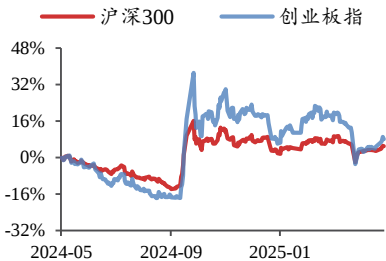


2025 年 05 月 12 日

开源晨会 0512

——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(%)
美容护理	1.408
银行	1.362
纺织服饰	0.722
公用事业	0.527
家用电器	0.435

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电子	-2.075
计算机	-1.956
国防军工	-1.866
传媒	-1.815
商贸零售	-1.627

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

- 【宏观经济】贵金属或支持核心 CPI 环比回升——宏观经济点评-20250511
- 【宏观经济】出口韧性或仍来自于——宏观经济点评-20250510
- 【宏观经济】Q1 货政报告专栏中的关键信息——一季度货币政策执行报告简评-20250510
- 【固定收益】关注专栏 4，防范长债的利率风险——央行一季度货币政策执行报告学习-20250511

【固定收益】4 月出口远超预期，初步验证“全球贸易动态平衡”——事件点评-20250510

行业公司

- 【建材】央行降准降息助楼市企稳，关注建材投资机会——行业周报-20250511
- 【煤炭开采】一揽子金融政策稳市场预期，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250511
- 【非银金融】核心考核转向投资者回报，公募行业马太效应强化——《推动公募基金高质量发展行动方案》学习-20250511
- 【地产建筑】将 REITs 纳入沪深港通标的，保障房 REITs 表现持续优异——行业周报-20250511
- 【食品饮料】白酒底部建议加配，大众品三条思路选股——行业周报-20250511
- 【计算机】持续布局 AI 核心产业方向——行业周报-20250511
- 【医药】TCE 实体瘤赛道更新，关注 Janux 和 Vir 积极进展——行业周报-20250511
- 【化工】4 月出口数据超预期，央行降准降息，建议加大化工龙头配置——化工行业周报-20250511
- 【银行】公募基金改革下的银行增配机遇——行业点评报告-20250511
- 【通信】海外巨头持续投入 AI，重视“海外+国产”算力——行业周报-20250511
- 【电力设备与新能源】低空经济行业周报 (5 月第 2 周)：沃兰特获 100 架 eVTOL 订单，小鹏汇天 PC 证正式获民航局受理——行业周报-20250511
- 【银行】存贷协调发展，“量价”渐趋平衡——2025Q1 央行货币政策执行报告学习-20250510
- 【煤炭开采】红利与周期双逻辑，煤炭攻守兼备——煤炭行业 2025 年中期投资策略-20250508
- 【银行】稳健红利底色，跟随复苏脉络——银行业 2025 年中期投资策略-20250508
- 【社服：银都股份(603277.SH)】业绩稳增持续分红，海外产能释放减少关税扰动——公司信息更新报告-20250509
- 【煤炭开采：兰花科创(600123.SH)】Q1 价跌致煤炭及煤化工盈利走弱，关注煤炭成长性——公司 2024 年报&2025 年一季报点评报告-20250509

研报摘要

总量研究

【宏观经济】贵金属或支持核心 CPI 环比回升——宏观经济点评-20250511

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

事件：4 月 CPI 同比-0.1%，预期-0.3%，前值-0.1%；PPI 同比-2.7%，预期-2.8%，前值-2.5%。

核心 CPI 环比回升动能或来源于贵金属

4 月 CPI 同比持平于前值，为-0.1%，环比由负转正，较前值上升 0.5 个百分点至 0.1%。

1、农产品需求边际改善，食品 CPI 环比由负转正

4 月 CPI 食品项环比由负转正，较前值上升 1.6 个百分点至 0.2%。蔬菜方面，供给相对平稳而需求回升，鲜菜 CPI 环比降幅收窄，往后看，蔬菜供给或将继续增加，蔬菜价格或将承压。猪肉方面，需求边际改善，猪肉价格环比降幅收窄，往后看，预计进口饲料与肉类价格上涨或将带动猪肉价格回升。

2、核心 CPI 环比回升动能或来源于贵金属

4 月 CPI 非食品环比较前值上升 0.3 个百分点至 0.1%。4 月核心 CPI 环比较前值上升 0.2 个百分点至 0.2%，在连续两个月低于季节性（2025 年 4 月季节性采用 2019、2021、2023-2024 年环比平均值）后重新回归季节性水平之上，但仅高于季节性 0.03 个百分点，从具体分项来看，仅家用器具、交通工具略超季节性，我们推测主要推动力或为其他用品及服务项中的贵金属饰品，而整体商品零售环比则低于季节性。

服务 CPI 持平于季节性。旅游价格环比大幅度回升属于旺季的季节性回升，其当月环比甚至低于季节性 0.28 个百分点，仅邮递服务、医疗服务略超季节性，表明服务消费动能仍有待提振。从 3 月社零金额来看，2025 年 3 月服务零售环比高于季节性

PPI 同比回落，能源、黑色价格延续回落，有色、建材价格韧性较强

4 月 PPI 同比较前值回落 0.3 个百分点至-2.5%，环比较前值回落 0.3 个百分点至-0.4%。

能源方面，供给边际宽松，原油价格承压，石油链产品价格环比仍为负；高库存弱需求，PPI 煤炭开采和洗选业环比仍为负。金属方面，需求不及预期，黑色环比较前值回落，美联储降息预期反复，有色价格震荡运行；基建开复工速度逐渐加快，非金属矿物制品业环比降幅收窄。

预计 5 月 CPI、PPI 同比均回落

CPI 方面，结合农产品批发价格指数等高频数据，我们预计 5 月 CPI 环比在-0.2%左右，同比或在-0.2%左右，再往后，关税政策或将推高大豆、猪肉等农产品价格，服务与实物消费或将平缓修复，CPI 同比或震荡上行，2025 年全年平均同比或在 0%-1%区间。PPI 方面，结合 CRB 现货指数等高频数据，我们预计 5 月 PPI 环比略有回升，同比回落，再往后，海外需求整体偏弱，国际定价大宗商品价格难有大幅上涨，或将震荡偏弱运行，2025 年全年平均同比或在-1%--2%区间。

风险提示：政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

【宏观经济】出口韧性或仍来自于——宏观经济点评-20250510

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

事件：以美元计，中国 4 月出口同比+8.1%，前值+12.4%；4 月进口同比-0.2%，前值-4.3%。

出口同比高增主要由间接抢出口带动

1.越南出口增速显著上行，抢转口与间接抢出口或仍在继续。(1)4月越南出口同比+21.0%，明显高于前值(+13.2%)；在美国进口关税提高10%背景下其出口增速不降反升，或存在抢转口与间接抢出口(抢转口为最终产品中转需求、间接抢出口为零部件需求，区别在于第三方地区是否进一步加工生产)支撑。(2)受抢转口与间接抢出口支撑，4月出口同比再超预期，但我们提示，外需仍处于周期性回落趋势中，当前出口高增速或不具备持续性，关税预期带来的抢出口抬高前期出口增速，对未来出口增速形成透支效应。

2.地区结构看，对美出口下降幅度较小，对东盟出口高增。

在145%名义税率提升幅度下，对美出口同比仅回落21.0%，而与越南出口大幅回升相对应，我国对东盟出口增速则大幅上升至20.8%。

假设在正常条件下对美出口货物在4月的30天中均匀分布，则表明在4月后20天中，145%名义税率提升幅度下，我国对美出口仅下降31%，或有三方面原因：(1)美国海关实际税率执行效果较差。(2)5月2日前，小额商品免税政策仍然生效，2024年，其占对美出口的比重约为4.4%。(3)美国对部分电子产业链产品实行关税豁免，2024年，其占对美出口的比重约为18.5%；此外仍有8.8%的其他商品对华进口依赖度超过80%，短期难以被替代。往后看，美国海关实际税率执行效果或有所提升，但豁免产品与部分不可替代品需求(约占对美出口总额的27.3%)或仍将存在。此外，近期美国港口集装箱船入境停靠数量并未出现明显下降，或表明美国对其他地区的抢进口尚未停止。

3.产品结构看，支撑出口的主要动力来源于间接抢出口。原材料、生产设备、零部件、汽车出口同比仍有韧性。需要注意的是，除汽车外，其他三类产品均为中间品、资本品，因此我们推测4月出口高增的主要动力为间接抢出口而非抢转口。

进口：同比有所回升

4月进口同比有所回升，较前值回升4.1个百分点至-0.2%，主因基数变动影响。后续来看，进口或受周期性与关税扰动因素影响而同比处于低位。

后续出口回落方向仍较为确定

1.出口金额数据与高频运输数据出现背离，或主因报关统计时间与运输时间错配。4月集装箱吞吐量向下波动幅度明显高于出口金额。历史上来看，在春节前后以及疫情前后出口数据易与高频运输数据产生背离，我们推测原因可能在于特殊时期内海关出口申报统计时间与集装箱船实际出港时间发生错配，依此逻辑判断，后期出口运输数据拟合值或将高估出口数据。

2.后续出口回落方向仍较为确定。美国进口关税变动节奏存在不确定性，因此短期出口波动节奏存在不确定性。但贸易景气度下行方向较为确定，因此出口回落方向较为确定。若基准假设为美国对其他地区90天关税豁免期结束后，其关税税率趋于稳定，则出口或将在7月前后大幅回落，同时5-6月出口同比增速大概率将低于3-4月。

风险提示：外需回落超预期，政策变化超预期。

【宏观经济】Q1 货政报告专栏中的关键信息——一季度货币政策执行报告简评-20250510

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

事件：5月9日，央行发布《第一季度中国货币政策执行报告》，简称“《报告》”。

进一步完善利率调控框架，持续推动社会综合融资成本下降

1、对国内外经济形势的判断：央行认为外部环境挑战加大。《报告》表示，外部环境更趋复杂严峻，世界经

经济增长动能不足，单边主义、保护主义加剧，地缘冲突持续存在；国内经济回升向好基础还需巩固。有效需求增长动力不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力。要“以高质量发展的确定性应对外部环境变化的不确定性”。要加紧实施更加积极有为的宏观政策，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性。

2、物价方面，央行认为短期随着扩大内需政策落地显效，市场需求加快释放，将更好支撑物价水平温和回升。中长期，随着我国经济结构转型和产业升级稳步推进，实体经济供求关系有望更加均衡，物价将保持平稳。

3、货币政策基调方面，宽松已落地，更强调利率政策执行。《报告》表示“进一步完善利率调控框架，持续强化利率政策的执行和监督，降低银行负债成本。”提出适时开展对金融机构定价能力的现场评估，促进金融机构提升利率定价能力，有效落实各项利率自律倡议，并研究扩大开展明示企业贷款综合融资成本工作的试点地区。我们认为央行当前或更注重强化政策利率到实体融资成本的传导效率，但“推动社会综合融资成本下降”或仍意味着还存在进一步货币宽松空间，取决于国内经济形势变化，不排除再度降准降息。此外，央行表示将关注国债收益率的变化，视市场供求状况择机恢复国债买卖操作。

六篇专栏揭示当下宏观政策思路转变

《报告》撰写六篇专栏，讨论了扩大消费是当前扩内需关键、利率政策重在执行和疏导、政府负债有扩张空间、提升物价应关注深层次供需问题等。

专栏一聚焦中期借贷便利的十年定位转变，MLF回归中期流动性投放工具。当前投放流动性的手段以期限分层，长期有降准、国债买卖；中期有MLF、买断式逆回购操作以及各类结构性工具；短期有7天逆回购、临时隔夜正、逆回购。

专栏二完善金融服务提振消费，尤其是服务消费。下一步的具体举措包括落实适度宽松的货币政策；研究出台金融支持消费的指导性文件，强化对旅游、住宿餐饮、文体娱乐、教育培训、居民服务等服务消费的高质量供给；优化消费信贷产品和服务；增强消费金融机构资金供给能力，例如研究适度提升消费类信贷资产证券化注册额度等。

专栏三是关于深化明示企业贷款综合融资成本试点工作，降低企业融资成本。通过要求银行会同企业填写“贷款明白纸”，保障企业知情权并尽可能争取优惠政策，合理降低融资成本。

专栏四讨论债券市场发展完善方向。央行指出，投资者行为、债券市场结构、税收制度等会影响债券市场利率形成，而我国债券市场定价效率、机构债券投资交易和风险管理能力仍有待提升。将继续完善公开市场一级交易商和做市商考核，优化市场结构。

专栏五对比了美日中的政府部门资产负债结构和我国政府债务扩张。美国政府相对负债，持有的金融资产有限，金融资产占GDP的23%；日本政府负债率显著更高（252%），金融资产规模也较高（134%）；而我国政府持有的总资产占GDP比重高于美日（166%），负债率仅为75%。在深厚的国有企业资产支撑下，我国政府负债有持续的扩张空间。

专栏六是有关物价调控思路的讨论。央行指出，我国当前有效需求不足的原因包括全球增长动能放缓、经济结构转型、以及居民消费恢复较慢。而供给端部分产业存在过度竞争。央行表示，如果需求相对于产出上升，货币扩张对物价会显现上拉影响，但在供过于求的失衡状态下，提振物价的关键在于扩大有效需求，畅通供需循环。当前价格调控思路，是“从以前的管高价转向管低价，从支持规模扩张转向高质量发展，从防垄断转向防无序竞争”。因此，货币流动性环境保持适度宽松的同时，要着力疏通货币政策传导。

风险提示：经济超预期下行、政策执行不及预期。

【固定收益】关注专栏4，防范长债的利率风险——央行一季度货币政策执行报告学习-20250511

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

2025 年 5 月 9 日，央行发布 2025 年第一季度中国货币政策执行报告。

央行重启“国债买卖”概率较低

央行一季度货币政策报告提出，“阶段性暂停国债买卖操作，视市场供求状况择机恢复操作”，引发市场对恢复国债买卖操作的预期。我们认为，概率较低。

(1) 报告中该段明确提出，“10 年期国债收益率一度跌破 1.6% 的历史低位，阶段性暂停在公开市场买入国债”。2025 年一季度 10 年国债收益率最低为 1.5958%，5 月 9 日仅为 1.6351%，与当时基本接近，如果此时重启，当时就没必要暂停。

(2) 虽然报告中提到“视市场供求状况择机恢复操作”，但实际上 1 月 10 日“中国人民银行决定阶段性暂停在公开市场买入国债”的公告中，已经讲过“后续将视国债市场供求状况择机恢复”。一季度货币政策执行报告只是重复了该公告的内容，并没有新增信息。

(3) 报告的专栏 1 介绍货币政策工具中提到“长期有降准、国债买卖”，即国债买卖是替代降准的，但当前已经降准，意味着短期内或不需要用“国债买卖”投放长期流动性。

我们认为，“国债市场供不应求状况、债券收益率大幅上行”没有改变之前，央行或无重启买入国债的必要性。

重点关注专栏 4，警惕长债的利率风险

我们认为，需要重点关注此次货币政策执行报告的专栏 4：该专栏从债券市场建设、健康发展的高度，提出了长久期债券的利率风险的问题。

(1) 专栏提到，“债券市场利率不仅关系社会筹资成本，也关系到整个金融市场的稳定发展”，即债券收益率下行，有助于降低社会融资成本下降，但是，长期限国债的利率风险，可能影响金融市场的稳定。

因此专栏提出，“当市场利率改变时，二级市场交易价格会反向波动，面临利率风险。尤其是长期限国债因利率敏感性较高。从国际上看，2023 年硅谷银行事件也是利率风险的典型案例。”

(2) 专栏定调，“当前我国债券市场定价效率、机构债券投资交易和风险管理能力仍有待提升”。即当前债券市场定价或存在风险，机构投资者的交易和风险管理能力有待提升。

(3) 专栏提出，“投资者行为、债券市场结构、税收制度等，均会一定程度影响债券市场利率的形成和传导”。

投资者行为方面：“债券持有量比重较低和风控管理能力相对较弱的中小金融机构和理财资管产品交易量占比超过 80%”，即对中小金融机构、理财资管产品的定调是，风控管理能力相对较弱；

债券市场结构方面：“长期国债等少数活跃债券交易活跃度不断上升，成为各类资金追捧的主要对象，容易引发羊群效应和市场单边波动”，即市场描述是，羊群效应、市场单边波动；

税收制度方面：“公募基金和理财资管产品交易价差又有税收减免优势，短期交易意愿也会更强，一些不免税的公司债等还可能对标免税的国债利率水平”。

(4) 专栏指出，“加强债券市场建设和宏观审慎管理，对防范系统性风险十分重要”。意味着，当前债市的利率风险、定价效率或涉及“系统性风险”层面。

(5) 专栏指出，“下一步，中国人民银行将继续完善公开市场一级交易商和做市商考核，加强投资者利率风险管理，优化债券市场结构及制度安排，促进债券市场功能进一步增强”。国有大行作为一级交易商，应该引导债券市场合理定价和平抑市场波动，当国债市场供不应求状况时，应该增加债券市场二级供给。

(6) 此外，如何“加强投资者利率风险管理，优化债券市场结构及制度安排”，该专栏没有明确说明，等待后续增量信息。

债市将迎来 2025 年第二次“自我校正”

通常来讲，央行货币政策执行报告的专栏，是央行当前重点关注的内容。

专栏 4 表明，尽管“稳增长、促通胀”是当前政策重心，但“防范系统性风险”，即债市特别是长久期债券利率风险，同样是央行的重要目标。

我们认为，“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况”的核心是形成“正常向上倾斜的收益率曲线”，当前债券收益率曲线显著平坦、甚至倒挂，需要提高“债券市场定价效率”。

央行或采取宏观审慎的监管措施，例如“完善公开市场一级交易商和做市商考核”，更重要的是，关税战的冲击或小于市场预期，4-5 月是关税冲击的高峰，同时一揽子稳增长政策已经实施，之后经济或趋势性回升，推动 2025 年债券市场的第二次“自我校正”。（潘行长将一季度债市调整定性为“自我校正”）。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【固定收益】4 月出口远超预期，初步验证“全球贸易动态平衡”——事件点评-20250510

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 梁吉华（分析师）证书编号：S0790523110002

4 月出口数据超预期，对美出口大幅下行

4 月中国出口同比+8.1%，出口增速超预期。4 月出口表现与交通运输部港口高频数据一致：只有 4 月中旬的当周冲击较大，之后已经明显回升。4 月中国出口同比也与韩国出口同比表现一致：4 月韩国出口同比 3.7%，高于 3 月的 3.1%。

中国对美出口已经大幅下行。市场认为 4 月出口超预期是因为贸易争端还未体现，但并非如此，4 月对美出口同比大幅下行超过 20%，已经体现带来的冲击。

市场测算的出口拖累或有一定偏差

市场测算出口冲击，都是用 2019 年对美出口下行的弹性系数，方法是：

（1）2019 年对美出口下降 12%，当时关税是 10%左右，所以弹性系数 1 左右；（2）现在关税远超 50%，按照 1 的弹性系数，所以对美出口下降 50-70%；

（3）中国对美出口每年 5200 亿美元，约 3.8 万亿人民币，按照下滑 50%-70%，拖累 1.9 万亿-2.6 万亿，占中国 135 万亿 GDP 的 1.4-2%。

这就是市场所谓的贸易争端拖累中国 GDP1.0-2.0%的来源。

上述测算最大的问题是：2019 年中国对美出口确实大幅下降，但是中国 2019 年总出口增速，远高于其他国家。2019 年中国出口同比 0.5%，显著高于 2019 年韩国的-10%、德国的-4.5%。2019 年贸易争端针对的是中国，不是韩国、德国，但中国出口却远好于韩国、德国。

我们认为，2019 年全球各国（包括中国）总出口较 2018 年下行，根源是全球制造业 3-4 年周期性，即 2012、2015-2016、2019、2022-2023 是出口下行周期低点。中国 2019 年出口下行，是源于周期性下行，而不是中美贸易争端。用 2019 年对美出口下行静态测算的贸易争端影响是错误的，要看的是总出口，而不是对美出口；与其他国家 2019 年总出口对比，中美贸易争端的影响几乎可以忽略不计。

“全球贸易动态平衡”模型

我们提出，“全球贸易动态平衡”模型：美国从中国进口大幅下降——美国总需求不会大幅下降——美国难以自己生产——美国从其他国家进口大幅上升——其他国家原本自产自销的产品卖给美国——其他国家生产难以弥

补自己的缺口——其他国家从中国进口大幅增加。

上述逻辑推演，一种解释是：2019 年，中国对美出口，确实大幅下行；但是，2019 年中国总出口增速，却好于没有贸易争端的其他国家。

另外一种解释是“转出口”的常态化。如果关税战的最终结果是：中美互相高关税，比如 50%；美国与其他国家相对低关税，比如 10-20%；那么还是 2019 年之后的类似情况：中国会常态化增加对其他国家出口，同时其他国家会常态化增加对美出口，结论不变，还是全球贸易达成新的动态平衡。

两种解释是一样的，贸易争端最终对中国的拖累，只取决于美国总需求下降多少；美国总需求下降 50-70%，可能性较小。中国对美出口大幅下行，但是中国总出口增速不一定显著下行，对 GDP 的拖累，可能远远小于市场预期的 1.5-2.0%。

提示关注债市收益率上行，看多转债市场

“5.7”发布会表明，政策的“底线思维”比我们预期的还要强：对内，要确保实现全年目标；对外，要向全球以及美国证明，中国并不依赖美国需求，增加中美谈判的底牌。

对于转债：内需加速回升的概率很大；外需好于市场预期的概率也很大；因此，我们看好转债，转债表现或类似 2020-2021：节奏上，外部冲击大跌—震荡上涨—加速、新高；结构上，先涨内需，后涨外需。

当前债市定价的是：出口必然大幅下行（实际不一定）——经济必然大幅下行（实际内需可能超预期+外需可能好于预期）——迟早会大幅降息（实际难度或很大）；因此，我们提示债市风险：债市将出现，2025 年的第二次“自我校正”（潘行长对一季度债市的评论）。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期；历史表现不代表未来。

行业公司

【建材】央行降准降息助楼市企稳，关注建材投资机会——行业周报-20250511

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

央行降准降息助楼市企稳，关注建材投资机会

5 月 7 日，央行于国新办举行的新闻发布会上宣布重磅消息，降准 0.5 个百分点，预计向市场提供长期流动性约 1 万亿元，同时降低政策利率 0.1 个百分点，政策利率的下调预计带动 LPR（贷款市场报价利率）同步下行，住房商业贷款利率有望进一步下探。尤为引人关注的是，个人住房公积金贷款利率下调 0.25 个百分点，调整后，5 年期以上首套房利率由 2.85% 降至 2.6%，其他期限的利率也同步调整。截至 5 月 8 日，北京、西安等多地已跟进下调。此次央行降准降息组合拳，旨在支持刚性住房需求，助力房地产市场止跌回稳。通过降低公积金贷款利率，减轻购房者还款负担，提高购房意愿，释放住房消费潜力；政策利率带动 LPR 下行，有助于缓解房企融资压力，稳定房地产市场的有效供给。从长远看，随着政策效果逐步显现，有望促进房地产市场的平稳健康发展，进而带动建材需求企稳回升。

消费建材板块推荐：三棵树（渠道下沉，零售扩张）、东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高）、坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，多元化扩张涂料、防水板块业务）等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%，预计会加快节能降碳与能用设备的迭代更新。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。“对等关税”有望利好在海外有生产基地的玻纤龙头择时提价，进而巩固玻纤盈利优势。LowDk 电子布相关产业链关注度升温，产品主要应用于 5G 通信、人工智能（AI）、IC 封装、智能手机、高速数据中心、航空航天等领域。玻纤板块推荐：中国巨石；受益标的：中材科技、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”

政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，药用玻璃板块推荐：力诺药包、山东药玻。

本周（2025年5月5日至5月9日）建筑材料指数上涨2.55%，沪深300指数上涨2.00%，建筑材料指数跑赢沪深300指数0.55pct。近三个月来，沪深300指数下跌1.88%，建筑材料指数上涨1.77%，建材板块跑赢沪深300指数3.65pct。近一年来，沪深300指数上涨4.91%，建筑材料指数下跌4.27%，建材板块跑输沪深300指数9.18pct。

板块数据跟踪

水泥：截至5月9日，全国P.O42.5散装水泥平均价为323.68元/吨，环比下跌2.75%；水泥-煤炭价差为235.28元/吨，环比下跌2.71%；全国熟料库容比63.24%，环比下降0.56pct。

玻璃：截至5月9日，全国浮法玻璃现货均价为1319.00元/吨，环比下跌12.00元/吨，跌幅为0.90%；光伏玻璃均价为135.16元/重量箱，环比下跌3.91元/重量箱，跌幅为2.81%。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为15.03元/重量箱，环比上涨2.47%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为12.05元/重量箱，环比下跌1.11%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为13.64元/重量箱，环比下跌4.38%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为80.60元/重量箱，环比下跌4.78%。

玻璃纤维：无碱2400tex直接纱报3700-4500元/吨（个别厂报价较高），无碱2400texSMC纱报4800-5000元/吨，无碱2400tex喷射纱报5500-6600元/吨，无碱2400tex毡用合股纱报4600-5400元/吨，无碱2400tex板材纱报4800-5400元/吨，无碱2000tex热塑直接纱（普通级）报4100-4500元/吨。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至2025年5月9日，原油价格为63.80美元/桶，周环比上涨3.79%，较2025年年初下跌16.85%，同比下跌23.52%；沥青价格为4290元/吨，周环比持平，较2025年年初下跌2.28%，同比下跌5.09%；丙烯酸价格为6750元/吨，周环比持平，较2025年年初下跌13.46%，同比上涨0.75%；钛白粉价格为14740元/吨，周环比持平，较2025年年初上涨3.08%，同比下跌9.57%。

风险提示：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【煤炭开采】一揽子金融政策稳市场预期，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250511

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：一揽子金融政策稳市场预期，否极泰来重视煤炭配置

（1）动力煤方面：从价格端来看，本周动力煤港口价格小跌，截至5月9日，秦港Q5500动力煤平仓价为630元/吨，环比下跌20元/吨，跌幅3.08%；CCTD动力煤现货价（Q5500）为643元/吨，环比下跌14元/吨，跌幅2.13%。从供给端来看，国内生产方面，晋陕蒙煤矿开工率整体延续微跌趋势，截至5月4日，晋陕蒙三省442家煤矿开工率81.1%，环比下跌0.3个百分点；进口方面，截至5月9日，进口印尼3800大卡华南到岸价为444元/吨，较同品种内贸煤价格优势为-19元/吨，进口澳洲5500大卡华南到岸价为678元/吨，较同品种内贸煤价格优势为-4元/吨，随着内贸煤价格延续下跌，当前内贸煤与进口煤价格倒挂进一步加深，2025年4月中国进口煤炭3782.5万吨，同比-16.41%，环比-2.34%，2025年1-4月累计进口煤炭15267.1万吨，同比-5.3%，5月以来内外价差持续倒挂，进口煤量或延续减少趋势。从库存端来看，截至5月9日，环渤海港库存3305.1万吨，环比上涨201.8万吨，涨幅6.5%，大秦线检修完成后随着发运量提升叠加需求相对疲弱，港口库存大涨进一步压制煤炭价格。从需求端来看，截至5月8日，沿海八省电厂日耗合计173.4万吨，环比上涨23.5万吨，甲醇开工率84.1%，环比上涨3.8pct，尿素开工率87.35%，环比上涨0.58pct，水泥开工率44.13%，环比下跌4.17pct，当前动力煤需求呈现出电煤采购需求尚未启动、煤化工需求持续高涨、建材需求环比下滑的特点。（2）炼焦煤方面：从价格端来看，截至5月9日，京唐港主焦煤报价1320元/吨，环比下跌60元/吨，跌幅4.35%。从需求端来看，截至5月9日，国内主要钢厂日均铁水产量245.7万吨，周环比上涨0.2万吨，涨幅0.09%，国内主要钢厂盈利率58.9%，周环比+2.6pct，当前焦煤下游趋势仍相对旺盛，但未来关税对钢铁需求影响仍存在不确定性。从政策端来看，国务院新

闻办公室于5月7日举行新闻发布会，中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会三部门负责人介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，主要政策包括降低存款准备金率0.5个百分点、下调政策利率0.1个百分点、下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点、降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点、加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度等，有利于持续巩固房地产市场的稳定态势。

投资逻辑：煤炭黄金时代2.0，煤炭核心价值资产有望再起

煤炭股稳健红利投资逻辑：当前国内经济运行偏弱，海外面临特朗普上台之后关税政策打压，美国处于降息周期且国内利率也进入下行通道，煤炭稳健红利仍可配置，此外保险资金已在24年11月底完成考核，当前已开始新的布局期，煤炭等红利板块且国资背景风险小，或成为险资布局的首选方向。煤炭股周期弹性投资逻辑：3月两会召开之后，无论动力煤还是炼焦煤价格均处于低位，随着供需基本面的持续改善，两类煤种有望企稳反弹，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤是完全弹性；当前宏观政策已表现力度很大，市场更期待政策落地后反映在需求上的真实效果，2025年“两会”之后，政策方案落实以及开春施工季的来临，煤炭的需求和价格均有望体现出向上趋势，煤炭股周期属性将显现。煤炭板块有望迎来重新布局的起点：一是宏观政策利多和资本市场支持力度。2024年9月24日以来，高层持续出台稳增长政策，降准降息，且加大房地产的支持政策，力度和密集程度高于以往，且强化对资本市场的重视和政策支持；二是高分红且多分红已成趋势。2024年以来多家上市煤企公告中期分红方案（兖矿能源/陕西煤业/电投能源/冀中能源/上海能源/中煤能源/辽宁能源），凸显2024年市值管理改革对央企国企分红的促进作用；煤炭板块作为国资重地，积极响应政策号召，且有从央企向地方国企推开之势，未来分红比例及频次均有望持续提升，煤炭板块高分红高股息投资价值更加凸显。三是产业资本入局预示行情底部来临。2024年下半年来，广汇能源、兖矿能源、平煤股份、淮北矿业等相继披露股东增持和上市公司回购方案，或预示产业资本认可当前为板块价值底部，且增持成本显著低于一级市场购买或二级资产注入，复盘历史股东增持后市场表现，后续股价上行概率或明显提高。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，红利逻辑：【中国神华、陕西煤业、中煤能源（分红潜力）】；主线二，周期逻辑：【平煤股份、淮北矿业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【广汇能源、新集能源】。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险。

【非银金融】核心考核转向投资者回报，公募行业马太效应强化——《推动公募基金高质量发展行动方案》学习-20250511

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

推动行业机构“重规模”向“重回报”转变，形成行业高质量发展的“拐点”

本次政策校正行业发展定位，以投资者最佳利益为核心的理念，将改革贯穿于公司治理、产品发行、投资运作、考核机制等基金运营管理全链条，推动公募基金行业实现高质量发展，力争用三年左右时间，推动各项举措落地见效，形成行业高质量发展的“拐点”。主要包括：（1）优化主动管理权益类基金收费模式，推行与基金业绩表现挂钩的浮动管理费率收取模式，业绩明显低于比较基准的，须少收管理费。（2）强化基金公司与投资者的利益绑定。将业绩比较基准对比、基金利润率等直接关乎投资者利益的指标引入考核体系，相应降低产品管理规模排名、基金公司收入利润等指标的考核权重。对产品中长期业绩差的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降。（3）提升行业服务投资者的能力。（4）提高公募基金权益投资的规模和稳定性。强化基金产品业绩比较基准的约束力，对基金投资业绩全面实施三年以上长周期考核。（5）一体推进强监管防风险促高质量发展。

资本市场稳定性有望提升，公募行业马太效应强化

（1）“基准约束-利益绑定-长周期激励”三重机制推动资本市场稳定性提升，提升投资者获得感有望驱动公募行业口碑回暖。政策强调业绩比较基准的约束作用，以此评价产品业绩优劣并通过浮动管理费改革、基金经理绩效薪酬考核改革对基金公司与基金经理行为进行约束，强化其自身利益与投资者绑定。该约束作用利好资本市场，即通过改善产品风格漂移、投资行为短视的现象，驱动市场稳定性提升，市场价值投资风格有望强化，进而吸引长期资金入市，投资者结构有望进一步优化。对于公募行业而言，公募行业业绩评价标准明确，提升评价体系的

透明度并强化与投资者的利益绑定，有望提升投资者获得感，驱动行业形象与口碑回升。(2)从“重规模”向“重回报”转变，公募行业分化加速，马太效应增强。上述基准约束打破以往“旱涝保收”的模式，倒逼基金公司重视投资者回报而非单纯的 AUM 扩张。政策支持优质头部基金公司业务创新发展，支持中小机构特色化、差异化发展，核心投研能力是创造投资者回报的关键，头部公司在投研团队做大做强方面有更强的资源优势，资产管理和综合财富管理能力更强，我们预计公募基金行业进一步向头部集中，中小机构需寻找差异化发展突破口。(3)基金销售渠道费用进一步优化，推动基金投顾发展。政策明确稳步降低投资者成本，出台《公募基金销售费用管理规定》，合理调降公募基金的认申购费和销售服务费。同时提到了要建立基金销售机构分类评价机制，对分类评价结果靠前的基金销售机构，在产品准入、牌照申请、创新业务等方面依法优先考虑。启动行业机构投资者直销服务平台正式运行，出台相关政策，促进基金投顾业务规范发展。

非银板块机构低配，行业基本面向好，看好结构性机会

非银板块机构低配，行业基本面向好，有望受益于基金产品基准修订、风格纠偏带来的资金回归。2025Q1 末主动型基金重仓股中券商板块占比 0.53%，相对 A 股低配 3.95pct，保险板块占比 0.62%，相对 A 股低配 1.19pct。

(1) 券商：宏观层面稳经济稳股政策态度积极，个人投资者活跃度提升利好券商和金融信息服务业务，年报和 1 季报业绩展现高景气，板块估值仍在低位，看好板块机会。(2) 保险行业负债端有望稳健增长，分红险占比持续提升，负债成本持续回落，关注权益弹性和经济复苏催化。

推荐标的组合：江苏金租，中国财险；香港交易所，指南针，东方证券，东方财富，财通证券；中国人寿，中国太保。

受益标的组合：国信证券，九方智投控股，中国银河，招商证券，同花顺，新华保险。

风险提示：政策落地效果具有不确定性；全球关税政策变化对我国资本市场的影响具有不确定性。

【地产建筑】将 REITs 纳入沪深港通标的，保障房 REITs 表现持续优异——行业周报-20250511

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

将 REITs 纳入沪深港通标的，保障房 REITs 表现持续优异

2025 年第 19 周，中证 REITs（收盘）指数为 848.41，同比上涨 5.59%，环比上涨 0.28%；中证 REITs 全收益指数 1062.05，同比上涨 11.94%，环比上涨 0.39%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 4.18 亿份，同比下降 12.37%；成交额达 17.73 亿元，同比下降 8.56%；区间换手率 2.17%，同比下降 43.64%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+2.35%、-0.11%、-0.39%、+0.46%、+1.57%、+0.23%、+0.84%；一月涨跌幅分别为+2.68%、-2.76%、-0.34%、-4.44%、+4.28%、-1.34%、+3.96%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

积极支持文旅消费 REITs 发行，将 REITs 纳入沪深港通标的

证监会：进一步丰富产品供给。推进期货期权向合格境外投资者开放，支持境内外期货交易所扩大商品期货结算价授权合作。深化交易所债券市场对外开放，将 REITs 等纳入沪深港通标的。广东：广东省人民政府办公厅发布关于印发广东省提振消费专项行动实施方案的通知，其中内容提到，用足用好中央预算内资金、地方政府专项债券、超长期特别国债等政策资金，加力支持教育医疗、技能培训、养老托育、文旅体育等领域项目建设，补齐公共服务短板。积极支持符合条件的文旅等消费领域项目发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）。

一周行情：保障房 REITs 单周上涨 2.35%，单月累计上涨 2.68%

2025 年第 19 周，中证 REITs（收盘）指数为 848.41，同比上涨 5.59%，环比上涨 0.28%，2024 年年初至今累计上涨 12.16%，同期沪深 300 指数累计上涨 12.1%，累计超额收益+0.06%；中证 REITs 全收益指数 1062.05，同请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

比上涨 11.94%，环比上涨 0.39%，2024 年年初至今累计上涨 23.24%，同期沪深 300 指数累计上涨 12.1%，累计超额收益+11.14%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为 +2.35%、-0.11%、-0.39%、+0.46%、+1.57%、+0.23%、+0.84%；一月涨跌幅分别为+2.68%、-2.76%、-0.34%、-4.44%、+4.28%、-1.34%、+3.96%。

一级跟踪：14 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 19 周，共有 14 只 REITs 基金等待上市，本周中金唯品会奥特莱斯封闭式基础设施证券投资基金首发申请已申报，发行市场保持活跃。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【食品饮料】白酒底部建议加配，大众品三条思路选股——行业周报-20250511

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

核心观点：承压基调下的边际改善

5 月 5 日-5 月 9 日，食品饮料指数涨幅为 1.8%，一级子行业排名第 19，跑输沪深 300 约 0.2pct，子行业中保健品（+5.1%）、烘焙食品（+4.2%）、预加工食品（+2.5%）表现相对领先。上市公司财报披露结束后，市场进入业绩真空期，市场风险偏好提升，食品饮料跑输大盘。往 2025 年全年展望，食品饮料行业主线仍是消费复苏。2025 年我们更多期望经济活跃度提升带来商务消费提振，以及消费力提升带来消费升级表现。产业层面白酒企业已进入深度调整期，行业需求下行的结果已由终端经渠道传导至厂家，体现为酒企公司报表业绩增速放缓。目前看白酒动销分化更加明显，一方面以茅台为代表的高端白酒与以今世缘、古井贡酒为代表的大众白酒表现较好；另一方面渠道已经深度调整的酒企动销层面已有边际向好趋势。考虑到 2025H2 后酒企将面临低基数环境，婚宴市场的修复、商务需求的边际转暖，以及叠加可能出现的刺激消费政策的加持，预计年内白酒市场环境可能稳中有升。当前白酒市场预期普遍偏低，我们建议可以逢低加大配置。大众品可以选择交易策略三条主线：一是把握渠道改革与新品红利。商超渠道调改是重要契机，改革其中一项是更加注意商超选品。零售业态自身以渠道力去主动匹配品牌供应商，要求供应商具备较强的品牌力、产品力以及创新能力。而产品差异化、品类丰富度可能成为更重要的考量条件，子行业龙头、品牌企业可能受益，推荐甘源食品、受益标的盐津铺子等。二是我们预判年内餐饮可能会有小幅度复苏，婚宴的修复以及类似消费券等外部刺激可能会为餐饮带来增量，餐饮相关产业链如啤酒、调味品、速冻食品等行业可适当予以关注。三是仍然延续成本红利逻辑，可以寻找年内成本仍处下行区间，利润预期显著改善的品种，如糖蜜价格持续下行推动安琪酵母利润持续释放、燕麦价格走低带来西麦食品利润率提升等。

推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、甘源食品、西麦食品

（1）山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。（2）贵州茅台：公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。（3）甘源食品：公司持续保持营收稳定增长，出海战略初见成效，看好公司出海战略下的中长期发展。（4）西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【计算机】持续布局 AI 核心产业方向——行业周报-20250511

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

市场回顾：

本周（2025.5.6-2025.5.9），沪深 300 指数上涨 2.00%，计算机指数上 1.92%。

周观点：持续布局 AI 核心产业方向

多家美股 AI 应用业绩超预期，产业趋势不断兑现

多家美股 AI 应用公司一季度业绩及全年业绩指引超预期，带动股价涨幅亮眼，AI 产业趋势持续验证。AI 营销领域，AppLovin 一季度 EPS 为 1.67（预期 1.46）美元；一季度营收 14.8 亿（预期 13.8 亿）美元，其中 AI 广告引擎模型 AXON 驱动广告收入同比增长 71%至 11.6 亿美元。AI 教育领域，得益于 AI 驱动的 DuolingoMAX 订阅量超预期增长，Duolingo 一季度业绩超预期并上调 2025 年业绩指引，财报发布后收盘价涨幅超 21%。AI 医疗领域，Tempus AI 一季度 EPS 为 -0.24（预期 -\$0.26）美元；收入 2.56 亿（预期 2.49 亿）美元，增长主要来自 AI 驱动基因组学和数据服务部门的增长，同时 Tempus 上调 2025 财年全年收入指引至 12.5 亿美元，同比增长约 80%。

大模型持续迭代，AI 应用场景加速渗透

5 月 6 日，谷歌 DeepMind 团队发布 Gemini2.5Pro “I/O”，为 3 月发布的多模态大语言模型 Gemini2.5Pro 的升级版本，在多个指标登顶 AI 排行榜 LMArena。5 月 8 日，阿里 AI 应用旗舰夸克发布新产品“深度搜索”，通过深度思考能力、智能检索技术和精准回答功能，为用户“高搜商”地解决多样化复杂问题，此外夸克 AI 超级框同时迭代“图片智能处理”功能，未来夸克还将推出思考能力更强、调用 Agent 更多以及能提供专业报告的新产品。5 月 9 日，腾讯混元团队发布并开源全新的多模态定制化视频生成工具 HunyuanCustom。HunyuanCustom 融合了文本、图像、音频、视频等多模态输入生成视频的能力，是一款具备高度控制力和生成质量的智能视频创作工具。模型能力快速迭代，有望加速 AI 应用繁荣。

投资建议

建议重视中美共振的 AI Agent 产业崛起趋势。应用推荐金山办公、科大讯飞、卓易信息、同花顺、中科创达、合合信息、鼎捷数智、拓尔思、金蝶国际、焦点科技、税友股份、上海钢联、致远互联、普元信息等，受益标的包括海天瑞声、博彦科技、石基信息、汉得信息、赛意信息、泛微网络、用友网络、每日互动、高伟达、汉王科技、金桥信息、汉仪股份、三六零、万兴科技、润达医疗、彩讯股份、福昕软件等。

算力领域，推荐中科曙光、淳中科技、海光信息、浪潮信息等，受益标的包括寒武纪、紫光股份、工业富联、景嘉微、远东股份等；华为昇腾生态，推荐神州数码、软通动力等，受益标的包括高新发展、广电运通、烽火通信、拓维信息等。

风险提示：产业落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险等。

【医药】TCE 实体瘤赛道更新，关注 Janux 和 Vir 积极进展——行业周报-20250511

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 石启正（联系人）证书编号：S0790125020004

TCE 实体瘤赛道更新，关注 Janux 和 Vir 积极进展

Janux 和 Vir 更新了其 TCE 实体瘤管线的开发计划，进展比较积极。其中 Janux 宣布 JANX007（PSMA/CD3）将进入 1b 扩展期试验，率先入组 taxane-naïve 患者，标志着 TCE 进军实体瘤前线适应症。此外，该 1b 扩展期试验还包括其他三项队列，详见表格。与此同时，Janux 公司还选择了一项 CRS 缓解策略试图去保持 JANX007 的 CRS 安全画像（具体细节未披露）。我们认为，TCE 若想进入前线治疗，保持或者进一步降低 CRS 的发生率是至关重要的必要条件。Vir 公司已在 CT 官网登记了 VIR-5525（EGFR/CD3）的 FIH 试验，单药或联合 Pembrolizumab 治疗 EGFR 表达 NSCLC，预计本月正式启动。Vir 公司 TCE 实体瘤管线布局全面，目前包括 VIR-5518（HER2/CD3）、VIR-5500（PSMA/CD3）和 VIR-5525。

5月第2周医药生物上涨1.01%，医疗设备涨幅最大

2025年5月第2周国防军工、通信行业涨幅靠前，房地产、电子行业涨幅靠后。本周医药生物上涨1.01%，跑输沪深300指数1pct，在31个子行业中排名第26位。本周医疗设备板块涨幅最大，上涨1.98%；医疗耗材板块上涨1.68%，中药板块上涨1.52%，其他生物制品板块上涨1.36%，医药流通板块上涨1.33%；线下药店板块跌幅最大，下跌1.65%，医疗研发外包板块上涨0.37%，血液制品板块上涨0.42%，医院板块上涨0.45%，化学制剂板块上涨0.6%。

推荐及受益标的

推荐标的：制药及生物制品：泽璟制药-U、诺诚健华、科伦博泰生物-B、一品红、和黄医药、海思科、艾力斯、艾迪药业、人福医药、恩华药业、京新药业、健康元；中药：东阿阿胶、江中药业、天士力、济川药业、羚锐制药、悦康药业、方盛制药、佐力药业；科研服务：昊帆生物、毕得医药、百普赛斯、皓元医药、海尔生物、奥浦迈、阿拉丁；原料药：普洛药业、健友股份、华海药业、奥锐特、博瑞医药；医疗器械：奥泰生物、安杰思、英科医疗、万孚生物、可孚医疗、圣湘生物、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜、康拓医疗；CXO：药明康德、药明合联、药明生物、诺泰生物、博腾股份、泓博医药；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、海吉亚医疗、锦欣生殖；零售药店：益丰药房。

风险提示：产品临床研发失败、产品安全性风险、行业竞争格局恶化

【化工】4月出口数据超预期，央行降准降息，建议加大化工龙头配置——化工行业周报-20250511

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 宋梓荣（联系人）证书编号：S0790123070025

本周行业观点：出口数据超预期，央行降准降息，建议加大化工龙头配置

4月出口数据超预期。根据国家统计局数据，2025年前4个月，我国货物贸易进出口总值14.14万亿元，同比增速继续上行至2.4%，较一季度加快1.1个百分点。其中4月单月进出口总值、出口额、进口额同比增速全部实现正增长。央行降准降息，经济有望企稳。根据国家统计局数据，4月份，居民消费价格指数（CPI）同比下降0.1%。工业生产者出厂价格指数（PPI）环比下降0.4%，降幅与上月相同，同比下降2.7%。由此看出，国内宏观数据仍较为疲软。根据新华社报道，中国人民银行决定，自2025年5月15日起，下调金融机构存款准备金率0.5%；从5月8日起，公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.5%调整为1.4%；2025年5月8日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.1%和2.6%。央行行长潘功胜介绍，五年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%，有利于支持居民家庭刚性住房需求，促进房地产市场止跌企稳。根据我们统计的2025年一季报情况，多数龙头公司业绩已率先实现环比增长，随着央行政策工具发力，我们认为经济有望逐步企稳，建议超配化工优质白马。

本周行业新闻：广西心连心绿色大化工新材料项目开工

据化工在线报道，5月6日，广西心连心化学工业有限公司绿色大化工新材料项目举行开工仪式，正式进入全面开工阶段。心连心绿色化工新材料项目总投资219亿元，总占地约4500亩，一期项目投资约119亿元，占地2515亩，主要包括合成氨、尿素、高效复合肥等产品，计划2026年底完成建设。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份等；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】远兴能源、三友化工等；【其他】黑猫股份、振华股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：

瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：彤程新材、阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、川发龙蟒、湖北宜化等；【硅】新安股份；【纯碱&氯碱】中盐化工、新疆天业等。【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】华锦股份等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注 1。

【银行】公募基金改革下的银行增配机遇——行业点评报告-20250511

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 朱晓云（分析师）证书编号：S0790524070010

明确长期业绩考核导向，强化业绩比较基准约束力

2025.05.07 证监会发布《推动公募基金高质量发展行动方案》（以下简称“行动方案”），明确了以基金收益为核心的考核体系，淡化短期交易业绩，解决行业“基金赚钱、基民不赚钱”的特殊现象。此外，“行动方案”显著强化了业绩比较基准的约束力，监管后续将制定业绩比较基准监管指引，修正相关基金产品风格漂移的问题，加之基于比较基准的浮动管理费模式，未来产品的基准选择会更加审慎。这些可能使得基金经理的风格偏长期化，对于相较业绩比较基准明显低配的行业及权重股，其配置比例或将有所提高，低波含权产品或将迎拓展机遇。

2025Q1 末主动权益持仓银行股比例 3.75%，相较沪深 300 低配约 10pct

银行板块在主动权益持仓中长期低配，2025Q1 末主动权益基金持仓银行股占比 3.75%，环比 2024Q4 末下降 0.23pct。截至 2025.05.10，普通权益基金中挂钩基准为沪深 300 的有 23.2%，中证 800 的有 15.6%，中证 500 的有 7.76%，对标市场上这三种有代表性的业绩比较基准，截至 2025Q1 银行板块分别低配 9.92pct、低配 7.01pct、超配 1.69pct。从个股来看，截至 2025Q1 主动权益基金持有银行市值前五为招行（135 亿元）、宁波（61 亿元）、江苏（47 亿元）、成都（46 亿元）、工行（33 亿元），其中招行和工行分别较沪深 300 低配 2.1pct、1.1pct，其他银行中兴业、交行、农行也明显低配。

中长期资金入市+相对指数低配+股息稳定，银行股仍有上行动力

银行股的上行动能由 ROE--PB 驱动切换为资金驱动。政策上，鼓励以保险为代表的中长期资金入市+公募基金改革，增量资金来源确定；股息回报上，考虑大行注资后的摊薄效应其股息率仍维持 4% 以上，且从 2025Q1 业绩来看银行经营稳定性、盈利确定性较佳，在分红比率稳定的基础上股息率可持续；估值上，按照类债属性的 DDM 模型测算，必要回报率为 4% 是四大行理论 PB 估值可达 1 倍以上，仍有较高空间。

投资建议：稳健红利+跟随复苏

红利稳固可持续，稳增长驱动顺周期。看好银行板块长期资金增配价值以及稳增长政策发力下的银行估值修复。我们预计 2025 年银行业绩表现基本稳定，营收和净利润增速稳步回升。信心主要来自于：（1）信贷节奏前瞻但结构优化，套利性质信贷水分减少；（2）息差回落幅度优于预期；（3）零售风险释放接近尾声；（4）累计浮盈兑现、存量债券流转等支撑非息收入。继续看好稳定股息的红利策略持续性，推荐中信银行，受益标的农业银行、招商银行、北京银行；顺周期标的推荐苏州银行，受益标的江苏银行、成都银行、常熟银行。

风险提示：宏观经济增速不及预期；净息差超预期收窄；部分企业经营情况不佳，导致贷款偿还能力不足，银行资产质量恶化等。

【通信】海外巨头持续投入 AI，重视“海外+国产”算力——行业周报-20250511

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006

Meta 上调 2025 年资本开支至 640-720 亿美元，持续推进 Llama 模型训练

2025 年 4 月 30 日，Meta 发布 2025 年第一季度报告，公司 2025Q1 实现营收 423 亿美元，同比增长 16%，更大参数的 Llama4behemothmodel 正在开发当中，已有近 10 亿月活用户使用 MetaAI。公司 2025Q1 实现资本开支 136.9 亿美元，同比增长 104%，主要是对服务器、数据中心和网络基础设施的投资。公司预计 2025Q2 实现营收 425-455 亿美元，预计 2025 年总资本开支将在 640-720 亿美元之间，高于年初 600-650 亿美元资本开支指引，将持续增加数据中心和基础设备投资以支持 AI 相关工作。

微软云营收持续增长，加速数据中心建设

4 月 30 日，微软发布 2025 财年第三季度报告，公司 FY2025Q3 实现营收 701 亿美元，同比增长 13%；微软云实现营收 424 亿美元，同比增长 20%，其中，智能云业务实现营收 268 亿美元，同比增长 21%，Azure 及其他云服务同比增长 33%，AI 推动 Azure 云营收增长到达 16%。公司 FY2025Q3 资本开支为 214 亿美元，FY2025Q3 积压订单为 3150 亿美元。预计 FY2025Q4 资本开支将环比增长，下半年资本开支维持指引，FY2026 将根据强劲的需求信号继续投入，同比增速将低于 FY2025。

AWS 云营收及订单持续增长，加大采购自研芯片

5 月 1 日，亚马逊发布 2025 年第一季度报告，公司 2025Q1 实现营收 1557 亿美元，同比增长 9%；其中，AWS 云业务实现营收 293 亿美元，同比增长 17%，AI 和非 AI 业务持续增长。公司 2025Q1 实现现金资本开支 243 亿美元，大部分用于建设 AWS 基础设施以满足 AI 需求，并且更多的投资于 Trainium 定制芯片，其余还用于投资建设北美和国际市场的基础设施以及配送运输网络。预计 2025Q2 将实现营收 1590-1640 亿美元，同比增长 7-11%。

持续看好国产 AI 算力产业链、卫星互联网、6G 等七大产业方向

一、AIDC 机房建设（AIDC 机房、柴油发电机、风冷&液冷等）。推荐标的：新意网集团、英维克、宝信软件、润泽科技等；受益标的：科泰电源、金盘科技等。二、IT 侧（国产算力芯片、服务器及电源）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯；受益标的：寒武纪、海光信息、浪潮信息、华勤技术、欧陆通等。三、网络侧（交换机及芯片、光通信、AEC 铜连接、CDN 等）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯、盛科通信、中际旭创、新易盛等；受益标的：锐捷网络等、博创科技、瑞可达、华丰科技、网宿科技等。四、云计算（公有云、私有云、算力租赁）。受益标的：中国移动、中国电信、中国联通、云赛智联、润建股份、宏景科技、海南华铁、大名城等。五、AI 应用：受益标的：广和通、移远通信、美格智能等。六、卫星互联网：受益标的：海格通信、铖昌科技、臻镭科技、盛路通信等。七、6G：推荐标的：中兴通讯；受益标的：硕贝德、大富科技、盛路通信、武汉凡谷、通宇通讯、世嘉科技、金信诺、信维通信、飞荣达等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（5 月第 2 周）：沃兰特获 100 架 eVTOL 订单，小鹏汇天 PC 证正式获民航局受理——行业周报-20250511

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

沃兰特获 100 架 eVTOL 订单，小鹏汇天陆地航母 PC 证正式获民航局受理

政策方面，5 月 8 日，人力资源社会保障部发布公示，拟增加无人机群飞行规划员等 17 个新职业，消防救援无人机操控员等 42 个新工种。5 月 7 日，广西壮族自治区气象局出台《贯彻落实“观测即服务”理念试点工作方案》《广西低空经济气象保障能力建设行动方案（2025—2027 年）》，计划到 2027 年底，形成低空经济气象观测标准和规范，建立低空气象保障体系和气象保障业务。5 月 7 日，北京市四季青镇召开低空经济产业发展大会，提出低空经济发展需“挖掘真实需求”，并强调场景经济化的重要性。5 月 6 日，山东省低空领域重点产品和典型应用场景公示，包括 50 个重点产品和 30 个典型应用场景。商业化进程方面，5 月 9 日，小鹏汇天陆地航母飞行体 X3-F 生产许可证（PC）申请正式获得民航局受理，为 2026 年量产交付奠定基础，目前，其量产工厂完成度达 70%，预计 2025 年 4 季度竣工。5 月 8 日，沃兰特获中银金租 100 架 eVTOL 订单，并得到中国银行不低于 10 亿元的综合授信额度。5 月 7 日，蓝霄航空宣布完成天使++轮融资，其专注于大型增程式倾转旋翼 eVTOL 飞行器的研发和

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

制造。我们认为，低空经济已经迎来从宏观（国家层面产业规划）到中观（各地地方补贴）再到微观（基建主机招标、应用场景打造）的纵向落地，建议关注低空经济后续板块行情，推荐标的卧龙电驱、绿能慧充，受益标的：（1）低空制造：万丰奥威、宗申动力等；（2）低空基建：莱斯信息、深城交等；（3）低空运营：深圳机场、中信海直、祥源文旅、岭南控股、西域旅游等。

本周板块行情：巴印冲突升级下军工相关标的领涨

5月6日-5月9日低空经济A股相关标的平均涨跌幅为+4.9%，其中，涨幅前五标的分别为立航科技(+21.6%)、安达维尔(+18.2%)、普天科技(+14.8%)、中无人机(+14.5%)、宗申动力(+13.3%)；跌幅前五的标的分别为西域旅游(-2.6%)、香山股份(-2.5%)、岭南控股(-1.2%)、英搏尔(-0.6%)、创世纪(-0.6%)。美股方面，Vertical Aerospace(+6.9%)领涨，亿航智能(-2.0%)小幅下跌。

纵横股份、莱斯信息中标低空项目，广东鸿图拓展农用无人机领域合作

5月9日，消息称莱斯信息成功中标湖北省军地民协同运行系统项目，项目依托武汉天河国际机场现有空管设施及服务体系，为湖北省低空安全运行与军民融合发展提供技术支撑。5月8日，纵横股份全资子公司纵横大鹏近日中标巴中市“智慧巴中”低空数字经济无人值守系统及配套设施建设项目，中标金额1.06亿元，主要提供无人值守系统设备。5月6日，广东鸿图发布投资者关系管理信息，已成功取得小鹏汇天飞行汽车项目定点供应资质，并拓展了农用无人机领域的客户合作项目，目前业务正处于市场验证阶段。

风险提示：产业政策落地速度不及预期，低空应用场景在C端普及不及预期。

【银行】存贷协调发展，“量价”渐趋平衡——2025Q1央行货币政策执行报告学习-20250510

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 朱晓云（分析师）证书编号：S0790524070010

2025Q1贷款节奏适当靠前发力，新发利率降至历史低位

存贷匹配压力阶段性缓解，在负债成本未进一步改善之前，贷款利率阶段性企稳。2025Q1新增人民币贷款9.78万亿元，在2024年同期较高基数的情况下仍实现同比多增，年初大行“负债荒”的压力在3月有所缓解，未对资产端的投放安排形成制约。从贷款定价上看，3月新发贷款、一般贷款、企业贷款、按揭贷款利率分别为3.44%/3.75%/3.26%/3.13%，分别较2024年12月+16BP/-7BP/-8BP/+4BP。部分贷款的以价换量动作受限于负债成本压力不可持续，3月LPR减点贷款定价占比为47.2%，预计下阶段发放贷款会更贴近实体需求，量价更趋平衡。

货币政策精准调控：释放信号稳预期，精准发力振需求，引导银行降成本

货币政策两大发力点：（1）引导银行负债成本有效下移。过去几年因为挂牌利率下调对负债成本改善效果不显著，一部分原因是存在高息存款“漏洞”引发规模导向下的资金空转，在经历手工补息整改、非银存款自律等要求后，2025年几无高息存款“漏洞”，仅剩余部分中小行特色存款定价相对较高，因此若自律将这部分存款规范后，客观上又具备了新一轮存款挂牌利率调整的基础。

（2）疏通政策利率向市场利率传导。在LPR脱钩MLF之后，OMO↓—LPR↓—FTP↓—存款挂牌利率↓—贷款利率↓的传导链条效果改善，我们预计5月LPR降息10BP，随后大行或引领新一轮存款挂牌利率下调，幅度为10-15BP。LPR调整10BP对银行息差的负面影响有限，反而有助于稳预期，同步匹配存款挂牌利率调整及前期定存到期重定价的效果后，我们认为2025年银行业净息差收窄幅度明显减轻。政策底层逻辑：稳增长政策的效果，按照宽货币—宽财政—宽信用的路径推演，目前宽信用的持续性尚需观察，主要受限于实体需求及银行负债成本。一是需求若未改善，企业、居民部门预期不稳，则宽货币容易进入流动性陷阱而产生资金空转；二是银行的负债成本若降不下去，那么净息差压力会倒逼银行流转存量资产，也抑制新增资产投放计划，慢慢容易产生缩表。目前看，货币政策正是精准打到这两个痛点，在价格竞争行为被规范的基础上，我们看好政策效果能使银行息差保持基本稳定，同时实体融资成本改善。

投资建议：稳健红利+跟随复苏

红利稳固可持续，稳增长驱动顺周期。看好稳增长政策发力下的银行估值修复。我们预计 2025 年银行业绩表现基本稳定，营收和净利润增速稳步回升。信心主要来自于：（1）信贷节奏前瞻但结构优化，套利性质信贷水分减少；（2）息差回落幅度优于预期；（3）零售风险释放接近尾声；（4）累计浮盈兑现、存量债券流转等支撑非息收入。继续看好稳定股息的红利策略持续性，推荐中信银行，受益标的农业银行、招商银行、北京银行；顺周期标的推荐苏州银行，受益标的江苏银行、成都银行、常熟银行。

风险提示：宏观经济增速不及预期；净息差超预期收窄；部分企业经营情况不佳，导致贷款偿还能力不足，银行资产质量恶化等。

【煤炭开采】红利与周期双逻辑，煤炭攻守兼备——煤炭行业 2025 年中期投资策略-20250508

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

1. 煤炭复盘：周期与红利兼具，盈利合理且可持续

复盘煤炭二十年，煤炭股多数时间体现为周期属性，煤炭股价与煤价基本存在同涨同跌的相关性；近三年时间，煤炭股开始体现出红利属性，尤其是 2023 年四季度开始，国内经济复苏放缓且利率有所下行，煤炭股已演变为具备现金流充沛且高股息的特质，成为防御性投资配置策略的首选。截至目前，煤炭股的红利属性深入人心，但实际上煤炭股作为传统的周期股，其周期属性仍旧存在，当前煤炭股已具备了周期与红利的双重属性。煤炭价格虽从 2021 年以来持续性回落，但更准确的表述是“向合理回归”，当前煤价已处于近四年低位，且是合理且可持续的盈利水平，这亦是未来布局煤炭股的价值基础。

2. 煤价判断：动力煤和炼焦煤价格均具备反弹基础

动力煤属于政策煤种，我们判断价格仍将反弹修复至 770 元。主要原因包括：一是较低煤价将使地方财政压力加大，有望促成自上而下减产；较低煤价将使煤企亏现金而自发减产；二是电厂受限于“煤电价格联动机制”，在一定程度上保煤价即是保电价，且当前现货与年度长协价格倒挂，两点均存在 770 元；三是煤化工和油化工存在成本优势的竞争，布油 68 美金与港口煤价 770 元所制烯烃成本相当；四是降低煤价会使疆煤外运失去价格优势，从而导致外运量减少（自 2024 年四季度以来已有数据证明）。炼焦煤属于市场化煤种，我们判断价格更多由供需基本面决定。通过“炼焦煤与动力煤价格的比值”可作为炼焦煤价格底部判断的参考，即若秦港动力煤价存在 770 元支撑，则炼焦煤价格存在 1848 元的支撑，当前焦煤已处于超跌状态。炼焦煤基本面供需增仍在演绎，需求端的稳增长政策持续出新，且特朗普当选美国总统，其对中国的外贸高压将促使国内经济再转型内循环，对地产和基建将有更多支持。

3. 投资建议：周期与红利双逻辑，四主线布局

我们认为在资本市场在全球政经高度不确定以及国内稳经济的预期下，投资行为存在情绪上的脉冲，煤炭板块具备周期与红利的双重属性，即攻守兼备，将是资金配置的重要板块。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，红利逻辑：【中国神华、陕西煤业、中煤能源（分红潜力）】；主线二，周期逻辑：【平煤股份、淮北矿业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【新集能源、广汇能源】。

风险提示：经济增速下行风险；供需错配引起的风险；可再生能源加速替代风险。

【银行】稳健红利底色，跟随复苏脉络——银行业 2025 年中期投资策略-20250508

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（分析师）证书编号：S0790524060002 | 丁黄石（分析师）证书编号：S0790524040004

2025Q1 上市银行业绩总览：业绩总体小幅承压，营收普遍负增长，部分城农商行保持较高增速

一季报来看，上市银行营收和归母净利润增速边际小幅承压。2025Q1 上市银行营收 yoy 为 -1.72%（2024A 为

+0.08%)，归母净利润 yoy 为-1.20% (2024A 为+2.35%)，边际均小幅承压。其中，国有行/股份行/城商行/农商行营收 yoy 分别为-1.51%/-3.91%/+2.96%/+0.21%，归母净利润 yoy 为-2.90%/-2.05%/+5.49%/+4.77%。业绩归因：息差拖累，非息和拨备形成支撑。收入结构上看，“量价平衡”是一大主线，除国有行外其余类型银行净利息收入增速均边际改善；中收整体仍较为疲弱，代销理财增长亮眼；其他非息收入方面，2024 年金融投资业绩贡献度提升，2025Q1 受债市影响减弱，处置存量资产、兑现浮盈一定程度平滑业绩。

2025 年银行业“量价平衡”仍是一大考验，看好负债成本继续下降支撑净息差

负债端：高息存款整改效果显现，2024 年上市银行付息率下行至 1.98%。2025 年几无高息存款套利“漏洞”，受限息差压力，资产端降息客观上也需要负债成本的支撑。2025 年仍有较高比例的定存到期重定价，看好负债成本或进一步下移。

资产端：信贷持续性值得关注，2025Q1 信贷靠前投放仍有冲量特征。2024 年贷款-投资收益率差值收窄至 69BP，较 2023 年下降 24BP，在负债成本刚性、低利率+低息差的运行环境中，我们预计上市银行继续加快存量资产兑现投资收益。

2024&2025Q1 银行资产质量：对公趋势改善，零售普遍反弹，信用成本整体处于低位

2025Q1 上市银行不良率为 1.23%，环比 2024 年末下降 1bp；分银行类型看，农商行不良率环比持平，国有行、股份行、城商行环比均下降 1bp。2024 年对公不良率下行至 1.32%，较 2023 年改善 20BP，其中房地产不良率大幅下降；零售不良率为 1.13%，较 2023 年上升 25bp，自 2021 年已连续三年上升。2024 年上市银行信用成本为 0.65%，其中国有行为 0.50%，均处历史低位。另外从拨备释放业绩的角度观察，国有大行具备更扎实基础。

投资建议：稳健红利底色+复苏预期下的估值修复

红利稳固可持续，稳增长驱动顺周期。关税扰动下，政策定力以内为主，降准、降息仍有空间，看好稳增长政策发力下的银行估值修复。我们预计 2025 年银行业绩表现基本稳定，营收和净利润增速稳步回升。继续看好稳定股息的红利策略持续性，推荐中信银行，受益标的农业银行、招商银行、北京银行；顺周期标的推荐苏州银行，受益标的江苏银行、成都银行、常熟银行。

风险提示：宏观经济增速不及预期，政策落地不及预期等。

【社服：银都股份(603277.SH)】业绩稳增持续分红，海外产能释放减少关税扰动——公司信息更新报告-20250509

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004

2024 年业绩稳健增长，2025Q1 持股越疆贡献投资正收益

2024 年公司实现总营业收入 27.53 亿元，同比增长 3.77%；实现归母净利润 5.41 亿元，同比增长 5.89%，归母净利率 19.66%，同比+0.39pct。2025Q1 公司实现收入 6.14 亿元，同比下降 2.81%；尽管营收略有下滑，但公司净利润实现显著增长，归属于上市公司股东净利润为 1.997 亿元，同比增长 21.36%，主因公允价值变动收益为 1.01 亿元，同比大幅增加，主因持有港股上市公司越疆 265.94 万股，成本为 18.80 港元/股。受加征关税及美国需求趋弱影响，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测(2025-2026 年原预测为 7.35/8.44 亿元)，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.09/6.74/7.27 亿元，同比 12.6%/+10.7%/+7.8%，对应 EPS1.43/1.59/1.71 元。鉴于海外新增产能已进入爬坡阶段，欧洲等非美市场快速开拓，美国加征关税影响有望逐步弱化，与越疆合作的薯条机器人 3.0 已进入门店试用阶段，当前股价对应 PE 为 16.2/14.7/13.6 倍，维持“买入”评级。

分业务看，欧洲 ODM 业务贡献新增长，海外销售占比扩大，泰国新产能投产

(1) OBM/ODM：2024 年公司 ODM 销售收入为 6.98 亿元，同比增长 15.9%，占主营业务的收入比重增加至

25.7%，增量主要来自欧洲大客户的持续下单。(2)内销/外销：2024 年公司外销收入为 25.79 亿元，同比增长 7.79%，占主营业务的比重增加至 94.9%。海外营销网络方面，公司已完成 20 个自建仓铺设以及 18 个代理仓的铺设。目前，英国仓库已完成建设并投入使用，法国仓库建设工作，同时不断推进自有品牌在更多国家的落地。泰国生产基地地块二（一期）已完成主体工程建设，并正式进入产能爬坡阶段，同时预留地块以满足公司的生产规划及不断增长的海外市场销售需求。

大幅现金分红，智能产品瞄准海外连锁品牌稳步推进

(1) 现金分红：2024 年度利润分配方案为每 10 股派息 10.00 元，每 10 股转增 4.50 股，现金分红金额总计 4.25 亿元，按当前股价股息率约为 4.42%。(2) 智能产品：2025 年 3 月薯条机器人 3.0 版本于美国芝加哥参展，部分连锁客户已进入第二轮门店测试阶段。其他新品方面，冰淇淋机计划于二季度逐步推广量产。

风险提示：新产品市场推广进度不及预期；海运价、原材料价格上涨等。

【煤炭开采：兰花科创(600123.SH)】Q1 价跌致煤炭及煤化工盈利走弱，关注煤炭成长性——公司 2024 年报&2025 年一季报点评报告-20250509

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

Q1 价跌致煤炭及煤化工盈利走弱，关注煤炭成长性，维持“买入”评级

公司发布 2024 年报及 2025 一季报，2024 年实现营收 117 亿元，同比-12%，归母净利润 7.2 亿元，同比-65.8%，扣非归母净利润 7 亿元，同比-66.8%；其中 2024Q4 实现营收 32.8 亿元，环比+11.4%，归母净利润 0.1 亿元，环比-93%，扣非归母净利润-0.1 亿元，环比-104.3%。2025Q1 实现营收 21.9 亿元，同比-3.1%，归母净利润 0.3 亿元，同比-75.3%，扣非归母净利润 0.3 亿元，同比-75.6%。考虑到煤炭及煤化工产品价格下滑，我们下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.1/4.6/5.6 亿元（2025-2026 年前值为 12.4/14.3 亿元），同比-56.3%/+45.7%/+22.9%；EPS 为 0.21/0.31/0.38 元，对应当前股价 PE 为 32.2/22.1/18 倍。公司在建煤炭项目稳步推进，新拍矿井筑底远期成长性，维持“买入”评级。

煤炭业务：Q1 煤炭产销量同比提升，价跌致吨煤毛利同比下降

(1) Q1 煤炭产销量同比提升：2024 年煤炭产销量为 1385.5/1257 万吨，同比+0.4%/-3.2%，2025Q1 煤炭产销量为 368.3/288.7 万吨，同比+18.1%/+21.2%。(2)Q1 吨煤毛利同比下降：2024 年吨煤售价为 630.7 元/吨，同比-14.7%，2025Q1 吨煤售价为 538.4 元/吨，同比-14.7%；2024 年吨煤成本为 382.1 元/吨，同比+16.6%，2025Q1 吨煤成本为 331 元/吨，同比-9.4%；2024 年公司吨煤毛利为 248.6 元/吨，同比-39.6%，2025Q1 吨煤毛利为 207.3 元/吨，同比-22.1%。

煤化工业务：Q1 尿素价格下跌致盈利走弱，己内酰胺亏损幅度同比扩大

(1) Q1 尿素价格下跌致盈利走弱：2024 年尿素产销量为 95.1/93.4 万吨，同比-1.7%/-4.3%，2025Q1 产销量为 19.6/20.6 万吨，同比-11.3%/+6.7%；2024 年尿素单吨价格为 1879.8 元/吨，同比-16.5%，2025Q1 单吨价格为 1524.3 元/吨，同比-24.8%；2024 年尿素单吨毛利为 297.7 元/吨，同比-21.5%，2025Q1 单吨毛利为 6.3 元/吨，同比-98.6%。

(2) Q1 己内酰胺价跌致盈利走弱：2024 年己内酰胺产销量为 11/10.8 万吨，同比持平/+6.7%，2025Q1 产销量为 2.3/2.2 万吨，同比-15%/-13.8%；2024 年单吨价格为 11038.2 元/吨，同比+1.1%，2025Q1 单吨价格为 9224.2 元/吨，同比-22.2%；2024 年单吨毛利为-994 元/吨，单吨亏损幅度同比扩大，2025Q1 单吨毛利为-2305.5 元/吨，单吨亏损幅度同比亦有明显提升。

煤炭在建项目有序推进，新拍矿井筑底远期成长性

(1) 煤炭产能仍具成长性：兰花沁裕 90 万吨整合矿井于 2024 年 1 月份正式投产；百盛煤业 90 万吨/年整合矿井于 2024 年 3 月 4 日进入联合试运转，9 月 30 日完成生产要素备案正式转产；芦河煤业二期工程加速推进，35kV 双回路供电系统、主副斜井核心设备均完成安装调试。(2) 新拍矿井筑底远期成长性：公司参与山西省阳城县寺

头区块煤炭探矿权挂牌出让竞拍，以 69.494 亿元人民币竞得该宗资源探矿权，该探矿权面积 15.4903 平方千米，煤炭资源量 21,670 万吨，公司自取得探矿权起需对勘查区内的矿产资源进行绿色综合勘查，2 年内完成勘探，3-4 年内完成转采登记，进入矿山基础建设阶段。

风险提示：煤价下跌超预期；煤炭产量不及预期；新建产能不及预期。

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

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。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，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 5.43% 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。

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