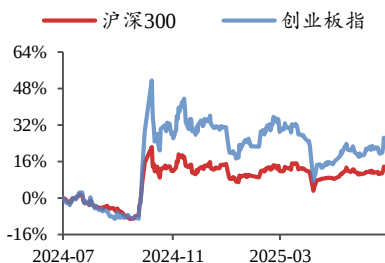


2025 年 06 月 30 日

开源晨会 0630

——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(%)
有色金属	2.168
通信	1.786
纺织服饰	1.229
电子	0.916
国防军工	0.730

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-2.951
公用事业	-1.014
食品饮料	-0.796
商贸零售	-0.795
石油石化	-0.645

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】新的储备政策将陆续出台——宏观周报-20250629

【宏观经济】利润增速明显转负的因子拆解——兼评5月企业利润数据-20250628

【策略】开源金股，7月推荐——投资策略专题-20250629

行业公司

【传媒】积极关注 AI 视频/虚拟社交商业化及暑期文娱 IP 消费——行业周报
-20250629

【银行】稳增长与防空转，政策空间关注银行“降成本”效果——央行 2025Q2 货币政策例会学习-20250629

【电力设备与新能源】低空经济行业周报(第二十二期):民用航空法修订案二审,亿航在印尼完成首次无人驾驶载人飞行——行业周报-20250629

【社服】泡泡玛特进军家电传递美好生活，第三方即配龙头乘风而起——行业周报-20250629

【农林牧渔】2025Q2 猪企利润或仍同比高增，供给收缩宏观催化共振积极配置——行业周报-20250629

【食品饮料】白酒持续探底，新消费标的值得重视——行业周报-20250629

【地产建筑】六部门联合发文支持消费基础设施发行 REITs，中海正式申报公募 REITs——行业周报-20250629

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第三期）：固态电解质硫化锂路线进一步明确，QuantumScape 隔膜工艺实现突破——行业周报-20250629

【汽车】小米 YU7 正式发布，特斯拉如期推出 Robotaxi——行业周报-20250629

【地产建筑】新房成交面积环比增长，多地公积金政策优化——行业周报
-20250629

【非银金融】稳定币主题催化券商板块上涨，中报有望延续高景气——行业周报
-20250629

【建材】房地产市场政策不断加码，关注建材投资机会——行业周报-20250629

【化工】草甘膦供需偏紧、价格延续上涨,金属硅价格回暖——行业周报-20250629

【医药】多款减肥药亮相 2025 ADA，重点关注 AMYR 与 ActRII 靶点——行业周报-20250629

【通信】阿里夸克算力告急，火山引擎发布全模态模型，坚定看好全球 AI 智算产业链——行业周报-20250629

【计算机】重视稳定币和 AI 两大产业趋势——行业周报-20250629

【化工】磷矿石景气高位维稳，磷化工产品格局持续优化，看好矿化一体企业长景气与高分红共振——行业深度报告-20250629

【家电：影石创新(688775.SH)】全景智能影像设备龙头，技术护航+产品创新驱动成长——公司首次覆盖报告-20250627

研报摘要

总量研究

【宏观经济】新的储备政策将陆续出台——宏观周报-20250629

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

国内宏观政策：新的储备政策将陆续出台实施

过去两周（6月15日-6月29日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，近日国家发改委召开新闻发布会，国家发展改革委政策研究室副主任、新闻发言人李超表示，当前，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性有所增加，全球经贸稳定增长面临挑战。随着存量政策加快落地见效，新的储备政策陆续出台实施，有信心、有能力把外部冲击的不确定性和不利影响降到最低，推动经济持续健康发展。

基建与产业方面，近两周政策聚焦科技型企业孵化器管理办法、工信部等三部门研究部署本年度新能源汽车安全管理工作，要求车辆生产企业和动力电池生产企业不搞“内卷式”竞争、发改委联合相关部门印发《以工代赈加力扩围促进重点群体就业增收行动方案》，加力扩围促群众增收等。

货币方面，央行货币政策委员会2025年第二季度例会召开。会议提出，建议加大货币政策调控强度，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，灵活把握政策实施的力度和节奏。推动社会综合融资成本下降。从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。增强外汇市场韧性，稳定市场预期，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加大存量商品房和存量土地盘活力度。

消费方面，央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》。《意见》提出设立服务消费与养老再贷款，额度5000亿元。国家发改委表示，将于今年7月份下达今年第三批消费品以旧换新资金，同时，将协调有关方面，坚持更加注重持续性和均衡性原则，分领域制定落实到每个月、每一周的国补资金使用计划，保障消费品以旧换新政策全年有序实施。

金融监管方面，金融监管政策聚焦支持科创企业全链条发展、上海金融中心建设提速。央行行长潘功胜在2025陆家嘴论坛上宣布八项重磅金融开放举措；证监会推动科创板设立成长层，降低未盈利企业上市门槛；国家金融监管总局与上海市政府共同印发《关于支持上海国际金融中心建设行动方案》等。

贸易方面，6月25日外交部长王毅在京集体会见欧盟及成员各国驻华使节。6月27日，商务部新闻发言人就中美伦敦框架有关情况表示，中美双方进一步确认了框架细节。中方将依法审批符合条件的管制物项出口申请。美方将相应取消对华采取的一系列限制性措施。期望美方与中方相向而行，按照两国元首6月5日通话重要共识和要求，进一步发挥好中美经贸磋商机制作用。

海外宏观政策：美联储内部的降息分歧有所扩大

过去两周，海外宏观政策聚焦美联储货币政策决议、全球关税政策进展等。

美联储公布6月利率决议，基准利率不变，符合市场预期。美联储表示，对前景的不确定性已减弱，但仍然处于较高水平。美联储主席鲍威尔在国会证词中表示，美联储目前处于有利位置，能够耐心等待，待对经济走向有更清晰的判断后再考虑调整货币政策立场。但他不排除关税对通胀的影响可能没有预期大，不排除提前降息的可能。美联储理事戴利表示，越来越多的证据表明，关税可能不会导致通胀大幅或持久飙升，这有助于增强秋季降息的理由。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

【宏观经济】利润增速明显转负的因子拆解——兼评 5 月企业利润数据-20250628

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002

事件：2025 年 1-5 月全国规上工业企业利润累计同比-1.1%，前值 1.4%；营业收入累计同比 2.7%，前值 3.2%。

5 月工业企业景气度明显下滑，利润率拖累较大

1、工业企业营收增速放缓、利润增速转负。测算 5 月营收当月同比约 0.8%、较前值下滑了 1.8 个百分点；利润当月同比则大幅下行了 12.1 个百分点至-9.1%，结束了年初以来的持续改善态势。拆分来看（利润增速=工业增加值*PPI*利润率同比），三因子对 5 月利润增速的贡献分别为+5.4、-3.2、-10.2 个百分点。量（工业增加值）和价（PPI）的贡献小幅走弱，利（利润率同比）的负贡献大幅走扩。

2、5 月利润率大幅走弱，成本拖累为主因，费用和投资收益为次因。统计局指出“投资收益等短期因素的上年同期基数较高，下拉 1—5 月份规上工业企业利润增速 1.7 个百分点”，我们对每百元营收构成进行拆解，5 月成本、费用、投资收益、营业外收支分别为 85.9、8.3、0.9、-0.4 元，较 2024 年同期变动+0.4、+0.1、-0.1、+0.2 元，因而 5 月利润受侵蚀主因单位成本上升，中美互征关税或起到一定扰动；投资收益因素有小幅影响，实际上对 3 月利润拖累更大。

3、投资收益作为波动较大的分项，在部分时期会造成利润数据异常（例如 2023Q4、2024H1），仍需予以跟踪观测。投资收益来源包括商品、权益、债券、理财产品等，从数据来看，2018 年至今工业企业投资收益累计同比与南华综合指数同比较为相关，可作为观测指标；与理财、债券收益率趋势相似，均呈现中枢下行；仅在牛市阶段与权益表现一致。年初以来商品价格持续下行，对应工业企业投资收益增速明显转负。

利润格局：上游利润占比下降

1、利润占比来看：5 月上游采掘、中游设备、下游消费、公用的 ttm 利润占比分别为 29.1%、38.9%、21.1%、10.9%，分别较前值变动了-0.3、+0.1、+0.1、+0.1 个百分点。

2、利润增速来看：5 月上游利润累计同比下滑了 2.2 个百分点至-11.9%，主因有色增速放缓和石化链拖累加深，有色冶炼、有色采选、油气开采分别较前值下滑了 14.7、6.1、3.5 个百分点；中游利润仍正增但增速全线放缓，仪器仪表、专用设备、电气机械、金属制品、交运设备分别较前值下滑了 14.1、6.1、3.8、3.8、3.2 个百分点；下游利润降幅走扩至-1.3%，主要受农副、汽车、纺织、印刷等拖累，汽车利润增速下滑了 6.8 个百分点至-11.9%，亦对应近期车企呼吁“反内卷”、倡导构建新兴产业秩序。

库存周期：工业企业仍有去库压力，关注增量和储备政策

1、5 月名义库存同比小幅下行 0.4 个百分点至 3.5%，但实际库存同比上升 0.2 个百分点至 6.8%。需要指出的是，库存增速仍高于营收增速，因而库销比指标在 2024 年下半年小幅修复后再度高位运行，这与开年以来产销率表现不佳较为吻合。

2、抢出口、抢生产、抢消费补贴，三“抢”共振上半年经济显现较强韧性，但往后看出口仍有不确定性，且第三批消费品以旧换新资金将在 7 月份下达，更加注重“时序性”和“均衡性”原则，对社零拉动将趋缓趋稳、保障全年有序实施。短期来看政策性金融工具可能较快落地，后续仍需推出增量和其他储备政策。

风险提示：政策变化超预期；地缘政治反复超预期；美国经济超预期衰退。

【策略】开源金股，7 月推荐——投资策略专题-20250629

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

策略：震荡区间有望迎来新的边际变化

整体维持震荡区间时期的配置核心思路：DeltaG 消费+自主可控科技+稳定型红利+黄金&军工，着重关注中报

的 Alpha 以及南向资金加速活化下港股的掘金机会。此外震荡区间上轨叠加宏观预期产生波动，建议关注非银、金融科技等领域的走势。

金融工程：基于行业轮动模型的 7 月行业多头

基于行业动力学模型，7 月行业组合为：银行，交通运输，钢铁，环保，非银金融，有色金属，公用事业，通信，社会服务，建筑装饰。

电子：沪电股份（002463.SZ）

公司在企业通讯板领域技术领先且订单充足，有望长期受益于算力行业迭代与 ASIC 加速发展。

电新：大金重工（002487.SZ）

公司作为亚太区唯一向欧洲交付海工产品的供应商，已建立批量化交付体系，受益于高附加值订单与欧洲海风建设加速，量利有望持续提升。

食品饮料：西麦食品（002956.SZ）

聚焦燕麦品类高增，布局大健康细分赛道，叠加原料成本回落释放利润弹性。

非银金融：香港交易所（0388.HK）

港股市场活跃度改善+IPO 回暖有望带动港交所业绩改善，推动估值和业绩双提升。

医药：三生制药（1530.HK）

核心品种持续发力，特比澳、促红素双品牌、益赛普、赛普汀及蔓迪等产品多元化布局，公司后续在研管线多点开花，创新平台打造高价值品种。

商贸零售：上美股份（2145.HK）

618 韩束表现超预期，下半年低基数高增和新品牌推出迎来催化，战略体系调整下，三梯队品牌均有积极变化，看好组织高效运营下的快速成长。

传媒：心动公司（2400.HK）

新游戏有望持续驱动公司业绩增长，TapTap 平台用户与收入增长趋势有望延续。

通信：新易盛（300502.SZ）

公司作为全球光模块龙头，持续提升高速率产品市占率，积极布局硅光、相干光及 800G/1.6T 前沿技术，研发与市场拓展稳步推进，合作基础稳固。

计算机：卓易信息（688258.SH）

全资子公司艾普阳推出 AI+编程的新产品；子公司卓易文化持续关注 RWA 等新趋势。

银行：中信银行（601998.SH）

对公业务韧性较强、零售势能加速释放，构建三大核心能力，推动高质量发展。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

行业公司

【传媒】积极关注 AI 视频/虚拟社交商业化及暑期文娱 IP 消费——行业周报-20250629

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001

快手多模态新模型展现突出视频理解能力，继续布局多模态 AI 应用

6月26日，快手旗下多模态大语言模型 KwaiKeye-VL 正式上线并开源，能深度融合和处理文本、图像、视频等多模态信息，凭借创新的自适应交互机制与动态推理能力，为用户打造更智能、全面的多模态交互新范式，其视频理解能力尤其突出，可将视频内容转化为具体行动方案，例如在试用体验中，可自动解析图像细节、执行图像区域裁剪、放大相关的计算代码以增强感知效果，在短短几秒内给出精准答案，另外还能智能选择思考模式，实现效率与创意兼得。近期字节跳动、快手等不断迭代多模态模型，视频理解及生成能力持续提升，可灵 AI 商业化不断加快，加上 Agent、端侧 AI 的继续突破，或推动视频内容创作、虚拟社交、教育、电商等领域 AI 应用加速渗透及商业化提速，建议继续布局多模态 AI 应用。（1）AI 视频：重点推荐快手-W、上海电影、腾讯控股，受益标的包括阿里巴巴-W、昆仑万维、华策影视；（2）AI 虚拟陪伴：重点推荐盛天网络、网易云音乐，受益标的包括汤姆猫、实丰文化；（3）AI 电商/广告：重点推荐值得买、引力传媒，受益标的包括美图公司、蓝色光标、易点天下；（4）AI 教育/出版：受益标的包括果麦文化、世纪天鸿、盛通股份、南方传媒。

暑期旺季来临，继续布局游戏、动画电影、演唱会、潮玩等 IP 新消费赛道

（1）游戏：6月24日，国家新闻出版署发布6月游戏版号审批信息，147款国产游戏（含移动类145款）和11款进口游戏（含移动类7款）获批准号，其中包括恺英网络《斗罗大陆：魂师大作战》、腾讯《穿越火线：虹》等备受期待的大IP游戏；截至6月，2025年内已下发国产游戏版号757个，其中6月版号发放数量再创月度新高，充足的版号储备为后续游戏公司新品上线排期创造了更高的自由度，买量竞争或更加理性，5月以来《超自然行动组》《杖剑传说》《暴吵萌厨》《伊瑟》等新游良好的表现验证精品游戏需求旺盛，积极关注《解限机》（7.2全球公测）等暑期新品继续上线，供需共振下，游戏行业或步入景气上行周期，板块业绩或持续向好。（2）动画电影：日漫IP电影《名侦探柯南：独眼的残像》《蜡笔小新：大人王国的反击》本周末上映收获良好口碑（豆瓣评分分别7.6/9.1），国漫动画电影《罗小黑战记2》《浪浪山小妖怪》分别将于7.18和8.2上映，值得期待；（3）演唱会/演艺：暑期演唱会、音乐节等活动排期或加密，叠加学生暑假线下娱乐时长增加，或拉动票房、周边收入增长；（4）潮玩：Bilibili漫展、IP授权展、ChinaJoy将于7-8月陆续开展，暑期游戏运营活动加强、新动画电影上映及各类漫展、艺术展布展加密，或拉动相关IP周边、潮玩销售进入旺季。随着暑期文娱消费旺季来临，我们建议积极关注内容新品表现，继续布局IP新消费，游戏板块推荐心动公司、巨人网络、完美世界、恺英网络、吉比特、网易-S、神州泰岳，受益标的包括友谊时光、金山软件；动画电影重点推荐上海电影，受益标的包括中文在线；演唱会/演艺重点推荐锋尚文化，受益标的包括阿里影业、猫眼娱乐；潮玩板块推荐布鲁可、奥飞娱乐，受益标的包括泡泡玛特、量子之歌、广博股份等。

风险提示：AI应用收入、游戏流水、电影票房、潮玩销量等低于预期。

【银行】稳增长与防空转，政策空间关注银行“降成本”效果——央行2025Q2货币政策例会学习-20250629

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 丁黄石（分析师）证书编号：S0790524040004

事件：中国人民银行货币政策委员会2025年第二季度例会于6月23日召开

对经济形势的判断平稳偏乐观，提及物价低位运行问题：总体对经济表述“呈现向好态势，社会信心持续提振”，肯定了阶段性经济修复的效果，但也提及贸易风险和“物价持续低位运行”的问题，下阶段需要“把做强国内大循环摆到更加突出的位置”；货币政策工具的选择：灵活把握政策实施的力度和节奏，未再提及“择机降准降息”。或在“加大货币政策调控强度”的基础上，转为灵活观望，淡化具体工具，视市场情况而定；债券市场：仍然从宏观审慎角度关注长期收益率变化，因此偏低政策节奏的收益率降幅不太可能看到；房地产：从政策托底转向巩固阶段性成果；外汇市场：Q1强调主动干预“坚决纠偏”，Q2仅做风险提示，或反映汇率压力有所缓解。

银行视角理解政策思路：配合宽信用，有效降成本，避免资金空转

银行需维持相对稳定的扩表动能，同时优化结构。会议仍要求“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，我们

预计在“两重”、“两新”等重点领域银行会继续倾斜资源，加大支持力度。同时应在存贷定价和资金使用上提高效率，尤其是防止资金空转。目前，贷款端以国债收益率为基础，通过加点调节，引导银行维持合理定价；存款端在配合挂牌利率批次调整，同步压降自律定价上限，有效降低负债成本。资金难以大幅放松，现阶段银行与企业间的资金空转问题显著改善，银行与同业间空转，尤其是非银的杠杆问题值得关注。二季度资金价格中枢已明显下移，在大行隔夜融出利率低于政策利率背景下，资金进一步宽松空间或有限。下阶段降息的节奏幅度或视银行净息差表现，尤其是降负债成本的效果而定。我们判断 2025 年银行业净息差或呈现“L”型走势，全年为 1.4% 左右，若存款脱媒压力不重，银行负债结构稳定，成本如预期改善，则具备政策落地条件。降准空间减小，银行中长期流动性缺口问题或需要央行买卖国债来改善。若基础货币供给持续以买断式逆回购为主，则客观上银行仍需补充中长期的流动性缺口，买卖国债的可能性提升且期限或适当拉长。银行债券投资策略需适当调整，理解央行利率风险的管控思路。一致预期下的债券投机套利空间有限，平衡非息收入与息差、期限错配的收益与风险关系。

投资建议：低息环境加持稳定红利属性，复苏预期催化估值修复行情

下阶段货币政策仍保持一定灵活度，继续看好经济动能的稳步回升以及银行估值修复。我们认为 2025 年银行经营业绩将基本保持稳定，主要基于资产负债结构优化、息差降幅收窄、零售风险可控、债券流转贡献业绩等几方面考虑，随着下阶段无风险收益率的下行，银行红利属性将获得加持，保险中长期资金、公募低配资金等或将继续推动板块行情持续。受益标的农业银行、招商银行、中信银行、北京银行；顺周期标的推荐苏州银行，受益标的江苏银行、成都银行等。

风险提示：零售客群违约风险大面积扩散，存款脱媒较重导致负债成本难以有效改善，宏观经济复苏进度低于预期等。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（第二十二期）：民用航空法修订案二审，亿航在印尼完成首次无人驾驶载人飞行——行业周报-20250629

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

民用航空法修订案二审，亿航在印尼完成首次无人驾驶载人飞行

（1）政策端：6 月 24 日，民用航空法修订草案提请全国人大常委会会议二次审议，增加规定国家采取措施优化低空空域资源配置。6 月 26 日，《广州开发区（黄埔区）促进低空经济与航空航天高质量发展的若干措施》发布。6 月 25 日，成都市发展改革委等 7 部门制定《成都市加快提升低空飞行能力培育低空经济市场的若干政策措施》。6 月 25 日，重庆黔江高新区管委会印发《重庆黔江高新区低空经济产业高质量发展奖励办法》。（2）项目签约：6 月 25 日，湖北十堰集中签约科比特航空无人机表演及生产项目等 16 个低空经济项目，协议投资金额近 50 亿元，覆盖制造、应用、服务等多个环节。（3）eVTOL 整机：6 月 27 日，在第 14 届中国（广州）国际金融交易·博览会上，广东飞行派科技有限公司朱雀标准版 eVTOL 全球首次亮相。6 月 27 日，亿航智能宣布其 eVTOL 航空器 EH216-S 在印度尼西亚成功完成首次无人驾驶载人飞行，这标志着亿航先进的空中交通解决方案与印尼航空体系的深度融合。6 月 27 日，飞行派科技朱雀标准版 eVTOL 全球首次亮相，续航高达 600 公里。我们认为，低空经济已经迎来从宏观（国家层面产业规划）到中观（各地地方补贴）再到微观（基建主机招标、应用场景打造）的纵向落地，建议关注低空经济后续板块行情，推荐标的卧龙电驱、绿能慧充，受益标的：（1）低空制造：万丰奥威、宗申动力等；（2）低空基建：莱斯信息、深城交等；（3）低空运营：深圳机场、中信海直、祥源文旅、岭南控股、西域旅游等。

本周板块行情：整体表现强势

6 月 23 日-6 月 27 日低空经济 A 股相关标的平均涨跌幅为+7.1%，涨幅前五标的分别为国轩高科（+24.9%）、安凯客车（+18.5%）、星源卓镁（+18.5%）、新晨科技（+15.7%）、绿能慧充（+14.3%）；仅山河智能（-2.2%）下跌。美股方面，Vertical Aerospace（+28.9%）、EveHolding（+27.2%）、Joby Aviation（+10.5%）、亿航智能（+4.8%）、

ArcherAviation (+4.3%)。

广电计量与维新宇航达成战略合作，中旅国际与中国电信达成航线合作

6月24日，广电计量与维新宇航签署战略合作协议。双方将在资源共享、优势互补的基础上，重点推进吨级eVTOL及无人机产品整机及关键系统的检验检测、适航取证等全方位合作。6月23日，星逻智能宣布完成超亿元B+轮融资，深化低空经济与新能源机器人战略布局。6月24日-25日，纵横股份与超图软件签署“低空数字经济制造+服务产业链融合发展”战略合作协议。6月25日，中旅国际与中国电信签署首期“翼起飞”航线合作，首批航线包括深圳至珠海及深圳观光路线，预计7月试运营。

风险提示：产业政策落地速度不及预期，低空应用场景在C端普及不及预期。

【社服】泡泡玛特进军家电传递美好生活，第三方即配龙头乘风而起——行业周报-20250629

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：暑期民航量增价稳，亲子客群仍为出行主力

旅游：根据航班管家，2025年暑运民航整体旅客运输量预计达1.5亿人次，日均240万人次/同比增长5.4%；票价方面，暑运民航经济舱平均票价达946元（不含税），较2019年高出7.6%、较2024年高出16%，逐步恢复正向增长。根据同程，暑运预计将有约600万人首次乘飞机出行，长途/跨境旅行持续向下沉市场渗透。暑期国内、出境游亲子/学生出行占比超5成，欧洲申根地区表现最为亮眼。

IP/茶咖：泡泡玛特进军家电传递美好生活，古茗加码下沉咖啡红利市场

IP+家电：2024年国内市场年度授权商品零售总额为1550.9亿元，同比增长10.7%。被授权行业和授权形式呈多元化发展，其中电子数码占比5.2%，家居家纺占比3.2%。全国家用电器工业信息中心数据显示，2024年国内家电市场零售额8468亿元，同比增长9.0%，其中生活电器占比15.3%。泡泡玛特进军家电行业，在社会上大量招聘家电人才，赋予家电产品从功能价值到情绪价值的跨越。古茗：截至2025年6月，其现磨咖啡已覆盖超7600家门店，强势进入现磨咖啡门店规模Top5。引入咖啡后，门店销售额平均增长10%，咖啡品类占比达15%。同时启动“全场咖啡8.9元”限时活动，从尝鲜到日常，古茗引领下沉市场咖啡赛道的进化与升级。

即时零售：顺丰同城618即配表现亮眼，规模效应下盈利能力稳步提升

头部即时零售平台大促销售战绩亮眼，京东以外卖入局，在高额补贴下，618期间日订单量已突破2500万单。6月23日，淘宝闪购联合饿了么宣布，日订单数突破6000万单。顺丰同城为品牌提供“仓储+转运+同城即时配送”的一体化供应链解决方案。自5月13日“618大促”启动，截至6月22日，顺丰同城即配服务单量同比去年每日增幅都超过50%，高峰期同比增幅翻倍，全渠道订单均显著增长。

从品类看，饮品、商超百货、快餐等品类单量翻倍增长

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（6.23-6.27）社会服务指数+4.61%，跑赢沪深300指数2.66pct，在31个一级行业中排名第8，检测、旅游类领涨；本周（6.23-6.27）港股消费者服务指数+2.50%，跑输恒生指数0.71pct，在30个一级行业中排名第16，旅游、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。

【农林牧渔】2025Q2 猪企利润或仍同比高增，供给收缩宏观催化共振积极配置——行业周报-20250629

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

周观察：2025Q2 猪企利润或仍同比高增，供给收缩宏观催化共振积极配置

供给收缩已至，猪价中枢持续抬升。据涌益咨询，截至 2025 年 6 月 29 日，全国生猪均价 14.74 元/公斤，周环比+0.45 元/公斤，同比-3.17 元/公斤。截至 2025 年 6 月 26 日，涌益样本生猪出栏均重 128.14 公斤/头，周环比-0.14 公斤/头，同比+2.43 公斤/头。2025 年 6 月 10-20 日行业二育占实际销量比重 0.91%，环比有所提升，但仍处相对低位。生猪供给缺口传导已至叠加前期生猪降重出栏，当前市场生猪供给偏紧，6 月末至 7 月初我国降雨量偏多进一步推升猪价。当前猪价基本面与政策面已初步形成共振，2025H2 猪价中枢上移存在多维强支撑。

出栏增长、均重抬升及成本下降或共驱 2025Q2 猪企利润同比保持高增。据涌益咨询，2025Q2 生猪均价 14.55 元/公斤（同比-11.22%），行业生猪养殖成本受饲料价格下行及养殖水平提高下降至 13.38 元/公斤（同比-2.92%，涌益口径），季度生猪出栏均重提升至 128.99 公斤/头（同比+2.42%），预计牧原股份等 12 家核心上市猪企 2025Q2 生猪出栏量合计同比+34.07%。综上，2025Q2 猪价虽同比下行，但出栏增长、均重抬升及成本下降或共驱 2025Q2 猪企利润同比保持高增。我们测算生猪板块 2025Q2 利润或同比+38%。

生猪板块低位投资逻辑边际改善，供给收缩与宏观催化共振，建议积极配置。当前生猪板块仍处相对低位，宏观层面，中美关系缓和预期，国内经济消费修复利多猪价，且年度 CPI 同比+2%目标实现压力或驱动多轮政策出台执行维稳拉升猪价，预计 2026 年生猪供给压力受政策影响同步改善；中观层面，2025Q3 生猪供给缺口传导已至，猪价季度环比上行有支撑；微观层面，龙头猪企出栏增量且持续推进降本增效或穿越周期实现盈利。当前生猪板块处相对低位，供给收缩与宏观催化共振驱动投资逻辑边际改善，建议积极配置。

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（6.20-6.27）：农业跑输大盘 1.11 个百分点

本周上证指数上涨 1.91%，农业指数上涨 0.80%，跑输大盘 1.11 个百分点。子板块来看，渔业板块领涨。个股来看，生物股份（+9.83%）、春雪食品（+9.82%）、西部牧业（+8.34%）领涨。

本周价格跟踪（6.20-6.27）：本周黄羽鸡、对虾、草鱼等农产品价格环比上涨

6 月 27 日全国外三元生猪均价为 14.72 元/kg，较上周上涨 0.50 元/kg；仔猪均价为 31.6 元/kg，较上周下跌 0.25 元/kg；白条肉均价 18.98 元/kg，较上周上涨 0.42 元/kg。6 月 27 日猪料比价为 4.38:1。

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。

【食品饮料】白酒持续探底，新消费标的值得重视——行业周报-20250629

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：白酒关注底部机会，大众品追求成长性

6月23日-6月27日，食品饮料指数跌幅为0.9%，一级子行业排名第28，跑输沪深300约2.8pct，子行业中保健品（+3.6%）、烘焙食品（+2.7%）、调味发酵品（+1.2%）表现相对领先。白酒仍在底部徘徊，虽有新华社发文纠偏各地加码执行禁酒令的现象，但禁酒令的影响仍在持续，中高端白酒消费场景的缺失使得行业需求进一步下移。叠加618电商补贴影响，近期白酒市场价格持续回落。终端出货放缓，渠道库存维持在高位。预计白酒二季度业绩压力加大。基本面角度看行业还在持续探底，短期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，无论是精神消费时代消费者对于情绪价值的追求，还是消费场景重构带来渠道的加速更迭，都需要白酒产业做出相应的调整与变革。而龙头酒企的品牌与渠道仍有较强竞争力，应可率先完成产业转型。从交易层面看，当前白酒估值持续处于低位，且龙头酒企分红率较高，已具备长期投资价值。建议逐步加大对白酒的低位布局，优先考虑山西汾酒、贵州茅台等。

当前传统消费板块普遍承压，部分与新渠道、新品类、新市场相关的细分赛道具有结构性机会。消费分级是近两年快消品行业呈现的明显特征，一方面消费者会持续追求高品质商品；另一方面又不会盲目追求品牌溢价，而是选择高性价比产品。因此以高品质为卖点的山姆会员超市，以及以质价比为核心的零食量贩渠道，成为近年来增速较快的两个领域，能够抓住这两个渠道红利的企业会获得结构性增长的机会。从品类发展的角度，我们看好魔芋及威士忌新品：魔芋品类高景气，市场需求旺盛，产品形态丰富度高，调味多样，品类有充足发展空间，且行业竞争格局较好，龙头彼此竞争尚不激烈；威士忌品类仍处于发展初期，供需两端扩容潜力较大，国产威士忌本土优势较强，具备丰富的品牌运作经验、较强的线下渠道网络和大量年轻消费者基础，发展前景可乐观展望。我们看好具备新消费特征的大众品，建议关注西麦食品、有友食品、万辰集团、百润股份等。

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。

【地产建筑】六部门联合发文支持消费基础设施发行 REITs，中海正式申报公募 REITs——行业周报-20250629

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

六部门联合发文支持消费基础设施发行 REITs，中海正式申报公募 REITs

2025年第26周，中证REITs（收盘）指数为880.9，同比上涨11.83%，环比下跌1.46%；中证REITs全收益指数1109.13，同比上涨18.46%，环比下跌1.38%。本周REITs市场交易规模成交量达5.99亿份，同比增长20.04%；成交额达28.95亿元，同比增长49.92%；区间换手率3.07%，同比下降15.89%。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-1.94%、-0.88%、-1.83%、-1.06%、-2.37%、-0.30%、-1.93%；一月涨跌幅分别为+5.98%、+1.90%、+0.46%、+1.58%、+0.22%、+3.30%、+2.68%。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。

六部门联合发文支持消费基础设施发行 REITs，中金中国绿发商业 REIT 上市

中国人民银行、国家发展改革委、财政部、商务部、金融监管总局、中国证监会等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》提出，支持符合条件的消费基础设施发行基础设施领域不动产投资信托基金。中金中国绿发商业 REIT（基金代码：180606）正式在深圳证券交易所挂牌上市，成为全国公募 REIT 市场的第 68 单产品（消费 REIT 第 9 单）。

一周行情：保障房 REITs 单周下跌 1.94%，单月累计上涨 5.98%

2025 年第 26 周，中证 REITs（收盘）指数为 880.9，同比上涨 11.83%，环比下跌 1.46%，2024 年年初至今累计上涨 16.45%，同期沪深 300 指数累计上涨 14.3%，累计超额收益+2.15%；中证 REITs 全收益指数为 1109.13，同比上涨 18.46%，环比下跌 1.38%，2024 年年初至今累计上涨 28.7%，同期沪深 300 指数累计上涨 14.3%，累计超额收益+14.40%。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-1.94%、-0.88%、-1.83%、-1.06%、-2.37%、-0.30%、-1.93%；一月涨跌幅分别为+5.98%、+1.90%、+0.46%、+1.58%、+0.22%、+3.30%、+2.68%。

一级跟踪：16 只 REITs 基金等待上市，中海正式申报公募 REITs

2025 年第 26 周，共有 16 只 REITs 基金等待上市，本周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申报，华夏中海商业资产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。

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第三期）：固态电解质硫化锂路线进一步明确，QuantumScape 隔膜工艺实现突破——行业周报-20250629

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

固态电解质硫化锂路线进一步明确，QuantumScape 隔膜工艺实现突破

（1）固态电解质：硫化锂路线进一步明确：6 月 25 日，首届“硫化锂与硫化物固态电池论坛”聚焦硫化物固态电池的材料创新、工艺优化及产业化路径。星源材质：6 月 26 日，参股的新源邦已经拥有氧化物电解质百吨级产能和十吨级出货，硫化物电解质预计 2025 年有吨级出货。利元亨：6 月 26 日，目前中标国内某头部企业的第一条硫化物固态电池整线项目，预计 2025Q3 完成交付。赣锋锂业：6 月 25 日，公司表示已形成固态电池全链路布局，覆盖硫化物电解质及原材料、氧化物电解质、金属锂负极等关键环节。（2）高镍、富锂锰正极：6 月 27 日，格林美表示高镍、超高镍以及富锂锰基正极材料，且均有吨级以上产品出货。（3）电解质复合膜：6 月 25 日，QuantumScape 成功将 Cobra 隔膜制造工艺整合进基准电池产品生产中。与上一代工艺相比，热处理速度提高约 25 倍。星源材质：已开发了氧化物复合型和聚合物复合型固态电解质膜。我们认为当前固态电池正逐步从实验室阶段到量产验证阶段发展，预计 2025 年底小批量装车试验，2026-2027 年普遍装车试验，此外，低空、机器人、AI 等新兴应用场景打开固态电池市场空间，产业化落地有望提速。建议关注固态电池板块后续的行情表现，推荐标的宁德时代，受益标的：（1）设备：纳科诺尔、宏工科技、先导智能等；（2）电池：国轩高科、珠海冠宇、普利特、冠盛股份、鹏辉能源等；（3）正极及电解质：厦钨新能、容百科技、海辰药业等；（4）导电剂：天奈科技；（5）电解质复合膜：长阳科技、星源材质、恩捷股份等；（6）硅碳负极：璞泰来、上海洗霸等；（7）金属锂负极：道氏技术、赣锋锂业、天铁科技、英联股份、胜利精密。（8）集流体：远航精密、诺德股份、德福科技、嘉元科技、中一科技等；（9）铝塑膜：紫江企业、海顺新材、明冠新材、道明光学。

本周板块行情：指数上涨+8.3%，电解质复合膜环节领涨

6 月 23 日-6 月 27 日固态电池指数+8.3%，2025 年累计+19.1%，相对沪深 300 指数+19.5%。统计范围内的固态电池相关标的本周平均+10.2%，电解质复合膜环节上涨 17.4%。涨幅前五标的：英联股份（+45.4%）、华盛锂电（+37.3%）、海顺新材（+36.0%）、金龙羽（+34.2%）、诺德股份（+32.4%）；跌幅前五标的：中一科技（-8.1%）、

科恒股份 (-7.8%)、金银河 (-6.6%)、海科新源 (-5.9%)、星云股份 (-2.1%)。

风险提示：技术研发不及预期，产业落地进展不及预期，下游需求不及预期。

【汽车】小米 YU7 正式发布，特斯拉如期推出 Robotaxi——行业周报-20250629

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：多款重磅新车登场，特斯拉 Robotaxi 如期发布

(1) 小米 YU7 正式发布，关注爆款车产业链机遇。小米 YU7 发布，定价标准版/Pro/Max 25.35/27.99/32.99 万元。外观低趴色彩艳丽，优化静谧性，具备强大可拓展能力完美诠释人车家生态，3 分钟大定超 20w，18 小时锁单超 24 万大超预期。近期理想 i8 亦密集曝光，该车为理想首款纯电 SUV，具有长续航、大空间等特点，能够更好地满足家庭用户的需求，有望在 7 月发布。(2) 特斯拉 Robotaxi 临近发布，自动驾驶更进一步。特斯拉 6 月 22 日在北美如期发布 Robotaxi，车型采用 2025 款 ModelY，主驾无人副驾有安全员，价格为 4.20 美元每次，在德州奥斯汀南部区域运行。目前诸多博主进行试驾，行车丝滑，体验优异。Robotaxi 运行意味着特斯拉路线智驾能力已临近 L4，智驾已经临近实现。(3) 汽车产业竞争加剧，打造爆款车、冲击豪华市场有望成为破局之道。国内车企蓬勃发展，主力价格带产品布局日益完善，竞争激烈。一方面打造爆款车型有望维持曝光度降低成本，形成持续竞争优势。另一方面豪华车市场，竞争格局相对较优，相关产品布局的车企有望形成较好的盈利能力，有望成为竞争的破局之道(4) 看好智驾强势主机厂及爆款车产业链标的。整车方面：强产品周期叠加强智驾能力车企有望持续拥有优异销量表现。零部件方面：受益于国产替代及出海，部分公司业绩表现优异并有望延续高增长，建议持续关注。

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】新房成交面积环比增长，多地公积金政策优化——行业周报-20250629

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

核心观点：新房成交面积环比增长，多地公积金政策优化

本周我们跟踪的 68 城新房成交环比增长，同比下降，20 城二手房成交面积环比持平，同比下降。土地成交

面积环比增长，同比增长，溢价率环比上涨。国内信用债发行规模同比下降。杭州土拍市场火热，最新 6 宗住宅用地出让中，上城区 2 宗、萧山区 2 宗、拱墅区和余杭区各 1 宗，总土地出让面积 178983m²，总规划建筑面积 388218.2m²，总起始价 115.85 亿元。最终地块全部溢价 20% 以上成交，有 3 宗地块溢价 50% 以上，6 宗地块共收金 151.15 亿元。2025 年至今销售初步企稳，四月政治局会议提出“持续巩固房地产市场稳定态势”，对地产调节政策成效给予肯定，预计后续针对房地产的政策仍将保持积极温和，预计将有更多积极的财政及货币政策出台，助力行业稳健发展。在积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程，维持行业“看好”评级。

打造安全舒适绿色智慧住宅，多地公积金政策优化

中央层面：住建部：倪虹调研雄安新区四好建设，重点考察启动区住宅新技术应用，包括隔音、保温及反味解决方案，强调运用惠民技术打造安全舒适绿色智慧住宅。

地方层面：济南：住房公积金缴存人购买保障性住房的，可提取个人账户住房公积金支付购房首付款，同时可按规定申请使用住房公积金贷款，最低首付款比例为 15%。天津：天津市调整 2025 年住房公积金缴存额，7 月 1 日起实施，缴存基数调整为 2024 年职工月均工资，缴存比例 5%-12%。

市场端：土地成交面积同比增长，杭州土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025 年第 26 周，全国 68 城商品住宅成交面积 362 万平米，同比下降 37%，环比增加 41%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 6244 万平米，累计同比下降 8%。2025 年第 26 周，全国 20 城二手房成交面积为 212 万平米，同比增速-5%，前值-4%；年初至今累计成交面积 5124 万平米，同比增速+10%，前值+11%。

投资端：2025 年第 26 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2085 万平方米，成交土地规划建筑面积 2318 万平方米，同比增加 1%，成交溢价率为 7.3%。杭州：6 宗住宅用地出让，上城区 2 宗、萧山区 2 宗、拱墅区和余杭区各 1 宗，总土地出让面积 178983m²，总规划建筑面积 388218.2m²，总起始价 115.85 亿元。最终地块全部溢价 20% 以上成交，有 3 宗地块溢价 50% 以上，6 宗地块共收金 151.15 亿元。

融资端：国内信用债发行规模同比减少

2025 年第 26 周，信用债发行 44.9 亿元，同比减少 38%，环比减少 37%，平均加权利率 2.16%，环比增加 18BP。信用债累计发行规模 1751.6 亿元，同比减少 20%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【非银金融】稳定币主题催化券商板块上涨，中报有望延续高景气——行业周报-20250629

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

周观点：稳定币主题催化券商上涨，中报有望延续高景气

6 月交易量持续走高，同时受稳定币主题带动影响，本周券商板块上涨 7.62% 上涨明显。向后展望，交易活跃度较高、债市 2 季度转好、境内外 IPO 环比改善明显，券商中报有望延续高景气，且估值和机构配置仍在低位，继续看好券商板块机会。看好零售、海外和金融科技三条选股主线。

券商：稳定币主题催化券商上涨明显，中报高景气和机构欠配有望支撑行情

(1) 本周日均股基成交额 1.80 万亿，环比+23.1%，交易活跃度明显提升。(2) 6 月 24 日，国泰君安国际公告称获香港证监会批准，将现有证券交易牌照升级为可提供虚拟资产交易服务，以及在提供虚拟资产交易服务的基础上提供意见。牌照升级后，客户可在国泰君安国际平台直接交易加密货币（如比特币、以太坊币等）、稳定币（如泰达币等）等虚拟资产；6 月 27 日，HashKeyChain 宣布，广发证券（香港）已全面接入 HashKeyChain 作为核心链上发行网络，并发行首个每日可申赎代币化证券“GFToken”，高净值个人专业投资者及机构专业投资者均

可参与认购、交易。6月27日，天风证券表示，公司全资子公司天风国际证券与期货有限公司获得香港证监会批准“透过综合帐户安排提供虚拟资产交易服务”。(3) 券商板块估值和机构持仓位于低位，宏观层面稳股市举措延续，交易量同比高增，投行和海外业务环比改善，券商中报有望延续高景气，继续看好板块机会。三条主线：业绩弹性突出的零售券商；受益于港股市场 IPO 扩容和活跃度提升的香港交易所及海外业务优势突出的头部券商；金融科技标的。

保险：5月人身险保费增速同比改善，银行保险业普惠金融高质量方案发布

(1) 金监总局官网披露，2025年1-5月人身险累计原保险保费收入24473亿元，同比+3.72%，较4月累计保费增速1.82%明显提升，预计5月新单销售增速改善。1-5月财产险累计原保险保费收入6129亿元，同比+3.98%，与4月累计增速4.10%接近。(2) 2025年6月26日，国家金监总局、人民银行公布《银行业保险业普惠金融高质量发展实施方案》，上述文件提出：非银行金融机构要发挥各自特色金融功能，更好满足小微企业、民营企业、涉农企业等的金融需求；加强普惠保险体系建设，推进保险公司专业化体制机制建设，丰富普惠保险产品供给。(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。

【建材】房地产市场政策不断加码，关注建材投资机会——行业周报-20250629

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

房地产市场政策不断加码，关注建材投资机会

本周房地产行业政策频出，央行等六部门联合印发意见，提出围绕居住服务等领域创新融资模式。地方层面，广东鼓励各地通过发放购房补贴等支持首次置业居民购房，落实异地公积金贷款等政策。北京就老旧小区改造工程施工现场安全生产管理导则征求意见。山东济南允许公积金支付保障房首付款，儋州第二轮出台商品房团购补贴措施等。伴随宏观政策继续加力，房地产市场将继续向供需平衡发展，核心城市有望率先回稳。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23日至6月27日）建筑材料指数上涨2.41%，沪深300指数上涨1.95%，建筑材料指数跑赢沪深300指数0.46pct。近三个月来，沪深300指数上涨0.88%，建筑材料指数下跌3.79%，建材板块跑输沪深300指数4.67pct。近一年来，沪深300指数上涨13.29%，建筑材料指数上涨7.19%，建材板块跑输沪深300指数6.11pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 6 月 27 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 284.72 元/吨，环比下跌 4.47%；水泥-煤炭价差为 200.22 元/吨，环比下跌 6.24%；全国熟料库容比 69.36%，环比上升 1.27pct。

玻璃：截至 6 月 27 日，全国浮法玻璃现货均价为 1200.53 元/吨，环比上涨 1.53 元/吨，涨幅为 0.13%；光伏玻璃均价为 120.70 元/重量箱，环比下跌 4.30 元/重量箱，跌幅为 3.44%。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 14.07 元/重量箱，环比上涨 1.00%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 6.46 元/重量箱，环比下跌 15.34%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 8.48 元/重量箱，环比下跌 2.87%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 67.81 元/重量箱，环比下跌 5.61%。

玻璃纤维：截至 6 月 27 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 6 月 27 日，原油价格为 70.12 美元/桶，周环比下跌 10.56%，较 2025 年年初下跌 8.61%，同比下跌 19.24%；沥青价格为 4520 元/吨，周环比持平，较 2025 年年初上涨 1.80%，同比持平；丙烯酸价格为 6825 元/吨，周环比上涨 1.87%，较 2025 年年初下跌 12.50%，同比上涨 10.08%；钛白粉价格为 13600 元/吨，周环比持平，较 2025 年年初下跌 4.90%，同比下跌 10.23%。

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。

【化工】草甘膦供需偏紧、价格延续上涨，金属硅价格回暖——行业周报-20250629

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

本周行业观点一：草甘膦库存去化、供需偏紧，本周价格延续上涨

据百川盈孚数据，截至 6 月 26 日，95%草甘膦原粉市场均价为 24798 元/吨，较上周四（6 月 19 日）价格上涨 600 元/吨，涨幅 2.48%。草甘膦供应商多谨慎报价，95%原粉主流成交参考 2.47-2.5 万元/吨，港口 FOB3540-3560 美元/吨；97%原粉主流成交参考 2.55-2.57 万元/吨，港口 FOB3610-3630 美元/吨。制剂市场：200 升装 41%草甘膦水剂上海港提货价 12600 元/千升，港口 FOB1660-1680 美元/千升；200 升装 62%草甘膦水剂上海港提货价 15600 元/吨，港口 FOB2030-2050 美元/吨，75.7%草甘膦颗粒剂上海港提货价 22300 元/吨。供应端，本周华中、华东部分工厂低负荷运行，其余企业维持正常开工，部分主流企业仍有前期订单尚未交付，现货供应依旧略显紧张。需求端，需求表现良好，下游客户询单、采购积极，工厂水剂、颗粒剂订单充足，销售压力不大，供应端保持推涨态度。【推荐标的】兴发集团、扬农化工、和邦生物等。【受益标的】江山股份、新安股份、润丰股份、广信股份等。

本周行业观点二：金属硅减产消息扰动，期现价格回暖

据百川盈孚数据，截至 6 月 26 日，中国标准可交割 553 出厂含税参考价格 7,731 元/吨，较上周上涨 139 元/吨。期货市场：本周受到煤炭价格反弹、大厂减产消息带动，金属硅盘面价格延续坚挺走势，标准仓单库存持续消耗，期货结算价重心上行。现货市场：贸易商采购仍以刚需为主，具体成交有待落实。【推荐标的】合盛硅业、兴发集团等。

本周行业新闻：巴斯夫 VA 解除不可抗力等

【维生素】6 月 24 日，巴斯夫宣布，立即解除其位于德国路德维希港生产基地 VA1000 产品的不可抗力状态。
【钾肥】以色列 ICL 和中印签订 2025 钾肥大合同。

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、云天化、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。

【医药】多款减肥药亮相 2025 ADA，重点关注 AMYR 与 ActRII 靶点——行业周报-20250629

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 汪晋（分析师）证书编号：S0790525060003

多款减肥药亮相 2025ADA，重点关注新靶点与新技术领域

2025ADA 大会上，多个潜在在研管线展示其减重适应症最新临床数据。从技术形式看，减脂增肌、口服药物、超长效药物有望成为未来减肥药布局新方向；从靶点本身看，以礼来的 eloralintide 为代表的 AMYR 靶向药物与 Bimagrumb 为代表的 ActRII 靶向药物展现出优异的临床数据，有望成为下一代布局的核心靶点。

特殊靶点组合疗法：协同机制提升疗效，减脂增肌高质量减重

(1) AMYR 靶向药物：以礼来的 eloralintide 与罗氏的 Petrelintide 为代表的 AMYR 单靶药物整体疗效优异，安全性整体优于 GLP-1；同时，诺和诺德也开发了 GLP-1 与 Amylin 的复方制剂 CagriSema 与双靶多肽药物 Amycretin-NN9487，相较于司美格鲁肽单药减重效果均大幅提升。随着长效化、口服化及多靶点联用技术的成熟，AMYR 有望成为下一代减肥药物的核心靶点。

(2) ActRII 靶向药物：“减脂增肌+代谢修复”有望成为未来减重领域的新标准，与一些特殊靶点的协同联用也有望成为高质量减重下一阶段的发展方向。礼来在 2025ADA 会议上公布其 ActRII 靶向药物 Bimagrumb 治疗减重的 IIb 期临床数据，结果表明 Bimagrumb 单药 100%的减重均来自于脂肪，总瘦体重增加了 2.5%；与司美格鲁肽联用时能够有效协同实现体重降低，92.9%的减重来自脂肪。安全性方面，常见不良反应包括肌肉痉挛、腹泻、痤疮等，整体可控。

口服与超长效药物：减重降糖领域下一个风口，有望打开新增量市场

自礼来口服小分子 Orforglipron 的临床数据公布后，口服药物的关注度持续提升，我们预期将成为减重降糖领域下一个风口，有望打开新的增量市场。长周期给药是另一条差异化竞争路线，安进的双靶点长效制剂 Maridebartcafraglutide 于 2025ADA 大会展示其 4 周给药与 8 周给药详细数据，52 周时，420mgQ4W 与 Q8W(nodoseescalation)较基线体重下降分别约 18.9%/17.7%（安慰剂调整后 16.3%/15.1%），长周期给药间隔依然保持良好的临床疗效。

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：政策落地不及预期、行业整合不及预期、行业竞争格局恶化等。

【通信】阿里夸克算力告急，火山引擎发布全模态模型，坚定看好全球 AI 智算产业链——行业周报-20250629

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

火山引擎发布 HiAgent2.0、Seed1.6-Embedding 登顶多榜单 SOTA

2025 年 6 月 24 日，火山引擎正式发布企业 AI 中台 HiAgent2.0，引入 AgentDevOps 理念，将开发（Dev）、运营/运维（Ops）和测试（Test）等环节紧密结合。HiAgent2.0 定位为企业 AI 中台，提供更多行业场景模板与丰富插件市场；融合多模型管理与模型后训练工具链，实现“模应一体”效果优化；新增智能体运营运维、高低代码混合开发能力，实现智能体的全生命周期管理；发布 Canvas 统一人机交互入口。

2025 年 6 月 24 日，火山引擎发布全模态向量化模型 Seed1.6-Embedding，在权威测评榜单中包揽中文文本、多模态全面任务的 SOTA 成绩，首次实现「文本+图像+视频」混合模态的融合检索，并通过自定义指令能力降低业务落地门槛。团队表示将继续深耕向量化技术。预计 2025 年下半年，用户可在火山方舟体验中心实现可视化体验和全模态检索，VikingDB 向量数据库也将支持全模态数据自动向量化，并开放图文和视频检索开源项目，助力企业和开发者快速集成到业务场景。

夸克成高考志愿热门应用，算力需求凸显

2025 年截至 6 月 25 日 15:15，夸克系统已累计生成超 300 万份志愿报告，当前的排队情况主要由于多个省份集中出分，用户需求在短时间内集中增长。夸克作为当前国内唯一可生成专家级志愿报告的 AI 应用，阿里巴巴已预先调配了比 2024 年多 100 倍的算力资源支持夸克，但在河南、湖北、山东等高考大省出分时，算力需求突出。

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：新意网集团、英维克、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

【计算机】重视稳定币和 AI 两大产业趋势——行业周报-20250629

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（2025.6.23-2025.6.27），沪深 300 指数上涨 1.95%，计算机指数上涨 8.09%。

周观点：重视稳定币和 AI 两大产业趋势

稳定币政策加快推出，持续看好全球产业趋势

6月24日，韩国央行高级副行长表示，希望逐步引入以韩元计价的稳定币，最初试点发行机构应该是那些受到严格监管的商业银行，然后再逐步扩展到非银行部门。6月26日，中国香港特区政府发表《香港数字资产发展政策宣言 2.0》，重申特区政府致力于将香港打造成数字资产领域的全球创新中心，《政策宣言 2.0》对稳定币进行了大篇幅的介绍，提出支持稳定币及其他代币化项目，包括探讨以稳定币作支付工具。据路透社，欧盟委员会或将发布指引，明确持有欧盟牌照的公司发行的稳定币可与其非欧盟实体发行的同类代币互换，相关规定将在 MiCA 框架下实施。此前6月17日，美国参议院通过《指导与建立美国稳定币国家创新法案》。我们看好全球范围内稳定币监管政策密集发布，有望加快稳定币产业持续健康发展。

大模型军备竞赛持续演绎，有望加速 AI 应用繁荣

6月27日，腾讯混元发布首个开源的混合推理 MoE 模型 Hunyuan-A13B，总参数 80B，激活参数仅 13B，效果比肩同等架构领先开源模型，但是推理速度更快，性价比更高。同日阿里推出多模态统一理解与生成模型 QwenVLo，在原始多模态理解与生成能力上进行了全面升级，显著增强了对图像内容的理解深度，并在此基础上实现了更加准确和一致的生成效果。马斯克官宣将于7月4日后发布 Grok4。中美巨头大模型军备竞赛加速，有望促进 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。

【化工】磷矿石景气高位维稳，磷化工产品格局持续优化，看好矿化一体企业长景气与高分红共振——行业深度报告-20250629

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

磷化工：磷矿石景气高位维稳，看好矿化一体企业长景气与高分红共振

本篇报告是我们继《磷化工行业深度报告：磷矿资源投放收紧助力价格中枢抬升，磷化工产品格局有望持续优化》（2024.5.15）之后的第二篇磷化工行业深度报告。2024 年以来磷矿石价格高位坚挺运行，下游磷铵、饲料等产品格局有序优化，云天化、川恒股份、芭田股份、新洋丰等磷化工上市公司经营业绩表现亮眼，分红比例可观。我们仍坚持前期观点：磷矿采选壁垒提升、磷石膏处理难度高或导致磷矿石供给增量低于预期，价格中枢有望保持高位；下游磷化工产品格局持续优化助力企业保持经营稳健，加上多数企业收敛磷酸铁等资本开支，在经营业绩稳健、经营性现金流充足基础上，企业现金分红动力进一步提升，我们看好“采、选、加”一体化的磷化工企业壁垒稳固，长景气与高分红共振。【推荐标的】兴发集团、云图控股等。【受益标的】云天化、川恒股份、芭田股份、新洋丰、史丹利、湖北宜化、川发龙蟒等。

资源端：预计 2025-2026 年磷矿石新增供给有限，高景气有望持续

储量：据 USGS 数据，2024 年中国磷矿石储量约 37 亿吨（同比减少 1 亿吨，降幅 2.6%），占比 5.0%。产量：据国家统计局数据，2024 年，国内磷矿石产量 11,352 万吨，同比增加 822 万吨，增幅 7.8%；2025 年 1-5 月，国内磷矿石产量 4,731 万吨，同比+15.0%。价格：2024 年以来，国内各主产区磷矿石价格高位震荡维稳。新增供给：据百川盈孚数据，截至 2024 年末，国内磷矿石设计产能 19,447 万吨/年，有效产能 11,916 万吨/年，2025-2027 年规划新增产能合计 5,895 万吨/年，其中 2025-2027 年分别规划新增磷矿石产能 2,285、3,030、580 万吨/年，我们测算得到 2025-2027 年国内磷矿石产量为 12,038、13,633、15,173 万吨。

产品端：磷铵、饲料行业供给优化，湿法磷酸持续投产、需求占比稳提升

磷铵：磷肥对磷矿石需求占比保持在 60%左右，行业新增产能受限，我们统计目前国内磷酸二铵、农业磷酸一铵、工业磷酸一铵 CR5 产能占比为 71%、30%、44%，2024 年以来国外磷铵价格、价差高于国内。磷酸：“磷矿石-黄磷/（湿法）磷酸-磷酸铁”产业链有序扩容带动磷酸需求量高增，国内湿法磷酸产能持续扩张，其副产物磷石膏的无害化、资源化利用已成为影响磷化工企业发展的关键环节。饲料级磷酸盐：2025 年 6 月，川发龙蟒完成收购天宝动物，助力行业供给格局优化。

磷矿石供需对接：看好供需格局持续优化助力磷矿石价格中枢保持高位

我们测算 2025-2027 年国内磷矿石表观消费量（需求量）预计分别为 11,833、12,307、12,504 万吨，对应得到 2025-2027 年国内磷矿石需求量/磷矿石产量分别为 98.3%、90.3%、82.4%，预计 2025 年国内磷矿石供需仍偏紧，2026-2027 年供需趋于宽松，看好供需格局持续优化助力磷矿石价格中枢保持高位。

风险提示：政策执行不及预期、安全环保生产、产品价格大幅波动等。

【家电：影石创新(688775.SH)】全景智能影像设备龙头，技术护航+产品创新驱动成长——公司首次覆盖报告-20250627

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 骆扬（分析师）证书编号：S0790525050002

全景智能影像设备龙头，产品持续迭代升级未来可期，维持“买入”评级

公司为全球智能影像设备龙头，2015 年成立于深圳，通过自研全景技术、防抖技术、AI 影像处理技术，主要发力于全景相机和运动相机领域。2018-2024 年，公司营业收入 CAGR 约 66.9%、归母净利润 CAGR 约 94.7%，在 Insta360ONEX/GO/Ace 等系列产品持续迭代更新下，公司规模得以快速扩张。我们认为在小型智能化影像设备应用场景不断延伸趋势下，公司凭借深厚研发技术功底及龙头品牌优势，有望承接行业东风、稳固市场领先地位获得快速发展。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 12.01/16.62/23.04 亿元，对应 EPS 为 3.00/4.14/5.75 元，当前股价对应 PE 分别为 56.4/40.8/29.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

智能化影像市场需求旺盛，公司以产品创新巩固市场领先地位

全景相机及运动相机同属于智能化影像市场，分市场看（1）全景相机：2023 年全球市场规模为 50.3 亿元，2017-2023 市场规模 CAGR 为 12.3%，随着全景相机在户外运动、远程医疗、智慧城市等专业领域中不断渗透，未来市场规模有望进一步扩大。（2）运动相机：广大全球户外运动爱好者为运动相机市场的坚实基本盘，行业驱动力主要为全球户外运动及社交网络视频普及，2023 年全球市场规模为 314.4 亿元，2017-2023 市场规模 CAGR 为 14.5%。影石创新产品以“全景+运动”融合形成差异化定位，开创“全景运动相机”新品类，并以“先拍摄后取景”的颠覆性体验，解决了传统全景运动相机构图难、后期门槛高的痛点，截至目前公司已连续 7 年登顶全球全景相机市场，运动相机市场保持市场率前三地位。同时公司以智能化算法构建技术护城河，形成全景相机与运动相机产品在极限运动、VR 会议、亲子互动等多场景持续渗透。

高研发投入构筑专利壁垒，线下+线上营销增强品牌声量

(1) 研发端：截至 2024 年 12 月，公司研发团队规模达 1,367 人（占比 57.68%），同时公司研发投入持续加码，年均研发费用率保持 12%+。截至 2024 年 12 月，公司已获境内外授权专利 900 项，覆盖全景图像拼接、AI 影像处理、防抖算法等核心技术领域，构筑充足专利壁垒。(2) 营销端：公司以开设产品试用区方式，通过线下体验强化用户对全景拍摄技术和公司品牌的认知教育，同时配合线上 PGC-UGU 内容产出两步走策略，已打造出持续上涨的品牌声量。

风险提示：产品更新迭代不及预期；外贸政策收紧；原材料价格上涨等。

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