

策略周报

寻找“突破口”

中美关系边际改善的潜在窗口正在打开，YTD 涨跌幅排名较低的成长类行业或成“突破口”。

- **业绩窗口期，盈利贡献度有望提升。**量价拖累下 5 月企业利润边际走弱。5 月工业企业利润出现明显走弱，量价齐跌导致营收增速加速下行。此外，基数效应下投资收益下行也一定程度上拖累了工业企业利润。往后看，短期价格压力最大的试点已经过去，下半年基数效应的拖累有望减弱，价格有望企稳。我们对于 7 月 A 股市场维持相对积极的观点，核心驱动因素之一在于中美关系边际改善的潜在窗口正在打开。此外，进入 7 月，A 股进入中报业绩窗口期，盈利因子贡献度有望逐步提升。
- **第四轮“上攻”的一阶段主线是消灭“低位滞涨”的成长行业。**券商行业上涨并不代表市场看多指数必然突破“箱体上沿”，而是担忧“上行风险”下的“高低切”尝试，除了券商行业外，本周军工行业的上涨同样隐含此种逻辑。
- **“突破”不确定性背景下，主动选择“低位”弹性行业。**我们选取此前我们主观定义的泛科技八行业：计算机、通信、传媒、军工、电子、电新、机械、汽车以及医药、非银共计 10 个风偏受益行业进行统计，市场当前尝试“突破上沿”，但亦担忧“失败”的风险。因此，在第四轮第一周选择了年初至上周区间涨跌幅排名较低的成长类行业作为“突破口”。我们认为这种隐含逻辑依然有效，因此以我们重新统计的上述行业年初至本周累计涨跌幅来看，涨幅靠后的行业（所谓“低位滞涨”行业，电子、非银、电新）有望在“第四轮”第一周之后取得更好表现。
- **7 月行业配置聚焦弹性，重点关注科技+高端制造+非银。**7 月中银策略 AI 行业配置模型输出行业 Top10 分别为：电力设备、电子、通信、非银金融、国防军工、传媒、公用事业、商贸零售、银行、社会服务，重点集中在科技、高端制造和非银等弹性板块。当前经济数据特别是消费数据表现出较强韧性、海外地缘冲突等对于风险偏好的压制有所缓解，资金面险资、外资等均有增量流入动力，7 月行业配置建议适度转向弹性，重点关注科技+高端制造+非银。AI 产业链各环节均有催化，国产算力产业链悲观预期正在扭转，端侧国内龙头厂商如小米等入局 AI 眼镜，GPT-5 或将于夏季发布，智能体（AI Agent）作为下一代交互与生产力核心的形态正加速落地，关注 AI 产业链投资机会。
- **主板风险警示股票涨跌停板拟恢复±10%。**6 月 27 日沪深交易所拟将主板风险警示股票价格涨跌幅限制比例由 5%调整为 10%。2012 年风险警示股票的涨跌幅限制从 10%调整为 5%，初衷是为了控制风险警示股票价格波动。不过从近期市场实践看，5%涨跌幅限制叠加买入数量管控，导致 ST 板块整体交易对手方缺失；狭窄的波动空间一方面使得优质 ST 股价值修复受阻，另一方面又导致了问题股下跌动能被延缓。2024 年 ST 公司数量增加至 200 家时，被动配置资金涌入反而催生“劣币驱逐良币”现象，部分新晋 ST 股价格超越戴帽前水平。2020 年 4 月注册制改革以后，创业板风险警示股票涨跌幅限制比例均与正常股票无异，已改为±20%。从创业板的改革运行实践来看，调整价格涨跌幅限制比例有望缓解主板风险警示股票过度波动，减少连续涨停或跌停现象。
- **风险提示：**1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东
(8621)20328702
peidong.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

证券分析师：徐亚
(8621) 20328506
ya.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然
tianran.gao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

观点回顾	4
大势与风格	5
中观行业与景气	8
一周市场总览、组合表现及热点追踪	12
风险提示	15

图表目录

图表 1. 近期全球大类资产表现.....	5
图表 2. 本周国内外重点经济数据更新.....	6
图表 3. 本周小盘成长风格相对占优.....	6
图表 4. 当前市场风格因子表现.....	6
图表 5. 5月工业企业利润增速及主要分项走势.....	6
图表 6. 5月量价均有所下行.....	6
图表 7. 当前国内库存周期.....	7
图表 8. 本周一级行业表现.....	8
图表 9. 本周二级行业表现（前后 15）.....	8
图表 10. BOCIASIA 股情绪指标.....	8
图表 11. 第四轮“上攻”的一阶段主线是消灭“低位滞涨”的成长行业.....	9
图表 12. 小米 AI 眼镜.....	10
图表 13. 全球 AI 智能眼镜销量.....	10
图表 14. AI 行业配置模型 7 月输出行业.....	11
图表 15. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）.....	12
图表 16. 本周 ETF 净申赎情况（单位：亿元）.....	12
图表 17. A 股风险警示制度历次重大调整.....	14

观点回顾

——20241215《重回跨年配置行情主线》：重要会议定调下，新兴消费与“AI+应用”作为跨年主线的线索明确。

——20241216《重回科技主导产业——2025年度策略报告》：盈利弱复苏，估值强支撑，科技和高端制造业有望成为市场主导。

——20250209《指数与情绪共振：AI Infra 向上重估》：A股性价比优势凸显，DeepSeek 产业驱动下，AI Infra 有望率先反应。

——20250216《DeepSeek 行情的二阶段：聚焦云计算和 AI 应用》：DeepSeek 高性价比凸显之下，云计算正在成为大模型时代的“卖水人”。应用端重点关注医疗、企服、教育、办公、金融、营销等垂直领域。

大势与风格

量价拖累下 5 月企业利润边际走弱。5 月工业企业利润出现明显走弱，5 月工业企业量价齐跌，导致营收下行加速。此外，基数效应下投资收益下行也一定程度上拖累了工业企业利润。分行业来看，5 月当月各行业盈利增速呈现不同程度的回落，其中，制造业中下游利润增速绝对水平依旧相对较高。企业库存水平来看，5 月名义库存水平再度边际下行，与剔除价格因素的实际库存走势有所背离。二季度以来的国内宏观数据均呈现明显的价格压制特性。往后看，短期价格压力最大的时点已经过去，下半年基数效应的拖累有望减弱，价格有望企稳。

业绩窗口期，盈利贡献度有望提升。我们对于 7 月 A 股市场维持相对积极的观点，核心驱动因素之一在于中美关系边际改善的潜在窗口正在打开。7 月即将迎来中美关税 90 天窗口期。近期双方在经贸领域的互动频率显著提升，美国财长耶伦计划访华的消息释放积极信号，叠加关税复审期限临近，市场对部分领域关税减免或技术管制松动的预期升温。若后续出现实质性进展（如新能源、科技制造等领域关税调整），将直接缓解出口产业链压力，并显著修复市场风险偏好。二季度以来，高盈利风格跑输，基本面预期边际转弱。进入 7 月，A 股进入中报业绩窗口期，盈利因子贡献度有望逐步提升。

图表 1. 近期全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)	6月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	2.65	3.13	7.46
	MSCI新兴市场	3.12	6.01	14.08
	标普500	3.44	4.42	4.96
	日经指数	4.55	5.76	0.64
	万得全A	3.56	3.82	4.90
	恒生指数	3.20	4.27	21.06
汇	美元指数	(1.52)	(2.19)	(10.34)
	美元兑人民币	(0.09)	(0.31)	(0.36)
	美元兑日元	(1.00)	0.40	(7.99)
	欧元兑美元	1.69	3.26	13.17
商	CRB商品	(4.09)	3.21	1.02
	LME铜	2.55	4.01	12.67
	WTI原油	(1.88)	7.04	(9.27)
	伦敦金现	(2.86)	(2.04)	23.01
债	10Y美债收益率(Bps)	(9.00)	(22.00)	(38.00)
	10Y国债收益率(Bps)	0.66	(0.97)	3.93

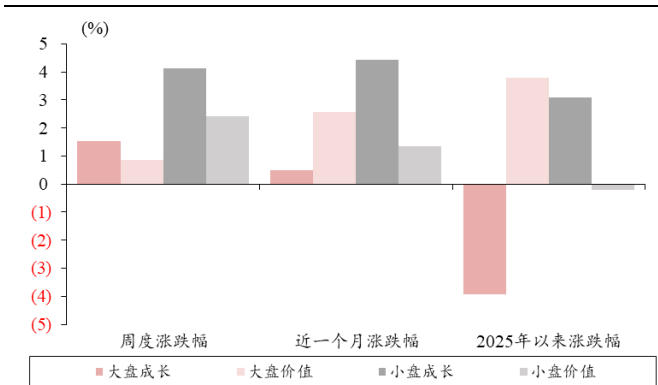
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 本周国内外重点经济数据更新

国家/地区	指标名称	前值	预测值	今值	环比变化
美国	5月成屋销售量:季调:折年数:环比(%)	(0.5)		0.8	1.3
	5月新屋销售:季调:折年数:环比(%)	9.6		(13.7)	(23.3)
	5月成屋签约销售指数:季调:折年数:同比(%)	(2.5)		1.1	3.6
	4月20个大中城市标准普尔/CS房价指数:季调:同比(%)	4.1		3.4	(0.7)
	4月20个大中城市标准普尔/CS房价指数:季调:环比(%)	(0.2)		(0.3)	(0.2)
	6月里士满联储制造业指数:季调	(9.0)		(7.0)	2.0
	第一季度实际GDP:季调:环比折年率(终值)(%)	2.4	(0.3)	(0.5)	(2.9)
	5月个人消费支出:季调(十亿美元)	20622.0		20592.7	(29.3)
	5月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	66046.0		65651.0	(395.0)
	5月核心PCE物价指数:同比(%)	2.6		2.7	0.1
	5月核心PCE物价指数:环比(%)	0.1		0.2	0.0
	6月密歇根大学消费者现况指数(终值)	58.9		64.8	5.9
欧盟	6月欧元区:服务业信心指数:季调	1.8	1.6	2.9	1.1
	6月欧元区:工业信心指数:季调	(10.4)	(9.9)	(12.0)	(1.6)
	6月欧元区:经济景气指数:季调	94.8	95.1	94.0	(0.8)
	6月欧元区:消费者信心指数:季调	(15.1)	(15.3)	(15.3)	(0.2)
日本	4月景气动向指数:领先指标(修正)(2020年=100)	107.6	104.1	104.2	(3.4)
	5月失业率:季调(%)	2.5	2.5	2.5	0.0
中国	6月中期借贷便利(MLF):投放:1年:当月值(亿元)	5000.0		3000.0	(2000.0)
	5月工业企业利润:累计同比(%)	1.4		(1.1)	(2.5)
	第一季度经常账户差额:当季值:正式数(亿美元)	1638.0		1654.0	16.0
	5月服务贸易差额:当月值(亿美元)	(158.0)		(155.5)	2.6

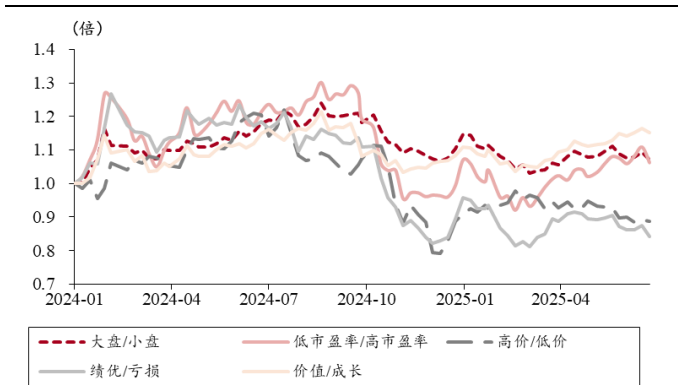
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 本周小盘成长风格相对占优



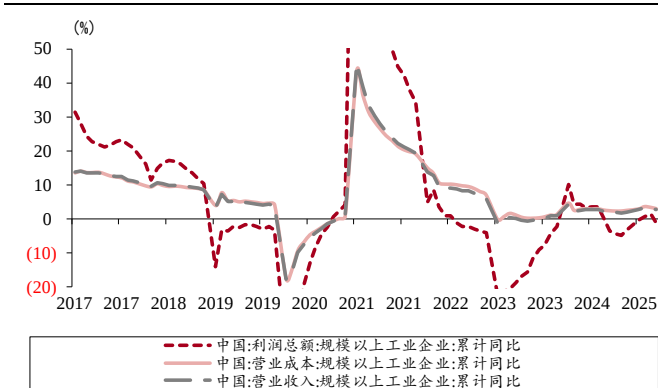
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 当前市场风格因子表现



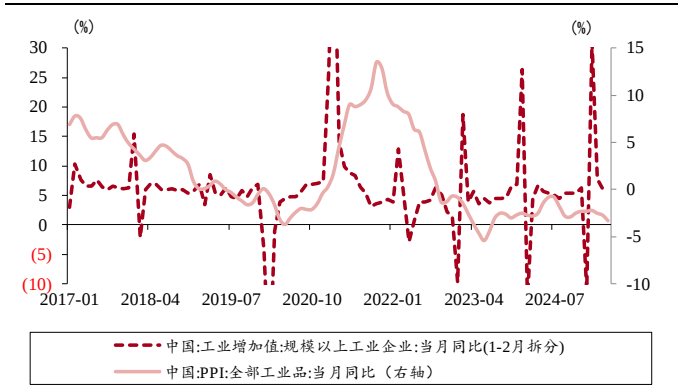
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 5月工业企业利润增速及主要分项走势



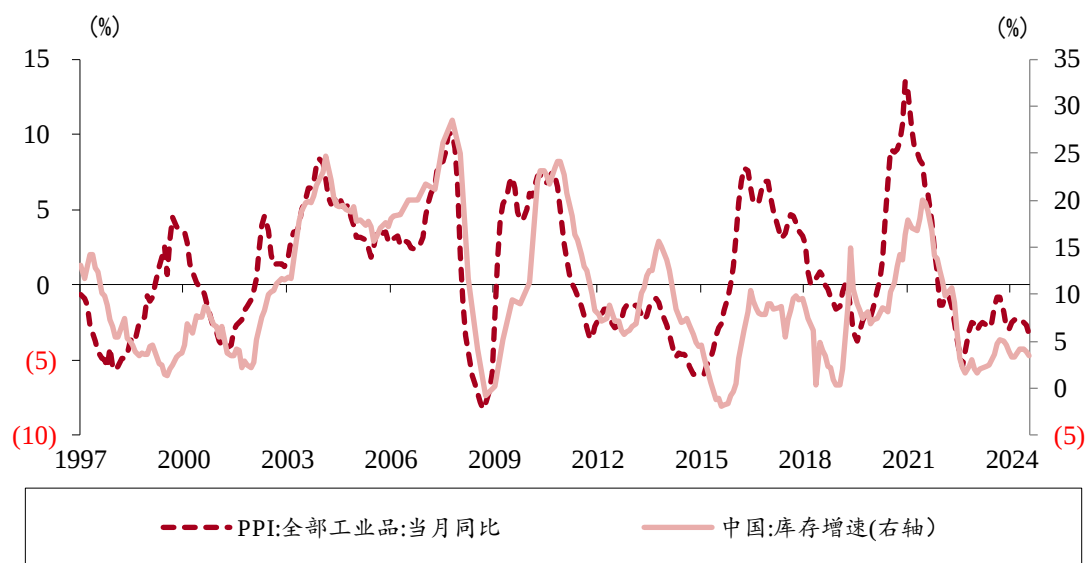
资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 5月量价均有所下行



资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 当前国内库存周期

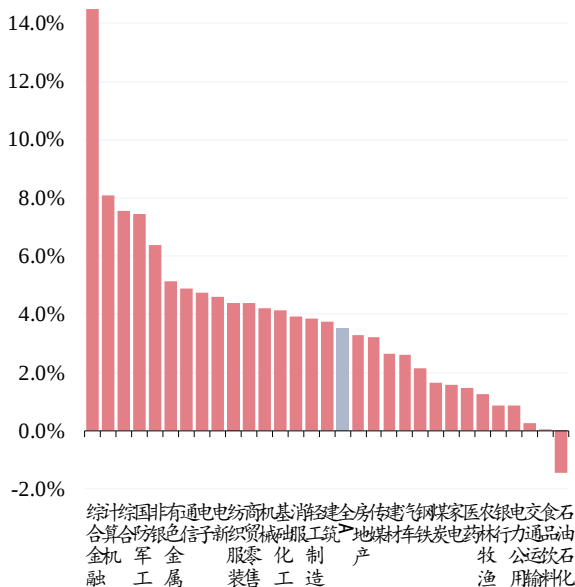


资料来源：万得，中银证券

中观行业与景气

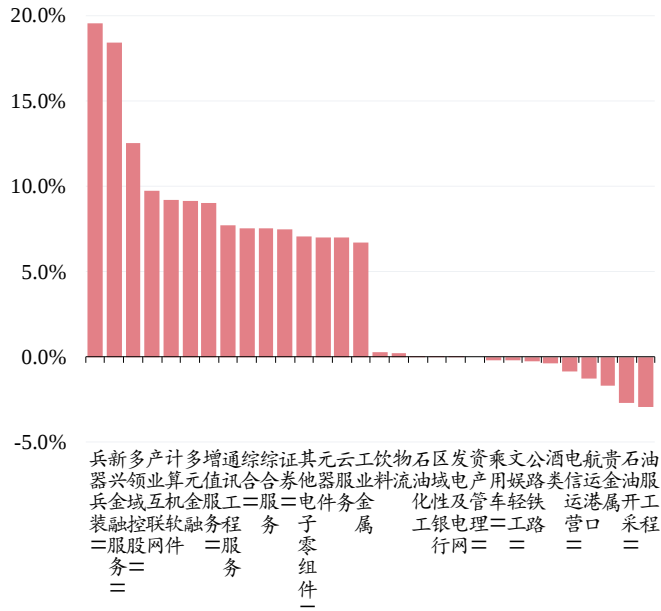
市场上行，行业接近普涨。本周伴随“以伊”停火，市场风险偏好明显修复，除油价回落导致的石油石化行业调整外，其他一级行业实现普涨。综合金融行业受益于“稳定币”概念，本周继续领涨，“九三阅兵”官宣，国防军工涨幅居前，证券行业本周表现突出，带动非银行业本周涨幅居前。

图表 8. 本周一级行业表现



资料来源：iFinD，中银证券

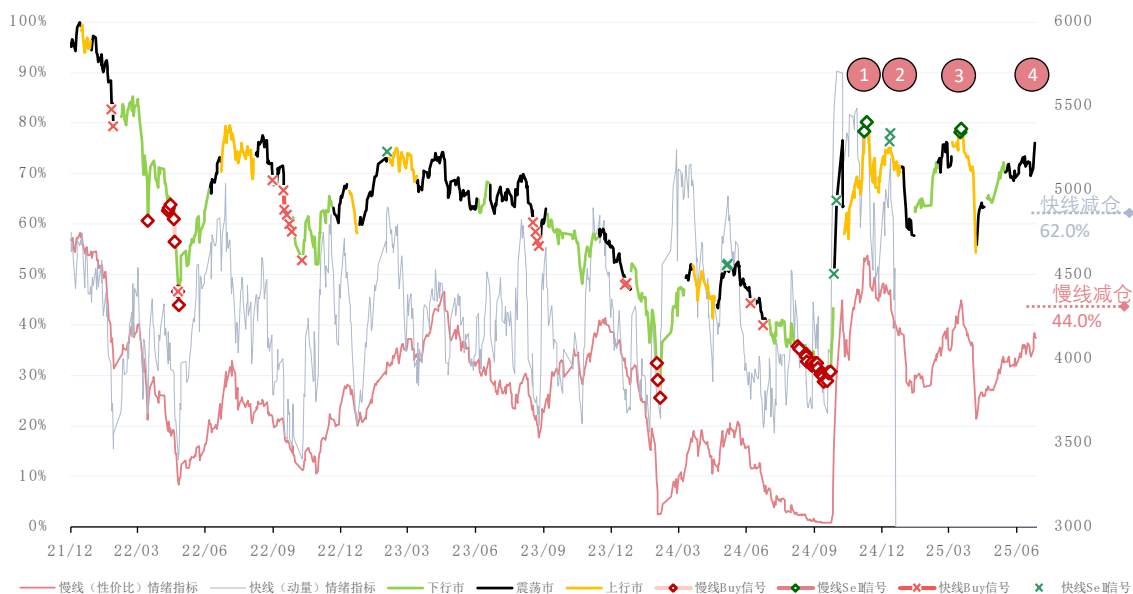
图表 9. 本周二级行业表现（前后 15）



资料来源：iFinD，中银证券

2024 年 10 月 8 日后，全 A 指数已分别于 2024 年 11 月 12 日，2024 年 12 月 12 日，2025 年 3 月 18 日，“三次”尝试触及箱体上沿，我们将 6 月 23 日起的新一轮指数反弹定义为“第四轮”上攻尝试。

图表 10. BOCIASI A 股情绪指标



资料来源：万得，中银证券。注：数据截至 2025 年 6 月 25 日，右轴为万得全 A 指数

第四轮“上攻”的一阶段主线是消灭“低位滞涨”的成长行业。我们在 6 月 26 日发布最新点评报告《论第四次“突破尝试”的有效性》中提及，市场将券商行业上涨作为指数有望突破震荡平台的原因有“本末倒置”之嫌。

券商行业上涨并不代表市场看多指数必然突破“箱体上沿”，而是担忧“上行风险”下的“高低切”尝试，除了券商行业外，本周军工行业的上涨同样隐含此种逻辑。

“突破”不确定性背景下，主动选择“低位”弹性行业。我们选取此前我们主观定义的泛科技八行业：计算机、通信、传媒、军工、电子、电新、机械、汽车以及医药、非银共计 10 个风偏受益行业进行统计，市场当前尝试“突破上沿”，但亦担忧“失败”的风险。因此，在第四轮第一周选择了年初至上周区间涨跌幅排名较低的成长类行业作为“突破口”。我们认为这种隐含逻辑依然有效，因此以我们重新统计的上述行业年初至本周累计涨跌幅来看，涨幅靠后的行业（所谓“低位滞涨”行业，电子、非银、电新）有望在“第四轮”第一周之后取得更好表现。

图表 11. 第四轮“上攻”的一阶段主线是消灭“低位滞涨”的成长行业

一级行业	2025年1月1日至 6月20日 区间涨跌幅（%）	2025年6月23日至 6月27日 区间涨跌幅（%）	2025年1月1日至 6月27日 区间涨跌幅（%）
传媒	7.5	3.2	11.0
汽车	6.1	2.6	8.9
医药	5.4	1.5	7.0
机械	3.6	4.2	7.9
通信	2.4	4.9	7.4
国防军工	1.3	7.5	8.8
计算机	0.4	8.1	8.5
电子	-1.6	4.7	3.0
非银	-5.3	6.4	0.8
电新	-5.4	4.6	-1.0

“突破”不确定性背景下：

主动选择“低位”弹性行业

四轮”第一周，
低位行业领涨

四轮”第二周，
关注三个涨幅低位行业

资料来源：万得，中银证券。注：选取泛科技制造 8 行业及医药、非银共计 10 个风偏受益行业

GPT-5 将于夏季推出，AI 大模型或将迎来新一轮技术升级。6 月 19 日凌晨，OpenAI 发布了其联合创始人兼首席执行官 Sam Altman 的 40 分钟深度专访。本次访谈提及，GPT-5 大概率会在今年夏天发布，Altman 透露 GPT-5 可能会迈向完全多模态，预计将支持语音、图像、代码和视频等多种输入方式，这将是其与前代产品相比的重大进步。此外 Altman 暗示，GPT-5 不仅仅是性能升级，还可能标志着 OpenAI 朝着统一的、类似代理的模型迈出了真正的第一步，此举将使其更接近其通用人工智能目标。GPT-5 的定位是其模型不仅能响应提示，还能更像数字代理一样运作，能够推理、规划并跨情境互动。本次采访来看，GPT-5 或将实现一定的 AI Agent 功能，智能体（Agent）作为下一代交互与生产力核心的形态正加速落地，各大科技巨头正全力布局，GPT-5 为代表的 AI 大模型有望迎来新一轮技术升级，产业链有望受到催化。

小米发布首款 AI 智能眼镜，国内智能手机大厂正式进入 AI 眼镜竞争赛道。6 月 26 日，小米发布首款 AI 眼镜，新品整机重 40 克，典型续航时间为 8.6 小时，支持 45 分钟快充。设备搭载 1200 万像素高清防抖摄像头，支持第一视角拍摄，适用于运动、亲子陪伴、宠物互动等日常场景。用户可通过镜架按键或语音控制实现拍照、录像，眼镜还支持抖音、快手、哔哩哔哩、小红书等 14 个主流平台的视频通话和直播功能。2025 年以来，AI 眼镜赛道在 Ray-Ban Meta 的带动之下，销量增长迅速，据 WellSenn XR，2025 年 Q1 全球 AI 智能眼镜季度销量达到 60 万台，同比增长 216%，主要得益于 Ray Ban Meta 智能眼镜销量从 17 万台增长到 52.5 万台。

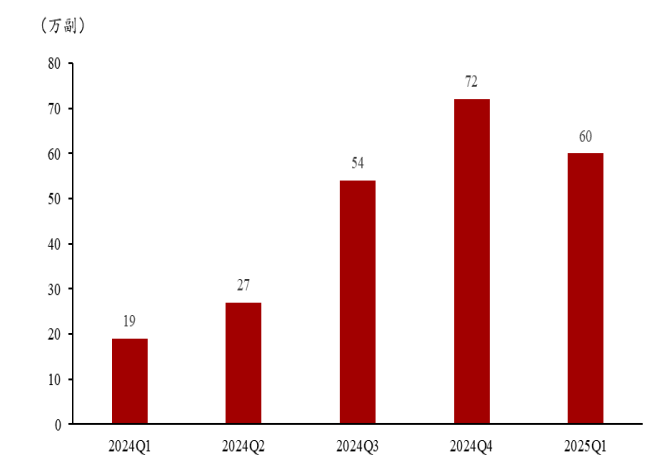
AI 眼镜赛道的首款重磅产品 Ray-Ban Meta 取得了不错的成绩，而小米发布首款 AI 智能眼镜表明国内智能手机大厂正式进入 AI 眼镜竞争赛道。AI 智能眼镜有望成为端侧较快成熟落地的 AI 产品。

图表 12.小米 AI 眼镜



资料来源：PChome 电脑之家，中银证券

图表 13.全球 AI 智能眼镜销量



资料来源：WellSenn XR，中银证券

当前 AI 产业链上中下游均有一定催化，算力基础设施端海外算力需求仍旧旺盛，国内华为 CloudMatrix 384 算力集群性能已可以媲美英伟达，国产算力厂商如寒武纪等订单与库存正在修复，国产算力产业链悲观预期正在扭转。端侧国内龙头厂商如小米等入局 AI 眼镜，AI 眼镜或称为端侧较快落地的 AI 产品。GPT-5 或将于夏季发布，或将实现一定的 AI Agent 功能，此前谷歌、微软等海外龙头也纷纷布局 AI agent，智能体（AI Agent）作为下一代交互与生产力核心的形态正加速落地。

7 月行业配置聚焦弹性，重点关注科技+高端制造+非银。7 月中银策略 AI 行业配置模型输出行业 Top10 分别为：电力设备、电子、通信、非银金融、国防军工、传媒、公用事业、商贸零售、银行、社会服务，重点集中在科技、高端制造和非银等弹性板块。

当前经济数据特别是消费数据表现出较强韧性、海外地缘冲突等对于风险偏好的压制有所缓解，资金面险资、外资等均有增量流入动力，7 月行业配置建议适度转向弹性，重点关注科技+高端制造+非银。

图表 14.AI 行业配置模型 7 月输出行业

中银策略7月AI行业配置模型输出行业表现(%)					
TOP3行业	6月TOP3行业收益率	TOP5行业	6月TOP5行业收益率	TOP10行业	6月TOP10行业收益率
电力设备	5.23	电力设备	5.23	电力设备	5.23
电子	7.31	电子	7.31	电子	7.31
通信	11.97	通信	11.97	通信	11.97
		非银金融	8.84	非银金融	8.84
		国防军工	6.26	国防军工	6.26
				传媒	5.42
				公用事业	-0.92
				商贸零售	1.46
				银行	5.37
				社会服务	3.27
TOP行业平均收益	8.17		7.92		5.42
全行业平均收益					2.04

资料来源：万得，中银证券
注释：数据统计时间截至 2025 年 6 月 29 日

一周市场总览、组合表现及热点追踪

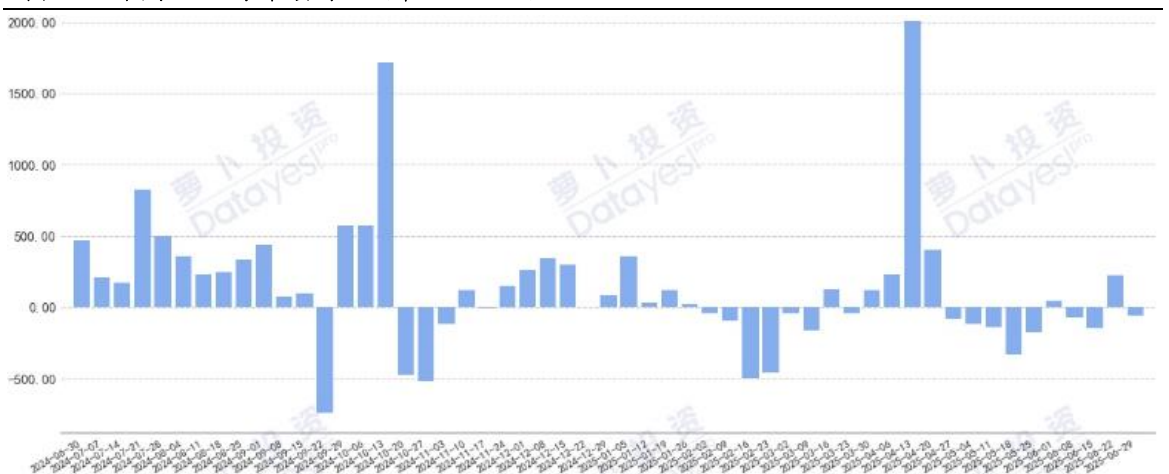
本周 A 股市场主力资金净买入 1558.03 亿元，结束此前连续 2 周的净卖出，单周净买入规模创 5 个月以来最大。行业视角，本周净流入最多的行业是非银金融，资金净流入规模达 372.22 亿元，计算机、电子分列二、三，资金净流入规模分别是 330.28 亿元和 258.35 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是石油石化、公用事业和医药生物。本周股票型 ETF 场内净赎回金额 61.07 亿元，前周为净申购 223.71 亿元，环比转弱。其中，份额增加最多的五只 ETF 分别是华泰柏瑞中证 A500ETF、华宝中证银行 ETF、广发中证港股通非银行金融主题 ETF、广发中证香港创新药 ETF(QDII)、易方达中证香港证券投资主题 ETF，金融板块 ETF 五中占三；减少最多的五只 ETF 分别是国泰中证全指证券公司 ETF、南方中证 500ETF、华泰柏瑞沪深 300ETF、华宝中证全指证券公司 ETF、嘉实沪深 300ETF。

图表 15.主力资金行业流向情况（单位：亿元）

	近一周	近一月	近三月	近半年		近一周	近一月	近三月	近半年
非银金融	372.22	409.03	127.97	(336.50)	商贸零售	14.82	(53.97)	(40.65)	(205.40)
计算机	330.28	110.89	(332.59)	(357.47)	环保	13.43	(49.84)	(80.54)	(116.14)
电子	258.35	433.04	(321.26)	(979.72)	钢铁	7.86	(6.23)	(76.51)	(75.72)
电力设备	163.54	100.36	(338.56)	(387.35)	建筑材料	4.27	(30.25)	(40.27)	(69.93)
通信	129.19	259.75	106.18	(97.54)	综合	0.59	(5.33)	(3.94)	(22.91)
国防军工	127.65	17.55	21.48	(206.31)	煤炭	(0.79)	(26.29)	(67.05)	(171.38)
汽车	80.41	(153.88)	(161.72)	186.45	传媒	(2.82)	17.70	(106.29)	(420.99)
有色金属	66.65	104.05	(207.20)	(168.17)	农林牧渔	(4.21)	(52.35)	(129.83)	(274.68)
机械设备	48.99	(174.69)	(561.75)	(263.91)	美容护理	(4.68)	(28.45)	29.94	12.19
建筑装饰	44.96	(16.21)	(4.75)	(119.53)	交通运输	(17.64)	(66.12)	34.53	(182.89)
基础化工	32.85	(32.60)	(208.40)	(330.82)	银行	(26.76)	71.71	289.01	267.41
家用电器	29.40	(40.43)	(111.82)	(127.65)	食品饮料	(33.58)	(176.87)	(209.35)	(223.37)
纺织服饰	24.80	6.30	38.05	38.70	医药生物	(43.14)	(192.60)	(195.97)	(591.81)
房地产	16.37	(31.98)	(90.39)	(218.27)	公用事业	(44.15)	(95.74)	(157.60)	(439.31)
社会服务	15.11	10.68	(85.69)	(146.50)	石油石化	(60.90)	(0.48)	(63.98)	(187.75)
轻工制造	14.97	17.44	81.28	35.13					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2025/6/27

图表 16. 本周 ETF 净申赎情况（单位：亿元）



资料来源：通联数据，中银证券

6月27日，沪深交易所就调整主板风险警示股票价格涨跌幅限制比例及有关事项公开征求意见，拟将主板风险警示股票价格涨跌幅限制比例由5%调整为10%，与主板其他股票保持一致。本次调整主要包括三方面内容：一是主板风险警示股票价格的涨跌幅限制比例由5%调整为10%，与主板其他股票保持一致；二是同步调整主板风险警示股票的异常波动的交易公开信息披露指标，与主板其他股票保持一致；三是要求会员做好业务和技术准备，切实加强投资者教育及风险提示工作，引导投资者理性审慎参与风险警示股票交易。本次调整的目标在于进一步完善股票交易制度、提升定价效率、维护市场交易秩序、保护投资者合法权益。

现行风险警示制度于1998年4月22日设立，2012年4月23日沪深交易所修订股票上市规则，风险警示股票的涨跌幅限制从10%调整为5%，以加强对高风险股票的交易限制，保护投资者利益。5%涨跌幅限制初衷是为了控制风险警示股票价格波动。不过从近期市场实践看，5%涨跌幅限制叠加买入数量管控，导致ST板块整体交易对手方缺失；狭窄的波动空间一方面使得优质ST股价值修复受阻，另一方面又导致了问题股下跌动能被延缓。2024年ST公司数量增加至200家时，被动配置资金涌入反而催生“劣币驱逐良币”现象，部分新晋ST股价格超越戴帽前水平。2020年4月注册制改革以后，创业板风险警示股票涨跌幅限制比例均与正常股票无异，已改为 $\pm 20\%$ 。从创业板的改革运行实践来看，调整价格涨跌幅限制比例有望缓解主板风险警示股票过度波动，减少连续涨停或跌停现象。

图表 17. A 股风险警示制度历次重大调整

时间	主要内容
1998 年 3 月 16 日	中国证监会发布了《关于上市公司状况异常期间的股票特殊处理方式的通知》。进一步明确特别处理的股票涨跌幅限制为 5%。于特别处理的股票前加“ST”(SPECIAL TREATMENT 的缩写)标记。
1998 年 4 月 22 日	沪深交易所宣布开始实施 ST 制度。
2000 年 4 月 28 日	沪深交易所对上市规则进行了修改，并于 2000 年 5 月 1 日起开始实施，新的上市规则对特别处理制度进行了修改完善。
2001 年 6 月 8 日	发布了上海证券交易所股票上市规则(2001 年修订本)。对于其他状况异常的特别处理增加了两种情形，删除了一种情形。增加的情形为“(一) 公司董事会无法正常召开会议并形成董事会决议的；(二) 公司的主要债务人被法院宣告进入破产程序，而公司相应债权未能计提足额坏账准备，公司面临重大财务风险的”。删除的情形为“公司股票暂停上市后，经中国证监会批准恢复上市的”。
2004 年 11 月 25 日	沪深交易所上市规则正式引入退市风险警示(*ST)，特别处理制度正式演变为退市风险警示(*ST)和其他特别处理(ST)两类，分别对应不同的情况。
2006 年 1 月 1 日	新《证券法》于 2006 年 1 月 1 日实施，对暂停上市、终止上市重新进行了规定，其中规定上市公司最近三年连续亏损，在其后一个年度内未能恢复盈利，由证券交易所决定终止其股票上市交易，废除了原来因连续三年亏损后暂停上市，披露显示盈利的半年度报告后可以恢复上市的规定。
2006 年 11 月 29 日	深交所发布了《中小企业板股票暂停上市、终止上市特别规定》，对退市风险警示情形进行了更加严格的财务指标，并增加规范运作、市场交易等可能存在终止上市风险的指标，具体新增了七种情形。
2008 年 10 月 1 日	沪深交易所 9 月 4 日发布股票上市规则(2008 年修订)，并将于 10 月 1 日起施行。针对全流通市场突出问题改革停牌制度，新增破产和股权激励等相关规定。
2009 年 6 月 5 日	《深圳证券交易所创业板股票上市规则》，规定上市公司出现下列 11 条情形之一的，本所有权对其股票交易实行退市风险警示。创业板的上市规则在 2009 年 7 月开始实施时，实际上设置了“ST”和“*ST”的预警制度。
2012 年 12 月	沪深交易所将原来按照退市环节规定的体例，调整为按照退市情形分节规定，即按照退市情形类别分为交易类、财务类、规范类、重大违法类等 4 类强制退市类型以及主动退市情形，并按每一类退市情形分节规定相应的退市情形和完整的退市实施程序。
2012 年 12 月 16 日	《上海证券交易所风险警示板股票交易暂行办法》自 2013 年 1 月 1 日起施行，交易所设立风险警示板，专门用于交易被实施风险警示或进入退市整理期的股票。*ST 和 ST 标识分别用于退市风险和其他风险情形，退市整理股票则冠以“退市”标识，并在警示板交易 30 日后摘牌。上述股票交易须限价委托，涨跌幅受限，且设有异常波动监测和盘中临时停牌机制。恢复上市或重新上市首日不设涨跌幅限制，临停规则参照新股执行。
2020 年 4 月 27 日	沪深交易所注册制改革以后，退市流程再度缩短，创业板再度启用了“ST”和“*ST”的预警制度，且“披星戴帽”之后的股票涨跌幅限制比例均与正常股票无异，为 20%。
2020 年 12 月 31 日	围绕新一轮退市制度改革，沪深交易所正式发布新修订了多项配套规则。退市新规正式稿将市场主体提出的合理可行的意见和建议，充分吸收到相关制度和规则中，主要调整和优化了三方面内容。一是从严设置重大财务造假退市量化指标。二是调整优化组合类财务指标。三是完善重大违法类退市的限制减持情形。
2024 年 4 月 12 日	根据上交所《科创板股票上市规则》第 12.9.1 条的规定以及深交所《创业板股票上市规则》第 9.4 条的规定，明确科创板引入 ST 制度。根据上述规定，科创板实施 ST 的情形总体与主板保持一致，即针对关联方资金占用、违规担保、公司治理机制失灵、内部控制薄弱、持续经营能力存在不确定性、存在财务造假行为、分红明显不足等实施 ST。
2025 年 6 月 27 日	上交所近日起草了《关于调整主板风险警示股票价格涨跌幅限制比例及有关事项的通知(征求意见稿)》，拟将主板风险警示股票价格涨跌幅限制比例由 5%调整为 10%，调整后与主板其他股票保持一致。

资料来源：证监会，沪深交易所，中银证券

风险提示

1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371