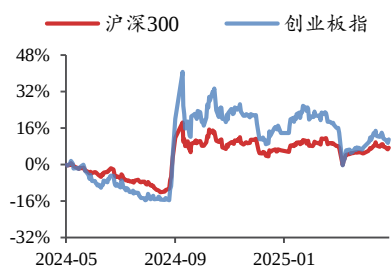


2025 年 05 月 30 日

开源晨会 0530

——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(%)
计算机	3.620
医药生物	2.371
电子	2.104
国防军工	1.920
通信	1.808

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	-0.595
银行	-0.237
食品饮料	-0.231
石油石化	-0.192
家用电器	0.010

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

行业公司

【汽车】限定场景 L4 热潮起,自动驾驶逻辑持续演绎——行业点评报告-20250529

【医药：百普赛斯(301080.SZ)】激励考核目标积极，常态化激励机制加强团队建设——公司信息更新报告-20250529

【海外：小米集团-W(01810.HK)】2025Q2 业绩有望继续向上，汽车 Yu7 发布仍是催化——港股公司信息更新报告-20250529

研报摘要

行业公司

【汽车】限定场景 L4 热潮起，自动驾驶逻辑持续演绎——行业点评报告-20250529

赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 王镇涛（联系人）证书编号：S0790124070021

商业闭环成型、政策持续推动，无人物流有望规模落地

无人驾驶融入物流体系，L4 在物流场景迎规模落地前夜。5 月 27 日，九识智能发布 E 系列无人物流车平台，首款车型 E6 售价 19800 元，同时推出 1800 元/月的 FSD 订阅服务，目前九识已经累计交付超 3000 台无人车，目标年底达万辆整车销售交付规模。此外，白犀牛在顺丰物流体系内日活无人车规模已达数百台、新石器目标 2025 年全国部署万台无人车，无人物流来到规模落地前夜。

成本降低助力商业闭环成型，无人物流满足终端降本之需。2024 年我国快递业务量达到 1745 亿件、快递业务收入 1.4 万亿元，同比分别增长 21%、13%，而快递人员的成本较高，配送安全性低，人员管理规范度低。当前无人物流 80%-90% 的落地场景集中于快递网点到驿站，对应往返里程大致在 10-30 公里，可以有效补充配送运力，同时降低整体配送成本。据新石器测算，使用其 X6 无人物流车的单票快递成本可下降 50%。

中央+地方政策推动，立法先行规范行业发展。2024 年 6 月，十三部委联合发文支持新能源无人配送车规模化应用；交通运输部《“人工智能+交通运输”实施意见》已完成征求意见工作，将加快出台。此外全国各地都在加速开放，路权牌照从 2023 年的 30 城增至 2024 年的 93 城。

乘用车自动驾驶影响外溢，限定场景 L4 商业化可行性高

乘用车智驾快速渗透放大供应链规模效应。根据 NE 时代新能源数据，2025 年 1-3 月 L2 及以上智驾渗透率超过 60%，L2++ 及以上智驾渗透率达到 16.8%。而对供应链成熟，规模效应下激光雷达、域控制器等核心元器件成本降低。

智驾算法等技术外溢催化限定场景 L4 成熟。乘用车面对最复杂的交通场景，智驾算法具有最高的技术要求，随智驾算法快速迭代并于路端验证，技术可复用于其他自动驾驶商业化领域，特别是在港口、园区、快递支线等限定区域具备更高的应用落地可行性。如干线物流虽然以较高速度运行，但场景主要在高速公路，相对简单，而如园区、矿山港口、环卫等，或场景单一路线固定，或运行在低速状态下，技术可行性提高减少对应场景中人力成本投入，催动商业化落地。

投资建议

在 L4 限定场景我们认为亦有多类玩家可以受益，技术提供方是核心环节，目前已经有诸多玩家参与其中。零部件方面，由于采用相似的自动驾驶技术，相关零部件亦有望承接产业红利，实现业绩和估值双重提升，亦有玩家着手开发智能底盘搭配不同的载具实现不同的功能。此外特定的场景运营方凭借特有场景的理解，经过自动驾驶技术的应用，实现提效降本，将在整个市场占据一席之地。推荐小鹏汽车-W、长安汽车、比亚迪、长城汽车、德赛西威、经纬恒润-W、均胜电子、华阳集团、沪光股份、美格智能、华测导航、阿尔特；受益标的：理想汽车-W、蔚来-SW、赛力斯、北汽蓝谷、江淮汽车、万安科技、伯特利、浙江世宝、亚太股份、中科创达等。

风险提示：市场需求不及预期、技术工程化落地进度不及预期等。

【医药：百普赛斯(301080.SZ)】激励考核目标积极，常态化激励机制加强团队建设——公司信息更新报告-20250529

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

公司发布 2025 年股票及增值权激励计划，常态化激励机制加强公司团队建设

2025 年 5 月 27 日，公司发布 2025 年限制性股票激励计划（草案）和 2025 年股票增值权激励计划（草案）。股权激励计划向不超过 168 人的公司核心业务骨干授予 146 万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.22%。股票增值权将向不超过 31 人授予 25.19 万份股票增值权（约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.21%），激励对象为公司董事、高级管理人员、部分外籍员工以及其他核心人员（不包括独立董事、监事）。公司股权激励连续多年实施，已成为常态化的激励机制，促进了公司核心人才队伍的稳定和建设，是公司实现可持续发展的有效措施，也体现公司对未来发展前景充满信心。我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计归母净利润为 1.69/2.22/2.72 亿元（原预计 2025-2026 年为 1.49/1.90 亿元），EPS 分别为 1.41/1.85/2.27 元，当前股价对应 P/E 分别为 34.1/26.0/21.2 倍，维持“买入”评级。

激励计划考核目标积极，彰显公司对未来发展的坚定信心

股权激励计划首次授予和股票增值权行权对应的考核年度为 2025 年-2027 年三个会计年度，每个会计年度考核一次。2025 年营业收入目标值 10.9 亿元，2026/2027 年同比增长率不低于 15%；2025 年毛利目标值 9.8 亿元，2026/2027 年同比增长率不低于 20%；2025 年毛利触发值 6.62 亿元，2026/2027 年同比增长率不低于 10%。

公司 2025Q1 降本增效成果显著，利润端改善明显

2024 年公司实现营业收入 6.45 亿元，同比增长 18.65%；公司归母净利润为 1.24 亿元，同比下滑 19.38%；扣非归母净利润为 1.19 亿元，同比下滑 15.16%。单看 2025Q1，公司实现营业收入 1.86 亿元，同比增长 27.73%；实现归母净利润 0.41 亿元，同比增长 32.30%；实现扣非归母净利润 0.38 亿元，同比增长 25.99%。

风险提示：全球新药研发需求不及预期、核心成员流失、新产品开发失败等。

【海外：小米集团-W(01810.HK)】2025Q2 业绩有望继续向上，汽车 Yu7 发布仍是催化——港股公司信息更新报告-20250529

张可（分析师）证书编号：S0790523070001

2025Q2 业绩有望继续向上，当前舆论环境低谷、Yu7 月发布仍是正面催化

2025 年各项业务向好驱动核心业务净利润增长、汽车等新业务亏损收敛驱动整体净利润如期释放。我们将 2025-2027 年盈利预测由 389/552/624 亿元上调至 471/674/731 亿元，对应同比增长 73%/43%/9%。当前股价 51.75 港币对应 2025-2027 年 25.7/18.0/16.6 倍 PE。我们预计受益于二季度促销旺季、以及公司自身品牌势能提升，公司 2025Q2 主业利润有望环比继续增长；同时 YU7 将于 2025 年 7 月上市提供催化剂，维持“买入”评级。

2025Q1 小米净利润超出我们预期，主要由于 IoT 和汽车业务毛利率超预期

2025Q1 小米 non-gaap 净利润 107 亿，同比增长 64.5%超出我们预期，主要由于 IoT 和汽车业务毛利率超预期；其中核心业务利润 112 亿，汽车及新业务亏损 5 亿。（1）手机出货量 4180 万，环比下滑 2%主要由于印度等海外市场需求疲软。ASP 同比增长 6%，环比增长 1%主要受益于产品结构改善。手机毛利率同比下滑 2.4pct 至 12.4%主要由于核心零部件涨价，环比改善 0.4pct 主要由于海外市场产品结构改善。（2）IoT 收入 323 亿，同比增长 59%，环比增长 5%主要由于国补政策刺激，以及公司品牌势能提升。毛利率同比增长 5.3pct 至 25.2%，主要由于大家电等毛利率提升以及产品结构改善。（3）互联网收入 91 亿，环比下滑 3%，毛利率 76.9%。（4）汽车出货量 7.6 万台，ASP23.8 万元环比 2024Q423.4 万元略有提升，分析主要由于 SU7ultra 出货拉动。毛利率环比提升 3pct 至 23%主要由于产品结构变化。

2025 年公司品牌势能向上，IoT 增速及毛利率强劲有望驱动全年业绩上修

（1）公司手机业务策略聚焦高质量产品，我们预期公司 ASP 有望进一步提升。（2）我们预期 2025 年 IoT 业务收入增速有望达到 30%，主要考虑到公司品牌势能向上。同时考虑到公司产品结构优化，我们预期 IoT 业务毛

利率同比提升。(3) 我们预期汽车全年交付量有望超 35 万，毛利率同比改善。

风险提示：上游供应链涨价超预期、IoT 出海不及预期、汽车出货不及预期。

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