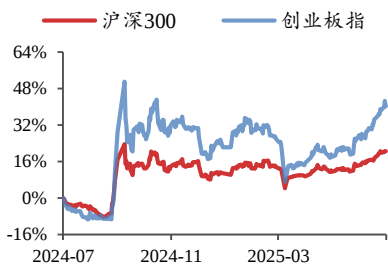


2025 年 07 月 31 日

开源晨会 0731

——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(%)
钢铁	2.049
石油石化	1.838
传媒	0.994
食品饮料	0.858
社会服务	0.647

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电力设备	-2.223
计算机	-1.593
汽车	-1.271
国防军工	-1.063
通信	-0.954

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】开源金股，8月推荐——投资策略专题-20250730

【策略】市场的双轮驱动系列一——交易 PPI——投资策略专题-20250729

行业公司

【通信】康宁 Q2 业绩表现亮眼，Scale-up 打开光通信成长空间——行业点评报告-20250730

【海外】亚信融合英伟达 Omniverse，三大行业机会亦可关注——港股行业点评报告-20250730

【医药】多发性硬化：百亿美金市场，BTKi 发展前景广阔——行业深度报告
-20250730

【食品饮料】国家育儿补贴方案落地，关注乳业板块投资机会——行业点评报告
-20250729

【食品饮料：东鹏饮料(605499.SH)】高基数下较快增长，新品表现强劲——公司信息更新报告-20250730

【地产建筑：南都物业(603506.SH)】全业态市场化拓展，清洁机器人赋能服务升级——公司深度报告-20250729

【农林牧渔：海大集团(002311.SZ)】饲料主业快速增长，海外市场表现亮眼——
公司信息更新报告-20250729

研报摘要

总量研究

【策略】开源金股，8月推荐——投资策略专题-20250730

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 耿驰政（联系人）证书编号：S0790125050007

策略：市场中枢震荡向上

交易层面不宜盲目追高，应坚守自我：AI+以及自主可控科技+DeltaG 消费+稳定型红利+黄金&军工，关注中报的 Alpha 以及南向资金加速活化下港股的掘金机会。

金融工程：基于行业轮动模型的 8 月行业多头

基于行业动力学模型，8 月行业组合为：通信，石油石化，煤炭，美容护理，传媒，计算机，非银金融，建筑装饰，医药生物，商贸零售。

电子：沪电股份（002463.SZ）

公司在企业通讯板领域技术领先，订单充足，受益于算力行业迭代与 ASIC 加速发展。

电新：大金重工（002487.SZ）

公司作为亚太区唯一向欧洲交付海工产品的供应商，已建立批量化交付体系，受益于高附加值订单与欧洲海风建设加速，量利有望持续提升。

中小盘：日联科技（688531.SH）

国内工业 X 射线检测龙头，正通过“内生+外延”打造平台型企业。内生上，纳米级开管射线源加快放量，切入高壁垒晶圆检测市场。

非银金融：东方证券（600958.SH）

市场交易量持续走高，中报预告超预期；自营与两融业务表现稳健；财富管理转型具备差异化与长期潜力。

医药：三生制药（1530.HK）

核心品种持续发力，特比澳、促红素双品牌、益赛普、赛普汀及蔓迪等产品多元化布局，公司后续在研管线多点开花，创新平台打造高价值品种。

化工：新凤鸣（603225.SH）

公司主营聚酯切片及涤纶长丝，具有成本及规模优势。原油价格回调、PTA 成本下行，公司盈利改善，同时产能扩张将带动业绩增长。

有色钢铁：金诚信（603979.SH）

公司积极布局上游资源板块，有望受益于矿服稳定增长+铜板块量价齐升，业绩提升。

通信：新易盛（300502.SZ）

公司作为全球光模块龙头，持续提升高速率产品市占率，积极布局硅光、相干光及 800G/1.6T 前沿技术，研发与市场拓展稳步推进，合作基础稳固。

计算机：卓易信息（688258.SH）

全资子公司艾普阳推出 AI+编程的新产品；子公司卓易文化持续关注 RWA 等新趋势。

传媒：心动公司（2400.HK）

新游戏有望持续驱动公司业绩增长，TapTap 平台用户与收入增长趋势有望延续。

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；其他风险详见倒数第二页标注。

【策略】市场的双轮驱动系列一——交易 PPI——投资策略专题-20250729

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 耿驰政（联系人）证书编号：S0790125050007

弱基钦周期下交易 PPI 仍有可为

2025 年以来，我国 PPI 当月同比跌幅持续扩大，与此同时，近期密集出台反对“内卷式竞争”的政策举措。目前市场普遍认为，当前供需失衡的核心矛盾在于需求疲弱，单一供给收缩难以扭转物价中枢下行趋势，仍需更多需求端政策协同发力以推动价格修复。然而，我们认为市场的预期差或在于——尽管 PPI 当前仍处于低位，但其边际改善的可能性，叠加流动性宽松的环境，可能加速估值修复节奏。我们的判断主要基于以下两个信号：一、信用端的传导正在为 PPI 的边际修复提供领先信号；二、CRB 的领先指引与 PPI 走势出现结构性背离，但补涨逻辑正在形成。

“反内卷”成为了交易 PPI 的先行者，但行情或仍在扩散中

在政策的反复提及以及雅鲁藏布江下游水电工程的催化下，反内卷已向 PPI 交易扩散，部分顺周期消费核心资产类也有望进行一定的估值修复，从而给予指数支撑。“反内卷”能否类比 2016-2017 供给侧改革——传统周期与消费共舞，我们认为言之过早，两轮行情有何异同？当下该怎么做？

（1）本轮“反内卷”所处的时代背景不同，更加剧了市场的担忧。我们认为：1、如果需求侧政策力度不足，反内卷或将是一个短暂的主题性行情；2、如果后续需求侧刺激政策足够强，或将形成一轮持续性强的反转行情。

（2）商品的动量交易反映能显示出两轮的共性与区别：目前商品价格反映的是“供给端政策底”的第一阶段定价修复，若后续无明显需求刺激，价格大概率仍将在 20 日均线附近震荡，只有在内需补强的背景下，才可能重演扭转向上的大级别反转。

（3）不同于商品市场，股票市场有筹码和风险偏好的保护，行情或仍将扩散。尽管宏观层面需求仍在观望，但当前股市已经具备一定的流动性溢价保护，加之前期调整后筹码结构已发生变化，部分行业股票已率先走出趋势性修复行情。在当前结构性行情中，应更多“拥抱修复”而非“质疑修复”。

（4）在 PPI 交易的思维下，行情或扩散至当前累计涨幅较小的顺周期品类如白酒、地产等。其中权重个股的估值修复或将对整体指数构成支撑。

PPI 交易与反内卷共振下的投资机会

在 PPI 位于周期性底部区间、市场流动性充裕、风险溢价上修的环境下，我们建议重点关注具备“反内卷”属性且尚未充分反映盈利修复预期的板块：

（1）受益于“PPI 边际改善预期+部分低位补涨”的顺周期品种扩散：保险、建材、白酒、地产、化工等板块依旧有估值修复机会。

（2）具备反内卷弹性、更“广谱”方向：本轮反内卷的范围已超越传统周期品，光伏、锂电、工程机械、医疗、港股恒生互联网等部分制造与成长方向同样具备中期潜力。

风险提示：反内卷政策不及预期；后续财政刺激力度不足的风险、行业政策变化风险。

行业公司

【通信】康宁 Q2 业绩表现亮眼，Scale-up 打开光通信成长空间——行业点评报告-20250730

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006

康宁 Q2 业绩亮眼，光通信业务表现优异

2025 年 7 月 30 日，康宁公布第二季度财报，公司 2025Q2 实现营收 40.5 亿美元，同比增长 12%，营业利润率达 19.0%，同比提升 160bps；EPS 达 0.60 美元，同比增长 28%；其中光通信业务 2025Q2 实现营收 15.7 亿美元，同比增长 41%，实现净利润 2.47 亿美元，同比增长 73%。

公司的 Springboard 战略计划于 2023Q4 启动，旨在到 2026 年底大幅提升销售，提高回报率和营业利润率（目标 20%）。公司整体预计 2025Q3 实现营收约 42 亿美元，EPS 在 0.63-0.67 美元区间（关税预计影响 0.01-0.02 美元；临时性成本增加影响 0.02-0.03 美元）。

我们认为康宁业绩亮眼，再次验证海外 AI 高景气度，海外企业的业绩释放有助于持续提振算力产业链投资信心，海外 AI 发展对于光模块、液冷、AEC、AIDC、DCI 等需求或持续提升。

“Scale-up”有望进一步打开光通信成长空间，重视光通信产业机遇

据康宁公告，2025Q2 企业网络销售额同比增长 81%，主要受“Scale-up”的推动，超大规模客户正在打造更强的 AI 节点，新“Scale-up”机会（提升节点能力和 GPU 密度）预计是现有 20 亿美元业务的 2-3 倍规模；此外，在数据中心互联业务方面，高带宽、低延迟连接需求上升，三家行业客户已采用新技术，预计到 2030 年成为 10 亿美元市场机会。整体来看，我们认为随着 AI 的不断迭代推进，算力需求持续增加，算力通信作为整个 AI 算力的基础底座，有望持续受益于产业发展，需高度重视相关技术演进及产业需求。

看好海外 AI 算力产业链或步入估值提升阶段

我们认为 AI 巨头或进入 AI 算力和 AI 应用大规模投入期，海外巨头资本开支加速释放，AI Agent 逐步完善，需高度重视 AIDC 算力产业链核心投资方向，重视各大细分板块投资机会：

【光模块】推荐标的：中际旭创、新易盛，受益标的：东山精密、长芯博创等；

【液冷】推荐标的：英维克；

【光芯片】受益标的：源杰科技、长光华芯、华工科技、光迅科技等；

【MPO&FAU&插芯等】推荐标的：天孚通信，受益标的：仕佳光子、太辰光、致尚科技等；

【光纤】推荐标的：中天科技、亨通光电；受益标的：长飞光纤、光库科技等；

【AIDC】推荐标的：新意网集团；受益标的：万国数据等；

【DCI】受益标的：德科立等；

【电源】受益标的：麦格米特等。

风险提示：机柜上架不及预期、AI 发展不及预期、行业竞争加剧等。

【海外】亚信融合英伟达 Omniverse，三大行业机会亦可关注——港股行业点评报告-20250730

张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 杨哲（分析师）证书编号：S0790524100001

事件：日前，亚信科技将自研的数字孪生平台 AISWareDigitalGemini、MaaS 平台、智能体平台，与 NVIDIA Omniverse（一款 3D 工作流和应用平台）进行集成融合，并基于亚信科技的大模型应用交付能力，探索赋能国内

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

制造业从“制造”向“智造”跃升的转型之路。

Omniverse 旨在实现开放式协作及物理世界模拟，有较大市场潜力

NVIDIA Omniverse 是由英伟达开发的一个易扩展开放式平台，专为虚拟协作和实时逼真模拟打造。可以让各行业设计者能够通过云在软件之间、在本地或世界各地无缝地实时工作。Omniverse 已将其覆盖范围从工程师扩大到几乎任何可以使用 Blender 的用户（主流 3D 创作软件），被称作是“工程师的元宇宙”，已被 700 多家公司和 7 万多名个人创作者采用，未来可拓展市场空间较为广阔。

Omniverse 的使用扩散有望带来 3 方面的行业机会：

针对交付领域，以亚信为例，有望从大模型、agent 交付延伸至 AI 平台交付，终端行业亦有望从能源、电力、金融等领域延伸至机器人、物流等制造型企业，目前中国已有数百个项目运用英伟达 Omniverse 模拟数字孪生，用于设计和优化工厂和仓储；

针对下游制造企业，可关注 Omniverse 带来的效率提升，如可带动富士康产线布局周期缩短 50%，优化仓储物流、车辆协调及路线规划等（信息来源：供应链解决方案巨头凯傲集团）；

若 Omniverse 打开国内仿真模拟市场需求，一些国产化替代方向亦可关注：如松应科技（未上市）推出国内首个物理 AI 仿真系统 ORCA，对标 Omniverse，具有本土化与性价比的优势，且与摩尔线程、沐曦等国产 GPU 实现全栈兼容互认，亦可带动国产算力需求；此外如商汤、中国软件国际等在数字孪生领域亦有布局。

重视 Omniverse 带动的仿真市场，算力、交付、企业端均有望受益

大模型与 AIAgent 的发展持续渗透千行百业，除了生成式 AI 的应用，GPU 性能升级带动的渲染能力、复杂物理世界仿真能力的提升亦值得关注，除了 GPU 与 AI，Omniverse 亦是英伟达重点强调的软件业务，同时物理仿真的软件需求也会带动算力需求，后续可关注 AI 交付领域、下游制造企业效能提升、国产化替代等行业机会。受益标的：亚信科技、商汤-W、中国软件国际。

风险提示：企业 IT 支出减少，行业竞争加剧，中美贸易冲突加剧

【医药】多发性硬化：百亿美金市场，BTKi 发展前景广阔——行业深度报告-20250730

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 汪晋（分析师）证书编号：S0790525060003

MS 全球存量患者基数较大，减少复发与延缓神经退行是治疗的核心目标

多发性硬化（Multiple Sclerosis, MS）是一种由免疫系统介导的中枢神经系统炎性脱髓鞘疾病，“空间多发性”和“时间多发性”是其核心特点。MS 地理分布呈现鲜明的“纬度梯度”现象，高纬度地区发病率较高；根据 Frost&Sullivan 数据，全球与中国多发性硬化存量患者数量预计将在 2030 年达到 371/6 万人。MS 主要分为临床孤立综合征（CIS）、复发缓解型（RRMS）、继发进展型（SPMS）与原发进展型（PPMS）四种主要亚型，减少复发与神经保护是治疗的核心目标。

MS 存量市场已超百亿美金，上市产品主要聚焦在 RMS 领域

全球 MS 已上市产品市场规模约 200 亿美元，主要包括单抗类产品（CD20 单抗、ITGA4 单抗、CD52 单抗）、口服类产品（S1PR 调节剂、富马酸类、特立氟胺）等，其中 CD20 单抗疗效整体优于口服产品，2024 年销售占比已超 60%。已上市产品在控制炎症、减少复发上具有较好疗效，获批适应症主要聚焦在 RMS 领域（RRMS+aSPMS）；针对 PMS 领域（PPMS+nrSPMS），仅奥瑞利珠单抗针对 PPMS 获批上市，存在较大未满足临床需求。

BTK 抑制剂有望填补 PMS 领域治疗空白，2025H2 数据催化密集

BTK 抑制剂具有较好的血脑屏障穿透性，可通过调控 B 细胞和小胶质细胞等关键免疫细胞，分别抑制炎症反应和神经退行性进程，为 PMS 提供了潜在有效的治疗手段。针对 MS，多家 MNC 已加速布局 BTK 抑制剂，Sanofi 的 Tolebrutinib 针对 nrSPMS 已申报 NDA，罗氏的 Fenebrutinib、诺华的 Remibrutinib 已进入 III 期临床；诺诚健华的奥布替尼针对 PPMS 已开启全球 III 期临床，全球进度领先，早研针对 RMS 适应症影像学表现优于竞品，有较强出海潜力。

(1) PPMS：仅奥瑞利珠单抗一款产品获批上市，Tolebrutinib 与 Fenebrutinib 预计在 2025H2 读出 III 期主要临床终点数据；BTK 抑制剂在 PPMS 领域尚未实现概念验证，数据读出后有望快速提升 BTK 抑制剂在 PMS 领域的价值。

(2) nrSPMS：尚无产品获批上市，凭借在 HERCULES 试验中优异的临床数据，Tolebrutinib 针对 nrSPMS 的上市申请获 FDA 受理并获得优先审评，PDUFA 时间为 2025 年 9 月 28 日，有望成为首个在 nrSPMS 领域获批上市的药物。

投资建议

MS 全球存量患者基数较大，存量产品市场规模约 200 亿美元。现有上市产品获批适应症聚焦 RMS 领域，对神经保护效果较弱；BTK 抑制剂可透过血脑屏障，抑制中枢小胶质细胞活化并减少促炎因子释放，实现阻断慢性神经炎症、延缓神经退行性进程的功能，有望填补 PMS 领域治疗空白。随着 2025H2 Sanofi 的 Tolebrutinib 与 Roche 的 Fenebrutinib 针对 PPMS 的 III 期数据预期读出，以及 Tolebrutinib 针对 nrSPMS 预期获批，赛道景气度持续提升，相关标的有望受益。

受益标的：诺诚健华、翰森制药、云顶新耀、恒瑞医药、百济神州-U 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。

【食品饮料】国家育儿补贴方案落地，关注乳业板块投资机会——行业点评报告-20250729

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（联系人）证书编号：S0790123070080

国家育儿补贴方案落地，全国层面发放现金补贴具有开创性

7 月 28 日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《育儿补贴制度实施方案》，明确了补贴对象和标准，从 2025 年 1 月 1 日起，对符合法律法规规定生育的 3 周岁以下婴幼儿发放补贴，育儿补贴按年发放，现阶段国家基础标准为每孩每年 3600 元，发放补贴至婴幼儿年满 3 周岁。其中，对 2025 年 1 月 1 日之前出生、不满 3 周岁的婴幼儿，按应补贴月数折算计发补贴。此前已相继有地区层面的生育补贴政策出台，本次在全国层面全面向群众直接发放现金补贴，我们认为属于自上而下的政策定调，具有开创性意义，后续地区层面政策接力有望形成合力。

有望促进低线城市生育率修复，期待补贴外系统性政策

我国生育率自 2018 年开始显著下滑，一方面育龄女性人口总数减少，另一方面生育成本过高影响育龄家庭生育意愿，根据育娲人口研究《中国生育成本报告 2024》，一个孩子 0-18 岁的养育成本是人均 GDP 的 6.3 倍，几乎是全球最高水平，且农村低于城镇。因此直接的育儿补贴是刺激生育率的重要手段之一，本次补贴方案下，每孩 0-3 岁共可领补贴 1.08 万元，预计每年惠及 2000 多万个婴幼儿家庭，考虑到补贴力度相对有限，我们认为更有望促进低线城市生育率修复。同时，2024 年 10 月《关于加快完善生育支持政策体系推动建设生育友好型社会的若干措施》印发以来，财政部、国务院等不断释放生育支持政策的信号，除现金补贴外，未来仍可期待多措并举的系统性支持政策，参考日韩经验，税收减免、医疗补助、产假延长、托育服务等措施有望对提升生育意愿有积极影响。

婴配粉需求有望好转，深加工及出口带来需求新动能

近年婴配粉行业需求承压，本次政策刺激下需求及消费信心有望恢复，叠加 2024 年生肖偏好催化下人口数量

增长，2025 年婴配粉需求有望迎来阶段性好转。从整体乳制品行业来看，长期也将受益于政策刺激下人口问题改善趋势。此外，近期乳制品行业出现新的积极变化，一是国内乳企开始利用奶价底部窗口期发展以乳清为代表的深加工产品，产能逐渐释放后有望加大原奶下游需求，将进一步填补供需缺口；二是行业开始探索出口潜力，当前国内大包粉价格优势明显，乳企在确保相关指标及生产规范性的前提下尝试出口；两者均带来行业需求新动能，叠加供给侧持续出清，行业有望迎来周期反转。

投资建议：看好婴配粉需求改善及原奶周期反转后全产业链盈利修复

我们看好生育政策催化下婴配粉市场需求改善，推荐龙头中国飞鹤（渠道新鲜度调整完成、下半年产品推新驱动增长），受益标的 H&H 国际控股；同时看好原奶周期反转后全产业链盈利修复，下游推荐伊利股份（婴配粉板块市占率提升明显，奶价回升有望带动促销费用投放、原奶相关减值收窄），受益标的蒙牛乳业；上游板块受益标的优然牧业、现代牧业（奶价回升直接修复盈利、同时肉牛价格上涨贡献利润弹性）。

风险提示：经济下行、政策变化、需求提振不及预期、奶价持续低迷等。

【食品饮料：东鹏饮料(605499.SH)】高基数下较快增长，新品表现强劲——公司信息更新报告-20250730

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方勇（分析师）证书编号：S0790520100003

2025H1 维持较快增长

公司 2025H1 收入 107.4 亿元，同比增 36.4%，扣非前后归母净利润 23.7、22.7 亿元，同比增 37.2%、33.0%。2025Q2 单季收入 58.9 亿元，同比增 34.1%，扣非前后归母净利润 13.95、13.12 亿元，同比增 30.8%、21.2%。公司拟派发 2025H1 半年度红利 2.5 元/股。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测至 42.28/52.14/57.45 亿元，对应 2025-2027 年 EPS8.13/10.03/11.05 元，当前股价对应 2025-2027 年 35.3/28.6/26.0 倍 PE，电解质水势头依然较好，维持“增持”评级。

东鹏饮料维持较快增长，补水啦延续高增长

2025H1 公司东鹏能量饮料营收同比+22.0%，高基数下东鹏保持较快增长；补水啦同比增 213.7%，增长势头依然强劲，主因网点覆盖率快速提升、产品势能攀升，新增 380、900ml 产品覆盖多场景；其他饮料产品同比增 65.2%，果之茶等新品表现较好。2025Q2 公司东鹏能量饮料营收同比增 18.8%，补水啦营收同比增 190.0%，2025Q2 势头依然强劲。分区域看，广东、华东、华中、广西、西南、华北等市场营收同比分别增 19.4%、34.0%、29.3%、31.2%、24.5%、74.1%，广东、广西等市场在补水啦、单点卖力提升带动下增速依然保持较快增长。

盈利能力高基数下略有波动

2025Q2 销售净利率高基数下同比-0.6pct 至 23.7%。其中毛利率同比-0.35pct，预计补水啦高速增长下产品结构影响，预计白糖等原料价格下降对毛利率有正贡献。公司销售、管理、研发、财务费用率同比+0.49、+0.29、-0.15、+0.57pct，整体费用上稳中有升，预计主因冰柜投入大幅增加和季度间波动影响所致，2025H1 整体费用率水平基本保持相对平稳。

新品开发模式日趋成熟

分产品看，老品维持 15%-20%左右增长，次新品补水啦增长势头依然强劲，新品果汁茶等表现较好；公司渠道优势突出，精准数字化营销赋能新品，新品开发模式更加成熟，产品矩阵日趋完善，公司仍有望保持稳定较快增长。

风险提示：竞争加剧风险、原材料价格大幅上涨风险、食品安全风险。

【地产建筑：南都物业(603506.SH)】全业态市场化拓展，清洁机器人赋能服务升级——公司深度报告-20250729

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

全业态布局，清洁机器人赋能服务升级，维持“买入”评级

南都物业作为独立第三方物业服务企业，布局住宅、商写、城市服务三大领域，实现“一体两翼”三大赛道协同发展。公司市场化程度较高，在管面积稳健增长，增值业务毛利率较高，同时通过多方合作探索机器人服务场景，助力物管数智升级、成本优化，投资收益有望增厚。我们新增 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.68、1.76、1.84 亿元，EPS 分别为 0.89、0.94、0.98 元，当前股价对应 PE 为 15.1、14.4、13.8 倍，我们认为公司在退出亏损项目后轻装上阵，盈利能力有望修复，维持“买入”评级。

深耕长三角，基础物管服务稳中提质

公司基础物管业务起步杭州，逐步向全国拓展，截至 2024 年末总签约面积 8610.8 万方，同比-2.9%，其中江浙沪区域面积占比 85.6%，住宅项目占比 65.2%，商写项目占比 26.3%。公司 2024 年物管收入 15.9 亿元，同比-1.9%，自 2021 年以来收入占比超 80%，为公司核心主业；毛利率 13.2%，同比提升 0.4pct。公司 2024 年新拓面积 1040.5 万方，同比+1.8%，其中江浙沪区域面积占比 92.5%。

聚焦服务力提升，两翼业务融合发展

公司业主增值端打造社区生活服务和企业增值服务两大板块，服务链条较广，2024 年实现业主增值服务收入 1.59 亿元，同比-5.9%，毛利率同比下降至 44.1%，但仍保持高位。公司非业主增值主要包括案场服务及顾问咨询服务业务，受房地产市场影响近两年收入规模有所下降，2024 年业务收入 0.24 亿元，同比+2.6%，毛利率 18.8%，同比下降 6.4pct。

探索机器人服务场景，多方合作助力物管数智升级

公司近年来致力于探索机器人服务场景，与上海智元机器人、中坚科技签署战略合作协议，增资 1500 万元持有云象机器人 8.6% 股权，同时与赛智伯乐等签署合伙协议成立投资基金，投资方向主要为 AI、机器人、具身智能等领域。据我们测算，引入清洁机器人可提升公司 2024 年毛利润 7%-31%，降本增效成果显著。

风险提示：新拓项目规模不及预期、机器人服务场景运用不及预期。

【农林牧渔：海大集团(002311.SZ)】饲料主业快速增长，海外市场表现亮眼——公司信息更新报告-20250729

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

饲料主业快速增长，海外市场表现亮眼，维持“买入”评级

海大集团发布 2025 年中报，2025H1 营收 588.31 亿元，同比+12.50%，归母净利润 26.39 亿元，同比+24.16%，其中 2025Q2 营收 322.0 亿元，同比+14.00%，归母净利润 13.56 亿元，同比+7.26%。公司拟每 10 股派现 2 元，合计派现 3.33 亿元。考虑猪料和禽料销量增长超预期，我们小幅上调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 51.48/57.39/61.72 亿元（前值 51.44/57.28/61.67 亿元），对应 EPS 为 3.09/3.45/3.71 元，当前股价对应 PE 为 17.7/15.9/14.8 倍，维持“买入”评级。

饲料销量创历史新高，海外市场拓展加速

2025H1 饲料业务营收 471.39 亿元，同比+14.02%，毛利率 9.79%，同比+0.03pct。2025H1 饲料总销量 1470 万吨（含内部养殖耗用量 105 万吨），同比增长约 25%，外销增量绝对值已接近 2025 年全年目标，市占率进一步提升。分品种看，2025H1 禽饲料外销量 730 万吨，同比+24%，禽料增长系公司积极发挥研发技术储备和专业优势，通过差异化竞争优势扩大市场份额。2025H1 猪饲料外销量 340 万吨，同比+43%，猪料增长系上半年生猪养殖端盈利刺激补栏需求释放，上半年前端猪料同比增长约 50%。2025H1 水产料外销量 280 万吨，同比+16%，水产料增长系上半年养殖端盈利，存塘量增长。分地区看，2025H1 公司海外饲料外销量同比+40%，已有布局区域

发展稳健，积极开拓新区域。

猪价回暖下养殖业务盈利可观，种苗动保业务稳步推进

2025H1 公司养殖业务营收 97.35 亿元，同比+15.59%，毛利率 20.26%，同比+3.37pct。公司持续聚焦生猪养殖团队能力建设和轻资产模式创新，随着团队专业能力提升以及模式的摸索迭代，总体养殖风险可控、盈利可观。2025H1 动保业务营收 4.64 亿元，同比-0.35%，毛利率 49.69%，同比-8.10pct，动保业务收入规模维持稳定。2025H1 种苗业务营收 7.7 亿元，同比+10%，公司布局多品种育种体系，开启国际化战略布局，推动种苗业务快速发展。

风险提示：猪价下行、饲料原料价格波动、动物疫病风险。

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。

根据新凤鸣 2025 年一季报，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 4.78%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。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。

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