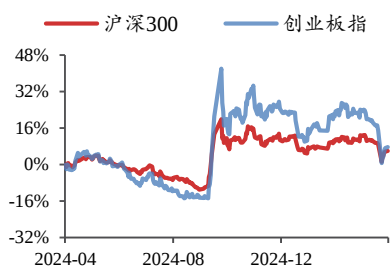


2025 年 04 月 15 日

开源晨会 0415

——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(%)
纺织服饰	2.557
煤炭	2.503
有色金属	2.457
商贸零售	2.373
社会服务	2.087

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
家用电器	-0.595
食品饮料	-0.365
房地产	0.197
建筑材料	0.284
国防军工	0.322

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】信贷改善背后的结构性特征——宏观经济点评-20250414

【宏观经济】以我为主，扩大内需——宏观周报-20250413

行业公司

【汽车】对等关税影响中国汽车贸易有限，重点关注三大方向——行业点评报告-20250414

【银行】信贷超季节性恢复，“以价换量”或告一段落——行业点评报告-20250413

【社服】3月潮玩线上增速环比走阔，关注关税对海外新兴市场贸易溢出机会——行业周报-20250413

【农林牧渔】受益第三批转基因初审通过，种植面积有望提升——行业周报
-20250413

【建材】对等关税利空落地，内需刺激值得期待——行业周报-20250413

【化工】巨化股份、三美股份、东阳光、永和股份 2025Q1 业绩亮眼，制冷剂景气持续向上，主升行情徐徐展开——氟化工行业周报-20250413

【电力设备与新能源：大金重工(002487.SZ)】两海战略进入全面提质期——公司信息更新报告-20250414

【医药：开立医疗(300633.SZ)】2024 年利润承压，招采恢复有望助力业绩快速回升——公司信息更新报告-20250414

【公用事业：平高电气(600312.SH)】2025Q1 业绩迎来开门红，电网投资景气度延续——公司信息更新报告-20250414

【纺织服装：华利集团(300979.SZ)】分红比例提升显著，积极扩产加速全球产能布局——公司信息更新报告-20250414

【计算机：道通科技(688208.SH)】中标北美大单，AI 有望全面赋能业务——公司信息更新报告-20250414

【医药：阳光诺和(688621.SH)】转型创新研发，签单增速稳健保障未来成长——公司信息更新报告-20250414

【食品饮料：安琪酵母(600298.SH)】2024 年企稳回升双加速，2025 年利润弹性有望释放——公司信息更新报告-20250414

研报摘要

总量研究

【宏观经济】信贷改善背后的结构性特征——宏观经济点评-20250414

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：3月社会融资规模增长5.9万亿元，预期4.7万亿，前值2.2万亿；新增人民币贷款3.6万亿元，预期2.9万亿，前值增加1.01万亿。

信贷：企业信贷多重因素下高增，居民需求小幅稳步改善

3月信贷增加3.64万亿元，同比多增5500亿元，超出市场预期。企业端信贷为主要拉动项。

1、居民中长期贷款需求稳步回升。居民贷款增加9853亿元，同比多增447亿元，居民中长贷同比多增531亿元。居民中长贷开年以来首次同比正增，地产景气度回升是其支撑因素。3月房地产销售继续企稳，一线城市和全国平均价格环比涨幅边际走阔。百城住宅价格指数环比增长0.17%（前值0.11%），其中一线城市价格环比增长0.39%（前值0.14%）。居民短贷同比少增67亿元，较上月边际走弱，年初以来金融机构消费贷投放有所加码，最主要的形式为降价“内卷”，持续性或有限。后续随着“超常规”的消费政策落地，若居民消费意愿得到提振，消费贷可能迎来实质性的改善。

2、企业贷款改善背后有喜有忧。3月新增企业贷款2.84万亿元，同比多增5000亿元，边际改善。企业短贷对增量的贡献较为显著，且中长贷的拖累减轻。企业短贷新增1.44万亿，同比多增4600亿元；票据融资同比少减514亿元；企业中长贷新增15800亿元，同比少增200亿元（前值少增7500亿元）。企业贷款结构揭示三条线索：其一，债务置换有所放缓。3月地方特殊再融资债发行3830亿，置换企业贷款规模较2月有所回落（2月发行7800亿元），企业中长贷的拖累效应弱化。其二，实体项目融资需求或小幅强于季节性。季节性上3月为春季项目集中启动期，融资需求较高，而2025年3月中长贷基本持平过去4年均值，则剔除置换因素后企业中长期需求或强于近年平均水平。3月开复工提速叠加专项债加速发行使用，或对融资需求有一定支撑。其三，月末冲量情况或仍难避免。企业短贷大幅高增一方面是季节性因素，另一方面或有部分银行月末加大冲量的原因。2024年以来，票据和企业短贷在总贷款中占比趋势性升高，而2025年后中长期贷款下滑更为明显，反映实体需求尚未升温，银行冲量弥补缺口的力度仍强。3月票据利率先下后上或揭示信贷投放先弱后强的节奏。

社融：表内贷款和政府债券共同支撑社融

3月新增社融58879亿元，同比多增10544亿元，增速升至8.4%，超市场预期。政府债券和表内贷款为社融增量主导因素。表内人民币贷款新增3.8万亿，同比多增5358亿元。政府债券融资新增1.48万亿元，同比多增10202亿元，依然位于季节性高点。专项债较为前置，3月发行3635亿元，净融资额同比多增2902亿元。尽管再融资债有所回落，国债发行较去年同期加量。其他分项方面，企业债券融资大幅少增，同比少增5142亿元。股票融资小幅多增，同比多增186亿元，总体规模仍偏低。非标融资方面，未贴现银行承兑汇票在2024年同期高基数下持平，信托贷款同比少增。3月社融增速稳步回升，而剔除政府债的社融存量增速录得5.9%，较上月下降0.07pct，降幅边际缩窄。

广义货币：财政发力助推M1增速改善

3月M1增速提升1.5个百分点至1.6%，M2增速连续3个月持平7%。M1增速回升，3月政府债提速、财政支出走强或有助于改善建设类企业资金面。2月基数较低，M1环比改善明显，后续有望在宽财政下企稳。居民和企业存款分别同比多增2600、7675亿元，对M2形成支撑；非银存款多减1.3万亿元，财政存款同比多减49亿元，环比多减2万亿，支出力度环比有所提升。季节性看，季末财政存款向居民和企业部门转移，而财政存款较2020-2024年均值小幅多减（多减少369亿），财政支出的强度略强于季节性。在季末理财回流影响下，M2增速

持平。

3月信贷社融总量超预期，结构改善的持续性还待验证。需观察3-4月实体部门需求的改善程度。后续降准降息有望较快落地，将推动流动性更加宽裕。另外还可期待面向促消费增收、企业纾困的财政政策，财政发力会对货币总量形成支撑，在宽货币协同下信用环境趋宽，但持续性或取决于居民收入变量。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

【宏观经济】以我为主，扩大内需——宏观周报-20250413

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

国内宏观政策：根据形势需要及时推出新的增量政策

过去两周（3月31日-4月13日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，中央层面政策包括出台完善价格治理机制意见、加快建设农业强国规划、中央周边会议召开，聚焦构建周边命运共同体、国务院总理李强主持召开经济形势专家和企业家座谈会等。《人民日报》评论员文章透露出货币、财政政策均有扩张空间，将坚决稳资本市场，将精准帮扶受冲击较大的行业和企业等。文章提出“将以超常规力度提振国内消费，加快落实既定政策，并适时出台一批储备政策”。李强总理在座谈会强调，要实施好更加积极有为的宏观政策，靠前发力推动既定政策尽快落地见效，根据形势需要及时推出新的增量政策。要把扩大内需作为长期战略，加大力度稳就业促增收。

基建与产业方面，政策聚焦热泵行业高质量发展、金融支持体育产业、推进虚拟电厂发展、建设北斗系统等。

货币方面，《人民日报》评论员文章提出，未来根据形势需要，降准、降息等货币政策工具已留有充分调整余地，随时可以出台。指向降准降息窗口已至，随时可落地。央行副行长宣昌能在东盟与中日韩财政和央行副手会表示，面对当前全球不确定性上升的挑战，将实施好适度宽松的货币政策。

财政方面，财政政策涉及财政部向国有四大行注资落地、发布中央财政支持实施城市更新行动通知。

金融监管方面，监管部门出台加大科技信贷投放力度等20条措施、调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知，要求上调权益资产配置比例上限等。中央汇金公司发布通知表示，将坚定增持各类市场风格的ETF，加大增持力度；中国诚通旗下诚通金控和诚旸投资增持交易型开放式指数基金和中央企业股票；国新投资有限公司增持中央企业股票、科技创新类股票及ETF。同时，中国诚通、中国国新两家央企拟使用股票回购增持再贷款资金1800亿元。央行、国资委、金融监管总局、全国社会保障基金理事会也均表态维护资本市场稳定。

贸易方面，近两周贸易政策主要围绕关税政策展开。美国总统特朗普宣布实施“对等关税”以来，美对中加征关税税率数次提高，而我国均相应予以反制。美国对中国产品征收的额外关税现已达到145%；4月11日，国务院表示我国对美加征关税税率由84%提高至125%。如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。此外，中欧经贸谈判有新的进展。中欧双方同意尽快启动磋商，深入讨论市场准入相关问题，并立即开展电动汽车价格承诺谈判，以及讨论中欧汽车产业投资合作问题。

海外宏观政策：部分商品被豁免加征对等关税

海外政策关注美欧货币政策、关税政策最新进展等。关税的影响对美联储决策带来的不确定性较大。鲍威尔表示，关税对经济的影响可能远超预期，美联储有条件等一等，再考虑是否调整政策。多位官员的表态也持谨慎观望态度。

关税政策方面，最新进展关键为“暂停”和“豁免”。美国对全球的10%基线关税已正式生效，而越南、泰国、日韩等多国选择与特朗普进行谈判。特朗普表示，已批准暂停征收70多个未对美国采取报复性关税措施的国家的同时，对等关税90天。欧盟也采取了暂停反制的行动。此外，中国部分商品豁免引发关注。4月11日，美方称，智能

手机、路由器以及部分电脑和笔记本等产品将不再被纳入此前针对中国进口商品实施的 125% 所谓“对等关税”范围内。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

行业公司

【汽车】对等关税影响中国汽车贸易有限，重点关注三大方向——行业点评报告-20250414

赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 王镇涛（联系人）证书编号：S0790124070021

事件：美国对中国“对等关税”增加至 125%，中对美关税反制加征至 125%

4 月 9 日，特朗普宣布对中国的“对等关税”增加至 125% 并立即生效，而对未实施报复性关税的国家只加征 10% 的基础关税，超额的“对等关税”暂停 90 天。4 月 11 日，中国宣布对原产于美国的所有进口商品关税税率加征至 125%，且后续将不予理会美国后续加征关税行为。本轮关税博弈逐步升级，自特朗普上任以来，已先后 5 次提高中国商品关税，主线聚焦中美。我国多次明确底线表态，特朗普也表示希望就关税贸易与中国达成协议，关税博弈迎来缓和。

整车对美出口基数低，汽车零部件出口影响有限

根据 2025 年 4 月美国最新公布的关税豁免政策，已受第 232 关税条款约束的钢铝制品、汽车和汽车零部件不适用于“对等关税”情况，因而本轮加税生效后，对电动汽车和燃油车加征的额外关税仍分别为 145%、70%。而汽车零部件则需要根据具体的关税细则，如果在 232 关税条款范围之内，则额外关税税率仍为 70%；如不符合“对等关税”豁免情况，则可能最高征收 170% 的超额关税。

整车对美出口基数低，几乎不受本轮“对等关税”影响。中国汽车产业 2024 对美出口整车 11.6 万辆，整车出口美国占比很小，仅占中国汽车出口总量的 1.81%；同时因我国汽车基本受 232 条款影响，因而中国车企受“对等关税”的影响有限。

汽车零部件出口视情况而定，整体影响有限。此次“对等关税”征收，主要影响未受 232 条款影响、且在北美产能布局较少的部分汽车零部件出口。在北美有产能布局的零部件企业有望通过《美墨加三国协定》豁免“对等关税”的影响；在北美没有产能布局、产品受 232 条款约束的企业受“对等关税”的影响也较为有限；以上两项均不符合，但在海外其他国家或地区有产能布局的零部件企业或可以通过转口贸易或海外生产的形式，规避大部分“对等关税”的影响；以上三项均不符合的企业，则可通过产品提价或者与下游共同承担的方式减轻部分影响。

投资建议

汽车板块估值有望显著修复，建议关注三大方向：（1）受益于国产替代趋势核心汽车芯片供应商：自身发展势头强劲，特朗普关税反复无常加速国产替代步伐。（2）自主强势整车厂：得益于自身优异的组织和产品竞争力，在智能电动时代发展势头优，且几乎无出口美国业务，长期发展趋势不受美国关税影响。（3）超跌零部件公司：本身出口北美业务有限，大部分企业可通过海外工厂规避关税，且最新的关税变动实际倾向于缓和，超跌零部件有显著估值修复空间。

推荐标的：小鹏汽车-W、华阳集团、德赛西威、均胜电子、上汽集团、经纬恒润-W、美格智能等。受益标的：比亚迪、理想汽车-W、赛力斯、江淮汽车、北汽蓝谷、零跑汽车等。此外感知端激光雷达、决策端自主芯片、执行端的线控制动/转向/底盘等亦受益于大产业趋势，建议关注。

风险提示：汽车销量增速不及预期；原材料成本大幅上升；关税政策等原因导致出海不及预期等。

【银行】信贷超季节性恢复，“以价换量”或告一段落——行业点评报告-20250413

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 丁黄石（分析师）证书编号：S0790524040004

信贷投放强季节性恢复，票据融资压降，短贷增加仍反映冲量特征

3月人民币贷款新增3.64万亿元，同比多增5500亿元，余额同比增速7.4%，较2月提高0.1pct。3月信贷增量为过去5年来第二高，仅次于2023年（3.89万亿元），信贷总量读数较强但结构上以短贷冲量为主，人民币中长贷增速7.0%仍处低位，实体需求回稳仍待观察：一是贷款多增主要由对公短期贷款贡献。3月企业贷款同比多增5000亿元，票据融资减少，但季末信贷考核或使银行仍有冲量国央企流动性贷款行为；企业中长贷仍受债务置换影响，同比少增；二是居民短期、中长期贷款增长提速，对应消费贷快速降价。结构上3月居民短贷、中长贷分别新增4841、5047亿元，增量较2月大幅恢复。居民中长贷反映按揭需求受房地产销售改善影响有所回暖，叠加提前还贷减少，按揭增长上量；企业短贷上量对应银行消费贷“卷价格”，3月市面出现2.5%/2.6%的低价消费贷款，但随后受定价自律指导重新调整至不低于3%，这也侧面反映银行“以价换量”的信贷策略不可持续，另外也可能受到消费贷期限政策放开的影响。下一阶段的实体融资成本下行，仍需政策降息及有效的银行负债成本改善推动。

社融增长主要由政府债贡献，宽信用初见效果

3月份社融新增5.89万亿元，同比多增1.05万亿元；存量增速为8.4%，较2月增速上升0.2pct，社融增速自2024年10月以来，连续5个月稳步上升。稳增长政策下社融与信贷增速均回升，但贡献仍主要来自政府债券，由宽货币、宽财政至宽信用的传递路径仍待加强。第一、3月政府债同比大幅多增1.02万亿元，发行明显提速，在“地方尽早发行使用专项债”的财政指导下，政府债年内发行明显前置。第二、信贷较2月由拖累转为贡献，社融口径人民币信贷新增3.83万亿元，同比多增5358亿元，但价格仍处低位，3月新发放企业/个人住房贷款利率分别为3.30%、3.10%环比均持平，新发放按揭价格阶段性企稳。其他项目中，表外融资同比少增63亿元，直接融资同比多减4956亿元，主要源于信贷对企业债券的替代效应。

财政投放与信贷派生下资金活化，非银存款流失主要受债市波动影响

3月M2同比增长7.0%与2月持平；新口径M1同比增长1.6%，较2月增速上升1.5pct，M2-M1剪刀差收窄。M1增速大幅回升，一方面源于债务置换形成活期存款。再融资专项债加速发行后，季末月财政资金集中拨付，财政存款回流银行体系形成活期存款，企业流动性边际改善。数据上3月财政存款减少7710亿元，反映了资金由财政账户向实体经济流入逐步活化；另一方面源于企业短贷的派生。3月企业存款增加2.84万亿元，同比多增7675亿元，反映对公信贷需求边际改善下，存款派生能力同步恢复，银行资产负债表存、贷两端同步增加。总量上，3月人民币存款新增4.25万亿元，同比少增5500亿元，其中住户存款同比多增2600亿元，非银存款当月减少1.41万亿元，同比大幅多减1.26万亿元。我们认为3月非银存款加速流失，一是源于季末理财回表以及债市波动下资管产品的赎回；二是随着海外政策不确定性上升，资金转向配置黄金、现金，造成证券公司保证金存款流失；三是同业存款自律机制余波尚存，国有行或受此影响。

投资建议：红利稳固可持续，稳增长驱动顺周期

年初以来市场风险偏好虽有所提升，但海外关税扰动仍存。当前我国政策以内为主，仍保持政策定力，未来降准、降息仍有空间，故以国有行为代表的红利类资产仍有支撑，此外稳增长政策发力亦带动银行估值修复，未来宽信用环境的实现将对银行基本面形成支撑。外部扰动下板块防御价值突显更具长期吸引力，继续看好稳定股息的红利策略持续性，推荐港股中信银行，受益标的农业银行、招商银行、北京银行等；顺周期逻辑推荐苏州银行，受益标的江苏银行、成都银行、苏州银行、常熟银行等。

风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

【社服】3月潮玩线上增速环比走阔，关注关税对海外新兴市场贸易溢出机会——行业周报-20250413

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（联系人）

证书编号: S0790123070033

旅游/潮玩: 五一假期预订热度不减, 3月潮玩线上销售增速环比走阔

五一假期: 截至4月9日, 国内航线机票预订量超183万张, 同比增长34%; 出入境航线机票预订量超75万张, 同比增长约28%, 途牛平台预订量同比翻倍增长。潮玩: 根据久谦, 2025年3月潮玩动漫品类线上销售额达13.31亿元, 同比增长96%, 增速环比走阔。细分品类看, 盲盒、ACG周边、积木类产品增速表现较优; 分品牌看, 泡泡玛特/卡游/布鲁可3月线上销售额同比+226%/+326%/+94%, 米哈游、光与夜之恋等游戏周边销售额同比+464%/+330%, 延续强劲增长。

健康饮食/本地生活: 轻食、药膳赛道崛起, 美团、滴滴布局巴西外卖市场

健康饮食: 随着肥胖人群增加及人口老龄化加剧, 轻食、药膳等健康餐饮赛道崛起。据艾媒咨询, 预计中国代餐行业规模将从2022年1322亿元增长到2027年3535亿元, CAGR为21.7%。奈雪的茶转型布局轻食赛道, 改造门店业绩增长31%, 计划2025年开店300家。本地生活: 美团计划于2025年底至2026年初正式在巴西落地业务。2025年4月, 滴滴以“99Food”品牌高调宣布重启巴西外卖业务。根据欧睿数据, 2019-2023年, 巴西外卖市场增长50.8%, 总规模达1390亿雷亚尔(约合1680亿元人民币), 年增长率约15%-20%, 外卖用户仅占人口的30%左右, 渗透率低于中国50%。目前巴西外卖市场呈现巨头垄断格局, iFood占据80%份额。

米奥会展: 关注新兴市场贸易增量, “造船”服务中国制造出海

2018年贸易摩擦以来中国对美出口占比下滑, 同时转口贸易市场贸易增长迅速。据ITC数据, 2018-2024年电气产品、机械器具、塑料制品、家具等产品中国出口转口贸易国与转口贸易国出口美国增速较为相近且较为快速, 转口贸易需求提升。重要转口地区如中东具备关税豁免红利, 政策红利密集释放, 本土市场也具备较大投资机遇。南美市场资源禀赋与中国产能形成互补, 巴西是企业开拓新兴市场的试金石及全球化布局中的关键支点。米奥会展率先卡位新兴市场, 服务中国制造出海, 将充分受益于转口贸易和新兴市场投资机遇。

本周A股社服板块跑赢大盘, 港股消费者服务板块跑输大盘

本周(4.7-4.11)社会服务指数-2.86%, 跑赢沪深300指数0.01pct, 在31个一级行业中排名第9, 旅游、检测类领涨; 本周(4.7-4.11)港股消费者服务指数-8.7%, 跑输恒生指数0.23pct, 在30个一级行业中排名第22, 免税旅游类领涨。

推荐标的: (1) 旅游: 长白山; (2) 教育: 好未来、科德教育; (3) 餐饮/会展: 特海国际、米奥会展; (4) 美护: 科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的: (1) 旅游: 西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S; (2) 教育: 凯文教育、有道; (3) 美护: 若羽臣、巨子生物、爱美客、青木科技、毛戈平、上美股份; (4) 运动: 力盛体育; (5) IP: 泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技; (6) 新兴消费: 赤子城科技; (7) 即时零售: 美团-W、顺丰同城; (8) 眼镜: 博士眼镜、佳禾智能、亿道信息; (9) 餐饮: 百胜中国、蜜雪集团。

风险提示: 项目落地不及预期, 出行不及预期, 行业竞争加剧等。

【农林牧渔】受益第三批转基因初审通过, 种植面积有望提升——行业周报-20250413

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

周观察: 受益第三批转基因初审通过, 种植面积有望提升

第三批转基因初审于播种季公布, 可种品种增加或促进种植面积提升。4月7日, 中共中央、国务院印发《加快建设农业强国规划(2024—2035年)》, 旨在夯实粮食安全, 强化粮食调控, 推动种业自主创新全面突破。4月8日, 农业农村部公示第三批转基因国审结果, 97个转基因玉米、2个转基因大豆品种通过初审。本次过审数量请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

大幅增加，表明国家正在加快生物育种产业化应用。当前正值播种季，大量品种过审后增加了可播种的品种，有望促进转基因种植面积进一步提升。考虑 2024 年全国转基因玉米种子制种面积 20 万亩，种子储备充裕，预计 2025 年种植面积有望突破 5000 万亩。

中美贸易摩擦或造成海外大豆供给收缩，国内布局高产转基因大豆的企业或将受益。2024 年中国大豆消费量 1.21 亿吨，其中从巴西/美国进口 7465/2213 万吨，占国内总消费量 62%/18%，中美进出口关税大幅抬升致美豆进口减少，预计供给空缺部分或通过增加巴西大豆进口量、增加国内大豆种植面积、种植高产大豆等方式弥补。与传统大豆相比，转基因大豆单产更高，海外供给收缩背景下，国内转基因大豆推广速度或超预期，相关企业或将受益。

关税驱动大豆等饲料原料价格上涨，叠加进口肉类减少，猪价或持续阶段性上行。贸易摩擦背景下，关税驱动饲料原料价格上涨及进口肉类成本抬升，对国内猪价存在支撑。截至 4 月 11 日，全国生猪销售均价 14.64 元/公斤，环比上周+0.05 元/公斤，环比+0.34%。考虑猪价存在支撑，各地二育入场积极性增强，截至 4 月 10 日，北方地区二育栏位利用率较 10 天前增加 3-9pct，其中山东/辽宁/黑龙江/吉林二育栏位利用率较 10 天前增加 9pct/7pct/7pct/6pct，持续关注各地二育入场对猪价的支撑。

周观点：生猪板块低位配置价值显现，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

盈利修复向上叠加消费复苏提振，生猪板块低位配置价值显现。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料板块国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。推荐：海大集团、新希望等。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。国内宠物主消费态度趋于理性化，单宠消费投入持续升级，叠加宠物食品进出口关税壁垒加剧，国货崛起逻辑持续强化。推荐：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

本周市场表现（4.7-4.11）：农业跑赢大盘 6.38 个百分点

本周上证指数下跌 3.11%，农业指数上涨 3.28%，跑赢大盘 6.38 个百分点。子板块来看，种植板块领涨。个股来看，西部牧业（+39.50%）、神农科技（+35.65%）、新赛股份（+32.16%）领涨。

本周价格跟踪（4.7-4.11）：本周生猪、牛肉等农产品价格环比上涨

生猪养殖：4 月 11 日全国外三元生猪均价为 14.66 元/kg，较上周上涨 0.06 元/kg；仔猪均价为 37.2 元/kg，较上周上涨 0.12 元/kg；白条肉均价 19.06 元/kg，较上周上涨 0.04 元/kg。4 月 10 日猪料比价为 4.38:1。自繁自养头均利润 51.15 元/头，环比+4.15 元/头；外购仔猪头均利润-11.86 元/头，环比+20.11 元/头。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【建材】对等关税利空落地，内需刺激值得期待——行业周报-20250413

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

对等关税利空落地，内需刺激值得期待

4 月 9 日特朗普“对等关税”落地，对建材板块主要影响在于玻纤及制品，2024 年我国玻纤及制品出口量达 202 万吨，占总产量比重达 26.7%，我国每年出口到美国的货物在 5300 亿美元左右，假设出口降为 0，将影响国内 GDP1.5 个百分点，为实现 5% 的 GDP 增长目标，必然需要扩大投资和刺激消费，扩张内需。随着宏观组合政策效应持续释放，2025 年 1-2 月建材行业进出口贸易虽延续下降态势、企业生产总体呈偏弱态势，但降幅收窄、产品出厂价格趋稳，而适度宽松的货币政策与积极的财政刺激政策仍蓄势待发，对建材板块的刺激作用值得期待。消费建材板块推荐：三棵树（渠道下沉，零售扩张）、东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高）、坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，多元化扩张涂料、防水板块业务）等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右

右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%，预计会加快节能降碳与能用设备的迭代更新。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。“对等关税”有望利好在海外有生产基地的玻纤龙头择时提价，进而巩固玻纤盈利优势。LowDk 电子布相关产业链关注度升温，产品主要应用于 5G 通信、人工智能（AI）、IC 封装、智能手机、高速数据中心、航空航天等领域。玻纤板块推荐：中国巨石；受益标的：中材科技、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，药用玻璃板块推荐：力诺药包、山东药玻。

本周（2025 年 4 月 7 日至 4 月 11 日）建筑材料指数下跌 2.42%，沪深 300 指数下跌 2.87%，建筑材料指数跑赢沪深 300 指数 0.46pct。近三个月来，沪深 300 指数上涨 0.48%，建筑材料指数上涨 4.81%，建材板块跑赢沪深 300 指数 4.32pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 7.90%，建筑材料指数上涨 1.64%，建材板块跑输沪深 300 指数 6.26pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 4 月 11 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 341.69 元/吨，环比下跌 1.82%；水泥-煤炭价差为 250.04 元/吨，环比下跌 2.47%；全国熟料库容比 57.52%，环比上升 4.24pct。

玻璃：截至 4 月 10 日，全国浮法玻璃现货价格为 1324.00 元/吨，环比上涨 10.00 元/吨，涨幅为 0.76%；光伏玻璃均价为 139.45 元/重量箱，环比持平。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 13.90 元/重量箱，环比上涨 7.03%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 10.32 元/重量箱，环比上涨 18.12%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 13.45 元/重量箱，环比下跌 5.23%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 84.04 元/重量箱，环比上涨 15.84%。

玻璃纤维：无碱 2400tex 直接纱报 3800-4500 元/吨（个别厂报价较高），无碱 2400texSMC 纱报 4800-5400 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 5600-6700 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 4700-5400 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4850-5400 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱（普通级）报 4200-4500 元/吨。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至 2025 年 4 月 11 日，原油价格为 66.16 美元/桶，周环比下跌 1.08%，较 2025 年年初下跌 13.78%，同比下跌 29.29%；沥青价格为 4390 元/吨，周环比下跌 1.13%，较 2025 年年初持平，同比下跌 4.98%；丙烯酸价格为 8000 元/吨，周环比上涨 5.26%，较 2025 年年初上涨 1.27%，同比上涨 32.23%；钛白粉价格为 14300 元/吨，周环比持平，较 2025 年年初持平，同比下跌 11.18%。

风险提示：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【化工】巨化股份、三美股份、东阳光、永和股份 2025Q1 业绩亮眼，制冷剂景气持续向上，主升行情徐徐展开——氟化工行业周报-20250413

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 李思佳（联系人）证书编号：S0790123070026

本周（4 月 7 日-4 月 11 日）行情回顾

本周氟化工指数下跌 6.06%，跑输上证综指 2.95%。本周（4 月 7 日-4 月 11 日）氟化工指数收于 3330.42 点，下跌 6.06%，跑输上证综指 2.95%，跑输沪深 300 指数 3.18%，跑赢基础化工指数 0.16%，跑输新材料指数 1.14%。

制冷剂公司 2025Q1 业绩亮眼，景气持续向上，主升行情徐徐展开

制冷剂相关公司 2025Q1 业绩亮眼。巨化股份预计实现归母净利润 7.6-8.4 亿元，同比增长 145%-171%；三美股份预计实现归母净利润 3.69-4.28 亿元，同比增长 139.41%-177.71%；东阳光预计实现归母净利润 2.53-3.23 亿元，同比增长 156.17%-227.05%；永和股份预计实现归母净利润 0.91-1.03 亿元，同比增长 144.49%-176.74%。又根据之前各公司披露的 2024 年度业绩预告（东阳光已披露 2024 年报）数据，巨化股份、三美股份、东阳光、永和股

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

份 2025Q1 利润即达到 2024 全年的约 40%、53%、77%、37%。各公司 2025Q1 业绩表现较佳，制冷剂贡献突出。如：巨化股份 2025Q1 制冷剂均价为 37,504 元/吨，同比+58.08%（增长 13,779 元/吨），环比+27.76%（增长 8,150 元/吨）。涨价情况落实较好。而当前制冷剂景气仍在持续上行中：R32 长协价格（含税）：1.8 万元/吨（24.1-2）→ 2.5 万元/吨（24.3）→ 2.8 万元/吨（24Q2）→ 3.55 万元/吨（24Q3）→ 3.75 万元/吨（24Q4）→ 4.08 万元/吨（25Q1）→ 4.66 万元/吨（25Q2）。R410a 长协价格（含税）：2.35 万元/吨（24.1-2）→ 3.5 万元/吨（24.3、Q2、Q3），→ 3.65 万元/吨（24Q4）→ 4.2 万元/吨（25Q1）→ 4.76 万元/吨（25Q2）。长协价格一般是市场最低价，流通市场报价也在持续上行中。

氟化工周行情：Q2 长协价格落地，制冷剂长期逻辑进一步强化

萤石：截至 4 月 11 日，萤石 97 湿粉市场均价 3,752 元/吨，较上周同期持平；4 月均价（截至 4 月 11 日）3,752 元/吨，同比上涨 7.90%；2025 年（截至 4 月 11 日）均价 3,706 元/吨，较 2024 年均价上涨 4.53%。

制冷剂：截至 04 月 11 日，（1）R32 价格、价差分别为 48,000、34,048 元/吨，较上周分别持平、+0.41%；（2）R125 价格、价差分别为 45,000、25,975 元/吨，较上周分别持平、+0.33%；（3）R134a 价格、价差分别为 46,500、26,674 元/吨，较上周分别持平、持平；（4）R410a 价格为 47,500 元/吨，较上周持平；（5）R22 价格、价差分别为 36,000、25,511 元/吨，较上周分别持平、持平。其中外贸市场，（1）R32、R125、R134a、R410a、R22 外贸分别为 46,000 元/吨、45,000 元/吨、45,000 元/吨、46,000 元/吨、33,000 元/吨，均较上周持平。

受益标的

推荐标的：金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等。其他受益标的：东阳光、永和股份、东岳集团、新宙邦等。

风险提示：下游需求不及预期，价格波动，行业政策变化超预期等。

【电力设备与新能源：大金重工(002487.SZ)】两海战略进入全面提质期——公司信息更新报告-20250414

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 陈诺（联系人）证书编号：S0790123070031

亚太唯一实现海工产品交付欧洲的供应商

大金重工发布 2024 年年报，公司实现营业收入 37.80 亿元，yoy+12.6%，实现归母净利润 4.74 亿元，yoy+11.5%；其中 2024Q4 实现营业收入 14.73 亿元，yoy+48.5%，实现归母净利润 1.92 亿元，yoy+1018%。公司布局海外海风项目多年，2019 年开拓欧洲海风市场，2022 年陆续中标海外订单，目前是亚太区唯一实现海工产品交付欧洲市场的供应商，随着海外风电项目进入密集建设期，我们上调公司 2025-2026 年的盈利预测，预计公司 2025-2026 年的归母净利润为 8.81/11.95 亿元（前值为 7.42/9.12 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 15.35 亿元，对应当前股价 PE 为 18.1、13.4、10.4 倍，我们持续看好公司出海欧洲的先发战略优势，维持“买入”评级。

海外海风进入密集建设期，持续巩固公司先发优势

根据 WindEurope 统计，2024 年欧洲核准新增风电装机 19.9GW，yoy+46.3%，2025 年至今，英国、德国等欧洲海风主要国家陆续发布政策推进海风建设，预计 2025-2027 年欧洲海风项目仍将保持增长态势。目前公司成功通过绝大多数欧洲头部业主的合格供应商体系认证，并完成英国、法国、丹麦等地多个海风项目的交付，累计出口发运量近 11 万吨，在手海外订单全球排名领先，优秀的交付业绩将进一步提升公司在海外市场的市场份额。

自建海工特种运输船，布局浮式基础

2024 年公司首次交付自主负责运输的海外海工项目，2025 年盘锦基地将陆续交付 2 艘海上风电装备特种运输船，公司未来目标成为打通生产、运输的一站式综合解决方案供应商。此外，公司正在与国际头部浮式基础解决方案提供商合作，并建立专门的全球浮式业务中心，积极研发下一代浮式基础产品。

风险提示：海外政策变动、海上风电项目建设不及预期、原材料价格波动、行业竞争加剧风险、公司海外中
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

标情况不及预期、公司产能释放不及预期。

【医药：开立医疗(300633.SZ)】2024 年利润承压，招采恢复有望助力业绩快速回升——公司信息更新报告-20250414

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 年利润承压，招采恢复有望助力业绩快速回升，维持“买入”评级

公司 2024 年实现营收 20.14 亿元 (yoy-5.02%)，归母净利润 1.42 亿元 (yoy-68.67%)，扣非净利润 1.1 亿元 (yoy-75.07%)，主营业务毛利率 63.78% (-5.63pct)，净利率 7.07% (-14.36pct)。分费用，销售费用率 28.45% (+3.72pct)，管理费用率 6.81% (+0.76pct)，研发费用率 23.48% (+5.36pct)，由于招采活动减少，收入有所下滑，利润承压主要系行业竞争加剧和集采影响，同时公司保持高强度战略投入，管理和研发费用率上升。分产品，彩超收入 11.83 亿元 (yoy-3.26%)，毛利率 61.81% (-4.07pct)；内窥镜及镜下治疗器具收入 7.95 亿 (yoy-6.44%)，毛利率 66.59% (-6.56pct)。考虑到医疗反腐力度和招采恢复节奏存在不确定性，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年的盈利预测，预计归母净利润分别为 3.78/4.72/5.92 亿元（原值为 7.32/9.28 亿元），EPS 分别为 0.88/1.09/1.37 元，当前股价对应 PE 分别为 34.8/28.1/22.5 倍，但 2025 年招采有望恢复，凭借公司产品线优势及市场渠道扩展，国内市场有望放量，海外市场持续发力，因此维持“买入”评级。

研发创新丰富产品管线，软镜+超声业务双轮驱动释放更大业绩潜力

公司相继推出支气管镜、环/凸阵超声内镜、十二指肠镜、光学放大镜、刚度可调镜以及细镜，补齐了公司内镜产品种类和功能方面的短板，产品竞争力大幅提升；公司新一代超高端彩超平台 S80/P80 系列正式推向市场，全面完善全身介入及妇产解决方案，搭载第五代人工智能（AI）产前超声筛查技术凤眼 S-Fetus5.0 完成临床验证，并取得国内首张产科人工智能注册证，提升了高端超声妇产领域的竞争力和技术优势。2024 年推出的高端便携 X11 和 E11 系列，填补了公司高端便携的空白，整体性能及临床评价处于领先地位。

国内高端市场加速渗透，海外本地化深耕助力新品拓围

国内收入 10.44 亿 (yoy-11.62%)，彩超系统产品销售结构逐渐优化，加快渗透到三级医院等高端市场；软镜业务正积极开展学术活动并不断开拓国内外市场，有望保持高速增长；4K/4K 荧光硬镜和微创外科配套产品、血管内超声和兽用超声等重磅产品有望未来成为公司新的业绩增长动能。海外收入 9.7 亿 (yoy+3.27%)，通过本地化深耕和学术赋能，实现多维度的业务突破与市场拓展，2024 年 V-readerTM 血管内超声诊断设备和 SonoSoundTM 一次性血管内超声（IVUS）导管获得欧盟 MDR 认证，有望成为新的业绩增长点。

风险提示：产品推广不及预期；原材料出现减值；集采政策影响毛利率。

【公用事业：平高电气(600312.SH)】2025Q1 业绩迎来开门红，电网投资景气度延续——公司信息更新报告-20250414

周磊（分析师）证书编号：S0790524090002

公司发布 2024 年报&2025 一季报，经营业绩持续高质量增长

2024 年公司实现营业收入 124.02 亿元，同比增长 12.0%；归母净利润 10.23 亿元，同比增长 25.4%；销售毛利率/净利率分别为 22.4/9.0%，同比分别提升 1.0/0.7pct，年度盈利能力创 2017 年以来的新高。2025 年一季度，公司实现营业收入 25.10 亿元，同比增长 22.8%；归母净利润 3.58 亿元，同比增长 55.9%。由于海外和国内项目交付进展波动，我们下调公司 2025 年的盈利预测，提高 2026 年的盈利预测，并新增 2027 年盈利预测。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 15.13（原值 15.69）/17.79（原值 17.31）/20.08 亿元，EPS 为 1.12/1.31/1.48 元，对应当前股价 PE 为 15.9/13.5/12.0 倍，维持“买入”评级。

开关制造主业业绩符合预期，运维业务收入持平微降，国际业务收入下滑

2024 年公司国内开关制造主业实现收入 109.40 亿元，同比增长 20.7%；其中高压板块实现收入 76.98 亿元，同比增长 25.1%，中低压及配网板块实现收入 32.42 亿元，同比增长 11.4%。运维业务实现收入 11.64 亿元，同比减少 0.9%，国际业务实现收入 2.04 亿元，同比减少 71.8%。公司产品结构持续优化，提质增效效果显著，高压开关板块实现毛利率 25.5%，同比提升 2.6pct。

主网投资延续高景气，配网迎来重大发展机遇，公司有望持续高质量增长

2024 年，全国电网工程建设完成投资 6083 亿元，同比增长 15.3%，2025 年国家电网投资额预计将超 6500 亿元。2024 年国网输变电设备、特高压设备集招公司中标金额分别为 51.23 亿元、24.60 亿元。2025 年 1-3 月，全国电网工程建设完成投资 766 亿元，同比增长 14.7%，电网投资延续高景气。2024 年 8 月，国家能源局发布《配电网高质量发展行动实施方案（2024-2027 年）》，提出加快推动一批电网建设改造任务，提升配电网智能化水平，满足分布式新能源和电动汽车充电设施等大规模发展要求。

风险提示：电网投资不及预期、特高压建设不及预期、海外市场开拓不及预期、宏观及政策风险、海外投资环境变化风险、市场竞争风险、财务及汇率风险。

【纺织服装：华利集团(300979.SZ)】分红比例提升显著，积极扩产加速全球产能布局——公司信息更新报告-20250414

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

分红比例提升显著，积极扩产加速全球产能布局，维持“买入”评级

公司 2024 年收入 240.1 亿元（同比+19.4%，下同），归母净利润+20.0%至 38.4 亿元，扣非净利润+18.8%至 37.8 亿元，全年分红比例约 70%，同比大幅提升。我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 43.4/50.7/58.2 亿元，当前股价对应 PE 为 15.1/12.9/11.3 倍，公司不断拓展、优化客户结构，预计订单增速好于行业，同时公司配合订单以越南和印尼为双基地积极扩产，随新工厂效率爬坡预计盈利能力有望稳步提升，维持“买入”评级。

2024 年量增驱动，老客户补库、新客户放量，预计 2025 年 Adidas 快速放量

人民币口径看，2024 年销售量/单价分别增长 17.53%/1.6%至 2.23 亿双/107.7 元，CR5 客户收入+14.7%，占比 79.1%，占比分别为 33.2%/21.4%/12.5%/6.3%/5.8%，老客户 2024 年低基数下补库需求提升，其他品牌逐步放量下带动收入增长 41.3%。订单展望：2024 年 9 月开始量产出货 Adidas 订单，预计 Adidas 将成为 2025 年订单增长驱动力，此外 NewBalance、On、锐步订单体现成长性，On 指引 2025 年收入增长 27%，老客户 Nike 等短期增速受影响但仍有份额提升空间。

多个新工厂投产&分红提高所得税率，2024Q4 净利率环比承压

2024 年毛利率 26.8% (+1.2pct)，期间费用率 6% (+1.1pct)，其中销售/研发/财务费用率相对稳定，管理费用率+1pct 主要系薪酬绩效提升以及新增计提员工长期服务金，分红比例提升带动所得税率同比提升 1.8pct，归母净利率为 16% (+0.1pct)。Q4 受新工厂投产数量较多，仍在效率爬坡阶段影响，毛利率 24.1% (-2.3pct)，归母净利率 15.4% (-0.4pct)。产能展望：2024 年资本开支为 17 亿元 (+47%)，越南 3 家、印尼 1 家成品鞋厂投产，2025 年 2 月中国四川工厂及印尼 1 家新工厂开始投产。预计 2025-2026 年仍为资本开支大年，2025H2-2026Q3 印尼、越南仍有工厂待投产，印尼两期工厂产能预计合计 5000-6000 万双/年。

超临界发泡中底于越南量产，持续推动精益生产和生产本地化采购

公司开发、生产超临界物理发泡中底，2024 年量产产线在越南投产，性能和品质获得客户认客，提升运动鞋

核心零部件自给能力和客户粘性。公司持续推动精益生产，为提升产线自动化程度，2024 年超过 500 台龙门式智能裁切机投入使用，同时引进 4 条自动化成型线，以降低对熟练工人依赖，提高生产效率和品质。此外，公司推进生产本地化采购，2024 年越南工厂所需原材料从越南当地采购金额占比超 50%，降低原材料运输的时间及物流成本。

风险提示：全球经济形势逆风、欧美需求疲软、产能扩张不及预期。

【计算机：道通科技(688208.SH)】中标北美大单，AI 有望全面赋能业务——公司信息更新报告-20250414

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001

数字维修全球领导者，维持“买入”评级

考虑到公司 2024 业绩超预期，我们上调原有 2025-2026 并新增 2027 盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 7.56、9.28、11.30（2025-2026 原值为 6.90、9.22）亿元，EPS 为 1.67、2.05、2.50（2025-2026 原值为 1.53、2.04）元/股，当前股价对应 PE 为 20.6、16.8、13.8 倍，公司为数字维修领域全球领导者，数智能源业务已成为高速增长的第二发展曲线，AI+机器人空地一体集群智慧解决方案业务有望打造成为公司第三发展曲线，维持“买入”评级。

事件：公司斩获北美最大商用停车场运营商首期 2.4 亿元大额订单

4 月 12 日，公司官网披露北美最大商用停车场运营商 LAZParking 宣布加速旗下停车场充电桩部署，正式选择道通科技作为充电桩独家供应商。第一阶段，道通中标北美地区 5 万个商用交流充电桩，合计金额 2.38 亿元。

中标头部客户大单彰显公司领先地位，全方位布局化解关税扰动风险

LAZParking 是北美最大停车场运营商之一，此次与 LAZParking 的战略合作进一步凸显了道通科技在北美商用充电解决方案领域的综合竞争优势，道通充电桩产品凭借领先的技术优势，强大的市场布局能力，优异的产品性价比与高度的市场认可已跻身全球第一梯队。从此次中标 LAZParking 大额订单和 4 月初中标全球石油巨头直流充电解决方案巨额订单来看，尽管有关税扰动因素道通数字能源业务依然取得重大突破性进展。

叠加公司持续优化全球生产供应布局，适时调整产品定价机制，加速非美区域销售增长，利用极具优势的产品竞争力逆势加大数字能源解决方案销售，通过多维应对机制和战略组合拳，有效应对和化解关税扰动风险。

预计 2025Q1 业绩高增长，AI+机器人业务前景光明

公司公告 2025 年第一季度业绩保持快速增长，预计归母净利润达 1.8-2 亿元，同比增长 44.29%-60.32%。2024 年，道通成立道和通泰机器人子公司，已应用于中石油油田等重大项目，AI 驱动业务的第三发展曲线初见成效。公司的市场占有率和行业影响力持续提升，成长曲线持续开辟，成为应对外部风险的稳固基石。

风险提示：海外拓展不及预期；市场竞争加剧；公司研发不及预期风险。

【医药：阳光诺和(688621.SH)】转型创新研发，签单增速稳健保障未来成长——公司信息更新报告-20250414

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 汪晋（联系人）证书编号：S0790123050021

聚焦创新研发利润端阶段性下滑，签单增速稳健保障未来成长

2024 年，公司实现营收 10.78 亿元，同比增长 15.70%；归母净利润 1.77 亿元，同比下滑 3.98%；扣非归母净利润 1.65 亿元，同比下滑 8.31%。单看 2024Q4，公司实现营收 1.62 亿元，同比下滑 32.62%，环比下滑 54.27%；归母净利润-3027.9 万元，扣非归母净利润-3661.4 万元。2024 年，公司新签订单约 17.86 亿元，同比增长 18.74%；截至 2024 年底，累计存量订单约 32.73 亿元，同比增长 27.57%。

鉴于药学研究业务竞争激烈以及公司聚焦创新研发投入持续增加，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 2.00/2.48/3.15 亿元（原预计 3.63/4.72 亿元），EPS 为 1.79/2.22/2.81 元，当前股价对应 PE 为 23.9/19.3/15.2 倍，考虑公司签单增速稳健，维持“买入”评级。

药学研究业务转型创新发展，自研创新药管线持续推进

2024 年公司药学研究业务实现营收 5.59 亿元，同比下滑 1.74%；公司持续深化布局自研新药，2024 年研发费用约 1.72 亿元，同比增长约 39.02%。截至 2024 年年底，新立项自研项目达 89 项，累计已超 430 项。2024 年，公司取得生产批件的权益分成项目共 6 项，实现营业收入共 653.36 万元。同时，公司聚焦多肽、长效微球制剂、细胞治疗、小核酸以及核酸偶联药物等前沿领域，在研创新药项目 STC007 针对中重度瘙痒及镇痛处于 II 期临床，与艺妙神州合作研发的 CD19CAR-T 针对 SLE 处于 I 期临床，STC008 针对肿瘤恶液质处于 I 期临床。

临床试验与生物分析业务快速发展，已服务多个创新药项目

2024 年公司临床试验与生物分析服务实现营收 5.12 亿元，同比增长 41.19%。公司已搭建临床试验研发平台、数统分析平台、SMO 平台、第三方稽查平台 4 大专业平台，全国设立 19 个常驻点，已与 300 余家医院建立长期临床合作。公司通过多年的积累，已形成了丰富的创新药物及改良型新药的临床研究经验，服务范围广泛覆盖内分泌、镇痛、呼吸、肿瘤、心脑血管、泌尿系统等多个治疗领域。

风险提示：药物生产外包服务市场需求下降，核心成员流失等。

【食品饮料：安琪酵母(600298.SH)】2024 年企稳回升双加速，2025 年利润弹性有望释放——公司信息更新报告-20250414

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

2024 年收入、利润企稳回升，维持“买入”评级

2024 年公司营业总收入 152 亿元，同比+11.9%；扣非前后归母净利润 13.3、11.7 亿元，同比+4.1%、+5.8%。2024Q4 营收 42.9 亿元，同比+9.0%，扣非前后归母净利润 3.7、3.3 亿元，同比+3.7%、+12.0%。因固定资产转固、折旧略有增加，我们下调 2025-2026 年归母净利润预测至 17.05/21.54 亿元（前次 17.50/22.06 亿元），新增 2027 年归母净利润预测 25.74 亿元，对应 2025-2027 年 EPS1.96/2.48/2.96 元，当前股价对应 2025-2027 年 17.0/13.5/11.3 倍 PE，股权激励落地，确定性增强，利润弹性释放周期，维持“买入”评级。

国内增速企稳，国际快速增长

分业务看，2024 年酵母、制糖、包装、食品原料营收同比+14.2%、-26.1%、-2.8%、+31.7%，酵母主业保持较快稳定增长，制糖业务逐步剥离，食品原料类业务较高速增长。分季度看，公司从 2024Q1-2024Q3 公司营收加速增长，2024Q4 有所回落，主因制糖等业务逐步剥离。分区域看，2024 年国内、国际市场营收同比+7.5%、+19.4%，国内需求企稳回升、国际依然保持较快增长。

盈利能力平稳略降，后续有望恢复

2024 年归母净利率同比-0.64pct，其中公司毛利率同比-0.67pct，其中酵母主业、制糖、包装、食品原料毛利率分别-1.11、-1.38、-6.29、-4.82pct，2024 年毛利率略有下降，主因产品结构或价格略有下降，叠加原料、折旧等成本略有增长。销售、管理、研发、财务费用率分别同比+0.27、-0.14、-0.29、+0.30pct，费用率整体平稳略有上升。

成本下降、弹性释放，激励护航收入稳定增长

公司股权激励落地后，员工积极性明显提升，虽然短期公司组织架构调整预计对收入增速略有影响，但全年公司收入增长确定性依然较高。2025 年原料成本基本确定，糖蜜价格预计降 15%以上，利润弹性释放。

风险提示：汇率波动风险、降价风险、国际需求下降风险。

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