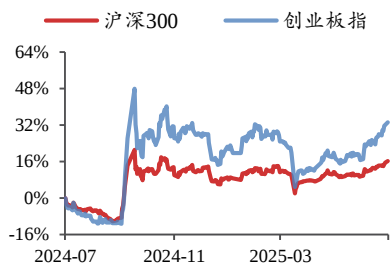


沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
建筑材料	6.061
建筑装饰	3.790
钢铁	3.444
有色金属	2.408
基础化工	2.214

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-0.770
综合	-0.338
计算机	-0.310
家用电器	-0.032
食品饮料	0.072

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

行业公司

【公用事业】火电商业模式迎来拐点，盈利稳定性有望提高——行业投资策略
-20250721

【电力设备与新能源】欧洲电动车销量月报（2025 年 6 月）：上半年新能源车销量同比+26%，看好欧洲电动化趋势——行业点评报告-20250721

【农林牧渔】6月以来生猪超卖强化供给收缩之势，猪价新一轮上行或开启——行业点评报告-20250721

【社服】职教顺应社会趋势向新而变，再生医美景气犹在多产品获批——行业周报-20250720

【汽车】理想 i8 开启预定, 重新定义高品质智能驾乘体验——行业周报-20250720

【煤炭开采】动力煤和焦煤价格反弹加速，拐点右侧重视煤炭——行业周报
-20250720

【地产建筑】新房成交面积同环比下降，城市发展转向存量提质增效阶段——行业周报-20250720

【化工】聚酯瓶片：本轮扩产周期进入尾声，行业自律有望促进盈利能力向上修复——化工“反内卷”系列报告（二）-20250720

【家电：禾赛科技(HSAI.O)】ADAS 激光雷达龙头，庭院机器人等 Robotics 领域构筑第二成长曲线——美股公司首次覆盖报告-20250721

研报摘要

行业公司

【公用事业】火电商业模式迎来拐点，盈利稳定性有望提高——行业投资策略-20250721

周磊（分析师）证书编号：S0790524090002 | 黄懿轩（联系人）证书编号：S0790125070014

“十五五”期间或呈现全国“宽电量”、“紧电力”的供需格局

从电力供需平衡表来看，“十五五”期间或呈现全国电量（能量）供需宽松，电力（功率）供需偏紧的格局。随着新能源装机维持快速增长、装机占比逐年提升，电力系统备用率（置信容量/最大电力负荷-1）持续下降，电力供需或趋紧；而在惯性机组中，火电选址要求低于水电和核电且建设周期较短，从电力供需平衡的角度出发，我们预计未来一段时间内燃煤发电与燃气发电装机容量维持平稳增长。从电量供需平衡的角度出发，预计“十五五”期间煤电发电量持平微降，煤电利用小时数或于2030年前后下降至3500小时。

短期催化：火电点火价差基本触底，关注煤电企业盈利弹性及困境反转

短期内由于容量电价水平固定、辅助服务市场容量较小，影响煤电行业盈利能力的核心因素依旧为利用小时数和点火价差（税后电价与燃料成本之差）。利用小时数方面：预计未来2-3年内，北方主要产煤区火电供需或仍偏紧，东部地区火电供需或实现紧平衡。点火价差方面：从历史数据来看，北方产煤区、环渤海地区、中部地区以及东部地区点火价差较高；水电大省四川、云南、青海受水电价格影响较大，点火价差可能失真；广西点火价差偏低且波动较大。从边际变化来看，北方主要产煤区、环渤海地区、中部地区多数省份点火价差同比有所提高；东南沿海地区多数省份点火价有所下降。

长期逻辑：由电量电源向容量电源转变，盈利稳定性和股东回报有望提高

随着容量补偿、辅助服务市场弥补电力可靠性价值、灵活性价值传导机制的缺失或不完善的问题解决，煤电商品属性有望逐步还原。未来煤电从电量电源向容量电源转型，煤电行业盈利水平对点火价差的敏感性有望逐渐降低。2024-2025年，多数地区回收30%固定成本，部分转型较快地区（如新能源高占比省份）回收50%；2026年起，全国回收比例不低于50%。同时，我国大部分现役煤电机组将于“十五五”期间接近20年折旧年限，折旧到期后容量电价将成为煤电重要利润来源。随着辅助服务市场的逐步完善，辅助服务收入有望覆盖机会成本、改造投入与边际燃料成本并带来合理收益。

受益标的：关注全国性大火电、供需格局较好的区域火电

短、中期按照利用小时和点火价差框架，建议关注火电供需格局好、点火价差高的北方和东部地区火电企业；远期火电盈利稳定性将提高，股东回报有望提升，建议关注资产质量优秀、估值较低的火电企业。受益标的：华能国际电力股份（H）、华电国际电力股份（H）、华润电力（H）、大唐发电（H）、建投能源、国电电力、内蒙华电、陕西能源、浙能电力、皖能电力、江苏国信、中能股份、福能股份、宝新能源等。

风险提示：火电供需恶化风险；燃料价格波动风险；市场化电价波动风险；辅助服务市场建设不及预期。

【电力设备与新能源】欧洲电动车销量月报（2025年6月）：上半年新能源车销量同比+26%，看好欧洲电动化趋势——行业点评报告-20250721

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 王嘉懿（分析师）证书编号：S0790525060004

2025年1-6月欧洲9国新能源车销量133万辆，同比+26%

欧洲电动车市场在经历较为平淡的2024年后，在2025年上半年持续复苏。2025年6月欧洲9国新能源车销量27.3万辆，同比+23.1%，新能源渗透率28.9%，同比+6.5pcts。其中，BEV销量17.9万辆，同比+15.1%；PHEV

销量 9.4 万辆，同比+41.2%。2025 年 1-6 月欧洲 9 国新能源车销量共 133.1 万辆，同比+26.3%。其中 BEV 销量 87.2 万辆，同比+25.6%；PHEV 销量 45.9 万辆，同比+27.6%。

(1) 德国：在前期低基数下，2025 年以来德国电车销量同比明显修复。大众集团的电动化转型促进了德国 BEV 市场发展。据大众德国官网，大众集团为 ID 系列电车提供 3500-6000 欧元不等的价格折扣，补贴已延长至 2025 年 9 月 30 日。2025 年 1-6 月德国 BEV 销量共 24.9 万辆，同比+35.1%；PHEV 销量 13.9 万辆，同比+55.1%。

(2) 英国：制造商对新产品的折扣继续支撑市场，尤其是电动汽车。且 7 月英国政府重启电车补贴，有望进一步促进电车销量。2025 年 1-6 月英国 BEV 销量共 22.5 万辆，同比+34.6%；PHEV 销量 10.7 万辆，同比+31.3%。

(3) 法国：法国整体汽车大盘以及电车的销量仍然持续处在同比下滑的状态当中。2024 年法国电车市场受到了社会租赁计划的有效带动，预计法国电车销量将在 9 月之后更为强劲。2025 年 1-6 月法国 BEV 销量共 14.9 万辆，同比-6.5%；PHEV 销量 4.9 万辆，同比-33.3%。

(4) 西班牙：各细分市场新车型的不断推出、品牌的促销活动、MOVES III 补贴计划以及购买电动汽车的 15% 个人所得税减免延长，共同推动电动化转型。西班牙也正希望吸引相关投资，并致力于成为投资中心。

投资建议

欧盟议会投票通过碳排放考核修正案，原计划于 2025 年收紧碳排放考核目标，改为考核 2025-2027 年三年的平均值，时间线上有所延缓但总体趋势不变。且各车企此前为应对即将收紧的考核要求，陆续推出新一代纯电平台，新车型有望带动欧洲电车市场放量。投资建议：(1) 锂电池：推荐宁德时代、亿纬锂能、欣旺达；受益标的中创新航、国轩高科；(2) 锂电材料：推荐湖南裕能；中伟股份、华友钴业；星源材质、恩捷股份；受益标的富临精工、万润新能；容百科技、当升科技、厦钨新能、华友钴业；星源材质、恩捷股份；天赐材料、新宙邦；天奈科技；(3) 锂电结构件：推荐铭利达；受益标的科达利、敏实集团、和胜股份；(4) 电源/电驱系统：推荐威迈斯、富特科技；受益标的黄山谷捷；(5) 汽车安全件：受益标的中熔电气、浙江荣泰。

风险提示：欧洲宏观经济增速不及预期、竞争加剧导致盈利能力下降风险。

【农林牧渔】6 月以来生猪超卖强化供给收缩之势，猪价新一轮上行或开启——行业点评报告-20250721

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（分析师）证书编号：S0790525070003 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

行业：6 月以来生猪超卖强化供给收缩之势，猪价新一轮上行或开启

6 月至 7 月中旬生猪超卖，2025Q3 供给收缩背景下猪价抬升幅度或更可观。据涌益咨询，2025 年 6 月全国生猪销售均价 14.28 元/公斤，环比-2.28%，同比-21.99%。涌益监控样本 2025 年 6 月屠宰量 431.68 万头，环比-6.20%，同比+12.22%。6 月生猪超卖，涌益样本 6 月生猪出栏较计划完成率 102.29%，7 月计划出栏较 6 月实际出栏-1.20%。6 月至 7 月中旬行业生猪存在两轮超卖，第一轮是 6 月初至 6 月中旬，集团超卖降重出栏；第二轮是 7 月初至 7 月中旬，高温背景下散户大猪超卖并企图低位接小体重生猪过夏。7 月本身已处于供给收缩窗口核心时段，散户当前大猪超卖后市低价接猪企图或落空并成为进一步助推猪价上行的力量。2025Q3 生猪供给收缩已至，猪价中枢有望逐月上移。

供需格局改善，毛白价差环比走强，冻品入库进行对猪价形成支撑。截至 2025 年 7 月 17 日，涌益监控样本毛白价差 4.71 元/公斤，较 6 月同期+0.45 元/公斤，低于 2024 年同期但高于 2023 年同期。全国冻品库容率为 16.85%，同比-0.03pct。

6 月生猪养殖利润环比收窄，行业能繁存栏同环比均微增。受猪价下行影响，行业 6 月自繁自养头均盈利 25.15 元/头（月环比-62.35%）。据国家统计局，2025 年 6 月我国生猪能繁存栏 4043 万头，同比+0.12%，环比+0.02%。截至 2025 年 7 月 17 日，规模场 15kg 仔猪价格环比小幅增至 542 元/头，同比-103 元/头，较 2023 年同期+91 元/

头。

企业：6月上市猪企生猪出栏均价环比下跌，出栏均重环比下跌

截至2025年7月10日，12家上市猪企发布6月生猪销售数据。生猪养殖上市企业6月合计出栏生猪1614.81万头，同比+45.98%。牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦食品、大北农、中粮家佳康、天康生物、唐人神、金新农、京基智农、神农集团6月出栏量分别为836.70、300.73、133.00、68.05、50.63、66.61、42.70、24.31、41.32、11.22、17.64、21.90万头，分别同比+65.1%、+28.9%、+3.4%、+186.5%、+2.3%、+85.9%、+62.4%、-6.1%、+40.8%、+71.3%、+6.3%、-7.5%。

出栏均重方面，温氏股份、大北农6月商品猪出栏均重分别为113.7、125.9公斤/头，环比变动-1.2、-1.5公斤/头。

销售均价方面，主要10家上市猪企销售均价环比下跌，牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦食品、大北农、中粮家佳康、天康生物、京基智农、神农集团6月商品猪销售均价分别为14.08、14.39、14.18、14.05、14.36、14.09、14.08、13.23、15.15、14.35元/公斤，分别环比变动-3%、-2%、-2.8%、-2.4%、-1.8%、-2.1%、-3.8%、-5.6%、+1.9%、-0.6%。

风险提示：猪价异常波动、疫病不确定性、上市公司养殖成本下降不及预期。

【社服】职教顺应社会趋势向新而变，再生医美景气犹在多产品获批——行业周报-20250720

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（联系人）证书编号：S0790123070033

旅游/潮玩：6月线上基数提升增速平稳，6月潮玩品牌线下店效表现分化

旅游：景区上市公司披露2025H1业绩预告，客流高基数下受制于异常天气因素扰动、目的地客源竞争加剧、消费者购买力下滑，预计上半年传统自然景区客流及营收表现整体平淡。业务结构差异及新业务爬坡进度导致各公司利润端同比表现有所分化，长白山、大连圣亚、西域旅游等利润端面临短期压力，祥源文旅外延扩张助力业绩增长领先。潮玩：久谦数据显示6月国内潮玩门店线下店效整体同比增长13%，其中泡泡玛特/TOPTOY/卡游平均店效同比+94%/-9%/-51%，泡泡玛特店效保持高增，其他品牌受制于高基数表现平平。

餐饮/教育：中餐关注坪效提升&加速开店，职教顺应社会趋势向新而变

茶咖：根据久谦数据，截至2025年6月头部茶饮品牌蜜雪冰城、古茗、茶百道、沪上阿姨、霸王茶姬分别拥有门店数量40062、11083、7571、8586、6760家。受益于外卖大战升级，根据久谦数据，2025年6月蜜雪冰城店效同比增长11.3%，古茗同比增长21.5%，库迪同比增长40.4%，瑞幸同比增长17.3%。中餐：中国家庭户均人数下降导致居家做饭频率减少，外卖形成有效补充，家常菜因“家的味道”更受欢迎。中餐品牌外卖快速增长，2025年1-6月绿茶外卖销售额同比增长53.5%。职教：国家开展大规模职业技能提升培训，2024年中国东方教育新推一年以上两年以下课程，新生人次同比增长70%。截至2024年，公司就业率在95%左右，新赛道拓展方面，家政行业已在南京进行孵化，还在研究宠物经济、养老经济。在美业板块，将美业和大健康深度融合，孵化有关大健康的相关专业。

四环医药再生新品正式开启销售，多产品矩阵+强销售能力迈向平台型医美公司

据Frost & Sullivan数据，2024年全球再生医美市场规模已突破30亿美元，预计未来五年将以CAGR达25%的态势持续扩张。中国市场再生类产品年增速高达35%以上。7月19日，四环医药正式发布少女针和童颜针四款产品。童颜针订制成两种不同大小的粒径，以更好地适配不同场景、匹配不同需求。2024-2025H1四环医美分部共9款产品获批，已有5个再生微球类和8个HA水光或填充类产品进入注册阶段，司美格鲁肽注射液减重适应症已获批新药临床实验（已于2025Q1完成III期临床入组），预计未来将持续丰富医美生态。丰富产品矩阵也

为产品组合提供分层、分时抗衰方面提供丰富解决方案。

本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑赢大盘

本周（7.14-7.18）社会服务指数+1.05%，跑输沪深 300 指数 0.04pct，在 31 个一级行业中排名第 13，旅游、教育类领涨；本周（7.14-7.18）港股消费者服务指数+3.06%，跑赢恒生指数 0.22pct，在 30 个一级行业中排名第 12，教育、餐饮类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）餐饮：蜜雪集团、古茗、小菜园、绿茶集团；（2）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）美护：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、爱美客、四环医药；（4）新消费：美图、赤子城科技；（5）运动：力盛体育；（6）即时零售：美团-W、顺丰同城；（7）眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（8）旅游：西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S；（9）教育：中国东方教育。

风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【汽车】理想 i8 开启预定，重新定义高品质智能驾乘体验——行业周报-20250720

赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014 | 王镇涛（联系人）证书编号：S0790124070021

本周专题：理想纯电 SUV i8 开启预定，重新定义高品质智能驾乘体验

7 月 17 日，理想官方公众号宣布 i8 正式开启预定，预售价 35-40 万元，7 月 18 日展车陆续进店，目前产品引发市场高度关注，客流量显著上升，订单表现优异产品发布会则定档于 7 月 29 日。产品定义：精准定义产品，打破大六座 SUV 大空间、长续航、重量和成本合理的“不可能三角”，满足客户需求。外观：延续 MEGA 的子弹头流线型设计，优雅前卫。内饰：简单舒适，满足用户对家的想象。动力：自研碳化硅芯片，标配双电机四驱和 5C 快充，实现整车长续航和超快充。智能座舱：双联屏中控布局并配备 HUD，沿用 L 系列的显示屏交互方向盘，在方向盘前引入独立音响以实现驾驶员交互；智能驾驶：标配激光雷达，同时自研 VLA 算法有望上车，让车辆在更多复杂场景环境下可实现更稳定的组合辅助驾驶表现，实现“看得见”、“听得懂”、“找得到”。补能：目前理想已经建成超过 2800 座超充站，覆盖九纵九横高速主干道，带来优异补能体验。

本周观点：仍需关注爆款车型带来的整车厂机遇

整车方面：持续爆款车型的推出意味着品牌形象的树立，打法的成熟，未来有望在全球汽车市场占据一席之地。建议关注理想汽车新车发布带来的显著机遇，同时后续具有潜在爆款车型的车企亦值得关注。智能化方面：关注 Robotaxi 的积极变化、量产车玩家 VLA 落地、以及大模型的技术革命带来的影响。零部件方面：

关注优质零部件公司配套爆款车型/布局成长性板块/国产替代/出海市场份额扩张以及转型机器人机遇。

本周热点：尊界 S800 大定突破 8000；理想 i8、享界 S9T 等有望陆续上市

鸿蒙智行尊界 S800 上市 50 天大定突破 8000 台，问界 M8 纯电版 8 月发布，尚界 H5/享界 S9T 9 月上市，全系搭载华为 ADS4.0；理想首款纯电 SUV i8 开启预订（35 万起），7 月 29 日上市，标配双电机四驱+零重力座椅；比亚迪第七艘滚装船“郑州号”交付；文远知行在新加坡落地纯无人小巴，百度萝卜快跑与 Uber 合作部署全球 Robotaxi；国务院规范新能源市场竞争秩序，上半年中国新能源车销量 550 万辆，同比 2%。

投资建议

智驾逐步开启商业化落地，有关主机厂和零部件公司有望持续受益，智驾强势主机厂及高成长和机器人布局的零部件公司有望迎来显著机会。整车推荐小鹏汽车-W、上汽集团、比亚迪、长安汽车、长城汽车、零跑汽车，

受益标的：赛力斯、江淮汽车、广汽集团、北汽蓝谷、理想汽车-W、吉利汽车等。零部件赛道关注华阳集团、德赛西威、均胜电子、经纬恒润、美格智能、华测导航、沪光股份、瑞鹄模具、拓普集团、新泉股份、继峰股份；受益标的：伯特利、保隆科技、科博达、地平线机器人-W、黑芝麻智能、中科创达、博俊科技、上海沿浦、爱柯迪、星宇股份等。

风险提示：乘用车行业需求不及预期；汽车行业竞争加剧；电动智能化转型不及预期；政策支持力度不及预期；原材料价格大幅波动风险。

【煤炭开采】动力煤和焦煤价格反弹加速，拐点右侧重视煤炭——行业周报-20250720

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：动力煤和焦煤价格持续反弹

(1) 动力煤方面：动力煤价格持续反弹，截至7月18日，秦港Q5500动力煤平仓价为642元/吨，今年上半年最低价格为609元，已累计上涨5.4%。目前动力煤基本面持续利多：从供给端来看，国内生产方面，截至7月13日，晋陕蒙三省442家煤矿开工率81.1%，仍处于年内较低水平。从库存端来看，港口库存持续回落，截至7月17日，环渤海库存2695.5万吨，今年上半年最高库存为3316.3万吨，已累计下跌18.7%，与去年同期基本一致。从需求端来看，电煤方面，截至7月17日，沿海八省电厂日耗合计241.9万吨，涨幅12.62%，七月以来高温天气带动用电需求提升，煤电日耗需求提高，季节性持续上涨。非电煤方面，截至7月17日，国内甲醇开工率80.6%，仍处于近年来的历史高位；虽然OPEC发布年度石油展望下调能源需求、美国关税政策等影响原油价格承压下行，但煤油比来对照油头化工和煤头化工的成本优势，煤化工成本优势仍旧非常凸出，从而导致开工率的长时间高位。(2) 炼焦煤方面：截至7月18日，京唐港主焦煤报价1440元/吨，环比上涨90元/吨，涨幅6.67%，上周开始从1230元的底部反弹；焦煤期货反弹更为明显，从6月初的719元反弹至当前的926元，累计涨幅达到28.8%。当前焦煤基本面反映出“强预期但弱现实”的特征。从供给端来看，国内焦企生产积极性恢复，开工率上涨，蒙煤市场报价坚挺。需求端，铁水日均产量仍处在今年高位，本周铁水产量小涨，本周日均铁水产量242.5万吨，周环比上涨1.15%。当前焦煤价格尤其期货，更多反映出“反内卷”对供给端的收缩预期。

投资逻辑：动力煤和炼焦煤价格已到拐点右侧

动力煤属于政策煤种，我们判断价格仍将反弹修复至长协价格，首先是神华和中煤等央企的长协价格（即670元附近），如果后续基本面持续利多也有望突破700元。主要原因包括：一是较低煤价将使地方财政压力加大，有望促成减产，包括较低煤价将使煤企亏现金而自发减产；二是电厂受限于“煤电价格联动机制”，在一定程度上保煤价即是保电价，且当前现货与年度长协价格倒挂，电厂优先采购现货的行为会使现货价持续修复；三是煤化工和油化工存在成本优势的竞争，布油68美金与港口煤价770元所制烯烃成本相当，当前煤油比来看明显煤炭价格便宜；四是降低煤价会使疆煤外运失去价格优势，从而导致外运量减少（自2024年四季度以来已有数据证明）。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定。通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”可作为炼焦煤价格底部判断的参考，当前焦煤已处于超跌状态。在“反内卷”的政策预期下，炼焦煤的供给端存在收紧的预期；需求端的稳增长政策持续出新，且特朗普当选美国总统，其对中国的外贸高压将促使国内经济再转型内循环，对地产和基建将有更多支持。

投资建议：周期与红利双逻辑，四主线布局

我们认为在资本市场在全球政经高度不确定以及国内稳经济的预期下，投资行为存在情绪上的脉冲，煤炭板块具备周期与红利的双重属性，当前煤炭持仓低位，基本面已到拐点右侧，已到布局时点。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，红利逻辑：【中国神华、中煤能源（分红潜力）、陕西煤业】；主线二，周期逻辑：【晋控煤业、兖矿能源、平煤股份、淮北矿业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【新集能源、广汇能源】。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险。

【地产建筑】新房成交面积同环比下降，城市发展转向存量提质增效阶段——行业周报-20250720

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

核心观点：新房成交面积同环比下降，中央城市工作会议时隔十年再次召开

本周我们跟踪的 68 城新房成交同环比下降，20 城二手房成交面积同比下降，环比增加。土地成交面积同比下降，溢价率环比上涨。国内信用债发行规模同环比下降。杭州土拍市场火热，成功出让 2 宗涉宅用地，分别位于钱塘区和余杭区，2 宗地块均分别溢价 2.80% 与 12.75% 成交，共揽金 29.86 亿元。我们认为，在各项促进房地产市场止跌回稳政策作用下，今年以来我国房地产市场整体朝着止跌回稳的方向迈进，在止跌回稳的过程中，房价仍可能存在小幅度震荡，期待后续在政策作用下，房地产市场进一步稳定。在更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程，维持行业“看好”评级。

城市发展转向存量提质增效阶段，多地加大购房补贴力度

中央层面：中央城市工作会议：会议指出，我国城镇化正从快速增长期转向稳定发展期，城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段。适应形势变化，会议提出“五大转变”并部署城市工作 7 个方面的重点任务。

地方层面：湖北：省人民政府办公厅印发《关于加快完善生育支持政策体系更加务实有效建设生育友好型社会的若干措施》，鼓励各地结合实际，对多子女家庭购买第二套住房申请住房公积金贷款的，执行首套房贷款政策。

市场端：土地成交面积同比下降，杭州土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025 年第 29 周，全国 68 城商品住宅成交面积 156 万平米，同比下降 22%，环比下降 8%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 6885 万平米，累计同比下降 9%。2025 年第 29 周，全国 20 城二手房成交面积为 184 万平米，同比增速-5%，前值-10%；年初至今累计成交面积 5677 万平米，同比增速+8%，前值+9%。

投资端：2025 年第 29 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2121 万平方米，成交土地规划建筑面积 1373 万平方米，同比下降 28%，成交溢价率为 7%。一线城市成交土地规划建筑面积 36 万平方米，同比下降 66%；二线城市成交土地规划建筑面积 393 万平方米，同比下降 28%；三线城市成交土地规划建筑面积 944 万平方米，同比下降 25%。

杭州：杭州土拍市场火热，成功出让 2 宗涉宅用地，分别位于钱塘区和余杭区，2 宗地块均分别溢价 2.80% 与 12.75% 成交，共揽金 29.86 亿元。

融资端：国内信用债发行规模同环比减少

2025 年第 29 周，信用债发行 32 亿元，同比减少 66%，环比减少 81%，平均加权利率 1.72%，环比减少 76BP。信用债累计发行规模 2054 亿元，同比减少 14%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【化工】聚酯瓶片：本轮扩产周期进入尾声，行业自律有望促进盈利能力向上修复——化工“反内卷”系列报告（二）-20250720

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001 | 蒋跨越（分析师）证书编号：S0790523120001

聚酯瓶片需求稳健，全球供需错配促发上一轮（2020-2022 年）瓶片上行周期

全球聚酯瓶片需求整体呈稳健增长趋势，根据 CCF 数据，2015-2024 年间，全球聚酯瓶片市场需求从 2004 万吨增长至 3435 万吨，CAGR 为 6.2%。2020 年，疫情期间医疗包装、外卖容器需求迅速增长，片材领域对聚酯瓶片的消耗量显著上升，疫情过后国内经济步入复苏轨道，瓶片需求稳步向上，下游也进入补库周期，叠加 2020 年提出的“禁塑令”，多方作用下 2020 年国内聚酯瓶片需求较 2019 年增长 28.9%。出口端，2021 年海外疫情管控率先放松，带动下游消费回温，补库需求高涨，2021 年中国瓶片出口量较 2020 年大幅上升 27%；2022 年，俄乌冲突致使欧洲能源成本上升，欧洲本土瓶片价格上升，中国对欧洲瓶片出口量增长，同时俄罗斯被制裁，中国成为俄罗斯重要的瓶片进口来源，2022 年出口量较 2021 年增长 36%。供给端，2018-2021 年这四年间，中国聚酯瓶片作为全球瓶片供应的中坚力量，其产能几乎没有扩产，2021 年疫情后全球需求反弹与产能恢复迟缓形成供需错配，价差冲高至 2000 元/吨左右。全球供需错配促发了上一轮瓶片上行周期。

本轮扩产周期进入尾声，行业长期格局存改善预期，盈利能力将底部向上

行业盈利显著性提升的同时，国内瓶片龙头也陆续进行扩产计划，2022 年后瓶片行业进入产能扩张期，这使得国内瓶片产能在全球占比自 2021 年 33.35% 提升至 2024 年 47.94%，目前中国瓶片产能稳居世界第一。产能快速扩张的同时，也造成了供给大于求的局面，2024 年国内瓶片产能较 2018 年已实现翻倍，行至行业周期低谷，全行业陷入亏损。目前，我国瓶片主要生产企业有逸盛（590 万吨）、三房巷（500 万吨）、华润材料（330 万吨）、万凯新材（300 万吨）四家企业，CR4 为 79% 左右。2025 年下半年新投产产能仅剩富海 60 万吨和四川五粮液 10 万吨，行业产能扩张进入尾声。我们认为，长期来看瓶片行业格局向好，行业低点或已过，我们看好瓶片行业有望迎来底部向上。

近期行业联合减产进行中，行业自律行为有望促使价格价差进一步向上修复

行业联合减产“反内卷”正在进行中，将促进价差向上修复。自 2025 年 6 月以来，几家聚酯瓶片大厂装置检修陆续执行落地，国内聚酯瓶片产能负荷已下降至 80% 左右，行业执行效果良好。与此同时，市场反馈较为迅速，国内瓶片价差已由 6 月下旬的 150-170 元/吨附近回升至 400 元/吨之上。我们认为，随着行业“反内卷”自律行为持续进行，行业价差和盈利能力有望继续修复，预计相关公司盈利能力和估值水平同步修复。

受益标的

万凯新材、三房巷、华润材料、恒逸石化、荣盛石化。

风险提示：原油价格大幅波动、下游需求萎缩、贸易保护等政策影响。

【家电：禾赛科技(HSAI.O)】ADAS 激光雷达龙头，庭院机器人等 Robotics 领域构筑第二成长曲线——美股公司首次覆盖报告-20250721

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 林文隆（分析师）证书编号：S0790524070004

ADAS 激光雷达龙头，Robotics 领域快速增长，首次覆盖给予“买入”评级

作为 ADAS 激光雷达领域龙头，公司产品矩阵完善，覆盖 L2-L4 感知方案。随着后续单车数量和价值量提升，继续看好公司在 ADAS 领域维持高增。此外，公司逐步从 ADAS 向机器人领域拓展，庭院机器人/Robotaxi/无人物流车等有望进一步打开公司成本空间并实现规模降本。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.48/5.82/9.88 亿元，EPS 分别为 1.9/4.5/7.6 元，当前股价对应 PE 分别为 82.6/34.9/20.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

ADAS 激光雷达：预计 2030 年全球销量超 1700 万台，市场集中度高

受益于智能驾驶行业的快速发展，全球乘用车激光雷达市场快速发展。根据 Yole 数据，2024 年全球激光雷达销售量约 170 万颗，预计 2025 年有望突破 300 万台，且 2030 年有望突破 1700 万台。从竞争格局上看，市场格局向头部集中且清晰，根据 Yole 数据显示，2024 年 PC&LCV 市场禾赛科技、速腾聚创份额稳定前二，华为份额提

升/图达通份额有所下降，前四大厂商占据 90%+ 市场份额。展望后续，随着智能驾驶向 L4 发展，单车搭载数量和价值量或逐步提升，而公司已连续 4 年位列 L4 自动驾驶激光雷达份额绝对第一，有望保持领先优势。

Robotics 激光雷达：庭院机器人、Robotaxi、无人物流车等打开增长空间

2025Q1 公司 Robotics 激光雷达交付量 4.97 万台 (+649.1%)，以割草机器人为核心的下游应用场景激光雷达渗透率提升带动公司 Robotics 激光雷达交付迎来高速增长。随着成本进一步下探和技术优化，Robotics 激光雷达有望成为新的增长驱动力。(1) 割草机器人：欧美市场潜在年销量空间超 300 万台，2025Q1/2025 年 4+5 月线上亚马逊数据激光雷达技术产品占无边界割草机器人销量比重分别提升至 13%/16%，未来渗透率有望进一步提升。当前公司已和主流厂商达成战略合作未来一年计划交付 30 万台 JT 系列激光雷达。(2) 泳池清洁机器人：预计当前行业年销量超 200 万台，预计未来规模仍有进一步提升空间。受水介质影响预计泳池机器人仍以传统传感器为主，但年初已有玩家推出消费级水下激光雷达产品填补空间，随着相应产品推出激光雷达或凭借更高精度应用于泳池机器人市场。(3) 其他 Robotics：移动机器人预计 2030 年全球年销量 80~200 万台，激光雷达逐步成为主流传感器；无人出租车预计 2035 年全球存量达到 160 万辆，无人物流车预计 2030 年全球年销量达 60 万台，单车或搭载多颗激光雷达。

风险提示：Robotics 激光雷达交付不及预期；行业竞争加剧；降本不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn