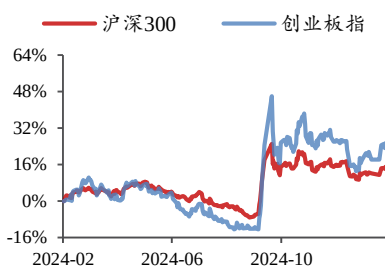


沪深300及创业板指数近1年走势



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	3.103
电子	2.670
计算机	2.559
传媒	1.899
电力设备	1.544

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	-0.624
煤炭	-0.424
纺织服饰	-0.251
交通运输	0.045
石油石化	0.145

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】变中求进，定中谋新——2025 年宏观经济的“变”与“定”-20250212

【策略】从政策博弈到基本面突围——寻找“预期差”——春季投资策略-20250212

【固定收益】2025 年的三个关键变化——固收定期策略-20250212

行业公司

【银行】2024 年银行资产负债安排收官回顾与 2025 年展望——行业深度报告
-20250212

【电子】AI+端侧之眼镜：视觉大模型见你所见，随身随行的视觉感知触角——行业点评报告-20250212

【机械：震裕科技(300953.SZ)】精密零部件隐形冠军，人形机器人黑马崭露头角——公司首次覆盖报告-20250212

【化工：盐湖股份(000792.SZ)】钾锂双擎驱动，五矿入主打造世界级盐湖产业基地——公司首次覆盖报告-20250212

【医药：昆药集团(600422.SH)】2024 年利润超预期增长，2025 年轻装上阵稳步向前——公司信息更新报告-20250211

研报摘要

总量研究

【宏观经济】变中求进，定中谋新——2025年宏观经济的“变”与“定”-20250212

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002 | 潘纬桢（分析师）证书编号：S0790524040006 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

一、全球宏观环境：分化与变化的世界格局

1、全球经济复苏分化。不同收入水平国家间的经济增速分化；主要发达经济体复苏不均，美国明显占优。

2、美国经济韧性回落，美联储降息可能先慢后快。美国劳动力市场保持强劲，经济实现软着陆可能性较大。降息或先慢后快，总体 1-2 次。

3、欧洲复苏前景惨淡，欧央行预计持续降息。欧元区经济增长疲软，德国甚至负增长，欧央行 2025 年或将进一步降息 2-3 次。

4、日本经济持续修复，日央行或稳步加息。居民薪资增速稳步上升，日本核心 CPI 超过 2%，日央行或将在 2025 年稳步加息。

二、中国宏观经济：以我为主，韧性犹存

1、后发经济体存在追赶周期：阶段二经济收敛速度较快，阶段三逐渐回落到和发达国家相仿的水平，日本、韩国、中国香港、中国台湾、新加坡均符合这一规律。我国目前处于高速追赶平台期后半段靠近第三阶段的位置，需警惕落入中等收入陷阱的风险。

2、我国潜在增速仍高，要避免产出缺口为负——对应逆周期调节、扩大内需是确定性。

(1)我国目前潜在增速小幅高于 5%，需避免产出缺口为负，有待实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，加强超常规逆周期调节。

(2)中央经济工作会议提“适时降准降息”、“提高赤字率”，指向 2025 年将宽货币、宽财政：降准降息或适时落地；财政有望扩张，包含一般赤字、专项债、超长期特别国债、特别国债的广义赤字率或将突破 8%；测算四类消费政策有望拉动社零 1.4 个百分点，GDP0.5 个百分点。

3、大力发展新质生产力，推动技术创新——对应科技是确定性。2023 年我国 TFP 已回升至约 0.8%，全要素生产率或迎来新一轮上行。

4、地产、化债等风险有所缓解。地产量价数据有所改善，化债资金有序下达。

三、中美经贸关系：中美博弈，变中求进

1、关税政策的“蛇影”：

(1)特朗普上一任期，对华关税共进行四轮加征，平均关税约上升 16.2 个百分点。美国统计口径下，关税拖累美国对华进口增速 8.7 个百分点；我国统计口径下，拖累我国对美出口 4.7 个百分点。

(2)关税是手段而不是最终目的，主要服务于减少贸易逆差、促进美国制造业回流，还可以作为特朗普实现其它政治目的的有效谈判手段。

3)美对华继续加征 10%关税，美国统计口径和中国统计口径下，对我国 GDP 总体拖累分别约为 0.23 和 0.12

个百分点，影响相对可控。

2、中国的应对之道：

(1)客观看，世界离不开中国，中国制造业占比远超其他经济体，且不断增大制造业研发投入。

(2)对外可扩大贸易对象对冲美国关税冲击。中国将深化同欧盟、东盟等第三世界国家合作，分散风险。

(3)对内可进行超常规逆周期调节，包括更大力度的财政和货币政策，以及大力提振消费；推动核心技术突破，构建自主可控的产业链。

(4)博弈背后的长期趋势：逆全球化背景下，各国将更重视区域化、本土化。中国未来经济发展将逐渐从外需驱动转向内需驱动。

四、投资策略：变中求进下的机遇与布局

1、把握确定性方向。消费：以旧换新利好领域、大众消费品等。科技：人工智能、数字经济、低空经济、具身智能、半导体、新能源等。

2、捕捉波动性机会。超常规逆周期调节：大幅降准降息利好小票；财政扩张利好周期、消费；应对波动性的黄金、红利、主题投资机会等。

风险提示：国内政策不及预期，美国经济超预期衰退。

【策略】从政策博弈到基本面突围——寻找“预期差”——春季投资策略-20250212

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 曹晋（联系人）证书编号：S0790124080011

1. 2025 年叙事：政策积极下的三大镜像+“以我为主”

国内三大镜像深化：①从低通胀到温和通胀；②从经济低预期（盈利持续下调）到经济超预期；③从风格的极致（机会集中）到风格的分散（机会丰富）。坚定政策信心，降低斜率预期，财政的重心在“扩大内需”；货币端“宽信用”重于“宽货币”。A 股进入牛市第二阶段。

海外的两个镜像斜率变化：前期对于海外“经济&政治”的两大镜像判断均已兑现，展望二季度美联储降息趋缓、地缘极化趋紧，我们认为关税仍是手段而非目的。资产价格而言，美元相对强势期仍在，美股估值或受 DeepSeek 引发的 AI 新逻辑挑战。

2. 政策博弈>基本面的市场下，挖掘预期差投资机会

前期市场的一大特征是：政策博弈大于了基本面博弈。博弈政策是为了判断“盈利底”，但盈利周期的弹性越来越弱，“盈利底”即便到来，总量上的弹性也与以往不可比。盈利弹性不足+前期市场已经历过较强政策预期博弈，接下来进一步博弈政策性价比不足。挖掘基本面预期差：从 ROE 视角寻找基本面预期差，关注“资产周转率（收入维度）”和“销售利润率（成本维度）”：

AI+赋能：Deepseek 催化应用链，真正使得“AI+赋能”成为落地的可能，关注半导体、机器人、智能驾驶及 AI 终端产业链。

化债缓解下的消费：一个预期差：债务压力越高的省份，社零下行幅度越显著。关注前期压制显著的消费品种的内生性复苏。

成本改善驱动：收入弹性变低后，盈利的改善对成本端就更为敏感，通过成本端视角寻找销售利润率能够改善的品种。

业绩超预期：“基本面+技术面双击”筛选超预期股票，进一步选超预期行业：超预期占比更高的行业蕴含着

更强的超预期特征。

政策推动每年或将有超万亿增量资金，红利资产绝对收益地位强化但 2025 年有绝对收益或没有相对收益，主线为“科技+消费”。

关税迷雾暂遮眼，出海开辟新征程：基于对两大预期差的把握，建立关税扰动“行业系统性应对”体系，坚定看好出海方向。

3.行业配置“4+1”建议：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；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：关税扰动缓解下的预期差（如家电、汽车等）及小品类出海（如零食等）；⑤中长期底仓：沪深 300 增强、央国企红利蓝筹。

风险提示：宏观政策超预期变动放大市场波动。全球流动性及地缘政治恶化风险。测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

【固定收益】2025 年的三个关键变化——固收定期策略-20250212

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002

1.变化一：上产能，过去式；促消费，进行时。

2020 年 4 月 10 日，《国家中长期经济社会发展战略若干重大问题》提出“第一，坚定实施扩大内需战略；第二，优化和稳定产业链、供应链”。

2024 年 12 月 12 日，中央经济工作会议，提出“一是大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求；二是以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系，综合整治“内卷式”竞争”。

2.变化二：紧信用、紧财政，转向宽信用、宽财政&现金流量表改善。

（1）增加补贴、促进消费，改善消费类企业的现金流量表；（2）降息，减少利息支出，改善居民、企业的现金流量表；（3）推进处置存量商品房工作，加大收储力度，改善房地产企业的现金流量表。

“现金流量表”改善，居民、企业真正拿到钱，是消费、民间投资回升的基础；“现金流量表”改善，而非 GDP，是我们看好 2025 年中国经济的核心原因之一。

3.变化三：2025 年，一线城市地产价格变化。

一线城市地产销量，是地产周期的领先指标。关注一线城市销量回升到价格回升的传导情况。

4.债券收益率上行的两种路径：资金收紧或基本面回升。

当前“长端-短端”的期限利差，已经处于历史低位。未来债市收益率继续上行，需要两种条件：

（1）资金持续收紧，类似 2016 年底，资金-短端-长端；

（2）基本面回升（宽信用+宽财政），类似 2020 年 5 月、2009 年 1 月，长端的“远期降息预期”下降（宽货币预期）。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【银行】2024 年银行资产负债安排收官回顾与 2025 年展望——行业深度报告-20250212

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 朱晓云（分析师）证书编号：S0790524070010 | 丁黄石（分析师）

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

4 / 10

证书编号：S0790524040004

资产端：扩表放缓、结构优化、流转加强

2024 年银行“以量补价”策略难持续，部分银行阶段性缩表，股份行资产增速较低，国有大行增加债券投资支撑扩表；资产结构上，同业资产：国股行份额收缩，主要是手工补息整改、存款脱媒导致资金稳定性减弱，带来流动性管理的需要；贷款：部分银行压降票据等低收益贷款，低价供给贷款行为减少，新增贷款的季节性波动减弱；金融投资：存量投资以国债、地方债配置为主，继续压降非标。存量资产流转加强，尤其农商行处置 AC 账户投资产生的收益明显提高。

负债端：管控高息存款之年，存款脱媒与主动管理并存

2024 年银行存款竞争压力突出，派生不足、分布不均。监管规范高息存款套利的行为影响显著：（1）保险协议存款明确口径调整：保险资管资金应计入“同业存款”科目；（2）“手工补息”整改影响较大，约有 20 万亿元的银行存款受到影响；（3）非银存款纳入自律，影响货基存款 5.5 万亿元，其中活期约 1.7 万亿元，定期约 3.8 万亿元。影响理财存款 7.2 万亿元，推测其中活期存放约为 3 万亿元，受新规落地影响，12 月大行非银存款明显加速流出。部分银行主动调整负债结构，压降高息存款、灵活使用市场化资金，存款规模降速同时成本改善。

定价与指标：贷款基准换锚，存款基本全部纳入自律，监管指标基本稳定

LPR 在 2024 年与 MLF 脱钩，贷款定价市场化程度有望提高，2024 年 12 月新发按揭贷款利率阶段性企稳；存款目前仅剩同业定期、国库招标等少数品类暂未设置自律上限；上市银行流动性风险指标 LCR、NSFR 整体稳定，期限错配拉大后部分银行利率风险指标承压，资本充足压力整体减轻。

2025 年银行资产负债管理十大展望：精细化与前瞻性的考验

（1）信贷：全年增速或有放缓，节奏适当靠前，开门红力度不低；（2）存款：形势或好于 2024 年，银行将更关注成本管控；（3）收入结构：RAROC 作为指挥棒，继续灵活拓展收入来源，非息收入贡献可能进一步提高；（4）同业资负：资产（含同业投资）继续收缩，负债灵活运用，NCD 供给力度或偏强；（5）净息差：预计较 2024 年继续收窄 10-15BP，存款成本或有明显改善；（6）债券投资：配置盘节奏靠前，继续扩大类交易户（FVOCI），品种上适度增加信用类。关注大行利率风险及中小行债券估值和盈利波动问题；（7）流动性：考验司库运营效率，在“适度宽松”的货币政策环境中，快速消化存量高成本负债；（8）资本：阶段性压力减轻，大行注资后不紧缺，中小行仍会市场化发行资本债；（9）汇率影响：压力大时，央行或指导融出资金价格及开展货币掉期，关注外币存贷比平衡；（10）表外理财：收益趋降、规模缓增，关注存款到期及信托整改进度。

投资建议：股息确定性上佳，关注新变量、布局新动能，我们仍然看好银行板块绝对收益表现。推荐中信银行、苏州银行，受益标的：农业银行、招商银行、江苏银行、北京银行、成都银行、渝农商行等。

风险提示：宏观经济下行、净息差降幅超预期、利率波动导致非息收入下滑等。

【电子】AI+端侧之眼镜：视觉大模型见你所见，随身随行的视觉感知触角——行业点评报告-20250212

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 仇方君（联系人）证书编号：S0790125020002

如何解读 AI 眼镜产业趋势：第一款成功单品已现，视觉模型的理想搭载体

Meta 雷朋眼镜的成功，全球点燃了行业对 AI 眼镜产品的探索。据维深 XR 统计，2024 年全球 AI 智能眼镜销量 152 万台，销量主要来自于雷朋 Meta 智能眼镜，预计 2025 年全球 AI 智能眼镜销量 350 万台，增量主要来自于雷朋 Meta 的销量持续增长以及三星、小米等大厂入局。此外，从 Llama 到豆包，视觉模型的成熟赋予了眼镜这一离用户的双眼最近的外设以智能视觉感知的功能。回顾 AI 眼镜板块行情，在豆包 12 月 18 日发布视觉理解模型掀起了高潮，2 月 10 日，豆包再次发布 VideoWorld 视频生成模型，以下围棋和机器人操控两个场景为例，展现了视频生成模型对视觉信息的学习和预测能力。目前，已经上市销售的国产 AI 眼镜主要为雷鸟 V3。后续，2 月小米

眼镜或将与小米 15Ultra 同台亮相，小度眼镜或将于 25H1 上市，RokidGlasses 将于 25Q2 开售，大厂完备的生态建设和硬件布局有望给眼镜单品带来新的叙事，近期可把握大厂新品发布和视觉模型新进展两条主线。

为何需要 AI 眼镜：如影随行+见你所见+解放双手+手机的视觉感知触角

(1) 随身的视觉感知触角：相比手机通过拍摄功能分析周边环境，眼镜更具备从用户的角度观察周边环境的天然优势，并可与手机 AIAgent 功能形成良好的联动，根据用户周边的环境给出个性化建议。(2) 解放双手：在道路导航、面对面会议等场景，如配合上主动显示的功能，AI 眼镜可以在这部分使用场景解放用户的双手和注意力。

产业链猜想：轻量化+续航差痛点亟待解决，变色、眼动等功能 PLUS 在路上，AR 仍是最终的理想形态

眼镜的随身携带的属性对重量和外形提出了较高的考验，因此也限制了电池续航以及复杂的 AR 显示模组的搭载，对此厂商提出了手机、充电宝给眼镜充电（如雷鸟 V3），轻 AR 显示（如 Rokid）等折中方案。(1) ODM&品牌：作为新型终端，与头部品牌合作的 ODM 或掌握更多 Knowhow 从而建立先发优势。(2) 眼动追踪：眼动追踪预测用户的状态和需求，进行更好的响应和交互，如 MetaOrion 即支持眼动追踪。(3) 电致变色：针对 AR 产品，变色后可获得更好的显示效果，减少环境光的干扰。(4) 摄像头：视觉感知的核心器件，后续像素有望升级。

(5) SoC：对 ISP 功能提出需求，若后续眼镜需要蜂窝通信（上网、接打电话）和显示功能，基带和 GPU 或也将需要集成至 SoC 中。(6) AR 显示：若成本、续航等因素允许，带有显示的 AI 眼镜将完成视觉信号从输入到输出的闭环，从而形成眼镜最终的理想形态。

受益标的：(1) ODM&品牌：小米集团、歌尔股份、舜宇光学科技、龙旗科技、华勤技术、环旭电子、漫步者、亿道信息、国光电器、佳禾智能、朗科科技；(2) 电致变色：日久光电；(3) 眼动追踪：虹软科技；(4) 摄像头：舜宇光学科技、欧菲光、韦尔股份、思特威、宇瞳光学；(5) SoC：恒玄科技、翱捷科技、中科蓝讯、星辰科技、富瀚微；(6) AR 光波导：舜宇光学科技、歌尔股份、水晶光电、蓝特光学；(7) 结构件：领益智造、蓝思科技、福立旺、长盈精密、精研科技；(8) 镜片：博士眼镜、明月镜片；(9) 其他 IC：艾为电子、敏芯股份。

风险提示：下游客户需求不及预期；汇率波动风险；产业发展进程不及预期。

【机械：震裕科技(300953.SZ)】精密零部件隐形冠军，人形机器人黑马崭露头角——公司首次覆盖报告-20250212

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 罗悦（分析师）证书编号：S0790524090001

精密零部件隐形冠军，业绩强势增长

公司是精密模具产业链解决方案供应商，主营业务为精密模具、电机铁芯及锂电池精密结构件，与全球头部汽车厂、电池厂客户长期合作。2024 年前三季度公司实现收入 50.1 亿元，同比增长 17.3%，归母净利润 1.7 亿元，同比增长 214.4%，受益大客户拓展及自动化产线升级，业绩强势增长。2024 年 8 月公司发布股权激励计划，业绩考核要求 2024-2026 年净利润中位数为 2.88/3.44/4.14 亿元，复合增速 20%，彰显成长信心。公司主业企稳向上，并大力布局人形机器人产业链，受益人形机器人产业化及 ASP 提升双击。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 2.5/4.0/5.2 亿元，对应 PE 为 61.6/38.7/29.7 倍，首次覆盖予以“买入”评级。

大力布局人形机器人产业链，精密制造能力延伸至机器人丝杠

行星滚柱丝杠为人形机器人价值量最高、最值得关注的零部件，ASP 达 2.5 万元，占到人形机器人 BOM 成本约 20%，特斯拉机器人历次迭代最大的边际变化就是丝杠用量持续增加。综合人形机器人算法、传感能力及量产降本维度考虑，我们预计人形机器人丝杠精度需达到 C5 级-C3 级。该精度范围在丝杠领域属于中高端产品，技术壁垒高，其中设计能力、原材料选型、热处理、设备定制及改造能力、加工刀具、精密检测能力等为核心控制点。公司基于精密制造能力的积累，将现有技术拓展至丝杠领域并取得重大突破，目前已建成行星滚柱丝杠半自动生

产线，完成整套标品开发，客户送样及小批量试制取得积极进展。

具备执行器解决方案底层能力，人形机器人黑马崭露头角

执行器是人形机器人成本占比最高的环节，且随着机器人放量，软件端成本占比持续下降，执行器成本占比相对提升。按照人形机器人量产 0.5 万/10 万/100 万台，我们测算执行器市场分别为 12 亿/164 亿/586 亿元。目前国内已有三花智控、拓普集团在机器人执行器领域具备领先优势。随着机器人走向量产，部分有实力的供应链企业有机会成为新的进入者。公司凭借超精密制造能力、优质的客户渠道，拓展至人形机器人丝杠、电机并取得突破，并有望延展至减速器、结构件等机器人精密零部件领域，具备执行器整体解决方案的底层能力。

风险提示：宏观经济波动；人形机器人产业化不及预期；供应链导入不及预期。

【化工：盐湖股份(000792.SZ)】钾锂双擎驱动，五矿入主打造世界级盐湖产业基地——公司首次覆盖报告-20250212

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

钾锂双擎驱动，分红潜力雄厚，中国五矿入主打造世界级盐湖产业基地

公司依托优质的察尔汗盐湖资源，聚焦钾、锂双主业，目前拥有 500 万吨/年氯化钾、3 万吨/年碳酸锂产能，是国内钾、锂龙头企业，规划 4+3 万吨/年碳酸锂，成长可期。新公司法下，公司资本公积金弥补后的期末未分配利润为 288.4 亿元(截至 2024 三季报)，分红潜力雄厚。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 43.29、52.48、57.74 亿元，EPS 分别为 0.82、0.99、1.09 元/股，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 20.4、16.9、15.3 倍。我们看好公司不断巩固国内氯化钾龙头、碳酸锂低成本典范的优势地位，当前钾锂处于景气底部、静待反转。随着中国五矿成为公司实控人，我们看好双方共建世界级盐湖产业基地、打造世界级盐湖产业集团，助力公司全面迈向高质量发展，首次覆盖给予“买入”评级。

钾肥：供给集中、需求稳增，公司是资源、规模、技术兼备的国产钾肥龙头

全球：钾肥行业呈现寡头垄断，由于钾资源分布不均、钾矿投资强度大且新建项目投产周期长，以及龙头公司生产节奏等因素，预计全球钾肥新增产能保持温和扩张；粮食稳产增收支撑全球钾肥需求保持增长。国内：我国氯化钾进口依赖度保持在 50%以上，价格走势与进口大合同价趋同。盐湖股份：公司地处察尔汗盐湖，拥有 500 万吨/年氯化钾产能，产能规模位居国内第一，是世界上唯一掌握 5 种氯化钾加工技术的企业，产销量规模、生产成本、盈利能力优势明显。

碳酸锂：当前价格低位，国内产需高增，公司资源+技术打造低成本核心优势

碳酸锂：盐湖锂是目前提锂成本最低的锂矿类型，全球需求增长主要来自于新能源汽车与储能，2014-2024 年国内碳酸锂产量、表观消费量复合增速均超过 30%，当前产品价格处于历史低位。盐湖股份：公司以提钾后的老卤水为原材料、采用吸附+膜法工艺进行提锂。子公司蓝科锂业现有碳酸锂产能 3 万吨/年，属于国内最大的盐湖卤水提锂产能规模，生产成本处于行业低位；公司稳步推进 4 万吨基础锂盐项目建设，项目投资、生产成本不断优化，未来成长可期。

风险提示：钾锂价格波动、项目投产不及预期、新能源需求不及预期、其他风险。

【医药：昆药集团(600422.SH)】2024 年利润超预期增长，2025 年轻装上阵稳步向前——公司信息更新报告-20250211

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

2024 年稳健经营有序变革，利润端实现超预期增长

2025 年 2 月 10 日，公司公告 2024 年度业绩快报，预计 2024 年实现营收 84.01 亿元(重述调整前同比+9.07%，

重述调整后同比-0.34%，下文皆为同比口径）；归母净利润 6.48 亿元（重述调整前+45.74%，重述调整后+19.86%）；扣非归母净利润 4.36 亿元（重述调整前+30.14%，重述调整后+30.14%）。其中 2023 年经营业绩重述调整主要系 2024 年公司以现金方式收购华润圣火 51% 股权并纳入合并范围（属于同一控制下企业合并）。我们看好银发健康产业发展，考虑到整合华润圣火将有望助力血塞通软胶囊竞争力提升，叠加全国第三批中成药集采基本落地有望赋能利润改善，上调 2024-2026 年归母净利润预测，预计分别为 6.48/7.25/8.73 亿元（原预计为 5.57/7.04/8.51 亿元），EPS 分别为 0.86/0.96/1.15 元/股，当前股价对应 PE 分别为 20.9/18.6/15.5 倍，维持“买入”评级。

圣火赋能 777 协同增长，1951 集采扰动基本出清，稳步迈向工业 5 年规划

777 事业部：2024 年 12 月公司完成华润圣火 51% 股权的收购，标志着血塞通软胶囊两个重点品牌开启协同发展新阶段，目前昆药集团和华润圣火的软胶囊分别以“777 络泰”和“777 理湔王”品牌共同助力慢病管理及三七产业发展。1951 事业部：2025 年 2 月 10 日公告的全国第三批中成药联盟集采中选结果中，公司的注射用血塞通（冻干）200mg/支代表品以 9.22 元价格中选，非报价代表品同步中选，由此 2024 年受集采续约等因素影响而承压的针剂板块有望在 2025 年企稳并恢复增长。昆中药 1381：通过“大品种-大品牌-大品类”模式，打造以昆中药参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等为代表的精品国药系列产品，加快构筑精品国药平台，为公司提供长期可持续的业绩增长力。综合来看，我们认为 2025 年公司有望持续提升工业板块的经营质量，以稳步迈向 2024-2028 年战略规划，即通过内生发展加外延扩张方式，力争 2028 年末实现营业收入翻番，工业收入达到 100 亿元，致力于成为银发健康产业的引领者。

风险提示：政策变化风险、产品销售不及预期、新产品研发不及预期。

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