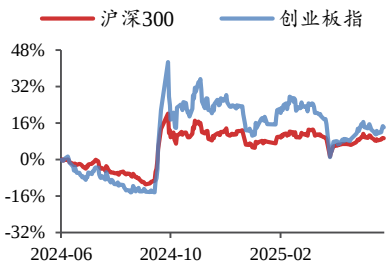


2025 年 06 月 09 日

开源晨会 0609

——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	1.157
通信	1.001
石油石化	0.883
建筑装饰	0.794
基础化工	0.743

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
美容护理	-1.705
纺织服饰	-1.178
食品饮料	-0.915
传媒	-0.850
非银金融	-0.843

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】美国就业市场仍有隐忧——美国 5 月非农就业数据点评-20250607
- 【策略】一季报并非真正盈利底的原因及未来盈利底的探讨——投资策略周报-20250608
- 【固定收益】央行重启买债的可能性——固收专题-20250607
- 【固定收益】资产、债务增速双降，城投整合效果显著——固收专题-20250606

行业公司

- 【地产建筑】推动基础设施 REITs 提质扩容，高速公路 REITs 表现持续优异——行业周报-20250608
- 【电力设备与新能源】低空经济行业周报（6 月第 1 周）：中国航发 AES100 发动机获联合飞机订单，美团无人机香港航线开通——行业周报-20250608
- 【计算机】周观点：AI 创新持续涌现——行业周报-20250608
- 【农林牧渔】生猪降重或进一步抬升 2025H2 猪价，供给收缩及需求支撑驱动牛价稳步上移——行业周报-20250608
- 【食品饮料】新消费驱动板块上行，关注业绩可持续兑现品种——行业周报-20250608
- 【非银金融】5 月新开户数延续增长，非银持续受益于基准回补——行业周报-20250608
- 【医药】关注 Protac 自免赛道积极进展——行业周报-20250608
- 【通信】博通 TH6 交换芯片量产上市，持续看好 AI 算力产业链——行业周报-20250608
- 【化工】2025 年印度钾肥大合同价敲定 349 美元/吨，有望提振钾肥景气——行业周报-20250608
- 【煤炭开采】焦煤期货大涨和动力煤去库，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250608
- 【化工】制冷剂行情向上趋势延续，产业逻辑不断验证，积极把握投资机会——氟化工行业周报-20250607
- 【计算机】稳定币巨头 Circle 成功 IPO，持续关注数字货币——行业点评报告-20250607
- 【地产建筑】城市更新示范城市扩容，去库存进程有望提速——行业点评报告-20250606

研报摘要

总量研究

【宏观经济】美国就业市场仍有隐忧——美国 5 月非农就业数据点评-20250607

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 5 月非农就业数据。其中新增非农就业 13.9 万，超市场预期。失业率为 4.2%，符合市场预期。平均时薪同比增长 3.9%，超市场预期。

新增非农略超预期，失业率保持平稳，但前值大幅下修

1. 新增非农就业略超市场预期，但前值再次经历大幅下修

5 月美国新增非农就业 13.9 万人，较 4 月份初值（17.7 万）继续下降，但高于市场预期的 12.6 万。3 月、4 月新增非农就业累计下修 9.5 万，幅度较大。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 13.53 万人，较 2024 年底已经有较大幅度下行。结构上看，私人服务新增就业贡献了 5 月新增就业的全部，其中运输仓储业、休闲和酒店业就业上升较多，政府部门就业录得负值。虽然 5 月非农数据相对较好，但 3、4 月就业数据的再度大幅下修，可能意味着 5 月数据也将面临不小的下修，就业市场总体或并未超过预期。

2. 劳动参与率下行较多、失业率、永久性失业占比基本稳定

5 月美国劳动参与率录得约 62.4%，失业率为 4.2%，劳动参与率超预期下行。总的看，失业率虽然在劳动参与率下行时保持相对平稳，但总体仍处于缓慢上行的趋势中，值得我们持续关注。再来看失业率成因，相较于 4 月，5 月首次就业者、再就业者占比有所上升，离职者、完成临时工作占比有所下降。此外，因经济原因从事兼职工作的人员数量再度下滑。5 月永久性失业者占比基本平稳，可能显示企业倾向于稳住现有员工，以应对后续的不确定性。

3. 劳动力市场供需关系压力边际上行

从 JOLTS 数据来看，4 月份职位空缺数为 739.1 万人，较 3 月上升约 19.1 万人，职位空缺率为 4.4%，目前每个求职者对应约 1.02 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度边际上行。同时，职工主动离职率录得 2.0%、解雇裁员率录得 1.3%，主动离职率与解雇裁员率走势分化，我们认为，可能是在不确定性较高的 4 月，企业选择加大裁员力度，而员工则选择减少离职。

美国就业数据仍有隐忧，美联储或将保持观望

第一，前期 ISM 制造业、非制造业 PMI 数据走弱，引发市场担忧，5 月非农或有助于短期缓解对美国经济衰退的担忧。但美国就业数据仍有隐忧，经济中期下行的风险仍需要关注。5 月美国 ISM 制造业、服务业 PMI 分别录得 48.5%、49.9%，均落入 50% 荣枯线以下，而 5 月非农就业数据的发布，市场对美国经济衰退的担忧或将下降。但如前所述，美国就业数据或将面临不小的下修，整体仍有隐忧。因此当前的非农数据或对美国经济的韧性有所“夸大”。且由于前期美国国债收益率处于较高水平，会导致美国整体的金融环境有一定的收紧，从而压制美国居民的需求端，因此美国经济的中期下行风险仍不容忽视。

第二，对美联储而言，非农就业数据的平稳，或将促使其在 6 月 FOMC 上继续观望。对美联储而言，由于关税潜在的通胀作用，在劳动力市场没有出现较大下行压力的情况下，其大概率将会继续观望，6 月 FOMC 会议上美联储会保持现有的利率水平不变。基准情形下，美联储或将于 4 季度开启降息，全年降息 1-2 次，降息幅度则有可能超过 25bp。

往后看，由于美国经济数据波动相对不大，我们需要关注 5 月 CPI（6.11）数据、美国同各国贸易谈判进程以

及减税法案的推进。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

【策略】一季报并非真正盈利底的原因及未来盈利底的探讨——投资策略周报-20250608

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 简宇涵（分析师）证书编号：S0790525050005

一季报利润增速由负转正，更多归功于低基数，并非内生性盈利周期改善

回顾过往五轮盈利下行周期，本轮 A 股处在历史上最长的负增长区间，带来了很低的基数。2025Q1，周转率和杠杆率仍在向下，而利润率的改善带来了本次一季度的上行，但抽丝剥茧发现，本次利润率的改善并非“量”或“价”有很显著的改变，更大的原因来自于营业成本端、费用端的减少。

仔细分析一季报：①收入端，一季度 A 股整体需求尚未出现拐点，整体复苏动能疲弱。②盈利端，全 A 非金融 ROE 连续 15 个季度下行，凸显深层次结构性压力对盈利能力的持续性的影响，可归结于“资产负债表衰退”和杠杆率的持续衰退。③盈利能力归因：一季度利润增速同比转正，核心动能源于低基数效应、营业成本下降和费用小幅下降，导致销售净利率提升 0.06 个百分点至 4.57%。④企业信心尚未恢复，产能周期、库存周期触底许久并未上行。

一季度利润率转正，由部分行业自身的变化所导致，大部分行业整体仍偏弱

一季度增速转正呈现结构性分化，非银金融、有色金属、农林牧渔因自身行业变化正贡献较多，但剔除这三个行业后其余行业整体来看偏弱。非银金融以 51.4% 的贡献度居首；有色金属行业以 33.4% 的贡献度位列第二；农林牧渔贡献度 30.4%，排名第三。排除以上三个行业，整体盈利仍维持负增长，增速-0.61%；拖累项主要来自煤炭、房地产、石油石化等。

剔除基数效应后，2024Q1 正增、2025Q1 增速还能保持 20% 以上的二级行业主要有：光学光电子、饲料、渔业、养殖业、航海装备、摩托车、影视院线、轨交设备、贵金属、元件、工业金属、白电、工程机械、通信设备、家电零部件。

A 股的内生性盈利底的预判和分析

从企业的资产负债表修复对 A 股隐含 EPS 的领先指引，和中长期贷款对工业企业利润的领先指引来看，A 股内生性盈利底预计不早于今年三季度。进一步考虑关税冲击和国内政策对冲的节奏，三季度盈利触底反转的可能性提升。

大变局下，“变”关注地缘风险溢价下行，“不变”关注国内确定性和预期差

行业配置“4+1”建议：（1）“内循环”内需消费：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理和新零售；（2）科技成长自主可控+军工：AI+、机器人、半导体、信创、军工（导弹、无人机、卫星）；（3）成本改善驱动：养殖、航海装备、能源金属、饲料、贵金属；（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；（5）中长期底仓：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

风险提示：宏观政策超预期变动加快复苏进程；全球流动性及地缘政治恶化风险；前瞻指标的使用基于历史数据，不能代表未来。

【固定收益】央行重启买债的可能性——固收专题-20250607

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

金融三部门会议确定“货币政策拐点”

2025年5月7日金融三部门会议，本质上是落实4月25日政治局会议。

2025年4月25日，中共中央政治局召开会议提出，“适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济”等。

2025年5月7日，中国人民银行、金融监管总局、证监会介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”表示，“5月8日起下调政策利率0.1个百分点，5月15日起下调金融机构存款准备金率0.5个百分点”等。

我们认为，5月7日金融三部门会议之后，货币政策迎来拐点。

(1) 金融三部门会议之后，资金利率下行，隔夜利率中枢下行至1.4%-1.6%；

(2) 除了2024年央行买债和当前之外，历史上并未出现过央行连续每个交易日买入3年内债券的情况，即当前央行买债行为或与央行有关；

(3) 央行阶段性搁置利率风险问题，虽然5月9日货币政策执行报告专栏四提及利率风险，但并未出台预期引导等相关政策。

央行重启买债，或与“对等关税”有关

2025年1-3月，货币政策组合“资金利率收紧+暂停买债+推动收益率上行”。

但是，4月2日美国对等关税之后，政策需要再次宽信用来对冲关税的可能影响，考虑到政策性金融工具落地需要银行配合，央行需要解决流动性约束，即需要缓解银行负债压力、降低银行负债成本等。

因此，4月2日美国“对等关税”之后，货币政策组合转变为“资金利率回落至1.4%-1.6%+重启买债+搁置利率风险问题”。

从历史上看，当前主要与2020年3-4月类似。2020年初政策需要加大力度稳增长，央行转向明显宽松。与2020年初的区别在于，当时资金利率大幅下行，一定程度导致了债市显著波动，所以当前央行或为了防止债市再次显著波动，资金利率仍然偏贵，即资金利率高于OMO利率，兼顾了利率风险问题。

另一方面，我们认为，5月12日中美发布的《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，对央行的政策思路影响有限。

一方面，央行决策需要保持一定连续性，当前仍是“对等关税—政治局会议—央行落实”的政策思路，不能因为关税的不确定性而反复波动，除非经济明显变化、类似2020年5月，或者政策层出现新的变化，否则大概率延续。

另一方面，5月13日隔夜利率有所回升，或主要是受到月度季节性规律的影响，因为6月之后隔夜利率重新下行，当前1.45%水平基本与5月低点接近。

央行重启买债，主要是基础货币投放和宽信用

我们认为，当前央行选择重启买债方式，与政策目标切换和货币投放需要有关。

(1) 全球央行普遍通过二级市场买债作为基础货币投放渠道，我们同样面临准备金率下调空间有限，因此，央行选择重启买债来投放基本货币；

(2) 我们认为，当前央行或仍然认为债市存在利率风险，这一点从货币政策执行报告专栏四明确提及“利率风险”可以看出，但考虑到货币政策的主要目标已经转变为宽信用，政策稳增长的态度非常明确，对应整治利率风险的目标可以暂时搁置，央行重启买债保证宽信用和稳增长。

另一方面，当前央行买债或主要以“市价买入、挂单买入”为主，而不是直接“对手价直接买入”，对二级市场的干预本身偏小。

此外，我们认为，央行不一定会公告买债。2024 年央行买债之后均公告，但导致市场提前买入短债、之后再卖给央行，对市场情绪影响明显。因此，当前央行或不一定公告买债，或是大行持续买入，央行年底一次性公告买债，或是如果下半年债市收益率明显上行，央行公告买债安抚市场。

当前债市的四个关注点

我们认为，后续债市需要重点关注四个方面：（1）资金利率。6 月中下旬，资金利率是否再次季节性回升，即 DR001、DR007 的中枢水平；

（2）3 年以内债券收益率。大行买债是否类似 2024 年扭曲短债收益率；

（3）市场博弈。之前市场担忧 6 月资金面、银行存单负债压力、银行卖债，当前央行提前续作买断式逆回购等，市场认为央行鸽派，是否再次明显乐观；特别是，如果资金利率有季节性规律的上行，或表明央行态度并非明显鸽派。

（4）基本面。由于短期内资金利率难以上行，驱动债券收益率上行的逻辑主要是基本面回升、风险偏好回升，顺序可能是“股市—债券收益率—资金利率”，例如 2008 年 11 月股市开始涨，2009 年 1 月债券收益率开始上行，2009 年 6 月资金利率开始上行；2020 年 3 月股市开始涨，2020 年 4 月 30 日债券收益率开始上行，2020 年 5 月 19 日资金利率开始上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【固定收益】资产、债务增速双降，城投整合效果显著——固收专题-20250606

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘瑞（分析师）证书编号：S0790525010001

本报告梳理了截至 2025 年 5 月 30 日公开市场发债并可获取近三年财务信息的 2088 家城投平台（已剔除母子公司），对其 2024 年财务报表进行资产、负债、权益和财务指标分析，观测城投行业财务表现变化情况。

资产端：城投平台总资产规模稳步增长，头部城投平台资产增速较快

2024 年样本城投平台的整体资产规模为 142.40 万亿元，同比增速为 5.26%，较 2023 年下降 4.40 个百分点。其中资产规模 1000 亿以上、500-1000 亿、500 亿以下的城投平台资产相比于 2023 年的增长率分别为 8.79%、3.12% 和 -0.38%，头部城投平台资产增速较快，主要系退平台和市场化转型背景下，城投平台整合进程加快所致。城投总资产中公益性资产增速 4.97%，经营性资产增速 10.81%，两者增速差扩大至 5.84 个百分点，反映出城投平台从“规模扩张”向“质量提升”的转型加速。

公益性资产方面，2024 年存货规模增速由 2023 年的 8.69% 降至 3.35%，总规模继续提升但增速下滑主要原因，一是在债务监管约束下，相关投资有所放缓；二是受土地市场景气度影响，城投平台拿地和土地开发增速放缓。2024 年应收类款项增速由 2023 年的 10.99% 降至 8.35%，应收类款项增长主体占比下降 2.83 个百分点，反映出城投平台项目投资增速放缓的同时，公益性项目回款有所提升，应收政府类款项有所去化和清偿。2024 年，平台其他与经营相关现金流入与流出增速均明显下降，反映出市场化转型背景下城投平台和政府之间的依赖度下降的趋势。

经营性资产方面，2024 年城投平台经营性资产规模达到 18.32 万亿元，约占总资产规模的 13.00%，经营性资产规模同比增长 10.81%。分行政层级来看，截至 2024 年底，省级平台经营性资产增速由 10.45% 上涨至 12.09%，地市级和区县级平台经营性资产增速分别为 10.46%（2023 年底为 16.35%）和 10.54%（2023 年底为 14.81%），增速均明显放缓。省级平台经营性资产增速上涨主要系其在资源获取、资产整合和转型深度等方面具备优势所致。

负债和权益端：有息债务和净资产规模增速放缓，期限结构呈短期化特征

融资环境方面，2024 年城投平台货币资金规模增速为 -9.27%，货币资金增长主体占比下降 9.48 个百分点，筹资活动现金流入流出增长主体占比均有所下降，反映出 2024 年至今城投再融资环境整体偏紧。2024 年有息债务请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

总规模提升，增速由 19.68% 降至 4.77%，有息债务增加的主体占比下降 22.89 个百分点。

债务结构方面，受融资政策影响，银行贷款占比显著提升，债券规模小幅下降，非标规模大幅压降。短债占比增加的主体比例同比提升 8.81 个百分点，平台债务呈现短期化特征。

2024 年城投平台所有者权益规模继续增长，增速由 8.61% 降至 4.02%，净资产增加的主体占比下降 8.86 个百分点。分行政层级来看，资产权益规模更高、融资能力更强的省级平台获得资源支持力度更强，因此省级平台所有者权益规模增速在 6% 以上。

财务指标表现：债务负担增幅收窄，融资成本下行，流动指标仍在合理区间

2024 年城投平台融资成本继续下降。债务负担方面：2024 年样本城投平台总体资产负债率为 61.90%，较 2022 年、2023 年分别提升 0.83 个百分点和 0.46 个百分点，增幅收窄。流动性方面：2024 年样本城投平台流动比率为 2.04 倍，货币短债比为 0.38 倍，短期偿债指标有所弱化。

各区域 2024 年变化情况：有息债务增速有所分化，非标规模整体压降

从有息债务规模来看，江苏、浙江、四川、山东和湖北等省份城投平台有息债务规模较大，均在 3 万亿元以上，平均增速为 6.22%。

直融和非标方面，2024 年城投存续债规模平均增速为 3.71%，集中在江苏、浙江、山东、四川和广东等省份，上述省份城投债规模合计占比约 50%。2024 年非标融资增速则从 2.06% 降至 -44.71%，整体呈压降态势。

银行贷款方面，2024 年银行借款规模平均增速为 8.42%，海南、广西、吉林、云南、重庆、甘肃、陕西、福建、青海、北京等省份银行贷款占比均在 70% 以上。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【地产建筑】推动基础设施 REITs 提质扩容，高速公路 REITs 表现持续优异——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

推动基础设施 REITs 提质扩容，高速公路 REITs 表现持续优异

2025 年第 23 周，中证 REITs（收盘）指数为 881.85，同比上涨 10.7%，环比上涨 1.55%；中证 REITs 全收益指数 1107.26，同比上涨 18.05%，环比上涨 1.58%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 4.65 亿份，同比增长 18.93%；成交额达 20.93 亿元，同比增长 29.28%；区间换手率 2.4%，同比下降 23.08%。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 +0.12%、+0.84%、+2.72%、+0.88%、+0.85%、+2.24%、+1.41%；一月涨跌幅分别为 +4.05%、+0.17%、+5.37%、+1.92%、+5.21%、+3.96%、+7.67%。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。

信义能源拟以太阳能发电场发行公募 REITs，推动基础设施 REITs 提质扩容

信义能源控股有限公司宣布选定太阳能发电场项目，拟通过太阳能发电场基础设施房地产投资信托基金于中国上市。上海市发展和改革委员会提出支持各区、各有关企业积极梳理暂不符合 REITs 发行规模条件或储备资产较少、不适合首次发行 REITs 的优质项目，并加强与已上市 REITs 平台的合作交流，研究通过资产重组等方式将项目作为扩募资产注入已上市 REITs 平台。支持已发行基础设施 REITs 的发起人将募集资金用于存量资产收购，后续滚动开展扩募。

一周行情：高速公路 REITs 单周上涨 2.72%，单月累计上涨 5.37%

2025 年第 23 周，中证 REITs（收盘）指数为 881.85，同比上涨 10.7%，环比上涨 1.55%，2024 年年初至今累计上涨 16.58%，同期沪深 300 指数累计上涨 12.91%，累计超额收益+3.67%；中证 REITs 全收益指数 1107.26，同比上涨 18.05%，环比上涨 1.58%，2024 年年初至今累计上涨 28.49%，同期沪深 300 指数累计上涨 12.91%，累计超额收益+15.58%。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+0.12%、+0.84%、+2.72%、+0.88%、+0.85%、+2.24%、+1.41%；一月涨跌幅分别为+4.05%、+0.17%、+5.37%、+1.92%、+5.21%、+3.96%、+7.67%。

一级跟踪：16 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 23 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申报，创金合信首农产业园封闭式基础设施证券投资基金首发申请已反馈，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。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（6 月第 1 周）：中国航发 AES100 发动机获联合飞机订单，美团无人机香港航线开通——行业周报-20250608

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

美团无人机香港航线开通，中国互联网协会拟成立低空经济工作委员会

联合合作方面，6 月 6 日，中国互联网协会发布通知拟成立低空经济工作委员会，并面向全社会公开招募低空经济领域的合作伙伴，合作重点为“低空+”场景应用。同日，二届中国电信低空经济合作发展大会在江苏南京召开，以技术创新与生态协同推动低空经济高质量发展。6 月 5 日，由沈阳航空产业集团有限公司、沈阳航空航天大学与辽宁省交通高等专科学校共同牵头的低空经济行业产教融合共同体成立。无人机配送方面，6 月 6 日，在香港低空经济监管沙盒框架下，美团无人机首条常态化航线正式投入运营，目前已有香港麦当劳、必胜客等商户接入服务，经测算，配送效率较骑行提升近 7 倍。6 月 4 日，广东首次实现跨水域无人机运输荔枝，单程距离 5 公里，单次运输超 50 斤，为国内首次通过无人机实现远距离跨水域荔枝配送。我们认为，低空经济已经迎来从宏观（国家层面产业规划）到中观（各地地方补贴）再到微观（基建主机招标、应用场景打造）的纵向落地，建议关注低空经济后续板块行情，推荐标的卧龙电驱、绿能慧充，受益标的：（1）低空制造：万丰奥威、宗申动力等；（2）低空基建：莱斯信息、深城交等；（3）低空运营：深圳机场、中信海直、祥源文旅、岭南控股、西域旅游等。

本周板块行情：整体表现平稳

5 月 26 日-5 月 30 日低空经济 A 股相关标的的平均涨跌幅为+2.1%，其中，涨幅前五标的分别为纵横股份（+25.6%）、智莱科技（+22.5%）、商络电子（+19.2%）、绿能慧充（+18.6%）、广联航空（+15.4%）；跌幅前五的标的分别为中科星图（-10.3%）、光洋股份（-9.9%）、星源卓镁（-6.7%）、宁德时代（-6.4%）、保隆科技（-5.6%）。美股方面，Joby 获丰田汽车 2.5 亿美元投资，上涨 17.9%。

多公司持续推进低空物流应用场景下的布局

6 月 6 日，图新科成立子公司空域智联，聚焦“低空+应急”，加快布局低空经济。6 月 5 日，三羊马与四川省天域航通科技有限公司正式签署战略合作协议，共同探索“低空+无人化”物流新范式。同日，深城交表示已研发测试应用城市级智能网联汽车政府监管平台、无人车管理调度平台、低空数字化管服系统和场站功能型无人车。6 月 4 日，顺丰与广东工业大学共建低空物流智能技术研究院。

中国航发 AES100 发动机获联合飞机订单

6 月 5 日，中国航发与联合飞机集团签订了 AES100 发动机销售合同和租赁合同，并计划于 2026 年完成交付。

AES100 发动机将作为 6 吨级倾转旋翼无人运输平台“翎影 R6000”的核心动力单元，赋能其大商载、远航程及复杂环境适应能力。AES100 发动机此前已于 2024 年 8 月获颁型号合格证。

风险提示：产业政策落地速度不及预期，低空应用场景在 C 端普及不及预期。

【计算机】周观点：AI 创新持续涌现——行业周报-20250608

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2025.6.3-2025.6.6），沪深 300 指数上涨 0.88%，计算机指数上涨 2.79%。

周观点：AI 创新持续涌现

（1）谷歌 Gemini 上线“计划操作”功能，实现智能日程管理

6 月 7 日，谷歌为旗下 AI 助手 Gemini 推出“计划操作”新功能，正式进军自动化任务管理领域。该功能允许用户通过文字或语音指令，设定 Gemini 在特定时间自动执行任务，例如每日推送日历摘要、定期生成创作灵感，甚至追踪体育赛事动态。用户还可设置重复性任务，并在管理界面集中查看和调整计划，目前“计划操作”仅面向付费用户开放。1 月，OpenAI 已为 ChatGPT 推出类似功能，AI 助手的自动任务管理能力成为各大模型厂商角逐的重要方向。

（2）火山引擎 2025 春季 FORCE 原动力大会即将召开，期待更多创新涌现

2025 年 6 月 11-12 日，火山引擎 2025 春季 FORCE 原动力大会将在北京召开，大会不仅会发布全线升级的豆包大模型家族，也将围绕 AICoding、AI Agent、MCP、AI 云原生、AI 基础设施、AI 硬件、行业落地等主题进行，期待原动力大会在模型创新及 AI 原生应用端带来更多惊喜。

（3）海外算力厂商业绩持续超预期，验证行业高景气

5 月 23 日，英伟达披露 2025 财年第一季度报告，实现总收入为 441.1 亿美元，同比增长 69%。非 GAAP 毛利率为 60.5%，若排除 H20 库存相关费用，毛利率可达 71.3%。数据中心收入达到 391 亿美元，同比增长 73%，各项数据全面超预期。Q2 指引为营收 450 亿（±2%，含 H20 损失 80 亿），毛利率 72%，全年目标 75%。6 月 5 日，博通公布了 2025 会计年度第二季财报，营收同比增长 20% 达到 150.04 亿美元；Non-GAAP 净利润为 77.87 亿美元，同比增长 44%。特别是第二财季 AI 芯片营收突破 44 亿美元，预计第三财季 AI 芯片营收将增长至 51 亿美元。英伟达和博通业绩持续超预期，验证 AI 算力高景气。

投资建议

海外算力厂商业绩持续超预期，验证行业高景气；同时国内外模型及应用创新不断涌现，我们持续看好 AI 板块投资机会。（1）AI 应用端推荐金山办公、鼎捷数智、迈富时、致远互联、金蝶国际、博彦科技、用友网络、同花顺、恒生电子、合合信息、拓尔思、科大讯飞、焦点科技、中科创达、税友股份、上海钢联等，受益标的包括汉邦高科、海天瑞声、石基信息、每日互动、高伟达、汉得信息、新致软件、泛微网络、汉王科技、汉仪股份、三六零、万兴科技、彩讯股份、福昕软件、金桥信息、兴图新科等。（2）AI 算力端推荐海光信息、中科曙光、淳中科技、浪潮信息、神州数码等，受益标的包括优刻得、青云科技、首都在线、寒武纪、紫光股份、景嘉微、安博通、云天励飞、远东股份、海兰信、普天科技等。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【农林牧渔】生猪降重或进一步抬升 2025H2 猪价，供给收缩及需求支撑驱动牛价稳步上移——行业周报-20250608

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

周观察：生猪降重或进一步抬升 2025H2 猪价，供给收缩驱动牛价稳步上移

生猪降重加速出栏致短期猪价下行，生猪阶段性供给缺口将至，猪价下行空间有限。据涌益咨询，截至 2025 年 6 月 6 日，全国生猪均价 14.07 元/公斤，周环比-0.37 元/公斤，同比-4.38 元/公斤。2025 年 5 月 20-30 日行业销至二育生猪占实际销量比重降至 1.64%（同比-4.77pct，环比-0.46pct），二育栏舍利用率降至 38%，低于 2024 年同期 55%。6 月以来猪企开启降重加速出栏，导致短期猪价下行创年后新低。降均重限二育政策利空短期猪价但利多 2025H2 猪价中枢抬升，且前期能繁超淘及春节后仔猪损失缺口传导将至，近月猪价同样有供给收缩支撑，预计后市猪价下行空间有限且伴随猪企出栏降重供给前置，6 月中旬左右猪价或逐步开启上行。

内外围共振支撑牛肉价格向上，供给恢复缓慢叠加猪肉牛肉价格带差距或驱动 2025-2026 年牛肉价格持续景气。全球牛肉价格 2025 年稳步上移，截至 2025 年 4 月全球牛肉价格达 294.07 美分/磅，同比+8.69%，环比+0.65%，创 2010 年以来历史新高。国内牛肉批发价自 2025 年 3 月触底后中枢上移，截至 2025 年 6 月 6 日达 63.84 元/公斤，较 2024 年同期+5.07%。由于价格带相差较大且牛肉消费占比持续提升，猪肉价格波动对牛肉价格影响有限，叠加肉牛产能恢复传导周期偏长影响，2025 年猪牛价格有望共振支撑向上，2026 年牛肉价格有望景气延续。

周观点：生猪板块低位配置价值显现，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

盈利修复向上叠加消费复苏提振，生猪板块低位配置价值显现。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料板块国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。推荐：海大集团、新希望等。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。推荐：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

本周市场表现（6.3-6.6）：农业跑输大盘 0.22 个百分点

本周上证指数上涨 1.13%，农业指数上涨 0.91%，跑输大盘 0.22 个百分点。子板块来看，宠物食品板块领涨。个股来看，邦基科技（+14.13%）、源飞宠物（+11.73%）、罗牛山（+7.79%）领涨。

本周价格跟踪（6.3-6.6）：本周黄羽鸡、豆粕等农产品价格环比上涨

6 月 6 日全国外三元生猪均价为 14.06 元/kg，较上周下跌 0.41 元/kg；仔猪均价为 34.51 元/kg，较上周下跌 0.73 元/kg；白条肉均价 18.53 元/kg，较上周下降 0.23 元/kg。6 月 6 日猪料比价为 4.17:1。自繁自养头均利润 33.83 元/头，环比-1.82 元/头；外购仔猪头均利润-120.8 元/头，环比-36.43 元/头。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【食品饮料】新消费驱动板块上行，关注业绩可持续兑现品种——行业周报-20250608

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（联系人）证书编号：S0790123070080

核心观点：新消费概念表现突出，新增量市场及悦己消费提供成长动能

6 月 2 日-6 月 6 日，食品饮料指数跌幅为 1.1%，一级子行业排名第 27，跑输沪深 300 约 1.9pct，子行业中零食（+4.6%）、保健品（+1.7%）、肉制品（+1.1%）表现相对领先。本周板块中具备新消费概念的公司涨幅较好，我们认为食品饮料板块中的新消费公司包含两类，一是具有新渠道、新品类或新市场扩张的逻辑，主要是零食以及部分小食品公司为主。首先渠道方面，量贩零食业态持续拓店，预计年底行业龙头万辰集团以及鸣鸣很忙，门店数量有望持续上行。折扣超市新店型，选品新增冻品、熟食、潮玩、日用品，延续聚焦年轻消费者目标人群，加盟商拓店意愿较强。其次出海新市场方面，卫龙美味、盐津铺子、甘源食品等布局东南亚泰国市场，推进本地渠道快速进场，海外布局已见成效。再次新品类方面，魔芋产品高景气，市场需求旺盛，产品形态丰富度高，调味多样，品类空间可期，行业格局较好，头部企业卫龙美味、盐津铺子等提前卡位供应链端，旗下魔芋爽、大魔王为品类龙头品牌，2025 年全年受益品类红利，有望实现高速增长。而山姆选品精益求精，有友食品已在山姆上架酸汤双脆产品，同时推进量贩合作。另一方面，具备“悦己消费”、提供“情绪价值”的产品也逐渐起量，年轻

消费者有追求“微醺”心理，低度酒精饮料可以满足消费者需求，正处于百花齐放状态。会稽山的气泡黄酒、百润股份的威士忌投放市场均有不错反馈。目前百润的百利得威士忌小酒版产品在便利店、连锁店等渠道已实现较好铺货，嵊州新品预计也将上市。在传统消费承压背景下，新消费为全年投资重点，持续推荐。零食赛道新渠道、新产品、新市场逻辑全面演绎，表现出较强的成长性。业绩端持续收益产品渠道红利，把握结构性重点投资机会。在板块已经启动情况下，更应关注逻辑的持续性，寻找符合产业趋势，业绩可持续兑现品种。重点关注：西麦食品、有友食品、盐津铺子等。

推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、西麦食品

(1) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(2) 贵州茅台：公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。(3) 西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【非银金融】5月新开户数延续增长，非银持续受益于基准回补——行业周报-20250608

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

周观点：5月新开户数延续增长，非银持续受益于基准回补

年季报后，过往1个月（5月6日-6月6日）保险/券商和沪深300指数分别上涨7.61%/3.38%/2.74%，非银板块整体跑赢，保险板块超额明显，预计主要受公募基金新规下基准回补预期以及关税冲突缓和提振资产端权益市场偏好影响。从中报基本面展望看，预计低基数、交易量持续改善下，券商中报有望延续1季报较好增长态势，保险板块2季度业绩基数抬升，业绩增速或有所回落。券商板块催化关注交易量改善，保险板块催化关注分红险转型、3季度预定利率调降等负债端降成本进展。继续看好受益于港股市场扩容的港交所和高股息率江苏金租。

券商：5月新开户数同比增长23%，汇金正式成为AMC系券商实控人

(1) 本周日均股基成交额1.42万亿，环比+8.4%；上交所披露5月A股新开户数155.56万户，同比+23%，较4月的31%同比增速略有下降，仍保持同比增长。1-5月A股累计新开户数1095.14万户(上交所)，同比+30%。(2) 6月5日证监会官网披露，核准中央汇金成为长城国瑞及旗下长城期货、东兴证券及旗下东兴基金、信达证券及旗下信达澳亚基金和信达期货的实际控制人。三大AMC划转至汇金旗下，使得汇金旗下参控股券商牌照增至7家（原先“三控一参”包括中金公司、中国银河、申万宏源、中信建投）。在行业并购整合加速背景下，汇金系牌照合并预期升温。(3) 券商板块估值和机构持仓位于低位，宏观层面稳股市举措延续，叠加业绩持续同比增长，继续看好券商板块机会。三条选股主线：业绩弹性突出的零售优势券商、金融科技标的，同时看好受益于港股市场IPO扩容和活跃度提升的香港交易所。

保险：中国平安拟发H股可转债，低估值保险标的持续受益于公募基准回补

(1) 中国平安6月4日公告，公司拟发行总额为117.65亿港元的零息H股可转换债券，2030年到期，初始转换价为每股H股55.02港元(较6月3日H股收盘价溢价约18.45%)。假设债券按初始转换价全部转股，则可转换数约2.138亿股份，约占公司现有H股数目的2.87%及现有总股本的1.17%。本次可转债募资净额用途：满足集团未来以金融为核心的业务发展需求，用于补充本集团的资本需求；支持本集团医疗、养老新战略发展的业务需求；同时用作一般公司用途。(2) 保险行业公募基金配置比例较沪深300指数明显欠配，且PB和ROE匹配较好，受益于公募基金基准回补。基本面展望看，下半年新单基数抬升，全年NBV增速较2024年有所回落，经营质态有望持续提升，个险报行合一和分红险占比提升利于降低负债端成本；国内稳增长稳股市举措延续，看好低估值寿险标的。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：江苏金租，香港交易所，中国财险；指南针，东方证券，东方财富，财通证券；中国人寿，中国太保。

受益标的组合：国信证券，九方智投控股，中国银河，招商证券，同花顺，新华保险。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

【医药】关注 Protac 自免赛道积极进展——行业周报-20250608

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002

关注 Protac 自免赛道积极进展

近期，Kymera 公司的 STAT6degrader 分子 KT-621 的 1 期健康人数据读出。所有 $\geq 50\text{mg}$ 的剂量组都实现了血液中和皮肤中的 STAT6 靶点的 completedegradation。STAT6 是 IL-4 和 IL-13 专属且不可替代的信号通路转录因子，阻断它有望治疗 Th2 型炎症疾病。此外，在 Th2 炎症相关 biomarker 如 TRAC、IgE 和 Eotaxin-3 上，KT-621 展现了与度普利尤单抗可比或更优的数据。安全性方面，KT-621 组未发生 SAE，仅 1 例患者发生 TRAE，为轻度无力。我们认为该早期有效性和安全性数据惊艳，后续患者人群中的数据有望进一步验证“口服版本度普利尤单抗”的目标产品画像。整体来看，过去一段时间大药企纷纷与 Protac 技术平台公司合作开发相关分子。未来 6-12 个月多个 POC 数据有望读出，涉及 STAT6、IRAK4 等靶点，值得密切关注，详见表格。

6 月第 1 周医药生物上涨 1.13%，原料药板块涨幅最大

从月度数据来看，2025 年初至今沪深整体呈现下行趋势。2025 年 6 月第 1 周通信、有色金属等行业涨幅靠前，食品饮料、家用电器等行业涨幅靠后。本周医药生物上涨 1.13%，跑赢沪深 300 指数 0.25pct，在 31 个子行业中排名第 17 位。2025 年 6 月第 1 周多数板块处于上涨态势，本周原料药板块涨幅最大，上涨 2.89%，血液制品板块上涨 2.89%，体外诊断板块上涨 2.00%，线下药店上涨 1.58%，疫苗板块上涨 1.55%，中药板块上涨 0.39%，医疗研发外包板块上涨 0.41%，医疗设备板块上涨 0.59%，医药流通上涨 0.93%；其他生物制品跌幅最大，下跌 0.03%。

推荐及受益标的

推荐标的：制药及生物制品：恒瑞医药、华东医药、三生制药、人福医药、恩华药业、信达生物、百利天恒、泽璟制药-U、诺诚健华、科伦博泰生物-B、三生国健、康诺亚、一品红、海思科、艾力斯、艾迪药业、和黄医药、京新药业、健康元；CXO：药明康德、药明合联、泰格医药、药明生物、博腾股份、泓博医药；科研服务：毕得医药、百普赛斯、皓元医药、昊帆生物、海尔生物、奥浦迈、阿拉丁；中药：东阿阿胶、江中药业、天士力、济川药业、羚锐制药、悦康药业、方盛制药、佐力药业；原料药：普洛药业、健友股份、华海药业、奥锐特、博瑞医药；医疗器械：迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、澳华内镜、英科医疗、万孚生物、可孚医疗、圣湘生物、康拓医疗；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、海吉亚医疗、锦欣生殖；零售药店：益丰药房。

风险提示：政策落地不及预期、行业整合不及预期、行业竞争格局恶化

【通信】博通 TH6 交换芯片量产上市，持续看好 AI 算力产业链——行业周报-20250608

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006

博通全球首款 102.4Tbps 交换芯片 TH6 量产上市

2025 年 6 月 3 日博通公司（AVGO）宣布发货 Tomahawk6 交换芯片，单芯片交换容量达 102.4Tbps，是当前以太网交换机带宽的 2 倍，为下一代纵向扩展和横向扩展 AI 网络提供支持，支持 100G/200GSerDes 和共封装光学器件（CPO），提供业界最全面的 AI 路由功能和互连选项，旨在满足具有超过 100 万个 XPU 的 AI 集群的需求。

TH6 具有多项关键技术特性，重视 AI 算力基建投资新浪潮

TH6 主要优点包括：在单个芯片中实现 102.4Tbps 的以太网交换；纵向扩展集群大小为 512XPU；两层横向扩展网络中 100000+个 XPU，每个链路 200Gbps；200G 或 100GPAM4SerDes，支持长距离无源铜缆；共封装光学元件选项；认知路由 2.0；为 AI 训练和推理提供无与伦比的功能和系统效率；适用于任何 NIC 或 XPU 以太网终端节点；支持任意拓扑，包括 scale-up、Clos、rail-only、rail-optimized 和 torus；符合 UltraEthernetConsortium 规范等。

我们认为，随着博通 TH6 交换芯片的出货，全球算力基础设施投资逻辑有望得到进一步强化。一方面，通信网络设备作为算力集群的基础底座，以 TH6 为代表的以太网建设有望迎来速率升级，csp 有望加速 1.6T 网络布局，重视包括光通信在内的算力网络的建设及技术发展；另一方面，随着关税贸易逐步趋于缓和，海外算力投资信心有望逐步回归，全球算力建设逻辑有望迎来共振强化，重视整体算力产业链发展及投资机会。

持续看好国产 AI 算力产业链、卫星互联网、6G 等七大产业方向

一、AIDC 机房建设（AIDC 机房、柴油发电机、风冷&液冷等）。推荐标的：新意网集团、英维克、宝信软件、润泽科技等；受益标的：科泰电源、金盘科技等。二、IT 侧（国产算力芯片、服务器及电源）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯；受益标的：寒武纪、海光信息、浪潮信息、华勤技术、欧陆通等。三、网络侧（交换机及芯片、光通信、AEC 铜连接、CDN 等）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯、盛科通信、中际旭创、新易盛等；受益标的：锐捷网络等、博创科技、瑞可达、华丰科技、网宿科技等。四、云计算（公有云、私有云、算力租赁）。受益标的：中国移动、中国电信、中国联通、云赛智联、润建股份、宏景科技、海南华铁、大名城等。五、AI 应用：受益标的：广和通、移远通信、美格智能等。六、卫星互联网：受益标的：海格通信、铖昌科技、臻镭科技、盛路通信等。七、6G：推荐标的：中兴通讯；受益标的：硕贝德、大富科技、盛路通信、武汉凡谷、通宇通讯、世嘉科技、金信诺、信维通信、飞荣达等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

【化工】2025 年印度钾肥大合同价敲定 349 美元/吨，有望提振钾肥景气——行业周报-20250608

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

本周行业观点：2025 年印度钾肥大合同价敲定 349 美元/吨，或提振钾肥景气

据百川盈孚数据，6 月 4 日，白俄罗斯与印度 IPL 以 349 美元/吨的价格达成交易，发货至 2025 年 12 月份，货量为 65 万吨（相较 2024 年印度大合同价 279 美元/吨 CFR 高出 70 美元/吨，相较 2024 年中国钾肥进口大合同价 273 美元/吨 CFR 高出 76 美元/吨）。价格端，截至 6 月 5 日，国产 60%钾自提参考 2800-2830 元/吨，市场到站参考 2950-3030 元/吨，57%粉自提参考 2400-2450 元/吨，市场到站参考 2800 元/吨左右。进口钾方面，62%白钾参考 3150-3220 元/吨左右，60%老挝粉参考 3020 元/吨左右，60%白俄颗粒钾参考 3180 元/吨左右；边贸口岸 62%白钾参考 2950 元/吨左右。供应端，本周国内氯化钾减量生产、库存低位，现货流通有限；国产 60%钾主工厂直供，市场现货偏紧，57%粉按需自提、陆续出货。进口钾方面，截至 5 月 30 日，港口库存合计 206.2 万吨（含其他港口及保税区），港存低位徘徊；班列货源少量抵达且陆续消耗当中；边贸新单签 323 美元/吨，预计下旬到货，目前现货流通一般。整体来看，氯化钾市场供应有限，现货流通偏紧，场内贸易商随行就市、出货缓慢。需求端，本周氯化钾需求偏弱观望，采购刚需谨慎补仓。当前国内钾肥库存低位、下游刚需采购，同时 2025 年印度钾肥大合同价敲定 349 美元/吨（较 2024 年高出 70 美元/吨 CFR），有望进一步提振钾肥景气。推荐标的：盐湖股份、亚钾国际；受益标的：藏格矿业、东方铁塔。

本周行业新闻

据中国化工报消息，6 月 6 日上午，中国平煤神马集团 10 万吨/年艾斯安装置投产暨 20 万吨/年艾斯安项目启动仪式在尼龙科技公司举行，标志着我国尼龙 66 关键原材料己二腈长期被国外化工巨头“卡脖子”的局面实现重

大突破，为后期重构我国尼龙产业“大棋局”先行一步。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【铬盐】振华股份；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云天化、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】博源化工、三友化工等；【其他】黑猫股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺、恒逸石化等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、湖北宜化等；【硅】新安股份；【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】卓越新能、万凯新材、华谊集团等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注 1。

【煤炭开采】焦煤期货大涨和动力煤去库，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250608

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：焦煤期货大涨和动力煤去库，否极泰来重视煤炭配置

（1）动力煤方面：从价格端来看，本周港口价格微跌，截至 6 月 6 日，秦港 Q5500 动力煤平仓价为 609 元/吨，环比下跌 2 元/吨，跌幅 0.33%。从供给端来看，国内生产方面，截至 6 月 1 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 81.3%，环比下跌 0.3 个百分点，其中山西省煤矿开工率 70.2%，环比上涨 0.1 个百分点，内蒙古煤矿开工率 88.2%，环比下跌 0.6 个百分点，陕西省煤矿开工率 90.1%，环比下跌 0.6 个百分点，6 月安全生产月叠加黄河流域生态治理影响，叠加当前部分矿井接近亏损，后续煤矿开工率或有小幅收缩；进口方面，截至 6 月 6 日，进口印尼 3800 大卡华南到岸价为 398 元/吨，较同品种内贸煤价格优势为 6 元/吨，进口澳洲 5500 大卡华南到岸价为 639 元/吨，较同品种内贸煤价格优势为 12 元/吨，近期国内煤价暂稳叠加海外煤价小幅调整，进口煤价格重回优势。从库存端来看，随着气温逐渐升高，迎峰度夏预期增强，叠加煤价阶段性趋稳以及政策端要求提高长协兑现率，港口调出量恢复至偏高水平，整体好于调入量，港口延续去库模式，截至 6 月 6 日，环渤海港库存 2931.9 万吨，环比下跌 125.3 万吨，跌幅 4.1%，但当前北港库存仍处于同期相对高位水平，需密切关注后续迎峰度夏日耗水平及补库需求。从需求端来看，电煤方面，截至 6 月 5 日，沿海八省电厂日耗合计 171.8 万吨，环比上涨 0.7 万吨，涨幅 0.41%，沿海八省电厂库存合计 3389.4 万吨，环比上涨 49.8 万吨，涨幅 1.49%，沿海八省电厂库存可用天数 19.7 天，环比上涨 0.2 天，涨幅 1.03%，近期长江中下游地区有强降雨过程，三峡水库出库流量大涨，水电替代作用增强；非电煤方面，截至 6 月 5 日，国内甲醇开工率 83.3%，环比上涨 0.4pct，尿素开工率 89.43%，环比下跌 0.4pct，水泥开工率 43.37%，环比下跌 3.3pct。（2）炼焦煤方面：从价格端来看，截至 6 月 6 日，京唐港主焦煤报价 1270 元/吨，环比持平；而受蒙古总理未通过议会信任投票、新矿山法即将实施及 6 月安全生产月或带来供给扰动以及国内和蒙古焦煤临近成本线等因素影响，本周周中焦煤期货合约大涨。从供给端来看，未来蒙古新总理上台后对于焦煤出口政策或仍存潜在变动；据我的钢铁煤焦资讯梳理，目前国内产地焦煤矿精煤完全成本大致在 500-1300 元/吨之间，国内焦煤售价 700-1300 元/吨，其中配焦煤价格已接近生产成本，优质焦煤还有部分利润，对于蒙古焦煤而言，蒙古煤原煤开采成本在 30-55 美金之间，加上运费及税费，到国内成本约 500-700 元/吨，考虑到蒙古原煤到精煤有近 200 元/吨的价差（洗选成本等），蒙古精煤到国内成本预计在 700-900 元/吨左右，当前蒙 5#精煤价格为 920 元/吨，接近于成本线，国内外供给或有缩量支撑焦煤价格。从需求端来看，随着下游钢材行业的市场风险和经营压力增大，钢企对产地焦炭价格提出第三轮降价诉求，本周铁水日均产量虽继续小幅下降但仍位于 240 元/吨以上水平，下游钢厂盈利率仍位于高位水平，故在当前钢厂盈利尚可的情况下焦煤需求仍有韧性。

投资逻辑：煤炭黄金时代 2.0，煤炭核心价值资产有望再起

煤炭股稳健红利投资逻辑：当前国内经济运行偏弱，海外面临特朗普上台之后关税政策打压，美国处于降息周期且国内利率也进入下行通道，煤炭稳健红利仍可配置，此外保险资金已在 24 年 11 月底完成考核，当前已开请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

始新的布局期，煤炭等红利板块且国资背景风险小，或成为险资布局的首选方向。煤炭股周期弹性投资逻辑：3月两会召开之后，无论动力煤还是炼焦煤价格均处于低位，随着供需基本面的持续改善，两类煤种有望企稳反弹，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤是完全弹性；当前宏观政策已表现力度很大，市场更期待政策落地后反映在需求上的真实效果，2025年“两会”之后，政策方案落实以及开春施工季的来临，煤炭的需求和价格均有望体现出向上趋势，煤炭股周期属性将显现。煤炭板块有望迎来重新布局的起点：一是宏观政策利多和资本市场支持力度。2024年9月24日以来，高层持续出台稳增长政策，降准降息，且加大房地产的支持政策，力度和密集程度高于以往，且强化对资本市场的重视和政策支持；二是高分红且多分红已成趋势。2024年以来多家上市煤企公告中期分红方案（兖矿能源/陕西煤业/电投能源/冀中能源/上海能源/中煤能源/辽宁能源），凸显2024年市值管理改革对央企国企分红政策的促进作用；煤炭板块作为国资重地，积极响应政策号召，且有从央企向地方国企推开之势，未来分红比例及频次均有望持续提升，煤炭板块高分红高股息投资价值更加凸显。三是产业资本入局预示行情底部来临。2024年下半年来，广汇能源、兖矿能源、平煤股份、淮北矿业等相继披露股东增持和上市公司回购方案，或预示产业资本认可当前为板块价值底部，且增持成本显著低于一级市场购买或二级资产注入，复盘历史股东增持后市场表现，后续股价上行概率或明显提高。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，红利逻辑：【中国神华、陕西煤业、中煤能源（分红潜力）】；主线二，周期逻辑：【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：【广汇能源、新集能源】。

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。

【化工】制冷剂行情向上趋势延续，产业逻辑不断验证，积极把握投资机会——氟化工行业周报-20250607

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 李思佳（联系人）证书编号：S0790123070026

本周（6月2日-6月6日）行情回顾

本周氟化工指数上涨4.23%，跑赢上证综指3.10%。本周（6月2日-6月6日）氟化工指数收于3642.51点，上涨4.23%，跑赢上证综指3.10%，跑赢沪深300指数3.35%，跑赢基础化工指数1.86%，跑赢新材料指数2.25%。

氟化工周行情：制冷剂产业逻辑持续验证，积极把握投资机会

萤石：据百川盈孚数据，截至6月06日，萤石97湿粉市场均价3,387元/吨，较上周同期下跌3.09%；6月均价（截至6月06日）3,416元/吨，同比下跌9.85%；2025年（截至6月06日）均价3,628元/吨，较2024年均价上涨2.35%。

又据氟务在线跟踪，萤石终端需求反馈偏弱导致市场疲软，无法有效消耗现有供应；业者普遍预期价格还有进一步下探空间，反过来又抑制了即时的采购需求，形成负反馈循环。当前萤石市场暂未完全明朗，供需博弈仍存，市场反转在于终端需求的实质性恢复或供应端的有效收缩。

制冷剂：截至06月06日，（1）R32价格、价差分别为51,000、38,215元/吨，较上周分别持平、+0.21%；（2）R125价格、价差分别为45,500、29,169元/吨，较上周分别持平、+0.52%；（3）R134a价格、价差分别为48,500、29,706元/吨，较上周分别持平、持平；（4）R410a价格为48,500元/吨，较上周+1.04%；（5）R22价格、价差分别为36,000、27,158元/吨，较上周分别持平、+0.25%。其中外贸市场，（1）R32外贸参考价格为48,000元/吨，较上周持平；（2）R125外贸参考价格为45,000元/吨，较上周持平；（3）R134a外贸参考价格为47,000元/吨，较上周持平；（4）R410a外贸参考价格为47,000元/吨，较上周持平；（5）R22外贸参考价格为33,000元/吨，较上周持平。

又据氟务在线跟踪，端午节后国内气温快速升高，制冷剂下游采购需求回暖显著，前期因价格高位抑制了渠道备库，当前市场进入真实需求增量阶段，采购活跃度提升，市场成交显著上行，随着市场持续稳定向好，渠道的恐高心理正逐步转化为对后市的信心，价格传导呈现较为顺畅。R22在“打非整治”政策提振下市场信心增强，叠加6月需求旺季来临，企业报价提升至3.55-3.7万元/吨，小包装出货情况显著好转；R32生产需求旺盛，作为

制冷剂市场的黑马品种，其报价突破 5.2 万元/吨大关，主要得益于空调排产同比持续增长，实际成交陆续上涨至 5 万元/吨以上；R134a 则在售后需求的强力支撑下，成交价格落实 4.8-4.9 万元/吨；R125 市场表现相对平稳，R410a 进入旺季后市场好转，落实企业 4.8-4.9 万元/吨报盘。预计 6 月企业报盘还将进一步上调，为带动季度长协订单再次提振信心。

受益标的

推荐标的：金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等。其他受益标的：东阳光、永和股份、东岳集团、新宙邦等。

风险提示：下游需求不及预期，价格波动，行业政策变化超预期等。

【计算机】稳定币巨头 Circle 成功 IPO，持续关注数字货币——行业点评报告-20250607

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

稳定币巨头 Circle 成功 IPO，上市首日涨幅达 168.48%

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，上市首日涨幅达 168.48%，市值达 184 亿美金。Circle 成立于 2013 年 10 月，由 JeremyAllaire 和 SeanNeville 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 成功 IPO，有望提升市场对稳定币的关注度和认知度。

USDC 主要应用于去中心化金融、跨境支付、数据资产交易等场景

Circle 业务包括 USDC 的发行与管理，USDC 的主要应用场景包括：（1）去中心化金融（DeFi）：用于借贷、流动性提供和交易对结算，尤其在 Ethereum 和 Solana 等区块链上，占据稳定币交易量的主导地位（约 69%）。用户通过 USDC 参与智能合约，实现快速、低成本的金融操作。（2）跨境支付与汇款：USDC 因交易速度快（秒级结算）、成本低（低于 1 美分）且全天候可用，成为跨境支付的理想选择。它被超过 500 个数字钱包和平台支持，广泛用于全球汇款，尤其在新兴市场，帮助用户绕过传统银行的高费用和延迟。（3）数字资产交易：USDC 在加密交易中是关键流动性来源，尤其在中心化交易所（如 Coinbase）中，用于现货和衍生品交易。它的稳定性使其成为交易者和机构的首选资产，常用于结算和避险，特别是在北美市场表现出色。

Circle 商业模式围绕 USDC 展开，收入保持快速增长

Circle 商业模式围绕 USDC 展开，其收入主要来源于储备金投资美国国债所产生的收益率，这一模式被称为“国债套利交易”（Treasurycarrytrade）。截至 2024 年底，Circle 总收入为 16.76 亿美元，其中储备金收益占总收入的 99.1%，总收入较 2023 年增长 15.57%。其归母净利润为 1.56 亿美金，净利润下降主要由于分配和交易成本激增，目前 Circle 盈利能力远低于 Tether（USDT）。Coinbase 作为全球领先的加密货币交易所，是 Circle 生态系统中的核心合作伙伴，也是 USDC 的主要分销商。根据双方协议，Coinbase 按其平台上 USDC 持有比例，分享 50% 的净储备收入。

投资建议：

稳定币巨头 Circle 成功 IPO，并且受到全球投资者的广泛青睐，上市首日收获 168.48% 涨幅，我们继续看好数字货币市场机遇。推荐朗新集团、京北方，受益标的包括博彦科技、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、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。

【地产建筑】城市更新示范城市扩容，去库存进程有望提速——行业点评报告-20250606

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

事件：财政部公示 2025 年城市更新行动评审结果

6 月 4 日，财政部公示 2025 年城市更新行动评审结果，北京、天津、唐山、包头、大连、哈尔滨、苏州、温州、芜湖、厦门、济南、郑州、宜昌、长沙、广州、海口、宜宾、兰州、西宁、乌鲁木齐等 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，城市更新队列扩容，共计 35 城被纳入城市更新行动中。

使用范围有所扩大，推动存量资产盘活

根据财政部信息，未来几年中央财政计划补助超过 200 亿元支持 20 城城市更新工作，其中东部、中部、西部和直辖市最高补助金额分别为 8、10、12、12 亿元，与第一批城市补助上限基本持平。从资金用途来看，本次中央补助资金的使用范围有所扩大，在四项城市更新重点工作外，还可以用于城市更新机制建设相关支出，包括项目储备和生成机制、资金安排和筹措、用地保障和审批机制等，即可用于存量土地置换及规划指标调整，促进城市存量资产盘活。

各地城市更新顺利推进，1-4 月开工计划完成 23%

根据住建部数据，2024 年我国共实施城市更新项目 6 万余个，完成投资约 2.9 万亿元，综合性成效逐步显露，其中 12 个省设立了专项资金给予奖补或贷款贴息，12 个省发行专项债近 1000 亿元用于各类更新改造，一些地方完善了税费减免政策。截至 2025 年 1 月，已有 28 个城市设立城市更新基金，总资金规模达 4550 亿元。2025 年，全国计划新开工改造城镇老旧小区 2.5 万个，1-4 月全国新开工改造城镇老旧小区 5679 个，完成计划 23%。分地区看，河北、重庆、辽宁、上海、浙江、湖北等 6 个地区开工率超过 50%。

投资建议

2024 年以来，中央层面在多个会议支持推进城市更新进程，包括 100 万套城中村旧改货币化安置及本次城市更新示范城市扩容。城市更新关系城市面貌和居住品质的提升，更是现阶段扩内需、稳投资、促消费的重要抓手，其在解决就业、促进楼市去库存、拉动数万亿元投资方面都将发挥重要作用。我们认为在重点城市城市更新的带动下，居民改善购房需求将进一步释放，推动房地产市场平稳健康发展。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）二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳-W、我爱我家。

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。

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