

晨会纪要

数据日期: 2025-05-21	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)	3387.57	10294.22	3916.38	11519.96	2850.10	995.48
涨跌幅度(%)	0.20	0.43	0.46	0.08	-0.02	-0.21
成交金额(亿元)	4659.56	7074.88	2170.37	2684.10	3160.19	173.83

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评: 2025年4月财政数据快评-税收收入回正, 广义支出提速

行业与公司

纺织行业专题: 纺织服装 2024 年报&25 一季报总结-消费稳中求变, 制造静观其变

医药行业专题: 海外制药企业 2025Q1 业绩回顾——美国药品价格改革叠加不确定的宏观环境

计算机行业专题: 人工智能专题报告: 国内大厂扩张资本开支, 算力租赁订单持续落地

汽车行业周报(25年第19周): Robotaxi 商业落地加速, AEB 系统标配标准进入公开征求意见阶段

建筑建材双周报(2025年第9期): 城市更新有望加速, 关注地方建工和消费建材配置机会

智微智能(001339.SZ) 深度报告: 物联网数字化核心方案商, 智算业务打开第二成长曲线

携程集团-S(09961.HK) 财报点评: 一季度业绩稳健增长, 海外增加投入且保持营销策略灵活度

SEA(SE.N) 海外公司财报点评: 游戏流水超预期, 电商利润亮眼

网易-S(09999.HK) 海外公司财报点评: 游戏业务提升全球影响力, 利润侧表现优秀

阿里健康(00241.HK) 海外公司财报点评: 平台生态向好, 盈利能力持续提升

海兴电力(603556.SH) 财报点评: 公司业绩短期承压, 海外配电业务蓄势待发

金融工程

金融工程日报: A股涨势延续, 黄金股午后走强、固态电池概念爆发

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 05月22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	23827.78	0.61

基金指数 05月22日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3248.52	0.02
股票基金指数	10021.78	0.76
混合基金指数	9305.82	0.73

汇率 05月22日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.13	0.38
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.83	0.06
美元兑日元	143.67	-0.56

非流通股解禁 05月22日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
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
成大生物	22766.37	100.00	2025-04-28
汇宇制药-W	11406.67	100.00	2025-04-28

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:2025 年 4 月财政数据快评-税收收入回正, 广义支出提速

税收增速由负转正。4 月一般公共预算收入当月同比 1.9%，前值 0.3%。税收收入当月同比 1.9%，前值 -2.2%；非税收入当月同比 1.7%，前值 5.9%，继续回落。四大税种除个人所得税外增速均下行。主要税种中个人所得税同比 9%，较前值（-58.5%）显著回升；企业所得税同比 4%，较前值（16%）下行；增值税同比增速由上个月 4.9%下降至 0.9%；消费税同比 0.5%，较前值（9.6%）显著下行。

支出端，民生支出继续占优，基建支出增速提高。一般公共预算支出当月同比 5.8%，较前值（5.7%）继续提高。民生类支出同比增速 8%，略有提高（前值 7.5%）。其中，教育支出同比增长 6%，社保就业支出 9.6%，卫生健康支出同比 10.2%，文体娱乐体育传媒支出增速 0.8%。基建相关支出同比增速 2.2%，前值 0.5%。交通运输支出同比 10.6%，城乡社区事务支出增速 6.8%，农林水事务支出同比-6.1%，环保支出 5.5%。债务付息支出同比-3%。

土地收入回正，政府性基金支出继续提高。4 月政府性基金收入同比增长 8.1%，年内首次回正。土地出让收入（4.3%）较前值（-16.5%）显著回暖。政府性基金支出同比 44.7%继续提速（前值 27.9%），其中土地出让收入相关支出略有下滑（3.8%），土地外的其他支出增速继续提高（107.7%）。

总体来看，4 月财政政策力度指数继续提高。广义支出增速 12.9%，前值 10.1%。广义财政收入当月同比增速 2.7%，前值-1.7%，当月进度 8.4%。累计来看，广义财政支出增速为 7.2%。

证券分析师： 董德志（S0980513100001）

联系人： 王奕群

行业与公司

◆ 纺服行业专题:纺织服装 2024 年报&25 一季报总结-消费稳中求变, 制造静观其变

板块总结：纺织制造延续景气，服装家纺增长放缓。1）2024 年：纺织制造板块受益于下游库存优化和订单反弹，收入同比+13.7%，毛利率提升 1.5pct 至 16.2%，产能利用率改善驱动盈利修复。服装家纺板块受消费疲软和刚性费用拖累，收入增速放缓至 1.0%，净利率大幅下滑 4.6pct 至 2.3%。2）季度趋势：2024Q4：纺织制造收入维持双位数增长（+14.1%），服装家纺收入降幅收窄（-1.1%）；2025Q1：纺织制造增速放缓但仍稳健（+8.2%），服装家纺春装销售承压（收入-5.1%）但盈利边际改善。3）重点公司：制造龙头（如华利、申洲）订单饱满，盈利更佳；服装品牌中运动赛道相对韧性较强，休闲服饰普遍承压。

运动服饰：行业维持增长景气度，品牌分化明显。1）业绩总结：收入增长韧性强：安踏（+13.6%）、特步（+6.5%）、361 度（+19.6%）领跑，李宁（+3.9%）增速相对较慢；盈利改善：安踏核心净利率+0.4pct 至 16.8%，李宁、特步毛利率+1.0pct，李宁净利率下滑主要因营销开支增加，特步剥离 KP 减亏；361 度盈利稳定。2）运营分析：库存折扣维持稳定，门店着重运营优化，2024 年下半年开店放缓或闭店调整，2025 细分品牌开店持续。流水增长方面略低于收入，线上优于线下。3）增长趋势：线上分品类看，专业跑鞋、运动时尚、户外为主要增长热点；国产品牌在专业品类上具备质价比优势，运动时尚国际品牌话语权较高；分平台看抖音增长仍具优势。

休闲家纺：需求总体承压，新业态、新消费增长领先。1）业绩总结：收入增长总体放缓，比音勒芬、森马服饰、稳健医疗收入分别+13.3%/7.1%/9.6%逆势增长；负经营杠杆导致净利率普遍下滑，仅稳健医疗（净利率+0.7pct）等少数改善。大部分公司提升分红水平，现金流充裕。2）运营分析：线上普遍好于线下，直营普遍好于加盟；线下客流、店效普遍下滑，同时各品牌优化低效店铺，尤其加盟店铺调整较多，较多品牌电商也净减少；部分公司呈净开店、线下收入相对稳健；休闲服饰普遍电商收入好于线

下，家纺品牌本身电商渗透率较高，电商增速放缓。3）增长趋势：2025 年以来家纺品牌线上表现优异，休闲服饰品牌表现分化，哈吉斯、全棉时代等品牌线上保持高增；海澜之家京东奥莱新零售模式打开增长空间。

代工制造：订单量增驱动高景气，订单饱满盈利强的公司韧性更佳。1）业绩总结：2024 年纺织制造行业受益于下游去库周期结束及订单恢复常态化，订单量大幅回升带动收入普遍双位数增长，产能利用率提升带动盈利向上。大部分公司保持积极的产能扩张，资本开支同比增加较多，华利集团/裕元集团/申洲国际几大代工龙头资本开支均在 15 亿元以上。2）关税影响：自上而下筛选，美国收入贡献低、净利率高的公司；自下而上筛选，产能供不应求的公司；产能占比来看，代工制造企业产能集中在东南亚地区。3）近况跟踪：代工台企 4 月基本维持一季度趋势未受关税政策影响，管理层对二季度预期乐观；国际品牌迅销和阿迪近期均表示暂未因关税主动提价，利润率影响有限。

纺织材料：外销订单增长带动收入，利润弹性较大。1）业绩总结：上游材料供应商同样受益于下游品牌补库需求，订单增长普遍较好。其中台华新材受益于锦纶下游防晒服、户外服需求高景气，收入增速最快接近 40%；上游制造企业利润弹性较大，伴随订单增加、产效提升，毛利率修复带动利润反弹显著。资本开支普遍缩减，仅南山智尚/新澳股份/伟星股份资本开支同比增长双位数以上。2）业绩拆分：纺织材料企业境内外收入占比有差异，伟星、台华、新澳、天虹以内销为主，鲁泰、百隆以外销为主。2024 年外销增速普遍好于内销，主要受益于国际消费相对国内消费增长韧性更强、国际品牌去库完成开始补库、以及部分企业本身境外占比较低仍处于客户开拓阶段。

风险提示：宏观经济表现不及预期，产能扩张不及预期，供应商下游客户库存恶化，关税政策不确定性，国际政治经济风险，系统性风险。

投资建议：内需布局成长性与韧性方向，纺织制造关注贸易摩擦缓和超跌反弹机会。

1）品牌服饰：外部环境波动下建议优选内需主线，关注成长性出色、经营韧性强、新消费新零售方向。重点推荐受益健康消费和体育产业发展政策支持的运动赛道，看好港股估值性价比高、中期成长性好的运动龙头安踏体育、李宁、特步、滔搏；生育利好+促内需政策下有望继续受益的稳健医疗；京东奥莱开拓新增长曲线的海澜之家。

2）纺织制造：纺织制造行业 4 月受关税政策影响股价有较大波动，实际供应链承担能力极其有限，如全面加征关税将主要由美消费者承担，且产业回美可能很低，后续存在关税豁免可能；如按极限情况推演，对板块对美敞口低、净利率高和产能供不应求的公司影响非常有限。近期贸易摩擦、关税政策缓和，建议重点关注反弹空间大、基本面韧性强，在高度成熟的行业中大浪淘沙出的高盈利高壁垒公司，重点推荐对美敞口最低净利率高影响最小的申洲国际；产能供不应求且净利率高的华利集团；以及细分赛道制造优质龙头伟星股份、开润股份、台华新材。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 医药行业专题：海外制药企业 2025Q1 业绩回顾——美国药品价格改革叠加不确定的宏观环境

Pharma 收入端增长整体有所放缓：2025Q1，礼来及诺和诺德在 GLP-1 类药物驱动下，收入端分别 +45%/+18%，其中诺和诺德由于美国 compounded GLP-1 药物影响，销售低于预期并下调全年收入指引；诺华、艾伯维、阿斯利康、赛诺菲分别依靠诺欣妥/可善挺、Skyrizi/Rinvoq、Farxiga/Enherthu、Dupixent 等核心品种放量维持 10%+营收增长；吉利德、BMS、罗氏、强生、再生元、辉瑞等受到 Medicare Part D redesign、核心产品专利到期、biosimilar/其他竞品竞争等影响，GSK 及 Merck 受到疫苗板块下滑影响，收入端低个位数增长或同比下滑。

美国药价改革及不确定的宏观环境：2025 年 5 月 12 日，Trump 政府发布行政命令，为美国患者提供“最惠国待遇”处方药定价，即在符合法律规定的情况下，美国卫生与公众服务部（HHS）应促进制药企业以最惠国待遇价格直接向美国消费者销售其产品。Trump 政府此次提出的行政命令与其首届任期未提出的“最惠国待遇”定价规则（Most Favored Nation, MFN Rule）在思路基本一致，均为以海外市场药品价格为锚点，压低美国市场定价，以此削弱大型制药企业议价能力。此外，美国共和党近期提出一揽子减税方案，为平衡联邦政府开支，计划大规模削减 Medicaid 支出（十年内拟削减至少 8800

亿美元)；同时，2025年4月1日，美国商务部依据《1962年贸易扩张法》第232条正式启动对医药产品及其关键成分进口的国家安全调查，如果调查结论认定进口药品或原料对国家安全构成威胁，总统可采纳商务部建议，对特定药品或整个类别征收差异化关税，或设定进口配额及其他限制措施。

BD：未来5年将会有包括K药、O药在内的多款百亿美元级别单品迎来专利到期，海外制药企业通过BD交易增厚营收及补齐 pipeline 短板，如JNJ以146亿美元收购IntraCellular 获得其精神分裂及双向情感障碍治疗药物CAPLYTA（JNJ预计峰值销售超过50亿美元），Roche先后通过收购Carmot获得GLP-1R/GIPR双靶激动剂以及与Zealand合作开发Amylin类似物切入代谢及减重赛道；中国是全球创新药开发的重要源头，2025年初至今海外药企已与国内企业达成多个管线合作，如Pfizer以60.5亿美元对价获得三生制药PD-1/VEGF双抗海外权益。

风险提示：市场竞争加剧的风险，产品临床失败或有效性低于预期的风险，产品商业化不达预期的风险，技术升级迭代风险。

证券分析师： 马千里（S0980521070001）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

◆ 计算机行业专题：人工智能专题报告：国内大厂扩张资本开支，算力租赁订单持续落地

国内大厂扩张资本开支。阿里巴巴2024Q4（=FY2025Q3）资本开支为317.75亿元人民币，同比+259%、环比+82%，环比高增，2025年2月，阿里巴巴集团CEO吴泳铭宣布，未来三年，阿里巴巴将投入超过3800亿元，用于建设云和AI硬件基础设施，总额超过过去十年总和。腾讯2024Q4（=FY2024Q4）资本开支为365.78亿元人民币，同比+386%、环比+114%，环比高增，预计2025年资本开支持续上行，主要满足公司AI相关领域需求。互联网大厂2025年资本开支有望持续扩张，主要由于大厂对AI基础设施建设的需求快速提升，大厂将通过自建AI基础设施或租赁AI基础设施等方式满足算力需求。

算力租赁订单持续落地。根据对上市公司公告梳理，海南华铁、宏景科技、云天励飞、航锦科技、中贝通信、弘信电子均有算力租赁订单公告，此外，有方科技、智微智能、云赛智联、依米康、海兰信、协创数据、利通电子等亦有布局算力租赁或相关产业链业务。

风险提示：互联网大厂资本开支下行、行业竞争加剧、宏观经济波动、贸易摩擦。

证券分析师： 熊莉（S0980519030002）、艾宪（S0980524090001）

◆ 汽车行业周报（25年第19周）：Robotaxi商业落地加速，AEB系统标配标准进入公开征求意见阶段

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，5.5-5.11国内乘用车上牌45.40万辆，同比+4.9%，环比+7.1%；其中新能源乘用车上牌22.61万辆，同比+16.0%，环比+10.7%。

本周行情：本周（20250514-20250518）CS汽车上涨1.25%，CS乘用车上涨3.16%，CS商用车下跌2.02%，CS汽车零部件上涨0.67%，CS汽车销售与服务上涨0.39%，CS摩托车及其他上涨0.23%，电动车上涨0.08%，智能车上涨0.1%，同期的沪深300指数下跌0.18%，上证综合指数下跌0.22%。

成本跟踪和库存：截至2025年5月10日，浮法平板玻璃、铝锭类、锌锭类价格分别同比去年同期-22.49%/-4.05%/-1.32%，环比上月同期+0.10%/-2.28%/-0.29%；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：AEB标配标准进入公开征求意见阶段，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：特斯拉发布机器人跳舞视频、中证发布中证科创创业机器人指数；3）车型：银河星耀8、海狮07DM-i、新款智己L6等上市、小鹏正式进入意大利市场。4）其他：吉利收购极氪。

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

◆ 建筑建材双周报（2025 年第 9 期）：城市更新有望加速，关注地方建工和消费建材配置机会

城市更新有望加速，关注地方建工和消费建材配置机会。2025 年 5 月 15 日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于持续推进城市更新行动的意见》，提出加强既有建筑改造利用、推进老旧小区整治改造、完善城市基础设施等八大任务。本次《意见》发布，将有望推动城市更新、城中村改造、老旧小区改造、城市基础设施改造等项目加速落地开工，预计地方建工和装饰装修企业有望受益于城市更新改造订单加速释放，防水材料、涂料、管材等消费建材需求亦有望放量。

重点板块数据跟踪：

1) 水泥：上周全国水泥均价跌 1.1%，华北、华东、中南降 10-30 元/吨，辽宁、河南涨 20 元/吨。需求环比略增但同比仍低 6-7%，部分企业错峰执行不力致供应压力加大，价格持续下行。2) 玻璃：上周浮法玻璃市场延续弱势，均价 1306.73 元/吨，周跌 0.82%。华北、华中及华东、西南部分厂价格降 1-3 元/重量箱。需求端表现疲软，加工厂订单有限，中下游按需采购；供应端产能平稳，日熔量 15.65 万吨，产能利用率 80.08%。纯碱价格持稳，光伏玻璃价格承压下滑，3.2mm 镀膜面板周跌 1.15%至 21.5 元/平方米。短期供需偏弱，市场观望情绪浓厚，价格或继续承压。3) 玻纤：上周无碱粗纱报价持稳，2400tex 主流价 3500-3800 元/吨，均价 3735.25 元/吨，同比跌 3.3%；电子纱 G75 报价 8800-9200 元/吨，7628 电子布 3.8-4.4 元/米，个别高端产品价格调涨。下游刚需采购为主，市场整体趋稳。

投资建议：

建材方面，国际贸易冲突加剧背景下，扩内需稳增长政策有望加码，建材整体仍以内需为主导，板块基本面进一步恶化空间有限，同时有望受益后续政策倾斜，目前板块估值和持仓均处于底部，逢低择优布局经营韧性更强的消费建材龙头，尤其零售端受益二手房景气及存量改造需求率先迎来改善，推荐三棵树、北新建材、兔宝宝、伟星新材、东方雨虹，关注科顺股份；同时受益复价落地带来盈利中枢上移，业绩同比修复确定性更强的水泥玻纤板块，推荐海螺水泥、华新水泥、中国巨石、中材科技，关注塔牌集团等，以及玻璃龙头底部配置机会旗滨集团。

建筑方面，国家重大战略工程投资规模大，能够有效提振中低收入者信心，创造增量需求，对国家层面的发展与安全具有重大意义，预计将成为未来的重点投资领域。重点推荐资产质量提升、现金流改善、牵头重大工程建设的低估值建筑央企中国铁建、中国交建、中国中铁、中国建筑、中国中冶、中材国际，推荐参与国家重大工程建设的中岩大地、三维化学，推荐经营稳健、受益于板块估值提升的亚翔集成、鸿路钢构、中材国际、中国化学、中国海诚。

风险提示：政策落地低于预期；成本上涨超预期；供给超预期；财政发力不及预期；重大工程项目审批落地不及预期。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、陈颖（S0980518090002）、朱家琪（S0980524010001）

◆ 智微智能(001339.SZ) 深度报告：物联网数字化核心方案商，智算业务打开第二成长曲

线

智微智能：以物联网为基，横向切入 AIGC 基础设施领域。公司为国内领先的物联网硬件产品及解决方案提供商，成立于 2011 年，产品覆盖行业终端、ICT 基础设施、工业物联网三大业务板块；2024 年投资设立控股子公司腾云智算，致力于为客户提供 AIGC 高性能基础设施产品，围绕 AI 算力规划与设计、设备交付、运维调优、算力调度管理、设备维保及置换等提供端到端的智算中心全流程综合服务。根据 2024 年年报披露数据，2024 年行业终端、ICT 基础设施、工业物联网、智算业务收入分别为 25.97、6.31、1.51、3.01 亿元，占比分别为 64.4%、15.6%、3.7%、7.5%。

传统主业：行业终端、ICT 基础设施、工业物联网三大板块。1) 行业终端业务：公司产品主要有教育商显 OPS、云终端、PC 类产品，其中 PC 类产品受全球将进入后疫情时代换机潮，叠加 Win10 停更带来的换机需求拉动，根据 IDC 披露数据，预计 25 年全球 PC 出货量同比+3.7%，全球 PC 市场有望企稳回升。2) ICT 基础设施业务：公司产品主要有服务器、交换机、网络安全设备，其中受全球 AI 训练、推理需求拉动，2029 年全球服务器市场规模有望达到 5186 亿美金，对应 24-29 年 CAGR 为 16.3%。3) 工业物联网业务：公司产品主要有工业 ICT 类、工业计算机、PAC 控制等，其中工业计算机受益于工业数字化需求推动，有望重回增长赛道，预计 28 年出货量为 619 万台，对应 24-28 年 CAGR 为 13.1%。

智能算力：千亿级别市场规模，开辟第二成长曲线。从公司维度来看，24 年 1 月公司出资设立子公司南宁市腾云智算，持股 51%，定位为 AIGC 基础设施全生命周期服务商，根据 2024 年报披露数据，24 年子公司腾云智算实现营业收入 3.0 亿元，净利润 1.74 亿元，盈利能力优秀。从行业维度来看，受 AI 大模型训练、推理需求拉动，全球 AI 服务器市场规模快速增长，根据 IDC 披露数据，24 年全球 AI 服务器 1352 亿美金，同比+156%，预计 29 年增长至 3576 亿美金，对应 24-29 年 CAGR 为 21.5%。

盈利预测与估值：智算业务有望拉动公司归母净利润快速增长，预计 2025-27 年归母净利润 3.01/4.00/4.96 亿元（+141%/33%/24%），EPS 分别为 1.20/1.59/1.98 元。通过多角度估值，预计公司合理估值 59.90-65.89 元，较当下有 11%-23%的估值空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：传统主业所处行业下行的风险、产品价格下行及毛利率下降的风险、部分产品依赖单一大客户的风险、贸易保护主义和贸易摩擦风险。

证券分析师：熊莉（S0980519030002）、艾宪（S0980524090001）

◆ 携程集团-S(09961.HK) 财报点评：一季度业绩稳健增长，海外增加投入且保持营销策略灵活度

2025 年一季度业绩稳健增长，利润率同比回落。2025Q1 公司收入 138.3 亿元/+16.2%；Non-GAAP 归母净利润 41.9 亿元/+3.3%，对应利润率为 30.3%/-3.8pct。其中主业相关的经调整 EBITDA 为 42.5 亿元/+6.9%，对应利润率为 30.7%/-2.7pct，主要系国际平台战略性投资增加影响；主业之外的净利息收入、其他收益、联营公司收益部分合计同比下降 17.0%带来扰动。

收入拆分：国内酒店与出境游业务继续提升份额，入境游红利助推国际业务快速增长。2025Q1 公司住宿预订收入 55.4 亿元/+23.2%，交通票务收入 54.2 亿元/+8.4%，旅游度假收入 9.5 亿元/+7.2%，商旅管理收入 5.7 亿元/+12.1%，其他收入 13.7 亿元/+33.0%。分区域看：1) Q1 国内收入预计个位数增长，其中酒店间夜增速维持双位数增长，按酒店之家估算行业增速为 7%，休闲旅游延续好于商旅，叠加公司积极把握银发群体、年轻人展演+酒店等趋势，国内酒店份额继续提升；同时平台价格受益于结构升级与产品组合等好于行业降幅；平台国内机票预订与行业大盘均比较平稳，阶梯式固定佣金受行业价格扰动。2) 出境机酒预定量恢复超 120%，比行业运力快 30-40%，其中伴随运力增加出境机票价格同比回落。3) 国际平台机酒预定量同比增长超 60%，免签政策红利持续释放，平台入境游增长约 100%，亚太免签国家增长超 240%。

盈利拆分：国短期际平台增加投放扰动利润率，但一季度再次展现海外营销策略的灵活性。随着 Trip.com 扩大服务规模和团队建设，相关人员成本和费用也在提升，Q1 公司毛利率同比-0.8pct；Q1 研发与管理费用同比+13.7%，而国内业务规模效应下费用率同比-0.7pct。此前公司明确全年把握海外良好扩张窗口期增加投放，但同时针对一季度海外用户出游淡季灵活调整营销力度，Q1 销售费率 21.4%/+2.3pct，

单季度费率低于全年预算（23-24%）。

风险提示：消费复苏不及预期，国际扩张不及预期，盈利能力不及预期等

投资建议：维持公司 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润为 182/209/244 亿元，对应动态 PE 为 19/16/14x。公司把握发展窗口期及入境政策红利，以规模为先的战略积极发力国际平台，预计短期利润率扰动下利润增速低于收入增速（未来 3 年 CAGR 11%vs15%），但公司也会根据实际保持投放策略的灵活度。同时基本盘稳健增长，国内上游酒店行业供给扩张背景下龙头平台在产业链话语权继续提升，行业在线化渗透率与公司酒店业务份额持续增加，出境游预订量存在部分区域扰动但整体维持良好恢复节奏。此外，公司在原有 6.8 亿回购额度基础上提议新增港股回购计划。整体上公司作为国内领先在线旅游龙头，基本盘稳健且护城河深厚，良好的现金流下股东回报态度更积极，新业务打开中线成长空间，参考海外龙头值得享估值溢价，维持“优于大市”。

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

◆ SEA (SE.N) 海外公司财报点评：游戏流水超预期，电商利润亮眼

整体表现：利润表现超预期。收入端看，2025Q1 公司收入 48 亿美元，同比增长 30%，增长主要来自电商业务和数字金融业务。利润端看，本季度公司实现净利润 4.1 美元，净利率 8%，电商的利润率快速改善成为公司整体利润超预期的重要原因。

电商业务：GMV 同比+21%，规模效应持续释放。本季度电商业务营收 35 亿美元，同比+28%，我们认为主要与 GMV 较快增长、货币化率持续提升有关，25Q1 GMV yoy+21%左右，平台货币化率从去年同期 10.3% 提升至 10.9%，主要来自广告货币化率拉动，广告收入增长超过 50%；本季度电商经调整 EBITDA 为 2.64 亿美元，经调 EBITDA 利润率 7.5%，利润率同环比继续显著提升，主要是在亚洲和巴西提升了盈利能力，公司在 Q1 将 Shopee 在亚洲和巴西的每笔订单物流成本同比降低了 6%和 21%。

数字金融：更名 Monee 协同电商业务，收入利润稳健增长。2025Q1 公司数字金融业务实现收入 7.87 亿美元，同比增长 58%，主要受信贷业务驱动。经调整 EBITDA 为 2.41 亿美元，利润率 31%，同比+1pct。截至 2025Q1 末，应收贷款总额为 58 亿美元，同比+75%；逾期 90 天以上的不良贷款率 1.1%，环比持平。此外，近期公司将业务更名为 Monee，以体现跟 Shopee 更好的协同性。

数字娱乐：流水表现超预期，IP 联动成效显著。2025Q1 收入 4.96 亿美元，同比+8%，但流水同比增长 51%，调整后 EBITDA 4.6 亿美元，对应利润率达到 92%，同环比均大幅提升。主要得益于 Free Fire 与火影忍者的 IP 合作，推动一季度 QAU 达到 6.62 亿，同比+25%，付费用户 6460 万，同比+59%，付费率也达到新高。

投资建议：东南亚竞争格局缓和，各电商平台持续改善 UE 以及货币化率水平，我们调整公司 2025-2027 年收入预测至 210/250/285 亿美元，调整幅度+4%/+6%/+5%，主要反映对游戏流水大幅增长带来的后续收入增速提升；调整净利润预测至 17/26/34 亿美元，调整幅度为+13%/+13%/+17%，主要反映电商业务利润率改善节奏的超预期。当前公司对应 25 年估值为 57x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、王颖婕（S0980525020001）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 网易-S (09999.HK) 海外公司财报点评：游戏业务提升全球影响力，利润侧表现优秀

收入同比上升 7%，利润表现优秀主要系销售费用影响。25Q1，公司实现营收 288 亿元，同比上升 7%。Non-GAAP 归母净利润 112 亿元，同比增长 32%；Non-GAAP 归母净利率 39%，同比提升 7pct。25Q1，公司综合毛利率 64.1%，同比上升 0.7pct。其中，游戏及增值服务毛利率 68.8%，同比下降 0.7pct，变动主要系游戏产品结构变化。25Q1，公司总经营费率为 28%，同比降低 7pct。其中销售费率 9.4%，同比下降 4.6pct。公司游戏推广费用比如《蛋仔派对》下降，预计后续销售费率逐步恢复。

游戏：端游收入增长亮眼。25Q1，在线游戏业务收入为 234 亿元，同比增长 15%。其中，手游收入 154 亿元，同比下降 4%，下降主要系去年同期高基数。PC 端游收入 81 亿元，同比增长 85%。端游增长良好，主要得益于《守望先锋》回归，《漫威争锋》《永劫无间》等表现良好。25Q1 网易递延收入 177 亿元，

同比增长 19%。25Q1 多款新游表现优异，提升全球游戏影响力。《漫威争锋》在 2025 年 4 月发布第二赛季更新后，迅速登顶 Steam 全球畅销榜。《界外狂潮》在 2025 年 3 月上线后三天内登上 Steam 全球畅销榜第六名。《七日世界》手游在 2025 年 4 月上线后，迅速登顶全球 160 多个地区的 iOS 下载榜榜首。后续 pipeline 期待：《Destiny: Rising》以及《漫威秘法狂潮》等。

有道：收入同比下降 7%，学习服务进行结构调整优化。25Q1，有道净收入为 13 亿元，同比下降 7%。根据有道财报，学习服务收入为 6.02 亿元，同比减少 16%，但降幅较上季度收窄约 5pct，核心业务如 AI 升学规划服务“有道领世”销售额同比增长超 25%，编程学习产品“有道小图灵”销售额增长超 40%。智能设备收入为 1.9 亿元，同比增长 5%，结束负增长。新品 AI 答疑笔 Space One 首批库存 10 天内售罄。广告服务收入 5.05 亿元，同比增长 3%，广告客户数量同比增长超 20%，海外广告业务通过 Google 合作伙伴认证。

网易云音乐：毛利率环比提升 4.8pct。25Q1，云音乐净收入为 19 亿元，同比下降 8%，社交娱乐业务拖累。毛利率 36.8%，同比-1.1pct，环比+4.8pct，同比下降主要系去年同期一次性版权调整，环比上升反映出公司在版权内容采购重视 ROI，经营杠杆释放带来毛利率持续优化。

风险提示：政策风险；新产品上线推迟的风险；游戏市场竞争激烈。

投资建议：考虑到公司代理游戏以及《漫威争锋》《界外狂潮》等表现优秀以及渠道费用控制优秀，上调盈利预期，预计公司 25-27 年调整后归母净利润分别为 393/425/467 亿元（上调 5%/2%/2%）。考虑到公司利润表现优秀，给予 25 年 15-17xPE，上调目标价至 214-242 港币（上调幅度 34-36%）。继续维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）

◆ 阿里健康(00241.HK) 海外公司财报点评:平台生态向好，盈利能力持续提升

收入端：FY2025 公司营业收入 306 亿元，同比增长 13%，主要受益于医药平台业务的较快增长。分拆看，1) 报告期内公司医药自营收入 261 亿元，同比增长 10%，主要由于自营 B2C 零售商品的 SKU 不断丰富，同比增长 33.6%至 123 万，以及国补带动医疗器械增长；2) 电商平台服务收入 36 亿元，同比增长 54%，主要受益于健康类目广告业务的注入，平台商家数同比增长 35%至 4.83 万，SKU 也同比增长 91%至 1.33 亿；3) 医疗健康及数字化服务业务收入 8.9 亿元，同比下降 8%。

利润端：FY2025 公司经调整净利润为 19.5 亿元，同比+36%，经调净利率达到 6.37%，同比+1pct，毛利率提升至 24.3%，同比+2.5pct，主要是更高毛利的广告业务并表驱动。费用端来看，公司履约费用率为 8.4%，同比下降 0.5pct，履约费用占自营业务收入的比例为 9.8%，同比下降 0.4pct，主要来自仓储、物流及客服等方面运营效率的提升；销售费用率为 7.4%，同比提升 0.8pct；管理费用率为 1.3%，同比基本保持稳定；研发费用率为 2.4%，同比下降 0.2pct，主要得益于成本控制和研发策略优化。展望后续，我们认为公司仍然具有销售和履约费用率的优化空间，盈利能力有望继续保持提升。

公司积极探索 AI 医疗，在医药搜推模型优化、大药房智慧供应链、商品智慧运营、智能客服等多场景下提升运营效率。一方面赋能消费者，建立 AI 驱动的商品搜索引擎，另一方面未来有望开发更多面向医生的 AI 知识平台产品，服务于医学知识交流等场景。

投资建议：消费者线上购药习惯逐渐形成，公司平台生态持续向好，经营效率不断提升，预计公司 FY2026-FY2027 年收入为 335/364 亿元，较上次-3%/-4%，预计公司 FY2026-FY2027 年经调净利润为 23/28 亿元，较上次调整-6%/-14%，主要考虑到激烈的行业竞争，新增预测 FY2028 年收入 394 亿元，经调净利润 32 亿元，目前股价对应 FY2025 31xPE，维持“优于大市”评级。

风险提示：政策风险，行业竞争加剧风险，宏观经济系统性风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、王颖婕（S0980525020001）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 海兴电力(603556.SH) 财报点评:公司业绩短期承压，海外配电业务蓄势待发

公司归母净利润 2024 年度同比增长 2%，2025Q1 同比下降 34%。公司 2024 全年实现营收 47.2 亿元，同比+12.3%，全年实现归母净利润 10 亿元，同比+2%，毛利率 43.9%，同比+2pct，其中 2024Q4 实现营收

13.1 亿，同比-1.5%，环比+52%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比-33%，环比-18%，毛利率 38.7%，同比-7pct，环比-10.7pct。2025Q1 公司实现营收 7.8 亿元，同比-13%，环比-40%，2025Q1 实现归母净利润 1.4 亿元，同比-34%，环比-33%，2025Q1 毛利率 42.4%，同比-1.8pct，环比+3.8pct。

公司海外配电业务蓄势待发。公司 2024 年配电业务收入 45.35 亿元，同比+13%，毛利率 45.3%，同比+0.9pct。24 年海外市场实现营收 30.6 亿元，同比+9.6%，其中非洲/亚洲（除中国大陆）/拉美/欧洲分别实现收入 11.4/9.3/8.9/1.1 亿元，同比分别变动+13%/+7%/+11%/-9%。在智能配电领域，公司持续拓宽配网产品海外市场品类，加快推进配网产品在海外市场的业务拓展。2024 年公司重合器、环网柜、中置柜、柱上断路器、智能箱变等产品在拉美、非洲、中东等区域实现批量中标，为公司配网产品的海外业务发展奠定了坚实的基础。

公司国内配电业务保持稳步发展。2024 年公司国内配电业务实现收入 15.95 亿元，同比+20.6%，2024 年公司在国家电网和南方电网电能表计量与采集设备招标中累计中标金额 11.23 亿元，同比+28%，同时南京海兴成为首批成功接入国网 ERP 系统的配网公司，2025 年国网投资预计超过 6500 亿元，同比增长超过 6%，在配电侧公司有望受益。

汇兑损失及人员扩充致费用率提升。2024 年公司期间费用 8.8 亿元，同比+54%，期间费用率 18.7%，同比+5pct。2025Q1 公司期间费用 1.39 亿元，同比+5%，期间费用率 17.75%，同比+3pct。一方面公司 2024 年汇兑损失 1.29 亿元（2023 年汇兑受益 0.33 亿元），另一方面，在全球化扩张下公司 2024 年员工数量同比增长 18.5%，新增 489 名员工带动费用率提升。

风险提示：海外市场开拓不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑汇率层面公司存在不确定性，同时公司短期费用提升致业绩承压，我们下调公司 2025-2027 年盈利预测至 11.22/12.41/13.6 亿元（原 2025-2026 预测为 13.5/15.84 亿元），同比+12%/+10.6%/+9.6%。当前股价对应 PE 分别为 11.7/10.5/9.6 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、徐文辉（S0980524030001）

金融工程

◆ 金融工程日报:A 股涨势延续，黄金股午后走强、固态电池概念爆发

市场表现：今日（20250521）规模指数中沪深 300 指数表现较好，板块指数中创业板指表现较好，风格指数中沪深 300 成长指数表现较好。煤炭、有色金属、电新、综合、医药行业表现较好，综合金融、电子、纺织服装、传媒、机械行业表现较差。黄酒、黄金精选、黄金珠宝、珠宝、动力电池等概念表现较好，饲料精选、超硬材料、培育钻石、PEEK 材料、自行车等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 82 只股票涨停，有 3 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 2.14%，昨日跌停股票今日收盘收益为-2.46%。今日封板率 73%，较前日提升 10%，连板率 33%，较前日下降 2%。

市场资金流向：截至 20250520 两融余额为 18128 亿元，其中融资余额 18007 亿元，融券余额 121 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 8.4%。

折溢价：20250520 当日 ETF 溢价较多的是 1000 增强 ETF，ETF 折价较多的是科创综指 ETF 嘉实。近半年来大宗交易日均成交金额达到 14 亿元，20250520 当日大宗交易成交金额为 14 亿元，近半年来平均折价率 5.46%，当日折价率为 8.97%。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%，3.11%，8.74%，11.61%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 6.91%，处于近一年来 20%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 10.69%，处于近一年来 15%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 21.16%，处于近一年来 8%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 25.54%，处于近一年来 5%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博思软件、华工科技、泰坦股份、皖能电力、京基智农、新里程、公牛集团、陕西华达等，博思软件被 103 家机构调研。20250521 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是舒泰神、中邮科技、王子新材、红宝丽、国轩高科、丰茂股份、宏工科

技、南京港、拉芳家化、红墙股份等，机构专用席位净流出较多的股票是三生国健、露笑科技、铁流股份、浙江华远、威领股份、通达股份、圣晖集成、源飞宠物、京基智农、天元宠物等。陆股通净流入较多的股票是湖南发展、三生国健、华夏幸福、大有能源、连云港等，陆股通净流出较多的股票是国轩高科、利君股份、京基智农、航天动力等。

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	768.50	1.89	ICE 布伦特原油	65.38	-0.24
白银	8195.00	1.33	铜	78090.00	0.29
铝	20215.00	0.52	铅	16880.00	0.41
豆一	4206.00	0.59	锌	22585.00	0.73
豆粕	2743.00	1.06	镍	123360.00	0.01
玉米	2317.00	-0.21	锡	267100.00	0.87
螺纹钢	3054.00	0.22	SR507	5931.00	-0.15

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
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
301101. SZ	不适用	8456. 60	13434. 14	100. 00	2024-12-16
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
000737. SZ	南风化工	104599. 31	169128. 73	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
603071. SH	不适用	32026. 96	55795. 44	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	41860. 44	-1. 913895	47. 87	47. 87	47. 87	47. 87	44. 22
德国 DAX 指数	24122. 40	0. 359002	89. 38	13. 75	8. 23	28. 81	49. 17
法 CAC40 指数	7910. 49	-0. 402019	0. 94	8. 57	-2. 99	-2. 83	46. 39
恒生指数	23827. 78	0. 617782	0. 79	11. 37	1. 49	23. 96	68. 81
沪深 300 指数	3916. 38	0. 467100	-0. 68	3. 47	-1. 55	6. 53	67. 62
美国 SP500 指数	5844. 61	-1. 613511	-0. 81	13. 30	-2. 80	9. 83	49. 17
纳斯达克综合指数	18872. 64	-1. 410876	-1. 43	18. 91	-3. 33	12. 11	52. 77
日经 225 指数	37298. 98	-0. 614210	-2. 17	8. 80	-3. 81	-4. 23	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	002371. SZ	北方华创	427. 0000	-1. 5358	无数据	002371. SZ	北方华创	427. 0000	-1. 5358	无数据
2	300059. SZ	东方财富	21. 3800	-0. 6506	无数据	300059. SZ	东方财富	21. 3800	-0. 6506	无数据
3	601919. SH	中远海控	16. 6200	1. 6514	无数据	000858. SZ	五粮液	129. 2600	0. 1007	无数据
4	600276. SH	恒瑞医药	55. 9400	2. 7365	无数据	601919. SH	中远海控	16. 6200	1. 6514	无数据
5	601127. SH	赛力斯	133. 5000	2. 2989	无数据	600276. SH	恒瑞医药	55. 9400	2. 7365	无数据
6	600988. SH	赤峰黄金	27. 8200	5. 6188	无数据	601127. SH	赛力斯	133. 5000	2. 2989	无数据
7	600418. SH	江淮汽车	39. 5800	8. 5573	无数据	600988. SH	赤峰黄金	27. 8200	5. 6188	无数据

8	002074.SZ	国轩高科	26.6500	9.9876	无数据	600418.SH	江淮汽车	39.5800	8.5573	无数据
9	600519.SH	贵州茅台	1580.9700	-0.3172	无数据	002074.SZ	国轩高科	26.6500	9.9876	无数据
10	002475.SZ	立讯精密	32.1200	-1.4724	无数据	002475.SZ	立讯精密	32.1200	-1.4724	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	3988.HK	中国银行	4.6900	0.00213675	55311.00	1810.HK	小米集团-W	54.4500	-0.00638686	402143.40
2	9992.HK	泡泡玛特	216.0000	0.03746398	91956.92	0700.HK	腾讯控股	520.5000	0.00676983	304442.88
3	1357.HK	美图公司	7.0200	0.18983051	97747.86	9988.HK	阿里巴巴-W	123.1000	0.01150370	201527.33
4	9988.HK	阿里巴巴-W	123.1000	0.01150370	111756.89	1357.HK	美图公司	7.0200	0.18983051	101845.30
5	1530.HK	三生制药	20.8500	0.08706986	127713.74	1530.HK	三生制药	20.8500	0.08706986	100884.45
6	0883.HK	中国海洋石油	17.8600	0.01477273	127898.74	9992.HK	泡泡玛特	216.0000	0.03746398	92704.70
7	0939.HK	建设银行	6.9700	0.00577201	129968.96	3690.HK	美团-W	137.3000	0.00659824	84502.75
8	3690.HK	美团-W	137.3000	0.00659824	150098.93	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	81431.55
9	0700.HK	腾讯控股	520.5000	0.00676983	171787.58	0883.HK	中国海洋石油	17.8600	0.01477273	69200.51
10	1810.HK	小米集团-W	54.4500	-0.00638686	357410.61	0939.HK	建设银行	6.9700	0.00577201	61036.40

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