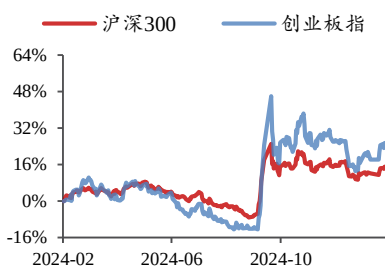


2025 年 02 月 14 日

开源晨会 0214

——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(%)
食品饮料	1.855
农林牧渔	1.831
传媒	1.723
美容护理	0.858
建筑材料	0.580

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电子	-2.710
机械设备	-1.956
通信	-1.817
汽车	-1.360
计算机	-1.292

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】美联储 2025 上半年或难降息——美国 1 月 CPI 点评-20250213

【策略】关税对出口链行业影响的可能性测算——投资策略专题-20250212

行业公司

【非银金融】政策东风劲，非银绽新程——非银金融行业 2025 年度春季投资策略
-20250213

【电子】十大科技巨头视角下 AI 创新永不眠——电子行业 2025 年度春季投资策略-20250213

【传媒】DeepSeek/豆包引领 AI 启新篇，继续布局 AI 应用-20250213

【医药】靶向蛋白降解赛道：Protac SERD 3 期试验数据前瞻——行业点评报告
-20250213

【农林牧渔】2月 USDA 农产品报告下调全球玉米、大豆、水稻产量，上调全球小麦产量——行业点评报告-20250213

【海外：舜宇光学科技(02382.HK)】重视光学景气大年、龙头再出发机会——港股公司信息更新报告-20250213

【地产建筑：新城控股(601155.SH)】销售规模收缩，租金收入双位数增长——公司信息更新报告-20250212

研报摘要

总量研究

【宏观经济】美联储 2025 上半年或难降息——美国 1 月 CPI 点评-20250213

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘伟桢（分析师）证书编号：S0790524040006

事件：美国公布 2025 年 1 月最新通胀数据。其中 CPI 同比上升 3.0%，环比上升 0.5%；核心 CPI 同比上升 3.3%，环比上升 0.4%，均超过市场预期。

通胀水平超预期全面回升

1. 总体通胀与核心通胀均超预期回升。美国 1 月 CPI 同比上升 3.0%，环比上升 0.5%；核心 CPI 同比上涨 3.3%，环比上升 0.4%。总的看，美国通胀已经连续 4 个月反弹，且核心通胀亦超预期回升，通胀的韧性充分显现。往后看，即使随着低基数效应的消失，总体通胀水平或重新回到下行通道，但总体去通胀的波动性有可能会放大，核心通胀的顽固或将显著制约美联储的降息行动。

2. 能源通胀由负转正，核心商品去通胀贡献度进一步下降。具体而言，1 月能源项同比上升 1.0%，较 2024 年 12 月份提升 1.5 个百分点；1 月份食品项同比上升 2.5%，与 2024 年 12 月份持平；核心 CPI 方面，1 月核心 CPI 同比上升 3.3%，环比上升 0.4%。同比与环比增速分别较 2024 年 12 月上升 0.1、0.2 个百分点。核心商品同比增速较 2024 年 12 月提升约 0.4 个百分点至 -0.134%，核心服务同比上升 4.3%，较 2024 年 12 月份下降约 0.1 个百分点。

3. 通胀或将重新下行，但去通胀进程波动将放大。总的看，1 月 CPI 数据显示美国通胀超预期回升，显示美联储降息 100bp 对经济起到了较为明显的支撑作用。特别是核心通胀的回升，显示在健康的劳动力市场的支撑下，美国经济的需求端或仍较火热。从美联储关注的超级核心服务通胀（去掉住房的核心服务）来看，1 月份同比、环比增速分别较 2024 年 12 月份下降 0.03 个百分点、上升 0.55 个百分点。往后看，随着基数逐渐抬升，总体通胀水平或将开始重新下降，但核心通胀的表现或相对坚挺。不确定性在上升。不过我们认为美国去通胀进程仍未结束，只是过程中的波动有所放大。

美联储 2025 年上半年或难降息

我们认为，美联储可能在 2025 年上半年较难降息。

首先，结合 1 月就业数据来看，当前美国就业市场呈现出了较为明显的韧性，虽然美联储官员在前期的发言中表示劳动力市场已经不再是通胀压力的来源，但劳动力市场的强劲所带动的薪资增速的坚挺，将会对经济的需求端提供有力的支撑，进而传导至通胀，使其难有快速下跌的基础。

其次，特朗普的政策效果尚未显现，美联储尚无法有效对经济进行较为准确的预估，在已经降息 100bp 的情况下，美联储不急于行动。特朗普自 1 月 20 日就职后，便积极兑现竞选承诺，在驱逐非法移民、征收关税等方面的政策频频，但政策的执行进度及效果需要时间观察。特别是关税与驱逐非法移民，对通胀的上行作用似乎较为明显，在经济数据没有发生较大幅度的波动下，美联储暂停行动是最好的选择。

结合上述两点来看，我们认为美联储 2025 年中之前可能较难降息。一则当前通胀数据的上升会带动美国金融条件收紧（美债收益率上升、美股下跌），从而传导至美国居民消费端，最终拖累经济需求端，但这需要一定的时间来传导；二则特朗普的政策效果也需要 1-2 个季度来观察，在此之前，如果就业与通胀数据没有大幅下行，暂停降息将一直是美联储的最优选择。

基准情形下，美联储 2025 年或有 1-2 次降息，节奏上先慢后快，下次降息可能会在下半年，且可能不及预期，需关注特朗普新政的实施力度与影响。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

【策略】关税对出口链行业影响的可能性测算——投资策略专题-20250212

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

关税落地的可能性路径初探

1、从历史经验来看，特朗普政府加征关税的手段主要有三种：贸易调查、动用《国际紧急经济权力法》（即IEEPA）和取消最惠国待遇。考虑到不同手段的触发机制不同，其生效时间及落地节奏也自然不同。从落地时间来看，我们认为本轮关税的落地节奏受两方面的影响：一是主观层面特朗普上任后，不同领域政策执行先后的权衡；二是客观而言，不同关税手段受到的限制性约束不同，时间存在天然差异。

2、结合实施路径和使用历史，我们认为关税手段的概率排序为：贸易调查>动用《国际紧急经济权力法》>取消最惠国待遇。

不同关税路径落地后对 A 股行业影响拆解

1、考虑到特朗普 1.0 时代，关税问题具有高度的不确定性和反复性，我们认为对于关税问题，相比于“预测”，更重要的是“应对”。基于此，我们以上述分析为基准，设立了三种可能性，并试图梳理不同可能性下的限制因素（流程与法律），并对上述可能性的结果进行推演，来初步判断在不同的可能性下，关税对我国行业分别有着怎么样的影响。

2、从预期角度看，我们认为即使特朗普正式上台，关税预期的扰动或仍存在反复。考虑到特朗普当下并未明确使用某种关税手段，且从近期公布的美国贸易优先政策备忘录来看，其仍将贸易政策视为国家安全的关键组成部分。基于此，我们认为在年内的前两个季度，关税预期压力或导致出口链行情出现反复。从现实角度看，我们认为前期市场过度交易“政策影响”，而相对轻视了基本面交易的权重。当下无论是供给端出口企业对美敞口的调整，还是需求端美国“软着陆”基准下的自然修复，均暗示关税对出口链的扰动无需过度悲观，重视调整后的结构性机会。

展望后续，寻找“关税脱敏”的出海行业：

1、往后看，我们认为 2025 年出口链仍有结构性行情。从经济底色来看，内需提振仍在路上，投资、消费需求长趋势向下的情况下，出海的重要性是长周期视角下的必然命题。尽管存在种种干扰因素，但趋势的方向从未改变。从节奏来看，全年中一、二季度或为特朗普关税政策带来扰动较大的承压阶段；应把握关税预期与关税现实的“间隙”，寻找被错估的出口链结构性行情。

2、配置上，建议关注：打破关税桎梏，布局全球发展——（1）出海规避关税，海外营收/资产利用率改善：消费电子、机械设备、汽车（商用车）和医疗服务（CXO）；（2）开拓海外市场，景气预期上修：家电、船舶和电力设备（电网）；（3）降低生产成本，出海扩张整合资源：钢铁、小金属和纺织制造。

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；特朗普关税政策范围扩大，出海国家亦可能被加征关税。

行业公司

【非银金融】政策东风劲，非银绽新程——非银金融行业 2025 年度春季投资策略-20250213

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002 | 唐关勇（联系人）证书编号：S0790123070030

1.政策东风劲，非银绽新程

宏观稳增长和稳股市政策态度积极，央行货币政策工具创新、中长期资金入市方案为资本市场带来增量资金，权益市场改善利好非银金融板块机会。个人投资者活跃度提升利好券商和金融信息服务业务，财富管理、ETF 等业务迎来发展机会，看好三类标的的机会；保险行业负债端有望稳健增长，分红险占比持续提升，关注权益弹性和经济复苏催化。

2. 券商及多元金融板块：受益于活跃度中枢抬升，看好三条主线机会

(1) 券商板块回顾：2024.9.24 以来券商板块上涨 34%，相对沪深 300 实现超额收益 16%。政策端稳经济+稳股市表态积极，提振投资者信心，个人投资者入市热度高涨。2024 年市场换手率和新开户数提升，市场数据向好驱动券商基本面改善，16 家上市券商 2024 年净利润 675 亿，同比+24%。(2) 券商板块展望：稳股市政策组合拳+低利率环境+ETF 快速发展有望共同驱动个人投资者活跃度中枢抬升，券商交易端和业务端均有望持续受益，叠加低基数，预计券商 2025 年上半年业绩高增长趋势有望延续，我们预计 2025Q1 上市券商归母净利润同比+45%。券商板块估值和机构持仓仍在低位，看好金融信息服务龙头公司、零售优势突出的中大型券商以及并购主题类标的。(3) 三类标的的机会：a.高 beta 弹性的 2C 金融信息服务商，受益标的：指南针，同花顺，九方智投控股(H 股)，东方财富；b.零售优势突出的头部券商，受益标的：招商证券，国信证券，中国银河，方正证券，财通证券；c.并购主线标的，受益标的：国泰君安、浙商证券、国联证券、东兴证券。(4) 多元金融：推荐盈利稳健、穿越周期的高股息标的江苏金租，利率下降利于支撑公司利差；推荐香港交易所，国内稳增长发力利好港股分子端，全球降息周期利好分母端。

3. 保险板块：负债端稳健+资产端 beta 催化，看好权益弹性标的

(1) 复盘：股债双牛带动 2024 年上市险企净利润同比高增，3 季度停售带来新单增长改善，全年看预计价值率提升带动 NBV 高景气。报行合一、产品结构主动调整和预定利率调降是价值率提升主因。(2) 展望：负债端看，个险渠道转型持续见效，分红型供需两端催化下高增长可期，个险报行合一、产品结构优化和预定利率调降有望进一步支撑价值率，银行 1+3 网点放开利于负债端高质量增长，预定利率动态调整机制建立下利差损风险有望逐步缓解；资产端看，财政、稳地产和稳股市政策有望扭转经济预期，关注长端利率企稳，中长期资金入市政策拉长险企考核周期，明确增配权益规模，预计偿付能力松绑下权益配置意愿提高，资产端 Beta 催化下关注权益弹性突出标的。(3) 看好寿险板块顺周期机遇，当前保险板块 PEV、PB 估值位于近 5 年 45%和 64%分位数，2024Q4 保险板块主动基金持仓占比 0.66%，估值和机构配置仍有空间，看好板块超额收益机会。权益弹性受益标的新华保险，推荐中国人寿、中国太保、中国平安。

风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

【电子】十大科技巨头视角下 AI 创新永不眠——电子行业 2025 年度春季投资策略-20250213

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002

从十大科技巨头视角来看，随国产化算力突破和 Deepseek 出现，2025 年将会是充满 AI 创新的一年，是国产算力和端侧 AI 的元年。

一、从四大科技产业巨头看 AI 布局及相关供应链机会

苹果：α 与 β 共振，重点关注硬件增量变化较大的环节。

特斯拉：随着其下一步人形机器人的壮大将有望进一步拉动国内 3D 视觉、减速器、传感器、伺服电机等核心供应链公司的繁荣。

华为：自主可控为根基，持续创新拓展边界，布局科技产业全链条。重点关注华为手机产业链和算力产业链核心标的。

字节跳动：全面投入 AI，依托自身高用户基础以及超级 APP 工厂，围绕自身搜索算法，实现 AI “全方位布

局+应用平推”。

二、从六大科技行业龙头看各领域的周期与成长

算力/英伟达：往后看，英伟达持续布局 AI+机器人，关注 GB200、GB300 以及机器人芯片的发布节奏。

代工/台积电：随着 AI 芯片的自主可控和端侧 AI 带来的终端创新，叠加工业和汽车的需求复苏，大陆代工厂商有望迎来新一轮增长。

设备/ASML：美国对中国大陆制裁加码，优先关注底层硬科技领域：光刻机、先进封装、EDA/IP 等。

模拟/德州仪器：当下模拟芯片行业库存去化进入尾声，在端侧 AI 与电车智能化带领下，模拟芯片进入新一轮上行周期。

数字/高通：国内 SoC 行业逐步摆脱行业下行周期/开启新一轮增长，AI SoC 向高效互联能力、专用加速单元、高性能计算能力发展。

存储/美光：AI 时代下关注 HBM 和端侧存储。HBM 的核心在于先进封装，随着海外 HBM 制裁升级，建议重点关注国产 HBM 供应链；利基存储在端侧 AI 放量下有望量价齐升。国内厂商凭借中小容量存储的技术积累和成本优势，有望在端侧 AI 浪潮中占据重要份额。

风险提示：中美贸易摩擦升级；AI 发展不及预期；市场需求不及预期；经济复苏不及预期等。

【传媒】DeepSeek/豆包引领 AI 启新篇，继续布局 AI 应用-20250213

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001 | 肖江洁（联系人）证书编号：S0790124070035

2025 年 1 月，DeepSeek 正式发布 R1 模型，DeepSeek-R1 在数学、代码、自然语言推理等任务上性能对齐 OpenAI-o1 正式版，同时得益于 DeepSeekMoE 架构、MLA 机制、FP8 训练等创新点，DeepSeek-R1 的推理成本仅为 OpenAI-o1 的几十分之一，引发了全球科技界的关注，且用户量呈快速增长趋势。QuestMobile 数据显示，DeepSeek 在 1 月 28 日的日活跃用户数首次超越豆包，随后在 2 月 1 日突破 3000 万大关，成为史上最快达成这一里程碑的应用。根据 AI 产品榜，DeepSeek 在 1 月底仅用 7 天便完成 1 亿用户增长（Web、App 累计不去重），相比之下，ChatGPT、Tiktok 增长 1 亿用户分别花了 2 个月和 7 个月。此外，DeepSeek 开源的路径，更是降低了各领域 AI 应用的研发成本，有望加速 AI 大模型应用的创新和普及。

（1）AI+影视：AI 正在重塑影视工业制作的全流程，不仅可以带来影视内容生产的降本增效，还可赋能剧本内容创作，AI 生成的影视内容市场空间或进一步打开。重点推荐上海电影、芒果超媒、快手-W，受益标的包括华策影视。

（2）AI+社交陪伴：DeepSeek 等大模型有望提高沉浸感和趣味性，为社交陪伴场景带来了全新的可能性。重点推荐顺网科技、奥飞娱乐，受益标的包括汤姆猫。

（3）AI+电商：AI 深入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。

（4）AI+营销：AI 可帮助实现个性化营销策略、智能投放，高效生成创意素材等。重点推荐引力传媒，受益标的包括因赛集团。

（5）AI+教育：个性化学习与智能辅导快速发展，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。

（6）AI+游戏：AI 带来游戏研发与宣发环节降本增效，AI 原生游戏有望进一步打开行业天花板。重点推荐腾讯控股、网易-S、心动公司、神州泰岳、恺英网络、完美世界、吉比特，受益标的包括宝通科技。

风险提示：AI大模型发展不及预期、AI应用落地进展不及预期等。

【医药】靶向蛋白降解赛道：Protac SERD 3期试验数据前瞻——行业点评报告-20250213

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002

Arvinas 历史股价显著受到试验数据披露、BD 进展及 SERD 领域进展的影响

2020 年 12 月 14 日，Arvinas 在 SABCS 大会上首次披露 ARV-471（ProtacSERD）的 1 期试验数据，结果显示优异的 ER 靶点降解效率（最高 90%）和 CBR 数据（42%），产品价值及平台价值显著释放。2021 年中，辉瑞以 10 亿美金首付款引进 ARV-471。2022 年，小分子 SERD 领域接连失利给 ARV-471 蒙上一层阴影。2023 年 12 月，Arvinas 在 SABCS 大会上公布了单药和联用的最新数据，以及新的 3 期试验计划，股价走出了反转趋势。2024 年 12 月，礼来的小分子 SERD3 期试验数据披露，数据不及预期，再次动摇了投资人对整个 SERD 领域前景的信心。2025 年一季度，公司预计 ARV-471 将读出头对头氟维司群 2LHR+BC 的数据。

基于 2 期试验数据、聪明的设计以及差异化的作用机制，看好该项 3 期试验有较高的成功概率

就预期来看，市场或想看到相较于礼来小分子 SERD（Imlunestrant）3 期数据以及美纳里尼小分子 SERD（Elacestrant）3 期数据差异化的数据，即在 ESR1mut 人群中相较于对照组氟维司群看 3 个月左右及以上的 PFS 差异（vs 礼来的 5.5-3.8=1.7 个月、美纳里尼的 3.8-1.9=1.9 个月）。此数据有望充分验证 Protac 机制相较于小分子的差异化的优势，进而充分验证公司技术平台价值。

我们对于 ARV-471 的数据信心来源至少包括两方面（1）历史上的 2 期试验数据，（2）该项 3 期试验入组基线严苛的限制了必须在 1L 使用过 CDK4/6，且不能使用过化疗或氟维司群。在 1L 使用过 CDK4/6，氟维司群的疗效将有比较明显的下降。1L 不能使用过化疗或氟维司群符合最新指南要求且患者基线明显的好于历史上的 2 期试验。在此我们需要特别指出的是，由于在历史上看到氟维司群的 PFS 数据变异较大，对于试验数据更多需要聚焦在 PFS 差异及 HR 上，而不是试验组的 PFS 数据。

国内布局靶向蛋白降解赛道的公司

推荐标的：海思科、诺诚健华-U；受益标的：海创药业、百济神州、恒瑞医药、开拓药业等。

风险提示：研发进度不及预期风险、试验数据读出不及预期风险、药品定价压力风险等

【农林牧渔】2月 USDA 农产品报告下调全球玉米、大豆、水稻产量，上调全球小麦产量——行业点评报告-20250213

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055

玉米：2024/2025 年全球产量环比下调，消费量环比下调

（1）USDA 下调全球玉米产量。USDA（美国农业部）发布 2 月全球农产品 2024/2025 年供需预测报告，与 1 月（2024/2025 年）预测报告相比，2 月报告下调玉米产量，主要系巴西玉米最佳收获时间缩短致单产下滑，阿根廷 1 月干旱炎热天气致玉米单产下滑。（2）供需情况：产量方面，2024/2025 年全球玉米产量环比调减 188 万吨至 12.12 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球玉米出口量环比调减 218 万吨至 1.89 亿吨。消费量方面，饲用消费环比调减 83 万吨至 7.78 亿吨，国内消费环比调减 51 万吨至 12.38 亿吨。库存方面，2024/2025 年期末库存环比调减 303 万吨至 2.90 亿吨。

大豆：2024/2025 年全球产量环比下调，消费量环比上调

（1）USDA 下调全球大豆产量。与 1 月报告相比，2 月报告下调大豆产量，主要系高温干旱天气致阿根廷、

巴拉圭大豆单产下滑。(2) 供需情况：产量方面，预计 2024/2025 年度全球大豆产量环比调减 350 万吨至 4.21 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球大豆出口量环比上调 1 万吨至 1.82 亿吨。消费量方面，压榨量环比上调 60 万吨至 3.50 亿吨，国内消费环比上调 65 万吨至 4.06 亿吨。库存方面，2024/2025 年全球大豆期末库存环比调减 403 万吨至 1.24 亿吨。

小麦：2024/2025 年全球产量环比上调，消费量环比上调

(1) USDA 上调全球小麦产量。与 1 月报告相比，2 月报告上调小麦产量，主要系哈萨克斯坦小麦单产及收获面积扩大，阿根廷小麦单产提升。(2) 供需情况：产量方面，2024/2025 年全球小麦产量环比调 55 万吨至 7.94 亿吨。消费方面，2024/2025 年全球小麦饲用消费环比调增 80 万吨至 1.54 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球小麦进口量环比调减 367 万吨，出口量环比调减 301 万吨。库存方面，2024/2025 年全球小麦期末库存环比调减 126 万吨至 2.58 亿吨。

水稻：2024/2025 年全球产量环比下调，消费量环比上调

(1) USDA 下调全球水稻产量。与 1 月报告相比，2 月报告下调水稻产量，主要系前期大雨及洪水导致斯里兰卡水稻生长条件恶化，单产下滑。(2) 供需情况：产量方面，2024/2025 年全球水稻产量环比调减 20 万吨至 5.33 亿吨。消费方面，2024/2025 年全球水稻消费环比调增 28 万吨至 5.31 亿吨。贸易方面，2024/2025 年全球水稻进口量环比调增 80 万吨，出口量环比调增 41 万吨。库存方面，2024/2025 年全球水稻期末库存环比调减 50 万吨至 1.82 亿吨。

风险提示：自然灾害风险、气候变化风险、地缘政治风险、进出口政策风险。

【海外：舜宇光学科技(02382.HK)】重视光学景气大年、龙头再出发机会——港股公司信息更新报告-20250213

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001

2025 年光学为高景气赛道，重视公司治理变化，业绩存在进一步上修潜力

考虑到手机光学升级趋势重启、车载光学业务增长加速，我们将 2024-2026 年归母净利润预测由 23/29/36 亿元上修至 27/37/42 亿元，同比增长 146%/37%/15%。当前股价 88.6 港币对应 2025-2026 年 24.1/21.0 倍 PE。维持看好光学为 2025 年核心主线，2025 年手机光学升级、汽车 ADAS 下沉、XR 光学起量三重行业贝塔驱动光学赛道高景气；重视公司治理变化，未来在海外大客户、国产高端客户供应链导入和份额提升进程有望加速、继续坚定落实 XR 增长曲线；跟踪国补后续对手机销量刺激持续性、以及吉利等车企 ADAS 渗透率下沉进展，公司业绩或存在进一步上修机会，维持“买入”评级。

2024H2 利润显著改善，印证手机光学升级趋势重启及海外大客户重要突破

公司发布正面盈利公告，预告 2024 年归母净利润区间 26.4-27.5 亿，对应同比增长 140%-150%。分拆来看，(1) 公司手机模组产品结构改善驱动 ASP 和毛利率改善，我们估算 2024 年公司手机模组毛利率约 8%，对应 2024H2 毛利率 9% 左右、环比提升 2 个百分点；(2) 公司海外客户镜头业务稼动率以及良率提升驱动毛利率改善，2024H2 或超过安卓，我们估算 2024H2 手机镜头毛利率 25%，环比提升 5 个百分点；(3) 车载镜头出货量同比增长 13% 表现稳健。

2025 年迎来手机光学升级、汽车 ADAS 下沉、XR 光学起量三重行业贝塔

我们预计 2025 年公司手机模组毛利率有望进一步改善至 10.5%，基于国补有望刺激终端需求增长超过此前预期、驱动稼动率提升；中高端手机光学升级、潜望式有望大范围下沉，或驱动手机模组 ASP 高个位数增长。2025 年手机镜头毛利率有望继续提升至 30%，考虑到安卓镜头设计结构升级以及产能稼动率提升、海外大客户镜头稼动率及良率继续提升。2025 年车载镜头出货增速有望提升至 20%，考虑到比亚迪引领整车智驾平权趋势、吉利等

传统车企有望跟进。

风险提示：产品推出不如预期、产能及供应链风险、需求复苏不及预期。

【地产建筑：新城控股(601155.SH)】销售规模收缩，租金收入双位数增长——公司信息更新报告-20250212

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

销售规模下降，租金收入双位数增长，维持“买入”评级

新城控股发布 2025 年 1 月经营简报，公司单月销售规模下降，商管经营表现优秀，单月租金收入保持双位数增长。我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 11.8、16.7、21.6 亿元，EPS 分别为 0.5、0.7、1.0 元，当前股价对应 PE 分别为 22.7、16.0、12.4 倍，维持“买入”评级。

单月销售大幅下降，全年交付超 10 万套

受春节期间销售放缓及供货不足影响，公司 2025 年 1 月实现合同销售金额 10.17 亿元，同比下降 72.45%；实现合同销售面积 11.56 万方，同比下降 77.44%；销售均价 8798 元/平米，同比增长 22%。公司 2024 年 1-12 月累计实现销售金额 401.71 亿元，销售面积 538.82 万方，同比分别下降 47.13%和 44.38%，整体销售规模收缩，销售金额在克而瑞榜单排名第 24。公司全年交付超 10 万套，竣工面积达 1529.1 万方，同比下降 24%。

单月租金收入保持增长，新开业 15 座吾悦广场

得益于春节期间返乡消费需求增加，公司 2025 年 1 月实现商管运营总收入 11.62 亿元，其中租金收入 10.84 亿元，同比增长 13.4%。公司 2024 年实现商业运营总收入 128.1 亿元，同比增长 13.1%，成功完成 125 亿元收入目标；实现租金收入 119.5 亿元，同比增长 13.0%。截至 2024 年末，公司持有已开业+管理输出的吾悦广场共 173 座，轻资产拓展面积 713 万方，商管规模持续扩张。截至 2024 年末，公司出租物业总建面达 1604 万方，可租面积 958 万方，同比增长 5%，出租率同比提升 1.41pct 至 97.86%。

融资渠道畅通，2025 年公开债务集中在下半年

公司 2024 年偿还境内外公开债券 52.62 亿元，年内发行三笔公开市场中期票据，融资总额 29.2 亿元，融资渠道畅通。公司 2025 年到期债务为 6 亿美元海外债及 37 亿元境内债，主要集中在下半年，在交付压力和现金流支出减小的情况下，公司偿债能力或将进一步提升。

风险提示：政策调控风险、三四线城市项目去化风险、吾悦广场拓展不及预期。

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。

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