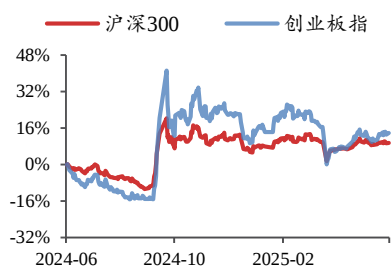


2025 年 06 月 17 日

开源晨会 0617

——晨会纪要

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(%)
传媒	2.699
通信	2.105
计算机	1.987
房地产	1.849
综合	1.755

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
农林牧渔	-0.757
美容护理	-0.493
有色金属	-0.429
纺织服饰	-0.331
医药生物	-0.283

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

【地产建筑】新房杭州环比领涨，二手房价同比降幅缩小——行业点评报告-20250616

【商贸零售】泡泡玛特跨界珠宝圈，旗下品牌 POPOP 首店开业——行业点评报告-20250616

【传媒】供需共振下游戏或步入景气上行周期，继续布局游戏——行业点评报告-20250616

【商贸零售】2025 年 5 月社零同比+6.4%，社会消费趋势向上——行业点评报告
-20250616

【地产建筑】单月销售数据仍降，新房市场延续弱复苏趋势——行业点评报告
-20250616

【汽车】车企优化供应商支付账期，产业走向规范化——行业点评报告-20250616

【银行】化债对信贷影响或减弱，资金延续活化——行业点评报告-20250616

【计算机】巨头陆续入局，稳定币前景可期——行业点评报告-20250616

【传媒】豆包引领大模型/Agent 再升级，积极关注电影暑期档——行业周报
-20250615

【社服】聚焦 Canva 看全球创意工具市场，中医美容成新潮流风尚——行业周报
-20250615

【地产建筑】华夏北京保障房 REIT 扩募发售完成，保障房 REITs 表现持续优异——行业周报-20250615

【地产建筑：新城控股(601155.SH)】商管经营持续稳健，母公司重启美元债融资——公司信息更新报告-20250616

【地产建筑：万科A(000002.SZ)】销售均价有所提升，股东持续借款提供支持——公司信息更新报告-20250616

【地产建筑：华润置地(01109.HK)】销售维持行业前三，不动产租金收入稳健增长——港股公司信息更新报告-20250616

研报摘要

行业公司

【地产建筑】新房杭州环比领涨，二手房价同比降幅缩小——行业点评报告-20250616

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

新房杭州环比领涨，二手房价同比降幅缩小

国家统计局发布 2025 年 5 月 70 大中城市商品住宅销售价格变动情况。从新建商品住宅环比情况来看，一、二、三线城市环比分别-0.2%、-0.2%、-0.3%（4 月分别为 0.0%、0.0%、-0.2%），70 城整体环比-0.2%，降幅较 4 月扩大 0.1pct。同比情况来看，一、二、三线城市同比分别-1.7%、-3.5%、-4.9%（4 月分别为-2.1%、-3.9%、-5.4%），70 城整体新房价格同比降幅缩小 0.4pct 至 4.1%。从 70 城新房价格涨跌个数来看，2025 年 5 月新房价格环比上涨、持平、下跌的城市数分别为 4、53、3 个（4 月分别为 22、3、45 个），同比上涨、持平、下跌的城市数分别为 3、0、67 个（4 月分别为 3、0、67 个）。

二手房价同比降幅缩小，环比降幅扩大

从二手住宅房价环比情况来看，5 月 70 城二手房价格环比-0.5%，降幅环比扩大 0.1pct。其中一、二、三线城市环比分别-0.7%、-0.5%、-0.5%（4 月分别为-0.2%、-0.4%、-0.4%）。同比情况来看，70 城二手房价格同比-6.3%，降幅缩小 0.5pct。其中一、二、三线城市同比分别-2.7%、-6.1%、-6.9%（4 月分别为-3.2%、-6.5%、-7.4%），降幅分别缩小 0.5pct、0.4pct、0.5pct。2025 年 5 月二手房价格环比上涨、持平、下跌的城市数分别为 3、0、67 个（4 月分别为 5、1、64 个），同比上涨、持平、下跌的城市数分别为 0、0、70 个（4 月分别为 0、0、70 个），70 城二手房价自 2024 年初以来同比均下降。

新房上海同环比领涨，二手房价格 35 城同比均下降

从一二线重点 35 城表现来看，2025 年 5 月新房价格同环比均降多增少，同比上海、杭州、太原 3 城上涨，环比杭州、上海等 9 城实现上涨，其中杭州以环比+0.8%，上海以同比+5.9%领跑 35 城。一线城市中仅上海实现新房价格同环比实现增长。新房 1-5 月整体同比情况方面，上海、太原分别以同比+5.7%、+1.0%领跑 35 城。

投资建议

2025 年 5 月，70 城新房销售价格环比降幅扩大，同比降幅缩小，一线城市新房价格降幅扩大；二手房方面销售价格同比降幅收窄，一、二、三线城市降幅环比均扩大。我们认为，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。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、善于把握改善型客户需求的强信用房企：绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：华润置地、新城控股、龙湖集团；（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务、建发物业。

风险提示：行业销售恢复不及预期、政策放松不及预期。

【商贸零售】泡泡玛特跨界珠宝圈，旗下品牌 POPOP 首店开业——行业点评报告-20250616

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031

泡泡玛特跨界珠宝行业，旗下品牌 POPOP 首店于上海港汇恒隆开业

本周泡泡玛特旗下珠宝品牌 POPOP 首店于上海港汇恒隆开业。POPOP 店内产品以泡泡玛特热门 IP 的解构与延展为卖点，店内整体 SKU 整体偏少，但涵盖项链、耳饰、戒指、手链等全品类珠宝首饰，材质主打 S925 银，以贝珠、玛瑙等天然辅石为点缀，凭借 IP 优势定价在同类中偏高，介于 400-3000 元之间，其中项链的售价最高，大约在 1000~2699 元，目标客群主要对准泡泡玛特忠实粉丝以及追求个性表达且“不差钱”的年轻人。POPOP 开业意义主要体现在以下两点：一方面，泡泡玛特一直以 IP 为核心拓宽业务边界，本次跨界珠宝领域将有助于延长 IP 生命周期并拓展消费场景，如泡泡玛特首个沉浸式 IP 主题乐园不仅加深了原有用户与 IP 间的情感连接，还吸引了有孩家庭、外地游客等更广阔圈层的消费者。另一方面，泡泡玛特背后代表着年轻群体的潮流取向，其对珠宝行业的跨界也说明珠宝首饰作为情感和文化的重要载体，其情绪价值正被年轻群体所重视。我们认为，本次 POPOP 开业不仅是泡泡玛特 IP 生态战略的延展，也体现了珠宝首饰作为情绪价值载体的重要意义。

行业关键词：超级转转、颖通控股、dots.llm1、嚼科拉、POPOP 等

【超级转转】二手多品类循环仓店“超级转转”开业。

【颖通控股】颖通控股通过上市聆讯，有望成为“中国香水第一股”。

【dots.llm1】小红书开源首个大模型 dots.llm1。

【嚼科拉】爱美客发布长效骨养护材料嚼科拉，进军高端抗衰市场。

【POPOP】泡泡玛特旗下珠宝品牌 POPOP 首店在上海港汇恒隆开业。

板块行情回顾

本周（6月9日-6月13日），商贸零售指数报收 2120.43 点，下跌 1.49%，跑输上证综指（本周下跌 0.25%）1.24 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 25 位。零售各细分板块中，本周钟表珠宝板块涨幅最大，2025 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周青木科技（+30.0%）、南京商旅（+24.8%）、若羽臣（+18.8%）涨幅靠前。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者深度洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等；

投资主线二（线下零售）：关注顺应趋势积极变革探索的零售企业（超市、百货、连锁），重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线三（化妆品）：关注具备差异化且能力持续迭代的优质国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、润本股份等，受益标的若羽臣等；

投资主线四（医美）：关注具备差异化管线的医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B 等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

【传媒】供需共振下游戏或步入景气上行周期，继续布局游戏——行业点评报告-20250616

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001

游戏行业保持高景气，用户情绪消费需求与游戏供给释放共振

根据伽马数据，2025Q1，中国游戏市场规模为 857.04 亿元，同比增长 17.99%；2025 年 4 月，中国游戏市场

规模为 273.51 亿元，同比增长 21.93%，环比增长 2.47%。“悦己消费”趋势下，在游戏中寻找刺激、乐趣和成就感，这些积极的情绪体验成为用户幸福感和满足感的重要来源，特别是带动二次元、派对、女性向等品类游戏需求快速增长。产品供给方面，2024 年共下发游戏版号 1416 款，版号总数同比增长 32%，平均每月版号数量为 118 款，2025 年 1-5 月版号数量分别为 136/113/134/127/144 款，储备游戏不断丰富，已取得版号的游戏包括腾讯：《王者荣耀世界》《无畏契约：源能行动》《雪中悍刀行》《洛克王国：世界》《彩虹六号》《怪物猎人》《王者万象棋》等；网易：《无限大》《漫威争锋》《山海奇旅》《灵兽大冒险》等；心动公司：《伊瑟》；恺英网络：《盗墓笔记：启程》（2025 年上线）、《王者传奇 2》《热血江湖：归来》《蓝月纪元》等；吉比特：《九牧之野》等；完美世界：《异环》等；创梦天地《卡拉彼丘》等；游族网络《少年三国志 3》等；星辉娱乐《三国群英传：策定九州》《仙境传说：破晓》等；电魂网络《修仙时代》等。

2025 年新游戏表现亮眼，关注新游上线为相关公司带来业绩弹性

新游方面，七麦数据显示，友谊时光《暴吵萌厨》5 月 28 日上线以来维持在 iOS 游戏免费榜前 2，心动公司《伊瑟》国际服 6 月 5 日上线后进入全球近 30 个国家及地区 iOS 游戏畅销榜前 50 名；巨人网络《超自然行动组》2025 年初开启不删档付费测试后，用户数据持续爬升，最高进入 iOS 游戏畅销榜前 40；吉比特《杖剑传说》5 月 29 日上线后，流水快速爬升，基本保持在 iOS 游戏畅销榜前 20 名。根据 SensorTower 数据，世纪华通旗下 4X 策略新游《Kingshot》5 月再创佳绩，收入实现环比翻倍，上线仅三个月便跻身出海手游收入榜第 5 名，截至 6 月 8 日，《Kingshot》累计收入突破 7500 万美元。新游戏加速上线且取得亮眼表现，有望为相关游戏公司带来业绩弹性，并进一步驱动游戏行业增长。

浙江省《关于支持游戏出海的若干措施》，游戏出海或进一步打开成长空间

近日，浙江省商务厅等 17 部门联合印发了《关于支持游戏出海的若干措施》，提出 20 项具体举措，旨在推动游戏产业国际化发展，赋能数字贸易强省建设，加速中华优秀传统文化全球传播。《措施》全面覆盖游戏出海产业、平台、生态等领域，全方位对游戏行业提供政策支持，有望进一步提升国内游戏产品全球竞争力，带动整体游戏行业发展。基于行业产品周期向上、业绩有望迎来拐点，AI 持续赋能及政策支持我们建议继续加大游戏板块配置力度，重点推荐心动公司、恺英网络、吉比特、网易-S、完美世界、神州泰岳、腾讯控股、姚记科技、哔哩哔哩-W、盛天网络，受益标的包括友谊时光、巨人网络、ST 华通、星辉娱乐、掌趣科技、游族网络、宝通科技、三七互娱等。

风险提示：新游上线时间或表现不及预期；游戏行业增长不及预期等。

【商贸零售】2025 年 5 月社零同比+6.4%，社会消费趋势向上——行业点评报告-20250616

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031

5 月社零同比+6.4%，社会消费趋势向上

国家统计局发布 2025 年 1-5 月社会消费品零售总额（下简称“社零”）数据：1-5 月社零总额为 203171 亿元（同比+5.0%，下同），其中 5 月社零总额 41326 亿元（+6.4%，高于 Wind 一致预期+4.9%）。分地域看，1-5 月城镇/乡村社零同比分别+5.1%/+4.9%。我们认为，在国内积极的政策刺激下内需呈现边际向好，整体社会消费活力显现，部分可选品类增势明显向上，期待后续消费动能持续提升。

商品零售同比改善，可选品类中家电音像增势强劲

价格因素方面，5 月整体/食品类 CPI 同比分别-0.1%/-0.4%，环比-0.2%/-0.2%，受能源价格影响 CPI 整体环比由涨转降。分消费类型，2025 年 1-5 月商品零售、服务零售、餐饮收入同比分别+5.1%/+5.2%/+5.0%，其中 5 月商品零售 36748 亿元（+6.5%）。具体分品类看：必选消费方面，粮油食品、饮料、烟酒 5 月同比分别+14.6%/+0.1%/+11.2%，其中粮油食品和烟酒表现相对较好；可选消费方面，化妆品、金银珠宝、服装鞋帽、家电音像分别同比+4.4%/+21.8%/+4.0%/+53.0%，增速环比分别-2.8pct/-3.5pct/+1.8pct/+14.2pct，整体有所分化，其中家

电音像受益国家政策补贴增势继续向上。

1-5月线上渠道趋势向上，线下业态边际回暖延续

线上渠道方面，2025年1-5月全国网上零售额60402亿元（+8.5%），其中实物商品网上零售额49878亿元（+6.3%），占社零总额比重为24.5%（同比-0.2pct），其中吃、穿、用类商品网上零售额同比分别+14.5%/+1.2%/+6.1%，各品类维持增长。线下渠道方面，2025年1-5月超市、便利店、百货店、专业店和品牌专卖店零售额同比分别+5.7%/+8.5%/+1.3%/+6.3%/+1.8%，增速较1-4月分别+0.5pct/-0.6pct/-0.4pct/-0.1pct/+0.4pct，各业态维持回暖态势，其中超市、品牌专卖店销售表现边际向上。根据北京市商务局监测数据，端午期间北京全市百货、超市、专业专卖店、餐饮和电商等业态共实现销售额41.8亿元（同比+1.6%），线下整体表现有所改善。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

消费复苏主旋律下，关注契合“情绪消费”主题且品牌势能和竞争力边际提升的龙头公司，重点关注四条投资主线。（1）黄金珠宝：关注具备差异化产品力和消费者深度洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等，受益标的曼卡龙等。（2）线下零售：关注顺应趋势积极变革探索的零售企业（超市、百货、连锁），重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货、孩子王等。（3）化妆品：关注深耕高景气细分赛道且能力持续迭代的优质国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、巨子生物、润本股份、丸美生物等，受益标的若羽臣等。（4）医美：关注具备差异化管线的医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费复苏不及预期；企业经营成本费用提升。

【地产建筑】单月销售数据仍降，新房市场延续弱复苏趋势——行业点评报告-20250616

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

5月销售数据依旧承压，城市市场热度分化

国家统计局发布2025年1-5月商品房投资和销售数据。1-5月，全国商品房销售面积3.53亿平，同比-2.9%（1-4月-2.8%），其中商品住宅销售面积同比-2.6%；1-5月商品房销售额3.41万亿元，同比-3.8%（1-4月-3.2%），其中商品住宅销售额同比下降2.8%。2025年5月，全国商品房销售面积和金额分别同比-3.3%和-6.0%，单月销售均价同比-2.8%，环比+2.5%，市场成交呈现以价换量趋势，整体价格逐月有所回调。分区域看，1-5月东部、中部、西部、东北区域商品房销售面积同比增速分别为-4.5%、+0.3%、-2.8%、-6.0%，中部区域市场表现较好。根据我们跟踪重点城市成交数据，2025年前24周一线、二线和三四线城市新房成交面积增速分别为+14.3%、+0.5%、-1.5%，高能级城市成交热度更高。

宅地成交面积拖累开工数据，竣工面积同比仍下降

2025年1-5月，全国房屋新开工面积2.32亿平，同比-22.8%（1-4月-23.8%），其中住宅新开工同比-21.4%。我们跟踪的Wind322城2024年宅地成交面积同比-13%，2025年1-5月同比-8%，拿地减少或将持续影响全年新开工数据。1-5月，房屋竣工面积1.84亿平，同比-17.3%（1-4月-16.9%），其中住宅竣工面积同比-17.6%，降幅有所扩大，参考2022-2023年新开工面积超20%的降幅，预计2025年竣工面积将依旧承压下降。

房企开发投资意愿较弱，企业到位资金降幅扩大

2025年1-5月，房地产开发投资额3.62万亿元，同比-10.7%（1-4月-10.3%），其中住宅开发投资额同比-10.0%，降幅有所扩大，新开工数据下降及房企销售回款不足持续影响开工意愿。2025年1-5月，房地产开发企业到位资金4.02万亿元，同比-5.3%（1-4月-4.1%），其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款累计同比分别-1.7%、-7.2%、-5.0%、-8.5%（1-4月+0.8%、-6.8%、-3.0%、-8.5%），除个人按揭贷款同比持平外，其他渠道到

位资金同比降幅均扩大，房企自筹资金及销售回款压力仍较大。

投资建议

2025年5月销售市场延续企稳态势，环比4月数据有所改善。我们跟踪的重点城市6月前两周成交数据显示，一线、二线和三四线商品房成交面积分别-1.2%、-11.3%、-3.7%，在6月年中业绩冲刺期，在房企营销力度加强和供应放量的带动下，预计6月新房市场将延续弱复苏趋势。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、善于把握改善型客户需求的强信用房企：绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：华润置地、新城控股、龙湖集团；（3）“好房子，好服务”政策下服务品质突出的优质物管标的：华润万象生活、绿城服务、保利物业、招商积余、滨江服务、建发物业。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大。（2）政策放松不及预期。

【汽车】车企优化供应商支付账期，产业走向规范化——行业点评报告-20250616

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

本周观点：关注智驾商业落地及优质主机厂和零部件公司

（1）本周多家车企承诺优化供应商账期，利于行业逐步走向规范化。近年汽车行业竞争加剧，车企整体对供应商的付款周期在逐步拉长。而本土供应链的发展正是为国内汽车产业的崛起提供了良好的支撑，健康的供应链体系有利于行业的良性发展。本周多家车企承诺供应商付款账期不超过60天，有利于缓解供应商现金流压力，助力行业形成健康的发展趋势。（2）汽车产业竞争加剧，高价位产品带竞争格局和车企盈利能力相对较优。今年国内车企蓬勃发展，主力价格带产品布局日益完善，竞争激烈。而在豪华车市场，竞争格局相对较优，相关产品布局的车企有望形成较好的盈利能力，未来随着国内智能电动车的发展，豪华车市场也有望形成迅速国产产品渗透。（3）仍看好智驾强势主机厂及业绩优异、转型机器人零部件公司。整车方面：本周尊界S800订单持续表现优异、智能电动有望带来显著差异化竞争优势。强产品周期叠加强智驾能力有望给公司带来优异订单表现。零部件方面：受益于国产替代及出海，部分公司业绩表现优异并有望延续高增长，同时积极转型机器人领域玩家有望享有显著估值溢价，建议关注。

本周热点：工信部：支持车企“60天账期”承诺

公司新闻：周销再破万，鸿蒙智行拿下新势力品牌周销量第一；智界、享界、尚界将建独立销售渠道；全球首款L3级算力AI汽车“小鹏G7”46分钟小订突破10000台；吉利雷神AI电混2.0发布，银河A7和银河M9将于2025年下半年上市；比亚迪谋划欧洲兆瓦闪充网络；特斯拉Robotaxi开启公共道路测试。

行业新闻：工信部：支持车企“60天账期”承诺，促进产业健康发展；乘联分会崔东树：充分鼓励行业价格市场化竞争；近十地暂停汽车置换补贴申请，原因包括资金使用完毕、系统升级、新一轮补贴待开放等。

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。

【银行】化债对信贷影响或减弱，资金延续活化——行业点评报告-20250616

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 丁黄石（分析师）证书编号：S0790524040004

需求端及政策影响信贷读数，化债对信贷替代未来或减弱

5月人民币贷款新增6200亿元，同比少增3300亿元，余额同比增速7.1%，较4月下降0.1pct。Q1开门红过后，4、5月信贷数据延续放缓，需求端及政策面均影响读数。需求层面，信贷仍以短贷冲量为主，人民币中长贷增速6.8%仍处低位，实体需求回稳仍待观察：信贷增量主要由对公贷款贡献，其中企业短贷同比多增2300亿元，反映企业信贷需求由投资性向流动性的转变，同时票据融资同比少增2826亿，我们认为银行仍有信贷冲量行为，但出于对收益率的考量，或由票据向短贷转化；居民中长贷同比多增232亿元，反映按揭需求受房地产销售改善影响有所回暖，叠加提前还贷减少，按揭增长上量，但短贷规模仍延续4月下降趋势，促消费政策尚未明显推动居民消费贷需求，仍需观察后续政策效能。政策层面，隐债置换影响企业中长贷，5月同比少增1700亿元。按照央行前期公布Q1贷款增速（还原隐债置换后）超8%，我们认为化债拖累贷款增速约0.6pct，但随着置换债券在上半年集中发行，下半年化债对信贷影响或逐步减弱。此外，Q2开始各银行将按照年初制定的不良处置计划进行不良贷款的核销转让，故信贷读数亦受影响。

社融增长主要由政府债贡献，理性看待其对信贷的替代效应

5月份社融新增2.28万亿元，同比多增2271亿元；存量增速为8.7%，较4月增速持平，社融增速自2024年10月一揽子金融政策发布后稳中有升。社融贡献仍主要来自政府债券，信贷仍为主要拖累项，当前货币派生路径仍顺畅，但由宽货币至宽信用的传导尚待需求端企稳。第一、5月政府债同比多增2367亿元，同比增量为年内单月低点，年初以来政府债发行明显前置，伴随发债额度的消耗，政府债对信贷的替代效应年内或逐步减弱。第二、受需求及政策因素，社融口径人民币信贷同比少增2237亿元，信贷仍拖累社融增长。我们认为需理性看待政府债对信贷的替代效应，源于专项债和银行贷款都可作为部分项目（如基建）的资金来源，对实体经济支持力度相同，同时隐债置换亦缓释地方债务风险。第三、科创债发行落地，推动企业债同比多增1211亿元。此外，可谨慎乐观看待年内新发放贷款利率，5月新发放企业/个人住房贷款利率分别为3.20%、3.10%环比均持平，其中新发放按揭价格阶段性企稳。5月降息或带动后续新发放利率有所回落，但考虑到信贷投放主要集中于Q1以及重定价因素，故价格端对银行全年息收入影响或可控。

化债推动M1增速大幅回升，资金延续活化

5月M2同比增长7.9%较4月降0.1pct；M1同比增长2.3%，环比大幅提升0.8pct，M2-M1剪刀差收窄。M1增速大幅回升，主要源于再融资专项债加速发行，财政存款拨付后回流银行形成活期存款。而5月财政存款同比仍多增1167亿，未来这部分财政资金下拨后仍将促使资金活化，推动M1进一步增长。结构上看，5月人民币存款同比多增5500亿元，主要贡献来自企业存款同比多增3824亿元，除上述财政资金活化因素外，信贷派生亦有贡献。此外非银存款在高基数下同比多增300亿元，反映了资管产品规模的稳定以及同业自律影响趋弱。

投资建议：红利策略仍稳固，稳增长驱动估值修复

年初以来市场风险偏好虽有所提升，但海外关税扰动仍存，地缘政治仍有不确定性风险。当前我国政策以内为主同时保持定力，稳增长政策后手充足，伴随政策效能的积累及贸易谈判的推进，居民及企业端收入预期的波动有望修复，银行风险同步改善或推动估值持续提升。同时降息降准后无风险利率仍处于低位，以国有行为代表的红利类资产仍有性价比，继续看好稳定股息的红利策略持续性；此外稳增长政策发力亦带动银行估值修复，未来宽信用环境的实现将对银行基本面形成支撑。推荐中信银行，受益标的农业银行、招商银行、江苏银行、杭州银行、渝农商行。

风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

【计算机】巨头陆续入局，稳定币前景可期——行业点评报告-20250616

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遙（分析师）证书编号：S0790520090001

蚂蚁集团将在香港和新加坡申请稳定币牌照，争取稳定币市场先发优势

6月12日报道，蚂蚁集团的国际业务部门——总部位于新加坡的蚂蚁国际（AntInternational）正积极筹备在新加坡和香港申请稳定币牌照。此外，蚂蚁国际还计划在卢森堡寻求相关许可，显示出其全球化的牌照布局策略。一方面，蚂蚁国际申请稳定币牌照将完善其区块链布局，有利于支撑其跨境支付业务及全球资金管理业务；另一方面，蚂蚁国际是首家明确表示将率先提交港府稳定币发行执照申请、且具有大规模资金管理经验的全球性金融科技企业，这使其在全球稳定币竞争中占据了先发优势。

沃尔玛、亚马逊等跨国巨头探索稳定币发行，有望颠覆原有支付体系

据《华尔街日报》报道，沃尔玛、亚马逊等跨国巨头近期已开始探索在美国发行自有稳定币的可能性，在线旅游巨头 Expedia 和其他大型企业也在讨论发行稳定币的计划。这些零售商在传统支付系统中支付数十亿美元的手续费，包括客户使用银行卡购物时产生的交换费。支付结算往往需要数天时间，延迟了商户收到销售收入的时间。稳定币可以在几秒钟内完成结算，稳定币支付可能会颠覆传统的支付生态系统，并有可能为这些零售巨头节省数十亿美元的交易费用。

Circle 股价持续大涨，彰显资本市场对稳定币的看好

稳定币巨头 Circle 于6月5日在美国纽交所（NYSE）成功上市，这是稳定币领域的首个 IPO，上市以来股价继续上涨，截至6月13日市值达295亿美金。Circle 成立于2013年10月，由 Jeremy Allaire 和 Sean Neville 创立，2018年 Circle 与 Coinbase 共同创立 Centre 联盟推出 USDC，由美元 1:1 担保，对标泰达公司（Tether）的 USDT。2023年，Centre 联盟解散，Circle 成为 USDC 唯一发行和管理方。截至2025年4月，USDC 已成为全球第二大美元挂钩稳定币，市值约609亿美元，与 Tether（USDT）的差距逐渐缩小。Circle 持续大涨，充分彰显资本市场对稳定币的看好。

投资建议：

巨头陆续入局，稳定币发展前景可期，我们持续看好稳定币市场投资机会。推荐朗新集团、博彦科技，受益标的包括金桥信息、京北方、新国都、新大陆、拉卡拉、雄帝科技、四方精创、高伟达、优博讯、天阳科技、信安世纪、众安在线、连连数字、联易融科技、中国光大控股、协鑫能科、金证股份等。

风险提示：基础制度不完善；政策落地进度低于预期。

【传媒】豆包引领大模型/Agent 再升级，积极关注电影暑期档——行业周报-20250615

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001

豆包大模型家族及 Agent 全线升级，或加速内容创作等领域 AI 应用商业化

6月11-12日，火山引擎在 FORCE 原动力大会上正式发布豆包大模型 1.6、豆包视频生成模型 Seedance1.0pro、豆包语音播客模型，豆包大模型家族已打造为全模态、全尺寸、高性价比的头部模型，且截至2025年5月底，豆包大模型日均 tokens 使用量超过16.4万亿，较2024年5月刚发布时增长137倍。其中，豆包大模型 1.6 系列是国内首个支持 256K 上下文的思考模型，升级了深度思考、多模态理解、图形界面操作等能力，且拥有更高性价比，输入/输出价格分别为 0.8/8 元每百万 tokens，综合成本较豆包 1.5 深度思考模型降低 63%，而 Seedance1.0pro 具备“无缝多镜头叙事、多动作及随心运镜、稳定运动与真实美感”三大特征，定价每千 tokens 0.015 元，即每生成一条 5 秒、1080P 视频仅需 3.67 元，业内最低。火山引擎还升级发布了 PromptPilot、MCPServers、TRAE、扣子开发平台等产品及多款开源项目，构建起覆盖大模型开发全链路的工具矩阵，为开发者提供从 Prompt 优化到 Agent 落地的一站式解决方案。我们认为，豆包大模型家族及 Agent 的全线升级，具备多模态、推理强能力及高性价比，

或在游戏、影视等内容创作及电商、教育等领域得到更广泛运用，推动垂直领域 Agent 等产品加速渗透及 AI 应用商业化加速，并拉动推理算力需求，建议继续布局 AI。(1) 大模型/Agent: 重点推荐腾讯控股、快手-W，受益标的包括阿里巴巴-W、昆仑万维、商汤-W、三六零；(2) AI 虚拟陪伴: 重点推荐盛天网络、网易云音乐、奥飞娱乐，受益标的包括汤姆猫、实丰文化；(3) AI 动漫/影视/短剧: 重点推荐上海电影，受益标的包括中文在线、华策影视、掌阅科技；(4) AI 电商/广告: 重点推荐值得买、引力传媒，受益标的包括美图公司、蓝色光标、易点天下；(5) AI 教育/出版: 受益标的包括果麦文化、世纪天鸿、盛通股份、南方传媒；(6) 算力+云: 重点推荐顺网科技，受益标的包括浙文互联、浙数文化。

新游继续亮眼表现，暑期档优质电影储备丰富，继续聚焦 IP 内容/潮玩上新

(1) 游戏: 新游方面，七麦数据显示，友谊时光《暴吵萌厨》近一周维持 iPhone 游戏免费榜前 2，心动公司《伊瑟》进入全球 31 个国家及地区 iPhone 游戏畅销榜前 50；巨人网络《超自然行动组》iPhone 游戏畅销榜排名提升至前 40，近一周提升较快。(2) 电影: 上海国际电影节于 6 月 13 日开幕，拉开暑期档帷幕，包括《酱园弄·悬案》《长安的荔枝》《731》(猫眼想看人数分别 55/28/61 万+)及国漫动画电影《罗小黑战记 2》《浪浪山小妖怪》等备受期待的新片定档暑期，考虑到 2024 年暑期档票房低基数 (116.43 亿, yoy-44%)，2025 年暑期档票房弹性值得期待；(3) 潮玩: Bilibili 漫展、IP 授权展及 ChinaJoy 或于 7 月陆续开展，潮玩上新速度或加快。我们建议密切关注 IP 内容及潮玩上新，游戏板块继续重点推荐心动公司、完美世界、恺英网络、吉比特、网易-S、神州泰岳，受益标的为友谊时光、巨人网络；电影板块重点推荐上海电影，受益标的为欢喜传媒、中文在线、猫眼娱乐、万达电影；IP 潮玩继续推荐布鲁可、奥飞娱乐，受益标的为泡泡玛特、创源股份、奥雅股份、量子之歌、京基智农。

风险提示: AI 应用商业化进展、游戏流水、电影票房、IP 潮玩销量低于预期。

【社服】聚焦 Canva 看全球创意工具市场，中医美容成新潮流风尚——行业周报-20250615

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

潮玩: 5 月线上销售延续增势，毛绒/盲盒品类表现仍强劲

2025 年 5 月潮玩线上销售额稳增，毛绒毛绒、盲盒类产品增速表现较优。根据久谦，2025 年 5 月潮玩动漫品类线上 (天猫+京东+抖音，下同) 销售额达 12.19 亿元，同比增长 16%。细分品类看，5 月积木/毛绒/盲盒/游戏周边/桌游卡牌/动漫周边/手办线上销售额分别同比+9%/+40%/+52%/-29%/+51%/+69%/+42%，毛绒、盲盒类产品增速表现较优。分品牌看，2025 年 5 月潮玩品牌泡泡玛特/卡游/布鲁可线上销售额同比+180%/-16%/-7%；对比看，5 月海外玩具巨头迪士尼/乐高/万代线上销售额分别同比-23%/+26%/+3%，各细分赛道潮玩品牌表现有所分化。

创作者经济: 聚焦 Canva 看全球创意工具市场，赤子城推创意 AI 工具 Aippy

全球规模: AI 驱动下全球创意云 (图像、视频类软件云服务) 市场呈现出强劲的增长态势。根据 Adobe 的预测，从 2024 年到 2027 年，市场规模预计将从 630 亿美元大幅跃升至 910 亿美元，CAGR 达 13%。以 TikTok、YouTube、Instagram 为首的平台活跃创作者数量持续增加，全球约有 9 亿传播者用户。Canva: Canva 可画是全球领先的视觉传播平台，旨在降低创作门槛服务大众。2024 年收入达 27 亿美金，月活用户增长至 2.2 亿，最新一轮估值升至 400 亿美金，对应 2024 年的 PS 估值为 14.8 倍。赤子城科技: 新品 AI 工具 Aippy 发布，“文生创意”孵化器，帮助不会代码但富有创意的群体生成可视化网页、游戏、应用等创意内容。

美丽: 中医美容成新潮流风尚，赛道景气度高

通过辨证施治，结合食疗、针灸、刮痧等手段，中医美容从根源改善痘痘、色斑、衰老等问题。据中医养生美容专委会公众号显示，2024 年中医美容市场规模将突破 500 亿元，年增速超 15%。从中医养生企业和中医馆数量看，2024 年中医养生企业注册量达 36.9 万家/yoy+53.1%，中医馆数量达 8.6 万家/yoy+16%，仍在快速增长。固生堂是国内领先的中医连锁医疗健康服务机构，提供“针灸”、“艾灸”、“刮痧”、“推拿”、“正骨”等中医疗疗服务。截至 2024 年末，公司线下共有 79 家门店，2024 年并购显著提速，共扩张 21 家门店。2024 年 4 月，固生堂

收购新加坡宝中堂，正式迈出国际化步伐。

本周 A 股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（6.9-6.13）社会服务指数-0.01%，跑赢沪深 300 指数 0.24pct，在 31 个一级行业中排名第 15，教育、体育类领涨；本周（6.9-6.13）港股消费者服务指数-1.78%，跑赢恒生指数 2.2pct，在 30 个一级行业中排名第 26，旅游、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：百胜中国、蜜雪集团、古茗；（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、青木科技；（4）新消费：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：凯文教育、有道；

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。

【地产建筑】华夏北京保障房 REIT 扩募发售完成，保障房 REITs 表现持续优异——行业周报-20250615

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

华夏北京保障房 REIT 扩募发售完成，保障房 REITs 表现持续优异

2025 年第 24 周，中证 REITs（收盘）指数为 886.31，同比上涨 11.69%，环比上涨 0.51%；中证 REITs 全收益指数 1114.86，同比上涨 18.95%，环比上涨 0.69%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 5.95 亿份，同比增长 21.18%；成交额达 27.4 亿元，同比增长 43.08%；区间换手率 3.04%，同比下降 18.72%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+2.45%、+0.70%、+0.02%、+0.88%、+0.50%、+0.54%、+0.52%；一月涨跌幅分别为+4.57%、+1.24%、+5.08%、+1.29%、+3.56%、+4.81%、+3.91%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

中金中国绿发商业 REIT 披露发售公告，华夏北京保障房 REIT 扩募发售完成

中金中国绿发商业 REIT 披露基金份额发售公告，按照认购价格 3.160 元/份和 5 亿份的发售份额数量计算，本次发售预计募集资金总额为 15.80 亿元。华夏基金发布《华夏北京保障房中心租赁住房封闭式基础设施证券投资基金向特定对象发售基金份额发行情况报告书》，标志着国内首单保障性租赁住房 REITs 扩募发售圆满完成。华夏北京保障房 REIT 本次采用定向扩募、竞价发售方式，共计向 24 个特定对象发售，最终发售价格为 4.220 元/份，扩募发售基金份额共计约 2.24 亿份，募集资金总额约为 9.46 亿元。

一周行情：保障房 REITs 单周上涨 2.45%，单月累计上涨 4.57%

2025 年第 24 周，中证 REITs（收盘）指数为 886.31，同比上涨 11.69%，环比上涨 0.51%，2024 年年初至今累计上涨 17.17%，同期沪深 300 指数累计上涨 12.62%，累计超额收益+4.55%。中证 REITs 全收益指数 1114.86，同比上涨 18.95%，环比上涨 0.69%，2024 年年初至今累计上涨 29.37%，同期沪深 300 指数累计上涨 12.62%，累计超额收益+16.75%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+2.45%、+0.70%、+0.02%、+0.88%、+0.50%、+0.54%、+0.52%；一月涨跌幅分别为+4.57%、+1.24%、+5.08%、+1.29%、+3.56%、+4.81%、+3.91%。

一级跟踪：16 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 24 周，共有 16 只 REITs 基金等待上市，本周华夏中核清洁能源封闭式基础设施证券投资基金首发

申请已受理，发行市场保持活跃。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【地产建筑：新城控股(601155.SH)】商管经营持续稳健，母公司重启美元债融资——公司信息更新报告-20250616

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

商管经营持续稳健，母公司重启美元债融资，维持“买入”评级

新城控股发布 2025 年 5 月经营简报，公司销售规模下降，销售排名有所下降，商管经营表现优秀，租金收入保持双位数增长。公司整体经营稳健，商业出租率维持高位，母公司新城发展重启美元债融资，我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 10.5、15.0、17.5 亿元，EPS 分别为 0.5、0.7、0.8 元，当前股价对应 PE 分别为 29.1、20.3、17.4 倍，公司出租物业增长势头较好，看好公司业务结构调整后盈利能力回升，维持“买入”评级。

销售规模收缩，销售排名有所下降

2025 年 5 月，公司实现合同销售金额 19.73 亿元，同比减少 51.90%；实现销售面积 25.26 万平方米，同比减少 56.12%。公司 1-5 月累计合同销售金额 88.36 亿元，同比下降 55.27%，累计合同销售面积 113.86 万平方米，同比下降 58.40%。公司整体销售规模收缩，销售金额在克而瑞榜单排名第 44；其中 5 月单月公司销售金额和面积分别为 19.7 亿元、25.3 万方，同比分别下降 52%和 56%。

商管经营稳健，运营收入同环比提升

截至 2025 年 5 月末，公司持有已开业+管理输出的吾悦广场共 174 座，较 2024 年同期增加 13 座，商管规模持续扩张。截至 2025 年 5 月末，公司出租物业总建面达 1604 万方，公司 1-5 月累计实现商业运营总收入 53.74 亿元，同比增长 12.0%，其中 5 月单月租金收入 11.0 亿元，同比增长 9.6%。公司 2025 年 5 月公司商业运营总收入为 11.78 亿元，环比提升 3.79%，同比提升 9.58%。

母公司重启美元债融资，近两年民营房企首例境外发债

2025 年 6 月 12 日，新城控股母公司新城发展宣布成功发行 3 亿美元优先票据，票面利率定为 11.88%，债券期限为 3 年期，资金将用于回购两笔即将到期的旧美元债：（1）2025 年 7 月到期的 3 亿美元票据（利率 4.45%），收购价 985 美元/千美元面值；（2）2025 年 10 月到期的 3 亿美元票据（利率 4.625%）。此次发行是近两年来首家民营房企重启境外美元债融资，簿记认购超 8.8 亿美元。

风险提示：政策调控风险、三四线城市项目去化风险、吾悦广场拓展不及预期。

【地产建筑：万科 A(000002.SZ)】销售均价有所提升，股东持续借款提供支持——公司信息更新报告-20250616

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

销售规模下降幅度较大，股东持续借款提供支持，下调至“中性”评级

2025 年 6 月 12 日，万科发布公告称，公司通过集中竞价交易方式已完成所有 A 股库存的出售，出售股份数量为 7295.6 万股，占公司总股本的比例为 0.61%，出售所得资金总额为 4.79 亿元，成交均价为 6.57 元/股。6 月 6 日，公司发布公告称，第一大股东深铁集拟向公司提不超过 30 亿元借款，借款利率为 2.34%，此次借款系公司年内

第五次获得深铁集团借款。公司 5 月及 1-5 月销售规模有所收缩，销售单价有所提升。公司积极借助大宗交易、REITs 发行、金融支持政策等化解经营压力。惟其艰难，方显勇毅，我们期待万科能够安全穿越周期，构筑房企发展新模式，我们下调 2025-2026 并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为-73.22、5.57、13.14 亿元(原值-19.92、17.51 亿元)，EPS 分别为-0.61、0.05、0.11 元，当前股价对应 2026-2027 年 PE 估值为 140.7、59.7 倍；考虑到公司业绩释放存在不确定性，下调至“中性”评级。

销售规模同比下降，销售均价有所提升

根据克而瑞数据，2025 年 5 月，公司实现销售金额 141.9 亿元，同比下降 39.18%，销售面积 97.0 万平方米，同比下降 48.16%。2025 年 1-5 月，公司实现销售金额 570.4 亿元，同比下降 44.19%，实现销售面积 424.5 万平方米，同比下降 42.83%。2025 年 5 月，公司签约销售均价 14629 元/平方米，同比增长 17.32%，2025 年 1-5 月，公司签约销售均价 13437 元/平方米，同比下降 2.39%。

再次获取资金注入，股东持续借款提供流动性

2025 年 6 月 6 日，万科发布公告称，第一大股东深铁集团拟向公司提供借款，借款金额不超过 30 亿元，借款利率为 2.34%，期限为三年，借款将用于偿还万科在公开市场发行的债券本金与利息及经深铁集团同意的指定借款利息。今年年初至今，深铁集团已向万科提供五笔注资，今年 2 月、4 月和 5 月，深铁集团已分别向万科提供 28 亿元、42 亿元、33 亿元及 15.52 亿元的股东借款，五次借款利率均为 2.34%，用途均为偿还万科在公开市场发行的债券本金与利息。截至当前，深铁集团已累计向万科提供 148.52 亿元的借款。

风险提示：行业恢复不及预期、政策放松不及预期、公司销售恢复不及预期。

【地产建筑：华润置地(01109.HK)】销售维持行业前三，不动产租金收入稳健增长——港股公司信息更新报告-20250616

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

销售维持行业前三，不动产租金收入稳健增长，维持“买入”评级

华润置地发布 2025 年 5 月经营数据，公司销售维持行业前三，拿地强度较高，经常性收入稳健增长。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 289.9、317.0、349.1 亿元，对应 EPS 为 4.07、4.45、4.90 元，当前股价对应 PE 为 6.1、5.6、5.1 倍，公司销售拿地稳健，市占率持续提升，充裕土储保障未来结转业绩，经常性业务盈利水平高企，维持“买入”评级。

单月销售数据仍降，销售均价明显提升

2025 年 5 月，公司实现总合同销售金额 183.5 亿元，同比-11.4%，环比+6.1%；总合同销售建筑面积 64.9 万方，同比-26.6%。1-5 月，公司累计实现合同销售金额 868.5 亿元，同比-6.3%；总合同销售建筑面积 322.2 万方，同比-19.0%；实现销售均价 26955 元/平，同比+15.8%，项目均价明显提升，全口径销售金额排名行业第三。6 月，华润上海翡翠悦府、杭州望云润玺院持续热销，上海外滩瑞府、北京华润臻澐入市，预计销售表现或将超预期。

拿地金额排名第四，土地质量提升显著

根据克而瑞数据，公司 1-5 月拿地金额 331.6 亿元，同比+53%，排名行业第四；新增土地货值 650.3 亿元，新增土地建面 105.7 亿元，拿地均价 31381 元/平，拿地均价超过销售均价，主要由于拿地主要位于北京、上海、杭州、宁波等高能级城市，土地质量提升显著；拿地强度 38.2%，保持较高水平。

经常性收入稳健增长，退出低效资产聚焦核心资产

2025 年 5 月，公司经常性收入 40.9 亿元，同比+6.2%；其中经营性不动产业务租金收入 26.9 亿元，同比+13.0%。

1-5 月公司累计经常性收入 204.4 亿元，同比+9.6%；累计经营性不动产业务租金收入 132.8 亿元，同比+12.9%。公司旗下位于上海市嘉定区的南翔五彩城项目拟整体出售，预期出售价格约为 3 亿至 4 亿元。在商办市场激烈的竞争环境下，公司采取退出低效资产的策略，将资金聚焦于核心优质资产。

风险提示：政策支持不及预期、行业销售恢复不及预期、公司融资不及预期。

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