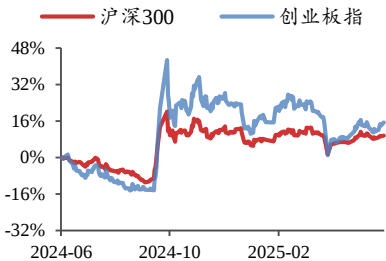


2025 年 06 月 10 日

开源晨会 0610

——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(%)
医药生物	2.303
农林牧渔	1.718
纺织服饰	1.614
国防军工	1.522
社会服务	1.507

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
食品饮料	-0.432
汽车	0.032
家用电器	0.043
建筑材料	0.056
房地产	0.058

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】出口加速下行概率增大——宏观经济点评-20250609

【宏观经济】经济动能边际放缓——宏观经济专题-20250609

【宏观经济】核心 CPI 连续两月超季节性——宏观经济点评-20250609

行业公司

【建材】城市更新释放消费潜力，关注建材投资机会——行业点评报告-20250609

【传媒】关注火山引擎原动力大会，聚焦 AI 应用及 IP 商业化——行业周报-20250608

【汽车】整车竞争加剧，智驾有望构筑差异化竞争力——行业周报-20250608

【社服】潮玩行业迎多起收并购，抖音大促国货高质量增长——行业周报-20250608

【地产建筑】新房成交面积同环比下降，城市更新示范城市扩容——行业周报-20250608

【商贸零售】高端中式黄金品牌“琳朝珠宝”获得天使轮投资——行业周报-20250608

【化工：卓越新能(688196.SH)】生物柴油龙头朝百万产能进发，减碳背景下成长可期——公司首次覆盖报告-20250609

研报摘要

总量研究

【宏观经济】出口加速下行概率增大——宏观经济点评-20250609

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

事件：以美元计，中国5月出口同比+4.8%，前值+8.1%；5月进口同比-3.4%，前值-0.2%。

全球贸易需求下行，间接抢出口支撑出口增速

1.间接抢出口支撑出口增速，未来透支效应或将主导。(1)5月韩国出口同比-1.3%，较前值(+3.7%)明显回落；越南出口同比+20.7%，接近前值(+21.0%)；我们认为，韩国出口走弱指向全球贸易需求明显收缩，在此背景下越南出口继续高增，表明背后的支撑因素——间接抢出口仍在继续。(2)受间接抢出口支撑，5月出口同比虽较前值明显回落，但仍具有一定韧性，但我们提示，外需处于周期性回落趋势中，抢出口只能短暂抬高前期出口增速，却会对后续出口增速形成透支效应。

2.地区结构看，对美直接抢出口告一段落，间接抢出口规模缩小。

对美出口降幅扩大，直接抢出口或告一段落：5月中旬，中美日内瓦会谈结束，美国对华关税加征幅度由145%下降至30%，关税税率下降叠加未来关税不确定性预期下，我国对美出口增速反而由4月的-21%下降至-35%，我们认为对美直接抢出口或已结束，主要依据有三：(1)我国对美直接抢出口自2024年11月开始持续至2025年4月，而真实高税率时期仅限于4月中旬至5月中旬，可以理解为超常规累库6个月，超常规去库仅1个月。(2)加征30%税率下直接抢出口性价比已经明显降低，且未来美国关税变化方向并不一定为升高。(3)从美国洛杉矶港集装箱吞吐量以及美国9大港口集装箱船入境停靠数量看，并未出现持续抢进口迹象。

间接抢出口规模或已缩小：我国对东盟出口同比增速由4月的20.8%下降至5月的14.8%，对拉美出口同比增速则由17.3%下降至2.3%，表明间接抢出口规模亦有所缩小。

3.产品结构看，支撑出口的主要动力来源于间接抢出口。农产品、生产设备、零部件、汽车出口同比仍有韧性。需要注意的是，生产设备与零部件分别为资本品与中间品，我们推测5月出口高增的主要动力为间接抢出口而非抢转口，而汽车出口增长或主要由欧盟贡献。

进口：同比有所回落

5月进口同比有所回落，较前值回落3.2个百分点至-3.4%，主因基数变动影响。后续来看，进口或受周期性与关税扰动因素影响而同比处于低位。

后续出口加速下行概率增大

1.逻辑上，全球贸易需求处于周期性回落趋势中，而短期的间接抢出口抬高了近期出口增速，从5月数据看，对美直接抢出口或已结束，通过东盟、拉美等地的对美间接抢出口规模亦已缩小，非洲等地区增量需求并不具备稳定性，因此我们预计全球贸易需求回落与前期抢出口的透支效应或将叠加，后续出口加速下行的概率增大。

2.数据上，我国至美国货运时间大约为1个月，因此我国出口高频数据领先于美国进口高频数据，从我国出口高频数据看，出口运输在5月后两周短暂转暖后，6月再次进入下行通道，若以6月前8日高频数据同比值拟合，则6月出口同比-8%。

风险提示：外需回落超预期，政策变化超预期。

【宏观经济】经济动能边际放缓——宏观经济专题-20250609

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

供需：边际趋冷

1.建筑开工：基建水泥用量显著回落。最近两周（5月25日至6月7日），石油沥青装置开工率、水泥发运率季节性位置处于历史中位，磨机运转率处于历史低位。基建水泥出库量显著回落至历史同期低位，房建项目水泥用量保持历史低位，资金方面，建筑工地资金到位率同比低于2024年同期。

2.工业生产端，开工整体保持季节性中高位，但部分转入低位。最近两周，工业开工整体景气度仍处于历史中高位，但部分转入低位。化工链开工率整体处于历史同期中高位，但聚酯切片开工已转入低位，汽车半钢胎开工率有所回落但保持历史中高位，焦化企业开工率表现略弱。

3.需求端，建筑需求偏弱，汽车、家电需求转弱。最近两周，建筑需求弱于历史同期，螺纹钢、线材、建材表观需求低于历史同期。汽车销售同比有所回落，中国轻纺城成交量处于同期历史低位，义乌小商品价格指数有所回升，多数家电线上、线下销售额低于2024年同期。

商品价格：国际定价产品偏强，国内定价产品偏弱

1.国际大宗商品：原油、铜铝震荡运行，黄金上行。最近两周，原油、铜、铝价格震荡运行；金价有所回升。

2.国内工业品：震荡偏弱运行。最近两周，国内定价工业品震荡偏弱运行，南华综合指数已接近2024年9月低位水平。黑色、煤炭以及多数化工品价格回落，建材中除沥青外价格均回落。

地产与流动性：二手房成交量转弱，资金利率震荡下行

1.新建房：总体成交维持历史低位，一线城市有韧性。最近两周（5月25日至6月7日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回落7%，从季节性上看弱于历史同期，较2023、2024年同期分别变动-41%、-13%。2024年9月地产政策放宽以来，部分需求得以一次性释放，新建房成交历史位置上升至历史高位，当前已回落至历史低位，建议关注后续增量政策可能性。一线城市成交面积仍有韧性，较2023、2024年分别变动-24%、-1%。

2.二手房：成交量转弱。价格方面，截至5月26日，二手房出售挂牌价指数环比持平；成交量方面，最近两周（5月25日至6月7日），北京、上海、深圳二手房成交面积转弱，较2024年同期分别同比-1%、-15%、+6%。

3.流动性：资金利率震荡下行。最近两周，截至6月6日，R007为1.55%，DR007为1.53%；央行实现货币净回笼3586亿元；质押式回购成交量共为66.1万亿元。

出口：6月第一周出口高频数据转弱，指向6月出口同比或回落至-8%左右

最近两周（5月26日至6月8日），从港口AIS与港口吞吐量数据指标看，6月出口同比或有所回落，6月第一周港口集装箱吞吐量同比+0.1%，较前值大幅回落，据截至6月8日数据，6月出口同比或将在-8%左右。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

【宏观经济】核心CPI连续两月超季节性——宏观经济点评-20250609

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

事件：5月CPI同比-0.1%，预期-0.2%，前值-0.1%；PPI同比-3.3%，预期-3.2%，前值-2.7%。

核心CPI环比连续两月超季节性

5月CPI同比持平于前值，为-0.1%，环比由正转负，较前值下降0.3个百分点至-0.2%。

1、农产品供给回升，食品CPI环比由正转负

5月CPI食品项环比由正转负，较前值下降0.4个百分点至-0.2%。蔬菜方面，供给回升，鲜菜CPI环比降幅扩大，往后看，随着降雨量增加，蔬菜价格或将有所回升。猪肉方面，生猪降重加速出栏，猪肉价格延续回落，往后看，预计供给收缩或将带动猪肉价格回升。

2、核心CPI环比延续超季节性

5月CPI非食品环比较前值下降0.3个百分点至-0.2%。5月核心CPI环比较前值下降0.2个百分点至0%，自2025年4月以来连续两个月处于季节性水平之上，但仅高于季节性0.03个百分点，从具体分项来看，已公布的实物项中仅家用器具、交通工具略超季节性，核心CPI超季节性的拉动因素或来自于服务及其他项目。

旅游、医疗服务带动服务CPI超季节性。5月服务CPI环比超季节性0.03个百分点，其中旅游、医疗服务价格环比明显超季节性。此外，其他用品及服务项超季节性0.48个百分点，或指向5月贵金属饰品的价格上升仍是核心CPI回升的重要原因，但较4月支撑作用明显降低，表明从边际上看，核心消费价格有所回暖。

PPI同比回落，能源、黑色价格延续回落

5月PPI同比较前值回落0.6个百分点至-3.3%，环比持平于前值，为-0.4%。

能源方面，供给边际宽松，原油价格承压，石油链产品价格环比仍为负；需求偏弱，PPI煤炭开采和洗选业环比仍为负。金属方面，需求不及预期，黑色价格环比较前值回落，美联储降息预期反复，有色价格震荡运行；基建开复工速度逐渐加快，非金属矿物制品业环比降幅收窄。

预计6月CPI、PPI同比均回升

CPI方面，结合农产品批发价格指数等高频数据，我们预计6月CPI环比在-0.1%左右，同比或在0%左右，再往后，服务与实物消费或将平缓修复，CPI同比或震荡上行，2025年全年平均同比或在0%-1%区间。PPI方面，结合CRB现货指数等高频数据，我们预计6月PPI同比、环比均有回升，再往后，海外需求整体偏弱，国际定价大宗商品价格难有大幅上涨，或将震荡偏弱运行，2025年全年平均同比或在-1%--2%区间。

风险提示：政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

行业公司

【建材】城市更新释放消费潜力，关注建材投资机会——行业点评报告-20250609

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

城市更新释放消费潜力，关注建材投资机会

6月4日，财政部经济建设司、住房城乡建设部城市建设司发布《2025年度中央财政支持实施城市更新行动评选结果公示》，中央财政计划补助超200亿元支持上述城市补齐城市基础设施的短板弱项，探索建立可持续的城市更新机制。我国城镇现有房屋总量662亿平方米，市政管网达到360多万公里，市政道路23万条，桥梁9万座，更新改造的需求巨大，城市更新通过对低效土地与老旧建筑的盘活利用，可以直接带动钢铁、建材等上游产业，利好消费建材。消费建材板块推荐：三棵树（渠道下沉，零售扩张）、东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高）、坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，多元化扩张涂料、防水板块业务）等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到2025年底，水泥熟料产能控制在18亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰，水泥熟料单位产品综合能耗比2020年降低3.7%，预计会加快节能降碳与能用设备的迭代更新。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。“对等关税”有望利好在海外有生产基地的玻纤龙头择时提价，进而巩固玻纤盈利优势。LowDk电子布相关产业链关注度升温，产品主要应用于5G通信、人工智能（AI）、IC封装、智能手机、高速数据中心、航空航天等领域。玻纤板块推荐：中国巨石；受益标的：中材科技、长海股份、国际复材等。“一

致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，药用玻璃板块推荐：力诺药包、山东药玻。

本周（2025年6月2日至6月6日）建筑材料指数上涨0.63%，沪深300指数上涨0.88%，建筑材料指数跑输沪深300指数0.24pct。近三个月来，沪深300指数下跌1.71%，建筑材料指数下跌2.95%，建材板块跑输沪深300指数1.24pct。近一年来，沪深300指数上涨7.84%，建筑材料指数上涨2.62%，建材板块跑输沪深300指数5.22pct。

板块数据跟踪

水泥：截至6月6日，全国P.O42.5散装水泥平均价为302.38元/吨，环比下跌2.77%；水泥-煤炭价差为217.23元/吨，环比下跌3.82%；全国熟料库容比64.66%，环比下降2.94pct。

玻璃：截至6月6日，全国浮法玻璃现货均价为1264.00元/吨，环比下跌1.00元/吨，跌幅为0.08%；光伏玻璃均价为127.73元/重量箱，环比下跌7.11元/重量箱，跌幅为5.27%。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为7.40元/重量箱，环比上涨0.84%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为2.27元/重量箱，环比下跌14.85%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为3.10元/重量箱，环比下跌22.21%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为73.92元/重量箱，环比下跌8.54%。

玻璃纤维：无碱2400tex直接纱报3400-4100元/吨（个别厂报价较高），无碱2400texSMC纱报4400-5000元/吨，无碱2400tex喷射纱报5500-6600元/吨，无碱2400tex毡用合股纱报4400-5400元/吨，无碱2400tex板材纱报4600-5400元/吨，无碱2000tex热塑直接纱（普通级）报4100-4500元/吨。

消费建材：截至2025年6月6日，原油价格为68.34美元/桶，周环比上涨1.91%，较2025年年初下跌10.93%，同比下跌10.29%；沥青价格为4290元/吨，周环比持平，较2025年年初下跌2.28%，同比下跌5.09%；丙烯酸价格为6750元/吨，周环比持平，较2025年年初下跌13.46%，同比上涨0.75%；钛白粉价格为14740元/吨，周环比持平，较2025年年初上涨3.08%，同比下跌9.57%。

风险提示：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【传媒】关注火山引擎原动力大会，聚焦AI应用及IP商业化——行业周报-20250608

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

火山引擎原动力大会及苹果WWDC25将举行，快手可灵AI商业化加快

6月11-12日，字节跳动火山引擎2025年春季Force原动力大会将在北京举行，将带来豆包AI大模型家族全线升级，主论坛包括火山引擎新品发布及AI编程、Agent等主题分享，另有包括开发者论坛、AI+金融/汽车/生态/医药大健康等行业论坛在内的10+专题论坛分享，还有2800m²互动展区演绎AI多元互动。此前豆包系列已发布视觉理解模型、情感语音模型等多模态模型，并不断迭代，此次原动力大会或进一步丰富豆包AI生态、推动豆包AI模型及应用在垂直行业加速渗透。另外，苹果WWDC25开发者大会将于北京时间6月10日凌晨1点举行，其端侧AI布局的最新进展值得期待。此外，6月6日，智源发布全新一代“悟界”系列大模型，包含原生多模态世界模型Emu3等，其实现了真正的可扩展性，即在底层结构中融合进文本、图像、视频、声音、脑信号在内的各种模态，而非简单的模态拼接；同日快手旗下可灵AI上线一周年，其于2025年3月实现年化收入运行率（ARR）突破1亿美元，4、5月的月度付费金额均超过1亿元人民币，全球用户规模已突破2200万。我们认为，全球科技巨头在多模态模型、Agent及端侧AI方面的竞争不断延续，视频生成模型商业化明显加快，将继续推动多模态AI应用市场空间打开，拉动算力需求，建议继续布局AI。（1）大模型/Agent：重点推荐快手-W、腾讯控股，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。

多款新游延续良好表现，继续关注 IP 内容/潮玩上新给相关公司带来的弹性

七麦数据显示，由心动公司自研的策略回合制 RPG 手游《伊瑟》国际服于 6 月 5 日上线后，在新加坡、泰国排名进入前 20，国服或后续上线，进一步贡献流水增量；由友谊时光研发的欢乐厨房派对手游《暴吵萌厨》在线上超过 10 天后，6 月 8 日仍排名 iPhone 游戏免费榜第 2，且畅销榜排名于 6 月 5 日上升至 76，显示大 DAU 或带来突出的商业化潜力；由吉比特自研自发的异世界冒险手游《杖剑传说》近一周维持 iPhone 游戏畅销榜前 15，或延续良好流水表现；由巨人网络运营的多人组队策略冒险游戏《超自然行动组》近一周 iPhone 游戏免费榜排名由第 11 提升至第 7，下载及日活用户数或快速增长，流水有望逐步释放。临近暑期旺季，我们建议继续关注游戏、电影等 IP 内容及潮玩新品推出后给相关公司带来的业绩弹性，游戏板块继续重点推荐心动公司、恺英网络、吉比特、神州泰岳、网易-S、完美世界，受益标的包括友谊时光、巨人网络；电影板块重点推荐上海电影；IP 潮玩继续推荐布鲁可、奥飞娱乐，受益标的包括万达电影、创源股份、奥雅股份、京基智农、量子之歌。

风险提示：AI 应用收入、游戏流水、电影票房、IP 潮玩销量低于预期等。

【汽车】整车竞争加剧，智驾有望构筑差异化竞争力——行业周报-20250608

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) 车企开启新一轮价格调整，行业竞争加剧。近期比亚迪、吉利、奇瑞、长安启源等车企纷纷进行新一轮降价，整车竞争加剧。短期价格竞争或将带来消费者的观望以及供应链价格承压等问题。长期价格下探将刺激下游需求，带来行业销量提升，同时倒逼车企精益管理，寻求差异化的竞争力。(2) 差异化竞争力和规模效应有望助力车企长期发展。当前车企之间产品走向趋同。长远看，车企或将需要通过差异化的竞争力形成独特品牌形象，构建长期壁垒；或需要通过强产品和供应链布局形成规模效应构筑稳固产业地位。这其中智能化能力仍是车企之间形成显著差异的因素。(3) 智驾渗透、体验提升、Robotaxi 蓬勃发展是智驾值得关注三大方向。远期智驾渗透的趋势确定性较高。其次智驾算法迭代叠加芯片算力提升有望让智驾体验上限在 2025 年迈上新的台阶。Robotaxi 在载人以及物流/矿山/港口等诸多场景的商业化落地也有望带来新的机遇。(4) 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：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：5 月全国乘用车批发同环比分别增长 14%/6%

行业端：5 月全国乘用车批发 232.9 万辆，同比增长 14%，环比增长 6%，新能源批发渗透率 54.2%；商务部等五部门组织开展 2025 年新能源汽车下乡活动；商务部：目前中欧双方电动汽车案价格承诺磋商进入最后阶段，但仍需双方努力。

公司端：王传福：比亚迪 2025 年海外销量将非常好，相信未来会逐月提升；鸿蒙智行：问界 M8 确保 6 月交付 2-3 万台，工厂已启动双班满负荷运转，尊界 S800 上市 7 天大定破 3600 台；理想：MEGA 稳定交付量预计达 2500-3000 辆/月，实现 150%-200% 增长；小鹏 G7 将于 6 月 11 日开启预售，2025Q3 上市交付，小鹏软件+华为硬件打造的 AR-HUD 发布；长安汽车业务分立为一家独立央企。

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。

【社服】潮玩行业迎多起收并购，抖音大促国货高质量增长——行业周报-20250608

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

出行旅游：端午国内旅游量价稳增，祥源控股战略投资海昌海洋公园

端午假期：国内出游 1.19 亿人次，同比增长 5.7%；国内出游总花费 427.30 亿元，同比增长 5.9%；对应隐含人均出游消费同比增长 0.2%，实现稳健增长。祥源文旅：6 月 2 日海昌海洋发布公告，计划以增发新股方式引入祥源控股集团，目前已订立认购协议。交易完成后，祥源控股持有海昌海洋公园 38.6% 股权，成为新控股股东。

潮玩/茶饮：TOPTOY、量子之歌加码潮玩业务，咖啡与茶饮交叉“越界”上新

TOPTOY：收购潮玩品牌 HiTOY 股份 51%，该品牌旗下有糯米儿 Nommi、Honey 甜心和霉霉 MayMei 三大核心 IP，明星产品搪胶毛绒玩具全球销量已超 300 万个。TOPTOY 此举有望进一步整合产业链，丰富自身 IP 矩阵。量子之歌：FY2025Q3（截至 2025/3/31）量子之歌实现净利润 4115 万元，同比增长 181.24%，前三季度已实现净利润 2.49 亿元，同比增长 31.58%。战略发展潮玩业务，2.35 亿元收购 Letsvan 61% 的股权，Letsvan 目前运营 10 个自有 IP，包括“WAKUKU”、“又梨”等，分销渠道遍布中国和东南亚市场的线上和线下平台。茶饮：茶百道桃子系列上新首日即售出 30 万杯，2025 年以来茶百道已推出超 40 款产品，约合每周上新 2 款产品，创新效率稳居行业前列。瑞幸大力推新 9.9 元果蔬茶，古茗推新年度轻椰拿铁活动价 10.9 元，茶饮与咖啡的品类边界呈交叉趋势。

美丽：抖音大促美护国际品牌发力，国货品牌注重高质量增长

2025 年 5 月，抖音美妆类目 GMV 达 234.97 亿元，同比增长 18%。外资品牌依靠达播突破，GMV 排名上升，TOP10 中占据 7 席，2024 年同期为 3 席。而国货头部品牌则强化自播矩阵，韩束/珀莱雅自播占比 66.8%/53.8%。本土头部品牌已形成了“品牌自播主导、达人协同辅助、商品卡补充转化”的健康模型。5 月彩妆 TOP20 榜单中，外资品牌占 6 席，TOP10 仅有圣罗兰 1 个外资品牌入围。TOP20 中 7 个品牌为上月新晋，其中 5 个为外资品牌（如纪梵希、娜斯等），“抖品牌”环比数量锐减，新锐国货品牌表现相对稳定，毛戈平销售表现稳步上升。5 月销售额排名第 2。抖音彩妆类目呈现结构性此消彼长。

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（6.2-6.6）社会服务指数+2.09%，跑赢沪深 300 指数 1.21pct，在 31 个一级行业中排名第 9，体育、旅游类领涨；本周（6.2-6.6）港股消费者服务指数+1.64%，跑输恒生指数 0.51pct，在 30 个一级行业中排名第 19，教育类领涨。

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）旅游：西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S；（2）教育：凯文教育、有道；（3）美护：若羽臣、巨子生物、爱美客、青木科技、毛戈平、上美股份；（4）运动：力盛体育；（5）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（6）新兴消费：赤子城科技；（7）即时零售：美团-W、顺丰同城；（8）眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（9）餐饮：百胜中国、蜜雪集团。

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】新房成交面积同环比下降，城市更新示范城市扩容——行业周报-20250608

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，城市更新示范城市扩容

本周我们跟踪的 68 城新房成交环比下降，同比下降，20 城二手房成交面积环比下降，同比下降。土地成交面积环比增长，同比下降，溢价率环比下降。国内信用债发行规模环比增长。财政部公示 2025 年城市更新行动评审结果，北京、天津等 20 个城市入围，加上 2024 年中央财政通过竞争性评审选取的首批 15 个城市，城市更新队列扩围，共计 35 城被纳入城市更新行动中。2025 年前四月销售初步企稳，四月政治局会议提出“持续巩固房地产市场稳定态势”，对地产调节政策成效给予肯定，预计后续针对房地产的政策仍将保持积极温和，预计将有更多积极的财政及货币政策出台，助力行业稳健发展。在积极的财政政策、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。

城市更新示范城市扩容，深圳增加产业用地供应

中央层面：财政部：财政部公示 2025 年城市更新行动评审结果，北京、天津、等 20 个城市入围，加上 2024 年中央财政通过竞争性评审选取的首批 15 个城市，城市更新队列扩围，共计 35 城被纳入城市更新行动中。

地方层面：深圳：深圳市规划和自然资源局经市政府同意，印发实施《深圳市 2025 年度建设用地供应计划》，本年度产业用地供应大幅增加至 514 公顷（含深汕 404 公顷），较 2024 年度 313 公顷显著提升，以保障优质产业空间，满足新兴产业用地需求，助力深圳实现相关园区及集聚区体系目标。

市场端：土地成交面积环比增长，北京土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025 年第 23 周，全国 68 城商品住宅成交面积 182 万平米，同比下降 24%，环比下降 38%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 5391 万平米，累计同比下降 5%。2025 年第 23 周，全国 20 城二手房成交面积为 161 万平米，同比增速-24%，前值-3%；年初至今累计成交面积 4491 万平米，同比增速+12%，前值+13%。

投资端：2025 年第 23 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 3595 万平方米，成交土地规划建筑面积 2341 万平方米，同比下降 18%，成交溢价率为 3.6%。北京：北京成功出让 4 宗涉宅用地，其中海淀区 2 宗、石景山区 1 宗、昌平区 1 宗，总用地面积 163080.65m²，总规划建筑面积 355007.444m²，总起始价 129.63 亿元。最终海淀区 2 宗地块溢价成交，昌平区、石景山区地块底价成交，共收金 130.6 亿元。

融资端：国内信用债发行规模环比增长

2025 年第 23 周，信用债发行 81 亿元，同比减少 13%，环比增加 65%，平均加权利率 2.38%，环比增加 43BP。信用债累计发行规模 1604.3 亿元，同比减少 22%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【商贸零售】高端中式黄金品牌“琳朝珠宝”获得天使轮融资——行业周报-20250608

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

琳朝珠宝获日初资本天使轮融资，高端黄金迎品牌变局

琳朝珠宝本周完成天使轮融资，投资方为日初资本。琳朝珠宝成立于 2006 年，专注高端中式手工黄金饰品，集原创设计与全手工工厂为一体，将传统文化元素（如云纹、龙形图案）融入产品设计。历经 1916、1944、1977 年三代琳朝人对传统宫廷细金工艺的继承发扬，琳朝珠宝多年来逐渐形成强烈的品牌风格，成为业内高工、品质

及创新的代名词。此外，琳朝珠宝在全国仅一家实体店（兰州），拒绝批量，只为有缘之人带来品质和魅力。凭借纯手工工艺和高端品牌定位，琳朝珠宝有望重塑高端中式黄金行业格局。品牌定位层面，琳朝珠宝主要在线上销售，尤其在小红书等社媒平台口碑极为突出，终端销售排队火热，目前产品交付期至少 1 年以上，并对部分热卖款式采取配货制（类奢侈品），整体定位高端，部分消费者将其作为“传家宝”配置，琳朝珠宝专门推出了“传家系列”情感定制服务，支持镌刻家族箴言或指纹印记，将珠宝转化为家族记忆载体。我们认为，琳朝珠宝凭借其纯手工工艺和高端品牌定位，已呈现出奢侈品特征，在本次融资助力下有望进一步提升品牌影响力，推动高端黄金品牌格局重塑。

行业关键词：琳朝珠宝、周六福、欧莱雅、千橙 AI、孩子王等

【琳朝珠宝】琳朝珠宝获日初资本天使轮投资。

【周六福】周六福通过港交所聆讯。

【欧莱雅】欧莱雅拟斥资 10 亿欧元收购英国功效护肤品牌 Medik8。

【千橙 AI】汇通达网络“千橙 AI 超级店长”新版上线。

【孩子王】孩子王拟 16.5 亿元收购丝域实业 100% 股权。

板块行情回顾

本周（6 月 2 日-6 月 6 日），商贸零售指数报收 2152.44 点，上涨 1.29%，跑赢上证综指（本周上涨 1.13%）0.16 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 15 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，本周南京商旅（+17.6%）、翠微股份（+16.2%）、新迅达（+13.6%）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。_x000c_x000c_

【化工：卓越新能(688196.SH)】生物柴油龙头朝百万产能进发，减碳背景下成长可期——公司首次覆盖报告-20250609

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 宋梓荣（联系人）证书编号：S0790123070025

生物柴油龙头朝百万产能进发，减碳背景下成长可期

卓越新能是国内生物柴油行业龙头企业，并逐步形成以生物柴油为主销产品，工业甘油、生物酯增塑剂、水性醇酸树脂、脂肪醇等产业链深加工产品为辅的业务模式，实现对产业链产品的高效分级利用，将产品朝高附加值领域延伸，不断提高公司综合竞争力。未来公司生物柴油产能有望超百万吨，在全球碳减排背景下成长可期。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.86、5.30、8.44 亿元，EPS 分别为 3.21、4.41、7.03 元，2025 年 6

月 6 日股价对应 PE 分别为 14.21、10.35、6.49 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

生物柴油：中国以 UCO 为原料的生物柴油降碳属性凸显，未来需求空间广阔

产能布局方面，2024 年底公司生物柴油产能 50 万吨/年，未来将在新加坡、沙特、泰国等海外国家进行产能布局，推动公司生物柴油产能超百万吨，扩大公司竞争力。销售渠道布局方面，公司通过荷兰子公司完成对欧洲市场的销售渠道布局，以现货方式与下游客户进行交易，提高公司产品议价能力。尽管欧盟向中国生物柴油产品征收较高的反倾销税，但由于欧盟境内菜籽油原料不足、中国 UCO 制备生物柴油减碳属性凸显，且中国为全球具备大量生物柴油出口能力的国家，未来中国生物柴油仍有向欧盟出口的可能。此外在全球碳减排背景下，尤其是未来随着各国陆续推行船舶降碳、SAF 掺混政策，生物柴油需求有望持续增长。待公司百万吨生物柴油产能落地后，叠加海外产能及销售渠道布局逐步完善，公司未来成长动力充足。

深加工产品：脂肪醇、甘油等产品景气向上，助力公司业绩增长

甘油、脂肪醇产品价格走势均与棕榈油价格走势具有一定相关性，未来随着印尼推行 B40 生物柴油政策，印尼国内需求增加从而减少棕榈油出口，棕榈油价格有望高位维持，推动甘油、脂肪醇价格高位维持。公司的甘油是生物柴油生产过程中的副产品、脂肪醇采用价格较低的生物柴油作为原料，因此公司的甘油、脂肪醇产品具有较强成本优势，进而推动公司业绩增长。

风险提示：国际贸易摩擦增强、政策落地不及预期、原料价格大幅波动等。

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