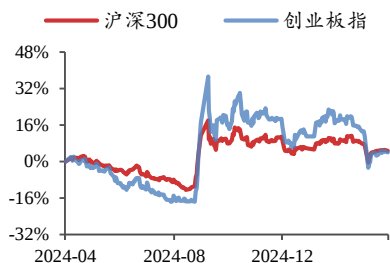


2025 年 04 月 30 日

开源晨会 0430

——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	2.599
机械设备	1.439
传媒	1.266
轻工制造	1.040
基础化工	0.868

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
公用事业	-1.777
综合	-0.973
石油石化	-0.545
煤炭	-0.511
社会服务	-0.472

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】入境经济或提振 2025 年 GDP 0.2 个百分点——兼评 3 月企业利润数据-20250429

【策略】开源金股，5月推荐——投资策略专题-20250429

行业公司

【化工：华峰化学(002064.SZ)】Q1 业绩超预期，纵向并购夯实聚氨酯产业优势——公司信息更新报告-20250429

【煤炭开采：潞安环能(601699.SH)】量价齐跌致全年业绩承压，关注成长性和喷吹煤弹性——公司 2024 年报&2025 年一季报点评报告-20250429

【化工：新凤鸣(603225.SH)】Q1 业绩同比小幅增长，减值损失对业绩有所拖累——公司信息更新报告-20250429

【家电：德昌股份(605555.SH)】2025Q1 营收维持较高增长，发布增发预案加速东南亚产能以及电机产能扩张——公司信息更新报告-20250429

【医药：新产业(300832.SZ)】2024 年业绩符合预期，海外市场高歌猛进——公司信息更新报告-20250429

【医药：方盛制药(603998.SH)】经营业绩增速亮眼，研发创新提升长期增长动能——公司信息更新报告-20250429

【纺织服装：慕思股份(001323.SZ)】2025Q1 产品毛利率同比提升，加深全渠道、多品类市场布局——公司信息更新报告-20250429

【纺织服装：南山智尚(300918.SZ)】2025Q1 传统主业显韧性，期待新材料业务利润拐点——公司信息更新报告-20250429

【煤炭开采：三棵树(603737.SH)】零售转型成效显著，盈利能力逐步兑现——公司信息更新报告-20250429

【化工：扬农化工(600486.SH)】产销高增，盈利改善，彰显龙头本色——公司信息更新报告-20250429

【煤炭开采：山西焦煤(000983.SZ)】煤炭量价齐跌拖累业绩，关注煤矿成长与价格弹性——公司 2024 年报&2025 年一季报点评报告-20250429

【农林牧渔：隆平高科(000998.SZ)】巴西玉米行业低迷致业绩承压，国内种子表现稳健——公司信息更新报告-20250429

【轻工：共创草坪(605099.SH)】2025Q1 业绩表现靓眼，全球产能布局推动份额提升——公司信息更新报告-20250429

【传媒：神州泰岳(300002.SZ)】海外新游推广及国内新游上线或驱动后续成长——公司信息更新报告-20250429

【轻工：浩洋股份(300833.SZ)】贸易摩擦下短期业绩承压，收购 SGM 品牌矩阵扩张——公司信息更新报告-20250429

研报摘要

总量研究

【宏观经济】入境经济或提振 2025 年 GDP 0.2 个百分点——兼评 3 月企业利润数据-20250429

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

事件：4 月 26 日，商务部等 6 部门印发《关于进一步优化离境退税政策扩大入境消费的通知》，下调离境退税起退点至 200 元，现金退税限额上调至 2 万元。

入境经济或提振 2025 年 GDP 约 0.2 个百分点

1、我国入境经济占 GDP 比重有较大提升空间，2025 年或提振 GDP 约 0.2 个百分点。纵向来看，2015-2019 年我国入境旅游收入占 GDP 比重稳定在 0.9-1.0 个百分点，2024 年入境旅游稳步向疫前水平修复，占 GDP 比重回升 0.2 个百分点至 0.5%，收入、游客数量、人均支出分别为 942 亿美元、1.3 亿人、725 美元，较 2019 年仍有 20%、11%、28% 的修复空间。横向来看，我们根据世界银行数据测算，2019 年全球、OECD、欧盟、美国、日本、法国、德国的该指标分别为 2.1%、1.8%、2.7%、1.1%、1.0%、1.3%、2.8%，与商务部“主要国家在 1% 到 3%”的表述一致。假设 2025 年入境游客数量从 1.3 亿人修复至 1.5 亿人，受益于离岸退税等政策人均旅游支出提高 15% 至 821 美元，则 2025 年入境经济的边际增量约 2084 亿元，占 GDP 比重提高 0.15 个百分点至 0.65%，2026 年或能初步接近疫前水平。

2、离境退税新政直指商品消费，或提振 2025 年社零 0.1-0.2 个百分点。我国入境消费构成中，服务消费约 8 成、商品消费约 2 成。2019 年交通、商品销售、住宿、餐饮、游览、娱乐、通讯分别占比 33%、23%、15%、12%、4%、3%、1%。新政一则直接刺激退税和免税商品消费，二则节约游客成本或转化为额外消费、提高景区商圈的购物渗透率，中国商业经济学会副会长宋向清预计“人均消费额有望增长 20%-30%”，测算将额外拉动 2025 年商品消费 570-748 亿元，提振社零增速 0.1-0.2 个百分点。

3 月工企利润和营收增速延续回升

3 月营收当月同比为 4.4%、较前值回升了 1.6 个百分点，利润总额当月同比由负转正至 2.6%。拆分来看（利润增速=工业增加值*PPI*利润率同比），三因子对 3 月利润增速的贡献分别为+7.5、-2.6、-3.3 个百分点，以价换量更加趋显。量（工业增加值）的贡献进一步上行，价（PPI）负贡献走扩，利（利润率同比）仍为负贡献。往后看，政治局会议指出“外部冲击影响加大”、“统筹国内经济工作和国际经贸斗争”，预计加征关税对出口、企业生产及盈利的扰动将逐步显现，有待扩内需政策发力、促进工业企业效益稳定恢复。

利润格局：“两新”加力扩围，中游占比微升

1、利润占比来看：3 月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造业的 ttm 利润占比为 29.9%、38.2%、21.1%、10.8%，分别较前值变动了 0.0、+0.1、0.0、-0.1 个百分点。

2、利润增速来看：上游利润增速改善至-7.4%，主要受益于有色涨价和非金属矿降幅收窄，黑色链延续承压；中游受益于“两新”加力扩围，计算机通信电子、电气机械、专用设备、金属制品较前值上行 12.6、9.9、8.3、6.2 个百分点，交运设备和仪器仪表的高增速略有放缓；下游利润走弱、利润累计同比下降了 0.8 个百分点至 0.0%，主要受汽车、纺服、家具、食品制造等拖累。

库存周期：工业企业提前补库，关注美国库存消耗程度

1、国内方面，3 月名义库存持平前值，实际库存上升 0.3 个百分点至 6.7%。考虑到 3 月工企产销率为 94.6%、居历年最低水平，推测工业企业在对等关税落地前加大生产囤货、抢出口抢转口，从而导致产销率走高，价格水平仍有待修复。

2、美国方面，截至2月消费电子、纸制品、农产品等显著提前库存，近期沃尔玛等大型零售商提示商品货架快速消耗，未来2-3个月可能是美国库存消耗和通胀上行程度的重要观察期。

风险提示：政策变化超预期；地缘政治反复超预期；美国经济超预期衰退。

【策略】开源金股，5月推荐——投资策略专题-20250429

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

策略：特朗普2.0的实质，和政治局会议后的市场应对

外部不确定性催化黄金和军工行情；国内应对不确定性下应加大自主可控、国产替代和内循环的关注，投资要抓牢“底线思维”，坚定全年“科技+消费”主线。

金融工程：基于行业轮动模型的5月行业多头

基于行业轮动模型，5月行业多头为：煤炭，传媒，通信，美容护理，商贸零售，家用电器，房地产，电子，计算机，汽车。

商贸零售：珀莱雅（603605.SH）

国货美妆龙头，强运营及产品能力已得到反复验证，抗老+美白+修复条线完善，2025年发力美白条线有望重塑增长。

通信：新易盛（300502.SZ）

全球光模块领军企业，持续提升高速率光模块市场占有率，目前已与全球主流互联网厂商及通信设备商建立了良好的合作关系。

电新：大金重工（002487.SZ）

公司是亚太区唯一实现海工产品交付欧洲的供应商，已形成欧洲海工项目的批量化交付体系。随着欧洲海风项目加速建设，公司有望提升份额，迎来量利齐升。

公用事业：华明装备（002270.SZ）

公司发布2024年报&2025一季报，业绩持续稳健增长，兼具成长与红利属性。

农林牧渔：海大集团（002311.SZ）

2025年公司主业有望保持稳健增长，生猪养殖在严格执行套保策略下有望保持稳定盈利，长线看好。

机械：震裕科技（002881.SZ）

（1）丝杠：基于精密制造技术，公司丝杠进展迅速，受益机器人量产。

（2）执行器：公司丝杠、电机技术领先，并有望延展至减速器、结构件等领域。

汽车：德赛西威（300803.SZ）

智能汽车龙头，受益高阶城区智驾快速渗透和智驾平权，海外市场快速拓展。

可选消费：爱玛科技（603529.SH）

2025年为电动两轮车行业大年，爱玛科技作为龙头有望超额受益于行业向好。

非银金融：指南针（300803.SZ）

头部 2C 金融信息服务商，股市强 beta 特性突出，充分受益于本轮个人投资者积极入市驱动的交易量改善及市场信心恢复。

计算机：金山办公（688111.SH）

办公是人工智能落地的重要场景之一，金山作为国产龙头有望受益；公司锚定 A 内容创作、智慧助理和知识洞察三大战略方向，未来商业化落地有望开启新空间。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

行业公司

【化工：华峰化学(002064.SZ)】Q1 业绩超预期，纵向并购夯实聚氨酯产业优势——公司信息更新报告-20250429

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

Q1 业绩超预期，纵向并购夯实聚氨酯产业优势，维持“买入”评级

2025 年 Q1 公司实现营收 63.14 亿元，同比-5.15%，实现归母净利 5.04 亿元，同比-26.21%，环比大幅增长 145.60%。2025 年 Q1，己二酸、氨纶平均价差环比仅小幅下跌，公司作为氨纶、己二酸行业双龙头，持续巩固成本优势，周期底部彰显龙头业绩韧性。同时公司纵向并购优质资产，进一步夯实其聚氨酯产业优势，公司聚氨酯龙头地位有望进一步巩固，我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计归母净利润分别为 24.74、31.10、38.22 亿元，EPS 分别为 0.50、0.63、0.77 元，当前股价对应 PE 分别为 13.5、10.7、8.7 倍，维持公司“买入”评级。

Q1 氨纶、己二酸价差环比仅小幅小跌，周期底部彰显公司业绩韧性

据百川盈孚、Wind 等，2025 年 Q1，己二酸的平均价格为 8,106 元/吨，环比-2.14%，己二酸平均价差为 2,200 元/吨，环比-5.06%，同比-32.41%。Q1 氨纶 40D 平均价格为 23,876 元/吨，环比-1.01%；氨纶价差为 11,083 元/吨，环比-3.25%，同比-12.82%。Q1 己二酸、氨纶需求仍然较为疲软，两者供给过剩局面仍较为严峻，价差低迷。公司作为双行业龙头，凭借低成本的规模优势，业绩表现仍较为优异。

周期底部并购聚氨酯产业链优质资产，看好公司作为聚氨酯龙头腾飞

公司拟向华峰集团、尤小平、尤金焕、尤小华发行股份及支付现金购买其持有的华峰合成树脂 100%股权；拟向华峰集团发行股份及支付现金购买其持有的华峰热塑 100%股权。根据评估，此次交易总价格为 60.0 亿元，其中华峰合成树脂交易价格 40.4 亿元，华峰热塑为 19.6 亿元，两者 2024 年合计净利润为 5.04 亿元。支付方式方面，公司以现金支付 6.0 亿元，以股份支付 54.0 亿元，股份发行价格为 6.14 元/股。交易对方承诺：合成树脂 2025 年-2027 年实现的净利润分别不低于 3.01、3.24、3.42 亿元，合计 9.67 亿元；华峰 TPU 分别不低于 1.70、2.02、2.32 亿元，合计 6.04 亿元。公司通过并购实现产业链整合延伸，进入聚氨酯行业中的革用聚氨酯树脂、热塑性聚氨酯弹性体领域，进一步夯实公司龙头优势。

风险提示：宏观经济复苏不及预期、原油价格大幅下跌、项目建设不及预期。

【煤炭开采：潞安环能(601699.SH)】量价齐跌致全年业绩承压，关注成长性和喷吹煤弹性——公司 2024 年报&2025 年一季报点评报告-20250429

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

量价齐跌致全年业绩承压，关注产能增量和喷吹煤弹性，维持“买入”评级

公司发布 2024 年报及 2025 一季报，2024 年实现营收 358.5 亿元，同比-16.9%，归母净利润 24.5 亿元，同比

-69.1%，扣非归母净利润 23.8 亿元，同比-69.8%；其中 2024Q4 实现营收 92 亿元，环比+1.3%，归母净利润-3.5 亿元，环比-161%，扣非归母净利润-4.4 亿元，环比-176.3%。2025Q1 实现营收 69.7 亿元，同比-19.5%，归母净利润 6.6 亿元，同比-49%，扣非归母净利润 6.7 亿元，同比-47.7%。考虑到一季度煤价回落但后续或有反弹，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 29.6/32.7/36.7 亿元（2025-2026 年前值 39.6/42.4 亿元），同比+20.9%/+10.3%/+12.3%；EPS 为 0.99/1.09/1.23 元，对应当前股价 PE 为 11.2/10.1/9 倍。公司作为煤炭行业唯一国家级高新技术企业，保持高分红比例，产能有成长性且业绩具备较高弹性，维持“买入”评级。

2024 年煤炭量价齐跌叠加成本提升致业绩承压，2025Q1 价跌致业绩延续回落

（1）产销量方面：2024 年公司商品煤产量 5185 万吨，同比-6.2%，其中混煤/洗精煤/喷吹煤/其他洗煤产量 2869.7/23/2043.3/249 万吨，同比-2.9%/-44%/-6.3%/-29%。2024 年公司商品煤销量 5224.8 万吨，同比-5%，其中混煤/洗精煤/喷吹煤/其他洗煤产量 2903.3/23.3/2048.2/250 万吨，同比-1.3%/-44.2%/-5.2%/-29.3%；2025Q1 公司商品煤销量 1187 万吨，同比+0.5%。（2）价格方面：2024 年公司商品煤单吨售价 645.6 元/吨，同比-11.3%，其中混煤/洗精煤/喷吹煤/其他洗煤单吨售价 548.5/1178.7/822.3/276.5 元/吨，同比-2.4%/-15.7%/-17%/-33.9%；2025Q1 公司商品煤单吨售价 542.9 元/吨，同比-21.3%。（3）成本方面：2024 年公司商品煤单吨成本 390.8 元/吨，同比+12.4%，其中混煤/洗精煤/喷吹煤/其他洗煤单吨成本 335.7/1095.8/485.2/191.1 元/吨，同比+26.9%/+45.5%/-0.8%/+49.8%；2025Q1 公司商品煤单吨成本 340.2 元/吨，同比-10%。（4）毛利方面：2024 年公司商品煤单吨毛利 254.9 元/吨，同比-32.9%，其中混煤/洗精煤/喷吹煤/其他洗煤单吨毛利 212.9/82.9/337/85.4 元/吨，同比-28.5%/-87.1%/-32.8%/-70.6%；2025Q1 公司商品煤单吨毛利 202.7 元/吨，同比-35%。

在建矿井&产能核增工作有序推进，矿权竞拍有望贡献产能增量

（1）煤炭产能仍有增量：上庄煤矿于 2023 年上半年投产，产能持续爬坡；公司拥有静安煤业、忻峪煤业、后堡煤业和宇鑫煤业四座在建矿井合计产能 300 万吨/年，并拥有一座规划矿井元丰矿产能 300 万吨/年；同时，公司积极推进黑龙、黑龙关、慈林山等矿井的先进产能置换工作，取得产能核增关键性批复文件；此外，2024 年 8 月 22 日，公司公告司参与了山西省襄垣县上马区块煤炭探矿权挂牌出让，以 121.26 亿元竞得该宗煤炭探矿权，新增公司煤炭资源来 81957.5 万吨，预计将于 2 年内完成勘探，3-4 年内完成转采登记并进入矿山基础建设阶段，有望为公司远期产能带来增量。（2）高分红回报投资者：2025 年公司分红比例为 50.07%，同比-9.93pct，以 2025 年 4 月 28 日收盘价计算，对应当前股息率为 3.7%。

风险提示：经济恢复不及预期；煤价下跌超预期；产销量增长不及预期。

【化工：新凤鸣(603225.SH)】Q1 业绩同比小幅增长，减值损失对业绩有所拖累——公司信息更新报告-20250429

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001 | 蒋跨跃（分析师）证书编号：S0790523120001

Q1 业绩同比小幅增长，维持“买入”评级

公司发布 2025 年一季报，2025Q1 实现营收 145.57 亿元，同比+0.73%，环比-18.65%，实现归母净利润 3.06 亿元（其中 2025Q1 计提资产减值损失 1.00 亿元），同比+11.35%，环比-13.66%。公司业绩符合预期，我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 16.09、20.49、25.52 亿元，EPS 为 1.06、1.34、1.67 元，当前股价对应 PE 为 10.4、8.2、6.6 倍。我们看好需求稳步增长背景下，供给格局优化带来长丝盈利修复，维持“买入”评级。

2025Q1 长丝价差同环比表现优异，但减值损失对公司业绩有所拖累

产销量方面，据公司公告，2025Q1 公司长丝、短纤产量分别为 195.0、32.3 万吨，同比+5.4%、+4.3%，销量分别为 142.7、29.4 万吨，同比-9.6%、+2.1%，产销率分别为 73.18%、90.95%，受春节假期影响，2025Q1 公司长

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

丝与短纤呈整体累库态势。从产品结构来看，2025Q1 公司 POY、FDY、DTY 产品销量分别为 97.1、27.1、18.5 万吨，分别占长丝总销量的 68%、19%、13%。盈利方面，2025Q1 公司销售毛利率、净利率分别为 6.51%、2.11%，较 2024Q1 分别同比+0.61pcts

、+0.21pcts，较 2024Q4 分别环比+0.83pcts、+0.13pcts。从价差来看，2025Q1 涤纶长丝 POY 价差季度均值为 1330 元/吨，较 2024Q1 同比+21.1%，较 2024Q4 环比+8.4%。尽管 2025Q1 公司长丝价差同环比表现优异，但油价下跌带来的部分减值损失仍对公司业绩有所拖累。当前美国关税政策背景下，长丝下游终端需求短期内受到一定程度的影响，且原油价格大幅波动使其进一步加剧。但中长期来看，国内长丝及下游纺织服装行业产业链完备、成本控制能力优异，依旧具备强有力的竞争优势，在全球产业链中起到主导作用。目前长丝行业新增产能增速已回到合理水平，未来伴随需求的稳步增长，长丝盈利有望逐步修复，公司盈利弹性与长期价值有望进一步凸显。

风险提示：油价大幅波动、下游需求疲软、产能投放不及预期、其他风险详见第三页标注。1

【家电：德昌股份(605555.SH)】2025Q1 营收维持较高增长，发布增发预案加速东南亚产能以及电机产能扩张——公司信息更新报告-20250429

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 林文隆（分析师）证书编号：S0790524070004

2025Q1 营收维持较高增长，加速国内外产能扩张，维持“买入”评级

2024 年公司实现营收 40.95 亿元（同比+47.56%，下同），归母净利润 4.11 亿元（+27.51%），扣非归母净利润 3.93 亿元（+24.93%）。2024Q4 营收 11.08 亿元（+71.36%），归母净利润 1.09 亿元（+85.81%），扣非归母净利润 1.07 亿元（+85.84%）；2025Q1 营收 10.0 亿元（+21.33%），归母净利润 0.81 亿元（-4.97%），扣非归母净利润 0.72 亿元（-11.62%）。考虑阶段性加大投入加速海外产能建设，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 5.03/6.34/7.80 亿元（2025-2026 年原值为 5.38/6.74 亿元），对应 EPS 为 1.35/1.70/2.10 元，当前股价对应 PE 为 14.8/11.7/9.5 倍，公司前瞻布局海外产能，有望围绕优质客户持续拓品类，同时看好汽车电机持续高增，维持“买入”评级。

2025Q1 预计汽车电机/SN 保持较高增长，发布增发预案加速海外产能建设

2024 年吸尘器/小家电/汽车电机分别实现营收 21.2/13.9/4.1 亿元，同比分别+30.2%/+68.6%/+104.5%，H2 汽车电机进入旺季后增速提升显著。预计 2025Q1 汽车电机、SharkNinja 客户营收保持较好增长态势。公司发布增发预案，拟募集不超过 15.24 亿元资金用于泰国 500 万台家电产品、年产 180 万台智能生活家居用品（扩产）、年产 500 万台高性能无刷直流电机、越南年产 300 万台小家电建设项目，其中泰国基地主要用于拓展厨房电器类目、智能生活家居用品项目用于拓展户外庭院场景。展望后续，公司前瞻性布局东南亚产能，越南以及泰国基地投产后有望覆盖对美收入且拓展增长边界，长期外销或围绕优质大客户持续拓品类。同时汽车电机伴随定点项目放量，看好收入维持高增以及盈利能力持续提升。

汽车电机业务规模效应下毛利率显著提升，2025Q1 各项费用率有所提升

2024 年公司毛利率 17.36%（-1.75pct），其中吸尘器/小家电/汽车电机业务毛利率同比分别-1.43/-5.2/+11.37pct，汽车电机在规模效应下毛利率快速提升。2024Q4/2025Q1 毛利率同比分别-4.92/-1.62pct，毛利率同比下降或主要系同期高基数+在建工程转固摊销成本增加所致。费用端，2024/2024Q4/2025Q1 公司期间费用率分别为 6.04%/4.6%/7.67%，同比分别+0.61/-5.27/+1.19pct，其中 2024Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.08/-0.26/-1.11/-3.82pct，2025Q1 同比分别+0.34/+0.11/+0.4/+0.34pct，2024Q4 财务费用率下降或主要系汇兑收益增加。综合影响下 2024/2024Q4/2025Q1 净利率同比分别-1.58/+0.77/-2.24pct。

风险提示：海外需求快速回落、原材料成本上行、新业务拓展不及预期等。

【医药：新产业(300832.SZ)】2024 年业绩符合预期，海外市场高歌猛进——公司信息更新报告-20250429

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 司乐致（分析师）证书编号：S0790523110003 | 石启正（联系人）证书编号：S0790125020004

2024 全年业绩符合预期，海外收入持续放量，维持“买入”评级

2024 年公司实现营业收入 45.35 亿元 (yoy+15.41%)，归母净利润 18.28 亿元 (+10.57%)，业绩增长稳健，符合预期。2025Q1 公司实现营业收入 11.25 亿元 (yoy+10.12%)，归母净利润 4.38 亿元 (yoy+2.65%)，经营性现金流 0.19 亿元 (-92.92%)，2025Q1 国内业绩承压系受省际联盟集采政策深化影响，海外业务持续保持平稳增长，经营性现金流波动系 ERP 系统升级，付款流程推迟。由于国内集采影响和装机节奏调整，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 20.49/24.88/30.04 亿元（原值 23.24/28.47 亿元），EPS 分别为 2.61/3.17/3.82 元，当前股价对应 P/E 分别为 20.3/16.7/13.9 倍，但公司海外业务占比不断提升，中大型仪器装机占比提升驱动毛利率爬坡，尖端产品竞争力突出，有望推动高端市场市占率提升，维持“买入”评级。

仪器试剂协同发展，产品竞争力十分突出

仪器：尖端突破抢占高端市场，2018 年推出全球首台检测速度达 600T/H 的发光仪 MAGLUMIX8，2024 年 X8 新增装机 1048 台，全球累计装机达到 3701 台。2024 年推出更高通量 X10，检测速度达 1000T/H。公司产品矩阵梯度配置满足不同客户要求，装机量稳步提升，2024 年国内市场完成了全自动化学发光仪器装机 1641 台，大型机装机占比达到 74.65%，2024 年公司产品服务的三级医院数量达到 1732 家，三级医院覆盖率为 44.93%，高端市场市占率不断提升，驱动试剂上量。试剂：公司是行业内试剂菜单最齐全的化学发光厂家之一，试剂种类持续增加，并且成功构建小分子夹心法技术平台，试剂性能优越。同时布局上游原料，助力试剂技术革新，推进降本增效和试剂产量增长。

海外市场持续发力，横向拓展 IVD 业务领域

2024 年海外收入 16.84 亿元 (yoy+27.67%)，占比提升至 37%。海外市场装机快速上量，2024 年公司在海外市场累计销售 4017 台全自动化学发光仪器，远超同期国内装机量。机型结构优化，海外中大型仪器装机占比达 67.16% (+3.82pct)，有望助力试剂持续放量。海外市场持续拓围，公司产品已经出口 160 个国家，并在 14 个重点国家设立分支机构以辐射区域市场，提升本地化经营能力。海外业务风险抵御能力较强，2024 年美国的营收占海外营收的比例不足 0.1%，关税风险影响小。公司横向拓展布局 IVD 多领域，推出自研流水线 SATLARST8，整合生化、免疫、分子、凝血等五大领域，形成智慧实验室系统解决方案，构筑试剂采购护城河。

风险提示：公司产品研发、注册、认证不及预期，汇率波动风险。

【医药：方盛制药(603998.SH)】经营业绩增速亮眼，研发创新提升长期增长动能——公司信息更新报告-20250429

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 巢舒然（联系人）证书编号：S0790123110015

经营业绩增速亮眼，看好创新中药布局打开成长空间，维持“买入”评级

公司 2024 年实现营收 17.77 亿元（同比+9.15%，下文皆为同比口径）；归母净利润 2.55 亿元（+36.61%）；扣非归母净利润 1.93 亿元（+44.61%）。2025Q1 实现营收 4.18 亿元（-4.62%）；归母净利润 0.88 亿元（+25.74%）；扣非归母净利润 0.71 亿元（+31.41%）。盈利能力方面，2024 年毛利率为 71.85%（+3.75pct），净利率为 14.06%（+3.03pct）。费用方面，2024 年销售费用率为 39.55%（-0.83pct）；管理费用率为 8.21%（-0.96pct）；研发费用率为 7.83%（+1.20pct）；财务费用率为 0.70%（+0.04pct）。我们看好公司创新中药研发布局带来的长期竞争力，上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.08/3.78/4.57 亿元（原预计为 3.01/3.69 亿元），EPS 为 0.70/0.86/1.04 元，当前股价对应 PE 为 14.1/11.5/9.5 倍，维持“买入”评级。

心脑血管、呼吸系统用药营收增长，毛利率稳中有进

分产品来看，2024 年公司心脑血管疾病用药营收 5.30 亿元（+37.95%）、骨骼肌肉系统营收 3.84 亿元（+7.03%）、

呼吸系统营收 2.13 亿元(+18.87%)、儿童用药营收 1.83 亿元(-2.81%)、妇科疾病用药营收 0.81 亿元(-11.94%)、抗感染营收 0.78 亿元(-5.08%)、其他营收 2.40 亿元(-15.57%)。同时,心脑血管疾病用药毛利率 80.70%(+6.74pct)、呼吸系统毛利率 76.46%(+4.01pct), 均小幅增长。

创新研发持续推进, 提升长期增长动能

公司以集团创新研究院为中心, 整合五大特色研发平台, 构建起新药全价值链科学管理体系, 涵盖从立项到上市后再评价的各个环节。集团创新研究院下设: 创新中药研究所、复杂制剂研究所、仿制药研发中心、创新生物技术中心、合成生物技术平台。2024 年公司研发费用支出再提速, 年度累计研发支出已达 1.39 亿元, 同比增长近 30%。截至 2024 年底, 1.1 类中药创新药养血祛风止痛颗粒已申报生产等待审批, 另有 5 个中药创新药处于不同的临床研究阶段。

风险提示: 市场竞争加剧, 产品销售不及预期, 新产品研发进展不及预期等。

【纺织服装: 慕思股份(001323.SZ)】2025Q1 产品毛利率同比提升, 加深全渠道、多品类市场布局——公司信息更新报告-20250429

吕明(分析师)证书编号: S0790520030002 | 骆扬(联系人)证书编号: S0790122120029 | 蒋奕峰(联系人)证书编号: S0790124070039

2025Q1 业绩阶段性承压, 期待国补落地后业绩改善, 维持“买入”评级

2024 年公司实现营业收入 56.0 亿(同比+0.4%, 下同), 归母净利润 7.67 亿(-4.4%), 扣非归母净利润 7.23 亿(-7.7%)。2025Q1 公司实现收入 11.2 亿(-6.7%), 归母净利润 1.18 亿(-16.4%), 家居线下国补已于 3 月陆续落地, 看好公司收入逐季恢复。考虑到房地产市场仍处于调整期, 我们下调 2025-2026 盈利预测, 并新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润为 7.99/8.72/9.56 亿元(原值为 9.71/10.89 亿元), 对应 EPS 为 2.00/2.18/2.39 元, 当前股价对应 PE 为 15.0/13.7/12.5 倍, 看好公司持续加深全渠道、多品类市场布局下带来收入业绩稳步提升, 维持“买入”评级。

盈利能力: 2025Q1 产品毛利率提升, 费用投放加大净利率阶段承压

2024 年公司毛利率为 50.1%(-0.2pct), 期间费用率为 33.8%(+0.9pct), 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.0%/5.5%/3.7%/-0.5%, 分别同比-0.2/+0.1/+0.3/+0.6pct。综合影响下, 2024 年公司销售净利率为 13.7%(-0.7pct)。公司毛利率总体维持稳定, 期间费用提升我们预计主系新业务开拓下, 费用投放增多。2025Q1 公司毛利率 51.8%(+1.7pct); 期间费用率为 37.1%(+0.6pct), 综合影响下, 销售净利率为 10.5%(-1.3pct)。

收入拆分: 核心产品床垫稳步增长, 加深全渠道、多品类市场布局

分产品来看, 2024 年公司床垫/床架/沙发/床品分别实现收入 26.79/16.65/4.32/3.04 亿元, 分别同比+3.8%/-0.1%/-0.4%/-7.5%, 主要品类床垫仍保持稳健增长。分渠道来看, 公司坚持多元化、全渠道销售网络布局, 线下拥有专卖店 5,400 余家, 线上通过“天猫”“快手”“京东”“抖音”“唯品会”等平台开展销售, 实现业务的稳步发展, 2024 年公司电商实现收入 10.93 亿元(+6.0%)。新业务拓展方面, 公司积极拓展智能产品及海外业务, 智能产品以智能床垫为核心, 首创 AutoFit 智适应技术, 以提升用户睡眠质量增强产品市场竞争力;海外市场稳步开拓, 在中国香港、澳大利亚、美国等国家地区设有专卖店, 初步形成国际销售网络布局, 并收购新加坡知名家居品牌 Maxcoil 的新加坡销售总部 100%股权及其位于印尼巴淡岛的生产基地的核心资产, 完善海外生产基地布局。

风险提示: 终端销售不及预期、渠道开拓不及预期、原材料价格波动

【纺织服装: 南山智尚(300918.SZ)】2025Q1 传统主业显韧性, 期待新材料业务利润拐点——公司信息更新报告-20250429

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

经营韧性凸显，看好新材料收入利润高增，维持“买入”评级

2025Q1 公司实现营收 3.62 亿元（同比+0.7%），归母/扣非净利润 0.37 亿元（同比+0.9%）/0.36 亿元（同比+12.8%）。由于下游服饰需求尚未恢复，公司精纺呢绒业绩继续承压，服装业务逆势增长显示传统主业的经营韧性。综合考虑公司新材料 UHMWPE 纤维在机器人腱绳方面应用不断拓展，锦纶长丝项目产能逐步释放，公司新增增长点逐渐明晰，我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 2.73/3.36/4.09 亿元，对应 EPS 分别为 0.66/0.81/0.99 元，当前股价对应 PE 为 31.3/25.4/20.9 倍，维持“买入”评级。

2025Q1 主业显韧性，UHMWPE 在机器人领域实现突破，锦纶产能开始爬坡

2025Q1 精纺呢绒/服装分别实现营收 1.75/1.31 亿元，同比-7%/+19%，由于下游服饰需求不足，精纺呢绒业务收入承压，服装业务有所增长源自新增企事业单位大订单。UHMWPE 于 2025Q1 实现净利润七百余万（2024Q1 约一百多万），主要系公司产品相较海外质价比更高，出口收入显著增长。同时，公司实现了 UHMWPE 的技术突破，纤维拉伸强度可做到国内领先，是机器人腱绳的理想材料；公司已与国内外多家知名机器人公司对接合作 UHMWPE 在机器人上的多种应用，有望在行业内获得先发优势，看好其在 2025 年开始迅速放量。锦纶产线于 2025Q1 陆续投产并实现销售，锦纶 6 一季度销售超过五百吨，下游景气度较高，且近期接单旺盛，单吨均价约 2 万元，锦纶 66 预计 2025 年 5-6 月份产线爬坡结束。2025 年预计锦纶 66 产量约 5 千吨，锦纶 6 产量约 2 万吨。

2025Q1 净利率基本持平，产能爬坡+超高量利齐升有望提升盈利能力

盈利能力：2025Q1 公司毛利率为 32.5%（同比-0.4pct），期间费用率为 18.6%（同比-0.7pct），其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比-0.1/+0.2/-0.6/-0.3pct，归母净利率为 10.3%（同比+0.01pct），我们预计随着锦纶新建产线产能利用率不断提高摊薄费用，UHMWPE 在腱绳/军用上的拓展带来量价齐升，公司整体盈利水平有望继续提升。营运能力：2025Q1 末存货 7.08 亿元，同比+9.3%，存货周转天数 257.4 天，同比+9.0 天。经营性现金流量净额为-0.82 亿元，主要系公司新建项目陆续投产购买材料支出增加所致。

风险提示：原材料价格大幅波动、新材料推广不及预期、产能投放不及预期。

【煤炭开采：三棵树(603737.SH)】零售转型成效显著，盈利能力逐步兑现——公司信息更新报告-20250429

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

零售转型成效显著，盈利能力逐步兑现，维持“买入”评级

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现营收 121.05 亿元，同比-2.97%；归母净利润 3.32 亿元，同比+91.27%；扣非归母净利润 1.47 亿元，同比+234.34%。2024Q4 单季度实现营收 29.59 亿元，同比-3.45%，环比-12.58%；归母净利润-0.78 亿元，同比增长 3.03 亿元，环比下降 2.78 亿元；扣非归母净利润-1.02 亿元，同比增长 2.90 亿元，环比下降 2.72 亿元。2025Q1 公司实现营收 21.30 亿元，同比+3.12%；归母净利润 1.05 亿元，同比+123.33%；扣非归母净利润-0.15 亿元，同比增长 0.62 亿元。考虑行业竞争有所缓和，原材料价格下行，我们上调 2025-2026 年的盈利预测并新增 2027 年盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 7.9/9.0/10.6 亿元（2025-2026 前值为 7.2/8.4 亿元），同比+137.2%/+14.2%/+18.4%；EPS 分别为 1.49/1.71/2.02 元；对应当前股价 PE 为 22.0/19.3/16.3 倍。考虑到政策支持房地产企稳回升，公司渠道持续优化，C 端+小 B 端稳步增长，大 B 端地产风险逐步缓释，具有长期成长性。维持“买入”评级。

家装墙面漆、防水卷材销售均价双回升

分产品看：2024 年公司家装墙面漆/工程墙面漆/基材与辅材/防水卷材，分别实现收入 29.67/40.84/32.69/13.19 亿元，分别同比+12.75%/-12.65%/+1.25%/+4.95%；收入占比分别为 24.51%/33.74%/27.01%/10.90%，同比分别+3.42pct/-3.74pct/+7.58pct/+0.83pct，平均单价同比分别持平/-10.89%/-22.78%/-5.16%。2024Q4 家装墙面漆/工程墙面漆/基材与辅材/防水卷材均价分别环比+4.64%/-4.01%/-26.61%/+1.27%，其中家装墙面漆和防水卷材销售均价环

比提升较高，两类别收入共占营收 35.41%，对稳定毛利率有较高贡献。原材料价格方面：2024 家装、工程墙面漆/基材与辅材/防水卷材原材料采购均价分别同比+3.19%/-25.71%/-1.86%，2024Q4 分别环比-4.49%/-12.62%/+6.07%，原材料价格环比持续下降，利润空间有望改善。

费用率有所上升，现金流大幅改善

2024 年毛利率为 29.60%，同比-1.91pct；2025Q1 毛利率为 31.05%，环比+2.67pct，毛利率提升主要行业价格竞争缓和，家装墙面漆和防水卷材单价有所提升及原材料价格有所下降。期间费用率方面，2024 年期间费用率为 25.71%，同比-0.47pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.24%/5.79%/2.36%/1.33%，分别同比-0.78pct/+0.35pct/+0.04pct/-0.07pct。2024 年公司经营性现金流量净额为 10.09 亿元，同比-28.37%；收现比为 104.43%。

风险提示：原材料价格波动，房地产回落风险，经销商开拓及管理风险。

【化工：扬农化工(600486.SH)】产销高增，盈利改善，彰显龙头本色——公司信息更新报告-20250429

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

业绩符合预期，原药、制剂量升价跌，盈利能力有所改善

公司发布 2025 年一季报，实现营收 32.41 亿元，同比+2.04%、环比+33.96%；归母净利润 4.35 亿元，同比+1.35%、环比+146.77%；扣非净利润 4.30 亿元，同比+0.83%、环比+144.46%，Q1 原药、制剂量升价跌，公司营收、归母净利润实现同比增长，业绩符合预期。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 14.10、16.00、18.23 亿元，对应 EPS 为 3.47、3.93、4.48 元/股，当前股价对应 PE 为 14.8、13.0、11.4 倍。我们看好公司深化提质增效，随着葫芦岛项目有序推进，中长期成长性确定，维持“买入”评级。

原药、制剂产销同比增长，价格跌幅有所收窄，静待葫芦岛项目放量

(1) 分业务看，2025Q1，公司原药、制剂（不折百）产量 2.95、1.30 万吨，同比+19.4%、+13.0%；销量 2.87、1.54 万吨，同比+14.8%、+2.8%；营收 18.06、8.71 亿元，同比+4.8%、+1.1%；不含税均价为 6.30、5.66 万元/吨，同比-8.8%、-1.6%，原药、制剂量升价跌，营收同比增长。(2) 盈利能力方面，2025Q1 公司销售毛利率、净利率分别为 24.64%、13.43%，相较 2024 年报分别+1.53pcts、+1.90pcts。截至 4 月 27 日，中农立华原药价格指数报 73.11 点，同比下跌 6.1%，环比 3 月上漲 0.29%；跟踪的上百个产品中，同比 53%产品下跌；环比 3 月 74%产品持平，12%产品上涨。此外，2024 年辽宁优创一期第一阶段项目已经建成，正在陆续进行调试生产，功夫菊酯等多个品种已拿出合格产品，2024 年实现营收 1.24 亿元、净利润 11.23 万元。目前农药行业盈利仍承压，公司凭借卓越运营和提质增效实现优创项目投产当期即盈利，2025Q1 产销量、营收同比增长，盈利能力有所改善，彰显农化龙头韧性。我们认为，随着海外市场去库存已见成效，新周期备货启动推动部分产品需求恢复，政策引导行业集中度提升，产能出清后农药中期价格或有上升空间，公司作为研产销一体化、卓越运营的农化龙头有望充分受益。此外，公司高效推进葫芦岛一期一阶段生产调试稳步向前，成长动力充足。

风险提示：项目进展不及预期、农药价格下跌、安全环保风险、汇率波动等。

【煤炭开采：山西焦煤(000983.SZ)】煤炭量价齐跌拖累业绩，关注煤矿成长与价格弹性——公司 2024 年报 & 2025 年一季报点评报告-20250429

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

煤炭量价齐跌拖累业绩，关注煤矿成长与价格弹性，维持“买入”评级

公司发布 2024 年报及 2025 一季报，2024 年实现营收 452.9 亿元，同比-18.4%，归母净利润 31.1 亿元，同比-54.1%，扣非归母净利润 30.2 亿元，同比-55.8%；其中 2024Q4 实现营收 122 亿元，环比+5.9%，归母净利润 2.6 亿元，环比-70.2%，扣非归母净利润 2.5 亿元，环比-71.4%。2025Q1 实现营收 90.3 亿元，同比-14.5%，归母净利

润 6.8 亿元，同比-28.3%，扣非归母净利润 7.3 亿元，同比-19.1%。我们维持 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 28.9/35.7/37.9 亿元，同比分别-7.2%/+23.8%/+6.2%；EPS 为 0.51/0.63/0.67 元，对应当前股价 PE 分别为 12.8/10.4/9.8 倍。公司产能有望受益于新拍矿及集团资产注入而提升，维持“买入”评级。

安监及部分矿井停产致 24 年煤炭产销下滑，价跌叠加成本抬升致吨毛利下滑

煤炭产销量方面，2024 年受安监及沙曲一矿、镇城底矿、吉宁煤业阶段性停产影响，公司煤炭产销量同比下滑，具体来看，2024 年公司原煤/洗精煤产量 4722/1678 万吨，同比+2.5%/-10.9%；2024 年公司商品煤销量 2560 万吨，同比-20%，其中原煤/焦精煤/肥精煤/瘦精煤/贫瘦精煤/气精煤/洗混煤/煤泥销量 122/589/354/333/100/261/700/101 万吨，同比+56.4%/-20.3%/-17.6%/-12.4%/+88.7%/-16.6%/-35.1%/-17.9%。煤炭售价方面，2024 年公司商品煤平均售价 1037 元/吨，其中原煤/焦精煤/肥精煤/瘦精煤/贫瘦精煤/气精煤/洗混煤/煤泥售价 386/1544/1690/1171/1041/1019/474/86 元/吨，同比-26.6%/-5.4%/-2.9%/-7.8%/-22.6%/-12.3%/-10.6%/-43.3%。煤炭生产成本方面，2024 年公司煤炭单吨成本 495 元/吨，同比+9.5%。煤炭毛利方面，2024 年公司煤炭单吨毛利 542 元/吨，同比-15.9%。

煤炭主业成长可期，公司高分红回报投资者

(1) 煤炭主业成长可期：2024 年 10 月公司以 247.05 亿元竞得山西省吕梁市兴县区块煤炭及共伴生铝土矿探矿权，该煤矿煤种主要为 1/3 焦煤、气煤，规划产能 800 万吨/年；作为山西焦煤集团煤炭资产重要上市平台，公司有望借助集团资产注入实现煤炭产能的持续扩张。(2) 关停西山热电机组有望减亏：公司控股子公司西山热电（公司持股 91.65%）于 2025 年关停发电机组，西山热电机组装机容量小、发电工艺能耗高，近年来经营业绩处于持续亏损状态，2024 年 1-9 月西山热电净利润-1.04 亿元，年化净利润-1.4 亿元，关停有望一定程度上增厚企业业绩。(3) 2024 年分红比例下降：2024 年公司分红比例为 40.19%，同比-26.88%，按照 2025 年 4 月 28 日收盘价计算，对应当前股息率为 3.4%。

风险提示：经济增长不及预期；煤价下跌超预期；产量释放不及预期等。

【农林牧渔：隆平高科(000998.SZ)】巴西玉米行业低迷致业绩承压，国内种子表现稳健——公司信息更新报告-20250429

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

巴西玉米行业低迷致业绩承压，国内种子表现稳健，维持“买入”评级

公司发布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年公司营收 85.66 亿元，同比-7.13%，归母净利润 1.14 亿元，同比-43.08%，扣非净利润-2.89 亿元，同比转亏，非经项主要系非流动性资产处置损益 2.89 亿元及政府补助 1.21 亿元。2024 年公司计提资产减值损失 3.87 亿元，其中玉米种子计提存货减值 3.35 亿元。2025Q1 营收 14.09 亿元，同比-32.03%，归母净利润-0.02 亿元，同比-102.72%，利润下滑主要系巴西玉米种子销售低迷。考虑巴西玉米价格低迷，我们下调 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 3.48/4.04/5.02 亿元（2025-2026 年原值 7.38/9.44 亿元），EPS 为 0.26/0.31/0.38 元，当前股价对应 PE 为 38.9/33.6/27.0 倍，随巴西玉米景气度逐步回升及国内转基因种子业务放量，公司业绩有望逐步上行，维持“买入”评级。

水稻种子表现稳健，市场份额保持领先

(1) 水稻种子表现稳健。2024 年玉米/水稻/蔬菜瓜果/杂谷种子营收 50.21/20.08/3.21/2.10 亿元，同比-16.74%/+12.97%/+0.69%/+8.50%，水稻种子销售稳健。玉米种子市场供大于求、去库存压力大、品种更新迭代加快、市场竞争加剧等因素影响下，2024 年公司玉米种子销量同比下降，导致收入同比下滑。(2) 市场份额保持优势。杂交水稻全国推广面积前 10 大品种中，公司杂交水稻品种占 7 席。前 10 大玉米品种中，公司品种占 3 席。隆平发展玉米品种年推广面积超 8000 万亩，在巴西玉米市场份额稳居行业第一梯队。

传统种子龙头优势持续强化，转基因研发成果转化效果显著

2024 年公司获得授权植物新品种权 113 件，其中水稻 36 件，玉米 37 件，黄瓜 15 件，食葵 11 件，甜瓜 8 件，辣椒 2 件，谷子 3 件，小麦 1 件。截至 2024 年末，公司累计获得授权植物新品种权 979 件，公司投资布局的生物技术平台已获得瑞丰 125、浙大瑞丰 8、nCX-1、BFL4-2 等 14 个转基因性状的安全证书，转基因研发成果转化效果显著。

风险提示：商品粮价格变动影响制种植情绪、制种成本上升等。

【轻工：共创草坪(605099.SH)】2025Q1 业绩表现靓丽，全球产能布局推动份额提升——公司信息更新报告-20250429

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 骆扬（联系人）证书编号：S0790122120029 | 蒋奕峰（联系人）证书编号：S0790124070039

2025Q1 业绩表现靓丽，全球产能布局推动份额提升，维持“买入”评级

公司 2024 年实现营业收入 29.5 亿元（同比+19.9%，下同），归母净利润 5.1 亿元（+18.6%），扣非归母净利润 5.1 亿元（+20.6%）。单季度看，公司 2025Q1 实现营业收入 7.9 亿元（+15.3%），归母净利润 1.6 亿元（+28.7%），扣非归母净利润 1.5 亿元（+32.0%）。考虑公司经营稳定，我们维持 2025-2026 年，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为 6.10/6.94/7.75 亿元，对应 EPS 为 1.52/1.73/1.93 元，当前股价对应 PE 为 13.1/11.5/10.3 倍，看好公司产能扩张下稳固行业龙头地位，维持“买入”评级。

盈利能力：规模效应下费用率摊薄显著，2025Q1 净利率提升

公司 2024 年毛利率为 30.0%（-1.6pct），期间费用率为 10.0%（-1.5pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 +5.0%/+3.7%/+3.1%/-1.8%，分别同比 -0.3/-0.4/-0.3/-0.4pct，综合影响下，公司 2024 年销售净利率为 17.3%（-0.2pct），扣非归母净利率为 17.1%（+0.1pct）。单季度看，2025Q1 公司毛利率 32.5%（+2.1pct）；期间费用率为 9.4%（-0.6pct）。综合影响下，公司销售净利率为 19.7%（+2.1pct），扣非归母净利率 19.5%（+2.5pct）。

收入拆分：人造草坪行业维持较高景气度，国内海外收入双增

分产品来看，公司 2024 累计销售人造草坪产品 9107 万平方米（+25.5%）；其中休闲草实现收入 20.5 亿元（+22.4%）；运动草实现收入 5.9 亿元（+6.4%）；铺装服务及其他产品实现销售收入 3.1 亿元（+34.8%）。人造草坪产品销量增速高于收入增速主系（1）原材料价格和人民币汇率处于相对低位；（2）全球竞争加剧且低端产品需求相对提高导致产品均价下降。分地区来看，公司 2024 国际市场实现收入 26.2 亿元（+20.9%），收入占比 88.9%（+0.68pct）；国内市场实现收入 3.3 亿元（+13.0%），其中国内草坪系统收入增长 51.8%。我们看好公司充分发挥全球行业龙头的综合竞争优势，聚焦重点区域的精细化运营，深度洞察主要市场变化并合理调配资源，持续加大新客户开发力度，全球市场份额有望进一步提升。

风险提示：人造草坪市场需求增长不及预期，国际政治经济环境变化风险，行业竞争加剧风险。

【传媒：神州泰岳(300002.SZ)】海外新游推广及国内新游上线或驱动后续成长——公司信息更新报告-20250429

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001

2024 年业绩大幅增长，看好新游戏上线继续驱动增长，维持“买入”评级

公司 2024 年实现营业收入 64.52 亿元（同比+8.22%），归母净利润 14.28 亿元（同比+60.92%），扣非归母净利润 11.47 亿元（同比+38.29%）。2025Q1，公司实现营业收入 13.23 亿元（同比-11.07%，环比-31.74%）。归母净利润 2.39 亿元（同比-19.09%，环比-28.53%）。扣非归母净利润 2.26 亿元（同比-21.10%，环比-27.96%）。2025Q1 业绩同比下滑，或由于公司核心游戏产品进入成熟期以及投放策略调整的影响，同时新游戏贡献尚处于早期阶段。

基于公司业务预期，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年业绩预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 13.60/15.03/16.62（2025-2026 年前值为 14.14/16.29）亿元，对应 EPS 分别为 0.69/0.77/0.85 元，当前股价对应 PE 分别为 15.8/14.3/12.9 倍，我们看好新游戏及 AI 相关业务继续驱动增长，维持“买入”评级。

新游戏或加大推广投入，后续国内上线有望进一步打开增量空间

公司于 2024 年末前后，在海外先后发行了《StellarSanctuary》《NextAgers》两款新游戏，两款游戏均融合了模拟经营等多种玩法，有望拓展 SLG 用户边界，目前两款新游戏处在海外商业化测试和调优阶段，随测试调优完成后有望加大推广力度，后续为公司带来可观流水增量。此外，两款新游戏均已获得国内游戏版号，后续将择机在国内上线 APP 及小程序版本，进一步打开增长空间。

创新引擎初见成效，AI 不断融入到产品与服务中，成为重要发展引擎

2024 年公司软件与信息技术服务业务实现营收 17.90 亿元（同比+22.21%），其中 AI/ICT 运营管理业务营收 14.78 亿元（同比+20.53%），物联网/通讯业务营收 1.33 亿元（同比+62.30%），创新服务业务营收 1.50 亿元（同比+27.05%）。2024 年公司云增值服务覆盖客户超 300 家，同时公司借助亚马逊云科技的全球基础设施及生成式 AI 产品优势，融合自身的技术资源，打造了一系列行业解决方案，涵盖文生文、文生图、图文搜索、智能知识库以及定制工具开发和集成等解决方案。泰岳智呼平台商业化持续推进，AI 技术不断融入到公司的产品和服务中。

风险提示：新游戏流水不及预期，智能催收与智能电销业务收入不及预期等。

【轻工：浩洋股份(300833.SZ)】贸易摩擦下短期业绩承压，收购 SGM 品牌矩阵扩张——公司信息更新报告-20250429

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 蒋奕峰（联系人）证书编号：S0790124070039

贸易摩擦下短期业绩承压，收购 SGM 品牌矩阵扩张，维持“买入”评级

公司 2024 年实现营业收入 12.1 亿元（同比-7.1%，下同），归母净利润 3.0 亿元（-17.6%），扣非归母净利润 2.8 亿元（-18.7%）。单季度看，公司 2025Q1 实现营业收入 2.9 亿元（-8.0%），归母净利润 0.5 亿元（-47.0%），扣非归母净利润 0.5 亿元（-48.2%）。考虑到 2025 年中美贸易摩擦持续，加征关税下公司盈利能力或受影响，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 2.93/3.52/4.17 亿元（2025-2026 年原值分别为 5.04/6.27 亿元），对应 EPS 为 2.32/2.78/3.30 元，当前股价对应 PE 为 13.7/11.4/9.7 倍，下游演出行业景气度仍处高位，公司产品迭代持续，品牌矩阵扩张，维持“买入”评级。

盈利能力：费用投放加速净利率承压，研发费用提升保持产品领先行业

公司 2024 年毛利率为 50.4%（+0.4pct），期间费用率为 20.9%（+5.0pct），销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.2%/8.4%/7.1%/-3.8%，同比分别+1.5/+1.6/+2.7/-0.8pct，期间费用率增长主系公司 2024H2 收购丹麦 SGM 公司产生一次性费用、新产能投产员工数量增加、研发费用提升所致。综合影响下 2024 年销售净利率为 25.2%（-3.1pct），扣非净利率为 23.5%（-3.3pct）。单季度看，公司 2025Q1 公司毛利率 49.4%（-3.3pct）；期间费用率为 26.1%（+10.8pct）。综合影响下，公司销售净利率为 18.6%（-13.6pct），扣非净利率为 17.4%（-13.5%）。

下游演出行业景气度仍处高位，收购丹麦 SGM 公司品牌矩阵进一步扩张

（1）全球演出行业景气度仍处于高位，海外方面根据 LiveNation 数据，2024 年 LiveNation 演唱会场次达 5.4 万场，接待观众人数达 1.51 亿人；国内方面，2024 年全国营业性演出（不含娱乐场所演出）场次 48.8 万场（+11%）；票房收入 579.5 亿元（+15%）；观众人数 1.76 亿人次（+3%），我们看好 2025 年全球演出行业维持高景气度。（2）收购丹麦 SGM 品牌矩阵扩张，2024H2 公司收购丹麦 SGM 公司资产，并在丹麦和美国分别成立全资子公司，完善海外组织管理体系，强化国际销售渠道建设，夯实海外市场团队的营销和组织能力，目前公司已经拥有

“TERBLY”、“AYRTON”、SGM 三大自主品牌，品牌声量持续提升。

风险提示：海外市场需求不及预期、产能爬坡不及预期、地缘政治风险。

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