

策略周报

提防短期震荡调整，择机配置中期弹性

A 股短期预计延续蓄势震荡格局，本轮主线行业调整幅度或仍较为有限，中长维度行业风格预计仍将回归弹性，震荡调整期可择机配置。

- **A 股短期延续蓄势震荡格局。**本周市场在中东局势、国内政策预期等因素的影响下延续缩量震荡的格局。地缘政治风险对于市场的影响主要通过风险偏好和通胀预期进行传导。短期而言，油价多会受战争溢价驱动而呈现脉冲式冲高；但若实际供应未受实质中断，溢价将快速回吐。中期走向取决于供需再平衡与政策博弈。对于 A 股的影响，多为短期情绪冲击，呈现为急跌后快速见底回升。当前地缘风险对 A 股风偏负面冲击可控，年内 A 股走势仍将回归基本面主线。短期市场箱体震荡格局逻辑没有发生本质变化，但市场情绪接近短期阶段性高点。当前来看，内需预期提振有待政策进一步加力，而短期市场情绪水平中性偏高，市场短期上行空间受限，但资金面支撑下行风险可控。
- **本轮主线行业调整幅度或仍较为有限。**本周小微盘再度调整，这是前期双强结构（银行行业与小微盘行业）再度出现走势分化，银行指数持续新高，而小微盘行业则向下调整。原因有如下几点：1）市场整体风偏下行，陆家嘴金融论坛落幕，市场对于七月重要会议的政策预期较为温和。2）中报业绩预告期将来临，财报期前小微盘有一定调整惯性。3）行业轮动承接受阻，在新消费和创新药阶段性止盈调整后，前期表现较为承压的 AI 和人形机器人行业并未能有效承接向上，主线热点行业的轮动逻辑遭遇一定阻力，本周 A 股人形机器人行业，受到特斯拉人形机器人项目主管人员更替新闻扰动，在本周五出现较为明显的调整。从上述热门行业方向近期调整幅度以及我们的情绪指标追踪来看，相关主线行业的调整幅度或仍较为可控，正如我们此前所强调的，近年来小微盘资金面逻辑已发生明显变化，在“类平准”资金的“呵护”预期下，小微盘行业下行调整空间有限。本次小微盘行业调整仍然只是扰动，并非趋势性结束，市场对此也并未有显著分歧。若后续人形机器人行业产业新闻层面出现利好，当前低位再下跌的人形机器人或能展现出股价层面的较大“弹性”。
- **中长维度行业风格预计仍将回归弹性，震荡调整期可择机配置。**“稳定币”并非单纯主题催化。RWA+“稳定币”有望形成正循环，持续催化金融科技板块，特别是区块链厂商、跨境支付服务商、以及 RWA 资产提供商等。后续市场行业配置来看，短期国际局势影响下，市场或仍有一定不确定性，但从中长期维度，预期配置仍将回归弹性，特别是成长消费板块，适当防御之下择机配置弹性板块也不失为一种选择。重点关注算力产业链、创新药、RWA+“稳定币”正循环持续催化的金融科技板块等。
- **未盈利公司 IPO 通道正式重启有效回应市场关切。**证监会吴清主席在 2025 陆家嘴论坛上表示将加力推出进一步深化改革的“1+6”政策措施，重启未盈利企业适用于科创板第五套标准上市，单列科创成长层。截至 2025 年 6 月 14 日，科创板累计有 54 家企业上市时未盈利，主要集中于新一代信息技术行业和生物医药行业，合计 A 股总市值超万亿，2024 年营收增速显著高于科创板整体水平。本次 IPO 对优质未盈利创新企业的开闸一定程度上回应了市场关切，截至 2025/6/20 科创板有 3 家未盈利排队公司为在审状态，我们预计未盈利公司 IPO 通道正式重启将有效缩短排队审核周期，加快优质未盈利创新企业融资进程。
- **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.....	11
风险提示.....	13

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. 本周大盘价值风格相对占优.....	6
图表 4. 当前市场风格因子表现.....	6
图表 5. 历次国际地缘政治危机对大类资产价格的影响（%）	7
图表 6. 本周一级行业表现	8
图表 7. 本周二级行业表现（前后 15）	8
图表 8. 微盘股指数相对银行指数走弱幅度或较为有限.....	9
图表 9.AI 行业配置模型输出行业 6 月表现.....	9
图表 10.总 RWA 资产价值趋势	10
图表 11.主力资金行业流向情况（单位：亿元）	11
图表 12. 本周股票型 ETF 单周转为净申购（单位：亿元）	11
图表 13.当前科创板排队准上市公司中的未盈利企业.....	12

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

本周市场在中东局势、国内政策预期等因素的影响下延续缩量震荡的格局。

地缘政治风险对于市场的影响主要通过风险偏好和通胀预期进行传导。油价是重要的观察变量。回顾 90 年代以来全球范围内的地缘政治风险事件对油价及 A 股走势的影响。(1) 短期而言，油价多会受战争溢价驱动而呈现脉冲式冲高；但若实际供应未受实质中断，溢价将快速回吐。中期走向取决于供需再平衡与政策博弈。若供应持续中断或需求高企，油价或维持高位；若供应得以快速恢复，油价上行压力可控或出现回落。(2) 作为传统避险资产的美元，其短期走势多在避险需求主导下普遍走强，中期来看，美元走势取决于通胀预期及其对货币政策的影响，若油价持续高企则将推升全球通胀，迫使美联储维持高利率支撑美元走势。(3) 对于 A 股的影响，多为短期情绪冲击。地缘冲突爆发初期，全球避险情绪升温，A 股通常跟随外围市场同步下跌，但 A 股多在冲突爆发后 1 周内触底。A 股短期波动主要受“美股→亚太市场→A 股”情绪传导影响，若冲突未直接冲击中国供应链（如中东航线中断），下跌多为情绪性而非基本面驱动。

当前地缘风险对 A 股风险偏负面冲击可控，年内 A 股走势仍将回归基本面主线。当前来看，若冲突不会引发持续性供应缺口（如霍尔木兹海峡封锁），油价恐难以维持高位并推升全球通胀，后续随着产能修复及政策干预（如 OPEC 增产或 IEA 释储），市场将回归基本面定价。对于 A 股而言，只要冲突不继续升级，A 股短期情绪冲击不会突破 4 月 2 日低点，年内 A 股走势仍将回归基本面主线。

内需预期提振有待政策进一步加力。基本面来看，5 月社零增速表现亮眼，餐饮及商品零售双双走强，“两新”政策驱动下，家电、通讯器材表现亮眼。此外，5 月生产延续相对韧性，其中高技术制造及装备制造业相对优势依旧。投资端，5 月在地产投资拖累下固投增速边际走弱。结合 5 月金融数据，5 月新增社融内部政府债依旧为主要支撑。内需预期提振有待政策进一步加力。

A 股短期延续蓄势震荡格局。短期市场箱体震荡格局逻辑没有发生本质变化，但市场情绪接近短期阶段性高点：当前市场股债风险溢价水平已经接近 10 年均值+1STD 水位，近两年以来除 2024 年 Q4 市场情绪阶段性突破过这一上限外，多数情况下市场情绪难以突破这一阈值。当前来看，基本面环境尚存不确定性，而短期市场情绪水平中性偏高，市场短期上行空间受限，但资金面支撑下行风险可控。

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	(1.38)	0.47	4.69
	MSCI新兴市场	(0.70)	2.81	10.63
	标普500	(1.08)	0.95	1.47
	日经指数	0.24	1.15	(3.74)
	万得全A	(1.61)	0.26	1.30
	恒生指数	(2.20)	1.03	17.30
汇	美元指数	0.62	(0.68)	(8.96)
	美元兑人民币	(0.13)	(0.21)	(0.26)
	美元兑日元	0.91	1.42	(7.06)
	欧元兑美元	(0.33)	1.54	11.29
商	CRB商品	0.76	7.61	5.33
	LME铜	(0.44)	1.71	10.18
	WTI原油	3.16	21.80	3.23
	伦敦金现	(1.95)	2.77	29.01
债	10Y美债收益率(Bps)	2.00	(3.00)	(20.00)
	10Y国债收益率(Bps)	(0.44)	(3.16)	(3.56)

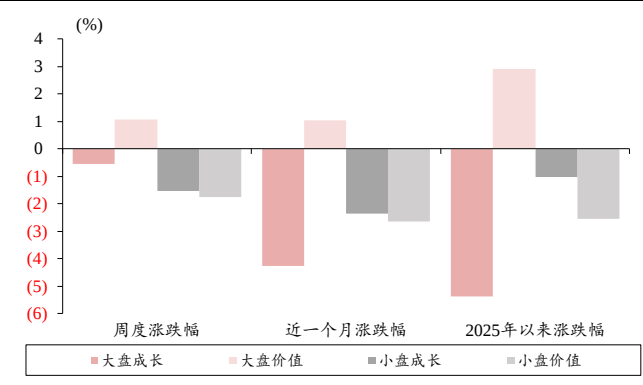
资料来源：万得，中银证券

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
中国	5月固定资产投资:累计同比(%)	4.0	4.0	3.7	(0.3)
	5月社会消费品零售总额:当月同比(%)	5.1	4.9	6.4	1.3
	5月工业增加值:当月同比(%)	6.1	5.7	5.8	(0.3)
	5月城镇调查失业率(%)	5.1	5.1	5.0	(0.1)
	5月本地户籍人口调查失业率(%)	5.2		5.0	(0.2)
	5月外来户籍人口调查失业率(%)	4.8		5.0	0.2
	5月外来农业户籍人口调查失业率(%)	4.7		4.9	0.2
	5月31个大城市城镇调查失业率(%)	5.1		5.0	(0.1)
	5月就业人员平均工作时间(小时/周)	48.3		48.5	0.2
	5月货币当局:储备货币(亿元)	373780.6		366759.0	(7021.6)
	5月货币当局:国外资产(亿元)	231412.8		230485.4	(927.4)
美国	5月零售销售:同比(%)	5.0		3.3	(1.7)
	5月零售销售:环比(%)	(0.1)		(0.9)	(0.8)
	5月核心零售销售:环比(%)	0.0		(0.3)	(0.3)
	5月新屋开工:私人住宅(千套)	126.6		115.2	(11.4)
	联邦基金目标利率(%)	4.5			(4.5)
	6月14日初请失业金人数:季调((人)	250000.0		245000.0	(5000.0)
欧盟	第一季度欧盟:每小时劳工成本指数:季调	4.3		4.1	(0.2)
	6月欧元区:ZEW经济景气指数	11.6	23.5	35.3	23.7
	6月欧元区:ZEW经济现状指数	(42.4)		(30.7)	11.7
	5月欧盟:CPI:同比(%)	2.4		2.2	(0.2)
	5月欧元区:CPI:环比(%)	0.6	0.0	0.0	(0.6)
	5月欧元区:CPI:同比(%)	2.2	1.9	1.9	(0.3)
	5月欧盟:核心CPI:同比(%)	2.8		2.4	(0.4)
	4月欧盟:营建产出:同比(%)	(0.8)		2.5	3.3
	4月欧元区:营建产出:同比(%)	(1.3)		3.0	4.3
	6月欧元区:消费者信心指数:季调(初值)	(15.2)	(15.0)		15.2
日本	5月CPI:环比(%)	0.4		0.3	(0.1)
	5月CPI(剔除食品):环比(%)	0.7		0.4	(0.3)

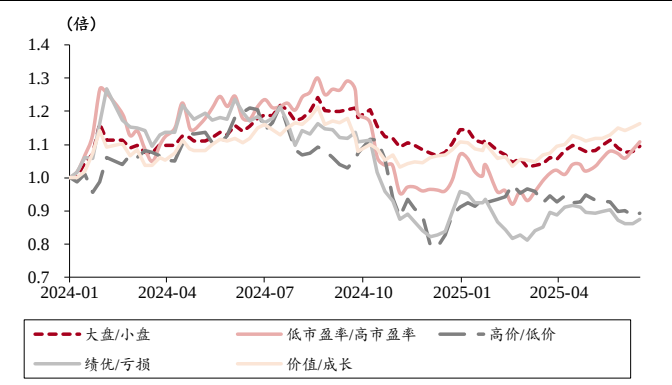
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 本周大盘价值风格相对占优



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. 历次国际地缘政治危机对大类资产价格的影响 (%)

	爆发时间	T				T+3				T+5			
		油价	美股	美元	A 股	油价	美股	美元	A 股	油价	美股	美元	A 股
海湾战争	1990 年 8 月	7.3	(1.1)	0.4		31.4	(5.8)	(0.1)		19.2	(4.4)	0.4	
伊拉克战争	2003 年 3 月	(4.2)	0.2	(0.4)	(0.4)	(4.7)	0.1	(0.7)	(0.5)	3.4	(0.6)	(1.0)	2.0
俄乌战争	2022 年 2 月	1.0	1.5	0.9	(1.7)	15.5	1.9	1.2	(0.0)	17.3	3.3	1.6	(0.2)
巴以冲突	2023 年 10 月	4.3	0.6	(0.0)	(0.4)	0.9	1.0	0.4	(0.1)	5.1	1.5	0.1	(1.2)
以伊冲突	2025 年 6 月	7.6	(1.1)	0.3	(0.8)	7.5	(1.1)	1.0	(0.4)	8.8	(1.3)	0.9	(1.3)

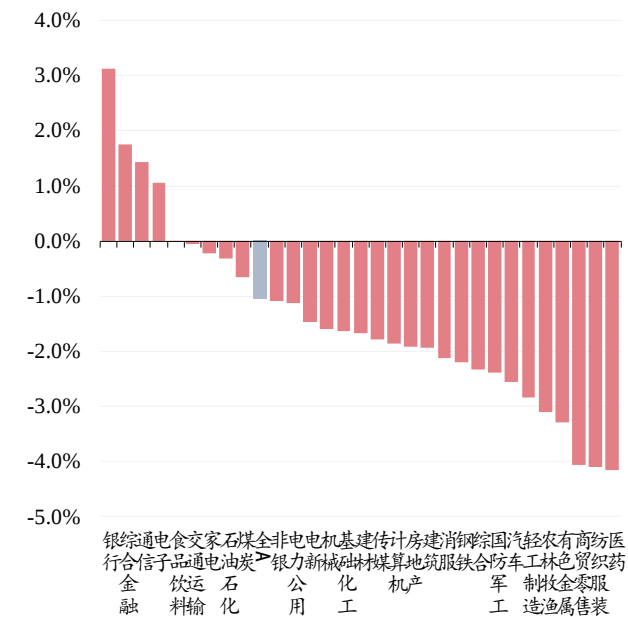
	爆发时间	T+10				T+20			
		油价	美股	美元	A 股	油价	美股	美元	A 股
海湾战争	1990 年 8 月	26.6	(6.5)	(1.7)		24.3	(10.4)	(1.6)	
伊拉克战争	2003 年 3 月	(1.3)	0.3	(1.2)	2.8	(2.8)	2.2	(2.2)	9.8
俄乌战争	2022 年 2 月	14.9	0.8	2.4	(5.5)	20.8	7.0	2.7	(6.8)
巴以冲突	2023 年 10 月	4.0	(2.1)	(0.5)	(5.5)	(2.3)	1.3	(0.8)	(1.7)

资料来源：万得，中银证券

中观行业与景气

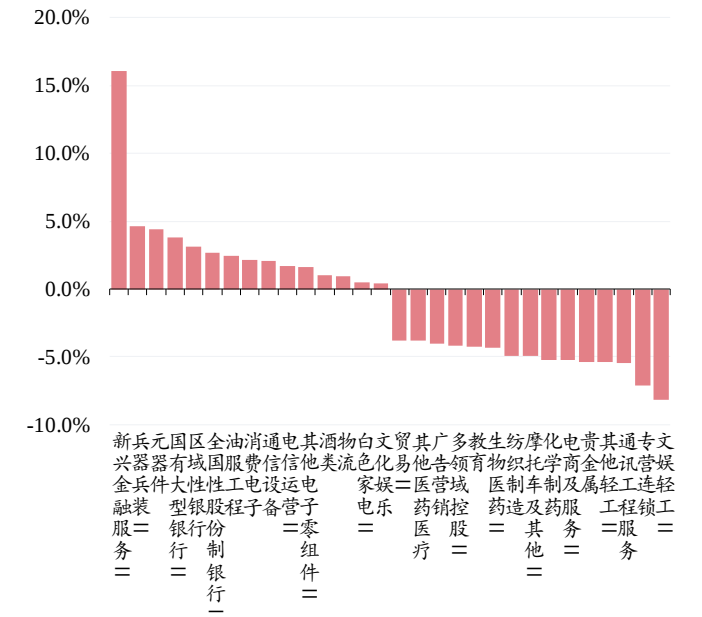
市场调整，行业跌多涨少。本周市场风险偏好明显下行，银行股受益于防御及资金面优势逆势领涨。美股“稳定币第一股”Circle上市后持续上涨，催化A股综合金融行业涨幅继续领先。本周，人民网、新华社、求是网三大央媒发文讨论整治违规吃喝过程中的不合理现象，白酒子行业提振食品饮料行业本周涨跌幅排名居前。本周前期强势的“创新药”、“新消费”出现止盈调整迹象，相关消费行业表现垫底。

图表 6. 本周一级行业表现



资料来源：iFinD，中银证券

图表 7. 本周二级行业表现（前后 15）



资料来源：iFinD，中银证券

本轮主线行业调整幅度或仍较为有限。本周小微盘再度调整，这是继上轮（五月底）小微盘成交量占比至高并引发讨论后，第二次受到市场关注。更加值得注意的是，这是前期双强结构（银行行业与小微盘行业）再度出现走势分化，银行指数持续新高，而小微盘行业则向下调整。原因有如下几点：1) 市场整体风偏下行，陆家嘴金融论坛落幕，市场对于七月重要会议的政策预期较为温和。2) 中报业绩预告期将来临，财报期前，小微盘有一定调整惯性。3) 行业轮动承接受阻，在新消费和创新药阶段性止盈调整后，前期表现较为承压的 AI 和人形机器人行业并未能有效承接向上，主线热点行业的轮动逻辑遭遇一定阻力，特别是本周 A 股人形机器人行业，受到特斯拉人形机器人项目主管人员更替新闻扰动，在本周五出现较为明显的调整。

从上述热门行业方向近期调整幅度以及我们的情绪指标追踪来看，相关主线行业的调整幅度或仍较为可控，正如我们此前所强调的，近年来小微盘资金面逻辑已发生明显变化，在“类平准”资金的“呵护”预期下，小微盘行业下行调整空间有限。

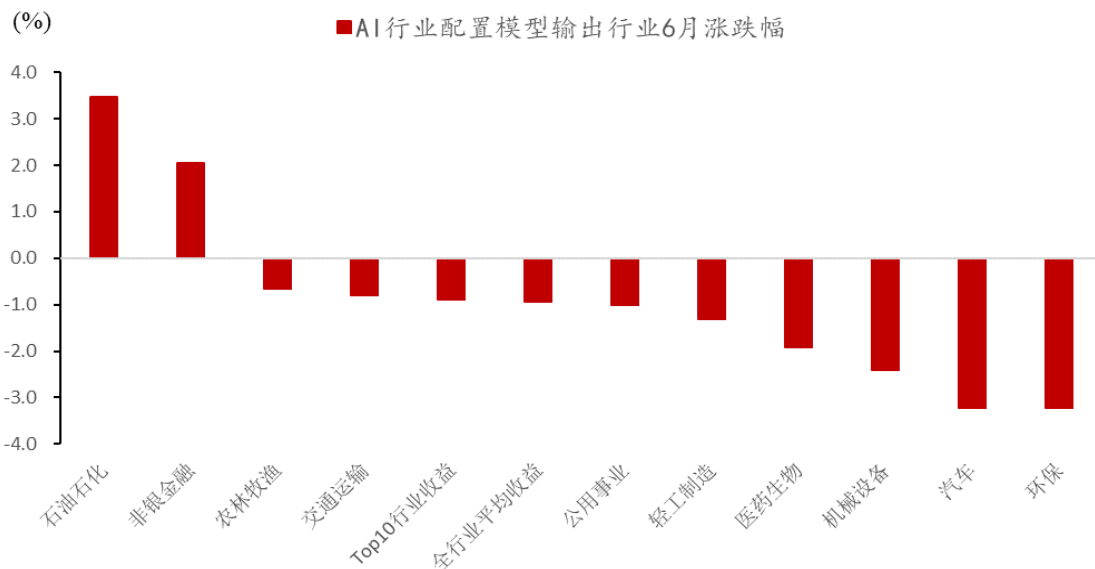
本次小微盘行业调整仍然只是扰动，并非趋势性结束，市场对此也并未有显著分歧。就人形机器人行业而言，相关新闻对于特斯拉人形机器人量产进度的预期仅为情绪层面扰动，若后续人形机器人行业产业新闻层面出现利好，当前低位再下跌的人形机器人或能展现出股价层面的较大“弹性”。

图表 8. 微盘股指数相对银行指数走弱幅度或较为有限



上周市场整体表现弱势，以伊冲突等因素压制市场风险偏好。但6月以来AI行业配置模型输出Top10行业仍小幅跑赢全行业平均，其中受原油价格上涨催化的石油石化、兼具防御属性与“稳定币”概念催化的非银金融表现亮眼，6月以来（6.1-6.21）分别上涨3.48%、2.05%。

图表 9.AI 行业配置模型输出行业 6 月表现



注释：数据统计时间为2025年6月1日-6月21日

“稳定币”并非单纯主题催化。稳定币（Stablecoin）是一种锚定真实资产的数字货币，其价值通常与某种法定货币、商品或其他资产挂钩。稳定币分为四类：市场主流的是“法币抵押型稳定币”，即由法定货币(如美元、欧元、港币)作为储备资产支持，通常以1:1的比例锚定；还有加密货币抵押型稳定币，以其他加密货币作为抵押资产，通常采用超额抵押以应对价格波动；商品抵押型稳定币，即由实物商品(如黄金、石油)作为储备资产支持，价值与商品价格挂钩；算法稳定币，不依赖实际资产抵押，而是通过算法和智能合约调节供应量，以维持价格稳定。

“稳定币”具有币值波动相对低的特点，同时由于其基于区块链技术，因此其结算速度快、交易手续费低、且跨境支付尤为便捷。稳定币依托区块链分布式账本技术，交易记录公开透明且不可篡改。每一笔稳定币交易都清晰记录在区块链上，任何人都可查询，增强了交易的可信度与安全性。

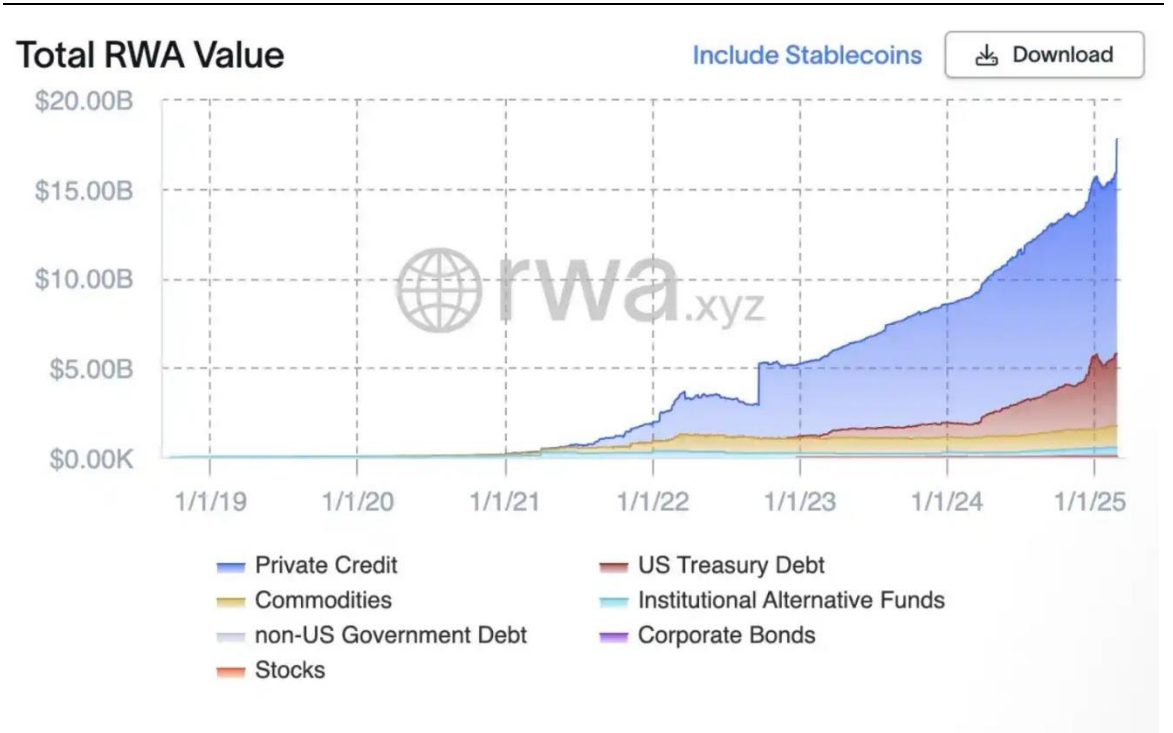
2025 年全球稳定币监管呈现出加速推进和逐步完善的态势，5 月 20 日，美国参议院通过《GENIUS 法案》，这是稳定币立法过程中的重要进展。该法案旨在为与美元挂钩的稳定币创建监管框架，要求所有稳定币必须 1:1 由高质量、低风险的流动资产支持，具体包括美国国库券、银行存款或实物美元货币等，并禁止带有利息属性的稳定币，以降低潜在金融风险。

RWA+“稳定币”有望形成正循环，持续催化金融科技板块。RWA（Real-World Assets）指将现实世界的有形或无形资产（如房地产、债券、艺术品、黄金、碳信用等）通过区块链技术进行代币化，形成可编程、可交易、可分割的数字资产。传统资产（如房地产）因高额门槛和复杂交易流程导致流动性差，代币化后可分割为小额份额，吸引全球投资者参与。同时区块链的透明性、不可篡改性、智能合约的自动化执行，降低信息不对称和操作风险。RWA 为全球投资者提供了一批具备不同“风险-收益”特征、流动性好、交易成本低的数字资产。

当前，RWA 已开始进入产业实践之中，典型如 6 月 12 日，在 SNEC 上海光伏展览会上，蚂蚁数科与协鑫能科共同宣布成立新公司“蚂蚁鑫能”，探索能源 RWA（现实世界资产）等新场景、新方案，打造能源即服务（EaaS）的开放科技平台。

RWA 叠加“稳定币”在数字资源平权、全球去美元化的大趋势下，有望形成正向循环，互相催化、加速发展，金融科技板块有望持续受到催化，重点关注区块链厂商、跨境支付服务商、以及 RWA 资产提供商等。

图表 10.总 RWA 资产价值趋势



资料来源：币界网，rwa.xyz，中银证券

后续市场行业配置来看，短期国际局势影响下，市场或仍有一定不确定性，但从中长期维度，预期配置仍将回归弹性，特别是成长消费板块，适当防御之下择机配置弹性板块也不失为一种选择。重点关注算力产业链、创新药、RWA+“稳定币”正循环持续催化的金融科技板块等。

一周市场总览、组合表现及热点追踪

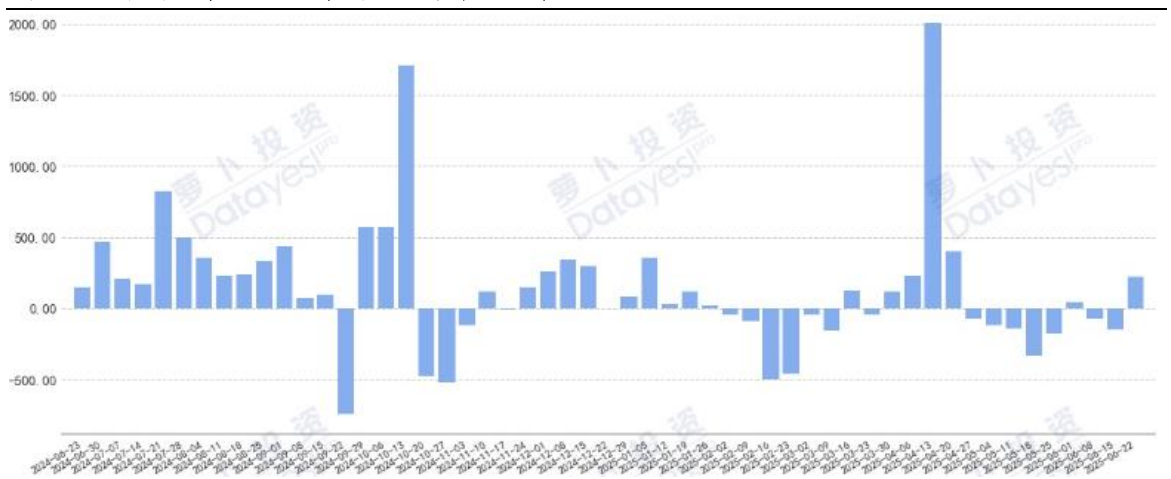
本周 A 股市场主力资金净卖出 960.77 亿元，为连续第 2 周净卖出。具体行业上，本周最受市场资金青睐的行业是电子，资金净流入规模达 134.85 亿元；银行、通信分列二、三，资金净流入规模分别是 103.13 亿元和 36.02 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是医药生物、有色金属和汽车。本周股票型 ETF 场内净申购金额为 224.39 亿元，结束此前连续 2 周的净赎回，单周净申购规模创 2 个月以来最大。具体产品上，份额增加最多的五只 ETF 分别是华夏上证科创板 50 成份 ETF、华泰柏瑞南方东英恒生科技指数 ETF(QDII)、汇添富国证港股通创新药 ETF、华夏恒生科技 ETF(QDII)、南方中证 500ETF，其中三只与港股相关。

图表 11.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
电子	134.85	129.29	(703.89)	(1240.53)	公用事业	(22.62)	(74.80)	(151.32)	(357.87)
银行	103.13	111.12	315.37	359.56	纺织服饰	(23.53)	(9.71)	(1.37)	(5.32)
通信	36.02	141.33	(125.00)	(244.91)	社会服务	(28.20)	(11.05)	(117.99)	(200.71)
石油石化	(2.66)	57.85	(19.33)	(112.14)	商贸零售	(36.06)	(61.22)	(91.63)	(247.24)
综合	(4.39)	(11.92)	(7.91)	(23.97)	建筑装饰	(39.03)	(50.82)	(100.03)	(205.50)
交通运输	(4.75)	(3.12)	36.82	(162.45)	农林牧渔	(39.95)	(25.03)	(122.37)	(270.36)
建筑材料	(8.02)	(28.00)	(58.07)	(87.71)	传媒	(51.78)	31.88	(140.80)	(625.19)
煤炭	(8.29)	(34.25)	(74.31)	(189.34)	国防军工	(67.01)	(89.19)	(199.79)	(337.74)
钢铁	(8.60)	(25.95)	(102.75)	(92.38)	非银金融	(70.47)	7.65	(282.57)	(719.67)
家用电器	(11.64)	(95.77)	(150.62)	(144.98)	基础化工	(91.92)	(94.38)	(182.71)	(416.68)
电力设备	(12.59)	(136.70)	(587.76)	(507.55)	计算机	(92.25)	(106.20)	(940.92)	(893.79)
食品饮料	(13.59)	(149.03)	(193.43)	(212.24)	机械设备	(100.76)	(264.30)	(718.54)	(375.44)
美容护理	(15.63)	(20.01)	31.38	11.00	汽车	(108.32)	(324.56)	(312.35)	140.75
轻工制造	(19.04)	0.09	63.92	8.32	有色金属	(137.67)	(36.93)	(306.63)	(267.73)
房地产	(20.12)	(48.83)	(121.90)	(276.36)	医药生物	(173.69)	(82.14)	(114.06)	(654.02)
环保	(22.20)	(19.63)	(99.66)	(134.43)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2025/6/20

图表 12. 本周股票型 ETF 单周转为净申购（单位：亿元）



资料来源：通联数据，中银证券

证监会吴清主席在 2025 陆家嘴论坛上表示，将聚焦提升制度的包容性和适应性，加力推出进一步深化改革的“1+6”政策措施。其中“1”指的是在科创板设置科创成长层，重启未盈利企业适用于科创板第五套标准上市，精准服务技术有较大突破、持续研发投入大、商业前景广阔的优质科创企业；

“6”则包括：1) 对于适用科创板第五套标准的企业，试点引入资深专业机构投资者制度；2) 面向优质科技企业试点 IPO 预先审阅机制；3) 扩大第五套标准适用范围，支持人工智能、商业航天、低空经济等更多前沿科技领域企业适用；4) 支持在审未盈利科技企业面向老股东开展增资扩股等活动；5) 完善科创板公司再融资制度和战略投资者认定标准；6) 增加科创板投资产品和风险管理工具等。同时，证监会也将在创业板正式启用第三套标准，支持优质未盈利创新企业上市。从上交所后续披露的《科创板上市公司自律监管指引第 5 号——科创成长层（征求意见稿）》内容看，科创成长层面向的是上市时未盈利的科创板公司，且存量的未首次实现盈利的科创板挂牌公司也将转入科创成长层，即未来股票简称后缀带“U”的即为科创成长层公司。

科创板第五套标准上市通道是“未盈利甚至未有收入”公司 IPO 会用的通道，对净利润、最近一年营业收入、最近三年经营活动产生的现金流量净额不设指标，但对预计市值要求较高，并要求主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。自去年 6 月证监会发布“科创板八条”以来，严把“硬科技”入口关，仅有 3 家未盈利企业科创板 IPO 申请获得了上交所受理。不过在 3 月 11 日的证监会党委扩大会议已提出“增强制度包容性、适应性，支持优质未盈利科技企业发行上市，稳妥恢复科创板第五套标准适用”，审核尺度边际已有效宽。此次在 3 月会议基础上，为适用科创板第五套标准 IPO 企业单列设置科创成长层，进一步凸显了监管层支持优质未盈利创新企业的决心。

存量科创板未盈利公司表现不俗。截至 2025 年 6 月 14 日，科创板累计有 54 家企业上市时未盈利，主要集中于新一代信息技术行业和生物医药行业，包括 21 家生物医药企业和 18 家集成电路企业。市值上，芯原股份、沪硅产业、九号公司、艾力斯等 32 家公司 A 股市值超百亿元，寒武纪、中芯国际、百利天恒等 3 家公司 A 股市值超千亿元。截至 2025 年 5 月底，54 家公司 IPO 筹资 2027.31 亿元，A 股总市值合计 1.43 万亿元，2024 年合计实现营业收入 1740.89 亿元，营收规模再创新高，增速显著高于科创板整体水平。其中，已有 22 家公司上市后实现首次盈利并“摘 U”，占上市时未盈利企业总数的 41%。

未盈利公司 IPO 通道正式重启有效回应市场关切。2024 全年以及 2025YTD，港股 IPO 融资规模均已超过 A 股。特别是今年以来（截至 2025/6/18），万得统计的港股 IPO 融资已达到 779.88 亿港元，A 股 IPO 融资仅有 358.62 亿人民币，只大约到港股 IPO 融资规模的一半。因而本次 IPO 对优质未盈利创新企业的开闸一定程度上回应了市场关切，截至 2025/6/20 科创板有 3 家未盈利排队公司为在审状态（含“已受理”、“已问询”等非中止状态），我们预计未盈利公司 IPO 通道正式重启将有效缩短排队审核周期，加快优质未盈利创新企业融资进程。

图表 13.当前科创板排队准上市公司中的未盈利企业

代码	最新公告日	企业名称	审核状态	所属行业(CSRC 公布)	拟募集资金(万元)
A24005.SH	2025/4/2	西安奕斯伟材料科技股份有限公司	已回复	计算机、通信和其他电子设备制造业	490,000.00
A25013.SH	2025/6/13	上海超硅半导体股份有限公司	已受理	计算机、通信和其他电子设备制造业	496,534.96
A25003.SH	2025/4/15	北京昂瑞微电子技术股份有限公司	已问询	计算机、通信和其他电子设备制造业	206,730.14

资料来源：万得，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任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，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