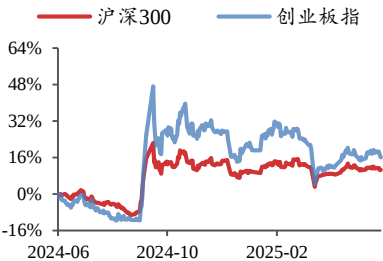


2025 年 06 月 23 日

开源晨会 0623

——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(%)
交通运输	0.884
食品饮料	0.734
银行	0.687
非银金融	0.539
建筑材料	0.315

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	-1.910
计算机	-1.790
石油石化	-1.706
国防军工	-1.299
社会服务	-1.187

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】科技与民生类支出提速——5 月财政数据点评-20250620

【策略】箱体震荡的突破契机，及当下的配置思路——投资策略周报-20250621

【金融工程】稀土产业板块的资金行为监测——金融工程定期-20250620

行业公司

【商贸零售】618 电商高质增长，强品牌龙头及新锐功效品牌突围——行业周报-20250622

【地产建筑】新房二手房成交面积环比增长，西安公积金直付新房首付款——行业周报-20250622

【计算机】跨境通上线，重视跨境支付机会——行业点评报告-20250622

【计算机】持续看好稳定币和 AI 应用投资机会——行业周报-20250622

【食品饮料】“禁酒令”纠偏催化反弹，重视板块底部机会——行业周报-20250622

【地产建筑】全国首批数据中心 REITs 注册通过，保障房 REITs 表现持续优异——行业周报-20250622

【化工】制冷剂商业模型逐渐定型，行情演绎不断验证，向上趋势延续——氟化工行业周报-20250622

【非银金融】规范分红险分红水平，券商分类评价新规突出功能性——行业周报-20250622

【非银金融】重视功能性，优化指标加分项，券商马太效应延续——券商分类评价新规点评-20250622

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第二期）：铁基集流体是固态电池新技术方向，固态电池设备密集交付——行业周报-20250622

【建材】房地产市场边际改善，关注建材投资机会——行业周报-20250622

【医药】关注高质量减重赛道近期积极进展——行业周报-20250622

【农林牧渔】供给收缩已至支撑猪价上行，618 宠物食品龙头表现亮眼——行业周报-20250622

【通信】首批 IDC REITs 获批，Marvell 上调 2028 年 AIDC 规模预期，全球 AIDC 迎共振——行业周报-20250622

【化工】硫化锂为固态电池电解质主流量产趋势，瓶片宣布联合减产后价格有所上扬——化工行业周报-20250622

【通信】政策奖励游戏企业应用 AI，或提升 AIDC 算力需求——行业点评报告-20250620

【医药】MNC 加速布局减重降糖千亿美金赛道，开启 BD 黄金窗口期——行业深度报告-20250619

【商贸零售：周大福(01929.HK)】产品结构持续优化，同店销售降幅收窄——港股公司信息更新报告-20250620

研报摘要

总量研究

【宏观经济】科技与民生类支出提速——5月财政数据点评-20250620

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

事件：5月，全国一般公共预算收入16007亿元，全国一般公共预算支出19372亿元。政府性基金预算收入2897亿元，政府性基金预算支出5989亿元。

财政收支增速放缓，支出加大科技民生投入

1、5月公共财政收入增速放缓。5月狭义财政收入16007亿元，同比增长0.13%，增速较前值下滑1.76个百分点。1-5月公共财政收入累计同比下滑0.3%，降幅基本持平前值。从结构看，税收收入增长遇阻，非税收入增速继续走低。5月税收收入降速，同比增长0.6%（前值1.9%），截至5月税收较去年累计下降1.6%，与全年+3.7%的目标仍有差距。非税收入增速由正转负，同比下滑2.2%（前值为+1.7%），相比税收收入，非税收入降幅相对更大。主要税种中个人所得税、增值税保持高增，消费税和企业所得税基本持平去年。个税和企业所得税之间出现分化，个税收入同比增长12%、企业所得税基本为零增长。个税收入高增或与2024年基数持续偏低、征税范围扩大有关。企业所得税增速延续回落，部分外贸企业营收仍受对等关税影响。国内增值税同比增长6%，增速较上月边际改善，5月以旧换新持续拉动消费，同时工业生产维持较高增速，对增值税有正向贡献。其他税种方面，房产税、外贸企业出口退税高增，车辆购置税延续走弱。房产税同比增长9.5%，出口退税增长7.3%，对冲关税影响。5月关税同比由负转正，回升7个百分点。5月中美新关税实施，关税收入在更高税率下显著增长。

2、财政支出节奏小幅放缓，结构分化。5月公共财政支出19372亿元，同比增长2.6%（前值5.8%），支出边际放缓。前5月累计支出增长4.2%，仍高于全年目标增速。从全年进度看，截至5月狭义支出完成全年的38%，持平2023-2024年同期进度。支出结构分化加重，科技消费和民生投入加快、基建领域支出放缓。5月科学技术支出同比增长20%，增速提升15个百分点；同时文体传媒支出提升15个百分点至16%；社保和就业支出同比增长11%，教育类支出增长3.5%。而基建类支出增速均走弱，农林水事务、城乡社区事务支出分别同比下降11.5%（较前值下滑5个百分点）、8.4%（下滑15个百分点），交通运输支出同比下降3%（增速下滑14个百分点）。

卖地收入转弱，政府性基金支出节奏放缓

1、卖地收入再度转弱。5月全国政府性基金收入2897亿元，同比下降8.2%，增速较前值下滑16个百分点。地方国有土地出让金收入同比下滑15%（前值为+4.3%），4月卖地收入的回暖未能持续到5月，拖累政府性基金收入。前5月政府性基金收入同比下滑6.9%。2、政府性基金支出增速边际下滑。5月政府性基金支出5989亿元，同比增长8.8%（上月增长45%），增速边际放缓但仍较为可观。4月专项债发行阶段性放缓，考虑到形成支出的时滞，5月政府性支出增速小幅回落。而5月政府债券发行提速，专项债比4月多发行2130亿元，特别国债共计发行4720亿（其中超长期特别国债2420亿），二者总计比2024年同期多发行3968亿元。截至5月，政府性基金支出进度约为全年目标的25.7%，依旧高于2024年同期。1-5月共计发行新增专项债1.63万亿元，较2024年多发行4728亿元，全年新增专项债额度多出2024年5000亿，因此6-12月专项债发行规模应与去年基本持平，节奏上尽量靠前发行。超长期特别国债或将匀速发行，政府债券资金使用支撑广义财政支出。

5月财政收支节奏边际放缓，支出更为侧重科技、消费与民生，三季度政府债券或继续平稳发行，资金支持仍有后盾。我们认为，关税扰动下后续经济可能承压，财政再加码可期。加码方式可能为以新型政策性金融工具为主的“准财政”。

风险提示：经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

【策略】箱体震荡的突破契机，及当下的配置思路——投资策略周报-20250621

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

5月以来A股窄幅震荡的原因和未来突破箱体的可能催化

自5月至今，上证指数已经在3300-3400的区间内窄幅波动接近2个月的时间，宽基指数的波动率非常低。我们在5月5日发布的中期策略展望当中便强调过造成本次窄幅波动的DDM背景：（1）上有顶：盈利尚在磨底——盈利底不早于3季度末到来，且预计本轮盈利周期的弹性不大，所以即便即将看到盈利底也不一定会有很强的股市弹性。（2）下有底：估值构成支撑——政府部门支撑宽信用（居民部门和企业部门信用尚未扩张）；风险偏好则由并不激进的稳增长政策+以“国家队”为代表的“稳市组合拳”来支撑。

基于“上有顶下有底”的DDM框架背景，市场呈现了窄幅震荡，我们预计这样的震荡形势或将至少持续至7月政治局会议。后续突破箱体震荡需要分子或者分母端的新催化：要不是盈利端的更强的积极信号，要不就是政策端或海外端有强积极信号。目前来看类似的催化尚未出现，需要随时跟踪。

今年没有普遍意义上的大类风格占优以及快速的轮动

当我们仔细看今年以来领涨的30个细分二级行业，发现消费、成长、金融、周期均有出现，其中领涨行业以消费、成长板块居多，但非常分散。这违背了很多投资者的直觉认识：实际上今年以来并没有任何一个风格出现整体性的强势beta行情。这背后的原因来自于三个因素的综合：（1）盈利仍在下行通道中，且即便盈利底到达本轮盈利上行弹性预计也不会大。（2）每一个风格均存在一定的亮点同时也存在缺陷。（3）海外不确定性持续发酵：地缘事件频发（巴以、俄乌、伊以）、美国对等关税后的各类谈判、美联储降息的持续不确定性。

窄幅震荡下的配置思路：DeltaG消费+自主可控科技+稳定型红利+黄金

当下的配置核心思路：

- （1）每个大类都要下沉到更细分的板块，避免单一板块过度集中；
- （2）要沿着“地缘风险溢价”线索，追求预期差最大的方向和国内确定性的方向；
- （3）具体来看，需要配置：DeltaG消费+自主可控科技+稳定型红利+黄金——

消费思路：关注DeltaG线索下的服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、一般零售、个护用品、食品、饮料乳品、风味发酵品II、新零售及黑色家电。

科技思路：关注自主可控+军工：AI+、机器人、半导体、信创、军工（导弹、无人机、卫星）。

红利思路：基于需求尚未出现拐点，关注稳定型红利（即银行、公共事业）。

黄金：黄金和军工成为大变局下两大长期战略配置资产。我们认为3季度初将会是下一个最佳的黄金配置时点，原因是4大要素的合击：一是美国10万亿国债到期；二是中美谈判将进入深水区；三是美国降息预期的恶化到了极限；四是中国央行购金速度或将恢复。

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

【金融工程】稀土产业板块的资金行为监测——金融工程定期-20250620

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 王志豪（分析师）证书编号：S0790522070003

放量上涨的稀土产业指数

在当下复杂多变的全球贸易环境下，稀土作为支撑高端制造、新能源与国防科技的关键原材料，因其至关重要的战略地位和产业关联性，已成为市场瞩目的焦点。中证稀土产业指数（930598.CSI），由业务范围涵盖稀土

产业的 A 股上市公司构成，成分股数量目前为 42 只。我们对稀土产业板块的资金行为进行全方位监测。

稀土产业指数（930598.CSI）在 2025 年以来涨幅 18.06%，4 月 7 日以来涨幅 10.09%，广受市场资金关注。

稀土产业板块资金动向

公募实时持仓：我们基于基金净值、持仓披露、调研行为等市场公开信息，对公募基金持仓进行了实时测算。测算结果显示，公募基金对稀土产业板块配置仓位处于 2018 年以来历史低位水平；

ETF 资金持仓：A 股指数投资的大时代正在到来。近年来，指数投资产品呈现供需两旺的繁荣气象，2025 年一季度末公募 ETF 基金总规模已突破 3.7 万亿元。测算结果显示，ETF 资金持仓占稀土产业板块股票市值比例处于历史高位水平；

两融余额动向：融资余额是指在融资融券交易中未偿还的融资总金额。一般认为，融资余额的增加，意味着投资者看多后市。测算结果显示：稀土产业板块融资余额 2025 年以来保持稳定，融券处于较低水平。

稀土产业成分股资金行为解析

机构调研：2025 年以来，卧龙电驱、金力永磁、盛和资源等调研次数最多；

雪球大 V：6 月 1 日以来，广晟有色、中国稀土、科恒股份等受到关注最高；

主力资金：6 月 1 日以来，领益智造、广晟有色、中国铝业等买入最多；

龙虎榜：6 月 1 日以来，英洛华、科恒股份、九菱科技等曾出现在龙虎榜；

高频股东户数：卧龙电驱、华宏科技、云路股份等股东户数增幅最高。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

行业公司

【商贸零售】618 电商高质增长，强品牌龙头及新锐功效品牌突围——行业周报-20250622

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

618 大促电商高质量增长，强品牌力美妆龙头和新锐功效品牌脱颖而出

本周 618 大促收官，整体周期达到历年最长。根据星图数据，此次 618 购物节综合电商销售总额为 8556 亿元（同比增长 15.2%）。各电商平台以“官方立减”替代“复杂满减”，保障价格力的同时，有助于回归消费者真实需求，提高大促增长质量。美妆大盘方面，根据青眼情报数据，618 全周期四大平台（淘系、抖音、京东、快手）的美妆类目总 GMV 达 659.09 亿元（同比增长超 10%）。国际品牌方面，国际高端大牌有所回暖，兰蔻、欧莱雅、雅诗兰黛、赫莲娜等均在天猫、抖音平台稳居前列，TOP10 榜单国际品牌份额提升，国际大牌的增长得益于强大的品牌效应和对达播的加大投入，在平台以质量考核为核心下，国际高端美妆显示出稳定的增长韧性。国货品牌方面，珀莱雅和韩束分别稳居天猫及抖音美妆第一，天猫平台毛戈平增长超 70%，双妹增长超 300%，功效护肤新锐绽媧同比增长超 900%；抖音平台彩妆类目毛戈平、彩棠排名大幅提升。整体而言，强品牌力的美妆龙头和新锐功效品牌在此次 618 大促中脱颖而出。

行业关键词：七鲜美食、橘宜集团、天猫 618、润辉生物、水果闪电仓等

【水果闪电仓】美团闪购启动水果闪电仓招商，要求果切类商品占比过半。

【七鲜美食】全国首家七鲜美食 MALL 正式开业。

【橘宜集团】橘宜集团收购科学护肤品牌百植萃。

【天猫 618】天猫 618 真实 GMV 增长 10%，三年来最大幅度增长。

【润辉生物】润辉生物首款Ⅲ类“水光针”获 NMPA 受理。

板块行情回顾

本周（6 月 16 日-6 月 20 日），商贸零售指数报收 2062.20 点，下跌 2.75%，跑输上证综指（本周下跌 0.51%）2.24 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 24 位。零售各细分板块中，本周商业物业经营板块涨幅最大，2025 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周浙江东日（+48.2%）、翠微股份（+5.8%）、友阿股份（+3.9%）涨幅靠前。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

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

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

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

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

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。_x000c_x000c_

【地产建筑】新房二手房成交面积环比增长，西安公积金直付新房首付款——行业周报-20250622

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：新房二手房成交面积环比增长，西安公积金直付新房首付款

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增长，同比下降。土地成交面积环比增长，同比下降，溢价率环比上涨。本周西安市住房和城乡建设局等多部门联合印发《西安市关于促进房地产市场平稳健康发展的若干措施》，降低购房门槛，允许公积金直接支付新房首付款，首付比例和贷款利率同步下调。上海 2025 年五批次土拍收官，共收金 212.57 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。

构建房地产发展新模式，西安公积金直付新房首付款

中央层面：国家统计局：国家统计局发言人付凌晖表示，将推动城市更新和危旧房改造，加大好房子供应力度，以释放刚性和改善性住房需求，构建房地产发展新模式。

地方层面：西安：西安市住房和城乡建设局等多部门联合印发《西安市关于促进房地产市场平稳健康发展的若干措施》，降低购房门槛：允许公积金直接支付新房首付款，首付比例和贷款利率同步下调。

市场端：土地成交面积环比增长，上海土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025 年第 25 周，全国 68 城商品住宅成交面积 248 万平米，同比下降 23%，环比

增加 7%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 5875 万平米，累计同比下降 6%。2025 年第 25 周，全国 20 城二手房成交面积为 209 万平米，同比增速-5%，前值+19%；年初至今累计成交面积 4910 万平米，同比增速+11%，前值+12%

投资端：2025 年第 25 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2336 万平方米，成交土地规划建筑面积 2071 万平方米，同比下降 3%，成交溢价率为 1.5%。上海：上海 2025 年五批次土拍收官，联发集团溢价 41.68% 竞得浦东新区曹路多用途组合用地，五批次 6 宗地块全部成功，共收金 212.57 亿元。杭州：杭州迎来 1 宗住宅用地出让，总价 3.3 亿元竞得，成交楼面价 9645 元/m²，溢价率 1.53%。

融资端：国内信用债发行规模同比增长

2025 年第 25 周，信用债发行 78.8 亿元，同比增加 126%，环比减少 25%，平均加权利率 1.99%，环比减少 49BP。信用债累计发行规模 1787.5 亿元，同比减少 16%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【计算机】跨境通上线，重视跨境支付机会——行业点评报告-20250622

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

跨境支付通正式上线，内地与香港金融基础设施成功实现互联互通

6 月 20 日上午，中国人民银行与香港金融管理局联合举办内地与香港快速支付系统互联互通启动仪式。6 月 22 日，跨境支付通正式上线，全国首笔跨境支付通内地居民南向、港人北向汇款业务落地深圳，标志着内地与香港快速支付系统已实现互联互通，两地居民可实时办理跨境汇款。跨境支付通的推出，有利于提升两地跨境支付效率和服务水平，便利两地经贸活动和人员往来，巩固和提升香港国际金融中心地位。

稳定币有望成为全球跨境支付的重要方式

稳定币相对传统跨境支付体系具有高效、低成本、透明等优势。时效性上，现有的银行跨境汇款通常需要长达 5 个工作日才能结算，其中基于跨境银行间通信系统的数字支付，大约 30% 的汇款需要一天以上的时间才能完成；基于区块链的跨境支付，100% 的交易都会在不到 1 小时内完成。成本上，根据世界银行的数据，2024 年第一季度传统模式下跨境汇款的平均成本率为 6.35%，一些地区还在 7% 以上；但通过 Solana 等高性能区块链发送稳定币的平均成本约为 0.00025 美元，币安支付（BinancePay）等进行无边界的点对点稳定币转账费用更低，在转账金额超过 14 万 USDT 时，收取 1 美元的费用。德意志银行最新研报显示，稳定币正以惊人速度进入主流支付系统，市场交易量已突破 28 万亿美元，超过 Visa（维萨卡）和 Mastercard（万事达），未来稳定币有望成为全球跨境支付的重要方式。

全球跨境支付规模持续扩大，稳定币及 RWA 空间广阔

全球跨境支付规模保持持续增长，根据亿欧智库数据，2024 年全球跨境支付交易额达到 194.6 万亿美元，相较于 2023 年保持平稳增长，而预计到 2032 年全球跨境支付交易额有望保持 6.4% 的 CAGR 成长至 320 万亿美元，未来在跨境支付场景稳定币具有广阔的发展空间。

投资建议：

内地与香港跨境支付通正式上线，有利于提升两地跨境支付效率和服务水平；长期来看，稳定币也有望成为全球跨境支付的重要方式。随着全球跨境支付规模持续扩大，稳定币及 RWA 空间广阔，推荐朗新集团、博彦科技、卓易信息，受益标的包括连连数字、联易融科技、新国都、新大陆、拉卡拉、恒生电子、金桥信息、京北方、雄帝科技、四方精创、众安在线、高伟达、优博讯、天阳科技、信安世纪、中国光大控股、OSL 集团、协鑫能科、金证股份等。

风险提示：基础制度不完善；稳定币监管体系不完善风险。

【计算机】持续看好稳定币和 AI 应用投资机会——行业周报-20250622

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（2025.6.16-2025.6.20），沪深 300 指数下跌 0.45%，计算机指数下跌 1.83%。

周观点：持续看好稳定币和 AI 应用投资机会

美国参议院通过稳定币法案，Circle 股价持续攀升

当地时间 6 月 17 日，美国参议院以 68 票赞成、30 票反对的表决结果通过了《指导与建立美国稳定币国家创新法案》，标志着美国稳定币监管立法迈出实质性一步。除美国外，欧盟已率先通过《加密资产市场法规》，为稳定币设立统一标准；英国金融行为监管局（FCA）也正在征求公众意见，关注稳定币与指定资产的价值挂钩机制。此前 5 月 30 日，中国香港特别行政区政府在宪报上刊登《稳定币条例》，意味着《稳定币条例》正式成为法例，《稳定币条例》将于 2025 年 8 月 1 日正式生效。全球监管政策逐渐完善，有望推动稳定币产业合规稳健发展。

全球“稳定币第一股”Circle 上市后股价持续攀升，彰显资本市场对稳定币市场前景的信心，建议重视政策催化不断的稳定币产业投资机遇。

中美共振，AI 应用商业化加速

2025 年 6 月，OpenAI 宣布 ARR 达到 100 亿美元，同比实现近翻倍增长。6 月初 AI 编程工具 Cursor 宣布 ARR 实现 5 亿美元。快手官网宣布可灵 AI 一季度营业收入超过 1.5 亿元，3 月 ARR 已突破 1 亿美金，4 月和 5 月的月度付费金额连续在突破 1 亿，营收增速和营收水平平均位居全球视频生成大模型产品和独立 AI 产品前列。中美巨头 AI 商业化进展积极，看好 AI 应用星辰大海。

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。

【食品饮料】“禁酒令”纠偏催化反弹，重视板块底部机会——行业周报-20250622

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：白酒重视底部机会，5 月社零数据稳步上行

6 月 16 日-6 月 20 日，食品饮料指数跌幅为 0.1%，一级子行业排名第 4，跑赢沪深 300 约 0.3pct，子行业中啤酒（+1.9%）、白酒（+1.1%）、其他食品（+0.0%）表现相对领先。5 月禁酒令出台后，政务系统整治违规吃喝执请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

行力度严格，白酒需求以及板块资金情绪受影响较大，股价持续回调。本周官媒发声纠偏，强调“禁止违规吃喝，不是吃喝都违规”，受此催化白酒板块略有反弹。白酒需求近年来持续下滑，价格也不断回落，供需矛盾形成较高社会库存。我们认为禁酒令政策虽进一步压缩行业需求，但也利于酒企主动降低增长目标，加速产业库存去化，加速行业出清，基本面底部渐行渐近。而且禁酒令纠偏，会使得此前被“误伤”的白酒需求得以缓慢恢复，为后续行业健康发展提供助力支持。年内看白酒动销端以及报表端可能会继续承压，但已在市场预期之内，中长期展望还需宏观经济预期的变化。当前白酒板块估值进一步收缩，从分红与股息率角度已具备长期投资价值，建议逐步加大对板块的布局，优先考虑山西汾酒、贵州茅台等。

统计局公布 2025 年 5 月社零数据，5 月社零总额同比+6.4%，增速环比 4 月回升 1.3pct，主要系“618”活动提前开启及“以旧换新”政策效果持续。细分子行业中，2025 年 5 月粮油食品类、饮料类、烟酒类同比分别+14.6%、+0.1%、+11.2%，增速环比 4 月分别+0.6pct、-2.8pct、+7.2pct，粮油食品作为必选消费增速稳中有升，烟酒类增速回升明显，预计与同期低基数以及大众餐饮、宴席场景恢复有关。中长期来看宏观经济环境将呈现改善趋势，居民收入和消费意愿有望改善，食品饮料板块有望受益。细分板块看，白酒行业目前仍处于逐步筑底阶段，后续随着估值低位和股息率提升，作为低配板块有望迎来资金关注。大众品建议积极关注新消费板块标的，一方面看好具有新渠道、新品类或新市场扩张的逻辑，主要是零食以及部分小食品公司，推荐西麦食品、盐津铺子、万辰集团；另一方面看好具备“悦己消费”、提供“情绪价值”的产品逐渐起量，推荐关注百润股份。

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】全国首批数据中心 REITs 注册通过，保障房 REITs 表现持续优异——行业周报-20250622

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

全国首批数据中心 REITs 注册通过，保障房 REITs 表现持续优异

2025 年第 24 周，中证 REITs（收盘）指数为 893.99，同比上涨 12.93%，环比上涨 0.87%；中证 REITs 全收益指数 1124.63，同比上涨 20.46%，环比上涨 0.88%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 5.9 亿份，同比增长 27.43%；成交额达 28.44 亿元，同比增长 42.06%；区间换手率 3.01%，同比下降 11.73%。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+5.32%、+1.32%、-0.60%、+0.94%、+2.20%、+0.84%、+2.25%；一月涨跌幅分别为+8.21%、+2.36%、+2.08%、+1.16%、+2.41%、+4.44%、+4.05%。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。

全国首批数据中心 REITs 注册通过，两单 5A 景区启动公募 REITs 招投标

南方润泽科技数据中心封闭式基础设施证券投资基金获得中国证监会准予注册批复，成为深交所首单数据中心 REITs。青城山—都江堰景区基础设施 REITs 项目已由项目审批/核准/备案机关批准，招标人为成都都江堰投资发展集团有限公司。丽江市旅游开发投资集团有限责任公司宣布启动文旅基础设施公募 REITs 项目相关人员选聘工作，预计发行规模不低于 25 亿元人民币。

一周行情：保障房 REITs 单周上涨 5.32%，单月累计上涨 8.21%

2025 年第 24 周，中证 REITs（收盘）指数为 893.99，同比上涨 12.93%，环比上涨 0.87%，2024 年年初至今累计上涨 18.18%，同期沪深 300 指数累计上涨 12.11%，累计超额收益+6.07%；中证 REITs 全收益指数 1124.63，同比上涨 20.46%，环比上涨 0.88%，2024 年年初至今累计上涨 30.5%，同期沪深 300 指数累计上涨 12.11%，累计超额收益+18.39%。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+5.32%、+1.32%、-0.60%、+0.94%、+2.20%、+0.84%、+2.25%；一月涨跌幅分别为+8.21%、+2.36%、+2.08%、+1.16%、+2.41%、+4.44%、+4.05%。

一级跟踪：16 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 24 周，共有 16 只 REITs 基金等待上市，本周创金合信首农产业园封闭式基础设施证券投资基金、南方润泽科技数据中心封闭式基础设施证券投资基金、南方万国数据中心封闭式基础设施证券投资基金首发申请已通过，华夏华电清洁能源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。

【化工】制冷剂商业模型逐渐定型，行情演绎不断验证，向上趋势延续——氟化工行业周报-20250622

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

本周（6 月 16 日-6 月 20 日）行情回顾

本周氟化工指数下跌 0.99%，跑输上证综指 0.48%。本周（6 月 16 日-6 月 20 日）氟化工指数收于 3694.72 点，下跌 0.99%，跑输上证综指 0.48%，跑输沪深 300 指数 0.54%，跑赢基础化工指数 1.37%，跑赢新材料指数 0.19%。

氟化工周行情：制冷剂产业逻辑持续验证，向上趋势延续

萤石：据百川盈孚数据，截至 6 月 06 日，萤石 97 湿粉市场均价 3,387 元/吨，较上周同期下跌 3.09%；6 月均价（截至 6 月 06 日）3,416 元/吨，同比下跌 9.85%；2025 年（截至 6 月 06 日）均价 3,628 元/吨，较 2024 年均价上涨 2.35%。

又据氟务在线跟踪，当前萤石市场暂未完全明朗，供需博弈仍存，市场反转在于终端需求的实质性恢复或供应端的有效收缩。

制冷剂：截至 06 月 20 日，（1）R32 价格、价差分别为 52,000、39,472 元/吨，较上周分别+0.97%、+1.50%；（2）R125 价格、价差分别为 45,500、29,466 元/吨，较上周分别持平、+0.92%；（3）R134a 价格、价差分别为 48,500、29,741 元/吨，较上周分别持平、+0.12%；（4）R410a 价格为 48,500 元/吨，较上周持平；（5）R22 价格、价差分别为 35,000、26,409 元/吨，较上周分别-2.78%、-3.49%。其中外贸市场，（1）R32 外贸参考价格为 51,000 元/吨，较上周持平；（2）R125 外贸参考价格为 45,000 元/吨，较上周持平；（3）R134a 外贸参考价格为 48,000 元/吨，较上周持平；（4）R410a 外贸参考价格为 48,000 元/吨，较上周持平；（5）R22 外贸参考价格为 32,000 元/吨，较上周持平。

又据氟务在线跟踪，制冷剂市场继长协报盘后市场迎来平稳，渠道真实采购需求逐步释放，企业报盘与市场成交加速贴合，外贸出口定价继续上涨，但部分品种与国内步调一致，价格高位抑制备库需求，市场进入低库刚需消化。其中，R22 市场不温不火，企业出货报盘 3.55-3.7 万元/吨，小包装出货受控盘节奏挺价；R32 淡季需求并未迎来淡季市场，相反企业报价 5.2-5.3 万元/吨，实际长协订单预计站稳 5 万元/吨以上；R134a 受售后需求支撑，成交价格稳定在 4.8-4.9 万元/吨；R125 市场表现平稳，R410a 旺季售后市场向好，企业报盘 4.8-4.9 万元/吨得以落实；R227 近来迎来消防集中补货需求，市场货源紧俏，企业报盘上涨至 5.4 万元/吨。尽管行业临近传统生产

淡季，但当前处于消耗旺季，头部经销商低价库存基本出清，多重利好因素或将推动市场旺季延迟启动。

受益标的

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

风险提示：下游需求不及预期，价格波动，行业政策变化超预期等。

【非银金融】规范分红险分红水平，券商分类评价新规突出功能性——行业周报-20250622

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

周观点：关注陆家嘴金融论坛表态，港交所受益于金融开放

政策面看，险企分红险分红水平应与投资收益率和风险评级挂钩，预计投资能力突出的中大型险企分红险收益率长期表现更加突出，马太效应加剧。券商分类评价新规引导行业集约化、差异化发展，突出券商功能性考核。

券商：科创板“1+6”措施深化改革，券商分类评价新规突出功能性导向

(1) 本周日均股基成交额 1.46 万亿，环比-7.7%，本周新成立股票+混合型基金 191 亿。(2) 6 月 18 日证监会发布深化科创板改革的“1+6”政策措施：在科创板设置科创成长层，重点服务技术有较大突破、商业前景广阔、持续研发投入大，但目前仍处于未盈利阶段的科技型企业；同时重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市。此外，科创板创新推出 6 项改革措施，包括面向优质科技企业试点 IPO 预先审阅机制、扩大第五套标准适用范围。政策利于更好的聚焦服务科技企业融资，预计 IPO 速度和效率提升，利好券商投行、直投等业务发展。6 月 20 日证监会就修订“券商分类评价规定”征求意见：突出促进证券公司功能发挥导向(服务实体经济和国家战略等方面评价)，取消总的营业收入排名加分项，提升 ROE 加分力度，支持中小机构差异化发展(经纪/投行/资管加分门槛从 TOP20 放宽至 TOP30)。(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，叠加业绩持续同比增长，继续看好板块机会。三条主线：业绩弹性突出的零售券商、金融科技标的，看好受益于港股市场 IPO 扩容和活跃度提升的香港交易所。

保险：监管发文规范分红险分红水平，与投资收益率和风险评级挂钩

(1) 财联社 6 月 19 日电，记者获悉，金融监管总局人身保险监管司向各人身保险公司下发了《关于分红险分红水平监管意见的函》。文件要求各公司不得随意抬高分红水平搞“内卷式”竞争。监管明确六种情形应当充分论证、提交资产负债管理委员会审定后实施，包括：公司监管评级为 1-3 级(中低风险)，且分红险账户拟分红水平超过人身险业过去 3 年平均财务收益率(即 3.20%)的；评级为 4-5 级(中高风险)，且分红险账户拟分红水平超过产品预定利率的。实际上，2024 年监管即指导行业降低万能险的结算利率和分红险的实际收益率，上述文件进一步明确分红险收益率的隐形上限，利于行业进一步降低负债端成本，防范内卷式竞争。(2) 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，下半年新单基数抬升，全年 NBV 增速较 2024 年有所回落，经营质态有望持续提升，个险报行合一和分红险占比提升利于降低负债端成本；稳增长稳股市举措延续，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；中国人寿，中国太保。

受益标的组合：国信证券，九方智投控股，中国银河，招商证券，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。

【非银金融】重视功能性，优化指标加分项，券商马太效应延续——券商分类评价新规点评-20250622

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

券商分类评价规定更新，重视功能性导向，完善制度框架

（1）监管导向重视功能性：新规明确“引导证券公司更好发挥功能作用，提升专业能力”（第一条），根据服务实体经济和国家战略成效考察功能发挥状况，将评价框架从传统的“风险管理+合规状况+业务发展”三支柱，升级为“风险管理能力+持续合规状况+业务发展和功能发挥状况”的新体系（第二条、第八条）。

（2）引导行业集约化、差异化，重视发展权益投资与财富管理：新规取消总的营业收入排名加分，提升 ROE 加分力度，ROE/经纪/投行/资管加分门槛从 TOP20 放宽至 TOP30，规模导向弱化，引导行业集约化发展、中小机构差异化发展。新增自营权益类资产配置规模比例与体量绝对值排名、资管产品的权益类规模占比、代销权益类基金保有量、基金投顾规模作为加分项，引导证券公司在引入中长期资金、财富管理等领域加力发展。

（3）合规惩戒机制的立体化升级：新规明确对挪用客户资产、财务造假等恶性违规可直接下调评级至 D 类，突破原有纯扣分制，“打大打恶”力度加码。提高市场禁入等“资格罚”扣分，纪律处分扣分翻倍，处罚梯度优化。同时设立自救激励机制，首创“先行赔付或承诺可减扣分”条款，鼓励主动纠错。

（4）支持是个主体参与风险券商的处置，风险管控细化：对通过变更控股股东等方式完成重大风险化解处置的公司风控指标达标的加分规则，支持适格主体积极参与风险证券公司处置。此外，新规对债券交易风险管控、资管业务风险管控等项目目标的扣分标准优化，体现对风险因子的全链条覆盖。

新规促进头部券商提升内生增长效率，中小券商主打差异化、特色化经营

（1）券商分类评价影响深远：分类评价结果影响风控指标差异化计算、券商发行上市、新业务试点以及隐性影响融资评级与融资成本。具体包括，不同类别券商规定不同的风险控制指标标准以及风险资本准备计算比例，进而影响业务发展；同时分类评价结果作为券商申请增加业务种类、发行上市等事项的审慎性条件；差异化缴纳证券投资者保护基金比例等；隐性影响券商各类业务市场化开展以及融资时的评级与融资成本。（2）预计行业马太效应延续：本次分类评价规定的更新是符合证监会监管导向的，即突出行业功能性，支持头部券商做优做强，打造一流投行，引导中小机构实现特色化、差异化发展。头部券商 ROE 优于中小券商，且稳定性更强，本次 ROE 以及业务指标的调整引导头部券商进一步重视内生发展效率、重视提升 ROE，通过业务综合化服务能力维护好自身护城河。对于中小券商，新规加分项调整鼓励其在资管、投顾、区域投行等特色领域根据自身资源禀赋挖掘差异化、特色化发展路线。

分类评价更新完善监管评价框架，预计马太效应延续，看好结构性机会

分类评价新规进一步完善监管评价框架，更好发挥分类评价制度的监管“指挥棒”作用，突出扶优限劣，相关政策支持券商高质量发展，预计行业马太效应延续。非银板块机构低配，行业基本面向好，有望受益于基金产品基准修订、风格纠偏带来的资金回归。宏观层面稳经济稳股市政策态度积极，个人投资者活跃度提升利好券商和金融信息服务业务，年报和 1 季报业绩展现高景气，板块估值仍在低位，看好板块结构性机会。

推荐标的组合：指南针，东方证券，东方财富，财通证券。

受益标的组合：国信证券，中国银河，招商证券。

风险提示：政策落地效果具有不确定性；全球关税政策变化对我国资本市场的影响具有不确定性。

【电力设备与新能源】固态电池行业周报（第二期）：铁基集流体是固态电池新技术方向，固态电池设备密集交付——行业周报-20250622

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

铁基集流体是固态电池新技术方向，固态电池设备密集交付

(1) 铁基集流体固态电池新技术方向：远航精密：公司深耕于镍带、箔以及电池精密结构件行业近二十年，掌握镍带、箔和精密结构件制造的核心技术，可实现产品串联研发，快速匹配下游新产品开发。(2) 固态电池用铜箔批产：诺德股份：6月3日，公司表示耐高温铜箔已用于固态电池，并搭载于头部厂商发布的eVTOL。中一科技：6月12日，公司表示已有用于固态电池的锂-铜金属一体化复合负极材料等相关技术、工艺和产品。德福科技：5月21日，公司表示自主研发多孔铜箔、雾化铜箔、芯箔等多款新型铜箔，部分产品2025年已实现批产。嘉元科技：6月20日，公司表示半固态/凝聚态电池所用铜箔已批量供应，全固态电池用铜箔样品小批量供应。(3) 设备实现密集交付：6月20日，先惠技术：与清陶能源合作研发的干法核心设备已成功交付客户，并已于6月17日通电进入精细调试阶段。6月19日，星云股份：向国内某头部电池企业陆续交付了一批高精度的固态电池检测设备，用于固态电池实验室/产线检测。6月19日，先导智能：成功向一家全球领先的电池制造企业交付了多套固态电池核心装备，包括复合转印设备与高速叠片设备。6月16日，赢合科技：向国内某头部电池企业发货的核心固态电池设备已到达现场，用于客户国内工厂中试线建设。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) 负极：璞泰来、上海洗霸等；(7) 金属锂负极：天铁科技、英联股份。(8) 集流体：远航精密、诺德股份、中一科技、德福科技等；(9) 铝塑膜：紫江企业。

本周板块行情：指数上涨+2.4%，集流体环节领涨

6月16日-6月20日固态电池指数+2.4%，2025年累计+10.0%，相对沪深300指数+12.2%。统计范围内的固态电池相关标的本周平均+2.9%，集流体环节上涨22.3%。涨幅前五：海科新源(+53.7%)、诺德股份(+48.0%)、中一科技(+32.6%)、科恒股份(+30.3%)、赢合科技(+25.9%)；跌幅前五：永太科技(-10.1%)、海辰药业(-7.7%)、东方锆业(-7.2%)、天奈科技(-6.3%)、华盛锂电(-4.6%)。

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。

【建材】房地产市场边际改善，关注建材投资机会——行业周报-20250622

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

房地产市场边际改善，关注建材投资机会

今年以来，房地产政策继续保持宽松基调，中央与地方层面协同发力。5月份房地产市场总体基本平稳，分化继续加剧，部分指标边际改善，房价延续调整态势，但呈现出“环比下降、同比降幅收窄”的复杂特征，国家统计局数据显示，各线城市商品住宅和二手住宅的销售价格均为环比下降但同比降幅收窄态势。一线城市房价相对坚挺，商品住宅和二手住宅房价同比降幅最低。房地产库存呈现缓慢下降趋势，尤其是一线城市和核心二线城市改善较为明显，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16日至6月20日）建筑材料指数下跌1.42%，沪深300指数下跌0.45%，建筑材料指数

跑输沪深 300 指数 0.97pct。近三个月来，沪深 300 指数下跌 2.18%，建筑材料指数下跌 6.84%，建材板块跑输沪深 300 指数 4.66pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 10.04%，建筑材料指数上涨 1.99%，建材板块跑输沪深 300 指数 8.05pct。

板块数据跟踪

水泥:截至 6 月 20 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 296.97 元/吨，环比下跌 2.55%；水泥-煤炭价差为 212.47 元/吨，环比下跌 3.53%；全国熟料库容比 68.09%，环比上升 5.85pct。

玻璃:截至 6 月 20 日，全国浮法玻璃现货均价为 1199.00 元/吨，环比下跌 19.00 元/吨，跌幅为 1.56%；光伏玻璃均价为 125.00 元/重量箱，环比下跌 2.30 元/重量箱，跌幅为 1.81%。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 13.93 元/重量箱，环比下跌 2.58%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 7.63 元/重量箱，环比下跌 15.75%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 8.73 元/重量箱，环比下跌 9.69%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 71.84 元/重量箱，环比下跌 2.61%。

玻璃纤维: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。

消费建材:截至 2025 年 6 月 20 日，原油价格为 78.40 美元/桶，周环比上涨 6.19%，较 2025 年年初上涨 2.18%，同比下跌 9.30%；沥青价格为 4290 元/吨，周环比持平，较 2025 年年初下跌 2.28%，同比下跌 5.09%；丙烯酸价格为 6750 元/吨，周环比持平，较 2025 年年初下跌 13.46%，同比上涨 0.75%；钛白粉价格为 14740 元/吨，周环比持平，较 2025 年年初上涨 3.08%，同比下跌 9.57%。

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。

【医药】关注高质量减重赛道近期积极进展——行业周报-20250622

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

关注高质量减重赛道近期积极进展

近期再生元和 ScholarRock 公司先后公布了保留肌肉/增肌管线（myostatin 通路）的 2 期临床试验数据，我们认为有效性和安全性结果证实了初步的概念验证。再生元的 myostatin 抗体 Trevogrumab 联用司美格鲁肽头对头司美格鲁肽单药的 2 期试验结果显示，在 24 周时 Trevogrumab 可以减少 50.8% 的瘦体重流失，即司美单药会导致 7.9lbs 的瘦体重流失，而联用 Trevogrumab 只导致 3.7lbs 的瘦体重流失。ScholarRock 的 myostatin 抗体 Apitegromab 联用 Tirzepatide 展现了类似的结果，24 周时可以减少 54.9% 的瘦体重流失。两款 myostatin 抗体联用 GLP-1 的安全性结果优异，在 AE、SAE 和 AE 导致停药等方面，展现了和单用 GLP-1 类似的结果。

Activin 受体类药物有望带来更优异的保留瘦体重效果

ActR 类药物如礼来的 Bimagrumab 和来凯的 LAE-102 有望通过多重配体受体信号通路，保留更多的瘦体重甚至增肌。LAE-1021 期 SAD 的数据已在 ADA 大会通过 latebreakingposter 形式发布，结果显示安全性优异，未发生 SAE 和 AE 导致的研究中止。PK/PD 结果稳健，8mg/kgSC 给药一次可以导致 ActivinA 的水平维持 28 天。礼来的 Bimagrumab 联合司美的数据即将在 ADA 大会披露。

6 月第 3 周医药生物下跌 4.35%，疫苗板块跌幅最小

2025 年 6 月第 3 周银行、通信等行业涨幅靠前，纺织服饰、美容护理等行业涨幅靠后。本周医药生物下跌 4.35%，跑输沪深 300 指数 3.9pct，在 31 个子行业中排名第 29 位。2025 年 6 月第 3 周所有板块处于下跌态势，本周疫苗板块跌幅最小，下跌 0.4%；血液制品板块下跌 1.64%，医疗耗材板块下跌 2.37%，医院板块下跌 2.74%，中药板块下跌 2.93%；其他生物制品板块跌幅最大，下跌 6.7%，医疗研发外包板块下跌 5.83%，化学制剂板块下跌 5.65%，

医药流通板块下跌 4.67%，原料药板块下跌 4.54%。

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、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、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。

【农林牧渔】供给收缩已至支撑猪价上行，618 宠物食品龙头表现亮眼——行业周报-20250622

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：供给收缩已至支撑猪价上行，618 宠物食品龙头表现亮眼

供给收缩缺口传导已至，猪价中枢上移，暴雨天气对短期猪价形成进一步支撑。据涌益咨询，截至 2025 年 6 月 19 日，全国生猪均价 14.19 元/公斤，周环比+0.18 元/公斤，同比-4.05 元/公斤。供给端看，生猪供给缺口传导已至，6 月及 2025Q3 猪价均存在供给收缩强支撑，预计 2025Q3 猪价中枢将持续上移。短期猪价受暴雨天气影响进一步上行，但暴雨后的 6 月下旬市场或面临集团半年度出栏计划、泡水猪出栏及散户大肥抢高温前出栏多重压力，预计 6 月下旬猪价仍会有阶段性承压。

生猪出栏降重初见成效，二育入场积极性提升。截至 2025 年 6 月 19 日，涌益样本生猪出栏均重 128.28 公斤/头，周环比-0.54 公斤/头，同比+2.29 公斤/头，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价 0.14 元/公斤（周环比+0.02 元/公斤）。2025 年 6 月 10-20 日行业二育栏舍利用率 45%，环比+7pct，同比-4pct，二育入场积极性提升。

5 月宠物食品出口单价同环比均增，618 国产品牌销售亮眼。据海关总署，2025 年 5 月我国宠物食品出口金额 1.27 亿美元，yoy-0.39%，mom+12.81%，出口单价 4.40 美元/kg，yoy+5.43%，mom+8.69%。宠物食品出口金额同比微降，环比增幅可观，宠物食品出口单价同环比均实现增长，彰显国产宠物食品出海竞争力十足。国内头部品牌持续发力 618，乖宝宠物旗下麦富迪京东天猫多项猫狗宠物粮成交额居行业首位，弗列加特猫主粮成交额天猫排名第 2。中宠股份旗下顽皮京东猫、狗零食排名分别第 3/5，天猫猫、狗零食排名均第 4；ZEAL 京东、天猫狗零食排名分别为第 4、第 5。佩蒂股份旗下爵宴京东狗零食成交额排名第 2。宠物龙头出海、国内市场齐发力，高景气延续。

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（6.13-6.20）：农业跑输大盘 2.63 个百分点

本周上证指数下跌 0.51%，农业指数下跌 3.13%，跑输大盘 2.63 个百分点。子板块来看，宠物食品板块领跌。

个股来看，邦基科技（+24.71%）、雪榕生物（+7.81%）、ST 景谷（+3.77%）领涨。

本周价格跟踪（6.13-6.20）：本周玉米、豆粕等农产品价格环比上涨

6 月 20 日全国外三元生猪均价为 14.22 元/kg，较上周上涨 0.20 元/kg；仔猪均价为 31.85 元/kg，较上周下跌 1.04 元/kg；白条肉均价 18.56 元/kg，较上周上涨 0.15 元/kg。6 月 20 日猪料比价为 4.23:1。

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。

【通信】首批 IDC REITs 获批，Marvell 上调 2028 年 AIDC 规模预期，全球 AIDC 迎共振——行业周报-20250622

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

2 只 IDCREITs 正式获批，政策奖励游戏应用 AI，或助力 AIDC 扩张

2025 年 6 月 18 日，全国首批 2 只数据中心 REITs 正式获批，分别是南方润泽科技数据中心 REIT 和南方万国数据中心 REIT。一方面，IDCREITs 给成熟项目很好变现渠道，可帮助企业盘活存量资产，实现资金闭环，增加隐形杠杆，改善融资压力。IDC 企业一次性获得可观的投资收益，用于新项目开发与建设，及大量并购，帮助企业快速扩张。另一方面，IDCREITs 有助于提升 ROE，实现轻资产运营。

2025 年 6 月 19 日，中共北京市委宣传部等部门印发《关于促进北京市游戏电竞行业高质量发展的支持办法（暂行）》，提出支持游戏企业通过算力构建、大模型部署、数据治理等方式提升研发效率，进行智能化技改，根据项目可纳入支持范围的投资给予最高不超过 3000 万元奖励。我们认为，伴随 AI 大模型的加速迭代，AIGC 技术的实用性逐步提升，有望加速 AI 在如教育、代码、游戏等行业的应用落地。此外，随着 AI+视频通话、AI+在线游戏竞技等对低延时需求应用持续落地，或将带动一线热点城市的 AIDC 资源及边缘算力资源需求，并持续拉动国产 AI 算力产业链需求。

Marvell 上调 2028 年数据中心 TAM 预期，重视 AI 基础设施发展

2025 年 6 月 17 日 Marvell 举办 CustomAIInvestorEvent，会上公司指出 AI 基础设施实现快速增长，数据中心 CAPEX 预计由 2025 年的 0.593 万亿美元增长至 2028 年的 1.022 万亿美元，CAGR 达 20%；公司进一步上调 2028 年数据中心市场规模预期至 940 亿美元，较 2024 年 4 月份提出的 2028 年预期 750 亿美元上调 26%，其中加速计算市场更新为 554 亿美元，较此前预期提升 29%，互联市场更新为 190 亿美元，较此前预期提升 37%。

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

【化工】硫化锂为固态电池电解质主流量产趋势，瓶片宣布联合减产后价格有所上扬——化工行业周报-20250622

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001

本周行业观点一：固态电池产业化进程提速，硫化锂为电解质主流量产趋势

据证券时报新闻，近日多家头部大厂公布了固态电池相关进展。例如，上汽集团表示，上汽集团的固态电池将在 2027 年装车。根据国轩高科官网新闻，2025 年 5 月 16 日-17 日，公司在合肥举办 2025 全球科技大会，会上提到，公司首条全固态实验线 100% 线体自主开发，设计产能达 0.2GWh，通过高精密涂布等关键技术，实现了高达 90% 的良品率。金石全固态电池研发负责人透露：“此条实验线核心设备国产化率达 100%，目前已开始装车路测。”在材料创新上，硫化物电解质的离子电导率实现了 60% 的显著提升，空气稳定性得到大幅增强，同时正负极材料的克容量也取得了突破性进展。综合来看，固态电池产业化进程超预期，硫化物固态电解质具备优异的离子电导率、较低的电化学极化以及较高的能量密度和功率密度，具有广阔发展前景，因此目前固态电解质中硫化物路线为主流量产趋势，而率先进行硫化锂布局的企业有望受益。根据光华科技投资者问答，目前公司硫化锂产品产能为 300 吨/年，公司可根据市场需求将产能扩至 3000 吨/年；目前公司与下游客户仍处于产品送样阶段，未来若硫化锂通过下游客户认证逐步放量，将打开远期成长空间。受益标的：光华科技。

本周行业观点二：聚酯瓶片行业将进行联合联产，近日价格有所上涨

6 月 16 日，据 CCF 消息，聚酯瓶片工厂陆续宣布近 20% 的减停产计划。截至 6 月 20 日，华东水瓶片现货价格为 6230 元/吨，较 6 月 13 日上涨 149 元/吨。

本周行业新闻：英力士和西湖公司在欧洲的部分化工产能即将关停

根据中化新网新闻，西湖公司将关闭荷兰佩尔尼斯工厂的双酚 A 和液体环氧树脂装置；英力士则打算永久关停德国格拉德贝格工厂的苯酚丙酮装置。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【铬盐】振华股份；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】博源化工、三友化工等；【其他】黑猫股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺、恒逸石化等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、湖北宜化等；【硅】新安股份；【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】卓越新能、万凯新材、华谊集团、中触媒、光华科技等。

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

【通信】政策奖励游戏企业应用 AI，或提升 AIDC 算力需求——行业点评报告-20250620

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

北京市支持奖励游戏企业采用大模型等技术，AI+游戏发展有望提速

2025 年 6 月 19 日，中共北京市委宣传部等部门印发《关于促进北京市游戏电竞行业高质量发展的支持办法（暂行）》（下文简称“《办法》”）的通知。《办法》提到：（1）压缩审核周期，提高审核质量效率；（2）完善版权服务机制，对游戏作品中的美术、音乐和视频等素材作品著作权登记，由 22 个工作日压缩至 10 个工作日内完成；（3）加强精品创作扶持；（4）激励技术创新应用，支持游戏电竞领域企业及相关市场主体在人工智能、游戏引擎、游戏开发工具、交互式流媒体和扩展现实等关联领域布局，支持游戏企业通过算力构建、大模型部署、数据治理等方式提升研发效率，进行智能化技改，根据项目可纳入支持范围的投资给予最高不超过 3000 万元奖励；（5）引导产业聚集发展；（6）鼓励支持出海发展等。我们认为该政策有望推动 AIGC 等技术与游戏及电竞行业深度融合，

加速 AI 在游戏研发、运营等各环节的创新应用，挖掘游戏领域的 AI 推理需求。

AI 赋能在线游戏等低延时需求应用，有望持续拉动 AI 算力产业链需求

我们认为，伴随 AI 大模型的加速迭代，推理性能不断强化，推理成本持续优化，AIGC 技术的实用性逐步提升，有望加速 AI 在如教育、代码、游戏等行业的应用落地，伴随用户使用量提升逐步释放推理算力需求。此外，随着 AI+视频通话、AI+在线游戏竞技等对低延时需求应用持续落地，或将带动一线热点城市的 AIDC 资源及边缘算力资源需求，并持续拉动国产 AI 算力产业链需求。

坚定看好国产 AIDC 算力全产业链

一、AIDC 机房建设（AIDC 机房、风冷&液冷、柴油发电机等）。推荐标的：英维克、新意网集团、宝信软件、润泽科技等；受益标的：光环新网、奥飞数据、大位科技、万国数据、世纪互联、数据港、科华数据、首都在线、银轮股份、同飞股份、科泰电源、潍柴重机等。二、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、宏景科技、云赛智联、润建股份、海南华铁、智微智能等。三、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。四、网络侧（交换机及芯片、光通信、AEC 铜连接、CDN 等）。推荐标的：中际旭创、新易盛、天孚通信、紫光股份、中兴通讯、盛科通信等；受益标的：华工科技、光迅科技、仕佳光子、长光华芯、致尚科技、太辰光、锐捷网络、博创科技、瑞可达、华丰科技、网宿科技等。五、AI 应用：受益标的：广和通、移远通信、美格智能、会畅通讯等。

风险提示：机柜上架不及预期、AI 发展不及预期、行业竞争加剧等。

【医药】MNC 加速布局减重降糖千亿美金赛道，开启 BD 黄金窗口期——行业深度报告-20250619

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

MNC 加速布局减重降糖千亿美金赛道，开启 BD 黄金窗口期

以司美格鲁肽与替尔泊肽为代表的 GLP-1RA 类药物正在彻底改变糖尿病与肥胖症的治疗范式，根据 Jefferies 等数据统计，2031 年预计 GLP-1RA 类药物全球销售规模有望超过 1500 亿美元规模。诺和诺德与礼来两大 MNC 旗下产品目前患者市占率已接近 97%，形成双巨头垄断市场格局；默沙东、罗氏、安进、阿斯利康与再生元等正快速进入该赛道中，在一个或多个细分方向上布局潜力品种；其余 MNC 目前尚未完整布局该领域，未来有较大 License-in 的可能性。近年来减重降糖领域重磅 BD 交易频发，我们预期将迎来 BD 黄金窗口期，国内企业相关管线将迎来历史性出海机遇。

患者依从性提升：口服与超长效产品有望提供新的解决方案

为提高患者依从性，目前主要从口服 GLP-1RA 类药物与超长效药物两类技术路径进行布局。目前在研阶段的口服管线主要包括小分子类与多肽类，其中化药类进度较快的有礼来的 Orforglipron，多家其他 MNC 也均有在研管线；多肽类口服药主要由诺和诺德布局。作为长效制剂，司美格鲁肽与替尔泊肽已实现每周给药，相较于每日给药的利拉鲁肽，给药间隔已大幅延长。超长效制剂的体内半衰期相对更长，能够实现每 2 周给药甚至每 4 周给药，减少患者的用药频率，简化治疗流程的同时提升患者依从性。目前在研阶段进度较快的超长效减肥药有安进的 MariTide (Q4W)，Metsera 的 MET-097i (Q4W) 与 MET-233i (Q4W)。

高质量减重：多靶药物开发与特殊靶点组合疗法有望突破单一靶点瓶颈

相较于单一 GLP-1R 靶点，多靶点减肥药物通过协同激活或抑制多个代谢相关受体，能够突破单一靶点的疗效瓶颈，实现“抑制食欲+加速代谢+器官保护”的协同机制，在减重效果、代谢综合改善和用药依从性上实现显著提升。热门布局靶点包括 GIPR、GCGR 与 AMYR 等。除此之外，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。热门布局靶点包括 ActRII、MSTN/GDF-8、AMYR、FGF21 等。通过与其协同联用，

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

在增强减重效果的同时也有望改善代谢、保留瘦体重；“减脂增肌+代谢修复”有望成为未来减重领域的新标准。

投资建议

患者依从性的提升与高质量减重将成为下一代减重降糖药物开发新方向，中国企业在口服、超长效、多靶、组合疗法等新一代热门靶点与技术领域均有管线布局，数量与质量均做到了全球领先。随着海外 MNC 加速布局该赛道，国内优质管线均有较强出海潜力，有望打开成长空间。

推荐标的：信达生物、华东医药、博瑞医药、一品红、康缘药业等；受益标的：恒瑞医药、石药集团、翰森制药、众生药业、歌礼制药-B、来凯医药-B 等。

风险提示：创新药研发热度下滑、药物临床研发失败、药物安全性风险等。

【商贸零售：周大福(01929.HK)】产品结构持续优化，同店销售降幅收窄——港股公司信息更新报告-20250620

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

公司 2025 财年营收同比-17.5%，归母净利润同比-9.0%，经营有所承压

公司发布年报：FY2025 实现营收 896.56 亿港元（-17.5%）、归母净利润 59.16 亿港元（-9.0%）；此外，董事会宣派末期股息每股 0.32 港元。考虑到公司产品结构优化、管理效能提升，我们上调公司 2026-2027 财年盈利预测并新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 财年归母净利润为 68.74/75.76/82.52 亿港元（2026-2027 年原值为 63.81/70.34 亿港元），对应 EPS 为 0.69/0.76/0.83 港元，当前股价对应 PE 为 18.3/16.6/15.3 倍。我们认为，公司聚焦整体经营质量提升，推进产品结构优化和门店调性升级，有望重获增长势能，估值合理，维持“买入”评级。

同店销售降幅收窄，产品结构持续优化带动毛利率改善

分地区看，FY2025 公司在中国内地/中国内地以外市场营业额分别实现同比-16.9%/-20.6%；其中，中国内地营业额占比达 83.2%（+0.7pct）。分产品看，FY2025 公司珠宝镶嵌、铂金及 K 金首饰/黄金首饰及产品（计价）/黄金首饰及产品（定价）营业额分别实现同比-13.8%/-29.4%/+105.5%。同店方面，公司中国内地 FY2025 同店销售同比-19.4%，Q3/Q4 分别同比-16.1%/-13.2%，降幅逐季收窄。盈利能力方面，FY2025 公司毛利率为 29.5%（+9.0pct），提升主要系金价上涨、高毛利定价黄金占比提升以及成本管控合理；综合来看，黄金价格波动给毛利率带来 8.0pct 提振。销售/管理费用率分别为 9.7%/4.2%，同比分别+0.9pct/+0.7pct。

积极推进品牌调性提升，持续优化产品结构，定价黄金产品表现亮眼

（1）渠道：公司持续优化门店质量与效率，中国内地 FY2025 周大福主品牌净关门店 896 家，期末门店总数达 6274 家，其中直营/加盟分别占 24.9%/75.1%。此外公司积极推进品牌转型，2025 财年已开 5 家新形象店，门店调性显著改善。（2）产品：公司积极推进产品结构优化，其中标志性定价类产品周大福传福系列和故宫系列 2025 财年零售值突破 40 亿港元；定价黄金产品实现快速增长，其在中国内地黄金首饰及产品的占比从 2024 财年的 7.1% 大幅提升至 19.2%。

风险提示：金价大幅波动；新品推出不及预期；门店调优不及预期。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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