌运营侧仍继续去化库存减缓采购，6 月三星临时下修当月采购量，预计 6 月 Top8 电视品牌采购总量同比下滑 10%，7 月同比增长 3%。供给端预计 6 月面板厂 TV 面板产出总量同比下滑 3%，7 月同比持平。我们认为，在经历了长时间陆资厂商大规模扩张、全球产业重心的几度变迁之后，LCD 的高世代演进趋势停滞、竞争格局洗牌充分，推荐京东方 A 等。与此同时，LCD 产业的崛起增强了国产电视品牌及 ODM 的出海竞争力，推荐兆驰股份、康冠科技、传音控股等。

#### 重点投资组合

消费电子：蓝思科技、小米集团、舜宇光学科技、立讯精密、鹏鼎控股、福立旺、沪电股份、电连技术、东睦股份、海康威视、传音控股、康冠科技、世华科技、工业富联、视源股份、世运电路、水晶光电、东山精密、京东方 A、景旺电子、永新光学

半导体：中芯国际、翱捷科技、恒玄科技、德明利、澜起科技、乐鑫科技、长电科技、杰华特、圣邦股份、伟测科技、豪威集团、通富微电、华虹半导体、新洁能、晶晨股份、龙芯中科、艾为电子、晶丰明源、赛微电子、江波龙、扬杰科技、斯达半导、北京君正、芯朋微、思瑞浦、时代电气、卓胜微、帝奥微、东微半导、士兰微、华润微、天岳先进、纳芯微

设备及材料：北方华创、中微公司、鼎龙股份、芯碁微装、拓荆科技、立昂微、沪硅产业

被动元件：顺络电子、风华高科、三环集团、洁美科技、江海股份

风险提示：下游需求不及预期；产业发展不及预期；行业竞争加剧。

证券分析师：胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）、张大为（S0980524100002）、李书颖（S0980524090005）

联系人：连欣然

### ◆ 房地产行业 2025 年 7 月投资策略：基本面持续低迷，博弈窗口开启

行业：基本面持续低迷。从统计局数据看，5 月销售规模跌幅扩大，延续 4 月下行趋势；70 城新房和二手房价格同比降幅收窄，但价格环比跌幅均扩大；房地产开发投资和房企到位资金降幅持续扩大，销售降温对房企资金的拖累明显；开竣工单月同比降幅边际收窄，但面积相对历史同期仍在低位。

从日频跟踪来看，30 城新建商品房成交量同比略有下降。6 月，30 城新建商品房当年累计成交 4243 万 m<sup>2</sup>，同比-1%；其中，北京、上海、广州、深圳新建商品房成交面积累计同比分别为+2%、+5%、+15%、+27%；一线城市、二线城市、三线城市新建商品房成交面积累计同比分别为+10%、-6%、-1%。

18 城二手住宅成交量同比略有下降。6 月，18 城二手住宅当年累计成交 41.0 万套，同比+17%；其中，北京、深圳、成都、杭州二手住宅当年成交套数累计同比分别为+20%、+38%、+20%、+19%；一线城市、二线城市、三线城市二手住宅当年成交套数累计同比分别为+24%、+15%、+16%。

价格方面，2025 年 6 月，一线、强二线、弱二线、三线二手房价格月环比分别为-1.1%、-1.2%、-1.3%、-0.8%，其中一线城市二手房价格跌幅扩大，下跌速度已与去年 8 月相等。

板块：本月跑输沪深 300 指数 1.0 个百分点。自上期策略报告发布至今，房地产板块上涨 1.2%，跑输沪深 300 指数 1.0 个百分点，在 31 个行业中排 19 名。根据 Wind 一致预期，按最新收盘日计，板块 2025 年动态 PE 为 62.6 倍。

投资策略：进入 6 月，地产基本面持续低迷，景气度已回到去年 8 月的水平。当前在楼市景气度较低，宏观经济承压和美元降息预期之下，政策加码空间打开，地产股博弈窗口开启。7 月个股端持续推荐华润置地、华润万象生活、中国金茂、贝壳-W、我爱我家。

风险提示：政策落地效果不及预期、行业基本面超预期下行、房企信用风险事件超预期冲击。

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

#### ◆ 电新行业快评：电力设备新能源行业点评-浙江省深远海项目陆续启动前期工作，六地机制电价新政落地

国信电新观点：1）海上风电深远海加速推进，浙江省 13GW 项目产品与服务陆续开标。2）六地发布机制电价新政，明确市场化交易比例较高；蒙东蒙西暂时不安排新增机制电量项目。3）华电新能 IPO 募资 180 亿，投向 11.3GW 光伏和 3.9GW 风电。4）国家规划十五五期间 253GW 光伏治沙项目。5）美国储能集成头部企业 Powin 申请破产保护。投资建议：建议关注东方电缆、大金重工、禾望电气。风险提示：国内外海上风电开发进度不及预期；行业竞争加剧；贸易壁垒加剧；原材料价格大幅上涨。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

#### ◆ 食品饮料周报（25 年第 26 周）：飞天茅台价格已有企稳迹象，大众品关注新渠道、新产品

本周（2025 年 6 月 23 日至 2025 年 6 月 27 日）本周食品饮料板块上涨 0.02%，跑输上证指数 1.89pct。本周食品饮料板块涨幅前五分别为甘化科工（21.22%）、金达威（17.54%）、欢乐家（13.91%）、桂发祥（11.33%）和\*ST 莫高（10.82%）。

白酒：飞天茅台价格已有企稳迹象，白酒基本面或将加速探底。据国家统计局数据，1-5 月全国规模以上工业企业实现利润总额 27204.3 亿元，同比下降 1.1%；酒、饮料和精制茶制造业营业收入 6647.3 亿元，同比增长 2.7%，利润总额 1164.9 亿元，增长 4.3%。本周白酒指数下跌 1.7%，需求平淡，预计第二季度表现业绩承压。本周（6/23-6/27）白酒 SW 下跌 1.66%，伊力特、天佑德酒、顺鑫农业、洋河股份涨幅领先。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：啤酒、饮料进入旺季，安井食品港股上市在即。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，淡季企业积极研发新品，安井食品港股上市在即。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、燕京啤酒、卫龙美味、颐海国际等。

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

#### ◆ 传媒互联网周报：6 月版本号数量创年内新高，OpenAI 宣布 10 月召开开发者大会

传媒板块本周表现：行业上涨 3.21%，跑赢沪深 300，跑输创业板指。本周（6.23-6.27）传媒行业上涨 3.21%，跑赢沪深 300（1.95%），跑输创业板指（5.69%）。其中涨幅靠前的分别为欢瑞世纪、冰川网络、龙韵股份、ST 广网等，跌幅靠前的分别为联建光电、ST 返利、ST 大晟、完美世界等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 17 位。

重点关注：字节跳动推出 ProtoReasoning 框架，小米推出 AI 眼镜。1) 6 月发放国产、进口版号分别为 147 款、11 款，创年内新高；2) 字节跳动与上海交大联合推出 ProtoReasoning 框架，利用 Prolog 和 PDDL 结构化原型提升大语言模型的跨领域推理能力；3) 小米官宣 AI 眼镜，具备第一人称拍摄、语音助手和开放式耳机功能，重量仅 40g、定价 1999 元起；4) OpenAI 已正式公布了其下一届开发者大会 (DevDay) 的时间和地点，定于 2025 年 10 月 6 日在旧金山举行。

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 23 日-6 月 29 日）电影票房 4.91 亿元。票房前三名分别为《名侦探柯南：独眼的残像》（1.40 亿元，票房占比 28.4%）、《酱园弄·悬案》（1.19 亿元，票房占比 24.2%）、《F1：狂飙飞车》（0.56 亿元，票房占比 11.4%）；2) 综艺节目方面，《奔跑吧第九季》、《歌手 2025》、《开始推理吧第三季》、《这是我的西游》和《天赐的声音第六季》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：短期业绩周期向上，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  $\alpha$ 。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  $\beta$  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）

## ◆ 机械行业周报:制造成长周报（第 20 期）-马斯克赞赏 Optimus Gen3 团队，阿里云升级自驾训练框架

行业动态：人形机器人-6 月 23 日，银河通用完成一笔 11 亿元人民币的融资；6 月 24 日，北京天安门广场 9 月的阅兵将安排部分无人智能等新型作战力量参阅；6 月 24 日，马斯克透露特斯拉 Optimus V3 将集成 Grok 语音助手；6 月 26 日，王兴兴：宇树科技年度营收已超 10 亿元；智能驾驶-6 月 23 日，阿里云推出自动驾驶模型训练推理加速框架；低空经济-6 月 27 日，第三届低空（苏州）产业创新生态大会召开。

政府新闻：人形机器人-6 月 24 日，南京市政府召开常务会议审议《南京市具身智能机器人产业发展行动计划（2025—2027 年）》；智能驾驶-6 月 23 日，广州：目标到 2027 年 L2（含）以上级别智能网联汽车新车占比超 90%；低空经济-6 月 23 日，民航法修订草案二审稿拟充实促进低空经济发展措施；深海科技-6 月 24 日，上海市海洋局发布海洋产业发展规划征求意见稿。

公司动态：人形机器人-6 月 23 日，征和和卓益得携手探索机器人传动技术新路径；6 月 26 日，领益智造在深圳总部成功举办了机器人战略发布会；6 月 27 日，越疆发布大负载协作机器人 CR30H 关节速度达 300°/s；6 月 27 日，雷赛智能全球首发“20 自由度”灵巧手解决方案。

热点事件点评：6 月 22 日，马斯克赞赏特斯拉 Optimus Gen3 研发团队。近期特斯拉 Optimus 负责人更换，业内对 Optimus Gen3 的发展节奏有一定担忧。此次马斯克赞赏研发团队或表示 Gen3 的研发进度符合马斯克预期，看好机器人长期发展。

本周重点关注标的-龙溪股份、金帝股份、汇成真空、应流股份、鼎阳科技。

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，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元，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、射线源存在国产化需求，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

## ◆ 人工智能周报（25 年第 26 周）：谷歌发布开源 AI 智能体 Gemini CLI，MiniMax 推出多项新技术及产品

人工智能动态：1) 产品应用：腾讯混元首个开源混合推理 MoE 模型在魔搭社区首发；可灵 AI 全系模型上线“视频音效”功能；腾讯搜狗输入法联合腾讯混元，推出 AI 表情合成功能；蚂蚁发布 AI 健康管家 AQ，具备就诊咨询、报告解读、健康档案等百项 AI 功能；抖音上线 AI 饭搭子“探饭”，目前仅支持小程序；腾讯发布 AI Builder，支持一句话生成完整应用；抖音生活服务发布“私信”产品与“AI 即用”智能化解决方案；阿里云将在韩国启用第二座数据中心，加速海外布局，这是今年以来，阿里云继墨西哥、泰国之后在全球落地的又一新节点；“夸克老师”上线，AI 首次具备个性化辅导能力；豆包电脑版上线 AI 播客功能；谷歌最新发布开源 AI 智能体 Gemini CLI，这款开源智能体将 Gemini 的能力直接接入终端，能够提供轻量化的 Gemini 访问通道。

2) 底层技术：6 月 17 日，MiniMax 正式发布自研 MiniMax-M1 模型，作为首个开源的大规模混合架构推理模型。6 月 18 日，MiniMax 发布 Hailuo 02，一个全新的视频生成大模型。6 月 19 日，发布 MiniMax Agent，一个可以完成长程复杂任务的通用智能体。6 月 20 日，发布 Hailuo Video Agent，一款视频创作智能体。6 月 23 日，发布 Voice Design，一款音色设计产品。

3) 行业政策：中央网信办深入开展“清朗·整治 AI 技术滥用”专项行动第一阶段工作；国家发展改革委党组指出培育壮大新兴产业、未来产业，深入开展“人工智能+”行动；广东省人民政府办公厅印发《广东省促进经济持续向好服务做强国内大循环工作方案》，其中提到大力发展通用大模型、行业大模型。

投资建议：当前电商行业竞争依旧激烈，各平台选择继续向商家让利、在外卖即时零售领域加大投入寻找新增量。AI 方面，巨头的业务场景，如云计算、广告等持续受益，但短期 AI Agent 等方面仍需打

磨。我们认为恒生科技指数处于震荡期，推荐业绩稳健、估值较低的防守型标的腾讯音乐、网易。

风险提示：政策风险，疫情反复的风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行风险，游戏公司新产品不能如期上线或表现不及预期风险等

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）、王颖婕（S0980525020001）、张昊晨（S0980525010001）

联系人： 刘子谭

#### ◆ 社会服务行业双周报（第 109 期）：AI 教育产品密集发布，曹操出行港股上市

AI 教育产品密集发布，AI 教育商业化可见性进一步增强。近日，国内 AI 教育产品已快速迭代落地。6 月 24 日，新东方发布 To C 领域推出首款原创 AI App 类教育产品——新东方 AI 1 对 1。天立国际控股旗下“天立启鸣 AI 学伴”大模型已通过了国家生成式人工智能服务备案终审，获得四川省互联网信息办公室备案编号。有道更新发布了在数学解题和讲题多方面测评表现优异的子曰 3 数学大模型，而据多知，高途集团亦加快布局收购，扩充 AI 团队。此前 3 月豆神教育 AI 超拟人多对一直播课已开放公测。教育行业作为人力密集型行业，目前仍面临优质供给不足的问题，看好 AI 教育产品助力提升供给效率的商业化前景。

板块复盘：消费者服务板块期内上涨 1.70%，跑赢大盘 0.21pct。国信社服板块涨幅居前股票为新濠国际发展、美高梅中国、天立国际控股、呷哺呷哺、君亭酒店、金沙中国有限公司、天目湖、长白山、兰生股份、科锐国际。

行业与公司动态：美团即时零售四大战略落地，加码闪购全域品类、小象超市供应链覆盖、美团优选“次日达+自提”及出海业务；阿里整合飞猪饿了么，升级大消费平台；曹操出行港股上市，定制车模式改善毛利。瑞幸美国首店落地纽约，瞄准学生群体；快闪活动推“一年免费喝咖啡”引流，加速全球化布局；古茗进军咖啡赛道，吴彦祖代言推“Good Coffee”。

港股通持股梳理：天立国际控股、茶百道、蜜雪集团、古茗获增持。2025 年 6 月 16 日-6 月 27 日），海底捞持股比例-0.39pct 至 18.05%，九毛九持股比例-0.12pct 至 42.90%，海伦司持股比例-0.70pct 至 27.28%，奈雪的茶持股比例-0.56pct 至 25.72%，天立国际控股持股比例+1.41pct 至 43.16%，茶百道持股比例增 0.86pct 至 25.34%。蜜雪集团持股比例+1.83pct 至 6.89%、古茗持股比例+2.00pct 至 6.24%。

风险提示：政策变动、竞争加剧、产品更迭、消费环境修复不及预期等。

投资建议：维持“优于大市”评级。伴随国家不断出台扩大内需的利好政策，报告期内社服板块估值有望迎来持续修复。目前经济环境和市场风格下建议配置蜜雪集团、亚朵、天立国际控股、中国东方教育、携程集团-S、美团-W、同程旅行、科锐国际、北京人力、峨眉山 A 等。中线优选中国中免、美团-W、蜜雪集团、亚朵、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、中国东方教育、同程旅行、北京人力、BOSS 直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、海南机场、米奥会展、君亭酒店、峨眉山 A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、东方甄选等。

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

联系人： 周瑛皓

#### ◆ 交通运输行业周报：顺丰拟配售 H 股以及发行可转债，逢低布局油运静待旺季

航运：上周油运运价有所回落，主要因为以色列和伊朗开始停战，且油运正处淡季，虽上半周受到战争及 7 月货盘装期确定的提振，但是下半周明显回落。往后看，我们预计油运年内的景气度或将于暑期内见底，考虑到当前的供给格局，我们认为运价和股价有望抢跑，且在当前供给相对偏紧的情况下，需求侧的边际变化有望对运价形成乘数效应推动，继续推荐中远海能、招商轮船，关注招商南油。集运方面，由于关税减免协议接近尾声，“抢运”潮开始出现反噬，考虑到当前欧美的经济表现相对平淡，且贸易形势风险仍存、大部分航商的欧线仍在采用好望角航线，且仍有较多运力会在年内交付，我们预计年内集运企业的盈利能力仍将承压，建议关注中远海控在弱  $\beta$  下，盈利能力能否维持明显跑赢行业的状态，

实现  $\alpha$  机会。

航空：行业逐步进入暑运淡季，上周整体和国内客运航班量环比有所提升，整体/国内客运航班量环比分别为+5.2%/+5.6%，整体/国内客运航班量分别相当于2019年同期的107.6%/112.8%，国际客运航班量环比提升2.8%，相当于2019年同期的84.3%，近期国际油价显著低于去年同期水平。暑运旺季航空票价表现仍然值得期待，根据航班管家数据，截至6月25日，暑运期间国内经济舱（不含税）的预售平均票价869元，同比预售价格下降2.6%，较去年暑运最终平均票价增长6.6%。展望2025年，在中美关税政策影响背景下，刺激内需政策的持续推出值得期待，我国民航客运市场的供需格局将继续优化，叠加局方在全国民航工作会议上提出“规范重点时段和特殊情况航空运输价格行为，加强价格收费监管，维护航空运输市场价格秩序”的指导，我们认为2025年航空国内扣油票价有望实现企稳回升。投资建议方面，建议把握暑运旺季催化下的波段性投资机会，继续推荐中国国航、东方航空、南方航空以及春秋航空。

快递：上周顺丰发布公告称，公司拟配售新H股同时发行H股的可转债共融资59亿港元，此次发行旨在改善港股流动性，对现有股东的稀释比例较低，且公司今年资本开支计划仍然维持不变，短期不会扩大投入。今年无人物流车开始进入规模化商用阶段，快递“最后一公里”成为其最先落地的应用场景。我们预计顺丰和中通作为快递市场的领头羊，其今年有望各引进几千辆的无人物流车，相比去年几百辆的量级，无人物流车呈现放量趋势。通过无人物流车替代司机人力，快递公司进一步打开降本空间，根据已使用物流车的网点经营情况来看，通达系网点可以节约1毛钱左右的单票成本，顺丰单车单月可以节约约2000元左右的成本，其中我们认为由于顺丰采用直营模式且竞争格局较优，其将会更快推进无人物流车在末端的渗透且节约的成本有望在利润端有所体现。投资建议方面，1）国补政策刺激家电及3C产品消费需求激增，直营快递顺丰控股最为受益，叠加公司对内的“激活经营”策略，收入增速明显回升，且无人物流车为公司降本打开空间，未来两年公司业绩有望维持15-20%的较快增长，2025年PE估值约21倍，维持推荐；2）短期通达系价格竞争仍然白热化，但行业长期竞争格局向好趋势不改，建议紧密跟踪行业价格变化及加盟商的稳定性，把握竞争加剧导致股价超跌或导致格局加速变化带来的投资机会，推荐中通快递、圆通速递和申通快递，重点关注韵达股份。

投资建议：中美关税扰动背景下，建议关注内需和高股息板块，看好经营稳健、风险可控且有望带来稳定收益的价值龙头。推荐顺丰控股、中通快递、春秋航空、中国国航、中远海能、招商轮船、圆通速递、申通快递、德邦股份、招商南油、韵达股份、京沪高铁。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

证券分析师： 罗丹（S0980520060003）

## ◆ 家电行业 2025 年 7 月投资策略：618 家电各品类增长良好，7 月白电排产内稳外降

本月跟踪与思考：618期间我国家电主要品类零售额实现较快的增长，空调增长超16%，厨房小家电线上需求出现明显回暖。但7月，内销进入淡季，白电排产增速回归平稳，外销受关税、高基数及海外库存影响有所承压。

618期间家电各品类增长良好，空调、厨房小家电增长靓丽。奥维云网数据显示，618期间（W20-W25），空调全渠道零售额达到485亿，同比增长16.3%；洗衣机零售额157亿，同比增长14.9%；冰箱零售额增速则相对较慢，线上低端机型占比提升。从线上零售额增速看，厨房小家电/扫地机/洗地机/剃须刀/水家电在618期间分别增长25.2%/34.1%/21.5%/15.0%/22.4%，增长相对强劲，厨房小家电需求复苏较为明显；厨卫品类、电动牙刷等增长相对稳健。618期间，家电线上均价有所承压，竞争趋于激烈：白电线上均价同比下降3.4%，厨卫线上均价下降5.8%，扫地机及洗地机均价也有中个位数的降幅；但厨房小家电及家电线下渠道均价依然有所增长，格局有所改善。

白电7月排产景气回落，内销回稳、外销承压。根据产业在线数据，7月我国白电合计排产量达到2960万台，较去年同期生产实绩下降2.6%。分品类看，7月空调内/外销排产量较去年同期内/外销量分别+8.1%/-16.3%，合计排产量1580万台，较去年同期产量下降1.9%；冰箱内/外销排产量较去年同期内/外销量分别+3.2%/-4.9%，合计排产量735万台，较去年同期产量下降2.4%；洗衣机内/外销排产量较去年同期内/外销量分别-4.6%/-3.8%，合计排产量645万台，较去年同期产量下降4.2%。白电内销排产在

进入淡季后，增速有所放缓；外销则受到关税及去年同期高基数的影响，排产量出现下降。不过考虑到我国白电企业在东南亚、拉美等海外地区具备较为充足的产能布局，预计外销排产下降部分与我国家电企业加速全球化生产有关。

5月空调产销量表现平稳，内销增长13%、外销降幅扩大。产业在线数据显示，5月我国家用空调生产2081.2万台，同比下滑1.8%；销售2203.4万台，同比增长2.3%。其中内销规模1412.5万台，同比增长13.4%；出口规模790.9万台，同比下降12.8%。在大促的需求拉动下，叠加去年相对较低的基数，5月空调内销出货增速明显提升；外销则受到海外备货季节性差异、同期较高的基数、关税压力下产能加速外移等不利因素影响。

重点数据跟踪：市场表现：6月家电板块月相对收益-5.43%。原材料：6月LME3个月铜、铝价格分别月度环比+3.1%、+5.4%；冷轧板价格月环比-3.1%。集运指数：美西/美东/欧洲线6月环比分别+28.39%/+39.13%/+19.27%。

核心投资组合建议：白电推荐格力电器、美的集团、海尔智家、TCL智家、海信家电；厨电推荐老板电器；小家电推荐小熊电器、石头科技、新宝股份。

风险提示：市场竞争加剧；需求不及预期；原材料价格大幅上涨。

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

联系人：李晶

## ◆ 2025年石化化工行业7月投资策略：看好钾肥、制冷剂、阿洛酮糖、芳纶纸的投资方向

石化化工行业2025年7月投资观点：

2025年6月经济数据呈现出积极信号，景气度持续改善。中美经贸关系阶段性缓和，外部干扰因素影响减弱，我国制造业回归正常运行轨道，经济内生动力稳定释放。2025年以来，财政政策愈发积极，通过地方政府债务置换、财政赤字率提升、超长期特别国债等方式推动经济结构调整与消费升级。2025年一季度，国内生产总值为31.88万亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%，我国经济保持稳健增长态势。尽管外部环境存在不确定性，但我国凭借庞大的内需市场、不断增强的科技创新能力以及持续优化的政策环境，经济发展韧性十足。后续随着一系列政策的持续推进与落实，预计我国经济将在2025年保持稳定增长，不断朝着高质量发展目标迈进。

政策端，货币政策方面，央行在二季度例会明确加大流动性投放、引导信贷流向实体、压降融资成本、遏制长债利率非理性上行等攻坚方向。消费品以旧换新政策全年有序实施，涉及汽车、家电、数码产品等多个领域，提振消费市场，扩大内需，拉动经济增长。

宏观及化工产品价格，2025年6月，国家统计局数据显示，综合PMI产出指数为50.7%，比上月提升0.3个百分点；其中，2025年6月，制造业生产指数为51.0%，较上月提升0.3个百分点，制造业景气水平有所提高。2025年6月27日，中国化工产品价格指数CCPI报4137点，较年初1月2日的4333点下降4.5%，主要化工品出厂价格略有下滑。截至6月30日，在百川盈孚统计的279种石化化工品中，实现价格同比上涨的品种有51种，较2025年初实现上涨的有74种。

原油价格，6月以来，国际原油市场受地缘政治与供需基本面交织影响呈现剧烈波动。6月13日以色列袭击伊朗引发原油价格暴涨，6月19日，布伦特、WTI原油期货结算价分别达78.85、75.60美元/桶；但随冲突缓和，油价迅速回调，6月27日布伦特、WTI原油期货结算价分别为67.77、65.52美元/桶。供应端，OPEC+延续5-6月各增产41.1万桶/日的节奏，非OPEC+产油国预计今年平均增产140万桶/日，全球供应宽松态势未改；需求端，IEA将2025年需求增幅下调至72万桶/日，中美需求不及预期叠加电动汽车普及加速中国需求达峰预期，压制市场情绪，仅美国原油库存连续四周下降带来短暂支撑。在供应过剩与需求疲软背景下油价承压，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，我们预计2025年布伦特油价中枢在65-70美元/桶，WTI油价中枢在60-65美元/桶，需关注地缘局势与OPEC+政策动向。

展望2025年7月，受外部不确定性增加影响，海外需求可能出现波动，内需有望进一步发力，我们重

点推荐中长期供需格局改善以及具有稀缺资源属性的化工品投资方向。2025 年 7 月,我们重点推荐钾肥、制冷剂、阿洛酮糖、芳纶纸等领域投资方向。

钾肥板块,海外钾肥补库周期启动叠加国际钾肥寡头的价格诉求,全球钾肥价格触底反弹,中期价格拐点显现。我国钾肥需求存在缺口,进口主要来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯,近年来老挝进口量快速增长。目前国际钾肥市场仍由少数处于支配地位的企业所垄断,重点推荐【亚钾国际】。

制冷剂板块,在长期配额约束收紧、空调排产提振的背景下,我们看好 R22、R32 制冷剂景气度将延续,供需格局向好的发展趋势确定性强,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、制冷剂配额领先的氟化工龙头企业,重点推荐【三美股份】、【巨化股份】。

阿洛酮糖板块,2025 年 3 月 21 日,阿洛酮糖等 4 种新食品原料已通过国家食品安全风险评估中心专家评审委员会技术审查,后经过国家卫健委最终审批后将面向社会公告,阿洛酮糖在我国获批进展重大。阿洛酮糖获批在即,关税风险逐步消除,建议关注【百龙创园】,公司作为阿洛酮糖及膳食纤维双龙头企业将充分受益国内健康需求提升。

芳纶纸板块,全球芳纶纸行业集中度高,龙头公司杜邦在中国被反垄断调查,预计杜邦在华芳纶纸订单将部分转移,释放市场空间,国内企业凭借价格、服务和供应链优势,抢占国内市场份额。在政策、技术和市场需求的推动下,国产芳纶纸企业迎来发展机遇,国产替代加速,有望重塑全球芳纶纸市场格局,建议关注【民士达】。

生物柴油板块,2025 年 2 月,欧盟发布对中国生柴反倾销的肯定性仲裁,决定征收 10%-35.6%的反倾销税。部分竞争力不足的中小企业将面临停产,有效产能进一步向头部企业集中。国际海事组织(IMO)提出,2030 年国际航运温室气体年度排放总量比 2008 年应至少降低 20%,并力争降低 30%,这为生物柴油在船用燃料领域的应用提供了广阔的市场前景,生物柴油供需情况有望好转。甘油作为一代生物柴油副产物,最近价格上涨明显,有望进一步增厚一代生柴企业利润。我们重点推荐国内生物柴油龙头企业【卓越新能】。

本月投资组合:

- 【亚钾国际】国内稀有钾肥生产企业,产能持续扩张凸显规模优势;
- 【巨化股份】氟化工龙头企业,看好制冷剂景气度和氟化液市场前景;
- 【三美股份】投资布局四代制冷剂,制冷剂产品不断完善;
- 【民士达】国内芳纶纸行业领军者,国产替代进程加速;
- 【卓越新能】生物柴油拐点出现,产能扩张看好未来业绩弹性;
- 【百龙创园】阿洛酮糖即将审批落地,膳食纤维需求高速增长。

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)、余双雨(S0980523120001)、张歆钰(S0980524080004)、董丙旭(S0980524090002)

联系人: 王新航

## ◆ 开发科技(920029.BJ) 财报点评:深耕智能计量技术二十余年,立足欧洲推进全球布局

公司深耕智能计量市场二十余年,海外收入占比超过 90%。开发科技前身为深科技计量系统事业部,公司主营业务包括智能电、水、气表等智能计量终端以及 AMI 系统软件,公司较早开拓欧洲市场并参与多个欧洲国家大规模智能电表部署项目,公司目前已成功将超过 9000 万套智能计量终端推向全球 40 多个国家。2024 年公司营收规模 29.33 亿元,同比增长 15%,其中境外营收 26.6 亿元,营收占比超过 90%,同比增长 27%。2024 年公司实现归母净利润 5.9 亿元,同比增长 21%。

全球智能计量市场稳步增长,新兴市场潜力大。根据 Markets and Markets 预测数据,全球智能计量市场规模将从 2023 年 231.71 亿美元增至 2028 年 363.87 亿美元,CAGR 为 9.5%。分地区来看:1)欧洲市场,根据 Berg Insight 数据,欧洲国家智能电表用户基数将从 2024 年 2 亿户增长至 2028 年达到 2.48

亿户，渗透率达到 78%。欧洲市场已率先进入新一代智能电表换代周期，增量用户规模及原有设备的升级换代驱动欧洲智能计量市场规模持续增长；2) 中国市场，国网与南网加快新一代智能电表部署。从国家电网智能电表招标量来看，2024 年招采总量达到 8939 万台，同比增长超过 25%，中标总金额达到 249.2 亿元；3) 亚洲其他市场，人口基数大叠加智能电网建设带动电表需求提升，预计市场规模从 2022 年 9.04 亿美元提升至 2027 年 12.07 亿美元，CAGR 为 6%；4) 南美及非洲市场，智能电表需求潜力大。智能计量系统应用优势主要体现在减少窃电行为，提高供电稳定性，满足社会用电需求等方面。

公司以欧洲市场为起点，扩大新兴市场布局。1) 欧洲市场方面，公司在欧洲部署的第一代智能电表经历了完整的产品生命周期验证，成为少数能在境外高端市场与埃创集团 (Itron)、兰吉尔 (Landis+Gyr) 等国际顶尖厂商同台竞技的中国智能计量企业，公司 2023 年智能电表欧洲市场营收为 16.57 亿元，欧洲市场占有率为 12.1%；2) 新兴市场方面，公司持续对中东、中亚、南美、东南亚、非洲等市场进行部署，为沙特阿拉伯、乌兹别克斯坦、乌拉圭、巴西、巴基斯坦等多个国家供应智能计量终端及 AMI 系统软件产品。

风险提示：境外市场经营及开拓风险、客户开拓不及预期、需求不及预期。

投资建议：我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 8.34/9.37/10.55 亿元，同比增长 42%/12%/13%，对应当前 PE 为 17/15/13 倍，综合绝对估值与相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在 102-112.3 元之间，相对于公司目前股价有 3%-13%溢价空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

证券分析师：王蔚祺 (S0980520080003)、徐文辉 (S0980524030001)

#### ◆ 波司登 (03998.HK) 海外公司财报点评:2025 财年净利润增长 14%，分红率达 84%

2024/25 财年公司收入增长 12%，净利润增长 14%。公司是国内羽绒服龙头品牌集团。截至 3/31 的 2024/25 财年收入增长 11.6%至 259.0 亿元，净利润增长 14.3%至 35.1 亿元，品牌羽绒服/贴牌加工/女装/多元化服装收入分别同比变动+11.0%/+26.4%/-20.6%/+2.9%至 216.7/33.7/6.5/2.1 亿元。集团毛利率同比下降 2.3 个百分点至 57.7%，其中品牌羽绒服/贴牌加工毛利率分别同比变动-1.6/-1.5 个百分点至 63.4%/19.1%，品牌羽绒服业务毛利率小幅下降主要由于渠道结构、产品结构及原材料成本的变动，细分品牌看，波司登/雪中飞毛利率分别同比减少 0.6/3.2 个百分点至 69.0%/42.8%。销售费用率同比下降 1.8 个百分点；管理费用率基本与去年持平，同比下降 0.1 个百分点；经营利润率提升 0.3 个百分点至 19.2%，归母净利率同比增加 0.3 个百分点至 13.6%。

库存管理表现稳健，现金流充裕保持稳健派息。库存金额同比增加 23.6%，一定程度受原材料备货影响；库存周转天数同比+3 天保持稳健。面临暖冬挑战，公司保持较低首次订单比例，采用拉式铺货和小单快反的订货补货调节机制。现金流充裕保持稳健派息，净现比 1.13，派息率 84.1%。

品类增效、品牌引流、产品创新、渠道优化，多维发力推动增长。1) 品类增效+品牌引流+产品创新，寻求全新增长点：拓展增量业务，通过积极拓展防晒服、三合一冲锋衣鹅绒服等轻薄羽绒服、升级极寒极地系列羽绒服，为非旺季销售增量提振贡献力量。产品创新方面通过面料升级提升产品功能性，同时结合设计创新与联名打造新品。2) 渠道优化：2024/25 财年品牌羽绒服线上收入同比增长 9.4%，积极推动新型平台发展；线下门店深化 Top 店体系并强化分店态运营，较上一财年品牌羽绒服自营店/经销店同比净增加 100/153 家，自营/经销渠道收入分别+5.2%/+24.3%。

风险提示：原材料价格波动；渠道改革不及预期；系统性风险。

投资建议：经营韧性强，看好龙头中长期成长性。2024 年羽绒等原材料成本价格上升，叠加暖冬环境，公司业绩仍然实现稳健高质量增长，同时基于充裕的现金流，维持较高的分红水平。公司旗下品牌形成差异化矩阵，未来雪中飞品牌有望进一步在性价比羽绒服赛道发力；此外防晒服、冲锋衣、轻薄羽绒服等新品类快速增长。基于当前消费环境仍存在较大不确定性，我们下调盈利预测，预计 FY2026~2028 净利润分别为 39.1/43.0/47.3 亿元 (FY2026-2027 前值为 40.9/45.6 亿元)，同比增长 11.2%/10.0%/10.0%；维持 5.1-5.5 港元目标价，对应 FY2026 14-15x PE，维持“优于大市”评级。建议关注羽绒服龙头低估值、高成长、高分红的配置机遇。

证券分析师：丁诗洁 (S0980520040004)、刘佳琪 (S0980523070003)

## 金融工程

### ◆ 金融工程周报:ETF 周报-本周证券 ETF 领涨, 涨幅中位数超 7%, 资金净赎回超 50 亿元

#### ETF 业绩表现

上周(2025年06月23日至2025年06月27日,下同)股票型ETF周度收益率中位数为3.04%。宽基ETF中,创业板类ETF涨跌幅中位数为5.93%,收益最高。按板块划分,科技ETF涨跌幅中位数为4.17%,收益最高。按主题进行分类,证券ETF涨跌幅中位数为7.46%,收益最高。

#### ETF 规模变动及净申购

上周股票型ETF净赎回158.63亿元,总体规模增加726.59亿元。在宽基ETF中,上周A500ETF净申购最多,为77.03亿元;按板块来看,消费ETF净申购最多,为18.39亿元;按热点主题来看,银行ETF净申购最多,为30.78亿元。

#### ETF 基准指数估值情况

在宽基ETF中,创业板类ETF的估值分位数相对较低;按板块来看,消费ETF的估值分位数相对温和;按照细分主题来看,酒、光伏ETF的估值分位数相对较低。与前周相比,中证1000、芯片、科技、A500、证券、周期、AI、中证500ETF的估值分位数明显提升。

#### ETF 融资融券情况

上周一至周四股票型ETF融资余额由前周的407.72亿元上升至410.52亿元,融券余额由前周的20.86亿份下降至20.84亿份。在日均融资买入额、融券卖出量最高的前10只ETF中,科创板ETF和芯片ETF的日均融资买入额较高,A500ETF和沪深300ETF的日均融券卖出量较高。

#### ETF 管理人

上周新成立4只ETF,为工银中证港股通汽车产业主题ETF、广发恒生港股通科技主题ETF、鹏华创业板新能源ETF、永赢国证自由现金流ETF。本周将有华夏上证智选科创板价值50策略ETF、嘉实中证全指证券公司ETF、南方创业板中盘200ETF、富国中证港股通科技ETF、万家中证800自由现金流ETF、大成创业板人工智能ETF、汇添富国证通用航空产业ETF、华夏中证港股通医疗主题ETF 8只ETF发行。

风险提示:市场环境变动风险,风格切换风险。

证券分析师: 张欣慰(S0980520060001)、杨昕宇(S0980525040001)

### ◆ 金融工程日报:沪指震荡攀升, 封板率创近一个月新高

市场表现:今日(20250630)大部分指数处于上涨状态,规模指数中中证2000指数表现较好,板块指数中科创100指数表现较好,风格指数中沪深300成长指数表现较好。国防军工、传媒、综合金融、通信、电子行业表现较好,银行、非银、交通运输、石油石化、有色金属行业表现较差。军工信息化、CRO、航母、BC电池、光刻机等概念表现较好,中日韩自贸区、原油储运、合同能源管理、集装箱、中朝经济特区等概念表现较差。

市场情绪:今日市场情绪较为高涨,收盘时有94只股票涨停,有7只股票跌停。昨日涨停股票今日高开高走,收盘收益为3.65%,昨日跌停股票今日收盘收益为-1.09%。今日封板率79%,较前日提升18%,连板率25%,较前日提升11%,封板率创近一个月新高。

市场资金流向:截至20250627两融余额为18394亿元,其中融资余额18275亿元,融券余额120亿元。两融余额占流通市值比重为2.3%,两融交易占市场成交额比重为9.7%。

折溢价:20250627当日ETF溢价较多的是创新药50ETF,ETF折价较多的是创新药ETF国泰。近半年以来大宗交易日均成交金额达到12亿元,20250627当日大宗交易成交金额为11亿元,近半年以来平均折价率5.66%,当日折价率为8.00%。近一年以来上证50、沪深300、中证500、中证1000股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为1.53%,3.20%,9.13%,12.24%,当日上证50股指期货主力合约年化贴水率为3.59%,处于近一年来42%分位点,当日沪深300股指期货主力合约年化贴水率为5.41%,处于近

一年来 36%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 15.81%，处于近一年来 21%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 13.84%，处于近一年来 42%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是中航成飞、精智达、聚辰股份、沪电股份、一致魔芋、海科新源、三夫户外、日久光电等，中航成飞被 66 家机构调研。20250630 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入前十的股票是成飞集成、雄帝科技、晨曦航空、新恒汇、安妮股份、联建光电、国盛金控、大东南、中兵红箭、翔宇医疗等，机构专用席位净流出前十的股票是北方长龙、万里马、弘业期货、中力股份、申通地铁、新通联、御银股份、中光防雷、退市锦港、七丰精工等。陆股通净流入前十的股票是翔宇医疗、奥瑞德、弘业期货、成飞集成、晨曦航空、万里石、中京电子等，陆股通净流出前十的股票是恒宝股份、国盛金控、爱建集团、蓝英装备、中兵红箭、浙江东日、东信和平等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

## 【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  | 761.70   | -1.01 | ICE 布伦特原油 | 67.77     | 0.05  |
| 白银  | 8705.00  | -1.06 | 铜         | 79970.00  | 0.10  |
| 铝   | 20735.00 | -0.02 | 铅         | 17100.00  | -0.32 |
| 豆一  | 4209.00  | 0.30  | 锌         | 22490.00  | -0.08 |
| 豆粕  | 2843.00  | 1.21  | 镍         | 120740.00 | 0.19  |
| 玉米  | 2359.00  | 0.12  | 锡         | 267860.00 | -0.60 |
| 螺纹钢 | 2999.00  | 0.16  | SR507     | 5817.00   | 0.27  |

### 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   | 44094.77 | 0.628726  | 55.76    | 55.76     | 55.76     | 55.76      | 41.98     |
| 德国 DAX 指数   | 23909.61 | -0.514330 | 87.71    | -0.36     | 6.44      | 31.11      | 52.99     |
| 法 CAC40 指数  | 7665.91  | -0.333353 | 1.70     | -1.10     | -3.16     | 2.49       | 47.87     |
| 恒生指数        | 24072.28 | -0.872462 | 1.61     | 3.35      | 2.75      | 35.85      | 68.11     |
| 沪深 300 指数   | 3936.07  | 0.365200  | 2.02     | 2.49      | 0.53      | 13.70      | 67.28     |
| 美国 SP500 指数 | 6204.95  | 0.516437  | 2.98     | 4.96      | 11.18     | 13.63      | 46.32     |
| 纳斯达克综合指数    | 20369.73 | 0.474857  | 3.76     | 6.57      | 17.58     | 14.87      | 48.89     |
| 日经 225 指数   | 40487.39 | 0.838340  | 5.56     | 6.64      | 9.07      | 2.28       | 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<br>(HKD, 万元) | 代码      | 简称       | 价格(HKD)  | 涨跌幅(%)      | 流出资金<br>(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<br>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<br>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