

第一创业证券研究所

分析师：郭强

证书编号：S1080524120001

电话：0755-23838533

邮箱：guoqiang@fcsc.com

晨会纪要

核心观点：

一、宏观经济组：

事件：

5 月 21 日，美国 10 年期国债收益率再次突破 4.5%。

评论：

5 月 21 日，美国财政部拍卖 160 亿美元的 20 年期国债。本次拍卖的最终中标利率为 5.047%，这是第二次 20 年期美债拍卖的收益率突破 5% 大关。此次得标的收益率比 4 月的 4.810% 高出 24 个基点。此次拍卖的得标收益率较预发行利率 5.035% 高出约 1.2 个基点，创下去年 12 月以来的最大尾部利差。本次拍卖的投标倍数为 2.46，表现也不佳，是自 2 月以来的最低水平，4 月时为 2.63。

美债拍卖惨淡使得美债收益率飙升：美国 20 年国债收益率上涨 13 个 BP 至 5.13%；美国 10 年期国债收益率突破 4.5%，达到 4.58%；5 年期涨 8 个 BP 至 4.15%；2 年期涨 3 个 BP 至 4%，1 年期涨 1 个 BP 至 4.12%。可见，美债期限越长，收益率上涨幅度越大。出于对美债持续性的担心，美股也出现下跌：标普 500 指数跌超 1.7%，道指跌幅超过 2%，纳指跌幅 1.6%。

面对经济形势的不确定性 & 特朗普支持率下行的压力，美国共和党正努力在 7 月 4 日前，通过一项被称为“又大又美”（big, beautiful）的税支法案，以提振经济并挽回政治声望。共和党此次提出的法案核心，是延续一系列将在 2025 年底失效的税收减免政策，其未来十年的成本预计高达 4 万亿美元。这些政策是 2017 年特朗普政府首个任期内税改法案的产物。先前 4 月 11 日美国参众两院已通过统一的预算决议版本等于解锁了“预算协调”机制，共和党只需凭借党内的选票支持就能通过减税等议程，无需与民主党谈判。目前，美国财政赤字已达 GDP 的 6.5-7% 水平，美国税改法案使得美国财政政策进一步恶化。后续有望出台一些政策方案，包括未来十年内减税高达 5.3 万亿美元、将债务上限提高 5 万亿美元，换取政府减支 40 亿美元。

风险提示:

对上述事件发展趋势的点评, 存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化, 而不如预期的可能。

二、策略和先进制造组:

小鹏汽车公布了 2025 年一季度业绩, 其中新车交付量为 9.4 万辆, 同比增长 330%, 其中均价最低的 MONA M03 车型占比约 50%。一季度营业收入 158.1 亿元, 同比增长 141.5%, 小鹏汽车预计第二季度营收 175 亿元人民币至 187 亿元人民币, 同比增长约 115.7%至 130.5%, 交付量 10.2 万至 10.8 万辆, 同比增 237.7-257.5%, 该预期显示 5、6 月份的销售预期仍然很好。下半年公司大量均价高于 MONA M03 的新车型将上市, 如 MONA M03 MAX 版本, 新型号中型 SUV G7, 旗舰轿跑 E29 预期 Q3 上市, 叠加下半年两款增程车上市, 预计公司下半年的销售和新车均价都将加速提升。产能方面, 公司广州二期工厂将提升公司总产能在 2025 年底超过 70 万辆。从目前港股市场看, 中国新能源车龙头比亚迪股份在持续创新高, 宁德时代港股 IPO 股价超过 A 股, 并且继续大幅上涨, 表明外资对中国新能源车龙头的高度认可, 因此我们看好国内新能源车产业链的景气度提升。

特斯拉人形机器人 Optimus 在 X 社交平台上展示了最新演示视频, 其中最令人深刻的场景有两个, 一是倒垃圾、炒菜、擦桌子等对个人消费有较大触动的场景。第二个场景是, 机器人可以通过自主学习第一人称视角视频来作为训练数据, 同时公司表示下一步将提升机器人学习第三人称视角视频的能力。这两个场景将大幅提升对人形机器人成熟度的预期, 也将降低人们对使用人形机器人难度的预期, 因此体现出人形机器人技术的快速进步, 因此我们看好人形机器人产业的快速技术前景。

风险提示:

对上述事件发展趋势的点评, 存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化, 而不如预期的可能。

三、消费组:

会稽山 2025 年第一季度财报显示, 公司实现营业收入 4.81 亿元, 同比增长 10.10%; 归母净利润 0.94 亿元, 同比增长 1.70%; 扣非归母净利润 0.93 亿元, 同比增长 12.72%, 核心业务盈利能力提升显著。Q1 毛利率 60.71%, 同比提升 7.10 个百分点, 主要因中高端黄酒收入占比提升, 产品结构升级成效显著, 同时渠道方面直销收入大幅提升。合同负债 0.99 亿元, 同比增长 77.21%, 反映下游需求旺盛, 客户预收款增加为后续销售提供支撑。公司产品结构升级与直销渠道拓展成效显著, 浙江市场持续领跑, 省外市场略有压力。

风险提示:

上述观点主要根据过去数据分析得出, 可能因为后续市场竞争加剧、原材料价格波动、品牌老化与消费群体局限等原因, 而出现最终结果与分析预测结论相背离的情况, 仅供投资分析时参考。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140