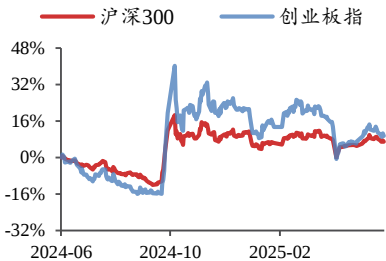


2025 年 06 月 03 日

开源晨会 0603

——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(%)
农林牧渔	1.201
银行	0.641
医药生物	0.367
国防军工	0.169
建筑装饰	0.064

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
汽车	-1.910
综合	-1.869
电子	-1.850
机械设备	-1.806
计算机	-1.688

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】PMI 小幅改善，关税或有反复——兼评 5 月 PMI 数据-20250601
- 【金融工程】资产配置月报（2025 年 6 月）——金融工程定期-20250601
- 【金融工程】开源交易行为因子绩效月报（2025 年 5 月）——金融工程定期-20250530

行业公司

- 【化工】山东高密化工厂发生爆炸事故，相关行业落后产能有望加速出清——行业周报-20250602
- 【传媒】模型与应用再升级，新游表现亮眼，继续布局 AI、IP——行业周报-20250602
- 【食品饮料】白酒弱复苏中筑底，黄酒契合新消费趋势——行业周报-20250602
- 【商贸零售】老铺黄金、潮宏基发布新品，关注差异化产品力优势——行业周报-20250602
- 【煤炭开采】煤价企稳和环渤海港去库，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250602
- 【农林牧渔】政策因素或引发猪价波动，头部宠物食品品牌持续发力 618——行业周报-20250602
- 【机械】人形机器人订单潮来袭，商业化拉开序幕——行业周报-20250602
- 【通信】DeepSeek R1 模型升级，GB300 季度末有望出货，继续看好 AIDC 算力产业链——行业周报-20250602
- 【医药】重视 Pharma 估值重塑的机会——行业周报-20250602
- 【地产建筑】中金中国绿发商业 REIT 正式获批，保障房 REITs 表现持续优异——行业周报-20250602
- 【地产建筑】新房成交面积环比增长，杭州土拍市场火热——行业周报-20250602
- 【非银金融】港交所受益于资产端扩容，券商定增有松绑迹象——行业周报-20250602
- 【电力设备与新能源】低空经济行业周报（5 月第 5 周）：绿能慧充联合投标项目完成公示，亿维特获得精工科技、英搏尔入股——行业周报-20250602
- 【计算机】周观点：继续看好 AI 板块机会——行业周报-20250601
- 【公用事业】水电商业模式稳定，低利率时代价值凸显——行业投资策略-20250531
- 【煤炭开采】煤炭供给最重要变量：疆煤受价降而减量——行业点评报告-20250530
- 【医药】PD-1/VEGF 双抗有望成为千亿美金市场的基石用药——行业深度报告-20250530

研报摘要

总量研究

【宏观经济】PMI 小幅改善，关税或有反复——兼评 5 月 PMI 数据-20250601

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002

事件：2025 年 5 月官方制造业 PMI49.5%，预期 49.5%，前值 49.0%；官方非制造业 PMI50.3%，前值 50.4%。

制造业：荣枯线下小幅改善，供需均有回升

1、中美大幅互降关税，制造业景气度小幅回升。PMI 生产回升 0.9 个百分点至 50.7%，内外需均有改善。分行业来看，农副食品加工、专用设备、交运设备的产需指数表现较好，纺织、化纤及橡塑制品、黑色冶炼、有色冶炼等相对承压。

2、工业原材料价格小幅回落，预计 5 月 PPI 同比约-2.7%。5 月 PMI 原材料购进价格与 PMI 出厂价格均回落了 0.1 个百分点，根据高频指标测算 5 月 PPI 环比可能在 0.1%左右，同比在-2.7%左右、较前值降幅扩大。

3、各类型企业景气度分化。5 月大型、中型、小型企业 PMI 分别较前值变动了+1.5、-1.3、+0.6 个百分点。大型企业或受益于“两重”加力提速，而出口类企业在 5 月 12 日中美大幅互降关税后，订单改善抢出口而景气度略有回升。

建筑业：“两重”加力提速，基建向好、房建走弱

1、建筑业：基建向好、房建走弱。5 月建筑业 PMI 下降了 0.9 个百分点至 51.0%，基建 PMI 改善了 1.4 个百分点至 62.3%、托举效应增强，房建或下滑幅度较大。

2、实物工作量有所分化，石油沥青开工明显回升，水泥开工和发运率基本持平 2024 年同期，挖掘机开工小时数同比走弱；资金端，截至 5 月 30 日专项债发行进度约 37.1%、好于 2024 年同期的 29.0%。

3、往后看，5 月 20 日发改委指出“2025 年已安排 5000 亿元项目，力争 6 月底前下达完毕全部（8000 亿元）‘两重’建设项目清单”，结合 5 月超长债迎来发行高峰，预计基建仍有望保持较高增速。

服务业：PMI 相对平稳

5 月服务业 PMI 微升了 0.1 个百分点，新订单则改善了 0.7 个百分点至 46.6%。分行业来看，节假日效应推升居民旅游出行服务，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等行业明显回升；邮政、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务仍维持高景气。

关税或有反复，仍需以我为主

5 月 PMI 数据指向国内经济基本面和社会预期边际修复但幅度有限，出口和基建分项仍有韧性。5 月 30 日，特朗普在“真相社交”媒体平台宣称中国违背了暂停对美实施报复性关税的协议，符合我们此前提示的“海外方面特朗普关税潜存反复可能性”。往后看，美国关税或有反复，美国与各国谈判可能更加曲折，需要警惕特朗普关税反弹的风险，我们要“坚定不移办好自己的事”，储备充足的增量政策并加快重点领域改革落地，扩内需政策有望适时加力，立足做强国内大循环，短期落地较快的可能包括“两重”、“两新”加码、政策性金融工具等，扩内需方向上仍需密切关注地产、消费。

风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

【金融工程】资产配置月报（2025 年 6 月）——金融工程定期-20250601

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001

多资产配置观点：看多短债、偏股低估转债、黄金资产

高频宏观因子：高频经济增长同比较前值下行；高频通货膨胀（消费端）同比较前值上行；高频通货膨胀（生产端）同比较前值不变。

债券久期择时：模型预测未来三个月水平因子上升，斜率因子陡峭化，曲率因子增凸，推荐持有 1 年期短久期债券。

转债配置：“百元转股溢价率”为 26.28%，转债相对正股配置价值适中；“修正 YTM-信用债 YTM”指标中位数为 0.18%，偏债转债相对信用债配置性价比适中；转债风格轮动未来两周推荐配置偏股低估转债。

黄金配置：模型测算未来一年黄金的预期收益率为 23.0%，基于 TIPS 收益率的择时模型持续看多黄金资产。

股债配置观点：权益风险预算不变，股票仓位小幅提升

开源金工将风险平价模型与主动信号结合构建主动风险预算模型，每月从股债横向比价、股票纵向估值水平、市场流动性三个维度构建主动风险预算指标。

回顾 5 月股债配置，股权风险溢价 ERP、流动性信号看多，历史估值分位数信号为中性，股票仓位为 20.99%，债券仓位为 79.01%，5 月组合收益 0.20%。展望 6 月股债配置，股权风险溢价 ERP、流动性信号看多，历史估值分位数信号为中性，股票仓位为 21.50%，债券仓位为 78.50%。

行业轮动观点：看多传媒、农林牧渔、建材、家电等

开源金工从交易行为、景气度、资金面、筹码结构、宏观驱动、技术分析六个维度出发，分别构建行业轮动子模型并对模型动态合成双周频优选行业。

风格板块判断：价值组得分高于成长组，推荐配置价值风格；板块上看多大周期、大科技板块。

行业配置推荐：传媒、农林牧渔、建筑材料、家用电器、房地产、通信。

ETF 轮动组合：游戏 ETF、粮食 ETF、建材 ETF、家电 ETF。

“配置+选基”FOF 组合：5 月组合收益 1.42%，相对偏股基金超额 0.36%

2025 年 5 月，开源“配置+选基”FOF 组合收益率为 1.42%，偏股型基金指数收益率为 1.06%，组合超额收益为 0.36%。

2025 年 6 月，我们看多高成长、高质量因子、看空低估值因子，相应的高配高成长、高质量大盘风格基金，低配低估值、小票黑马风格基金。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。基金投资策略分类基于对公开的历史数据的定量测算与统计，对基金产品和基金管理人的研究分析结论不能保证未来的可持续性，不构成对该产品的推荐投资建议。

【金融工程】开源交易行为因子绩效月报（2025 年 5 月）——金融工程定期-20250530

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002 | 盛少成（分析师）证书编号：S0790523060003

Barra 风格因子表现跟踪

通过对 Barra 风格因子 2025 年 5 月的收益测算可以发现：从大/小盘风格来看，市值因子录得了-2.12%的收益。从价值/成长维度看，账面市值比因子录得了-0.10%的收益，成长因子录得了-0.25%的收益，盈利预期因子录得了

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

-0.26%的收益。

开源交易行为因子概述

稳健的交易行为模式中，蕴藏有稳健的 alpha 源。循着这一研究理念，我们陆续提出了一系列基于交易行为的选股因子，受到量化投资同行的认可。其中：理想反转因子的交易行为逻辑是，A 股反转之力的微观来源是大单成交，通过每日平均单笔成交金额的大小，可以切割出反转属性最强的交易日；聪明钱因子的交易行为逻辑是，从分钟行情数据的价量信息中，可以识别出机构参与交易的多寡，进而构造出跟踪聪明钱的因子；APM 因子的交易行为逻辑是，在日内的不同时段，交易者的行为模式不同，反转强度也相应有所不同；理想振幅因子的交易行为逻辑是，基于股价维度可以对振幅进行切割，不同价态下振幅因子所蕴含的信息存在结构性差异。我们将上述因子汇总在一起，做定期的跟踪，以及时监控交易行为类因子的动态表现。

开源交易行为四因子的全历史表现

在全历史区间，理想反转、聪明钱、APM、理想振幅因子的 IC 分别为-0.050、-0.037、0.029、-0.054，rankIC 分别为-0.061、-0.061、0.034、-0.073，信息比率分别为 2.52、2.73、2.28、2.99，多空对冲月度胜率分别为 78.0%、81.9%、77.1%、83.4%。

开源交易行为合成因子在全历史区间的 IC 均值为 0.067，rankIC 均值为 0.092，多空对冲信息比率 3.28，多空对冲月度胜率为 82.3%。

5 月份：理想反转、聪明钱、APM、理想振幅皆录得负收益

理想反转因子 5 月份多空对冲收益为-0.63%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 66.7%。聪明钱因子 5 月份多空对冲收益为-0.86%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 91.7%。APM 因子 5 月份多空对冲收益为-1.03%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 66.7%。理想振幅因子 5 月份多空对冲收益为-1.50%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 75.0%。交易行为合成因子 5 月份多空对冲收益为-1.58%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 83.3%。

风险提示：模型测试基于历史数据，在市场波动不确定性下可能存在失效风险。

行业公司

【化工】山东高密化工厂发生爆炸事故，相关行业落后产能有望加速出清——行业周报-20250602

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

本周行业观点：山东高密化工厂发生爆炸事故，有望加速落后产能出清

5 月 27 日，山东豪迈集团下属企业山东友道化学有限公司发生爆炸事故。涉事友道化工位于仁和化工园项目，《环境影响报告书》显示，该化工厂主体工程建设有 2 座硝化装置区，1 座加氢装置区，均属于化工企业的高危、高爆、易燃有毒的危险工艺生产装置。硝化反应通常属于强放热反应，所用原料、中间产物、副产物及其产品具有爆炸危险性。2024 年 3 月 12 日，应急管理部办公厅印发《淘汰落后危险化学品安全生产工艺技术设备目录（第二批）》，将间歇或半间歇釜式硝化工艺设为限制类，要求硝基苯等 27 种化学品禁用，二年内改造完毕。硝化工艺在化工生产中占据重要地位，广泛应用于各类溶剂、炸药、医药、农药和染料中间体生产中。本次事故发生后，某省发布“关于吸取高密‘5·27’友道化学爆炸事故组织开展事故类比排查的通知”，要求在全省部署开展硝化、重氮化企业事故类比排查。我们认为，涉硝化工艺生产企业落后产能有望加速淘汰，面临资金压力且技术相对落后的中小企业或将迎来产能逐步清退，相关行业格局有望改善。受益标的：【染料中间体】善水科技、浙江龙盛、安诺其、万丰股份等；【医药/农药中间体】善水科技、辉隆股份等。

本周行业新闻：万凯两企业在墨西哥对华 PET 反倾销案中获零税率等

近年来，中国出口墨西哥市场 PET 数量一直稳步上升，2022 年和 2023 年都稳定在 12 万吨以上，是中国 PET

出口前十的国家之一，同时也是中南美最大的 PET 进口国。2025 年 5 月 29 日，墨西哥调查机关就对华 PET 反倾销案公布了最终裁决，万凯新材和重庆万凯获得了全国唯一的零税率。受益标的：万凯新材。

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；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【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】远兴能源、三友化工等；【其他】黑猫股份、振华股份、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：彤程新材、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、川发龙蟒、湖北宜化等；【硅】新安股份；【纯碱&氯碱】中盐化工、新疆天业等。【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】华锦股份等。

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。

【传媒】模型与应用再升级，新游表现亮眼，继续布局 AI、IP——行业周报-20250602

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

DeepSeek-R1 再升级，社交/出版/电商等领域 AI 应用不断推新，继续布局 AI

5 月 29 日，新版 DeepSeek-R1 正式开源，在 LiveCodeBench 基准上，其性能与 OpenAI o3-mini (High) 和 o4-mini (Medium) 相当，并超越了 Gemini2.5Flash，升级的核心亮点在于可进行深度推理、推理速度更快、文本生成优化更自然且格式更佳，以及支持长时思考。另外，垂直领域 AI 应用继续迭代推新，5 月 22-26 日举行的深圳文博会上，盛天网络旗下 AI 音乐社交产品“给麦”App 新版本吸引了大量专业观众、音乐爱好者与行业合作伙伴的深度关注与体验，其功能包含 AI 原声生成、图片写歌及新上线的 AI 虚拟人播客等；5 月 28 日，果麦文化 AI 出版平台自“AI 校对王”之后的第二个增强系统模块“AI 选题系统”正式上线，深度融合行业经验、数据积累以及 AI 模型能力，或为编辑的选题策划带来进一步降本提效，同日，值得买科技在 AI 进展线上分享会上发布了“火眼”AIUC 引擎、以 AI 为驱动的用户兴趣消费指南产品“什么值得买”GEN2，帮助用户实现购物流程一站式管理、提升决策效率与消费体验的购物 Agent“张大妈”，及面向行业生态的 AI 底层基础设施“海纳”MCP Server。我们认为，大模型能力的持续升级与开源，叠加垂直领域 Agent 等 AI 应用产品的迭代推新，将助力 AI 应用商业化空间不断打开，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。

《暴吵萌厨》《杖剑传说》表现亮眼，继续聚焦新游上线及 IP 新品发布

由友谊时光研发的欢乐厨房派对手游《暴吵萌厨》自 5 月 28 日上线以来表现亮眼，七麦数据显示，截至 6 月 2 日 17:00 连续 6 日排名 iPhone 游戏免费榜第 1 及总榜前 6，TapTap 下载量和关注数均超过百万，评分 7.5，而此前全网预约量达 800 万，游戏上线后与旺仔小馒头等知名品牌开展联动，6 月 1 日开启全新赛季“人间烟火”，随活动推进及暑期旺季临近，下载量及流水或进一步增长；由吉比特自研自发的异世界冒险手游《杖剑传说》于 5 月 29 日上线后排名 iPhone 游戏免费榜前 6，畅销榜排名已提升至 14；由心动公司研发的策略回合制 RPG 手游《伊瑟》国际服将于 6 月 5 日正式上线。此外，随暑期临近，新游上线、新影片定档、IP 潮玩新品发布及线下展会或进入高峰期，建议继续关注 IP 内容及衍生品上新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、网易-S、完美世界、神州泰岳，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 应用商业化进展、游戏流水、电影票房、IP 潮玩销量低于预期。

【食品饮料】白酒弱复苏中筑底，黄酒契合新消费趋势——行业周报-20250602

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：白酒探底静待良机，黄酒品类复兴加速

5月26日-5月30日，食品饮料指数跌幅为1.1%，一级子行业排名第24，与沪深300基本持平，子行业中软饮料（+9.3%）、其他酒类（+7.1%）、啤酒（+3.2%）表现相对领先。白酒行业延续弱复苏态势，终端需求仍显疲软。端午节终端动销同比走弱，主因消费力恢复缓慢及商务宴请场景收缩。近期《党政机关厉行节约反对浪费条例》重申公务禁酒，引发市场担忧情绪，但政务消费近年来已被压缩较低水平，实质影响有限。我们认为当前白酒行业正处于磨底阶段，名酒批价淡季稳健，库存也没有继续积累。目前头部酒企正通过模式创新来应对周期压力，通过场景转型、客群转型、拓展白酒文化体验等寻找新增长点，积极破局。白酒行业短期受需求疲软及情绪扰动承压，但基本面筑底迹象渐显，加估值低位与分红提升，配置价值依然稳固。建议聚焦高端白酒区域龙头，静待下半年需求复苏与估值修复共振。

重视黄酒突破性机会。酒类消费中商务场景占比下降，大众消费成为主流，而消费者对健康化、轻量化饮酒需求显著上升。黄酒作为中国传统低度酒，天然契合“悦己消费”趋势。其工艺升级与健康属性，正逐步打破“传统中老年饮品”刻板印象，向年轻聚饮等场景渗透。此外，黄酒“药食同源”的养生属性与传统文化复兴形成共振，为品类长期扩容奠定基础。行业龙头会稽山一方面以兰亭系列锚定白酒替代场景，另一方面创新赛道试探：以“一日一熏“气泡黄酒”的潮饮酒打开年轻入口，产品矩阵清晰，战略动作精准。虽然品类教育与消费者心智转化仍需要时间，但已经逐步打开黄酒发展空间。当前黄酒正处于传统品类复兴与消费结构升级的双重拐点，龙头企业通过高端化破局、年轻化引流的方式在全国化铺路，有望在低度酒赛道中开辟新增长极，其差异化竞争优势与品类渗透率提升逻辑清晰，具备一定配置价值。

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。

【商贸零售】老铺黄金、潮宏基发布新品，关注差异化产品力优势——行业周报-20250602

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

老铺黄金、潮宏基先后发布新品，优秀品牌差异化产品力突出

本周老铺黄金发布新品七子葫芦等系列，其融合童年IP葫芦娃引发客群共鸣，同时采取高温烧蓝工艺，能够做到长年佩戴而不褪色。此外，潮宏基5月也发布新品弦月系列，以月相肌理和虚实圆缺为设计灵感，将传统月相文化融入珠宝设计，既在意境上体现“填而不满”的东方哲学，又在结构上突出“以轻驭重”。老铺黄金与潮宏基的新品系列，无论从设计感还是工艺层面，都与竞品呈现出一定区分度，彰显出优秀品牌的差异化供给能力。我们认为，黄金珠宝行业在产品端的差异化供给能力，根植于深度消费者洞察和供应链快反，一方面，优秀品牌基于对核心客群的深刻理解能实现设计层面与消费者的深度链接，如老铺黄金七子葫芦系列向80、90后客群传达“童年永不褪色”理念，引发共鸣。另一方面，潮宏基等时尚黄金品牌，依托强数据中台和多年的信息化建设，已构建数字化供应链快反体系，从而将对消费者的洞察结果快速反应到生产端，实现“有的放矢”的精准研发推新，打造爆品。从品牌竞争角度，我们认为，具备“类直营”模式和数字化能力的公司，未来在消费者洞察和供

应链快反方面会具备更大优势。

行业关键词：天猫 618、美团闪购、红京计划、山姆、永辉超市等

【天猫 618】国补品类成交同比增长 283%，40 个品牌破亿。

【美团闪购】美团闪购 618 开门红，整体成交额同比增两倍。

【红京计划】京东与小红书推出“红京计划”。

【山姆】山姆中国大区组织调整，新增浙江区。

【永辉超市】3 天 9 店同开，山东首店调改开业销售同比增长超 10 倍。

板块行情回顾

本周（5 月 26 日-5 月 30 日），商贸零售指数报收 2125.05 点，上涨 0.69%，跑赢上证综指（本周下跌 0.03%）0.71 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 12 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，本周翠微股份（+31.3%）、国芳集团（+20.5%）、ST 通葡（+15.0%）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_

【煤炭开采】煤价企稳和环渤海港去库，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250602

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：煤价企稳和环渤海港去库，否极泰来重视煤炭配置

（1）动力煤方面：从价格端来看，本周港口动力煤价格延续企稳，截至 5 月 30 日，秦港 Q5500 动力煤平仓价连续 9 日维持在 611 元/吨，CCTD 动力煤现货价（Q5500）则连续 8 日维持在 620 元/吨。从供给端来看，国内生产方面，截至 5 月 25 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 81.6%，环比上涨 0.4 个百分点，其中山西省煤矿开工率 70.1%，环比下跌 0.3 个百分点，内蒙古煤矿开工率 88.8%，环比上涨 0.8 个百分点，陕西省煤矿开工率 90.7%，环比上涨 0.7 个百分点，4 月国内规上工业原煤产量 3.9 亿吨，较 3 月份减少 5127.6 万吨，环比-11.6%，其中受全国煤炭市场价格持续下行与区域竞争加剧的双重挤压，4 月新疆及内蒙古产量下降明显，产地外运经济性减弱造成的供给收缩有望进一步支撑煤价；进口方面，截至 5 月 30 日，国内进口印尼 3800 大卡华南到岸价为 417 元/吨，较同品种内贸煤价格优势为-13 元/吨，进口澳洲 5500 大卡华南到岸价为 644 元/吨，较同品种内贸煤价格优势为 9 元/吨。从库存端来看，截至 5 月 30 日，环渤海港库存 3057.2 万吨，环比下跌 153.4 万吨，跌幅 4.78%，伴随下游补库需求回升，港口库存已有一定程度去库。从需求端来看，电煤方面，截至 5 月 29 日，沿海八省电厂日耗合计 171.1 万吨，环比下跌 16.5 万吨，跌幅 8.8%，沿海八省电厂库存合计 3339.6 万吨，环比上涨 12.7 万吨，涨幅 0.38%，

沿海八省电厂库存可用天数 19.5 天，环比上涨 1.8 天，涨幅 10.17%，本周临近端午假期，且南方遭遇大范围强降雨天气，水电替代作用增强，沿海电厂整体日耗增长动能不足，并无较大库存压力，因此终端采购缺乏持续性，但伴随国内夏季升温降至，终端用户耗电需求有望增加，电厂采购需求或有望进一步提升；非电煤方面，截至 5 月 29 日，国内甲醇开工率 83%，环比上涨 0.7pct，尿素开工率 89.83%，环比上涨 1.27pct，水泥开工率 46.67%，环比上涨 0.2pct，非电煤需求仍具韧性。(2) 炼焦煤方面：从价格端来看，本周港口价格略有松动，截至 5 月 30 日，京唐港主焦煤报价 1270 元/吨，环比下跌 30 元/吨，跌幅 2.31%。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二轮降价诉求，当前产地焦化企业利润再次压缩，并向原料端传导，但当前焦化厂开工率并未出现明显下滑，铁水日均产量仍保持在 240 元/吨水平，预计焦煤价格仍有支撑。从供给端来看，近期 8 个中央生态环境保护督察组将分别对山西、内蒙古、山东、陕西、宁夏 5 省（区）开展督察，统筹开展黄河流域督察和省域督察，或将给当前承压的市场格局带来支撑。

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。

【农林牧渔】政策因素或引发猪价波动，头部宠物食品品牌持续发力 618——行业周报-20250602

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：政策因素或引发猪价波动，头部宠物食品品牌持续发力 618

本周屠宰量小幅上行，持续关注生猪行业相关政策。5 月 30 日全国生猪销售均价 14.44 元/公斤，环比上周+0.17 元/公斤，样本企业日均生猪屠宰量 15.64 万头，环比上周+1.32 万头，需求端小幅回暖。若二育趋向规范化，短期二育集中出栏或造成供应增加，短期猪价存在下行压力，随供应回归正常，猪价有望趋稳或小幅反弹，持续关注相关部门对二育行为、出栏体重等方面的指导政策。

小麦饲用替代增加驱动玉米出货意愿增强，关注干旱天气对小麦产量影响。(1) 小麦：华北西部、黄淮西部、西北地区东部遭遇重度干旱，河南、陕西、山西小麦灌浆受影响。5 月末北方旱情缓解，冬小麦灌浆气象条件改善，预计 6 月河南、陕西、甘肃等地旱情有望逐步缓解，持续关注旱情对小麦的影响。(2) 玉米：随新小麦陆续上市，小麦饲用替代动作增加，玉米贸易商出货意愿强烈，本周饲料厂玉米到厂均价 2457 元/吨，环比上周-2 元/

吨，环比-0.08%。(3)豆粕：随进口大豆顺利通关，前期豆粕供应紧张情况有所缓解，本周全国豆粕均价 3009 元/吨，环比上周-7 元/吨，环比-0.23%。

头部品牌持续发力 618，乖宝主粮品类销售亮眼。(1)乖宝宠物：天猫 618 抢先购期间，弗列加特位居猫主粮销售榜单第 2 名，与 2024 年天猫 618 开门红相比，排名上升 2 名。麦富迪狗主粮销售位列第 1 名，较 2024 年 618 开门红上升 3 名，猫主粮成功挺进前 10 名榜单。(2)中宠股份：天猫 618 抢先购期间，中宠股份旗下品牌在零食榜单表现亮眼，顽皮/领先位居猫零食第 5/9 名，ZAEI/顽皮位居狗零食第 4/5 名。(3)佩蒂股份：天猫 618 抢先购期间，爵宴仍位居狗零食第 1 名，其鸭肉干、天然零食礼盒系列交易量领跑行业。

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 (5.26-5.30)：农业跑赢大盘 1.82 个百分点

本周上证指数下跌 0.03%，农业指数上涨 1.79%，跑赢大盘 1.82 个百分点。子板块来看，畜养殖板块领涨。个股来看，巨星农牧(+13.15%)、西王食品(+12.42%)、湘佳股份(+12.31%)领涨。

本周价格跟踪 (5.26-5.30)：本周草鱼、豆粕等农产品价格环比上涨

5 月 30 日全国外三元生猪均价为 14.47 元/kg，较上周上涨 0.16 元/kg；仔猪均价为 35.24 元/kg，较上周下跌 0.32 元/kg；白条肉均价 18.64 元/kg，较上周上涨 0.26 元/kg。5 月 30 日猪料比价为 4.21:1。自繁自养头均利润 35.65 元/头，环比-12.56 元/头；外购仔猪头均利润-84.37 元/头，环比-68.31 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。

【机械】人形机器人订单潮来袭，商业化拉开序幕——行业周报-20250602

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 罗悦（分析师）证书编号：S0790524090001 | 张健（分析师）证书编号：S0790524060001

人形机器人订单潮来袭，人形机器人商业化拉开序幕

宇树科技创始人王兴兴在 2025 年 4 月表示，2025 年很多人形机器人企业订单需求旺盛，行业发展良好。与该表述相呼应，2025 年前 5 个月宇树中标项目接近 2024 年总量；松延动力 N2 机器人订单已突破 2000 台；乐聚机器人 2025 年第一季度订单同比增长 200%，全年交付量迈入千台级；半马赛冠军天工机器人意向订单超 100 台；优必选与头部车企签订数百台人形机器人采购订单，用于汽车工厂的生产和接待环节，成为全球首个在制造业场景实现规模化应用的企业。具体应用场景方面，工厂生产和科研教育仍是主力市场，正在逐步向通信、电力等央企场景拓展，承担搬运、巡检等任务。同时，展厅导览、零售引流、商业演出与广告代言等服务型应用已实现批量订单，美国、中东、欧洲等海外地区也涌现出明确的采购需求。我们认为：(1)人形机器人商业化元年正式开启，订单浪潮正在倒逼产业扩大产能，交付能力成为企业争夺订单的关键，供应链成为制约产能的核心瓶颈。(2)机器人批量进入真实世界场景，加速智能化演进。在高频使用中，机器人将持续采集现实数据，助力算法优化和运控能力提升，尤其是在非结构化环境中应用，为未来 C 端泛社会化应用打下基础。

特斯拉引领，全球科技巨头加速产业落地

特斯拉从模型、数据、算力到芯片的完整 AI 体系，以及与其高度匹配的硬件供应链，智能化及大小脑融合水平全球领先。以特斯拉为标杆，国内外科技巨头加速追赶补齐短板，共同加速人形机器人产业落地：

(1) 华为：构建了包括盘古大模型、毕昇编译器、云平台在内的完备 AI 体系，我们认为分两种模式：①华为赋能：华为提供模型、算法、算力底座赋能，建立全球具身智能产业创新中心，并与优必选等企业合作。②华为“智选”：在自身生态体系逐渐完善的基础上，有望躬身入局人形机器人，可参照之前车的“智选”模式。近期机器人布局加速，增资极目机器 30 亿，申请注册“MATEROBOT”商标，哈勃入股千寻智能。

(2) 小米、小鹏：从智能汽车延伸至人形机器人，具备大模型研发、供应链集成及工厂落地的综合能力，并拥有自研 AI 体系。小米 CyberOne 计划分阶段在北京亦庄智能工厂投入产线；小鹏在 2025Q1 财报电话会议上表示，2026 年内推出面向工业和商业场景的人形机器人。

(3) 大疆：全球创新名片，2023 年底经营范围新增智能机器人。机器人基因根植于其创始团队和技术体系，飞控系统、智能驾驶等核心技术可迁移至机器人“大小脑”，大湾区 AI 和机电产业资源优势有望赋能。

(4) 苹果：具有 iOS 生态、自研芯片及生成式 AI 优势，近期机器人团队进行换帅和团队重组，战略重心向 AI 产品商业化倾斜，展示机器人布局加速的信号。

聚焦“共性关键技术”和核心卡位供应链

人形机器人量产进程加速，带动供应链的机会，聚焦有卡位优势的共性关键技术。(1) 操作系统：机器人运行“底座”，负责统一调度 AI 大模型、运控等软硬件。目前国内外企业齐头并进，东土科技于 5 月 29 日已发布鸿道机器人操作系统。(2) 总成：机器人关节运动核心，分为旋转和线性关节，目前具备量产交付能力的 Tier1 在国内。(3) 丝杠：具有技术收敛、高价值量及高壁垒属性，具备丝杠量产能力的公司集中在国内，聚焦真正具备丝杠规模化量产能力的供应商。(4) 减速器：旋转执行器核心部件，目前技术路线未收敛，国产机器人采用谐波&行星减速器方案。(5) 电机：最主要的动力来源，低温升、高能量密度、低能耗是未来方向，主要突破方向是电机结构设计、电磁线等。(6) 传感器：感知系统最重要元器件，我们认为线性执行器单向压力传感器有望首先放量，下一代技术趋势是温度和压力传感器，使电子皮肤可以感受到温度。(7) 设备：重点看好受益丝杠批量化生产的上游设备环节，首选螺纹磨床，其次是车床及校直设备。

受益标的

(1) 操作系统：受益标的：东土科技；(2) 总成：推荐标的：震裕科技，受益标的：拓普集团、三花智控；(3) 丝杠：推荐标的：五洲新春、震裕科技，受益标的：雷迪克，金沃股份；(4) 减速器：推荐标的：丰立智能、中大力德，受益标的：隆盛科技、双环传动、斯菱股份；(5) 电机：推荐标的：步科股份、雷赛智能，受益标的：长城科技；(6) 传感器：受益标的：安培龙、日盈电子、万通智控；(7) 设备：推荐标的：集智股份、秦川机床、恒锋工具，受益标的：浙海德曼。

风险提示：人形机器人产业发展不及预期、国产厂商入供进度不及预期。

【通信】DeepSeek R1 模型升级,GB300 季度末有望出货,继续看好 AIDC 算力产业链——行业周报-20250602

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

英伟达数据中心收入持续增长，GB300 季度末或将开始出货

2025 年 5 月 29 日，英伟达发布 FY2026 第一季度报告，公司实现营收 441 亿美元，持续创单季度历史新高，同比增长 69%，环比增长 12%；其中数据中心业务实现营收 391 亿美元，同比增长 73%，环比增长 10%，Blackwell 贡献近 70%的数据中心营收，Hopper 已完成过渡。主要的超大规模企业每周平均部署近 72000 个 Blackwell GPU，并且在本季度内有望进一步扩大产量。例如，微软已经部署了数万个 Blackwell GPU，预计将随着 OpenAI 作为其关键客户之一，或将扩大到数十万台 GB200。此外，GB300 样品已在主要 CSP 厂商开始测试，预计本季度晚些时候将开始商业生产出货。公司将持续通过软件优化提高 Blackwell 推理性能，增加模型吞吐量，预计未来，将会有

多个超 10GW 的英伟达 AI 项目出现。

DeepSeekR1 模型升级，云巨头陆续接入

5 月 29 日，DeepSeek 上线最新 DeepSeek-R1-0528 模型，模型思考、编程能力持续提升。据 CSDN 消息，DeepSeek-R1-0528 模型，在思维链推理方面表现更为结构化，逻辑性更强，在文本生成方面更有条理，在代码生成方面更为连贯，代码质量更高。在 LiveCodeBench 基准上，DeepSeek-R1-0528 性能几乎与 o3-mini (High) 和 o4-mini (Medium) 相当，并超越了 Gemini2.5Flash。5 月 29 日，字节跳动旗下火山方舟正式接入 DeepSeek-R1-0528 版本，提供超大规模并发支持；腾讯元宝、ima、搜狗输入法、QQ 浏览器等多款产品再次升级，接入 DeepSeekR1-0528 最新版本，推理能力大幅提升，代码水平更强，写作表现更有人味，格式更规范，推理思考更快并富有逻辑性，同时支持长时间思考。

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

【医药】重视 Pharma 估值重塑的机会——行业周报-20250602

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 刘艺（联系人）证书编号：S0790124070022

传统 pharma 再成长，创新+出海贡献增量

医疗合规化、产业内部调结构等多因素搅动下，近两年医药板块整体经营有所波动，但老龄化背景下未满足的临床需求快速增长、企业创新能力不断提升等长期产业趋势未曾变化，后续随着创新药驱动制药板块新周期、医疗合规常态化及集采政策优化，医药板块有望重回稳定增长。

2025 年政府工作报告明确提出优化药品集采，存量仿制药对板块影响边际减弱，受益创新药国内放量+出海驱动增长，叠加运营质量提升，多数制药公司业绩稳健，制药板块迎来商业化新周期。国内创新药企业正快速接轨全球，“license-out”不断涌现，商业化环境逐步改善，同时行业竞争格局在改善。当前，多数传统 pharma 创新+出海逐步迈入收获期，制药商业化新周期已来，创新+出海是个股成长的主要驱动力。传统 Pharma 稳定的业绩贡献使得研发投入具备可持续性，多数制药公司有望迎来产品兑现期；国内创新药企新药管线表现持续亮眼，传统 pharma 有望迎来多项重磅 BD 交易。同时，部分制药公司为细分领域的领先企业，行业增速稳健，竞争格局优良，我们认为，在具备稳健业绩的基础上储备优质创新药的制药公司有望持续受益，并有望迎来估值重塑。

5 月第 5 周医药生物上涨 2.21%，其他生物制品板块涨幅最大

2025 年 5 月第 5 周环保、医药生物等行业涨幅靠前，电力设备、汽车等行业涨幅靠后。本周医药生物上涨 2.21%，跑赢沪深 300 指数 3.3pct，在 31 个子行业中排名第 2 位。2025 年 5 月第 5 周多数板块处于上涨态势，本周其他生物制品板块涨幅最大，上涨 4.65%，化学制剂上涨 4.27%，医疗研发外包板块上涨 4.00%，疫苗上涨 2.06%，原料药上涨 1.58%，体外诊断上涨 1.12%，医疗耗材上涨 0.76%，血液制品上涨 0.74%医药流通上涨 0.70%；线下药店跌幅最大，下跌 2.69%。

推荐标的

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、行业竞争格局恶化等。

【地产建筑】中金中国绿发商业 REIT 正式获批，保障房 REITs 表现持续优异——行业周报-20250602

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

中金中国绿发商业 REIT 正式获批，保障房 REITs 表现持续优异

2025 年第 22 周，中证 REITs（收盘）指数为 868.35，同比上涨 8.85%，环比下跌 0.1%；中证 REITs 全收益指数 1090.07，同比上涨 16.77%，环比上涨 0.03%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 5.41 亿份，同比增长 58.65%；成交额达 23.81 亿元，同比增长 74.69%；区间换手率 2.79%，同比增长 1.45%。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+0.18%、-0.37%、-0.02%、-1.16%、-0.59%、+0.45%、-0.16%；一月涨跌幅分别为+5.73%、-0.85%、+2.21%、+1.46%、+5.31%、+1.87%、+6.17%。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。

华能国际拟开展 REITs 申报工作，中金中国绿发商业 REIT 正式获批

华能国际电力以公司全资附属公司华能青岛热电有限公司拥有的华能董家口热电联产项目及新上锅炉项目作为基础设施公募 REIT 的底层资产申请，于上交所公开发行并上市公开募集基础设施证券投资基金。中金中国绿发商业资产封闭式基础设施证券投资基金获得证监会准予注册批复及深交所无异议函。中金中国绿发商业 REIT 首次发行拟投资的基础设施资产为领秀城贵和购物中心，领秀城贵和购物中心位于山东省济南市市中区，合计建筑面积达到 20.09 万平方米。

一周行情：保障房 REITs 单周上涨 0.18%，单月累计上涨 5.73%

2025 年第 21 周，中证 REITs（收盘）指数为 868.35，同比上涨 8.85%，环比下跌 0.1%，2024 年年初至今累计上涨 14.79%，同期沪深 300 指数累计上涨 11.92%，累计超额收益+2.87%；中证 REITs 全收益指数 1090.07，同比上涨 16.77%，环比上涨 0.03%，2024 年年初至今累计上涨 26.49%，同期沪深 300 指数累计上涨 11.92%，累计超额收益+14.57%。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+0.18%、-0.37%、-0.02%、-1.16%、-0.59%、+0.45%、-0.16%；一月涨跌幅分别为+5.73%、-0.85%、+2.21%、+1.46%、+5.31%、+1.87%、+6.17%。

一级跟踪：14 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 22 周，共有 14 只 REITs 基金等待上市，本周中银中外运仓储物流封闭式基础设施证券投资基金首发申请已通过，中金唯品会奥特莱斯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。

【地产建筑】新房成交面积环比增长，杭州土拍市场火热——行业周报-20250602

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：新房成交面积环比增长，杭州土拍市场火热

本周我们跟踪的 68 城新房成交环比增长，同比下降，20 城二手房成交面积环比下降，同比下降。土地成交面积环比下降，同比下降，溢价率环比增长。国内信用债发行规模环比增长。央行发布 2025 年一季度金融机构贷款投向统计，房地产贷款增速回升，人民币房地产贷款余额 53.54 万亿元，同比增长 0.04%，增速比 2024 年年末高 0.2 个百分点，一季度增加 6197 亿元。杭州迎来 1 宗拱墅区康桥单元住宅用地出让，用地性质为住宅用地，土地出让面积 26351m²，规划建筑面积 57972.2m²，总价 13.74 亿元，成交楼面价 23707 元/m²，溢价率 40.33%。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。

一季度房地产贷款余额同比增长，重庆发布住房优惠政策

中央层面：央行：央行发布 2025 年一季度金融机构贷款投向统计，房地产贷款增速回升，人民币房地产贷款余额 53.54 万亿元，同比增长 0.04%，增速比上年末高 0.2 个百分点，一季度增加 6197 亿元。

地方层面：重庆：重庆市住房和城乡建设委员会联合重庆市财政局、中国人民银行重庆市分行发布《关于更好满足住房消费需求巩固房地产市场稳定态势的通知》，重庆发布六项措施满足住房消费需求，包括换购住房补贴、优化贷款政策等，旨在进一步满足住房消费需求，巩固房地产市场稳定态势。

市场端：土地成交面积环比下降，杭州土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025 年第 22 周，全国 68 城商品住宅成交面积 280 万平米，同比下降 19%，环比增加 2%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 5196 万平米，累计同比下降 5%。2025 年第 22 周，全国 20 城二手房成交面积为 199 万平米，同比增速-4%，前值+4%；年初至今累计成交面积 4328 万平米，同比增速+13%，前值+14%

投资端：2025 年第 22 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 3144 万平方米，成交土地规划建筑面积 1825 万平方米，同比下降 9%，成交溢价率为 10.1%。

杭州：杭州迎来 1 宗拱墅区康桥单元住宅用地出让，用地性质为住宅用地，土地出让面积 26351 m²，规划建筑面积 57972.2 m²，由杭州浙群置业有限公司以总价 13.74 亿元竞得，成交楼面价 23707 元/m²，溢价率 40.33%。

融资端：国内信用债发行规模环比增长

2025 年第 22 周，信用债发行 49.1 亿元，同比减少 58%，环比增加 14%，平均加权利率 1.94%，环比减少 17BP。信用债累计发行规模 1523.3 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。

【非银金融】港交所受益于资产端扩容，券商定增有松绑迹象——行业周报-20250602

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

周观点：港交所受益于资产端扩容，券商定增有松绑迹象

近期多家 A 股龙头公司登陆 H 股上市，A 股龙头公司积极赴港上市和优质中概股回流港股市场，有望带动港股市场资产端扩容，提升港股市场交易活跃度，推荐持续受益于港股市场活跃度提升和 IPO 扩容的香港交易所。继续推荐盈利稳健增长、高股息率的江苏金租。21 世纪经济报道报道，继天风证券、南京证券之后，近期中泰证券定增获上交所受理，近期更新定增进展的 3 家券商，有两个共同点：一是定增发行对象均包含各自的控股股东；二是募资投向更加聚焦与“服务实体经济”相关的业务板块。

券商：证券公司迎金融“五篇大文章”专项评价，券商定增有松绑迹象

(1) 本周日均股基成交额 1.31 万亿，环比-5.6%，5 月日均股基成交额 1.44 万亿，环比-3.6%，同比+50%。(2) 据 21 世纪经济报道，记者从多家券商处了解到，为促进行业功能发挥，中证协正在研究制定《证券公司做好金融“五篇大文章”专项评价办法（试行）》，并于日前向券商下发相关通知，要求于 6 月 8 日前完成全部报送。上述“评价办法”打分构成为基础分 100 分、附加项 5 分，其中科技金融部分占比最重，分数高达 50 分。监管导向券商通过股权、并购重组和债券等方式为科技型企业提供融资支持。(3) 5 月 28 日中泰证券公告，上交所受理了公司不超过 60 亿定增事项，公司控股股东枣矿集团拟认购本次增发股份的 36.09%。此外，南京证券 5 月 17 日公告定增事项获上交所受理。(4) 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：LPR 和存款利率调降促进负债端成本进一步调降

(1) 5 月 20 日新一期贷款市场报价利率（LPR）出炉，1 年期和 5 年期以上 LPR 均下降 10 个基点，1 年期 LPR 降至 3%，5 年期以上 LPR 降至 3.5%。与此同时，国有大行和多家股份制银行宣布下调存款利率，其中 5 年期利率下调 25 个基点。5 年期 LPR 和存款利率调降利于保险产品预定利率研究值跟随下降，2 季度利率研究值进一步调降有望带动保险行业再次下调预定利率，利于降低负债成本。(2) 从全年展望看，下半年新单基数较高，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，低估值寿险标的受益于公募基金基准回补。

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。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（5 月第 5 周）：绿能慧充联合投标项目完成公示，亿维特获得精工科技、英搏尔入股——行业周报-20250602

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

绿能慧充联合投标项目完成公示，亿维特获得精工科技、英搏尔入股

低空物流、文旅等场景加快推进。物流方面，5 月 30 日，郑州航空港区启动常态化低空物流试飞，顺丰携手丰羽顺途开展城乡配送航线；5 月 23 日，重庆市发展改革委公示重庆市 2025 年第一批低空经济应用场景机会清单和能力清单，重点围绕超大城市现代化治理、低空货运物流两大领域。5 月 29 日，绿能慧充表示子公司中创航空与中国邮政速递物流股份有限公司联合投标的某部运输无人机租赁服务采购项目已完成公示。同日，广联航空表示，公司为白鲸航线其重要合作伙伴，已承担该机型部分工艺装备研发、复材零件制造、金属零件加工及部段铆接装配等工作。文旅方面，5 月 25 日，新疆出台《新疆维吾尔自治区文化和旅游产业集群发展规划（2025-2030 年）》，明确培育布局低空旅游产业。农用领域，5 月 27 日，顺威股份与与极飞科技签署低空经济合作协议，开发

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

农业无人机等产品。此外，5月26日，亿维特获精工科技、英搏尔入股，其中，精工科技持股约3.5%、英搏尔持股约2.3%。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：低空物流相关标的表现优异

5月26日-5月30日低空经济A股相关标的平均涨跌幅为+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%。

御风未来获中航租赁100架eVTOL订单，沃飞公布CCAR-135运行合格证

5月26-28日，御风未来展示2吨级eVTOLM1真机，并与中航租赁签署100架意向订单，金额超10亿元。5月26日，沃飞长空公布其CCAR-135运行合格证，成为首家具备短途不定期载客资质的eVTOL制造商，AE200进入PC审查阶段。

芜湖湾沚集中开工10个低空产业项目，地铁设计中标地铁无人机项目

5月25日，芜湖湾沚区发布，集中开工10个低空产业项目，涵盖无人机整机、钛铝合金材料、电池系统组装、低空运营等，投资总额达35.38亿元。5月30日，创远信科中标低空空域智能通信系统关键设备项目，金额115万元。同日，地铁设计中标“长沙地铁6号线保护区无人机巡查服务项目”。

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：继续看好AI板块机会——行业周报-20250601

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

市场回顾：本周（2025.5.26-2025.5.30），沪深300指数下跌1.08%，计算机指数上涨1.77%。

周观点：继续看好AI板块机会

（1）DeepSeek-R1更新，模型思维深度和推理能力显著提升

5月29日，DeepSeek宣布DeepSeek-R1模型更新。更新后的R1模型在数学、编程与通用逻辑等多个基准测评中取得了当前国内所有模型中首屈一指的优异成绩，并且在整体表现上已接近其他国际顶尖模型，如o3与Gemini-2.5-Pro。新版DeepSeekR1针对“幻觉”问题进行了优化，更新后的模型在改写润色、总结摘要、阅读理解等场景中，幻觉率降低了45~50%左右。更新后的R1模型针对议论文、小说、散文等文体进行了进一步优化，能够输出篇幅更长、结构内容更完整的长篇作品。此外，DeepSeek-R1-0528支持工具调用，在前端代码生成、角色扮演等领域的能力均有更新和提升。DeepSeek作为国产大模型标杆，其能力不断升级，有望推动国内应用端加速繁荣。

（2）无人驾驶在物流、煤矿等场景已开启商业化落地，有望加速应用推广

无人驾驶已成为产业趋势，一方面，5月27日，九识智能通过工厂直播正式发布全新E系列无人物流车平台及首款车型E6，E系列首款车型E6正式售价19800元，同时创新推出行业颠覆性的FSD（完全智能驾驶）月度订阅服务，低至1800元/月，开启智能物流新时代。此外，特斯拉计划在6月12日在德克萨斯州奥斯汀启动Robotaxi服务；另一方面，国家邮政局举行新闻发布会，介绍了《国家邮政局关于加快邮政业科技发展的意见》相关内容，提出，向客户服务、生产运营、安全管理等应用场景，要打造人工智能+邮政业标杆产品。我们认为无人驾驶在物

流、环卫、煤矿等特定场景已经开启了商业化落地，有望加速应用推广。

投资建议

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、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、博彦科技、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。

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。

无人驾驶领域受益标的包括北路智控、通行宝、中邮科技、智莱科技、数字政通、科捷智能等。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【公用事业】水电商业模式稳定，低利率时代价值凸显——行业投资策略-20250531

周磊（分析师）证书编号：S0790524090002

收入：来水情况短期存在波动，市场化电价影响有限

（1）上网电量受到装机容量与来水影响。常规水电装机增长空间有限；新能源有望打造水电企业第二增长曲线。2023 年下半年起来水转丰，主要水库蓄水至历史较高水位，短期内水电利用小时数具备支撑；同时，随着各流域梯级电站开发逐渐完备，利用大型调节水库的调节能力以及梯级水库联合调度的协同优势，水能利用率有望持续提高。（2）上网电价可分为非市场化电价与市场电价。非市场化电价短期内较为稳定。2025 年市场化电价回落对水电企业影响相对有限，水电大省四川、云南省内电力需求有望为省内市场化电价提供支撑。整体来看，多数省份水电收入端仍具备较强的稳定性。

成本：资产负债率改善，固定资产折旧陆续到期，营业成本逐年下降

（1）折旧在营业总成本中约占 40%，而电站实际使用寿命或远高于其折旧年限。挡水建筑折旧年限约 50 年，机器设备折旧年限约 20 年；2023 年前后三峡电站 9#-26#机组机器设备将陆续折旧到期，有望释放利润约 21.23 亿元。（2）财务费用约占水电营业总成本的 20%。水电企业现金流充沛，随着电站建设期贷款逐渐偿还完毕，企业资产负债率有望逐步改善；同时，2014 年至今 1 年期 LPR 经历多轮下调，水电企业债务成本边际改善。随着水电项目运营时间变长，营业成本将逐渐下降，陆续释放利润空间，水电资产是时间的朋友。

投资价值：大水电资源稀缺，现金分红稳定

重视股东回报，现金分红持续稳健增长，水电资产“类债券”属性逐渐强化。

2013-2017 年，利润增长和股利支付率提升共振，推动第一轮行业分红增长；2017-2023 年，股利支付率提升主导第二轮分红增长；2024 年来水持续好转，水电行业全年实现归母净利润 563.21 亿元，同比增长 17.3%；现金分红 347.81 亿元，同比增长 12.6%，股利支付率 61.8%。水电板块穿越周期，强化公用事业属性。2006-2008 年、2015-2016 年两轮大级别市场周期中，水电板块都表现出较强的相关性；2017-2018 年水电板块与市场周期的相关性减弱；2019 年至今的本轮周期中，水电板块穿越市场周期，实现较高相对收益。以 2019 年第一个交易日为基准，截至 2025 年 5 月 30 日，沪深 300 收益率为 29.32%，水力发电指数收益率为 107.93%，超额收益率 78.61%。

投资建议：低利率环境下重视水电作为盈利稳定、低波动率品种的配置价值

重点配置优质大型水电，关注区域水电机会。受益标的：（1）优质大型水电企业：长江电力、华能水电、国投电力、川投能源；（2）区域水电企业：桂冠电力、黔源电力、湖北能源、三峡水利、湖南发展、韶能股份等。

风险提示：来水不及预期风险；市场化电价波动风险；商业模式变化风险；政策和技术风险。

【煤炭开采】煤炭供给最重要变量：疆煤受价降而减量——行业点评报告-20250530

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

4月新疆煤炭生产环比明显减量，Q1疆煤铁路外运量同比下降

2025年初以来，国内煤炭市场供应结构偏宽松，煤炭价格持续走低，并对产业链形成一定冲击，从坑口开采到终端贸易，企业利润空间受到多重挤压，导致自4月以来国内原煤产量出现环比下滑。2025年4月中国原煤产量38931万吨，较3月份减少5127万吨，环比-11.6%，其中作为当前国内煤炭产量主要增量的新疆产地，其原煤产量环比下降幅度较大，2025年4月新疆原煤产量3923.9万吨，较3月份减少1222.7万吨，环比下降23.8%。从疆煤外运情况来看，2025年1-3月新疆铁路疆煤外运量累计2201万吨，同比-3.5%；据中国煤炭市场网数据，2025年1月以来新疆国有重点煤矿煤炭铁路发运量出现明显环比下滑，其中1-4月发运量分别环比-9.5%/-9.2%/-6.8%/+3.4%。

疆煤价格随港口价格下跌，外运经济性减弱或影响疆外煤炭供给

2025年以来国内煤价持续走弱，2025年1-5月秦皇岛港山西产动力末煤平仓价各月平均为761/730/677/661/620元/吨（其中5月数据以截至最新公布数据进行计算，下同），环比-3%/-4.1%/-7.2%/-2.4%/-6.2%，新疆煤炭坑口价格亦出现明显回落，以哈密地区动力煤坑口价为例，1-5月各月平均为408/400/388/377/337元/吨，环比-0.9%/-1.9%/-3%/-2.9%/-1.9%。新疆2024年原煤产量5.4亿吨，其中近1.4亿吨外运由其他省份消纳，但由于煤炭出疆运距较长，故外运量受外运经济性的影响较大。我们选取哈密、大同、榆林及鄂尔多斯四地，分别计算四地坑口动力煤铁路发运至兰州、重庆、银川、秦皇岛港的终端市场成本（不考虑装卸费等其他费用），计算得当前哈密产地动力煤发运至兰州较大同、榆林及鄂尔多斯产地具有经济性，发运至银川较大同产地具有经济性但较榆林、鄂尔多斯不具有经济性，而发运至重庆、秦皇岛港较大同、榆林及鄂尔多斯产地皆不具有经济性。在疆煤外运经济性走弱的情况下，疆煤外运量或有受限，从而进一步影响疆外煤炭供给。

新疆原煤产能持续扩张，煤化工产能同步增长有望消纳煤炭产能增量

据我们不完全梳理，2025年新疆准东五彩湾四号露天矿等矿井将陆续投产，预计2025年新疆原煤产能增加2000万吨以上。2024年新疆原煤产量5.4亿吨，据新疆煤炭交易中心预测，预计2025年新疆煤炭产量继续保持增长态势，有望达到5.7亿吨，而据经济观察报信息，“十五五”期间新疆煤炭产量或超过陕西省（2024年陕西省原煤产量为7.8亿吨）。未来新疆将重点发展煤制油、煤制天然气、煤制烯烃、特大型高效煤电以及少量煤制化肥项目，据我们不完全梳理（详见团队于2025年1月24日发表的深度报告《新疆煤炭迎黄金发展，“煤电化”全产业链显著受益》），目前新疆新投产/在建/拟建煤电、煤炭分级提质、煤制油、煤制气、煤制烯烃、煤制乙二醇项目预计将额外带动3.67亿吨左右的疆煤需求，其中煤化工将有望带动2.78亿吨疆煤需求，未来疆煤或仍以就地转化为主。

投资建议：疆煤外运减量利好国内煤价企稳，否极泰来重视煤炭配置

近期港口煤价边际企稳，截至2025年5月28日秦皇岛港山西产Q5500动力末煤已连续7日维持在611元/吨，且伴随供需存基本面形势好转及政策端严格维护电煤中长期合同履约，现货与770元/吨长协的倒挂也将带来煤价的反弹修复。当前煤炭板块公募持仓处于低位，随着基本面好转，有望带来情绪修复，叠加险资在6-7月存在分红的OCI记账收益，建议关注板块整体投资机会。多维度受益标的：动力煤稳健标的【中国神华、陕西煤业、中煤能源、新集能源】、动力煤弹性标的【兖矿能源、晋控煤业、山煤国际】、焦煤反弹博弈标的【平煤股份、淮北矿业】。

风险提示：煤炭产量超预期增长、火电发电量下降、进口煤量超预期增加。

【医药】PD-1/VEGF双抗有望成为千亿美金市场的基石用药——行业深度报告-20250530

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002

PD-1/VEGF 双抗有望成为千亿美金市场的基石用药选择

在 PD-(L)1 迭代研发浪潮的推动下，兼具增效与减副潜力的“双靶点免疫疗法”逐渐成为突破单抗瓶颈的焦点。其中，PD-(L)1/VEGF 双抗赛道由康方生物 III 期头对头 K 药的大获成功点燃赛道热情。

PD-1/VEGF 双抗药物有望逐步迭代 PD-(L)1 单抗市场，预计至 2028 年全球市场规模近 700 亿美金。根据已在各公司历年财报中披露的 PD-(L)1 单抗药物销售额计算，全球 PD-(L)1 市场规模于 2024 年达 525 亿美金，同比 2023 年增长 12.3%。2021-2024 年市场复合增速为 16%，且鉴于全球 PD-(L)1 单抗市场已进入成熟期（同比增速逐年放缓），故假设 2025-2028 年 PD-(L)1 市场以 8% 复合增速增长，预计到 2028 年约有超 700 亿美金的市场规模。

PD-1/VEGF 双抗联用 ADC 探索更广泛适应症，有望逐步打开市场天花板。BioNTech/普米斯在 IO+ADC 赛道积极布局，截至 2025 年 5 月，BioNTech 已开展联合 TROP2ADC/B7H3ADC/HER2ADC 的四项 I/II 期临床试验，预计未来将继续探索与 HER3ADC 的联合方案。ADC 市场规模近年来呈现快速增长，2024 年全球 ADC 药物市场规模达 145 亿美元。2021-2024 年市场复合增速为 40%，且鉴于全球 ADC 单抗市场正处于快速发展阶段，故假设 2025-2028 年 ADC 市场以 35% 复合增速增长，预计到 2028 年约有超 550 亿美金的市场规模。

国产创新药主导 PD-1/VEGF 双抗赛道，展现优异治疗潜力

截至 2025 年 5 月 16 日，全球共有 14 款 PD-(L)1/VEGF 双抗进入临床阶段，多为国产创新药，且有多款药物已经以重磅交易 BD 出海。其中康方生物的依沃西单抗率先于 2024 年 5 月在中国获批，也是目前唯一获批的 PD-1/VEGFA 双抗。普米斯（BioNTech）的 PM8002 进度全球第二，已于 2024 年在中美开展多个 II/III 期及 III 期临床试验。三生制药的 SSGJ-707 于 2025 年 5 月 16 日获批开展中国注册 III 期临床试验。除了 PD-1/VEGF 双抗，多家公司已经提前布局 PD-(L)1/VEGF 三抗。神州细胞和普米斯（BioNTech）除了布局双抗产品，PD-1/VEGF/TGFB 三抗产品也已进入临床阶段。

投资建议

PD-(L)1/VEGF 双抗作为有望迭代 PD-(L)1 单抗市场的下一代 IO 基石药物，后续与 ADC/TCE 等联用将持续拓宽市场空间。截至 2025 年 5 月，MNC 中仅辉瑞和默沙东通过引进布局此赛道，后续随着数据的不断成熟及联合应用潜力的不断验证，中国其他早期 PD-(L)1/VEGF 双抗也将有机会 BD 出海。目前 PD-(L)1/VEGF 双抗赛道景气度不断提高，相关标的有望持续受益。

受益标的：三生制药、康方生物、宜明昂科、神州细胞、君实生物、天士力、荣昌生物、嘉和生物、基石药业、华东医药等。

风险提示：药物临床研发失败、药物安全性风险、行业竞争格局恶化等。

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