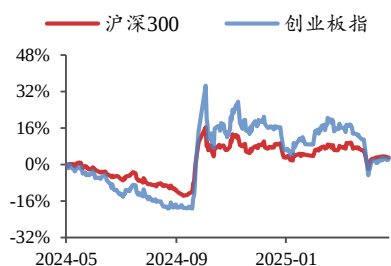


沪深300及创业板指数近1年走势



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	2.327
汽车	1.592
传媒	1.390
电子	1.308
机械设备	1.299

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-2.086
钢铁	-1.350
建筑材料	-0.821
交通运输	-0.768
公用事业	-0.715

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】关税扰动的2个阶段——兼评4月PMI数据-20250430

【金融工程】资产配置月报（2025年5月）——金融工程定期-20250504

【金融工程】开源交易行为因子绩效月报（2025 年 4 月）——金融工程定期-20250430

行业公司

【中小盘】外骨骼机器人需求星辰大海，关注产业链投资机会——中小盘策略专题-20250505

【计算机】AI Agent 迎来布局时间——行业周报-20250505

【计算机】AI 精彩纷呈，信创替换加速——计算机行业 2025 年中期投资策略
-20250505

【传媒】AI 应用和 IP 新消费两翼齐飞——传媒互联网行业 2025 中期投资策略
-20250505

【食品饮料】一季报白酒稳健增长，零食新品红利表现突出——行业周报
-20250505

【非银金融】券商1季报业绩同比高增，险企1季报投资业绩分化——行业周报
-20250505

【农林牧渔】外部环境多变，农业防御优势凸显——农林牧渔行业 2025 年中期投资策略-20250505

【传媒】模型迭代、国漫电影上新持续推进，继续布局 AI、IP——行业周报
-20250505

【农林牧渔】2024 年养殖板块利润同比高增，宠物板块高景气延续——行业周报
-20250505

【化工】库存持续释放，涤纶长丝市场走势上行——行业周报-20250505

【地产建筑】新房成交面积同环比增长，杭州土拍市场火热——行业周报
-20250504

【地产建筑】中金厦门安居保障房 REIT 启动扩募，消费 REITs 表现持续优异——行业周报-20250504

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（5月第1周）：峰飞获100架eVTOL订单，中科星图拟募资进行低空平台建设——行业周报-20250504

【食品饮料：泸州老窖(000568.SZ)】主动调控，着眼长远——公司信息更新报告
-20250505

【电子：华峰测控(688200.SH)】成长与盈利能力强劲，看好 STS 8600 销售前景
——公司信息更新报告-20250505

【食品饮料：贵州茅台(600519.SH)】收入业绩略超预期，彰显龙头韧性——公司信息更新报告-20250505

研报摘要

总量研究

【宏观经济】关税扰动的2个阶段——兼评4月PMI数据-20250430

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002

事件：2025年4月官方制造业PMI49.0%，预期49.8%，前值50.5%；官方非制造业PMI50.4%，前值50.8%。

制造业：分项普遍走弱，外需与价格降幅较大

1、关税扰动初步显现，叠加此前抢出口抢生产形成的高基数，制造业PMI分项普遍走弱。供需端，PMI生产年内首次降至荣枯线下，外需降幅大于内需；分行业来看，纺织、纺织服装服饰、金属制品等行业产需回落，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、医药相对稍好。

2、工业原材料价格回落，预计4月PPI同比降幅扩大。4月PMI原材料购进价格与PMI出厂价格分别为47.0%、44.8%，分别较前值回落了2.8、3.1个百分点。根据高频指标预计4月PPI环比可能在-0.3%左右，同比在-2.5%左右。

3、各类型企业景气度均走弱。有违直觉的是，大型企业PMI降幅反而更大，推测可能是大型企业Q1开门红诉求较强，由此形成了高基数；而出口类的中小企业通过抢转口和变相对冲，4月景气度暂时降幅不大。

非制造业：基建Q2仍有动能，服务业相对平稳

1、建筑业：4月建筑业PMI下降了1.5个百分点至51.9%，新订单和业务活动预期有所分化。实物工作量方面，石油沥青回升，水泥开工和发运率略有下滑，CME预估4月挖掘机内销增速约25%、超过市场预期；资金端，截至4月30日专项债发行进度约27.1%、好于2024年同期的18.0%，且差距在扩大，指向Q2基建仍有望保持较高增速。

2、服务业：PMI相对平稳，新订单明显下滑。分行业来看，航空运输、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务、保险等景气度较高，关税扰动下权益市场先行反应、资本市场服务等行业降至临界点以下。

关税扰动的2个重要阶段

第一阶段为5-6月：受益于关税大幅加码后抢转口、两轮豁免商品以及少量美企恢复订单，基于高频数据拟合4月出口同比+0.9%，自4月11日大幅回落后逐渐向上修复，但5-6月下行压力可能进一步增大。第二阶段为7-8月：若关税形势仍未明显好转，出口企业可能减少生产排期、优化人员等，叠加高校毕业生季临近，届时关税扰动将沿产业链向外贸上下游传导，并可能扩散至民生就业领域。当下，中美各自“压力测试”的关键期将至，我们预计政策决策、出台可能更为灵活，将根据形势变化及时推出增量储备政策。

风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

【金融工程】资产配置月报（2025年5月）——金融工程定期-20250504

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001

多资产配置观点：看多短债、偏股低估转债、黄金资产

高频宏观因子：高频经济增长同比较前值上行；高频通货膨胀（消费端）同比较前值下行；高频通货膨胀（生产端）同比较前值下行。

债券久期择时：模型预测未来三个月水平因子上升，斜率因子陡峭化，曲率因子增凸，推荐持有1年期短久

期债券。

转债配置：“百元转股溢价率”为 26.34%，转债相对正股配置价值适中；“修正 YTM-信用债 YTM”指标中位数为 0.31%，偏债转债相对信用债配置性价比适中；转债风格轮动未来两周推荐配置偏股低估转债。

黄金配置：模型测算未来一年黄金的预期收益率为 22.1%，基于 TIPS 收益率的择时模型持续看多黄金资产。

股债配置观点：权益风险预算不变，股票仓位小幅下降

开源金工将风险平价模型与主动信号结合构建主动风险预算模型，每月从股债横向比价、股票纵向估值水平、市场流动性三个维度构建主动风险预算指标。

回顾 4 月股债配置，股权风险溢价 ERP、流动性信号看多，历史估值分位数信号为中性，股票仓位为 25.17%，债券仓位为 74.83%，4 月组合收益 0.09%。展望 5 月股债配置，股权风险溢价 ERP、流动性信号看多，历史估值分位数信号为中性，股票仓位为 20.99%，债券仓位为 79.01%。

行业轮动观点：看多传媒、机械、计算机、家电等

开源金工从交易行为、景气度、资金面、筹码结构、宏观驱动、技术分析六个维度出发，分别构建行业轮动子模型并对模型动态合成双周频优选行业。

风格板块判断：成长组得分高于价值组，推荐配置成长风格；板块上看多大科技、大金融板块。

行业配置推荐：传媒、机械设备、计算机、家用电器、电力设备、电子。

ETF 轮动组合：游戏 ETF、机器人 ETF 易方达、计算机 ETF 南方、家电 ETF。

“配置+选基”FOF 组合：4 月组合收益-2.40%，相对偏股基金超额-0.14%

2025 年 4 月，开源“配置+选基”FOF 组合收益率为-2.40%，偏股型基金指数收益率为-2.26%，组合超额收益为-0.14%。

2025 年 5 月，我们看多高成长、高质量因子、看空低估值因子，相应的高配高成长、高质量大盘风格基金，低配低估值、小票黑马风格基金。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。基金投资策略分类基于对公开的历史数据的定量测算与统计，对基金产品和基金管理人的研究分析结论不能保证未来的可持续性，不构成对该产品的推荐投资建议。

【金融工程】开源交易行为因子绩效月报（2025 年 4 月）——金融工程定期-20250430

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002 | 盛少成（分析师）证书编号：S0790523060003

Barra 风格因子表现跟踪

通过对 Barra 风格因子 2025 年 4 月的收益测算可以发现：从大/小盘风格来看，市值因子录得了 0.09%的收益。从价值/成长维度看，账面市值比因子录得了 0.11%的收益，成长因子录得了-0.19%的收益，盈利预期因子录得了-0.02%的收益。

开源交易行为因子概述

稳健的交易行为模式中，蕴藏有稳健的 alpha 源。循着这一研究理念，我们陆续提出了一系列基于交易行为的选股因子，受到量化投资同行的认可。其中：理想反转因子的交易行为逻辑是，A 股反转之力的微观来源是大单成交，通过每日平均单笔成交金额的大小，可以切割出反转属性最强的交易日；聪明钱因子的交易行为逻辑是，

从分钟行情数据的价量信息中，可以识别出机构参与交易的多寡，进而构造出跟踪聪明钱的因子；APM 因子的交易行为逻辑是，在日内的不同时段，交易者的行为模式不同，反转强度也相应有所不同；理想振幅因子的交易行为逻辑是，基于股价维度可以对振幅进行切割，不同价态下振幅因子所蕴含的信息存在结构性差异。我们将上述因子汇总在一起，做定期的跟踪，以及实时监控交易行为类因子的动态表现。

开源交易行为四因子的全历史表现

在全历史区间，理想反转、聪明钱、APM、理想振幅因子的 IC 分别为-0.051、-0.038、0.030、-0.054，rankIC 分别为-0.061、-0.061、0.034、-0.073，信息比率分别为 2.55、2.78、2.32、3.04，多空对冲月度胜率分别为 78.5%、82.5%、77.6%、83.9%。

开源交易行为合成因子在全历史区间的 IC 均值为 0.068，rankIC 均值为 0.092，多空对冲信息比率 3.36，多空对冲月度胜率为 82.2%。

4 月份：理想反转、聪明钱、理想振幅录得正收益，APM 录得负收益

理想反转因子 4 月份多空对冲收益为 0.89%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 66.7%。聪明钱因子 4 月份多空对冲收益为 0.89%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 100.0%。APM 因子 4 月份多空对冲收益为-0.27%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 75.0%。理想振幅因子 4 月份多空对冲收益为 2.52%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 83.3%。交易行为合成因子 4 月份多空对冲收益为 0.99%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 83.3%。

风险提示：模型测试基于历史数据，在市场波动不确定性下可能存在失效风险。

行业公司

【中小盘】外骨骼机器人需求星辰大海，关注产业链投资机会——中小盘策略专题-20250505

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 张越（分析师）证书编号：S0790524090003

外骨骼机器人迈向成熟化，能够解决下游诸多领域痛点，产业前景广阔

外骨骼机器人是一种结合外骨骼结构与机器人技术的可穿戴智能设备，通过机械结构、驱动系统与人体运动系统耦合，实现对肢体运动的辅助、增强或康复训练。商业化早期主要应用于医疗康复和军工，后续拓展至工业和民用领域。无源外骨骼结构相对简单，完全依赖机械结构和材料特性提供助力，未来向轻量化和机械设计优化的方向发展。有源外骨骼集成了精密的传感器、控制系统和动力装置，可以根据不同的任务和场景通过软件编程等方式灵活调整助力模式和力度大小，能够适应多种复杂的动作和运动状态，但售价昂贵，未来向 AI 融合、能源突破、柔心/轻量化驱动的方向发展。外骨骼商业模式呈现“场景分化、技术支撑、生态协同”特征，预计 2030 年全球市场规模达 146.7 亿美元，年复合增长率达 42.2%。

有源外骨骼可分为机械/驱动/传感/控制/能源五大模块

有源外骨骼通用的结构可分为机械系统、驱动系统、传感系统、控制系统、能源系统五大模块，需结合具体的应用场景进行个性化设计。其工作原理的核心是通过“感知-处理-驱动-反馈”闭环系统，实现对人体运动意图的实时捕捉、智能处理及机械助力输出，最终达成人机协同运动。机械系统方面，其设计需严格遵循仿生学原理与人体工程学准则，确保与人体运动结构高度适配，具体包括关节结构、框架与连杆、传动装置以及绑缚与支撑；驱动系统方面，多采用电动机驱动系统，通过电机搭配行星/谐波减速器实现，部分场景会用到丝杠；传感系统方面，其核心作用是人机交互桥梁、环境感知中枢、状态监测，具体可以包括关节角度传感器、足底压力传感器、惯性测量单元 IMU、生理电信息采集系统等；控制系统对采集到的信号处理成电信号正确并按照期望传递到驱动上；能源系统方面，需兼顾能量密度、轻量化、安全性及续航需求，涉及能源类型选择、供能方案设计、能量管理技术等关键环节。

有源外骨骼具有较高的技术壁垒，体现在步态检测技术、人机协同等方面

有源外骨骼机器人的技术壁垒包括结构设计、绑带设计、电源续航、步态检测技术、人机协同行走控制等。其中步态检测和人机协同是核心难点。步态检测的准确性及可靠性是控制的前提和基础。目前步态检测的传感器技术能够归纳为足底感知技术、肢体感知技术、混合感知技术三种。人机协同行走控制是外骨骼机器人系统最为关键的技术，本质是外骨骼伴随人体运动时人机间作用力最小。控制系统的设计会直接影响驱动效果和人机交互性。

受益标的

外骨骼机器人的受益标的有两条主线：（1）上游硬件端。受益标的美股股份（关节减速器）、宏昌科技（关节减速器）、华依科技（IMU）；（2）中游产品端。受益标的振江股份、探路者。

风险提示：宏观经济波动、下游需求不及预期、产品开发不及预期的风险。

【计算机】AI Agent 迎来布局时间——行业周报-20250505

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

市场回顾：

本周（2025.4.28-2025.4.30），沪深 300 指数下跌 0.43%，计算机指数上涨 2.47%。

周观点：AI Agent 迎来布局时间

顶层高度重视 AI 产业发展，国产大模型密集亮相

4 月 29 日，习近平总书记来到上海“模速空间”调研人工智能产业发展情况，指出“人工智能技术加速迭代，正迎来爆发式发展”。此前 25 日中共中央政治局集体学习主题为“加强人工智能发展和监管”，理论学习后即赴实地调研，彰显顶层对人工智能产业重视程度。

4 月 29 日阿里通义千问发布 Qwen3 系列开源大模型，旗舰版 Qwen3-235B-A22B 在代码、数学、通用能力等基准测试中，超越 DeepSeek-R1、o1、o3-mini、Grok-3 和 Gemini-2.5-Pro 等顶级模型。4 月 30 日，小米开源首个参数规模 7B 的推理大模型 XiaomiMiMo，在数学推理和代码竞赛测评表现超越 o1-mini 和 QwQ-32B-Preview。30 日 DeepSeek 发布 Prover-V2 模型，参数量达 6710 亿。国产大模型千帆竞发，能力快速跃进为 AI 应用生态繁荣奠定坚实技术底座。

AI 应用商业化加速，AI 算力需求持续景气

中美 AI 应用公司收入加速释放，产业大势已至。微软 Azure 云第三财季收入增速和第四财季指引均超预期，其中第三财季 AI 增长贡献率 16%；Copilot 付费渗透率达 35%，带动 ARPU 提升 9%。Meta2025 一季报收入超预期，主要系 AI 带动广告展示量和广告单价提升，AI 广告推荐模型 Reels 将转化率提高 5%，使用 AI 创意工具的广告主增加 30%。鼎捷数智 2024 年中国台湾地区 AI 业务营收同比增长 135.07%，汉得信息 AI 业务收入从 2023 年的 2200 万增至 2024 年的 7800 万。算力方面，Meta 上调 2025 年资本开支预期至 640 亿-720 亿美元。康宁 2025Q1 业绩超预期，得益于市场对生成式人工智能新产品的持续强劲需求，光通信企业业务销售额增长了 106%。AI 应用繁荣催生算力需求高景气。

投资建议

建议重视中美共振的 AI Agent 产业崛起趋势。应用推荐金山办公、科大讯飞、卓易信息、同花顺、中科创达、合合信息、鼎捷数智、拓尔思、金蝶国际、焦点科技、税友股份、上海钢联、致远互联、普元信息等，受益标的包括海天瑞声、石基信息、汉得信息、赛意信息、泛微网络、用友网络、每日互动、高伟达、汉王科技、金桥信息、汉仪股份、万兴科技、润达医疗、彩讯股份、福昕软件等。

算力领域，推荐中科曙光、淳中科技、海光信息、浪潮信息等，受益标的包括寒武纪、紫光股份、工业富联、景嘉微、远东股份等；华为昇腾生态，推荐神州数码、软通动力等，受益标的包括高新发展、广电运通、烽火通信、拓维信息等。

风险提示：产业落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险等。

【计算机】AI 精彩纷呈，信创替换加速——计算机行业 2025 年中期投资策略-20250505

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

1. 年初至今计算机指数跑赢沪深 300，基金持仓比例仍在低位

从板块表现来看，截至 2025 年 4 月 30 日收盘，计算机指数较年初上涨 2.35%，同期沪深 300 指数下跌 4.18%，计算机指数跑赢沪深 300 指数，在所有一级行业中排名第六，其中 AI 板块涨幅居前。从基金持仓来看，一季度末基金对计算机行业股票的持仓比例为 3.82%，环比下降 0.16 个百分点，仍处于历史低位。

2. 重视两大核心趋势：AI 全面繁荣，信创发展势头正盛

（1）AI 从模型到算力、应用，进入全面繁荣时代。模型端：从 GPT-4 到 GPT-4o 再到 GPT-4.1，OpenAI 开启 AGI 时代。同时，以 Deepseek、豆包为代表的国产大模型迅速崛起，有望开启 AI 平权时代。算力端：Microsoft、Google、AWS、Meta 四大云服务厂商资本开支增长强劲，英伟达数据中心业务持续高增长，论证了 AI 算力的旺盛需求。应用端：2025 年是 AI Agent 商业化元年，同时，MCP 成为未来 AI 生态的“标准 USB 接口”，国内外巨头纷纷布局。

（2）“大信创”：国产软硬件逐渐迈入“好用”阶段，替换节奏有望加速。在全球贸易环境变化以及国家鼓励科技自立自强的背景下，国产算力、操作系统、数据库等领域迎来黄金发展期。此外，HarmonyOS NEXT 发布，开启智能终端操作系统新纪元。

3. 投资建议

（1）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，受益标的包括海天瑞声、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。

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、远东股份等。

（2）大信创：推荐达梦数据、太极股份、神州数码、普联软件、顶点软件、软通动力、润和软件、中国软件国际、普元信息、宝兰德、卓易信息、启明星辰、天融信、安恒信息、深信服等，受益标的中国软件、中国长城、拓维信息、麒麟信安、中孚信息、诚迈科技、宝兰德、吉大正元、海量数据等。

风险提示：技术革新风险；人才流失风险；下游行业不景气风险。

【传媒】AI 应用和 IP 新消费两翼齐飞——传媒互联网行业 2025 中期投资策略-20250505

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

1、多模态 AI 及 Agent 不断推新，AI 应用或加速落地

2025 年以来，DeepSeek 正式发布 R1 模型，在数学、代码、自然语言推理等任务上性能对齐 OpenAI-o1 正式版，且大幅降低推理成本并开源，其用户量亦快速增长；GPT-4o、字节即梦、快手可灵、阶跃星辰更新迭代视频生成等多模态模型，或助力多模态 AI 应用深入落地；Manus 发布通用 AI Agent，开启 Agent 新时代，智谱 AutoGLM

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

沉思真正实现“边想边干”，开源通用的 MCP 协议与各大模型广泛对接，成为 AI 的“万能插头”，或为 AI 应用爆发添砖加瓦。我们建议坚定布局 AI 应用方向：（1）AI+影视：AI 正重塑影视工业制作全流程，不仅可带来影视内容生产降本增效，还可赋能剧本内容创作，AIGC 影视市场空间或进一步打开，重点推荐快手-W、上海电影，受益标的包括华策影视；（2）AI+社交陪伴：DeepSeek 等大模型有望提高社交陪伴场景的沉浸感和趣味性，AI 陪伴玩具不断首发并畅销，软硬一体或助力 AI 陪伴商业化加速，重点推荐奥飞娱乐，受益标的包括汤姆猫；（3）AI+游戏：AI 正重构游戏开发流程，提升开发效率，并基于智能 NPC、动态剧情与个性化玩法带来交互体验革新，及商业化模式拓展，AI 原生游戏正日益临近，有望大幅推高行业天花板，重点推荐腾讯控股、网易-S、心动公司、神州泰岳、恺英网络、吉比特；（4）AI+电商：AI 深度融合电商全流程降本提效，AI Agent 拓展增量空间，重点推荐值得买；（5）AI+教育：AI 深度融合助学、助教全流程，出海、B/C 端商业化加速可期。受益标的包括世纪天鸿、豆神教育、盛通股份、南方传媒。

2、首发经济与 IP 赋能，文娱新消费春意浓

首发经济为涵盖首演首秀、品牌首店、产品首发、展览首展等全链条式发展的综合经济模式，政策不断助力下，首发经济发展或提速，首秀、首演、首展等不断与 AI、AR、无人机、机器人等高科技融合，叠加 IP 赋能，或进一步提升对观众的吸引力，引领文娱新消费延续高景气。我们建议积极关注在首演首秀、品牌首店、展览首展等领域具备创新基因、IP 储备优势及运营经验的公司，重点推荐锋尚文化、阅文集团、上海电影、奥飞娱乐、顺网科技，受益标的包括阿里影业、猫眼娱乐、中信出版、中文在线等。

风险提示：AI 大模型迭代速度、AI 应用商业化落地进展、首发经济落地进程、线下消费恢复速度不及预期等。

【食品饮料】一季报白酒稳健增长，零食新品红利表现突出——行业周报-20250505

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：一季报承压基调下的环比改善

4月28日-5月2日，食品饮料指数跌幅为0.5%，一级子行业排名第13，跑输沪深300约0.1pct，子行业中其他酒类（+2.2%）、乳品（+1.4%）、零食（+1.4%）表现相对领先。上市公司一季报已经全部披露，2025Q1食品饮料板块营收同比增4.6%，增速较2024Q4（6.6%）略有回落；利润同比增长0.3%，增速较2024Q4（-13.0%）有较大改善。其中白酒一季度收入增速（1.7%）较2024Q4（1.2%）略有回升，春节期间白酒消费仍保持一定韧性。我们观测到一季度白酒企业中营收普遍低速增长已在市场预期内，部分次高端酒企营收、利润下滑。一方面在于2024Q4酒企均给渠道减负，弱化对于回款完成率的要求，减少市场投放量以促使渠道秩序向良性发展；另一方面一季度面临同期春节旺销的高基数效应。白酒业绩分化也延续此前特点，高端白酒与地产酒龙头业绩相对平稳；次高端白酒（除山西汾酒外）有较大幅度下滑，仍在出清过程中。从春节期间白酒需求、节后批价变化等角度我们认为白酒已经处于底部区间，一是商务需求有边际回暖趋势；二是酒企目标务实，收缩供给增速以降低渠道压力；三是预判后续酒企业绩增速大概率逐季上行。库存去化以及价盘修复是后续观察重要指标。中长期看随着促经济政策落地，居民收入和消费意愿有望跟随改善，白酒消费预计渐进式回暖。

大众品从一季报业绩来看，调味品、速冻食品等一季度业绩普遍仍有压力，一方面来自于同期的高基数效应，另一方面也体现出当前弱复苏的消费环境。此外一季报还体现了两个特性：一是业绩分化进一步拉大，多数龙头企业业绩保持稳定，但部分二线品牌出现收入降速的情况，也体现出外部环境出现压力的背景下龙头市占率仍有提升趋势；另一方面大众消费表现出较强的韧性，东鹏饮料业绩表现突出、多数零食公司表现较好。一季度具备单品逻辑的企业表现较好，如盐津铺子抓住魔芋品类的红利期，叠加全渠道拓展，2025Q1实现收入20%+高增长。有友食品的脱骨鸭掌贡献一季度主要收入增量，山姆会员店的素食品类也已推出，预计全年有望持续高增。西麦食品的复合燕麦持续领跑，积极拥抱新零售渠道，一季度收入与利润均有较快增长。我们判断2025年多数行业应处于回暖过程，需求曲线可能缓慢上行，建议聚焦头部龙头公司进行布局。

推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、甘源食品、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) 甘源食品：公司持续保持营收稳定增长，出海战略初见成效，看好公司出海战略下的中长期发展。(4) 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】券商 1 季报业绩同比高增，险企 1 季报投资业绩分化——行业周报-20250505

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

周观点：券商 1 季报业绩同比高增，险企 1 季报投资业绩分化

5 月 2 日假期期间恒生指数上涨 1.74%，非银港股标的中：中国财险+4.20%/香港交易所+3.05%/中国太保 H 股+2.61%/中国人寿 H 股+2.11%/中信证券 H 股+2.39%。从 1 季报看，交易量高增驱动券商和金融科技标的业绩延续高景气，估值定价尚不充分，继续推荐低估值、零售优势突出的传统券商，推荐 1 季报超预期、高股息率的江苏金租。上市险企 1 季报净利润增速分化，主要受投资端分化影响，非可比口径下 NBV 小幅增长，个险承压带来负债端增速较 2024 年降档。

券商：受益于交易量同比提升，金融科技和上市券商一季报延续高景气

(1) 本周日均股基成交额 1.30 万亿，环比-5.5%，本周新成立股+混基金规模 91.0 亿，环比-11%。(2) 受益于 1 季度股市交易量同比明显改善，金融科技标的和上市券商业绩增长明显，扣非业绩同比增速整体符合我们预期，传统券商业绩增速略超市场预期。39 家上市券商 2024 年归母净利润 1448 亿元，同比+16%，经纪/投行/资管/投资/利息净收入分别同比+9%/-28%/-1%/+32%-12%，管理费 2352 亿，同比+2%，ROE 为 6.2%，同比+0.5pct；剔除国泰海通非经常性损益后，39 家上市券商 2025Q1 归母净利润 428 亿，同比+53%，经纪/投行/资管/投资/利息净收入分别同比+49%/+5%/-2%/+46%/+28%，经纪与投资收益同比高增驱动收入增长，年化 ROE 6.8%。(3) 券商板块估值和机构持仓位于低位，宏观层面稳经济稳股市举措延续，叠加传统券商一季报业绩超预期，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、金融科技和并购主线。

保险：投资端分化带来 1 季报业绩增速分化，非可比口径下 NBV 小幅增长

(1) 从 1 季报看，5 家上市险企 2025Q1 归母净利润同比增速分别为：中国人保+43%/中国人寿+40%/新华保险+19%/中国太保-18%/中国平安-26%，5 家合计 842 亿，同比+1.4%，投资服务业绩整体承压，是各家分化主因；从非可比口径看，新华保险、中国太保和中国平安 2025Q1 NBV 分别同比+68%、+11%和同比持平，符合我们预期，需求透支、预定利率调降和分红险转型等因素造成个险新单有所承压；财险业绩在 COR 同比改善驱动下表现较好。

(2) 广州日报报道，4 月 29 日新华保险公告，公司拟出资不超过 100 亿认购由国丰兴华(北京)私募基金发起设立的份额，该基金成立规模 200 亿，新华保险与中国人寿拟各出资 100 亿认购。公告显示，该基金投资范围中证 A500 指数成份股中符合条件的大型上市公司 A+H 股。(3) 从全年展望看，下半年新单基数较高，NBV 增速或降档，关注权益市场 beta 催化，看好低估值寿险和财险标的。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：江苏金租，中国财险，香港交易所；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。

【农林牧渔】外部环境多变，农业防御优势凸显——农林牧渔行业 2025 年中期投资策略-20250505

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

1. 生猪：内外围共振利多猪价，生猪防御优势凸显投资逻辑强化

国内供需看，步入 2025Q2 生猪需求边际向好，猪价中枢有支撑且逐步进入阶段性上行期；外围看，关税驱动饲料原料价格上涨及进口肉类成本抬升。内外围共振利多猪价，生猪板块在关税等宏观冲击防御优势凸显且投资逻辑强化，建议积极配置。推荐标的：温氏股份、牧原股份、巨星农牧；受益标的：神农集团、华统股份、天康生物、京基智农、唐人神等。

2. 白鸡：需求韧性十足禽流感扰动再起，白鸡低位配置价值显现

中美关税政策扰动及海外禽流感不确定性增加我国祖代白羽鸡引种不确定性及引种成本，国内宏观经济回暖白羽肉鸡消费边际向好，多因素驱动下白鸡低位逻辑边际改善，推荐标的：圣农发展、禾丰股份等；受益标的：益生股份等。

3. 动保：猪苗禽苗基本盘稳固，反刍宠物苗持续景气

猪苗竞争加剧但压力边际改善，技术龙头竞争占优；家禽养殖量稳增支撑禽苗需求；蓝海市场叠加牛周期反转共同支撑反刍苗景气度；宠物苗蓝海市场空间广阔。推荐标的：生物股份、科前生物、普莱柯；受益标的：瑞普生物、中牧股份等。

4. 种植及种子：粮食安全为主旋律，关税反制利好价格

中美贸易摩擦，国内布局高产转基因大豆的企业或将受益；玉米受益第三批转基因初审于播种季公布，可种植面积增加或促进推广面积提升。推荐标的：大北农、隆平高科、登海种业等。

5. 饲料：生猪复苏提振内需，海外市场打开成长新空间

猪企小幅盈利叠加生猪存栏逐步恢复，国内猪料需求回暖。海外方面，渗透率及产量增长有望驱动东南亚、拉美肉鸡料增产。全球水产养殖业蓬勃发展，随养殖量提升、养殖技术推广及改进，南亚和东南亚国家鱼料增长亮眼。推荐：海大集团、新希望等。

6. 宠物：贸易壁垒或重塑市场格局，国货品牌有望借机占领高地

短期看，随 618 等购物节临近，宠物食品进入消费旺季。中长期看，基数增长及消费升级带动中国宠物市场持续扩容。中美贸易摩擦抬升关税壁垒，部分海外品牌高端进口产品线受阻，国货品牌有望借机填补空白。推荐：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

风险提示：宏观经济下行，原材料价格异常上行，行业竞争加剧等。

【传媒】模型迭代、国漫电影上新持续推进，继续布局 AI、IP——行业周报-20250505

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

阿里通义、DeepSeek 模型再迭代，纳米 AI 引领 Agent 突破，继续布局 AI

4 月 29 日，阿里通义千问模型 Qwen3 正式开源，其采用 MoE 架构，总参数 235B，是国内首个混合推理模型，在代码、数学、通用能力等基准测试中，性能超越 DeepSeek-R1 和 OpenAI o1，在多个方面实现了增强：（1）支持两种思考模式（逐步推理的慢思考模式及快速响应的快思考模式）；（2）支持更多语言；（3）Agent 能力提升，加强了对 MCP 的支持；在性能大幅提升的同时，Qwen3 的部署成本还大幅下降，显存占用仅为性能相近模型的 1/3。4 月 30 日，DeepSeek 正式发布并开源新模型 DeepSeek-Prover-V2-671B，其在 V3-Base 基础上训练，训练过程依靠递归、专家迭代、监督微调 and 强化学习，数学推理能力大幅提升，在神经定理证明方面实现了当前最优的性能，MiniF2F-test 上达到了 88.9% 的通过率。此外，MCP 生态持续扩张，4 月 23 日，三六零旗下纳米 AI 推出面向无技

术背景个人用户的 MCP 万能工具箱，为国内首家开放生态 MCP，目前已配置包括纳米 AI 自研及第三方的上百款 MCP 工具，覆盖办公、学术、生活服务、金融、媒体娱乐等多种场景，MCP 协议提出者 Anthropic 近期也官宣 Claude 两大更新：（1）新增 Integration 功能，MCP 协议在网页版中也可调用；（2）Research 功能更新，增加了数据来源，包括 MCP 应用。我们认为，国产大模型在多模态、推理能力提优及训练、部署成本优化方面持续发力，且 MCP 协议与各大模型对接越来越广泛，将继续推动 Agent 等应用在垂直场景加快落地，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 游戏：重点推荐心动公司、恺英网络、网易-S、吉比特、完美世界，受益标的包括巨人网络；3、AI 虚拟陪伴：重点推荐盛天网络、奥飞娱乐、网易云音乐，受益标的包括汤姆猫、实丰文化；4、AI 教育/校对：受益标的包括果麦文化、世纪天鸿、盛通股份、南方传媒；5、AI 动漫/影视：重点推荐上海电影，受益标的包括中文在线、华策影视；6、AI 电商/广告：重点推荐值得买、引力传媒，受益标的包括蓝色光标；7、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。

国漫 IP 动画电影陆续定档暑期，继续布局国漫 IP 产业链

4 月 29 日，上海电影旗下《中国奇谭》IP 首部喜剧电影《浪浪山小妖怪》宣布定档 8 月 2 日，讲述小猪妖离开浪浪山开启全新“妖生”，组建史上最“潦草”取经团开启西行的故事；此外，中文在线 4 月 29 日亦宣布旗下国漫 IP 大电影《罗小黑战记 2》将于 2025 年暑期上映，后续值得期待的动画电影还包括果麦文化、光线传媒联合出品的《三国的星空》等。根据猫眼专业版，截至 5 月 4 日 20 点，已上映超过 3 个月的《哪吒之魔童闹海》在五一档期仍实现超过 5700 万票房，上座率超过除《幽灵公主》之外的五一档新片，全球累计票房已超过 158 亿元，持续验证头部国漫 IP 及动画电影的强大票房号召力。我们认为，暑期档国漫 IP 动画电影票房值得期待，建议继续布局国漫 IP 产业链，重点推荐上海电影，受益标的包括果麦文化、中文在线、光线传媒等。

风险提示：AI 应用商业化进展、游戏流水、电影票房等低于预期。

【农林牧渔】2024 年养殖板块利润同比高增，宠物板块高景气延续——行业周报-20250505

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：养殖板块利润同比高增，宠物板块高景气延续

2024 年农业行业实现营业收入 11498.20 亿元，同比下跌 3.68%，归母净利润 466.39 亿元，同比上升 806.55%。2025Q1 实现营业收入 2706.77 亿元，同比增长 6.79%；归母净利润 133.13 亿元，同比上升 6.79%。2024 年行业销售毛利率 12.49%，同比上升 5.52pct；销售净利率 4.00%，同比上升 5.24pct；净资产收益率 6.47%，同比上升 8.56pct。2025Q1 行业销售毛利率 12.91%，同比上升 5.74pct；销售净利率 5.16%，同比上升 6.18pct；净资产收益率 2.57%，同比上升 2.97pct。整体看，2024 年行业盈利能力同比上升，2025Q1 行业盈利能力同比有较大提升。

养殖板块利润同比高增，宠物板块高景气延续。2024 年禽养殖、畜养殖、饲料、宠物食品板块归母净利润同比增幅居前，分别同比+1109.96%、+389.01%、+230.88%、+75.67%。2025Q1 饲料、禽养殖、畜养殖、渔业、动物保健、宠物食品板块归母净利润分别同比+962.42%、+588.35%、+254.62%、+117.28%、+21.27%。猪周期反转猪价上行，畜禽养殖、饲料板块归母净利润同比增幅居行业前列；宠物板块高景气延续，归母净利润延续高增长态势；动保板块受益于生猪存栏恢复盈利周期拉长，业绩有望持续改善。

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。国内宠物主消费态度趋于理性化，单宠消费投入

持续升级，叠加宠物食品进出口关税壁垒加剧，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（4.28-5.2）：农业跑输大盘 0.08 个百分点

本周上证指数下跌 0.49%，农业指数下跌 0.56%，跑输大盘 0.08 个百分点。子板块来看，饲料板块领涨。个股来看，瑞普生物（+6.42%）、新赛股份（+5.37%）、道道全（+5.32%）领涨。

本周价格跟踪（4.28-5.2）：本周牛肉、鲈鱼等农产品价格环比上涨

生猪养殖：5 月 2 日全国外三元生猪均价为 14.84 元/kg，较上周下跌 0.11 元/kg；仔猪均价为 36.88 元/kg，较上周下跌 0.08 元/kg；白条肉均价 19.2 元/kg，较上周上涨 0.11 元/kg。5 月 1 日猪料比价为 4.4:1。自繁自养头均利润 85.05 元/头，环比-15.11 元/头；外购仔猪头均利润 48.53 元/头，环比-5.09 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。

【化工】库存持续释放，涤纶长丝市场走势上行——行业周报-20250505

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 蒋跨跃（分析师）证书编号：S0790523120001

本周行业观点：库存持续释放，涤纶长丝市场走势上行

本周（4 月 28 日-4 月 30 日）库存持续释放，涤纶长丝市场走势上行。据百川盈孚数据，截至 4 月 29 日，涤纶长丝 POY 市场均价为 6350 元/吨，较上周均价上涨 71.43 元/吨；FDY 市场均价为 6500 元/吨，较上周均价下跌 7.14 元/吨；DTY 市场均价为 7620 元/吨，较上周均价下跌 8.57 元/吨。周前期，中美关税贸易传出矛盾的信号，加之美元走软支撑，同时俄乌局势僵持，国际油价上涨，叠加主原料 PTA 市场供应不断收紧，聚合成本端呈上行走势，提振市场氛围，正值五一假期前夕，下游用户存节前备货需求，且长丝市场价格偏低，织企以及贸易商纷纷入场采购，长丝市场产销数据大幅提升，叠加部分下游用户抄底心态主导，陆续批量拿货，长丝市场高产销得以持续，企业库存压力显著缓解，多随成本上调报价或优惠收紧，长丝市场重心接连上行，市场成交氛围偏暖。目前，经济及需求前景蒙阴，加之欧佩克+可能在 5 月 5 日会议上决定加速增产打压，国际油价转涨为跌，成本端支撑弱化，且下游用户持续跟进乏力，长丝市场成交量有所下滑，场内上行驱动走弱，但经前期去库，长丝企业挺价意愿仍存，多报价平稳，控制优惠出货，市场重心盘整为主，个别现货较少规格仍有上涨，场内交投氛围逐渐冷却。据 CCF 数据，4 月 30 日，涤纶长丝 POY、FDY、DTY 库存天数分别为 16.6、26.9、27.7 天，较 4 月 25 日分别-8.4、-3.7、-3.2 天。

本周行业新闻：科威特石化认购万华石化 25%的股权

据中国化工报消息，4 月 25 日，在山东省烟台市，万华化学集团股份有限公司与科威特石化工业公司（以下简称“PIC”，科威特石油公司 KPC 全资子公司）正式签署合资协议，PIC 投资 6.38 亿美元认购万华化学全资子公司万华化学（烟台）石化有限公司 25%的股权。

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、云天化、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】新房成交面积同环比增长，杭州土拍市场火热——行业周报-20250504

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：新房成交面积同环比增长，杭州土拍市场火热

本周我们跟踪的 68 城新房成交环比增长，同比增长，20 城二手房成交面积环比下降，同比增长。土地成交面积环比增长，同比下降，溢价率环比增长。国内信用债发行规模环比增长。本周央行披露一季度末个人住房贷款余额 38 万亿，较年初增约 2200 亿，同比多增超 2000 亿。杭州迎来 6 宗涉宅用地出让，总土地面积 402060m²，总规划建筑面积 573289.6m²，总起始价 102.76 亿元，最终 4 宗地块溢价成交、2 宗地块底价成交，6 宗地块共揽金 125.76 亿元，整体平均溢价率 22.4%。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。

一季度个人住房贷款同比多增，武汉发布九条购房新政

中央层面：央行：央行副行长邹澜在国新办发布会披露，一季度末个人住房贷款余额 38 万亿，较年初增约 2200 亿，同比多增超 2000 亿。

地方层面：武汉：武汉市住房和城乡建设局发布《关于持续巩固我市房地产市场稳定态势的通知》，包含优化青年群体住房贷款服务、优化住房公积金贷款政策、加大“以旧换新”收购力度等九条购房新政。

市场端：土地成交面积同比下降，杭州土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025 年第 18 周，全国 68 城商品住宅成交面积 216 万平米，同比增加 10%，环比增加 1%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 4174 万平米，累计同比下降 3%。2025 年第 18 周，全国 20 城二手房成交面积为 163 万平米，同比增速+43%，前值+6%；年初至今累计成交面积 3518 万平米，同比增速+19%，前值+18%。

投资端：2025 年第 18 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2168 万平方米，成交土地规划建筑面积 1981 万平方米，同比下降 9%，成交溢价率为 7.4%。

杭州：杭州迎来 6 宗涉宅用地出让，涉及康桥单元、双浦车辆段、世纪城核心单元、萧山城区市北单元、西站新城单元、开发区单元，总土地面积 402060m²，总规划建筑面积 573289.6m²，总起始价 102.76 亿元。最终 4 宗地块溢价成交、2 宗地块底价成交，6 宗地块共揽金 125.76 亿元，整体平均溢价率 22.4%。

融资端：国内信用债发行规模环比减少

2025 年第 18 周，信用债发行 20.5 亿元，环比减少 82%，平均加权利率 2.57%，环比增加 7BP。信用债累计发行规模 1358.1 亿元，同比减少 23%。

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】中金厦门安居保障房 REIT 启动扩募，消费 REITs 表现持续优异——行业周报-20250504

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

中金厦门安居保障房 REIT 启动扩募，消费 REITs 表现持续优异

2025 年第 18 周，中证 REITs（收盘）指数为 846.01，同比上涨 4.48%，环比下跌 1.43%；中证 REITs 全收益指数 1057.92，同比上涨 12.19%，环比下跌 0.1%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 3.72 亿份，同比下降 19.83%；

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

成交额达 16.28 亿元，同比下降 15.56%；区间换手率 1.97%，同比下降 47.47%。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+0.74%、+0.45%、-0.01%、-1.90%、-0.11%、-0.80%、+1.19%；一月涨跌幅分别为+0.50%、-3.05%、-0.99%、-8.77%、-1.80%、-2.73%、+2.18%。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。

中金厦门安居保障房 REIT 启动扩募，中金印力消费 REIT 首次分红

中金厦门安居保障性租赁住房封闭式基础设施证券投资基金项目状态更新为“已申报”，债券类型为基础设施公募 REITs，由中金基金担任管理人。中金基金管理有限公司发布公告，宣布中金印力消费基础设施封闭式基础设施证券投资基金的收益分配方案。本次收益分配基准日为 2025 年 3 月 31 日，基准日可供分配金额为 4314.92 万元，分红比例 92.7016%，应分配金额为 4000 万元，分红方案为每 10 份基金份额 0.4000 元。

一周行情：消费 REITs 单周上涨 1.19%，单月累计上涨 2.18%

2025 年第 18 周，中证 REITs（收盘）指数为 846.01，同比上涨 4.48%，环比下跌 1.43%，2024 年年初至今累计上涨 11.84%，同期沪深 300 指数累计上涨 9.89%，累计超额收益+1.95%。中证 REITs 全收益指数 1057.92，同比上涨 12.19%，环比下跌 0.1%，2024 年年初至今累计上涨 22.76%，同期沪深 300 指数累计上涨 9.89%，累计超额收益+12.87%。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+0.74%、+0.45%、-0.01%、-1.90%、-0.11%、-0.80%、+1.19%；一月涨跌幅分别为+0.50%、-3.05%、-0.99%、-8.77%、-1.80%、-2.73%、+2.18%。

一级跟踪：13 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 18 周，共有 13 只 REITs 基金等待上市，本周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问询，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。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（5 月第 1 周）：峰飞获 100 架 eVTOL 订单，中科星图拟募资进行低空平台建设——行业周报-20250504

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

峰飞获 100 架 eVTOL 订单、亿航 eVTOL 首飞黄果树，低空商业化发展加速

政策方面，4 月 30 日，郑州航空港区管委会发布《郑州航空港经济综合实验区支持低空经济产业高质量发展若干措施》，从十方面支持低空经济发展。4 月 28 日，广西南宁发布《南宁市支持低空经济高质量发展若干措施（试行）》，对相关企业施行资金奖励。项目签约方面，4 月 29 日，东方希望集团与重庆市永川区人民政府签署低空经济项目投资协议，拟投资 5 亿元开展城市空中交通运营业务。4 月 28 日，上海市青浦区在“中国航天日”活动上，聚焦商业航天、空间信息与低空经济的融合创新集中签约四大标志性项目。商业化进程方面，5 月 1 日，亿航智能 EH216-S 于贵州黄果树瀑布开展官方飞行展演。4 月 29 日，峰飞航空与中信海直、中信金租达成合作，获得中信金租 100 架大型 eVTOL 采购订单，三方还与梧桐阁的投资建设方罗湖城发进行了战略合作签约仪式，打造“低空应用+生态圈”。4 月 27 日，第二届全球低空经济论坛召开，会上发布《低空经济发展趋势报告》，预测到 2030 年，我国无人机产业规模可能突破万亿元。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：业绩密集发布，利润端表现出色的公司领涨板块

4月28日-4月30日低空经济A股相关标的平均涨跌幅为+0.5%，其中，涨幅前五标的分别为蓝海华腾(+13.7%)、广联航空(+9.6%)、香山股份(+9.1%)、中科星图(+8.6%)、卧龙电驱(+8.4%)；跌幅前五的标的分别为立航科技(-9.8%)、岭南控股(-7.4%)、西域旅游(-7.0%)、绿能慧充(-4.9%)、广电计量(-4.8%)。美股方面，亿航智能上涨+14.2%。美股方面，亿航智能(+11.1%)领涨。

中科星图接连斩获四城低空项目，拟募资6.5亿用于低空平台建设

近日，中科星图旗下中科星图智能科技有限公司凭借先进的技术实力和创新能力，近期接连斩获青岛、湖州、福州、南宁四个城市的低空相关项目。4月30日，中科星图与福建省大数据集团有限公司围绕“低空云”战略签约，双方将围绕“低空云”服务模式研究、应用场景策划、产业生态培育方面展开合作。同日，公司发布A股增发募集说明书，共募集资金总额不超过人民币250,000.00万元，其中，65,048.69万元拟用于星图低空云低空监管与飞行服务数字化基础服务平台建设项目。本项目目标为解决低空大规模高密度飞行安全与效率问题，降低低空数据和计算资源成本，为低空飞行监管、产业、运营和管理各方赋能。

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。

【食品饮料：泸州老窖(000568.SZ)】主动调控，着眼长远——公司信息更新报告-20250505

张宇光(分析师)证书编号：S0790520030003 | 逢晓娟(分析师)证书编号：S0790521060002 | 张恒玮(分析师)证书编号：S0790524010001

公司主动调整目标，立足长远健康发展，维持“买入”评级

泸州老窖2024年公司实现收入312.0亿元，同比+3.2%，归母净利润134.7亿元，同比+1.7%。其中2024Q4实现收入68.9亿元，同比下降16.9%，归母净利润18.79亿元，同比下降29.9%。2025Q1公司实现收入93.52亿元，同比+1.78%，归母净利润45.93亿元，同比+0.41%。符合市场此前预期。我们维持2025-2026年盈利预测，并新增2027年盈利预测，预计2025-2027年净利润分别为139.4、144.9、152.4亿元，同比分别+3.4%、+3.9%、+5.2%，EPS分别为9.47、9.84、10.35元，当前股价对应估值分别为13.1、12.6、12.0倍，面对环境变化，公司着眼点变为产品价格和市场秩序，合理调整增长要求，立足长远健康发展，维持“买入”评级。

中高档酒价跌量增，高度国窖销售承压

2024年公司中高档酒实现收入275.9亿元，同比+2.8%，其中销量/吨价分别+14.4%/-10.2%，低度国窖增速预计高个位数，高度国窖预计个位数下降。其他酒类实现营收34.7亿元，同比+7.1%，其中销售量分别同比+3.6%/+3.5%。

注重市场秩序，减轻经销商压力

2024年销售收现400.4亿，同比+26.7%，高于收入增速，2025Q1销售收现98.7亿，同比-7.2%，低于收入增速。主要原因是国窖销售公司回款节奏影响。经销商层面看，国窖为稳定市场秩序、提高费用投放效率，推行五码系统，经销商回款节奏较为平稳克制，平台公司阶段性冲量承担回款任务。

毛利率下降，费用率下降，盈利能力承压

受中高档酒吨价下降影响，2024年公司毛利率同比下降0.8pct至87.5%，税金附加比例/销售费用率/管理费用率同比变化+1.6/-1.8/-0.2pct，期间公司通过数字化方式强调费用精准度、薪酬考核更加严格，费用率有明显改善。归母净利率同比-0.6pct至43.2%。

风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

【电子：华峰测控(688200.SH)】成长与盈利能力强劲，看好STS 8600销售前景——公司信息更新报告-20250505

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 陈瑜熙（分析师）证书编号：S0790525020003

业绩稳健增长，盈利能力强劲，看好 STS8600 销售前景，维持“买入”评级

公司 2024 全年实现营收 9.1 亿元，yoy+31.05%，实现归母净利润 3.3 亿元，yoy+32.69%，实现毛利率 73.31%，同比提升 0.84pct。公司业绩企稳回升，主因核心产品 STS8300 表现亮眼，出货量同比大幅增长，客户生态圈建设初见成效。

2025 年 Q1，公司实现营收 2.0 亿元，yoy+44.46%；实现归母净利润 0.6 亿元，yoy+164.23%，受益于市场需求提升，公司业绩继续保持高速增长；此外，公司毛利率继续攀升，2025Q1 达到 75.29%。

随着公司应用于模拟及功率领域的机台持续占领市场，以及应用于大规模 SoC 芯片的新机台 STS8600 逐步通过下游客户验证，我们预计公司将持续保持较高增速与盈利能力，我们上修公司 2025/2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年将分别实现营收 12/14/18 亿元（2025/2026 年前值为 10/13 亿元），实现归母净利润 4.3/5.5/7.4 亿元（2025/2026 年前值为 4.3/5.4 亿元），以 4 月 30 日收盘价计算，对应 2025-2027 年 PE 分别为 45/36/27 倍，维持“买入”评级。

行业回暖带动或模拟&功率测试需求，数字测试平台构筑成长新动能

（1）模拟&功率测试：当前全球半导体产业周期触底回升趋势明确，据 TI2025 年 Q1 业绩会，传统工业市场 Q1 实现高个位数增长，已经出现“真正的复苏”，且目前所有终端市场的库存都很低，当前或处于半导体周期的底部。从 A 股模拟芯片公司业绩观察，同样可以印证产业景气度回暖的良好态势。公司作为国内模拟&功率测试平台龙头，有望在行业β回暖过程中，借助供应链本土化机遇实现市占率持续提升。

（2）SoC 数字测试：当下数字芯片景气度持续向好，公司战略性布局大规模数字 SoC 测试机台 STS8600，进一步完善了公司的产品线，拓宽了公司产品的可测试范围，为公司未来的长期发展提供了强大的助力。STS8600 使用全新的软件架构和分布式多工位并行控制系统，拥有更多的测试通道数以及更高的测试频率，当前已经进入客户验证阶段，在贸易冲突加剧的背景之下，公司 SoC 测试机台有望把握窗口期切入市场，实现数字 SoC 测试机台的国产替代。

风险提示：技术研发不及预期、客户导入不及预期、下游需求恢复不及预期。

【食品饮料：贵州茅台(600519.SH)】收入业绩略超预期，彰显龙头韧性——公司信息更新报告-20250505

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 逢晓娟（分析师）证书编号：S0790521060002 | 张恒玮（分析师）证书编号：S0790524010001

2025Q1 业绩好于预期，经营韧性十足，维持“买入”评级

2025Q1 公司实现营业总收入 514.4 亿元，同比+10.7%；实现营业收入 506.0 亿元，同比+10.5%；实现归母净利润 268.5 亿元，同比+11.6%；一季度收入及利润略高于市场预期。我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年净利润分别为 956.0、1058.7、1144.1 亿元，同比分别+10.9%、+10.7%、+8.1%，EPS 分别为 76.10、84.27、91.07 元，当前股价对应 PE 分别为 20.3、18.3、17.0 倍，维持“买入”评级。

茅台酒、系列酒均有较高增长

2025Q1 茅台酒实现收入 435.6 亿元，同比+9.7%。主要原因是一季度发货节奏较 2024 年同期略快，再者公斤装一季度放量明显，对收入贡献较大。系列酒收入 70.2 亿元，同比+18.3%，预计 1935 继续招商放量贡献。

直销渠道增长提速，预计是企业团购渠道增长较好

2025Q1 直销渠道实现收入 232.2 亿元，同比+20.2%，预计是企业团购渠道增长较快，其中 i 茅台实现收入 58.7 亿元，同比+9.9%。批发代理渠道收入 273.6 亿元，同比+3.9%，其中经销商非标茅台配额基本走直营门店渠道。

现金流表现良好，毛利率略有下降，期间费用优化，净利率提升

2025Q1 销售收现 561 亿元，同比+21.4%，主要原因是预收款表现较好。系列酒增速较快，拖累 2025Q1 毛利率下降 0.54pct 至 91.97%，税金/销售/管理/财务同比-1.54/+0.46/-0.72/+0.55pct，净利率略微提升 0.42pct 至 52.19%。茅台经销商渠道利润较厚，不存在行业中普遍出现的品牌向渠道让利补贴的情况，全年净利率预计维持平稳。

风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

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