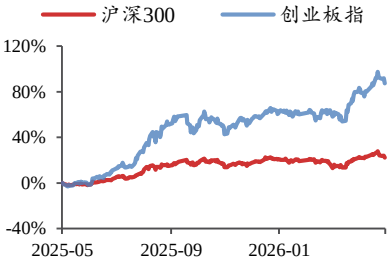
2026 年 05 月 22 日

开源晨会 0522

——晨会纪要

吴梦迪（分析师）
wumengdi@kysec.cn
证书编号：S0790521070001

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(%)
银行	0.276
汽车	0.191
交通运输	-0.245
非银金融	-0.255
医药生物	-0.341

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-5.318
综合	-4.935
计算机	-3.713
电子	-3.691
石油石化	-3.595

数据来源：聚源

观点精粹

总量视角

【宏观经济】关注财政政策的结构性转变——宏观经济点评-20260521

【固定收益】开发区 2.0：制度进化的信用重估——固收专题-20260521

行业公司

【农林牧渔】4 月供给边际缓和但压力仍大，猪价探底反弹二育托底增强——行业点评报告-20260521

【农林牧渔】周期景气修复与政策催化共振，行业冰点已现——行业点评报告-20260521

【纺服轻工】消费端把握个护成长，制造端重视韧性标的-20260521

【家电】出海延续高景气，龙头穿越周期——家用电器行业 2025 年报及 2026 年一季报总结-20260520

【电力设备与新能源：爱旭股份(600732.SH)】Q1 毛利率环比改善，ABC 海外出货占比提升——公司信息更新报告-20260521

【海外科技：百度集团-SW(09888.HK)】云基础设施增长强劲，昆仑芯有望驱动估值提升——港股公司信息更新报告-20260520

研报摘要

总量研究

【宏观经济】关注财政政策的结构性转变——宏观经济点评-20260521

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：4 月，全国一般公共预算收入 21791 亿元，同比增长 6.7%；全国一般公共预算支出 20103 亿元，同比下滑 3.2%。全国政府性基金预算收入 2457 亿元，同比下降 26%；全国政府性基金预算支出 5044 亿元，同比下滑 21%。

特征一：核心税种筑底反弹，微观主体盈利边际改善

企业所得税、股市与个税增幅显著。尽管 4 月财政收入的同比增速较前值有所回落，但税收收入是受基数影响单月同比走低，累计增幅走强（由 2.2%增至 3.9%），4 月税收总体呈改善态势。

税收收入结构对当前经济的运行特征均有一定解释意义：（1）企业所得税显著改善反映价格对企业盈利的制约阶段性缓解。4 月企业所得税同比较 3 月回升 22 个百分点至 8.2%，累计降幅从一季度的 5.6%收窄至 0.5%。受国际能源价格影响，部分上游企业盈利在 4 月迎来脉冲式改善，也直接呼应了 4 月 PPI 的走强。（2）个税与国内增值税稳健增长。1-4 月个税同比增长 12.2%，较一季度提升 1.7 个百分点；国内增值税当月增长 9.4%，增幅继续扩大。个税与增值税的韧性背后或体现个体的微观收入和交易活跃度仍保持稳定。（3）证券交易印花税大幅冲高。4 月证券交易印花税同比增长 63%，增速走阔 28 个百分点。反映了 4 月份股票市场交易活跃度的放大。土地相关税收改善。契税、土地增值税、城镇土地使用税等税收同比均有改善，增速加快或降幅收窄。土地税收的边际改善对于地产的企稳或是先行的观测指标。

特征二：支出端“重民生、轻基建”，支出结构延续方向性调整

4 月公共财政支出同比下滑 3.2%，增速边际放缓。在具体的支出科目上仍有较强的分化特征：科技、医疗、民生领域支出增速依旧不低（科技类支出同比增速提高 0.6 个百分点，社保支出增速边际放缓但仍保持正增），而传统基建类支出速度明显回调。与预算内基建投资密切相关的农林水支出同比下降 22%、交通运输支出下降 11%、城乡社区支出下降 17%，降幅均较上月显著走阔。狭义财政支出的侧重本就在逐步转向，降低对基建的投入。在支出总量边际收缩时，结构将更加偏向“投资于人”与新动能领域。

特征三：地方债发行节奏放缓，从“重发行”到“重项目质量”

4 月政府性基金收入和支出双双走弱。收入端和支出端同比分别下滑 10 和 7 个百分点至-26%、-21%。

4 月份以来，地方政府新增专项债券的发行节奏出现了明显的“主动踩刹车”型放缓。一方面，地方债发行放缓并非政策力度难以为继，而是由于一季度快速发行，地方已经积攒了一定的资金，但项目或并未及时匹配。4 月政策进入了“观察期”，重点在于审查和落实项目的实际回报率，严防资金沉淀或形成新的不良债务。另一方面，化债压力与严控地方隐性债务的任务逐渐加深。年初以来，国家对地方政府债务的管控加强监管，4 月政治局会议再次强调“有序化解地方政府债务风险，着力解决拖欠企业账款问题”。

广义财政有待发力，关注财政投向的结构性转变

1-4 月一般公共预算支出进度达到了 31.6%，为近五年来最高水平，体现了政策的靠前发力。广义财政的支出进度阶段性落后于 2025 年同期，我们认为无需太过担忧，4 月专项债发行速度仍快于 2025 年，年内还有政策性金融工具、超长期特别国债等工具待发行。未来两个季度，如何合理加快政府债券的发行，以及激活微观企业的投资信心和居民的消费意愿，将是经济企稳回升的关键。

此外，结构的转型是 2026 年经济的主线，财政的转型亦是。AI 等智能产业的发展对于算力基建等新基建的

需求将会有实质性的推动，未来资金有可能逐步流向以人工智能基础设施为主的基建领域，对投资形成新的周期性支撑。

风险提示：经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

【固定收益】开发区 2.0：制度进化的信用重估——固收专题-20260521

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 曾禹童（分析师）证书编号：S0790526030003

历史坐标：制度基因与演进逻辑

开发区诞生于改革开放初期的制度创新需求，作为“准政府”治理架构，以行政授权突破体制壁垒，实现了要素的跨边界高效集聚，并成功孵化隆基绿能、海康威视等硬科技龙头，制度效能已获充分验证。其“改革试验田”角色更是为负面清单管理、一站式审批等制度创新提供了先行先试的场景。需要关注的是，管委会兼具行政与市场双重角色的制度设计，叠加“基建先行、产业跟进”的开发时序，使得资金周转节奏与建设投入存在一定时间差。当前开发区的主动转型，本质上是制度生命周期适应外部约束（如债务管控）的调整，方向并非弱化其功能，而是推动架构重塑以匹配高质量发展要求。

西安样本：类型图谱与差异实践

西安是观察开发区转型的典型案例，其下属四大开发区已形成科技创新、先进制造、文旅运营与城市拓展的差异化分工。从产业孵化维度看，华为西安研究所、铂力特、源杰科技等企业的成长路径，验证了开发区“耐心资本”对早期创新的支撑价值，龙头企业的税收贡献与产业链集聚效应为区域财力形成了有效涵养。

各开发区的信用特征因产业禀赋和发展阶段不同而呈现差异化表现：高新区融资需求更多源于产业配套投资的资本密集属性，对应资产以可产生稳定现金流的产业园区为主；曲江的文旅资产具有投资回收周期较长的行业特性，叠加近年消费复苏节奏偏缓，现金流管理阶段性承压；西咸新区则处于大规模建设期向成熟期过渡阶段，需要以发展耐心换取长期价值释放。三者的债务形成逻辑与资产结构各有侧重，宜结合各自禀赋进行差异化安排。

债务边界：压力测试与路径前瞻

西安主要平台有息债务增速有收敛迹象，新增融资更多用于存量优化与项目收尾，整体运行趋于平稳。在化债政策支持下，通过低成本专项债置换、展期降息等手段，为资产盘活与产业升级争取了宝贵窗口。实操层面，银团贷款重组、文旅 REITs 及土储专项债等工具创新，正为存量资源变现提供多元化腾挪路径。

中长期看，开发区信用资质的支撑不在于金融工具的简单腾挪，而在于制度迭代与产业转型的实质成效。高新区需从“土地开发商”向“产业运营商”进阶，曲江宜向精细化文旅运营转型以提升资产收益率，西咸则需加速从“基建驱动”向“产业驱动”切换。开发区模式正系统经历从“土地财政依赖”向“产业赋能反哺”的制度迭代。后续建议密切跟踪三大核心变量：管委会与平台公司的职能切割进度、产业导入对税基的真实贡献度、以及公开市场债券与非标的接续情况。具备真实产业支撑和稳定现金流的平台仍具信用优化空间，时间终将站在进化者的一方。

风险提示：土地和经营性资产盘活进度不及预期；产业导入和税基扩张不及预期；区域融资环境阶段性收紧；

行业公司

【农林牧渔】4 月供给边际缓和但压力仍大，猪价探底反弹二育托底增强——行业点评报告-20260521

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

行业：4 月供给边际缓和但压力仍大，猪价探底反弹二育托底增强

4 月供给边际缓和但压力仍大，猪价延续偏弱二育托底增强。据涌益咨询，2026 年 4 月全国生猪销售均价 9.32

元/公斤，环比-6.39%，同比-37.04%。涌益监控样本 2026 年 4 月屠宰量 499.79 万头，环比+10.12%，同比+18.63%。涌益样本 4 月生猪出栏较计划完成率 100.2%，5 月计划出栏较 4 月实际出栏-2.74%。4 月出栏基本按计划完成，环比出栏量有所收敛，主要系 3 月集中出栏后前期递延猪源压力已部分释放，同时猪价持续低位运行、亏损深度不减。

大猪出栏占比较上周基本持平，存栏占比环比微增，大猪库存去化偏慢。截至 2026 年 5 月 14 日，涌益样本生猪出栏结构中 150kg 以上占比 5.04%，周环比-0.01pct，同比+0.65pct，大猪出栏占比高于 2025 年同期但周环比基本持平。从 Mysteel 样本生猪月度存栏结构看，2026 年 4 月行业 140kg 以上大体重肥猪存栏占比环比+0.11pct，同比+0.32pct。大猪出栏环比基本持平，存栏环比微增，前期压栏大猪虽有兑现但去化速度偏慢，大猪库存仍待进一步消化。

4 月自繁自养亏损进一步加深，能繁去化趋势延续但尚未加速。受猪价持续低位运行影响，行业 4 月自繁自养亏损 378.51 元/头，较 3 月进一步加深。涌益样本 2026 年 4 月能繁存栏环比-0.11%，已连续两个月下滑，母猪端边际松动已现。截至 2026 年 5 月 12 日，规模场 7kg 仔猪价格回升至 257 元/头，仔猪端出现边际修复，但销售仔猪头均利润仍处亏损区间，补栏收益尚未转正。

企业：4 月上市猪企生猪出栏均价环比下跌

截至 2026 年 5 月 11 日，17 家上市猪企发布 4 月生猪销售数据。2026 年 4 月主要 12 家生猪养殖企业合计出栏 1578.91 万头，同比+9.39%。牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦食品、大北农、中粮家佳康、天康生物、唐人神、金新农、京基智农、神农集团、傲农生物、华统股份、德康农牧、巨星农牧、东瑞股份 4 月出栏量分别为 714.3、324.08、120.99、104.43、66.83、38.21、53.6、28.69、55.26、14.63、26.09、31.8、22.77、25.202、104.671、40.71、16.35 万头，分别同比+8.7%、+2%、-24.2%、+71.3%、+41.9%、+13.9%、+13.6%、+17.2%、+27%、+37.4%、+39.8%、+39.9%、+71.5%、0%、+12.3%、+23.9%、-4.1%。

销售均价方面，主要 15 家上市猪企销售均价环比下降，牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦食品、大北农、中粮家佳康、天康生物、京基智农、神农集团、华统股份、德康农牧、巨星农牧、东瑞股份、新五丰 4 月商品猪销售均价分别环比变动-4.64%、-8.31%、-6.06%、-10.79%、-9.23%、-8.81%、-2.09%、-6.60%、-13.14%、-11.91%、-9.18%、-8.35%、-10.89%、-10.88%、-14.09%。

风险提示：猪价异常波动、疫病不确定性、上市公司养殖成本下降不及预期。

【农林牧渔】周期景气修复与政策催化共振，行业冰点已现——行业点评报告-20260521

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

2025 年行业营收规模延续增长，净利润承压下滑

2025 年农业行业实现营业收入 11755.4 亿元，同比增长 2.2%，归母净利润 273.8 亿元，同比下降 41.3%。2026Q1 实现营业收入 2815.5 亿元，同比上涨 4.0%；归母净利润-26.9 亿元，同比下降 120.2%。2025 年行业销售毛利率 11.85%，同比下降 1.23pct；销售净利率 2.42%，同比下滑 1.71pct；净资产收益率 5.32%，同比下滑 3.84pct。2026Q1 行业销售毛利率 8.15%，同比下降 5.25pct；销售净利率-0.94%，同比下降 6.10pct；净资产收益率-0.51%，同比下降 3.08pct。整体来看，2025 年和 2026Q1 行业盈利能力同比下滑。

子行业分析：畜禽养殖利润承压，种植板块景气修复

2025 年归母净利润兑现情况看，种植板块归母净利润同比增幅最大。2025 年种植、动物保健板块归母净利润同比增长，涨幅分别同比+68.89%、+5.66%；畜养殖、禽养殖、农产品加工及林业、饲料、种子、渔业、宠物食品板块利润同比下滑，分别同比-51.10%、-24.03%、-5.01%、-40.49%、-21.64%、-72.34%、-6.97%。

畜禽养殖：生猪亏损较深产能去化或加速，白鸡进口收缩支撑供给预期

畜养殖：2025 年养猪企业实现收入 4515.77 亿元，同比增长 3.33%，归母净利润 162.87 亿元，同比下降 49.12%。2026Q1 养猪企业实现营收 1045.85 亿元，同比减少 3.06%，行业净利润-65.40 亿元，同比下降 182.67%。2025 年商品猪销售均价同比回落，养殖成本虽持续改善但降幅不及猪价跌幅。部分企业受前期高成本产能、低效猪场清退、资产减值及存货跌价准备影响，利润端进一步承压。展望后市，2026 年上半年猪价或将持续低于成本线运行，肥猪、仔猪双重亏损将加速产能去化，2027 年或迎来周期上行。

禽养殖：2025 年肉鸡养殖企业实现收入 554.02 亿元，同比增长 6.40%；归母净利润 22.15 亿元，同比-22.24%。2026Q1 肉鸡养殖企业实现收入 141.08 亿元，同比增长 18.84%；归母净利润 5.03 亿元，同比上升 11.47%。展望后市，2025 年海外禽流感高发及进口政策扰动，鸡肉进口阶段性收缩。同时伴随猪周期反转猪价上行，猪鸡有望共振向上，景气抬升有支撑。

饲料和种子：2025 年饲料量增利减，玉米周期修复或释放利润弹性

饲料：2025 年饲料企业实现收入 2040.96 亿元，同比+9.53%；归母净利润 32.19 亿元，同比-38.66%。2026Q1 实现收入 479.94 亿元，同比+11.96%；归母净利润 5.43 亿元，同比-64.42%。伴随饲料原料价格中枢抬升及生猪养殖深度亏损，饲料板块当前仍处于量增利减、盈利持续承压阶段。

种子：2025 年种子企业实现收入 169.77 亿元，同比-2.69%；归母净利润 1.12 亿元，同比-66.86%。2026Q1 实现收入 23.56 亿元，同比-20.28%；归母净利润-1.02 亿元，同比-826.16%。随玉米价格周期底部回升带动种子需求，优质种子企业有望凭借单品抢占市场份额，逐步释放利润弹性，短期需关注厄尔尼诺现象扰动。

风险提示：动物疫情扰动、消费需求下降、原料价格异常波动等。

【纺服轻工】消费端把握个护成长，制造端重视韧性标的-20260521

郭彬（分析师）证书编号：S0790525090002 | 吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

1. 出口：外部环境边际向好，制造订单企稳修复，关注板块估值弹性

中美关税环境出现积极信号，海外主要经济体库存去化已接近尾声。受前期外部扰动及海外去库存周期影响，2025 年 4-12 月轻工出口品类整体增速阶段性承压。进入 2026 年，出口节奏随春节效应呈现平稳修复态势：1 月订单延续前期偏弱表现，2 月受节后集中交付及海外补库需求支撑，各品类出口增速普遍实现显著改善；3 月受高基数效应影响，增速阶段性回调。2025Q2-2026Q1 纺织制造企业经营表现呈现差异，内需相关企业表现稳健，部分出口依赖度较高的企业受海外需求波动影响业绩承压。整体来看，预计 2026 年二季度起行业订单将逐步企稳回升，出口制造企业业绩有望进入修复通道，板块估值具备提升空间。重点关注：匠心家居、依依股份、永艺股份、天振股份、共创草坪。

2. 内需-个护：品牌端国货崛起趋势明显，制造端受益于供应链转移

1）牙膏：赛道功效属性突出，消费升级驱动价格持续提升，国产品牌份额稳步扩张。2025 年中国牙膏市场零售规模 316.18 亿元，同比增长 2.6%；2025 年品牌 CR10 为 80.3%，外资品牌（好来、佳洁士等）份额持续下滑，冷酸灵、舒客等国产品牌份额趋势提升。推荐登康口腔（抗敏感牙膏绝对龙头，产品结构高端化升级顺利，电商渠道高速增长，线下渠道壁垒深厚）。

2）卫生巾：市场规模稳健增长，头部品牌格局松动，国产二线品牌凭借电商红利与差异化新品快速崛起。2025 年中国女性卫生用品市场规模 1073.35 亿元，同比增长 2.2%；2025 年品牌 CR10 为 33.0%，外资及国产一线品牌份额下滑，自由点等品牌异军突起。推荐百亚股份（益生菌大单品持续放量，全国化扩张加速且外围市场已实现盈利，电商渠道有望全面修复）、稳健医疗（旗下奈丝公主品牌电商增长迅速）、乐舒适（渠道拓展顺畅，产品结构持续优化，成长动能充足）。

3）湿巾：全球市场稳步增长，受益于宝洁、金佰利等国际客户供应链向中国转移，制造端企业在手订单充沛，业绩迎来拐点。2025 年全球湿巾零售市场规模 191.25 亿美元，同比增长 4.1%；中国市场规模 131.96 亿元，同

比增长 2.2%。

3. 内需-纺织服装：品牌端国货崛起趋势明确，内外需共振驱动板块盈利边际改善

板块整体业绩企稳回升，2025 年 A 股纺织服饰板块实现总营业收入 4887.71 亿元，同比增长 4.9%，扭转 2024 年同比下滑 3.2% 的趋势；实现归母净利润 182.71 亿元，同比微降 0.7%，经营基本面保持稳定。细分赛道表现分化，户外高景气领跑，男装表现稳健，女装、家纺边际改善；运动服饰为长逻辑确定性最强赛道，2020-2025 年行业复合增速达 7.0%，显著高于其他服饰品类，欧睿数据预计 2026E-2030E 仍将保持 5.2% 的复合增速，在消费弱复苏背景下具备相对优势。行业集中度持续提升，2025 年运动服饰行业 CR5 达 66.8%、CR10 超 78%，国产品牌份额稳步扩张，国际品牌持续下滑，国货替代空间广阔。

风险提示：行业原材料价格大幅波动、国内外消费需求复苏不及预期、国际贸易政策不确定性风险

【家电】出海延续高景气，龙头穿越周期——家用电器行业 2025 年报及 2026 年一季报总结-20260520

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

出海延续高景气，龙头穿越周期，成长可期

家电行业 2025 年业绩分化明显，2026 年结构性机会突出：科技家电出海高景气延续，高溢价龙头盈利韧性强；清洁电器内销承压、外销高增，龙头份额优势稳固；白电龙头穿越周期、估值低位；黑电高端化+出海驱动成长；两轮车龙头盈利修复、新势力突围。重点推荐标的：（1）TCL 电子：欧洲市场核心渠道突破有望迎来放量，北美市场扭亏为盈较高确定性，与索尼战略合作打开中长期成长空间。（2）涛涛车业：贸易壁垒下有望持续受益行业出清，需求旺盛+提价将驱动高尔夫球车业务量价双升。（3）美的集团：ToC+ToB 协同发力，降费提效对冲成本汇兑，下半年增长有望回升。（4）九号公司：电自新品放量、割草机器人高景气，营收增速与利润率有望环比改善。（5）石头科技：内销低基数复苏、外销洗地机提供增量，新品减亏+利润率持续改善。（6）绿联科技：从 3C 配件向 NAS 及 IoT 生态延伸，新品持续催化，海外渠道深化支撑高增长。（7）安克创新：音频、储能新品竞争力强，储能+UV 打印机贡献增量，结构升级支撑盈利稳定。（8）爱玛科技、雅迪控股：行业出清加剧下，看好两轮车龙头市占率持续提升+盈利能力逐步修复。

科技家电出海：细分行业景气或持续，看好强溢价能力企业盈利稳定

2025/2026Q1 欧美储能（移动储能+阳台储能）、割草机器人、高尔夫球车、NAS 存储等细分行业高景气，相关出海企业收入增速保持亮眼增长。行业维度，伴随渠道拓展+产品创新带动渗透提升，我们仍看好上述科技家电行业保持高增长趋势，但需关注部分行业提价幅度对需求可能带来的抑制。个股维度，我们仍看好有溢价能力以及竞争格局更优的企业盈利能力有望保持稳定甚至逆势提升。

清洁电器：内销 2025 延续增长，高基数下 2026 增长承压，外销延续高增

扫地机内销 2025 延续增长，国补高基数下 2026Q1 规模下滑，石头科沃斯双寡头格局延续，追觅品牌重投入下市占率快速回升；外销 2025 年北美关税扰动下仍线上实现量价齐升，欧洲线上德亚实现量价齐升，法亚产品价格带上移显著，国产品牌份额领先。洗地机内销增长优于扫地机，国补高基数下增长仍承压，石头市占率持续突破；外销石头海外渠道入驻顺利，添可保持稳步增长。

白电高基数+原料成本压力下行业增长承压，黑电大屏高端化+出海扩张双轮驱动，看好龙头公司穿越周期

2025/2026Q1 白电行业整体增长承压，收入端，去年同期基数偏高，国补政策效果边际趋弱；利润端，25H2 至今原料成本上升和人民币升值带来汇兑损失，多重因素导致白电行业基本面进入底部调整。尽管 2026Q1 行业启动提价，但销量处于消化基数的恢复过程中。美的集团等白电龙头业绩表现优于行业，业绩分化的原因核心源自多元化业务布局与高效经营降本增效。

2025 年黑电行业规模整体平稳，但产品结构升级与全球化扩张为龙头打开了成长空间。进入 2026 年大屏化

趋势明确，75 寸及以上超大屏产品出货量保持高增，MiniLED 等高端显示技术加速渗透，显著拉动产品均价与盈利能力提升，叠加世界杯等赛事催化需求。个股层面，TCL 电子、海信视像等龙头企业，依托大屏化、MiniLED 高端产品升级，叠加海外市场渠道拓展，市占率持续提升，增长潜力有望逐步释放。

两轮车：2026 聚焦龙头盈利能力恢复，九号电动持续突围

2025 年行业进入高质量发展阶段，2026Q1 头部品牌雅迪、爱玛或因国标切换销量与利润阶段性承压，头部品牌销量及盈利能力或于 2026 年 3 月起逐月回升，并于旺季前净利率恢复同期表现。新势力品牌方面，2026Q2 起九号公司将推出多款包车形态电自产品，叠加电摩产品优势，有望继续保持优于行业增长。

风险提示：原材料价格风险、外销需求不及预期、政策不及预期、内销不及预期、新产品销售不及预期。

【电力设备与新能源：爱旭股份(600732.SH)】Q1 毛利率环比改善，ABC 海外出货占比提升——公司信息更新报告-20260521

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 周航（联系人）证书编号：S0790125050020

2026Q1 毛利率环比改善

爱旭股份披露 2025 年年报及 2026 年一季报，2025 年实现营收 156.14 亿元，同比+39.97%，归母净利润-18.22 亿元，同比减亏 65.75%；2026 年 Q1 实现营收 44.37 亿元，同比+7.29%，归母净利润-4.40 亿元，环比减亏 65.90%，同比亏损有所增加，主要因汇率波动和融资贴息减少导致的财务费用增加。2026 年 Q1 公司毛利率 7.20%，环比+11.42pct，毛利率显著改善。考虑到公司 TOPCon 及 PERC 电池仍处于亏损状态，我们下调公司 2026-2027 年盈利预测，并新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 2.54/11.96/22.81 亿元（原 2026/2027 年 11.34/21.05 亿元），EPS 分别为 0.12/0.56/1.08 元，当前股价对应 PE 为 104.0/22.0/11.6。考虑到公司出货高增并具备成本优势，维持"增持"评级。

ABC 组件出货高增，海外占比提升

公司 ABC 组件 2025 年全年出货 14.71GW，同比大幅增长 132.19%，在行业整体承压背景下实现逆势放量。2026 年 Q1 公司把握海外市场战略窗口期，加快海外市场订单获取，ABC 组件出货约 4GW，其中海外出货占比达到约 60%，环比进一步提升。当前 ABC 组件在手订单超 10GW，销售储备充足。凭借近 25%的高交付效率、80%±5%高双面率、优异抗衰减性能及耐高温特性，2026 年以来在欧洲、非洲、中东、拉美等地已取得多个标杆性较大体量项目订单。

银价高企，无银化技术带来成本优势

国际银价持续高企背景下，公司无银化成本优势显著，珠海基地自 2022 年投产无银铜互联 ABC 电池并持续量产优化，义乌基地 2025 年末至 2026 年 Q1 基本完成 BC 电池低银化工艺导入；济南基地将优先应用最新一代无银铜互联工艺，预计达产后单位生产成本将较现有 ABC 基地进一步降低，处于行业领先水平。此外，公司已启动对义乌基地 PERC 生产线、滁州基地 TOPCon 生产线向 ABC 电池生产线的技术改造，相关技改产能计划在下半年陆续投产，将进一步提升公司 ABC 产品的交付能力和经营成果。

风险提示：政策力度不及预期；行业产能出清不及预期；新技术扩产不及预期。

【海外科技：百度集团-SW(09888.HK)】云基础设施增长强劲，昆仑芯有望驱动估值提升——港股公司信息更新报告-20260520

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 荀月（分析师）证书编号：S0790524110001

AI 贡献收入持续提升，昆仑芯、云、自动驾驶有望驱动估值提升

AI 搜索改造进入稳定期，AI 营销、AI 应用、云贡献收入持续提升，但爱奇艺及传统搜索短期承压，我们下

调公司 2026-2027 年 non-GAAP 净利润预测至 182/205 亿元（前值：202/226 亿元），新增 2028 年 non-GAAP 净利润预测 229 亿元，对应同比增速-3.9%/+12.4%/+11.9%，对应调整后摊薄 EPS6.3/7.1/7.9 元，当前股价对应 2026-2028 年 18.6/16.6/14.8 倍 PE。考虑到 AI 推动云收入贡献持续扩大、智能驾驶重点区域盈亏平衡及海外扩张、昆仑芯有望驱动估值提升，维持“买入”评级。

2026Q1 业绩略好于彭博一致预期，AI 基础设施需求强劲

2026Q1 百度收入 320.75 亿元，同比下滑 1.2%，经调整净利润 43.32 亿元，同比下滑 33%，略好于彭博一致预期。收入端传统业务仍短暂承压，智能云基础设施收入增长大幅超过彭博一致预期，利润端百度核心利润好于预期，爱奇艺不及预期。（1）智能云基础设施：2026Q1 收入 88 亿元，同比增长 79%，GPU 云收入同比增长 184%。（2）AI 应用：收入 25 亿，同比基本持平。（3）AI 原生营销服务：收入 23 亿元，YOY+36%。（4）Robotaxi：2026Q1 萝卜快跑提供的全无人自动驾驶营运单量达到 320 万单，总订单量同比增长超过 120%；截至 2026 年 5 月，覆盖全球 27 个城市。

短期低基数下广告业务有望边际改善，关注 AI、昆仑芯及无人驾驶进展

短期传统业务承压，但随智能云 MaaS 市场份额提升、昆仑芯受益国产替代趋势以及萝卜快跑商业模式跑通，2026 年有望成为百度 AI 商业化变现的拐点。2026 年 2 月最新回购计划授权金额最高至 50 亿美元（对应当前市值约 10.7%，有效期至 2028 年 12 月）。未来昆仑芯拆分上市、AI 云收入贡献持续扩大、智能驾驶积极海外扩张有望驱动估值提升。

风险提示：宏观经济不及预期、AI 进展不及预期、智能驾驶变现不及预期。

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

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。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