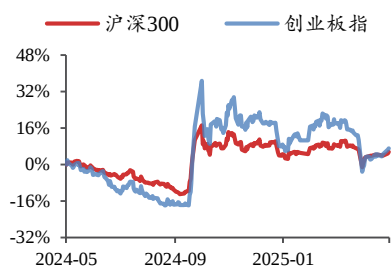


沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
国防军工	3.705
银行	1.488
基础化工	1.153
房地产	1.057
石油石化	0.908

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	-0.559
计算机	-0.417
电子	-0.372
社会服务	-0.238
医药生物	-0.115

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

【金融工程】港股量化：2025 年以来南下累计净流入超 6000 亿港元，5 月增配成长——金融工程定期-20250507

【金融工程】基金投顾产品 4 月调仓一览——基金投顾产品月报系列（17）
-20250507

行业公司

【海外】短期波动仍存，聚焦经济转型方向——海外市场 2025 年度中期投资策略
-20250507

【公用事业】电力供需转向宽松，重视盈利稳定品种——电力行业 2025 中期投资策略-20250507

【商贸零售】悦享生活，深挖情绪消费景气赛道——2025 年零售行业中期投资策略-20250507

【化工】厚积薄发，化工周期新起点——化工行业 2025 年中期投资策略-20250507

【地产建筑】物管发展节奏更沉稳，Reits 迎来新机遇——物管+REITs 行业 2025 年中期投资策略-20250507

【医药】首选创新药，关注消费复苏——医药行业 2025 年度中期投资策略
-20250507

【农林牧渔】2024 年养殖板块利润同比高增，宠物高景气延续——行业点评报告
-20250506

【煤炭开采：淮北矿业(600985.SH)】Q1 降本对冲煤价下滑影响，关注成长性及破净修复——公司 2025 年一季报点评报告-20250507

【煤炭开采：昊华能源(601101.SH)】Q1 煤炭量价齐跌致业绩回落，关注成长性与高分红——公司 2024 年报&2025 年一季报点评报告-20250507

【煤炭开采：甘肃能化(000552.SZ)】煤炭量价齐跌拖累业绩，关注煤电化成长性——公司 2024 年报&2025 年一季报点评报告-20250507

【煤炭开采：电投能源(002128.SZ)】氧化铝价增致业绩同比承压，集团资产注入成长可期——公司 2025 年一季报点评报告-20250507

【电子：乐鑫科技(688018.SH)】业绩持续高增，不断扩展 AIoT SoC 领域——公司信息更新报告-20250507

【纺织服装：海澜之家(600398.SH)】2025Q1 主业稳健，期待京东奥莱、FCC 双线发力——公司信息更新报告-20250507

【化工：雅化集团(002497.SZ)】Q1 利润同比大幅增长，锂精矿自给率提升在即——公司信息更新报告-20250507

【医药：人福医药(600079.SH)】业绩表现稳健，重整归核持续推进——公司信息更新报告-20250507

研报摘要

总量研究

【金融工程】港股量化：2025 年以来南下累计净流入超 6000 亿港元，5 月增配成长——金融工程定期-20250507

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003

港股市场 4 月概览：港股市场回调，低估值行业表现较优

2025 年 4 月港股市场受关税政策以及全球经济形势数据等因素，行情波动剧烈，呈现出先抑后扬再回调的走势。4 月，恒指全月下跌 4.33%，而恒生科技指数下跌 5.70%。2025 年 4 月港股市场成交活跃度明显回调。具体表现如下：4 月港股通日均成交额 1815.6 亿港元，较 2025 年 3 月日均成交额 2104.7 亿港元下跌了 13.7%，港股日均成交 2047.9 亿港元，较 2025 年 3 月日均成交额 2119.0 亿港元下跌了 3.4%。

从港股一级行业来看，2025 年 4 月多数行业收跌。涨幅居前的行业多为低估值高股息板块，例如建筑、基础化工、电力及公用事业等。

港股通成分股资金流分析：2025 年前四个月累计净流入达 2024 年全年的 75%

4 月南下资金净买入港股达 1667 亿港元，持续创下自 2021 年 1 月以来的单月最大净流入纪录，同时也是 2016 年底深港通开通以来的历史第二大月度净买入。截至 2025 年 4 月 30 日，南下资金累计净流入港股市场 6053 亿港元，相当于 2024 年全年净流入规模的 75%。截至 4 月 29 日，南下资金、外资、中资、港资及其他这四类的持仓市值占比分别为 19.85%、60.96%、12.37%、6.82%，较 2025 年 3 月的变化分别为+0.67pct、-1.07pct、+0.06pct、+0.33pct。

南下资金：净流入靠前的行业为基础化工、钢铁、有色金属、家电、煤炭。

外资：净流入靠前的行业为汽车、建材、建筑、非银行金融、综合。

中资：净流入靠前的行业为消费者服务、煤炭、农林牧渔、计算机、银行。

港资及其他：净流入靠前的行业为轻工制造、机械、计算机、综合金融、电力设备及新能源。

港股优选 20 组合的绩效表现：4 月组合超额收益 0.2%

在前期报告《公募港股投资变化及港股通优选组合构建》中，我们详细介绍了在港股通样本股中适用的各个因子，四大类因子在港股通成分股中分组表现优异。为了跟踪多头组合的月度表现，我们在每月底对分数最高的前 20 只个股按照等权的方式构建港股优选 20 组合，基准选取港股综合指数(HKD)(930930.CSI)。

2025 年 4 月，港股优选 20 组合的收益率为-3.40%，基准指数的收益率为-3.57%，组合超额收益率 0.17%。

从全区间来看（2015.1~2025.4），港股优选 20 组合的超额年化收益率 13.7%，超额收益波动比为 1.0。

港股优选 20 组合的 5 月持仓：增配成长

2025 年 5 月的港股优选 20 组合见表 3 所示，整体持仓较 4 月提高了在成长板块上的比例。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】基金投顾产品 4 月调仓一览——基金投顾产品月报系列（17）-20250507

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003 | 蒋韬（联系人）

证书编号：S0790123070037

业绩统计：2025 年 4 月股票型投顾产品超额整体为正

统计各类型基金投顾产品业绩，4 月股票型投顾产品平均收益高于沪深 300，纯债型投顾产品平均收益低于纯债债基。4 月份纯债型、固收+型、股债混合型、股票型投顾产品绝对收益均值分别为 0.29%、-0.01%、-0.75%和 -2.17%。

4 月基金投顾产品调仓行为解析

2025 年 4 月投顾产品调仓数量较多，共有 122 个基金投顾产品进行调仓。

调仓理由：总结 4 月基金投顾调仓的原因，其调仓行为主要围绕关税政策及债市波动展开。在债券和久期方面，投顾增加信用债等债券比例，原因一是在关税冲击下，预计宽信用依然是政策的主基调；二是 4 月是银行理财的季节性配置窗口，从经验看日历效应对债券市场较为有利。对于久期，部分投顾认为应该增加久期，原因是与增加债券相似，部分投顾认为应该减少久期，原因短期长端利率大幅下行，期限溢价走平，短债相对长债性价比提升。在行业和风格方面，投顾多数基于美国关税政策，选择自主创新、内需消费等避险方向；部分投顾止盈了小盘股，理由是随着流动性、风险偏好的下滑以及财报季的临近，小盘风格胜率最高的窗口期接近尾声；部分投顾增加红利基金，因为长端利率重回低位及不确定性提升。

此外，部分投顾提到再平衡；部分投顾增加港股互联网，原因是 AI 产业趋势在继续，过热情绪释放后基于产业定价逻辑有望推动互联网公司估值提升。

统计各类型基金投顾产品在各投资类型基金上权重变化：

纯债型投顾组合：减少货币基金，增加债券类基金；固收+型投顾组合：含权比例高的基金转入含债比例高的基金；股债混合型投顾组合：减少固收加类基金，增加主动权益类基金；股票型投顾组合：和股债混合类投顾组合相似，减少固收加类基金，增加主动权益类基金。

久期：纯债型投顾和固收+型投顾增加久期。

底层债券比例变化：从底层债券比例变化来看，4 月调仓纯债型投顾产品和固收+型投顾产品存在分歧，4 月调仓纯债型投顾产品整体减少货币比例，增加信用债比例，固收+型投顾产品减少信用债比例，增加货币和可转债比例。

投顾产品行业配置：4 月投顾产品整体减少电子、电力设备等行业，增加食品饮料等行业。

指数基金配置变化：4 月基金投顾整体配置各类指数基金没有统一的风格特征，是风格内部调整。

4 月投顾产品持仓中红利基金比例先升后降，底层资产底层资产中微盘类股票比例增加。

对于 QDII 类和商品类基金，4 月基金投顾产品增配黄金、印度权益类基金，减少日本权益、欧洲权益类基金。

风险提示：本报告不构成对基金投顾产品的投资建议，基金投顾产品的历史业绩不代表未来收益。

行业公司

【海外】短期波动仍存，聚焦经济转型方向——海外市场 2025 年度中期投资策略-20250507

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001 | 张可（分析师）证书编号：S0790523070001 | 杨哲（分析师）证书编号：S0790524100001 | 荀月（分析师）证书编号：S0790524110001 | 周勃宇（联系人）证书编号：S0790124070036 | 陈沅（联系人）证书编号：S0790124070037

2025 年以来港股市场先后经历经济预期下行、Deepseek 驱动中国科技核心资产价值重估、中美贸易摩擦冲击

过后的企稳回升，短期政策博弈型品种波动率仍在，中期仍需评估关税政策对中国经济基本面的潜在压力导致港股市场继续显著回升的涨幅受限，震荡市重点聚焦中国经济转型的主线方向，如内需及 AI-互联网、非美出口-汽车出口、国产替代-半导体、确定性升级-光学等。

1、互联网：具备价值及成长的混合属性，受益 AI 产业趋势步入扩张期，板块性估值回升首要决定因素仍是宏观环境向好。(1) 游戏：供给驱动需求，精品化利好头部厂商，押注潜在爆品周期；(2) 电商：消费分层态势显著，优选市场份额及货币化率上移机会；(3) 本地生活：短期盈利提升曲线放缓，有待宏观环境复苏。(4) 云计算：AI 带动云计算支出结构性调整，云厂商有望实现价值重估。推荐阿里巴巴-W、拼多多，受益标的腾讯控股。

2、电子：(1) 消费电子：光学是更优赛道，2025 年手机光学升级持续、2025H2 汽车 ADAS 下沉、2025Q4 AR 光学起量有望实现三重行业 β 共振。手机光学升级趋势持续，手机光学模组 ASP 和毛利率有望继续改善，改善幅度有赖跟踪国际形势不确定性带来手机终端销量及产品结构、人民币贬值导致模组毛利率影响。(2) 半导体：下游低库存状态、国际形势不确定性催生补库存效应有望保证 2025Q2 晶圆代工企业业绩环比向上，中期需求仍需评估全球范围内终端需求边际下修、及补库存后的提前透支影响。出于供应链安全角度考虑，车规半导体、模拟、关键半导体设备材料等领域国产替代趋势有望加速。推荐舜宇光学科技、高伟电子、丘钛科技、中芯国际、华虹半导体。

3、汽车：整车板块估值阶段性放大特征显著，行业竞争格局持续胶着，埋伏 2025 年新车爆品周期。2025 年智能驾驶将迎来产业奇点，ADAS 在整车竞争中的重要性提升，优选品牌势能向上、2025 年车型矩阵丰富的品种。端到端模型算法路径明朗后 ADAS 迭代加速，硬件降本带动供应商收入规模化，港股汽车电子板块持续扩容。推荐小米集团、小鹏汽车-W、理想汽车-W、零跑汽车。

4、计算机：围绕国产替代、AI 主线轮动，MCP 有望催化 AI 行情。港股 SaaS 企业仍处估值低位，短期估值对港股流动性较为敏感，中期估值提升仍有赖行业景气复苏、以及产品标准化程度对应运营利润率提升。推荐浪潮数字企业。

5、电动工具：关税压制美国当地市场需求、以及品牌供应链利润，有待后续政策明朗化，龙头积极加速产能全球化布局以缓冲短期盈利波动影响。推荐创科实业、泉峰控股。

风险提示：软件及产品推出不及预期、产能及供应链风险、监管政策变动、宏观经济增长放缓、地缘政治风险。

【公用事业】电力供需转向宽松，重视盈利稳定品种——电力行业 2025 中期投资策略-20250507

周磊（分析师）证书编号：S0790524090002

1.行业回顾：电力需求稳定，电源电网投资持续增长

2024 年全社会用电量 9.87 万亿千瓦时，yoy+7.0%；电源投资额 1.17 万亿元，yoy+20.8%；电网投资额 6083 亿元，yoy+15.3%。截至 2025 年 4 月 30，公用事业板块累计下跌 2.9%，在 31 个一级行业中排名第 19；电力板块累计下跌 2.3%，电网设备板块累计下跌 5.4%，分别在 124 个二级行业中排名第 68 和第 87。

2.电力：成本下行、政策出台改善盈利预期，息差扩张提高红利配置价值

(1) 火电：现货煤价回落，关注行业成本改善带来的盈利弹性。截至 2025 年一季度末，动力煤大宗价格指数报 676 元/吨，同比下降 169 元/吨。若 2025 年动力煤均价下降至 675 元/吨，则在发电企业现货比例为 20%、50%、80%的情况下，单位发电成本较 2024 年降低 22.51、41.15、59.79 元/兆瓦时。(2) 水电：板块回调充分，息差扩大，低利率环境下具备长期配置价值。2024 下半年，水电股息率与国债收益率的息差走阔，2025 年初至今水电净息差均值较 2023.5-2024.4 区间均值扩大 53bp，水电指数较 2024 年内高点已回撤 7.4%。低利率环境下水电作为稳定盈利品种具备配置价值。(3) 核电：极端场景下盈利仍有韧性，中期装机增长，远期分红可期。若 2030 年前后天然铀价格达到 90 美元/磅，则核电单位燃料成本较当前提高约 5.61 元/兆瓦时，毛利率下降约 1.7pct。在动力煤

均价不出现大幅下跌的情况下，核电电价具备支撑。核电核准已进入常态化阶段，中期成长确定，远期分红可期。

(4) 绿电：绿证市场有望持续完善，风电盈利稳定性较高。2024 年自然资源不佳导致全国风光发电利用小时数同比减少。2024 年完成绿证补发工作，短期造成供给冲击；本轮供给冲击结束后绿证价格有望陆续回归绿电环境价值，需求刺激政策的陆续出台也有望带来绿证交易的量价齐升。

3. 电网设备：国内总量高增、结构分化，海外市场景气延续

2024 年国网输变电设备招标额合计 728.89 亿元，同比增加 7.8%；特高压设备招标额合计 261.55 亿元，同比减少 35.5%，2025 年有望加快。2025Q1 主要电力设备出口金额 195.54 亿元，同比增长 39.6%，2021Q1-2025Q1 复合增速 33.1%。

4. 受益标的：重视盈利稳定品种、央国企资产注入重组机会。(1) 火电：华电国际、建投能源、国电电力、华润电力(H)、申能股份、皖能电力、浙能电力等；(2) 水电：长江电力、华能水电、国投电力、川投能源、黔源电力等；(3) 核电：中国核电、中国广核、中广核电力(H)等；(4) 绿电：龙源电力(H)、三峡能源、中国电力(H)、中广核新能源(H)、江苏新能、浙江新能、中闽能源等；(5) 电网设备：平高电气、许继电气、中国西电、国电南瑞、四方股份、华明装备、思源电气、金盘科技、三星医疗、海兴电力等。

5. 风险提示：电源投资不及预期、利用小时数下降风险、电网建设不及预期、电力市场建设不及预期、燃料成本上涨风险、市场化电价波动风险、电力安全运行风险。

【商贸零售】悦享生活，深挖情绪消费景气赛道——2025 年零售行业中期投资策略-20250507

黄泽鹏(分析师)证书编号：S0790519110001 | 陈思(联系人)证书编号：S0790124070031 | 姚慕宇(联系人)证书编号：S0790125040021

投资建议：围绕情绪消费主题，沿“黄金珠宝、线下零售、化妆品、医美”四条主线布局。

展望 2025 年零售行业投资，消费复苏是核心主旋律。投资策略层面，我们优选契合情绪消费主题的景气细分赛道，并重点关注品牌势能和竞争力边际提升的龙头公司，具体包括“黄金珠宝”、“线下零售”、“国货美妆”和“医美”四条投资主线。

投资主线 1：关注具备差异化产品力和消费者洞察力的黄金珠宝品牌。

黄金珠宝行业“消费+投资”长期逻辑未变，但品牌竞争格局已悄然变化。受情绪消费驱动叠加年轻消费者逐渐掌握消费话语权，部分具备差异化产品力和消费者洞察力的产品型品牌在快速崛起，超越传统铺货型渠道品牌。高端中式黄金和小件时尚黄金，是相对受益情绪消费的细分品类，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等，受益标的曼卡龙等。

投资主线 2：关注顺应消费趋势积极变革探索的线下零售龙头。

借“情绪消费”东风，线下渠道有望迎来与线上电商的攻守易势机会。对线下零售企业(超市、百货、连锁等)而言，通过变革调整思路、扬长避短，发挥线下在服务体验和情绪价值提供方面的优势，并在消费者端形成持续正向累积，则有望吸引流量回归线下、实现困境反转。重点推荐爱婴室、永辉超市等，受益标的重庆百货等。

投资主线 3：关注把握细分结构性机会且综合实力强的国货美妆品牌。

化妆品行业温和复苏、国货崛起趋势持续，颜值经济和悦己趋势下，建议关注“情绪消费”下的美妆机遇：①高景气美妆细分赛道国货崛起趋势持续，重点推荐珀莱雅、上美股份、巨子生物、丸美生物等，受益标的上海家化等；②高端美妆打造稀缺，国货势能崛起，重点推荐毛戈平；③个护家清领域多面开花，“需求刚性+体验升级”双轮驱动，重点推荐润本股份，受益标的若羽臣等。

投资主线 4：关注差异化医美产品上游厂商及医美机构龙头。

长期看医美“渗透率+国产化率+合规化程度”多维提升逻辑未变，率先布局差异化管线的医美上游厂商有望抢占消费者心智高地，建议关注重组胶原蛋白、再生类、毛发类赛道；此外下游医美机构也有望在长尾出清和上游产品丰富背景下，实现市占率和盈利能力的同步提升。重点推荐爱美客、科笛-B，受益标的包括锦波生物等。

风险提示：消费复苏不及预期；竞争加剧；政策风险。

【化工】厚积薄发，化工周期新起点——化工行业 2025 年中期投资策略-20250507

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 李思佳（联系人）证书编号：S0790123070026

供给端：从国内看，2024 年以来行业固定资产投资增速已明显放缓，综合整治“内卷式”恶性竞争写入 2025 年度政府工作报告，供给端逐步迎来边际改善；从全球看，我国化工品全球市占率稳步提升，化工行业有望开启周期新起点。

需求端：外需冲击下，稳内需政策有望密集推出，内需有望稳步恢复。同时，美国发布一系列关税政策，或加剧全球经济衰退风险。

成本端：美国新关税政策宣布后，国际原油价格下行明显。国内煤炭安全稳定供应能力持续增强，2024 年以来煤炭、天然气价格震荡下行。

短期海外需求或受冲击，看好内需及供需格局优先改善相关行业标的：

制冷剂：配额制下涨价行情仍将延续。推荐标的：巨化股份、三美股份、昊华科技、金石资源；受益标的：永和股份、东岳集团等。

氨基酸：对等关税计划推升豆粕、玉米价格偏强运行，支撑氨基酸需求增加。受益标的：梅花生物、星湖科技、阜丰集团等。

民爆：国内需求高速增长。推荐标的：雅化集团；受益标的：易普力、江南化工、广东宏大、国泰集团、保利联合、高争民爆、雪峰科技等。

军工&新材料：推荐标的：昊华科技、圣泉集团、东材科技；受益标的：泰和新材、中化国际、同益中、国瓷材料、金博股份等。

农药化肥：夯实粮食安全根基，国内化肥行业格局优化。推荐标的：盐湖股份、扬农化工、兴发集团、利民股份；受益标的：云天化、川恒股份、云图控股、藏格矿业、广信股份、江山股份等。

铬盐：金属铬及高温合金需求向上，带动铬盐产业链景气度提升。推荐标的：振华股份。

有机硅：供需拐点已至，盈利修复可期。推荐标的：合盛硅业、兴发集团、三友化工；受益标的：新安股份、东岳硅材等。

乙二醇：下游需求持续扩张，新增供给有限，景气有望上行。受益标的：万凯新材等。

OLED：终端应用百花齐放，国产 OLED 材料星火燎原。推荐标的：瑞联新材、万润股份；受益标的：莱特光电、奥来德等。

中长期（三季度开始）看好化工在油价低位下，全球复苏背景下化工重启新一轮周期：

华鲁恒升：公司当前多数主营产品价差分位数处于历史底部，伴随煤价下跌，部分产品景气修复，公司盈利有望持续抬升。

大炼化：看好油价跌后企稳时，炼化企业盈利向上。推荐标的：恒力石化、荣盛石化。

长丝：当前相关标的估值处于历史低位，短空长多，看好长丝中长期盈利弹性。推荐标的：新凤鸣（0.9-1.0

倍 PB)、桐昆股份 (0.6-0.7 倍 PB) 。

风险提示：政策执行不及预期、原油及产品价格大幅波动、安全环保生产等；其他风险详见倒数第 2 页标注 1。

【地产建筑】物管发展节奏更沉稳，Reits 迎来新机遇——物管+REITs 行业 2025 年中期投资策略-20250507

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. 物管行业规模增速放缓，第三方拓展解局

根据中指研究院数据，截至 2024 年末，中国物管行业在管规模达 314.1 亿平，同比增长 4%，2020-2024 年复合增长率达 4.9%，百强物企在管面积增速连续三年回落，合管比降至 1.27。受物业费下调、亏损项目治理等影响，物企 2024 年普遍退出存在交付风险和低质低效的项目，聚焦高能级城市的优质产业和客户，同时百强物企第三方在管面积占比和非住业态占比均有所提升。2021 年以来，百强物企收入增速和在管面积增速趋势一致，虽然收入保持稳健增长，但增速降至个位数，毛利率和净利率均呈下降趋势。18 家样本物企中，11 家 2024 年收入同比增长或减亏，业绩表现符合预期；2024 年毛利率和净利率基本为近三年低值，管理费率基本为近三年较低，银行存款及现金总额同比下降 1.4%，整体在手现金依然较充裕，派息比例依旧稳健，股息率维持较高水平。

2. 物管行业 2025 年发展机遇

(1) 好房子、好服务概念下，优质服务成为核心竞争力，受此影响物企陆续推出新产品、好服务抢占市场。(2) AI 时代下，物企通过对项目硬件和管理软件进行升级改造，实现成本的解节约及管理效率的提升。(3) 房屋养老金政策下，城市更新和老旧小区改造迎来机遇，物企通过布局新赛道有望改善低价项目的盈利空间。

3. REITs 运行态势及发展趋势展望

2025 年初至今，中国公募 REITs 市场呈现显著的结构性分化，抗周期板块表现强劲而顺周期板块承压。数据显示，截至 4 月中旬，中证 REITs 全收益指数年内累计上涨 8.5%，但细分板块差异明显。未来趋势上，短期内市场或继续受宏观波动影响，弱周期板块（如保障房、消费）若回调可能凸显配置价值，顺周期板块（如仓储、产业园）需关注内需修复与估值错杀机会；长期来看，政策支持的扩容方向（如养老、新型基建 REITs）及利率下行背景下高分红资产的吸引力或推动市场结构性机会深化。未来 REITs 市场将延续扩容与分化的双重趋势。在政策常态化发行和资产类型多元化的推动下，市场规模预计持续扩张，底层资产将进一步覆盖新基建、智慧城市、文旅等新兴领域，同时存量项目扩募提速（如华夏北京保障房 REIT 扩募案例）将强化市场流动性。

4. 投资建议

物管方面，行业在管规模增速放缓，第三方项目竞争解局，新拓规模有所下降，头部物企陆续退出低质项目和业务后，物企整体在管项目质量提升，借助 AI 提升人效，管理成本有所压降，未来盈利能力有望进一步改善。我们认为，物管行业从规模扩张导向转成服务品质导向的过程中，逐渐回归品质，质价相符、服务品质突出、能够提供优质增值服务的企业或将得到更好的支持与发展，推荐标的：(1) 非住业务占比较高，对房地产依赖相对较小的综合类开发公司：华润万象生活、绿城服务、招商积余等；(2) 关联地产公司销售拿地强势，市占率明显提升：滨江服务、建发物业。REITs 方面，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，当前时间节点重点板块需围绕“稳增长”与“新业态”两条主线，持续关注扩容+分化逻辑，注意板块周期及利率敏感资产创造的波段机会。

风险提示：调控政策超预期变化、房地产销售复苏不及预期、第三方拓展竞争加剧、增值业务毛利率下行、项目长期分派率不及预期。

【医药】首选创新药，关注消费复苏——医药行业 2025 年度中期投资策略-20250507

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 阮帅（分析师）证书编号：S0790524040007

产业调整接近尾声，指数率先企稳回升

疫情高基数、医疗合规化、产业内部调结构等多因素搅动下，近两年医药板块整体经营有所波动：2025 年第一季度，医药板块整体收入增速-6.13%，归母净利润增速-9.68%。我们认为，产业调整已接近尾声，医药指数已先行企稳回升：受行业整体经营承压，2021 年来医药指数整体波动下行，自 2024 年四季度开始指数逐步底部企稳。当前阶段，产业创新发展全力推进，并明确提出优化药品集采，医药政策稳中向好；老龄化背景下未满足的临床需求快速增长、企业创新能力不断提升等长期产业趋势未曾变化，后续随着创新药驱动制药板块新周期、医疗合规常态化及消费医疗逐步回暖，医药板块有望重回稳定增长，指数也有望向上。

首选创新药，关注消费复苏

化学制药及生物制品：2025 年政府工作报告明确提出优化药品集采，存量仿制药对板块影响边际减弱，受益创新药国内放量+出海驱动增长，叠加运营质量提升，多数制药公司业绩稳健，制药板块迎来商业化新周期；国内创新药企业正快速接轨全球，“license-out”不断涌现，商业化环境逐步改善，同时，行业竞争格局在改善。创新药产业链：随着美国进入降息周期及国内持续对创新药行业的支持，叠加减肥药等现象级的大药放量，制药产业链在 2025Q1 业绩见底回升，板块有望迎来新机遇。消费医疗：消费属性更强的专科医疗服务、中/化药贴膏及眼科用药/械、中药品牌 OTC、医药商业、血制品及疫苗等细分赛道有望受益国内宏观政策加码后消费能力的逐步恢复。中药：我们建议精选经营真改善，能够穿越疫情周期的公司；首选有政策支持及新品种驱动增长的中药创新药细分赛道；同时，静待基药目录调整等利好政策驱动板块向上。医疗器械：国内 DRGs、集采、医疗合规化等扰动因素仍存在的背景下主要寻找阻力较小、短期有业绩，长期有成长的赛道，方向上精选出海、院外消费医疗器械及设备更新换代等，关注 2025H2 板块拐点的机会。

推荐标的

制药及生物制品：三生制药、诺诚健华、泽璟制药、科伦博泰、百利天恒、信达生物、智翔金泰、康诺亚、和黄医药、恒瑞医药、人福医药、恩华药业、兴齐眼药、华东医药、东诚药业、京新药业、科兴制药；CXO 及科研服务：药明康德、药明合联、药明生物、康龙化成、博腾股份、药石科技、诺泰生物、九洲药业、皓元医药、毕得医药、奥浦迈、百普赛斯、药康生物、阳光诺和、阿拉丁、药康生物；医疗器械：迈瑞医疗、联影医疗、爱博医疗、三诺医疗、翔宇医疗；原料药：健友股份、奥锐特、华海药业、普洛药业、博瑞医药。中药：东阿阿胶、江中药业、天士力、悦康药业、佐力药业、方盛制药、羚锐制药、济川药业；医疗服务：爱尔眼科、锦欣生殖、通策医疗、海吉亚医疗、美年健康；医药商业：益丰药房、老百姓、健之佳、九州通。

风险提示：集采降价超预期、医保谈判降价超预期、医疗行业政策风险、地缘政治风险。

【农林牧渔】2024 年养殖板块利润同比高增，宠物高景气延续——行业点评报告-20250506

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

2024 年生猪养殖扭亏为盈，宠物持续景气

2024 年农业行业实现营业收入 11498.20 亿元，同比下跌 3.68%，归母净利润 466.39 亿元，同比上升 806.55%。2025Q1 实现营业收入 2706.77 亿元，同比增长 6.79%；归母净利润 133.13 亿元，同比上升 6.79%。2024 年行业销售毛利率 12.49%，同比上升 5.52pct；销售净利率 4.00%，同比上升 5.24pct；净资产收益率 6.47%，同比上升 8.56pct。2025Q1 行业销售毛利率 12.91%，同比上升 5.74pct；销售净利率 5.16%，同比上升 6.18pct；净资产收益率 2.57%，同比上升 2.97pct。整体看，2024 年行业盈利能力同比上升，2025Q1 行业盈利能力同比有较大提升。

子行业分析：养殖板块利润同比高增，宠物板块高景气延续

2024 年禽养殖、畜养殖、饲料、宠物食品板块归母净利润同比增幅居前，分别同比+1109.96%、+389.01%、+230.88%、+75.67%。2025Q1 饲料、禽养殖、畜养殖、渔业、动物保健、宠物食品板块归母净利润分别同比+962.42%、+588.35%、+254.62%、+117.28%、+21.27%。猪周期反转猪价上行，畜禽养殖、饲料板块归母净利润同比增幅居行业前列；宠物板块高景气延续，归母净利润延续高增长态势；动保板块受益于生猪存栏恢复盈利周期拉长，业绩有望持续改善。

畜禽养殖：生猪养殖盈利期拉长业绩持续兑现，禽养殖成本改善利润释放

畜养殖：2024 年养猪企业实现收入 4370.03 亿元，同比下跌 1.28%，归母净利润 320.13 亿元，同比上升 337.73%。2025Q1 养猪企业实现营收 1078.83 亿元，同比增加 18.69%，行业净利润 79.11 亿元，同比上升 236.12%。国内供需看，步入 2025Q2 生猪需求边际向好，猪价中枢有支撑且逐步进入阶段性上行期；外围看，关税驱动饲料原料价格上涨及进口肉类成本抬升。内外围共振利多猪价，2025 年生猪养殖盈利期或拉长，业绩有望持续兑现。

禽养殖：2024 年禽养殖企业实现收入 520.71 亿元，同比+4.89%；归母净利润 28.49 亿元，同比+833.08%。2025Q1 禽养殖企业实现收入 118.71 亿元，同比+5.58%；归母净利润 4.51 亿元，同比+541.85%。饲料降价改善成本，养殖利润持续释放。

饲料和宠物：饲料后周期盈利有望边际改善，宠物板块盈利能力再上台阶

饲料：2024 年饲料企业实现收入 1863.30 亿元，同比-5.18%；归母净利润 52.48 亿元，同比+812.05%。2025Q1 实现收入 428.66 亿元，同比+8.49%；归母净利润 15.26 亿元，同比+203.24%。随生猪存栏逐步恢复，饲料业绩有望逐步改善。

种子：2024 年种子企业实现收入 122.49 亿元，同比-31.92%；归母净利润 3.55 亿元，同比-53.92%。2025Q1 实现收入 29.55 亿元，同比-39.12%；归母净利润 0.14 亿元，同比-87.29%。粮价低迷致业绩承压，行情回暖后盈利有望上行。

宠物：2024 年宠物食品企业实现收入 113.69 亿元，同比+19.85%；归母净利润 12.01 亿元，同比+84.47%。2025Q1 实现收入 29.10 亿元，同比+23.60%；归母净利润 3.18 亿元，同比+28.97%。宠物市场保持高景气，各公司收入持续高增。

风险提示：动物疫病风险、原料价格波动风险、下游需求不及预期。

【煤炭开采：淮北矿业(600985.SH)】Q1 降本对冲煤价下滑影响，关注成长性及破净修复——公司 2025 年一季报点评报告-20250507

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

Q1 降本对冲煤价下滑影响，关注成长性及破净修复，维持“买入”评级

公司发布 2025 年一季报，2025Q1 公司实现营业收入 106 亿元，同比-39%，环比+16.6%；实现归母净利润 6.9 亿元，同比-56.5%，环比-3.4%；实现扣非后归母净利润 6.7 亿元，同比-57%，环比+19.9%。考虑到一季度吨煤成本同环比下降，我们上调 2025-2027 年公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 36.3/46.1/51.9 亿元（前值为 33.7/45.0/50.9 亿元），同比-25.2%/+26.8%/+12.6%；EPS 为 1.35/1.71/1.93 元，对应当前股价 PE 为 9.0/7.1/6.3 倍。公司具有高成长性，破净状态下估值有望修复，维持“买入”评级。

2025Q1 公司商品煤产销量同比下滑，煤价下滑致盈利承压

(1) 2025Q1 商品煤产销量同比下滑：2025Q1 公司商品煤产销量 430.8/297.2 万吨，同比-17.7%/-26.2%，环比-11.8%/-14.8%。(2) 2025Q1 吨煤毛利同比回落：2025Q1 公司吨煤售价 937.8 元/吨，同比-20.3%，环比-10.8%；2025Q1 吨煤成本为 519.9 元/吨，同比-12.3%，环比-3.4%；2025Q1 吨煤毛利为 417.9 元/吨，同比-28.4%，环比-18.7%，

虽然公司一季度通过成本管控实现吨煤成本同环比下降，但受煤价下滑影响一季度公司吨煤毛利同环比下滑。

2025Q1 焦炭/甲醇产销量同比下滑，洗精煤价格下跌对冲焦炭价格下滑影响

(1) 2025Q1 焦炭/甲醇销量同比下滑，乙醇产销量环比下滑：焦炭方面，2025Q1 公司焦炭产销量 74.3/70.1 万吨，同比-15.2%/-18.8%，环比-16.8%/-24.5%；甲醇方面，2025Q1 公司甲醇产销量 11.9/4.3 万吨，同比+31.2%/-47.2%，环比-1.9%/+5.1%；乙醇方面，2025Q1 公司乙醇产销量 9.6/9.1 万吨，环比-35%/-39.8%。(2) 2025Q1 焦炭价格同环比下降，甲醇价格同环比上涨：焦炭方面，2025Q1 平均售价 1498.9 元/吨，同比-35.2%，环比-15.3%；2025Q1 焦炭主要原材料洗精煤采购价格为 1198.2 元/吨，同比-33.2%，环比-11.8%，一定程度上对冲焦炭价格下降的影响。甲醇方面，2025Q1 平均售价 2236.9 元/吨，同比+3.5%，环比+3.3%；乙醇方面，2025Q1 平均售价 4776.8 元/吨，环比+1.9%。

关注煤电&煤化工&非煤矿山成长，提高最低分红比例估值有待修复

(1) 关注煤矿和煤化工成长：煤电方面，800 万吨/年陶忽图矿井建设正在加快推进，计划 2025 年底建成；300 万吨/年信湖煤矿已转入系统恢复的新阶段；聚能发电 2*660MW 超超临界燃煤发电机组项目紧紧围绕 2025 年底实现“双机双投”目标，目前集控楼、主厂房已封顶，锅炉冷却塔、脱硫塔等重要工程正在有序推进。煤化工方面，年产 3 万吨碳酸酯、3 万吨乙基胺、10 亿立方米焦炉煤气分质深度利用等重点项目正加速推进。非煤矿山方面，公司全年收储石灰石资源 1 亿吨，7 座矿山建成投产，新增石灰石资源产能 1640 万吨/年，产能增加至 2740 万吨/年。(2) 破净估值有望修复：截至 2025 年 5 月 6 日公司 PB 为 0.76 处于破净状态；公司发布 2025-2027 年股东回报计划，最低分红比例由此前三年的 30%提升至 35%，2024 年公司分红比例 41.6%，同比-1.67pct，对应当前股息率为 6.2%。

风险提示：经济增长不及预期，煤炭价格下跌超预期，产能释放不及预期。

【煤炭开采：昊华能源(601101.SH)】Q1 煤炭量价齐跌致业绩回落，关注成长性与高分红——公司 2024 年报 & 2025 年一季报点评报告-20250507

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

Q1 煤炭量价齐跌致业绩回落，关注成长性与高分红，维持“买入”评级

公司发布 2024 年报及 2025 一季报，2024 年实现营收 91.4 亿元，同比+8.3%，归母净利润 10.4 亿元，同比-0.3%，扣非归母净利润 10.3 亿元，同比+0.3%；其中 2024Q4 实现营收 22.9 亿元，环比+8.8%，归母净利润-0.8 亿元，环比-131.8%，扣非归母净利润-0.8 亿元，环比-133%。2025Q1 实现营收 25.4 亿元，同比+5.1%，归母净利润 2.8 亿元，同比-38.8%，扣非归母净利润 2.7 亿元，同比-39.3%。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 年归母净利润 13.4/14.9/16.1 亿元（2025-2026 年前值 17.7/18.4 亿元），同比+29.1%/+11.3%/+8.1%；EPS 为 0.93/1.03/1.12 元，对应当前股价 PE 为 7.8/7/6.5 倍。未来公司产能逐步释放，业绩将受益于量增而持续增厚。维持“买入”评级。

2024 年煤炭业务量升价减，2025Q1 煤价下滑叠加成本提升致业绩承压

(1) 产量方面：2024 年公司自产煤产/销量 1807/1809.6 万吨，同比+5.9%/+6.1%，其中 2024Q4 自产煤产/销量 402.4/403.9 万吨，环比-5.6%/-5.8%；2025Q1 自产煤产/销量 488.3/474.4 万吨，同比+0.9%/-2.8%。(2) 价格方面：2024 年自产煤吨煤售价 427 元/吨，同比-4.8%，其中 2024Q4 吨煤售价 410.3 元/吨，环比-5.9%；2025Q1 自产煤吨煤售价 390.5 元/吨，同比-11.3%。(3) 成本方面：2024 年公司自产煤吨煤成本 211.1 元/吨，同比+12.8%，其中 2024Q4 吨煤成本 236.2 元/吨，环比+22%；2025Q1 自产煤吨煤成本 227.7 元/吨，同比+19.3%。(4) 毛利方面：2024 年公司自产煤吨煤毛利 215.9 元/吨，同比-8.5%，其中 2024Q4 吨煤毛利 174.1 元/吨，环比-28.2%；2025Q1 自产煤吨煤毛利 162.7 元/吨，同比-34.7%。

2025Q1 甲醇盈利扭亏，铁路运输业务盈利同比改善

(1) 甲醇业务：产量方面，2024 年公司甲醇产/销量 45/44.8 万吨，同比+38.5%/+39.7%，其中 2024Q4 产/销量 11.7/14.2 万吨，环比+42.5%/+147.6%，2025Q1 公司甲醇产/销量 13.2/13.6 万吨，同比+6.2%/6.4%。盈利方面，2024 年公司甲醇单吨毛利-218 元/吨，同比+69.5%，其中 2024Q4 甲醇单吨毛利-428 元/吨，环比-9.5%；2025Q1 甲醇单吨毛利 138 元/吨，同比+159.7%。(2) 铁路运输业务：运量方面，2024 年公司铁路专用线运量 637.8 万吨，同比+2.6%，其中 2024Q4 运量 146.6 万吨，环比-10.4%，2025Q1 运量 189.8 万吨，同比+8.1%。盈利方面，2024 年公司铁路业务单吨毛利 14.6 元/吨，同比-6.9%，其中 2024Q4 单吨毛利 9.6 元/吨，环比-36.2%；2025Q1 单吨运输毛利 15.8 元/吨，同比+17.5%。

红二煤矿产量逐步爬坡，2024 年分红比例大幅提升

红二煤矿产能逐步爬坡，公司目前拥有煤炭核定产能 1930 万吨/年，“十四五”期间规划实现煤炭核定产能 3000 万吨。当前公司煤炭销售以动力煤为主，且长协煤占比较高，新投产的红一煤矿和红二煤矿主要作为市场煤销售，两矿煤种均以气煤为主，少量 1/2 中粘煤，原煤经洗选可用作炼焦配煤、气化原料或动力煤，煤价弹性更大，煤价上行周期有望获得超额收益。2024 年公司分红比例 63.63%，同比+15.17pct，按照 2025 年 4 月 30 日收盘价计算，对应当前股息率为 6.4%。

风险提示：经济增长不及预期，煤炭价格下跌超预期，产能释放不及预期。

【煤炭开采：甘肃能化(000552.SZ)】煤炭量价齐跌拖累业绩，关注煤电化成长性——公司 2024 年报&2025 年一季报点评报告-20250507

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

煤炭量价齐跌拖累业绩，关注煤电化成长性，维持“买入”评级

公司发布 2024 年报及 2025 一季报，2024 年实现营收 96 亿元，同比-14.7%，归母净利润 12.1 亿元，同比-30.1%，扣非归母净利润 11.5 亿元，同比-33%；其中 2024Q4 实现营收 18 亿元，环比-17.2%，归母净利润 1.8 亿元，环比+35.8%，扣非归母净利润 1.7 亿元，环比+35.8%。2025Q1 实现营收 19.2 亿元，同比-32.1%，归母净利润 0.5 亿元，同比-90.5%，扣非归母净利润 0.2 亿元，同比-95.5%。考虑到煤价回落，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 3.5/7.2/10.5 亿元（2025-2026 年前值为 17.6/20.3 亿元），同比-71.4%/+107.1%/+45.7%；EPS 为 0.06/0.13/0.20 元，对应当前股价 PE 为 36.7/17.7/12.2 倍。考虑到公司煤炭业务仍有增量，煤化工新产能即将释放，新建电厂项目稳步推进，公司未来成长可期。维持“买入”评级。

2024 年公司煤炭业务量价齐跌，电价下滑致度电毛利同比下降

(1) 煤炭业务：产销量方面，2024 年公司煤炭产销量 1907.2/1762.2 万吨，同比-3.1%/-8.5%，2025Q1 煤炭产销量 484.7/370.7 万吨，同比-7.9%/-11%。盈利方面，2024 年公司单吨售价 422.7 元/吨，同比-5.8%，单吨成本 254.3 元/吨，同比-1，1%，单吨毛利 168.4 元/吨，同比-12%。(2) 电力业务：电量方面，2024 年公司售电量 38.4 亿度，同比+1.6%，2025Q1 售电量 10.6 亿度，同比+2.5%。盈利方面，2024 年公司度电售价 0.3510 元/度，同比-10.2%，度电成本 0.2927 元/度，同比-9.2%，度电毛利 0.0582 元/度，同比-14.9%。(3) 化工业务：产销量方面，2025 年公司复合肥产/销量 11.3/10.6 万吨，同比-0.7%/-7.2%，2025Q1 复合肥产/销量 2.5/2.4 万吨，同比-37.5%/-25.2%，2025 年公司浓硫酸产/销量 5.4/4.6 万吨，同比+11.1%/-9.9%，2024H1 浓硫酸产/销量 1.8/1.7 万吨，同比+53.9%/+68.7%。盈利方面，2024 年公司化工业务毛利率 3.9%，同比-5.4pct。

煤电化在建项目有序推进，公司未来成长可期

(1) 煤炭业务：公司拥有 8 对生产矿井，核定年产能 1624 万吨；3 个在建矿（其中景泰白岩子矿井、红沙梁露天矿处于联合试运转阶段，红沙梁井工矿正在建设中），在建年产能 690 万吨。(2) 电力业务：截至 2024 年末，公司正在运行的电力装机容量 809MW，在建、筹建电力项目主要是新区热电 2×350MW、新区火电 2×1000MW、庆阳火电 2×660MW 等项目，上述在建电力项目建成投运后，公司电力总装机容量将达到 4829MW。(3) 化工业务：公司化工业务由刘化化工负责建设运营，目前气化气项目一期工程已进入试生产阶段，合成氨、

尿素主生产线已全线打通，已生产出合格尿素产品，项目二期工程正在建设中。

风险提示：煤价下跌超预期；新建产能不及预期；煤炭产量释放不及预期。

【煤炭开采：电投能源(002128.SZ)】氧化铝价增致业绩同比承压，集团资产注入成长可期——公司 2025 年一季报点评报告-20250507

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

氧化铝价增致业绩同比承压，集团资产注入成长可期，维持“买入”评级

公司发布 2025 年一季报，2025Q1 公司实现营业收入 75.4 亿元，同比+2.6%，环比-6.4%；实现归母净利润 15.6 亿元，同比-19.8%，环比+65.5%；实现扣非后归母净利润 15.3 亿元，同比-20.2%，环比+87.7%。我们维持 2025-2027 年公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 57.9/61.7/65 亿元，同比分别+8.4%/+6.5%/+5.4%；EPS 分别为 2.58/2.75/2.90 元，对应当前股价 PE 分别为 6.9/6.5/6.2 倍。公司在煤铝主业稳健经营的基础上，积极推进新能源业务，装机规模有望持续放量，看好转型增长潜力，维持“买入”评级。

Q1 铝锭价格或同比上涨，氧化铝成本端同比提升或致业绩承压

(1) 煤炭业务：公司长协煤占比约 90%，市场煤占比约 10%，为公司业绩稳定提供支持；公司长协售价与 NCEI 指数挂钩，2025Q1 NCEI 指数平均 742.2 元/吨，同比-6.7%，环比-3.7%。(2) 电解铝业务：从收入端来看，2025Q1 中国铝锭（A00）市场价平均为 20433 元/吨，同比+7.2%，环比-0.5%，一季度铝价同比小涨、环比微跌，一定程度上支撑电解铝板块盈利；从成本端来看，2025Q1 内蒙古氧化铝（一级）平均价为 3794 元/吨，同比+13.4%，环比-28.9%，一季度氧化铝价格同比大增、环比大幅下降，或导致一季度电解铝板块盈利同比承压但环比改善。

煤铝电业务增量可期，集团资产注入打开成长空间

(1) 煤铝电业务增量可期：煤炭业务方面，当前公司拥有煤炭产能 4800 万吨，同时集团公司拥有白音华二、三号矿合计产能 3500 万吨，集团公司承诺注入的白音华二、三号矿土地使用证相关手续已办理完毕，未来公司煤炭产能增量可期；电解铝业务方面，公司目前拥有 86 万吨电解铝产能，霍煤鸿骏扎铝二期 35 万吨电解铝项目正在开展前期工作，电解铝业务有望贡献业绩弹性；电力业务方面，2024 年公司新能源计划投产规模 70 万千瓦左右，截至 2024 年底新能源装机达 500.76 万千瓦（不含储能），其中风电装机 405.04 万千瓦，光伏装机 95.72 万千瓦，2025 年计划投产规模约 200 万千瓦时。(2) 集团资产注入打开成长空间：2025 年 5 月 5 日公司发布公告，拟通过发行股份及支付现金方式购买国家电投集团内蒙古白音华煤电有限公司 100% 股权，据相关资料梳理，内蒙古白音华煤电拥有约 1500 万吨/年的煤炭产能、500 千安大型电解铝生产线以及 2*66 万千瓦的坑口电站，有望打开公司成长空间。(3) 分红比例同比提升：2024 年公司现金分红总额 19.05 亿元，分红比例为 35.67%，同比+2.24pct，按照 2025 年 4 月 30 日收盘价计算，当前公司股息率为 4.8%，在央企市值管理要求下，公司分红比例有望持续提高，投资价值凸显。

风险提示：煤铝价格下跌超预期；新能源机组利用率不及预期。

【电子：乐鑫科技(688018.SH)】业绩持续高增，不断扩展 AIoT SoC 领域——公司信息更新报告-20250507

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 陈瑜熙（分析师）证书编号：S0790525020003

业绩持续高增，收入创单季度历史新高，维持“买入”评级

2025Q1 业绩同比持续高速增长，实现营收 5.58 亿元，同比增长 44%，创单季度历史新高；归母净利润 0.94 亿元，同比增长 74%，为同期历史新高；毛利率为 43.4%，目前成本端都已处于价格低位；研发费用 1.26 亿元，同比增长 21.5%，但由于规模效应，研发费用占营收比重相对下降了 4.20 个百分点。“国补”等刺激内需的政策措施有利于刺激智能家居和消费电子领域，为公司的产品创造了有利的需求环境。智能家居领域增长 30%，仍是主要收入来源；此外，工业、能源和医疗健康等领域的增长速度更为迅速。

公司的产品应用于泛 IoT 领域，着眼于长期的数字化升级，我们上调公司 2025/2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年分别实现营业收入 26/34/42 亿元（2025/2026 年前值为 24/32 亿元），实现归母净利润 4.8/6.7/9.0 亿元（2025/2026 前值为 2.7/3.5 亿元），以 2024 年 4 月 30 日收盘价计算，对应 2025-2027 年 PE 分别为 52/36/27 倍，维持“买入”评级。

以“连接+处理”为方向，不断扩大产品边界

公司将持续围绕“处理+连接”的产品战略，面向多方位的 AIoTSoC 发展。目前公司采用 RISC-V 架构产品的出货量持续增加，AIoT 时代碎片化的需求也将为 RISC-V 带来更多的发展机遇。2024 年，AIGC 技术发展迅猛，大模型的处理能力取得重大突破，能够更好地理解和生成复杂内容，推动各行业的数字化和智能化进入新的阶段。在 2025 年一季度有不少具备语音交互、AIGC 能力的玩具类产品快速涌现，既有传统玩具厂商的升级尝试，也有互联网公司的跨界探索，乐鑫 ESP32 系列凭借低成本、高性价比成为了必选方案之一。我们认为随着端侧 AI 的快速发展，公司 RISC-V 架构的 ESP32-P4、ESP32-H4、ESP32-C5、ESP32-C61、ESP32-H2 等新兴期产品有望快速放量。

风险提示：贸易冲突加剧；新品进展不及预期；端侧 AI 发展不及预期等。

【纺织服装：海澜之家(600398.SH)】2025Q1 主业稳健，期待京东奥莱、FCC 双线发力——公司信息更新报告-20250507

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 张霜凝（分析师）证书编号：S0790524070006

2025Q1 主业稳健，期待京东奥莱、FCC 双线发力，维持“买入”评级

2024 年收入 209.6 亿元（同比-2.65%，下同），归母净利润 21.6 亿元（-26.9%），全年分红比例 91.2%。2024Q4/2025Q1 收入 56.98/61.9 亿元，同比-4.4%/+0.2%，归母净利润 2.5/9.4 亿元，同比-49.8%/+5.5%。考虑国内零售环境未恢复，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 24.0/27.2/29.8 亿元（原为 25/30 亿元），当前股价对应 PE 为 16.1/14.2/13.0 倍，主品牌静待零售环境改善，增量业务构建多曲线成长，维持“买入”评级。

主品牌：线上剔除并表及重分类影响后稳健，线下直营占比进一步提升

2024 年/2025Q1 收入 152.7/46.4 亿元（-7%/-9.5%），毛利率 46.5%/49.3%（+1.3/+2.9pct），线上：2024 年/2025Q1 收入 44.2/10.1 亿元（+35.6%/+19.8%），系丰富产品矩阵、拓展细分市场及斯搏兹并表。团购：2024 年/2025Q1 收入 22.2/6.5 亿元（-2.5%/+17.6%），毛利率 40.3%/40.3%（-6.5/-8pct），收入企稳。线下直营净开趋势延续：2024 年店数 yoy-2.4%，直营净开 216 家带动占比提至 25.2%，截至 Q1 门店 5812 家（-2.4%），较年初-21 家，直营/加盟 1510/4302 家，较年初+42/-63 家。海外：2024 年收入 3.6 亿元（+31%），门店 101 家，毛利率 68%。

其他品牌：斯搏兹并表导致收入高增，看好京东奥莱、FCC 双线发力

其他品牌 2024 年/2025Q1 收入 26.7/7.4 亿元（+32.4%/+100.2%），主要系斯搏兹 2024 年 4 月末并表，并表后斯搏兹收入 9.9 亿元，净利润 6705 万元，净利率约 6.7%，斯搏兹开店带动其他品牌 2024 年/2025Q1 门店增长 +49%/+53%，较年初+444/+472 家。（1）2024 年 FCC 项目门店 433 家，2025 年有望延续快速展店趋势。（2）与京东联手打造城市奥莱新业态，7 月京东奥莱线上启动，9 月飞马水城首店开业，并在江苏/山东/河南/河北/安徽等地加速布局，截至 Q1 门店 12 家。

2024 年直营占比提升毛利率及销售费用率，并表及冬装库存推高存货水平

盈利端：2024 年/2025Q1 毛利率为 44.5%/46.6%，同比持平/-0.1pct，期间费用率分别为 28.6%/25.4%，yoy+2.7/+1.4pct，2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别+2.9/+0.5/+0.4/-1.1pct，销售费用率提升系直营店增加、团购营销及广告费增加，2024 年投资收益 1.2 亿元主要系斯搏兹并表，存货跌价准备 1.6 亿元及英氏商誉减值 0.76

亿元致资产减值损失占收入比+0.6pct, 2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率+1.3/-0.5/-0.1/+0.6pct, 资产减值损失占比-2.2pct, 2024 年/2025Q1 归母净利率为 10.3%/15.1%, yoy-3.4/+0.8pct。营运端: 截至 2024 年末经营性现金流净额为 23.2 亿元 (-56%) 系斯搏兹并表增加采购, 2025Q1 末存货为 106 亿元 (+28.9%) 系斯搏兹并表及 Q4 冬装销售受天气影响所致, 存货周转天数 308 天 (+68 天)。

风险提示: 新客户及新品类拓展、盈利能力提升不及预期。

【化工: 雅化集团(002497.SZ)】Q1 利润同比大幅增长, 锂精矿自给率提升在即——公司信息更新报告-20250507

金益腾(分析师)证书编号: S0790520020002 | 蒋跨跃(分析师)证书编号: S0790523120001 | 李思佳(联系人)证书编号: S0790123070026

2025Q1 利润同比大幅增长, 看好公司利润向上弹性, 维持“买入”评级

2024 年, 公司实现营收 77.16 亿元, 同比下降 35.14%, 归母净利润 2.57 亿元, 同比增长 539.36%。其中, 2024Q4 公司实现营收 17.91 亿元, 同比下降 26.10%, 环比下降 9.93%; 归母净利润 1.03 亿元, 同比增长 113.36%, 环比增长 95.50%。2025Q1, 公司实现营收 15.37 亿元, 同比下降 17.03%, 环比下降 14.20%; 归母净利润 0.82 亿元, 同比增长 452.32%, 环比下降 19.55%。考虑锂盐价格低位运行, 我们下调公司 2025-2026 年、新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 8.03 (-1.24)、11.38 (-4.23)、16.09 亿元, EPS 分别为 0.70 (-0.10)、0.99 (-0.36)、1.40 元, 当前股价对应 2025-2027 年 PE 为 16.3、11.5、8.1 倍。我们看好公司作为国内民爆和锂行业领军企业之一, 未来随锂精矿自给率提升、民爆海外市场持续开拓等, 业绩存在较大向上弹性, 维持“买入”评级。

民爆: 2024 年毛利率同比提升 5.95pcts, 海外市场开拓有望贡献长期增量

2024 年, 公司民爆业务实现营收 32.63 亿元, 同比下降 3.95%, 毛利率为 37.80%, 同比提升 5.95pcts; 工业炸药销量为 21.10 万吨, 同比增长 0.85%。未来, 公司将继续加大在非洲和澳洲区域民爆业务的拓展力度, 海外矿服业务有望实现迅速发展, 为公司民爆业务带来新的增长点。

锂盐: 锂价下行拖累公司业绩, 未来锂精矿自给率提升有望抬升盈利中枢

公司现有锂盐产能 9.9 万吨, 预计 2025H2 将再建成一条 3 万吨氢氧化锂产线。2024 年, 公司锂盐销量为 4.80 万吨, 同比增长 63.40%, 但由于锂盐价格整体下行, 公司 2024 年锂盐板块实现营收 41.16 亿元, 同比下降 50.40%, 毛利率为-0.07%, 同比下降 5.69pcts, 拖累公司利润。2024 年 11 月, 公司津巴布韦卡玛蒂维锂矿二期正式投产, 目前该矿山已达到年处理锂矿石 230 万吨采选规模, 折合锂精矿约 35 万吨, 预计 2025Q2 锂精矿自给率将有所提升, 届时公司锂盐产品成本有望进一步降低、盈利中枢也有望随之站上新的台阶。

风险提示: 宏观经济波动风险、产品价格波动风险、安全和环保风险等。

【医药: 人福医药(600079.SH)】业绩表现稳健, 重整归核持续推进——公司信息更新报告-20250507

余汝意(分析师)证书编号: S0790523070002 | 刘艺(联系人)证书编号: S0790124070022

业绩表现稳健, 重整归核持续推进, 维持“买入”评级

公司 2024 年收入 254.35 亿元 (同比+3.71%, 以下均为同比口径); 归母净利润 13.30 亿元 (-37.70%), 主要因为公司营销体系建设、工程项目转固等导致费用同比增加和 2024 年计提信用减值和计提资产减值损失所致。2025Q1 公司实现营业收入 61.37 亿元 (-3.61%); 实现归母净利润 5.40 亿元 (+11.09%)。基于公司新品贡献增量仍需时间推广, 我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润为 22.61、26.16、30.30 亿元 (2025-2026 年原预测为 30.46、36.27 亿元), EPS 分别为 1.39、1.60、1.86 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 14.6、12.6、10.9 倍, 基于公司业绩表现稳健, 归核战略持续推进, 维持“买入”评级。

各子公司业绩稳健，麻醉产品核心竞争力较强

宜昌人福 2024 年收入 87.02 亿元 (+7.97%)，实现净利润 27.03 亿元 (+11.30%)，神经系统用药实现营业收入约 75 亿元 (+11%)，其中注射用苯磺酸瑞马唑仑、盐酸羟考酮缓释片等近年来新上市产品实现较快增长；葛店人福 2024 年收入 13.22 亿元 (+10.66%)，实现净利润 2.42 亿元 (+29.07%)；武汉人福 2024 年收入 4.33 亿元 (-37.18%)，实现净利润 3889.35 万元 (-73.17%)；EpicPharma2024 年收入 13.53 亿元 (+27.83%)，实现净利润 1.40 亿元 (+21.16%)；新疆维药 2024 年收入 11.25 亿元 (+12.12%)，实现净利润 1.30 亿元 (+15.47%)。

重整归核稳步推进，麻醉龙头有望迎来估值修复

稳步推进各研发项目，积极布局海外市场。宜昌人福先后获批近 20 个新产品，包括注射用盐酸瑞芬太尼（增加适应症）、盐酸羟考酮缓释片（新增规格）等；重组质粒-肝细胞生长因子注射液已进入审评阶段。公司持续优化资产业务，积极推进“归核聚焦”工作；同时子公司宜昌人福的产品注射用磷丙泊酚二钠、盐酸氢吗啡酮缓释片和氯巴占片通过谈判首次纳入国家医保目录。目前招商生科合计控制公司 23.70% 的表决权，公司正式开启与招商局的战略协同新征程。

风险提示：集采降价的风险；药品研发失败的风险；产品竞争加剧的风险等。

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