

5 月金股组合

股票代码	股票名称
002352.SZ	顺丰控股
1519.HK	极兔速递-W
603181.SH	皇马科技
300014.SZ	亿纬锂能
688198.SH	佰仁医疗
000524.SZ	岭南控股
600519.SH	贵州茅台
9660.HK	地平线机器人-W
688519.SH	南亚新材
301236.SZ	软通动力

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3346.84	(0.05)
深证成指	10091.16	(0.41)
沪深 300	3860.11	(0.57)
中小 100	6336.65	(0.63)
创业板指	2005.26	(0.80)

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
传媒	2.14	汽车	(1.78)
计算机	1.39	医药生物	(1.08)
环保	1.22	综合	(0.86)
通信	1.10	银行	(0.75)
轻工制造	1.04	家用电器	(0.71)

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20250527

■重点关注

【策略研究】三阶段投资框架*王君 徐亚。人形机器人行业当前处于产业趋势前期，关注价值量较大的相关细分方向。

【交通运输】交运行业 2024 年年报及 2025 年一季报综述*王靖添 刘国强。交运行业 24 年年报和 25 年一季报公布完毕，航运港口方面，25 年一季度油运低迷开局静待回暖，集散一季度表现疲软，24 年港口业绩表现相对稳健，建议关注港口估值修复及油运行业周期向上的机会；航空机场方面，24 年航空业整体表现分化，机场非航收入在新免税协议下利润弹性下降；快递物流方面，快递行业在 2024 年业务量仍保持较快增长，包裹货值下降及小件化趋势下单票价格有所下降。公路铁路方面，24 年铁路客运量增速达到两位数，公路客货运量仍保持增长。

【医药生物】健之佳*刘恩阳。公司发布 24 年年报及 25 年一季报；24 年全年公司实现总营业收入 92.83 亿元，同比增长 2.23%；实现归母净利润 1.28 亿元，同比减少 69.08%。25 年 Q1 公司实现总营业收入 22.94 亿元，同比减少 0.85%；实现归母净利润 0.34 亿元，同比减少 35.85%。公司虽然短期受到医保调整及税费等问题的影响，但我们认为行业仍然存在集中度提高的空间，且公司门店数量依然稳定增长，已构建的会员体系、线上业务具备一定优势，我们看好公司未来的发展情况。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【策略研究】三阶段投资框架——人形机器人行至何处

王君 徐亚

人形机器人行业当前处于产业趋势前期，关注价值量较大的相关细分方向。

从统一性指标及股价驱动力拆解角度，将一个细分行业从孕育期到成长期对应的投资方法顺序归纳为主题投资→产业趋势投资（前期及加速阶段）→景气周期投资三个阶段。

主题投资，主题投资阶段，对应的表现规律是板块的近端估值明显抬升，背后逻辑是投资者买入其远端 EPS 改善的预期。主题可以分为两种，从结果出发：一是“未走出”型主题，二是“可走出”型主题。产业趋势投资，需要多个指标同时观察。如 1) 机构配置比例。2) 成交额占比中枢提升。3) 渗透率指标环比启动。4) “奇点”时刻得到关注及认可。景气周期投资，和产业趋势投资区别在于和经济周期的相关性，前者的盈利归因来源于“产业趋势”，后者盈利归因来源于“经济周期往复中的结构顺应”。

三阶段的耗时周期。消费电子和新能源车是 A 股历史上较为经典的“可走出”型主题代表，但在进入产业趋势投资后，产业趋势的发展速度和斜率并不相同，相较而言，新能源经历产业趋势前期的耗时显著长于消费电子，主因技术进度慢于消费电子，产业化进度相对坎坷。三阶段的不同投资思路。主题投资阶段，应该用“类活跃资金”的投资思路。产业趋势投资阶段，应侧重用“自下而上”的行业投资思路。景气周期投资阶段，应侧重用“自上而下”的策略投资思路。重点是行业间的相对盈利增速。难点在于对宏观经济周期的判断和结构选取。

人形机器人周期定位。从渗透率指标角度而言，人形机器人本应属于主题投资的范畴。但渗透率环比快速提升的预期已经开始计价，此外市场的学习效应（提前效应）同样不可忽视。这就使得，本轮机器人行情，从主题行情迈入产业趋势投资初期阶段的速度较产业进程或产品放量节奏相对更快，因此我们定位人形机器人行业当前处于产业趋势前期。

人形机器人后续可能调整的时间节点及原因。对于产业趋势初期阶段而言，参考消费电子（2011-2012 年）和新能源车（2018-2019 年）在产业趋势初期皆发生过两年回调的历史经验，人形机器人后期也会出现调整的可能。而当相关行业进入产业趋势加速期后，股价表现通常或较为强势，绝对收益或相对收益多均线上行排列或不破“年线”成为标志性特征。

人形机器人重点方向关注。对于产业趋势初期阶段而言，较大的成长性空间是投资逻辑层面关注的首要重点，下沉到细分行业选择时，通过价值量空间进行筛选的逻辑或依然有效。本轮人形机器人迈入产业趋势前期阶段后，细分方向中呈现了较为明显的涨幅差异，即丝杠>减速器>灵巧手>电机>电子皮肤>力传感器>外壳材料>其他的特点。这与当前相关方向的价值量空间较为匹配，价值量较大的丝杠/力传感器/灵巧手/传感器等涨幅居前。

风险提示：1) 产业趋势确认需多维度验证，技术路线变革或竞争格局恶化可能导致逻辑失效。2) 需警惕渗透率指标滞后性可能导致阶段判断偏差，市场情绪波动或加速阶段转换。3) 历史案例对比下的过往行业演进路径不可简单外推，技术突破速度及政策支持力度存在不确定性。4) 人形机器人当前产业趋势预期已有所计价，若商业化进度不及预期或面临估值下修。5) 市场学习效应可能放大波动，高价值量环节技术壁垒或供应链风险可能影响实际业绩兑现。

【交通运输】交运行业 2024 年年报及 2025 年一季报综述——油散承压静待回暖，三大航与廉航表现分化，快递量增价减趋势不变

王靖添 刘国强

交运行业 24 年年报和 25 年一季报公布完毕，航运港口方面，25 年一季度油运低迷开局静待回暖，集散一季度表现疲软，24 年港口业绩表现相对稳健，建议关注港口估值修复及油运行业周期向上的机会；航空机场方面，24 年航空业整体表现分化，机场非航收入在新免税协议下利润弹性下降；快递物流方面，快递行业在 2024 年业务量仍保持较快增长，包裹货值下降及小件化趋势下单票价格有所下降。公路铁路方面，24 年铁路客运量增速达到两位数，公路客货运量仍保持增长。

支撑评级的要点

25 年一季度油运低迷开局静待回暖，集散一季度表现疲软，24 年港口业绩表现相对稳健。油运方面，2025 Q1 承接去年四季度的低迷开局，VLCC 市场总体表现明显弱于去年同期。春节前受西方制裁收紧、山东港口相关禁令影响，市场出现一波上涨行情，但正规市场缺乏货盘的持续支撑，运价后续快速回落。总体而言，经过一季度的中低位剧烈波动，船东对后续市场发展的信心显著增强。散运方面，BDI 指数承接去年的低迷开局，加上澳巴铁矿发运持续低迷，短期市场运力供给过剩，1-2 月行情表现疲软。3 月供需关系改善出现反弹，好望角散货船一度带动 BDI 指数大幅反弹，但一季度干散货市场亮点不多，BDI 均值仅 1,118 点，同比大跌 39%。集运方面，红海危机绕航持续消化运力压力，但集装箱名义运力供给增幅大于贸易名义需求增幅，春节长假前后货量下降，集装箱运费总体呈下行趋势，截至 2025 年 3 月 28 日，SCFI 指数为 1,356.88，同比下跌 22%。港口方面，2024 年，港口企业虽然受到区域以及主要运输货种的不同，经营业绩表现有所差异，但总体来说，在国内进出口贸易平稳发展的情况下，整体经营业绩表现相对稳健。

24 年航空业整体表现分化，机场非航收入在新免税协议下利润弹性下降。受企业控本增效影响，高频商务出行有所减少，导致三大航等传统全服务航空的性价比优势削弱，相反，低成本航空凭借票价弹性与消费降级趋势，市场份额持续提升。量价方面，行业整体客流量虽逐步恢复，但票价表现整体较弱，压制航司盈利空间。成本端则受益于油价大幅回落，布伦特与 WTI 原油价格在年内低位震荡，航空煤油成本同步下行，部分缓解航司经营压力，但票价疲软仍拖累业绩修复。展望 2025 年，行业整体客流量或进一步恢复，低成本航空有望凭借高性价比比进一步抢占市场，成本端红利或持续。机场方面，2024 年核心盈利支柱非航收入尤其是免税业务有所下滑。以上海机场为例，新签订的免税协议将固定高比例分成改为与销售规模挂钩的模式，对机场的租金收入和利润弹性有所影响。展望 2025 年，免税业务恢复将取决于国际航线尤其是欧美长航线的复苏进度，但新协议下的分成模式使得利润弹性有所下降。

快递行业在 2024 年业务量仍保持较快增长，包裹货值下降及小件化趋势下单票价格有所下降。2024 年，我国快递业务量 1745 亿件，同比增长 21%，快递业务收入 1.4 万亿元，同比增长 13%。相较之下，2024 年全国网上零售额 15.52 万亿元，同比增长 7.2%，由于拆单率提高、低价值单占比提升，使得快递市场的业务量增速明显超过电商总 GMV 的增速。在包裹货值下降及小件化趋势下单票价格有所下降，2024 年，快递行业单票价格从 2023 年的 9.1 元下降至 8.0 元。展望未来，我们认为随着电商拼多多、短视频与直播电商平台抖音、快手的出现，未来或仍有较多的低价单成交，快递行业单票价格或面临头部快递公司价格竞争以及行业自然发展趋势下价格下降的压力，不过整体来看，行业未来业务量或仍将保持增长，相较于单票收入一端，单票毛利仍然是快递公司盈利能力的核心指标。

24 年铁路客运量增速达到两位数，公路客货运量仍保持增长。铁路方面，根据国铁集团数据，2024 年，全国铁路完成固定资产投资 8,506 亿元，增长 11.3%，投产新线 3113 公里，其中高铁 2457 公里，铁路建设成效显著。2024 年，全国铁路旅客发送量 43.1 亿人，同比增长 11.9%。全国铁路货物发送量 51.7 亿吨，同比增长 2.8%。公路方面，2024 年，公路货运量看全年完成 418.8 亿吨，同比增长 3.8%；公路旅客运输量全年完成 117.8 亿人次，同比增长 7.0%。经营业绩方面，24 年公路和铁路板块整体表现较为稳健，现金流较好。

评级面临的主要风险

航运价格大幅波动，航空需求不及预期，快递价格竞争加剧，交通运输政策变化等产生的风险。

【医药生物】健之佳—业绩短期承压，静待行业恢复

刘恩阳

公司发布 24 年年报及 25 年一季报；24 年全年公司实现总营业收入 92.83 亿元，同比增长 2.23%；实现归母净利润 1.28 亿元，同比减少 69.08%。25 年 Q1 公司实现总营业收入 22.94 亿元，同比减少 0.85%；实现归母净利润 0.34 亿元，同比减少 35.85%。公司虽然短期受到医保调整及税费等问题的影响，但我们认为行业仍然存在集中度提高的空间，且公司门店数量依然稳定增长，已构建的会员体系、线上业务具备一定优势，我们看好公司未来的发展情况。

支撑评级的要点

行业及税费等问题，导致公司业绩短期承压。一方面，2022 年起，医药改革政策持续推行，受医保个账减少及统筹医保落地滞后、强监管等因素影响，药店行业营业收入增长承压，这也进一步影响到公司经营情况；另一方面，2024 年公司开展自查工作，将自有房屋提供给集团内其他单位使用，应从租计征误按从价处理，公司补缴了相关税费，这也进一步影响了公司的业绩情况。

门店数量稳定增长，行业集中度仍有望持续提升。2024 年，公司整体门店达到 5486 家，其中 24 年公司自建门店 314 家，收购门店 122 家，因发展规划及经营策略调整关闭门店 66 家，净增门店 370 家，门店数量稳定增长。公司重视长期经营过程中积累的会员基础，截至 2024 年底，公司有效会员超 2600 万人，会员消费接近 70%，为公司的稳健发展提供支撑。行业集中度方面，根据药监局数据，截至 2023 年底，全国药店总数为 66.7 万家，连锁率 57.81%，较商务部提出的 2025 年 70% 的目标差距 12.19%；药品零售百强企业销售额 2423 亿元，占全国零售市场总额的 37.8%，较 65% 的目标差距 27.20%，目前国内连锁药店行业集中度与 2021 年美国前三大药房在连锁店中 87% 的市占率相比，国内连锁药店行业仍有较大提升空间，虽然行业短期承压，但我们认为龙头药店仍然具备经营效率及资金优势，有望持续受益。

线上业务已具备一定体量，未来值得关注。2024 年公司线上业务总收入达到 25.86 亿元，占营业收入的 27.85%，较上年同期增长 19.47%。其中，第三方 O2O 平台业务收入为 11.06 亿元，占线上业务收入的 42.79%，较上年同期增长 33.37%。公司第三方平台 O2O 业务，重点强化冀辽及门店数量较少的薄弱市场，通过提升供应链能力、合理布局区域中心门店，依托线下实体门店，满足顾客的差异化需求，进一步提高市场份额。2024 年公司开通 O2O 业务的门店数量占比达 91.19%，业绩快速增长，未来值得关注。

评级面临的主要风险

行业政策调整如医保、税费等政策使公司经营受到影响；行业集中度提高不及预期。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com

张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com

刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com

陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com

郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com

李晨希 S1300525010002 chenxi.li@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com

张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com

徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com

郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com

高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com

李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com

杨依晨 S1300123050021 yichen.yang@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521110002 tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘思阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com

李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com

曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫒嫒 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com

徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com

范琦岩 S1300525040001 qiyan.fan@bocichina.com

赵泰 S1300123070003 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com

宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com

纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com

郑静文 S1300525010001 jingwen.zheng@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

李圣宣 S1300123050020 shengxuan.li@bocichina.com

茅珈恺 S1300123050016 jiakai.mao@bocichina.com

通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

刘国强 S1300524070002 guoqiang.liu_01@bocichina.com

银行研究团队

何贯嘉 S1300525040002 guanjia.he@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R7DB
United Kingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark15 楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371