

晨会纪要

数据日期: 2025-06-04	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3376.20	10144.58	3868.74	11525.47	2844.42	986.11
涨跌幅度(%)	0.42	0.86	0.43	1.03	1.00	0.44
成交额(亿元)	4468.44	7062.02	2117.36	2689.03	3194.93	182.81

晨会主题

【重点推荐】

宏观与策略

固定收益月报: 债市阿尔法追踪-5月: 债市表现分化, 利率债下跌信用债上涨

【常规内容】

行业与公司

银行理财 2025年6月月报: 当“存款搬家”遇到监管指引

北交所 2025年5月月报: 北证50月内创历史新高, 机构对北交所关注度持续提升

电子行业周报: 中美关税博弈再反复, 自主可控紧迫性持续升级

传媒互联网周报: 香港通过稳定币新规, DeepSeek发布新版本并开源

医药生物周报(25年第22周): 血液净化器械行业分析, 关注产业链国产替代趋势

6月社服行业投资策略: 板块整体平稳, 把握强平台与强品牌的结构性机会

煤炭行业6月月报: 动力煤价止跌, 旺季反弹在即

公用环保 2025年6月投资策略: 两部委印发《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》, 促进新能源就近就地消纳

化工行业月报: 化肥及农药行业: 2025年5月月度观察-国际钾肥价格持续上涨, 突发事件影响农药供给

计算机行业专题: 稳定币香港政策落地, 关注板块投资机会

金融工程

金融工程专题报告: 金融工程专题研究-FOF系列专题之九: 基金经理逆向投资能力与投资业绩

金融工程周报: 股指分红点位监控周报-市场情绪平稳, IH升水, IF、IC及IM合约贴水

金融工程日报: A股延续上涨, 黄金珠宝概念再度上行、算力产业链集体反弹

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 06月05日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	23654.03	0.6

基金指数 06月05日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3248.93	0.01
股票基金指数	9962.68	0.51
混合基金指数	9220.33	0.41

汇率 06月05日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.14	0.43
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.84	0.01
美元兑日元	142.71	-0.88

非流通股解禁 06月05日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
内蒙一机	412.50	82.58	2025-06-03
华电重工	408.34	100.00	2025-06-02
宁波银行	7581.90	95.06	2025-05-16
新点软件	15651.92	100.00	2025-05-16
华兰股份	3782.78	100.00	2025-04-30
深城交	8400.00	100.00	2025-04-28
中科微至	6660.00	100.00	2025-04-28
戎美股份	16800.00	100.00	2025-04-28

【重点推荐】

宏观与策略

◆ 固定收益月报:债市阿尔法追踪-5月:债市表现分化,利率债下跌信用债上涨

主要结论:不考虑票息收益,行业维度来看,5月各个行业信用债普遍上涨,平均净价涨跌幅为0.14%,各行业涨幅相对均衡,不存在明显的 α 。期限维度来看,5月10年期以上国债有显著的负 α 。次级维度来看,5月保险公司债存在一定的 α 。

5月各品种收益率全景:5月债市表现分化。利率债方面,5月利率债收益率多数上行,国债和国开债收益率平均上行4BP,地方政府债收益率平均下行1BP。信用债方面,几乎全部信用债品种收益率下行,其中7年期、隐含评级在AA+以下的商业银行普通债收益率平均下行19BP,为收益率下行幅度最大的信用债品种。

行业阿尔法追踪:行业维度来看,5月各个行业信用债普遍上涨,平均净价涨跌幅为0.14%,各行业涨幅相对均衡,不存在明显的 α 。其中采矿业和金融业信用债平均净价上涨0.09%和0.07%,为涨幅相对较小的行业。

期限阿尔法追踪:5月10年期以上国债有显著的负 α 。数据显示,5月10年以上国债涨跌幅为-1.5%,涨幅显著超过其他利率债品种。其原因一是5月超长利率债收益率上行幅度超过其他期限品种;二是超长国债收益率上行幅度明显高于地方政府债。

次级阿尔法追踪:5月保险公司债存在一定的 α 。数据显示,5月保险公司债平均上涨0.1%,涨幅高于商业银行普通债和次级债0.03%。保险公司债的 α 主要源自5月7年以内保险资本补充债收益率下行幅度要高于商业银行债和次级债,且上述三个品种长期债券规模占比较小,中短期利率波动对整体价格影响更为显著。

公募债券基金排行榜:5月混合债券型二级基金平均涨跌幅领先其他类别公募债券基金。5月混合债券型二级基金平均涨跌幅为0.41%,混合债券型一级基金平均涨跌幅为0.27%,短期纯债基金平均涨跌幅为0.18%,中长期纯债型基金平均涨跌幅为0.12%。

风险提示:本报告为历史分析报告,不构成任何对市场走势的判断或建议,使用前请仔细阅读报告末页“免责声明”。

证券分析师: 赵婧(S0980513080004)、季家辉(S0980522010002)、董德志(S0980513100001)

【常规内容】

行业与公司

◆ 银行理财 2025 年 6 月月报:当“存款搬家”遇到监管指引

5月银行理财规模继续保持高增长。5月存款利率下行,而理财收益基准维持较高水平,这带动了银行理财规模扩张。从收益看,国股行一年期存款利率降至1%以下,而5月银行理财业绩表现较好,当月理财规模加权平均年化收益率2.57%,较上月持平;其中现金管理类产品年化收益率1.49%,纯债类产品年化收益率2.69%。收益率优势促进存款搬家和理财规模增长,5月份存量规模回升至31.3万亿元,环比上月回升0.5万亿元。

同时监管政策持续规范理财业务,理财产品的形态、运作模式仍在调整中。一方面,监管政策通过机构评级办法鼓励理财子公司重视业务质量,弱化规模增长。根据21世纪资管研究院披露,理财公司分类监管评级办法试点阶段相关内容正进入讨论期:未来银行理财分类监管评级办法不再鼓励银行理财公司单纯冲规模;评级要素包括公司治理、资管能力、风险管理、信息披露、投资者权益保护和信息系统六

大方面，其中资管能力权重最高。监管评级结果分为 1-6 级，数值越大即评级得分越低，越需要重点关注。评级结果为 1 级或 2 级的理财公司，可以优先试点创新类业务，评级为 5 级或 6 级的理财公司则为高风险理财公司，4 级及以上的理财公司可以限制非标资产投资、权益类资产投资、衍生品业务等。在具体的评价指标中，有不少定量指标体现了相关导向，如强调产品业绩达标率、提高混合类和权益类产品规模占比、提高长期限资金占比、压降现金管理类产品规模、压降委外投资规模等。另一方面，监管政策要求淡化收益基准。根据国家金监总局本月发布的相关政策，后续将“允许银行理财产品不披露业绩比较基准，披露则应明确测算依据等信息；同时，产品业绩比较基准应保持连贯性，且原则上不得调整”。或基于避免投资者将其误解为‘收益承诺’，尤其在打破刚兑背景下，可减少‘预期收益幻觉’的误导。对部分策略复杂（如另类投资）或难以量化收益的产品，不披露更显审慎。“不披露业绩比较基准”对消费者选择的影响具有双面性，短期内，可能会让依赖“基准”作为参考的投资者缺乏直观依据；但从长远来看，有助于引导投资者转向关注底层资产、风险等级等核心信息，从而推动理性决策。

当下，银行理财代销已成为银行财富中收占比最高的业务方向。后续理财产品形态将在符合监管导向、争取中收业务、满足存款搬家后的资金需求三者中取得平衡，实现自身规模和产品结构的调整。判断后续产品形态：一是理财报价基准将进一步下滑 30-50BP；二是负债长期化，资产短期化，这成为下一步理财配置资产重要方向；三是拓展权益等风险资产占比，探索可能的债券估值创新技术。

风险提示：宏观经济、货币政策超预期变化、政策监管风险。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）

◆ 北交所 2025 年 5 月月报：北证 50 月内创历史新高，机构对北交所关注度持续提升

本月北交所股票成交额活跃度保持在较高水平。

本月北交所新增上市公司 1 家，为天工股份（920068.BJ）。北交所上市公司总数为 266 家，总市值为 7956.22 亿元，流通市值为 4781.19 亿元，环比分别上升 7.8% 和 8.2%。

流动性和市场成交活跃度方面，本月北交所股票成交活跃度比上月微跌，单月成交数量和成交金额为 284.81 亿股和 6049.99 亿元，环比分别下降 8.0% 和 4.1%。两融方面，北交所 5 月两融余额日均值达到 53.67 亿元，与上月相仿，处在历史较高水平。

估值方面，截至 5 月 31 日，北证 50 指数市盈率（PE-TTM）为 47.71 倍，处于近两年 98.14% 的分位数水平，市净率（PB-MRQ）为 9.15 倍，处于近两年 95.46% 的分位数水平。股息率为 0.62 倍，处于近两年 0.83% 的分位数水平。按行业来看，以各行业的市盈率中位数排序（剔除负数）计算机市盈率最高，为 134 倍，其次为通信（111 倍）、建筑材料（96 倍）、社会服务（79 倍）和轻工制造（76 倍）。

北证 50 指数创历史新高，振幅大于同期其他主要指数。

本月北证 50 指数波动显著：月初至月中持续上涨，中期创历史新高 1500.31 后出现明显回落，月末波动反弹，整体振幅显著大于同期其他主要指数。本月沪深 300 收涨 1.8475%，创业板指数收涨 2.3181%，科创 50 收跌 -3.4956%。

从行业本月的回报表现来看，北交所行业仅通信行业收跌。上涨较多的行业为交通运输、国防军工、美容护理、有色金属、医药生物、纺织服饰等，上述行业涨幅中位数在 13% 以上。收跌行业为通信，该行业跌幅中位数 0.9%。按流通市值加权计算，涨幅较大的行业为有色金属、交通运输、国防军工、医药生物；本月按照流通市值加权无收跌行业。

本月涨幅排名前 10 的个股分别为：天工股份、路桥信息、七丰精工、花溪科技、国航远洋、华光源海、常辅股份、森萱医药、三友科技、瑞奇智造。

北交所一级市场概览。本月北交所新股上市 1 只，为天工股份（920068.BJ）。本月新股发行 1 只，为交大铁发（920027.BJ）。本月，共 67 家次企业更新发行上市项目审核动态，已受理 11 家，已问询 6 家，第二次已问询 11 家，第三次已问询 2 家，已回复 10 家，第二次已回复 5 家，第三次已回复 2 家，中止 6 家，终止撤回 5 家，终止其他 1 家，上市委通过 2 家，提交注册 4 家，注册生效 2 家。

政策与重要事件更新。北交所的政策组合拳围绕服务创新型中小企业高质量发展这一核心使命，从融资工具创新、市场能级跃升、资本运作提效三个维度协同发力。

风险提示：由于换手率不稳定导致的股价波动的风险，业绩增长不及预期的风险，贸易冲突、美国科技禁令的风险，流动性风险。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、陶鹏春（S0980511040002）

◆ 电子行业周报：中美关税博弈再反复，自主可控紧迫性持续升级

中美关税博弈再反复，自主可控紧迫性持续升级。过去一周上证下跌 0.03%，电子下跌 0.59%，子行业中元件上涨 2.21%，光学光电子下跌 1.27%。同期恒生科技、台湾资讯科技下跌 1.46%、1.15%，费城半导体上涨 1.18%。受中美关税博弈反复、基金行业新规所引致的超配行业减持压力影响，叠加 SMIC 一季度业绩表现低于预期，尽管公司反馈主因是“厂务问题”，但仍引致市场对于半导体高景气持续性以及成熟制程竞争格局恶化的担忧，同时由于中美关税博弈再度反复，美国加大对国内半导体技术限制，电子行情 5 月表现低迷。考虑到近期科技板块催化集中：小米发布国内首款 3nm 旗舰处理器芯片；央视《新闻周刊》报导“华为鸿蒙 PC 搭载 5 纳米芯片”；宇树亮相全球首场人形机器人格斗大赛，科技板块热度有明显回升。我们坚定看好 2025 年电子板块在“宏观政策周期、产业库存周期、AI 创新周期”共振下的“估值扩张”行情，重点关注半导体自主可控、存储周期回暖及端侧 SoC 创新。

EDA 供应将受限，半导体全产业链国产化仍是主旋律。全球 EDA 大厂 Synopsys 在官网称于 5 月 29 日收到了美国 BIS 关于中国新出口限制的信函，目前正在评估对其业务、经营业绩和财务状况的潜在影响。另一家 EDA 大厂 Cadence 在 29 日提交的文件中表示于 5 月 23 日收到了 BIS 的通知，如果交易一方位于中国或是中国的“军事最终用户”，则出口、再出口或在国内转让受控制的 EDA 软件和技术需要获得许可证。我们认为本次 EDA 受限再次表明半导体全产业链国产化的战略意义，继续推荐具有国产空间和能力的模拟芯片产业链圣邦股份、杰华特、思瑞浦、纳芯微、中芯国际、华虹半导体等。

存储价格向好，持续看好存储产业链产业升级机遇。根据 Trendforce 数据，1Q25 NAND Flash 在库存压力和终端客户需求下滑的情况下，平均销售价格季减 15%，出货量减少 7%，前五大 NAND Flash 品牌厂营收合计为 120.2 亿美元，季减近 24%。进入 2Q25，随终端买家库存逐渐降至健康水位，NAND Flash 价格触底反弹，预计 2Q25 品牌厂营收有望增长 10%。目前原厂仍保持谨慎控制产能，随着后续 3Q25 服务器端需求有望随 NVIDIA GB200 等 AI Server 陆续出货进一步增长，存储价格有望保持修复态势。在此基础上，国产模组迎来企业级、手机嵌入式存储等市场国产化增量，本土手机品牌带动新兴存储方案应用推进，建议关注产业链相关公司德明利、江波龙、佰维存储、联芸科技、北京君正及兆易创新等。

英伟达季度收入持续创新高，数据中心收入持续高增。5 月 29 日，英伟达发布 FY1Q26 业绩，营收实现 440.62 亿美元 (YoY 69.2%，QoQ 12.0%)；其中数据中心收入 391.12 亿美元 (YoY 73.3%，QoQ 9.9%)，Blackwell 贡献了近 70% 的收入。英伟达表示，全球对人工智能基础设施的需求空前强劲，AI 超级计算机 Blackwell NVL72 正通过全球领先的系统制造商和云服务提供商进入全面量产阶段；作为 Blackwell Ultra 的后续产品，GB300 将于当前季度投产。我们认为 AI 基础设施建设仍是需求确定性高增长的投资主线，建议持续关注：工业富联、沪电股份、龙芯中科、联想集团、立讯精密、晶晨股份等。

雷鸟发布 AR 新品 X3 Pro，成为全球首款量产版全彩刻蚀光波导 AR 眼镜。5 月 27 日，雷鸟推出旗舰款 AR 眼镜雷鸟 X3 Pro 集成了 AI 翻译、空间导航、AI 录音、通话转文字、第一视角摄影摄像等多种功能，是全球首款量产版全彩刻蚀光波导 AR 眼镜。此外，雷鸟创新还宣布，与阿里云、高德地图、蚂蚁集团等多家达成合作，将在眼镜的大模型、地图导航、眼镜安全等多个领域展开深度合作。AR 眼镜是多模态大模型交互的理想载体，我们长期看好行业发展，建议关注：恒玄科技、翱捷科技、天岳先进、福立旺、舜宇光学科技、水晶光电、蓝特光学、韦尔股份等。

5 月 Top 8 电视品牌采购量同比增长 4%，关注 6 月促销活动对 TV 需求影响。4-5 月由于偏高的库存压力中国 TV 品牌采购相对保守，关注 618 促销对后续补货需求的影响。外销市场沃尔玛黑五订单已释放，品牌或代工备货需求预计提前至 6-7 月，据迪显咨询，5 月 Top 8 电视品牌采购总量同比增长 4%，预计 6 月同比增长 3%。供给端 5 月面板厂控产应对需求减弱，产出总量同比下滑 9%，预计 6 月同比下滑 2%。我们认为，在经历了长时间陆资厂商大规模扩张、全球产业重心的几度变迁之后，LCD 的高世代演进趋势停滞、竞争格局洗牌充分，推荐京东方 A 等。与此同时，LCD 产业的崛起增强了国产电视品牌及 ODM 的出海竞争力，推荐兆驰股份、康冠科技、传音控股等。

重点投资组合

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

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

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

被动元件：顺络电子、风华高科、三环集团、洁美科技、江海股份

风险提示：下游需求不及预期；产业发展不及预期；行业竞争加剧。

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

联系人： 连欣然

◆ 传媒互联网周报：香港通过稳定币新规，DeepSeek 发布新版本并开源

传媒板块本周表现：行业上涨 1.73%，跑赢沪深 300，跑赢创业板指。本周（5.24-5.30）传媒行业上涨 1.73%，跑赢沪深 300（-1.08%），跑赢创业板指（-1.40%）。其中涨幅靠前的分别为元隆雅图、时代出版、游族网络、ST 返利等，跌幅靠前的分别为昆仑万维、盛通股份、因赛集团、每日互动等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 5 位。

重点关注：香港《稳定币条例》正式成为法例，DeepSeek 发布新版本并开源。1）香港特别行政区政府于 5 月 30 日在宪报刊登《稳定币条例》，这意味着《稳定币条例》正式成为法例；2）DeepSeek-R1-0528 发布并开源，相比前代版本，R1-0528 在代码生成速度、推理精度以及前端开发能力上均有显著提升，在减少模型幻觉问题上与 o3 和 Gemini-2.5Pro 等顶尖模型保持一致；3）Perplexity AI 近期推出了 Perplexity Labs，定位为面向复杂任务的 AI 驱动解决方案，能够在 10 分钟内完成从创意到成品的完整流程。

本周重要数据跟踪：《Whiteout Survival》蝉联手游榜首。1）本周（5 月 26 日-6 月 1 日）电影票房 4.81 亿元。票房前三名分别为《碟中谍 8：最终清算》（1.85 亿元，票房占比 38.3%）、《星际宝贝史迪奇》（0.67 亿元，票房占比 17.7%）、《时间之子》（0.55 亿元，票房占比 6.8%）；2）综艺节目方面，《无限超越班第三季》、《歌手 2025》、《奔跑吧第九季》、《哈哈哈哈哈第五季》和《天赐的声音第六季》排名居前；3）游戏方面，2025 年 4 月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、腾讯《PUBG Mobile》和米哈游《崩坏：星穹铁道》。

投资建议：短期业绩周期向上，中长期持续看好 AI 应用及 IP 潮玩。1）基本面底部改善，关注游戏、广告媒体、影视等板块，把握个股 α 。游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、巨人网络、姚记科技、心动公司等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、哔哩哔哩等）；影视内容关注供给端底部改善可能，渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；高分红、低估值以及市值管理提升角度关注国有出版板块；2）行业 β 持续看好高景气的 IP 潮玩以及从 0 到 1 阶段的 AI 应用。IP 潮玩推荐泡泡玛特、浙数文化、姚记科技等；AI 应用重点把握应用场景机会，关注游戏、玩具、广告、教育、电商、社交、等方向；2B/2G 关注营销、教育等领域落地可能；2C 关注 AI 游戏、AI 玩具等领域。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 医药生物周报（25 年第 22 周）：血液净化器械行业分析，关注产业链国产替代趋势

本周医药板块表现强于整体市场，化学制药板块领涨。本周全部 A 股下跌 0.05%（总市值加权平均），沪深 300 下跌 1.08%，中小板指下跌 1.55%，创业板指下跌 1.40%，生物医药板块整体上涨 2.21%，生物医药板块表现强于整体市场。分子板块来看，化学制药上涨 3.83%，生物制品上涨 3.14%，医疗服务上涨 2.46%，医疗器械上涨 0.54%，医药商业下跌 0.39%，中药上涨 0.62%。医药生物市盈率（TTM）34.03x，处于近 5 年历史估值的 69.61%分位数。

血液净化行业受益于人口老龄化与治疗渗透率提升。血液净化的基础治疗方式包括血液透析/滤过/灌流、腹膜透析、连续性肾脏替代治疗、血浆置换/吸附等。其中，血液透析是终末期肾病（ESRD）最主要的治疗方式，全球 ESRD 患者数量持续增长，叠加中国透析治疗率远低于日美等发达国家，政策推动下透析治疗渗透率提升空间巨大。连续性肾脏替代治疗（CRRT）是急性肾衰竭等各种危重病救治重要的支持措施，在重症治疗日益普及的推动下，市场规模有望快速扩容。

血液净化器械行业国产替代加速。血液净化器械主要包括设备和耗材。外资品牌如费森尤斯、贝朗、百特等占据主导地位，外资品牌份额耗材（血透器 40-50%、管路 20-30%）>设备（血透机约 50%、CRRT 设备约 60%）。国产品牌逐步崛起，正从耗材国产替代向高端设备突破升级。主要国产厂商包括威高血净（通过“自主研发+国际合作”实现血净器械全产业链布局）、山外山（CRRT 设备国产领跑者，布局“设备+耗材+服务”生态）、健帆生物（血液灌流器国产龙头）以及主要布局血透耗材的三鑫医疗、宝莱特、天益医疗等。

风险提示：研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

联系人： 凌琰

◆ 6 月社服行业投资策略： 板块整体平稳，把握强平台与强品牌的结构性机会

n 行情回顾：5 月 A 股社服跑输基准 3.6pct，港美股部分出行链龙头财报发布后行情创新高。5 月 A 股社服板块跑输基准 3.6pct，A 股社服整体表现震荡；港美股出行链公司结构性亮点突出，其中年初至今同程旅行+21.7%、亚朵+16.4%、华住集团-S+10.0%领涨出行板块，同程与亚朵更是在一季报发布后股价创新高。酒店是 OTA 的重要上游部分，OTA 平台与酒店品牌的业绩与股价分化反映着行业与公司内在的逻辑变化：

Ø平台 PK 品牌：酒店行业供过于求，平台相对优势凸显。酒店行业因本身稳定现金流属性及租金下行期门店盈余额地增加，吸引更多高净值人士、国资企业、金融机构等不同背景的投资人参与，预计 2025 年酒店供给维持目前 5-10%增速区间。参考 2024 年我国星级饭店入住率 49.2%，行业本身供大于求，而新增供给对单店引流提出更高要求，除龙头公司（按房间量计 CR10 仅 24%）可以依靠自身中央预订渠道导流外，其余酒店对外部 OTA 平台依赖度较强，由此带来平台更高的产业链议价能力，同时结合平台竞争格局处于稳态运行周期，龙头增长的确定性较高。

Ø平台端：收入维持景气增长，国内稳定格局下在线旅游龙头对利润率自主把控性强。受益于休闲旅游韧性与在线化渗透，OTA 一季报收入双位数增长、均符合彭博预期，而利润表现超预期。其中携程去年高利润率出境游业务恢复性增长叠加国内降本增效，有效弥补 Trip.com 扩张的扰动，股价创新高；今年出境量增速趋于常态化叠加行业价格同比回落，海外人员与营销投放增加预计对利润率存在负向扰动，实际一季度海外出行淡季公司利润率下滑幅度好于预期，公司继续维持海外全年投放预算同时把握灵活度。下沉市场酒店目前竞争格局相对稳定，同程去年下半年以来积极优化营销与补贴效率，同时出境游投放更理性克制，公司进入稳健的利润率上行通道，业绩后股价创新高。

Ø品牌端：逆风期经营效能分化加大，龙头以会员强化与多维变现破局，股东回报积极增强吸引力。行业 RevPAR 周期扰动，一季报酒店集团收入大多持平左右，利润分化。龙头轻资产扩张、会员渠道强化一定程度上抵御周期逆风，酒店中亚朵、华住份额扩张最快，中央预订导流能力领先；首旅标准店增速赶超锦江。其中亚朵凭借线上零售超预期表现以及轻资产主导的酒店业务双位数增长，逆势上调全年营收指引，住宿与零售体验相互赋能、客群扩圈效果突出。此外，继华住去年启动 3 年最高 20 亿美元股东回报后，亚朵宣布 3 年不低于 50%的股息与累计不超过 4 亿美元的回购额度；参考海外酒店龙头成熟期股东回报率 5%上下，轻资产扩张与龙头集中趋势下国内龙头股东回报可持续性较强。

n 投资建议：目前经济环境和市场风格下建议配置同程旅行、携程集团-S、美团-W、蜜雪集团、亚朵、中国东方教育、学大教育、北京人力、科锐国际、九华旅游等。中线优选中国中免、美团-W、蜜雪集团、亚朵、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、中国东方教育、同程旅行、北京人力、BOSS 直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、海南机场、米奥会展、君亭酒店、峨眉山 A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、东方甄选等。

n 风险提示：宏观、疫情等系统性风险；政策风险；收购低于预期、股东减持风险、市场资金风格变化等。

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

◆ 煤炭行业 6 月月报：动力煤价止跌，旺季反弹在即

1. 煤炭板块收涨，跑赢深 300 指数。5 月临近需求旺季，煤炭板块底部反弹。5 月中信煤炭行业收涨 3.6%，沪深 300 指数收涨 1.8%，跑赢沪深 300 指数 1.7 个百分点。
2. 供给：2025 年 4 月国内供应明显减量，全国原煤产量同比增加约 1800 万吨，但环比减少约 5100 万吨；截至 5 月 25 日，5 月样本煤矿累计产量同比小幅增长，环比微降。国内生产方面，2024 年 1-4 月，全国原煤产量累计完成 15.8 亿吨，同比增加 6.6%；其中 4 月份，全国原煤产量完成 3.9 亿吨，同比增加 3.8%，环比-11.6%；分产区看，主产地产量环比均有所减少，但仅内蒙古产量同比减少。4 月煤炭进口量环比-2.3%，同比-16.4%，保持相对低位；且价格维持倒挂，进口量有望维持相对低位。进口方面，1-4 月，国内进口煤及褐煤 1.5 亿吨，同比减少 5.3%；其中 4 月，进口煤及褐煤 3783 万吨，同比减少 16.4%。分地区看，印尼煤进口量环比明显减少，澳煤环比明显增加。此外 5 月上半月印尼动力煤参考价 HBA 全面上调，5 月下半月我国主要进口的印尼低卡煤 HBA 仍有小幅上调，预计进口量维持相对低位。
3. 需求：4 月逐渐进入需求淡季，整体看，除化工煤保持旺盛需求外，铁水产量相对较高、钢铁冶炼端需求尚可，但电煤、水泥需求不佳，整体看 4 月商品煤需求环比下滑，增速收窄。1-4 月，全国商品煤消费量为 16.6 亿吨，同比增加 0.3%；其中 4 月，全国商品煤消费量为 3.9 亿吨，同比增加 0.7%。分下游看，4 月全社会用电量同比+4.7%，增速相比 3 月小幅下滑 0.1pct，4 月全社会规上发电量同+0.9%，增速环比 3 月下降 0.9pct，其中新能源高增，水电同比转负，火电同比维持-2.3%。化工煤需求维持高位，截至 5 月 30 日，2025 年煤制 PVC、煤制乙二醇、煤制甲醇分别同比增加 2.3%、增加 14.1%、增加 12.6%。1-4 月，合成氨累计产量同比+7.2%，4 月产量同比+6.8%。焦煤价格下滑，下游焦厂、钢厂盈利尚可，生产积极性较高。4 月粗钢产量同比持平，钢材出口量同比增长 13.4%。下游需求疲软，4 月水泥产量同比由正转负。
4. 库存：港口、重点煤矿库存高位，电厂库存高位有所回落。主流港口库存保持高位，北港库存降低主要系调入受限；煤矿库存高出去年同期约 1100 万吨的水平；六大发电集团库存同比微降。随着气温升高，库存煤炭有自燃、热值下降等风险，当前疏港压力仍较大，未来港口去库情况仍是影响煤价的主要因素之一。随着下游需求旺季的到来，炼焦煤港口库存回落；下游（焦化厂/钢厂）利润尚可，生产积极性较高，库存有所提高，但整体维持刚需采购。但当前下游逐渐进入生产淡季，铁水产量下滑，刚性需求减少，预计库存回落。
5. 价格：随着旺季临近，5 月末动力煤价止跌，旺季反弹在即，去库水平及日耗决定反弹程度；焦煤价格则探底。动力煤方面，5 月消费淡季动力煤价格继续下跌，月末随着旺季临近，市场情绪回暖，煤价止跌。展望 6 月，日耗进入上升通道，煤价有望反弹；但仍需关注日耗、来水、去库以及煤炭进口情况。焦煤方面，焦煤市场供应偏宽，焦煤价格仍在探底，且随着下游进入需求淡季，叠加低价蒙煤进口冲击，价格压力增加。
6. 投资建议：当前日耗进入上行通道，支撑煤价反弹，且板块在经过前期的调整已处于相对底部的位置，建议关注左侧布局机会。同时也应当关注港口去库水平、来水等情况。建议重点关注（1）业绩稳健的煤企龙头：中国神华、中煤能源、陕西煤业等；（2）成长稳健标的：电投能源、晋控煤业、淮北矿业等；（3）煤机龙头天地科技等。
7. 风险提示：海外经济放缓；产能大量释放；新能源的替代；安全事故影响。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、胡瑞阳（S0980523060002）

◆ 公用环保 2025 年 6 月投资策略：两部委印发《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》，促进新能源就近就地消纳

市场回顾：5 月沪深 300 指数上涨 1.85%，公用事业指数上涨 2.31%，环保指数 3.42%，月相对收益率分别为 0.47%和 4.98%。申万 31 个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第 16 和第 1 名。分板块看，环保板块上涨 6.83%；电力板块子板块中，火电上涨 2.29%；水电上涨 2.13%，新能源发电上涨 2.76%；水务板块上涨 2.02%；燃气板块上涨 2.02%。

重要事件：两部委印发《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》。国家发改委、能源局发文，明确绿电直连是指风电、光伏等新能源通过专用线路直供单一用户，分为并网型和离网型。鼓励民企等市场主体投资，要求“以荷定源”，新能源自发自用比例不低于 60%，余电上网比例一般不超 20%。项目整体参与电力市场交易，需缴纳输配电费等费用，并规范计量结算。该政策旨在推动新能源就近消纳，促进绿色电力消费模式创新。

专题研究：生物质发电行业电价补贴政策变迁。中国生物质发电补贴政策经历了四个阶段的演变：2006 年《可再生能源法》确立“燃煤电价+0.25 元/kWh”的 15 年补贴机制；2010 年对农林生物质发电实行 0.75 元/kWh 的全国统一标杆电价；2012 年规定垃圾焚烧发电按每吨垃圾折算 280kWh 电量享受 0.65 元/kWh 电价；2020 年改革为按 82,500 小时全生命周期核定补贴，并规定新增项目通过竞争配置确定电价，不再享受中央补贴。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源，区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源，以及开展新能源与智算中心一体化深化算电协同标的金开新能；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有区位优势，量价张力较强的城市燃气龙头华润燃气，以及具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源；环保：1. 水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境，中山公用；2. 中国科学仪器市场份额超过 90 亿美元，国产替代空间广阔，推荐聚光科技；3. 欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能；4. 煤价下行背景下，秸秆价格同步下降，农林生物质发电行业成本端改善明显，推荐长青集团。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人： 崔佳诚

◆ 化工行业月报：化肥及农药行业：2025 年 5 月月度观察-国际钾肥价格持续上涨，突发事件影响农药供给

钾肥供需紧平衡，国际钾肥价格持续上行。我国是全球最大的钾肥需求国，而钾肥资源供给相对不足，进口依存度超过 60%，2024 年我国氯化钾产量 550 万吨，同比降低 2.7%，进口量 1263.3 万吨，同比增长 9.1%，创历史新高。截至 2025 年 5 月底，国内氯化钾港口库存为 198 万吨，较去年同期减少 112 万吨，降幅为 36.3%。未来由于粮食生产安全愈发被重视，预计国内钾肥安全库存量将提升到 400 万吨以上。5 月份国内钾肥供应端维持紧平衡，国产钾发运按需推进，港口库存低位，62%钾主流报 3200 元/吨左右，月均价环比持平于 2956 元/吨。国际钾肥市场延续供应趋紧、价格强势格局，加拿大生产商淡季逆势将报价上调至 FOB 390 美元/短吨。印度港口库存单月去库 34%至 132 万吨，补库压力向长协谈判传导，6 月 4 日白俄罗斯与印度 IPL 以 349 美元/吨的价格达成交易，发货至 2025 年 12 月份，货量为

65 万吨。

磷化工行业的景气度取决于磷矿石价格的景气度，看好磷矿石长期价格中枢维持较高水平。近两年来，我国可开采磷矿品位下降，开采难度和成本提升，而新增产能投放时间周期较长，同时需求端以磷酸铁锂为代表的下游新领域需求不断增长，国内磷矿石供需格局偏紧，磷矿的资源稀缺属性日益凸显，30%品位磷矿石市场价格在 900 元/吨的高价区间运行时间已超 2 年。据百川盈孚，截至 2025 年 5 月 31 日，湖北市场 30%品位磷矿石船板含税价 1040 元/吨，云南市场 30%品位磷矿石货场交货价 970 元/吨，均环比上月底持平。

磷肥出口指导公布，出口利润可观。2025 年磷肥出口政策延续总量控制原则，强调“国内优先、适当出口、自律出口、以外补内”，出口配额较去年有所缩减，但窗口期集中于 5-9 月，法检时间优化至半个月。出口配额分两批发放，首批集中在 5-9 月高峰期。5 月 30 日磷酸一铵波罗的海 FOB 现货价与湖北地区市场价价差约 1407.82 元/吨，中国磷酸二铵 FOB 价格与山东地区市场价价差约 1123.06 元/吨，当前海外磷肥价格高于国内，磷肥出口政策将在短期内缓解国内淡季市场的下行压力。

康宽供给突发受限，草甘膦价格上涨。友道化学氯虫苯甲酰胺（康宽）名义产能 1.1 万吨/年，国内产能占比达 41%，此次突发爆炸事故后，氯虫苯甲酰胺价格有望出现阶段性上涨。据中农立华，6 月 2 日康宽报价 25 万元/吨以上，较上周上涨 2.2 万元/吨；另据中农纵横，目前 K 胺市场报价在 18-20 万元/吨，相比一季度均价 13 万元/吨，上涨幅度为 27%-35%。5 月华东地区草甘膦市场价格上涨 400 元/吨，涨幅 1.72%，美国农业部预测今年巴西的大豆、玉米种植面积仍将继续增加，进而对草甘膦需求量也将增加，结合往年 6-8 月为南美的进口旺季，我们看好 6-8 月份中国出口到南美的草甘膦数量提升，也将对价格形成有效拉动。

投资建议：1) 钾肥：看好钾肥资源稀缺属性，重点推荐【亚钾国际】，预计公司 2025、2026 年氯化钾产量分别为 280 万吨、400 万吨，前三个百万吨完全满产有望达到 500 万吨产量。

2) 磷化工：磷化工以磷矿石为起点，下游以农化制品为主，具有刚需属性，近几年来随着含磷新能源材料等新应用领域不断扩展，而国内磷矿石因多年无序开采面临品位下降问题，新增产能及进口磷矿石短期内难以放量，磷矿石的资源稀缺属性日益凸显，我们看好磷矿石长期价格中枢维持较高水平；重点推荐磷矿储量丰富的磷化工全产业链龙头【云天化】、【兴发集团】，建议关注磷矿石自给率提升的【湖北宜化】、【云图控股】。

3) 农药：重点推荐布局氯虫苯甲酰胺原药多年的【利尔化学】，公司近些年在国内外做了大量的市场布局，目前已获得多个国家的氯虫苯甲酰胺原药登记，5000 吨/年生产装置正在加紧建设之中。建议关注具有氯虫苯甲酰胺替代品产能的【利民股份】（甲维盐、阿维菌素）、【扬农化工】（拟除虫菊酯类杀虫剂）、【海利尔】（双酰胺类杀虫剂）。建议关注草甘膦龙头公司【兴发集团】，公司拥有草甘膦产能 23 万吨/年，排名国内第一、全球第二。

风险提示：安全生产和环境保护风险；磷化工产品需求不及预期的风险；产能扩张导致的市场风险；原材料价格波动的风险等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）

联系人： 王新航

◆ 计算机行业专题：稳定币香港政策落地，关注板块投资机会

稳定币是一种旨在与某些资产（通常是货币）维持相对稳定价值的虚拟资产。其主要特征在于通过足额资产储备或算法机制，将币值保持与目标资产（如美元、人民币、黄金等）基本挂钩，从而减小价格波动。稳定币既具备数字货币的便捷性和透明度，又具备法币资产的稳定性，被广泛用作区块链生态中的“链上现金”。

中心化模式的美元稳定币（USDT、USDC）为主导地位。按照维持价格稳定的不同机制划分，稳定币的主要类型包括法币支持型（以法币为抵押，如 USDC、USDT、TUSD、GUSD）、加密货币支持型、商品支持型和算法型等。USDT、USDC 作为美元稳定币的代表，其监管模式为香港法币稳定币的合规化提供了参考范本，而香港条例进一步强化了资本充足性（最低 2500 万港元）与储备隔离要求（定期审计披露）。香港通过立法明确稳定币的定义与类型，为沙盒参与者的合规发行提供了制度基础，也为跨境支付、RWA

等场景的落地铺平了道路。

稳定币总市值爆发式增长，目前已达 2463.82 亿美元。根据 PANews 官网数据，截至 2025 年 5 月 26 日，全球稳定币总市值已攀升至约 2463.82 亿美元（约合人民币 2.46 万亿元），较 2019 年的约 50 亿美元增长了约 4927.64%，呈现出爆发式增长态势。目前，稳定币占加密货币总市值的 7.04%，进一步巩固了其市场核心地位。

稳定币是多链生态的“桥梁资产”。稳定币活跃度直接体现了各条链的支付能力、流动性和真实用户使用量。当前稳定币发行主要集中在 USDT (Tether)、USDC (Circle)、DAI (MakerDAO) 和新兴的 USDE (Ethena) 等头部资产上。

证券分析师：熊莉 (S0980519030002)、库宏焱 (S0980520010001)

联系人：云梦泽

金融工程

◆ 金融工程专题报告：金融工程专题研究-FOF 系列专题之九：基金经理逆向投资能力与投资业绩

逆向投资作为投资领域中独具特色的流派，一直备受市场关注，尽管常被简化为“在低位买入，在高位卖出”，但其内涵远比这复杂。历史上巴菲特、邓普顿等投资大师凭借敏锐的市场洞察力，通过逆向操作取得了成功，然而这些案例多依赖于个人经验和特定情景，难以精准量化。鉴于此，本文尝试对逆向投资进行量化刻画，通过引入情绪 Beta，定量构建了基金经理逆向投资能力因子。实证结果表明如果基金经理的超额收益更多来自于市场投资者观点趋于一致时，其未来业绩表现会更好。

情绪 Beta 与资产收益

“逆向”是指与大多数投资者不同的投资方向。我们用换手率来代表投资者观点分歧度，当投资者分歧度减小、观点趋于一致时，逆向投资者更善于在这种环境下获取超额收益。进一步，我们在资本资产定价模型下构建了情绪 Beta，以衡量基金经理的逆向投资能力。实证结果表明在股票、行业和基金等不同资产类别中，低情绪 Beta 的资产在未来往往有更好的业绩表现。

逆向投资能力的量化表达

基于基金持仓的逆向投资能力因子。在扩展后的多因子模型下，计算每只股票的情绪 Beta 值，并根据基金半年报和年报公布的个股持仓权重进行加权，得到基于基金持仓的逆向投资能力因子，该因子 RankIC 均值为-7.30%，年化 RankICIR 为-0.92，胜率 67.21%。

基于基金收益的逆向投资能力因子。将基金收益作为因变量，采用扩展后的多因子模型对其进行回归，回归得到的情绪 Beta 定义为基于基金收益的逆向投资能力因子，该因子同样具备显著的预测效果，因子 RankIC 均值为-8.92%，年化 RankICIR 为-1.04，胜率 75.41%。

逆向投资能力因子。将基于持仓和基于收益两个逆向投资能力因子等权合成，作为基金经理的逆向投资能力因子。2015 年以来，逆向投资能力因子 RankIC 均值为-10.85%，年化 RankICIR 为-1.39，胜率 78.69%。

逆向投资能力因子的特质

低相关性与强增量性。逆向投资能力因子与国信金工团队先前构建的 9 大类选基因子的相关性极低，相关性均值的绝对值均在 0.1 以下。在加入逆向投资能力因子之后新综合选基因子对基金未来业绩有了更强的预测效果，新综合选基因子的 RankIC 均值从 11.51%提高至 13.57%，RankICIR 从 1.81 提高至 2.03。

高预测性与强适应性。2015 年以来，逆向投资能力因子 RankIC 均值为-10.85%，年化 RankICIR 为-1.39，具备高预测性。近几年，如收益类因子、隐形交易能力因子等先前表现优异的因子出现了较大波动，而逆向投资能力因子仍有出色的表现，RankIC 均值高达-11.20%，年化 RankICIR 为-1.41，展现出在不同市场环境下的强适应性。

风险提示：市场环境变动风险，本报告基于客观数据，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、陈梦琪（S0980524070009）

◆ 金融工程周报:股指分红点位监控周报-市场情绪平稳, IH 升水, IF、IC 及 IM 合约贴水

成分股分红进度

截至 2025 年 6 月 4 日:

上证 50 指数中, 有 14 家公司处于预案阶段, 18 家公司处于决案阶段, 5 家公司进入实施阶段, 8 家公司已分红, 4 家公司不分红;

沪深 300 指数中, 有 89 家公司处于预案阶段, 105 家公司处于决案阶段, 26 家公司进入实施阶段, 52 家公司已分红, 27 家公司不分红;

中证 500 指数中, 有 81 家公司处于预案阶段, 182 家公司处于决案阶段, 36 家公司进入实施阶段, 111 家公司已分红, 90 家公司不分红;

中证 1000 指数中, 有 93 家公司处于预案阶段, 338 家公司处于决案阶段, 97 家公司进入实施阶段, 253 家公司已分红, 219 家公司不分红。

行业成分股股息率比较

我们对当前已披露分红预案的个股股息率进行了统计, 其中, 煤炭、银行和钢铁行业的股息率排名前三。

已实现及剩余股息率

截至 2025 年 6 月 4 日:

上证 50 指数已实现股息率为 0.19%, 剩余股息率 2.17%;

沪深 300 指数已实现股息率为 0.31%, 剩余股息率 1.69%;

中证 500 指数已实现股息率为 0.36%, 剩余股息率 0.99%;

中证 1000 指数已实现股息率为 0.35%, 剩余股息率 0.69%。

股指期货升贴水情况跟踪

截至 2025 年 6 月 4 日, IH 主力合约年化升水 1.28%, IF 主力合约年化贴水 3.75%, IC 主力合约年化贴水 10.85%, IM 主力合约年化贴水 19.26%。

风险提示: 市场环境变动风险, 公司分红方案变动风险。

证券分析师: 张欣慰 (S0980520060001)、张宇 (S0980520080004)

◆ 金融工程日报:A 股延续上涨, 黄金珠宝概念再度上行、算力产业链集体反弹

市场表现: 今日(20250604) 市场全线上涨, 规模指数中中证 2000 指数表现较好, 板块指数中创业板指表现较好, 风格指数中中证 500 价值指数表现较好。商贸零售、轻工制造、通信、消费者服务、纺织服装行业表现较好, 交通运输、国防军工、综合、电力公用事业、银行行业表现较差。珠宝、光模块(CPO)、PVC 地板、啤酒、电子烟等概念表现较好, 快递、铁路运营精选、EDA、长三角自贸区、物流骨干网等概念表现较差。

市场情绪: 今日市场情绪较为高涨, 收盘时有 87 只股票涨停, 有 2 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 2.86%, 昨日跌停股票今日收盘收益为-0.09%。今日封板率 64%, 较前日下降 7%, 连板率 30%, 较前日下降 2%。

市场资金流向: 截至 20250603 两融余额为 18045 亿元, 其中融资余额 17927 亿元, 融券余额 118 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.3%, 两融交易占市场成交额比重为 8.1%。

折溢价: 20250603 当日 ETF 溢价较多的是大湾区 ETF, ETF 折价较多的是创新药 ETF 华泰柏瑞。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 13 亿元, 20250603 当日大宗交易成交金额为 9 亿元, 近半年以来平均折价率 5.54%, 当日折价率为 7.33%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主

力合约的年化贴水率中位数分别为 1.44%, 3.16%, 8.86%, 12.10%, 当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 13.34%, 处于近一年来 13%分位点, 当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 14.19%, 处于近一年来 9%分位点; 当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 18.23%, 处于近一年来 13%分位点; 当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 23.53%, 处于近一年来 8%分位点。

机构关注与龙虎榜: 近一周内调研机构较多的股票是鼎泰高科、思泉新材、华利集团、广誉远、海信视像、晶科能源、震裕科技、汉嘉设计等, 鼎泰高科被 130 家机构调研。20250604 披露龙虎榜数据中, 机构专用席位净流入较多的股票是华森制药、汇金股份、恒宝股份、天津普林、莱绅通灵、尤夫股份、启迪环境、潮宏基、科恒股份、巨力索具等, 机构专用席位净流出较多的股票是百利电气、乐普医疗、天元宠物、御银股份、雄帝科技、中科金财、江山欧派、金陵体育、康力源、我乐家居等。陆股通净流入较多的股票是翠微股份、乐普医疗、中科金财、恒宝股份、华宝股份、诺德股份等, 陆股通净流出较多的股票是雪人股份、百利电气、潮宏基、华森制药、香飘飘等。

风险提示: 市场环境变动风险; 本报告基于历史客观数据统计, 不构成投资建议。

证券分析师: 张欣慰 (S0980520060001)

联系人: 李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	781.14	-0.38	ICE 布伦特原油	65.63	1.54
白银	8461.00	0.23	铜	78370.00	0.42
铝	20140.00	0.59	铅	16600.00	0.39
豆一	4117.00	-0.31	锌	22730.00	0.66
豆粕	2767.00	-0.28	镍	121920.00	0.50
玉米	2327.00	0.04	锡	254430.00	1.69
螺纹钢	2886.00	0.94	SR507	5857.00	-0.11

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	99.6	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
600967.SH	内蒙一机	412.50	170338.18	82.58	2025-06-03
601226.SH	华电重工	408.34	116701.00	100.00	2025-06-02
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24
601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21

001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
603216.SH	梦天家居	16600.00	22136.00	100.00	2024-12-16
301138.SZ	不适用	9000.00	12000.00	100.00	2024-12-16
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日涨跌幅(%)	1周涨跌幅(%)	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)	30天波动率(%)
道琼斯工业平均指数	42427.73	-0.216126	49.87	49.87	49.87	49.87	43.63
德国 DAX 指数	24276.48	0.767321	90.59	5.15	8.73	31.89	48.86
法 CAC40 指数	7804.67	0.525900	0.21	0.43	-3.02	-1.67	47.02
恒生指数	23654.03	0.601978	1.70	5.10	3.10	28.24	69.32
沪深 300 指数	3868.74	0.434300	0.84	2.60	-0.42	6.99	68.45
美国 SP500 指数	5970.81	0.007370	1.39	4.99	3.33	12.84	48.13
纳斯达克综合指数	19460.49	0.317182	1.88	8.24	6.42	15.44	51.18
日经 225 指数	37747.45	0.802845	0.06	2.48	1.11	-2.80	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	300059.SZ	东方财富	20.9400	1.3553	无数据	300059.SZ	东方财富	20.9400	1.3553	无数据
2	603259.SH	药明康德	65.1200	1.0082	无数据	603259.SH	药明康德	65.1200	1.0082	无数据
3	000858.SZ	五粮液	124.5500	-0.1043	无数据	300502.SZ	新易盛	92.5500	7.1677	无数据
4	300502.SZ	新易盛	92.5500	7.1677	无数据	600519.SH	贵州茅台	1509.9600	0.0636	无数据
5	600519.SH	贵州茅台	1509.9600	0.0636	无数据	601166.SH	兴业银行	23.6200	-0.3796	无数据
6	000333.SZ	美的集团	75.5600	-0.4611	无数据	000333.SZ	美的集团	75.5600	-0.4611	无数据
7	300570.SZ	太辰光	78.2300	14.8752	无数据	300570.SZ	太辰光	78.2300	14.8752	无数据

8	600406.SH	国电南瑞	21.8600	0.0458	无数据	600406.SH	国电南瑞	21.8600	0.0458	无数据
9	002475.SZ	立讯精密	30.8000	1.5831	无数据	002475.SZ	立讯精密	30.8000	1.5831	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	97.3000	6.0375	无数据	300308.SZ	中际旭创	97.3000	6.0375	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	1211.HK	比亚迪股份	406.2000	0.01397903	62001.76	1810.HK	小米集团-W	53.4500	0.00469925	340766.89
2	0883.HK	中国海洋石油	18.2600	0.00772627	66245.67	0700.HK	腾讯控股	512.0000	0.01386139	259195.63
3	3988.HK	中国银行	4.5900	-0.00649351	73659.86	9988.HK	阿里巴巴-W	114.6000	0.00614574	187770.96
4	0981.HK	中芯国际	40.5500	0.00123457	86466.68	3690.HK	美团-W	140.7000	0.03001464	166267.73
5	0700.HK	腾讯控股	512.0000	0.01386139	115604.58	1801.HK	信达生物	74.2500	0.14142967	159244.35
6	9992.HK	泡泡玛特	246.0000	0.05128205	138330.76	9992.HK	泡泡玛特	246.0000	0.05128205	149100.10
7	1801.HK	信达生物	74.2500	0.14142967	195951.43	0981.HK	中芯国际	40.5500	0.00123457	99945.27
8	1810.HK	小米集团-W	53.4500	0.00469925	203251.90	3988.HK	中国银行	4.5900	-0.00649351	73929.35
9	9988.HK	阿里巴巴-W	114.6000	0.00614574	249741.47	6060.HK	众安在线	19.1400	-0.03137652	53553.26
10	3690.HK	美团-W	140.7000	0.03001464	307662.61	0883.HK	中国海洋石油	18.2600	0.00772627	38152.15

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032