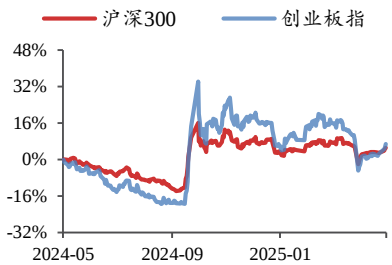


2025 年 05 月 09 日

开源晨会 0509

——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(%)
通信	2.599
国防军工	2.567
电力设备	1.615
银行	1.113
机械设备	1.031

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
美容护理	-0.962
有色金属	-0.431
钢铁	-0.378
石油石化	-0.288
交通运输	-0.231

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】观望等待是美联储当前的政策主基调——5 月 FOMC 会议点评-20250508

【宏观经济】“以我为主”政策启幕——5.07 国新办发布会学习-20250507

【策略】聚焦“悦养身心”需求，技术+模式迭代衍生时代投资机遇——社会服务行业 2025 年中期投资策略-20250508

【固定收益】债市将出现 2025 年第二次“自我校正”——事件点评-20250508

【中小盘】“并购六条”成效显著，国资、科技大势所趋——中小盘策略专题-20250508

行业公司

【非银金融】稳股市政策加码，寻找结构性机会——非银金融行业 2025 年度中期投资策略-20250508

【地产建筑】2025 年 1-4 月百强销售金额点评：1-4 月百强销售同比收缩，建发华发单月销售表现靚眼——行业点评报告-20250508

【银行】一揽子政策的效能——由政策端至银行股的投资线索——行业点评报告-20250508

【食品饮料】内需提振预期强化，关注政策改善可期——行业投资策略-20250508

【煤炭建材：永泰能源(600157.SH)】煤价下行电力成本受益，延续回购回报投资者——公司 2024 年报&2025 年一季报点评报告-20250508

【汽车：上汽集团(600104.SH)】2024 年主动筑底，全面深化改革 2025Q1 起成效显现——公司信息更新报告-20250508

【煤炭开采：山煤国际(600546.SH)】Q1 降本对冲量价下跌影响，高分红凸显配置价值——公司 2024 年报&2025 年一季报点评报告-20250508

【煤炭开采：盘江股份(600395.SH)】Q1 煤炭量价齐跌致业绩承压，电力业务量价齐升——公司 2024 年报&2025 年一季报点评报告-20250508

【中小盘：奥普特(688686.SH)】短期业绩承压，高研发投入促进长期成长——中小盘信息更新-20250507

【中小盘：青鸟消防(002960.SZ)】短期业绩承压，工业与海外业务增长亮眼——中小盘信息更新-20250507

研报摘要

总量研究

【宏观经济】观望等待是美联储当前的政策主基调——5月FOMC会议点评-20250508

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘伟桢（分析师）证书编号：S0790524040006

事件：美联储于北京时间5月8日凌晨2点发布5月FOMC会议声明，宣布保持利率水平不变。

声明及发布会要点

1. 美联储在此次会议上宣布维持利率水平在4.25%-4.5%区间。缩表方面，将继续按照3月FOMC会议上的原定计划执行。

2. 再次维持利率水平不变，认为失业率和通胀率均有上升风险。在声明中，美联储的措辞同3月份相比变化不多，即认为虽然净出口的波动影响了经济数据，但美国经济继续稳步扩张。此外，美联储认为美国经济前景的不确定性进一步加剧，且失业率和通胀率上升的风险已经提升。显示当前美联储的货币政策目标，遭遇到了来自特朗普政策的双重挑战，且经济出现滞胀的可能性有所提升。

3. 发布会上，鲍威尔表态依旧较为中性，强调面临的不确定性。在发言稿以及问答中，整体表态依旧中性，称并不急于降息，且多次强调面临的不确定性。其表示不急于调整货币政策立场，需要防止关税造成的一次性价格上升演变为持续的通胀。当前美联储处于有利的位置，以等待更明确的前景。目前不知道通胀和就业哪一项指标会恶化的更快，现在没有必要采取行动，也没有数据支持行动，多次强调等待和观察，未来的降息路径并不明朗。因此没有必要“先发制人”，但如果有必要，将会很快行动。此外，当前的美联储货币政策有适度的限制性。近期美国的关税谈判可能会实质性的影响经济前景。

观望等待是美联储当前的政策主基调，降息或在3季度

我们认为，由于当前关税政策变化较大，且美国经济整体表现尚可，考虑到关税可能导致的价格上涨，美联储或将选择等待，首次降息可能将在3季度，但首次降息幅度可能超过25bp。

一则虽然美国通胀下降趋势仍在，但考虑到民众通胀预期大幅上行，且经济整体有韧性，美联储继续选择等待是一个较好选择；二则美国经济或将在2季度经历较为持续的下行。届时若经济需求端下行较多，则通胀压力将会减轻，经济衰退风险则会快速上升，美联储或将再度降息。这样的经济环境最快或在3季度出现，但由于美联储此时行动可能偏晚，因此降息幅度可能会超过25bp。

短期内市场风险偏好或可维持，但仍需面对关税政策压力

决议及发布会后，市场风险偏好有所回暖。美股方面，在声明及发布会后，美股略有反弹。最终道琼斯指数收涨0.7%，纳斯达克指数收涨0.27%；美债方面，10年期美债收益率总体下行，目前下跌至4.3%以下；美元方面，发布会后略有上涨，但仍低于100；黄金则录得下跌，目前低于3400美元/盎司。我们认为由于美联储表态较中性，市场风险偏好短期内或可维持，但仍要面对关税政策的压力。CME期货定价美联储将在2025年降息50bp。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

【宏观经济】“以我为主”政策启幕——5.07国新办发布会学习-20250507

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7日，国新办举行新闻发布会，人民银行、金融监督管理总局、证监会负责人介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况。

会议释放“以我为主”积极信号，适时提振信心

本次新闻发布会从出席领导级别、召开时间、政策力度上均透出积极的稳增长信号，凸显“以我为主”、主动作为的政策态度。会议召开背景为贯彻4.25中央政治局会议精神，央行、金融监管总局、证监会负责人出席，重视程度和执行力度较强；时间较少见地选在股市开盘前，或贴合“稳市场”的用意。除货币宽松外，一揽子金融政策还涉及对资本市场、地产、消费、新质生产力等领域的支持，力度和范围积极，降息超市场预期。我们曾在《低估增量政策的四大误区》中分析，政治局会议的“加紧实施”“早出台早见效”或表明一种主动作为的态度，2025年政策决策或有别于过去几年“应对式”政策节奏，与本次货币政策超预期落地不谋而合。政策当前思路或为靠前发力、及时提振信心，同时后续政策空间进一步打开。

货币“双降”充分体现前瞻性与主动性；结构性工具精准“护航”

1、总量降准降息，适时提振内需。央行宣布降准50bp、调降政策利率10bp、LPR同步调降。降准为预期内，释放低成本流动性并稳银行息差；降息超市场预期，或隐含几点考虑：（1）是应对后续基本面下行压力的“主动选择”。当前基本面数据还未充分体现关税冲击，但4月PMI生产年内首次降至荣枯线下，5月起关税扰动可能加剧，不排除7-8月传导至相关产业链上下游企业、甚至扩散至就业民生。及时降低实体部门融资成本有助于稳主体信心，看似“超前”实为“适时”。（2）或为配合后续财政加力。政治局会议指出加快专项债、超长债发行使用，降息配合后续大规模政府债券供给，有助于维持流动性平稳。对资产价格影响看，降准降息后对于股市债市的积极影响集中在中长期，1-3个月内股债表现较佳；短期内债市和创业板涨幅普遍更大。

2、结构性政策的运用愈发精准有力。资本市场方面，将两项支持资本市场的货币政策工具额度合并，参与者扩围、期限延长。支持消费方面，新创设5000亿元“服务消费与养老再贷款”，或是对普惠养老专项再贷款的延伸，扩大对消费的信贷支持；“两新”再贷款扩容3000亿；将汽车金融公司和金租公司的存款准备金率降至0。汽车消费、服务消费、两新领域仍是政策倾斜重点。除此之外，央行下调结构性支持工具利率25bp，包括各类专项结构性工具利率、支农支小再贷款利率、PSL利率。结构性降息引导商业银行加大对重点领域的信贷资源投放，并有助于降低重点支持领域企业融资成本。最后，央行创设科技创新债券风险分担工具，提供低成本再贷款资金，支持科创企业融资、服务新质生产力，中长期看也有助于多层次债券市场的构建。

稳资本市场态度坚决，地产政策有待后续加码

金融政策对资本市场的支持态度明显加强，一是坚定稳市场。“全力支持中央汇金公司发挥好类‘平准基金’作用”，并与央行健全支持资本市场货币政策工具长效机制相配合共同稳股市。二是持续引导中长期资金入市。具体包括印发并落实《推动公募基金高质量发展行动方案》、扩大保险资金长期投资试点范围（近期拟批复600亿元）、调降保险公司股票投资风险因子等。

发布会对地产政策的部署主要为两点：一是降低公积金利率25bp，五年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%；二是将加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，包括房地产开发、个人住房、城市更新等贷款管理办法。我们认为地产政策仍有加码空间，可能包括加大收储和城改旧改棚改力度，一线放开限购，进一步下调利率等。

更多增量政策“蓄势待发”，主线是扩大内需

总体看，本次发布会传达出积极信号，政策节奏靠前，注重正向引导预期。我们认为金融政策或只是开始，考虑到外需冲击将不断显现，对内需的提振效果更为直接的“增量储备政策”有望陆续推出。可观察后续地产、出口、消费类增量政策，可能包括精准帮扶出口企业、提高外贸救济、一揽子增收扩消费政策等。

风险提示：经济超预期下行、政策执行不及预期。

【策略】聚焦“悦养身心”需求，技术+模式迭代衍生时代投资机遇——社会服务行业2025年中期投资策略-20250508

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（联系人）
证书编号：S0790123070033 | 叶彬慧（联系人）证书编号：S0790124070053

1. 悦养身心：寻找生活“小确幸”，新消费品牌百尺竿头

（1）潮玩：当前全球潮玩产业处于全球化 IP 跨区域渗透、品类加速迭代创新、渠道网络生态趋于完善、IP 文化逐步穿透消费代际的历史机遇期。展望 2025 年，全球大 IP 电影续作密集上新多及本土影游 IP 多维度崛起，IP 内容赋能下授权衍生品市场空间广阔。从品类视角看，拼搭玩具互动性特征带来独特的跨代际 IP 运营空间，产品强创新、用户高粘性推动赛道长坡厚雪；同时重视服饰、珠宝、食玩等“IP+”跨品类潮流趋势带来用户价值提升机遇。经纬全球，各玩家尽管起点迥异，成长路径仍落脚到构建“IP-产品-用户”生态上，长期看具备自主产品深度迭代能力和跨媒介立体用户生态的企业有望在新一轮 IP 浪潮中脱颖而出。受益标的：泡泡玛特、布鲁可、华立科技。

（2）健康饮食与效率：卫健委提出 2025 年为“体重管理年”，果蔬、轻食、药膳等赛道崛起。根据艾媒咨询，中国代餐行业规模从 2017 年的仅 58 亿元增长至 2022 年的 1322 亿元，预计 2022-2027 年增速将为 21.7%，在 2027 年达到 3535 亿元。肯德基、奈雪的茶加码布局轻食沙拉赛道，古茗、喜茶等饮品企业推出果蔬差、纤体茶等受消费者追捧。现制茶饮咖啡替代即饮软饮蕴藏大机遇，多品牌处于势能上升期，受益标的：蜜雪集团、古茗、霸王茶姬、瑞幸咖啡。

（3）美丽：线上渠道仍有增量，抖音渠道具备更广阔发展潜力。业绩端看，国货品牌业绩表现分化。国产替代趋势持续演绎，2022-2024 年国货市占率由 13.3% 上升至 19.9%。国货龙头深耕细作乘势而上，趋势引领+多产品线/品牌布局+领先渠道打法三位一体。受益标的：巨子生物、毛戈平、上美股份。

（4）旅游：疫后旅游作为精神消费代表，旅游出行已逐步成为低频可选消费中的相对刚需，展现较强的抗周期韧性，随着国民休闲意识增强和扩大假期消费政策牵引，我们预计大盘增速中枢预计维持在中高个位数（7-8%），同时出入境游保持持续复苏态势。OTA 平台作为旅游类 ETF 受益大盘景气，在流量端分销地位增强抬升产业链地位，同业竞争格局基本稳固后为板块盈利能力上行提供核心支撑。回顾板块历史估值，板块投资建议结合旅游市场景气度边际变化和平台自身费用投放调整节奏。受益标的：携程集团-S、同程旅行。

2. 技术变革：AI 繁荣创作者生态拉动新营销，美妆、茶饮等应用场景多元可期

（1）AI+消费：AI 助力视频、播客等生态繁荣，美丽、茶饮等赛道创新营销频出，2024 年 6 月内容平台活跃创作者规模同比增长 62%，AI 助力内容创作平民化，2025 年 3 月美图斩获中国非游戏厂商出海第 4 名（按收入计），美图旗下 AI 素材生成器 Whee 下载量和增速亮眼。根据观研天下，伴随“耳朵经济”崛起，2020-2022 年我国中文播客听众的数量增长三倍，而听众规模也超过 1 亿人次，预计 2025 年我国中文播客听众数量将超过 1.5 亿，播客创业迎新周期。（2）AI 在教育、人力资源领域亦有快速落地，受益标的：美图、有道、科锐国际、同道猎聘。

3. 出行消费：兼具韧性与成长性，扩张周期关注强阿尔法龙头

（1）本地生活：美团、滴滴布局巴西外卖市场，市场规模超 200 亿美金。受益标的：美团。（2）茶饮出海：东方茶文化随中国丝绸之路和英国殖民时期出海，传播至中东、南美、非洲等世界各地，蜜雪冰城、霸王茶姬等多个品牌出海欧洲、美国、中东等地。受益标的：蜜雪冰城、霸王茶姬。

（3）潮玩：头部玩家泡泡玛特、布鲁可加速经纬全球，IP/产品/品牌势能三维引擎螺旋式上升，有望在更广泛品类为全球消费创造情感溢价。

风险提示：国内及全球宏观经济波动；项目落地不及预期；零售不及预期；新进入者或已有竞争者带来的行业竞争加剧等。

【固定收益】债市将出现 2025 年第二次“自我校正”——事件点评-20250508

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

2025 年 5 月 7 日，国务院新闻办公室在北京举行新闻发布会，介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，并答记者问。

一揽子稳增长政策，有利于中美经贸高层会谈

中美对等关税下，三部门出台一揽子稳增长政策提振内需，增强中国自主性。

2025 年 4 月 3 日，特朗普在白宫玫瑰园举行的活动上宣布美国“对等关税”计划，美国对等关税影响出口下，市场对于中国出口明显担忧。

为应对中美关税对于出口影响，2025 年 4 月 25 日，中央政治局召开会议明确提出“适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济”，此次三部门出台一揽子稳增长政策更多是提振内需来对冲出口的潜在影响。

我们认为，一揽子稳增长政策出台，同样有利于中美经贸会谈。

此前 2025 年 4 月，美国财长贝森特明确表示：“中国需要美国市场，没有这些市场，他们活不下去。”不难看出站在美国角度，中国经济对美国出口明显依赖。

2025 年 5 月 7 日，外交部发布消息，何立峰副总理将于 5 月 9-12 日访问瑞士，期间与美方举行会谈。

此次在中美经贸高层会谈前夕，三部门出台一揽子政策提振内需，正好表明态度“中国政策能够应对关税带来的冲击”，增强中美会谈的自主性。

降息的重点是“宽财政、宽信用”

2024 年 9 月 24 日至今，政策的重心是“宽财政、宽信用”，此次政策是“宽财政、宽信用”思路的延续。

我们维持观点，经济回升的关键，在于“现金流表的方向”。

此次一揽子政策包括：（1）下调政策降息 10BP、（2）下调住房公积金贷款利率 25BP、（3）下调存款准备金率 50BP、（4）加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度、（5）中央汇金公司发挥好类“平准基金”作用等，政策重心仍然是继续推动经济的信用扩张和现金流表向上。

后续随着降准降息落地，以及加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用，社融存款增速、财政支出增速有望延续上升趋势，推动现金流表方向进一步向上。

资金利率有待观察，债券自我校正下收益率有望上行

2025 年以来，资金利率持续高于 OMO 利率。对等关税之后，市场预期资金利率回落至 OMO 利率，但我们认为，这一情形仍存在不确定性。

历史上看，央行下调 OMO 利率之后，资金利率中枢不完全是跟随下调。比如，2023 年 8 月 OMO 利率下调 10BP，之后资金利率反而上行。

（1）如果央行降息是为了“宽财政、宽信用”，以及推动经济回升，资金利率可能不下反上，比如，2023 年 8 月降息，也可能大幅下行、比如 2020 年 3 月-4 月；（2）如果降息是为了“呵护市场预期”，经济仍然不确定性高，资金利率或大概率下行。

因此，我们认为，央行下调之后的 OMO 利率走向并不存在规律性，更需要的是密切跟踪，特别是 OMO 利率下调到 1.4%之后，资金利率的水平。

对于债市，我们认为，降息 10BP 之后，债市仍然隐含着 20-50bp 的降息预期。随着后续 4-5 月经济边际改善，债券市场在经济信心提升的带动下自我校正，债市或出现止盈引发的收益率上行。

2025 年 5 月 7 日，央行行长潘功胜提出“债券市场在经济信心提升的带动下自我校正”，此前受对等关税预期冲击下，市场对于经济不确定性较高，导致债市提前定价降息预期。

但随着对等关税冲击逐渐放缓，以及宽财政、宽信用政策下，当前或是全年经济低点，后续随着 4-5 月经济边际改善，央行再次降息的概率较低，反而随着经济预期改善和经济信心提升，债市有望重回“自我校正”，至少回归政策利率对应的合理水平即 10 年国债 1.8%-2.1% 左右（如果资金利率高于 OMO 利率，则区间更高）。

看好转债 2025 年上涨行情，节奏上先内需后出口

此次一揽子政策出台之后，经济预期有望逐渐改善，看好转债上涨行情。

风格上，我们认为，二、三季度看好内需，四季度看好外需。二、三季度看好消费等内需在于，一揽子政策主要是提振内需。四季度或切换至外需，一方面是全球贸易动荡之下，中国产业链趋势逐步被确认，出口有望见底回升，另一方面，后续随着中欧谈判进展，中国对欧出口或替代对美出口，同样有利于出口改善。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【中小盘】“并购六条”成效显著，国资、科技大势所趋——中小盘策略专题-20250508

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004

1、监管机构与地方政府齐发力，开启新一轮并购政策周期

“并购六条”发布后，监管机构持续完善相关配套措施支持并购重组。2024 年 10 月，上交所再次举行券商座谈会，提出要推进监管更加公开、透明、可预期，共同营造支持高质量产业并购的良好市场生态，尽快推动一批标志性、高质量的产业并购案例落地。2024 年 11 月，商务部、中国证监会等六部门修订发布《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》，允许外国自然人对上市公司实施战略投资，增加允许外国投资者以要约收购方式实施战略投资，大幅放宽跨境并购要求。2024 年 12 月，国务院国资委印发《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，要求央企控股上市公司积极开展有利于提高投资价值的并购重组。与此同时，随着“并购六条”的出台，各个地方政府也积极响应，深圳、上海、无锡、安徽、南京、广州等地均单独发文支持企业并购重组。在监管机构与地方政府的共同助力下，新一轮并购重组政策窗口期已开启。

2、交易标的与交易方案齐创新，推动新一轮并购重组浪潮

“并购六条”落地以来，并购重组市场活跃度持续高涨。从首次披露口径看，截至 2025 年 4 月 30 日，“并购六条”落地以来累计新披露交易已达 114 起，仅 7 个多月便超过 2023 年全年披露数量。同时，“并购六条”落地后并购重组审核效率明显提升，国泰君安吸并海通证券从受理到过会仅用时 16 天。具体看，“并购六条”后并购重组市场向“新”而行。从交易类型看，“并购六条”后并购目的以产业并购为主但跨界并购大幅增长。从板块看，科创板并购重组日益活跃，已逐渐成为“硬科技”企业重组“试验田”。从交易标的看，IPO 撤否企业、有助于补链强链的未盈利企业、优质境外企业等多元化标的逐渐成为上市公司并购重组的新选择。从交易方案看，并购重组方案设计也为适应新质生产力发展呈现出一些新特征，包括更加多样的支付方式、更加市场化的估值方法、更加灵活的交易设计等。

3、国资整合与科技并购齐显现，孕育新一轮并购投资机会

“并购六条”落地以来，央国企整合与硬科技并购已逐渐成为本轮并购重组浪潮的两大核心趋势。一方面，在国企改革政策支持、产业转型升级、集团资产证券化与市值管理考核等多重因素的驱动下，央国企有望成为新一轮并购重组浪潮的主导力量。另一方面，支持科技型企业并购重组的相关政策频繁发布，重点提出要优先支持开展关键核心技术攻关的科技型企业并购重组，加大力度培育壮大科技领军企业和链主型龙头企业。基于上述两大趋势，我们给出寻找潜在并购标的的两条主线：主线一为央国企并购重组，包括破净的、计划通过并购重组实现估值提升的国有企业，涉及同业竞争并且已明确解决同业竞争期限的国有企业，所属集团资产证券化率较低且旗下有优质资产可以注入上市公司的国有企业。主线二为“硬科技”并购重组，包括重点“硬科技”产业链链主

型企业、已实现平台化布局的“硬科技”细分龙头、公开披露并购意向的“硬科技”企业。

风险提示：并购重组监管政策调整、并购重组市场剧烈波动。

行业公司

【非银金融】稳股市政策加码，寻找结构性机会——非银金融行业 2025 年度中期投资策略-20250508

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

1. 稳股市政策加码，寻找结构性机会

面对外围环境不确定性，宏观稳增长和稳股市政策态度积极，权益市场改善利好非银金融板块机会。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；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。

2. 券商及多元金融板块：经纪与投资业务支撑业绩增长，零售优势强、股息率高的头部券商性价比突出

（1）复盘：2024 年/2025Q1 上市券商归母净利润 1448/517 亿，同比+16%/+85%，剔除国泰海通非经常性损益后，2025Q1 归母净利润 428 亿同比+51%。经纪业务和投资业务同比增长驱动券商基本面持续向好，市场交易量维持高位且股市相对稳定，券商一季度衍生品业务同比改善。2024 年上市券商代理买卖证券净收入同比+26%略高于交易量的+23%，席位净收入同比-26%拖累经纪业务整体弹性，2024 年下半年机构降佣政策实行，公募机构佣金率下降 47%至万 3.7，其中被动指数类/增强指数类产品佣金率分别下降 62%/70%至万 1.4/万 1.7，其他类型（主动权益为主）下降 42%至万 4.4%，往后看，零售优势强的券商更受益当前环境。（2）政策面和市场交易量向下的概率较小，个人投资者活跃度中枢提升趋势有望延续。低基数下 2025 上半年券商基本面同比增速较强，零售能力强的券商更受益于当前市场环境。券商板块估值和机构持仓仍在低位，头部券商基本面向好且股息率 3%以上的，作为牛市期权的配置性价比较高。选股推荐三条主线：a.高 beta 弹性的 2C 金融信息服务商，推荐指南针、东方财富、同花顺，受益标的：九方智投控股。b.零售优势突出且股息率较高的头部券商，受益标的：国信证券，招商证券，中国银河。c.受益于港股市场复苏的公司，受益标的：香港交易所，中金公司。

3. 保险板块：负债端稳健+资产端 beta 催化，看好权益弹性标的

（1）复盘：资产端长端利率承压，权益市场波动加大，上市险企 1 季度业绩分化；负债端看个险渠道新单增速有所承压，NBV 增速降档，资产和负债两端均对板块带来一定压制。（2）展望：负债端看，个险推行报行合一、分红险占比提升和预定利率持续下降均有望降低利差损风险，2025 年 NBV 有望实现稳健高质量增长。资产端看，上市险企持续增配权益资产，面对外围环境不确定性，预计国内稳增长举措仍将发力，关注板块 beta 催化。（3）看好结构性机会。当下保险板块估值仍位于较低水位，负债端看，2025 年上市险企 NBV 有望实现稳健增长，增速较 2024 年有所降档，关注分红险占比提升和负债成本回落。影响板块股价的主要催化或在资产端，关注后续国内稳增长、稳股市相关催化，上市险企持续增配权益资产，业绩 beta 弹性突出，看好保险板块结构性机会，看好财险盈利改善确定性。推荐低估值、负债端表现较好的中国太保，推荐中国平安和中国人寿，受益标的新华保险。

风险提示：股市波动对券商和保险盈利带来不确定影响；保险负债端增长不及预期；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期。

【地产建筑】2025 年 1-4 月百强销售金额点评：1-4 月百强销售同比收缩，建发华发单月销售表现靚眼——行业点评报告-20250508

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

1-4 月百强销售同比收缩，建发华发单月销售表现靚眼

克而瑞、亿翰智库等第三方机构发布 2025 年 4 月百强销售榜单。根据榜单测算，TOP100 房企 1-4 月全口径累计销售金额 10935.2 亿元，同比下降 7.8%，累计权益销售金额 8029.7 万平方米，同比下降 5.6%。累计销售均价 20234.3 元/平方米。

从数据端来看，1-4 月整体销售规模同比有所降温，百强房企不同梯队间销售情况分化程度较低，4 月单月销售方面，建发房产、华发股份表现优异，1-4 月整体销售方面，越秀地产、华发股份 2025 年以来销售情况表现优异。

各梯队累计销售金额同比下降，门槛均值进一步降低

分结构看，TOP10、TOP50、TOP100 房企 1-4 月全口径销售金额分别达 5189.9、

9358.8、10935.2 亿元，同比增速分别为-10.3%、-8.0%、-7.8%，权益销售金额分别为 3717.0、6802.3、8029.7 亿元，同比增速-8.7%、-5.5%、-5.6%，百强房企进入门槛进一步降低，头部房企单月销售同比降幅相对更大，但整体分化程度不高。TOP10、TOP50、TOP100 房企 1-4 月销售均价分别为 21496.5 元/平方米、20327.5 元/平方米、20234.3 元/平方米，依然呈现高销售均价向头部倾斜的态势。

保利销售规模保持第一，建发华发单月销售表现靚眼

从公司视角来看，1-4 月全口径累计销售金额 TOP5 分别是保利发展、华润置地、中海地产、招商蛇口、绿城中国，4 月单月销售金额分别为 246.1、173.0、201.0、147.1、114.6 亿元，分别同比-25.6%、-18.7%、-7.8%、-21.0%、-25.1%，1-4 月累计销售金额为 876.1、685.0、665.2、497.8、477.2 亿元，分别同比-8.7%、-4.9%、-18.9%、-15.3%、-9.1%。头部房企中保利发展规模保持第一，万科销售规模下滑明显。TOP10 房企中建发房产、华发股份单月销售表现靚眼，4 月全口径单月销售同比分别+53.3%、+73.5%，累计销售方面，越秀地产、华发股份表现优异，1-4 月全口径累计销售金额分别同比+37.1%、+49.1%。

投资建议

2025 年前四月销售初步企稳，四月政治局会议提出“持续巩固房地产市场稳定态势”，对地产调节政策成效给予肯定，预计后续针对房地产的政策仍将保持积极温和，预计将有更多积极的财政及货币政策出台，助力行业稳健发展。在积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、能够把握改善型客户需求的强信用房企：绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、建发国际集团、中国金茂；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：新城控股、龙湖集团；（3）二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳-W、我爱我家。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期（2）调控政策超预期变化。

【银行】一揽子政策的效能——由政策端至银行股的投资线索——行业点评报告-20250508

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

5 月 7 日，央行等三部门于国新办发布会介绍了新增一揽子金融支持政策情况。其中央行从数量、价格、结构三大方向进行调控，共推出十余项措施，总体可概括为降准（普降 50bp 以及汽车金融、金租公司阶段降至 0%），降息（政策利率 0.1pct+结构性工具、公积金贷款利率 0.25pct）和扩容扩量（新设服务消费与养老再贷款 5000 亿元+原工具增量 6000 亿元）等。

需求短期内尚待修复，关注数量型工具的长期效能

2024 年以来，各项会议多次提及适度宽松的货币政策，但 2025 年前四个月货币政策保持定力降准未至，于 5 月央行方调降准备金率 50bp。此次降准更具新的意义及内涵：第一、降准意义在于维持宽信用预期：降准增强了商业银行资金供给能力（50bp 降幅对应 1 万亿资金），但当前信贷增速放缓症结在需求端，银行冗余资金多另寻

他路（配置同业资产及债券）。尽管短期对信贷增长效用有限，但长期来看，降准过程伴随着货币乘数的提升，即意味着从降准到宽信用的路径仍通畅，其信号意义延续了市场对信用宽松的预期。第二、降准内涵更具丰富性：一方面，汽车金融、金租公司此次准备金率阶段性降至 0%，增强了相关领域（汽车消费、设备更新投资）信贷供给能力，使得数量型工具亦具结构性加成；另一方面，降准时点体现与财政政策的协同配合，由于全年政府债发行前置，故此时降准弱化了 Q2 政府债供给高峰时资金面的波动。

价格型工具兼具纾困意图，降息幅度有限但正当其时

LPR 多次调降后，各项贷款增速仍处低位，意味着对于居民企业而言，当前信贷价格并非融资决策的决定性因素。此次政策利率（OMO）下调 0.1pct，幅度虽有限但正当其时。一方面部分银行 Q1 重定价较为集中，故于 Q1 之后降息弱化了前期 LPR 调降下，重定价因素对资产端收益率影响，放缓了息差单季度的降幅；另一方面，美国加征关税影响初显，4 月制造业 PMI 为 49% 低于荣枯线，对全年 5% 的 GDP 增速目标形成挑战，叠加 3 月 CPI 增速仍处负区间，居民收入预期及消费需求仍待提振。此刻降息，不仅普降了居民企业的融资成本，更向小微、受关税影响显著的企业精准传递了政策纾困意图，即当前海外冲击虽加剧，但国内政策有托底。

结构性货币政策工具指导意义远超其总量作用

相比于数量与价格型工具，结构性工具组合拳更超预期，整体包含了降息（普降 0.25pct）、扩容（新设 5000 亿元服务消费与养老再贷款）与扩量（科创技改、支农支小再贷款均增 3000 亿元）三部分内容。截至 4 月末存续的 9 项结构性政策工具余额约 5.9 万亿元，占央行资产 13%，尽管规模有限，但其对产业转型的指导意义远超其数量作用。过往商业银行信贷投向集中于房地产、融资平台等领域，尤其是部分区域银行已形成路径依赖。在结构性政策工具引导激励下，银行加大了对国家重大战略、政策导向产业的信贷投放，对公资产质量亦同步改善（原涉险房企及融资平台敞口下降）。

投资建议：一揽子金融政策稳预期，银行兼具红利与复苏属性

当前由政策端观察银行股的投资线索，更应关注政策长期的延续性及内涵，而并非短期净息差等指标小幅度的变化。一方面前期的不利因素正逐步减少，例如此次央行公布贷款增速（还原隐债置换后）超 8%，即 Q1 化债拖累贷款增速约 0.6pct，由于年内政府债发行前置，故后续季度化债影响将逐步减弱；另一方面当前我国政策以内为主同时保持定力，稳增长政策后手充足，伴随政策效能的积累及贸易谈判的推进，居民及企业端收入预期的波动有望修复，银行风险同步改善或推动估值持续提升。同时降息降准后无风险利率仍处于低位，以国有行为代表的红利类资产仍有性价比，此外国有行兼具拨备释放基础与拨备调节的能力，盈利增长具有较高确定性，当前 30% 的分红比例亦可稳定保持，故继续看好稳定股息的红利策略持续性，受益标的建设银行、农业银行。

风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

【食品饮料】内需提振预期强化，关注政策改善可期——行业投资策略-20250508

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

1. 市场表现：食品饮料年初至今跑赢大盘，板块市值下滑主因估值收缩

食品饮料跑赢大盘，零食板块表现较好。2025 年 1-4 月食品饮料板块上涨 0.5%，跑赢沪深 300 约 2.9pct，在一级子行业中排名居中（第十五）。分子行业看，零食板块涨幅较好（+31.6%），软饮料（+11.7%）、熟食（+7.3%）表现相对靠前。调味发酵品（-5.9%）、预加工食品（-2.9%）、啤酒（-2.8%）走势较弱。零食板块表现较好，主要是万辰集团（+105.3%）、盐津铺子（+43.5%）、好想你（+36.6%）涨幅较多。整体来看在市场更多关注科技主题的背景下，食品饮料传统板块表现平稳。

2. 总量判断：宏观经济向好，微观产业承压

宏观层面来看，2025Q1 我国 GDP 增速为 5.4%，环比 2024Q4 略有回升。观察 2025Q1 社会消费品零售总额同比+4.6%，增速环比 2024Q4 回升 0.6pct，反映出消费需求有略回暖现象。宏观经济增速与社零数据基本匹配，

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

也反映一季度消费环境有回升趋势。从微观层面来看产业表现，产量承压，收入与利润增速也逐渐回落，食品制造业数据与社零数据不匹配，原因可能在于食品制造业为出厂口径，备货节奏与春节时间错配有关。观察行业产量数据，与2024年相比，2025年1-3月除冷藏肉与软饮料产量增速回升，其余子行业产量增速均有下行。整体来看行业产量仍承受压力。

3.投资机会展望：预期转向，白酒配置为主，大众品三条主线布局

当前市场核心变化在于对未来宏观经济预期发生改变。4月份中共中央政治局会议召开，会议指出，要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。本次会议延续的此前基调，我们对于消费政策释放的预期更加坚定，对消费板块后续呈乐观态度。白酒已处于基本面底部区间，可以逢低加大配置，具体标的以基本面良好，市占率仍可提升的名优酒企为主，推荐贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒等，受益标的今世缘等。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类红利，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。

风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏进度低于预期风险、原料价格波动风险。

【煤炭开采：永泰能源(600157.SH)】煤价下行电力成本受益，延续回购回报投资者——公司2024年报&2025年一季报点评报告-20250508

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

煤价下行电力成本受益，延续回购回报投资者，维持“增持”评级

公司发布2024年报及2025一季报，2024年实现营收283.6亿元，同比-5.9%，归母净利润15.6亿元，同比-31.1%，扣非归母净利润14.2亿元，同比-39.9%；其中2024Q4实现营收59.8亿元，环比-23.9%，归母净利润1亿元，环比-64.9%，扣非归母净利润0.2亿元，环比92.1%。2025Q1实现营收56.4亿元，同比-23%，归母净利润0.5亿元，同比-89.1%，扣非归母净利润0.4亿元，同比-91%。考虑到煤价下滑，我们下调2025-2026年盈利预测并新增2027年盈利预测，预计2025-2027年实现归母净利润4.1/9/14.8亿元（2025-2026年前值为22.0/30.9亿元），同比-73.5%/+118.6%/+63.4%；EPS为0.02/0.04/0.07元，对应当前股价PE为72/32.9/20.2倍，公司煤电互补经营业绩稳健，煤矿建设加速推进，储能转型发展值得期待，维持“增持”评级。

煤炭以量补价对冲价格回落影响，售电量提升叠加成本下降致电力盈利提升

(1) 煤炭业务：2024年公司原煤产/销量1368/1368.3万吨，同比+5.5%/+5.3%，其中2024Q4原煤产/销量375.4/375.5万吨，环比-4.8%/-6.3%；2024年公司吨煤价格669.5元/吨，同比-23.3%，吨煤成本364.8元/吨，同比-6.6%，吨煤毛利304.6元/吨，同比-36.8%，其中2024Q4公司吨煤价格544.5元/吨，环比-6.5%，吨煤成本403.9元/吨，环比+25.7%，吨煤毛利140.6元/吨，环比-46.1%。2025Q1公司原煤产/销量291.1/290.5万吨，同比+21.5%/+22.3%，公司吨煤价格399元/吨，同比-56.5%，吨煤成本284.5元/吨，同比-28.8%，吨煤毛利114.5元/吨，同比-77.9%。(2) 电力业务：2024年公司发电量/上网电量413/391亿千瓦时，同比+10.5%/+10.5%，其中2024Q4发电量/上网电量98/93亿千瓦时，环比-19.4%/-19.4%；2024年公司度电价格0.4705元/度，同比-0.4%，度电成本0.4026元/度，同比-4.5%，度电毛利0.0678元/度，其中2024Q4江苏/河南地区控股电力公司度电价格0.4987/0.4567元/度，环比+4%/+1.3%。2025Q1公司发电量/上网电量96/91亿千瓦时，同比-3.7%/-3.7%，江苏/河南地区控股电力公司度电价格0.4623/0.4426元/度，环比-5%/-2.1%。

海则滩煤矿投产有望打开成长空间，2025年延续回购回报投资者

(1) 海则滩煤矿建设打开煤炭成长空间：海则滩煤矿计划2025年进行井下永久泵房、水仓、变电所等主要硐室掘砌，回风、主运、辅运三条大巷及三期顺槽工程施工；2026年二季度完成三期工程建设，6月底形成首采

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

工作面进行试生产，预计当年产煤 300 万吨；2027 年全面投产，力争当年产煤 1000 万吨。(2) 积极推进储能项目建设：公司将在现有已形成的全钒液流电池全产业链基本架构基础上，根据市场情况有序推进全钒液流电池上下游项目产线优化与建设。(3) 2025 年回购股份方案另行制定回报投资者：基于公司发展需要，2024 年公司不进行利润分配，但承诺将按期完成 2024 年 6 月制定的回购股份并用于注销方案，并在该方案完成后，另行制定 2025 年回购股份方案，拟定回购股份金额不低于 3 亿元，所回购股份全部用于注销，并确保在 12 个月的回购限期内完成；公司 2025 年回购股份具体方案制定后尚需经董事会和股东大会审议批准后实施。

风险提示：煤价下跌超预期；煤炭产量不及预期；储能转型不及预期。

【汽车：上汽集团(600104.SH)】2024 年主动筑底，全面深化改革 2025Q1 起成效显著——公司信息更新报告-20250508

赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014

受通用大幅减值影响 2024 年业绩同比大幅下滑，2025Q1 销量回暖推升业绩

公司发布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年实现营收 6275.90 亿元，同比-15.7%；归母净利 16.66 亿元，同比-88.2%，主要受通用减值影响。2025Q1 实现营收 1408.60 亿元，同比-1.6%；归母净利 30.23 亿元，同比-11.4%，主要系 Q1 销量回暖叠加降本效果显现。鉴于行业竞争激烈背景下公司促销力度有所加大，我们下调/新增公司 2025-2026 年/2027 年业绩预测，预计 2025-2027 年归母净利为 98.9(-1.3)/121.9(-22.9)/142.1 亿元，当前股价对应的 PE 为 19.0/15.4/13.2 倍，但鉴于公司自主及合资板块发力电动智能化、海外市场持续布局，维持“买入”评级。

2024 年主动筑底、新能源车业务表现亮眼，去库后 2025Q1 销量明显回暖

2024 年，公司实现批发/零售销量 401.3/463.9 万辆，库存量明显下降。其中新能源车销量达 136.8 万辆，同比增长近 30%，创历史新高；海外业务即使面临关税等挑战，同比依旧增长 2.6%。2025Q1，公司销量达 83.4 万辆，同比+13.3%，而终端交付量超 108 万辆、继续明显去库，后续有望迎来边际持续改善。其中新能源车销量同比+29.9%，上汽乘用车板块同比小幅+0.8%，大众、通用在推出终端优惠、通用前期去库的背景下，Q1 销量同比仅小幅下滑 8.0%、2.2%，表现稳健。

“大乘用车+合资+海外”业务齐发力，电动智能化转型加速推进反转可期

公司将大乘用车板块视作改革突围的主力军，2025 年计划推出 10 款全新及大改款、用户需求为导向的车型（其中新能源车型有 8 款），目标全年销量超 100 万辆，同比增长超 40%，并且盈利水平显著改善。其中智己将搭载线控底盘等前沿技术，以大中型增程 SUV 上市为契机继续引领品牌向上；与华为合作打造的尚界品牌首期投入 60 亿元，组建超 5000 人的专属团队，打造专属超级工厂，首款车型目标 2025 年秋天上市。合资板块方面，将以自主优势技术赋能，努力实现稳销量、稳份额、稳盈利的目标。海外业务方面，公司发布海外战略 3.0 “Glocal 战略”，未来 3 年将打造 17 款全新海外车型，推动 HEV 动力形式、固态电池、智舱及智驾等技术出海，推动名爵品牌深耕本土化。此外，公司每年将保持约 200 亿元的研发投入，加速布局线控底盘、AI 等技术领域以及本土化新车型开发。

风险提示：国内/海外汽车需求不及预期、行业竞争加剧、改革进程不及预期。

【煤炭开采：山煤国际(600546.SH)】Q1 降本对冲量价下跌影响，高分红凸显配置价值——公司 2024 年报 & 2025 年一季报点评报告-20250508

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

Q1 降本对冲量价下跌影响，高分红凸显配置价值，维持“买入”评级

公司发布 2024 年报及 2025 一季报，2024 年实现营收 295.6 亿元，同比-20.9%，归母净利润 22.7 亿元，同比-46.8%，扣非归母净利润 24.4 亿元，同比-44.6%；其中 2024Q4 实现营收 76 亿元，环比-4%，归母净利润 1.9 亿

元，环比-76.4%，扣非归母净利润 2.6 亿元，环比-68%。2025Q1 实现营收 45 亿元，同比-29.2%，归母净利润 2.5 亿元，同比-56.3%，扣非归母净利润 2.7 亿元，同比-55.4%。考虑到一季度煤炭量价齐跌，我们下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润为 14.8/16.9/19.3 亿元（2025-2026 年前值为 33.8/36.8 亿元），同比-34.7%/+14.1%/+14%；EPS 分别为 0.75/0.85/0.97 元；对应当前股价 PE 为 12.7/11.1/9.8 倍。考虑到公司产能释放进展顺利，叠加 2024-2026 年高分红承诺，公司长期投资价值凸显。维持“买入”评级。

2024 年自产煤量价齐跌致业绩承压，2025Q1 降本对冲量价下跌影响

(1) 自产煤业务：产量方面，2024 年公司自产煤产量 3297.9 万吨，同比-15.4%，其中动力煤/冶金煤产量 2205.2/1092.7 万吨，同比-23.8%/+8.8%，2025Q1 自产煤产量 908.6 万吨，同比+20%。销量方面，2024 年公司自产煤销量 2673.4 万吨，同比-23.3%，其中动力煤/冶金煤销量 1828.1/845.3 万吨，同比-31.4%/+2.7%，2025Q1 自产煤销量 441.6 万吨，同比-19.2%。售价方面，2024 年公司自产煤单吨售价 645.9 元/吨，同比-5.4%，其中动力煤/冶金煤单吨售价 467.5/1031.5 元/吨，同比-8%/-17.4%，2025Q1 自产煤单吨售价 594.4 元/吨，同比-10.3%。成本方面，2024 年公司自产煤单吨成本 308.1 元/吨，同比+9.7%，其中动力煤/冶金煤单吨成本 259/414.4 元/吨，同比+35.7%/-27.6%，2025Q1 自产煤单吨成本 271.3 元/吨，同比-12%。毛利方面，2024 年公司自产煤单吨毛利 337.7 元/吨，同比-15.9%，其中动力煤/冶金煤单吨毛利 208.5/617.1 元/吨，同比-34.2%/-8.7%，2025Q1 自产煤单吨毛利 323.1 元/吨，同比-8.7%。(2) 贸易煤业务：销量方面，2024 年公司贸易煤销量 1899.6 万吨，同比+7.7%，2025Q1 贸易煤销量 321.3 万吨，同比-16.2%。毛利方面，2024 年公司贸易煤单吨毛利 19.1 元/吨，同比-39.8%，2025Q1 贸易煤单吨毛利 12.3 元/吨，同比-53.8%。

煤炭产能有序释放，高分红长期投资价值凸显

(1) 产能核增手续加快办理：长春兴煤业完成 600 万吨/年生产要素公告，凌志达煤业完成 240 万吨/年生产要素公告，韩家洼煤业完成 150 万吨/年生产要素公告，河曲露天煤业正在稳步推进 1600 万吨/年产能核增工作，未来公司煤炭产能有望进一步释放。(2) 高分红长期投资价值凸显：2024 年公司分红比例为 60.3%，同比+30.05pct，按 2025 年 4 月 29 日收盘价计算，当前公司股息率为 7.3%，高分红长期价值凸显。

风险提示：经济增速低于预期；煤炭价格下跌风险；煤炭产销量不及预期。

【煤炭开采：盘江股份(600395.SH)】Q1 煤炭量价齐跌致业绩承压，电力业务量价齐升——公司 2024 年报 & 2025 年一季报点评报告-20250508

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

Q1 煤炭量价齐跌致业绩承压，电力业务量价齐升，维持“买入”评级

公司发布 2024 年报及 2025 一季报，2024 年实现营收 89 亿元，同比-5.4%，归母净利润 1 亿元，同比-85.8%，扣非归母净利润-0.3 亿元，同比-104.6%；其中 2024Q4 实现营收 24.5 亿元，环比+2%，归母净利润 0.7 亿元，环比+3402%，扣非归母净利润 0.2 亿元，环比+1003.1%。2025Q1 实现营收 24.8 亿元，同比+27.3%，归母净利润-1 亿元，同比-590.4%，扣非归母净利润-1.2 亿元，同比-4826.2%。考虑到煤炭销量下滑，我们下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 0.59/1.12/1.63 亿元（2025-2026 年前值为 3.1/4.2 亿元），同比-43.7%/+91.2%/+45.8%；EPS 分别为 0.03/0.05/0.08 元，对应当前股价 PE 为 172.5/90.2/61.9 倍。公司煤炭产能增长可期，煤-电-新能源一体化稳步发展，维持“买入”评级。

2025Q1 煤炭业务同比量价齐跌，电力业务同比量价齐升

(1) 煤炭业务：产量方面，2024 年商品煤产量/对外销量 941/784 万吨，同比-16.5%/-32%，其中 2024Q4 商品煤产量/对外销量 249/192 万吨，环比+2%/+3.9%；2025Q1 公司商品煤产量/对外销量 218/168.9 万吨，同比+7%/-11.2%。价格方面，2024 年公司吨煤售价 808 元/吨，同比+3.3%，其中 2024Q4 吨煤售价 742 元/吨，环比-9%；2025Q1 公司吨煤售价 672 元/吨，同比-24.9%。成本方面，2024 年吨煤成本 627 元/吨，同比+11.3%，其中 2024Q4 吨煤成本 575 元/吨，环比-10.7%；2025Q1 吨煤成本 596 元/吨，同比-10.5%。盈利方面，2024 年吨煤毛利 181 元/

吨，同比-17.3%，其中 2024Q4 公司吨煤毛利为 167 元/吨，环比-2.6%；2025Q1 吨煤毛利 76 元/吨，同比-66.7%。

(2) 电力业务：电量方面，2024 年公司发电量/上网电量为 651472/608202 万度，同比+4020%/+4060%，其中 2024Q4 发电量/上网电量为 261246/240857 万度，环比+8.1%/+6.3%，2025Q1 公司发电量/上网电量 368758/346196 万度，同比+555.5%/+555.4%。电价方面，2024 年平均上网电价（不含税）为 0.367 元/度，同比-2%；2025Q1 平均上网电价（不含税）0.3718 元/度，同比+0.5%。

煤炭产能增量可期，煤电新能源发电项目稳步推进

(1) 煤炭产能增量可期：公司马依东一井、马依东二井、马依西二井正按计划有序办理相关手续，力争早日取得核准并开工建设；马依西一井（二采区）120 万吨/年项目力争在 2026 年上半年进入联合式运转；首黔公司杨山煤矿露天开采 100 万吨/年项目，计划建设工期 24 个月。(2) 煤电及新能源发电项目稳步推进：

火电方面，2024 年 12 月 27 日公司盘江普定 2×66 万千瓦燃煤发电项目 2 号机组首次并网发电；2024 年 12 月盘江（普定）发电公司 2×66 万千瓦高效超超临界二次再热燃煤发电项目获得项目核准批复；新能源发电项目，公司通过子公司共投资建设新能源发电项目装机约 377 万千瓦，截至 2024 年 12 月底已实现并网容量约 188 万千瓦。(3) 分红比例同比提升：2024 年公司分红比例为 45%，同比+4.94%，以 2025 年 4 月 25 日收盘价计算，对应当前股息率为 6.6%。

风险提示：经济增长不及预期；煤价下跌超预期；新增产能进度不及预期。

【中小盘：奥普特(688686.SH)】短期业绩承压，高研发投入促进长期成长——中小盘信息更新-20250507

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 赵晨旭（联系人）证书编号：S0790124120019

受下游需求波动影响，公司经营业绩有所承压

公司发布 2024 年年报和 2025 年第一季度报告，2024 年实现营收 9.11 亿元，同比-3.44%；归母净利润 1.36 亿元，同比-29.66%。2025Q1 实现营收 2.68 亿元，同比+18.09%；归母净利润 0.58 亿元，同比+0.97%。2024 年，受锂电行业资本投入周期性调整及 3C 行业复苏缓慢影响，公司经营业绩出现下滑。考虑到下游需求修复节奏，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 2.14（-1.58）/2.77（-1.89）/3.58 亿元，对应 EPS 分别为 1.75（-1.29）/2.27（-1.54）/2.93 元，当前股价对应 2025-2027 年的 PE 分别为 52.5/40.4/31.2 倍，看好公司在新兴领域和 AI 质检带来的增长潜力，维持“买入”评级。

下游需求分化致收入波动，软硬件产品体系不断强化升级

一方面，锂电、3C 等行业下游需求不足导致该领域公司业绩下滑，但公司在半导体、汽车等新兴领域呈现强劲的增长态势，营收分别实现 44.08%和 89.95%的高速增长；另一方面，公司为增强核心竞争力，提高投入强度拓宽产品线并深化技术研发，2024 年研发投入占营收比例提升至 23.81%，并取得了显著成效。技术方面，公司推出 DeepVision3 与 Web 版 AI 平台，覆盖锂电、3C 电子、半导体等领域，2024 年实施规模以上项目数百项，检测产品数十亿件。产品方面，工业相机推出短波红外机型、超小体型的 CXP 相机以及万兆网线阵相机，重新定义高速高精检测标准；3D 产品线迭代 LPF2 系列线激光相机，满足微米级检测需求。此外，公司发布了双/单投影条纹结构光 3D 相机，保障复杂表面成像质量。

机器视觉行业前景广阔，AI 及新品类布局助力公司新成长

展望未来，机器视觉作为智能制造的核心环节，在国产替代加速和 AI 技术赋能的趋势下，其在各行业的渗透率有望持续提升。公司作为国内机器视觉核心零部件龙头，有望凭借在 AI 质检、传感器、运动控制等新领域的布局，以及持续的海外市场拓展，抓住行业发展机遇，打开新的成长空间。

风险提示：在研项目失败风险、产品毛利率下降风险、市场竞争加剧风险。

【中小盘：青鸟消防(002960.SZ)】短期业绩承压，工业与海外业务增长亮眼——中小盘信息更新-20250507

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 张越（分析师）证书编号：S0790524090003 | 赵晨旭（联系人）证书编号：S0790124120019

2025Q1 业绩短期承压，维持买入评级

公司发布 2025 年一季报，实现营收 8.83 亿元，同比-3.64%；归母净利润 0.69 亿元，同比-12.37%。在下游房地产竣工面积下滑及行业竞争加剧的背景下，公司民商用报警与疏散业务业绩承压。但公司通过积极调整价格策略、优化成本结构，叠加工业与海外业务的快速增长，使得整体营收降幅收窄。考虑到下游需求恢复节奏，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 5.52(-1.85)/6.60(-1.61)/7.28 亿元，对应 EPS 分别为 0.75(-0.22)/0.9(-0.18)/0.99 元，当前股价对应 2025-2027 年的 PE 分别为 15.1/12.6/11.4 倍，看好公司新场景拓展和海外市场机遇，维持“买入”评级。

工业与海外业务高速增长，新产品新认证不断突破

核心业务方面，公司紧紧把握国内民商用消防市场“提质升级”的发展趋势，不断挖掘城市更新带来的存量建筑消防设备改造市场，公司市占率稳步提升。增量业务方面，“青鸟”品牌工业项目发货同比高速增长 39.45%；工业报警营收持续保持高增，同比+52.30%；海外业务营收同比+20.46%，已形成覆盖加拿大、法国、西班牙、英国等地的海外品牌矩阵。新场景拓展方面，数据中心消防发货同比+88%，覆盖移动、阿里、快手等头部客户；储能消防订单超 3000 万元，同比+70%。产品研发与拓展方面，科力恒灭火无人车集成 AI 图像分析与无人车控制，覆盖通道占用、防火门监测等多场景；气体灭火系统获国内首张 UL 认证，正天齐品牌通过自动喷淋系统 GB 认证，进军水系统消防领域；推出“重明系列”智能网络摄像机，内置 AI 人形侦测算法，减少误报率，适配社区、园区等多场景。

多维业务协同赋能，为实现“百亿+”的规模目标持续发力

展望未来，消防安全产品行业正经历政策驱动、技术赋能与市场裂变的深刻变革。公司将继续巩固国内民商用消防业务基本盘，同时将国内工业与行业消防及海外消防业务作为核心增长引擎，依托自研“朱鹮”芯片、传感器及 AI 大数据等核心技术，探索“消防+通信”一体化解决方案，向“百亿+”规模目标持续迈进。

风险提示：新业务拓展低于预期，市场竞争加剧风险，商誉减值风险。

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。

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