

策略周报

蓄势破局

弱补库趋势大概率仍将延续，市场持续“抱团缩圈”，大市值风格有望阶段性恢复。

■ **6 月市场等待破局，大市值风格或有望迎来修复。** 内需动能有待提升但预期边际修复。4 月工业企业利润虽延续修复趋势，但量价均有所回落，成本下行为 4 月利润增长主要驱动。5 月 PMI 显示国内生产需求景气指标相较 4 月有所回温。我们预计稳增长政策发力叠加外需韧性，二季度国内外弱补库趋势大概率仍将延续。6 月来看，全球贸易政策仍将处于不确定性状态之中，叠加美债利率上行担忧，市场短期风偏承压。国内方面，6 月各项稳增长政策有望迎来加速落地阶段。6 月市场或仍维持蓄势震荡格局。破局方向上需密切关注海外关税进展及国内 6 月稳增长政策落地情况。风格方面，预计 6 月大市值风格有望迎来修复。

■ **市场持续“抱团缩圈”少数行业。** 过去几年，“杠铃策略”一直是市场行业结构性的主要特征，我们在 2024 年 4 月发布的《供给侧行业轮动框架》中详细阐述了“杠铃策略”的逻辑成因及失效的可能触发因素，从近一年的市场表现来看，失效触发因素尚未出现，“杠铃策略”整体仍然有效，但今年 2 月中旬，科技行业见顶后，“杠铃策略”内部则出现了一种显著的变化，即其内部出现了进一步的“抱团缩圈”现象，红利行业赚钱效应持续向银行行业集中，科技行业赚钱效应则持续转向小微盘。而进入五月中下旬后，受制于成交拥挤度等因素，小微盘赚钱效应也开始出现一定阻力，导致了投资者微观体感进一步走弱，这或与场内资金面增量资金持续匮乏有关，如 3 月中旬后，市场整体融资余额出现回落，此后一直维持在 1.8 万亿元左右，在此背景下，场内存量资金进一步选择“缩圈抱团”，行至当前，这种“缩圈抱团”的阻力亦开始增大。展望来看，此种“筹码”因素主导的市场行业结构特征或只能期待两种因素打破僵局，1) 较为明显的结构性景气行业出现，引导存量资金重回“景气投资”定价。2) 市场整体预期出现“类转折性”利好，增量资金开启入市。

■ **市场整体仍处于箱体震荡区间，海外关税反复及美债信用风险压制市场风险偏好，市场热点呈现分散化、快速轮动态势。** 资金正从传统防御性赛道外“点状扩散”，向政策强驱动、事件高弹性的新质生产力赛道迁移。2025 年 ASCO 年会中国创新药企全球影响力提升、出海步伐加速，国内审批节奏同步提速，创新药迎来双重利好。无人物流车成本向人工成本线靠近甚至更低，产品进入渗透率加速增长期。重点关注创新药、无人驾驶、稳定币等具备强催化的赛道。此外，对于 AI 产业链，算力基础设施需求仍旧旺盛，海外应用进入业绩验证期，作为下一代交互与生产力核心形态的 AI agent 正在成为各家科技巨头的竞争焦点加速落地，当前 AI 产业链景气趋势仍在，投资机会正在孕育之中，观察市场风险偏好系统性回暖契机以及重要新技术进展催化。

■ **氯虫苯甲酰胺供需格局或重塑。** 全球最大氯虫苯甲酰胺产能受损，目前友道的氯虫苯甲酰胺原药合计年产能 1.1 万吨。氯虫苯甲酰胺自 2008 年上市以来凭借独特的作用机制和广谱高效的特性迅速成为全球第一大杀虫剂，此次事件或将搅动本品供需格局，前期从 2025 年 3 月进入春耕用药旺季以来氯虫苯甲酰胺价格已进入触底反弹周期，原药市场价格出现上调。从当前市场现有产能分布看，当前氯虫苯甲酰胺产能集中在利尔化学（5000 吨产能）、中旗股份（1500 吨产能）、辉隆股份（2000 吨产能）以及海利尔（在建 3000 吨产能），建议持续关注。

■ **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	13
风险提示	15

图表目录

图表 1. 近期全球大类资产表现.....	5
图表 2. 本周国内外重点经济数据更新.....	6
图表 3. 本周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. 5 月 PMI 显示预期有所修复.....	6
图表 6. 社融、工业企业利润预示 A 股盈利有望持续修复.....	6
图表 7. 盈利因子与基本面环境.....	7
图表 8. 市值因子与剩余流动性.....	7
图表 9. 上周一级行业表现.....	8
图表 10. 上周二级行业表现（前后 15）.....	8
图表 11. “杠铃策略”持续缩圈.....	9
图表 12. 增量资金有所匮乏.....	9
图表 13. 主要中国创新药企 ASCO 年会重点产品进展（部分）.....	10
图表 14. 无人驾驶配送小车单月综合成本变化情况预测.....	11
图表 15. 中观行业比较表格.....	12
图表 16. 主力资金行业流向情况（单位：亿元）.....	13
图表 17. 本周 ETF 净申赎情况（单位：亿元）.....	13
图表 18. 氯虫苯甲酰胺化学分子式.....	14
图表 19. 2024 以来氯虫苯甲酰胺原药价格走势.....	14

观点回顾

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

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

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

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

大势与风格

内需动能有待提升但预期边际修复。本周海外风险资产普遍出现不同程度的反弹，特朗普关税政策实施受阻，一度引发发达市场风险资产反弹。节前一周 A 股仍处于窄幅震荡格局，基本面方向尚不明朗。4 月工业企业利润虽延续修复趋势，但量价因素均有所回落，成本下行为 4 月利润增长主要驱动。5 月 PMI 显示国内生产需求景气指标相较 4 月有所回温，尤其是出口订单的预期上，虽然需求及生产活动预期等主要指标尚未修复至一季度高点，但相较 4 月有所修复。

二季度弱补库大概率延续。库存周期角度，4 月工业企业库存同比出现一定回踩，5 月 PMI 库存及价格分项持续磨底，显示企业补库意愿依旧偏弱。往后看，我们认为稳增长政策发力叠加外需韧性，二季度国内外弱补库趋势大概率仍将延续。

6 月市场等待破局，大市值风格或有望迎来修复。6 月来看，全球贸易政策仍将处于不确定性状态之中，叠加美债利率上行担忧，市场短期风偏承压。国内方面，6 月各项稳增长政策有望迎来加速落地阶段。6 月市场或仍维持蓄势震荡格局。破局方向上需密切关注海外关税进展及国内 6 月稳增长政策落地情况。

风格方面，预计 6 月大市值风格有望迎来修复。基于我们最新的风格因子框架，开年以来，小市值风格表现与剩余流动性环境阶段性背离，预计随着市场信用环境的逐步修复，小市值风格或迎阶段性修整，大市值风格有望走强。此外，当前市场对于盈利修复的预期计价较为悲观，预计 PPI 及 A 股盈利有望于二季度末逐步回温，高盈利方向有望成为下半年 A 股风格主线，短期来看，内需及 PPI 修复动能偏弱，6 月盈利因子或难有超预期表现。

图表 1. 近期全球大类资产表现

大类资产		本周涨跌幅(%)		5月涨跌幅(%)		年初以来涨跌幅(%)	
股	MSCI发达市场		1.60		5.69		4.20
	MSCI新兴市场		(1.16)		4.00		7.61
	标普500		1.88		6.15		0.51
	日经指数		2.17		5.33		(4.84)
	万得全A		(0.02)		2.39		1.04
	恒生指数		(1.32)		5.29		16.10
汇	美元指数		0.32		(0.20)		(8.34)
	美元兑人民币		(0.10)		(0.23)		(0.05)
	美元兑日元		1.05		0.70		(8.36)
	欧元兑美元		(0.14)		0.16		9.60
商	CRB商品		(2.10)		0.57		(2.12)
	LME铜		(1.18)		4.08		8.31
	WTI原油		(1.20)		4.43		(15.24)
	伦敦金现		(1.95)		(3.38)		23.23
债	10Y美债收益率(Bps)		(13.00)		11.00		(26.00)
	10Y国债收益率(Bps)		(4.96)		(1.68)		6.43

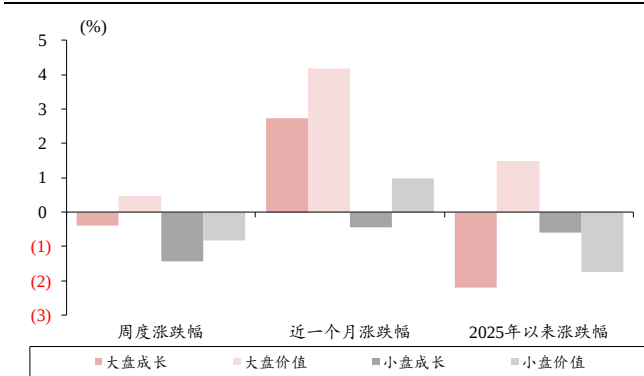
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 本周国内外重点经济数据更新

国家/地区	指标名称	前值	预测值	今值	环比变化
美国	5月17日初请失业金人数:季调(人)	229000		227000	(2000.0)
	4月新屋销售:季调:折年数(千套)	670		743	73.0
欧盟	4月欧盟:CPI:同比(%)	2.5		2.4	(0.1)
	4月欧元区:CPI:环比(%)	0.6	0.6	0.6	0.0
	4月欧元区:CPI:同比(%)	2.2	2.2	2.2	0.0
	4月欧盟:核心CPI:同比(%)	2.6		2.8	0.2
	3月欧盟:营建产出:同比(%)	-0.3		-0.7	(0.4)
	3月欧元区:营建产出:同比(%)	-0.6		-1.1	(0.5)
	5月欧元区:消费者信心指数:季调(初值)	-16.7	-15.2	-15.2	1.5
	4月CPI:环比(%)	0.3		0.4	0.1
日本	4月CPI(剔除食品):环比(%)	0.4		0.7	0.3
	4月固定资产投资:累计同比(%)	4.2	4.3	4	(0.2)
中国	4月社会消费品零售总额:当月同比(%)	5.9	5.5	5.1	(0.8)
	4月工业增加值:当月同比(%)	7.7	5.2	6.1	(1.6)
	4月城镇调查失业率(%)	5.2	5.2	5.1	(0.1)
	4月本地户籍人口调查失业率(%)	5.3		5.2	(0.1)
	4月外来户籍人口调查失业率(%)	4.9		4.8	(0.1)
	4月外来农业户籍人口调查失业率(%)	5.0		4.7	(0.3)
	4月31个大城市城镇调查失业率(%)	5.2		5.1	(0.1)
	4月就业人员平均工作时间(小时/周)	48.5		48.3	(0.2)
	贷款市场报价利率(LPR):1年(%)	3.1		3.0	(0.1)
	贷款市场报价利率(LPR):5年(%)	3.6		3.5	(0.1)

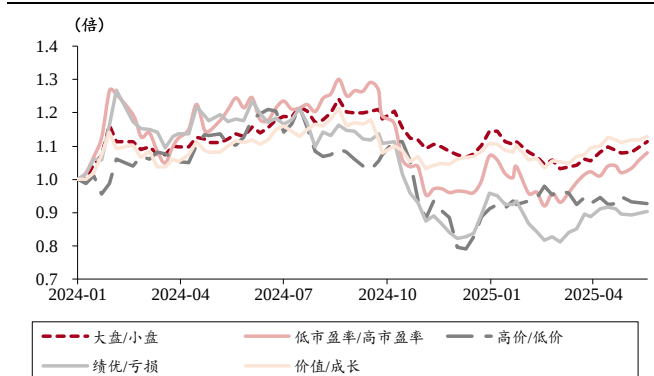
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 本周大盘价值风格相对占优



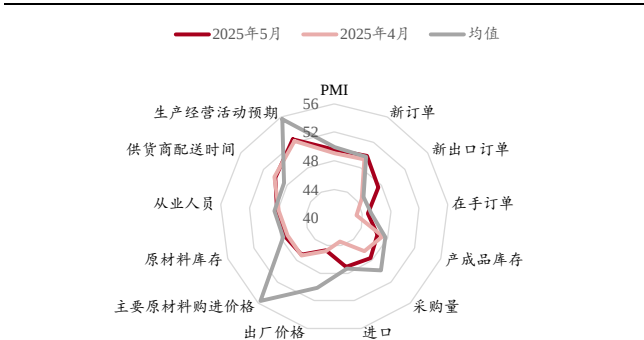
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 当前市场风格因子表现



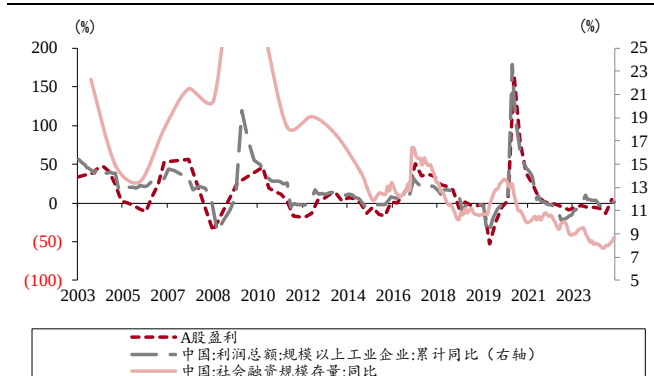
资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 5月 PMI 显示预期有所修复



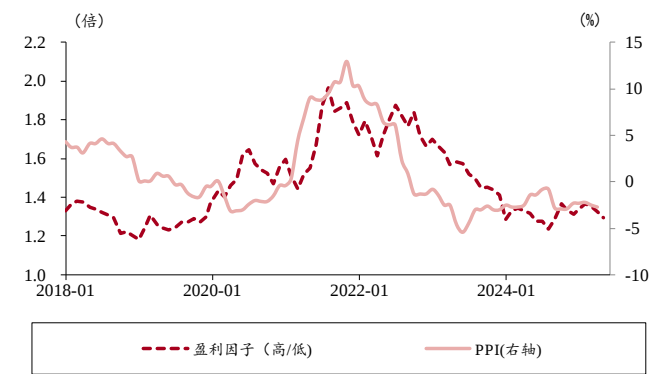
资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. 社融、工业企业利润预示 A 股盈利有望持续修复



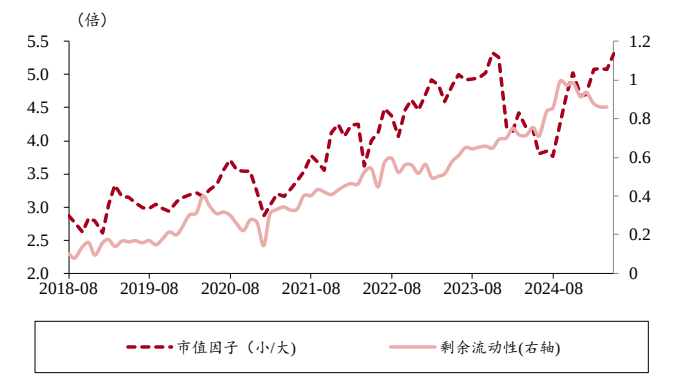
资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. 盈利因子与基本面环境



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 市值因子与剩余流动性

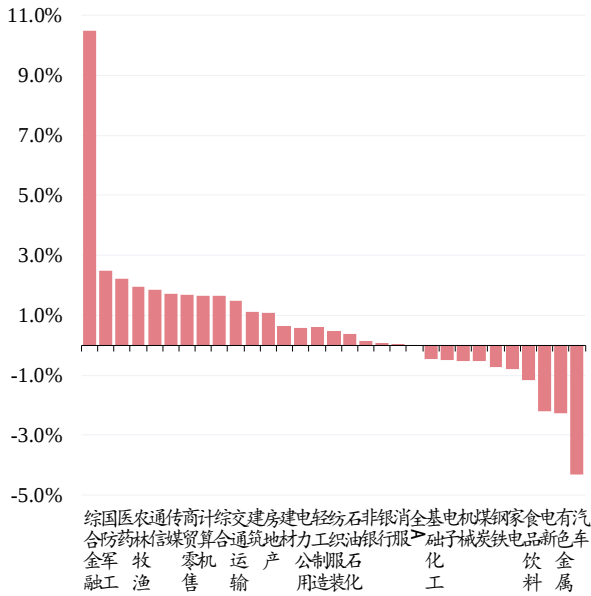


资料来源：万得，中银证券

中观行业与景气

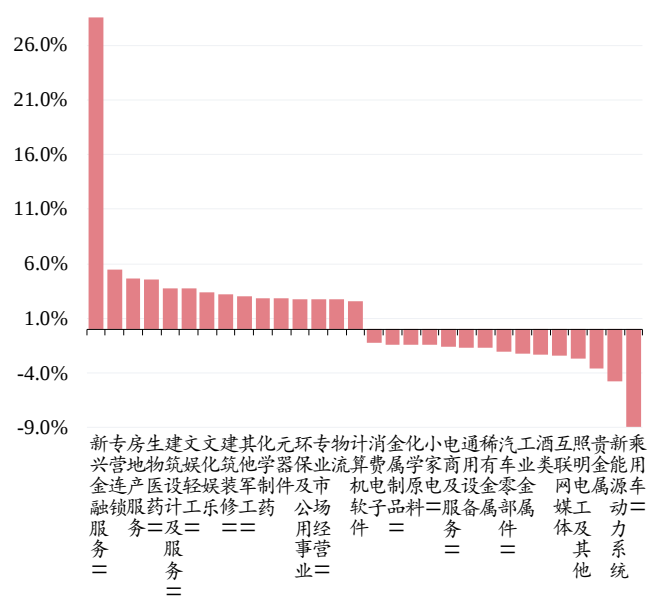
贸易摩擦信息扰动，行业涨跌参半。中国香港《稳定币条例》立法通过新闻受到市场关注，上周综合金融行业涨幅第一。创新药行业再迎催化，上周国家药品监督管理局集中发布 11 款新药上市批件，受此影响医药行业上周涨幅第三。受多家头部猪企暂停能繁母猪扩产信息影响，农林牧渔行业上周涨幅第四。下跌行业方面，受汽车行业新一轮“价格战”影响，汽车行业领跌。

图表 9. 上周一级行业表现



资料来源：iFinD，中银证券

图表 10. 上周二级行业表现（前后 15）



资料来源：iFinD，中银证券

市场持续“抱团缩圈”少数行业。过去几年，“杠铃策略”一直是市场行业结构性的主要特征，我们在 2024 年 4 月发布的《供给侧行业轮动框架》中详细阐述了“杠铃策略”的逻辑成因及失效的可能触发因素，从近一年的市场表现来看，失效触发因素尚未出现，“杠铃策略”整体仍然有效，但今年 2 月中旬，科技行业见顶后，“杠铃策略”内部则出现了一种显著的变化，即其内部出现了进一步的“抱团缩圈”现象，红利行业赚钱效应持续向银行行业集中，科技行业赚钱效应则持续转向小微盘。

而进入五月中下旬后，受制于成交拥挤度等因素，小微盘赚钱效应也开始出现一定阻力，导致了投资者对于赚钱效应的微观体感进一步走弱，这或与场内资金面增量资金持续匮乏有关，如 3 月中旬后，市场整体融资余额出现回落，此后一直维持在 1.8 万亿元左右。在此背景下，场内存量资金进一步选择“缩圈抱团”，行至当前，这种“缩圈抱团”的阻力亦开始增大。

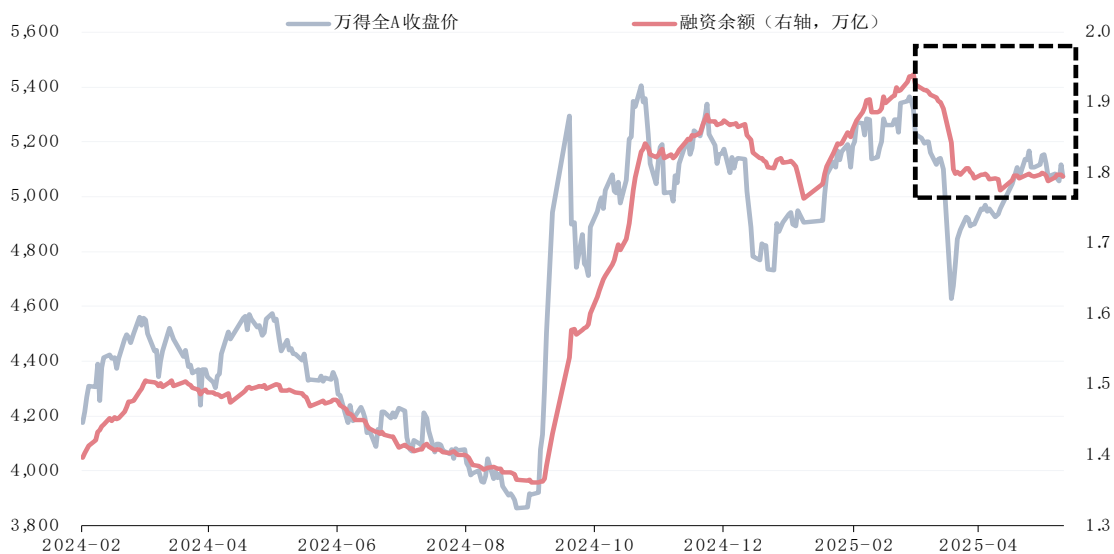
展望来看，此种“筹码”因素主导的市场行业结构特征或只能期待两种因素打破僵局，1) 较为明显的结构性景气行业出现，引导存量资金重回“景气投资”定价。2) 市场整体预期出现“类转折性”利好，增量资金开启入市。

图表 11. “杠铃策略”持续缩圈



资料来源：万得，中银证券。注：折线皆为相对全A净值走势

图表 12. 增量资金有所匮乏



资料来源：万得，中银证券

2025 年 ASCO 年会中国创新药企全球影响力提升、出海步伐加速。2025 年美国临床肿瘤学会（ASCO）年会于美国东部时间 5 月 30 日至 6 月 3 日在芝加哥以线上结合线下的形式拉开帷幕。根据丁香园统计，今年口头汇报研究中共有 73 项为中国研究，各专场分布情况分别为：口头摘要专场为 32 项，摘要速递专场为 33 项，临床科学研讨会为 8 项。就摘要重磅程度而言，广受关注的 Late Breaking Abstract (LBA) 中，中国研究为 11 项，数量和占比相比往年都有明显提升。

中国创新药企如百济神州、信达生物、恒瑞医药、中国生物制药等均有重要产品亮相。据二十一世纪经济报道，中国药企入选 ASCO 年会的临床研究逐年增多，ADC（抗体偶联药物）、双抗和新一代小分子均有优秀临床数据披露。随着这些新药研发推进，国产药物正以更强劲的姿态参与全球医药市场竞争，国际合作研发趋势持续深化。

2025 年中国创新药 BD 交易总体已呈现加速增长态势。据医药魔方 NextPharma 数据库，2025 年第一季度，中国创新药 license-out（海外授权）交易已有 41 起，总金额达 369.29 亿美元，仅 3 个月就接近 2023 年全年水平，并已超过 2024 年上半年的交易总额。

国内审批节奏同步提速，创新药迎来双重利好。5 月 29 日，国家药品监督管理局单日集中发布 11 款新药上市批件，标志着审评审批效率的实质性提升。创新药企正在迎来国际认可度提升、出海加速与国内审批加速的双重利好。

图表 13. 主要中国创新药企 ASCO 年会重点产品进展（部分）

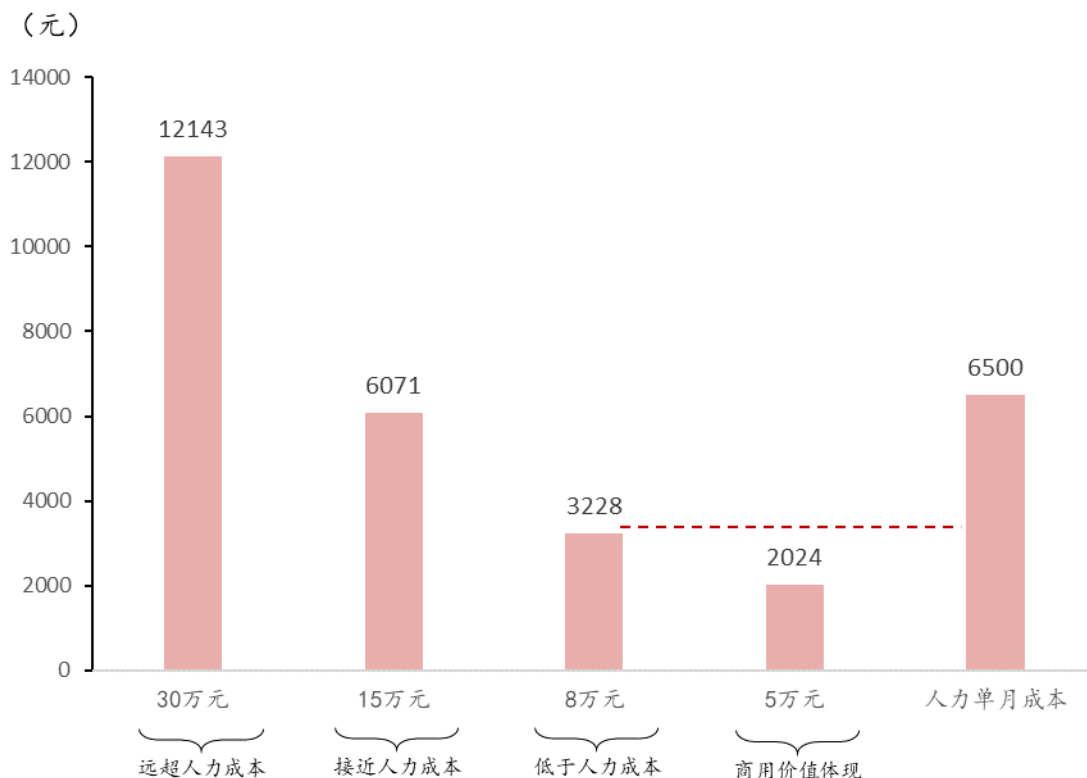
公司	药物/技术	关键数据/进展	适应症
百济神州	BG-C9074 (B7-H4 ADC)	靶向B7-H4蛋白的拓扑异构酶抑制剂抗体偶联药物, 在B7-H4阳性晚期实体瘤患者中展现出可控的安全性/耐受性特征	多种实体瘤
	BG-68501 (CDK2i)	细胞周期蛋白依赖性激酶2抑制剂, 早期阶段数据展现出良好的安全性/耐受性特征	乳腺癌
	泽尼达妥单抗 (HER2双抗)	国内首款获批的HER2双抗药物, ASCO展示新适应症数据	HER2阳性肿瘤
信达生物	IBI363 (PD-1/IL-2双抗)	IBI363在首批探索的非小细胞肺癌、结直肠癌、黑色素瘤三项免疫耐药及冷肿瘤中, 报道了令人鼓舞的I/II期临床数据, 从肿瘤响应到长期生存获益, 全面地展现了IBI363在各适应症的突破性临床研究结果	多种实体瘤
	IBI343 (CLDN18.2 ADC)	I期研究显示, IBI343具有可控的安全性和令人鼓舞的疗效性	晚期胰腺导管腺癌
恒瑞医药	瑞康曲妥珠单抗 SHR-A1811 (HER2 ADC)	研究结果表明, SHR-A1811在HER2阳性和HER2低表达的晚期唾液腺癌中显示出有希望的疗效, 并具有可控的安全性	唾液腺癌
	SHR-1826 (c-MET ADC)	恒瑞自主研发的靶向药物, 研究结果表明, SHR-1826在重度经治的实体瘤患者中展现出良好的安全性和耐受性; 在NSCLC患者中表现出富有前景的抗肿瘤活性和持久缓解的潜力	多种实体瘤
康方生物	PD-1/ CTLA-4 卡度尼利单抗	卡度尼利联合方案对比化疗可大幅度延长患者的总生存获益 (中位总生存期延长39%) 和降低死亡风险 (全人群死亡风险降低38%), 同时对于肿瘤治疗客观缓解和远期生存的获益非常突出	胃癌
	PD-1/VEGF 双抗依沃西单抗	“头对头试验”中疗效优于全球畅销抗癌药默沙东的帕博利珠单抗	多种实体瘤
中国生物制药	贝莫苏拜单抗+安罗替尼	全球首个在PD-1单抗联合化疗一线治疗sq-NSCLC中取得阳性结果的III期研究, 直接挑战了现有治疗标准	非小细胞肺癌
	TQB2102 (HER2双抗ADC)	全球尚无同类产品上市, 而TQB2102在HER2低表达乳腺癌等领域的早期数据已显示潜力, 有望填补临床空白	HER2阳性乳腺癌

资料来源：百济神州官网，每日经济新闻，网易新闻，邻医网，新浪财经，医药魔方，医脉同道，中国网财经，中银证券

无人物流车成本向人工成本线靠近甚至更低，产品进入渗透率加速增长期。根据亿欧智库，按照经济价值产出对比，若自动驾驶配送小车量产价格为 15 万元，使用寿命为 3.5 年，每年 20% 的运维费用，每月综合成本为 6071 元。以此类推，不考虑人力成本上涨因素，当成本降至 8 万元，车人费用对比将达到 1：2，当车辆成本为 5 万元，单月综合成本仅仅为 2024 元，显著低于人力成本。无人车代表性厂商新石器无人车官网显示，目前新石器无人车 X6 的价格已经降低至 5 万元，每季度服务费 7000 元，车型有 6 立方米的车载空间，装载能力达 1000KG，续航能力达到 200KM。同时，新石器无人车方面透露，今年以来，无人车落地的配送场景已经达到 20 余种，包括汽车零件配送、商超配送、医药配送等，无人车在快递领域这一应用场景的渗透率最高。如果就无人车应用在某一场景来看，无人车在快递运输场景中促成的降本可达到 50%。同样在无人车领域布局的菜鸟则对外透露，根据业态和运营的不同，无人车运输将降低 30%-50% 的运输成本。

伴随成本的降低，无人车正在加速普及，进入渗透率加速提升阶段，国家邮政局公布的数据显示，截至 2024 年快递物流无人车规模化应用，已累计超过 6000 多台，按照计划，新石器无人车 2025 年产能将达 3 万辆，年内有望交付超万台无人车。九识智能则在去年与无锡宜兴签约，计划投资 3000 万美元建设自动驾驶硬件研究院、测试中心和年产 1 万台自动驾驶设备的生产基地。一个月后，该公司披露将在自贡投资 50 亿元，建设 L4 级无人车智能制造生产基地、自动驾驶西南运营总自动驾驶研究院等，该项目未来年产量可达到 10 万台。

图表 14. 无人驾驶配送小车单月综合成本变化情况预测



资料来源：亿欧智库，中银证券

5月28日，英伟达发布2025年Q1业绩，尽管受到美国政府出口限制的压力，但业绩表现依旧亮眼。英伟达第一财季整体营收同比增长69%，达到441亿美元，其中数据中心营收同比增长73%，英伟达出口压力之下依旧亮眼的业绩再次印证了全球算力基础设施的景气趋势。

而从AI应用端来看，近期微软、谷歌等海外科技龙头公司相继召开产业大会，AI agent成为核心共识与竞争焦点。微软Build 2025开发者大会上，微软旗下的代码托管平台GitHub首次发布了异步编程智能体，最新的编程智能体升级为“智能伙伴”，直接嵌入GitHub中，用户可以将耗时久且枯燥的任务交由Copilot执行，包括添加功能、修复错误、重构代码等，此前OpenAI也推出了一款AI编程智能体Codex，集成在ChatGPT中，能够执行编写功能、修复错误等任务。为了进一步抢占Agent时代的入口标准，微软还宣布在其智能体平台和框架中全面支持MCP协议，覆盖GitHub、Copilot Studio、Azure AI Foundry和Windows 11等。谷歌则在其2025年I/O开发者大会上展示了Project Astra计划，该产品是为安卓手机打造“全能AI助手”。这款“全能AI助手”不仅具备智能对话能力，还能理解用户所处情境，主动制定解决方案，并代表用户采取行动。例如在用户遇到自行车刹车问题后，Astra能在线查找用户手册，翻到相关页面，甚至打开YouTube应用播放维修教程视频。AI应用正从概念走向深度集成与任务执行，智能体（Agent）作为下一代交互与生产力核心的形态正加速落地，各大科技巨头正全力布局。

综合来看，算力基础设施需求仍旧旺盛，海外应用进入业绩验证期，作为下一代交互与生产力核心形态的AI agent正在成为各家科技巨头的竞争焦点加速落地，当前AI产业链景气趋势仍在，投资机会正在孕育之中，观察市场风险偏好系统性回暖契机以及重要新技术进展催化。

市场整体仍处于箱体震荡区间，海外关税反复及美债信用风险压制市场风险偏好，市场热点呈现分散化、快速轮动态势。资金正从传统防御性赛道外“点状扩散”，向政策强驱动、事件高弹性的新质生产力赛道迁移。2025年ASCO年会中国创新药企全球影响力提升、出海步伐加速，国内审批节奏同步提速，创新药迎来双重利好。无人物流车成本向人工成本线靠近甚至更低，产品进入渗透率加速增长期。重点关注创新药、无人驾驶、稳定币等具备强催化的赛道。此外，对于AI产业链，算力基础设施需求仍旧旺盛，海外应用进入业绩验证期，作为下一代交互与生产力核心形态的AI agent正在成为各家科技巨头的竞争焦点加速落地，当前AI产业链景气趋势仍在，投资机会正在孕育之中，观察市场风险偏好系统性回暖契机以及重要新技术进展催化。

图表 15. 中观行业比较表格

	大类行业风格赋分	中观景气指标及景气预期赋分	盈利预期赋分	估值及交易拥挤度水平赋分	行业综合评分	行业配置推荐
电子	3	3	5	3	34	高配
新兴消费	3	2	5	4	33	高配
自动化设备	4	3	3	2	31	高配
计算机	4	3	3	2	31	高配
医药	4	4	2	1	31	高配
通信	3	3	5	1	30	高配
公用事业	3	4	1	3	29	高配
能源金属	3	2	4	3	29	高配
纺织服装	3	4	2	2	28	标配
社会服务	3	2	3	4	28	标配
银行	2	2	5	3	28	标配
食品	2	3	3	3	28	标配
贵金属	2	3	4	2	28	标配
国防军工	3	2	5	1	27	标配
传媒	3	2	5	1	27	标配
猪产业	3	1	3	4	27	标配
钢铁	2	1	4	5	26	标配
白酒	2	3	1	5	26	标配
建材	2	2	5	2	26	标配
航运港口	4	3	0	2	26	标配
家具家居	2	2	4	3	25	低配
家用电器	2	2	3	4	25	低配
工程机械	2	2	3	4	25	低配
建筑	2	2	4	3	25	低配
汽车	3	1	4	2	25	低配
电力设备	2	2	5	1	25	低配
证券	3	1	2	4	25	低配
工业金属	2	1	3	4	24	低配
商贸零售	3	2	2	2	24	低配
石油石化	2	2	2	4	23	低配
房地产	2	1	1	5	21	低配
煤炭	2	1	3	3	21	低配

资料来源：万得，中银证券
注释：行业综合评分=3*大类行业风格赋分+3*中观景气指标及景气预期赋分+2*盈利预期赋分+2*估值及交易拥挤度水平赋分，数据统计截至 2025 年 5 月 30 日

一周市场总览、组合表现及热点追踪

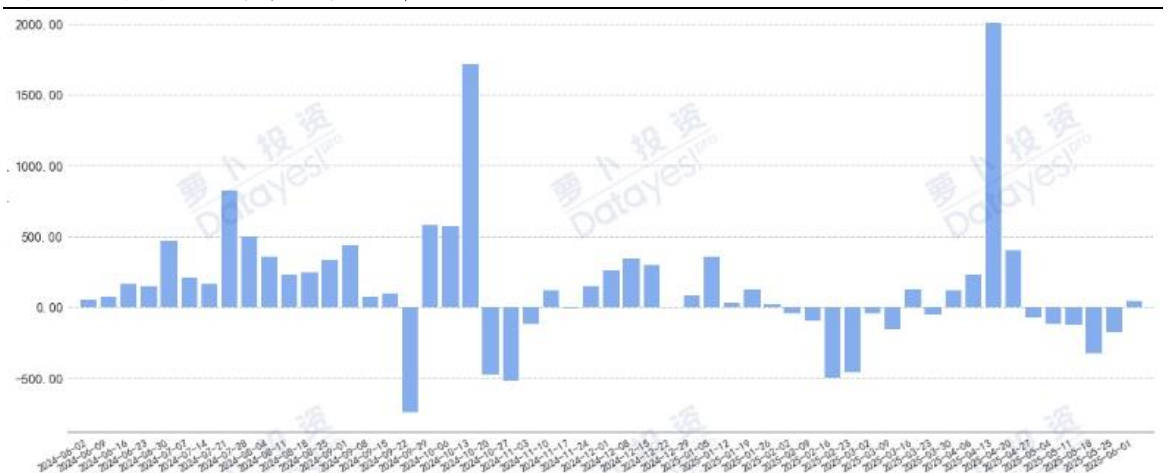
本周 A 股市场主力资金净卖出 90.52 亿元，为连续第 3 周净卖出，本周净卖出金额环比减少 608.01 亿元。行业视角，本周净流入最多的行业是计算机，资金净流入规模达 113.20 亿元，医药生物、交通运输分列二、三，资金净流入规模分别是 67.32 亿元和 45.36 亿元；资金净流出规模最大的三个行业是汽车、有色金属和电力设备。本周股票型 ETF 场内净申购金额 43.73 亿元，结束此前连续 5 周的净赎回，单周净申购规模创 6 周以来最大。其中，份额增加最多的五只 ETF 分别是华泰柏瑞沪深 300ETF、易方达创业板 ETF、华夏上证科创板 50 成份 ETF、华泰柏瑞中证红利低波动 ETF、华夏上证 50ETF；减少最多的五只 ETF 分别是博时恒生医疗保健 ETF(QDII)、银华中证创新药产业 ETF、富国中证港股通互联网 ETF、汇添富中证主要消费 ETF、南方中证 A500ETF，集中在消费板块。

图表 16. 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
计算机	113.20	(258.49)	(937.55)	(881.95)	石油石化	(2.58)	(3.69)	(67.87)	(182.31)
医药生物	67.32	159.50	(41.00)	(688.08)	食品饮料	(5.75)	(13.54)	(11.56)	(62.73)
交通运输	45.36	96.13	67.04	(145.34)	综合	(6.00)	(0.37)	(6.78)	(33.91)
环保	43.63	31.09	(21.48)	(97.00)	社会服务	(6.62)	(45.18)	(99.50)	(151.16)
农林牧渔	23.10	(24.27)	(82.79)	(254.65)	煤炭	(8.75)	3.64	(27.14)	(145.71)
国防军工	20.92	114.04	(3.20)	(278.92)	钢铁	(11.86)	(38.44)	(85.93)	(52.71)
银行	12.65	162.09	272.65	306.44	公用事业	(23.22)	(34.58)	(87.20)	(274.14)
传媒	11.35	(45.07)	(262.47)	(376.16)	家用电器	(25.95)	(24.14)	(73.19)	(64.77)
通信	10.77	(40.73)	(440.09)	(97.55)	基础化工	(28.93)	(40.80)	(190.74)	(467.90)
建筑装饰	10.35	37.22	(75.91)	(139.82)	非银金融	(29.15)	(61.86)	(377.04)	(1092.28)
纺织服饰	8.79	26.99	36.57	27.05	机械设备	(40.63)	(103.72)	(410.36)	19.52
商贸零售	7.57	(33.98)	(77.58)	(84.30)	电子	(45.39)	(380.85)	(1371.60)	(1061.06)
建筑材料	6.53	(10.05)	(15.58)	(58.58)	电力设备	(73.52)	(72.86)	(601.37)	(779.54)
美容护理	3.76	24.57	52.91	29.35	有色金属	(74.33)	(60.90)	(156.34)	(474.88)
房地产	(0.48)	(63.65)	(128.00)	(284.72)	汽车	(90.27)	117.04	75.38	512.48
轻工制造	(2.38)	42.04	53.44	(4.92)					

资料来源：万得，中银证券；数据截至 2025/5/30

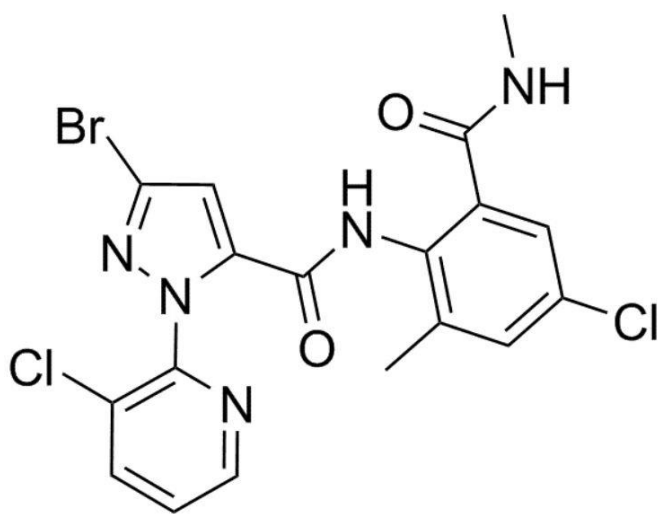
图表 17. 本周 ETF 净申赎情况（单位：亿元）



资料来源：通联数据，中银证券

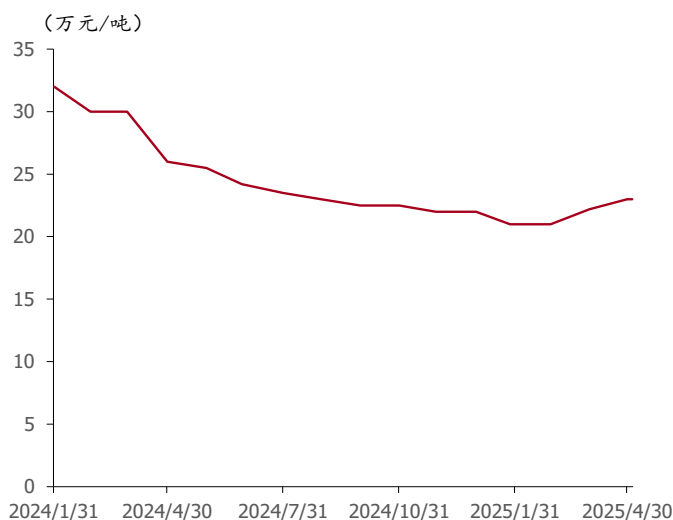
全球最大氯虫苯甲酰胺产能受损。友道化学成立于 2019 年 8 月，为豪迈集团股份有限公司控股子公司，聚焦于高效低毒类农药及其专用中间体，主要产品包括**氯虫苯甲酰胺原药及其中间体**，原药已获得了美国环境保护署（EPA）的登记批准，成为中国首家在美国获得该产品自主登记的企业；其植保二期万吨氯虫原药装置已成功达产，**目前氯虫苯甲酰胺原药合计年产能 1.1 万吨，是该领域全球最大生产企业**。氯虫苯甲酰胺是邻甲酰胺基苯甲酰胺类杀虫剂的代表产品，自 2008 年上市以来凭借独特的作用机制和广谱高效的特性，迅速成为全球第一大杀虫剂，友道化学此次事件或将搅动本品供需格局，此前从 2025 年 3 月进入春耕用药旺季以来氯虫苯甲酰胺价格已进入触底反弹周期，原药市场价格出现上调，5 月报价 23 万元/吨。从当前市场现有产能分布看，根据世界农化网、各上市公司年报以及搜互动平台统计，当前氯虫苯甲酰胺产能集中在利尔化学（5000 吨产能）、中旗股份（1500 吨产能）、辉隆股份（2000 吨产能）以及海利尔（在建 3000 吨产能），建议持续关注。

图表 18. 氯虫苯甲酰胺化学分子式



资料来源：农药市场信息，中银证券

图表 19. 2024 以来氯虫苯甲酰胺原药价格走势



资料来源：中农立华原药，中银证券

风险提示

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

披露声明

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

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

评级体系说明

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

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

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

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

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

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

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

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

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

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

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

中银国际证券有限公司

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

中银国际控股有限公司北京代表处

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

中银国际(英国)有限公司

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

中银国际(美国)有限公司

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

中银国际(新加坡)有限公司

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