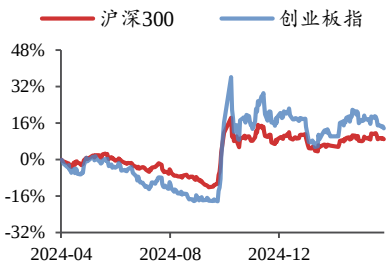


2025 年 03 月 31 日

开源晨会 0331

——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(%)
传媒	0.445
非银金融	-0.008
有色金属	-0.170
银行	-0.359
医药生物	-0.396

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
基础化工	-2.479
石油石化	-1.711
商贸零售	-1.603
综合	-1.600
煤炭	-1.548

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】关注欧洲财政转向的对华需求弹性——兼评 2 月企业利润数据-20250328

【策略】从景气预期看恒生科技和美股科技巨头——投资策略专题-20250330

【金融工程】成长与周期共振：基于业绩增速与景气定位的双因子协同——开源量化评论 (107) -20250330

行业公司

【化工】Q2 长协价格超预期，制冷剂长期逻辑进一步强化——氟化工行业周报-20250330

【建材】新一轮地产优化政策出台，重视建材布局机会——行业周报-20250330

【食品饮料】板块进入业绩披露期，建议低点加配布局——行业周报-20250330

【化工】本周尿素市场工业刚需强劲，尿素价格延续涨势——行业周报-20250330

【非银金融】股市改善驱动保险和券商年报增长，聚焦成长型标的——行业周报-20250330

【地产建筑】新房成交面积环比增长，杭州土拍市场火热——行业周报-20250330

【医药】脑机接口发展加速，商业落地前景可期——行业周报-20250330

【计算机】周观点：积极布局 AI 核心方向——行业周报-20250330

【地产建筑】首单消费公募 REITs 拟扩募，保障房 REIT 单周表现优异——行业周报-20250330

【电力设备与新能源】低空经济行业周报：(3 月第 4 周) 亿航获全球首张无人驾驶载人航空 OC，有望打开商业落地新局面——行业周报-20250330

【煤炭开采】港口煤价止跌暂稳，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250330

【化工】赢创、科思创 IPDI 产能突遭不可抗力，短期供给扰动有望推动价格上涨——行业点评报告-20250328

【食品饮料：天味食品(603317.SH)】2024 年目标顺利达成，盈利能力显著改善——公司信息更新报告-20250330

【传媒：心动公司(02400.HK)】“游戏+平台”飞轮效应逐步显现，驱动长期成长——港股公司信息更新报告-20250330

【医药：天坛生物(600161.SH)】2024 年业绩快速增长，盈利能力持续提升——公司信息更新报告-20250330

【家电：石头科技(688169.SH)】石头洗地机份额快速提升，有望成为第二增长曲线——公司深度报告-20250330

【煤炭开采：新奥股份(600803.SH)】私有化港股夯实一体化经营，高分红回报投资者——公司 2024 年报点评报告-20250330

【医药：康龙化成(300759.SZ)】收入同比增速逐季加快，新签订单稳健增长——公司信息更新报告-20250330

研报摘要

总量研究

【宏观经济】关注欧洲财政转向的对华需求弹性——兼评 2 月企业利润数据-20250328

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

事件：2025 年 1-2 月全国规模以上工业企业利润累计同比-0.3%，前值-3.3%；营业收入累计同比+2.8%，前值+2.1%。

2 月工业企业利润和营收增速延续回升

2025 年 1-2 月营收累计同比为 2.8%、较前值回升了 0.7 个百分点，利润总额累计同比为-0.3%，降幅延续收窄。拆分来看（利润增速=工业增加值*PPI*利润率同比），三因子对 1-2 月利润增速的贡献分别为+5.7、-2.2、-3.6 个百分点，量（工业增加值）的贡献仍高，价（PPI）负贡献边际收窄，利（利润率同比）由贡献转为拖累。亦需看到，外部环境不确定性仍存，加征关税对出口、企业生产及盈利的扰动将逐步显现，有待扩内需政策择机发力、促进工业企业效益稳定恢复。

利润格局：中游、公用事业占比提升

1、利润占比来看：1-2 月上游采掘加工、中游设备制造、下游消费制造、公用事业的利润占比分别为 29.9%、38.1%、21.1%、10.9%，分别较前值变动了-0.5、+0.2、+0.0、+0.3 个百分点。

2、利润增速来看：“两新”政策持续落地显效。有色涨价带动上游利润降幅收窄，1-2 月利润累计同比回升了 1.8 个百分点至-12.2%，行业层面有色采选、有色冶炼较前值提高了 51.8、5.3 个百分点，但煤炭采选、黑色采选仍较承压；中游受益于“两新”加快落地生效、利润明显改善，其中交运设备、仪器仪表、通用设备、专用设备边际上行 67.3、23.2、5.3、4.8 个百分点；下游利润略有放缓、利润累计同比下降了 1.3 个百分点至 0.8%，农副、汽车较前值提高了 38.0、19.7 个百分点，但未能抵消家具、纸制品、文教工美、皮革、纺织等行业的拖累。

库存周期：工业企业累库，关注欧洲财政转向的对华需求弹性

1、生产强于需求，工业企业小幅累库。2 月名义库存上升 0.9 个百分点至 4.2%，实际库存上升 0.8 个百分点至 6.4%。考虑到 2 月工企产销率为 95.5%、居历年同期次低，当前仍处于弱补库进程且可能为生产强于需求形成的累库。

2、关注欧洲财政转向的对华增量需求，电力设备（储能、电网）、轻工板块可能弹性较大。3 月 21 日，德国联邦参议院正式通过财政方案，包括放开国防债务限制、设立 5000 亿欧元特别基金、允许各联邦州新增债务。在特朗普全球范围加征关税的背景下，此次德国以及欧洲财政扩张或推动欧洲对华进口回升（2021-2024 年，欧盟对华进口依赖度从 8.5%降至 4.9%）。具体到受益行业，我们认为有 2 条分析思路，首先财政方案直投行业将拉动相应中国出口，其次宽财政有效传导并提振欧洲经济，该阶段“欧洲库存低+欧洲依赖对华进口”的行业需求弹性较大（受限于数据可得性，此处以德国制造业库存表征欧洲）。

3、首先看财政方案投向：主要包括国防、基建（公路、铁路、电网、学校等）、气候转型（可再生能源、绿色交通、碳中和工业等），依赖对华进口的电力设备板块有望直接受益。其中，欧洲光储已经历一段时间去库，SPE 预计 2025 年欧洲储能新增装机有望达到 28.7GWh、同比增速 28%；

4、其次看“库存低+依赖对华进口”指标：符合特征的行业主要为皮革、化纤长丝、服装、钢铁制品、家具等，2025 年 2 月德国库存分位数分别为 22%、59.4%、59.4%、78.6%，2024 全年欧盟对华依赖度分别为 25.2%、19.5%、15.3%、24.7%。

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】从景气预期看恒生科技和美股科技巨头——投资策略专题-20250330

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

3月两会日历效应明显，未来继续坚定“科技+消费”主线

我们在3.1报告中提出“市场的恐高情绪+阶段性获利了结+两会日历效应或将使得市场在近期有一个非常短期的盘整”，但同时我们也明确提出：本轮行情的核心驱动力没有变化，需要坚定牛市第二阶段的判断。近期中美股市的调整，投资者又对科技品种，尤其恒生科技的持续性产生了疑问。我们本次重点讨论恒生科技和美股巨头：通过引入“景气预期”行业比较框架视角，给投资者提供一个新的角度，去理解港股和美股科技股当前胜率上的不同。

“景气预期”行业比较：同时考虑当前和去年同期分析师预期的边际变化

“景气预期行业比较框架”与市场上其他基于分析师预期的行业比较框架相比的最大区别是，它不仅考虑了近期分析师预期的边际变化，还考虑了去年同期分析师预期的边际变化，因此对于行业预期在顶部、底部拐点时的边际变化都更加敏感。

景气预期指标对于股价的指引：（1）景气预期更容易成为“行情结束的领先指标”和“行情大底的确认指标”：即分析师的预期一旦不再持续上调，出现拐点后，接下来行情就容易出现结束；而“股价出现反转+景气预期也出现反转”出现时，我们就可以更大概率地确定行业的周期性大底出现。（2）“景气预期”指标带有一定的“动量”，可以指引行业是否在持续的产业趋势当中，帮助投资者判断未来的股价走势。

“景气预期”对恒生科技和美股七巨头的胜率指引

（1）恒生科技：景气预期指引下，恒生科技的胜率仍在震荡改善途中，并未给出负面指引信号。美股七巨头：景气预期指引下，美股七巨头的胜率或已出现弱化拐点，负面信号已经提前出现。

（2）从胜率上来看，当前恒生科技显著优于美股七巨头。从资产相关性上来看，投资者担忧美股七巨头未来若是继续下行，会对恒生科技的股价有负面影响，这一点确实客观存在；但在中国要素温和改善、海外要素阶段性冲击下，我们要“以我为主”，且中国股票资产在最近一年与美股、美债的相关性已经有所下降。同时“景气预期”指引下，当前恒生科技的胜率显著优于美股七巨头。

两会日历效应“小冲击”即将过去，长期持续关注“科技+消费”全年主线

市场的恐高情绪+阶段性获利了结+两会日历效应使得市场在近期出现了一个非常短期的盘整。但本轮行情的核心驱动力没有变化，需要坚定牛市第二阶段的判断。

“4”个行业方向：（1）科技成长“AI+、自主可控”：AI+赋能、机器人、半导体、信创、卫星；（2）消费“政策+内生复苏”：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理以及新消费；（3）成本改善驱动：养殖、航运港口、航空机场、饲料、电力、小金属；（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和下的预期差（对欧洲出口占比高品种）及小品类出海（如零食等）；

“1”个底仓逻辑：绝对收益思路下的中长期底仓，辅以提高股息优化思路增强底仓收益：沪深300增强、央企红利蓝筹。

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。

【金融工程】成长与周期共振：基于业绩增速与景气定位的双因子协同——开源量化评论（107）-20250330

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 王志豪（分析师）证书编号：S0790522070003

成长性：改进净利润增速因子提升收益稳健性

我们对原始净利润增速因子进行改进，原始净利润增速因子分母端是去年同期单季净利润绝对值，作为去量纲指标，单季度净利润负值比例较高且不稳定。因此，我们在分母端用净利润 TTM 替换。相较而言，净利润 TTM 正值比例更高且更加稳定，作为改进净利润增速因子中的去量纲指标，可以有效降低因子因分母端基数效应导致的异常值比例，从而提升因子稳定性。改进净利润增速因子 RankIC 均值 3.1%，RankICIR1.9，多空年化收益从 11.7% 提升至 13.6%，年化 IR 从 1.96 提升至 2.66。

周期性：景气周期因子定位个股业绩周期

我们通过单季度净利润占净利润 TTM 的比例作为景气周期因子，定位个股业绩周期位置，刻画个股业绩淡旺季状态。景气周期因子 RankIC 均值 3.7%，RankICIR2.8，多空年化收益 13.9%，年化 IR2.9，最大回撤 6.3%，出现在 2020 年下半年，月度胜率 77%。

成长与周期共振：周期成长因子表现稳健

考虑到景气周期因子与改进净利润增速因子，分别刻画个股单季净利润的存量与增量特征。景气周期衡量个股当前周期位置，改进净利润增速衡量个股成长性，我们将二者合成作为周期成长因子。周期成长因子 RankIC 均值 4.2%，RankICIR2.4。多空年化收益 18.8%，年化 IR3.5，最大回撤 7.9%，出现在 2021 年下半年，月度胜率 75%。在中证 500 中，周期成长因子指增组合超额年化收益 16.6%，超额年化 IR2.4，超额最大回撤 8.7%，指增组合超额表现稳健。分板块来看，周期成长因子在制造、周期、科技板块有效性较强；在金融、消费板块有效性较弱。

同逻辑可有效改善原始营收增速因子表现

我们将同逻辑同因子构建方式外拓至营收数据，构建营收景气周期因子与营收周期成长因子。相较于原始营收增速因子，同逻辑下构建的营收景气周期因子与营收周期成长因子，无论多头组还是多空组合，因子表现均有明显提升。本报告的逻辑，可为其他业绩增速类因子的改进提供借鉴。

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

【化工】Q2 长协价格超预期，制冷剂长期逻辑进一步强化——氟化工行业周报-20250330

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（3 月 24 日-3 月 28 日）行情回顾

本周氟化工指数下跌 0.25%，跑输上证综指 1.22%。本周（3 月 24 日-3 月 28 日）氟化工指数收于 3723.64 点，下跌 3.05%，跑输上证综指 2.65%，跑输沪深 300 指数 3.06%，跑输基础化工指数 2.50%，跑输新材料指数 1.72%。

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 3 月 28 日，萤石 97 湿粉市场均价 3,752 元/吨，较上周同期上涨 0.86%；3 月均价（截至 3 月 28 日）3,726 元/吨，同比上涨 12.19%；2025 年（截至 3 月 28 日）均价 3,690 元/吨，较 2024 年均价上涨 4.08%。

又据氟务在线跟踪，萤石市场僵持博弈，暂未有最新价格成交指引。

制冷剂：截至 03 月 28 日，（1）R32 价格、价差分别为 47,000、32,916 元/吨，较上周分别+3.30%、+4.12%；（2）R125 价格、价差分别为 45,000、25,276 元/吨，较上周分别+1.12%、+0.45%；（3）R134a 价格、价差分别为 46,500、26,694 元/吨，较上周分别+1.09%、-1.17%；（4）R410a 价格为 46,500 元/吨，较上周+3.33%；（5）R22 价格、价差分别为 36,000、25,519 元/吨，较上周分别+0.70%、+0.03%。其中外贸市场，（1）R32 外贸价格为 46,000 元/吨，较上周+2.22%；（2）R125 外贸价格为 45,000 元/吨，较上周+2.27%；（3）R134a 外贸价格为 45,000 元/吨，

较上周持平；(4) R410a 外贸价格为 46,000 元/吨，较上周+2.22%；(5) R22 外贸价格为 33,000 元/吨，较上周持平。

又据氟务在线跟踪，最新二季度制冷剂长协定价 R32 承兑价格 46600 元/吨（较一季度定价上调 6000 元/吨，环比增加 14.77%），R410a 承兑价格 47600 元/吨（较一季度定价上调 6000 元/吨，环比增加 14.42%）。受空调长协订单价格落实，市场信心逐步提升，流通渠道报盘水涨船高，3 月底市场报盘相较于月初提升明显，以 R32、R134a、R410 为例分别提升 3000 元/吨、1000 元/吨、1500 元/吨。外贸订单出口良好，因内贸上扬持续带动出口报盘，贸易市场存有积极低价促成交，以回笼资金情况，市场持续以刚需采购风格转变，库存逐步以企业掌控为主。

公司公告及行业新闻

【东岳集团】年度报告:公司 2024 年实现营收 141.81 亿元,同比+21.86%;实现净利润 8.11 亿元,同比+14.55%。

【新宙邦】年度报告:公司 2024 年实现营收 78.47 亿元,同比+4.85%;实现归母净利润 9.42 亿元,同比-6.83%。

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。

【建材】新一轮地产优化政策出台,重视建材布局机会——行业周报-20250330

张绪成(分析师)证书编号:S0790520020003

新一轮地产优化政策出台,重视建材布局机会

3 月 27 日,中国人民银行副行长宣昌能在博鳌亚洲论坛表示,当前国内外环境正在进行深刻变化,全球供应链不断受到影响。中国国内经济结构也在不断调整。在不确定性加大的背景下,中国明确适度宽松的货币政策。中国将根据国内外经济金融形势,择机降准降息。3 月 27 日,安徽省住建厅发布《推动经济持续回升向好细化政策举措》,其中提出,加大商品房促销力度,全面取消住房限制性措施,严格落实住房消费税收优惠政策,并推动“白名单”项目扩围增效,力争全省“白名单”授信总规模保持在 1700 亿元以上等举措。3 月 27 日,青岛市住房公积金管理中心发布《关于调整我市住房公积金贷款政策的通知》,其中提到,实施商品房现房住房公积金贷款支持政策,申贷时计算的贷款额度可上浮 10%,且可以与青岛市其他住房公积金贷款额度上浮政策叠加使用,叠加后贷款最高限额为 150 万元,并调整青岛市住房公积金贷款借款人年龄上限。3 月 26 日,北京土地市场发布了朝阳区平房乡黄杉木店住宅地块、孙河商业金融用地出让公告,其中对经营性用地交易规则进行了优化,新规不再区分竞得人是否为北京企业,也不再限制项目公司的成立数量与注册地点,外地企业在京拿地适度松绑。3 月 25 日,杭州市卖出 4 宗地块,全部溢价成交,平均溢价率 52%,共收金 101.53 亿元,其中水电新村地块,成交楼面价达 7.74 万元/平方米,成为杭州宅地新“地王”。消费建材板块推荐: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),三棵树,坚朗五金;受益标的:北新建材(石膏板龙头,收购嘉宝莉扩张涂料板块业务)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,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。无碱粗纱市场报盘主流暂稳,部分成交存灵活空间。受益标的:中国巨石、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,推荐:力诺药包;受益标的:山东药玻。

本周(2025 年 3 月 24 日至 3 月 28 日)建筑材料指数下跌 1.82%,沪深 300 指数上涨 0.01%,建筑材料指数跑输沪深 300 指数 1.84pct。近三个月来,沪深 300 指数下跌 1.65%,建筑材料指数下跌 0.08%,建材板块跑赢沪深 300 指数 1.57pct。近一年来,沪深 300 指数上涨 11.20%,建筑材料指数上涨 3.40%,建材板块跑输沪深 300 指

数 7.80pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 3 月 29 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 348.68 元/吨，环比下跌 1.21%；水泥-煤炭价差为 257.03 元/吨，环比下跌 1.14%；全国熟料库容比 50.28%，环比上升 2.02pct。

玻璃：截至 3 月 29 日，全国浮法玻璃现货均价为 1310.00 元/吨，环比上涨 8.00 元/吨，涨幅为 0.61%；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 10.64 元/重量箱，环比上涨 22.01%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 9.90 元/重量箱，环比上涨 4.96%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 12.25 元/重量箱，环比上涨 4.97%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 83.70 元/重量箱，环比上涨 0.13%。

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 4800-5400 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4950-5400 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 3 月 28 日，原油价格为 74.55 美元/桶，周环比上涨 2.35%，较 2025 年年初下跌 2.84%，同比下跌 12.51%；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。

【食品饮料】板块进入业绩披露期，建议低点加配布局——行业周报-20250330

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

核心观点：2024Q4 业绩分化，2025Q1 应是底部区间

3 月 24 日-3 月 28 日，食品饮料指数涨幅为 0.4%，一级子行业排名第 3，跑赢沪深 300 约 0.4pct，子行业中肉制品（+2.9%）、乳品（+2.1%）、啤酒（+2.0%）表现相对领先。本周多家食品类公司发布年报。从已公布的业绩来看，四季度业绩分化明显。（1）双汇发展 2024Q4 盈利全面改善，一方面肉制品吨利保持高位运行；另一方面得益于淡储旺销和核心渠道贡献，屠宰板块业绩明显改善。（2）天味食品 2024Q4 利润超此前业绩预告，收入端受益于需求旺盛，全年股权激励目标达成；利润端受益于原料成本价格下降，营运管理效率提升以及销售费用投放费效比提升，盈利能力明显改善。复调行业景气度延续，看好天味长期发展空间。（3）嘉必优 2024Q4 业绩增速创单季度新高，主要得益于国内市场新国标红利释放以及国际市场帝斯曼专利到期，大客户份额占比提升。公司资产重组方案获交易所受理，完成后有望完善嘉必优前端底层研发实力，AI 医疗应用端发展空间更大。（4）劲仔食品 2024Q4 新品销售进度略低于预期，同时渠道结构调整影响利润率水平，业务略低于市场预期。可关注公司后续各类产品销售情况，以及新子品牌势能建设情况。（5）广州酒家 2024Q4 业绩承压，餐饮板块虽表现较好，但不敌食品板块市场需求较弱下滑较多，同时市场竞争激烈，公司加大促销力度导致毛利率走低，利润承担较大压力。当前已经进入财报披露期，我们判断白酒企业 2024Q4 业绩压力普遍加大，主因多数酒企 2024H2 注重调节渠道秩序，下调全年目标来实现渠道库存良性发展。而多数食品企业 2024Q4 业绩表现较好，主因春节时间错配部分备货在四季度实现。往一季度展望，白酒企业同期基数较高，而 2025 年春节回款动销压力较大，白酒业绩应无太多亮眼表现，根据基数推断 2025H2 业绩增速大概率上行。大众品企业 2025Q1 在高基数以及节日错配的影响下，业绩增速可能普遍偏低，而后应是逐季走高。从业绩节奏判断，板块当前处于底部区间，建议低点加配，以白酒、啤酒、零食板块为主进行布局。

推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、甘源食品、西麦食品

(1) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(2) 贵州茅台：公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。(3) 甘源食品：公司持续保持营收稳定增长，出海战略初见成效，看好公司出海战略下的中长期发展。(4) 西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【化工】本周尿素市场工业刚需强劲，尿素价格延续涨势——行业周报-20250330

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 蒋跨越（分析师）证书编号：S0790523120001

本周行业观点 1：本周尿素市场工业刚需强劲，尿素价格延续涨势

据百川盈孚数据，截至 3 月 27 日，尿素市场均价为 1918 元/吨，较上周上涨 76 元/吨，涨幅 4.13%。主产区山东及两河中小颗粒主流成交价在 1860-1940 元/吨，较上周上涨 20-80 元/吨不等。周初受期货市场走强提振，现货交投氛围活跃，生产企业连续上调报价。随着价格持续冲高，下游跟进意愿趋于谨慎，市场成交节奏有所放缓。直至 3 月 26 日印度 IPL 最终发布了尿素进口招标，招标数量 150 万吨，其中，西海岸 80 万吨，东海岸 70 万吨，装运日期为 6 月 12 日，招标截止日期为 4 月 8 日，报价有效期至 4 月 15 日。印标消息的释放在一定程度上利好市场心态，刺激期货主力合约再度走强，同步带动现货交投氛围回暖。另外叠加近期东北地区终端备货需求有所启动，下游集中补库助推企业去库明显，在充足待发订单的支撑下，厂家挺价底气增强。推荐标的：华鲁恒升等。

本周行业新闻：年产 10 万吨己二腈项目开工

【己二腈】据化工新材料公众号消息，3 月 25 日，2025 年辽宁锦州市太和区一季度重点项目集中开复工暨辽宁省兰麒麟精细化工材料有限公司新建 10 万吨/年己二腈项目举行开工仪式。该项目选址锦州汤河子经济开发区化工园区，总投资 30 亿元，分两期建设。一期投资 12.8 亿元，新建年产 10 万吨己二腈装置，计划 2025 年 12 月末第一条 1 万吨生产线竣工投产；二期投资 17.2 亿元，建设年产 20 万吨尼龙 66，预计 2026 年 11 月 10 万吨生产线全线竣工投产。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团等；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云天化、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】远兴能源、三友化工等；【其他】黑猫股份、振华股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：彤程新材、阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、川发龙蟒、湖北宜化、盐湖股份等；【硅】新安股份；【纯碱&氯碱】中盐化工、新疆天业等。【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】华锦股份等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注 1。

【非银金融】股市改善驱动保险和券商年报增长，聚焦成长型标的——行业周报-20250330

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002 | 唐关勇（联系人）证书编号：S0790123070030

周观点：股市改善驱动保险和券商年报增长，聚焦成长型标的

本周年报密集发布，受益于股市改善，保险和券商 2024 年净利润均有较好增长，保险业绩 beta 弹性更强且

负债端保持高质量增长，假设下调对 EV 带来一定拖累；券商在衍生品扰动、公募降佣下业绩增速略低于我们预期。从 2025 年 1 季报展望看，金融科技、零售优势突出券商业绩有望受益于交易量高增实现较好增长，1 季度 A+H 权益市场整体向好，利好上市险企业绩。继续推荐高股息率、业绩稳健的江苏金租。中航产融公告拟以股东大会决议方式主动退市，3 月 31 日复盘。

券商：年报业绩增速略低于预期，零售优势突出券商业绩增速领航

(1) 本周日均股基成交额 1.50 万亿，环比-17%，偏股/非货币基金新发份额 136/301 亿份，环比-4%/-5%。(2) 截至 3 月 30 日，20 家已披露年报的上市券商 2024 年归母净利润 1125 亿，同比+15%略低于我们预期，4 季度净利润 305 亿，环比 3 季度+8% (3 季度扣除华泰证券出售资产的一次性投资收益)，投资收益、利息净收入和公募席位佣金表现略低于预期，4 季度股市波动加大或对衍生品业务带来拖累。头部券商中，国泰君安(+39%)、广发证券(+38%)、中国银河(+27%)和招商证券(+19%)归母净利润增速领先，招商证券、方正证券、国联民生和华林证券下半年代买证券款环比增幅超过 45%行业领先，零售客户入金规增长较快。(3) 中证协披露证券行业数据，2024 年证券行业净利润 1673 亿元，同比+21%，ROE5.5%，同比+0.7pct，经纪/投行/资管/大自营/利息净收入同比+17%/+45%/+7%/+43%/-6%，我们测算经纪净佣金率万 1.95，同比-5%预计主要受公募佣金影响，零售佣金率预计平稳。(4) 交易量改善有望驱动券商 1 季报增速较好，板块估值仍在低位，三条选股主线：金融科技、并购主线以及业绩弹性突出的零售优势券商。

保险：NBV 和净利润较好，分红表现分化，金监总局部署养老金融

(1) 本周上市险企全部披露年报，净利润和 NBV 增速基本符合我们预期。上市险企均下调投资收益率假设，假设下修对 EV 带来一定拖累，而 NBV 高增、投资偏差和价值调整的积极表现对冲了假设下调，多数险企 EV 实现正增长。分红表现分化：中国平安和中国太保依据营运利润稳健提升分红，其他险企分红增幅较高，新华保险保持分红率水平分红额高增。(2) 3 月 28 日金监总局发布《银行业保险业养老金融高质量发展实施方案》，支持资本实力较强保险机构稳健有序投资养老机构、康复医院等，推动银行保险机构积极参与多层次多支柱养老保险体系建设，丰富商业养老金融产品和服务供给。(3) 寿险 1 季度 NBV 增速或降档，权益资产弹性成为寿险标的重要影响因素，看好权益弹性突出、负债端平稳标的投资机会。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：香港交易所，指南针，东方证券；东方财富，财通证券；中国人寿，中国太保；江苏金租。

受益标的组合：九方智投控股，中国银河，招商证券；同花顺，国信证券，新华保险。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

【地产建筑】新房成交面积环比增长，杭州土拍市场火热——行业周报-20250330

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

核心观点：新房成交面积环比增长，杭州土拍市场火热

本周我们跟踪的 68 城新房成交同比下降，环比增长，20 城二手房成交面积同比增长，环比增长。土地成交面积同比增长，溢价率环比下降。国内信用债发行规模同比下降，本周财政部公布 1-2 月国有土地使用权出让收入，同比下降 15.7%。本周安徽提出推进存量商品房去库存，停止新建安置房，大力推行“房票”等货币化安置方式。杭州土拍市场火热，4 宗宅地出让，总出让面积 14240m²，总规划建筑面积 377818.9m²，总起始价约 94.44 亿元，4 宗地块均溢价成交，共收金 140.89 亿元。2025 年前两月销售初步企稳，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，维持行业“看好”评级。

土地出让收入同比下降，安徽大力推行“房票”等货币化安置方式

中央层面：财政部：1-2月，全国政府性基金预算收入6381亿元，同比下降10.7%。中央政府性基金预算收入808亿元，同比增长7.1%；地方政府性基金预算本级收入5573亿元，同比下降12.9%，其中，国有土地使用权出让收入4744亿元，同比下降15.7%

地方层面：浙江：省级各单位开展房产土地存量情况及使用情况摸底，制定房产土地盘活方案，推动房产土地优化配置，提升效益。安徽：推进存量商品房去库存。停止新建安置房，大力推行“房票”等货币化安置方式，鼓励各地加大“房票”优惠力度和覆盖范围。

市场端：土地成交面积同比增长，杭州土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025年第13周，全国68城商品住宅成交面积391万平米，同比下降19%，环比增加33%；从累计数值看，年初至今68城成交面积达3043万平米，累计同比下降3%。全国20城二手房成交面积为239万平米，同比增速+7%，前值+10%；年初至今累计成交面积2437万平米，同比增速+21%，前值+22%。

投资端：2025年第13周，全国100大中城市推出土地规划建筑面积1778万平方米，成交土地规划建筑面积2031万平方米，同比增加30%，成交溢价率为11%。一线城市成交土地规划建筑面积68万平方米，同比下降57%；二线城市成交土地规划建筑面积662万平方米，同比增加88%；三线城市成交土地规划建筑面积1301万平方米，同比增加24%。杭州：4宗宅地出让，总出让面积142400 m²，总规划建筑面积377818.9 m²，总起始价约94.44亿元。最终，4宗地块均溢价成交，共收金140.89亿元。至此，杭州3月土拍收官，总计揽金266亿元。

融资端：国内信用债发行规模同比下降

2025年第13周，信用债发行26亿元，同比减少85%，环比减少76%，平均加权利率2.67%，环比减少41BP。信用债累计发行规模902.9亿元，同比减少32%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【医药】脑机接口发展加速，商业落地前景可期——行业周报-20250330

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

脑机接口发展加速，商业落地前景可期

脑机接口（BCI）技术路径丰富，处于技术加速变革期。根据信号采集和输出方式不同，脑机接口技术可分为侵入、半侵入、非侵入，不同技术在信号质量、安全性、操作难度等方面各有优势，目前多模态联合应用成为信息交互的发展趋势。脑机接口核心技术壁垒集中于产业链中上游，主要包括硬件（电极、芯片）、脑机接口手术、脑电采集处理与分析。脑机接口技术主要功能可以归结为监测、替代、改善恢复、增强、补充，应用场景广泛。下游应用场景以医疗方向为主，2023年中国脑机接口医疗领域应用占比达到56%。BCI在医疗领域应用分为意识与认知障碍诊疗、精神疾病诊疗、肢体运动障碍诊疗、感觉缺陷诊疗四大类，并且神经调控技术多项适应症临床验证有效。

脑机接口收费立项，构建临床应用快车道

国家医保局于2025年3月11日发布《神经系统类医疗服务价格项目立项指南（试行）》，突破性地为脑机接口技术建立专项收费标准体系。此次政策创新破解了脑机接口技术“研发快、落地慢”的核心矛盾，通过建立专项收费标准体系，为医疗机构提供全流程合规定价依据。结合国家药监局同步推进的《脑机接口医疗器械行业标准》制定工作，形成“技术准入-质量管控-服务定价”三位一体的政策闭环，加速癫痫、帕金森等适应症治疗方案落地。

脑机接口企业快速发展，非侵入式产品成熟度较高

非侵入式脑机接口产品商业化进程领先，目前国内外已有多款产品面世；侵入式/半侵入式脑机接口发展相对迟缓，国内外领先公司处于产品注册或临床研究阶段，但未来发展前景广阔。

推荐及受益标的

推荐标的：科研服务：百普赛斯、毕得医药、皓元医药、奥浦迈、昊帆生物、阿拉丁；制药及生物制品：泽璟制药-U、诺诚健华、科伦博泰生物-B、和黄医药、海思科、艾力斯、人福医药、恩华药业、京新药业、健康元、兴齐眼药；原料药：普洛药业、健友股份、华海药业、奥锐特、博瑞医药；医疗器械：奥泰生物、安杰思、英科医疗、万孚生物、可孚医疗、圣湘生物、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜、康拓医疗；CXO：药明康德、药明合联、药明生物、泰格医药、博腾股份、泓博医药；中药：东阿阿胶、佐力药业、羚锐制药、悦康药业、方盛制药、江中药业、天士力；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、海吉亚医疗、锦欣生殖；零售药店：益丰药房。

风险提示：研发进度不及预期，伦理风险，市场需求风险。

【计算机】周观点：积极布局 AI 核心方向——行业周报-20250330

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2025.3.24-2025.3.28），沪深 300 指数上涨 0.01%，计算机指数下跌 4.89%。

周观点：积极布局 AI 核心方向

（1）国内外模型端不断迭代升级，推动应用端繁荣

3 月 26 日，GPT-4o 原生图像生成上线，支持语音/文字指令实时修改图像，生成质量远超 Gemini。据 OpenAI 官方说明，GPT-4o 在多个方面相较于过去的模型进行了改进，一是更好的文本集成；二是增强的上下文理解；三是改进的多对象绑定；四是多样化风格转化。此外，3 月 24 日晚，DeepSeek 发布 V3 模型小版本升级，新版本 DeepSeek-V3-0324 在模型参数上达到 685B，并采用 MIT 许可证，为用户带来全新体验。该版本重点提升了数学和编程能力，性能接近 Claude3.7Sonnet，且对用户免费开放使用。模型端的不断升级于改进，为应用端繁荣提供坚实基础，我们持续看好应用端投资机遇。

（2）边缘算力效率提升，端侧 AI 步入高速发展阶段

火山引擎与 Intel 联手打造的 AIoT 智变浪潮活动将于 4 月 2 日举办，会上火山引擎将发布“智跃计划”，通过落地方案和生态协同，助力硬件企业实现智能化升级。此外，根据驱动之家报道，小米真 AI 智能眼镜将于 4 月发布，作为小米首款真 AI 智能眼镜，将采用双芯架构，自带镜头，产品全面对标 MetaRay-ban，搭载 AI 功能、音频耳机模块、摄像头模块，并以小米自有品牌形式发布。随着 DeepSeek 等企业推动长思维链推理模型，同时边缘端算力效率提升、成本降低，端侧 AI 迎来新发展机遇。

投资建议

AI 应用端继续推荐金山办公、鼎捷数智、金蝶国际、科大讯飞、用友网络、合合信息、致远互联、同花顺、拓尔思、焦点科技、税友股份、上海钢联等，受益标的包括迈富时、泛微网络、高伟达、金桥信息、汉得信息、新致软件、汉王科技、汉仪股份、三六零、万兴科技、彩讯股份、福昕软件、普元信息、兴图新科等。

AI 基础设施推荐深信服、深桑达、淳中科技、海光信息、中科曙光、浪潮信息、神州数码等，受益标的包括云从科技、优刻得、青云科技、首都在线、科华数据、弘信电子、数据港、寒武纪、紫光股份、工业富联、景嘉微、卓易信息、远东股份等。

端侧 AI 推荐中科创达、软通动力，受益标的包括萤石网络、乐鑫科技、移远通信、美格智能、中科蓝讯、恒

玄科技、国光电器等。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【地产建筑】首单消费公募 REITs 拟扩募，保障房 REIT 单周表现优异——行业周报-20250330

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

首单消费公募 REITs 拟扩募，保障房 REIT 单周表现优异

2025 年第 13 周，中证 REITs（收盘）指数为 870.57，同比上涨 8.81%，环比上涨 1.26%；中证 REITs 全收益指数 1071.37，同比上涨 17.96%，环比上涨 1.26%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 6.54 亿份，同比增长 6.86%；成交额达 29.45 亿元，同比增长 20.65%；区间换手率 3.61%，同比下降 27.94%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+3.26%、-0.22%、+1.06%、+1.33%、+0.13%、+1.92%、+1.98%；一月涨跌幅分别为+3.46%、+0.48%、+3.13%、+4.57%、+4.17%、+6.46%、+0.31%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

首单消费公募 REITs 拟扩募，南方顺丰物流 REIT 披露认购申请比例结果

华夏华润商业 REIT 披露基金拟扩募公告，该 REIT 有望成为国内首单消费 REITs 扩募项目。本次扩募拟购入的资产为苏州昆山万象汇项目。新购入基础设施项目位于江苏省苏州市昆山市，扩充了本基金对不同城市消费基础设施的覆盖范围，可以有效分散本基金资产组合风险，有利于拓展基金持有的消费基础设施资产组合，使本基金在获取稳定现金流的同时兼具成长性。本周南方顺丰仓储物流 REIT 披露认购申请比例结果，战略投资者有效认购申请确认比例为 100%；网下投资者有效认购申请确认比例为 0.57226321%。

一周行情：保障房 REITs 单周上涨 3.26%，单月累计上涨 3.46%

2025 年第 13 周，中证 REITs（收盘）指数为 870.57，同比上涨 8.81%，环比上涨 1.26%，2024 年年初至今累计上涨 15.09%，同期沪深 300 指数累计上涨 14.11%，累计超额收益+0.98%；中证 REITs 全收益指数 1071.37，同比上涨 17.96%，环比上涨 1.26%，2024 年年初至今累计上涨 24.32%，同期沪深 300 指数累计上涨 14.11%，累计超额收益+10.21%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+3.26%、-0.22%、+1.06%、+1.33%、+0.13%、+1.92%、+1.98%；一月涨跌幅分别为+3.46%、+0.48%、+3.13%、+4.57%、+4.17%、+6.46%、+0.31%。

一级跟踪：17 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 13 周，共有 17 只 REITs 基金等待上市。本周华泰紫金苏州恒泰租赁住房封闭式基础设施证券投资基金首发申请已通过。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报：（3 月第 4 周）亿航获全球首张无人驾驶载人航空 OC，有望打开商业落地新局面——行业周报-20250330

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

亿航智能获全球首张无人驾驶载人航空 OC，有望打开商业落地新局面

3 月 28 日，亿航智能获全球首张无人驾驶载人航空 OC，其此前已于 2023 年 10 月获得全球首个无人驾驶载人 eVTOL 型号合格证（TC），并于 2024 年陆续取得生产许可证（PC）、标准适航证（AC），至此已获“四证集齐”，

预计 2025H2 进入规模化服务。同时，亿航资质闭环有望加速其他企业申请 OC 证的进程，推动行业从政策试点向商业化运营过渡。政策端，广东省、深圳市大鹏区发布政策支持低空应用场景发展；同时，各地低空招商持续推进，3 月 27 日，重庆巴南举办低空经济产业发展暨招商对接活动；3 月 27-29 日，武汉举办 2025 年低空经济创新生态大会。我们认为，低空经济已经迎来从宏观（国家层面产业规划）到中观（各地地方补贴）再到微观（基建主机招标、应用场景打造）的纵向落地，建议关注低空经济后续板块行情，推荐标的卧龙电驱、绿能慧充，受益标的：（1）低空制造：万丰奥威、宗申动力等；（2）低空基建：莱斯信息、深城交等；（3）低空运营：深圳机场、中信海直、祥源文旅、岭南股份、西域旅游等。

本周板块行情

3 月 24 日-3 月 28 日低空经济相关标的平均涨跌幅为-3.8%，其中涨幅前五标的分别为纳睿雷达（+11.0%）、广电计量（8.1%）、卧龙电驱（+8.1%）、岭南股份（+6.6%）、绿能慧充（+5.3%）；跌幅前五的标的分别为立航科技（-26.7%）、深城交（-19.4%）、金盾股份（-14.1%）、安达维尔（-10.4%）、广联航空（-10.2%）。

低空消费纳入国际消费中心建设框架，重庆巴南签约项目协议年产值 58 亿元

顶层设计上，3 月 26 日，国务院办公厅转发商务部《关于支持国际消费中心城市培育建设的若干措施》，首次将低空消费纳入国际消费中心建设框架。各地政策方面，3 月 25 日，深圳市大鹏新区推出《关于促进低空经济产业高质量发展的若干措施》，明确以最高 3000 万元的建设补贴支持无人机测试基地建设；3 月 24 日，广东省政府办公厅印发《广东省交通运输高质量发展三年行动方案（2025—2027 年）》，探索探索大湾区跨境低空飞行服务。微观落地方面，3 月 27 日，重庆市巴南区举办低空经济产业发展暨招商对接活动，签约 8 个低空经济重点项目，总投资超 42 亿元、协议年产值 58 亿元。同日，时的科技宣布完成上海大零号湾创投和紫峰资本联合投资的 B+ 轮融资。3 月 26 日，长源东谷子公司长源朗弘、亿航智能、鹏航智能、云枢智能合作打造的低空经济产业园运营基地项目签约仪式在老河口市举行。3 月 25 日，沃飞长空与四川航空集团有限责任公司旗下通航投资公司签署战略合作协议。3 月 24 日，成都首支联动低空经济基金完成首期注资。

风险提示：产业政策落地速度不及预期，低空应用场景在 C 端接受度不及预期。

【煤炭开采】港口煤价止跌暂稳，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250330

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：港口煤价止跌暂稳，否极泰来重视煤炭配置

本周煤价小幅回落，其中 CCTD 动力煤 Q5500 报价 676 元/吨，较上周环比下跌 6 元/吨，秦皇岛港 Q5500 山西产动力末煤报价 665 元/吨，较上周环比下跌 6 元/吨。本周后半周港口煤价暂稳，其中 CCTD 动力煤 Q5500 报价连续 3 日持平，秦皇岛港 Q5500 山西产动力末煤报价则连续 2 日持平。从供给端来看，截至 3 月 23 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 82.1%，环比下跌 0.5 个百分点，与 2024 年同期水平相近；截至 3 月 28 日，进口印尼 3800 大卡华南到岸价为 468 元/吨，较同品种内贸煤价格优势为-19 元/吨；进口澳洲 5500 大卡华南到岸价为 697 元/吨，较同品种内贸煤价格优势为 17 元/吨，进口煤到岸成本仍偏高，终端对进口煤的需求较为有限。从需求端来看，截至 3 月 27 日，沿海八省电厂日耗合计 184.4 万吨，环比下跌 7.6 万吨，周跌幅 3.96%，近期国内气温逐渐回升，居民用电和集中供暖需求逐渐走弱，终端日耗周期性回落，电厂整体库存持续去库后仍处于偏高水平；非电煤中本周国内水泥开工率 45.6%，环比上涨 3.32pct，甲醇开工率 75.6%，环比下跌 0.03pct，尿素开工率 86.2%，环比下跌 0.82pct。短期煤价仍处于磨底期，后续政策面和基本面变化有望进一步支撑煤价企稳反弹：（1）长协价上限支撑及煤企自救行为：近期港口现货价格已跌至港口年度长协上限 770 元/吨的临界值，若现货煤价进一步下跌，电厂购买现货意愿将有望增强，并且若煤价大幅跌破 770 元/吨，煤企或采取限产保价等自救行为；（2）年度长协体制维护：自 2017 年开始构建的年度长协煤机制卓有成效，政策一直向“煤电双方盈利平衡”努力，而不是“煤和电顾此失彼”，煤电之间存在盈利均分的平衡点，价格也会出现止跌企稳；（3）煤电价格联动机制：电厂历年不是天然的空头，尤其是政策出台的 303 号文和 1439 号文，共同构筑了“保煤价即是保电价”导向，而触发点

位恰为 770 元/吨；(4) 疆煤外运成本支撑：运输成本的刚性使疆煤出疆存在盈亏线，快速下跌煤价会触发疆煤发运量的减少，从而减少内地煤炭供给；(5) 煤油价格联动：我们梳理测算，68 美元/桶布油和 770 元/吨港口煤价做烯烃成本对等，在当前 80 美元/桶原油而 770 元/吨煤价下，煤化工成本优势明显。回溯 2023 年 6 月，秦港平仓价跌至 759 元/吨后迅速回升至 770 之上，彼时看到上述政策面和基本面的变化，当前煤价亦迎来企稳反弹。

投资逻辑：煤炭黄金时代 2.0，煤炭核心价值资产有望再起

煤炭股稳健红利投资逻辑：当前国内经济运行偏弱，海外面临特朗普上台之后关税政策打压，美国处于降息周期且国内利率也进入下行通道，煤炭稳健红利仍可配置，此外保险资金已在 24 年 11 月底完成考核，当前已开始新的布局期，煤炭等红利板块且国资背景风险小，或成为险资布局的首选方向。煤炭股周期弹性投资逻辑：3 月两会召开之后，无论动力煤还是炼焦煤价格均处于低位，随着供需基本面的持续改善，两类煤种有望企稳反弹，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤是完全弹性；当前宏观政策已表现力度很大，市场更期待政策落地后反映在需求上的真实效果，2025 年“两会”之后，政策方案落实以及开春施工季的来临，煤炭的需求和价格均有望体现出向上趋势，煤炭股周期属性将显现。煤炭板块有望迎来重新布局的起点：一是宏观政策利多和资本市场支持力度。2024 年 9 月 24 日以来，高层持续出台稳增长政策，降准降息，且加大房地产的支持政策，力度和密集程度高于以往，且强化对资本市场的重视和政策支持；二是高分红且多分红已成趋势。2024 年以来多家上市煤企公告中期分红方案（兖矿能源/陕西煤业/电投能源/冀中能源/上海能源/中煤能源/辽宁能源），凸显 2024 年市值管理改革对央企国企分红的促进作用；煤炭板块作为国资重地，积极响应政策号召，且有从央企向地方国企推开之势，未来分红比例及频次均有望持续提升，煤炭板块高分红高股息投资价值更加凸显。三是产业资本入局预示行情底部来临。2024 年下半年来，广汇能源、兖矿能源、平煤股份、淮北矿业等相继披露股东增持和上市公司回购方案，或预示产业资本认可当前为板块价值底部，且增持成本显著低于一级市场购买或二级资产注入，复盘历史股东增持后市场表现，后续股价上行概率或明显提高。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，红利逻辑：【中国神华、陕西煤业、中煤能源（分红潜力）】；主线二，周期逻辑：【平煤股份、淮北矿业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【广汇能源、新集能源】。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险。

【化工】赢创、科思创 IPDI 产能突遭不可抗力，短期供给扰动有望推动价格上涨——行业点评报告-20250328

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001 | 李思佳（联系人）
证书编号：S0790123070026

事件：赢创、科思创 IPDI 产能突遭不可抗力，推动市场价格上涨

据化工新材料公众号，3 月 24 日，赢创发布一则关于 VESTANAT? IPDI 的不可抗力声明。声明中显示，由于其供应商处出现了无法预见且不可避免的技术问题，对生产产生了直接的影响，故对 VESTANAT? IPDI 产品的供应宣布不可抗力。并表示接下来几周，将无法提供已确认或订购的该产品数量，以及无法确定这种情况将持续多久。3 月 25 日，科思创（上海）投资有限公司发布关于 IPDI 及其衍生产品的不可抗力声明。声明中显示，由于不可预见且不可避免的突发技术故障事件，其 IPDI 产量受到影响，因而不得不对 IPDI 及其衍生品宣布不可抗力。在不可抗力期间，无法保证准时交货。据百川盈孚数据，3 月 26 日，国内 IPDI 市场价格上涨，业者采买情绪良好，二级市场主流国产 IPDI 报盘由 3 月 25 日的 34000-38000 元/吨上升至 35000-39000 元/吨，均价上涨约 1000 元/吨。

IPDI 性能优异，适用于水性聚氨酯领域，未来需求增长空间广阔

异佛尔酮二异氰酸酯（IPDI）是一种脂环族的二异氰酸酯。据化工新材料公众号，目前，我国 IPDI 的应用主要集中在皮革、涂料、胶粘剂及油墨领域。（1）在水性合成革领域，IPDI 占据近 70% 的市场份额，由于其出色的耐候性和机械性能，浅色合成革几乎被 IPDI 垄断。（2）在涂料领域，IPDI 主要应用于汽车漆和木器漆，目前我国汽车原厂漆的水性化率已经超过 90%，但后市场修补漆的水性化率仅为 20%，仍有较大的提升空间；木器涂料的水性化率不足 10%，相较欧洲国家平均 40% 以上的水性化率，仍有较大差距。（3）在油墨领域，水性油墨市场将

成为 IPDI 下游市场的重要增长点。据率捷咨询公众号，受益于以水性材料为代表的健康聚氨酯需求的增长，2020 年至 2024 年中国 IPDI 的需求复合增速约为 9%，中国 IPDI 进口量年降率达 20%，出口增速高达 39%。

我国 IPDI 生产企业市占率有望提升，并受益于本轮价格上涨行情

IPDI 由于生产技术壁垒较高，目前全球仅有赢创（5 万吨/年）、科思创（3.5 万吨/年）、巴斯夫（5000 吨/年）、康睿（2 万吨/年）和万华化学（3 万吨/年）五家企业具备生产能力，全球现有产能合计约 14 万吨。2016 年，万华化学自主研发的 IPDI 生产线正式投产并产出合格产品，成为全球少数拥有“IPIN-IPDA-IPDI”全产业链核心技术的企业之一，打破国外垄断。目前，万华化学 IPDI 产能 3 万吨/年，占据中国 IPDI 市场接近七成的份额，并拟对现有装置改造扩能到 5 万吨/年。此外，新和成规划建设 IPDI 及上游 IPDA 产能。本次赢创 IPDI 产能不可抗力扰动，或将短期影响 IPDI 行业供给格局，我国 IPDI 生产企业市占率有望进一步提升并充分受益于 IPDI 价格上涨行情。

推荐标的：万华化学、新和成等。

风险提示：产品价格大幅波动，需求不及预期，行业竞争加剧等。

【食品饮料：天味食品(603317.SH)】2024 年目标顺利达成，盈利能力显著改善——公司信息更新报告-20250330

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方一苇（分析师）证书编号：S0790524030001

收入符合预期，利润表现超预期

公司 2024 年年报披露。2024 年公司营收/归母净利润 34.8/6.3 亿元（同比+10.4%/+36.8%）；2024Q4 营收/归母净利润 11.1/1.9 亿元（同比+21.6%/+41.0%）。此前已发布业绩预告，收入符合预期，利润超预期。因天味食品利润改善，结合公司 2025 年目标规划，我们上调 2025 年归母净利润预测，同时新增 2027 年预测，预测 2025-2027 年归母净利润 7.3/8.2/9.3 亿元（前次 2025 年预测值为 7.0 亿元），当前股价对应 2025-2027 年 20.3/18.0/16.0 倍 PE，维持“增持”评级。

春节备货需求旺盛，天味 2024 年股权激励目标如期达成

分品类：2024 年底料/中式菜品/香肠腊肉/其他调料营收分别同比+3.5%/+16.6%/+11.0%/-2.1%，2024Q4 营收分别同比+25.3%/+25.2%/-3.4%/-4.6%，火锅底料 2024Q4 逆转平淡态势，我们认为主要系：（1）商超促销+春节备货前置，终端需求好转；（2）天味挤压中小厂商份额，进行县乡渠道铺货，商超覆盖率增加；（3）公司对底料产品优化，厚火锅价格调整，性价比提升拉动销售。分渠道：2024 年线下/线上渠道营收分别同比增长 4.4%/51.7%。

受益成本下降+效率提升，2024 年盈利能力明显改善

2024Q4 毛利率/净利率同比+1.9pct/+3.8pct 至 39.8%/18.6%。2024Q4 盈利能力明显改善的主要原因系：（1）原材料综合采购成本下降带来的毛利率增加；（2）销售规模增长，规模效应释放；（3）营运管理效率提升以及销售费用投放费效比提升。2024 年销售/管理/财务费用率分别同比-0.95pct/-0.72pct/-0.31pct，研发费用率同比提升 0.18pct。

复调景气度延续，看好天味长期发展空间

据公司年报规划，2025 年公司收入/净利润同比增速均不低于 15%。目前公司在 C 端渠道地位逐步稳固，同时天味在抖音、小红书等电商渠道亦有突破，而小 B 渠道公司目前尚处于初步布局阶段，打法模式以团队组织考核摸索中。我们预计渠道布局完善叠加市场份额提升有望为公司稳健增长提供支撑。

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。

【传媒：心动公司(02400.HK)】“游戏+平台”飞轮效应逐步显现，驱动长期成长——港股公司信息更新报告

-20250330

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

游戏收入及毛利率提升亮眼，TapTap 延续高增长，维持“买入”评级

公司 2024 年实现营业收入 50.12 亿元（同比+48%），归母净利润 8.12 亿元（扭亏为盈，2023 年为-0.83 亿元）。公司业绩增长主要系自研游戏《出发吧麦芬》《心动小镇》《铃兰之剑》等表现良好，带动游戏业务收入及毛利率提升，以及 TapTap 用户增长驱动收入及利润提升所致。2024 年游戏业务收入 34.34 亿元（同比+64%），毛利率为 63%（同比+16pct）；TapTap 收入 15.78 亿元（同比+21.6%），毛利率为 84%（维持稳定）。我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 12.86/15.92/17.57 亿元，对应 EPS 分别为 2.6/3.2/3.6 元，当前股价对应 PE 分别为 11.5/9.3/8.4 倍，我们看好新游戏及 TapTap 继续驱动公司业绩增长，维持“买入”评级。

《心动小镇》有望成为下一款长青游戏，健康产品线继续驱动增长

2024 年公司收入前 5 大游戏为《出发吧麦芬》《香肠派对》《铃兰之剑》《火炬之光》《仙境传说 M》，《心动小镇》因 2024 年 7 月才上线，且有部分收入递延因此未进入前 5 大，同时《心动小镇》国际服有望 2025 年上线，《心动小镇》25 年收入贡献有望大幅提升。此外，公司储备游戏《伊瑟》计划 2025H2 上线国服，《RO2》有望 2026 年上线，继续驱动游戏业务增长。

TapTap 平台用户、收入增长可观，利润有望加速释放

2024 年 TapTap 平台 MAU 达 4405 万（同比+23%），平台用户规模进一步提升主要系：（1）国内游戏市场上线了多款热门新游戏，其中一些与 TapTap 达成了独家或深度合作；（2）自研游戏《心动小镇》在 TapTap 的独家上线带来了大量新用户；（3）公司增加了 TapTap 的营销活动，并引入了与热门游戏联合买量等新的营销方式。我们认为，凭借零分成优势及平台不断增长的游戏用户，TapTap 在游戏分发及游戏广告投放中有望越来越受到游戏厂商青睐，且平台广告价格及广告加载率均具备提升空间，平台收入规模有望保持持续增长，同时基于广告平台的经营杠杆效应，TapTap 净利润增速或更高。

风险提示：新游戏上线表现不及预期，TapTap 收入增长不及预期等。

【医药：天坛生物(600161.SH)】2024 年业绩快速增长，盈利能力持续提升——公司信息更新报告-20250330

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 阮帅（分析师）证书编号：S0790524040007

2024 年业绩快速增长，盈利能力持续提升

2024 年公司实现收入 60.32 亿元（同比+16.44%，下文都是同比口径），归母净利润 15.49 亿元（+39.58%），扣非归母净利润 15.19 亿元（+37.52%），毛利率 54.7%（+3.94pct），净利率 35.02%（+5.88pct）。2024Q4 公司收入 19.59 亿元（+69.06%），归母净利润 4.97 亿元（+123.58%），扣非归母净利润 4.75 亿元（+111.21%），毛利率 53.39%（-1.38pct），净利率 34.97%（+8.91pct）。我们看好公司的长期发展，维持 2025-2026 年的盈利预测，新增 2027 年的盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 17.39/21.94/24.9 亿元，当前股价对应 PE 为 23.4/18.5/16.3 倍，维持“买入”评级。

静丙实现快速放量，其他血液制品快速增长

2024 年公司人血白蛋白收入 25.1 亿元（+11.7%），毛利率 51.2%（+2.5pct），静注入免疫球蛋白收入 27.58 亿元（+18.9%），毛利率 56.95%（+6.58pct），主要系公司高浓度静丙放量导致，其他血液制品收入 7.45 亿元（+25.1%），毛利率 57.94%（-1.84pct），主要受注射用重组人凝血因子 VIII、人纤维蛋白原(层析法)等产品放量带动。2024 年公司血制品销量 1659.09 万瓶（+10.05%），产量 1790.71 万瓶（+17.53%）。2024 年公司核心子公司成都蓉生实现收入 60.17 亿元（+16.5%），净利润 22.81 亿元（+39.5%），净利率达到 37.9%（+6.2pct）。

研发投入持续增长，在研产品进展顺利

2024 年公司研发投入 3.17 亿元 (+21.14%)，占营收比例为 5.3%。目前公司在研包含血液制品和基因重组产品十余个，2024 年成都蓉生的皮下注射人免疫球蛋白提交上市申请，注射用重组人凝血因子 VIIa 于 2025 年 1 月提交上市申请。2024 年公司总浆站 107 家，在营浆站 85 家，采浆量 2781 吨 (+15.15%)，行业占比约 20%。2024 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 2.21%、7.97%、-0.55%，同比-3.01pct、-1.09pct、+0.41pct。

风险提示：采浆量增长不及预期、新产品上市不及预期、产品销售不及预期等。

【家电：石头科技(688169.SH)】石头洗地机份额快速提升，有望成为第二增长曲线——公司深度报告-20250330

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

石头洗地机份额快速提升，有望成为第二增长曲线，维持“买入”评级

2025 年 2 月石头品牌洗地机品类份额快速提升至行业第三，成为内销收入另一重要支柱。我们认为公司更积极的产品和销售策略正逐步在洗地机品类中奏效，同时扫地机品类的品牌效应正在拓展至其他新品类，助力公司收入稳增。公司作为 AI+机器人技术应用至 C 端的标杆企业，有望获得估值提升，我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 19.81/23.00/29.00 亿元，对应 EPS 分别为 10.72/12.45/15.70 元，当前股价对应 PE23.0/19.8/15.7 倍，维持“买入”评级。

石头洗地机份额持续提升、已成为公司第二增长曲线，新品继续拓展价格带

洗地机契合中国家庭的硬地地面，较好解决了“扫+拖”的需求，有望与扫地机一起对差异化人群和清洁区域形成清洁功能互补。根据奥维云网数据，2025 年 2 月石头品牌洗地机线上渠道销售额市占率达 13.1%，相比添可/追觅双寡头差距（分别为 37.1%/22.2%）进一步缩小，同时 2024 年全年洗地机产品内销收入占比预计已达 10%左右，逐渐成为内销又一重要业务支柱。从产品力看，公司产品亮点针对热水洗地、蒸汽洗地、超薄平躺、超强吸力以及污水箱防臭等方面打造，相比竞品有差异化竞争优势；分价格带看，A30 系列发布后石头在 1500-2000、2000-2500、2500-3000 元三个主流价位段中均实现了较好突破，2025M2 销量市占率分别达 13.9%/19.4%/18.9%，同比分别+11.4/+7.8/+12.9pcts，分列行业第三/第三/第二。2025 年 3 月公司继续发布新品 A30ProSteam/A30Pure，定价分别达 3299/1699 元，国补后继续分别锚定 2500-3000/1000-1500 元，价格带继续拓宽。我们看好公司站稳原价位段后拓展至更广阔的消费人群，不断提升品牌份额。

洗地机的成功背后是品牌力复用+更积极的策略所致，看好复刻至其他品类

我们认为公司洗地机业务取得较好成绩的原因，或系公司组织架构调整后，采用了更积极的产品和营销策略所致，包括完善产品价格带、差异化打造产品力、丰富销售渠道、加大品牌和流量投入等。在石头凭借扫地机品类站上全球销额第一之际，公司充分复用品牌势能、销售渠道和智能清洁技术，实现高质量洗地机产品的打造和热销。而在盈利能力方面，新品类规模逐渐提升后，有望通过规模效应、技术降本等方式不断降低成本，实现毛/净利率的持续提升。我们认为洗地机品类份额的持续提升或反映了公司在长期对扫地机产品力、品牌力进行培育和打造后，逐渐具备了对新品类的复制能力，看好公司持续将成功复制至洗衣机及更多其他新品类，逐渐成长为具有底层技术和品牌力支撑的多品类家电巨头。

风险提示：渠道拓展不及预期、海外需求不振、新品销售不及预期。

【煤炭开采：新奥股份(600803.SH)】私有化港股夯实一体化经营，高分红回报投资者——公司 2024 年报点评报告-20250330

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

私有化港股务实一体化经营，高分红回报投资者，维持“买入”评级

公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 1358.4 亿元，同比-5.5%；实现归母净利润 44.9 亿元，同比-36.6%；实现扣非后归母净利润 37.1 亿元，同比+50.9%；实现归母核心利润 51.4 亿元，同比-19.4%。单 Q4 来看，实现营业收入 371.3 亿元，环比+16.9%；实现归母净利润 10 亿元，环比+4.2%；实现扣非后归母净利润 7.7 亿元，环比-19.6%；实现归母核心利润 13.3 亿元，环比+18.7%。考虑到批发气量价齐跌，且不考虑私有化对业绩影响，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 51.1/57.8/60.7 亿元（2025-2026 年前值为 60.1/68.4 亿元），同比+13.6%/+13.2%/+5%，EPS 分别为 1.65/1.86/1.96 元，对应当前股价 PE 为 11.9/10.5/10 倍。公司天然气全产业链布局，一体化运营凸显优势，维持“买入”评级。

海内外平台交易气销量大幅提升，批发气量减价跌拖累业绩

（1）天然气平台交易气业务：销量方面，2024 年公司平台交易气销售气量达 55.68 亿方，同比+10.3%，其中海外平台交易气销售气量 21.67 亿方，同比+11.9%，国内平台交易气销售气量达 34.01 亿方，同比+9.3%；盈利方面，2024 年公司平台交易气售价 2.31 元/方，同比+9.7%，成本为 1.94 元/方，同比+12.2%，受成本涨幅明显影响，2024 年天然气平台交易气业务毛差 0.38 元/方，同比-1.4%。（2）零售业务：销量方面，2024 年公司零售气量 262 亿方，同比+4.2%，其中工商业用户零售气量 204.8 亿方，同比+5.1%，居民用户零售气量 54.7 亿方，同比+2.2%；盈利方面，2024 年公司零售气售价为 2.57 元/方，同比-7.1%，零售气成本为 2.26 元/方，同比-8%，受成本下行明显影响，2024 年公司零售气毛差 0.31 元/方，同比+0.5%。（3）批发业务：销量方面，2024 年公司批发气销售量 74.51 亿方，同比-12.1%；盈利方面，2024 年公司批发气售价 3.17 元/方，同比-7.8%，批发气成本 3.16 元/方，同比-4%，受批发气售价下滑影响，2024 年公司批发气毛差缩窄至 0.01 元/方，同比-92%。

舟山接收站处理能力有望进一步提升，加大分红力度回报投资者

（1）舟山接收站处理能力有望提升：舟山接收站目前实际处理能力可达 750 万吨/年，配套海底管道输配能力达 80 亿方/年。三期项目已于 2022 年 10 月开工建设，预计将在 2025 年下半年投产，投用后实际处理能力累计可超过 1000 万吨/年。（2）加大分红力度回报投资者：2024 年公司分红比例达 70.41%（包括年度分红和特别派息），较 2023 年提高 30.86pct，以 3 月 27 日收盘价计算，当前公司股息率达 5.2%；2026-2028 年公司每年现金分红比例不少于当年归属于上市公司股东的核心利润的 50%，高股息有望带动公司价值提升。（3）实施重大资产购买推动上下游一体化：公司拟通过全资子公司新能香港作为要约人，通过协议安排方式将新奥能源私有化，支付对价为其支付的现金对价及新奥股份发行的 H 股，本次私有化完成后新奥股份 H 股将以介绍方式上市。新奥能源作为国内规模最大的清洁能源分销商之一，拥有强大的天然气分销网络和相关基础设施，有助于公司在天然气领域构建更为完善的产业链布局。

风险提示：平台交易气业务发展不及预期；产品价差缩窄风险；政策风险；宏观经济与市场环境变化风险。

【医药：康龙化成(300759.SZ)】收入同比增速逐季加快，新签订单稳健增长——公司信息更新报告-20250330

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

业绩整体逐季度改善，新签订单同比稳健增长

2024 年公司实现营业收入 122.76 亿元，同比增长 6.4%；实现归母净利润 17.93 亿元，同比增长 12.0%；实现经调整 Non-IFRS 归母净利润 16.07 亿元，同比下滑 15.6%。单看 2024Q4，实现营业收入 34.59 亿元，同比上涨 16.2%，环比增长 7.7%；实现归母净利润 3.7 亿元，同比下滑 19.6%，环比增长 20.48%；实现经调整 Non-IFRS 归母净利润 5.0 亿元，同比增长 1.8%，环比增长 19.8%。随着全球生物医药行业投融资的初步复苏，公司 2024 年新签订单同比增长超 20%，收入同比增速逐季加快。考虑行业下游复苏传导到公司业绩仍需一定时间，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 17.71/22.74/27.82 亿元（原预计 20.03/23.98 亿元），EPS 为 1.00/1.28/1.56 元，当前股价对应 PE 为 27.3/21.2/17.4 倍，考虑公司业绩逐季度改善，新签订单稳健增长，维持“买入”评级。

实验室与 CMC 业务新签订单同比增长稳健，收入同比增速逐季加快

2024 年，实验室服务实现营收 70.5 亿元，同比增长 5.8%；单 2024Q4 实现营收 18.3 亿元，同比增长 14.9%，收入同比增速逐季加快；2024 年实验室服务新签订单同比增长 15%，整体增速稳健。2024 年 CMC 业务实现营收 29.9 亿元，同比增长 10.2%；2024Q4 实现营收 10.1 亿元，同比增长 26.9%；2024 年，CMC 板块新签订单强劲增长 35%+，大规模新药生产项目持续增加。

临床研究服务进入高质量发展阶段，大分子与 CGT 业务新产能逐渐释放

2024 年，临床研究服务实现营收 18.3 亿元，同比增长 5.1%。截至 2024 年底，公司临床试验服务正在进行的项目达到 1062 个；SMO 服务项目超 1600 个，覆盖中国约 150 个城市的 670 家医院和临床试验中心。2024 年，大分子和 CGT 两块新业务合计实现营收 4.1 亿元，同比下滑 4.2%，宁波大分子药物开发和生产服务平台与加利福尼亚州 Carlsbad 的体内毒理研究中心已部分投入使用。

风险提示：订单交付不及预期；核心技术人员流失；环保和安全生产风险。

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