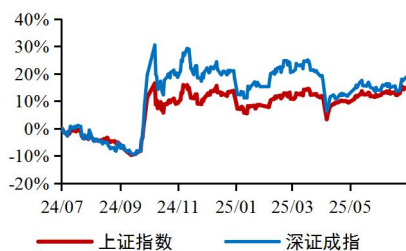


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 7 月 1 日 星期二

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,444.43	0.59
深证成指	10,465.12	0.83
沪深 300	3,936.08	0.37
中小板指	6,528.34	0.87
创业板指	2,153.01	1.35
科创 50	1,003.41	1.54

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

➤ 【宏观策略】海外市场周观察（20250623~20250629）

【山证农业】农业行业周报（2025.06.23-2025.06.29）-看好海大集团的投资机会

【行业评论】化学制药：创新药动态更新：BGB-43395：在既往三线治疗的乳腺癌及实体瘤患者具初步疗效和良好安全性

【山证纺服】波司登 FY2025 年度业绩点评-业绩高质量增长，品牌羽绒服业务彰显经营韧性

【行业评论】【SZ 电新】上海有色报道光伏玻璃计划减产 30%，光伏玻璃供需情况有望改善

【今日要点】

【宏观策略】海外市场周观察（20250623~20250629）

范鑫 fanxin@sxzq.com

【投资要点】

- 美国：就业市场与通胀表现呈现出复杂局面
- （1）央行动态
- 市场对于美联储的降息预期升温，截止 6 月 30 日，根据 CME FedWatch 工具，市场预计美联储 9 月、10 月、12 月将各降息 25bp（上周为 9 月将降息 25bp，12 月再降 25bp）。
- （2）重点数据
- 1) 宏观数据
- 就业市场数据本周略有改善，6 月 21 日当周初请失业金人数为 23.6 万人，延续下行，但仍处于相对高位。经济政策不确定性指数延续下行至低位，反映市场对于美国贸易政策的前景或许并不担忧。最新公布的物价数据加剧了美国经济基本面的复杂性，5 月 PCE 与核心 PCE 同比环比均上升，其中，PCE 同比增 2.34%（前值 2.20%），环比增 0.14%（前值 0.12%），核心 PCE 同比增 2.68%（前值 2.58%），环比增 0.18%（前值 0.14%），开始部分显现关税的影响。此外，美国 5 月个人消费支出（不变价）同比增速大幅降至 2.15%（前值 2.94%），环比-0.28%（前值 0.09%），反映出消费承压的状态。5 月新屋销售环比-13.71%，反映在高利率环境中，美国地产市场表现低迷。
- 2) 市场表现
- 6 月 27 日当周，美股三大股指均大幅收涨，道指涨 3.82%，纳斯达克指数涨 4.25%，再创新高，标普 500 涨 3.44%。美元指数再度下行，跌破 98，周跌 1.52%，以伊冲突缓和，黄金现货、布油均收跌，伦敦金现周跌 2.80%，布油大幅下跌 12.46%，10Y 美债收益率延续下行至 4.29%。
- 非美国国家：5 月日本失业率下行，欧盟 6 月经济景气指数下行
- 日本 5 月失业率下行至 2.6%，结合通胀回升，5 月经济数据依旧支撑日本央行的货币政策正常化进程。欧盟 6 月经济景气指数与消费者信心指数均下行。
- 周观点：短期波动不改弱美元趋势
- 以伊冲突缓和后，避险情绪对美元的支撑走弱，美元指数再度跌破 98，往后看，我们依然强调全球美元资产配置意愿降低是美元下行的核心，即使短期不确定性升温会造成市场的阶段性波动，但弱美元趋势难改，美债收益率下行空间同样有限。

- 风险提示
- 海外流动性超预期恶化，地缘冲突超预期

【山证农业】农业行业周报（2025.06.23-2025.06.29）-看好海大集团的投资机会

陈振志 chenchenzhi@sxzq.com

【投资要点】

- 本周（6月23日-6月29日）沪深300指数涨跌幅为+1.95%，农林牧渔板块涨跌幅为+0.80%，板块排名第25，子行业中水产养殖、动物保健、粮油加工、其他农产品加工以及种子表现位居前五。
- 本周（6月23日-6月29日）猪价环比上涨。根据跟踪的重点省市猪价来看，截至6月27日，四川/广东/河南外三元生猪均价分别为13.90/15.94/14.88元/公斤，环比上周分别+1.46%/+2.57%/+3.48%；平均猪肉价格为20.23元/公斤，环比上周下跌0.49%；仔猪平均批发价格28.00元/公斤，环比上周持平；二元母猪平均价格为32.52元/公斤，环比上周持平；自繁自养利润为50.25元/头，外购仔猪养殖利润为-131.71元/头。截至6月27日，白羽肉鸡周度价格为7.01元/公斤，环比下跌1.54%；肉鸡苗价格为1.70元/羽，环比上周下跌8.60%；养殖利润为-1.49元/羽。鸡蛋价格为6.60元/公斤，环比上涨3.12%。
- 随着上游原料价格下行筑底和下游养殖端趋于改善，饲料行业景气度有望见底回升，海大集团经营基本面有望迎来上行期；此外，公司海外饲料业务有望成为业绩的又一个潜在增长点，看好海大集团的投资机会。
- “猪周期”表面上是价格周期，本质上是产能周期。由于生猪行业生物资产的特殊性，从母猪补栏到育肥猪出栏需要一定的时间周期。从历史实证看，产能回升不必然影响盈利周期的展开演绎，关键看产能回升的速度。2019年以来这轮周期下行底部末端的整体财务状况是2006年以来压力最大的。由于受到资金和负债的较大约束，因此弥补亏损和降低负债反而是当前行业进入盈利周期后的主基调，而不是快速加产能。虽然生猪养殖行业从2024Q2开始进入盈利周期，但是从负债率的平均下降速度来看，行业整体降负债仍有较长的一段路程要走。当前市场对于生猪产能回升对盈利周期影响的预期或过度悲观，同时可能忽略原料成本下行筑底和2025年宏观需求的潜在回升对行业的正面影响。生猪养殖行业本轮盈利时间的持续性或超出市场的悲观预期。在基本面驱动下，后续或有望迎来预期修正和估值修复，推荐温氏股份、神农集团、巨星农牧、唐人神、新希望等生猪养殖股。
- 在上游大宗原料震荡筑底和宏观政策发力的情景之下，在原料成本维持低位的同时，2025年肉鸡行业业绩的驱动因素或新增需求回升这一潜在变量。圣农发展当前正处于业绩周期和PB估值周期的底部区域，具备较好的配置价值。
- 2025年或将是宠物主粮品牌决胜的关键一年。在竞争格局开始稳固的大背景下，需要开始重点关注品牌利润端的情况。我们认为当下应重点关注把握行业趋势、引领品类浪潮，且利润端有所好转乃至不

断增长的优秀国产品牌，推荐全渠道销售表现保持领先地位的国产宠物食品龙头品牌乖宝宠物，推荐旗下领先品牌持续高增，自主品牌业务盈利向上的中宠股份。

➤ 风险提示：养殖疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险；食品安全风险；汇率波动风险。

【行业评论】化学制药：创新药动态更新：BGB-43395：在既往三线治疗的乳腺癌及实体瘤患者具初步疗效和良好安全性

魏贇 weiyun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 药物点评：

➤ **BGB-43395 是一款百济神州自主研发的 CDK4 抑制剂。**BGB-43395 是 CDK4 的高度选择性抑制剂，靶向控制细胞分裂的检查点蛋白以阻止癌细胞生长。相比 CDK4/6 抑制剂哌柏西利、瑞波西利、阿贝西利及 CDK4 抑制剂 Atirmociclib，BGB-43395 展现出最高的 CDK4 抑制性和选择性。BGB-43395 具有潜在同类最佳血液学安全性特征，在既往接受过多线治疗的 CDK4/6 经治患者中临床治疗有效。BGB-43395 将开展 HR+/HER2-转移性乳腺癌一二线治疗的III期试验，其中二线研究最早将于 2025 年第四季度启动。

➤ **BGB-43395 $\geq$ 240 mg 每日两次剂量具有生物活性。**BGB-43395 表现出快速吸收和线性药代动力学特征，平均消除半衰期为 13 小时，与氟维司群或来曲唑进行联合用药不会影响 BGB-43395 暴露量。氟维司群联合治疗队列中， $\geq$ 240mg 每日两次剂量组获得具有临床意义的药效学作用， $\geq$ 240 mg 每日两次剂量组观察到早期（C2D1）ctDNA 降低。

➤ **BGB-43395 具有良好临床安全性和耐受性。**I 期临床实验中，BGB-43395+氟维司群（240-600mg 每日两次）给药，剂量递增组（N=37） $\geq$ 3 级 TEAE 发生率为 51.4%，腹泻为 5.4%，贫血为 0%，中性粒细胞减少为 16.2%，血小板减少为 2.7%。BGB-43395 剂量优化后安全性良好，血液毒性发生率低。剂量优化组（N=61） $\geq$ 3 级 TEAE 为 23%，腹泻为 8.2%，贫血为 1.6%，中性粒细胞减少为 8.2%，血小板减少为 1.6%。

➤ **BGB-43395 与氟维司群联用在实体瘤患者中观察到初步抗肿瘤活性。**中位治疗线数为 3，绝大多数人群既往接受过化疗（或 ADC）、内分泌治疗、CDK4/6 抑制剂。BGB-43395+氟维司群剂量递增给药后，37 例可评价实体瘤患者的 ORR 为 15%，其中 19 例可评价乳腺癌患者的 ORR 为 11%。400mg 每日两次+氟维司群展现出优于 200mg 与 600mg 剂量组的靶病灶直径缩小。

➤ **全球 CDK4/6 抑制剂市场庞大。**CDK4/6 抑制剂是实体瘤治疗最大药物类别之一，根据 Evaluate Pharma 数据，2024 年全球 CDK4/6 抑制剂市场约 130 亿美元且在不断增长。CDK4/6 抑制剂的血液学毒性导致给药中断/暂停，靶点持续抑制不足，此外脱靶抑制带来安全性的隐患，CDK4 选择性抑制剂有望改善

上述问题，为患者带来更好治疗获益。

- 风险提示：全球临床研发失败或进度不及预期、同类靶点及适应症竞争格局恶化风险、地缘政治及全球业务相关风险等。

【山证纺织】波司登 FY2025 年度业绩点评-业绩高质量增长，品牌羽绒服业务彰显经营韧性

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述
- 6月26日，波司登发布 2024/25 财年年度业绩。报告期内，公司实现营收 259.02 亿元，同比增长 11.6%，实现归母净利润 35.14 亿元，同比增长 14.3%。公司宣派末期股息每股普通股 22.0 港仙，全年派息率 84.1%。
- 事件点评
- 品牌羽绒服业务收入实现稳健增长，贴牌加工业务增速领先。FY2024/25，公司实现营收 259.02 亿元，同比增长 11.6%。分业务板块看：1）品牌羽绒服业务方面，公司进一步在春夏季打造防晒衣和单壳冲锋衣等功能性外套，同时，积极拓展冲锋衣鹅绒服品类、发力极寒系列，品牌羽绒服业务共实现收入 216.68 亿元，同比增长 11.0%，其中波司登主品牌实现收入 184.81 亿元，同比增长 10.1%。雪中飞品牌收入同比增长 9.2%至 22.06 亿元。冰洁品牌收入同比下降 12.9%至 1.27 亿元。2）贴牌加工业务实现收入 33.73 亿元，同比增长 26.4%。3）女装业务实现收入 6.51 亿，同比下降 20.6%。4）多元化服装业务实现收入 2.09 亿元，同比增长 2.8%，其中飒美特校服业务营收 1.94 亿元，同比增长 3.0%。
- 品牌羽绒服业务全年净开门店 253 家，夯实渠道精细化运营能力。品牌羽绒服业务分渠道看，自营渠道实现收入 150.90 亿元，同比增长 5.2%；批发渠道实现收入 57.24 亿元，同比增长 24.3%。截至 2025/3/31 末，公司羽绒服业务常规零售门店较期初净增加 253 家至 3470 家，其中自营门店净增加 100 家至 1236 家，经销门店净增加 153 家至 2234 家；波司登品牌门店较期初净增加 210 家至 3207 家，雪中飞品牌门店较期初净增加 43 家至 263 家。报告期内，公司持续优化渠道结构和质量，巩固分层级经营体系，持续提升门店的盈利能力和顾客满意度。线上渠道方面，品牌羽绒服业务线上渠道收入同比增长 9.4%至 74.78 亿元，占品牌羽绒服业务比重 34.5%。
- 波司登品牌销售毛利率整体平稳，运营效率提升带动公司持续高质量增长。毛利率方面，FY2024/25，公司毛利率同比下滑 2.3pct 至 57.3%，其中品牌羽绒服业务毛利率同比下滑 1.6pct 至 63.4%（波司登品牌下滑 0.6pct 至 69.0%，雪中飞品牌下滑 3.2pct 至 42.8%，冰洁品牌下滑 15.0pct 至 24.2%），贴牌加工业务毛利率同比下滑 1.5pct 至 19.1%，女装毛利率同比下滑 4.3pct 至 63.2%，多元化服装毛利率同比提升 1.5pct 至 21.7%。品牌羽绒服业务毛利率下滑，主因：经销渠道增速快于自营渠道；波司登品牌推

出的防晒服等新品类毛利率较羽绒服品类略低；羽绒等核心原材料成本上涨。费用率方面，分销开支占收入比重同比下滑 1.8pct 至 32.9%，主因广告及宣传费用、使用权资产折旧费、或有租金以及销售雇员开支下降、运营效率提升；行政开支占收入比重同比下滑 0.1pct 至 6.4%。叠加政府补助增加、女装业务商誉减值，综合影响下，公司经营利润率同比提升 0.3pct 至 19.2%，公司归母净利率同比提升 0.4pct 至 13.6%。存货方面，FY2024/25，平均存货周转天数为 118 天，同比小幅增加 3 天，主要得益于：持续保持较低的首次订单比例；积极采用拉式补货和小单快反的调节机制；有效推进全渠道商品一体化运营管理。截至 FY2024/25 末，公司净现金为 130.59 亿元。

➤ 投资建议

- **FY2024/25**，公司在具备挑战性的暖冬外部环境下，通过强化品牌引领、产品品类迭代创新、渠道精细化管理、扎实单店经营等举措，品牌羽绒服业务收入实现稳健增长，受益于运营效率提升，业绩取得高质量增长，充分彰显经营韧性。我们继续看好波司登作为羽绒服龙头品牌的经营韧性及成长潜力，预计公司 2026-2028 财年 EPS 分别为 0.34\0.38\0.41 元，2026-2028 财年 PE 分别为 11.9\10.8\9.9 倍，维持“买入-A”评级。

➤ 风险提示

- 羽绒服行业市场竞争加剧；雪中飞及冰洁品牌重塑不及预期，原材料成本上升。

【行业评论】【SZ 电新】上海有色报道光伏玻璃计划减产 30%，光伏玻璃供需情况有望改善

肖索 xiaosuo@sxzq.com

- 事件：上海有色网 6 月 30 日了解，近日国内头部光伏玻璃企业计划自 7 月开始集体减产 30%，此外部分玻璃企业堵口计划开始增多，预计后续国内光伏玻璃供应量将快速下滑，预计 7 月国内玻璃产量将下降至 45GW 左右。
- 根据百川盈孚数据，6 月 30 日 3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 18.5 元/m²，较上周下降 5.13%；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 11.0 元/m²，较上周下降 4.35%。上周（6.21-6.27）光伏玻璃成本 2562.9 元/吨，光伏毛利润为-362.9 元/吨，周环比-123.12%，同比-181.33%。截至上周，光伏玻璃已连续 8 周亏损毛利润。
- 根据 SMM 数据，6 月光伏玻璃月度产量为 210.65 万吨，环比基本持平，行业开工率为 54.74%，行业库存天数预计 30 天以上。从头部企业沟通来看，公司会按市场情况调节自身产能。国内光伏供需失衡的状况有望获得改善，#我们推荐光伏玻璃龙头福莱特；建议关注：信义光能、彩虹新能源、旗滨集团、南玻 A、凯盛新能、安彩高科等。

➤ 风险提示：下游需求不及预期、减产不及预期等。

➤

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

