

晨会纪要

数据日期: 2025-05-19	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)	3367.58	10171.08	3877.14	11391.04	2821.72	995.25
涨跌幅度(%)	0.00	-0.08	-0.30	0.39	0.19	0.00
成交金额(亿元)	4371.77	6492.70	1848.88	2365.62	2902.43	176.60

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观月报: 宏观经济宏观月报-4月“抢出口”强化生产韧性, 内需有所走弱

行业与公司

汽车行业周报: 人形机器人行业周报(第十五期)-中证科创创业机器人指数发布, 众擎机器人到访信质集团

食品饮料周报(25年第20周)-白酒淡季特征明显, 啤酒、饮料步入旺季

海外市场专题: 美元债双周报(25年第20周)-评级下调加剧美债中长期压力

房地产行业快评: 统计局2025年1-4月房地产数据点评-4月地产基本面边际转弱, 期待后续政策出台

家电行业周报(25年第20周)-4月家电内销需求加速增长, 受关税影响出口额微降2%

公用环保行业周报: 公用环保202505第3期-广东136号文配套细则出台, 浙江鼓励符合条件的算力中心参加省内电力中长期交易

传媒互联网周报: OpenAI 和 Manus 推出新 Agent, IP 潮玩持续高景气
互联网行业周报: 人工智能周报(25年第20周)-腾讯发布混元图像 2.0 等多个新模型, 国内两款 AI 产品月活破亿

电子行业专题: AI 眼镜系列专题报告(二): AI 眼镜新品爆发元年, 国产 SoC 主控崭露头角

美图公司(01357.HK) 海外公司快评: 不断深耕垂类功能, AI 持续提升产品力, 付费用户发展顺利

贝壳-W(02423.HK) 海外公司财报点评: 一季度营收同比增长42%, 经调整净利润同比持平

广汇能源(600256.SH) 公司快评: 引入长期价值投资者, 赋能未来产业发展

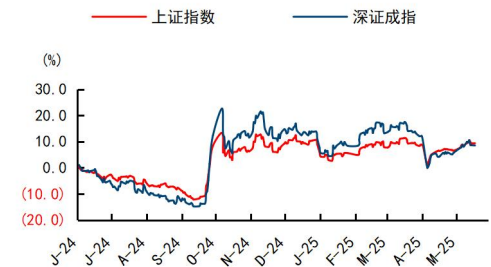
芯联集成-U(688469.SH) 财报点评: 芯联集成-U(688469.SH)-汽车收入占比超50%, 产品线多维拓展

赛微电子(300456.SZ) 财报点评: 赛微电子(300456.SZ)-2024年收入下降7.3%, 瑞典、北京产线处于持续扩产状态

龙芯中科(688047.SH) 财报点评: 龙芯中科(688047.SH)-2024年收入同比基本持平, 信息化类业务迎来回暖机遇

姚记科技(002605.SZ) 财报点评: 姚记科技(002605.SZ)-24年年报及

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20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	23332.72	-0.05

基金指数

05月20日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3246.44	-0.01
股票基金指数	9945.35	-0.04
混合基金指数	9244.92	-0.17

汇率

05月20日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.12	0.71
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.82	0.08
美元兑日元	144.84	-0.54

非流通股解禁

05月20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

25 年 Q1 业绩点评：业绩稳健，看好创新业务潜力

金融工程

金融工程专题报告：海外资管机构月报-4 月主动开放式基金资金净流出超千亿美元

金融工程日报：A 股窄幅整理，机器人跌幅居前、重组概念股活跃

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观月报:宏观经济宏观月报-4月“抢出口”强化生产韧性,内需有所走弱

2025年5月19日国家统计局发布2025年4月份经济增长数据,重点关注的经济增长类数据如下:

- 1、4月份,规模以上工业增加值同比增长6.1%,比3月份回落1.6个百分点;
 - 2、4月份,社会消费品零售总额37174亿元,同比增长5.1%,比3月份回落0.8个百分点;
 - 3、4月份,全国固定资产投资(不含农户)147024亿元,同比增长4.0%,比3月回落0.2个百分点;扣除房地产开发投资,全国固定资产投资增长8.0%;
 - 4、4月份,进出口总额38391亿元,同比增长5.6%。其中,出口22645亿元,增长9.3%;进口15745亿元,增长0.8%;
 - 5、4月份,全国城镇调查失业率为5.1%,较上月回落0.1个百分点,较上年同月高0.1个百分点。
- 4月国内经济增速约5.1%,仍高于全年经济增速目标值。

整体来看,4月中国经济维持稳定增长态势。4月由于中美关税战急剧升温,因此出现了通过转口贸易的“抢出口”行为,这强化了国内工业生产韧性;但中美贸易摩擦加剧也一定程度上削弱了国内企业和居民的收入信心,导致内需有所走弱。

基于生产法测算的月度GDP同比增速在4月份约为5.1%,较3月明显回落0.8个百分点,仍高于全年经济增速目标值。其中工业、服务业、建筑业生产增速均有所回落,但工业生产增速仍然处于历史高位。需求方面,4月国内消费、投资、出口增速均有所下行,其中出口增速处于历史高位,消费和投资增速偏低。

服务业修复将增强二季度“以内补外”的效果。

根据测算,极端情形下,2025年后三个季度中国对美出口同比下跌100%(即对美出口中断),则全年GDP同比约为3.7%;非极端但偏悲观的情形下,中国对美出口同比下跌68.8%(即贸易顺差的部分全部归零),全年GDP同比约为4.5%;中性情形下,中国对美出口同比下跌50%,全年GDP同比约为4.9%。

5月12日中美发布经贸会谈联合声明,大幅降低彼此加征的关税,显示两国的贸易摩擦有所降温,前述中性情形甚至好于中性情形发生的概率明显增加,在此情况下,2025年中国大概率能顺利完成5.0%左右的经济增长目标。

以上测算的重要假设是其他经济增长变量保持不变,包括企业和居民信心等因素,但4月的经济数据显示贸易摩擦加剧一定程度上可能会削弱了国内企业和居民的收入信心,从而扩大贸易摩擦带来的负面影响,因此未来外部环境的不确定性对国内经济增长的冲击依然不容低估,国内刺激内需的政策或仍需进一步发力。

风险提示:政策刺激力度减弱,海外经济政策不确定性。

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

行业与公司

◆ 汽车行业周报:人形机器人行业周报(第十五期)-中证科创创业机器人指数发布,众擎机器人到访信质集团

市场表现:本周(5.12-5.16)我们构建的国信人形机器人指数上涨0.05%,强于沪深300指数1.06pct,强于上证综合指数0.71pct,年初至今上涨15.7%。拓普集团上涨3.42%,三花智控上涨1.54%,中鼎股份下跌0.87%,银轮股份上涨7.02%,北特科技下跌4.76%,双林股份下跌3.16%,贝斯特下跌1.99%,

浙江荣泰上涨 3.83%，祥鑫科技上涨 6.41%，双环传动上涨 0.82%，斯菱股份上涨 6.17%，豪能股份上涨 3.76%，精锻科技上涨 18.45%，蓝黛科技上涨 2.14%，凌云股份下跌 5.12%，旭升集团上涨 1.44%，肇民科技下跌 2%，爱柯迪下跌 2.51%。均胜电子上涨 12.94%。征和工业下跌 3.19%，美力科技下跌 2.81%。

行业动态：1) 特斯拉发布人形机器人跳舞视频，在国内申请人形机器人 Optimus 商标；2) 众擎机器人到访信质集团；3) 宇树科技王兴兴在 2025 世界数字教育大会闭幕式发言；4) 优必选与华为签署全面合作协议，将共建人形机器人+智慧工厂示范方案；5) 优必选 Walker G 担任世博会中国馆深圳活动周开幕式特邀主持人；6) 智元联合香港大学推出的 UniVLA 入选 RSS 2025 并开源；7) 小鹏公布足式机器人步态控制专利，可行走于崎岖地面；8) 中证指数公司发布中证科创创业机器人指数；9) 越疆科技与腾讯云达成深度战略合作；10) 知行科技旗下艾摩星机器人拟收购小工匠机器人控股权；政府新闻：1) 科技部、中国人民银行等 7 部门印发《加快构建科技金融体制 有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》；2) 国家工业母机产业投资基金分别与津京两地工信部门签署战略合作协议；4) 国家数据局：着力发展智能机器人等新一代智能终端及智能制造装备；融资动态：1) 自变量机器人完成数亿元 A 轮融资；2) 傲意科技完成 B++ 轮近亿元融资；3) 魔法原子完成数亿元新一轮战略融资；4) 灵御智能完成千万级种子轮融资；5) 星际光年连续完成数千万天使轮和天使+轮融资；公告方面：1) 恒帅股份：已与部分客户完成实物样件交流；计划加速国内客户拓展，摸排主流主机厂策略；2) 万里扬：成立机器人产业化团队，丰富完善谐波和行星减速器产品型号。

核心观点：特斯拉人形机器人 Optimus 量产节奏逐步清晰，叠加海内外相关巨头的持续布局（Figure、智元、华为、宇树、小米等），人形机器人产业有望加速落地，2025 年有望成为行业爆发的起点，看好人形机器人发展带来的产业升级机遇。

投资建议：总成环节：拓普集团、三花智控；减速器环节：双环传动、精锻科技等；其他相关：银轮股份、均胜电子、瑞鹄模具、美力科技等。

风险提示：机器人量产节奏不及预期，技术发展不及预期的风险。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、孙树林（S0980524070005）

◆ 食品饮料周报（25 年第 20 周）：白酒淡季特征明显，啤酒、饮料步入旺季

本周（2025 年 5 月 12 日至 2025 年 5 月 16 日）食品饮料板块上涨 0.53%，跑输上证指数 0.23pct。本周食品饮料板块涨幅前五分别为 ST 交昂（35.59%）、仙乐健康（19.57%）、安德利（18.04%）、有友食品（14.95%）和百合股份（12.13%）

白酒：本周资本市场低波龙头受益，消费需求仍然偏淡。根据国家统计局，4 月食品烟酒类价格同比+0.3%，环比+0.2%；其中酒类价格同比-2%，环比持平；1-4 月酒类价格同比-2%；整体消费需求延续压力。根据中国酒业协会，2025 年第一季度白酒产量 103.24 万千升/同比-7.22%，销售额 1963.04 亿元/同比-0.38%，利润 580.07 亿元/同比-0.73%；显示价格压力和出清趋势仍在延续。茅台酱香酒公司 5 月 13 日公示美团、饿了么及抖音入选主题终端店的运营商，此前茅台 1935 推出两项宴席新政策，宴席购酒退瓶盖返现及婚宴送蜜月之旅等；茅台持续以消费者开瓶为核心，拓展渠道体系和消费者触达面，1-4 月主流电商渠道茅台酒销售额同比增长超 30%。贵州茅台 5 月 16 日公告回购股份实施进展，截至公告日公司累计回购股份 264.2 万股，占公司总股本比例 0.21%，支付金额 40.50 亿元。个股推荐方面，把握三条投资主线：1) 抗风险能力经过多轮周期验证的板块龙头贵州茅台、山西汾酒、五粮液；2) 数字化工程逐步显现正反馈、估值超跌修复的泸州老窖；3) 基地市场仍有份额提升逻辑的今世缘、迎驾贡酒、古井贡酒；也建议关注渠道风险加速释放的洋河股份、口子窖、酒鬼酒等。

大众品：旺季催化渐显，把握结构性配置窗口。啤酒：一季报显示啤酒行业进入补库存与需求企稳回升共振的阶段，8-10 元价格带燕京 U8、珠江 97 纯生单品增速继续领先。零食：一季报板块收入增速受春节错峰因素影响，板块内部个股表现分化，新兴渠道、健康零食品类维持结构性景气。调味品：基础调味品龙头表现较好，一季度以补库存节奏为主。速冻食品：旺季平稳结束，餐饮较为疲弱。乳制品：潜在政策催化，需求平稳复苏，供给加速出清，布局 2025 年供需改善带来的向上弹性。饮料：迎来旺季检验，龙头目标积极预计景气延续。

投资建议：本周推荐组合为贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、燕京啤酒、卫龙美味、颐海国际

等。

风险提示：需求恢复较弱；原材料价格大幅上涨；市场竞争加剧。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）、柴苏苏（S0980524080003）

联系人： 张未艾、王新雨

◆ 海外市场专题：美元债双周报（25 年第 20 周）-评级下调加剧美债中长期压力

美国 4 月通胀数据再度回落，核心物价触及疫情后低点，关税影响或将滞后显现。4 月美国通胀数据继续降温，CPI 同比增长 2.3%，为 2021 年 2 月以来最低水平；核心 CPI 同比 2.8%，首次跌破 3%。食品、二手车和航空运输价格显著下降，带动通胀放缓。尽管油价回落，能源分项因电力和天然气上涨环比上升 0.7%；住房成本仍是通胀主要支撑，占 CPI 涨幅的一半以上。结构上，超级核心 CPI（核心服务剔除住房通胀）同比降至 3.0%，但核心服务环比略升 0.2%，显示服务类通胀黏性。商品通胀回归正区间，同比仅增 0.1%。然而，贸易关税调整的滞后效应尚未全面反映，企业去库存延缓成本传导，未来加征关税可能引发核心商品补涨。

穆迪下调美国信用评级至 Aa1，担忧政府赤字恶化。穆迪评级公司周五盘后宣布将美国信用评级从最高的 Aaa 下调至 Aa1，并将评级展望从“负面”调整为“稳定”。这一决定反映了美国政府债务与利息支付比例在过去十多年中持续攀升，且多届政府未能就削减财政赤字和利息支出达成一致。穆迪预计，未来十年美国财政赤字将进一步扩大，到 2035 年，联邦财政赤字将占 GDP 的近 9%，联邦债务负担将达到 GDP 的 134%。此前，标普全球和惠誉已将美国信用评级调至 AA+，此次穆迪的调整意味着美国已被三大评级机构全部降级。

美联储的降息预期已收窄至年内两次。尽管近期通胀数据略有缓和，但持续的贸易关税不确定性和经济基本面韧性使得美联储维持观望立场。鲍威尔强调，在就业市场稳健和通胀仍高的背景下，政策调整需等待更明确的数据指引。市场普遍预计，首次降息可能在 9 月，全年降幅约为 50 个基点。此外，穆迪下调美国信用评级，进一步加剧了市场对财政可持续性的担忧，可能限制货币政策的宽松空间。

美债利率全线上行，期限利差小幅收窄。1 年/2 年/3 年/5 年/10 年/20 年/30 年期美债近两周分别变动 13/15/13/14/10/11/10bp，10Y 和 2Y 分别录得 4.43%和 3.99%，10Y-2Y 利差小幅收窄至 44bp。

投资建议：穆迪下调评级叠加财政前景不确定，供给压力下宜控久期、灵活调整期限敞口。穆迪此次下调评级虽属市场预期内，且评级调整历来被视作滞后信号，但短期仍对风险偏好构成冲击。值得关注的是，穆迪选择在特朗普“美丽大法案”税改方案搁浅的同日宣布调整，时间点耐人寻味，强化了市场对财政前景的不确定预期。我们认为，在当前美债供给持续放量、长端需求偏弱的背景下，此次评级下调叠加财政改革不及预期，市场对未来债务与利率路径应当更加谨慎，建议投资者强化中短久期策略，动态调整期限敞口。

重要事件与数据方面，未来两周建议重点关注美国 4 月地产销售数据、4 月 PCE 与 5 月 PMI 数据。

风险提示：美国经济和货币、财政、贸易政策的不确定性。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、徐祯霆（S0980522060001）

◆ 房地产行业快评：统计局 2025 年 1-4 月房地产数据点评-4 月地产基本面边际转弱，期待后续政策出台

2025 年 5 月 19 日，统计局公布 1-4 月房地产投资和销售数据。2025 年 1-4 月，全国房地产开发投资 27730 亿元，同比下降 10.3%；房屋新开工面积 17836 万 m²，同比下降 23.8%；房屋竣工面积 15648 万 m²，同比下降 16.9%；新建商品房销售面积 28262 万 m²，同比下降 2.8%；新建商品房销售额 27035 亿元，同比下降 3.2%；房企到位资金 32596 亿元，同比下降 4.1%。

国信地产观点：1) 4 月销售表现趋弱，规模降幅重新扩大。2) 70 城房价同比降幅持续收窄，但二手房价环比跌幅重新扩大。3) 开发投资和房企到位资金降幅均扩大，融资修复趋势受销售拖累减弱。4) 开竣工单月同比降幅均明显扩大。5) 投资建议：4 月地产基本面边际转弱，各项指标降幅均扩大。我们预期，为实现持续巩固房地产市场稳定态势的目标，后续地产政策出台的的节奏和力度值得期待，存量土储

回购、城中村改造等去库存政策有望稳步推进，地产股仍然具备博弈机会。个股端持续推荐贝壳-W、我爱我家、绿城中国、中国海外宏洋集团。6) 风险提示：政策落地效果及后续推出强度不及预期；外部环境变化等导致地产行业基本面超预期下行；房企信用风险事件超预期冲击。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 家电行业周报（25 年第 20 周）：4 月家电内销需求加速增长，受关税影响出口额微降 2%

本周研究跟踪与投资思考：4 月我国家电零售需求迎加速增长，线上线下零售额同比增长约 20%。618 大促开启，今年活动时间提前，周期拉长。4 月受美国关税影响，我国家电出口额微降 2%，但空调、洗衣机等增长依然良好。

4 月家电零售需求加速增长，线上线下均表现良好。奥维云网数据显示，4 月我国家电零售需求迎来环比加速增长，线上线下零售额同比分别增长 21.8%/18.6%，1-4 月累计同比增长 9.1%/14.8%。分量价来看，在国补政策的带动下，量价均有明显的增长，4 月线上线下零售量同比分别增长 6.5%/10.8%，1-4 月累计同比增长 1.2%/4.5%。分品类看，白电增长良好，空调线上线下均有双位数增幅；大厨电中，油烟机、燃气灶线上线下均有较快增长；厨房小家电线上线下零售表现有所改善，电饭煲线下增长较快；扫地机及洗地机延续强劲增长趋势，清洁电器增长靓丽。

4 月家电出口额微降 2%，受美国加征关税影响有限。据海关总署发布的数据，4 月我国家电出口额（人民币口径，下同）同比下降 1.7%，自 2023 年我国家电出口迎来修复以来，首次出现同比下降，预计主要系美国加征关税影响。但从下降幅度来看，整体影响相对有限。分品类看，空调、洗衣机等对美依赖度较低的品类增长依然良好，4 月空调出口额同比增长 11.9%，洗衣机出口额增长 9.6%，吸尘器出口额同比增长 18.5%。对美出口依赖度高一些的品类，如电视出口额下降 10.3%，微波炉出口额下降 8.2%，冰箱出口额微降 0.8%。5 月 12 日，我国与美国达成协议，双方将 4 月 2 日以来的关税加征降至 10%。预计在关税加征缓和下，5 月开始我国家电出口又将迎来较快增长。

618 大促开启，活动提前、规则进一步简化。今年 618 活动时间，各家均前移至 5 月 13 日开始，活动周期有所拉长。1) 与去年 618 相比，天猫 2024 年取消的预售环节再次回归，但尾款支付和现货开售的时间均提前至 5 月 16 日开启。天猫此次玩法再次简化，官方活动仅有“官方立减”，省去凑单满减的繁琐。2) 京东 618 活动多了一个心动购物季环节，从而将开始时间提前至 5 月 13 日，后续活动节点与去年相差不大。在活动满减上，此次也突出简单化，满减神券可叠加商家多种活动优惠使用。3) 抖音 618 大促也较去年有所提前，活动规则依然延续去年的主要玩法。

重点数据跟踪：市场表现：本周家电周相对收益-1.12%。原材料：LME3 个月铜、铝价格分别周度环比+0.9%、+2.3%至 9513/2468.5 美元/吨；本周冷轧价格周环比+4.5%至 3730 元/吨。集运指数：美西/美东/欧洲线周环比分别+2.25%/+5.34%/-1.03%。海外天然气价格：周环比-4.4%。

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

◆ 公用环保行业周报：公用环保 202505 第 3 期-广东 136 号文配套细则出台，浙江鼓励符合条件的算力中心参加省内电力中长期交易

市场回顾：本周沪深 300 指数上涨 1.12%，公用事业指数上涨 0.08%，环保指数下跌 0.00%，周相对收益率分别为-1.04%和-1.12%。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 19 和第 22 名。分板块看，电力板块子板块中，火电下跌 0.89%；水电上涨 0.87%，新能源发电上涨 0.08%；水务板块下跌 0.82%；燃气板块上涨 0.23%。

重要事件：广东省电力交易中心印发《广东新能源增量项目可持续发展价格结算机制竞价规则（征求意见稿）》

见稿)》以及《广东省新能源发电项目可持续发展价格结算机制差价结算规则(征求意见稿)》。《文件》提出:1) 2025 年中期将组织首次竞价交易,范围为 2025 年 6 月 1 日后投产、核准、备案的新能源项目,参与首次竞价的项目需在 2025 年 12 月 31 日前投产、核准或者备案的新能源项目。2) 机制电量申报比例上限与存量项目机制电量比例衔接,且不高于 90%;对于竞价周期内已成交的中长期交易电量、绿电电量,相应调减竞价申报比例上限。3) 采用集中竞价的方式开展竞价交易。根据新能源项目的申报电量比例,按照近三年同类型历史小时数、项目容量计算新能源项目申报比例对应的电量绝对值。4) 执行机制电量差价结算机制的新能源项目需在合同中明确新能源项目机制电量比例及机制电价水平来源。5) 增量项目的机制电价按照电力交易机构提供的竞价结果并结合执行期限执行。机制电量比例按《广东省能源局关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的实施方案》或电力交易机构提供的竞价结果以及新能源项目申请调整的结果取小执行。

专题研究:山东与广东新能源机制电价规则对比。山东省和广东省相继发布了针对 136 号文(《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》)的地方细则征求意见稿,在全国范围内率先迈出了实质性的探索步伐,对推动新能源行业从政策驱动向市场驱动转型具有重要意义。在本周的研究专题中,我们从文件细则出发,对比两省的新能源机制电价规则异同。

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: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;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;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。

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

◆ 传媒互联网周报: OpenAI 和 Manus 推出新 Agent, IP 潮玩持续高景气

传媒板块本周表现:行业下跌 0.67%,跑输沪深 300,跑输创业板指。本周(5.10-5.16)传媒行业下跌 0.67%,跑输沪深 300(1.12%),跑输创业板指(1.38%)。其中涨幅靠前的分别为 ST 返利、ST 惠程、迅游科技、ST 天择等,跌幅靠前的分别为荣信文化、完美世界、天娱数科、华策影视等。横向比较来看,本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 26 位。

重点关注: OpenAI、Manus 推出新 Agent, MiniMax 语音模型登顶全球 TTS 榜首。1) OpenAI 发布 AI 编程智能体 Codex,能够在半小时内完成以往可能需要数天的软件工程任务;2) OpenAI 的 ChatGPT 及其他 API 网站的日均访问量从三月底的 1.5 亿上升至 5 月 9 日的 1.9 亿,流量占据了所有 AI 平台的近 80%;3) MiniMax Speech-02 语音模型登顶全球 TTS 榜首,力压 ElevenLabs、OpenAI 等国际顶尖竞争对手;4) Manus 推出图像生成 Agent,不仅能够生成高质量图像,还能理解用户意图、规划解决方案,并结合多种工具完成复杂任务。

本周重要数据跟踪:《Whiteout Survival》蝉联手游榜首。1) 本周(5 月 12 日-5 月 18 日)电影票房 1.85 亿元。票房前三名分别为《水饺皇后》(0.45 亿元,票房占比 24.6%)、《猎金·游戏》(0.39 亿元,票房占比 21.2%)、《人生开门红》(0.17 亿元,票房占比 9.2%);2) 综艺节目方面,《歌手 2025》、《乘风 2025》、《奔跑吧第九季》、《无限超越班第三季》和《哈哈哈哈哈第五季》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)OpenAI发布AI编程智能体Codex、OpenAI领跑AI工具流量市场、MiniMax Speech-02登顶全球TTS榜首、Manus推出图像生成Agent,持续看好AI应端机会(具体标的见正文投资建议部分)。国漫崛起,IP谷子产业景气度持续向上,看好IP、运营、渠道等环节,核心推荐泡泡玛特,关注产业链其他个股机会(姚记科技等)。同时关注VR/AR、数据要素、文化出海等泛科技主题方向主题;2)年报业绩释放,业绩周期向上,关注景气度底部改善的游戏板块,推荐恺英网络、巨人网络、吉比特等标的;关注《哪吒2》带领之下国内影视板块持续复苏,推荐渠道(万达电影等)以及内容(光线传媒);顺周期关注经济底部向上带来的媒体端广告投放增长(分众传媒、芒果超媒等);同时从高分红、低估值以及AI教育角度关注出版板块。

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)

◆ 互联网行业周报:人工智能周报(25年第20周)-腾讯发布混元图像2.0等多个新模型,国内两款AI产品月活破亿

人工智能动态:1)产品应用:OpenAI推出写代码AI智能体Codex;谷歌Google One订阅服务的用户数量达到1.5亿,发布用于设计高级算法的编程AI Agent AlphaEvolve;阿里AI应用旗舰夸克发布新产品“深度搜索”;腾讯ima新增“知识库广场”入口和@知识库提问功能,混元发布并开源视频生成工具HunyuanCustom以及发布最新混元图像2.0模型(Hunyuan Image2.0),支持主体一致性生成,元宝文生图升级,混元、DeepSeek可一句话生成图片。可灵2.0模型接力1.6登顶全球视频生成大模型榜单。国内两款AI产品用户破亿,据AI产品榜,4月夸克、豆包月活用户都过亿,分别达到1.49亿和1.07亿。

2)底层技术:5月6日,谷歌DeepMind人工智能研究团队发布了多模态大语言模型Gemini 2.5 Pro的升级版本Gemini 2.5 Pro “I/O”。

3)行业政策:天津市人民政府办公厅印发《天津市促进人工智能创新发展行动方案(2025-2027年)》;青岛市人民政府办公厅15日印发《数字青岛2025年行动方案》;浙江省委常委会议召开会议强调要大力推进人工智能核心技术攻关,加快推进人工智能行业应用基地建设。

投资建议:随着关税事件影响的落地,叠加美股科技公司业绩展示出健康的企业需求,开启反弹周期。如谷歌、META一季报显示广告需求健康,且公司已在主营业务上看到明显AI提效,由此坚定其Capex年度投资计划、甚至上修全年资本开支。随着国内互联网公司一季报陆续发布,能够看到亦存在一定分化,竞争格局较好的赛道公司保持良好的增长势头,而电商行业的战火则蔓延至即时零售场景,对各平台后续的利润率带来压力。同时尽管云CAPEX受供应链限制环比下降,但收入继续加速。全年维度,我们认为人工智能产业趋势仍为国内互联网巨头重要股价驱动因素。互联网巨头的业务场景,云计算、广告以及以程序员为主导的成本结构,将显著受益于AI。

风险提示:政策风险,疫情反复的风险,短视频行业竞争格局恶化的风险,宏观经济下行风险,游戏公司新产品不能如期上线或表现不及预期风险等

证券分析师: 张伦可(S0980521120004)、陈淑媛(S0980524030003)、王颖婕(S0980525020001)、张昊晨(S0980525010001)

联系人: 刘子谭

◆ 电子行业专题:AI眼镜系列专题报告(二):AI眼镜新品爆发元年,国产SoC主控崭露头角

AI眼镜销量前景广阔,品牌厂商集中布局。根据WellSenn XR数据,1Q25全球AI智能眼镜销量60万台,同比增长216%,预计2025年全球AI销量为550万台,未来六年CAGR有望达到97.4%。2023年9月,Meta-Rayban发布了支持拍摄功能的AI眼镜后,2024年销量迅速超过百万副。此后,国内AR/VR

品牌厂商、手机厂商、互联网厂商等，纷纷下场布局 AI 眼镜产品，如闪极拍拍镜、雷鸟 V3 等，都受到了众多关注，随着小米、华为、vivo、传音等手机品牌厂商入局，预计未来竞争激烈。当前，根据主流媒体不完全统计，市场上在研 AI 智能眼镜的厂商已经超过 60 余家，我们认为在主流的六类参与者中，智能手机厂商、XR 品牌厂商、及互联网厂商具备优势。

主控 SoC 约占整机 BOM 三成，ISP 模块决定 AI 眼镜成像效果。AI 眼镜的 SoC 性能一定程度决定了产品的使用体验，也是 AI 眼镜差异化的关键之一，当前主控芯片约占整机成本的 30%。以 RayBan Meta 二代智能眼镜为例，其 BOM 约 174 美金，主控芯片高通 AR1 价值量占比高达 31.6%。根据维深 wellisenn 报告估算，小米预计采用高通 AR1+恒玄科技 2700 方案作为主控，主/副芯片占 BOM 的比例约为三成。此外，对 AI 眼镜来说，高性能的 ISP 是决定 AI 眼镜成像质量的关键环节，AI 眼镜因佩戴者的使用环境常为动态场景，故动态防抖要求较高。同时 ISP 芯片需满足低功耗要求以延长续航，满足长时间佩戴需求。因此，动态防抖和低功耗对于应用在 AI 眼镜中的 ISP 芯片来说尤为关键。

三类方案平衡性能与功耗，系统级低功耗 SoC 或为最优解。当前 AI 眼镜主流 SoC 方案主要包含以下三类：1) 集成了 CPU、GPU、ISP、DSP、WiFi/BT 等模块的系统级 SoC 单芯片方案，如高通 AR1 Gen1 等；2) 系统级 SoC+协处理器双芯片方案，如高通 AR1+恒玄 2700 等；3) 主控 SoC+ISP/BT 双芯片方案，如 BES2800+SSC309QL 等。当前采用 4nm 工艺的高通 AR1 是众多厂商的主要选择，2025 年也将迎来迭代更新，全新版本的 AR1 Gen2 制程工艺有望从 4nm 升级为 3nm。国产芯片方面，紫光展锐 W517、恒玄科技 2800、全志科技 V821 等众多产品涌现，在尺寸、性能、功耗等领域各有优势，为市场提供丰富的可选方案。建议关注产业链相关公司：恒玄科技、翱捷科技、炬芯科技、中科蓝讯、晶晨股份、瑞芯微、全志科技、北京君正、星辰科技、富瀚微、国科微、安凯微等。

风险提示：AI 眼镜需求不及预期风险、AI 渗透率提升不及预期风险、行业竞争加剧风险、产能受限或地缘政治风险等。

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

◆ 美图公司(01357.HK) 海外公司快评:不断深耕垂类功能，AI 持续提升产品力，付费用户发展顺利

事项：近期，美图视频创作平台 MOKI 营销视频功能全新上线。

国信互联网观点：

美图视频创作平台 MOKI 营销视频功能全新上线，海量热点模板库，降低操作门槛，生产效率提升 200%。MOKI 提供海量创意视频模板，支持用户通过简单替换模板内的商品图，一键生成个性化营销视频，助力内容传播效率大幅提升。适用场景包括：①电商广告：快速制作商品展示短片；②品牌 IP 打造：为潮玩、手办等 IP 类产品设计故事化宣传视频；③社媒运营：生成适配抖音、小红书的 15s 内短视频。可以零门槛智能操作，上传商品图即可自动完成主体替换、场景融合，生成 AI 爆款营销视频。具备多模型生成技术，提供美图奇想大模型、VIDU、可灵三种各具特色的视频生成模型。

25Q1 AIGC 赛道用户数增长势头良好，美图持续在垂类“know-how”方面深耕。根据 Questmobile，25 年 3 月 AI 图像、AI 创作设计、AI 视频赛道月活跃用户环比增长 33.1%/24.8%/14.5%，位列 AI 应用增长榜 2/5/6。其中美图 Whee 位于 AI 图像处理用户增长 TOP1，一季度周活跃用户数复合增长 26%。美图以生活场景（如美颜相机、美图秀秀）为基础，向生产力场景（电商设计、商业修图）延伸，构建“工具+服务”生态。并且通过长期用户行为数据积累，精准捕捉细分需求，在产品上不断打磨细分功能。比如美图秀秀 3 月更新，面部重塑、小头支持背景保护，无痕修图不损画质；视频美容新增 3D 身材美型；4 月更新整形牙齿，新增智能全修、去牙套污渍等。

美图产品力提升推动付费用户增长，我们预计 24Q1 付费用户数增长良好。24 年美图付费用户数增长 1261 万，季度增长约 292 万，我们预计 25Q1 付费用户数增长可达 300 万+。预计全年订阅收入增长可达 45%，主要由付费渗透率提升驱动，预计 25 年付费渗透率可达 6%，同比增长 1.3pct(23/24 年增长 1.3pct/1.1pct)。付费用户增长良好主要来自美图秀秀、美图设计室、开拍等，驱动力主要系产品力提升。比如老功能 AI 优化的“AI 去下巴”“AI 瘦身”是拉新 TOP1 功能。同样，美图设计室亦持续进行智能抠图的迭代。

投资建议：公司订阅渗透率以及海外进展顺利。公司未来催化包括：①产品力提升不断推动付费用户增长：除了新功能外，公司老业务 AI 重做亦可成为付费用户数增长主要驱动。②生产力场景特别是海外生产力业务增长：公司未来更大的增长空间来自生产力场景，特别是海外生态更优。公司重整海外团队，预计 26 年能够看到更明显海外业务增长。当前美图东南亚等地区在销售费用极低情况下，用户数增长顺利。

考虑到付费用户增长顺利，上调盈利预期，预计 25-27 年公司调整后净利润分别为 8.9/11.9/14.3 亿元，同比增长 51%/35%/32%，上调幅度 4%/6%/0%。继续维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济波动；下游需求不及预期；AI 伦理风险等。

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

◆ 贝壳-W(02423.HK) 海外公司财报点评：一季度营收同比增长 42%，经调整净利润同比持平

Q1 营收同比增长 42%，主要受益于新房交易回暖和房屋租赁服务业务发展。2025 年 Q1，公司 GTV 交易总额 8437 亿元，同比+34%；营业收入 233 亿元，同比+42%，其中，新房业务收入占比为 35%，同比提升 5pct，房屋租赁服务业务收入占比为 22%，同比提升 6pct。

公司盈利水平略下滑。2025 年 Q1，公司实现经调整归母净利润 13.9 亿元，同比持平；经调整归母净利率 6.0%，同比下降 2.5pct；毛利率 20.7%，同比下降 4.5pct；贡献利润率 26.1%，同比下降 5.6pct。盈利水平出现下滑，一方面是存量房业务收入占比下降且贡献利润率下降，另一方面发展较快的房屋租赁服务业务贡献利润率较低，预期未来几个季度将逐渐改善。此外，公司有效控制运营成本，销售、管理、研发费率同比显著降低。

存量房业务货币化率和贡献利润率有所降低。2025 年 Q1，公司存量房交易总额为 5803 亿元，同比+28%；存量房业务收入 69 亿元，同比+20%；货币化率 1.18%，同环比均略有降低；贡献利润率 38.1%，同比下降 6.4pct，主要受链家经纪人数量增加、奖金保障薪支出季节性增大等因素的影响。截至 2025 年 Q1 末，公司门店数量 5.7 万家，同比+29%；经纪人数量 55 万人，同比+24%。门店经纪人规模还在扩张，预期市占率将持续提升。

新房业务表现显著优于市场。2025 年 Q1，公司新房业务交易总额为 2322 亿元，同比+53%；新房市占率 12.6%，同比提升 4.5pct。2025 年 Q1，公司新房业务收入为 81 亿元，同比+64%；货币化率 3.5%，同比提升 0.2pct；贡献利润率 23.4%，同比提升 1.1pct。

新赛道业务保持良好增速。2025 年 Q1，公司家装家居业务收入 29 亿元，同比+22%；贡献利润率 33%，同比提升 2pct。2025 年 Q1，房屋租赁服务收入 51 亿元，同比+94%；贡献利润率 6.7%，同比提升 1.2pct。2025 年 Q1，新兴业务及其他（主要包括金融服务）收入 3.5 亿元，同比-50%，虽然贡献利润率较高，但公司为压降风险主动收缩。

投资建议：我们维持此前的盈利预测，预计公司 2025-2026 年的经调整归母净利润分别为 82/89 亿元，每股收益分别为 2.28/2.46 元，对应当前股价的 PE 分别为 19.4/18.0 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济增速放缓、地产政策收紧、楼市热度下降、存量房交易佣金费率下行、新房市占率提升不及预期、新赛道业务盈利不及预期等。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 广汇能源(600256.SH) 公司快评：引入长期价值投资者，赋能未来产业发展

公司公告：2025 年 5 月 16 日晚，公司发布《关于控股股东协议转让部分股份暨权益变动的提示性公告》，公告显示，公司控股股东广汇集团于 2025 年 5 月 16 日与富德生命人寿保险股份有限公司、深圳富德金蓉控股有限公司分别签署了《关于广汇能源股份有限公司之股份转让协议》，拟以协议转让方式将所持公司无限售流通股股份 9.76 亿股予以转让，占公司总股本 15.03%，转让单价为 6.35 元/股，股份转让价款合计 62.00 亿元。

国信化工观点：1) 富德寿险、富德金控作为长期价值投资者，承诺自公司股份过户登记至其名下之日起 5 年内不会减持公司股份，彰显了对公司未来发展前景的信心；2) 本次权益变动后，广汇集团持有公司股份 13.03 亿股，占公司总股本的 20.06%，仍为公司控股股东，不会导致公司控股股东及实际控制人发生变化；3) 本次股权转让后，富德寿险、富德金控作为长期价值投资者将赋能产业发展，助力增强企业核心竞争力。

公司在新疆及中亚拥有丰富的煤炭、天然气、石油资源，马朗煤矿当前已获得国家发改委核准批复，马朗煤矿的产能释放将带动公司盈利上行，后续东部矿区产能释放有望在十四五末期完成，公司煤炭产能增长具备可持续性。维持公司 2025-2027 年的盈利预测，预计 2025-2027 年营业收入分别为 538/602/620 亿元；公司归母净利润分别为 36/36/38 亿元，2025 年或将确认由东部矿区 40%股权转让带来的投资收益约 10 亿元，当前股价对应 PE 分别为 10.9/10.7/10.2X，考虑到公司煤炭产能将持续提升，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林 (S0980520120002)、张歆钰 (S0980524080004)

◆ 芯联集成-U(688469.SH) 财报点评:汽车收入占比超 50%，产品线多维拓展

2024 年公司营收同比增长 22.25%。公司产品主要包括 IGBT、MOSFET、SiC MOSFET 为主的功率芯片、BCD 工艺为主的模拟 IC 芯片、MEMS 为主的传感信号链，以及相应的模组封装等，为汽车、新能源、工控、家电等领域提供完整的系统代工解决方案。24 年公司实现营收 65.1 亿元 (YoY+22.25%)，随着产能规模效应逐步体现，公司毛利率转正，EBITDA (息税折旧摊销前利润) 21.46 亿元 (YoY+131.86%)；进入 1Q25，公司单季度收入 17.3 亿元 (YoY+28.14%，QoQ-11.62%)，毛利率 3.67% (YoY+10.35pct，QoQ -0.75pct)；目前公司折旧高峰期已过，盈利水平有望逐步改善。

24 年公司汽车业务加速增长，同比增超 40%。24 年公司车载领域收入占比 51.78%，同比增长 40.87%；高端消费领域收入占比 30.61%，同比增长 66.02%。汽车业务作为公司主要增长领域：主驱模块国内市场份第三，车规级功率模组全面覆盖中国主流车厂及系统厂商；SiC MOSFET 芯片及模块进入规模量产，24 年实现营收 10.16 亿元，同比增超 100%；高压 BCD SOI 集成方案工艺平台获得重要车企定点；激光雷达核心芯片 VCSEL 以及微振镜芯片进入规模量产，惯性导航传感器进入智能汽车终端。

功率器件、模拟及 MEMS 多维增长，产品与客户数量高速增长。24 年公司模组封装收入已实现 6.02 亿元，同比增长 54.54%，目前公司已成为中国最大的车规级 IGBT 生产基地之一，是国内产业中率先突破主驱用 SiC MOSFET 的头部企业，车规级功率模组全面覆盖中国主流车厂及系统厂商；24 年公司模拟 IC 相关产品收入同比增长 8 倍，拥有多个车规级工艺平台。此外，根据 Yole 报告，公司位列全球 MEMS 晶圆代工厂第五名，是中国大陆唯一进入全球前五的 MEMS 代工企业。

投资建议：目前我国逐步成为汽车电动化与智能化的高地，而汽车半导体国产化率仍低；公司汽车收入占比超 50%，车规功率主驱模块国内领先，碳化硅产品出货亚洲领先，模拟 IC 产品收入步入快速倍增期，覆盖国内头部车企客户，逐步具备车规级特色工艺一站式系统代工解决方案的能力；我们认为公司有望受益于汽车半导体国产化并逐步成为平台型的系统代工领先者，预计 2025-2027 年归母净利润 -3.34/0.67/2.43 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PB 2.80/2.78/2.73 倍，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：下游客户扩产进度低于预期；模拟工艺进度不及预期。

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

联系人： 连欣然

◆ 赛微电子(300456.SZ) 财报点评:2024 年收入下降 7.3%，瑞典、北京产线处于持续扩产状态

2024 年收入同比下降 7.3%，归母净利润呈现亏损。公司发布 2024 年年报，2024 年营业收入 12.05 亿元 (YoY -7.31%)，归母净利润-1.70 亿元 (YoY -264.07%)，扣非归母净利润-1.91 亿元 (YoY -2439.08%)，

毛利率 35.11%(YoY 5.89pct)。由于北京 MEMS 产线折旧摊销压力较大,同时继续保持了较高的研发强度,而获得的政府补助较去年大幅减少,因此继续亏损且亏损金额扩大,抵消了瑞典 MEMS 产线的盈利增长,导致公司 MEMS 主业整体亏损。

2025 年一季度收入下降 2.2%,净利润同环比增加。公司 1Q25 营业收入 2.64 亿元(YoY -2.24%, QoQ -30.43%),归母净利润 0.03 亿元(同比增加 0.14 亿元,环比增加 0.55 亿元),扣非归母净利润-0.07 亿元(同比少亏 0.06 亿元,环比少亏 0.56 亿元),毛利率 42.94%(YoY 9.81pct, QoQ -2.13pct)。

MEMS 主业收入实现增长,半导体设备收入下滑。2024 年 MEMS 晶圆制造收入 6.56 亿元(YoY 31.52%),占比 54.46%,毛利率 33.19%(YoY -0.88pct); MEMS 工艺开发收入 3.42 亿元(YoY -4.19%),占比 28.39%,毛利率 39.90%(YoY 1.23pct)。公司积极推动客户将产品导入晶圆制造阶段,整体 MEMS 主业收入呈现较快增长。半导体设备收入 1.36 亿元(YoY -60.36%),占比 11.33%,毛利率 20.21%(YoY 0.41pct),由于缺乏去年大客户销售,该业务呈现下滑。

瑞典产线生产销售情况良好,业务结构变化导致产能利用率较低。2024 年瑞典 8 英寸产线总体产能 8.4 万片/年,产能利用率 39.96%,生产良率 73.46%。瑞典 MEMS 产线订单、生产与销售状况良好,尤其 MEMS-OCS 晶圆的生产销售实现大幅增长带动整体业务增长,保持了较好的盈利能力;但由于价格较高的 MEMS-OCS 晶圆对产量需求较低,综合导致其产能利用率处于较低水平。

北京产线仍经历产能爬坡过程,产能利用率持续提升。北京 8 英寸产线总体产能 15.3 万片/年,产能利用率 25.32%,生产良率 86.38%。北京 MEMS 产线继续处于产能爬坡阶段,晶圆制造业务进一步夯实且实现倍数增长,尤其 MEMS 微振镜、BAW 滤波器晶圆生产销售大幅增长。同时,从工艺开发阶段转入风险试产、量产阶段的晶圆产品类别持续增加,产能利用率实现大幅提高。

投资建议:维持“优于大市”评级。考虑到公司在 MEMS 代工领域突出的全球竞争优势,瑞典、北京工厂持续扩产和客户及产品持续导入背景下有望进一步提升生产销售规模,同时结合公司扩产节奏及北京产线产能实际爬坡进度,预计 2025-2027 年营业收入 15.60/18.77/22.30 亿元(前值 20.81/25.43 亿元),归母净利润 1.39/2.77/4.74 亿元(前值 3.62/5.33 亿元),当前股价对应 PB 分别为 2.36/2.24/2.05,维持“优于大市”评级。

风险提示:产能释放不及预期;客户验证不及预期;下游需求不及预期。

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

联系人: 连欣然

◆ 龙芯中科(688047.SH) 财报点评:2024 年收入同比基本持平,信息化类业务迎来回暖机遇

2024 年收入同比基本持平,净利润及毛利率承压。公司发布 2024 年年报,2024 年营业收入 5.04 亿元(YoY -0.28%),收入基本持平主要受宏观经济环境、行业周期变化的影响,具有传统优势的安全应用工控市场停滞导致该业务营收大幅下降,而随着电子政务市场开始复苏,公司信息化类芯片业务大幅增长。归母净利润-6.25 亿元(同比多亏 2.96 亿元),净利润下降还受到新增计提信用减值损失和资产减值损失共计 2.49 亿元、当年验收确认的政府补助减少的影响,扣非归母净利润-6.65 亿元(同比多亏 2.23 亿元);毛利率 31.04%(YoY -5.02pct),毛利率下降主要由于信息化类芯片产品毛利率的回升不能完全抵消工控类芯片产品毛利率下降带来的影响。

2025 年一季度收入同比增长 4%,毛利率大幅回升。公司 1Q25 营业收入 1.25 亿元(YoY 4.13%, QoQ -36.40%),归母净利润-1.51 亿元(同比多亏 0.76 亿元,环比少亏 1.31 亿元),扣非归母净利润-1.57 亿元(同比多亏 0.76 亿元,环比少亏 1.37 亿元);毛利率 38.00%(YoY 7.26pct, QoQ 5.28pct)。

整体芯片收入同比提高,信息化类业务恢复明显。2024 年公司总体芯片产品业务营收合计 3.59 亿元(YoY 41.44%);其中,工控类芯片收入 0.90 亿元(YoY -44.56%),毛利率 49.93%(YoY -17.56pct);收入及毛利率下滑主要受到安全应用领域需求仍未恢复的影响,高质量等级芯片产品销量下降。信息化类芯片收入 2.69 亿元(YoY 193.70%),毛利率 26.99%(YoY 21.69pct),毛利率回升主要由于该类芯片产品销量大幅增长;解决方案业务收入 1.46 亿元(YoY -42.01%),毛利率 26.84%(YoY -0.11pct),收入下降主要由

于随着电子政务市场开始回暖，公司主动调整产品结构从而减少该类业务。

把握电子政务市场重启机遇，信息化领域进一步回升可期。公司继续聚焦电子政务和安全应用领域信息化，巩固桌面计算机市场，积极开拓服务器市场，充分发挥 3A6000 性价比优势，桌面 CPU 销量同比大幅增长，3C5000、3D5000 服务器销量快速增长。由于固定成本分摊对毛利率的影响仍然存在，加之与桌面 CPU 配套出货的桥片成本较高，因此信息化芯片毛利率仍有回升空间。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们认为公司业务受行业周期性变化影响将逐渐改善，电子政务市场复苏将为信息化类芯片增长提供动力，同时考虑到公司工控类业务需求未完全恢复，短期业绩可能持续承压，因此预计公司 2025-2027 年营业收入 7.33/10.16/13.21 亿元（前值 9.36/12.96 亿元），归母净利润-1.75/0.09/2.44 亿元（前值 0.01/0.95 亿元），对应 PS 分别为 66.2/47.7/36.7 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；政策性市场变化的风险；市场竞争的风险等。

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

联系人： 连欣然

◆ 姚记科技(002605.SZ) 财报点评:业绩稳健，看好创新业务潜力

主业表现稳健，25Q1 环比改善明显。1) 24 年公司实现营业收入 32.71 亿元、归母净利润 5.39 亿元，同比分别下滑 24.04%、4.17%，对应全面摊薄 EPS 1.27 元；实现扣非归母净利润 5.06 亿元，同比下滑 2.59%，在营收受业务调整出现较大下滑背景下净利润基本保持稳定，展现较强的经营稳健性；2) 25 年 Q1 公司实现营业收入 7.79 亿元、归母净利润 1.41 亿元，同比分别下滑 20.67%、6.70%（环比 61.66%、22.46%），对应 EPS 0.34 元；3) 业绩下滑一方面在于去年同期较高的基数效应，另一方面在于受制于宏观环境及行业背景数字营销及游戏营收出现明显下滑。

游戏及数字营销业务下滑明显，扑克牌表现稳健。1) 24 年游戏业务实现营收 10.15 亿元，同比下滑 17.2%；毛利率基本稳定，同比提升 0.14 个 pct 至 96.15%；营收下滑明显主要在于 23 年同期较高基数以及产品周期等因素影响。从行业竞争格局来看，公司所处的休闲游戏品类相对稳定，国内主要有《捕鱼炸翻天》、《指尖捕鱼》、《姚记捕鱼 3D 版》、《大神捕鱼》、《捕鱼新纪元》、《小美斗地主》、《齐齐哈尔麻将》等休闲类游戏；海外游戏产品主要有《Bingo Party》、《Bingo Journey》、《Bingo Wild》、《黄金捕鱼场》、《fish box》、《捕鱼派对》等，整体表现相对稳定；2) 数字营销业务 24 年实现营业收入 11.42 亿元，同比下滑 40.25%，毛利率略提升 2.31 个 pct 至 7.76%；3) 扑克牌实现营业收入 10.82 亿元、同比下滑 0.75%、基本保持稳定；毛利率同比提升 3.84 个百分点至 30.4%。“年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目”逐步建成投产，产能释放之下有望带动扑克牌营收增速持续改善。

关注卡牌潮玩等新兴产业布局。1) 公司已战略投资卡淘进军体育文化收藏卡球星卡业务；卡淘下设 DAKA（国内最大的卡片 IP 发行商）与 Card Hobby（国内最大的二手收藏卡交易平台），Card Hobby 在国内处于领先地位；球星卡之外，公司旗下姚记潮品亦获得宝可梦卡牌代理，卡牌业务布局领先；2) AI 等新技术亦在游戏、互联网营销等业务板块逐步落地应用。

风险提示：新业务不及预期；政策监管风险；游戏流水不及预期等。

投资建议：考虑到数字营销业务收缩及游戏产品周期对经营业绩影响，我们下调 2025-26 年归母净利润至 6.14/6.65 亿元（前值 7.52/8.03 亿元），新增 27 年盈利预测 6.99 亿元；摊薄 EPS=1.48/1.60/1.69 元，当前股价对应 PE=18/16/15x。我们看好公司在休闲游戏市场的竞争力以及卡牌等新业务发展潜力，继续维持“优于大市”评级。

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

金融工程

◆ 金融工程专题报告：海外资管机构月报-4月主动开放式基金资金净流出超千亿美元

美国公募基金市场月度收益

2025年4月，美国股票型基金业绩弱于国际股票基金、债券基金和资产配置基金。具体来看，4月美国股票型基金、国际股票型基金、债券型基金、资产配置型基金收益中位数分别为-1.55%、0.97%、0.01%、0.11%。

美国非货币公募基金资金流向

按管理方式：2025年4月，主动管理型基金整体净流出816亿美元，被动基金整体净流入361亿美元。

按资产类型：2025年4月美国市场开放式基金中，债券型、股票型基金资金净流出较多，分别为619、333亿美元。

2025年4月，美国市场ETF中，股票型、债券型ETF资金净流入较多，分别达311亿、129亿美元。

值得注意的是，股票型基金和债券型基金中，开放式基金与ETF资金流向相反，表现为资金流出开放式基金并流入ETF。

头部资管机构资金净流入

美国开放式基金规模Top10资管机构均有资金净流出，其中American Funds、Vanguard资金净流出较多，分别净流出107亿美元和100亿美元。

ETF方面，2025年4月Vanguard和Charles Schwab净流入最多，分别为356亿美元和124亿美元。

美国公募基金市场新发产品

2025年4月，美国基金市场新成立基金共42只，其中包括36只ETF和6只开放式基金产品；按资产类别区分，2025年4月新成立股票型基金30只、债券型基金8只、资产配置型基金4只。

海外资管机构观点梳理

我们围绕海外头部资管机构近期较为关注的主题，从资管机构公开发表的报告及文章中，整理海外头部资管机构的市场观点及配置建议摘要。本月热点主题包括：欧美政策走势、外资对股票市场观点等。

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）、杨昕宇（S0980525040001）

◆ 金融工程日报：A股窄幅整理，机器人跌幅居前、重组概念股活跃

市场表现：今日（20250519）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，风格指数中中证500价值指数表现较好。综合、房地产、国防军工、轻工制造、电力公用事业行业表现较好，食品饮料、汽车、银行、有色金属、通信行业表现较差。黄酒、天津市国资、中日韩自贸区、一级地产商、科技园区等概念表现较好，钨矿、宇树机器人、光模块（CPO）、吉利集团、液态金属等概念表现较差。

市场情绪：今日市场情绪较为高涨，收盘时有122只股票涨停，有1只股票跌停。昨日涨停股票今日高开高走，收盘收益为4.16%，昨日跌停股票今日收盘收益为0.83%。今日封板率75%，较前日提升13%，连板率42%，较前日提升17%。

市场资金流向：截至20250516两融余额为18065亿元，其中融资余额17949亿元，融券余额116亿元。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：20250516当日ETF溢价较多的是工程机械ETF，ETF折价较多的是央企ESGETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到14亿元，20250516当日大宗交易成交金额为6亿元，近半年以来平均折价率5.39%，当日折价率为8.91%。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1.41%、3.11%、8.53%、11.61%，当日上证50股指期货主力合约年化贴水率为6.54%，处于近一年来23%分位点，当日沪深300股指期货主力合约年化贴水率为9.52%，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18.58%，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21.39%，处于近一年来9%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新时达、海大集团、皖能电力、新里程、阳光诺和、仕佳光子、陕西华达、灿芯股份等，新时达被 82 家机构调研。20250519 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是尤夫股份、三生国健、中欣氟材、红宝丽、长华化学、安乃达、久吾高科等，机构专用席位净流出较多的股票是 C 威高、丰茂股份、五新隧装、吉林化纤、江天化学、中洲特材、中超控股、通达股份、红墙股份、成飞集成、天元宠物、综艺股份、龙溪股份等。陆股通净流入较多的股票是连云港、吉林化纤、三生国健等，陆股通净流出较多的股票是利君股份、豪恩汽电、锦江航运、综艺股份等。

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	748.84	-0.13	ICE 布伦特原油	65.41	1.36
白银	8071.00	-0.16	铜	77740.00	-0.72
铝	20205.00	0.07	铅	16900.00	-0.17
豆一	4150.00	0.80	锌	22465.00	-0.26
豆粕	2766.00	0.50	镍	123900.00	-0.62
玉米	2327.00	0.69	锡	263990.00	-0.55
螺纹钢	3051.00	-0.71	SR505	6035.00	0.00

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	42792. 06	0. 321937	51. 16	51. 16	51. 16	51. 16	43. 26
德国 DAX 指数	23934. 98	0. 704956	87. 91	12. 86	6. 69	27. 96	49. 56
法 CAC40 指数	7883. 63	-0. 038800	0. 42	8. 20	-2. 79	-3. 47	46. 55
恒生指数	23332. 72	-0. 052816	-0. 92	9. 05	1. 69	19. 32	70. 27
沪深 300 指数	3877. 14	-0. 307000	-0. 34	2. 77	-1. 59	5. 41	68. 30
美国 SP500 指数	5963. 60	0. 087608	2. 04	12. 88	-2. 93	12. 45	48. 19
纳斯达克综合指数	19215. 46	0. 022695	2. 71	17. 98	-4. 19	15. 15	51. 83
日经 225 指数	37498. 63	-0. 675669	-0. 38	7. 97	-4. 25	-3. 32	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	21. 5000	-0. 1393	无数据	300059. SZ	东方财富	21. 5000	-0. 1393	无数据
2	603986. SH	兆易创新	126. 3000	3. 2791	无数据	603986. SH	兆易创新	126. 3000	3. 2791	无数据
3	000858. SZ	五粮液	129. 3000	-1. 3579	无数据	601398. SH	工商银行	7. 1200	-0. 5587	无数据
4	601398. SH	工商银行	7. 1200	-0. 5587	无数据	600276. SH	恒瑞医药	53. 4500	-0. 7428	无数据
5	600276. SH	恒瑞医药	53. 4500	-0. 7428	无数据	601919. SH	中远海控	16. 2600	1. 3084	无数据
6	688256. SH	寒武纪-U	671. 9400	0. 5898	无数据	688256. SH	寒武纪-U	671. 9400	0. 5898	无数据
7	600036. SH	招商银行	43. 8400	-0. 9713	无数据	600036. SH	招商银行	43. 8400	-0. 9713	无数据

8	002475.SZ	立讯精密	32.2300	-0.8308	无数据	002475.SZ	立讯精密	32.2300	-0.8308	无数据
9	002594.SZ	比亚迪	382.8100	-1.6342	无数据	002594.SZ	比亚迪	382.8100	-1.6342	无数据
10	600699.SH	均胜电子	19.4400	4.5724	无数据	600699.SH	均胜电子	19.4400	4.5724	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	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	80083.90	9988.HK	阿里巴巴-W	119.2000	-0.03403566	471300.35
2	0941.HK	中国移动	86.6000	0.00932401	91258.82	1810.HK	小米集团-W	52.3500	0.02647059	458769.46
3	1530.HK	三生制药	14.5000	0.13814757	110729.43	0700.HK	腾讯控股	514.0000	0.01181102	281504.75
4	9992.HK	泡泡玛特	207.0000	0.05774144	114461.88	3690.HK	美团-W	134.4000	0.02283105	127001.92
5	0939.HK	建设银行	6.8500	-0.01011561	119065.84	0981.HK	中芯国际	42.4500	0.01798561	112753.92
6	0981.HK	中芯国际	42.4500	0.01798561	131045.55	1530.HK	三生制药	14.5000	0.13814757	70614.63
7	3690.HK	美团-W	134.4000	0.02283105	157075.26	9992.HK	泡泡玛特	207.0000	0.05774144	61964.88
8	0700.HK	腾讯控股	514.0000	0.01181102	234297.65	1288.HK	农业银行	4.9900	-0.01188119	36466.96
9	1810.HK	小米集团-W	52.3500	0.02647059	426781.02	0939.HK	建设银行	6.8500	-0.01011561	32890.72
10	9988.HK	阿里巴巴-W	119.2000	-0.03403566	516132.19	0883.HK	中国海洋石油	17.4200	0.01044084	24182.60

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