

晨会纪要

数据日期: 2025-05-29	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3363.44	10127.20	3858.69	11450.91	2829.30	986.30
涨跌幅度(%)	0.70	1.23	0.58	1.36	1.96	1.61
成交金额(亿元)	4537.41	7316.80	2094.59	2778.34	3366.45	178.67

晨会主题

【常规内容】

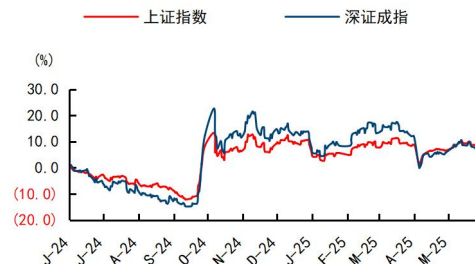
宏观与策略

固定收益投资策略: 2025年下半年债券投资策略: 票息为主, 积极持券
固定收益周报: 政府债务周度观察-5月政府债净融资近1.5万亿
策略专题: 主题投资月度观察(2025年第5期)-全球AI跃进与中国硬科技突围

行业与公司

化工行业快评: 氯虫苯甲酰胺行业快评-行业供给突发受限, 杀虫剂价格有望出现阶段性上涨
行业周报: 制造成长周报(第15期)-Figure机器人完成连续20H产线轮班, 宇树机器人完成720度回旋踢
拼多多(PDD.O) 海外公司财报点评: 投入加大叠加关税影响, Q1业绩承压
联想集团(00992.HK) 海外公司财报点评: 全年业绩稳步增长, AI PC+手机+服务器三轮发力
BOSS直聘(BZ.O) 海外公司财报点评: 经营提效业绩兑现良好, 收款增速环比提速释放积极信号
美团-W(03690.HK) 海外公司财报点评: 一季度核心主业增长亮眼, 阶段增加投入稳固经营根基

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 05月30日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	23573.38	1.35

基金指数 05月30日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3247.44	-0.01
股票基金指数	9879.74	-0.07
混合基金指数	9139.46	-0.16

汇率 05月30日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.13	0.64
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.84	0.04
美元兑日元	144.18	-0.45

非流通股解禁 05月30日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
宁波银行	7581.90	95.06	2025-05-16
新点软件	15651.92	100.00	2025-05-16
华兰股份	3782.78	100.00	2025-04-30
深城交	8400.00	100.00	2025-04-28
中科微至	6660.00	100.00	2025-04-28
戎美股份	16800.00	100.00	2025-04-28
成大生物	22766.37	100.00	2025-04-28
汇宇制药-W	11406.67	100.00	2025-04-28

【常规内容】

宏观与策略

◆ 固定收益投资策略:2025 年下半年债券投资策略：票息为主，积极持券

国内经济企稳的主要动因是政府加杠杆

托底经济；

下半年政府债券融资增速边际减弱；

贸易战不确定依然存在，我国政策应对以稳为主；

没必要恪守“5%”的目标；

降准降息依然可期；

债券：票息为主，积极持券；

大幅调整风险不大，安心持券；

以高票息应对时间的不确定性：久期+信用；

风险点： 川普态度的多变性； u积极财政政策超预期；

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、李智能（S0980516060001）、田地（S0980524090003）、季家辉（S0980522010002）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益周报:政府债务周度观察-5 月政府债净融资近 1.5 万亿

国债净融资+新增地方债发行第 21 周（5/19-5/25）3566 亿，第 22 周（5/26-6/1）1816 亿。截至第 21 周（5/19-5/25）广义赤字累计 4.5 万亿，进度 37.7%，超去年同期。

政府债净融资第 21 周（5/19-5/25）3861 亿，第 22 周（5/26-6/1）1374 亿。截至第 21 周（5/19-5/25）累计 6.2 万亿，超出去年同期 3.9 万亿，主要是置换隐债专项债和国债发行较快。5 月政府债净融资接近 1.5 万亿，预计将继续对财政支出形成较强支撑。

国债第 21 周（5/19-5/25）净融资 2435 亿，第 22 周（5/26-6/1）0 亿。截至第 21 周（5/19-5/25）累计 2.7 万亿，进度 40.2%。

地方债净融资第 21 周（5/19-5/25）1426 亿，第 22 周（5/26-6/1）1374 亿。截至第 21 周（5/19-5/25）累计 3.5 万亿。

新增一般债第 21 周（5/19-5/25）55 亿，第 22 周（5/26-6/1）236 亿。截至第 21 周（5/19-5/25）累计 3274 亿，进度 40.9%。

新增专项债第 21 周（5/19-5/25）1076 亿，第 22 周（5/26-6/1）1560 亿。截至第 21 周（5/19-5/25）累计 1.5 万亿，进度 33.5%，超过去年同期。特殊新增专项债已发行 2424 亿，土地储备专项债已发行 1008 亿。

特殊再融资债第 21 周（5/19-5/25）251 亿，第 22 周（5/26-6/1）50 亿。截至第 21 周（5/19-5/25）累计 1.6 万亿，发行进度 81%。

城投债第 21 周（5/19-5/25）净融资-159 亿，第 22 周（5/26-6/1）预计-152 亿。截至本周城投债余额约 10.5 万亿。

风险提示：数据统计误差，实际发行与计划差异较大。

证券分析师： 董德志（S0980513100001）

联系人： 王奕群

◆ 策略专题:主题投资月度观察(2025 年第 5 期)-全球 AI 跃进与中国硬科技突围

海外科技映射：（1）OpenAI 收购苹果前设计团队：将以 65 亿美元收购前苹果首席设计师乔尼·艾维创立的 AI 硬件公司 io，2026 年推出非替代手机的全新 AI 设备，减少屏幕依赖。（2）谷歌 AI 生态升级：谷歌在 I/O 大会上进一步扩展了其 AI 产品生态，发布 Gemini 2.5 Pro 和 Flash 模型，Veo 3 视频生成、Imagen 4 图像模型。（3）微软地球系统 AI 模型 Aurora：微软推出的 AI 模型 Aurora 是一款突破性的地球系统 AI 预报模型，计算速度较传统模型快 5000 倍，极端天气预测精度超 7 个国际气象中心。（4）Anthropic 发布 Claude 4 系列：包含旗舰版 Claude Opus 4 和普适版 Claude Sonnet 4，Opus 4 在编码测试 SWE-bench 达 72.5%，Sonnet 4 实用性提升，AI 智能体能力突破。（5）中东 AI 算力基建加速：沙特 HUMAIN 获英伟达 1.8 万枚芯片建 500MW 数据中心；阿联酋与 OpenAI 建 5GW 沙漠数据中心。

国内热门主题：（1）小米发布自研 SoC 芯片玄戒 01，采用第二代 3nm 制程工艺，综合性能强、能效高，小米 15S Pro 和小米平板 7 Ultra 均搭载该芯片。小米这 5 年来研发投入 1020 亿元，2025 年预计达 300 亿元。（2）MiniMax Speech 02 超越 OpenAI 等顶尖模型，实现零样本语音克隆，采用创新 Flow-VAE 架构提升语音真实感与自然度。（3）腾讯云发布智能体开发平台 TCADP，混元大模型全面升级，集成 RAG 技术等，支持企业快速开发智能体。（4）中国成功发射全球首个太空计算星座“三体计算星座”首批 12 颗计算卫星，开启太空 AI 与算力新时代。（5）印巴冲突成为“中系”装备“买家秀”：印巴冲突中巴基斯坦使用中国歼-10C 战斗机及配套霹雳-15E 导弹，受此影响中国 A 股军工板块集体上涨，尼日利亚等国高官访华表达采购意向。（6）AgiBot 全球技术挑战赛与 CMG 机甲格斗擂台赛双赛同启，推动机器人技术发展与应用。（7）本源量子计算科技推出“本源天机 4.0”，实现 500+ 量子比特支持，这一突破表明我国量子计算产业已实现可复制、可迭代的工程化生产能力，为百比特级量子计算机量产奠定了产业化基础。（8）昆仑万维发布天工超级智能体，开启 AI Office 智能体新时代，此次发布的核心是天工超级智能体的“文档”、“PPT”和“表格”三大专家智能体，均集成了天工自研的 deep research 能力。

国内政策关注：（1）《中华人民共和国民营经济促进法》施行，是我国第一部专门关于民营经济发展的基础性法律，确立多项重要原则，推动民营经济持续、健康、高质量发展。（2）中国证监会修订后公布实施《上市公司重大资产重组管理办法》，建立简易审核程序等，增强市场信心、激发并购活力，推动上市公司高质量发展。（3）八部门联合印发《支持小微企业融资的若干措施》，从增加融资供给等 8 个方面提出 23 项工作措施，改善小微企业、个体工商户融资状况。（4）科技部等七部门联合发布《加快构建科技金融体制 有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》，围绕创业投资等 7 个方面提出 15 条举措，为重点领域科技创新提供金融支撑。（5）工信部等九部门联合印发《关于加快推进科技服务业高质量发展的实施意见》，明确要求壮大服务主体、优化发展生态、提升服务能力，推动科技服务业规模增长和质效提升。

风险提示：（1）地缘政治博弈加强市场不确定性；（2）颠覆性技术商业化落地存在不确定性；（3）文中所提及的上市公司仅做统计汇总，不形成投资建议

证券分析师：王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

行业与公司

◆ 化工行业快评：氯虫苯甲酰胺行业快评-行业供给突发受限，杀虫剂价格有望出现阶段性上涨

事项：据新华社报道，2025 年 5 月 27 日 11 时 57 分左右，高密市友道化学有限公司一车间发生爆炸事故。经各级组织力量全力搜救，截至当日 19 时 25 分，事故造成 5 人死亡，6 人失联，19 人轻伤。根据《重大事故查处挂牌督办办法》，国务院安委会决定对该起事故查处实行挂牌督办。据百川盈孚及友道化学官网，其建设有 1.1 万吨/年氯虫苯甲酰胺产能，国内产能占比约 41%。

国信化工观点：1）氯虫苯甲酰胺是全球第一大杀虫剂，其化合物专利于 2022 年过期，近些年国内规划大量氯虫苯甲酰胺原药产能，但受制于中间体 K 胺的供应及原药价格持续下行影响，前期规划产能并未全部进入建设阶段，或建设进度放缓。此次突发爆炸事故后，氯虫苯甲酰胺价格有望出现阶段性上涨。

2) K 胺是氯虫苯甲酰胺最关键的原材料,而 K 胺制备过程中涉及硝化反应,危险系数高,目前只有少数生产厂家建设/规划,后续硝化工艺全流程自动化改造工作有望加快推进。3) 目前氯虫苯甲酰胺的主要竞品有溴氰虫酰胺、茚虫威、乙基多杀菌素、甲维盐、阿维菌素、杀虫单、杀虫双、部分菊酯类杀虫剂等,若氯虫苯甲酰胺价格短期内出现暴涨,则会使得替代品的需求提升。4) 今年以来,农药行业的库存周期基本接近尾声,行业供给秩序逐步恢复,农药出口数量持续增长,国内外需求表现良好,供应过剩是压制农药价格的核心原因,此次爆炸事故有望成为下一轮农药周期复苏的拐点。

证券分析师: 杨林 (S0980520120002)

联系人: 王新航

◆ 机械行业周报:制造成长周报(第 15 期)-Figure 机器人完成连续 20H 产线轮班,宇树机器人完成 720 度回旋踢

行业动态:人形机器人-5 月 20 日,逐际动力发布 TRON 1;5 月 20 日,智元机器人开源 EVAC 框架与 EWM Bench 评测基准;5 月 22 日,Figure 在宝马 X3 生产线上完成了连续 20 小时的轮班;5 月 22 日,智元机器人新发布证券事务主管招聘启事;5 月 23 日,宇树机器人复刻李小龙 720 度回旋踢;5 月 23 日,前 4 月智能机器人销售额同比大增超八成;5 月 24 日,智元机器人完成新一轮融资;AI 基建-5 月 19 日,英伟达将在法国建设 1.4GW 数据中心园区;5 月 22 日,阿里巴巴表示将战略级投入打造全球云计算一张网;低空经济-5 月 19 日,4 月份智能无人飞行器制造行业增加值增长 74.2%;5 月 23 日,2025 第九届世界无人机大会在深圳举行。

政府新闻:人形机器人-5 月 19 日,习总书记到洛阳轴承厂进行考察;5 月 20 日,浙江省人民政府印发《关于支持人工智能创新发展的若干措施》。

公司动态:人形机器人-5 月 21 日,景业智能无人机和四足机器人圆满完成核电站试运行作业;5 月 21 日,小鹏汽车将于 2026 年内推出面向工业和商业场景的人形机器人;5 月 21 日,浙江荣泰拟投资 2000 万元设立全资子公司推进机器人业务;5 月 22 日,浙江万里扬机器人科技有限公司成立。3C 设备-5 月 24 日,奕瑞科技拟扩产硅基 OLED 微显示背板产能。

热点事件点评:5 月 22 日,Figure 在宝马 X3 生产线上完成了连续 20 小时的轮班,重点关注人形机器人在工业场景落地的进展情况。人形机器人在应用场景大规模推广的难点在于机器人能力与场景需求的适配情况,以及机器人的成本,机器人能力角度看核心点有故障率、效率、续航、使用寿命等。Figure 在汽车生产线上完成连续 20 小时轮班作业,成为全球首例实现工业场景超长时稳定作用的机器人,机器人在场景应用的实际能力提升也意味着商业化进展落地的加快。

本周重点关注标的-龙溪股份、金帝股份、奕瑞科技、应流股份、鼎阳科技。

行业投资观点

1、人形机器人:从价值量和卡位上把握空间及确定性(优选 T 链供应商&实力强卡位好的公司),从股票弹性上重点寻找增量环节,重点关注:1) 关节模组:【恒立液压】【汇川技术】【震裕科技】【蓝思科技】;2) 灵巧手:【雷赛智能】【蓝思科技】等;3) 减速器环节:【绿的谐波】【金帝股份】;4) 丝杠环节:【恒立液压】【绿的谐波】【震裕科技】;5) 关节轴承+连杆:【龙溪股份】;6) 电机环节:【雷赛智能】【伟创电气】【步科股份】【星德胜】等;7) 本体及代工:【蓝思科技】【中坚科技】【永创智能】【博众精工】;8) 传感器:【汉威科技】;9) 设备:【博众精工】【秦川机床】;10) 其他:【德马科技】【奥普特】【国机精工】【东华测试】等。

2、AI 基建:AI 需求拉动数据中心资本开支持续增长,燃气轮机和冷水机组等环节将充分受益,重点关注【汉钟精机】【冰轮环境】【应流股份】【豪迈科技】【联德股份】【同飞股份】。

3、自主可控-国产化率低:通用电子测量仪器重点关注【普源精电】【鼎阳科技】【优利德】,其他关注【川仪股份】等;光刻机真空镀膜设备重点关注【汇成真空】。

4、低空经济:低空经济产业进展迅速基建先行,全国低空交通“一张网”项目启动,统一标准构建空管网络,整机和核心零部件(发动机/电机)会是产业发展核心环节,重点关注【应流股份】【宗申动力】等。

5、智能焊接机器人：智能焊接在钢结构行业已开始从 0 到 1 放量，长期来看智能焊接机器人市场近千亿元，重点关注【柏楚电子】。

6、3D 打印：3D 打印作为增材制造技术，在制造领域有实现复杂结构、轻量化、缩短研发周期等优势，随技术成熟将在航空航天、3C 等各领域实现应用打开市场空间，重点关注【铂力特】【华曙高科】。

7、X 射线检测设备：X 射线检测是高精度的无损检测，医疗健康和工业等领域需求推动行业快速发展，核心零部件如 X 射线探测器、CT 球管存在国产化需求，重点关注【奕瑞科技】。

8、核聚变：核聚变是能源变革的长期方向，首次聚变能发电标志核聚变取得一定实质进展，重点关注【应流股份】【江苏神通】【海陆重工】。

风险提示：行业下游需求不及预期，技术发展不及预期的风险。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、杜松阳（S0980524120002）

联系人： 张宇翔

◆ 拼多多(PDD.O) 海外公司财报点评:投入加大叠加关税影响, Q1 业绩承压

广告收入增长稳健，降佣及关税因素致交易服务承压。本季度公司营业收入 957 亿元，同比+10%，低于市场预期，分拆看主要是交易服务收入增速下滑导致。在线营销服务收入 487 亿元，同比+15%，反映出公司在国内市场 GMV 增速以及广告货币化率均保持稳健，继续在获取市场份额中。交易服务收入 470 亿元，同比+6%，增速呈现较大幅度的下滑，我们认为主要是 1) 平台生态建设过程中对商家降佣等让利行为的影响；2) TEMU 受到关税影响 GMV 增速放缓，以及在此背景下半托管模式占比提升。

国补相关投入加大，利润大幅低于预期。本季度公司毛利率为 57.2%，同比-5.1pct，下滑原因包括平台全额承担西部地区订单运费，以及高毛利的佣金占比下滑导致的毛利率结构性下降。费用端来看，研发和管理费用率都处于相对稳定水平，销售费用率达到 34.9%，同比+7.9pct，我们认为主要是由于公司平台模式在国补方面较其他自营电商有相对劣势，目前区域的覆盖度仍有差距，需要自身承担相应补贴，同时 Q1 手机品类也纳入国补，考虑到手机品类为公司重要带电品类，在费用端带来的压力凸显。受此影响，本季度公司 non-GAAP 营业利润 183 亿元，同比-36%，non-GAAP OPM 为 19.1%，non-GAAP 净利润 169 亿，同比-45%，non-GAAP 净利润率为 18%，其中净利润的更大幅度下滑也受到利息收入大幅减少影响。

推出千亿扶持加码投入，盈利能力持续承压。展望后续，4 月公司开启千亿扶持计划，百补频道新增“百亿商家回馈计划”，（针对报名百补特定营销活动的商家，平台将发放 100 亿元优惠券），并且在百亿减免基础上大幅下调大家电、二手数码等类目的店铺保障金。此外，公司也将对日百品类按带电品类的国补幅度进行补贴。我们认为在此基础上，公司盈利能力在近期乃至较长的一段时间内都可能面临压力。

投资建议：公司牺牲短期利润专注长期生态建设发展，同时海外业务受到关税因素扰动，因此我们调整 2025-2027 年收入预测至 4329/4994/5622 亿元，调整幅度为-10%/-16%/-17%，主要反映关税对 TEMU GMV 增速的影响以及半托管占比提升的影响；non-GAAP 净利润 841/1076/1259 亿元，调整幅度为-35%/-34%/-32%，主要反映收入下滑，以及保持高投入状态的影响，对应当前 PE 为 12x/9x/8x，维持“优于大市”评级。

风险提示：美国关税等政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、王颖婕（S0980525020001）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 联想集团(00992.HK) 海外公司财报点评:全年业绩稳步增长, AI PC+手机+服务器三轮发力

FY2025 财年收入稳步增长，净利润增速转正。FY2025 财年公司实现营业收入 690.77 亿美元，同比+21.41%；实现净利润 13.84 亿美元，同比+37.01%，净利润增速转正。分季度来看，FY2025 财年 Q4 实现营业收入 169.84 亿美元，同比+22.50%、环比-9.64%；实现净利润 0.90 亿美元，同比-63.72%、环比-87.02%，单季度业绩承压，主要受香港财务报告准则计量影响，根据公司财报披露，若使用非香港财

务报告计量准则，则 FY2025 财年 Q4 净利润为 2.78 亿元，同比+25.08%。

毛利率、期间费用率同比下降，净利率同比提升。FY2025 财年公司毛利率为 16.1%，同比-1.2 个 pct，主要由于公司智能手机产品收入快速提升且该产品毛利率较低，进而拉低公司整体毛利率水平。FY2025 财年期间费用率为 13.7%，同比-1.4 个 pct，其中销售及分销、行政、研发、财务费用率分别为 5.2%、4.1%、3.3%、1.1%，分别同比-0.6、-0.3、-0.3、-0.2 个 pct。FY2025 财年净利率为 2.1%，同比+0.2 个 pct，盈利能力同比提升。

AI PC+手机+服务器三轮发力，有望拉动公司业绩持续增长。1) AI PC：根据 IDC 披露数据，2024 年联想 PC 出货量约 6180 万台，全球市占率约为 23.5%，同比+0.8 个 pct，市占率持续增长；2025 年受后疫情周期拉动，叠加 Win10 停更换机需求，PC 行业增速有望提升；同时，25 年 5 月联想正式发布天禧超级个人智能体，叠加 AI 应用生态快速完善，有望拉动 AI PC 渗透率持续提升。2) 智能手机：根据 CounterPoint Research 披露数据，2024 年全球智能手机销量同比+4%，摩托罗拉手机（联想旗下品牌）出货量同比增长 23%，高于行业增速，已经成为全球第七大智能手机品牌，2025 年持续看好公司在欧洲、中东、东亚等地区市场的拓展。3) 服务器：根据公司财报披露信息，FY2025 财年下半年，公司基础设施方案集团（主要为服务器业务）成功扭亏为盈，2025 年阿里巴巴等互联网大厂加大资本开支投入，对 AI 服务器需求提升，公司服务器业务有望充分收益，贡献增量业绩。

风险提示：AI PC 渗透率低于预期；互联网大厂资本开支低于预期；关税扰动风险。

投资建议：调整盈利预测，维持“优于大市”评级。

基于关税扰动等不确定因素对公司业绩的影响，调整盈利预测，预计 FY2026-FY2028 年归母净利润 16.04/18.32/20.19 亿美元（前值 FY2026-FY2027 年归母净利润为 16.40/19.37 亿美元），摊薄 EPS=0.13/0.15/0.16 元，当前股价对应 PE=9/8/7x，维持“优于大市”评级。

证券分析师：熊莉（S0980519030002）、胡剑（S0980521080001）、詹浏洋（S0980524060001）、艾宪（S0980524090001）

◆ BOSS 直聘(BZ.O) 海外公司财报点评:经营提效业绩兑现良好，收款增速环比提速释放积极信号

2025Q1 经调经营利润表现优于市场预期，企业付款意愿边际改善。2025Q1，公司收入 19.23 亿元/+12.9%，小幅超出管理层指引（11.5%-12.7%）；Non-GAAP 经营利润 6.91 亿元/+76.2%，Non-GAAP 归母净利润 7.70 亿元/+44.2%，优于彭博一致预期（6.85 亿元）。2025Q1，公司现金收款 21.80 亿元/+6.3%，环比 24Q4（+3.2%）边际提速，反映出企业招聘付款意愿边际有所改善。

分业务看，企业线上招聘业务（B 端）收入 19.01 亿元/+12.9%，截至 2025 年一季度末，过去 12 个月付费企业客户数 638 万/+12.3%，付费企业数续创历史新高。对应平均 ARPU 值为 1170 元/+5.6%。春节后招聘需求持续复苏，平台数据显示 2025 年 1-4 月企业新增职位同增 17%；求职者端（C 端）收入 2190 万元/+11.2%，主因求职者群体持续扩大，2025 年一季度求职者为月活 5760 万/+23.6%。此外，AI 招聘工具灰测使用对付费转化率边际也有提振。

分行业看，2025Q1，蓝领群体新客中占比超过 45%，期内蓝领行业收入占比提升至 39%，其中以餐饮零售代表的蓝领招聘需求 4 月份以来环比回暖，制造业 4 月份以来新增职位发布同比增长，而白领招聘显示出稳定和复苏趋势。

降本提效、规模效应综合带动，Non-GAAP 经营利润率同比显著提升。2025Q1，公司 Non-GAAP 经营利润率达 36.0%，同比+13.0pct。其中毛利率 83.8%，同比+1.2pct，销售/研发/管理费用率分别为 25.5%/22.0%/13.8%，分别同比-8.5/-5.4/-2.1pct，销售费率优化幅度最为明显，主因公司品牌用户心智绑定已较强、主动缩减市场费用投入（未投春晚品牌广告）、且营销人员人效提升明显，坚决执行控费提效叠加规模效应，经营利润率改善明显。

预计 2025Q2 收入增速同增 6.9-8.5%，AI 工具商业化仍需时间。公司预计 2025Q2 实现收入 20.5-20.8 亿元，同增 6.9-8.5%，考虑到现金收款增速环比已回暖，我们判断后续季度公司收入增速有望重新提速。AI 布局方面，公司 AI 工具已经在 APP 端进行了灰度测试，但距离商业化收费仍需时间。

风险提示：用户增长不及预期、行业竞争加剧、信息安全&监管风险等

投资建议：本期在相对克制营销投放背景下，公司 B&C 两端用户仍实现亮眼增长，再次验证了公司招聘市场的强用户心智与龙头地位，考虑降本增效助力利润顺利兑现，维持 25-27 年经调整利润 33.5/43.1/52.7 亿元，同比增长 24%/29%/22%，对应 PE 值 19/15/12x，维持“优于大市”评级，建议重点关注企业招聘需求&付款意愿的回暖节奏以及 AI 布局推进的边际催化。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）

◆ 美团-W(03690.HK) 海外公司财报点评：一季度核心主业增长亮眼，阶段增加投入稳固经营根基

2025Q1 经调整溢利同增 46.2%，优于市场预期。2025Q1，公司实现收入 865.57 亿元/+18.1%，略优于彭博一致预期（854.43 亿元）；经营溢利 105.67 亿元/+102.8%，实现经调整溢利 109.49 亿元/+46.2%，好于彭博一致预期（97.27 亿元），经调经营利润率 12.2%，同比+5.1pct。

核心本地商业利润表现超预期。2025Q1，核心本地商业实现收入 643.25 亿元/+17.8%，略优于彭博预期（633.79 亿），其中配送服务/佣金/在线营销服务/其他服务&销售分别收入 257/241/119/27 亿元，同比增速 22.1%/20.1%/15.1%/-16.5%，其他服务销售收入增速下滑主因 2024 年会员体系内部打通后会计确认准则调整；经营溢利 134.91 亿元/+39.1%，经营利润率 21.0%/+3.2pct，利润率改善幅度优于彭博一致预期（19.3%）；到家业务，我们预估外卖订单预计同增约 10%，且收入增速预计快于订单增速，主因广告货币化率及高客单订单结构性提升，经营利润率预计同比继续改善；闪购订单量保持高速增长，且盈利能力改善明显；到店酒旅业务，特价团&低线城市占比提升贡献，预计收入同增 20%，且经营利润率环比基本保持平稳。

新业务经营表现符合预期。新业务实现收入 222.32 亿元/+19.2%，经营亏损 22.73 亿元，经营亏损率 10.2%，同比改善 4.6pct，经营亏损率略优于彭博预期（-10.8%）。其中 Keeta 单量及 GTV 保持良好增长态势，UE 模型持续改善；优选业务仍坚持长期能力建设，亏损预计环比持平。

2025Q1 经营效率同比继续提升。2024Q4，公司毛利率+2.4pct，销售/研发/管理费率各-1.0/-0.2/-0.1pct，规模效应提升和业务整合下经营提效；经调整净利润率 11.1%，同比+2.4pct，部分所得税率上升所抵消。

投放增加致核心本地商业增长降速，出海业务持续推进。公司官宣推出 618 活动加大补贴应对行业竞争，预计 2025Q2 核心本地商业收入会有所降速，利润率同比会有较为明显的下降，其中外卖单量增速预计稳健、但利润率预计同比下滑；闪购预计单量同样维持高增、但 OPM 预计会由盈转亏。期内公司官宣进入巴西市场，并承诺在未来 5 年内投资 10 亿美元，出海业务持续推进。期内公司已在南通和泉州推进养老保险试点，月收入符合社保缴纳标准的骑手公司会进行补贴（社保缴纳额 50%）。

风险提示：宏观经济等系统性风险，行业竞争加剧，业务整合不及预期，骑手成本等相关风险，垄断监管风险或舆情风险等。

投资建议：综合考虑核心主业阶段投入增加、出海发展节奏以及渐进缴纳社保的影响，下调 2025-2027 年经调整净利润至 447/587/718 亿元（调整幅度为 -13.2%/-10.1%/-8.7%），对应 PE 估值 16.6/12.6/10.3x。综合来看，阶段赛道竞争加剧难免造成经营端的波动，但长期视角看商户、骑手以及平台运营能力依旧是美团坚固的竞争护城河，我们依旧看好美团长线的竞争力。此外，公司旗下骑手用工合规性提升及加速出海布局阶段均有助于其长期可持续成长和，会员体系打通后平台协同生态进一步完善。对于现阶段的赛道竞争边际加剧，我们认为估值端其实已经有所反应，考虑到公司估值横向对比恒生科技板块已具有性价比，未来竞争格局的动态优化有望形成上涨催化，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	766.00	-0.35	ICE 布伦特原油	64.90	1.26
白银	8202.00	-0.13	铜	78290.00	-0.05
铝	20235.00	0.02	铅	16725.00	-0.11
豆一	4111.00	-0.48	锌	22655.00	0.15
豆粕	2789.00	-0.39	镍	119680.00	-1.31
玉米	2328.00	0.25	锡	257500.00	-1.81
螺纹钢	2948.00	-0.43	SR507	5880.00	-0.27

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	99.6	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24
601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31

301061. SZ	匠心家居	6000. 00	8000. 00	100. 00	2025-03-13
000625. SZ	长安汽车	2590. 64	632214. 29	45. 92	2025-03-05
300844. SZ	山水比德	2525. 00	4040. 00	100. 00	2025-02-13
301024. SZ	霍普股份	2880. 00	4239. 00	100. 00	2025-01-28
601921. SH	浙版传媒	180000. 02	222222. 22	100. 00	2025-01-23
001209. SZ	洪兴股份	6497. 49	9394. 48	100. 00	2025-01-22
002059. SZ	云南旅游	6857. 37	101243. 48	100. 00	2025-01-16
605287. SH	德才股份	2865. 13	10000. 00	100. 00	2025-01-06
002187. SZ	广百股份	18692. 79	61761. 91	100. 00	2025-01-06
600679. SH	上海凤凰	550. 77	34369. 42	100. 00	2024-12-23
688032. SH	不适用	1985. 72	4000. 00	100. 00	2024-12-20
301096. SZ	不适用	3960. 00	10816. 66	100. 00	2024-12-20
000546. SZ	金圆股份	6613. 75	78048. 26	99. 54	2024-12-20
600859. SH	王府井	4147. 65	113273. 80	99. 75	2024-12-17
301100. SZ	不适用	15000. 00	20000. 00	100. 00	2024-12-17
301101. SZ	不适用	8456. 60	13434. 14	100. 00	2024-12-16
603216. SH	梦天家居	16600. 00	22136. 00	100. 00	2024-12-16
301138. SZ	不适用	9000. 00	12000. 00	100. 00	2024-12-16
688246. SH	不适用	3663. 35	13787. 75	100. 00	2024-12-16
000737. SZ	南风化工	104599. 31	169128. 73	100. 00	2024-12-16
301177. SZ	不适用	36000. 00	40001. 00	100. 00	2024-12-16
000401. SZ	冀东水泥	106598. 80	247935. 72	99. 97	2024-12-16
603071. SH	不适用	32026. 96	55795. 44	100. 00	2024-12-16

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	42215. 73	0. 278005	49. 12	49. 12	49. 12	49. 12	43. 85
德国 DAX 指数	23933. 23	-0. 436639	87. 90	6. 72	6. 12	29. 55	49. 56
法 CAC40 指数	7779. 72	-0. 107600	-1. 07	2. 96	-4. 09	-1. 95	47. 17
恒生指数	23573. 38	1. 354656	0. 12	7. 11	2. 75	27. 58	69. 56
沪深 300 指数	3858. 69	0. 585600	-1. 40	2. 21	-0. 80	6. 78	68. 63
美国 SP500 指数	5912. 17	0. 401117	1. 20	6. 31	-0. 71	12. 25	48. 61
纳斯达克综合指数	19175. 87	0. 392284	1. 32	9. 81	1. 74	13. 32	51. 94
日经 225 指数	38432. 98	1. 883708	3. 91	6. 97	3. 43	-0. 32	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	300059. SZ	东方财富	20. 8500	1. 7073	无数据	300059. SZ	东方财富	20. 8500	1. 7073	无数据
2	300760. SZ	迈瑞医疗	227. 7100	-0. 3632	无数据	300760. SZ	迈瑞医疗	227. 7100	-0. 3632	无数据
3	000858. SZ	五粮液	127. 3200	0. 3152	无数据	000858. SZ	五粮液	127. 3200	0. 3152	无数据
4	688256. SH	寒武纪-U	612. 9000	0. 4771	无数据	600276. SH	恒瑞医药	54. 1000	-0. 2765	无数据
5	002625. SZ	光启技术	44. 9400	7. 1786	无数据	688256. SH	寒武纪-U	612. 9000	0. 4771	无数据
6	600036. SH	招商银行	43. 4700	-0. 4808	无数据	002625. SZ	光启技术	44. 9400	7. 1786	无数据
7	605499. SH	东鹏饮料	312. 0300	0. 1798	无数据	600036. SH	招商银行	43. 4700	-0. 4808	无数据

8	600900.SH	长江电力	30.2900	-0.7861	无数据	600900.SH	长江电力	30.2900	-0.7861	无数据
9	002594.SZ	比亚迪	361.1300	-0.4823	无数据	002594.SZ	比亚迪	361.1300	-0.4823	无数据
10	002475.SZ	立讯精密	31.4100	3.3564	无数据	002475.SZ	立讯精密	31.4100	3.3564	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	3988.HK	中国银行	4.6300	0.00433839	84782.77	3690.HK	美团-W	140.1000	0.06621005	303896.66
2	9868.HK	小鹏汽车-W	80.4000	0.05166776	90815.16	1810.HK	小米集团-W	51.7000	-0.00096618	261361.54
3	9992.HK	泡泡玛特	225.0000	0.04305741	105085.26	9988.HK	阿里巴巴-W	118.1000	0.02074330	195549.26
4	1093.HK	石药集团	7.6200	0.11730205	119793.55	0981.HK	中芯国际	41.4000	0.01470588	181435.80
5	0981.HK	中芯国际	41.4000	0.01470588	125725.25	0700.HK	腾讯控股	510.5000	0.00889328	144654.13
6	0700.HK	腾讯控股	510.5000	0.00889328	130517.05	9868.HK	小鹏汽车-W	80.4000	0.05166776	139121.19
7	9988.HK	阿里巴巴-W	118.1000	0.02074330	161863.38	6060.HK	众安在线	21.0500	0.31562500	132083.06
8	6060.HK	众安在线	21.0500	0.31562500	207727.23	3988.HK	中国银行	4.6300	0.00433839	90112.81
9	1810.HK	小米集团-W	51.7000	-0.00096618	208372.56	9992.HK	泡泡玛特	225.0000	0.04305741	87281.99
10	3690.HK	美团-W	140.1000	0.06621005	408292.96	1093.HK	石药集团	7.6200	0.11730205	83196.10

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032