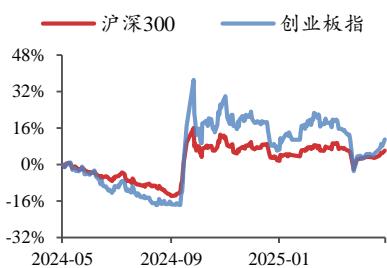


2025年05月13日

开源晨会 0513

——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(%) |
|------|--------|
| 国防军工 | 4.804 |
| 电力设备 | 2.692 |
| 机械设备 | 2.242 |
| 非银金融 | 2.077 |
| 汽车 | 1.911 |

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|------|--------|
| 农林牧渔 | -0.489 |
| 医药生物 | -0.27 |
| 公用事业 | -0.257 |
| 美容护理 | -0.041 |
| 煤炭 | 0.052 |

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】谈判在时点上超预期，坚定政策信心，降低斜率预期——投资策略点评-20250512

【金融工程】沪深300与中证500成分股调整预测（2025年6月）——金融工程定期-20250512

行业公司

【电力设备与新能源】氢能深度系列（二）：政策助推应用落地，氢能两轮车有望迎放量元年——行业深度报告-20250512

【医药】小细胞肺癌：中国管线全球领先，研发聚焦三大新领域——行业深度报告-20250512

【化工】磷矿石景气高位维稳，磷肥国内外价差可观，看好矿肥一体磷化工企业盈利向好、分红提升——磷化工行业跟踪点评报告-20250512

【社服】果茶、果咖引领健康新风尚，蜜雪集团加速副牌拓展——行业周报-20250511

【传媒】AI视频生成模型持续开源，关注游戏、综艺上新——行业周报-20250511

【化工】巨化股份、三美股份市值破历史新高，行情向上趋势不变——氟化工行业周报-20250511

【商贸零售】关注零售行业中期投资策略：深挖情绪消费景气赛道——行业周报-20250511

【农林牧渔】短期消费疲软致猪价下挫，仔猪及母猪高价或表明后市乐观预期——行业周报-20250511

【地产建筑】新房二手房成交面积同环比下降，央行再度下调LPR 25BP——行业周报-20250511

【商贸零售：中国黄金(600916.SH)】2024年经营端稳健，关注后续产品创新和渠道优化——公司信息更新报告-20250512

【汽车：均胜电子(600699.SH)】2025Q1业绩保持稳健，毛利率持续提升——公司信息更新报告-20250512

【汽车：美格智能(002881.SZ)】公司业绩高速增长，高算力AI模组加速落地——公司信息更新报告-20250512

【汽车：经纬恒润(688326.SH)】业绩短期承压，新客户新项目多点开花——公司信息更新报告-20250512

【商贸零售：老凤祥(600612.SH)】金价高企下经营持续承压，关注后续产品和渠道优化——公司信息更新报告-20250512

研报摘要

总量研究

【策略】谈判在时点上超预期，坚定政策信心，降低斜率预期——投资策略点评-20250512

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

事件：中美发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》。本次中美协商谈判结果为：当前美国对中国额外征收 30% 关税，中国对美国只保留额外征收 10%。同时美国保留 24% 的额外空间（延后 90 天），作为后续谈判的筹码。

策略视角，我们从 4 个视角去解读本次谈判结果

1、中美为什么谈判超预期？最强烈的诉求在美国这边，而不在中国。美国至今为止有效的谈判成效并不多，特朗普急于获得新的谈判成果，以回头进一步和其他国家获取谈判利益。从结果来看，更超预期的是谈成的时间，而非关税幅度。

2、中美谈判后续会继续这么顺利么？建议投资者做好心理准备，并不一定会。如果后续美国和其他国家的谈判依然不太顺利，那么 90 天的延长期限会进一步延长；但如果特朗普又“大获成功”，那么对中国的态度可以随时强硬。后续谈判会是漫长的，因为我们要去理解美国行为背后的动机——

3、美国到底想要什么？对其他国家的关税会显著下降吗？债务危机说、财政危机说、贸易逆差说、制造业回流说都不能够清晰解释特朗普的行为。这次特朗普关税的根本原因来自于【资本侵蚀】（即美国净负债过高，海外投资者分润掉了美国本土的产出），指标【美国海外净负债/美国名义 GDP】反映了美元资产的信用风险显著提升。后续特朗普 2.0 的内容将包括：关税+贬值+增加对美订单+金融资产转向生产性投资。美国有效关税将显著升至 10-20%，对中国大概率会是最高一档，预计 30-50%。

4、中国的政策会因此出得更慢吗？我们持续强调【坚定政策信心，降低斜率预期】。考虑到 A 股的内生性盈利底将不晚于三季度到达，我们还将迎来几个月的数据下行期。当前政策的核心主旨是尽快推出已有的既定政策，新的储备政策的具体推出时点或仍需等待更细致的经济数据恶化或外部冲击落地等要素满足，我们预计或在二季度后期到三季度前期。由于关税幅度依然较高，中美谈判的超预期进展只会提前政策推出时间，并不会显著拖后。

居民边际消费倾向的提升和资产负债表的修复，背后的最重要的锚点在于“收入预期拐点”和“生活医疗底线保障”。从 4.25 政治局会议来看，本轮政策思路上已经抓住核心矛盾，但考虑到这两大锚点的变化并非一蹴而就，政策的推进也将是一步步稳扎稳打，我们继续建议“坚定政策信心，降低斜率预期”。

投资建议：未来投资当中“地缘风险溢价”嵌入 DDM 估值模型

不建议过多博弈对美暴露过高的品种（盈利有博弈空间，但估值长期来看受损）。大变局下，“变”关注地缘风险溢价下行品种，“不变”关注国内确定性和预期差。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。

【金融工程】沪深 300 与中证 500 成分股调整预测（2025 年 6 月）——金融工程定期-20250512

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 胡亮勇（分析师）证书编号：S0790522030001

沪深 300 指数预计有 7 只成分股被调整

根据中证指数公司发布的指数编制规则，我们可以对主流指数成分股的调整样本进行预测。预测窗口期通常有一个月时间，年中预测窗口期为5月，年末预测窗口期为11月。

我们预测沪深300指数总共有7只成分股面临调整，中航成飞、国货航和上海电气等个股预计将调入。

预计沪深300指数调入样本分布在交通运输和国防军工等行业，各有2只个股入选；预计调出样本以电力设备、医药生物和建筑材料行业为主，电力设备行业最多有4只个股被调出。

中证500指数预计有49只成分股被调整

我们预测中证500指数总共有49只成分股面临调整，淮北矿业、神火股份和供销大集等个股预计将调入。其中，中证500指数部分调入个股来源于沪深300指数原有成分股，如天赐材料、璞泰来和三七互娱等；中证500指数部分调出个股转为沪深300指数最新成分股，如光启技术。

预计中证500指数调入样本以电子、电力设备和计算机行业为主，调出样本以电力设备、医药生物和计算机行业为主，其中电子行业调入个股数量为12只，电力设备行业调出个股数量为9只。

沪深300和中证500指数的样本调入调出事件收益特征存在差异

总的来看，我们更推荐关注调整日之前的事件收益规律。这是因为，投资者在调整日之前便可以基于调整预测或调整公告进行提前交易。调出与调入，如期地带来了方向相反的事件收益。

调出效应：沪深300指数和中证500指数的调出样本，在调整日之前都具有负的超额收益。

调入效应：中证500指数的调入样本，在调整日之前具有正的超额收益；而沪深300指数则无较为显著的结论。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

行业公司

【电力设备与新能源】氢能深度系列（二）：政策助推应用落地，氢能两轮车有望迎放量元年——行业深度报告-20250512

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

政策驱动助推氢能两轮车应用落地，0-1渗透贡献产业链增量

氢能两轮车相较锂电、铅酸车型具备能量密度、续航、环境适应性、安全性等方面优势，更适用于2B端应用场景，例如共享出行、景区交通、高端e-bike等。据我们统计，2024年国内氢能两轮车投放量接近7000辆，同比增长超230%，2024H2相关政策颁布加速，进一步助推氢能两轮车在示范场景落地，市场有望快速扩张，受益标的包括永安行、厚普股份、天能股份、神开股份和江苏神通。

落地场景：安全性突出、经济性趋近，2B端有望率先落地

安全性为B端运营核心考量因素之一，电动自行车锂电池事故频发，政府对其运营态度谨慎，而氢能两轮车在燃料扩散性、储能结构设计、热失控风险、逃生窗口时间等方面具备优势，有望替代锂电成为规模商业运营更优解。经济性方面，有望在无补贴情况下大规模应用，当前燃料电池、储氢瓶成本仍然较高，结合2026年揭榜挂帅对成本和性能的指引测算，氢能两轮车每公里成本降低至0.1805元，较锂电/铅酸车型成本高35%/13%，若叠加加氢补贴，则经济性进一步趋近现有车型。当前市场对氢能试点经济性并不苛责，有望成为落地的突破场景。

空间&驱动：共享市场渗透空间广阔，政策试点推动前期放量

2025年1月，工信部揭榜挂帅提出到2026年实现10万辆级氢燃料电池两轮车的应用规模、续航100km的氢

两轮车用储氢与燃料电池系统成本低于 5000 元/套、燃料电池系统寿命 $\geq 3000\text{h}$ 。各地政府推进，北京、广西等地陆续发布支持政策，2025 年 1 月，佛山市南海区明确到 2026 年/2028 年/2030 年末，累计投放氢能两轮车将达到 2 万辆/3 万辆/4 万辆及以上。共享电动车市场投放量约 700 万辆，2023-2024 年氢能渗透率仅 0.1%。行业发展短期依赖政策推动，预计 2026 年氢能两轮车投放量达到 10 万辆，渗透率 1.4%，实现 0-1 增长。前期铺垫将有效助力行业降本和技术发展，我们预计 2028/2030 年投放量达 30/70 万辆，对应渗透率 4.3%/10.0%；2024 年市场空间为 0.9 亿元，到 2026/2028/2030 年有望增长至 7.5/18.0/35.0 亿元，2024-2030 年 CAGR 达 84%。远期来看，随着产业持续降本、规模效应提升，其推广有望从政策、补贴依赖走向市场化应用落地。

氢能两轮车整车制造及核心部件供应商有望首先受益

整车方面，永安行具备制氢、储氢、燃料电池、储氢瓶、整车的全链条供应能力，累计投放规模领先行业。零部件方面，集氢科技（厚普股份持股）固态储氢技术具备优势，客户已实现投放。天能股份与雅迪合作布局氢能电单车，已实现两款产品研发落地。瀚氢动力（神开股份持股）相关产品包括 35MPa 瓶阀和固态储氢阀。神通新能源（江苏神通持股）深耕氢能高压阀体领域，已具备量产能力。

风险提示：氢能两轮车示范投放政策支持不及预期风险，氢燃料电池等核心部件技术发展不及预期风险，氢能两轮车降本以及用氢成本降低不及预期风险。

【医药】小细胞肺癌：中国管线全球领先，研发聚焦三大新领域——行业深度报告-20250512

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 汪晋（联系人）证书编号：S0790123050021

小细胞肺癌侵袭性较强，依赖系统性治疗的广泛期小肺占比约 75%

小细胞肺癌（SCLC）约占肺癌总病例约 15%-20%，整体侵袭性强，早期即可发生远处转移；广泛期小细胞肺癌（ES-SCLC）占比约 75%，往往依赖系统性治疗，预后整体较差。根据美国 NCCN 与中国 CSCO 指南，ES-SCLC 的一线治疗首选 PD-1/PD-L1 免疫疗法+双药化疗，二线推荐药物包括拓扑替康、伊立替康、芦比替定等，2024NCCN 指南首次将塔拉妥单抗（CD3/DLL3 双抗）列入首选方案。

针对 SCLC 目前已获批上市的药物主要为 PD-1/PD-L1 单抗，后线获批上市药物较少。进入关键性临床的在研药物主要分为三大领域：(1) ADC：多款 ADC 针对 2LES-SCLC 已进入关键性 III 期临床阶段，靶点覆盖 B7-H3、TROP-2、EGFR/HER3 等；(2) DLL3TCE：以塔拉妥单抗为代表，多款 CD3/DLL3 双抗/多抗加速布局小肺领域，目前塔拉妥单抗针对 2LES-SCLC 的 III 期临床正在快速推进，并积极探索在 1LES-SCLC 拓展的可能性；(3) IO 双抗/混抗：对标 1LES-SCLC 标准疗法 PD-1/PD-L1 单抗，下一代 IO 产品正在积极布局小肺一线。

TCE 与 ADC：相较于标准疗法临床获益明显，有望重塑 SCLC 治疗格局

ADC：ADC 在 SCLC 领域研发进展迅速，主要靶点包括 B7-H3、DLL3、TROP-2 等，目前尚未有 ADC 产品针对 SCLC 获批上市；中国企业在上述靶点均有布局，早研疗效优异且全球进度领先，已完成包括恒瑞/IDEAYA、信达/罗氏、翰森/GSK 等在内的多起海外 Licenseout 交易。

TCE：针对 SCLC 布局的 TCE 聚焦 DLL3 靶点，安进的 CD3/DLL3 双抗已于 2024 年 5 月获 FDA 附条件批准上市，泽璟制药的全球首个 DLL3 三抗产品 ZG006 已进入 II 期临床，重磅数据即将在 2025ASCO 会议公布。早研数据表明 DLL3TCE 较现有标准疗法带来临床获益明显（尤其是 OS），有望重塑 SCLC 治疗格局。

下一代 IO：瞄准 1LSCLC 市场，PD-1/VEGFR 双抗有望挑战一线 PD-L1 地位

1LSCLC 治疗已进入“免疫+化疗”时代，PD-L1/PD-1+双药化疗逐步成为小肺一线标准疗法。下一代 IO 双抗/混抗产品正在积极布局 1LSCLC，康方生物、普米斯的 PD-L1/VEGFR 双抗疗效有明显提升，有望挑战

1LSCLCPD-L1 地位。

投资建议

SCLC 侵袭性较强、预后相对较差，目前后线治疗缺乏有效靶向治疗药物。凭借全球领先的竞争优势与优异的早研数据，国内管线的市场价值逐渐得到 MNC 认可，近年来多款产品已完成海外 Licenseout 授权；随着数据的读出与不断成熟，其他产品也均拥有较强的出海潜力。多款产品重磅数据即将在 2025ASCO 会议公布，SCLC 领域赛道景气度预计持续提升，相关标的有望受益。

受益标的：再鼎医药、泽璟制药-U、信达生物、百利天恒-U、科伦博泰生物-B、百济神州-U、恒瑞医药、石药集团等。

风险提示：创新药研发热度下滑、药物临床研发失败、药物安全性风险等。

【化工】磷矿石景气高位维稳，磷肥国内外价差可观，看好矿肥一体磷化工企业盈利向好、分红提升——磷化工行业跟踪点评报告-20250512

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

磷矿石：价格高位维稳，各主产区有序生产，高品位矿石供应偏紧

产量方面，据国家统计局数据，2024 年中国磷矿石产量 11,353 万吨，同比增加 833 万吨，增幅 7.8%，其中湖北、贵州、云南、四川产量占比 40%、20%、25%、14%；2025 年 1-3 月国内产量 2,595 万吨，同比+17.1%。进出口方面，2024 年中国进口磷矿石 207 万吨，同比增加 66 万吨，进口均价 93.9 美元/吨。价格方面，据百川盈孚数据，5 月 9 日，国内 30%、28%、25% 品位磷矿石市场均价为 1020、947、771 元/吨，目前国内各主产区矿石生产、运输有序运行，其中云南省矿石主要用于省内消化；贵州开阳、瓮安磷矿流通存在一定限制；四川地区磷矿长期供应稳定，正常发运；湖北夷陵区五一期间磷矿停采，现已恢复正常开采；北方企业长期受安全检查影响，尚未全面提产，供应能力提升空间有限。整体来看，目前国内矿企高品位矿石供应紧张，多以中低品位矿石成交为主。

产品端：成本支撑磷铵、饲钙价格高位，当前国际磷铵价格显著高于国内

据百川盈孚数据，2024 年磷矿石下游磷肥、湿法磷酸、磷酸盐、黄磷、其他磷化物消费量占比分别为 60%、12%、11%、9%、8%。（1）磷铵：据 Wind 和海关总署数据，2024 年，国内磷酸一铵、磷酸二铵出口量为 200、457 万吨，同比-2.4%、-9.3%；出口均价为 4,044、3,964 元/吨，同比+3.7%、+5.0%；当期国内磷酸一铵（55%粉状）、磷酸二铵（64%）市场均价 3,140、3,715 元/吨，较出口均价分别低 903、低 249 元/吨。2025 年（截至 5 月 9 日）国内磷酸一铵 55% 粉状、磷酸二铵 64% 均价 3,178、3,440 元/吨，较 2024 年均价+1.6%、-5.5%；磷酸一铵中国 55% 颗粒 FOB、磷酸二铵中国 FOB 散装均价为 517、634 美元/吨，较 2024 年均价上涨 48、51 美元/吨，涨幅 10.2%、8.8%；按即期汇率 1 美元=7.28 元人民币折算，分别较同期国内市场均价高出 586、1,173 元/吨。（2）饲钙：5 月 9 日，磷酸二氢钙、磷酸一二钙、磷酸氢钙市场价 4,587、4,250、2,965 元/吨，较 2025 年初分别+11.3%、+14.5%、+5.3%，同比+23.6%、+26.0%、+17.7%。

出口有望提振化肥景气，看好矿肥一体企业盈利向好、现金分红进一步提升

我们认为，磷矿采选壁垒提升、磷石膏处理等环保要求趋严导致磷矿石供给增量有限、景气有望高位维稳；叠加硫酸等成本支撑磷铵、二氢钙等价格高位，当前国内外磷铵价差显著，看好矿肥一体的磷化工龙头企业盈利向好、现金分红动力提升。【推荐标的】兴发集团（磷矿石 545 万吨、磷酸一铵 20 万吨、磷酸二铵 80 万吨）。

【受益标的】云天化（磷矿石 1450 万吨、磷酸二铵 445 万吨、磷酸一铵 80 万吨、尿素 260 万吨）、川恒股份（磷矿石 300 万吨、磷酸二氢钙 51 万吨、工业磷酸一铵 27 万吨等）、湖北宜化（磷酸二铵 126 万吨、尿素 156 万吨）、芭田股份、新洋丰、云图控股、史丹利、川发龙蟒等。

风险提示：出口政策变化、产品价格大幅波动、下游需求不及预期等。

【社服】果茶、果咖引领健康新风尚，蜜雪集团加速副牌拓展——行业周报-20250511

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（联系人）证书编号：S0790123070033

旅游/潮玩：五一国内旅游量价稳增，美泰提价抵消关税成本

五一假期：国内出游 3.14 亿人次/同比+6.4%，居民出游意愿维持高位，出行和游憩半径延长，国内游客出游总花费 1803 亿元/同比+8%，测算隐含人均消费 574 元/同比+1.5%，消费力保持渐进修复态势。出入境方面，内地/中国港澳台居民/外国人分别增长 21.2%/37.1%/43.1%，增速较清明/春节假期持续提升。潮玩：美泰 2025Q1 净销售额达 8.27 亿美元，按报告基准同比增长 2.1%，由于销售和管理费用增加，Q1 净亏损 4030 万美元；分品类看，载具/可动人偶类产品销售表现较为突出。此外美泰新品提价以应对关税政策，并取消全年业绩指引。

茶饮：果茶、果咖引领健康新风尚，蜜雪集团上线真果咖加速副牌拓展

2025 年 4 月春夏季水果、果蔬品类上新加快。根据新茶饮工作室统计，31 个主流茶饮品牌共上新 95 款产品，环比增长 55.74%。果蔬汁品类异军突起，以 15 款新品（占比 15.69%）跃居第二，其融合羽衣甘蓝、西芹等健康元素的创新组合成为市场黑马。蜜雪集团副线幸运咖开店速度明显加快，复用供应链大规模上新“真果咖”。5 月 9 日，幸运咖官宣携“真果咖天团”强势袭来，带来 6 种真果为主题的新产品，价格普遍为 6-8 元，展现出极高的质价比。截至 4 月 30 日，幸运咖全国门店数量已经突破 5400 家，店均营业额也有显著提升。

美丽：毛戈平“闻道东方”香水正式推出，关注香氛赛道国货品牌动作

毛戈平 5 月 8 日线上正式发布与故宫文创的联名系列“气蕴东方”第六季香水作品——“闻道东方”系列，共包括 13 款香水，售价为 180 元/10ml, 680 元/45ml。并有体验装系列 19.9 元/2ml。据欧睿数据，2015-2024 年中国香水市场规模由 54.2 亿元增长至 148.4 亿元，CAGR 达 11.8%，2021 年以来行业增速趋缓。国际品牌主导市场，行业集中度较高。中国市场 TOP15 品牌中只有冰希黎一个国货品牌，2024 年市占率 1.1%。毛戈平在香水领域具备品牌溢价基底和渠道护城河支撑，线下渠道深度布局形成难以复制的场景壁垒。此次新品注重东方意境香氛体系的构建，踩中当代消费者对情绪价值的深层需求，更是补足产品力。

本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑赢大盘

本周（5.6-5.9）社会服务指数+1.12%，跑赢沪深 300 指数 0.88pct，在 31 个一级行业中排名第 25，教育、检测类领涨；本周（5.6-5.9）港股消费者服务指数+5.06%，跑赢恒生指数 3.45pct，在 30 个一级行业中排名第 1，教育、博彩类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）旅游：西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S；（2）教育：凯文教育、有道；（3）美护：若羽臣、巨子生物、爱美客、青木科技、毛戈平、上美股份；（4）运动：力盛体育；（5）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（6）新兴消费：赤子城科技；（7）即时零售：美团-W、顺丰同城；（8）眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（9）餐饮：百胜中国、蜜雪集团。

风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【传媒】AI 视频生成模型持续开源，关注游戏、综艺上新——行业周报-20250511

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

AI 视频生成模型工具继续开源，积极布局多模态 AI

5月9日，腾讯正式推出基于混元视频生成大模型打造的全新开源多模态定制化视频生成工具 HunyuanCustom，其融合了文本、图像、音频、视频等多模态输入，能实现单、多主体视频生成及单主体视频配音、视频局部编辑等能力。此前大部分视频生成模型主要能实现文、图生视频，其中文生视频每次均需根据文本提示词重新生成，难以持续保持人物和场景的一致性，而图像生成视频模型主要实现“让图片动起来”，HunyuanCustom 则通过引入身份增强机制和多模态融合模块，真正实现“图像提供身份，文本定义一切”，生成的视频在可控性、一致性、质量方面表现突出，用户只需上传一张或多张包含目标人物或物体的图片，并提供文本描述，便能识别出图片中的身份信息，并在完全不同的动作、服饰与场景中生成连贯自然的视频内容，此外还具备强大的音视频扩展能力，可满足视频创作者、短视频博主、电商从业者、广告创意人等不同用户和场景的需求，或在 AI 创作、电商、广告、游戏、教育领域得到广泛运用。此外，5月7日，海外公司 Lighticks 亦发布了开源视频生成模型 LTXV-Video-13B，在多尺度渲染、视频质量、生成速度和可控制性方面表现突出，且免费可商用。我们认为，2025年以来视频生成模型性能继续大幅提升，且陆续开源，叠加 MCP 协议广泛落地带动 Agent 不断推出，或加速内容创作、商业活动等领域多模态 AI 应用加快渗透，并拉动推理算力需求，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 动漫/影视：重点推荐上海电影，受益标的包括果麦文化、中文在线、华策影视；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：受益标的包括世纪天鸿、盛通股份、南方传媒；5、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、易点天下；6、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。

继续关注游戏、综艺等内容上新对相关公司的业绩驱动

游戏方面，由心动公司研发的策略回合制 RPG 手游《伊瑟》国际服于5月8日开启最终测试，并将于6月5日正式上线，而国服或于2025年下半年推出，继2024年上线的《出发吧麦芬》《心动小镇》取得亮眼表现后，《伊瑟》上线或进一步驱动心动公司业绩增长；此外，盛趣游戏旗下放置 RPG 手游《云海之下》定档5月20日上线，友谊时光研发的厨房竞技派对手游《暴吵萌厨》将于5月28日上线且当前全网预约量已超过500万；综艺方面，由湖南卫视、芒果 TV 打造的《歌手 2025》将于5月16日起每周五19:45播出，节目将围绕“全民陪看、全民导播、全民预测、全民围观”四个维度，通过社媒、直播平台等多渠道，以技术赋能实现互动玩法的升级迭代，值得期待。我们建议密切关注游戏、综艺上新给相关公司带来的业绩驱动，游戏板块重点推荐心动公司、恺英网络、网易-S、神州泰岳、吉比特，受益标的包括巨人网络、友谊时光、百奥家庭互动；综艺板块重点推荐芒果超媒。

风险提示：AI 应用商业化进展、游戏流水、综艺节目收视率等低于预期。

【化工】巨化股份、三美股份市值破历史新高，行情向上趋势不变——氟化工行业周报-20250511

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6日-5月9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6日-5月9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%。

氟化工周行情：萤石略有承压，制冷剂上行态势不变

萤石：截至5月09日，萤石97湿粉市场均价3,604元/吨，较上周同期下跌2.54%；5月均价（截至5月09日）3,618元/吨，同比下跌3.45%；2025年（截至5月09日）均价3,682元/吨，较2024年均价上涨3.86%。

又据氟务在线跟踪，近期萤石市场呈现南北分化格局，整体交投氛围清淡。

制冷剂：截至05月09日，(1) R32价格、价差分别为49,000、35,863元/吨，较上周分别持平、+0.21%；(2) R125价格、价差分别为45,000、26,928元/吨，较上周分别持平、+0.87%；(3) R134a价格、价差分别为47,500、27,777元/吨，较上周分别持平、-0.08%；(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、26,156 元/吨，较上周分别持平、+0.78%。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，制冷剂市场延续维稳态势，行业呈现结构性分化特征。具体分品种来看：R22 内贸配额削减之下主流企业报盘坚挺，部分企业让利出货回笼资金，主流货源持稳运行，后续库存消化后市场还将向上带动；R32 呈现内外需同步增长态势，市场价格保持坚挺，当前企业报价已突破 5 万元/吨，流通市场主流成交价维持在 48000-49000 元/吨区间，主流执行季度核心订单；R134a 以售后市场为主导，短期内市场呈现僵持状态，工厂直发价格报 46000-46500 元/吨，企业报盘持续上调；R410a 空调市场需求季节性刚性支撑，售后用量逐步增加，企业减排意愿明确，市场成交偏高；R152a 延续货源偏紧，由于企业配额有限，惜售情绪持续升温。在持续高温天气驱动下，行业需求正进入延后释放周期，叠加产业链低库存现状，二季度市场总体基调稳中上行。

行业要闻

【收购】华谊集团拟以现金方式收购控股股东上海华谊持有的三爱富 60%股权，交易价格为 40.91 亿元。此次收购旨在拓展公司在含氟聚合物、氟碳化学品及含氟精细化学品领域的业务。

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。

【商贸零售】关注零售行业中期投资策略：深挖情绪消费景气赛道——行业周报-20250511

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

零售行业 2025 年中期投资策略：悦享生活，深挖情绪消费景气赛道

本周我们发布零售行业 2025 年度中期投资策略，分板块来看，(1) 传统零售：线上流量红利接近见顶、电商查税等问题出现，反观实体店能为消费者提供视/触/听/嗅觉全方位体验，线下线上渠道攻守易势。线下零售唯有发挥长处着力于“人”，做好消费者服务体验和情绪满足才能形成正向累积，建议关注超市、百货、母婴零售等业态变革进程。(2) 黄金珠宝：“消费+投资”长期逻辑未变，但品牌格局悄然变化，在需求端悦己/国潮/祈福等精神需求觉醒下，行业从早期供给主导转向需求主导，“差异化产品+消费者洞察力”成为核心竞争要素，其中高端中式黄金和时尚黄金两大细分赛道逐步脱颖而出。(3) 化妆品：短期化妆品行业稳健，各品牌表现分化；长期看国货崛起趋势有望持续，情绪消费蔓延至功效护肤/国潮彩妆/香水香氛领域，把握高景气细分赛道且能力不断迭代的国货美妆品牌有望逆势增长。(4) 医美：高净值人群消费升级驱动下医美行业加速分化，高端差异化医美产品因安全性和稀缺性而呈现较强的韧性。建议关注布局重组胶原蛋白、雄脱防治等增量赛道的上游医美产品厂商。

行业关键词：胖东来、红猫计划、SKP、山姆、淘宝闪购等

【胖东来】胖东来 2025 年 1-4 月累计销售额超 80 亿元。

【红猫计划】淘宝天猫与小红书签订战略合作，打造“红猫计划”。

【SKP】博裕资本拟收购 42%-45%北京 SKP 股权。

【山姆】山姆会员店助力出口转内销。

【淘宝闪购】淘宝闪购单日订单量已破 1000 万。

板块行情回顾

本周（5月6日-5月9日，除五一假期外共计4个交易日，下同），商贸零售指数报收2108.82点，上涨0.88%，跑输上证综指（本周上涨1.92%）1.04个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第29位。零售各细分板块中，本周品牌化妆品板块涨幅最大，2025年年初至今品牌化妆品板块领跑。个股方面，本周华致酒行（+13.4%）、新迅达（+12.2%）、跨境通（+11.1%）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、巨子生物、润本股份、丸美生物等；

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_

【农林牧渔】短期消费疲软致猪价下挫，仔猪及母猪高价或表明后市乐观预期——行业周报-20250511

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：短期消费疲软致猪价下挫，仔猪及母猪高价或表明后市乐观预期

五一节后消费端支撑不足，全国猪价小幅下挫。据涌益咨询，截至5月9日，全国生猪销售均价14.79元/公斤，环比上周-0.02元/公斤，环比-0.14%，主要系五一节前存在备货，节后消费端支撑不足。5月9日样本企业日均生猪屠宰量14.88万头，环比上周-0.78万头，屠宰端小幅减量。

标肥价差收窄压制二育入场情绪，各地二育栏位利用率下滑。4月30日山东/河南/辽宁/黑龙江/江西/江苏二育栏位利用率较10天前下降5pct/4pct/3pct/3pct/3pct/3pct，各地二育情绪偏弱。5月8日标肥价差收窄至0.06元/公斤，环比上周-0.02元/公斤，标肥价差收窄或持续压制二育入场情绪。考虑随气温上升，终端消费逐步走弱，且二育出栏时间多锚定为端午节前后，预计短期猪价以小幅震荡调整为主。

猪价下跌致生猪养殖利润收窄，仔猪及母猪高价或表明后市乐观预期。5月9日行业自繁自养头均盈利降至84.33元/头，较上周下降0.72元/头，2月以来生猪养殖持续保持微利状态。涌益监控样本4月能繁存栏环比+0.96%，行业能繁存栏小幅增加。截至2025年5月8日，后备母猪价格为1631元/头，价格处于2023年及2024年相对高位，规模场15kg仔猪价格为647元/头，价格处于2025年初以来高位，仔猪补栏对应5个月后生猪出栏，仔猪及后备母猪价格较高说明市场对猪价仍保持乐观，期待后续生猪养殖业维持稳定利润。

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（5.5-5.9）：农业跑输大盘 0.93 个百分点

本周上证指数上涨 1.92%，农业指数上涨 0.99%，跑输大盘 0.93 个百分点。子板块来看，渔业板块领涨。个股来看，*ST 佳沃（+13.47%）、国投中鲁（+12.05%）、雪榕生物（+11.04%）领涨。

本周价格跟踪（5.5-5.9）：本周牛肉、鲈鱼等农产品价格环比上涨

生猪养殖：5月9日全国外三元生猪均价为14.82元/kg，较上周下跌0.02元/kg；仔猪均价为36.87元/kg，较上周下跌0.01元/kg；白条肉均价19.16元/kg，较上周上涨0.04元/kg。5月9日猪料比价为4.4:1。自繁自养头均利润84.33元/头，环比-0.72元/头；外购仔猪头均利润58.46元/头，环比+9.93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。

【地产建筑】新房二手房成交面积同环比下降，央行再度下调 LPR 25BP——行业周报-20250511

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同环比下降，央行再度下调 LPR25BP

本周我们跟踪的 68 城新房成交环比下降，同比下降，20 城二手房成交面积环比下降，同比下降。土地成交面积环比下降，同比增长，溢价率环比增长。国内信用债发行规模环比增长。本周央行宣布降准 0.5 个百分点，向市场提供长期流动性约 1 万亿元，并降低政策利率 0.1 个百分点。个人住房公积金贷款利率下调 0.25 个百分点。北京、上海、深圳、广州、长沙、西安、宁波、南京、昆明、哈尔滨、银川、河南等多地发布通知落实下调公积金贷款利率新政。上海迎来 2025 年四批次土拍，最终 2 宗地块溢价 20% 以上成交，2 宗地块底价成交，共揽金 97.09 亿元。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。

多地落实住房贷款新政，成都提升保障房贷款额度

中央层面：央行：个人住房公积金贷款利率下调 0.25 个百分点。北京、上海、深圳、广州、长沙、西安、宁波、南京、昆明、哈尔滨、银川、河南等多地发布通知落实下调公积金贷款利率新政。

地方层面：成都：成都住房公积金管理中心发布新政，拟加大保障性住房贷款支持。最低首付降至 15%，单人贷款额度提至 90 万，双人 150 万，上浮 50%。

市场端：土地成交面积同比增长，上海土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025 年第 19 周，全国 68 城商品住宅成交面积 210 万平米，同比下降 15%，环比下降 8%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 4397 万平米，累计同比下降 3%。2025 年第 19 周，全国 20 城二手房成交面积为 160 万平米，同比增速-28%，前值+44%；年初至今累计成交面积 3680 万平米，同比增速+16%，前值+19%。

投资端：2025 年第 19 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2798 万平方米，成交土地规划建筑面积 1140 万平方米，同比增加 47%，成交溢价率为 12.4%。上海：上海迎来 2025 年四批次土拍，总建设用地总面积约 10.1 万 m²，规划建筑总面积约 23.7 万 m²，起始总价约 84.07 亿元，平均起始楼面价为 35482 元/m²。最终 2 宗地块溢价 20% 以上成交，2 宗地块底价成交，共揽金 97.09 亿元。

融资端：国内信用债发行规模环比增长

2025年第19周，信用债发行58.1亿元，同比持平，环比增加183%，平均加权利率2.25%，环比减少32BP。信用债累计发行规模1416.2亿元，同比减少21%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【商贸零售：中国黄金(600916.SH)】2024年经营端稳健，关注后续产品创新和渠道优化——公司信息更新报告-20250512

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

公司2024年经营端相对稳健，2025Q1业绩承压明显

公司发布年报、一季报：2024年实现营收604.64亿元（同比+7.3%，下同）、归母净利润8.18亿元（-15.9%）；2025Q1实现营收110.03亿元（-39.7%）、归母净利润1.35亿元（-63.0%）。考虑到金价波动、消费环境低迷等因素，我们下调公司2025-2026年盈利预测并新增2027年盈利预测，预计2025-2027年归母净利润为9.00/10.34/11.88亿元（2025-2026年原值为11.68/13.60亿元），对应EPS为0.54/0.62/0.71元，当前股价对应PE为15.4/13.4/11.7倍。我们认为，公司作为业内央企，通过深化渠道布局和产品创新有望持续成长，当前估值合理，维持“买入”评级。

2025Q1毛利率和费用率稳中有升，净利率有所下滑

2024年黄金产品实现营收595.07亿元（+7.3%），表现相对稳健。分地区看，2024年华北/华东/华南/华中/西南/东北/西北地区分别实现营收106.11/353.66/52.57/27.26/29.17/15.08/18.10亿元，同比分别+4.9%/+31.8%/+19.3%/-37.5%/-20.1%/-24.0%/-29.9%，地区间差异明显。盈利能力方面，公司2025Q1综合毛利率为5.6%（+1.6pct），净利率为1.2%（-0.8pct）；费用方面，销售/管理/财务费用率分别为0.9%/0.4%/0.0%，同比分别+0.2pct/+0.2pct/-0.1pct，基本保持稳定。

持续推进渠道优化和产品创新，坚持差异化布局回购业务

（1）渠道：2024年公司净关闭门店21家（加盟净关14家，直营净关7家），期末门店总数达4236家；加盟体系持续优化升级，直营体系因地制宜精准施策。（2）产品：加强与“四大古都”等交流合作，有效嫁接博物馆资源，全新打造以“巡礼五千年”为主线的产品品牌体系，完成中国黄金产品体系中的文化奠基。（3）回购业务：回购体系深化服务创新，以服务自有产品回购为主线，坚持“精炼+回购服务”两条腿走路，逐步降低低效无效收入，不断提高毛利率水平。

风险提示：市场竞争加剧；金价波动；渠道扩张不及预期等。

【汽车：均胜电子(600699.SH)】2025Q1业绩保持稳健，毛利率持续提升——公司信息更新报告-20250512

赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 王镇涛（联系人）证书编号：S0790124070021

2025年Q1业绩稳健增长，盈利能力持续提升

2025年第一季度，公司实现营业收入145.76亿元，同比+9.78%，实现归母净利润3.40亿元，同比+11.08%；实现扣非归母净利润3.20亿元，同比+2.79%。公司作为全球领先的汽车电子与汽车安全解决方案提供商，主营业务稳定发展、降本增效措施持续显现，基于此，我们维持公司2025-2027年盈利预测，预计2025-2027年归母净利润13.92/17.55/20.77亿元，对应EPS分别为0.99/1.25/1.47元/股，对当前股价的PE分别为16.7/13.2/11.2倍，维持“买入”评级。

主营业务表现稳健，降本增效成果显著，新订单获取良好

分业务看，公司汽车安全业务实现营业收入约92亿元，汽车电子业务实现营业收入约40亿元。盈利端，2025Q1公司整体毛利率同比稳步提升2.6个百分点至约17.9%，其中汽车安全业务毛利率同比提升约1.9个百分点至约

15.6%，汽车电子业务毛利率同比提升约 2.1 个百分点至约 21.2%，受益于近年来重点推进的各项降本增效措施成效显著，主营业务成本持续优化，盈利能力持续增强。费用端，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.38%/4.88%/5.46%/2.02%，同比+0.29/+0.29/+0.91/+0.43pct，整体费用率同比变动+1.91pct。

“汽车+机器人 Tier1”战略深化，第二增长曲线加速拓展

公司积极把握新兴市场需求增长、全球智能电动汽车渗透率提升、中国自主品牌崛起及出海等机遇，2025Q1 全球新获订单全生命周期总金额约 157 亿元。公司在智能驾驶领域持续突破，获得海外客户 L2/L2++定点，并与 Momenta 等算法公司深化合作，陆续发布基于高通、地平线、黑芝麻等芯片平台的智能驾驶域控制器，加快探索中央计算单元解决方案。公司重点布局机器人传感器套件、动力电池管理系统、轻量化机甲与无线充电解决方案，目前已向国内外知名机器人公司送样。智元机器人 AgiBotWorldChallenge 即将与 5 月 26 日开启，引领具身智能行业发展，公司已与智元机器人达成战略合作，长期有望持续受益于机器人行业增长趋势，第二增长曲线加速拓展。

风险提示：产品研发不及预期、行业竞争激烈、下游需求不及预期。

【汽车：美格智能(002881.SZ)】公司业绩高速增长，高算力 AI 模组加速落地——公司信息更新报告-20250512

赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 王镇涛（联系人）证书编号：S0790124070021

公司发布 2024 年报与 2025 一季报，实现高速增长

2024 年全年，公司实现营业收入 29.41 亿元，同比增长 36.98%，实现归母净利润 1.36 亿元，同比增长 110.16%，业绩表现亮眼；2025 年一季度，公司实现营收 9.97 亿元，同比增长 73.57%，实现归母净利润 0.46 亿元，同比增长 616.02%，高速增长超预期。公司已经成为国内智能模组龙头之一，持续看好公司在 AIOT、5G 和智能汽车浪潮下的发展前景，我们小幅上调公司 2025-2026 年业绩预测，并新增 2027 年业绩预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 1.90 (+0.01) /2.58 (+0.21) /3.50 亿元，对应 EPS 分别为 0.73/0.99/1.34 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 66.4/48.8/36.0 倍，维持“买入”评级。

三大业务驱动增长，盈利能力持续提升

公司智能网联车、IoT 和 FWA 领域均呈现增长态势、海外市场进展顺利。分区域看，国内/海外市场分别实现营收 21.38/8.03 亿元，同比增长 43.39%/22.40%，其中海外营收占比为 27.30%。盈利能力方面，2024 年公司整体毛利率/净利率分别为 17.03%/4.57%，同比-2.12/+1.65pct。费用端，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.01%/2.14%/7.08%/1.11%，同比-0.96/-0.70/-2.88/+0.60pct，受益于规模效应以及费用管控能力提升，公司盈利能力逐步增强。

高算力 AI 模组加速落地，智能汽车与全球化战略构筑核心优势

公司持续加码 AI 领域研发投入，高算力 AI 模组产品竞争力凸显。公司高算力模组可提供 0.2T 至 48T 的异构算力，支持大模型端侧部署，48Tops 高算力模组已在人形机器人“大脑”控制器领域成功应用，并成功运行 StableDiffusion 等大模型。公司新品持续推出维持高竞争力，基于骁龙 8 至尊版的 SNM980 将进一步巩固公司在机器人、AIPC、视频会议等领域的优势；智能网联车领域，公司 5G 智能座舱模组出货量保持行业领先，持续获得头部车厂项目定点，并发布行业首款 48TOPS5G 智能座舱模组 SRM965，为 AI 座舱、舱驾一体奠定基础。公司即将于 5 月 20 日出席台北国际电脑展，海外市场持续推进。

风险提示：产品研发不及预期、行业竞争激烈、下游需求不及预期。

【汽车：经纬恒润(688326.SH)】业绩短期承压，新客户新项目多点开花——公司信息更新报告-20250512

赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 王镇涛（联系人）证书编号：S0790124070021

公司发布 2024 年报与 2025 一季报，业绩短期承压

2024 年全年，公司实现营业收入 55.41 亿元，同比增长 18.46%，实现归母净利润-5.50 亿元，同比亏损扩大；2025 年一季度，公司实现营收 13.28 亿元，同比增长 49.34%，实现归母净利润-1.20 亿元，亏损同比缩窄。受行业竞争加剧、收入结构变化以及较高的研发费用影响，公司业绩短期承压，基于此，我们下调公司 2025-2026 年业绩预测，并新增 2027 年业绩预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润-0.60 (-2.29) /1.90 (-1.94) /3.29 亿元，对应 EPS 分别为-0.50/1.58/2.74 元/股，对应当前股价的 PE 分别为-154.8/49.0/28.3 倍，随公司技术产业化落地能力逐渐增强、下游合作客户进一步开拓，业绩修复可期，维持“买入”评级。

盈利能力阶段性承压，费用投入持续加大

盈利能力方面，2024 年公司主营业务毛利率/净利率为 21.51%/-9.84%，同比-4.09/-5.20pct，毛利率下降主要受行业竞争加剧及收入结构变化影响。费用端，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.41%/7.06%/18.75%/-0.52%，同比变动+0.43pct/+0.44pct/-1.95pct/+1.56pct，研发投入总额达 12.39 亿元，同比+15.78%，主要系公司持续进行战略性研发投入。

电子产品业务驱动增长，新客户新项目多点开花

公司“三位一体”业务协同发展，电子产品业务为主要增长引擎，2024 年电子产品/研发服务/高阶智驾解决方案实现营收 44.06/10.60/0.65 亿元，同比+28.89%/-14.02%/431.57%，毛利率 19.36%/+31.88%/+4.03%。车身与区域控制领域，公司近日正式在欧洲推出商用车域控产品并落地配套；中央计算平台量产配套小鹏 MONAM03 等爆款车型。智能座舱方面，AR-HUD 新增配套某主流车型并开始量产。研发服务方面，自研工具 ModelBase、INTEWORK、OrienLink 的客户群扩大至红旗、比亚迪、蔚来等客户。高级智驾解决方案方面，公司与辉羲智能合作的城市 NOA 方案预计 2025 年搭载某知名车厂量产落地，L4 完成唐山港京唐港区项目验收，签署济宁龙拱港三期、淮安新港项目合同。

风险提示：产品研发不及预期、行业竞争激烈、下游需求不及预期。

【商贸零售：老凤祥(600612.SH)】金价高企下经营持续承压，关注后续产品和渠道优化——公司信息更新报告-20250512

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

公司 2024 年经营端相对稳健，2025Q1 业绩承压明显

公司发布年报、一季报：2024 年实现营收 567.93 亿元（同比-20.5%，下同）、归母净利润 19.50 亿元（-11.9%）；2025Q1 实现营收 175.21 亿元（-31.6%）、归母净利润 6.13 亿元（-23.6%）。考虑金价波动影响，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 17.63/19.11/20.61 亿元（2025-2026 年原值 21.80/23.88 亿元），对应 EPS 为 3.37/3.65/3.94 元，当前股价对应 PE 为 14.7/13.5/12.5 倍，我们认为公司品牌积淀深厚，通过产品和渠道优化成长势能有望恢复，估值合理，维持“买入”评级。

金价持续上行抑制终端动销，公司珠宝首饰业务有所下滑

2024 年公司珠宝首饰业务实现营收 469.08 亿元，同比下滑 19.3%，受金价持续上涨影响，终端动销承压明显，加盟商出于拿货成本提高和资金周转困难等问题，进货意愿普遍下降，进而导致品牌方批发收入承压，老凤祥亦受此影响。盈利能力方面，2024 年/2025Q1 销售毛利率分别为 8.9%/9.1%，同比分别+0.6pct/+0.7pct；而 2024 年/2025Q1 净利率分别为 4.5%/4.6%，同比分别+0.3pct/+0.5pct，整体毛利率有所提升或因金价上涨推动珠宝首饰和黄金交易等主业毛利率提升所致；费用方面，2025Q1 公司销售/管理/财务费用率分别为 1.2%/0.6%/0.3%，同比分别持平/+0.1pct/+0.1pct，费用率整体相对稳定。

坚持品牌焕新，发力渠道和产品优化有望恢复成长势能

（1）品牌：老凤祥坚持以客户为中心，洞察消费需求和行为习惯变化，同时继续深化“藏宝金”、“凤祥喜事”主题店的运营，提升品牌辨识度和差异化特色。（2）产品：公司深度挖掘黄金、镶嵌等主题产品的开发，加速产

品设计开发的时尚化、年轻化，进一步加强与“高达”、《蛋仔派对》等知名IP的跨界合作。(3) 渠道：深化核心区域城市占率，同时优化布局粤港澳、京津冀、成渝等重点地区市场线下营销网络并加快东北市场拓展，努力拓展市场增量。

风险提示：市场竞争加剧、改革效果不及预期、黄金价格波动等。

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