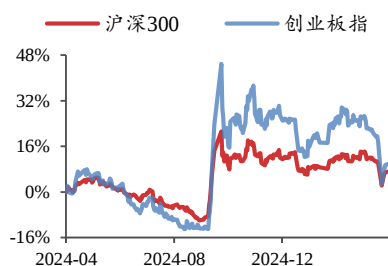


2025 年 04 月 16 日

开源晨会 0416

——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	2.268
银行	1.504
家用电器	1.352
纺织服饰	1.160
传媒	0.959

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
国防军工	-1.777
商贸零售	-1.370
电子	-0.973
钢铁	-0.939
社会服务	-0.911

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】间接抢出口推动3月出口高增——宏观经济点评-20250415

行业公司

【食品饮料】3月电商数据分析：大众品线上增长稳健，板块预期升温建议积极关注——行业点评报告-20250415

【银行】大行资金融出恢复，非银转向一般性存款——3 月央行信贷收支表要点解读-20250415

【机械：集智股份(300553.SZ)】动平衡设备隐形冠军，机器人、深海再造新集智——公司首次覆盖报告-20250415

【纺织服装：太平鸟(603877.SH)】2025Q1 毛利率显著改善，渠道调整接近尾声——公司信息更新报告-20250415

【纺织服装：安踏体育(02020.HK)】FILA 延续 Q4 亮眼表现，拟收购狼爪再拓户外版图——港股公司信息更新报告-20250415

【农林牧渔：圣农发展(002299.SZ)】经营效率持续提升，2024 年盈利规模逐季扩大——公司信息更新报告-20250415

【医药：海思科(002653.SZ)】麻醉镇痛稳增长，创新管线强驱动——公司信息更新报告-20250415

研报摘要

总量研究

【宏观经济】间接抢出口推动3月出口高增——宏观经济点评-20250415

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

事件：以美元计，中国3月出口同比+12.4%，前值(1-2月)+2.3%；3月进口同比-4.3%，前值-8.4%。

出口同比高增主要由间接抢出口带动

1.排除基数效应影响，出口并未断崖式下行。(1)3月韩国出口同比+3.1%，较前值(-4.9%)明显回升；越南出口同比+13.2%，同样明显高于前值(+8.0%)；我们认为，此次韩国、越南出口逆势反弹主要为对等关税预期下的抢出口因素所致。(2)与韩国、越南类似，受抢出口因素影响，我国3月出口同比亦大幅回升，但应明确：外需仍处于周期性回落趋势中。2025年一季度出口同比+5.7%，低于2024年11-12月的+8.7%以及2024年9-10月的+7.3%，说明即便单月出口同比读数受抢出口节奏扰动较大，但外需回落方向仍较为确定。

2.出口高增主要由间接抢出口带动，中国制造已深嵌全球产业链体系中。从与出口季节性的比较来看，3月对美出口环比高于季节性(2018-2019年、2021-2022年3月出口环比均值)7个百分点，而对东盟、欧盟、拉美出口则分别高于季节性20、13、14个百分点，因此3月出口高增主要受间接抢出口影响。需要指出的是，2025年2月，美国对华名义税率上升10%，而实际税率仅提升3%，在直接出口美国实际税率提升幅度较小情况下，中国3月间接抢出口规模远高于直接抢出口，或证明在较为简单的转口贸易之外，中国还存在较大规模的中间品、资本品出口，中国制造业已深嵌全球产业链体系中。

3.产品结构看，通用机械生产设备出口增速边际回升幅度最大。除汽车、消费电子产品外，其他多数产品出口同比均边际回升。需要注意的是，通用机械与零部件产品出口同比边际回升幅度较大，其中通用机械生产设备出口同比较前值回升27个百分点，是回升幅度最大的产品，进一步验证了中间品、资本品抢出口规模较大的观点。

4.量价拆分来看，3月出口主要为数量贡献。边际贡献方面，在纳入统计的产品中，12类产品出口数量贡献边际回升，5类产品出口价格贡献边际回升。

进口：同比有所回升

3月进口同比有所回升，较前值回升5.8个百分点至-4.3%，主因需求影响。后续来看，进口或受周期性与关税扰动因素影响而同比处于低位。

预测4月出口同比-4%，关注化学制品等结构性机会

1.关注关税与全球外贸衰退叠加影响。当前外需的周期性下行趋势并未结束，且若后续美国经济进入明显衰退进程中，叠加全球加征关税影响，全球贸易需求或将受到较大影响。根据截至4月14日出口高频数据拟合，4月出口同比或将在-4%左右，若简单假设后续出口走势按2015-2016年、2019年、2023年全球贸易衰退期环比运行，且出口美国金额下降85%，则2025年出口同比或在-12%左右。

2.短期内，或可关注美国对我国进口依赖度较高的产品。将其细分为两类：(1)美国对华进口依赖度超过90%且进口金额较大的前二十类产品，主要为生活与娱乐用品，其中魔术道具、LED二极管灯泡、保温瓶、微波炉、合成纤维毯位居前5位。(2)美国对华进口存在一定规模且依赖度最高的前二十类产品，包含一定规模的化学制品，此类产品美国对华依赖度高，若为刚性需求，短期或难找到替代对象。

风险提示：外需回落超预期，政策变化超预期。

行业公司

【食品饮料】3月电商数据分析：大众品线上增长稳健，板块预期升温建议积极关注——行业点评报告-20250415

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

酒类：线上销售额增长，集中度环比提升

2025年3月阿里系酒类行业线上销售额达13.8亿元，同比增5.3%。拆分量价来看，销售量同比降2.8%，销售均价同比增8.3%。3月子行业清酒烧酒销售额表现相对较好，同比增46.7%。白酒行业头部品牌集中度环比+5.2pct至70.2%。啤酒行业头部品牌集中度环比+3.4pct至26.9%。

食品：粮油速食线上销售额增长，休闲零食行业集中度环比提升

（1）休闲食品：2025年3月阿里系休闲食品行业线上销售额达26.8亿元，同比基本持平。拆分量价来看，销售量同比降19.5%，销售均价同比增24.1%。分子行业来看，2025年3月奶酪零食表现较好，同比增24.6%。休闲食品行业头部品牌集中度环比+2.6pct至10.4%。

（2）粮油速食：2025年3月阿里系粮油速食行业线上销售额达25.8亿元，同比增17.3%。拆分量价来看，销售量同比增0.7%，销售均价同比增16.4%，销售额增长由量价共同贡献。分子行业来看，2025年3月米面杂粮表现较好，同比增33.0%。粮油速食行业头部品牌集中度环比-0.7pct至12.2%。

饮料冲调：乳制品、包装饮料线上销售额增长

（1）乳制品：2025年3月阿里系乳制品行业线上销售额达10.6亿元，同比增17.9%，销售量同比增2.1%，销售均价同比增15.5%。分子行业来看，2025年3月低温调制乳类表现较好，同比增123.5%，常温牛奶线上销售额占比较高，达39.4%。乳制品行业头部品牌集中度环比+3.7pct至37.5%。

（2）冲饮麦片：2025年3月阿里系冲饮麦片行业线上销售额达1.0亿元，同比降6.9%，销售量同比降26.3%，销售均价同比增26.3%。冲饮麦片行业头部品牌集中度环比+1.2pct至32.1%。

（3）包装饮料：2025年3月阿里系包装饮料行业线上销售额达5.1亿元，同比增9.7%，销售量同比降0.6%，销售均价同比增10.2%。2025年3月碳酸饮料表现较好，同比增61.1%；果蔬汁类线上销售额占比较高，达18.9%。

投资建议：大众品线上增长稳健，板块预期升温建议积极关注

近期国际形势变化，强化了国家提振内需市场的信心，预计后续应会陆续出台更多刺激消费政策，消费复苏预期逐渐升温。我们判断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，受益标的今世缘、古井贡酒等。大众品方面，3月线上销售增长稳健，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、盐津铺子；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。

风险提示：宏观经济表现低于预期、食品安全风险、行业竞争力加剧。

【银行】大行资金融出恢复，非银转向一般性存款——3月央行信贷收支表要点解读-20250415

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（分析师）证书编号：S0790524060002

负债端：3月大行非银存款流出较多，续发存单并拉长期限

3月大行存贷增速差负向拉大至2019年7月以来最低值（-4.79%），其中四大行为-5.83%。负债端来看，大行存款同比少增较多（7390亿元），主要受到非银存款加速流出的影响，大行积极续发同业存单以补充负债：

(1) 非银存款同比多减，主要受到 3 月债市大幅回调下理财等资管产品赎回以及理财季末回表的影响，与之对应的是个人及企业活期存款明显同比多增；

(2) 银行负债策略调整，大行同业存单到期续发意愿明显提高，且发行期限有所拉长，体现出一定的负债压力。在手工付息、非银高息存款受限后，司库补充负债基本只剩 NCD 一种市场化渠道（金融债补充资金效率偏低）。在前期央行态度偏紧和政府债发行加速的情况下，银行倾向于多发同业存单，以保证跨季的流动性风险指标。

资产端：贷款放量较快，但债券或有部分卖出止盈

(1) 贷款节奏较快，仍有冲量特征。3 月大行短贷同比多增近 5000 亿元、票据贴现同比少减近 2000 亿元，这两项助推大行信贷放量，或主要受到 Q1 消费贷加速投放的影响。但大行中长贷仍同比少增，一般性实体需求仍有待提升。

(2) 债券止盈兑现报表行为。3 月大行债权投资同比少增 941 亿元，或为债市波动下的止盈行为导致。中小行也呈现相同的特征。

资金面：大行缺存款但增加融出的几点原因

既然大行好像仍缺存款（存贷增速差边际下降），那么 3 月大行为何融出回升？我们认为主要有三点原因：

(1) 最主要是央行态度转松。不排除有指导融出维稳资金面，以及释放降准预期，银行预防性资金需求减少；

(2) 负债结构改善，同业存款转向一般性存款。存款回流使负债稳定性增强；

(3) 月底 MLF 净投放+财政支出，大行备付冗余。

我们测算 3 月超储率 1.1%，显著低于季节性。4 月虽进入贷款淡季，但是传统的缴税大月，且伴随着买断式逆回购到期，我们认为仍有降准必要为银行补充中长期流动性。此外，关税扰动下，稳增长政策仍有加码空间。

投资建议：红利稳固可持续，稳增长驱动顺周期

以国有行为代表的红利资产仍有支撑，此外稳增长政策发力亦带动银行估值修复。我们预计 2025Q1 银行业绩表现基本稳定，延续 2024Q4 营收和净利润增速稳步回升的势头，当下可重估两条逻辑：（1）低利率环境下盈利稳+分红高的银行投资价值凸显，推荐中信银行，受益标的农业银行、招商银行、北京银行；（2）若随着后续的政策落地，经济预期改善，优质区域性银行或将享有更好的业绩弹性，推荐苏州银行，受益标的江苏银行、成都银行、常熟银行。

风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

【机械：集智股份(300553.SZ)】动平衡设备隐形冠军，机器人、深海再造新集智——公司首次覆盖报告-20250415

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 罗悦（分析师）证书编号：S0790524090001

动平衡设备隐形冠军，机器人、深海再造新集智

公司是国内动平衡设备领域的隐形冠军，与博世、比亚迪、特斯拉汽车电机供应商万都博泽等头部客户深度合作。公司核心产品动平衡机用于旋转零部件的精度校准与修正，覆盖机器人核心部件如电机、减速器、丝杠及灵巧手齿轮箱等，是测试打样及量产阶段的必备设备。公司早期以电动工具业务起家，未来深海、汽车新业务放量趋势明确；在机器人领域，公司卡位全品类核心部件关键生产设备，竞争格局优异，机器人客户与主业客户协同，受益从小批量试制到大规模量产全产业周期，具有稀缺性。因此，我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 0.48/1.05/1.76 亿元，对应 PE 为 77.5/35.4/21.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

深海、汽车新业务放量趋势明确，成长迎来拐点

动平衡机是工业回转零部件生产的关键配套设备，技术壁垒在于算法、模型、运动控制及信号检测能力，需要长期积累。全球龙头德国申克年收入 8.5 亿欧元（约 70 亿人民币），而公司作为国内技术和收入规模领先的企业，2024 年收入仅 2.7 亿元，国产替代空间广阔，正从电动工具向汽车、航空航天等高端领域渗透。2024 年公司推出汽车轮胎轮毂动平衡机，打破海外垄断，导入中信戴卡等头部客户，在国产替代及下游扩产的背景下，预计每年存量替代需求超 3 亿元，公司有望深度受益。公司参与航空发动机及燃气轮机的高速转子动平衡项目，获航发战略入股，推动我国关键产业供应链自主可控。子公司谛听智能完成智能水声信号产品的研制及应用推广，已签订了多个技术服务商业合同，同时基于信号处理技术的多项研究项目通过评审并立项，进入到产业化阶段。

人形机器人赛道“金铲子”，资本开支浪潮助力腾飞

我们判断 2025 年将成为人形机器人走向量产的关键拐点，产业链将迎来大规模资本开支，核心零部件如电机、减速器、丝杠、轴承等对动平衡检测设备的需求大幅增长。公司设备全面覆盖机器人核心部件的测试和量产环节，我们测算人形机器人量产百万台时，预计电机平衡机/电机绕线机/减速器平衡机/丝杠校直机/轴承平衡机市场规模分别新增 9.3/27.1/6.7/7.3/0.9 亿元，合计市场空间约 51 亿元。公司从动平衡机延伸到绕线机，能为客户提供高精度电机制造自动化整线，价值量进一步提升。公司卡位全品类核心部件关键生产设备，设备价值量大、竞争格局优异，机器人客户与主业协同，有望在机器人资本开支浪潮中率先受益。

风险提示：人形机器人产业化不及预期；供应链导入不及预期。

【纺织服装：太平鸟(603877.SH)】2025Q1 毛利率显著改善，渠道调整临近尾声——公司信息更新报告-20250415

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

渠道调整临近尾声，期待高质量发展，维持“买入”评级

2025Q1 公司营收 16.7 亿元（同比-7.6%，下同），归母/扣非净利润 1.2 亿元（-22.0%）/0.9 亿元（-20.7%），公司处于渠道调整末期，收入短期继续承压，费用相对刚性影响利润。考虑消费环境和公司经营节奏调整，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 3.4/4.2/4.7 亿元（此前为 6.6/7.5 亿元），当前股价对应 PE 为 23.5/19.4/17.1 倍，公司系中国时尚零售龙头，看好公司控制闭店节奏，推进品牌焕新促进店效提升，维持“买入”评级。

品牌端：门店数量减少导致各品牌收入均有不同程度下滑

2025Q1 女装/男装/乐町/童装实现营收 5.7/7.2/1.3/2.1 亿元，同比-12.8%/-6.7%/-1.5%/-6.6%，各品牌收入均小幅下滑主要系加盟商关店。门店：2025 年初至今，女装/男装/乐町/童装净关 27/23/7/10 家至 1225/1267/283/468 家，我们预计公司净关店趋势将逐渐收窄。

渠道端：线下表现优于线上，直营表现好于加盟

2025Q1 线上实现收入 4.5 亿元（同比-12.7%）。线下实现收入 12.0 亿元（同比-6.7%），其中直营/加盟实现营收 8.2/3.8 亿元，同比-3.6%/-12.7%；年初至今净闭 57 家至 3316 家，直营/加盟净闭 23/34 家至 1105/2211 家。净闭店导致向加盟商发货减少或将是加盟渠道收入下滑的主要原因。

毛利率显著改善，品牌焕新战略调整初见成效

盈利能力：2025Q1 公司毛利率为 60.0%（同比+4.8pct），直营/加盟/线上毛利率分别同比-0.5/+16.0/+4.4pct 至 70.6%/52.9%/49.7%，我们推测毛利率的增长主要来自产品结构优化及终端折率提高，以配合品牌形象塑造；期间费用率为 51.4%（同比+5.9pct），其中销售/管理/财务/研发费用率分别同比+4.8/+0.7/+0.3/+0.1pct，归母净利率为 7.4%（同比-1.4pct）。营运能力：2025Q1 末存货 16.4 亿元，同比+19.8%，存货周转天数 228 天，同比+68 天。经营性现金流量净额同比转负为-3.0 亿元，主要系收入下降及对供应商付款加快。

风险提示：线下零售需求疲软、产品调整不及预期、门店开拓不及预期。

【纺织服装：安踏体育(02020.HK)】FILA 延续 Q4 亮眼表现，拟收购狼爪再拓户外版图——港股公司信息更新报告-20250415

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

Q1FILA 表现好于预期，拟收购狼爪再拓户外版图，维持“买入”评级

2025Q1 集团流水中双增长，安踏/FILA/其他品牌（含 MaiaActive）流水+高单/+高单/+65-70%，FILA 及其他品牌表现好于预期，总体线上增长近 20%，线上表现好于线下。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 134.6/149.9/165.7 亿元，当前股价对应 PE 为 16.6/14.9/13.5 倍。公司各品牌定位清晰，主品牌成功打造爆品并于新业态取得突破；Fila 潮牌及儿童调整迅速，预计组织变革后持续高质量增长；高端垂类品牌预计维持高速增长；收购狼爪补全户外矩阵并加速全球化渠道发展，深化单聚焦、多品牌、全球化战略，维持“买入”评级。

安踏：Q1 流水符合预期，库销比环比改善，新业态顺利推进

2025Q1 安踏品牌流水高单增长，成人/儿童线下流水高单/高单增长，电商流水低双增长。经营指标良好：库销比<5，环比 Q4 底改善，线下折扣持平、线上折扣略有加深。预计常规门店调改、新业态蓬勃发展有望带动店效增长，新业态中，超级安踏以性价比及丰富产品线为优势，店效显著高于普通大货门店；安踏冠军通过赞助和产品结合，吸引中高端消费者，预计平均月店效超过 50 万元。

FILA：新 CEO 带领下 Q1 流水好于预期，儿童及潮牌持续回暖

2025Q1FILA 流水高单增长，大货中单增长，儿童及潮牌分别低双增长/中双增长。经营指标相对健康：库销比维持 5 左右，折扣略加深，FILA 大货专业品类增长突出，儿童电商流水增长超 20%，潮牌产品差异化提升。

其他品牌（含 MaiaActive）：可隆及迪桑特势头延续，收购狼爪再拓户外版图

2025Q1 其他品牌流水增长 65-70%，其中迪桑特增长接近 60%，可隆翻倍增长，MaiaActive 显著增长，迪桑特及可隆品牌定位清晰，流水延续亮眼表现，可隆品牌势能提升。公司宣布拟以 2.9 亿美金基础对价收购狼爪（JackWolfskin）?? 品牌 100%权益（全球业务），该品牌定位中端大众户外市场，市场聚焦欧洲与中国，核心产品涵盖徒步、自行车、滑雪及露营等场景，凭借德国工程设计、?? Texapore 材料、可持续发展理念?? 在欧洲及中国市场积累一定知名度，狼爪与旗下始祖鸟（高端）、迪桑特（专业）形成差异化覆盖，收购后预计与集团实现供应链、产品研发和零售运营等方面协同，将补全集团的户外矩阵并加速全球化渠道布局。

风险提示：新品接受度不及预期、经营杠杆及控费效用不及预期。

【农林牧渔：圣农发展(002299.SZ)】经营效率持续提升，2024 年盈利规模逐季扩大——公司信息更新报告-20250415

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

经营效率持续提升，2024 年盈利规模逐季扩大，维持“买入”评级

圣农发展发布 2024 年年报，2024 年公司营收 185.86 亿元，同比+0.53%，归母净利润 7.24 亿元，同比+9.03%，其中 2024Q4 营收 48.23 亿元，同比+5.78%，归母净利润 3.42 亿元，同比扭亏为盈。拟每 10 股派现 2 元，合计派现 2.47 亿元。短期看，2025 年海外禽流感导致引种受阻，国内鸡价或有上涨，且公司经营效率持续提升，我们上调 2025 年盈利预测，中长期看，国内白鸡供给充足或致鸡价承压，我们下调 2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 10.91/12.47/13.89 亿元（2025-2026 年原值 8.11/15.59 亿元），对应 EPS 为 0.88/1.00/1.12 元，当前股价对应 PE 为 19.5/17.1/15.3 倍。公司白鸡出栏稳步增长，降本成效显著，持续发

力食品端扩大利润规模，维持“买入”评级。

家禽饲养加工业务：出口业务表现亮眼，圣泽 901plus 外销量高增

2024 年家禽饲养加工行业营收 103.56 亿元，同比-1.53%，毛利率 5.70%，同比-0.62pct，禽养殖行业低迷背景下，公司家禽饲养加工业务小幅承压。公司持续提升种鸡生产性能，料肉比较原组合降低，种蛋达标率、产雏数、标蛋率、出雏率等指标均破新高，种鸡生产性能优化驱动养殖端综合成本下降。根据公司 2025 年一季度业绩预告，预计 2025Q1 综合造肉成本同比下降约 10%。出口方面，公司取得日本鸡肉出口份额第一的成绩，并成功开拓多个海外新市场，实现出口收入 6.38 亿元，同比增长 18.78%。2024 年圣泽 901plus 外销近 500 万余套，同比增长超 30%，市场认可度持续提升。

食品加工业务：肉制品产销量齐升，预计 2025Q1 公司 C 端零售业务亮眼

2024 年食品加工行业营收 70.10 亿元，同比+9.63%，毛利率 19.61%，同比+0.94pct，盈利能力稳步上行。2024 年深加工肉制品产品生产量 31.49 万吨，同比+3.08%，销售量 31.69 万吨，同比+6.32%，实现产销量齐增。公司基于全渠道策略，凭借优质的服务以及过硬的产品力，成功打开业务增长空间，2024 年公司 C 端零售业务收入同比增长 23.40%。根据公司 2025 年一季度业绩预告，预计 2025Q1 公司 C 端零售业务收入同比增长超 30%。

风险提示：疫病风险，鸡肉价格波动风险，原材料价格波动风险等。

【医药：海思科(002653.SZ)】麻醉镇痛稳增长，创新管线强驱动——公司信息更新报告-20250415

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

麻醉镇痛稳增长，创新管线强驱动，维持“买入”评级

公司 2024 年实现收入 37.21 亿元（同比+10.92%，以下为同比口径）；归母净利润 3.95 亿元（+34.00%）；扣非归母净利润 1.32 亿元（-45.40%）。公司 2024 年毛利率为 71.46%（+0.44pct）；净利率为 12.53%（+3.72pct）。公司 2024 年销售费用率 36.60%（+0.82pct）；管理费用率 10.79%（+1.23pct）；研发费用率 16.77%（+1.37pct）。考虑到 HSK16149、考格列汀片首次纳入医保放量仍需时间，我们下调 2025-2026 并新增 2027 归母净利润为 5.33/7.35/10.31 亿元（2025-2026 原预测为 7.28/9.72 亿元），EPS 为 0.48/0.66/0.92 元/股，当前股价对应 PE 为 99.7/72.3/51.5 倍。当前公司创新药销售逐渐向好，维持“买入”评级。

环泊酚销售收入同比增幅 45%，创新药倍长平和思美宁快速放量

公司现已转型为麻醉镇痛、呼吸等领域的创新药企，目前有 40 多个品种为国内首家或独家仿制，主要创新产品包括环泊酚注射液、HSK16149、HSK21542 等。2024 年公司收入 37.21 亿元，其中肠外营养收入 5.12 亿元（-16.32%）；肿瘤止吐 3.05 亿元（+44.26%）；麻醉产品 12.32 亿元（+44.96%）；合作产品收入 9.43 亿元（+10.66%）。环泊酚成为最大产品，销售收入同比增幅约 45%。创新药倍长平和思美宁上市第一年收入达数千万元，将成为 2025 年业绩增长的主力军。

研发管线稳步推进，创新转型成效显著

公司通过品牌建立及渠道下沉实现产品快速放量。公司建立丰富的产品管线组合，环泊酚扩展儿童/青少年用药的补充申请正在审评；美国方面“全麻诱导”适应症已完成 PND A 沟通交流。HSK21542“腹部手术术后镇痛”适应症处于上市许可发补审评阶段；“慢性肾脏疾病相关的中重度瘙痒”适应症也处于上市审评阶段。HSK16149 的“中枢神经病理性疼痛”适应症的 III 期临床正常推进中。呼吸系统药物 HSK31858 片的“非囊性纤维化支气管扩张症”适应症已启动国内 III 期。公司创新转型成长可期，估值有望迎来新一轮提升。

风险提示：行业政策变化风险、新药研发风险、产品销售不及预期风险等。

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