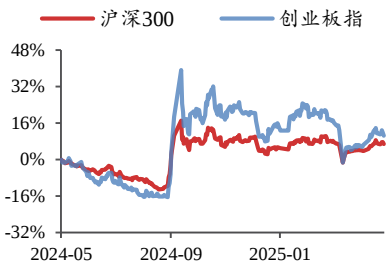


2025 年 05 月 26 日

开源晨会 0526

——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(%)
汽车	0.423
医药生物	0.417
基础化工	0.052
有色金属	-0.069
钢铁	-0.517

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
计算机	-1.970
综合	-1.841
传媒	-1.786
美容护理	-1.715
交通运输	-1.666

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

【策略】理解消费今年以来的领涨——从总量到结构——投资策略周报-20250524

【固定收益】微观结构拥挤度高，转债防范阶段调整——固收专题-20250525

行业公司

【计算机】周观点：AI 有望持续精彩——行业周报-20250525

【化工】制冷剂 4 月外贸均价持续抬升，积极关注回调后布局机会——氟化工行业周报-20250525

【煤炭开采】供需边际改善致煤价企稳，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250525

【化工】发改委新闻发布会再次强调反内卷，高质量化工龙头企业市场份额有望进一步提升——行业周报-20250525

【地产建筑】新房二手房成交面积环比增长，持续推进城市更新——行业周报-20250525

【地产建筑】试点持有型不动产 ABS 扩募，消费 REITs 表现持续优异——行业周报-20250525

【医药】经营拐点显现，动保业务有望贡献较大业绩弹性，推荐国邦医药——行业周报-20250525

【食品饮料】茅台引领行业新周期，4 月社零数据略有回落——行业周报-20250525

【非银金融】港股市场资产端扩容，首批浮动管理费产品亮相——行业周报-20250525

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（5 月第 4 周）：发改委强调有序拓展低空应用场景，广汽飞行汽车启动适航认证——行业周报-20250525

【商贸零售】2025 年 4 月社零+5.1%，期待消费回暖趋势继续维持——行业周报-20250525

【通信】谷歌 AI 亮眼，坚定看好全球 AIDC 产业链——行业周报-20250525

【农林牧渔】二育认价销售致供给增加，期待端午备货对需求端形成支撑——行业周报-20250525

【银行】本轮存款降息的成因与影响——银行 0520 下调存款挂牌利率点评-20250523

【纺织服装：滔搏(06110.HK)】FY2025 全年派息率 135%，加码跑步及户外赛道——港股公司信息更新报告-20250523

研报摘要

总量研究

【策略】理解消费今年以来的领涨——从总量到结构——投资策略周报-20250524

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

无论是4月以来，还是年初以来，消费均领涨

无论是4月以来（尤其是对等关税实施后），还是今年年初以来，市场领涨的细分板块均以消费为主，其中又以个护用品、动保、饲料、休闲食品、化妆品等品种涨幅最为领先。我们自2.12春季策略展望以来推荐的消费细分行业则包括服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理、养殖、饲料、零食。

如何理解消费今年以来的领涨——从总量到结构

1、预期差1：财政即便是弱扩张，社零也有更高弹性。我们发现，社零增速的弹性对财政支出周期非常敏感。许多投资者倾向于认为，消费是显著的后周期品种，往往需要投资或出口有显著的改善之后，消费的提振才慢慢显现。但我们发现一个预期差：社零同比增速与名义GDP增速的轧差可以看做社零的弹性，当财政支出在下行（收紧）周期时，社零的弹性减弱，而当财政支出在上行（扩张）周期时，社零的弹性上行。随着财政支出周期从2023-2024年的收缩周期进入2025年的（弱）扩张周期，我们预计社零将在2025年有更显著的向上弹性。

2、预期差2：地方债对消费的压制的缓和。促消费政策外，消费复苏还有一个重要预期差：地方债对消费的压制的缓和。我们发现，地方债务对消费存在压制：债务压力越高的省份，社零下行幅度越显著。

化债工作进程开启后，消费将会获得内生性复苏的驱动力，而结构上也同样给出了投资指引。高债务负担省份的社零细分消费项中，拖累最为显著的细分项有望获得更为明显的反弹：金银珠宝、服装鞋帽、汽车、烟酒、化妆品等。

3、财政线索：财政边际扩张的方向。在不考虑消费最终是否能够取得复苏的情况下，我们可以重视另一个历史规律：历史上来看，获得财政边际支持扩张的方向，往往能够在财政边际扩张的过程当中，获得显著的超额收益。

而基于这一线索，我们可以看到，从2024年12月的中央经济工作会议一直到今年4月25日的政治局会议，政策的支持方向持续向消费和科技倾斜，尤其是消费维度，在4月25日的政治局会议当中进一步提及服务消费。从本轮政策的一致性来看，我们认为财政对于消费维度的边际支出会持续扩张，从而带来对超额收益的指引。

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

公募新规后，我们认为机构投资者对“组合管理”的重视程度将会大大提升。

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：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

【固定收益】微观结构拥挤度高，转债防范阶段调整——固收专题-20250525

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

市场回顾

大类资产方面：上证综指、万得全 A 分别下跌 0.57%、0.63%，全市场日均成交额 1.17 万亿，4 月工业增加值同比 6.1% 和社会消费品零售总额同比 5.1%，符合预期，但微盘股拥挤度较高，以及美债快速上行，导致市场回调。

标普 500、纳斯达克分别下跌 2.61%、2.47%，与美债快速上行有关。

其他方面，伦敦金价格上涨 4.86%，与穆迪下调美国主权评级和美债上行有关。

转债市场方面：中证转债下跌 0.11%，截至 5 月 23 日，转债价格、转股和纯债溢价率中位数分别为 120 元、30.21%、14.18%。

行业上，医药生物、有色金属、汽车等表现良好，医药表现良好或与三生制药向辉瑞独家授予 PD-1/VEGF 双特异性抗体 SSGJ-707 有关，有色金属主要与黄金再次大涨有关，整体上，市场延续快速轮动，缺乏主线板块。

条款上，博俊、博瑞、润达、豪 24 不赎回，宏昌、杭银、法兰、欧通预计满足赎回。晶科、湘佳、芳源、闻泰、垒知、美锦、文科、健友不下修。

市场动态

(1) 5 月 19 日，统计局公布 4 月经济数据，4 月全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%，4 月社会消费品零售总额同比增长 5.1%，1-4 月全国固定资产投资（不含农户）同比增长 4.0%，其中，基础设施投资同比增长 5.8%，制造业投资增长 8.8%，房地产开发投资下降 10.3%。4 月经济数据，整体符合预期、环比略有走弱，主要与 4 月出口企业生产偏弱有关，基建仍是经济主要拉动力。

(2) 5 月 22 日，小米 15 周年战略新品发布会，小米 15S Pro 与小米平板 7 Ultra 将首发搭载 SoC 芯片玄戒 O1 登场，以及小米 YU7 首次亮相。一是 3nm 玄戒 O1 亮相，台积电代工，二是 YU7 作为首款 SUV 亮相，但价格预计 7 月公布。

(3) 5 月 16 日，穆迪宣布决定将美国主权信用评级从 Aaa 下调至 Aa1，缘于美国政府债务和利息支付比例增加。5 月 19 日，30 年期美国国债收益率盘中突破 5%。美国国债的快速上行，或收紧全球流动性，提升市场的风险规避情绪。

(4) 5 月 21 日，北证 50 和微盘股指数创历史新高，或与市场炒作小市值公司有关，但当前微盘股拥挤度已经明显，从成交额上看，中证 2000 与上证 50 的成交额之比已经达到历史高位，仅次于 2023 年 11 月和 2024 年 12 月，需要关注微盘股退潮可能引发的调整。

(5) 下周关注事件：5 月 PMI 数据、华为尊界 S800 发布会等。

转债观点

本周市场重点事件包括：北证 50 和微盘股创历史新高，以及美债大幅上行。

近期市场风格快速轮动、微盘股指数涨幅明显，导致小市值拥挤度过于明显和微观结构走差，5 月 21 日北证 50 和微盘股指数创历史新高之后，22 日出现显著回调，叠加海外美债快速上行对于全球流动性的收紧，进一步利空对于流动性敏感的微盘股。

我们认为，无论是 4 月至今的“对等关税”和“关税缓和”，以及关税背景下，对于国内政策的预期，前期已经充分定价。比如，总量上，中美联合声明出来之前，市场基本已经回到“对等关税”之前的水平，结构上，前期受关税冲击下跌明显的板块，同样回涨明显，对关税和政策的定价已经非常充分。

展望后市，我们认为，阶段性的新增逻辑或为“微观结构恶化和流动性收紧”，或出现阶段性市场自身的调整

和修正。

一方面，由于近期持续的风格快速轮动和小市值的炒作行情，微观结构已经明显恶化，价格上微盘股指数创历史新高，成交额上中证 2000 与上证 50 成交额之比同样达到历史高位，反映微观结构的恶化；

另一方面，历史上，2023 年 11 月微观结构恶化之后，后续微盘股出现明显调整，触发因素即为美债的快速上行，当前穆迪下调美国主权评级引发的美债上行或同样导致当前流动性收紧，或成为微盘股调整的触发因素。

标的上，稳健标的，包括上银、常银、华安、蓝天、温氏等转债；弹性标的，包括中宠转 2、道通、银轮、集智、利民、强联、安集、鼎龙等转债。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【计算机】周观点：AI 有望持续精彩——行业周报-20250525

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（2025.5.19-2025.5.23），沪深 300 指数下跌 0.18%，计算机指数下跌 3.02%。

周观点：AI 有望持续精彩

（1）谷歌 2025 开发者大会成功召开，AI 技术与生态体系全面融合

5 月 20 日，谷歌召开了一年一度的开发者大会（GoogleI/O），谷歌不仅发布了升级版的 Gemini2.5 模型，显著提升了多模态理解和推理能力。搜索引擎方面，谷歌引入了“AI 模式”，为用户提供更具对话性和上下文理解的搜索体验。在生成式内容领域，谷歌推出了 Veo3 视频生成模型和 Imagen4 图像生成模型。谷歌还推出了 AI Agent 工具 Project Mariner，用于浏览和使用网站。硬件上，谷歌与 Xreal、Samsung、Warby Parker 和 Gentle Monster 等品牌合作，推出了 Android XR 智能眼镜。整体来看，谷歌开发者大会不仅展示了基础模型的升级，并且升级了搜索引擎，推出了生成式内容工具及多项硬件更新，标志着谷歌将 AI 技术融入其生态系统的步伐加快。

（2）字节、腾讯等大厂亦着力推动 AI 与业务体系融合，有望带来更多惊喜

2025 年 6 月，火山引擎 2025 春季 FORCE 原动力大会将在北京召开，会议将围绕着 AI Agent、MCP、多模态理解、深度思考、AI 云原生、AI 基础设施、行业落地等主题进行。4 月 19 日，字节推出了通用型 AI Agent 产品——扣子空间（CozeSpace），期待原动力大会将带来 AI 原生应用端更多惊喜。此外，5 月 21 日，在 2025 腾讯云 AI 产业应用峰会上，腾讯大模型战略首次全景亮相，将围绕大模型创新、智能体开发、知识库建设与 AI 基础设施升级等维度，构建一套真正适用的 AI 原生体系。

投资建议

从谷歌开发者大会，到火山引擎原动力大会、腾讯云 AI 产业应用峰会，可以看出国内外科技厂商不仅在模型端持续创新，AI 能力与自身业务体系融合成为了重心，AI 有望逐渐成为生产力工具。

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。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【化工】制冷剂 4 月外贸均价持续抬升，积极关注回调后布局机会——氟化工行业周报-20250525

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（5月19日-5月23日）行情回顾

本周氟化工指数上涨 3.59%，跑赢上证综指 1.67%。本周（5月19日-5月23日）氟化工指数收于 4124.99 点，上涨 3.59%，跑赢上证综指 1.67%，跑赢沪深 300 指数 1.58%，跑赢基础化工指数 1.35%，跑赢新材料指数 0.76%。

要闻点评：4 月制冷剂外贸价格继续抬升

2025 年，HFCs 出口单质：1-4 月总出口量约 5.74 万吨，同比-7.3%；出口总额约 22.99 亿元，同比+43.3%。其中 R32、R125/R143、R134 出口量分别同比+8.7%、+28.8%、-13.6%；均价分别同比+131%、+12%、+54%。4 月单月，出口量分别同比+15.6%、+43.4%、+20.9%；均价分别同比+138%、+15%、+54%。HFCs 出口混配：1-4 月总出口量约 2.88 万吨，同比-6.2%；出口总额约 12.37 亿元，同比+56.9%。其中 HFC143a（≥15%）混合物、HFC-125（≥40%）混合物、HFC-134a（≥30%，不含 HFOs）混合物出口量分别同比+2.7%、-21.8%、-23.2%；均价分别同比+22%、+73%、+55%。4 月单月，出口量分别同比+14.7%、-15.1%、-36.2%；均价分别同比+24%、+72%、+55%。

氟化工周行情：萤石略有承压，制冷剂上行态势不变

萤石：据百川盈孚数据，截至 5 月 23 日，萤石 97 湿粉市场均价 3,533 元/吨，较上周同期下跌 1.23%；5 月均价（截至 5 月 23 日）3,579 元/吨，同比下跌 4.48%；2025 年（截至 5 月 23 日）均价 3,674 元/吨，较 2024 年均价上涨 3.65%。

制冷剂：截至 05 月 23 日，（1）R32 价格、价差分别为 50,500、37,289 元/吨，较上周分别+1.00%、+1.32%；（2）R125 价格、价差分别为 45,500、28,007 元/吨，较上周分别持平、+2.01%；（3）R134a 价格、价差分别为 48,000、28,316 元/吨，较上周分别持平、持平；（4）R410a 价格为 48,000 元/吨，较上周持平；（5）R22 价格、价差分别为 36,000、26,665 元/吨，较上周分别持平、+0.93%。其中外贸市场，（1）R32 外贸参考价格为 49,000 元/吨，较上周持平；（2）R125 外贸参考价格为 46,000 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，当前行业库存已降至周期性低位，叠加制冷刚需支撑稳固，市场对后市价格上行形成一致预期。交易策略分化明显：头部经销商凭借资金优势控量挺价，部分中小渠道商为缓解现金流压力适度让利促成交易，但实际让利空间有限。随着空调生产持续进入加速期及库存持续消化，R32 价格中枢有望维持强势，R22/R134a 或于三季度迎来补库驱动的修复行情。

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。

【煤炭开采】供需边际改善致煤价企稳，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250525

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：供需变价改善致煤价企稳，否极泰来重视煤炭配置

本周港口煤价小幅下跌并在后半周企稳，截至 5 月 23 日，秦港 Q5500 动力煤平仓价为 611 元/吨，环比下跌

3 元/吨，跌幅 0.49%，CCTD 动力煤现货价（Q5500）为 620 元/吨，环比下跌 9 元/吨，跌幅 1.43%。从供给端来看，截至 5 月 18 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 81.3%，环比下跌 0.02 个百分点；截至 5 月 23 日，环渤海港库存 3210.6 万吨，环比下跌 42.7 万吨，跌幅 1.31%；截至 5 月 23 日，进口印尼 3800 大卡华南到岸价为 423 元/吨，较同品种内贸煤价格优势为-18 元/吨；进口澳洲 5500 大卡华南到岸价为 657 元/吨，较同品种内贸煤价格优势为-3 元/吨。从需求端来看，截至 5 月 22 日，沿海八省电厂日耗合计 187.6 万吨，环比上涨 7.1 万吨，涨幅 3.93%；非电煤中甲醇开工率 82.2%，环比下跌 1.4pct，尿素开工率 88.56%，环比上涨 2.16pct，水泥开工率 46.47%，环比下跌 1.78pct。本周 4 月行业数据陆续公布，总体来看国内产量环比下降、进口量同环比下滑，火电发电量降幅环比持平，黑色需求仍具韧性。从产量来看，4 月国内规上工业原煤产量 3.9 亿吨，同比增长 3.8%，增速比 3 月份回落 5.8pct，较 3 月份减少 5127 万吨，环比下降 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，新疆 4 月原煤产量减量明显，4 月新疆原煤产量 3923.9 万吨，较 3 月减少 1222.7 万吨，环比下降 23.8%，随着国内煤价下滑，疆煤外运经济性走弱而供应边际减少，将在一定程度上支撑煤价。从进口来看，4 月我国进口煤炭 3782.5 万吨，较去年同期的 4525.2 万吨减少 742.7 万吨，下降 16.41%，较 3 月份的 3873.2 万吨减少 90.7 万吨，下降 2.34%，1-4 月我国共进口煤炭 15267.1 万吨，同比下降 5.3%，5 月以来进口煤仍处于倒挂状态，预计进口量将延续同比下滑趋势。从电力需求来看，4 月我国规上工业发电量 7111 亿千瓦时，同比增长 0.9%，增速较 3 月份放缓 0.9pct，分品种增速来看，4 月规上工业火电降幅持平，水电由增转降，核电增速放缓，风电和太阳能发电增速加快，随着 5 月末、6 月初迎峰度夏逐渐开启，且伴随电厂日耗环比抬升，火电需求有望边际改善。从非电需求来看，4 月中国粗钢产量 8601.9 万吨，同比持平，1-4 月累计粗钢产量 34535.1 万吨，同比增长 0.4%，粗钢生产仍具韧性；1-4 月全国新建商品房销售面积降幅继续小幅收窄，市场交易基本保持平稳，新开工降幅低位收窄，但房地产开发投资降幅有所扩大，短期仍承压。

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。

【化工】发改委新闻发布会再次强调反内卷，高质量化工龙头企业市场份额有望进一步提升——行业周报-20250525

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 宋梓荣（联系人）证书编号：S0790123070025

本周行业观点：发改委新闻发布会再次强调反内卷，看好龙头企业份额提升

据国家发改委官网报道，5月20日，国家发展改革委召开5月份新闻发布会。会上国家发改委政策研究室副主任、委新闻发言人李超表示，整治内卷式竞争是大家都非常关注的一件事，当前传统产业正在加快转型升级，这个过程中部分行业出现结构性问题，突破了市场竞争边界和底线，扭曲了市场机制，扰乱了公平竞争秩序，必须加以整治。优化产业布局，遏制落后产能扩张方面，要发挥好质量标准支撑作用，以市场化方式促进兼并重组，加快淘汰炼油、钢铁等行业的落后和低效产能，科学论证煤化工、氧化铝等行业新增产能项目。加强行业自律，引导新能源、汽车、光伏企业注重技术研发。国家相关政策持续强调反内卷，更深层次的布局是告别低水平竞争，坚持以创新驱动高质量发展。根据申万行业分类，基础化工上市公司的平均资本支出与折旧和摊销的平均比值自2023年起开始逐步下滑，行业大幅进行资本开支的周期已接近尾声。未来随着国家持续推行反内卷政策，限制过剩产品的新增产能项目，推动落后产能退出，以及鼓励市场化兼并重组，化工行业龙头企业有望凭借更加规范的管理体系、更好的能耗控制水平获得更多市场份额。

本周行业新闻：霍尼韦尔斥资24亿美元收购庄信万丰催化剂业务等

据化工在线5月23日报道，庄信万丰(JMPLY.US)宣布将其催化剂业务以约18亿英镑(24亿美元)现金出售给霍尼韦尔(HON.US)。

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、云图控股、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。

【地产建筑】新房二手房成交面积环比增长，持续推进城市更新——行业周报-20250525

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：新房二手房成交面积环比增长，持续推进城市更新

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增长，同比增长。土地成交面积环比增长，同比增长，溢价率环比下降。国内信用债发行规模同环比增长。国家发展改革委固定资产投资司负责人赵成峰在国新办发布会上表示，国家发展改革委将继续持续推进城市更新各项工作，支持城镇老旧小区改造、城中村改造。北京成功出让一宗海淀区半壁店宅地，规划建筑面积57958.60m²，成交楼面价78418元/m²，保利发展与北京建工以总价45.45亿元斩获地块，溢价率11.95%。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。

持续推进城市更新，上海增加保障房供给

中央层面：国家发展改革委：国家发展改革委固定资产投资司负责人赵成峰在国新办发布会上表示，国家发展改革委将继续持续推进城市更新各项工作，支持城镇老旧小区改造、城中村改造。

地方层面：上海：上海市人民政府办公厅发布《上海市提振消费专项行动方案》，提出将构建房地产新模式，扩大老旧小区修缮，增加保障房供应，优化税收政策，扩大公积金适用范围。

市场端：土地成交面积环比增长，北京土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025 年第 21 周，全国 68 城商品住宅成交面积 270 万平米，同比下降 3%，环比增加 15%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 4911 万平米，累计同比下降 4%。2025 年第 21 周，全国 20 城二手房成交面积为 223 万平米，同比增速+3%，前值+3%；年初至今累计成交面积 4126 万平米，同比增速+14%，前值+15%

投资端：2025 年第 21 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2454 万平方米，成交土地规划建筑面积 2450 万平方米，同比增加 30%，成交溢价率为 1.4%。

北京：北京成功出让一宗海淀区半壁店宅地，规划建筑面积 57958.60m²，成交楼面价 78418 元/m²，保利发展展与北京建工以总价 45.45 亿元斩获地块，溢价率 11.95%。

融资端：国内信用债发行规模同比增长

2025 年第 21 周，信用债发行 43 亿元，同比增加 87%，环比增加 187%，平均加权利率 2.12%，环比减少 43BP。信用债累计发行规模 1474.2 亿元，同比减少 20%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【地产建筑】试点持有型不动产 ABS 扩募，消费 REITs 表现持续优异——行业周报-20250525

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

试点持有型不动产 ABS 扩募，消费 REITs 表现持续优异

2025 年第 21 周，中证 REITs（收盘）指数为 869.19，同比上涨 9.27%，环比上涨 1.19%；中证 REITs 全收益指数 1089.72，同比上涨 16.22%，环比上涨 1.2%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 6.87 亿份，同比增长 44.33%；成交额达 31.21 亿元，同比增长 57.95%；区间换手率 3.58%，同比下降 6.77%。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+0.83%、-0.05%、+1.98%、-0.05%、+1.58%、+1.61%、+1.04%；一月涨跌幅分别为+6.32%、-0.03%、+2.23%、+0.67%、+5.81%、+0.62%、+7.58%。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。

充分发挥 REITs 作用，试点持有型不动产 ABS 扩募

国家发改委：对于市场化程度较高、经营属性较强的，要进一步充分发挥市场机制作用；对于回报水平适中、社会资本具有投资意愿的领域，要充分发挥政府和社会资本合作新机制、基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）等作用。

上交所：为规范公司债券续发行和资产支持证券扩募业务活动，满足市场主体合理融资需求，进一步提升债券市场流动性，上海证券交易所就试点开展公司债券续发行和资产支持证券扩募发行业务有关安排通知。

一周行情：消费 REITs 单周上涨 4.34%，单月累计上涨 5.37%

2025 年第 21 周，中证 REITs（收盘）指数为 869.19，同比上涨 9.27%，环比上涨 1.19%，2024 年年初至今累计上涨 14.91%，同期沪深 300 指数累计上涨 13.15%，累计超额收益+1.76%；中证 REITs 全收益指数 1089.72，同比上涨 16.22%，环比上涨 1.2%，2024 年年初至今累计上涨 26.45%，同期沪深 300 指数累计上涨 13.15%，累计超额收益+13.3%。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+0.83%、

-0.05%、+1.98%、-0.05%、+1.58%、+1.61%、+1.04%；一月涨跌幅分别为+6.32%、-0.03%、+2.23%、+0.67%、+5.81%、+0.62%、+7.58%。

一级跟踪：14只REITs基金等待上市，发行市场持续活跃

2025年第21周，共有14只REITs基金等待上市，本周创金合信电子城产业园封闭式基础设施证券投资基金首发申请已申报，中金中国绿发商业资产封闭式基础设施证券投资基金首发申请已通过，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。

【医药】经营拐点显现，动保业务有望贡献较大业绩弹性，推荐国邦医药——行业周报-20250525

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 阮帅（分析师）证书编号：S0790524040007

产能利用率持续提升，动保原料药毛利率有望逐步回升

近些年国邦医药收入规模稳健增长，收入结构出现较大变化。医药原料药板块景气度较高，收入占比逐步提升，毛利率逐步提高。随着国邦医药动保产能快速爬坡，动保原料药收入占比有所上升，动保原料药景气度持续下行，目前处于底部区域，近些年毛利率持续下降，2024年降低到历史最低水平。（1）国邦医药整体盈利能力处于底部回升阶段，2024年毛利率、净利率及ROE均出现一定程度的上升。（2）国邦医药主要项目产能建设规模阶段性降低，近两年在建工程规模快速下降，新产能快速爬坡，生产成本持续下降。

医药原料药：上游中间体供给限制有望驱动行业维持高景气度

医药原料药业务维持高景气度，主要受上游中间体供给受限影响，叠加行业疫后需求维持较高水平，大环内酯类原料药价格持续上行，进一步驱动国邦医药的医药原料药毛利率上行。我们预计未来随着行业需求平稳增长，国邦医药的医药原料药价格有望维持稳定水平。

动保原料药：行业出清尾声，强力霉素价格持续回升

动保原料药行业处于出清尾声，强力霉素价格已出现明显上涨。强力霉素市场竞争格局由10多家逐步稳定在3家左右，国邦医药、扬州联博、河北久鹏各占1/3市场份额。氟苯尼考市场竞争激烈，市场价格从2022年的500元/kg跌到2024年的180元/kg左右，行业有效产能逐步稳定，市场处于出清尾声阶段。2025年国邦医药的强力霉素有望迎来量价齐升的趋势，氟苯尼考销量有望实现快速增长，国邦医药动保板块毛利率及净利率有望持续提升。

推荐及受益标的

推荐标的：制药及生物制品：泽璟制药-U、诺诚健华、科伦博泰生物-B、一品红、和黄医药、海思科、艾力斯、艾迪药业、人福医药、恩华药业、京新药业、健康元；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；科研服务：昊帆生物、毕得医药、百普赛斯、皓元医药、海尔生物、奥浦迈、阿拉丁；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：奥泰生物、安杰思、英科医疗、万孚生物、可孚医疗、圣湘生物、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜、康拓医疗；CXO：药明康德、药明合联、药明生物、诺泰生物、博腾股份、泓博医药；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

【食品饮料】茅台引领行业新周期，4月社零数据略有回落——行业周报-20250525

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：茅台寻找新增长路径，消费淡季承压凸显结构性机会

5月19日-5月23日，食品饮料指数跌幅为1.3%，一级子行业排名第20，跑输沪深300约1.1pct，子行业中其他酒类（+8.9%）、预加工食品（+3.4%）、调味发酵品（+2.2%）表现相对领先。本周贵州茅台召开股东大会，针对当前白酒行业困境，公司明确提出从单纯酒类销售向“高品质生活方式提供商”转型，这一战略升级体现在两大维度：一是重构消费场景，将传统酒文化与年轻群体的社交、娱乐需求深度融合，如通过“茅友嘉年华”音乐节、非遗体验等活动，将品牌嵌入露营、艺术等多元场景；二是强化文化赋能，打造“产品+文化”的双轮驱动，为长期增长注入活力。中长期来看，国际化战略进入“质效并重”新阶段，公司将全球市场细分为战略、重点、潜力三类，优先布局东南亚等易突破市场。同时针对年轻群体分散于多元圈层的特点，茅台提出“精准捕捉情绪需求”的策略，力争实现茅台年轻化的突破。我们认为茅台的思路为白酒当前困境破局提供思路，未来公司投资逻辑从原来的“量价齐升”可能转向“质效驱动”。当前白酒板块预期与估值均处于较低水平，配置价格凸显。

2025年4月社会消费品零售总额同比+5.1%，增速环比3月略有回落，一方面消费进入淡季需求相对较弱；另一方面可能在于中美关税政策对于市场预期进行扰动，影响居民消费信心。2025年4月餐饮及限额以上餐饮收入同比分别+5.2%、+3.7%，增速环比3月分别-0.4pct、-3.1pct，餐饮消费维持弱复苏局面。细分子行业中，2025年4月粮油食品类、饮料类、烟酒类同比分别+14.0%、+2.9%、+4.0%，增速环比3月分别+0.2pct、-1.5pct、-4.5pct，粮油食品作为必选消费增速稳中有升，饮料类、烟酒类增速回落明显。整体来看淡季消费仍然承压。我们仍建议在食品饮料行业中寻找增量子板块，按照新渠道、新品类、新市场的思路去关注成长性品种。当前零食板块处于成长红利期，可以关注盐津铺子、有友食品、甘源食品等，以及各渠道均衡发展且具备成本下降逻辑的西麦食品。

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】港股市场资产端扩容，首批浮动管理费产品亮相——行业周报-20250525

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

周观点：港股市场资产端扩容，首批浮动管理费产品亮相

近期多家A股龙头公司登陆H股上市，5月20日和5月23日，宁德时代和恒瑞医药两家不同行业的龙头公司先后正式登陆港股。5月22日证监会发行监管司司长严伯进表示，证监会将持续优化科技企业境内上市的环境，会实施更加灵活精准的新股发行逆周期调节机制，支持优质红筹科技企业回归境内上市。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。

券商：首批浮动管理费产品亮相，交易量环比回落

(1) 本周日均股基成交额1.39万亿，环比-8%，本周新成立股+混基金规模95亿份，环比+100%。(2) 据中国基金报报道，5月23日，易方达、华夏、广发、汇添富基金等基金公司上报的首批26只新型浮动管理费率基金获证监会注册，预计很快就会向投资者发售；首批产品为降低投资者和销售渠道理解的复杂度，各家管理人均设置了1.2%（基准档）、1.5%（升档）、0.6%（降档）的三档费率水平，以及年化跑赢6个百分点、年化跑输3个百分点的业绩考察指标；据悉，首批产品均为全市场选股的基金，业绩基准主要对标沪深300、中证A500、中证500或者中证800等主流宽基指数，并部分参与港股和债券投资。(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：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，预计全年 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 4 周)：发改委强调有序拓展低空应用场景，广汽飞行汽车启动适航认证——行业周报-20250525

殷晟路 (分析师) 证书编号：S0790522080001

发改委强调分类有序拓展低空应用场景，广汽 GOVYAirCar 启动适航认证

政策端进一步规范、推动低空行业发展：中央层面，5 月 20 日，国家发改委强调分类有序拓展低空经济应用场景，提出“先载货、后载人”“先远郊、后城区”的推进顺序，并严厉打击“黑飞”行为。地方层面，5 月 20 日，自贡市出台《低空飞行服务管理办法》，将于 6 月 1 日起施行，构建市级低空飞行服务体系；5 月 19 日，苏州市发布《低空经济促进条例 (草案修改三稿)》并征求公众意见，计划 10 月正式实施，新增“飞行服务”专章，并配套 20 亿元产业基金。低空飞行器整机取得进展：5 月 23 日，沃兰特航空首架 VE25-100eVTOL 原型机在自贡正式下线，随后将进入密集试飞阶段，力争 2026 年完成适航取证。5 月 22 日，广汽集团表示，旗下 GOVYAirCar 和 AirJet 分别针对城市与城际短途出行场景，目前多旋翼 GOVYAirCar 已启动适航认证。此外，中国航天科技集团研制的彩虹-YH1000 无人物流机于 5 月 22 日在西北完成首飞，可服务中心城市至偏远县乡的物流配送，具备多种运输投送功能，支撑低空物流体系构建。此外，4 月份智能无人飞行器制造行业增加值 74.2%，大幅快于规模以上工业增速，行业维持高景气度。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：宁德 H 股溢价上市带动锂电标的上涨

5 月 19 日-5 月 23 日低空经济 A 股相关标的平均涨跌幅为-2.2%，其中，涨幅前五标的分别为国轩高科(+9.3%)、海特高新 (+6.6%)、祥源文旅 (+3.8%)、宁德时代 (+2.9%)、中无人机 (+2.4%)；跌幅前五的标的分别为安达维尔 (-9.1%)、英搏尔 (-8.5%)、万泽股份 (-8.4%)、创世纪 (-7.3%)、凯众股份 (-7.2%)。美股方面，亿航智能下跌-10.8%，ArcherAviation 受到负面影响，下跌 20.4%。

赣锋锂业低空固态电池方案进入适航认证，瑞普兰钧发布问顶 eVTOL 电芯

5 月 21 日，赣锋锂业在投资者交流会中说明，公司推出适配低空飞行场景的固态电池，与知名无人机及 eVTOL 企业达成合作，样品进入适航认证流程，为低空经济商业化运营奠定基础；同日，万向钱潮在投资者业绩说明会

中提到，低空飞行器方面多个轴承送样测试进展顺利，计划 2026 年进入量产；5 月 15 日，瑞浦兰钧于 CIBF2025 发布高镍三元锂电芯“问顶？50Ah”，产品专为低空飞行器设计，单电芯能量密度达 310Wh/kg，系统能量密度 270Wh/Kg，远超车规级电池水平，续航可达 300 公里。

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。

【商贸零售】2025 年 4 月社零+5.1%，期待消费回暖趋势继续维持——行业周报-20250525

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

2025 年 4 月社零同比+5.1%，期待消费回暖趋势继续维持

本周国家统计局发布社零数据：2025 年 1-4 月我国社零总额同比+4.7%，其中 4 月同比+5.1%，社会消费稳步复苏。分渠道看，线上渠道稳健增长，线下业态边际回暖趋势延续；分品类看，商品零售同比稳健增长，可选品类中黄金珠宝表现亮眼。我们认为，在当前积极拉动内需的大环境下，通过有效的政策措施，整体社会消费有望实现平稳增长，期待 2025 年消费回暖趋势继续维持。建议关注黄金珠宝和化妆品两大赛道。（1）黄金珠宝：黄金生产工艺革新带来产品差异化和需求升级，供给端逐渐接近饱和，需求端悦己、国潮、祈福等情绪价值相关的精神需求觉醒，“差异化产品+消费者洞察”能力成为行业核心竞争要素，建议关注高端中式黄金和时尚黄金两大细分高景气赛道。（2）化妆品：尽管行业面临渠道红利减弱等变化，国货崛起趋势不变，成分和品类出现新需求，重组胶原蛋白等新兴成分火热、国潮彩妆等品类表现突出，各美妆品牌通过布局新赛道、推出新原料等积极寻求多元成长曲线，关注头部国货美妆品牌大促表现。

行业关键词：珀莱雅、山姆、叮咚买菜、52TOYS、未名拾光等

【珀莱雅】珀莱雅考虑通过海外并购布局婴童和香水等赛道。

【山姆】山姆会员店计划 2025 年开设 9 家新店。

【叮咚买菜】叮咚买菜宣布启动自内而外的变革。

【52TOYS】IP 玩具公司 52TOYS 向港交所递表。

【未名拾光】欧莱雅加码近亿元投资合成生物企业“未名拾光”。

板块行情回顾

本周（5 月 19 日-5 月 23 日），商贸零售指数报收 2110.59 点，下跌 1.61%，跑输上证综指（本周下跌 0.57%）1.04 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 26 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，本周丽人丽妆（+53.9%）、新迅达（+9.9%）、若羽臣（+8.2%）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_

【通信】谷歌 AI 亮眼，坚定看好全球 AIDC 产业链——行业周报-20250525

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

谷歌开发者大会发布多款 AI 新品，用户量持续攀升

2025 年 5 月 21 日，谷歌 I/O 开发者大会发布多款 AI 模型、AI 应用、AIAgent 等产品。语言模型方面，Gemini 系列模型全面升级。Gemini2.5ProDeepThink 模型强化推理能力，专为数学、编程等高复杂度任务设计，在美国数学奥林匹克（USAMO）上获得 40.4% 高分，表现超过 GPT-4Turbo；Gemini2.5Flash 注重效率和成本，在保持多模态理解的同时，token 使用减少 30%，更适合高频日常调用；GeminiDiffusion 是一种全新的扩散式文本生成模型，文本生成速度比 Gemini2.5Flash 快 5 倍，每秒可生成超过 10,000token，适合编辑和快速创作。截至 5 月 21 日，谷歌每月 token 处理数量达到 480 万亿，而一年前月均处理 token 不足 10 万亿，同比提升超 50 倍，超 700 万名开发者正在用 Gemini 搭建 AI 应用，是去年的 5 倍。Gemini 应用拥有 4 亿月活用户，AI 用户量及调用量持续提升。

大厂陆续宣布支持 MCP，助力 AIAgent 加速发展

5 月 19 日，字节旗下火山引擎发布大模型生态广场 MCPServers，集成众多高质量的 MCP 协议适配工具，且 MCPServers 已开源，企业能将自研工具按 MCP 协议封装并上传共享，让生态工具资源不断丰富，缩短应用开发周期。5 月 20 日，微软在 Build2025 大会宣布智能体平台和框架中全面支持 MCP 协议，推动 MCP 生态持续发展。5 月 21 日，谷歌发布 A2Av0.2 版本，支持无状态交互、文件交换优化、标准化身份验证等，持续打破数据孤岛，提升 Agent 能力、跨平台交互和执行效率。5 月 22 日，OpenAI 宣布用于 Agent 开发的 ResponsesAPI 支持 MCP。随着 A2A 和 MCP 协议不断完善，我们认为 AIAgent 开发效率和交互能力有望迎来快速提升，加速应用落地。

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

【农林牧渔】二育认价销售致供给增加，期待端午备货对需求端形成支撑——行业周报-20250525

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：二育认价销售致供给增加，期待端午备货对需求端形成支撑

二育认价销售致供给增加，本周全国猪价承压。据涌益咨询，截至 5 月 23 日，全国生猪销售均价 14.27 元/公斤，环比上周-0.31 元/公斤，部分二育户担心短期猪价低迷，出栏情绪增强，近期逐步出货导致市场供给偏多，价格下挫。5 月 23 日样本企业日均生猪屠宰量 14.31 万头，环比上周-0.32 万头，屠宰端持续减量。考虑下周临近端午节，备货动作或有望在需求端形成一定支撑。

新小麦陆续上市，关注玉米价差及配方调整情况。(1) 玉米：目前玉米价格仍处于 2025 年以来高位，随新小麦陆续上市，小麦替代性价比优势逐步显现，部分饲料企业降低配方玉米含量致玉米需求降低、价格承压，本周饲料厂玉米到厂均价 2459 元/吨，环比上周-8 元/吨，环比-0.32%。(2) 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，本周豆粕全国均价 3016 元/吨，环比上周-108 元/吨，环比-3.46%。(3) 饲料：据涌益咨询，本周育肥全价料出厂价 3289 元/吨，环比上周持平。目前饲料企业以消耗库存为主，持续关注新小麦上市情况及玉米价差对饲料原料价格的影响。

提前规避高关税动作致 4 月宠物食品进口额同比大增，关税缓和后增速变化或趋于平缓。4 月中国宠物食品出口额 8.07 亿元，同比-5.17%，其中对美国出口额 0.88 亿元，同比-44.68%，中美关税壁垒抬升后国内对美出口业务大幅减少。4 月中国宠物食品进口额 2.94 亿元，同比+23.93%，其中自美国进口额 2.23 亿元，同比+52.66%，4 月初中美互加关税导致进口宠物食品税率大幅上升，为规避即将生效的高关税，进口商加快从美国发货，从而导致 4 月进口额同比大增。随 5 月中美关税缓和，预计出口额增速变化或趋于平缓。

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 (5.19-5.23)：跑赢大盘 0.21 个百分点

本周上证指数下跌 0.57%，农业指数下跌 0.36%，跑赢大盘 0.21 个百分点。子板块来看，饲料板块领涨。个股来看，雪榕生物(+20.65%)、源飞宠物(+10.04%)、正虹科技(+6.65%)领涨。

本周价格跟踪 (5.19-5.23)：本周鲈鱼、对虾等农产品价格环比上涨

生猪养殖：5 月 23 日全国外三元生猪均价 14.31 元/kg，较上周下跌 0.30 元/kg；仔猪均价 35.56 元/kg，较上周下跌 0.67 元/kg；白条肉均价 18.64 元/kg，较上周上涨 0.26 元/kg。5 月 23 日猪料比价为 4.21:1。自繁自养头均利润 48.21 元/头，环比-32.45 元/头；外购仔猪头均利润-16.06 元/头，环比-64.26 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。

【银行】本轮存款降息的成因与影响——银行 0520 下调存款挂牌利率点评-20250523

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（分析师）证书编号：S0790524060002

背景：为维护息差稳定，存款挂牌利率调整有一定必要性

2025 年 5 月 20 日上午，六大行和部分股份行下调存款挂牌利率。活期、3 个月、6 个月、1 年、2 年、3 年、5 年期整存整取定期存款降幅分别达 5BP、15BP、15BP、15BP、15BP、25BP、25BP，下调后为 0.05%、0.65%、0.85%、0.95%、1.05%、1.25%、1.30%；7D 通知/协定存款分别下调 15BP/10BP 至 0.30%/0.10%。

2024 年高息存款整改见效，上市行付息率降至 1.98%。2025 年几无高息存款套利“漏洞”，受限于是息差压力，资产端降息客观上也需要负债成本的支撑。

(1) 配合全面降息的节奏。5 月 20 日 LPR 全面降息 10BP，实施适度宽松的货币政策，以提振实体需求。存款挂牌利率相当于实操中存款利率的“下限”，此次下调有望减轻银行净息差压力，但本轮定期存款下调幅度高于 LPR，特别是 3Y、5Y 定存降幅最大 (25BP)，有助于优化存款结构，切实降低存款实际利率。(2) 2024 年底非银活期存款利率收紧的影响基本消退。4 月信贷收支表显示，大行和中小行存贷增速差均明显改善，主要是低基数影响以及非银存款高增导致，2024 年底非银活期存款利率收紧的影响已基本反映完毕，银行缺负债压力阶段性

缓解。

测算影响：此次下调预计影响上市行 2025 年/2026 年净息差+2.5BP/+2.1BP

假设：(1)后续其余上市银行跟随六大行下调存款挂牌利率，且各期限存款的降幅与六大行一致；(2)2025-2026 年生息资产平均余额 yoy 与 2023 年保持一致；(3)存款期限结构采用 2024 年报披露的集团口径“利率风险”数据。

影响：预计本次存款挂牌利率下调，对上市银行 2025 年/2026 年净息差的影响分别为+2.5BP/+2.1BP。其中对 2025 年国有行/股份行/城商行/农商行的净息差影响分别为+2.50BP/+2.58BP/+2.28BP/+3.09BP。

存款降息后，资金面、债市、股市的传导链条推演

资金面：关注存款脱媒，银行缺存款或再反馈至同业负债定价。大行对同业负债的依赖度提高，一般性存款流失或使得 NCD、同业定存再度提价。(1)银行自营：负 carry 压力阶段性缓解，债贷比价有效性提升，静态测算 3%的按揭贷款利率对标 10Y 国债收益率平衡点为 1.95%；(2)理财：存款脱媒后或增加中短信用债及 NCD 配置需求；(3)股市：红利加持，稳定股息品种或估值提升。

投资建议

随着降准、降息落地及关税政策调整，挂牌利率下调引导存款成本切实下降，看好 5~6 月信贷回暖，全年贷款同比或基本持平。我们预计 2025 年银行业绩表现基本稳定，营收和净利润增速稳步回升。继续看好稳定股息的红利策略持续性，推荐中信银行、光大银行，受益标的农业银行、招商银行、北京银行；顺周期标的推荐苏州银行，受益标的江苏银行、成都银行、常熟银行。

风险提示：宏观经济增速不及预期，政策落地不及预期等。

【纺织服装：滔搏(06110.HK)】FY2025 全年派息率 135%，加码跑步及户外赛道——港股公司信息更新报告-20250523

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 张霜凝（分析师）证书编号：S0790524070006

FY2025 全年持续高派息，加码跑步及户外赛道，维持“买入”评级

FY2025 公司收入 270.1 亿元（同比-6.6%，下同），归母净利润 12.86 亿元（-41.9%），持续高派息，全财年派息率 135%，过去六年累计派息率 104.2%。考虑行业仍处促销氛围，品牌客户去库存及公司新品订单谨慎背景下，公司新品库存占比仍待优化，我们下调 FY2026-2027 并新增 FY2028 盈利预测，预计归母净利润分别为 13.2/15.9/18.5 亿元(原为 15.3/18.1 亿元)，当前股价对应 PE 为 13.4/11.1/9.5 倍，公司全渠零售及库存管理措施有效，短期折扣有望随主力品牌新品占比提升改善，长期看公司以新合作模式加码跑步及户外赛道，Norda、Soar 及 Norrona 等品牌有望提供广阔品类空间并匹配消费者深度需求，维持“买入”评级。

直营线上增长带动线上收入占比提升，全域融合能力持续提升

FY2025Q1-Q4 流水录得中单下降/低双下降/中单下降/中单下降。FY2025 主力品牌收入 233.1 元（-6.1%），占比 86.3%，其他品牌收入 35.0 亿元（-9.9%），零售/批发收入分别-6.8%/-5.8%，其中直营线上收入增长双位数，直营线上占比提至 30-40%中段（FY2024 为 20-30%中段），平台、内容及私域多场景覆盖，拥有 500+抖音及微信视频号、10 万+企业微信群、2300+小程序店铺，此外通过本地生活等方式引流到店抢占同城高意向人群，实现全域融合。

线下渠道一品一策，精准高效谨慎开店、优化低效门店，单店面积持续提升

截至 FY2025 门店数为 5020 家（净关 1124 家），同比下降 18.3%，线下同店客流下滑双位数，其中新开以主

力品牌的主力店型以及专业垂类品牌新市场布局为主，关店以优化低效店铺为主。FY2025 毛销售面积同比-12.4%，四个季度环比分别-1.4%/-1.3%/-2.1%/-8.0%，而单店销售面积保持增长趋势，同比增加 7.2%，体现一品一策的门店调整思路，精细化打磨有价值的门店。

FY2025 折扣加深导致毛利率承压，费用率微升，库存管控有效

盈利能力：FY2025 毛利率 38.4% (-3.4pct)，H1/H2 分别-3.6/-2.9pct，在去库力度加强、线上销售占比提升背景下 H2 毛利率降幅收窄主要系库存拨备环比改善以及零售占比提升。FY2025 期间费用率为 33.1% (+0.3pct)，控费及线上占比提升带动费用率微升，其中租金费用率-1.3pct 至 12.2%、员工费用率 10.2% (+0.1pct)，员工数-7.4% 至 2.7 万人但平均人效同比持平。FY2025OPM 为 5.9% (-3.7pct)，归母净利率为 4.8% (-2.8pct)。营运能力：截至 FY2025 存货为 60 亿元 (-4.5%)，存货周转天数 134.9 天 (-1.2 天)，库销比 4~5 月，环比略有改善，新品库存占比 70-80%，同比略有下降，随旧货陆续出清及后续新进货改善，预计库龄结构逐步向好，净现金同比+20%至 37.6 亿元，为归母净利润 2.6 倍。

风险提示：消费者信心恢复、国际品牌恢复、新品牌合作不达预期。

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。

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