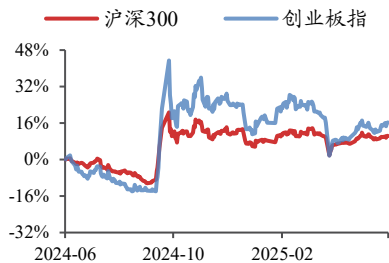


2025 年 06 月 13 日

开源晨会 0613

——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(%)
有色金属	1.402
传媒	1.329
美容护理	1.308
医药生物	1.266
通信	0.979

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
家用电器	-1.768
煤炭	-1.138
食品饮料	-1.129
农林牧渔	-1.113
房地产	-0.552

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】美国通胀的反弹斜率及持久性尚待观察——美国 5 月 CPI 点评-20250612

行业公司

【农林牧渔】5 月大猪出栏释放, 2025H2 猪价不悲观——行业点评报告-20250612

【通信】字节 Force 原动力大会亮点: 豆包大模型 1.6 发布、多模态模型升级、Tokens 加速增长、多行业落地——行业点评报告-20250611

研报摘要

总量研究

【宏观经济】美国通胀的反弹斜率及持久性尚待观察——美国 5 月 CPI 点评-20250612

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘伟桢（分析师）证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 2025 年 5 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 2.4%，环比上升 0.1%，环比增速不及市场预期；核心 CPI 同比上升 2.8%，环比上升 0.1%，均不及市场预期。

通胀水平开始反弹，但核心通胀保持平稳，总体不及预期

1. 总体通胀开始反弹，但环比上升幅度不及预期。美国 5 月 CPI 同比上升 2.4%，环比上升 0.2%；核心 CPI 同比上涨 2.8%，环比上升 0.1%。总的看，美国通胀连续回落态势告一段落，在基数效应以及关税的影响下，后续通胀或将持续上行。不过 5 月核心通胀环比增速不及市场预期，或有助于缓解市场对美国通胀的担忧。往后看，我们需要观察美国通胀的向上斜率、弹性及持久性。

2. 能源通胀继续为负，核心商品对通胀贡献度持续提升。具体而言，5 月能源项同比下降 3.5%，降幅较 4 月份收窄 0.2 个百分点；5 月份食品项同比上升 2.9%，较 4 月份上升 0.1 个百分点。核心 CPI 方面，5 月核心 CPI 同比上升 2.8%，同比增速维持不变。核心商品同比增速较 4 月上升 0.15 个百分点至 0.28%；核心服务同比上升 3.56%，较 4 月份下降约 0.04 个百分点，基本持平。

3. 通胀或将连续反弹，但向上斜率不确定性较高。总的看，5 月 CPI 数据显示美国通胀迎来反弹，但核心通胀的相对平稳，或显示关税对美国通胀的冲击可能比预期要小。从美联储关注的超级核心服务通胀来看，5 月份同比、环比增速分别较 4 月份上升 0.12 个百分点、下降 0.15 个百分点。往后看，随着基数效应的基本消失、关税影响的显现，总体通胀水平或将持续上行，核心通胀亦是如此。此外，特朗普政府的关税政策在近期未有反复，美国的经济政策不确定性下降，或对企业的涨价策略产生影响，后续通胀上行斜率的不确定性较高。

关税对通胀冲击将逐渐显现，但高度及持续性尚待观察

第一，关税对通胀的影响或已经在 5 月 CPI 中体现，后续或将持续显现。从核心商品通胀的上行来看，关税或正在促使相关企业提价。此外，根据美联储的最新研究，发现 2025 年 2、3 月份美国对华加征的芬太尼关税，部分企业或已选择转嫁给消费者，并对美国 4 月份的通胀产生了影响。考虑到 4、5 月份美国的关税政策剧烈波动，关税对通胀的推动作用将持续显现。而根据纽约联储的 5 月企业调查，其发现仅有不到 30% 的企业选择不转嫁成本，且大部分企业的成本转嫁都将在 3 个月内完成。

第二，需要注意的是，虽然关税对通胀具有较为明显的正向冲击，其高度及持久性则尚待观察，“滞胀”出现的可能性或并不高。事实上，关税对市场影响最大的或是其高度及持续性，即是否会导致“滞胀”出现。我们认为“滞胀”的可能性目前或并不高，一则如前所述，美国的油价、粮食价格基本稳定；二则 5 月份的密歇根大学 5 年通胀预期、纽约联储 3 年通胀预期分别较 4 月份下降 0.2 个百分点、0.17 个百分点至 4.2%、3.0%。居民长期通胀预期稳定；三则美联储目前对降息仍持谨慎态度，因此在货币政策端或难对通胀形成长久支撑。

基准情形下，我们认为首次降息可能会在 4 季度，全年降息 1-2 次，且有可能不及预期。后续需关注 6 月 FOMC（6.17-18）、特朗普的减税法案（OBBA）进程以及关税政策的变动。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

行业公司

【农林牧渔】5 月大猪出栏释放，2025H2 猪价不悲观——行业点评报告-20250612

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

行业：5月大猪出栏释放，2025H2猪价不悲观

情绪催化大猪出栏致5月猪价承压，供给压力前置释放叠加缺口传导将至，2025H2猪价不悲观。据涌益咨询，2025年5月全国生猪销售均价14.61元/公斤，环比-1.31%，同比-7.49%。涌益监控样本2025年5月屠宰量460.23万头，环比+9.24%，同比+8.37%。涌益样本6月计划出栏较5月实际出栏+1.02%。5月下旬以来猪企加速出栏叠加情绪催化二育同步出栏，猪价承压同环比均下行，6月上半旬猪企仍加速出栏。展望后市，生猪供给压力提前释放且供给缺口传导将至，6月生猪实际供给或环比下行，近远月猪价均有支撑，2025H2猪价不悲观。

存出栏结构：大猪出货进行中，出栏占比同比提升，存栏占比环比下降。截至2025年6月5日，涌益样本生猪出栏结构中150kg以上占比4.94%，周环比+0.02pct，同比+0.10pct，大猪出栏占比略高于2024年同期，但低于2023年同期。从Mysteel样本生猪月度存栏结构看，2025年5月行业140kg以上大体重肥猪存栏占比月环比-0.03pct，同比持平。冻品库存水平偏低或对后市猪价形成支撑。截至2025年6月5日，涌益监控样本全国冻品库容率为16.25%，同比-0.23pct，冻品库存仍处偏低水平。

5月生猪养殖利润环比收窄，行业能繁存栏环比增加。受猪价下行影响，行业5月自繁自养头均盈利66.78元/头（月环比-3.83%），涌益样本2025年5月能繁存栏环比+0.92%。截至2025年6月5日，规模场15kg仔猪价格降至583元/头（周环比-24元/头），仔猪仍处补栏旺季，价格进一步下行空间有限。6月补栏能繁对应2026年4月淡季生猪出栏，预计行业能繁环比增量有限。

企业：5月上市猪企生猪出栏均价环比下跌，出栏均重环比分化

截至2025年6月10日，12家上市猪企发布5月生猪销售数据。上市猪企5月合计出栏生猪1590.15万头，同比+29.43%。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4月出栏量分别为777.40、315.54、133.39、63.86、50.09、72.76、53.70、22.97、48.28、8.11、20.77、23.28万头，分别同比+32.7%、+32.6%、-2.4%、+158%、-10%、+40%、+102.6%、-9.7%、+47.7%、-14.8%、-8.7%、+24.1%。

出栏均重方面，温氏股份、正邦科技、大北农5月商品猪出栏均重分别为114.9/134.9/127.4公斤/头，环比变动-2.1/+2.1/+3.1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5月商品猪销售均价分别为14.52、14.68、14.59、14.40、14.62、14.39、14.63、14.02、14.87、14.43元/公斤，分别环比变动-0.95%、-1.61%、-0.75%、-0.28%、-1.28%、-1.71%、-1.48%、-2.09%、-2.11%、-1.70%。

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。

【通信】字节 Force 原动力大会亮点：豆包大模型 1.6 发布、多模态模型升级、Tokens 加速增长、多行业落地——行业点评报告-20250611

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002

豆包 Tokens 使用量加速增长，AI 应用工具成为需求主力

2025年6月11日，字节跳动旗下火山引擎举办 Force 原动力大会，会上火山引擎更新发布多款模型及 Agent 开发和应用工具产品。截至2025年5月底，豆包大模型日均 tokens 使用量超过16.4万亿，环比4月底增长3.7万亿，较2024年5月刚发布时增长超137倍。从 Tokens 调用量结构来看，2025年5月调用占比相比2024年12月，AI 工具类调用占比从14.9%提升至30.3%，消耗量增长4.4倍，占比超过互动娱乐需求，其中 AI 搜索增长10倍，AI 编程增长8.4倍；互动娱乐类调用占比从23.5%提升至25.5%；信息处理类需求占比达到18.1%，新出现的

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

3 / 6

智能巡检、图片信息理解等场景迅速单日破百亿 Tokens；学习教育类占比从 1.0%提升至 5.3%，K12 在线教育增长 12 倍。

豆包大模型 1.6、视频生成模型、语音播客模型发布，大模型落地多个行业

大会上，豆包大模型升级为 1.6 版，推理、数学、指令遵循、Agent 等能力有较大提升，豆包·视频生成模型 Seedance1.0pro、豆包·语音播客模型也正式发布。doubao-seed-1.6All-in-One 综合模型是国内首个支持 256K 上下文的思考模型，支持深度思考、多模态理解、图形界面操作等多项能力，doubao-seed-1.6-thinking 是深度思考方面的强化版本，在代码、数学、逻辑推理等基础能力上进一步提升，doubao-seed-1.6-flash 是 1.6 系列极速版本，延迟极低，TOPT 仅需 10ms，模型价格采用统一定价模式，按照输入上下文长度区间定价，从综合成本来看，豆包大模型 1.6 的综合成本比豆包大模型 1.5·深度思考模型、DeepSeekR1 的综合成本下降 63%。Seedance1.0pro 支持文字与图片输入，可生成多镜头无缝切换的 1080p 高品质视频，主体运动稳定性与画面自然度较高。在国际知名评测榜单 ArtificialAnalysis 上，Seedance1.0pro 在文生视频、图生视频两个任务的表现均排名首位。此外，字节发布多款 Agent 开发和应用工具，助力企业加速 Agent 落地。行业落地方面，全球 Top10 手机厂商有 9 家和火山引擎深度合作，八成主流车企接入豆包大模型，已服务 70%的系统重要性银行、数十家券商和基金公司，五成 985 高校用豆包大模型做教学、科研创新。

全球 AI 共振，持续看好全球 AIDC 算力产业链

我们认为 AIDC 算力产业链是核心主攻方向，建议重视七大产业方向：（1）AIDC 机房建设（AIDC 机房、柴油发电机、风冷&液冷、变压器等）；（2）IT 设备（国产 AI 芯片、AI 服务器及电源）；（3）网络设备（交换机路由器及芯片、光模块&光器件&CPO、AEC&铜缆、光纤光缆等）；（4）算力租赁；（5）云计算平台；（6）AI 应用；（7）卫星互联网&6G。推荐标的：中际旭创、新易盛、新意网集团、英维克、广和通等。

风险提示：机柜上架不及预期、AI 发展不及预期、行业竞争加剧等。

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