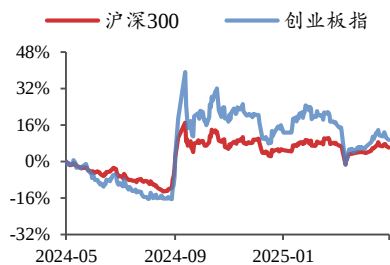


沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	2.135
计算机	1.390
环保	1.218
通信	1.102
轻工制造	1.039

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
汽车	-1.775
医药生物	-1.081
综合	-0.855
银行	-0.754
家用电器	-0.709

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】一线城市新建房成交仍有韧性——宏观经济专题-20250526

行业公司

【建材】二手房价格降幅同比收窄，关注建材投资机会——行业周报-20250525

【商贸零售】医美化妆品4月月报：华熙生物两款三类械抗衰产品获批，关注618国货美妆表现——行业点评报告-20250525

【社服】“IP+饰品”与新消费元素碰撞融合，52toys 递交港股招股书——行业周报-20250525

【传媒】AI 社交应用不断推新，IP 产业资本化、多元化加快——行业周报
-20250525

【汽车】关注智驾商业落地及优质主机厂和零部件公司——汽车行业周报-20250525

【海外：联想集团(00992.HK)】扣非利润稳健增长，静待下半年 AI PC 加速渗透——港股公司信息更新报告-20250526

研报摘要

总量研究

【宏观经济】一线城市新建房成交仍有韧性——宏观经济专题-20250526

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

供需：工业开工仍强，需求结构性分化

1.建筑开工：基建水泥用量持平于2024年同期。最近两周（5月11日至5月24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。基建水泥出库量持平于2024年同期，房建项目水泥用量仍处历史低位，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，开工保持季节性中高位。最近两周，工业开工整体景气度仍处于历史中高位。化工链开工率处于历史同期中高位，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，汽车需求转好。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升，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落，主要家电线上销售额高于2024年同期，线下销售额低于2024年同期。

商品价格：震荡偏强运行

1.国际大宗商品：原油与铜铝上行，黄金下行。最近两周，原油价格先升后降，均值有所回升；铜、铝价格均值有所回升；金价有所回落。

2.国内工业品：边际转强。最近两周，国内定价工业品震荡运行。螺纹钢价格震荡运行，焦炭有所回升，多数化工品价格回升，建材中沥青价格回升。

3.食品：震荡下行。最近两周，农产品价格震荡下行，猪肉价格震荡运行。

地产与流动性：一线新建房成交仍有韧性，资金利率震荡运行

1.新建房：总体成交维持历史低位，一线城市仍有韧性。最近两周（5月11日至5月24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升14%，从季节性上弱于历史同期，较2023、2024年同期分别变动-37%、-7%。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-16%、+22%。

2.二手房：延续以价换量。价格方面，截至5月12日，二手房出售挂牌价指数有所回落；成交量方面，最近两周（5月11日至5月24日），北京、上海、深圳二手房成交面积延续历史高位，较2024年同期分别同比+12%、+21%、+26%。

3.流动性：资金利率震荡运行。最近两周，截至5月23日，R007为1.63%，DR007为1.59%；央行实现货币投放1099亿元；质押式回购成交量共为62.9万亿元。

出口：高频数据尚未大幅回升，据截至5月24日数据，5月出口同比或在-1.3%左右

最近两周，从港口AIS与港口吞吐量数据指标看，5月出口同比或有所回落，据截至5月24日数据，5月出口同比或将在-1.3%左右。日频出口运输数据并未大幅回升。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

行业公司

【建材】二手房价格降幅同比收窄，关注建材投资机会——行业周报-20250525

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

二手房价格降幅同比收窄，关注建材投资机会

5月19日统计局发布数据，4月份70个大中城市中，各线城市商品住宅销售价格同比降幅继续收窄。其中，一、二、三线城市新建商品住宅销售价格同比分别收窄0.7个百分点、0.5个百分点和0.3个百分点；二手住宅销售价格同比收窄0.9个百分点、0.5个百分点和0.4个百分点。70个大中城市中，一线城市新建商品住宅销售价格环比由3月份上涨0.1%转为持平。其中，北京和上海分别上涨0.1%和0.5%，广州和深圳分别下降0.2%和0.1%。二线城市新建商品住宅销售价格环比持平，与3月份相同。三线城市新建商品住宅销售价格环比下降0.2%，降幅与3月份相同。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5月21日至5月25日）建筑材料指数下跌1.10%，沪深300指数下跌0.18%，建筑材料指数跑输沪深300指数0.93pct。近三个月来，沪深300指数下跌1.96%，建筑材料指数下跌0.44%，建材板块跑赢沪深300指数1.52pct。近一年来，沪深300指数上涨7.80%，建筑材料指数下跌6.13%，建材板块跑输沪深300指数13.92pct。

板块数据跟踪

水泥：截至5月23日，全国P.O42.5散装水泥平均价为315.36元/吨，环比下跌0.54%；水泥-煤炭价差为230.21元/吨，环比下跌0.74%；全国熟料库容比67.60%，环比上升0.62pct。

玻璃：截至5月23日，全国浮法玻璃现货均价为1276.00元/吨，环比下跌12.00元/吨，跌幅为0.93%；光伏玻璃均价为135.16元/重量箱，环比持平。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为7.40元/重量箱，环比下跌50.01%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为2.84元/重量箱，环比下跌74.85%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为4.47元/重量箱，环比下跌65.74%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为80.90元/重量箱，环比上涨0.11%。

玻璃纤维：无碱2400tex直接纱报3700-4500元/吨（个别厂报价较高），无碱2400texSMC纱报4800-5000元/吨，无碱2400tex喷射纱报5500-6600元/吨，无碱2400tex毡用合股纱报4600-5400元/吨，无碱2400tex板材纱报4800-5400元/吨，无碱2000tex热塑直接纱（普通级）报4100-4500元/吨。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至2025年5月16日，原油价格为65.62美元/桶，周环比上涨0.68%，较2025年年初下跌14.48%，同比下跌18.90%；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。

【商贸零售】医美化妆品 4 月月报：华熙生物两款三类械抗衰产品获批，关注 618 国货美妆表现——行业点评报告-20250525

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

板块行情回顾

医美（选取 13 家上市公司）：4 月个股涨幅靠前为锦波生物（+41.7%）、四环医药（+26.3%）、华东医药（+5.9%）；化妆品（选取 18 家上市公司）：4 月个股涨幅靠前为上美股份（+41.1%）、芭薇股份（+37.1%）、拉芳家化（+36.3%）。

医美：华熙生物连续两款三类械创新抗衰产品获批，引领医美抗衰创新

4 月华熙生物自主研发的“润百颜？玻玻”与“润致？缇透”先后获批三类医疗器械证，分别成为国内首个获批“面部肤质改善适应症”的水光产品及首款明确该适应症的合规功能素产品，二者通过精准调控透明质酸（HA）分子量或干预细胞外基质（ECM）衰老进程，推动抗衰从局部修补转向系统干预细胞级抗衰。截至 4 月底，华熙生物已拥有 11 项医美注射类医疗器械批文，覆盖面部填充、唇部塑形、皮肤改善等多个场景，在行业稳居前排。我们认为，从三类械证书的遥遥领先，到针对细胞外基质衰老的创新产品获批，华熙生物将技术创新作为核心发展驱动力，未来有望持续引领中国医美产业向全球价值链高端迈进。

化妆品：618 电商大促开启，电商平台玩法简化，国货美妆表现持续亮眼

5 月 618 电商大促拉开帷幕，从平台政策玩法看有几点特征：（1）从活动周期看，各大电商通过超长周期覆盖、补贴加码争夺流量；（2）从活动机制看，各平台从“满减凑单”到“立减优惠”缩短了消费者决策路径，不仅提升消费者体验，同时有助于回归消费者真实需求，建立长期品牌心智。5 月 13 日李佳琦开启美妆节预售，直播间覆盖美妆产品 385 个、品牌 145 个，分别同比增长 3.8%、2.8%，美妆品牌参与度全面提升，其中国货产品数量占比过半；可复美胶原棒、珀莱雅双抗精华等国货大单品表现持续亮眼，整体呈现国货崛起与新品热销双轮驱动态势。我们认为 618 大促对品牌方营收贡献不容小觑，建议关注销售表现好且综合实力强劲的国货美妆品牌。

投资建议：看好头部国货美妆品牌份额持续提升

（1）医美：新品问世有望带来增长新动力，关注差异化布局的上游厂商，重点推荐爱美客、科笛-B，受益标的锦波生物、江苏吴中等；（2）化妆品：看好综合实力强劲的国货龙头以及受益细分赛道高景气的品牌方，重点推荐珀莱雅（主品牌珀莱雅美白/防晒/底妆/胶原多系列新品推出完善产品矩阵，子品牌焕新高增）、毛戈平（稀缺的国货高端美妆品牌，“品类+渠道+客群”拓展打开成长空间）、上美股份（团队组织高效与供应链强，韩束 6 大 BU 协同发展，一页卡位高端婴童表现亮眼）、巨子生物（妆品多维矩阵初现，医美管线落地有望贡献二级增量）、润本股份（“驱蚊+婴童护理”细分龙头，拓品类、拓渠道持续成长）。618 大促前夕，建议关注各美妆品牌推新思路及营销打法。

风险提示：消费复苏不及预期；竞争加剧；政策风险。

【社服】“IP+饰品”与新消费元素碰撞融合，52toys 递交港股招股书——行业周报-20250525

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

潮玩：2025Q1OTA 利润率表现分化，端午假期周边预订升温

OTA：2025Q1 携程和同程核心 OTA 业务实现稳健增长，酒店业务收入均取得 20%+同比增速，国际业务强劲成长势头延续，利润端因平台海外投放策略差异呈现明显分化。具体来看，携程 2025Q1 实现 NON-GAAP 经调整净利润 41.9 亿元/yoy+3.3%，国际业务投入增加拖累表现利润增速。同程实实现经调整净利润 7.88 亿元/同比+41.1%，对应经调整净利率 18%/同比+3.6pct，经营效率显著优化。端午假期：携程国内本地游、周边游以 50%的比重占据主导地位，周边游预订量同比增长 23%，国内民航经济舱价位恢复正向增长。

潮玩/IP：52toys 递交港股招股书，泡泡玛特全国珠宝首饰店正式营业

52toys：中国领先的 IP 玩具运营商近期递交招股书，以自有/授权 IP 实现双轮驱动，旗下开发产品品类丰富，2024 年中国 IP 玩具市场 GMV 排名第三。公司下游销售渠道布局全面，经销商为核心销售渠道，未来将加码自有品牌门店建设。此外，公司较早布局海外市场，在日本和泰国市场表现突出，2024 年海外收入占比达 23%。IP+ 首饰：全国首家门店即将于上海正式落地，新品银镀金演绎幸运美学（IP 星星人）。2024 年潘多拉全球实现收入 316.8 亿丹麦克朗（折合人民币约 347 亿元），同比有机增速为 13%。2025 年为潘多拉与迪士尼合作整十周年。黄金保值属性与 IP 文化的情感价值融合。“黄金谷子”碰撞茶饮、黄金等新消费元素。

美丽：毛戈平体验型旗舰店正式启幕，珀莱雅加强合成生物、AI 应用领域布局

毛戈平：5 月 22 日，毛戈平美妆杭州湖滨步行街首家旗舰店正式启幕。此次旗舰店进一步增强体验式服务，护肤、彩妆的试妆区多达十几个，核心位置陈列了最新上市的香水系列，并打造会员尊享空间。此前，毛戈平线下多家专柜就为 VIP 客户举办多场香薰蜡烛制作活动。5 月 22 日，毛戈平新香氛&蜡烛于杭州武林银泰百货店上市。彩妆系列搭配蜡烛香氛和冷香，构建东方美学完整体验闭环。珀莱雅：5 月 20 日，珀莱雅与恩和生物达成战略合作，双方将聚焦合成生物学与 AI 技术融合应用，加速化妆品和生物医美材料研发与多元场景落地。5 月 21 日，珀莱雅与蚂蚁集团数字蚂蚁达成战略合作，探索 AI 在美妆产业的多元应用场景。

本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑赢大盘

本周（5.19-5.23）社会服务指数-1.6%，跑输沪深 300 指数 1.42pct，在 31 个一级行业中排名第 25，教育、体育类领涨；本周（5.19-5.23）港股消费者服务指数+1.2%，跑赢恒生指数 0.1pct，在 30 个一级行业中排名第 14，博彩、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）餐饮：百胜中国、蜜雪集团、古茗；（2）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（3）美护：毛戈平、上美股份、若羽臣、巨子生物、爱美客、青木科技；（4）新消费：赤子城科技；（5）运动：力盛体育；（6）即时零售：美团-W、顺丰同城；（7）眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（8）旅游：西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S；（9）教育：凯文教育、有道；

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。

【传媒】AI 社交应用不断推新，IP 产业资本化、多元化加快——行业周报-20250525

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

大模型厂商加强合作，语音模型、社交应用、Agent 不断迭代，继续布局 AI

5 月 19 日，盛天网络旗下给麦 App 全新上线“AI 虚拟人播客”功能，用“能对话的声音伙伴、？声线自由定制站、碎片时间加速器”三大创新重构听觉体验，后续还将上线无门槛创作功能，用户通过一句话就能生成个性化播客内容；5 月 20 日，美图公司公告与阿里巴巴签署 2.5 亿美元可转债协议，并将与其在电商平台、AI 技术、云计算等领域展开战略合作，同日火山引擎正式推出豆包·语音播客模型，实现从文本创作到双人对话式播客的秒级转化，为用户带来“低成本、高时效、强互动”的全新创作体验；5 月 21 日，腾讯云正式上线全新智能体开发平台，率先在业内实现零代码配置多智能体协同构建，推出具备全局视野的 Agent，并整合内部组件及通过 MCP 协议接入的第三方插件；5 月 25 日，豆包 App 实时通话功能升级，基于视觉推理模型，用户可就工作、生活中的问题随时和豆包视频对话。我们认为，大模型厂商基于技术、场景优势互补而加强合作，语音/视觉多模态模型、Agent 不断迭代推新，将助力内容创作、商业活动等领域 AI 应用渗透率持续提升和商业化加速，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，受益标的包括果麦文化、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：受益标的包括世纪天鸿、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。

密切关注新游上线，52TOYS 递交上市申请，IP 产业资本化、多元化加快

(1) IP 游戏：5 月包括完美世界《异环》、世纪华通《龙之谷：重制》在内的 130 款国产和 14 款进口游戏获批准号，由电魂网络研发的《野蛮人大作战 2》(TapTap 评分 8.5) 及友谊时光研发的《暴吵萌厨》(TapTap 评分 8.1) 将于 5 月 28 日上线，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，新游或继续驱动相关研发、发行商业绩增长。(2) IP 潮玩：泡泡玛特旗下独立珠宝潮牌 popop 全国首家正式门店将于 5 月 30 日开启试运营；5 月 22 日，北京乐自天成文化发展股份有限公司 (52TOYS) 正式向港交所递交招股说明书，成为卡游之后，近期又一家拟 IPO 的头部 IP 潮玩公司，其主要提供静态玩偶、可动玩偶、发条玩具、变形机甲及拼装玩具、毛绒玩具及衍生周边等多品类 IP 玩具产品，据灼识咨询报告，52TOYS 为按 2024 年 GMV 计算的中国第二大多品类 IP 玩具公司。头部 IP 潮玩公司多元化布局及加快资本化，将进一步丰富 IP 新品供给，提升 IP 品牌力，从而助力 IP 新消费延续高景气，建议继续布局 IP：游戏板块重点推荐心动公司、恺英网络、网易-S、神州泰岳、吉比特、完美世界，受益标的包括巨人网络、友谊时光；IP 潮玩重点推荐上海电影、布鲁可、奥飞娱乐，受益标的包括创源股份、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、IP 潮玩销量等低于预期。

【汽车】关注智驾商业落地及优质主机厂和零部件公司——汽车行业周报-20250525

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) 限定 ODD、特定速度无人驾驶有望率先走向商业闭环，产业链值得关注。自动驾驶在不同的设计运行域 (ODD)，实现难度不同。在有限的 ODD、相对低速的状态下，目前智驾已经能够在某些商业场景实现业务闭环。无人驾驶物流引发市场广泛关注，凭借低成本、24h 运营等优势，无人驾驶物流车得到快递、零售等行业的青睐，九识、新石器玩家订单优异，建议关注板块机遇。(2) 特斯拉 Robotaxi 即将推出，关注 Robotaxi 产业链机遇。特斯拉 Robotaxi 将于 6 月 1 日发布其 Robotaxi 服务，国内 Robotaxi 发展亦如火如荼，小马智行、元戎启行等分别和 Uber 等公司合作，不断拓展运营线路和城市，亦有望迎来商业化落地加速。建议关注板块公司及产业链机遇。(3) 汽车行业新品迭出，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：本周小鹏 MonaMax、小米 YU7、深蓝 S09、吉利银河 M9 等车型陆续亮相或发布，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：比亚迪智驾版车型降价；问界 M9 大定破 6 万辆；小鹏 M03Max/理想 i8/小米 YU7 等将逐步亮相

比亚迪王朝、海洋网智驾版车型降价。乘联分会：5 月狭义乘用车零售预计 185.0 万辆，新能源占比过半。比亚迪 4 月欧洲纯电车型销量首次击败特斯拉，同比大涨 169%，匈牙利工厂 2025 年底将生产纯电小车海鸥等。2025 款问界 M9 上市 64 天大定突破 6 万台，拿下 50 万级销冠。2025 款问界 M9 上市 64 天大定突破 6 万台，拿下 50 万级销冠。吉利银河家族旗舰 M9 发布，综合续航超 1500km；星愿小车上市 200+ 天，销量突破 20 万辆，刷新纯电车型最快纪录。小米汽车首款 SUV 车型 YU7 发布，预计 7 月上市。

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

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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。

【海外：联想集团(00992.HK)】扣非利润稳健增长，静待下半年 AIPC 加速渗透——港股公司信息更新报告-20250526

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 杨哲（分析师）证书编号：S0790524100001

关税影响有望逐步弱化，下半年 AIPC 加速渗透在即

我们预计 FY2026 财年公司三大业务线均有望实现双位数增长，公司产能调整有效弱化关税影响，结合下半年 AIPC 加速渗透在即，我们上调 FY2026-2027 收入至 801.1/928.7 亿美元（前次为 775.3/848.6 亿美元），新增 FY2028 财年收入预测 1030.6 亿美元，同比增长 16.0%/15.9%/11.0%，考虑到后续关税政策仍有不确定性，我们调整 FY2026-2028 财年归母净利润为 17.3/21.9/26.6 亿美元（前次 FY2026-2027 财年为 17.5/22.4 亿美元），同比增长 25.1%/26.2%/21.6%，考虑 20%的可转债摊薄，当前股价对应 PE 估值为 9.5/7.7/6.4 倍，维持“买入”评级。

FY2025Q4 non-gaap 归母净利润稳健增长，PC 业务实现量价齐升

FY2025Q4 公司收入 169.8 亿美元，同比+22.8%，归母净利润 0.9 亿美元，系非经常项目影响（1.2 亿美元认股权证公允价值亏损+0.25 亿美元可转债名义利息等），non-gaap 口径公司归母净利润 2.78 亿美元，同比+5.1%，利润率 1.6%（同比持平）。分业务看：

（1）IDG：实现收入 118.1 亿美元，同比增长 12.9%，其中 PC/手机同比增长 11.8%/16.7%，就 PC 业务而言，联想 AIPC 推动 PC 业务量价稳健提升，结合 IDC 数据，我们推测量/价同比增长 11.0%/0.7%。opm 为 6.8%，环比减少系关税影响；（2）ISG：实现收入 41.2 亿美元，同比增长 62.6%，全年 CSP/ESMB 同比增长 92%/20%，opm 为 0.08%，较 FY25Q3 继续提升；（3）SSG：实现收入 21.5 亿美元（vs 指引 20+亿美元），同比增长 18.1%，opm 为 22.65%，环比提升 2.3pcts。

关税影响有望逐步弱化，关注海外产能布局及“618 大促”销售

展望 2025 年，联想后续有如下亮点值得关注：（1）面对关税问题，公司灵活实现供应链协同，较快实现产能调整，预计后续关税影响将逐步减少；（2）随着英伟达在沙特落地 AI 订单，全球算力资源或部分向沙特转移，联想沙特厂区有望于 2026 年投产，届时有望受益；（3）联想已于近日启动针对 AIPC 的“618 大促”活动，补贴规模与覆盖客群进一步扩大，有望为下半年 AIPC 加速渗透做好铺垫。

风险提示：全球 IT 资本开支不及预期，原材料成本上涨，宏观经济增速放缓。

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。

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