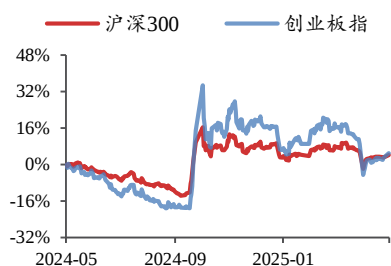


沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
计算机	3.655
通信	3.586
综合	3.383
机械设备	3.037
传媒	2.822

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-0.130
食品饮料	0.348
美容护理	0.432
石油石化	0.664
煤炭	0.744

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】关税冲击与应对——宏观经济 2025 年中期策略-20250506

【宏观经济】美国中期衰退风险较高，国内五一消费“量”好于“价”——五一
海内外要闻——宏观深度报告-20250506

【策略】大变局下，投资范式的变与不变——中期策略展望-20250506

【金融工程】券商金股解析月报（2025 年 5 月）——金融工程定期-20250506

行业公司

【公用事业】电力供需转向宽松，重视盈利稳定品种——行业投资策略-20250506

【商贸零售】零售企业经营持续承压，关注高景气优质公司——行业周报
-20250505

【化工】2024 年化工板块增收减利，2025 年 Q1 龙头公司业绩率先增长——行业
点评报告-20250505

【纺织服装：兴业科技(002674.SZ)】主业内销需求疲软致业绩承压，期待宏兴及外销发力——公司信息更新报告-20250506

【纺织服装：锦泓集团(603518.SH)】可转债赎回费用影响净利润，渠道转型优化继续推进——公司信息更新报告-20250505

研报摘要

总量研究

【宏观经济】关税冲击与应对——宏观经济 2025 年中期策略-20250506

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002 | 潘纬桢（分析师）证书编号：S0790524040006 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

一、对等关税的影响

1、特朗普加征关税的底层逻辑是减少贸易逆差、促进美国制造业回流。

2、虽然对关税谈判不能太乐观，但若美国经济持续下行、通胀预期持续升温，将迫使美国选择谈判，因此也无需太悲观。美国债券市场的压力与波动，也会对特朗普政府产生压力，加速其谈判行动。

3、美联储政策决策方面，美国 4 月新增非农就业再超预期，美联储或保持观望，短期难降息。

4、关税对我国的影响方面，测算 54%-145% 的情形下，对我国 GDP 的冲击在 1-2 个百分点区间。短期看，4 月 PMI 数据显示关税对制造业扰动初步显现。后续重视关税扰动的两个重要阶段：第一阶段为 5-6 月；第二阶段为 7-8 月。

二、经济数据的隐忧

隐忧 1：出口增速下滑。4 月出口同比或回落至+0.6%左右；2025 年全年出口同比或回落至-8%左右。

隐忧 2：地产成交走弱，房价修复可能暂缓。中国偿债比率改善至 10.9%，需要继续下行。

隐忧 3：价格水平偏弱。多因素共振导致 PPI 持续下行；核心 CPI 环比连续弱于季节性；消费修复仍是“量”好于“价”。

隐忧 4：消费品以旧换新乘数较高，但约束在于对未来需求的透支效应。可考虑扩围至服务消费领域（餐饮、文旅等）。

隐忧 5：失业率与失业金背离。应以促进供需适配为导向，扶持特定行业扩张，缓解大学生就业压力。

三、以我为主的应对

1、中美谈判难有明确的时间表，我们要“坚定不移办好自己的事”。

2、外部冲击加大，政策落地的合适窗口期即将到来。

3、完成 5% 的经济目标需要增量政策。

4、“底线思维”指向政策宜“满”不宜“亏”，2025 的关键词是“超常规”。

政策加码的可能方向有：(1)货币：适时降准降息，结构性政策加码，央行重启买债等；(2)出口：精准帮扶出口企业；进行外贸救济，例如出口转内销、开拓非美市场等；(3)消费：可能出台一揽子扩消费政策，例如消费品以旧换新扩容至出口转内销的产品，发放文旅等服务消费券，加大生育补贴力度，发放中低收入群体生活补贴等；(4)地产：有望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；(5)股市：继续发挥中国版“平准基金”的作用坚决稳住资本市场；(6)财政：财政支出节奏有望加快，不排除必要时新增财政。

建议优化财政投向，侧重于财政乘数更高的领域：(1)消费：以旧换新 2.3 倍，生育补贴 0.9-1.3 倍，养老、医保、劳动工资、中低收入群体补贴在 0.7-0.9 倍。(2)投资：基建 2-3 倍，制造业 1.5-1.7 倍，地产 2.1 倍、考虑货币

化会更高。

风险提示：国内政策不及预期，美国经济超预期衰退，关税战反复超预期。

【宏观经济】美国中期衰退风险较高，国内五一消费“量”好于“价”——五一海内外要闻——宏观深度报告-20250506

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002 | 潘纬桢（分析师）证书编号：S0790524040006

全球宏观要闻：美日关税谈判进展有限，日央行暂停加息

1、美国与日本之间的第二轮关税谈判进展有限。当地时间5月1日，美国和日本在华盛顿进行了第二轮贸易谈判。日本经济再生担当大臣赤泽亮正表示，此次谈判“坦率且具有建设性”。但美日关税谈判目前来看尚存在较多的分歧点，第二轮谈判整体进展有限，后续谈判能否继续进行，还存在非常多的变数。

2、日本央行再度暂停加息。5月1日，日本央行再度通过利率决议，维持利率水平在0.5%不变，是2025年第二次保持利率水平不变。日本央行行长植田和男表示，关税带来的不确定性显著增强，如果经济前景实现，将继续加息。

全球经济：美国GDP增速环比转负，但非农较强，欧元区经济略有回暖

1、美国1季度经济增速环比转负，增长压力有所显现。美国1季度实际GDP环比下降0.3%，较2024年4季度回落2.7个百分点，同比增速下降至2.05%。总的来看，美国经济中期衰退风险较高，“软着陆”或面临较大挑战。

2、欧元区经济增长略有回暖。1季度欧元区GDP同比增速为1.2%，环比增速为0.4%，分别较2024年4季度持平、上升0.2个百分点，且超过市场预期。往后看，欧洲经济仍然是机会与挑战并存。

3、美国4月新增非农就业再超预期，美联储或保持观望。4月非农数据表现相对较好，更进一步缓解了市场对美国经济衰退的担忧。对美联储而言，当前的美国就业市场的韧性，或迫使其5月FOMC会议上继续选择观望，我们认为美联储首次降息可能在三季度。

国内政策与经济：美国若想谈判需拿出诚意，关税对制造业扰动初步显现

1、中共中央总书记习近平在上海主持召开部分省区市“十五五”时期经济社会发展座谈会并发表重要讲话。内蒙古自治区、上海市、浙江省、湖北省、广东省、四川省、甘肃省代表先后发言。习近平总书记强调布局“十五五”时期，要前瞻性把握国际形势发展变化对我国的影响，因势利导对经济布局进行调整优化，多措并举稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，有效稳住经济基本盘。

2、五一前后，外交部、商务部再次重申我国对贸易战立场。商务部发言人表示，对于美方的谈判意愿，中方正在进行评估。中方立场始终如一，打，奉陪到底；谈，大门敞开。关税战、贸易战是由美方单方发起的，美方想谈就应拿出谈的诚意，要在纠正错误做法、取消单边加征关税等问题上做好准备，拿出行动。

3、4月PMI数据：关税对制造业扰动初步显现，叠加此前抢出口抢生产形成的高基数，制造业PMI分项普遍走弱。建筑业预计Q2仍有动能，服务业PMI相对平稳但新订单明显下滑。后续重视关税扰动的2个重要阶段。

五一高频跟踪：国内消费“量”大幅改善，入境经济明显回暖

1、消费场景与人流表现：(1)国内旅游量好于价，基于12省市汇总测算收入、人次、人均支出约较2019年同期增长33%、51%、-10%（可能会有高估）；(2)电影市场明显走弱，收入、人次、票价分别较2019年同期下降57%、53%、9%；(3)全社会跨区域流动量较2019年增长近4成，其中铁路、公路、水路、民航分别较2019年同期变动+39.0%、-20.9%、-2.5%、24.3%；(4)交运价格端有边际改善趋势，测算“五一”假期国内机票分别较2019、

2024 年同期增长 20%、1%。(5)百度迁徙指数创新高，入境经济明显回暖。假期全国口岸日均出入境人员将达 215 万人次、较 2024 年同期增长 27%，入境游订单和消费金额分别同比增长 173%、180%。

2、出口跟踪方面：据 4 月高频数据拟合，4 月出口同比或在+0.6%左右，仍有一定韧性；地产成交方面，新建房成交仍处历史低位，一线城市成交量转负，相较于新建房市场，二手房成交量价均有韧性；食品价格方面，五一节前两周，农产品价格稍有回落，猪价震荡运行。

大类资产：全球股市大多上涨，黄金、原油下跌。

风险提示：国内政策不及预期，关税战反复超预期，美国经济超预期衰退。

【策略】大变局下，投资范式的变与不变——中期策略展望-20250506

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 曹晋（联系人）证书编号：S0790124080011

1. 当下我们处在时代的大变局之中

①中美长期脱钩——从贸易战到技术主权争夺的范式跃迁。这次特朗普关税的根本原因来自于资本侵蚀，指标【美国海外净负债/美国名义 GDP】反映了美元资产的信用风险显著提升，后续特朗普 2.0 的内容将包括关税+贬值+增加对美订单+金融资产转向生产性投资。中美脱钩从“短期扰动”演变为“长期趋势”。中国应对则包括强化资本账户监测、推进人民币国际化、加速第三方市场开拓（如一带一路建设）、以“出口转内销”“内需补贴”反制外需下滑等。

②军事不确定性——从地缘博弈到安全资产的再定价。安全逻辑驱动，叠加欧洲军事实力相对欠缺，军费支出将大幅增加，美欧军费增速差距再平衡。局部军事实力的提升易导致它国地缘安全担忧，或引发全球性的军费支出，全球军事实力再平衡开启全球军费竞赛。中国军事力量的进步，构成了关税反制的底气，但全球军事力量的重构带来新的不确定性，“地缘风险溢价”成为资产定价中不可忽视的一环。

2. 大变局下，投资范式的变化——从 DDM 框架展开

变化 1：估值模型革命，DDM 框架中“地缘风险溢价”的嵌入。过去地缘变动只影响小部分资产的价格，但大变局之下地缘风险溢价将影响所有资产。地缘风险溢价上行的品种估值受损；反之地缘风险溢价下行的品种，受益于中美不确定性上升，估值上行。

变化 2：内需激活，从“刺激消费”到“资产负债表修复”。居民边际消费倾向的提升和资产负债表的修复，背后的最重要的锚点在于“收入预期拐点”和“生活医疗底线保障”，本轮政策思路上已经抓住核心矛盾，但仍需“坚定政策信心，降低斜率预期”，不能指望一蹴而就。我们构建开源策略【内需消费指数】，意在选取最纯粹、趋势最强劲的内需品类。历史经验来看，当中国对美出口同比增速显著回落时，“内需消费指数”往往保持相对坚挺，甚至趋势性上行。内需当前处于“盈利向上 + 估值温和修复”的早周期窗口，适合进行中期配置。

变化 3：战略资产配置，军工与黄金的“新避险逻辑”。军工：全球军事力量重构，军工板块配置价值提升，欧洲军贸机遇打开国内军工市场空间。出口方面，关注无人机、远火导弹方向。国内方面，十四五收官，执行率较低的导弹武器等品种订单弹性最大，潜在业绩增速提升，关注导弹、军机方向；星链推进下卫星领域竞争加速，关注卫星方向。黄金：美元资产信用出现裂痕后的美元替代品。历史来看，“美债利率中枢高位+美元指数下行”的组合意味着美元信用出现裂痕。2000 年以来，当出现这样的组合之后，黄金往往出现持续的震荡上行行情。

3. 大变局下，投资范式的不变——底线思维和基本面预期差

DDM 框架下，A 股的盈利判断：（1）盈利底或不早于三季度到来；（2）A 股盈利弹性不足。

从政治局会议看，“集中精力办好自己的事”和“底线思维”是本轮政策应对“外部冲击”的核心思路。当前政策的核心主旨是尽快推出已有的既定政策，新的储备政策的具体推出时点或仍需等待更细致的外部冲击落地等要素满足，我们预计或在二季度后期到三季度前期。什么是“底线思维”？假设对美出口全面归零，对应的，我们请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

们需要有类似级别的对冲，这对冲也刚好就对应了接下来确定性最高的方向：其一是内需为主的消费品种，其二就是“自主可控”下的科技和军工品种、其三是对欧洲出口占比高的品种。

大势研判：坚定政策信心，降低斜率预期。2025 下半年 DDM 三要素不悲观，“底线思维”下的牛市二阶段。

盈利弹性不足之下，我们提供基本面预期差四个方向：

化债缓解下的消费：一个预期差：债务压力越高的省份，社零下行幅度越显著。关注前期压制显著的消费品种的内生性复苏。

贯穿全年的科技：从行情驱动力、时间长度和行情斜率三维度分析，2025 年与 2013 年更为相似，成长品种是贯穿 2025 年全年的投资机会。

成本改善驱动：收入弹性变低后，盈利的改善对成本端就更为敏感，通过成本端视角寻找销售利润率能够改善的品种。

业绩超预期：“基本面+技术面双击”筛选超预期股票，进一步选超预期行业：超预期占比更高的行业蕴含着更强的超预期特征。

高股息：高股息的占优环境发生变化，稳定型红利>周期型红利，2025 年高股息的超额收益弱于过去 3 年，要重视高股息的优化。

4.大变局下，“变”关注地缘风险溢价下行品种，“不变”关注国内确定性和预期差。行业配置“4+1”建议：①“内循环”内需消费：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理和新零售；②科技成长自主可控+军工：AI+、机器人、半导体、信创、军工（导弹、无人机、卫星）；③成本改善驱动：养殖、航海装备、能源金属、饲料、贵金属；④出海结构性机会：中欧贸易关系缓和（对欧洲出口占比高品种：汽车、风电等）及小品类出海（如零食等）；⑤中长期底仓：稳定型红利、黄金、优化的高股息。

风险提示：宏观政策超预期变动放大市场波动。全球流动性及地缘政治恶化风险。测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

【金融工程】券商金股解析月报（2025 年 5 月）——金融工程定期-20250506

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002

5 月份券商金股特征解析

5 月份格力电器、恺英网络、海光信息、紫金矿业、珀莱雅、立高食品、百润股份等金股推荐次数靠前。5 月份券商金股已经陆续发布，我们统计了全市场 40 家券商发布的金股，去重后金股数量合计为 278 只。我们按照相对上月是否新进，将全体金股分为新进金股和重复金股两类。在重复金股中，5 月份推荐次数靠前的金股为：格力电器（6 次）、恺英网络（5 次）、海光信息（5 次）、紫金矿业（5 次）、贵州茅台（5 次）等；在新进金股中，5 月份推荐次数靠前的金股为：珀莱雅（6 次）、立高食品（4 次）、百润股份（3 次）、亚钾国际（3 次）、宁波银行（2 次）等。

5 月份电子、食品饮料、汽车、医药生物等行业金股数量占比靠前。5 月份金股权重靠前的行业分别为：电子（10.3%）、食品饮料（7.7%）、汽车（6.9%）、医药生物（6.6%）。相比于上月，本股权重增加最多的行业为：美容护理（+2.0%）、基础化工（+1.9%）、商贸零售（+1.8%）；权重减少最多的行业为：通信（-3.0%）、有色金属（-1.5%）、建筑材料（-1.5%）。

5 月份券商金股的市值水平下降，估值水平上升。我们按月统计了金股行业内加权市值分位和估值分位水平。可以发现，5 月份券商金股的市值水平下降，估值水平上升，或表明 5 月份券商金股转向价值风格。

4 月份券商金股绩效回顾

4 月份券商金股组合整体收益率为-1.0%，2025 年以来收益率为 3.7%。全历史区间来看，全部金股组合年化收益率为 10.8%，收益表现显著优于沪深 300 指数和中证 500 指数。其中，新进金股组合收益表现优于重复金股组合。全部金股、新进金股、重复金股组合 4 月份收益率分别为-1.0%、-0.9%、-1.1%，2025 年以来收益率分别为 3.7%、7.2%、1.1%。

4 月份先达股份、万辰集团、民士达、盐津铺子、锦波生物、中宠股份等金股收益率排名靠前。我们统计了月度收益排名前十的金股明细，其中：先达股份、万辰集团、民士达、盐津铺子、锦波生物、中宠股份等金股月度收益靠前，4 月份收益率分别为 64.3%、62.9、49.5%、47.0%、37.3%、31.5%。

开源金工优选金股组合

开源金工优选金股组合 4 月份收益率为-5.1%，2025 年相对中证 500 超额+9.2%。全历史区间内，优选金股组合年化收益率为 20.0%，收益表现优于全部金股组合。优选金股组合 4 月份收益率为-5.1%；2025 年以来收益率为 7.6%，2025 年相对中证 500 超额+9.2%。

5 月份开源金工优选金股组合持仓明细：汇川技术、寒武纪-U、药明康德、瑞芯微、伯特利、江丰电子等个股业绩超预期排名靠前。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

行业公司

【公用事业】电力供需转向宽松，重视盈利稳定品种——行业投资策略-20250506

周磊（分析师）证书编号：S0790524090002

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。

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 年下半年，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。

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%。

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。

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】零售企业经营持续承压，关注高景气优质公司——行业周报-20250505

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

财报全部披露完毕，零售企业经营持续承压，关注高景气板块优质公司

A 股上市公司 2024 年年报、2025 年一季报已全部披露完毕，我们选取 50 家代表性上市公司作为样本，对零售行业企业经营业绩做梳理分析。2024 年和 2025Q1 行业整体收入端分别同比-1.8%/-13.3%，扣非归母净利润分别同比-20.6%/-21.3%，整体经营有所承压。(1) 黄金珠宝：2024 年、2025Q1 板块营收同比分别-4.9%/-25.9%，扣非归母净利润同比分别-17.7%/-18.8%；2024 年以来，受全球金价持续上行影响终端需求受到抑制，加之部分运营能力较差加盟商门店出清，造成品牌方经营业绩承压。(2) 美容护理：2024 年、2025Q1 板块营收同比分别+5.3%/-1.7%，扣非归母净利润同比分别-17.5%/-21.7%；2024 年医美整体承压，差异化医美产品厂商表现依然强势；布局高景气赛道的差异化美妆品牌维持快速成长。(3) 跨境电商：2024 年、2025Q1 板块营收同比分别+31.9%/+28.8%，扣非归母净利润同比分别-4.6%/+4.9%；2024 年持续高增，行业发展已进入深水期，未来智能化、数字化水平业内领先并在运营能力方面构筑坚实竞争壁垒的公司，有望实现市场份额和盈利能力的提升。

行业关键词：华熙生物、资生堂、叮咚买菜、奥乐齐、永辉超市等

【华熙生物】全国首款基础水光针“润百颜·玻玻”获批。

【资生堂】资生堂首创记忆 T 细胞抗老精华。

【叮咚买菜】叮咚买菜投资源头养殖公司，加速自有黑猪肉品牌专卖店布局。

【奥乐齐】奥乐齐公布美国扩张计划细节。

【永辉超市】永辉超市调改门店预计 2025 年 6 月将达 124 家。

板块行情回顾

本周(4 月 28 日-4 月 30 日,除五一假期外共计 3 个交易日,下同),商贸零售指数报收 2090.45 点,下跌 1.72%,跑输上证综指(本周下跌 0.49%) 1.23 个百分点,板块表现在 31 个一级行业中位居第 25 位。零售各细分板块中,本周品牌化妆品板块涨幅最大,2025 年年初至今品牌化妆品板块领跑。个股方面,本周茂业商业(+18.2%)、华

致酒行（+12.4%）、狮头股份（+10.8%）涨幅靠前。

投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

投资主线一（传统零售）：关注顺应消费趋势积极变革探索，把握流量回归机会的线下零售龙头，重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线二（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者理解洞察力的黄金珠宝龙头品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等；

投资主线三（化妆品）：关注深耕高景气细分赛道、综合能力不断迭代的国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、上美股份、珀莱雅、巨子生物等；

投资主线四（医美）：关注受益医美消费恢复、盈利能力具备更强确定性的上游差异化医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。_x000c_x000c_

【化工】2024 年化工板块增收减利，2025 年 Q1 龙头公司业绩率先增长——行业点评报告-20250505

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

化学原料及化学制品制造业增收减利，固定资产投资增速同比下降

据国家统计局数据，2024 年中国化学原料及化学制品制造业营业收入 91986.4 亿元，累计同比+4.2%；利润总额 4250.1 亿元，累计同比-8.6%；固定资产投资完成额累计同比+8.6%，同比-4.8pcts。截至 2025 年 03 月 31 日，上证综指收于 3335.8 点，较期初（2025 年 01 月 01 日）的 3351.8 点下跌 0.48%；沪深 300 指数报 3887.3 点，较期初下跌 1.21%；基础化工行业指数报 3409.6 点，较期初上涨 3.94%；石油石化行业指数报 2179 点，较期初下跌 5.9%；CCPI（中国化工产品价格指数）报 4292 点，较期初下跌 0.35%。我们选取万华化学、华鲁恒升、巨化股份、恒力石化等化工龙头上市公司进行分析，2024 年巨化股份、龙佰集团、桐昆股份等归母净利润增速靠前；2025 年 Q1 多数龙头公司归母净利润环比增长，多数龙头公司的资本性支出同比增速大幅下降。

基础化工：2025 年 Q1 板块增收增利，氯碱、氟化工等子行业盈利可观

经营情况方面，2024 年，基础化工行业实现营收 23219.8 亿元，同比+3.2%；实现归母净利润 1185.6 亿元，同比-6.2%。2024Q4，实现营收 5926.8 亿元，同比+5.4%、环比-0.6%；实现归母净利润 156 亿元，同比-15.2%、环比-48.8%。2025 年 Q1，实现营收 5602.8 亿元，同比+5.8%、环比-5.5%；实现归母净利润 369.7 亿元，同比+11.8%、环比+137%。盈利能力方面，2024 年，基础化工行业销售毛利率 16.7%，同比-0.31pcts；归母净利率 5.1%，同比-0.51pcts。2024Q4，销售毛利率 16.3%，同比+0.72pcts、环比-0.95pcts；归母净利率 0%，同比-0.64pcts、环比-3.61pcts。2025 年 Q1，销售毛利率 17.2%，同比-0.06pcts、环比+0.89pcts；归母净利率 0.1%，同比+3.61pcts、环比+3.97pcts。资本开支方面，2024 年，基础化工行业资本性支出 2485.5 亿元，同比-15.9%。截至 2024 年末，在建工程 4031.9 亿元，同比+9%；固定资产 13755.6 亿元，同比+12.8%。

石油石化：2024 年剔除两桶油后，板块同比增收减利

经营情况方面，2024 年石油石化行业实现营收 79395.4 亿元，同比-2.9%；实现归母净利润 3723.8 亿元，同比-0.04%。2024 年 Q4，实现营收 18863.2 亿元，同比-5.5%、环比-4.2%；实现归母净利润 635.7 亿元，同比-4.5%、环比-30.6%。2025 年 Q1，实现营收 19312.3 亿元，同比-6.8%、环比+2.4%；实现归母净利润 1036.5 亿元，同比-6.8%、环比+63%。剔除中国石油、中国石化之后，2024 年，石油石化行业实现营收 19269.9 亿元，同比-1.3%；实现归母净利润 1573.9 亿元，同比+4.3%。2024 年 Q4，实现营收 4966 亿元，同比-5.3%、环比+4.1%；实现归母净利润 253.5 亿元，同比-14.3%、环比-35.2%。2025 年 Q1，实现营收 4427.6 亿元，同比-6%、环比-10.8%；实现归母净

利润 435.8 亿元，同比-7.7%、环比+71.9%。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；其他风险详见倒数第二页标注 1。

【纺织服装：兴业科技(002674.SZ)】主业内销需求疲软致业绩承压，期待宏兴及外销发力——公司信息更新报告-20250506

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

主业内销需求疲软，期待第二曲线及外销持续发力，维持“买入”评级

2024 年收入/归母净利润为 29.5/1.4 亿元，yoy+9.3%/-24%，2025Q1 收入/归母净利润为 6.3/0.19 亿元，yoy+5%/-45%，2024 年拟派现金分红比例 31%。考虑主业国内需求承压，我们下调 2025-2026 并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 1.7/2.1/2.5 亿元（原为 2.6/3.0 亿元），当前股价对应 PE 为 16.1/13.0/11.1 倍，公司坚定一站式牛皮革材料供应商战略，主业外销开拓顺利&汽车内饰新车型及改款支撑收入高速增长，维持“买入”评级。

主业：2024 年外销拓展顺利，预计仍将驱动 2025 年收入增长

2024 年母公司收入 14.4 亿元（同比-1%，下同），国内客户销量下降、外销客户增长亮眼，净利润为 0.57 亿元（-49%），2025Q1 收入 2.96 亿元（-3%），净利润 0.08 亿元，受毛利率下降、销售费用及存货减值计提增加影响同比-61.8%。海外客户拓展顺利：2024Q1 进入 Adidas 供应链，外销收入占比双位数，预计 2025 年随印尼及越南产能逐步投产，外销业务有望驱动主业收入增长。关税或推高原材料成本，推进多元采购：中对美关税反制下从美国进口牛原皮成本或提升，公司原料储备充足且将加大南美洲/欧洲/澳洲渠道采购，盈利能力预计好于行业。

汽车内饰皮革业绩靓丽，盈利能力好于预期，二层皮需求提升带动宝泰增长

（1）宏兴汽车皮革 2024 年收入 7.3 亿元（+19.8%），净利润 1.5 亿元（+51%），净利率为 20.5%，同比+4.2pct，2024 年盈利大幅提升主要系毛利率提升、销量增长带动规模效益以及内部管理提升生产效率，预计 2025 年在江淮及其他新客户车型带动下收入有望达成双位数增长。（2）宝泰皮革：2024 年受益于二层皮需求提升收入 7.1 亿元（+44.9%），净利润 0.13 亿元（+1.6%），净利率 1.9%（-0.8pct），预计 2025 年二层皮驱动下整体规模有望平稳。2025Q1 宏兴/宝泰收入 1.67/1.37 亿元，同比+9%/+1.3%，净利润 3790/220 万元，同比+53.5%/+815%。

汽车皮革收入占比提升带动毛利率，资产减值及财务费用增加影响净利率

毛利率：2024 年及 2025Q1 毛利率为 21.4%/20.7%，同比持平/+0.5pct；费用端：2024 年及 2025Q1 期间费用率 9.2%/10.3%，同比+0.3/+2.2pct，其中财务费用率分别+0.3/+2.0pct，主要系利息收入减少及汇兑损失增加，2024 年/2025Q1 部分 1-2 年库龄的库存未消化导致资产减值损失增加，占收入比分别+1.5/1.7pct，2024 年及 2025Q1 归母净利率为 4.8%（-2.1pct）、3.0%（-2.8pct）。营运能力：2024 年经营性现金流净额 3.1 亿元（+1128%），截至 2025Q1，存货规模 13.4 亿元（+5.8%），存货周转天数 240 天（+2.2 天），应收账款周转天数 71 天（+5 天）。

风险提示：汽车用革订单及产能扩张不及预期、原材料价格大幅波动。

【纺织服装：锦泓集团(603518.SH)】可转债赎回费用影响净利润，渠道转型优化继续推进——公司信息更新报告-20250505

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

转债赎回影响净利润，看好渠道提效+IP 授权提升盈利，维持“买入”评级

2025Q1 公司实现营收 11.1 亿元（同比-3.6%），归母净利润为 0.9 亿元，同比-23.4%，其中公司赎回到期可转

债影响净利润 2752.8 万元。由于零售消费持续承压，我们下调公司 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 3.3/3.7/4.0 亿元（前值为 3.9/4.5 亿元），分别对应 EPS 为 1.0/1.1/1.2 元，当前股价对应 PE 为 8.7/7.7/7.1 倍，考虑到公司渠道和产品转型改革尚在积极推进，看好公司构建城市多店态组合布局，推动加盟体系扩容，综合提升运营效率和店效水平，同时旗下 IP 授权业务的空间广阔，维持“买入”评级。

TW/云锦表现稳健，精简直营渠道，加盟渠道收入增长且占比提高

分产品来看：VGRASS：2025Q1 实现营收 1.8 亿元，同比-11.1%，门店较 2024 年末净关 6 家至 180 家，其中直营/加盟分别为 133/47 家，较 2024 年末净关 4/2 家。TEENIEWEENIE：2025Q1 实现营收 8.9 亿元，同比-3.0%，门店较 2024 年末净关 37 家至 1010 家，其中直营/加盟分别为 707/303 家，较 2024 年末净关 30/7 家。云锦：2025Q1 实现营收 0.2 亿元，同比+5.3%。分渠道来看：直营/加盟/其他分别实现营收 5.9/1.0/4.0 亿元，同比-3.9%/+7.9%/-7.4%，加盟渠道收入稳健增长且占比提升，直营渠道主动精简，渠道转型优化持续推进。线上/线下分别实现收入 4.0/6.9 亿元，同比-7.4%/-2.3%。

2025Q1 毛利率持平微增，赎回到期可转债的费用影响净利润

盈利能力：2025Q1 公司整体毛利率为 70.3%（同比+0.1pct），其中 VGRASS/TEENIEWEENIE/云锦毛利率分别为 74.6%/68.9%/72.7%，同比+0.5/-0.2/-3.6pct。公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 47.9%/4.3%/3.1%/4.2%，同比+0.2/-0.2/+0.3/+2.7pct，归母净利率为 8.0%，同比-2.1pct，财务费率同比增加主要系 Q1 可转债到期兑付，产生相应的财务费用影响一季度净利润 2752.8 万元。营运能力：截至 2025Q1，公司存货规模为 9.8 亿元（同比+18.0%），存货周转天数为 273 天（同比+43 天），2025Q1 公司经营活动现金流净额为 1.6 亿元（同比-40.8%）。

风险提示：加盟商提货不及预期、竞争加剧风险、零售恢复不及预期。

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