

晨会纪要

数据日期: 2025-06-03	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)	3361.97	10057.17	3852.01	11407.54	2816.13	981.71
涨跌幅度(%)	0.43	0.16	0.30	0.65	0.84	0.47
成交金额(亿元)	4682.92	6731.16	2267.82	2513.96	3071.26	230.96

晨会主题

【重点推荐】

宏观与策略

固定收益周报: 超长债周报——贸易战形势扑簌迷离, 超长债成交量保持高位

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评: 宏观经济数据前瞻-2025年5月宏观经济指标预期一览
策略专题: 估值周观察(6月第1期)——市场窄幅震荡, 成长估值回落

行业与公司

港股6月投资策略: IPO 火热给港股投资带来更多选择
机械行业专题: AI 基建产业梳理: 基建加速迎景气周期
机械行业周报: 制造成长周报(第16期)-我国推进人工智能和物流结合, 特斯拉将启动 Robotaxi 试点
非银行业专题: 产品结构破局, 资产配置渐变——中国机构配置手册(2025版)之保险资管篇
社会服务行业双周报(第107期): 从需求分化、竞争演变、修复节奏维度复盘本轮教育板块分化行情
家电行业2025年6月投资策略: 618前期家电线上表现积极, 空调6月内销排产量增长29%
汽车行业周报(25年第21周): Robotaxi 商业落地加速, 小鹏 MONA M03 新车型上市1小时大定破万台
康方生物(09926.HK) 海外公司快评: HARMONi 临床达到 PFS 主要终点, 国内外患者展现出一致的获益
春立医疗(688236.SH) 财报点评: 2025年一季度归母净利润同比增长5%, 集采影响逐步出清
美团-W(03690.HK) 海外公司财报点评: 一季度主业利润释放优秀, 短期补贴投入以巩固龙头地位
小米集团-W(01810.HK) 海外公司财报点评: 1Q25 营收、利润创历史新高, 智能电动汽车业务亏损收窄

金融工程

金融工程月报: 券商金股2025年6月投资月报
金融工程快评: 2025年6月沪深核心指数成分股调整冲击测算

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04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	23512.49	1.53

基金指数 06月04日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3248.44	0.05
股票基金指数	9911.56	-0.68
混合基金指数	9181.89	-0.67

汇率 06月04日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.13	-0.62
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.84	0.0
美元兑日元	143.99	0.91

非流通股解禁 06月04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

金融工程日报: 沪指低开高走, 大金融领涨、创新药题材持续活跃

【重点推荐】

宏观与策略

◆ 固定收益周报:超长债周报——贸易战形势扑簌迷离，超长债成交量保持高位

超长债复盘：上周贸易战形势扑簌迷离，债市跟随波动。另外资金面维持宽松态势，隔夜利率再次回落至 1.4%，超长债小幅承压，全周 V 型走势。成交方面，上周超长债交投活跃度小幅上升，交投相当活跃。利差方面，上周超长债期限利差走阔，品种利差走阔。

超长债投资展望：

30 年国债：截至 5 月 30 日，30 年国债和 10 年国债利差为 23BP，处于历史偏低水平。从国内经济数据来看，4 月经济依然展现出韧性。我们测算的 4 月国内 GDP 同比增速约 4.1%，较 3 月回落 0.8%，但是仍高于全年经济增速目标值。通胀方面，4 月 CPI 为-0.1%，PPI-2.7%，通缩风险依然明显。近期中美贸易摩擦出现阶段性缓和，投资者悲观预期有所消散，短期焦点将回到国内二季度经济数据，我们预计随着政策托底效应的减弱，债市收益率下行概率更大。不过当前 30 年国债期限利差依然偏低，期限利差保护度有限。

20 年国开债：截至 5 月 30 日，20 年国开债和 20 年国债利差为 2BP，处于历史极低位置。从国内经济数据来看，4 月经济依然展现出韧性。我们测算的 4 月国内 GDP 同比增速约 4.1%，较 3 月回落 0.8%，但是仍高于全年经济增速目标值。通胀方面，4 月 CPI 为-0.1%，PPI-2.7%，通缩风险依然明显。近期中美贸易摩擦出现阶段性缓和，投资者悲观预期有所消散，短期焦点将回到国内二季度经济数据，我们预计随着政策托底效应的减弱，债市收益率下行概率更大。不过当前 20 年国开债品种利差依然偏低，品种利差保护度有限。

一级发行：上周超长债发行量较少。和上上周相比，超长债总发行量大幅下降。

成交量：上周超长债交投相当活跃。和上上周相比，上周超长债交投活跃度小幅上升。

收益率：上周贸易战形势扑簌迷离，债市跟随波动。另外资金面维持宽松态势，隔夜利率再次回落至 1.4%，超长债小幅承压，全周 V 型走势。

利差分析：上周超长债期限利差走阔，绝对水平偏低。上周超长债品种利差走阔，绝对水平偏低。

风险提示：海外市场动荡，全球不确定性上升。

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

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:宏观经济数据前瞻-2025 年 5 月宏观经济指标预期一览

2025 年 5 月国内宏观经济数据将在 2025 年 6 月陆续公布，国信证券经济研究所提前给出 2025 年 5 月主要经济数据的预测值。

结论：5 月国内经济增长动能保持稳健态势。预计 5 月国内 CPI 环比约为-0.4%，CPI 同比回落至-0.4%；5 月 PPI 环比或约为-0.3%，PPI 同比继续回落至-3.2%；预计 5 月工业增加值同比小幅回落至 5.5%；国内社会消费品零售总额同比小幅回落至 5.0%；固定资产投资累计同比持平上月的 4.0%；国内美元计价的出口同比或小幅上升至 8.5%左右。

证券分析师： 李智能（S0980516060001）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

◆ 策略专题:估值周观察(6月第1期)——市场窄幅震荡,成长估值回落

•近一周(2025.5.26-2025.5.30)海外市场整体上涨,估值温和扩张。韩国涨幅最大,其中韩国综合指数和KOSPI50指数分别上涨4.07%和3.67%;美国主要指数涨幅均在2%左右。而香港主要指数均下跌,除恒生中型股,其余指数跌幅均超过1%。估值方面,整体温和扩张。具体来看,法国CAC40指数小幅上涨0.23%,但PE小幅缩小0.75x;仅德国DAX指数PE扩张幅度最大,扩张1.36x,3项估值指标滚动1年和3年分位数均值分别高达97%和99%,居高不下;港股指数估值有所回落,但除恒生科技指数,其余指数的估值分位数均接近或高于85%,仍处于高位水平。

•A股核心宽基估值小幅波动,大盘与成长估值回落。近一周(2025.5.26-2025.5.30),A股核心宽基小幅下跌,估值小幅波动。具体来看,规模上,中证100估值收缩最明显,国证2000扩张最明显,但PE变化幅度均不超过0.5x;风格上,中证2000指数PE扩张1.35x,较上周有所反弹。总体估值来看,大盘回落、小盘扩张,成长回落、价值平稳。截至5月30日,A股主要宽基指数PE、PB、PS基本位于近一年40%-85%分位数,PCF位于80%-90%分位数,本周估值分位数水平有所下降。大盘成长整体分位数水平占优,其中PE、PB、PS、PCF滚动一年分位数水平分别为8.68%、6.20%、43.80%、33.06%,其次是国证成长。三年分位数视角,PB分位数水平整体低于PE、PS、PCF。五年分位数视角,大盘价值和国证价值的估值分位数水平较高,4个估值指标的分位数均值分别为85.23%和80.66%。

•一级行业涨跌和估值变化方向不一。本周一级行业涨跌不一,下游必选消费、TMT总体上涨,上游资源、中游材料&制造总体下跌,跌幅最大的集中在中游材料&制造的电力设备和汽车,分别下跌2.44%和4.11%。估值方面,一级行业PE变化不一,国防军工和计算机扩张幅度居前,分别扩张1.71x、1.40x;汽车、电力设备收缩幅度最大,分别收缩1.17x和0.71x。总体估值波动幅度有限,市场风险偏好相对平稳。

•必选消费行业估值性价比占优。综合看PE、PB、PS、PCF分位数,以银行为代表的大金融板块,整体估值处于历史高位。以煤炭为代表的上游资源、以通信为代表的TMT,估值处于中长期的历史高位,4项估值指标的3年/5年分位数均值分别为67.43%/74%、76.61%/71.49%。下游必选消费行业估值继续徘徊在历史低位。其中食品饮料3年/5年四项估值分位均值仅为13.86%/8.33%,农林牧渔为17.45%/12.54%,估值修复潜力仍在。需关注部分板块短期估值持续抬升,纺织服饰和美容护理当前四项估值1年分位数均值均超过96%。

•新兴产业涨跌不一,金融科技表现突出。本周新兴产业涨跌不一,绿色生产力跌幅居前,其中锂电池和动力电池分别下跌3.92%和3.52%;生物科技涨幅居前,其中创新药和生物科技分别上涨5.09%和2.75%。估值方面,智能汽车、锂电池和动力电池PE收缩均超过2x,而整体估值扩张幅度有限,无板块PE扩张超过1x。热门概念方面,金融科技表现突出,领涨概念包括金融科技、拼多多合作商、低空经济、航天军工、光纤。风险提示:海外货币政策节奏和幅度的不确定性;文中所列指数、个股产品仅作为历史复盘,不构成投资推荐的依据

证券分析师: 王开(S0980521030001)、陈凯畅(S0980523090002)

行业与公司

◆ 港股6月投资策略:IPO火热给港股投资带来更多选择

美国:预计三季度通胀将快速攀升。按照我们的计算,Q3开始美国核心通胀将较Q2相比快速上升,下半年核心通胀将达到3.8左右。主要是因为关税导致的核心商品价格的上涨加速,而房租、服务即便持平或者稍有下降也无法对冲。因此我们认为市场目前预期的3.2-3.3的核心通胀水平依然过于保守。

基于此,我们提示三季度美国股票、债券市场都将迎来较大的波动,投资人应早做规划以应对不确定性的到来。

A股:一季报后业绩分化,业绩驱动+低估值成为主线。5月以来,分析师对各个宽基指数在2025年的业绩进行了修正,其中科创50下修幅度较大,上修的板块为红利、中证500、深证成指与中证1000。

反弹中，业绩，低估值与股价正相关，这说明 A 股已经从去年 9 月、今年春节的情绪驱动转向业绩驱动。
港股：IPO 火热给港股投资带来更多选择。

上半年业绩不断上修、南向资金不断加码、美元指数走弱，这些都是支撑港股中长期走强的理由。另一方面，也要考虑因为通胀带来的美债利率的超预期上行，以及关税战不确定性的影响。因而我们倾向于以历史胜率为锚，及时调整策略。当下我们对港股的建议是持有，在 22500 点以上不再继续加仓。

板块方面，我们有如下建议：

- 1、云计算方向：云计算的龙头腾讯、阿里在一季报表现较好，两者估值也具有竞争力，指数占比高，流动性好；
 - 2、新消费与医药：新消费的特点是具备广大的年轻粉丝，通过网络传播，良好的全球扩张潜力，短期涨幅较大但长期依然充满希望；医药则是在诸多行业中业绩上修较为明显的板块；
 - 3、红利方向：运营商、银行、公共事业业绩稳定，可以有效对抗不确定性；
 - 4、新股的机会：今年以来，港股的 IPO 表现惊艳，可适度考虑体量 IPO 上市后的表现，经检验，超过 300 亿市值的新股今年中位数涨幅高达 128%；
 - 5、业绩上修股票池：由于港股的上涨始终与业绩强相关，因此应关注业绩上修标的池（见报告正文）。
- 风险提示：地缘政治的不确定性，美国关税政策的不确定性，海外降息幅度的不确定性，部分行业竞争格局的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）

◆ 机械行业专题：AI 基建产业梳理：基建加速迎景气周期

智算需求爆发推动数据中心持续增长，AI 基建中供配电和制冷是核心环节

需求和政策驱动智算中心（AIDC）基建爆发，资本开支达千亿美元量级：智算需求驱动和顶层政策牵引下，全球政府、互联网企业、运营商均开启巨额资本开支计划，海外大厂（谷歌、微软、亚马逊、Meta）2025 财年资本支出指引达 3200 亿美元，较 2024 年增长约 39%；国内大厂阿里、字节、腾讯均投入大量资本开支建设 AI 基础设施，阿里宣布三年投入 3800 亿超过过去 10 年总和。

技术变化和价值量视角看供配电和制冷是 AI 基建核心环节：AIDC 功率密度提升对 AI 基建的供电、散热提出高要求，价值量上看 AI 基础设施建设中制冷占比超 20%、供配电系统超 50%。

AI 基建之供电电源：主用电源-燃气轮机作为数据中心主用电源迎长景气上行周期拐点，备用电源-柴油发电机组作为数据中心断电时必要保障跟随 AI 基建放量，重点关注高价值量、供给稀缺的核心卡位环节

燃气轮机受益 AI 基建迎来长景气上行周期拐点：燃机发电以建设周期短、建设成本低等优势成为海外 AIDC 主用电源首选。燃气轮机受益新兴市场电力需求、更新替换大周期和 AI 基建增量多因素驱动拐点已至，2024 年全球燃机订单量增长同比 38%。燃机整机厂收入高增订单饱满指引行业景气度，燃机巨头 GEV 订单已排至 2028 年，预计未来 5 年年均市场规模近 400 亿美元。

燃机热端叶片产能稀缺、价值量高、具有耗材属性，是燃气轮机核心卡位环节：热端叶片占燃机核心机价值量超 1/3，兼具新机 and 维修需求且产能紧张。

柴油发电机组作为数据中心备用电源将迎长景气周期：据康明斯预测，2026 年全球数据中心柴发市场将达 90 亿美元，且将保持近两位数增长至 2030 年。

柴发产业链供需紧张价格上涨，关键环节内资厂商开始突破：2MW 柴油发电机组是数据中心主流选择，内资厂商开始突破，价值量占比过半的发动机环节国产化加速。产业链供给端扩张受限，需求端数据中心高景气驱动，反映在价格端呈上升趋势带来产业链公司业绩弹性。

AI 基建之制冷系统：液冷将替代风冷成为产业趋势，冷水机组作为外部冷源是核心受益环节

数据中心液冷作为制冷必要选择需求快速增长，冷水机组作为外部冷源风冷液冷均受益：数据中心液冷需求随算力密度提升快速增长，预计 2028 年市场规模突破千亿，冷水机组作为外部冷源受益风冷稳健

增长和液冷加速渗透，全球冷水机组龙头订单饱满印证行业高景气度。

投资建议：重点关注下游需求爆发拐点能在产业链中核心卡位、供给刚性、绑定大客户放量的环节，维持“优于大市”评级

AI 基建资本开支处于爆发拐点，产业链长景气周期确定，建议重点关注核心卡位、供给稀缺、绑定大客户放量的环节：1）燃机产业链关注热端叶片和其他铸件：重点推荐应流股份、豪迈科技；2）制冷环节重点关注液冷、冷水机组及供应链配套厂商：重点推荐冰轮环境、汉钟精机、联德股份、同飞股份。

风险提示：AI 技术发展不及预期、下游需求不及预期、行业扩产速度超出预期、AI 基建产业链厂商订单低于预期

证券分析师： 吴双（S0980519120001）

联系人： 张宇翔

◆ 机械行业周报:制造成长周报（第 16 期）-我国推进人工智能和物流结合，特斯拉将启动 Robotaxi 试点

行业动态：人形机器人-5 月 27 日，Figure CEO 称新一代人形机器人 F.03 已“正式开始行走”；5 月 29 日，具身智能数据联盟在上海成立；5 月 29 日，宇树科技更名为股份有限公司；5 月 29 日，智元远征 A2 成全球首个同时拥有中美欧认证的人形机器人；5 月 30 日，马斯克：Optimus 人形机器人 2027 年将在火星表面行走；5 月 30 日，智元机器人获上海国资基金新一轮投资。Robotaxi-5 月 28 日，特斯拉计划于 6 月在美国得州奥斯汀启动 Robotaxi 试点服务。AI 基建-5 月 28 日，工信部等三部门印发《电子信息制造业数字化转型实施方案》；低空经济-5 月 27 日，2025 低空经济生态场景大会在杭召开。

政府新闻：Robotaxi-5 月 30 日，国家邮政局：加快推进人工智能+邮政业标杆产品应用；人形机器人-5 月 29 日，《人形机器人电驱动关节接口要求》团体标准公开征求意见；5 月 29 日，上海浦东发布具身智能产业支持 16 条政策。AI 基建-5 月 29 日，浙江省发布《关于促进智算云创新发展的实施意见（2025—2027 年）》。

公司动态：人形机器人-5 月 29 日，双林股份拟定增募资不超过 15 亿元。

事件前瞻：Robotaxi-特斯拉计划 2025 年 6 月 12 在奥斯汀推出 Robotaxi。

热点事件点评：5 月 30 日，国家邮政局举行新闻发布会，介绍了《国家邮政局关于加快邮政业科技发展的意见》相关内容。物流领域从业人员上千万人、工作流程重复性较高，适合借助人工智能的手段提高行业运营效率。AI、具身智能等技术快速迭代带动硬件成本下降和算法效率提升，物流行业的客户服务、生产运营、安全管理等应用场景有望尽快打造出人工智能+邮政业标杆产品。除物流行业以外，环卫等行业也有望尽快实现人工智能加持，细分领域率先实现人工智能加持也有望反哺人工智能行业的加速发展。

本周重点关注标的-龙溪股份、金帝股份、奕瑞科技、应流股份、鼎阳科技。

行业投资观点

- 1、人形机器人：从价值量和卡位上把握空间及确定性（优选 T 链供应商&实力强卡位好的公司），从股票弹性上重点寻找增量环节，重点关注：1）关节模组：【恒立液压】【汇川技术】【震裕科技】【蓝思科技】；2）灵巧手：【兆威机电】【雷赛智能】【蓝思科技】等；3）减速器环节：【绿的谐波】【金帝股份】；4）丝杠环节：【恒立液压】【绿的谐波】【震裕科技】；5）关节轴承+连杆：【龙溪股份】；6）电机环节：【雷赛智能】【伟创电气】【步科股份】【星德胜】等；7）本体及代工：【蓝思科技】【中坚科技】【永创智能】【博众精工】；8）传感器：【汉威科技】；9）设备：【博众精工】【秦川机床】；10）其他：【德马科技】【奥普特】【国机精工】【东华测试】等。
- 2、AI 基建：AI 需求拉动数据中心资本开支持续增长，燃气轮机和冷水机组等环节将充分受益，重点关注【汉钟精机】【冰轮环境】【应流股份】【豪迈科技】【联德股份】【同飞股份】。
- 3、自主可控-国产化率低：通用电子测量仪器重点关注【普源精电】【鼎阳科技】【优利德】，其他关注【川仪股份】等；光刻机真空镀膜设备重点关注【汇成真空】。

4、低空经济：低空经济产业进展迅速基建先行，全国低空交通“一张网”项目启动，统一标准构建空管网，整机和核心零部件（发动机/电机）会是产业发展核心环节，重点关注【应流股份】【宗申动力】等。

5、智能焊接机器人：智能焊接在钢结构行业已开始从 0 到 1 放量，长期来看智能焊接机器人市场近千亿，重点关注【柏楚电子】。

6、3D 打印：3D 打印作为增材制造技术，在制造领域有实现复杂结构、轻量化、缩短研发周期等优势，随技术成熟将在航空航天、3C 等各领域实现应用打开市场空间，重点关注【铂力特】【华曙高科】。

7、X 射线检测设备：X 射线检测是高精度的无损检测，医疗健康和工业等领域需求推动行业快速发展，核心零部件如 X 射线探测器、CT 球管存在国产化需求，重点关注【奕瑞科技】。

8、核聚变：核聚变是能源变革的长期方向，首次聚变能发电标志核聚变取得一定实质进展，重点关注【应流股份】【江苏神通】【海陆重工】。

风险提示：行业下游需求不及预期，技术发展不及预期的风险。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、杜松阳（S0980524120002）

联系人： 张宇翔

◆ 非银行业专题：产品结构破局，资产配置渐变——中国机构配置手册（2025 版）之保险资管篇

保险资金区别于其他资管的核心在于通过资金池运作实现资产负债联动。险资资产配置需契合负债特性，核心在于实现收益、久期与现金流匹配。具体体现在：精细化分账户管理：根据不同保险产品（如传统险、分红险、万能险、投连险等）负债成本、久期、保证利率、流动性需求等特性，设立独立投资账户，分别设定风险收益目标和投资策略；强化久期缺口管理：通过加大配置超长期债券、长久期非标资产、并适度利用低利率时期的债券交易进行再投资平衡，力争缩小或维持可控的久期缺口，降低利率风险敞口；加强现金流匹配能力：重点配置能提供稳定现金流（如高等级债券票息、高股息股票分红、优质不动产）的资产，提升净投资收益，确保兑付需求。

低利率环境是险资尤其是寿险配置面临的核心挑战。一方面，传统依赖的国债、高等级信用债等固定收益资产收益率持续下行，难以覆盖寿险产品刚性负债成本，易引发“利差损”风险；另一方面，资产荒加剧，优质长久期资产供给稀缺，加剧了长期投资收益的不确定性。对此，保险资管机构近年来做了以下应对：一是拉长久期与提前锁定收益：积极地配置长久期利率债和高信用等级的非标资产（如优质基础设施债权计划），承担一定流动性风险（如地方债）换取收益溢价；二是加大红利类资产配置权重：适度提升权益（尤其是稳定高股息蓝筹股）、优先股、REITs 等资产比例，通过获取长期资本增值和分红收益来弥补固收收益的不足；三是拓展多元化另类投资：战略性地增加对黄金、私募股权（PE）、风险投资（VC）、对冲基金、核心不动产等另类资产的配置比例，有助于提升整体组合的预期收益并分散风险。

对险资而言，低利率环境和资产负债联动要求未来产品设计和配置过程进一步协同发力。尤其在满足核心负债匹配要求基础上，一方面开发投资属性更强的分红险等产品，或对接养老金第三支柱的长封闭期产品（如养老专属保险），为资产端配置长久期或流动性较低的优质资产提供负债支持；另一方面保险资管机构更主动地运用多元化策略（权益、另类、创新策略）寻求收益增强，突破低利率环境下的束缚。

风险提示：保费收入增速不及预期；三方业务承压；长端利率下行；资本市场波动等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）

联系人： 王京灵

◆ 社会服务行业双周报（第 107 期）：从需求分化、竞争演变、修复节奏维度复盘本轮教育板块分化行情

本轮教育板块行情思考：2025 年初以来，教育板块个股表现分化显著，其中中国东方教育（+139%）、

高途集团（+74%）、希教国际控股（+47%）、卓越教育集团（+44%）、宇华教育（+41%）涨幅显著领先。本轮个股表现分化可从三个角度理解：

1) 需求旺盛程度随赋能就业升学性价比而分化，阶段性来看高中教育（学科培训+学历学校）、K9 高年龄段>K9 低年龄段>民办本科>研考/公考/职业培训>中职学校/留学，具体来看：高中教育业务伴随普高扩招，高考竞争激烈短期难以缓解，且人口冲击相对滞后，需求刚性最突出（但高中相关业务由于21-24 年间受政策影响较小，VSK9 校外培训的爆发性复苏，短期来看增速要相对平缓）；K9 低年龄段以素质培训为主、高年龄段升学竞争压力逐步放大，以学习机等合规供给学科学习资源需求更刚性；中职学校及留学受宏观环境及就读意愿变化影响需求承压。大学生&成人教育需求弹性则更显著。应对中职招生压力积极求变的中国东方教育以及愈发聚焦于K12 教培主业的高途集团、卓越教育集团、有道、学大教育，最新报告期业绩均表现突出。

2) K12 教培竞争进入新阶段、品牌教研能力重要性再提升。2025 年以来 K12 教培机构扩张进入新阶段，网点快速扩张环比逐步放缓，聚焦已有网点爬坡。K9 素养门店扩张速度同比放缓，据校外培训监管平台数据统计，2024 年下半年新增 2557 家 K9 营利性非学科培训机构，而 2025 年前 5 月仅新增 1386 家。高中学科培训以存量牌照经营为主，高中营利性学科培训机构登记数维持在 2800 家上下区间。我们分析本轮 K12 教培线下网点快速扩张渐进尾声，行业将重新聚焦于以品牌力、教学力驱动网点爬坡，能力突出的教培品牌有望维持优势。

3) 修复节奏存在差异。2022 年 5 月起，K12 教育公司在《民促法》、“双减”后转型路径相继落地，板块逐步回暖，卓越教育集团彼时优先集中于发展表内合规高中相关业务，2024 年至今转型后的 K9 素养业务逐步陆续回表。中国东方教育此前疫情下线下招生场景遭破坏，由于长训大部分以 3 年为周期，2024-2025 年相关影响逐渐淡化。宇华教育、希教国际控股 2025 年二季度发布公告着手处理可转换债券相关事宜，情绪有所修复。

风险提示：政策变动、招生不及预期、行业竞争加剧、教师流失等。

板块复盘：消费者服务板块报告期内下跌 1.81%，跑输大盘 0.55pct。2025 5.19-6.1 期间国信社服板块涨幅居前股票为希教国际控股、宇华教育、奈雪的茶、中国东方教育、KEEP、东方甄选、国旅联合、中教控股、同程旅行。

投资建议：维持“优于大市”评级。伴随国家不断出台扩大内需的利好政策，报告期内社服板块估值有望迎来持续修复。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。

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

联系人： 周瑛皓

◆ 家电行业 2025 年 6 月投资策略：618 前期家电线上表现积极，空调 6 月内销排产量增长 29%

本月跟踪与思考：618 大促前期家电表现积极，5 月以来主要家电品类线上零售额较 1-4 月均实现加速增长。受零售需求拉动，6 月我国空调内销排产量同比增长 29%，增速环比明显提升；冰洗内外销量排产基本稳健。

618 前期家电表现积极，增速环比 1-4 月明显提升。618 大促自 5 月 13 日开启，奥维云网监测数据显示，2025 年第 1-21 周（2024 年 12 月 30 日-2025 年 5 月 25 日），家电主要品类线上增速较 1-4 月均有明显提升。其中空调/冰箱/洗衣机前 21 周线上零售额同比分别+25.4%/-3.5%/+9.4%，环比 1-4 月的+16.5%/-8.9%/+2.4%均有明显改善，线下零售额维持在 10%+的增长水平。厨电线上零售额增速同样呈现加速趋势，油烟机/燃气灶/洗碗机前 21 周线上零售额增速分别为+20.9%/+19.4%/+9.1%，1-4 月累计为+16.8%/+16.4%/ -0.4%。电饭煲/电水壶等线上零售额增速由 1-4 月的+5.2%/-1.7%提升为前 21 周的

+14.4%/+1.8%。新兴清洁电器则维持高速增长，前21周扫地机线上线下零售额同比分别+60.7%/+69.1%，洗地机同比分别+50.9%/+25.1%。

白电6月排产增长小幅提速，空调内销景气较高。根据产业在线数据，6月我国白电合计排产量达到3515万台，较去年同期生产实绩增长7.3%。分品类看，6月空调内/外销排产量较去年同期内/外销量分别+29.3%/-1.3%，合计排产量2050万台，较去年同期产量增长11.5%；冰箱内/外销排产量较去年同期内/外销量分别+4.3%/-6.6%，合计排产量790万台，较去年同期产量增长3.6%；洗衣机内/外销排产量较去年同期内/外销量分别+1.0%/-0.9%，合计排产量675万台，较去年同期产量持平。在以旧换新政策的带动下，叠加618大促的到来，白电内销排产维持良好增长趋势，空调内销排产明显加速；考虑到我国白电企业在东南亚、拉美等海外地区具备较为充足的产能布局，预计外销排产下降与供美产能转移到海外等有关。

4月空调产销量增长平稳，内销增长4%、外销持平。产业在线数据显示，4月我国空调生产2242.0万台，同比增长1.9%；销售2257.9万台，同比增长2.0%。其中内销规模1275.8万台，同比增长3.7%；出口规模982.1万台，同比下降0.2%。今年1-4月我国空调内销出货量表现整体平稳，1-4月累计同比增长6.0%，预计主要系去年同期较高的基数（2024年1-4月同比增长17.3%）、及空调淡季企业端压货动机不强。空调外销量增速有所回落，预计受到关税及空调出口进入淡季等因素影响。

重点数据跟踪：市场表现：5月家电板块月相对收益+1.65%。原材料：5月LME3个月铜、铝价格分别月度环比+3.8%、+0.7%；冷轧板价格月环比-2.5%。集运指数：美西/美东/欧洲线5月环比分别+12.73%/+16.46%/-8.12%。

核心投资组合建议：白电推荐格力电器、美的集团、海尔智家、TCL智家、海信家电；厨电推荐老板电器；小家电推荐小熊电器、石头科技、新宝股份。

风险提示：市场竞争加剧；需求不及预期；原材料价格大幅上涨。

证券分析师：陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人：李晶

◆ 汽车行业周报（25年第21周）：Robotaxi商业落地加速，小鹏MONA M03新车型上市1小时大定破万台

月度产销：根据中汽协数据，4月汽车产销分别完成261.9万辆和259.0万辆，环比下降12.9%和11.2%，同比增长8.9%和9.8%。乘用车产销分别完成225.7万辆和222.3万辆，环比下降12.4%和10%，同比增长10.2%和11%。新能源汽车产销分别完成125.1万辆和122.6万辆，同比分别增长43.8%和44.2%。新能源汽车新车销量占汽车新车总销量的47.3%。汽车出口51.7万辆，环比增长2%，同比增长2.6%。

周度数据：根据上险数据，5.19-5.25国内乘用车上牌39.89万辆，同比+11.9%，环比+2.4%；其中新能源乘用车上牌22.11万辆，同比+22.1%，环比+1.7%。

本周行情：本周（20250526-20250530）CS汽车下跌4.32%，CS乘用车下跌8.93%，CS商用车上涨0.68%，CS汽车零部件下跌2.09%，CS汽车销售与服务上涨0.57%，CS摩托车及其他下跌0.53%，电动车下跌4.82%，智能车上涨1.61%，同期的沪深300指数下跌1.08%，上证综合指数下跌0.03%。CS汽车弱于沪深300指数3.24pct。

成本跟踪和库存：截至2025年5月30日，浮法平板玻璃、铝锭类、锌锭类价格分别同比去年同期-24%/-4.2%/-7.7%，分别环比上月同期-4.1%/+0.9%/-0.8%；4月份汽车经销商库存系数1.41，同比-17.1%。

市场关注：1)智驾：小米YU7全系标配激光雷达和PHUD，文远知行、Momenta将在2025年试运行Robotaxi，特斯拉将在6月投放robotaxi；2)机器人：马斯克称Optimus人形机器人2027年将在火星行走、地瓜机器人完成1亿美元A轮融资；3)车型：享界S800、小鹏MONA M03升级上市；4)其他：中汽协发布公平竞争倡议书。

核心观点：中长期维度，关注自主崛起和电动智能趋势下增量零部件机遇。一年期维度，看好强新品周期的华为汽车及车型元年的小米汽车产业链。

投资建议：地缘政治背景下汽车作为内需消费品，刺激政策有望加码，看好乘用车和国产替代零部件，1) 整车推荐：新品周期强劲的零跑汽车、小鹏汽车、吉利汽车、宇通客车、赛力斯；2) 智能化推荐：科博达、华阳集团、均胜电子、伯特利、保隆科技；3) 机器人推荐：拓普集团、三花智控、双环传动；4) 国产替代（全球化）推荐：星宇股份、福耀玻璃、继峰股份、新泉股份、地平线机器人-W 等。

风险提示：汽车供应链紧张、经济复苏不及预期、销量不及预期风险。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）、唐英韬（S0980524080002）、孙树林（S0980524070005）、贾济恺（S0980524090004）

联系人： 余珊

◆ 康方生物(09926.HK) 海外公司快评:HARMONi 临床达到 PFS 主要终点,国内外患者展现出一致的获益

公司合作伙伴 Summit 公告 HARMONi 临床达到 PFS 主要临床终点。

国信医药观点：1) HARMONi 是依沃西联合含铂双药化疗治疗 EGFR-TKI 治疗进展的 EGFRm NSCLC 的全球多中心 3 期临床，依沃西联合化疗展示出了具有统计学显著性的 PFS 优效（HR=0.52）以及 OS 获益的积极趋势（HR=0.79），试验在亚洲和非亚洲人群中展现出一致的获益；2) 康方生物在 2024 年 ASCO 年会上发布了 HARMONi-A 临床试验（HARMONi 的中国部分）结果，与同类疗法相比，依沃西的 PFS 获益较大，且入组患者基线 3 代 EGFR-TKI 耐药比例较高，展现出同类最佳的潜力；3) 依沃西已在中国获批上市，且在两项 3 期临床中头对头战胜了 PD-1 单抗，有望成为免疫治疗新的基石药物。鉴于 HARMONi 临床展现出的亚洲/非亚洲人群获益的一致性，我们认为依沃西在中国临床试验的优异的临床数据对其全球多中心的临床有较强的指导意义。康方生物已经在中国开展了覆盖 NSCLC、TNBC、BTC、CRC、SCLC 等多瘤种的 3 期临床，Summit 也已经开展了 3 项 NSCLC 适应症的全球多中心 3 期临床。

投资建议：我们看好依沃西在全球的临床推进和后续的数据读出，康方生物后续研发管线同时快速推进。维持康方生物的盈利预测，预计 2025-27 年公司的营收为 33.0/52.0/79.0 亿元，归母净利润 0.29/7.30/17.93 亿元，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、陈益凌（S0980519010002）

◆ 春立医疗(688236.SH) 财报点评:2025 年一季度归母净利同比增长 5%，集采影响逐步出清

业绩受国家集采执行影响，2025 年一季度开始企稳。2024 年公司实现营收 8.06 亿（-33.3%），归母净利润 1.25 亿（-55.0%），扣非归母净利润 0.95 亿（-62.8%）。单四季度实现营收 2.98 亿（-28.5%），归母净利润 0.64 亿（-34.3%），2024 年 5 月，人工关节国采接续采购项目于天津开标，公司旗下髌关节的三个产品系统以及全膝关节系统均成功中标。公司全力保障中选产品稳定供应，但相关产品面临价格和毛利率下降的压力，同时公司对集采实施前的渠道库存进行价格调整，也对业绩造成影响。另一方面，2024 年境外收入达 3.53 亿（+78.31%），占整体营收比例提升至 43.8%，已成为支撑公司发展的重要驱动力。2025 年一季度公司实现营收 2.30 亿（+3.6%），归母净利润 0.58 亿（+5.20%），随着渠道库存调整趋于尾声，业绩表现预计将逐步企稳回升。

毛净利率下滑，销售费用率下降。2024 年公司毛利率为 66.6%（-5.9pp）。销售费用率 29.8%（-1.9pp），主要由于市场开拓费下降；管理费用率 5.6%（+1.9pp）；研发费用率 16.5%（+3.5pp），保持高强度研发投入；财务费用率-2.1%（-0.8pp）。公司净利率下降至 15.5%（-7.5pp）。2025 年一季度毛利率环比回升至 66.7%，净利率回升至 25.2%，预计集采影响正在出清。

研发投入保持高强度，公司产品线不断丰富。2024 年研发投入 1.33 亿，同比下降 15.5%，主要由于公司对研发管理进行优化，提高研发效率和成果质量。公司股骨头重建棒块、钽金属填充、髌关节假体组件经国家药监局批准上市，标志着公司打破国外垄断，成为国内首家也是唯一一家拥有化学气相沉积制造多孔钽金属植入物的企业。此外，公司获得 3D 打印钛合金带线锚钉、钽涂层带线锚钉、带线锚钉（插入型）等多个注册证，进一步丰富运动医学产品线。公司还取得膝关节置换手术导航系统、髌关节置换

手术导航系统注册证，为国内首个自主研发的骨科手持机器人系统。

投资建议：考虑集采降价影响，下调 2025-26 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-27 年归母净利润为 2.22/2.73/3.31 亿（2025-26 年原为 2.99/3.56 亿），同比增长 77.5%/23.1%/21.2%，当前股价对应 PE 为 30/24/20 倍。春立医疗已在关节假体产品领域建立起较高的品牌知名度和领先的市场地位，运动医学、PRP、口腔等新管线等将成为新增长点。集采风险正逐步出清，维持“优于大市”评级。

风险提示：人工关节和新产品放量低于预期、市场竞争风险、集采降价风险。

证券分析师：张超（S0980522080001）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

◆ 美团-W(03690.HK) 海外公司财报点评:美团-W(03690.HK)——季度主业利润释放优秀，短期补贴投入以巩固龙头地位

总览：核心本地业务利润释放优秀。25Q1 美团实现营业收入 866 亿元，同比增长 18%。毛利率、销售费率持续优化，净利润显著提升。本季度美团实现调整后净利润 109 亿元，同比增长 46%；调整后净利润率 13%，同比提升 3pct。其中，毛利率同比提升约 2pct，得益于成本效率提升；销售费率同比下降 1pct 至 18%，主要由于营销效率提升，交易用户激励减少及推广和广告开支季节性下降。拆分来看，本季度核心本地商业实现收入 643 亿元，同比增长 18%。我们测算，餐饮外卖/闪购业务/到店酒旅业务收入同比分别增长 14%/33%/19%。本季度核心本地业务实现经营利润 135 亿元，同比增长 39%，经营利润率为 21%，同比提升 3pct。

预计竞争下外卖单量增长稳健，公司 Q2 开始补贴以应对竞争。我们测算 25Q1 订单量同比增长 10%，UE 同比持续提升。1）单量端，我们测算本季度公司餐饮外卖订单量同比提升 10%。平均订单价值（AOV）同比下降幅度在本季度继续缩小。2）收入端，我们测算外卖收入增速 14%，本季度餐饮外卖 take rate 提升，主要驱动因素为单均配送和广告收入增长。3）利润端，我们测算本季度单均 UE 1.5 元，同比提升 0.3 元，25Q1 还未受到竞争影响。关于京东外卖等竞争，公司在业绩会表示，将采取一切必要措施来赢得这场竞争。并表示业绩层面，核心本地商业收入的同比增长率 25Q2 有所放缓，核心本地商业板块经营利润有所下降。我们预计外卖业务 25Q2 订单量增长 9%，收入增长 5%，经营利润同比下降 36%，单均补贴提升 0.6 元。

25Q1 闪购订单量同比增长 30%，利润率历史新高，25Q2 开始加大补贴以拓展市场。收入方面，我们测算本季度闪购佣金广告收入增长约 33%。我们测算本季度闪购经营利润达到 8 亿，单均 UE 0.8 元。25Q2 公司在 618 期间加大对闪购业务补贴以更好拓展市场。业绩会表示，公司正持续提升便利店即时配送网络在水果、宠物护理及美妆产品等品类的覆盖密度。与此同时，饮料食品等 20 余个品类在完成初期探索后已进入加速增长期。更值得关注的是，来自超市便利店、小家电、日用品等领域的头部 KA 品牌正加大在美团闪购渠道的投入力度。

到店业务 GTV 增长势头良好，公司低线城市积极拓展。我们测算 25Q1 到店酒旅业务 GTV 增长 33%，会员业务进展良好。测算 25Q1 到店酒旅收入同比增长 21%，经营利润率为 34%。公司在低线城市和产品品类上持续拓展，修炼内功下，我们预计 25Q2 收入增速持续慢于 GTV 增速，经营利润率环比小幅下降。会员方面，目前权益主要覆盖即时配送、酒店、旅游和其他本地生活的服务品类，未来将拓展至更多类别。公司希望通过新的“美团会员”提升交易频次、提升交叉销售效率，加强美团作为消费者在全品类和全场景下“找店找优惠”首选平台的用户心智。

新业务：海外外卖积极拓展，关注下半年巴西开城情况。本季度新业务收入同比增长 19%至 222 亿元。本季度新业务经营亏损增长至 23 亿元。经营亏损率 10%，环比提升 1pct，同比收窄 5pct。公司在沙特外卖积极拓展，目前 KeeTa 业务已覆盖沙特九个城市，基本完成了所有人口超百万城市的布局。公司计划继续向沙特更多城市扩展，已宣布将进军巴西市场，承诺未来五年投资 10 亿美元。

投资建议：维持“优于大市”评级。维持 2025-2027 年经调整净利润 447/587/718 亿元，对应 PE 估值 16.6/12.6/10.3x。综合来看，阶段赛道竞争加剧难免造成经营端的波动，但长期视角看商户、骑手以及平台运营能力依旧是美团坚固的竞争护城河，我们依旧看好美团长线的竞争力。此外，公司旗下骑手用工合规性提升及加速出海布局阶段均有助于其长期可持续成长和，会员体系打通后平台协同生态进一步完善。对于现阶段的赛道竞争边际加剧，我们认为估值端其实已经有所反应，考虑到公司估值横对

比恒生科技板块已具有性价比，未来竞争格局的动态优化有望形成上涨催化，维持“优于大市”评级。
风险提示：竞争风险；政策监管带来经营业务调整的风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、曾光（S0980511040003）、陈淑媛（S0980524030003）、张鲁（S0980521120002）

◆ 小米集团-W(01810.HK) 海外公司财报点评:1Q25 营收、利润创历史新高，智能电动汽车业务亏损收窄

1Q25 公司营收利润创历史新高，毛利率同比提升。1Q25 公司总营收 1113 亿元（YoY +47%），经调整净利润 107 亿元（YoY +65%），毛利率 22.8%（YoY +0.5pct），创单季度历史新高。1Q25 公司总营收及净利润继续高速增长，均创单季度历史新高。分业务看，1Q25 智能手机、IoT 与生活消费产品、互联网服务、智能电动汽车及 AI 等创新业务营收占比分别为 46%/29%/8%/17%。公司持续推进降本增效，1Q25 公司营业费用率 13.9%（YoY -2.2pct）。

1Q25 智能手机量价齐升，智能大家电出货量高速增长。1Q25 公司智能手机业务营收 506 亿元（YoY +8.9%），毛利率 12.4%（YoY -2.4pct），公司智能手机出货量同比增长 3.0%至 4180 万部，平均单价同比增长 5.8%至 1211 元。1Q25 公司 IoT 业务营收 323 亿元（YoY +59%），毛利率同比提升 5.4pct 至 25.2%，收入毛利再创历史新高，其中，智能大家电收入同比增长 114%，空调、冰箱、洗衣机产品出货量分别同比增长 65%、65%、100%，公司平板出货量同比增长 56%，全球出货量首次排名前三。1Q25 公司互联网服务业务营收 91 亿元（YoY +13%），毛利率同比提升 2.7pct 至 76.9%。

1Q25 智能电动汽车及 AI 等创新业务亏损收窄。1Q25 公司智能电动汽车及 AI 等创新业务营收 186 亿元，毛利率 23.2%，其中智能电动汽车营收 181 亿元，ASP 23.8 万元。1Q25 智能电动汽车及 AI 创新业务亏损 5 亿元，持续收窄。1Q25 公司 Xiaomi SU7 系列交付新车 7.6 万辆，Xiaomi SU7 系列累计交付量超 25.8 万台。5 月 Xiaomi YU7 正式亮相，定位豪华高性能 SUV。同时公司持续布局销售服务网络，截至 3 月 31 日，公司已开业 235 家汽车销售门店。

公司持续深耕底层核心技术，发布首款自研 SoC。5 月公司正式发布自研旗舰处理器玄戒 01，并发布搭载玄戒 01 的 Xiaomi 15S Pro 及 Xiaomi Pad 7 Ultra，发布小米首款长续航 4G 手表芯片玄戒 T1，集成小米首款自研 4G 基带，搭载于 Xiaomi Watch S4 eSIM 15 周年纪念版。公司持续投入底层核心技术，1Q25 研发费用 67 亿元，同比增长 30%。

投资建议：公司智能手机业务在高端化全球化策略带动下量价齐升，智能大家电业务高速增长；智能电动汽车业务交付顺利，产能持续扩充。上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 362/464/660 亿元（前值 2025-2027 年为 316/424/608 亿元），同比增速 53%/28%/42%；看好公司人车家全生态布局的协同以及海外市场的拓展带来的业绩增长，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；汇率波动风险。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、张伦可（S0980521120004）、唐旭霞（S0980519080002）

联系人： 连欣然、刘子谭

金融工程

◆ 金融工程月报:券商金股 2025 年 6 月投资月报

券商金股股票池上月回顾

2025 年 5 月，曼卡龙、潮宏基、科兴制药等券商金股股票的月度上涨幅度靠前。

2025 年 5 月，国元证券、华西证券、华创证券收益排名前三，月度收益分别为 10.78%、7.30%、5.70%，同期偏股混合型基金指数收益 1.06%，沪深 300 指数收益 1.85%。

2025 年以来，东北证券、华鑫证券、东兴证券收益排名前三，年度收益分别为 45.28%、40.52%、39.15%，同期偏股混合型基金指数收益 3.37%，沪深 300 指数收益-2.41%。

券商金股股票池中选股因子表现

最近一个月，EPTTM、盈余公告后跳空超额、剥离涨停动量表现较好，单季度营收增速、单季度净利润增速、SUE 表现较差；

今年以来，总市值、剥离涨停动量、SUE 表现较好，预期股息率、波动率、BP 表现较差。

券商金股股票池本月特征

截至 2025 年 6 月 3 日，共有 42 家券商发布本月金股。在对券商金股股票池进行去重后，总共有 286 只 A 股。

从绝对占比来看，本期券商金股在机械(9.56%)、医药(9.04%)、电子(8.01%)、基础化工(7.75%)、食品饮料(6.46%)行业配置较高。

从相对变化来看，本期券商金股在机械(+2.28%)、传媒(+1.49%)、医药(+1.32%)行业增配较多，在电子(-3.25%)、计算机(-1.53%)、汽车(-1.31%)行业减配较多。

从风格暴露来看，本月券商金股股票池在小市值风格上有更高的暴露。

在券商金股股票池中，如果前期市场的关注度相对较少，随着券商分析师将其推荐为金股，其获得的市场关注度将会明显提升。基于此，我们从买方关注度和卖方关注度两个视角，寻找出市场前期关注度相对较少的券商金股。

券商金股业绩增强组合

本月(20250506-20250530)，券商金股业绩增强组合绝对收益 0.99%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.06%。

本年(20250102-20250530)，券商金股业绩增强组合绝对收益 4.97%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.61%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 30.18%分位点(1047/3469)。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

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

◆ 金融工程快评:2025 年 6 月沪深核心指数成分股调整冲击测算

近几年来，随着投资者对指数化投资接受程度的不断提高，指数基金规模不断提升。中证指数公司(编制上证和中证系列指数)和深圳证券信息有限公司(编制国证和深证系列指数)在每年的 6 月和 12 月会对指数成分股进行定期调整，由于指数成分股调整是根据编制规则进行的被动操作，因此若成分股的调整规模较大，则可能带来交易性的投资机会。

2025 年 5 月 30 日和 6 月 3 日，中证指数公司和深圳证券信息有限公司分别公布了沪深 300、中证 A500、中证 500、创业板指等指数样本的定期调整方案，此次定期调整方案将于 6 月 13 日收市后正式生效。本文主要基于跟踪规模较大(跟踪被动产品规模超过 100 亿元)的指数成分股调整情况，对可能因此次定期调整而存在交易性机会的股票进行了测算与梳理。

证券分析师： 张欣慰(S0980520060001)、胡志超(S0980524070001)

◆ 金融工程日报:沪指低开高走，大金融领涨、创新药题材持续活跃

市场表现：今日(20250603)大部分指数处于上涨状态，规模指数中中证 2000 指数表现较好，板块指数中科创 100 指数表现较好，风格指数中沪深 300 价值指数表现较好。综合、农林牧渔、银行、纺织服装、医药行业表现较好，家电、钢铁、煤炭、汽车、建材行业表现较差。珠宝、黄金珠宝、脑机接口、稳定币、代糖等概念表现较好，黄酒、新能源整车、钢铁股精选、高速公路精选、央企煤炭等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 82 只股票涨停，有 13 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 3.34%，昨日跌停股票今日收盘收益为-3.92%。今日封板率 70%，较前日提升 9%，连板率 32%，较前日提升 15%。

市场资金流向：截至 20250530 两融余额为 18009 亿元，其中融资余额 17892 亿元，融券余额 117 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 7.9%。

折溢价：20250530 当日 ETF 溢价较多的是汽车零部件 ETF，ETF 折价较多的是航空 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 14 亿元，20250530 当日大宗交易成交金额为 6 亿元，近半年以来平均折价率 5.53%，当日折价率为 5.36%。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 13.38%，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 13.59%，处于近一年来 10%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 19.06%，处于近一年来 11%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 22.82%，处于近一年来 11%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、科兴制药、聚辰股份、海信视像、晶科能源等，鼎泰高科被 130 家机构调研。20250603 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是曼卡龙、四方精创、百利电气、新天地、华纳药厂、康力源、时代出版、舒泰神、诺思兰德、潮宏基等，机构专用席位净流出较多的股票是光启技术、江淮汽车、中旗新材、千红制药、海联金汇、中力股份、合锻智能、王子新材、广康生化、元隆雅图等。陆股通净流入较多的股票是沪农商行、四方精创、云内动力、千红制药、潮宏基等，陆股通净流出较多的股票是光启技术、江淮汽车、海联金汇、百利电气、联化科技、雪人股份、恒宝股份、飞乐音响等。

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	784.14	1.85	ICE 布伦特原油	64.63	1.14
白银	8441.00	2.88	铜	78040.00	-0.05
铝	20020.00	-0.76	铅	16535.00	-0.30
豆一	4130.00	0.26	锌	22580.00	-0.13
豆粕	2775.00	-1.06	镍	121310.00	0.33
玉米	2326.00	-0.55	锡	250190.00	-1.09
螺纹钢	2859.00	-2.25	SR507	5864.00	-0.33

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	42519.63	0.506216	50.19	50.19	50.19	50.19	43.53
德国 DAX 指数	24091.62	0.672568	89.14	4.35	4.08	29.46	49.24
法 CAC40 指数	7763.84	0.344311	-0.80	-0.08	-5.31	-2.92	47.27
恒生指数	23512.49	1.530877	0.55	4.47	2.20	27.76	69.74
沪深 300 指数	3852.01	0.306800	0.32	2.15	-0.93	7.33	68.75
美国 SP500 指数	5970.37	0.580026	0.82	4.98	2.06	13.00	48.14
纳斯达克综合指数	19398.96	0.812520	1.04	7.90	5.71	15.27	51.34
日经 225 指数	37446.81	-0.063676	-0.73	1.67	-0.89	-3.79	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	300750.SZ	宁德时代	251.1500	0.4600	无数据	300750.SZ	宁德时代	251.1500	0.4600	无数据
2	300059.SZ	东方财富	20.6600	0.1940	无数据	300059.SZ	东方财富	20.6600	0.1940	无数据
3	300760.SZ	迈瑞医疗	232.6900	3.0194	无数据	300760.SZ	迈瑞医疗	232.6900	3.0194	无数据
4	601288.SH	农业银行	5.5700	0.7233	无数据	601288.SH	农业银行	5.5700	0.7233	无数据
5	600276.SH	恒瑞医药	54.8800	0.2558	无数据	300502.SZ	新易盛	86.3600	-2.1638	无数据
6	002625.SZ	光启技术	39.9200	-10.0090	无数据	600276.SH	恒瑞医药	54.8800	0.2558	无数据
7	601166.SH	兴业银行	23.7100	4.7261	无数据	002625.SZ	光启技术	39.9200	-10.0090	无数据

8	000333.SZ	美的集团	75.9100	-3.9843	无数据	601166.SH	兴业银行	23.7100	4.7261	无数据
9	300468.SZ	四方精创	27.4100	10.5688	无数据	000333.SZ	美的集团	75.9100	-3.9843	无数据
10	002230.SZ	科大讯飞	47.8800	4.0191	无数据	300468.SZ	四方精创	27.4100	10.5688	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	400.6000	0.03943954	68203.50	1810.HK	小米集团-W	53.2000	0.03100775	302764.19
2	0700.HK	腾讯控股	505.0000	0.01324238	102578.71	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	194089.70
3	9992.HK	泡泡玛特	234.0000	0.01739130	119476.91	0700.HK	腾讯控股	505.0000	0.01324238	165105.69
4	6060.HK	众安在线	19.7600	-0.06350711	128403.01	9992.HK	泡泡玛特	234.0000	0.01739130	139466.82
5	0939.HK	建设银行	7.1600	0.03468208	129001.63	9988.HK	阿里巴巴-W	113.9000	0.00618375	135674.24
6	9926.HK	康方生物	80.7000	0.07600000	142647.64	6060.HK	众安在线	19.7600	-0.06350711	132139.90
7	1093.HK	石药集团	7.8300	0.01556420	145970.37	3690.HK	美团-W	136.6000	0.00663228	82507.80
8	1810.HK	小米集团-W	53.2000	0.03100775	189622.29	9926.HK	康方生物	80.7000	0.07600000	73900.68
9	3690.HK	美团-W	136.6000	0.00663228	191402.28	1093.HK	石药集团	7.8300	0.01556420	52965.05
10	9988.HK	阿里巴巴-W	113.9000	0.00618375	199386.35	2015.HK	理想汽车-W	116.4000	0.05818182	34966.75

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