

2025 年 01 月 22 日

开源晨会 0122

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势

单击或点击此处输入文字。

数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电子	1.730
通信	1.640
房地产	1.012
机械设备	0.984
汽车	0.959

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
石油石化	-1.558
钢铁	-1.391
煤炭	-1.340
社会服务	-1.318
纺织服饰	-0.990

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】对特朗普就职演讲及首日行政令的几点理解——宏观经济点评-20250121

行业公司

【食品饮料】春节备货叠加政策支持，12月社零增速环比回升——行业点评报告-20250121

【银行】理财高增背后的投资转向与竞争加剧——理财2024年报解读-20250121

【地产建筑】新房价格同环比降幅缩小，二手房上海环比领涨——行业点评报告-20250121

【通信】字节发布豆包实时语音模型，重视AI产业链——行业点评报告-20250120

【医药：奥泰生物(688606.SH)】2024业绩持续大超预期，公司成长逻辑持续兑现——公司信息更新报告-20250121

【医药：新产业(300832.SZ)】三十载深耕化学发光，成就国产替代+出海领跑者——公司首次覆盖报告-20250121

【家电：九号公司(689009.SH)】2025年更新系列(2)：割草机器人——Navimow产品稳定性和口碑领先，线下渠道体系相对完善——公司深度报告-20250121

研报摘要

总量研究

【宏观经济】对特朗普就职演讲及首日行政令的几点理解——宏观经济点评-20250121

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

事件：当地时间1月20日，美国总统特朗普在华盛顿宣誓就职，成为美国第47任总统，并发表就职演讲，签署首日行政命令。

美国优先是本次演讲主旨，聚焦驱逐非法移民、降低通胀，关税提及较少

1.美国优先是本次演讲的核心基调，强调回归常识，保守主义立场再度彰显。本次演讲中，特朗普表示美国将会进入一个黄金时代（thegoldenageofAmerica），并强调在任职期间将会将美国放在第一位（putAmericafirst），并签署行政命令全面恢复美国和进行常识革命，美国优先与保守主义立场再度彰显。

2.大力驱逐非法移民，严格管理边境，并派遣军队进行协助管理。特朗普宣布美国南部边境进入国家紧急状态，非法入境将立刻被禁止，并将遣返数百万犯罪外籍人士（criminalaliens），重申留在墨西哥政策（RemaininMexicopolicy），结束拜登政府抓捕即释放的做法，并将派遣军队以击退对国家的灾难性入侵。

3.加快能源开采，废除严格环保标准应对通货膨胀。特朗普将通货膨胀的上升归因于大规模过度支出及不断上升的能源价格，因此其宣布进入国家紧急能源状态，进行更多的钻井来促进石油及天然气开采。同时，特朗普还撤销了电动汽车强制令，以便于部分汽车厂商可以免于更严苛的环保标准。

4.成立外部收入服务机构管理关税。特朗普在演讲中对关税提及较少，仅表示将改革美国贸易体系，成立外部收入服务机构（ExternalRevenueService）来征收所有的关税，并在后续提到麦金利总统通过关税促进美国发展。

5.再次强调选举全面获胜，并宣布终结司法武器政治化。特朗普还强调在本次选举中美国社会各阶层（不同族裔、年龄段、性别）对其支持都在大幅增加，其将会停止言论审查、终结使用司法手段迫害政治对手，并恢复性别认同。

发言整体符合预期，政策力度与影响有待观察，关税影响不容忽视

1.特朗普发言基本符合市场预期，但政策细节尚未完全披露，力度与影响有待观察。在前期报告中，我们曾结合共和党大纲及特朗普公开发言对其的施政优先顺序进行过分析（《从1.0到2.0：特朗普施政路径及影响的不变与变》），结合白宫发布的各项备忘录来看，特朗普一方面是撤销了拜登政府的部分行政命令，另一方面是针对联邦政府运行方向做出了一些变革（冻结联邦政府招聘、政府部门工作优先目标转移），更多的是一些方向性的命令签署，诸多政策细节并未公布。如驱逐非法移民的具体目标、如何派遣军队来进行实施、降低通胀政策、减税政策等细节均欠缺，因此政策力度及效果尚待观察，但发言基本符合预期。

2.关税虽然不是本次就职演讲重点，但后续影响不容忽视。虽然特朗普没有宣布立即征收关税，但考虑到其表示将改革美国贸易体系，我们认为特朗普或在认真考虑如何最大化利用关税来达成其政治目的。从后续发布的美国贸易优先政策备忘录来看，其将贸易政策视为国家安全的关键组成部分，解决不公平和不平衡的贸易。同时，要求仔细审核与中国的经济和贸易关系，考虑必要时进行潜在额外关税调整，评估与中国的永久正常贸易关系（PNTR）。从这个角度来看，我们认为关税政策的后续负面影响不容忽视，相关谈判过程将会比较波折。

短期海外资产价格或“利多出尽”，但波动性与不确定性将会提升

对海外各类资产而言，由于特朗普主要政策仍缺乏细节，因此市场前期的交易方向（多美元、美股，空美债）或边际降温，这也是为何特朗普就职后美元、美债收益率均有所回落。但我们认为，特朗普的行事手段与策略具有高度不确定性，对于其本次执政的能力（国会及最高法院影响力）不宜过度高估，但总统行政职权范围内的事

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

项（关税、驱逐移民）也不宜低估，后续资产波动与分歧或将增大。

风险提示：美国通胀超预期上行。

行业公司

【食品饮料】春节备货叠加政策支持，12月社零增速环比回升——行业点评报告-20250121

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

投资建议：春节备货提前叠加以旧换新政策支持，社零数据增速回升

12月春节备货提前叠加以旧换新政策支持，带动社零增速环比提升。2025年随着提振消费的政策陆续落地，预计经济发展将逐步由外需转向内需，食品饮料板块有望逐步迎来复苏。分板块来看，白酒板块短期基本面仍有承压，中长期随着政策催化，预计有望逐步企稳回暖，建议关注行业头部酒企。大众品方面，首推成长较好的零食板块，新逻辑零食出海空间更大，建议关注甘源食品。啤酒2024年销售表现较弱，2025年随着餐饮逐步复苏，带动啤酒需求结构改善。复调需求跟随餐饮回暖而提升，行业混战阶段结束，龙头大概率迎来修复。

月度观察：12月社零增速回升，粮油食品、烟酒类消费增速较好

2024年12月社会消费品零售总额同比+3.7%，增速环比11月+0.7pct，12月社零数据增速环比回升，一方面系春节时间较早，12月春节备货存在错期因素影响，另一方面在以旧换新政策支持下，带动相关家电、通讯器材等耐用消费品保持较高增速。2024年12月餐饮及限额以上餐饮收入同比分别+2.7%、+1.2%，增速环比11月分别-1.3pct、-1.3pct，餐饮消费相对较为疲软。细分子行业中，2024年12月粮油食品类、饮料类、烟酒类增速同比分别+9.9%、-8.5%、+10.4%，增速环比11月分别-0.2pct、-4.2pct、+13.5pct，粮油食品类作为必选消费增速较好，饮料类延续下行趋势，烟酒类消费增速提升明显，预计与春节备货提前有关。

季度观察：2024Q4社零、餐饮增速回升，粮油食品类增速较快

观测季度数据变化情况，2024Q4社会消费品零售总额同比+4.0%，增速环比2024Q3增加1.5pct，在以旧换新政策支持下，社零增速环比提升。2024Q4餐饮及限额以上餐饮收入同比分别+3.2%和+1.5%，增速环比2024Q3分别+0.2pct和+1.4pct，餐饮消费呈现逐步复苏态势，预计2025年随着餐饮消费券大范围发放，餐饮需求有望改善。2024Q4粮油食品类、饮料类、烟酒类同比分别+9.9%、-4.6%、+2.8%，增速环比2024Q3分别-0.6pct、-7.2pct、+2.1pct，粮油食品增速维持高位，消费需求韧性较强；饮料类增速延续回落，消费增长相对乏力；烟酒类消费在12月春节备货错期因素下，表现相对较好。

产业观察：白酒企业启动春节开门红，头部零食企业增长势能较好

近期随着春节邻近，白酒企业一方面启动2025年开门红，渠道经销商陆续打款，另一方面控制发货节奏，保障渠道价盘，预计白酒动销有望逐步改善。大众品方面，乳制品、休闲食品等品类受益于春节消费旺季，销售表现较好。持续看好休闲零食板块成长性，主要来自于：（1）跟随零食量贩渠道的扩张而成长；（2）新型社交电商（抖音、微信小店等）的红利；（3）会员店渠道的新品拓展；（4）海外市场增量。其中零食品牌企业更可能受益，推荐甘源食品、盐津铺子等。此外我们建议更多关注西麦食品的渠道与成本红利。

风险提示：原材料价格波动风险、市场经营风险、食品安全风险等。

【银行】理财高增背后的投资转向与竞争加剧——理财2024年报解读-20250121

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

负债端：存款降息+债市行情成就理财“大年”

截至2024年末全市场理财存续规模为29.95万亿元，yoy为11.75%。理财规模增长较快，主要与协议存款、

“手工补息”存款、同业活期存款等严监管加速存款出表有关，此外也受债市行情的催化。但产品的规模增长分化：现金管理类规模下降、“最小持有期”固收类产品高增。由于高息存款受到严监管，含存款比例较大的现金管理类理财产品收益下降较多，而非现管固收类产品收益率保持较高吸引力，其中“最小持有期”产品增长 3.37 万亿元。

下调存款挂牌利率+定存到期，保守估计 2025 年理财高点或为 31.5 万亿元。2024 年理财增长的“催化剂”较多，而随着高息存款整改已落地，2025 年催化剂减少，我们判断存款挂牌利率下调+定存到期或贡献主要增量。保守假设下，测算 2025 年理财规模高点有望达到 31.5 万亿元。

资产端：减配存款、增配高流动性资产

“现金及银行存款”占比连续 2 个报告期下降。受 2024 年 2 月协议存款新规的影响，自 2024Q2 理财绕道保险投资协议存款的增量或已不多，导致该项占比持续下降。

回购、同业存单的占比均继续提升，信用债占比基本持平。增加回购（拆放同业及债券买入返售）、同业存单，这两项资产占比分别升至 6.4%、14.4%，比例较 2024 年 6 月末分别上升 0.5pct、2.6pct。理财流动性较为充裕，带动回购和同业存单占比上升。

债券占比虽未提升，但绝对规模明显上升。2024 年上半年、下半年理财均增配债券，高息存款严监管下被迫从低波资产转向债券；公募基金的仓位则波动较大，2024 年末占比较 6 月末有所下降，或与 2024Q3 债市回调赎回部分基金有关。

未明显拉久期，负债端或被动接受收益率下降。2024 年全年理财年化收益率平均为 2.65%，同比下降 29BP。但相较于存款的收益率和流动性均有较大吸引力。2024 年新发的封闭式产品久期并未明显拉长（平均为 338 天），资产端 3Y 以内中短债仍将是基本盘。

竞争格局：理财子牌照零新增，中小行加速“退场”

理财公司：五类理财公司的市占率均有上升。股份行理财子坐稳头把交椅，国有行理财子市占率提升明显，其中农银理财规模已超过信银理财成为市场第三。主要由于无理财子牌照的中小银行逐步退出市场，2024 年至少有 21 家中小银行在管产品已“清零”。部分省份中小银行理财业务 2026 年底或面临“清零”压力。

代销渠道持续拓展，部分银行理财中收增长亮眼。2024 年理财累计直销金额为 0.51 万亿元，远高于 2023 年。理财公司代销渠道也进一步拓展，截至 2024 年末增长至 562 家，同比增长 71 家。转型代销可增加银行中收&客户粘性，如招商银行 2024 年前三个季度单季代销理财收入均高增 25%以上，其中 2024Q3 增长近 60%。

风险提示：经济增速不达预期；理财监管趋严；理财子牌照发放收紧等。

【地产建筑】新房价格同环比降幅缩小，二手房上海环比领涨——行业点评报告-20250121

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

新房价格同环比降幅缩小，一线新房价格环比增长

国家统计局发布 2024 年 12 月 70 大中城市商品住宅销售价格变动情况。从新建商品住宅环比情况来看，一、二、三线城市环比分别 0.2%、0.0%、-0.2%（11 月分别为 0.0%、-0.1%、-0.3%），70 城整体环比-0.1%，降幅较 11 月缩小 0.1pct。同比情况来看，一、二、三线城市同比分别-3.8%、-5.4%、-6.2%（11 月分别为-4.3%、-5.8%、-6.5%），70 城整体新房价格同比下降 5.7%，降幅环比缩小 0.4pct。从 70 城新房价格涨跌个数来看，2024 年 12 月新房价格环比上涨、持平、下跌的城市数分别为 23、4、43 个，同比上涨、持平、下跌的城市数分别为 2、0、68 个。

二手房价同比降幅缩小，一线城市房价持续增长

从二手住宅房价环比情况来看，12 月 70 城二手房价格环比-0.3%，降幅环比持平。其中一、二、三线城市环

比分别 0.3%、-0.3%、-0.4%（11 月分别为 0.4%、-0.2%、-0.5%）。同比情况来看，70 城二手房价格同比-8.1%，降幅缩小 0.4pct。其中一、二、三线城市同比分别-6.7%、-7.9%、-8.4%（11 月分别为-8.0%、-8.4%、-8.8%）。

2024 年 12 月二手房价格环比上涨、持平、下跌的城市数分别为 9、1、60 个，同比上涨、持平、下跌的城市数分别为 0、0、70 个。

新房南京环比领涨，二手房上海环比领涨

从一二线重点 35 城表现来看，2024 年 12 月新房价格同环比均降多增少，但情况边际改善依然明显，同比上海、太原 2 城上涨，环比南京、成都、上海等 16 城实现上涨，其中南京以环比+0.6%，上海同比+5.3%领跑 35 城。一线城市中仅上海实现新房价格同环比增长。新房 1-12 月整体同比情况方面，上海、太原分别以同比+4.6%、+0.2%领跑 35 城。

投资建议

2024 年 12 月，70 城新房销售价格环比降幅缩小，销售价格同比降幅缩小，一线城市新房价格环比增长；二手房方面重点城市二手房价格数据明显好转，二手房销售价格同比降幅收窄，一线城市二手房价格环比继续增长，二、三线城市降幅环比降幅略有扩大。我们认为 12 月新房和二手房在成交数据在多政策催化下已出现边际改善，一线城市改善明显，房价回升信号如期而至。9 月底以来，央行等金融三部委、国家发改委、财政部接连召开新闻发布会，介绍房地产一揽子宽松政策措施，促进房地产市场止跌企稳，预计房价数据拐点即将显现。推荐标的：（1）投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企：保利发展、绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：新城控股、龙湖集团；（3）二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳、我爱我家。

风险提示：行业销售恢复不及预期、政策放松不及预期。

【通信】字节发布豆包实时语音模型，重视 AI 产业链——行业点评报告-20250120

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002

字节发布豆包实时语音大模型发布，AI 版图持续扩张

2025 年 1 月 20 日，字节跳动发布豆包实时语音大模型，该模型是一款语音理解和生成一体化的模型，实现了端到端语音对话。相比传统级联模式，该模型在语音表现力、控制力、情绪承接方面表现较强，并具备低时延、对话中可随时打断等特性。在数据收集中，团队筛选并整理大量包含丰富情感的语音数据，涵盖各种场景与情绪状态。在预训练阶段，团队对各模态交织数据进行深入训练，精准捕捉并高效压缩海量语音信息，通过 Scaling，最大程度实现语音与文本能力深度融合和能力涌现。在后训练阶段，团队使用了高质量数据与 RL 算法，进一步提供模型高情商对话能力与安全性，并使大模型同时兼具“智商”与“情商”。

架构支持多模态输入输出，涌现出较强声音控制、声音扮演等能力

在架构方面，豆包团队研发端到端框架，深度融合语音与文本模态，该框架面向语音生成和理解进行统一联合建模，实现多模态输入和输出效果，涵盖 S2S（语音到语音）、S2T（语音到文本）、T2S（文本到语音）、T2T（文本到文本）等多种模式。模型涌现多种能力：在声音控制方面，模型不仅能依照基础指令输出，还可遵循丰富的复杂指令；在声音扮演方面，目前模型部分方言和口音，主要源自于预训练阶段数据泛化，而非针对性训练。此外，模型支持实时联网功能，能够根据问题，动态获取最新信息，问题回答时效性强。从测评结果来看，豆包实时语音大模型在情绪理解和情感表达方面优势明显，整体满意度方面，豆包实时语音大模型评分为 4.36，GPT-4o 为 3.18，豆包模型表现更优。

ToB 和 ToC 端大模型齐飞，重视字节跳动等相关产业链投资机会

ToB 和 ToC 端大模型齐飞，建议重视国产算力产业链：(1)【国产算力芯片】推荐标的：中兴通讯；受益标的：寒武纪、海光信息等；(2)【字节/阿里/腾讯/百度等 AIDC 供应商】推荐标的：润泽科技、宝信软件；受益标的：光环新网、世纪互联、大位科技、东方国信、云赛智联、奥飞数据、万国数据、科华数据等；(3)【液冷】推荐标的：英维克；受益标的：申菱环境、同飞股份、网宿科技、科华数据、高澜股份、申菱环境、依米康、飞荣达等；(4)【服务器电源】受益标的：欧陆通、麦格米特等；(5)【柴油发电机】受益标的：科泰电源、潍柴重机等；(6)【变压器】受益标的：金盘科技等；(7)【铜连接】受益标的：博创科技、瑞可达、华丰科技、沃尔核材、鼎通科技、神宇股份等；(8)【交换机及芯片】推荐标的：中兴通讯、盛科通信、紫光股份；受益标的：锐捷网络等；(9)【服务器】推荐标的：中兴通讯、紫光股份；受益标的：浪潮信息、华勤技术、烽火通信；(10)【光通信】推荐标的：中际旭创、新易盛、天孚通信、中天科技、亨通光电；受益标的：华工科技、光迅科技、长光华芯、源杰科技等；(11)【通信模组】推荐标的：广和通；受益标的：移远通信、美格智能、华测导航等。

风险提示：AI 及云计算发展不及预期、机柜上架不及预期、行业竞争加剧等

【医药：奥泰生物(688606.SH)】2024 业绩持续大超预期，公司成长逻辑持续兑现——公司信息更新报告-20250121

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 司乐致（分析师）证书编号：S0790523110003

2024 业绩持续大超预期，成长逻辑持续兑现，维持“买入”评级

2024 年，公司预计实现营收 8.55~8.70 亿元，同比增长 13.29%~15.28%；归母净利润 2.78~2.98 亿元，同比增长 53.95%~65.03%；扣非归母净利润 2.21~2.41 亿元，同比增长 50.42%~64.03%。单看 Q4，公司预计实现营收 2.37~2.52 亿元，同比增长 21.68%~29.38%；归母净利润 0.80~1.00 亿元，扣非归母净利润 0.67~0.87 亿元，同比增长 32.46%~72.20%；考虑公司坚持全球分散化客户战略持续深化客户合作，近年来客户数量激增合力驱动业绩成长，并通过原料自产、自动化程度提升和产品结构优化等方式强势提升毛利率；同时公司加强内部精细化管理，提升运营效率与成本控制能力，我们再次上调 2024-2026 年的盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 2.88/3.6/4.5 亿元（原值为 2.77/3.48/4.35 亿元），对应 EPS 分别为 3.63/4.54/5.68 元/股，当前股价对应 P/E 分别为 19.3/15.4/12.3 倍，维持“买入”评级。

核心逻辑在于客户数量激增，自主品牌比例提升明显，新品研发上市节奏加快

公司已上市产品多达 1300 余种，产品广泛应用于临床检测、现场检测等多个领域，能满足客户的多元化需求，并持续聚焦研发注册，2024H1 公司新增 53 项产品上市，自主研发的十四合一毒品联检产品（含芬太尼（1ng/ml）检测试剂）获得美国 FDA510K 认证。公司 2024H1 外销收入占比 94.78%，产品远销 170 多个国家，外销收入依然是公司收入主要来源，其中毒品检测、常规传染病类产品在美国和欧洲市场具有较强的市场竞争力，2024H1 新增境内外新客户数量多达 400 余个，充分证明公司营销策略的有效性和产品的竞争力。ODM 收入 2.60 亿元，占主营的 65.53%，自主品牌收入 1.37 亿，自主品牌占比逐步提升，体现了公司既注重 ODM 的口碑积累又重视自有品牌培育，其中自有品牌营收规模有望快速提升。

公司战略布局生物原料平台，有效降低生产成本和提高产品推出效率

公司战略布局上游生物原料平台，通过实现原料自给，可有效降低生产成本，减少对上游核心原料商的依赖，为产品迭代提供创新平台。公司 2024H1 生物原料研发成果丰硕，成功开发出 9 项新原料，包括依替氮卓抗原抗体、地芬诺酯抗原抗体、噻奈普汀抗原抗体、舍曲林抗体以及大肠杆菌 k99 抗体等，其中 6 项原料更是实现了国内首创，填补了国内相关领域的空白。截至 2024H1 公司已实现自产并投入使用的生物原料种类超过 300 种，其中 24 项为国内首创原料。

风险提示：产品研发推进不及预期；市场推广不及预期。

【医药：新产业(300832.SZ)】三十载深耕化学发光，成就国产替代+出海领跑者——公司首次覆盖报告

-20250121

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 司乐致（分析师）证书编号：S0790523110003

国内化学发光领跑者，综合实力雄厚，首次覆盖，给予“买入”评级

新产业深耕体外诊断三十载，是国内化学发光解决方案的领跑者，具备系统的仪器试剂产品矩阵，是行业内试剂菜单最齐全的化学发光厂家之一，并通过横向拓展分子、生化等领域巩固龙头优势。同时作为发光出海的先行者，海外装机量与营收快速增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 19.1/23.2/28.5 亿元，EPS 分别为 2.43/2.96/3.62 元，当前股价对应 P/E 分别为 25.4/20.9/17.1 倍，考虑国内发光强势国产替代，国外加速区域覆盖兑现业绩，首次覆盖，给予“买入”评级。

化学发光市场潜力较大，集采政策助力国产替代

(1) 免疫诊断是我国 IVD 最大的细分领域，相关技术路径繁多且更新较快，其中化学发光技术优势显著成为免疫诊断领域主流技术。2022 年化学发光市场规模突破 400 亿元，2018-2022 年 CAGR 达 21.67%，但该市场仍以外资为主，“罗雅贝西”占比超 70%，国产替代空间广阔。(2) 2022 年化学发光作为主流技术在免疫诊断的中高通量市场中占比达 88%，其中三级医院为该市场的必争之地，但该高端市场仍然以进口品牌为主，以新产业为首的国内玩家的产品性价比优势较明显，正在逐步抢占三级医院市场份额。(3) 集采政策助力下，国内外厂商终端价接近，但国产厂商技术质量完全达标且有成本和出厂价优势，有望快速抢占外资市场份额。

仪器试剂协同发展，产品竞争力十分突出

仪器：尖端突破抢占高端市场，2018 年推出全球首台检测速度达 600T/H 的发光仪 MAGLUMIX8，截至 2024H1，X8 全球累计装机达到 3170 台。2024 年推出更高通量 MAGLUMIX10，检测速度达 1000T/H。公司产品矩阵梯度配置满足不同客户要求，装机量稳步提升，带动试剂上量。试剂：公司是行业内试剂菜单最齐全的化学发光厂家之一，试剂种类持续增加，并且成功构建小分子夹心法技术平台，试剂性能优越。同时布局上游原料，助力试剂技术革新，推进降本增效和试剂产量增长。

海外市场持续发力，横向拓展 IVD 业务领域

海外市场装机快速上量，截至 2024H1，公司在海外市场累计销售超过 20945 台化学发光免疫分析仪器，超过同期国内装机量，机型结构优化，海外中大型仪器装机占比达 64.80%，有望助力试剂持续放量。海外市场持续拓围，公司产品已经出口 155 个国家，并设立 10 家海外子公司辐射区域市场，提升本地化经营能力。公司横向拓展布局 IVD 多领域，推出自研流水线 SATLARST8，整合生化、免疫、分子、凝血等五大领域，形成智慧实验室系统解决方案，构筑试剂采购护城河。

风险提示：公司产品研发、注册、认证不及预期，汇率波动风险。

【家电：九号公司(689009.SH)】2025 年更新系列 (2)：割草机器人——Navimow 产品稳定性和口碑领先，线下渠道体系相对完善——公司深度报告-20250121

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 林文隆（分析师）证书编号：S0790524070004

Navimow 产品稳定性和口碑领先，渠道体系相对完善，维持“买入”评级

随着玩家增加，割草机器人市场或进入第二阶段竞争，产品将从“能用”向“好用且稳定”发展，渠道重在完善线下体系以及售后服务，行业渗透率快速提升但品牌分化会逐步显现。中短期公司将持续投入渠道和售后，我们调整盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 11.49/16.47/24.53 亿元（原值为 11.59/16.97/24.49 亿元），对应 EPS 为 16.03/22.98/34.22 元，当前股价对应 PE 为 32.8/22.9/15.3 倍，Navimow 产品口碑以及稳定性领先同行，线下渠道体系搭建较其他新锐品牌完善，我们预计公司有望保持竞争优势。维持“买入”评级。

产品的第二阶段竞争：多传感器融合，从“能用”向“好用且稳定”发展

无边界产品推出至今已有两年时间，虽然无边界产品较有边界产品的使用体验有所提升，但在建图速度、避障精确度、信号稳定性等方面仍有比较大优化空间。随着玩家增加，我们预计割草机器人或逐步进入第二阶段竞争，产品将从“能用”向“好用且稳定”发展，行业渗透率将继续提升但品牌间分化会逐步显现，当前视角看 Navimow 产品口碑以及稳定性暂时领先同行，随着三代新品发布有望保持竞争优势。(1) Navimow：割草机器人已经历两次迭代，经过数据积累二代产品避障能力得到优化(可识别 150+障碍物)，亚马逊份额以及评分领先同行。Navimow 二代产品短板较少，而同行或多或少在导航定位、避障存在问题。(2) Mammotion：类似 Navimow 经历两轮迭代，CES 展中推出中小面积系列产品，在精度以及稳定性上预计有提升空间。(3) Dreame：子品牌 MOVA 推出 3D 激光雷达路径中小面积产品，补齐价格矩阵。多传感器融合稳定性有待验证。(4) Ecovacs：CES 展首次推出多传感器融合的 RTK 和激光雷达产品，新品稳定性有待验证，产品口碑和稳定性预计有提升空间。(5) 初创品牌：第一代产品大多采用多传感器融合但稳定性尚待市场验证。

渠道的第二阶段竞争：搭建线下渠道体系并完善售后体系

割草机器人品类售后维修相对频繁，部分线下渠道商除了承担销售任务亦为消费者提供售后维修服务，因此完善的线下渠道布局以及售后服务体系有助于提升用户粘性和品牌口碑。截至目前我们预计 Navimow 欧洲线下传统渠道和连锁渠道拓展进度仍领先同行（传统渠道和连锁渠道开拓速度快于 Dreame 等，初创品牌或集中在线上竞争），但各品牌均未较好突破美国市场。CES 展 Navimow 推出 X3 新品对割草效率和 RTK 信号进行优化升级，割草面积和效率的提升以及边缘割草组件的引入配合售后服务平台的搭建或有助于公司逐步切入美国市场。

风险提示：新品销售不及预期；渠道开拓不及预期；汇率波动风险等。

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