

晨会纪要

数据日期: 2025-05-20	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)	3380.47	10249.17	3898.17	11510.62	2850.94	997.67
涨跌幅度(%)	0.38	0.76	0.54	1.04	1.03	0.24
成交金额(亿元)	4502.90	7193.90	2016.36	2657.65	3242.13	175.15

晨会主题

【重点推荐】

宏观与策略

固定收益专题研究:海外债市系列之三-美国国债市场图谱

【常规内容】

宏观与策略

宏观专题:AI、关税与黄金的启示——2025年中期宏观展望

行业与公司

电子行业周报:财报季彰显景气,关税博弈趋于缓和,积极布局“估值扩张”

腾讯音乐(TME.N)海外公司财报点评:ARPPU值提升或将成为订阅业务增长主要驱动

昆仑万维(300418.SZ)财报点评:24年年报及25年一季报点评:AI商业化加速落地,投资收益扰动业绩表现

毛戈平(01318.HK)深度报告:高端美妆国货龙头,构建“品牌+产品+渠道”护城河

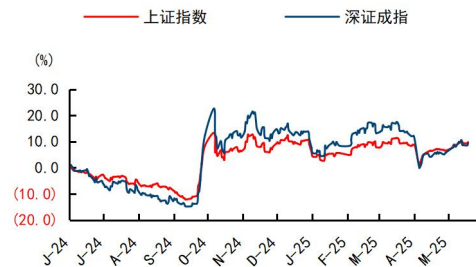
三生制药(01530.HK)海外公司快评:与辉瑞达成重磅交易,双抗出海扬帆起航

金融工程

金融工程周报:股指分红点位监控周报-市场情绪回暖,基差逐步收敛

金融工程日报:沪指震荡攀升,宠物经济全线爆发

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21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	23681.48	1.49

基金指数

05月21日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3247.79	0.04
股票基金指数	9945.56	0.00
混合基金指数	9237.89	-0.07

汇率

05月21日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.12	0.38
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.82	0.06
美元兑日元	144.49	-0.24

非流通股解禁

05月21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

【重点推荐】

宏观与策略

◆ 固定收益专题研究:海外债市系列之三-美国国债市场图谱

美国债券市场概况：作为全球规模最大的固定收益市场，美国体量显著领先于中国、日本等主要经济体，其规模在全球固定收益市场中的占比近 40%，形成绝对主导地位。从债券品种来看，美国债券市场呈现出高度丰富的多样性，其中美国国债作为市场支柱，存量规模超 60%，远超其他债券品种，在市场中占据压倒性优势。

美国国债详述：美国国债以美国政府信用为基础，由美国财政部代表美国联邦政府发行，用于满足美国联邦政府的各项公共财政支出需求，包括弥补财政赤字、筹集建设资金等。从流通属性上划分，美国国债可分为流通国债与非流通国债。根据期限和结构不同，美国流通国债又可以分为五类：短期国库券、中期国债、长期国债、通货膨胀保值债券和浮动利率债券。从投资者类型划分，主要包括美联储、国内投资者、海外投资者、其他投资者。其中，国内投资者主要包括美联储、商业银行、共同基金、养老金和保险公司、州和地方政府、个人投资者。海外投资者主要包括外国政府和央行、主权财富基金、国际资管机构。其他投资者则包含了对冲基金、债券 ETF、一级交易商。

一级发行概览：从影响美国国债发行的因素来看，一方面美国国会通过的债务上限规定了美国政府举债的总规模；另一方面美国财政部会根据自身的支出和收入情况，以及对未来经济形势的判断，设定 TGA 余额的目标范围，对国债发行形成“软约束”。从国债招标流程来看，美国国债一级市场拍卖分为四个步骤：美国财政部发布国债发行公告；投资者通过 Treasury Direct 账户、经纪人或金融机构提交投标；财政部根据投标结果，确定最终发行利率和发行价格；中标投资者按发行价格支付债券款项，并获得债券。从美国国债一级配售结果来看，对于中长期美债来说，2015 年后投资基金获配份额显著上升，超过交易商成为第一大配售主体。对于短期国库券来说，交易商为一级市场配售的主要机构，但 2020 年后配售占比有所下降。投资基金获配份额逐年上升，2024 年成为第二大获配机构。

二级市场总览：数据显示，美国国债在交易规模与换手率方面显著优于其他债券品种，在全球债券市场中也呈现出绝对的流动性优势。聚焦美国国债细分品类，中长期国债在成交量与换手率上明显高于短期国债及其他品类，成为推动美国国债市场高流动性的核心力量。

风险提示：货币政策调整风险，政府债务过度扩张引发信用风险。

证券分析师： 陈笑楠（S0980524080001）、季家辉（S0980522010002）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观专题:AI、关税与黄金的启示——2025 年中期宏观展望

2025 年中期宏观展望报告，以 AI、关税与黄金的宏观意义为线索，推导出当前复杂形势下可能出现的“新秩序”及政策应对思路。

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

行业与公司

◆ 电子行业周报：财报季彰显景气，关税博弈趋于缓和，积极布局“估值扩张”

财报季彰显景气，关税博弈趋于缓和，积极布局“估值扩张”。过去一周上证上涨 0.76%，电子下跌 0.75%，子行业中消费电子上涨 1.12%，电子化学品下跌 1.79%。同期恒生科技、费城半导体、台湾资讯科技上涨 1.95%、10.20%、5.17%。一方面受益于 Deepseek 兴起，端侧创新带来增量需求；一方面受益于家电、手机等国补带来的需求前置，1Q25 陆续发布的亮眼财报显示出电子板块的高景气。与此同时，由于美国所发起的关税战仍面临“90 天缓冲期”，不确定性面前，海外的订单采购及库存储备力度均有所加大，2Q25 行业景气仍延续上行态势。我们认为，在 2019 年 5G 创新周期中已有冒尖趋势的中国科技产业，在直面美国“制裁政策”、经历了逾 5 年的“人财物”快速累积之后，正在新一轮 AI 创新周期中体现出更强的全球竞争力，正在诸多卡脖子环节加速实现自主可控，而经历此轮“关税战”之后的中国科技资产也正在迎来世界范围的重新认知。因此，在强基本面的支撑之下，我们仍然坚定看好 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，建议重视外部不确定性环境下的板块配置窗口。

美国 BIS 加强芯片管制，关注国产算力芯片供应链。5 月 13 日美国 BIS 发布公告，撤销拜登政府的《人工智能扩散规则》，同时宣布采取额外的措施加强全球半导体出口管制。新管制包括：1) 指出在全球任何地方使用华为昇腾芯片均违反美国出口管制；2) 警告公众将美国人工智能芯片用于训练和推理中国人工智能模型的潜在后果；3) 向美国公司发布指导如何保护供应链免受转移策略的影响。我们认为，国产 AI 算力芯片将坚定不移地走自主可控道路，而国内大模型及互联网厂商也有望进一步提升国产算力芯片的使用比例，并进一步推进自研 ASIC。我们看好国产 ASIC 及国产半导体供应链，中芯国际、华虹公司、寒武纪、龙芯中科、翱捷科技、芯原股份等。

英伟达、超微电脑相继在中东签单，AI 基建热度持续高涨。英伟达 5 月 13 日在沙特利雅得宣布，将向沙特主权财富基金 PIF 旗下人工智能公司 Humain 出售超过 1.8 万个最新 AI 芯片，用于建设容量最高可达 500 兆瓦的数据中心。超微电脑与沙特阿拉伯领先的数据中心公司 DataVolt 签署一份多年合作协议，总价值约 200 亿美元，预计将加快为后者位于沙特和美国的超大规模人工智能园区交付超高密度 GPU 平台和机架系统。当前，全球 AI 巨头持续在中东地区展开布局，AI 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。

华为和腾讯云同日与人形机器人企业签署合作协议，加速多场景应用落地。5 月 12 日，华为与优必选科技正式签署全面合作协议，双方将围绕具身智能和人形机器人领域，在产品技术研发、场景应用及产业体系等开展创新合作，推动人形机器人从实验室创新向工业、家庭等场景的效率提升和落地复制。同日，腾讯云与越疆科技签署深化战略合作协议，加速具身智能技术创新，共同拓展工业制造、商业、教育等多场景应用落地。我们认为，巨头入局有望加速人形机器人多场景落地，建议关注相关芯片企业瑞芯微、韦尔股份、兆易创新、圣邦股份、思瑞浦、纳芯微、帝奥微、士兰微、扬杰科技等。

特斯拉更新 Optimus、Robotaxi、Dojo 的新进展，展现出强劲的发展前景。特斯拉在华尔街分析师会议上说明了一些产品的最新进展，特斯拉仍将按计划 6 月在奥斯汀推出 Robotaxi 服务，初始规模为 10-20 辆。特斯拉 Optimus 机器人，目前产能为 1 千台/月，第二代生产线的产能为每月 1 万台，Optimus 的神经网络比特斯拉用于自动驾驶的神经网络更大。Tesla Dojo2 将于 2026 年上市，Dojo3 预计将于 2028 年上市。随着马斯克将工作重心从政府效率部门重新聚焦特斯拉业务，公司发展动能有望进一步增强，继续推荐关注特斯拉产业链：世运电路、东山精密等。

汽车智能化叠加国产化率提升，中低压功率器件需求增长。据英飞凌数据，整车中车身、底盘、安全、ADAS/AD、动力总成等 90 多个应用中汽车 MOSFET 用量达 100-180 个，伴随汽车智能化增长、汽车用电量提升，中低压功率器件单车用量加速提升；根据 Omdia 数据，中低压功率器件国产化率 23 年仅中国区约 32%，其中汽车二三极管、中低压 MOSFET 门槛较高应用国产化率低于平均值，仍有较大渗透空间，我们认为具备车规能力且料号丰富的头部公司有望受益于汽车智能化与国产化率提升；建议关注产业链相关公司华虹半导体、扬杰科技、新洁能、华润微、士兰微及捷捷微电。

4 月全球 Top 10 电视 ODM 工厂出货量同比增长 2.4%。据洛图科技，4 月全球 Top 10 电视 ODM 工厂出货量同比增长 2.4%，环比增长 4.1%，其中 KTC(康冠) 4 月出货约 98 万台，环比增长 55.6%，在专业代工厂中排名第二；AMTC(兆驰) 4 月出货约 90 万台，同比增长 1.3%，在专业代工厂中排名第三，其越南主要面对北美市场的整机工厂已量产满一年。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。

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、佰维存储、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

◆ 腾讯音乐(TME.N) 海外公司财报点评:ARPPU 值提升或将成为订阅业务增长主要驱动

收入同比增长 8.7%，经调整利润率同比+3.5pct。25Q1，公司实现总收入 73.6 亿元，同比+8.7%，环比-1.4%，在线音乐收入占比达 79%。公司毛利率与经调整利润继续提升，毛利率同比上升 3.1pct，经调整利润率同比上升 3.5pct。25Q1，公司毛利率 44.1%，同比+3.1pct，环比+0.5pct。毛利率提升主要系：①版权成本绝对值还是提升的，但是有杠杆作用，特别是包月会员的 ARPPU 提升带来订阅业务毛利率提升。②自制内容收入分成比例下降等。我们预计 25 年毛利率继续提升，可达 45%。在成本端和费用端持续优化下，25Q1 公司经调整净利润 22.3 亿元，同比+22.8%。经调整利润率 30.3%，同比+3.5pct，环比-1.9pct。

订阅业务 ARPPU 值提升顺利。25Q1，在线音乐收入 58 亿元，同比+15.9%，环比-0.5%。1) 25Q1，公司订阅业务收入 42.2 亿元，同比+17%，环比+4.7%。25Q1，公司的在线音乐移动 MAU 为 5.55 亿，同比-4.0%。在线音乐付费用户为 1.23 亿人，同比+8.3%；订阅用户环比净增 190 万，付费率达 22.1%，同比+2.5pct。月 ARPPU 为 11.4 元，同比+7.5%，环比+2.7%。根据业绩会，SVIP 渗透率和 ARPPU 都展现出非常强劲的增长势头，SVIP 已开始发挥驱动作用，增速甚至超过公司预期。后续提升 ARPPU 方式：①持续优化市场的运营，同时缩减了提供给市场的折扣力度。②未来 SVIP 业务的自然增长成为驱动 ARPPU 提升的更强劲动力。节奏上来看，我们预计 ARPPU 提升或在下半年会有明显体现。我们预计 25 年全年 ARPPU 值可提升 1.2 元(此前预期 1 元)。2) 其他在线音乐业务（广告、转授权、数字专辑等）收入 15.8 亿元，同比+14.2%，环比-12.1%。

社交娱乐业务业务收入降幅持续收窄。25Q1，社交娱乐与其他收入 15.5 亿元，同比-12%，环比-5%。

投资建议：公司龙头地位稳固，决定公司订阅业务发展顺利，公司在付费渗透率提升同时发展出 ARPPU 值提升的第二条增长曲线。我们预计 25 年订阅业务收入增长 16%，订阅 ARPPU 值增长 1.2 元（同比提升 11%），订阅用户净增 600 万元（同比提升 5%）。维持盈利预期，预计 25-27 年经调整净利润 89/102/116 亿元。维持“优于大市”评级。

风险提示：政策风险；成本增加的风险；直播、饭圈的监管风险等。

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

◆ 昆仑万维(300418.SZ) 财报点评:AI 商业化加速落地，投资收益扰动业绩表现

24 年及 25 年 Q1 营收持续增长，投资收益及研发投入压制利润表现。1) 24 年公司实现营业收入 56.62 亿元、同比分别增长 15.2%；归母净利润亏损 15.95 亿元、同比下滑 226.74%，对应摊薄 EPS -1.27 元，

相比上年由盈转亏；主要原因一方面在于公司在 AI 领域研发投入持续加大（全年研发费用 15.4 亿元，同比增长 59.5%），另一方面投资收益相关损失达到 8.2 亿元；2）25 年 Q1 公司实现营收 17.64 亿元、同比分别增长 46.07%；归母净利润亏损 7.69 亿元，同比下滑 310.32%，对应摊薄 EPS -0.62 元；营收大幅增长主要受益于 AI 商业化落地、音乐/短剧等贡献显著营收增量；净利润亏损主要在于 AI 研发投入（4.3 亿元）以及投资收益亏损（主要系 Pony.ai 与映宇宙合计亏损约 5.4 亿元）。

AI 研发持续推进，商业化初现成效。1）大模型方面，推出“天工 3.0”，其参数规模达到 4000 亿，超越同类开源模型，成为当时全球最大的开源 MoE 模型之一；发布 Vitron 通用像素级视觉多模态大语言模型，在图像与视频的理解、生成、分割及编辑等任务上实现统一处理，为更全面的视觉大模型应用提供新思路；2）应用方面，推出天工 AI 搜索、天工 AI 智能助手、实时语音对话助手“Skyo”、短剧创作平台 SkyReels 等产品；3）商业化方面，AI 社交单月最高收入突破 100 万美元，成为海外收入增长速度最快的中国 AI 应用之一；截止 2025 年 3 月底，AI 音乐年化流水收入 ARR 达到约 1200 万美元（月流水收入约 100 万美元），短剧平台 Dramawave 年化流水收入 ARR 达到约 1.2 亿美元（月流水收入约 1000 万美元），从技术到产品，商业化初显成效。

海外市场保持高增速。2024 年公司海外业务收入规模至 51.5 亿元，同比增长 21.9%，占总收入比重达 91.0%；其中海外信息分发与元宇宙平台 Opera 继续保持高速增长，2024 年实现营业收入 4.8 亿美元，同比增长 21.1%；海外社交网络和短剧平台业务实现营业收入 12.5 亿元，同比增长 28.5%。

风险提示：应用落地不及预期；技术进步低于预期；投资业务不及预期等。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司投资收益较大的波动风险以及 AI 研发投入，我们下调 25/26 年归母净利润分别为-4.39/0.37 亿元（前值为 3.73/5.73 亿元），新增 27 年盈利预测 3.98 亿元，摊薄 EPS=-0.36/0.03/0.32 元；从大模型到 AI 应用，公司全面布局，有望成为 AIGC 时代大模型+应用生态的平台型公司；商业化持续落地之下经营业绩有望逐步改善，继续维持“优于大市”评级。

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

◆ 毛戈平(01318.HK) 深度报告:高端美妆国货龙头，构建“品牌+产品+渠道”护城河

国内稀缺高端美妆品牌。“毛戈平”品牌由知名彩妆师毛戈平于 2000 年成立，是国内前十大高端美妆集团中唯一的国货品牌，公司目前已经形成“产品-研发-培训”一体化布局。公司 2024 年实现营收 38.8 亿元/yoy+34.6%，经调净利润 9.2 亿元/yoy+39.14%。通过品类结构优化，以及新兴渠道布局，公司在行业下行压力下，实现了营收规模逆势扩容，盈利水平稳定优化。

千亿彩妆市场，国货崛起加速。2023 年彩妆行业整体销售规模预计 1168 亿，同比增长 5.0%。在供给端产品持续迭代创新，需求端情绪价值消费趋势强化，因此中国高端彩妆市场增速表现更优，根据弗若斯特沙利文数据，高端彩妆市场的市场规模 2023 年预计 471 亿元，过去 5 年复合年增速 6.4%。未来国产品牌在产品持续提升，本土审美意识觉醒，社交电商等新兴渠道崛起等多因素助力下，国货替代崛起趋势有望持续演绎。

以稀缺高端品牌力为抓手，推进产品渠道持续破圈。作为国货品牌中的稀缺高端品牌，毛戈平首先依托化妆师 IP 基因，通过营销、服务等针对性强化，实现了差异化的“东方美学”品牌调性制高点抢占；其次，以品牌为出发点，构建出独特的彩妆+护肤连带产品组合，公司 2024 年彩妆品类收入占比 59.3%，同时护肤品持续高增，过去四年复合增速 45%。未来还将推出香氛等品类持续扩容；最后，渠道端以 378 个自营专柜和国内最大 BA 服务团队为线下营收基本盘，同时通过近年来积极布局兴趣电商发力线上，2024 年占比升至 47.8%，实现了破圈式的快速增长。

盈利预测与估值：公司作为高端美妆国货龙头，依托东方美学基因与专业彩妆师背书形成差异化竞争，树立高端品牌竞争力，并带动“彩妆 + 护肤”形成有效互补，实现双轮驱动。同时利用线下渠道的体验式服务，以及线上营销扩大品牌声量，实现运营效率最大化。我们预测公司 2025-2027 年归母净利至 11.84/15.19/18.57 亿，最终综合考虑绝对估值及相对估值，给予公司目标价为 109.1-120.9 港元/股，首次覆盖，给予公司“优于大市”评级。

风险提示：宏观环境风险，新品推出不及预期，行业竞争加剧，销售费用率高企风险，创始人 IP 风险。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、孙乔蓉若（S0980523090004）、柳旭（S0980522120001）

◆ 三生制药(01530.HK) 海外公司快评:与辉瑞达成重磅交易，双抗出海扬帆起航

三生制药与辉瑞就 707 签订许可协议，授权辉瑞在全球（除中国外）的研发、生产和商业化权益。

2025 年 5 月 20 日，三生制药与辉瑞签订许可协议，授权辉瑞在全球（除中国外）对 707 的研发、生产和商业化权益，本次授权的首付款为 12.5 亿美元，并可获得总额最多为 48.0 亿美元的潜在付款，包括开发、监管批准及销售的里程碑付款，以及双位数百分比的销售分成。

国信医药观点：1) 707 是三生制药研发的一款 PD-1xVEGF 双抗，研发进度较为靠前，早期临床数据优秀；近日，707 单抗头对头帕博利珠单抗针对一线 PD-L1 阳性的 NSCLC 的临床 3 期已经在 CDE 官网公示；2) 707 目前单抗在一线 PD-L1 阳性的 NSCLC、联合化疗在一线 NSCLC、结直肠癌、子宫内膜癌等实体瘤中开展临床研究，其中一线 PD-L1 阳性的 NSCLC 适应症获得 CDE 突破性治疗认定，助力 707 的研发和商业化进程快速推进；3) 707 的商业化出海能力得到兑现，与辉瑞达成授权协议，协议总金额为 60.5 亿美元，其中首付款 12.5 亿美元，里程碑付款 48.0 亿美元，以及双位数百分比的销售分成；此外，辉瑞将于生效日期根据股份认购协议内容，认购公司 1.0 亿美元的三生制药的普通股。投资建议：公司创新药临床快速推进，完成重磅对外授权交易，业绩保持稳健增长。我们暂不考虑对外授权的影响，维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 23.9/27.1/30.7 亿元，同比增长 14.1%/13.7%/13.1%。公司拥有稳健的增长和良好的盈利水平，创新药管线进度较快，自研和引进的管线即将进入收获期，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）

金融工程

◆ 金融工程周报:股指分红点位监控周报-市场情绪回暖，基差逐步收敛

成分股分红进度

截至 2025 年 5 月 20 日：

上证 50 指数中，有 33 家公司处于预案阶段，6 家公司处于决案阶段，2 家公司进入实施阶段，4 家公司已分红，4 家公司不分红；

沪深 300 指数中，有 170 家公司处于预案阶段，60 家公司处于决案阶段，14 家公司进入实施阶段，28 家公司已分红，27 家公司不分红；

中证 500 指数中，有 187 家公司处于预案阶段，159 家公司处于决案阶段，34 家公司进入实施阶段，29 家公司已分红，91 家公司不分红；

中证 1000 指数中，有 290 家公司处于预案阶段，326 家公司处于决案阶段，77 家公司进入实施阶段，82 家公司已分红，224 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 5 月 20 日：

上证 50 指数已实现股息率为 0.12%，剩余股息率 2.22%；

沪深 300 指数已实现股息率为 0.23%，剩余股息率 1.76%；

中证 500 指数已实现股息率为 0.08%，剩余股息率 1.26%；

中证 1000 指数已实现股息率为 0.13%，剩余股息率 0.90%。

股指期货升贴水情况跟踪

截至 2025 年 5 月 20 日，IH 主力合约年化升水 2.15%，IF 主力合约年化贴水 2.01%，IC 主力合约年化贴水 10.69%，IM 主力合约年化贴水 17.89%。

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：沪指震荡攀升，宠物经济全线爆发

市场表现：今日（20250520）市场全线上涨，规模指数中中证 2000 指数表现较好，板块指数中北证 50 指数表现较好，风格指数中沪深 300 成长指数表现较好。传媒、商贸零售、综合、医药、轻工制造行业表现较好，国防军工、煤炭、房地产、钢铁、交通运输行业表现较差。宠物经济、动物保健精选、珠宝、三胎、谷子经济等概念表现较好，中日韩自贸区、离境退税、PEEK 材料、港口精选、集装箱等概念表现较差。

市场情绪：今日市场情绪较为高涨，收盘时有 100 只股票涨停，有 10 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 3.28%，昨日跌停股票今日收盘收益为-8.90%。今日封板率 64%，较前日下降 12%，连板率 36%，较前日下降 6%。

市场资金流向：截至 20250519 两融余额为 18103 亿元，其中融资余额 17985 亿元，融券余额 119 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 8.2%。

折溢价：20250519 当日 ETF 溢价较多的是 1000 增强 ETF，ETF 折价较多的是 1000ETF 增强。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 14 亿元，20250519 当日大宗交易成交金额为 11 亿元，近半年以来平均折价率 5.41%，当日折价率为 5.46%。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%，8.54%，11.61%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 7.21%，处于近一年来 19%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 9.55%，处于近一年来 20%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 19.09%，处于近一年来 9%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 23.41%，处于近一年来 7%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、皖能电力、泰坦股份、新里程、仕佳光子、陕西华达、灿芯股份、可靠股份等，博思软件被 103 家机构调研。20250520 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是中洲特材、贝因美、益方生物-U、利扬芯片、科兴制药、中超控股、一品红、创源股份、通达股份、雪榕生物等，机构专用席位净流出较多的股票是红宝丽、尤夫股份、百合股份、湖南发展、丰茂股份、亚泰集团、天元宠物、五新隧装、曼卡龙、路斯股份等。陆股通净流入较多的股票是欧菲光、梦网科技、浙文互联、保变电气、荣昌生物、湖南发展、益方生物-U、锦江航运、豪恩汽电、利君股份等，陆股通净流出较多的股票是连云港、京运通、亚泰集团、一品红、东方中科、三生国健、万安科技、安彩高科、贵航股份等。

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	754.22	0.71	ICE 布伦特原油	65.54	0.19
白银	8087.00	0.19	铜	77860.00	0.15
铝	20110.00	-0.47	铅	16810.00	-0.53
豆一	4181.00	0.74	锌	22420.00	-0.20
豆粕	2714.00	-1.87	镍	123340.00	-0.45
玉米	2322.00	-0.21	锡	264780.00	0.29
螺纹钢	3047.00	-0.13	SR507	5940.00	-1.57

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	42677. 24	-0. 268329	50. 75	50. 75	50. 75	50. 75	43. 37
德国 DAX 指数	24036. 11	0. 422520	88. 71	13. 34	7. 71	28. 06	49. 35
法 CAC40 指数	7942. 42	0. 745722	0. 87	9. 01	-2. 21	-3. 09	46. 21
恒生指数	23681. 48	1. 494725	2. 48	10. 68	4. 89	20. 60	69. 24
沪深 300 指数	3898. 17	0. 542300	0. 04	3. 33	-0. 78	5. 61	67. 94
美国 SP500 指数	5940. 46	-0. 388021	0. 91	12. 45	-2. 89	11. 91	48. 38
纳斯达克综合指数	19142. 72	-0. 378549	0. 69	17. 53	-4. 10	13. 97	52. 03
日经 225 指数	37529. 49	0. 082296	-1. 71	8. 05	-2. 96	-3. 94	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	263. 0000	1. 1538	无数据	300750. SZ	宁德时代	263. 0000	1. 1538	无数据
2	300760. SZ	迈瑞医疗	223. 7200	-1. 0132	无数据	300760. SZ	迈瑞医疗	223. 7200	-1. 0132	无数据
3	601127. SH	赛力斯	130. 5000	0. 8501	无数据	601127. SH	赛力斯	130. 5000	0. 8501	无数据
4	300502. SZ	新易盛	116. 5300	0. 4742	无数据	300502. SZ	新易盛	116. 5300	0. 4742	无数据
5	688256. SH	寒武纪-U	673. 0000	0. 1578	无数据	000651. SZ	格力电器	47. 0000	2. 8221	无数据
6	600000. SH	浦发银行	12. 2700	2. 2500	无数据	600000. SH	浦发银行	12. 2700	2. 2500	无数据
7	000333. SZ	美的集团	78. 6700	1. 4050	无数据	000333. SZ	美的集团	78. 6700	1. 4050	无数据

8	600519.SH	贵州茅台	1586.0000	0.4446	无数据	600519.SH	贵州茅台	1586.0000	0.4446	无数据
9	002475.SZ	立讯精密	32.6000	1.1480	无数据	002475.SZ	立讯精密	32.6000	1.1480	无数据
10	600900.SH	长江电力	30.6800	0.6892	无数据	600900.SH	长江电力	30.6800	0.6892	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	1093.HK	石药集团	6.3000	0.06060606	57731.83	1810.HK	小米集团-W	54.8000	0.04680038	467504.42
2	0941.HK	中国移动	88.1000	0.01732102	81597.56	1530.HK	三生制药	19.1800	0.32275862	237284.19
3	0939.HK	建设银行	6.9300	0.01167883	100375.35	9988.HK	阿里巴巴-W	121.7000	0.02097315	222479.65
4	0981.HK	中芯国际	43.0000	0.01295642	106540.59	0700.HK	腾讯控股	517.0000	0.00583658	218476.14
5	9926.HK	康方生物	82.4000	-0.01376421	159849.22	9926.HK	康方生物	82.4000	-0.01376421	111274.24
6	0700.HK	腾讯控股	517.0000	0.00583658	187778.46	3690.HK	美团-W	136.4000	0.01488095	88927.53
7	3690.HK	美团-W	136.4000	0.01488095	212311.28	0981.HK	中芯国际	43.0000	0.01295642	86366.71
8	9988.HK	阿里巴巴-W	121.7000	0.02097315	219466.48	1093.HK	石药集团	6.3000	0.06060606	58775.01
9	1530.HK	三生制药	19.1800	0.32275862	225280.87	0939.HK	建设银行	6.9300	0.01167883	50425.96
10	1810.HK	小米集团-W	54.8000	0.04680038	436450.68	1801.HK	信达生物	55.3000	0.04241282	27262.60

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