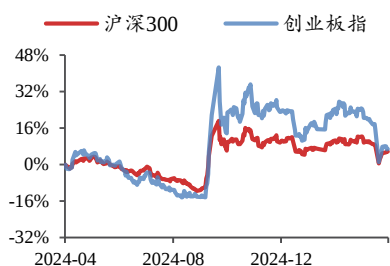


2025 年 04 月 18 日

开源晨会 0418

——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(%)
房地产	2.322
综合	1.948
建筑材料	1.239
社会服务	1.095
轻工制造	1.017

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
汽车	-0.805
有色金属	-0.414
通信	-0.302
美容护理	-0.265
公用事业	-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】5.4%不是超常规政策的约束项——兼评 O1 经济数据-20250417

【金融工程】筹码结构视角下的动量反转融合——开源量化评论(108)-20250417

行业公司

【地产建筑】新房上海同环比领涨，二手房价同环比降幅缩小——行业点评报告
-20250417

【食品饮料】3 月社零增速环比回升，消费保持温和复苏——行业点评报告
-20250417

【家电：莱克电气(603355.SH)】零部件业务打造第二曲线，汇兑收益增厚利润——公司信息更新报告-20250417

【医药：奥浦迈(688293.SH)】培养基业务维持高增长，CDMO 致利润阶段性承压——公司信息更新报告-20250417

【食品饮料：东鹏饮料(605499.SH)】2025Q1 高歌猛进，继续发力——公司信息更新报告-20250417

【地产建筑：建发股份(600153.SH)】营收规模有所收缩，增强回报保护股东利益——公司信息更新报告-20250417

【食品饮料：五芳斋(603237.SH)】2024 年主业销售承压，期待 2025 年经营改善
——公司信息更新报告-20250417

研报摘要

总量研究

【宏观经济】5.4%不是超常规政策的约束项——兼评 Q1 经济数据-20250417

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

GDP：Q1 实现开门红，抢转口与抢生产贡献较大

1、2025Q1 实际 GDP 同比增长 5.4%、高于万得一致预期的 5.2%。分产业看，抢转口提振工业生产，第二产业 GDP 明显改善，其中交运设备、计算机通信电子、电气机械等出口链贡献较大。供需结构来看，3 月产销率为历年最低水平。诸多线索指向，3 月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、财产净收入提振居民可支配收入。房价止跌回稳叠加 DeepSeek 驱动的科技股重估行情，居民财产净收入增速明显回暖。居民投入产出端呈现了“工时放缓、时薪增速回升”的积极姿态；储蓄率相对平稳，接近 2024 年同期水平但仍高于疫前平均水平。

固投：地产投资微降，基建、制造业改善

1、地产：投资微降，销售降幅明显收窄。从高频指标来看，二手房和新房成交均有降温迹象，3 月二手房价降幅收窄但斜率放缓。伴随外部风险临近，房地产作为内需重要分项有必要从“止跌回稳”迈向“企稳回升”。

2、制造业：科创再贷款扩容提振设备更新。设备工器具购置累计同比上行 1.0 个百分点至 19.0%。分行业来看，汽车、通用设备、化学制品走弱，有色冶炼、金属制品、电气机械、农副食品边际改善。

3、基建：专项债前置发力，基建有望延续较高增速。3 月广义和狭义基建均改善，分项来看，水利管理延续较高增速，公共设施管理、道路运输分别较前值提高了 2.3、3.0 个百分点。资金端，截至 4 月 16 日专项债发行进度为 25.0%、明显超过 2024 年同期水平，Q2 发行进度的差异可能进一步走扩，有利于支撑基建增速稳步向上。

消费：低基数与以旧换新政策共振

低基数与以旧换新政策共振，社零增速延续改善。3 月社零当月同比大幅改善了 1.9 个百分点，但剔除基数效应后，两年复合增速指向社零不升反降。以旧换新政策继续显效，考虑进一步走低的基数，预计 Q2、Q3 社零读数仍有较强支撑。

应对关税扰动，超常规政策有望发力

1、Q1GDP 数据超预期，多数经济分项边际改善，但当下更应关注对等关税加码对出口和经济的拖累。美国对华加征关税升至 145%，或已脱离了可线性外推的区间。我们以“美国对华进口依赖度”修正此前测算模型，54%、104%、145%三种关税情形下，对我国 GDP 的扰动在 1-2 个百分点区间，意味着对冲政策规模可能较大。

2、我们认为超常规政策有望发力，更加注重投资于人以及出口企业支持。除了已明确的降准降息，消费端：消费补贴可能扩容并新增服务消费券（餐饮、住宿、旅游、电影、体娱等），减少商品消费潜在的透支效应；出台中央层面生育补贴；增加收入性政策（养老、医保、劳动工资上调）；若关税影响超预期，对中低收入群体定向补贴或非“零概率”的政策选项。地产端，可能包括再次新增一批货币化安置规模、扩大地方收储力度、放开一线城市限购等。

风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

【金融工程】筹码结构视角下的动量反转融合——开源量化评论（108）-20250417

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001

在报告《行业轮动 3.0：范式、模型迭代与 ETF 轮动应用》中，我们引入筹码结构维度构建行业轮动信号，该筹码结构指标在我们构建的 6 类行业轮动信号中表现出更好收益风险特征稳定与更低的相关性。为了更深入理解筹码结构在微观选股层面的底层逻辑，我们将从反转因子局限性、筹码结构计算方式、筹码收益的动量反转特征等方面展开讨论，最终构建筹码收益增强选股因子。

反转因子：多头乏力与阶段性失效的困境

反转因子是捕捉价格过度反应后均值回归现象的重要指标。但反转因子在空头端区分表现较好，而多头端区分效果不佳。

反转效应来自于投资者并非完全理性，虽然这种行为偏差广泛存在，但反转因子也常会出现阶段性失效。

筹码结构：持仓成本的市场共识

筹码结构是对投资者在不同价格上的资金持仓的估计，能够帮助我们推算资金的平均持仓成本。

筹码收益衡量当前价格相对于历史筹码成本的相对收益，该因子会阶段性出现动量或反转特征，而市场赚钱效应指标能够解释因子 risk-on 与 risk-off 的变化，并由此构建筹码收益调整(holding_ret_adj)因子。

筹码收益调整因子的增量信息与切分敏感性

市场赚钱效应不仅对筹码收益因子择时有效，同样对反转因子择时具有效果。

筹码成本相比价格均线等指标在因子多头端具有更强的区分效果，尤其是对于判断当前出现超跌的个股未来将持续超跌或者反转超涨具有重要作用。

当市场赚钱效应为-2%作为切分阈值时，筹码收益调整因子表现达到最佳，进而将因子频率提升至周频时因子表现进一步加强。

筹码收益增强因子：取长补短，相得益彰

我们将筹码收益调整因子的多头端与反转因子的空头端进行合成，构建筹码收益增强因子(holding_ret_enhanced)。

月频筹码收益增强因子 IC 均值为 9.91%、年化 ICIR 为 2.76、月频 IC 胜率为 80%；十分组多空年化收益为 36.6%，信息比率为 2.41，最大回撤 10.3%，卡玛比率 3.556，月胜率 73.0%。

周频筹码收益增强因子 IC 均值为 6.90%、年化 ICIR 为 3.823、周频 IC 胜率 71.8%；十分组多空年化收益为 60.0%，信息比率 3.17，最大回撤 17.1%，卡玛比率 3.526，周胜率 66.0%。

分域因子十分组表现：在沪深 300 内，月频因子年化多空收益 24.2%，信息比率 1.311，最大回撤 15.3%。在中证 1000 内，月频因子年化多空收益 33.1%，信息比率 2.149，最大回撤 10.9%；周频因子年化多空收益 52.3%，信息比率 2.981，最大回撤 8.9%。

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

【地产建筑】新房上海同环比领涨，二手房价同环比降幅缩小——行业点评报告-20250417

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

新房价格环比降幅持平，一线新房价格环比增长

国家统计局发布 2025 年 3 月 70 大中城市商品住宅销售价格变动情况。从新建商品住宅环比情况来看，一、二、三线城市环比分别+0.1%、0.0%、-0.2%（2 月分别为+0.1%、0.0%、-0.3%），70 城整体环比-0.1%，降幅较 2 月持平。同比情况来看，一、二、三线城市同比分别-2.8%、-4.4%、-5.7%（2 月分别为-3.0%、-4.7%、-5.9%），70 城整体新房价格同比下降 5.0%，降幅环比缩小 0.2pct。从 70 城新房价格涨跌个数来看，2025 年 3 月新房价格环比上涨、持平、下跌的城市数分别为 24、5、41 个（2 月分别为 18、7、45 个），同比上涨、持平、下跌的城市数分别为 2、0、68 个（2 月分别为 2、0、68 个）。

二手房价同比降幅缩小，环比降幅缩小

从二手住宅房价环比情况来看，3 月 70 城二手房价格环比-0.2%，降幅环比缩小 0.1pct。其中一、二、三线城市环比分别 0.2%、-0.2%、-0.3%（2 月分别为-0.1%、-0.4%、-0.4%）。同比情况来看，70 城二手房价格同比-7.3%，降幅缩小 0.2pct。其中一、二、三线城市同比分别-4.1%、-7.0%、-7.8%（2 月分别为-4.9%、-7.4%、-8.0%），分别缩小 0.8pct、0.4pct、0.2pct。2025 年 3 月二手房价格环比上涨、持平、下跌的城市数分别为 10、4、56 个（2 月分别为 3、2、65 个），同比上涨、持平、下跌的城市数分别为 0、0、70 个（2 月分别为 0、0、70 个），70 城二手房价自 2024 年初以来同比均下降。

新房上海同环比领涨，二手房杭州环比领涨

从一二线重点 35 城表现来看，2025 年 3 月新房价格环比增多降少，同比降多增少，同比上海、太原 2 城上涨，环比南京、深圳、上海等 19 城实现上涨，其中上海以环比+0.7%，同比+5.7%领跑 35 城。一线城市中仅上海实现新房价格同环比增长。新房 1-3 月整体同比情况方面，上海、太原分别以同比+5.6%、+1.1%领跑 35 城。

投资建议

2025 年 3 月，70 城新房销售价格环比降幅持平，同比降幅缩小，一线城市新房价格环比增长；二手房方面销售价格同比降幅收窄，一线城市二手房价格环比由跌转涨，二、三线城市降幅环比缩小。我们认为，新房和二手房价格数据将进一步修复改善，2025 年前三月销售初步企稳，在更加积极的财政政策、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：行业销售恢复不及预期、政策放松不及预期。

【食品饮料】3 月社零增速环比回升，消费保持温和复苏——行业点评报告-20250417

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张恒玮（分析师）证书编号：S0790524010001

投资建议：社零数据增速环比回升，消费需求保持温和复苏

2025 年 3 月社零数据增速环比回升，主要系“以旧换新”政策扩大范围以及居民消费信心修复。展望 2025 年随着中美关税冲击影响，预计后续扩内需政策有望显著加力，大力提振国内消费需求，食品饮料板块有望受益。细分板块看，白酒行业基本处于自身周期底部位置，后续大概率是平稳上行，进入中长期布局时点，推荐贵州茅台、山西汾酒等。大众品方面，看好具有渠道改革与海外市场扩张红利的零食板块，推荐甘源食品；建议关注餐饮复苏下啤酒行业的改善，推荐青岛啤酒；此外建议关注具备生育政策概念催化、原奶价格平衡点有望加速到来的乳制品行业，推荐龙头伊利股份。

月度观察：3 月社零增速环比回升，粮油食品类消费增速稳中有升

2025 年 3 月社会消费品零售总额同比+5.9%，增速环比 1-2 月+1.9pct，3 月社零数据增速好于预期，一方面“以

旧换新”扩大范围，对家电、通讯器材、家具等消费的带动作用较好，另一方面促销费政策发力下，餐饮和零售消费增速有所加快。2025年3月餐饮及限额以上餐饮收入同比分别+5.6%、+6.8%，增速环比1-2月分别+1.3pct、+3.2pct，餐饮消费持续回暖。细分子行业中，2025年3月粮油食品类、饮料类、烟酒类同比分别+13.8%、+4.4%、+8.5%，增速环比1-2月分别+2.3pct、+7.0pct、+3.0pct，粮油食品作为必选消费增速稳中有升，饮料类、烟酒类增速回升明显，预计与3月餐饮、夜场消费好转有关。

季度观察：2025Q1社零、餐饮数据增速回升，粮油食品类延续较高增速

观测季度数据变化情况，2025Q1社会消费品零售总额同比+4.6%，增速环比2024Q4提升0.6pct，居民消费处于持续改善阶段。2025Q1餐饮及限额以上餐饮收入同比分别+4.7%和+4.7%，增速环比2024Q4分别+1.5pct和+3.2pct，一季度受益于消费需求改善，餐饮消费增速有所提升。2025Q1粮油食品类、饮料类、烟酒类同比分别+12.2%、-0.5%、+6.3%，增速环比2024Q4分别+2.3pct、+4.1pct、+3.5pct，粮油食品保持较高增速，饮料类和烟酒类增速环比改善较好，一方面1-2月春节旺季对饮料和烟酒消费有一定拉动作用，另一方面3月消费信心有所改善，带动可选消费增速回升。

产业观察：头部白酒企业平稳过渡，零食企业成长逻辑较好

2025年Q1大多酒企适度调整目标，并对渠道放缓回款和发货节奏，减少渠道压力释放风险，行业在低预期下实现平稳过渡，消费需求基本企稳，预计一季度头部酒企报表确定性相对较好，预计下半年随着基数下降，酒企业绩增速有望逐步上行。大众品板块，部分零食企业面临Q1同期高基数以及春节错期影响，业绩增速可能有所下降，预计Q2业绩有望逐步提速，同时零食板块成长逻辑较好，渠道改革和品类拓张红利有望带动行业保持较高景气度。

风险提示：原材料价格波动风险、市场经营风险、食品安全风险等。

【家电：莱克电气(603355.SH)】零部件业务打造第二曲线，汇兑收益增厚利润——公司信息更新报告-20250417

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 陈怡仲（联系人）证书编号：S0790123070024

零部件业务打造第二曲线，汇兑收益增厚2024Q4利润，维持“买入”评级

2024年公司实现营业收入97.6亿元（+同比11.1%，下同），归母净利润12.3亿元（+10.2%），扣非归母净利润11.6亿元（+18.0%）。2024Q4实现营业收入25.2亿元（+8.5%），归母净利润3.5亿元（+21.9%），扣非归母净利润2.9亿元（+42.8%）。公司战略性收缩自主品牌业务、持续优化业务结构，我们下调2025-2026年、新增2027年盈利预测，预计2025-2027年归母净利润为13.2/14.2/15.5亿（2025-2026年原值为14.5/16.3亿元），对应EPS为2.30/2.48/2.71元，当前股价对应PE为9.5/8.8/8.0倍。公司代工端收入稳健增长，自主品牌业务结构逐渐优化提升，高毛利的核心零部件业务逐渐放量、持续打造第二增长曲线，维持“买入”评级。

代工和零部件业务实现较快增长，自主品牌战略收缩、结构持续优化

分地区看，2024年境外市场收入68.4亿元（+17.4%），境内市场收入27亿元（-2.7%）。2024年公司加速海外布局、多个项目开工建设，其中越南小家电生产基地计划2025Q2投产，具备超400万台小家电及园林工具、180万台电机的生产能力；帕捷泰国铝合金精密零部件生产基地预计2025Q3完工，达产后预计年产值14亿元人民币。分品类看，2024年清洁健康家电与园艺工具收入56.7亿元（+10.3%），电机、新能源汽车精密零部件及其他零部件产品收入38.7亿元（+11.7%），其中（1）汽车零部件收入超20亿元、再创新高，实现收入、利润双增长；（2）电机业务收入、利润双位数增长，获得了17个定点新项目，成功进入多家头部车企供应链；其他业务收入2.2亿元（+18.5%）。分业务模式看，2024年低毛利的OEM业务收入占比降至20%以下，高毛利的ODM/OBM业务占比持续增至40%以上，其中自主品牌战略性收缩、结构持续优化，全年收入同比下滑但利润基本持平，汽

车零部件与电机业务成为新的高增长高毛利业务。

汇兑收益显著利润，毛利率在海外工厂爬坡、OBM 业务收缩下结构性下滑

盈利能力看，2024 年毛利率 24.2% (-1.5pct)，分品类看，清洁健康家电与园艺工具 25.1% (-1.3pct)，电机、新能源汽车精密零部件及其他零部件产品为 23.9% (-1.7pct)，其他业务为 5.5% (同比持平)。分地区看，境外市场为 20.3% (-0.7pct)，境内市场为 35.5% (-1.3pct)。2024Q4 毛利率 24.6% (+1.8pct)，期间费用率 8.1% (-3.8pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.1/-0.1/+2.9/-6.5pct，财务费率大幅下降主系本期汇兑实现正收益 1.6 亿元 (2023 年同期为 0.9 亿元)，综合影响下净利率为 14.0% (+3.2pct)，归母净利率为 14.0% (+3.3pct)，扣非净利率为 11.6% (+4.8pct)。营运能力看，截至 2024 年 12 月 31 日，公司净营业周期为 54.1 天 (+5.4 天)，2024 年经营性现金流净额为 16.1 亿元 (+91.7%)。

风险提示：OBM 业务竞争加剧；海外需求不及预期；原材料价格波动等。

【医药：奥浦迈(688293.SH)】培养基业务维持高增长，CDMO 致利润阶段性承压——公司信息更新报告-20250417

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 聂媛媛（联系人）证书编号：S0790124050002

2024 年培养基业务高增长，多因素影响公司利润承压

2024 年公司实现营业收入 2.97 亿元，同比+22.26%；归母净利润 0.21 亿元，同比-61.04%；扣非归母净利润 656 万元，同比-81.03%。2024 年公司海外业务增长势头依然强劲，产品销售境外收入相较上年同期增幅达到 163.10%。单看 2024Q4，公司实现营收 0.81 亿元，同比+13.93%，环比+12.65%。因受固定成本增加、计提资产减值及税率变化的影响，2024 年公司利润端下滑明显。公司有望于 2025 年重新拿到高新技术企业资质。我们维持 2025-2026 年、并新增 2027 年盈利预测，预计归母净利润分别为 0.59/0.99/1.32 亿元，EPS 为 0.52/0.88/1.16 元，当前股价对应 P/E 分别为 77.3/45.5/34.2 倍，维持“买入”评级。

培养基业务延续高增态势，海外业务增长势头依然强劲

2024 年，公司产品收入 2.44 亿元，同比+42.0%，毛利率 69.99%；其中 CHO 培养基收入 1.99 亿元 (同比+49.02%)，293 培养基收入 0.18 亿元 (同比-22.35%)，其他产品收入 0.28 亿元 (同比+74.27%)。2024 年，服务收入 0.53 亿元，同比-25.66%，毛利率-25.29%。2024 年，公司境内收入 2.02 亿元，同比-0.81%；境外收入 0.94 亿元，同比+144.01%。

受固定成本、计提资产减值及税率变化影响，2024 年公司利润端下滑明显

(1) 固定费用影响：2024 年，公司“奥浦迈 CDMO 生物药商业化生产平台”正式投入运营，进一步补充了公司 CDMO 业务的服务能力。在募投项目运营初期，相关固定资产投入较大，导致公司相较于 2023 年新增较多的固定成本支出。(2) 资产减值影响：由于公司募投项目涉及的相关固定资产未能得到充分利用，公司在报告期内计提了长期资产减值损失约 1 千万元，以及计提信用减值损失 692.43 万元 (由于仍有部分应收账款未能收回)；(3) 税收优惠变化影响：2024 年，公司被取消高新技术企业资格致使本报告期所得税费用增加 655.96 万元。

风险提示：培养基配方流失、客户在研管线推进不及预期、客户项目商业化不及预期、CDMO 商业化产能释放不及预期。

【食品饮料：东鹏饮料(605499.SH)】2025Q1 高歌猛进，继续发力——公司信息更新报告-20250417

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方勇（分析师）证书编号：S0790520100003

2025Q1 高歌猛进，业绩大幅增长

2025Q1 公司收入 48.5 亿元，同比增 39.2%；扣非前后归母净利润 9.8、9.6 亿元，同比增 47.6%、53.6%。包材、白糖等成本有望再降，我们上调 2025-2027 年归母净利润预测至 42.28/52.14/57.45 亿元 (前次 39.96/47.57/52.10

亿元), 对应 2025-2027 年 EPS8.13/10.03/11.05 元, 当前股价对应 2025-2027 年 33.8/27.4/24.9 倍 PE, 全国化渠道建设日趋完善, 电解质水势头依然较好, 维持“增持”评级。

老品稳步增长, 电解质水全面发力

(1) 2025Q1 能量饮料营收同比增 25.8%, 高基数下维持较快增长, 预计主因公司持续扩渠道、目标消费人群渗透率提高、区域市场持续扩张。2025Q1 电解质水补水啦营收同比增 261.5%, 主因公司加快铺设渠道和现有网点渗透, 当前电解质水覆盖网点仍有较大提升空间, 旺季维持高增仍然可期。2025Q1 其他饮料品类同比增 72.6%, 新单品仍在培育当中。(2) 分区域看, 2025Q1 广东/华东/华中/广西/西南/华北市场营收同比增 22.1%/30.8%/28.5%/31.9%/60.5%/71.6%, 广东、广西等基地市场在电解质水带动下保持较快增长, 以华东、西南、华中华北为代表的省外市场保持高速增。

成本下降, 净利率维持改善趋势

2025Q1 净利率同比+1.15pct, 其中毛利率同比+1.70pct, 主因白砂糖、PET 包材等原料价格下降叠加规模效应贡献。销售、管理、研发、财务费用率同比-0.43、-0.47、+0.03、+0.92pct, 整体费用率水平相对平稳, 销售和管理费用率下降主因收入规模扩大下规模效应显著。

2025Q1 开门红打下基础, 全年目标达成可期

2025Q1 公司高歌猛进, 发货顺畅, 迎来开门红。旺季来临, 动销有望持续发力, 大东鹏再接再厉, 补水啦全面发力, 为完成 2025 年经营目标收入、净利润不低于 20% 增长目标打下坚实基础。全年继续拓展网点, 加大渠道覆盖密度, 同时积极布局新品, 筹划进军海外市场, 寻求新增长点。

风险提示: 竞争加剧风险、原材料价格大幅上涨风险、食品安全风险。

【地产建筑: 建发股份(600153.SH)】营收规模有所收缩, 增强回报保护股东利益——公司信息更新报告-20250417

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

营收规模有所收缩, 增强回报保护股东利益, 维持“买入”评级

建发股份发布 2024 年年度报告, 公司营业收入规模同比收缩, 归母净利润同比下滑, 公司整体经营情况稳健, 双主业运营协同共振。由于地产市场波动性加剧, 销售去化不确定性增强, 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 40.1、45.2、50.6 亿元(原值 64.3、78.0 亿元), EPS 分别为 1.4、1.5、1.7 元, 当前股价对应 PE 估值分别为 7.4、6.6、5.9 倍, 公司多元业务协同发展, 经营业绩有望长期向好, 维持“买入”评级。

营收规模有所收缩, 计提减值拖累利润

2024 年公司实现总营业收入 7012.96 亿元, 同比减少 8.17%; 实现归母净利润 29.46 亿元, 同比减少 77.52%; 实现扣非归母净利润 19.05 亿元, 同比下降 20.85%。截至 2024 年末, 公司资产负债率 70.29%, 权益乘数 3.37, 流动比率 1.45, 速动比率 0.63, 实现毛利率、净利率分别为 5.87%、0.83%, 同比分别+1.51pct、-1.38pct。公司归母净利润同比下行主要系:(1) 2023 年公司收购美凯龙确认重组收益 96.19 亿元, 导致公司 2023 年度表观净利润基数较高;(2) 子公司建发房产、联发集团根据谨慎性原则分别计提 37.09、20.92 亿元存货跌价准备。(3) 美凯龙根据谨慎性原则计提资产减值准备和信用减值准备、调整投资性房地产项目带来的公允价值下降, 以及由于停止部分回报率不及预期项目等原因产生的营业外支出合计金额 33.90 亿元, 美凯龙为建发股份贡献归母净利润为 -9.03 亿元。

利润分配承诺彰显信心, 增强回报保护股东利益

公司 2024 年 12 月针对 2024 年度和 2025 年度制订利润分配预案，每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属于上市公司股东可供分配利润的 30%，且每年每股分红不低于 0.7 元人民币，以当前股价计算，建发股份的股息率约为 7%，远超市场平均股息率。公司 2024 年度拟派发的现金红利占归母净利润的比例为 70.03%，相比 2023 年现金红利占剔除收购美凯龙确认的重组收益后的归母净利润的比例增长 11.32 个百分点。

风险提示：大宗商品经营不及预期、房地产行业恢复不及预期。

【食品饮料：五芳斋(603237.SH)】2024 年主业销售承压，期待 2025 年经营改善——公司信息更新报告-20250417

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 逢晓娟（分析师）证书编号：S0790521060002 | 张恒玮（分析师）证书编号：S0790524010001

业绩处于短期承压，主业需求仍待改善，维持“增持”评级

五芳斋 2024 年营收 22.5 亿元，同比-14.6%，归母净利润 1.4 亿元，同比-14.2%。2024Q4 营收 2.0 亿元，同比-7.6%，归母净利润-0.7 亿元，同比+9.6%。收入业绩符合预期。考虑公司主营业务销售承压，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 1.5（-0.2）、1.6（-0.2）、1.7 亿元，同比分别+5.8%、+7.2%、+7.8%，EPS 分别为 0.76（-0.08）、0.81（-0.10）、0.88 元，当前股价对应 PE 分别为 25.8、24.0、22.3 倍。公司粽子销售虽有下滑，但通过产品结构优化，带动毛利率稳步提升，同时持续推进月饼、烘焙等非粽类食品发展，重视培育新增长曲线，维持“增持”评级。

粽子销售承压但结构有所优化，月饼业务发展平稳

2024 粽子收入 15.8 亿元，同比-18.6%，端午消费疲软下，公司主动调整经营节奏，粽子销售承压较大，但公司通过产品结构优化，毛利率同比+5.25pct 至 44.16%。月饼收入 2.4 亿元，同比+3.5%，中秋期间送礼需求平淡，月饼业务保持平稳增长。蛋制品、糕点及其他/餐食业务分别同比-6.6%/-9.08%。

连锁门店提升经营效率，电商优化运营策略

2024 年连锁门店 3.3 亿元，同比-10.1%，公司注重提升门店经营效率，对低效门店进行关闭；电子商务 7.0 亿元，同比-21.3%，主要系公司主动优化运营策略，降低无效推广活动，线上销售有所下滑，但渠道毛利率同比+8.05pct 至 38.81%；商超 2.4 亿元，同比-8.7%，2025 年将开拓山姆、胖东来等会员商超渠道。

产品结构优化带动毛利率提升，净利率保持平稳

2024 毛利率同比+2.66pct 至 39.05%，主要系公司优化产品结构，以及产品成本下降等原因。2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.05pct/+0.18pct/+0.44pct/+0.15pct，费用端整体有所上行。综合下来，2024 年净利率同比+0.04pct 至 6.26%，预计未来随着行业需求转暖，盈利能力仍有提升空间。

风险提示：宏观经济下行风险、市场竞争加剧风险、主业不及预期风险。

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