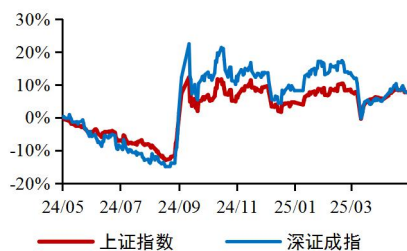


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 5 月 27 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	3,346.84	-0.05
深证成指	10,091.16	-0.41
沪深 300	3,860.11	-0.57
中小板指	6,336.65	-0.63
创业板指	2,005.26	-0.80
科创 50	982.26	0.17

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】

【山证煤炭】行业周报（20250519-20250525）：-情绪有所好转，二级市场表现回升

【行业评论】太阳能：202505 光伏行业月度报告-4 月光伏新增装机同比增长 214.7%，逆变器出口额持续增长

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解：25 年 4 月进口连续负增

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评:供应端改善，静待需求恢复

【山证纺服】名创优品 2025Q1 季度业绩点评-名创国内市场同店环比改善，直营门店收入快速增长

【山证通信】移远通信（603236.SH）-模组出货量稳居龙头地位，AI 模组和解决方案广泛布局

【固定收益】4 月固定收益月报-外部冲击超预期，利率有望下行

【行业评论】【山证医药】肿瘤创新药进展更新：小分子、CAR-T 疗法持续推出，双抗/多抗、ADC 向基石疗法迈进



【今日要点】

【山证煤炭】行业周报（20250519-20250525）：-情绪有所好转，二级市场表现回升

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

➤ 投资要点

➤ 动态数据跟踪

- **动力煤：**港口继续去库，夏季备库需求待发。本周产地煤矿生产基本维持正常水平。需求方面，中东部气温偏高，居民用电开始攀升，但南方降雨仍多，水电出力增加，叠加下游复工及基建开工仍有待提高，港口堆煤出货压力增加；煤炭被动去库，北方港口煤炭调入继续低于调出，港口煤价维持弱势。进入二季度后半段，国际贸易环境有所改善，非电用煤需求或有所恢复；同时，内外贸价差倒挂，预计国内进口煤减少，临近夏季备库需求，国内动力煤价格中枢预计继续下降空间不大。截至 5 月 23 日，环渤海动力煤现货参考价 620 元/吨，周变化-1.43%；广州港山西优混 570 元/吨，周变化-6.56%；欧洲三港 Q6000 动力煤 681.14 元/吨，周变化+2.05%。5 月 23 日，北方港口合计煤炭库存 3002 万吨，周变化-1.48%；长江八港煤炭库存 703.00 万吨，同比-7.86%；本周环渤海港口日均调入 175.80 万吨，调出 180.57 万吨，日均净调出 4.77 万吨。
- **冶金煤：**需求底部空间有望抬升，冶金煤继续去库。煤矿冶金煤生产供应维持正常。需求方面，南方进入汛期，建材需求季节性回落，高炉开工率主动降低，铁水产量下滑，冶金煤价格窄幅波动；但降准降息政策落地，中美日内瓦联合声明发布后，下游需求预期底部有望提高，叠加冶金煤社会库存走低，后期冶金煤需求改善预期，冶金煤价格中枢进一步下降空间也不大。截至 5 月 23 日，京唐港主焦煤库提价 1300 元/吨，周变化-1.52%；京唐港 1/3 焦煤库提价 1110/吨，周持平；日照港喷吹煤 980 元/吨，周持平；澳大利亚峰景矿硬焦煤现货价 203.00 美元/吨，周变化-0.49%。5 月 23 日，国内独立焦化厂、247 家样本钢厂炼焦煤总库存分别 737.89 万吨和 798.58 万吨，周变化分别-1.93%、+0.96%；喷吹煤库存 402.31 万吨，周变化-0.70%。247 家样本钢厂高炉开工率 83.67%，周变化-0.46 个百分点；独立焦化厂焦炉开工率 75.16%，周变化-0.12 个百分点。
- **焦、钢产业链：**下游淡季，焦炭价格继续回落。本周焦煤价格下降，焦炭利润有所改善，焦炭企业开工率有所提高，叠加成本支撑减弱，焦炭价格继续提降。后期，宏观预期有望继续落地，外贸环境改善下游预期，基建、地产施工或将发力，钢材需求刚性仍存，焦炭价格预计下降空间不大。截至 5 月 23 日，天津港一级冶金焦均价 1480 元/吨，周持平；港口平均焦、煤价差（焦炭-炼焦煤）249 元/吨，周持平。独立焦化厂、样本钢厂焦炭总库存分别 73.14 万吨和 660.90 万吨，周变化分别+11.70%、-0.39%；四港口焦炭总库存 220.09 万吨，周变化-1.14%；全国市场螺纹钢平均价格 3287 元/吨，周变化

-1.38%；螺纹钢全社会、生产企业库存分别合计 416.54 万吨、187.71 万吨，周变化分别-4.24%、+1.45%。

➤ **煤炭运输：**去库叠加封航，沿海运价继续回升。本周，港口库存被动去库，煤价走低，进口煤优势继续回落，下游备库采购积极性有所改善，北上拉运积极，叠加部分港口再次封航，运力周转受限，沿海煤炭运价持续回升。截止 5 月 23 日，中国沿海煤炭运价指数 717.21 点，周变化+8.38%。鄂尔多斯煤炭公路长途运输运价 0.20 元/吨·公里，周持平；5 月 23 日，环渤海四港货船比 28.50，周变化-29.80%。

➤ **煤炭板块行情回顾**

➤ **本周煤炭板块逆势回升，并跑赢主要指数；**中信煤炭指数周五收报 3276.27 点，周变化+0.98%。子板块中煤炭采选 II(中信)周变化+1.16%；煤化工 II(中信)指数周变化-0.85%。煤炭采选个股以涨为主，大有能源、晋控煤业、电投能源、山煤国际、陕西煤业涨幅居前；煤化工个股涨跌互现，云维股份、辽宁能源涨幅居前。

➤ **本周观点及投资建议**

➤ **煤炭生产维持正常，同时，北方气温走高，港口被动去库，叠加非电进入淡季，煤价有所下行，但临近夏季备库需求释放，叠加关税环境改善，非电需求底部抬升；**内外贸价格继续倒挂下，进口煤增速或将回落，国内动力煤价格进一步下跌空间不大，双焦价格弹性仍存。资金面来看，降准降息释放流动性，保险等长期资金入市大势所趋，叠加龙头煤企业绩尚可且日益重视投资者回报，向市场传递信心，煤炭板块回调后估值及股息率吸引力持续提升。投资建议：资源价款指引煤炭上市公司估值，建议关注具备业绩支撑且被低估标的。非煤业务占比小的公司中【新集能源】、【昊华能源】、【中煤能源】显著被低估；非煤业务占比大的公司中【陕西能源】、【电投能源】更被低估；山西区域单吨成交资源价款普遍较高，建议关注【晋控煤业】、【华阳股份】。此外，回购增持再贷款和 SFISF 等货币工具市场案例不断落地，套息交易有望不断深化煤炭红利价值，建议关注弹性高股息品种和稳定高股息品种。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】。弹性高股息品种方面，相对更看好【淮北矿业】、【平煤股份】。

➤ **风险提示**

➤ 供给释放超预期；需求端改善不及预期；欧盟煤炭缺口不及预期，进口煤大量涌入国内市场；价格强管控；煤企转型失败等。

【行业评论】太阳能：202505 光伏行业月度报告-4 月光伏新增装机同比增长 214.7%，逆变器出口额持续增长

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

➤ **国内光伏新增装机：**4 月新增装机同、环比高速增长。根据国家能源局数据，2025 年 4 月国内光伏新

增装机 45.2 GW，同比+214.7%，环比+123.4%。国内 1-4 月累积新增光伏装机 104.9GW，同比+74.6%。

- **组件出口：**根据海关总署数据，4 月组件出口额 161.6 亿元，同比-20.3%，环比-8.5%。1-4 月累计出口额 622.4 亿元，同比-26.5%。根据 Infolink，2025 年 3 月国内光伏组件出口量 23.38GW，同比-5%，环比+44%。2025 年 3 月全球前五大单一出口市场依序为巴基斯坦、荷兰、印度、巴西和法国，合计出口量约占全球市场 41%。2025 年 1-3 月国内组件累计出口 61.9GW，同比-8%。
- **逆变器出口：**4 月逆变器出口额同比、环比持续增长。根据海关总署数据，2025 年 4 月逆变器出口额 58.2 亿元，同比+17.9%，环比+28.0%。1-4 月累计出口额 180.3 亿元，同比+10.0%。分大洲看，4 月国内逆变器对欧洲出口 26.5 亿元，同比+25.9%，环比+49.2%；对亚洲出口 18.9 亿元，同比+18.5%，环比+14.8%；对拉丁美洲出口 4.9 亿元，同比-26.1%，环比+17.3%；对非洲出口 5.0 亿元，同比+112.4%，环比+38.0%；对北美洲出口 1.5 亿元，同比-22.2%，环比-28.6%；对大洋洲出口 1.4 亿元，同比-3.1%，环比+5.3%。
- **太阳能发电量：**4 月太阳能发电量同比增长 16.7%。根据国家统计局数据，2025 年 4 月我国规上太阳能发电量 447.5 亿千瓦时，同比+16.7%，在全国规上工业总发电量占比为 6.29%，环比+0.92pct。我国 4 月总发电量 7111.1 亿千瓦时，同比+0.9%，火电/水电/核电/风电发电量分别同比-2.3%/-6.5%/+12.4%/+12.7%。
- **重点推荐：**BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能；供给侧改善方向：福莱特；海外布局方向：横店东磁、阳光电源、阿特斯、德业股份。建议积极关注：信义光能、协鑫科技、通威股份、大全能源、TCL 中环、新特能源、帝尔激光、福斯特、海优新材、晶澳科技、天合光能、晶科能源、中信博、迈为股份、晶盛机电、捷佳伟创、奥特维、时创能源、京山轻机、上海艾录、宇邦新材、广信材料。
- **风险提示：**光伏新增装机量不及预期；产业链价格波动风险；海外地区政策风险等。

【行业评论】煤炭：煤炭进口数据拆解：25 年 4 月进口连续负增

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **数据拆解：**
- **量价：**前 4 月进口煤同比负增，4 月连续负增；前 4 月全口径煤炭进口价格较去年同期下降；4 月价格同环比下降。2025 年 1-4 月，煤及褐煤累计进口量实现 1.53 亿吨，同比减少 5.30%；4 月单月实现进口量 3783 万吨，同比减少 16.40%，环比减少 2.32%。2025 年 1-4 月全口径煤炭进口均价录得 79 美元/吨，较去年均价降 17.17%（对应降幅 16 美元/吨）。2025 年 4 月进口煤价格录得 74 美元/吨，同比降 27.07%（对应降幅 27 美元/吨），环比降 0.05%（对应降幅 0.04 美元/吨）。
- **其中：**动力煤方面，前 4 月进口量同比下降，价格同比下降。炼焦煤方面，前 4 月进口同比下降，价

格同比下降。褐煤方面，前4月进口量同比增长，进口价格同比下降。无烟煤方面，前4月进口量同比大幅提升，进口价格同比下降。

➤ **点评与投资建议：**

- **4月进口煤结构维持“动力煤占比显著降低、褐煤占比显著提升”的趋势。**进口结构变化反映“全球不确定性增加后对煤炭产业的冲击”。虽然分煤种进口结构的变化趋势与2022年相似，但考虑到进口量价的变化特征不一样，因此背后的逻辑截然不同。我们倾向于认为这一变化反映的深层次逻辑为“全球不确定性增加后对煤炭产业的冲击”，而非“全球抢煤”。
- **炼焦煤价格波动更大，贸易价差大幅收窄。**从分煤种价格走势来看，2025年以来进口煤价格继续下调，其中对需求更敏感的炼焦煤波动更大。基于1-4月进口煤量价特征来看，海外煤炭供需仍然呈现“平衡性宽松”状态，但贸易价差已经大幅收窄，进口煤优势不大，后续有望继续收缩。
- **建议关注：**资源价款指引煤炭上市公司估值，建议关注具备业绩支撑且被低估标的。非煤业务占比小的公司中【新集能源】、【昊华能源】、【中煤能源】显著被低估；非煤业务占比大的公司中【陕西能源】、【电投能源】更被低估；山西区域单吨成交资源价款普遍较高，建议关注【晋控煤业】、【华阳股份】。此外，回购增持再贷款和SFISF等货币工具市场案例不断落地，套息交易有望不断深化煤炭红利价值，建议关注弹性高股息品种和稳定高股息品种。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】。弹性高股息品种方面，相对更看好【淮北矿业】、【平煤股份】。
- **风险提示：**国内需求不及预期，国内供给显著增加，国际煤价大幅下跌

【行业评论】煤炭：煤炭月度供需数据点评:供应端改善，静待需求恢复

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

- **月度供需数据：**
- **供给：**1-4月原煤供给增速边际放缓。2025年1-4月，原煤累计产量实现15.85亿吨，同比增6.6%，同比增速边际下滑。4月当月实现3.89亿吨，同比增3.8%，增速较上月大幅下降。
- **需求：**1-4月终端需求受基建支撑，非电走势强于电力。25年1-4月固定资产投资同比增4.0%，较24年同期下降0.2个百分点，其中制造业投资增8.8%（较去年同期减少0.9个百分点）、基建投资增5.8%（较去年同期减少0.2个百分点）、房地产投资降10.3%（较去年同期减少0.5个百分点）。地产方面，新开工、施工面积、竣工面积增速仍处于负增长区间，但房屋新开工、竣工及商品房销售面积边际有所改善。25年1-4月火电累计增速实现-4.1%，较去年同期降9.6个百分点；焦炭累计增速实现3.2%，较去年同期增5.3个百分点；生铁累计增速实现0.8%，较去年同期增5.1个百分点；水泥累计增速实现-2.8%，较去年同期增7.5个百分点。

- **进口：**4月煤炭进口增速维持负增。1-4月进口量增速放缓。2025年1-4月进口量累计实现15267万吨，同比降5.3%。增速较24年同期大幅下降。4月当月实现3783万吨，同比降16.4%
- **价格与利润：**动力煤及焦煤价格相对弱势。25年以来山西优混5500动力煤价格中枢有所下降。25年以来京唐港主焦煤均价有所降低。25年以来天津港二级冶金焦均价调整，但降幅小于炼焦煤。
- **点评与投资建议：**
- **4月煤炭供给端增速有所放缓，剔除低基数和山西复产等因素，新疆区域放量情况也值得关注；需求端非电需求支撑，电力需求边际改善；国内需求缺口较小，进口煤连续2个月负增。**煤炭价格继续调整，或在夏季有所反弹。动力煤方面关注合理区间下沿的政策发力，炼焦煤关注期货贴水结构改善，当前炼焦煤与动力煤比价显示已经接近底部。投资建议：资源价款指引煤炭上市公司估值，建议关注具备业绩支撑且被低估标的。非煤业务占比小的公司中【新集能源】、【昊华能源】、【中煤能源】显著被低估；非煤业务占比大的公司中【陕西能源】、【电投能源】更被低估；山西区域单吨成交资源价款普遍较高，建议关注【晋控煤业】、【华阳股份】。此外，回购增持再贷款和SFISF等货币工具市场案例不断落地，套息交易有望不断深化煤炭红利价值，建议关注弹性高股息品种和稳定高股息品种。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】。弹性高股息品种方面，相对更看好【淮北矿业】、【平煤股份】。
- **风险提示：**供给超预期释放，需求回升不及预期，进口煤大幅增加，相关公司业绩不及预期

【山证纺服】名创优品 2025Q1 季度业绩点评-名创国内市场同店环比改善，直营门店收入快速增长

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **5月23日，公司公布2025Q1季度业绩。**2025Q1，公司实现营收44.27亿元，同比增长18.9%；实现经调整净利润5.87亿元，同比下降4.8%；实现归母净利润4.16亿元，同比下降28.5%。
- **事件点评**
- **2025Q1公司营收增速超预期，平均门店数量快速增长。**营收端，2025Q1，公司实现营收44.27亿元，同比增长18.9%。其中，平均门店数量同比增长16.5%。业绩端，2025Q1，公司实现经调整净利润5.87亿元，同比下降4.8%，主因销售及分销费用率上升。
- **名创国内市场同店环比改善，海外市场延续快速开店。**分业务看，1) MINISO 中国，2025Q1，实现营收24.94亿元，同比增长9.1%，其中可比同店销售同比下滑中单位数，降幅环比明显收窄。截至2025Q1年末，名创优品国内共拥有门店4275家，较年初净减少111家，公司持续优化低效门店、着重开设提升品牌势能的IP Land门店和旗舰店。2) MINISO 海外，2025Q1，实现营收15.92亿元，同比增长30.3%，

其中，海外市场同店销售同比下降约中单位数，海外市场平均门店数量同比增长 24.6%。截至 2025Q1 末，名创优品海外市场门店合计为 3213 家，较年初净增加 95 家。分区域看，北美、拉美、亚洲（除中国）、欧洲、其它区域门店分别为 375、646、1663、301、228 家，较年初净增加 25、9、52、9、3 家。3）TOP TOY，2025Q1，实现营收 3.40 亿元，同比增长 58.9%。截至 2025Q1 末，TOP TOY 拥有门店 280 家，较年初净增加 4 家。

- **销售毛利率同比稳中有升，直营店投资致使销售费用率明显提升。**毛利率方面，2025Q1，公司毛利率为 44.2%，同比提升 0.8pct。毛利率提升主因：（1）高毛利率的海外直营市场占比提升；（2）产品组合转向盈利能力更高的产品，TOP TOY 产品组合优化带动毛利率提升。费用率方面，2025Q1，公司销售及分销费用率为 23.1%，同比提升 4.4pct，一般及行政费用率为 5.5%，同比提升 0.3pct。销售及分销费用同比增长，主因公司直接投资直营门店以追求海外业务的长期持续增长，2025Q1，直营店收入同比增长 85.5%，海外市场直营门店数量达到 608 家。净利润率方面，2025Q1，经调整净利润为 5.87 亿元，同比下降 4.8%，经调整净利润率 13.3%，同比下滑 3.3pct。投资建议
- **2025 年第一季度，公司国内同店销售环比持续恢复，渠道经营质量不断优化，海外市场保持快速开店，公司收入增速超市场预期，销售毛利率稳中有升，但受到销售及分销费用增长、财务费用增加、所得税率上升影响，归母净利润同比下滑幅度较大。**展望 2 季度，年初至今（截至 5 月 20 日），名创国内市场同店销售同比降幅继续收窄至低个位数，国内市场销售表现持续改善；4 月以来，海外主要市场墨西哥、美国同店销售环比持续改善。暂不考虑永辉并表影响，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 209.71/253.31/300.11 亿元，归母净利润分别为 28.62/34.82/41.19 亿元，以公司 5 月 23 日收盘价计算，2025-2027 年 PE 分别为 17.0/13.9/11.8，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 国内可比同店销售恢复低于预期的风险；关税风险；汇率大幅波动风险。

【山证通信】移远通信（603236.SH）-模组出货量稳居龙头地位，AI 模组和解决方案广泛布局

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **公司发布 2024 年年报和 2025 一季度报告。**2024 年，公司实现营收 185.94 亿元，同比+34.14%；实现归母净利润 5.88 亿元，同比+548.49%。2025Q1，公司实现营收 52.21 亿元，同比+32.05%；实现归母净利润 2.12 亿元，同比+286.91%。
- **事件点评：**
- 1) 5G 模组继续丰富产品线，车载全场景保持领先。
- **5G 领域，在智慧城市、工业互联网等新兴领域持续发力，积极布局 5G-A 生态，深度参与 5G+AI 标**

准演进，加速 5G 技术在智能制造、智慧工厂等领域的规模化应用。LTE 领域新品可覆盖智能表计、资产追踪、环境监测等典型应用场景。Wi-Fi HaLow 模组 FGH100M 可实现低功耗连接，覆盖半径超 1 公里，达到传统 Wi-Fi 的十倍多，完美适配园区应用场景。GNSS 模组 LG680P 可应用于智能机器人、精准农业和测量测绘等领域的全频段高精度定位；LS550G 为智能穿戴和便携式设备打造，在密集的城市环境、工业 PDA、可穿戴设备、资产跟踪器等场景的表现良好。

- 公司车载业务布局较早、收入占比较高，已形成了智能座舱模组、车载 4G/5G 模组、C-V2X 模组、高精度定位模组、车载 Wi-Fi/蓝牙/UWB 模组、车载天线等丰富的产品线，为全球 60 多家 tier1 和 40 多家整车厂提供服务，5G 补偿器产品实现量产，已获得国内头部车企客户的高度认可，并将全面应用于客户 2025 年的新款车型上。随着智能化、网联化的深度发展，行业对融合单 SOC 的座舱网联融合的需求逐步增加，公司实现了高端车规级座舱 SiP+网联 PCBA 结合的产品规模化量产，同时加强融合单 SOC 的舱联产品和方案布局。我们认为，公司在原有“七大车载产品技术生态”的基础上持续进行技术迭代，增强技术支撑能力，实现智能化升级，推出包括 Dynablu 量产级别蓝牙协议栈的 LXC 支持多域的座舱软件方案、基于 QuecOpen 打造的跨多芯片平台的 TCU 网联方案，并导入超过 20 家主机厂量产落地，业务增长仍将持续。
- 2) 智能模组+ODM+工业智能+AI 云平台全面拓展边缘算力。
- 工业智能领域，公司发布宝维塔 Provecta AI 品牌，可应用于缺陷检测、物料分选、行为检测、汽车电子自动化等多个垂直领域；持续迭代升级“AI Fex 匠心”平台与“匠准”可视化部署工具，零代码贯通缺陷样本收集至模型应用全流程。依托物联网技术推出内置视觉检测算法的边缘计算盒子 AIBox，成功应用于农副产品分选、循环经济垃圾分拣等场景，开辟技术应用新赛道。
- ODM 业务方面，PDA 产品线落地多个 5G 项目，销售收入实现数倍增长；POS 支付产品线可为客户提供 MOB 和 COB 合作模式；FWA 产品线通过品牌客户服务全球的运营商；两轮车产品线已为多家主流客户提供整体解决方案，2024 年 ODM 业务收入同比增长超 70%。
- 大模型领域率先发力。公司在 2024 年 8 月推出了 AI 大模型解决方案，以“LLM+RAG+Agent”技术三角为核心，具有实时性强、隐私安全、支持无网环境、推理成本低等优势，可实现端侧设备的多模态智能交互。依托大模型知识库，公司助力客户打造的 AI 语音交互机器人可实现智能问答、业务咨询、精准营销等多场景应用。2025 年 4 月，公司发布“模音云犀”多模态音视频交互解决方案，涵盖语音识别、自然语言处理、声学前端信号处理等全链路音频算法，通过“语音+视觉+文本”三模态融合架构实现跨模态检索、多模态生成等智能交互。我们认为，公司全系智能模组产品已全面接入多模态 AI 大模型，可覆盖 AI 眼镜、陪伴机器人、智能音响、视频终端、组合驾驶、医疗等智能化场景，2025 年，公司还将着重开拓智能天线和毫米波天线等产品线，随着下游需求迎来爆点，公司有望通过一系列解决方案快速抢占市场份额。
- 盈利预测和投资建议：

- 我们认为物联网需求持续好转，公司战略扩张后的费用管控正逐步取得成效，未来有望持续保持高于行业平均的增长。预计公司 2025-2027 年归母净利润 8.52/10.27/12.75 亿元，同比增长 44.9%/20.5%/24.1%；对应 EPS 为 3.26/3.93/4.87 元，2025 年 05 月 23 日收盘价对应 PE 分别为 22.0/18.3/14.7 倍，维持“增持-A”评级。
- 风险提示：
- 市场竞争激烈导致毛利率下滑风险，外汇波动风险，海外科技贸易摩擦风险导致车载等业务收缩风险，ODM 业务发展不及预期风险。

【固定收益】4 月固定收益月报-外部冲击超预期，利率有望下行

王冠军 wangguanjun@sxzq.com

【投资要点】

- 观点展望
- 4 月初，特朗普政府的关税政策大超市场预期，债市收益率再次冲击前低。虽然后续特朗普政府在关税政策方面有让步的迹象，但中国面临的外部不确定性仍然较大，反应在债市上体现为市场利率低位震荡。
- 从国内政策面上看，4 月 25 日中央政治局召开分析研究当前经济形势和经济工作的会议，会议强调“加紧实施更加积极有为的宏观政策”，同时指出将在未来择机降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。从政策取向上来看，货币政策将继续维持宽松，以配合支持创新、扩大消费等政策。从资金面上看，4 月央行 MLF 净投放显著加大，净投放金额为 2024 年 1 月以来单月最高，体现了央行对流动性的支持。从经济基本面上看，已公布的经济数据显示经济修复成色仍有待观察，尤其是价格水平并未明显改善，或表明需求修复效果有限，叠加外需下降造成的冲击，后续仍需政策发力以提振需求。
- 内外部基本面与政策面诸多因素交织下，4 月上旬十年期国债利率快速下破 1.7% 后在 1.65% 中枢维持震荡运行，预计后续长端利率将继续震荡走低，十年期国债收益率或将下破 1.6%。
- 根据我们的模型，4 月利率互换曲线隐含的一年内降息幅度相比 3 月上升约 19.27bp，利率互换市场参与者相较上月大幅提高了对降息的预期。由利率互换曲线推断今年政策利率有 30-40bp 的下降空间，对应十年国债中枢在 1.6% 左右。
- 资金市场
- 公开市场操作方面，4 月公开市场资金投放 39227 亿元、回笼 36019 亿元，净投放 3208 亿元。央行 4 月未开展公开市场国债买入操作，买断式逆回购规模为 12000 亿元，其中，3 个月（91 天）操作量为 7000 亿元，6 个月（182 天）操作量 5000 亿元。4 月国库现金定存募入 1000 亿元，到期 1500 亿元。MLF 投放 6000 亿元，到期 1000 亿元，MLF 净投放 5000 亿元。

➤ 利率市场

➤ 本月利率债一级市场总体发行量较上月略有下降，净融资较上月下降明显。4月国债发行 14683 亿元，净融资 2657.5 亿元。二级市场方面，本月国债、国开债收益率普遍下行。

➤ 信用市场

➤ 本月新发行信用债发行量相较上月大幅上升，偿还量有所下降，净融资规模大幅上升。总发行量 22215.12 亿元，总偿还量 17654.22 亿元，净融资额 4560.9 亿元。其中城投债发行 3515.55 亿元，净融资额-914.87 亿元，平均票面利率为 2.53%，较上月下降 14BP。

➤ 风险提示

➤ 货币政策超预期；资金面超预期；经济基本面超预期；贸易政策超预期。

【行业评论】【山证医药】肿瘤创新药进展更新：小分子、CAR-T 疗法持续推出，双抗/多抗、ADC 向基石疗法迈进

魏贇 weiyun@sxzq.com

➤ 【山证医药】肿瘤创新药进展更新：小分子、CAR-T 疗法持续推出，双抗/多抗、ADC 向基石疗法迈进

➤

➤ AML 新靶点突破带来新的小分子抑制剂，血液肿瘤 CAR-T 和双抗疗法不断涌现。国产 BCL2、FLT3 等 AML 药物、CD38 单抗 MM 药物正在研发。CAR-T 和双抗为 MM、ALL 提供新疗法，中亲和力 CD19 CAR-T 在 R/R ALL 临床中总缓解率可达 77%。BCMA/CD38/CD3 三抗展现出在 R/R MM 患者中良好的缓解率，CD3/CD19 双抗在 ALL 治疗线不断前移。在淋巴瘤中单抗类药物疗效显著，HL 中的 CD30/CD16a 双抗，DLBCL 的 PD-L1、CD20 单抗。

➤

➤ TKI 拓展 NSCLC 适应症，IO 双抗/多抗药物延长生存期，多种 ADC 可替代化疗。ALKi、EGFRi 拓展驱动基因阳性 NSCLC 适应症，ALKi 辅助治疗 HR 大幅降低，放化疗后三代 EGFR-TKI 巩固治疗改善生存期。双抗药物对 SCLC、驱动基因阴性 NSCLC 生存期改善明显，CD3/DLL3 三抗比 CD3/DLL3 双抗非头对头提升后线 SCLC 患者 ORR；NSCLC 中 PD-1/VEGF、PD-1/IL-2 双抗分别在一线、二线 PFS 获益明显。ADC 可替代化疗，EGFRxHER3、TROP2、c-MET、B7-H3、DLL3 等 ADC 得到临床验证。

➤

➤ PI3K α i、口服 ER SERD 改善 HR+/HER2-乳腺癌 PFS，HER2、TOP2 ADC 在后线乳腺癌优于化疗。HR+/HER2-乳腺癌中，PI3K α i 联合 CDK4/6i 和氟维司群改善 PIK3CA 基因突变乳腺癌患者预后；HER2 阳性乳腺癌中，HER2 双抗、HER2 双抗 ADC 在后线患者 ORR 分别为 48.1%、51.3%，6 个月 PFS 率

估计为 71%。口服 ER SERD 在 ESR1 突变 ER+/HER2-晚期乳腺癌患者中显著改善 PFS。ADC 为乳腺癌后线提供了新方案，TROP2 ADC 在后线 HR+晚期乳腺癌及 TNBC、HER2 ADC 在 HER2+低表达乳腺癌中 PFS 均优于化疗。



- **EGFR/MET 双抗、KRAS G12Ci 的联合疗法一线 CRC 探索，CAR-T、ADC 带来后线新疗法。**一线 CRC 中，EGFR/MET 双抗联合化疗在 RAS/RAF 野生型患者、KRAS G12Ci+EGFR 单抗+化疗在 KRAS G12C 突变患者中获益显著。后线 CRC 中，BRAFi 联合 EGFR 单抗 mOS 的 HR 降低 45%；GUCY2C CAR-T 在 pMMR mCRC 患者 I 期临床中 CRC 患者 ORR 为 26.3%。在 DL3(剂量 12×10^8)组中 ORR 为 40.0%；HER2 ADC 在 HER2 阳性 mCRC 患者中 ORR 为 37.8%。



- **重点公司：**针对靶向药耐药的小分子、双抗、ADC、CAR-T 等疗法正在开发，我们看好靶点全球前瞻布局，新分子开拓能力优秀的创新药企，相关公司：1) ADC：恒瑞医药、百利天恒、中国生物制药、科伦药业等；2) 小分子：百济神州、贝达药业、和黄医药、亚盛医药等；3) 双抗：信达生物、三生制药、君实生物、泽璟制药等。



- **风险提示：**临床研发失败风险，靶点竞争格局恶化风险、新药授权合作破裂风险、地缘政治及全球业务相关风险、复杂药物组分带来的超预期专利风险等。

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。本报告清晰准确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

