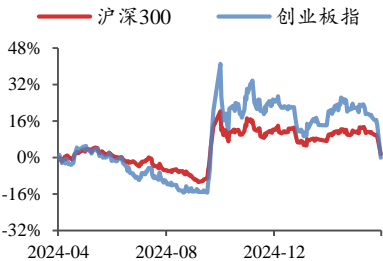


2025 年 04 月 08 日

开源晨会 0408

——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(%)
农林牧渔	-2.137
食品饮料	-4.482
银行	-4.666
公用事业	-5.376
交通运输	-7.164

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
计算机	-12.550
机械设备	-12.188
传媒	-12.117
电力设备	-12.116
通信	-11.725

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

【金融工程】基金投顾产品 3 月调仓一览——基金投顾产品月报系列（16）-20250407

行业公司

【非银金融】资负两端驱动业绩与分红，假设调整提升 EV 可信度——行业深度报告-20250407

【银行】红利稳固可持续，稳增长驱动顺周期——行业点评报告-20250407

【电子】关税反制政策落地，模拟芯片国产化进程有望加速——行业点评报告-20250407

【化工】美国无差别加征关税背景下，中国制造业在全球份额有望持续提升，化工周期有望迎新发展起点——行业点评报告-20250406

【商贸零售】关注老铺黄金、毛戈平等高端消费国潮品牌——行业周报-20250406

【传媒】AI 日日新，供需两旺或助力文娱消费春意渐浓——行业周报-20250406

【机械：丰立智能(301368.SZ)】小模数齿轮翘楚，人形机器人传动新星——公司首次覆盖报告-20250407

【食品饮料：贵州茅台(600519.SH)】2024 年营收利润高增，2025 年定调合理积极——公司信息更新报告-20250407

【医药：京新药业(002020.SZ)】存量业务稳中提质，创新药带来新增量——公司信息更新报告-20250407

【商贸零售：老铺黄金(06181.HK)】品牌破圈、渠道升级，高端中式黄金龙头扬帆出海——港股公司信息更新报告-20250406

研报摘要

总量研究

【金融工程】基金投顾产品 3 月调仓一览——基金投顾产品月报系列（16）-20250407

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003 | 蒋韬（联系人）证书编号：S0790123070037

业绩统计：2025 年 3 月股票型投顾产品超额整体为正

统计各类型基金投顾产品业绩，3 月股票型投顾产品平均收益高于沪深 300 和偏股混合型基金，纯债型投顾产品平均收益高于纯债债基。横向来看，3 月份股票型投顾平均收益最高。3 月份纯债型、固收+型、股债混合型、股票型投顾产品绝对收益均值分别为 0.20%、0.32%、0.57%和 0.45%。

3 月基金投顾产品调仓行为解析

2025 年 3 月投顾产品调仓数量较多，共有 116 个基金投顾产品进行调仓。

调仓理由：总结 3 月调仓的投顾调仓原因，在资产配置方面，投顾对股市持较为乐观的态度，倾向于增加权益类资产。特别是科技和成长相关资产成为增配的重点方向。在债券和久期方面，投顾在 3 月初和月末配置策略有所不同，月初投顾减少长债，增加短债；月末投顾增加债券比例，理由是债券市场的调整修复了前期过于激进的宽松预期，债市整体波动降低，同时银行间中期拆借利率有企稳迹象。在行业和风格方面，3 月投顾在行业风格上分歧较大，部分投顾增加成长和科技型基金，也有部分投顾增加红利基金、医药、消费类基金，如养殖行业基金，原因是减少组合波动，以及配置周期底部的基金。部分投顾增加小盘比例，理由是认为小盘风格会延续，部分投顾减少小盘比例，理由是防范市场波动。

统计各类型基金投顾产品在各投资类型基金上权重变化：

纯债型投顾组合：纯债型投顾组合减少债券基金，增加固收+类基金；固收+型投顾组合：固收+型投顾组合减少久期，且减少权益比例，替换为短久期债券和货币；股债混合型投顾组合：将债券基金替换为固收+类基金，将主动权益基金替换为被动指数类基金；股票型投顾组合：主动权益型基金迁移至货币类基金和 QDII 类基金。

纯债类投顾和固收+类投顾在本月同样出现不同的调仓行为，前者将债基迁移至固收+基金，后者将采取减少久期的方式，增加短债和货币。

底层债券比例变化：从底层债券比例变化来看，3 月调仓纯债型投顾产品和固收+型投顾产品存在分歧，3 月调仓纯债型投顾产品整体减少信用债和利率债比例，增加可转债比例，固收+型投顾产品减少利率债比例，增加货币比例。

投顾产品行业配置：3 月投顾产品在行业配置方面变化较小，整体减少有色金属、电子、通信等行业，增加传媒、社会服务、商贸零售等行业。

指数基金配置变化：2025 年 3 月基金投顾整体配置各类指数基金比例变化不大。

3 月投顾产品持仓中红利基金比例先降后升，底层资产中小微盘股票比例变化较小。

对于 QDII 类和商品类基金，2025 年 3 月基金投顾产品增配中概股、港股类基金，减少商品、美股类基金。

风险提示：本报告不构成对基金投顾产品的投资建议，基金投顾产品的历史业绩不代表未来收益。

行业公司

【非银金融】资负两端驱动业绩与分红，假设调整提升 EV 可信度——行业深度报告-20250407

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

资负两端驱动业绩与分红，假设下调提升 EV 可信度

(1) 2024 年价值率提升驱动 NBV 延续高增，业绩高增下现金分红总额稳增，经济假设调整下新业务和投资偏差等支撑 EV 正增，可信度进一步增强。个险转型见效，银保价值贡献提升，2024 年 NBV 增速可观：新华保险同比+106.8%，中国人寿同比+77.8%，中国太保同比+20.9%（可比口径同比+57.5%）、中国人寿同比-8.5%（可比口径同比+24.3%），中国平安同比-8.2%（可比口径为+25.6%）。受自然灾害拖累赔付，综合成本率有所提升，中国平安受益保证险风险出清下 COR 改善。(2) 展望 2025 年险企开门红向分红险转型，短期需求提前释放+产品策略切换或小幅影响新单表现，全年看银保低基数叠加 1+3 合作放开下有望支撑新单增长，个险渠道队伍企稳和产能提升下全年负债端有望保持稳增。(3) 保险高质量意见指明长期发展方向，上市险企积极转型拥抱监管，分红险策略转型有利于降低负债成本、优化久期结构、改善资负匹配、适配客户需求，上市险企负债端有望延续高质量增长；监管支持险企优化考核周期，鼓励中长期资金入市，预计拉长资产久期、提高高股息资产和优质长股投是未来主要配置方向。长端利率企稳复苏下寿险估值有望回升，权益市场改善下顺周期寿险权益投资弹性突出，推荐负债端稳健且资产端弹性大的中国人寿，推荐负债端高质量增长且估值较低的中国太保，推荐股息率较高、寿险转型持续见效的中国平安，推荐财险行业龙头高股息标的的中国财险，受益标的新华保险。

假设调整下 EV 可信度提升，股债双牛支撑业绩高增和分红稳定

(1) EV：2024 年上市险企普遍下调投资收益率 50bp 至 4.0%，贴现率普遍对应 50bp 下调至 8.5%，国寿传统险保持 8.0%，中国平安下调 100bp 至 8.5%。NBV 高增、投资偏差、市场价值调整对冲假设调整影响，大部分险企 EV 保持增长。2024 年末上市险企寿险 EV 及较年初变动分别为：中国人寿 1.40 万亿元/+11.2%、平安人寿 8351 亿元/+0.5%、中国太保 4218 亿元/+4.9%、新华保险 2584 亿元/+3.2%、中国人寿 1498 元/+10.9%，中国太平 2068 亿元/-15.7%。(2) 业绩表现：2024 上市险企归母净利润同比高增，主因股债双牛驱动投资端业绩高增，2024 年新业务 CSM 支撑 CSM 余额增长，中国太保、新华保险、中国人寿表现较高。

寿险延续质效改善，大灾拖累财险 COR 提升，投资端表现亮眼

(1) 寿险：可比口径下全年 NBV 增势强劲。新业务价值同比高增主要系预定利率调整、银保报行合一、期缴结构改善下价值率保持提升，个险渠道转型见效下新单稳增+银保期缴保持增长。险企量价有所分化，中国人寿和中国平安新单保持正增，非可比口径下中国太保、新华保险、中国人寿价值率提升明显。(2) 财险：COR 受自然灾害拖累赔付，中国平安表现亮眼。2024 年 COR：平安财险-2.3pct 至 98.3%，人保财险+0.9pct 至 98.8%，太保财险+0.9pct 至 98.6%。平安财险受益保证险承保亏损收窄，人保财险与太保财险受大灾影响导致赔付率提升明显，新能源车险新规有望改善赔付成本，财险高质量发展意见有望优化行业格局。(3) 投资端：投资资产规模大幅提升，总/综合投资收益率受益股债双牛。资产配置结构方面，上市险企债权类资产占比仍有提升，预计主要配置超长债，权益类资产占比有所下降但结构优化，FVOCI 股票资产占比明显提升。长端利率下行拖累净投资收益率表现，股债双牛驱动总/综合投资收益率大幅提升。(4) 偿付能力：部分险企核心偿付能力充足率环比下降明显，预计将发行资本补充债用于补充核心资本。

风险提示：长端利率下行风险；保险需求复苏不及预期；寿险转型进展慢于预期。

【银行】红利稳固可持续，稳增长驱动顺周期——行业点评报告-20250407

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

信贷投放预计 3 月边际回暖，需求或仍靠对公支撑

信贷预测：3 月人民币贷款预计新增约 3.1 万亿元，增量与 2024 年同期基本持平，余额同比增速 7.2%，增速环比 2 月下降 0.1pct。3 月末国股银票转贴现利率阶段性冲高，银行票据冲量行为边际放缓，实体信贷需求或不弱。

分类型看，第一、对公贷款预计新增约 2.3 万亿元。年内银行项目储备相对充分，两会闭幕后部分企业全年投融资计划亦落地，叠加 3 月开门红收官，Q1 末对公信贷需求或释放。此外 Q1 地方政府债发行明显加速，部分企业中长贷置换后增长或承压，但考虑到部分隐债以非银行债务形式存在（企业拖欠款），故债务置换总体扰动有限。第二、零售贷款预计新增约 9000 亿元，贡献主要为按揭。商品房销售面积同比虽仍处负区间，但降幅持续收窄，一线城市房地产销售明显改善；同时新发放房贷利率与存量房贷价差收窄，按揭提前还贷需求或放缓。此外消费信贷政策陆续出台，但从政策发布至落地仍有时滞，故 3 月消费贷增长预计保持平稳。第三、非银贷款预计减少约 1000 亿元，少增同比放缓。央行 Q1 保持货币政策定力未进行降准操作，银行体系流动性趋紧，债券收益率及资金利率波动性增加，同业拆借成交量中枢低于往年，或影响非银贷款读数。

政府债发行提速，预计社融同比多增

社融预测：3 月份社融预计新增约 5 万亿元，存量增速 8.2%，环比 2 月持平。在“地方尽早发行使用专项债”的财政指导下，政府债年内发行前置，Q1 政府债（国债+地方债）发行明显加速，形成社融主要支持，预计 3 月政府债净融资新增约 1.1 万亿元，环比回落但同比大幅提高。社融口径下信贷增量或与 2024 年同期持平，其余分项对社融扰动有限，总体判断 3 月份社融新增规模略高于 2024 年同期。2024 年 10 月一揽子增量政策陆续发布后，社融增速逐月稳步回升，未来趋势能否保持，一方面取决于现有政策落地成效，另一方面取决于海外关税政策影响何时消散。

财政存款拨付，企业经营回温，预计货币增速环比上升

货币供应量预测：3 月 M2 同比增长 7.1%，环比 2 月上升 0.1pct；新口径 M1 同比增长 0.4%，环比 2 月上升 0.3pct。新 M1 口径发布后，2 月 M1 增速环比仍下降，主要源于专项债虽加速发行，但资金拨付仍有时滞，财政存款尚未流入实体经济中进行循环。我们预计 3 月货币增速阶段性回升主要源于：第一、季末月财政支出发力，财政存款回流银行体系形成活期存款，叠加政府债加速发行，部分化债额度用于支付企业拖欠款，企业流动性及经营活力均边际改善，支撑 M1 环比回升；第二、信贷需求边际改善，存款派生力度亦恢复，银行资产负债表两端，存、贷同步增加，形成活期存款沉淀；第三、同业存款限息的影响已集中发酵，后续非银存款扰动减弱，对 M2 形成支撑。

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，但伴随美国全面征收对等关税，外围环境仍存不确定性。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。受关税影响今日权益资产调整幅度较大，银行板块降幅相对有限，外部扰动下板块防御价值突显更具长期吸引力。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：（1）信贷投放节奏前置但结构优化，套利性质信贷（票据等）占比减少；（2）资产端收益率仍承压，但高息定存到期后存款付息率下行，息差回落幅度或优于预期；（3）零售风险暴露较充分，叠加处置力度强，个贷风险反弹或接近尾声；（4）OCI 账户仍存债券浮，非息收入仍有支持。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；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。

风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

【电子】关税反制政策落地，模拟芯片国产化进程有望加速——行业点评报告-20250407

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 陈瑜熙（分析师）证书编号：S0790525020003

核心观点

美国于 2025 年 4 月 2 日宣布实施“对等关税”政策，对中国进口商品加征 34% 的最高税率，超出市场预期。我国目前已对关税政策进行反制，并曾在 1 月表示将对美企业在成熟制程芯片的低价竞争策略依法启动调查。此

背景下，国产模拟芯片行业国产替代进程有望加速。

关税反制政策落地，模拟芯片国产替代有望加速

美国企业通过政府补贴实施低价倾销，美企业因此获得了不公平竞争优势，并对华低价出口相关成熟制程芯片产品，损害了中国国内产业的合法权益。中国商务部于 2025 年 1 月宣布将针对国内产业的诉求依法启动调查，或打破美企“低价换份额”策略，推动国内消费、汽车及工业等终端需求加速转向本土。叠加国内关税反制政策落地，国产化率有望进一步提升。

模拟芯片主要是以成熟制程的产品为主，国内供应链相对成熟。同时，国内模拟芯片市场目前由 TI、ADI 等国际大厂主导，国产替代速度相对缓慢。随着中国开始对成熟制程芯片展开反倾销调查，我国模拟芯片国产替代进程有望加速。

中低端回暖+高端渗透，模拟芯片行业复苏路径清晰

当前模拟芯片行业已进入库存调整尾声，周期底部特征逐步明确。ADI 表示一季度预定量继续逐步改善，并指引二季度实现同比和环比增长，预计 2025 年将是实现增长的一年，同时渠道库存天数持续回落，分销商库存接近正常化。国内需求端则呈现底部震荡特征，结构性复苏路径清晰：消费电子受益于国补政策有望率先回暖，汽车与工控市场库存压力已经逐步缓解。分产品市场来看：

(1) 中低端产品：此前 TI 等国际大厂针对中低端模拟芯片市场发动的价格竞争是模拟芯片行业调整的主要原因之一，当下，我们认为反倾销+关税反制或将限制国际模拟芯片公司的低价竞争策略，从而缓解国内模拟芯片公司在中低端市场方面面临的价格竞争压力。(2) 高端产品：高端市场的模拟芯片近乎完全依赖于 TI 及 ADI 等国际大厂，例如在汽车电子领域模拟芯片国产化率仅 10%。我们认为反倾销政策或将加速下游验证周期，带动国产模拟芯片厂商渗透率提升，国产模拟芯片厂商在汽车电子等高壁垒领域有望从“边缘突破”转向“核心渗透”。

受益标的：

圣邦股份、纳芯微、艾为电子、南芯科技、思瑞浦、杰华特等。

风险提示：下游需求不及预期，反倾销政策力度不及预期。

【化工】美国无差别加征关税背景下，中国制造业在全球份额有望持续提升，化工周期有望迎新发展起点——行业点评报告-20250406

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002

美国无差别加征关税背景下，中国制造业在全球份额有望持续提升

当地时间 4 月 2 日下午，美国总统特朗普宣布对所有贸易伙伴设立 10% 的“最低基准关税”，其中对中国征收税率为 34%，关税总额提高至 54%。之后我国出台一系列反制措施，包括对美国进口商品加征 34% 关税。特朗普无差别加征关税的出发点在于推动制造业回流美国，但制造业体系的建立并非朝夕间可完成，强制加征关税短期可能会让全球需求减弱。我国制造业基础夯实，加上国内内需强劲，短期内无惧海外需求减弱的扰动。2023 年中国制造业增加值占全球总量的 29%，超过了紧随其后的美、日、德、印的总和。此前欧洲化工企业在成本高企、需求下滑的情况下陆续退出，而此次美国无差别征收关税下其他工业基础薄弱国家的制造业装置也或将退出，中国制造业在全球份额有望持续提升。

短期出口需求或受冲击，看好内需相关标的

1、氨基酸：美国加征关税下豆粕价格上涨，利好氨基酸需求增长。受益标的：新和成、梅花生物、安迪苏、

星湖科技等。

2、制冷剂：制冷剂受关税影响较小，内需推动下涨价行情仍将延续。受益标的：巨化股份、三美股份、昊华科技、东阳光、永和股份、东岳集团、金石资源等。

3、高性能新材料：4月4日，杜邦中国集团涉嫌违反反垄断法被立案调查，国产高性能材料企业有望迎国产替代新机会。军工领域，昊华科技（航空有机玻璃、国产飞机吊挂密封件等）、泰和新材（芳纶）、中化国际（芳纶）；水处理领域，蓝晓科技、争光股份等。

4、民爆：内需相关，受益标的：雅化集团、易普力、江南化工、广东宏大等。

5、需求稳定的标的：需求稳步增长的农药及化肥行业，受益标的：云天化、川恒股份、云图控股、盐湖股份、藏格矿业、扬农化工、广信股份、江山股份、兴发集团、利民股份等。高分红标的，受益标的：嘉化能源等。

中长期看好油价回调后带来的化工周期新起点

油价回调下化工品成本端得到支撑，叠加中国内需持续增长、向非美国国家出口增多，中国化工产品稳定供应全球，中国化工企业有望迎来量、价齐升的周期新起点。

1、白马龙头：受益标的：华鲁恒升、万华化学、华峰化学、龙佰集团、合盛硅业等。

2、大炼化：受益标的：恒力石化、荣盛石化、新凤鸣、桐昆股份、恒逸石化、东方盛虹等。

风险提示：政策推进不及预期、原材料价格大幅上涨、国内经济恢复缓慢等。

【商贸零售】关注老铺黄金、毛戈平等高端消费国潮品牌——行业周报-20250406

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031

高增业绩持续兑现，关注高端消费国潮品牌老铺黄金和毛戈平

高端消费扬帆起航，关注两大核心标的，（1）老铺黄金：老铺定位与打法避开与传统黄金和国际奢侈品竞争，“一口价”、全直营和纯手工模式打造稀缺；此外，老铺计划从新加坡顶级商圈开启出海之路，在海外消费客群中建立老铺黄金全品类高端黄金品牌的形象。我们认为其凭借在工艺、审美、文化主题方面的长期积累，以及对核心消费客群偏好深度理解，能够维持产品差异化能力，在品牌国际化和市场全球化进程中进一步成长。（2）毛戈平：毛戈平品牌创始之初定位高端，多年来凭借毛戈平彩妆大师地位的巩固、多项官方活动合作、故宫IP联名的打造和社媒营销频频出圈，其稀缺包括高端调性和美业资源禀赋，高端源于“线下高端渠道的广覆盖”、“产品质地与设计的精雕细琢”和“高端美学方案的量身定制”，美业资源来自在线上社媒、活动赛事、培训学校等所积累的各界求美者。目前公司第二梯队产品逐步搭建，复购率与同店持续攀升，未来有望作为国货美妆引领者穿越更长的周期。我们认为老铺黄金和毛戈平等东方高端品牌商业模式稀缺且渠道产品多维度开花，高增业绩有望持续兑现。

行业关键词：SKP、欧莱雅、TEMU、美团小象、AI无人车间等

【SKP】北京华联拟出售 SKP 商场给博裕资本。

【欧莱雅】欧莱雅中国调整 2025 年“考核目标”。

【TEMU】TEMU 在马来西亚站上线半托管业务。

【美团小象】美团小象或将重启线下店，主打社区折扣业态。

【AI 无人车间】上美股份 AI 智能无人车间投产。

板块行情回顾

本周（3月31日-4月3日），商贸零售指数报收2061.12点，下跌0.52%，跑输上证综指（本周下跌0.28%）0.24个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第17位。零售各细分板块中，本周超市板块涨幅最大，2025年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周中兴商业（+14.9%）、国芳集团（+13.2%）、永辉超市（+13.1%）涨幅靠前。

投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

投资主线一（传统零售）：关注顺应消费趋势积极变革探索，把握流量回归机会的线下零售龙头，重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线二（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者理解洞察力的黄金珠宝龙头品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等；

投资主线三（化妆品）：关注深耕高景气细分赛道、综合能力不断迭代的国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、上美股份、润本股份、丸美生物、巨子生物等；

投资主线四（医美）：关注受益医美消费恢复、盈利能力具备更强确定性的上游差异化医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。_x000c_x000c_

【传媒】AI日日新，供需两旺或助力文娱消费春意渐浓——行业周报-20250406

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001 | 肖江洁（联系人）证书编号：S0790124070035

多模态 AI、Agent 日日新，社交/文娱/教育/电商等场景 AI 商业化或持续推进

继 OpenAI 更新 GPT-4o 模型，推出原生图像功能，用户一句话生成的吉卜力风格 AI 动漫在海外社媒火热出圈后，3月31日，专注于视频生成的 Runway 公司正式推出其新一代模型系列 Gen-4，在视频生成的保真度、动态运动捕捉和可控性方面较之前的 Gen-3Alpha 版本有明显提升，核心亮点在于能利用视觉参考（如一张图或一段视频）结合文字指令，来创造新的图像和视频，意味着使用者可指定某个角色、特定风格或场景，让 AI 在此基础上进行创作，确保内容的连续性和用户对故事走向的掌控力。3月31日，智谱推出全球首个集深度研究与实际操作能力于一体的 Agent 产品“AutoGLM？沉思”，其能够“边想边干”，像人类一样自动操作和浏览网页，该能力的实现依赖于三个关键特性“深度思考、感知世界、工具使用”，其价值在于背后基座模型能够通过连续、多步推理实现模型自主规划，并通过反思实现动态调整，不需要提前设计工作流。另外，3月28日，AIAgent 产品 Manus 宣布开始向用户收费，ManusStarter/Pro 每月分别收费 39/199 美元。我们认为，视频生成等多模态能力提升仍为模型迭代重要方向，加上 DeepSeek 等头部模型开源，及大模型厂商在 Agent 持续发力，打通从模型到应用的“最后一公里”，垂直领域 AI 应用商业化或加快落地，并拉动推理算力需求，建议坚定布局 AI。1、大模型/Agent：重点推荐腾讯控股、快手-W，受益标的包括阿里巴巴-W、昆仑万维；2、AI 虚拟陪伴：重点推荐盛天网络、奥飞娱乐、网易云音乐，受益标的包括汤姆猫、实丰文化；3、AI 动漫/影视：重点推荐上海电影、芒果超媒，受益标的包括中文在线、光线传媒、华策影视；4、AI 教育/校对：受益标的包括果麦文化、荣信文化、盛通股份、世纪天鸿、南方传媒；5、AI 游戏：重点推荐心动公司、恺英网络、网易-S，受益标的包括巨人网络；6、AI 电商/广告：重点推荐值得买、引力传媒，受益标的包括蓝色光标；7、算力+云：重点推荐顺网科技，受益标的包括浙文互联、浙数文化。

关注内需，供需两旺或持续驱动电影、IP 周边、沉浸式体验等文娱消费复苏

（1）电影：根据猫眼专业版，2025Q1 全国实现电影票房 243.87 亿元（yoy+49%），《哪吒之魔童闹海》验证优质电影及国漫需求旺盛，五一档已有《水饺皇后》等 8 部电影定档，值得期待，重点推荐上海电影，受益标的包括果麦文化、光线传媒、猫眼娱乐、阿里影业。（2）IP 周边：量子之歌宣布达成并购投资合作的 Letsvan 于 3

月 29 日在北京首发的以熊猫为设计灵感的 WAKUKU 系列潮玩新品“胖哒哒”2 小时即告售罄，毛绒、手办、卡牌等 IP 周边或延续高景气，重点推荐上海电影、布鲁可、奥飞娱乐、姚记科技，受益标的包括华立科技。(3) 演艺/沉浸式体验：近期风语筑、大丰实业、锋尚文化等不断探索将文旅演艺、沉浸式体验与 AI、人形机器人、XR 等高科技深度融合，推动智能化体验全面升级，或提升内容对观众吸引力，沉浸式体验消费空间或逐步打开，重点推荐锋尚文化，受益标的包括风语筑、大丰实业、天地在线等。

风险提示：AI 应用收入、新游戏流水、电影票房、IP 周边销量低于预期等。

【机械：丰立智能(301368.SZ)】小模数齿轮翘楚，人形机器人传动新星——公司首次覆盖报告-20250407

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 熊亚威（分析师）证书编号：S0790522080004 | 罗悦（分析师）证书编号：S0790524090001

小模数齿轮行业翘楚，机器人产能释放高弹性

公司为国内小模数齿轮制造领军企业，主要业务为小模数齿轮及相关部件（精密减速器、微型齿轮箱等）；齿型技术包括锥形齿、伞齿、蜗轮蜗杆等，产品体系完备性全球领先，核心技术覆盖从齿形设计、热处理到检测全周期闭环，正向研发能力增强了客户粘性。微型齿轮作为减速器、齿轮箱的核心零部件，核心工艺均为齿轮啮合，不仅直接影响产品精度及寿命，同时生产设备及工艺高度同源。公司基于对微型齿轮多年积淀，拓展至人形机器人微型齿轮箱、减速器等传动领域，同时提前扩产，上市以来投入资金近 6 亿元，设备投入超 1.4 亿元，产能释放弹性大。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 0.19/0.43/0.94 亿元，对应 PE 为 441.4/197.9/90.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

微型齿轮技术壁垒高，获得博世集团等全球优质客户背书

小模数齿轮是模数范围小于等于 1mm 的齿轮，加工精度需达到微米级，变形控制要求苛刻。由于齿轮加工过程中易产生变形，导致小模数齿轮加工难度极高，核心能力包括对于原材料理解、热处理变形控制、专业制齿设备生产及改造、刀具生产管理及齿轮量仪能力等，仅少数企业掌握全链条工艺，竞争格局优异。公司微齿轮加工能力受到博世集团、西门子等全球头部客户认可，其中博世集团是特斯拉核心供应商，同时也是公司第一大客户（2023 年占公司收入 26%），公司曾获其“全球供应商奖”。全球优质客户背书，为公司切入机器人赛道提供机遇。

人形机器人传动新星，与星动纪元等客户深度合作

小模数齿轮被广泛应用于减速器、微型齿轮箱及身体关节等领域，帮助机器人实现灵活运动。在减速器领域，公司兼具行星及谐波减速器两种技术方案，其中行星减速器深耕多年，与头部客户长期合作；谐波减速器技术路线与哈默纳科一致，包括齿形设计、加工设备、铜轮材料等，在量产降本阶段具备明显优势。在灵巧手领域，公司开发出微型齿轮箱（减速箱）和蜗轮蜗杆，具备微传动系统全套解决能力。公司与星动纪元等客户深度合作，星动纪元已在国内外头部客户中取得的大量五指灵巧手订单，公司的机器人传动能力得到市场验证。公司产能前置布局机器人赛道，随着人形机器人走向量产，成长天花板全面打开。

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。

【食品饮料：贵州茅台(600519.SH)】2024 年营收利润高增，2025 年定调合理积极——公司信息更新报告-20250407

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

2024 年业绩符合预期，2025 年营收增长目标 9%，维持“买入”评级

公司 2024 年营业总收入 1741.4 亿元，同比+15.7%；归母净利润 862.3 亿元，同比+15.4%，符合市场预期。考虑当前白酒消费复苏偏缓，我们略下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年净

利润分别为 956.0 (-11.0)、1058.7 (-44.0)、1144.1 亿元，同比分别+10.9%、+10.7%、+8.1%，EPS 分别为 76.10 (-8.17)、84.27 (-3.51)、91.07 元，当前股价对应 PE 分别为 20.6、18.6、17.2 倍。公司 2025 定调积极，营收增长目标 9%，力争打好十四五收官之战。从目前渠道状态来看，增长目标较为合理，同时通过产品结构变化，保证飞天标品小幅增加，预计飞天批价可保持相对稳定，维持“买入”评级。

茅台酒系列酒均保持高增，批发渠道增速高于直销渠道

2024 年茅台酒/系列酒分别实现收入 1459.3/246.8 亿元，分别同比+15.3%/+19.7%。

茅台酒销量/吨价分别变化+10%/+5.1%，2023 年底飞天茅台出厂价提升预计贡献 2-3 个点，其他由产品结构优化、渠道结构优化带来。系列酒量/吨价分别变化+18.5%/+1.2%，系列酒主动加大了市场投放，积极争夺市场份额，目前动销良好。

不断优化渠道结构，解决供需适配问题

2024 年公司直销/批发渠道分别实现收入 748.4/957.7 亿元，分别同比+11.3%/+19.7%。直营体系包括直营门店、“i 茅台”、大客户等，其中“i 茅台”实现不含税收入 200 亿元，同比-10.5%，是直营渠道放缓的主要原因。除了传统经销商之外还有餐饮、商超百货、烟草渠道、电商，公司在传统经销商之外的细分渠道做了更多补充，力争拓宽消费者触达面。

2024 年盈利能力保持稳定

公司 2024 年毛利率 92.1%，同比-0.0pct，基本保持稳定。销售/管理/财务费用率分别同比+1.1pct/-1.9pct/+0.3pct，主因是系列酒高增市场费用投入加大，税金及附加比率+0.7pct，公司净利率同比-0.2pct 至 51.3%，基本保持稳定。

风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

【医药：京新药业(002020.SZ)】存量业务稳中提质，创新药带来新增量——公司信息更新报告-20250407

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

存量业务稳中提质，创新项目持续推进，维持“买入”评级

公司 2024 年实现收入 41.59 亿元（同比+3.99%，以下为同比口径）；归母净利润 7.12 亿元（+15.04%）；扣非归母净利润 6.47 亿元（+21.38%）。公司 2024 年毛利率为 49.97% (-0.60pct)，净利率为 17.29% (+1.70pct)。公司 2024 年销售费用率 16.65% (-2.94pct)；管理费用率 5.49% (+0.16pct)；研发费用率 9.22% (-0.81pct)。2024Q4 公司实现收入 9.50 亿元 (-11.51%，环比-10.30%)；归母净利润 1.37 亿元 (-6.38%，环比-20.79%)。基于公司营销改革效果持续显现叠加新药地达西尼逐步放量，我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 8.22、9.53 及 11.06 亿元，(2025-2026 原预测为 8.00/9.27 亿元)，EPS 为 0.95 元、1.11 元和 1.28 元，当前股价对应 PE 为 15.4、13.2 以及 11.4 倍，维持公司“买入”评级。

成品药营销改革效果持续显现，医疗器械稳步增长

公司继续以“做强药品主业，发展医疗器械”为经营方针，坚持以精神神经领域为主体，同时统筹推进心脑血管和消化领域协同发展。2024 年公司成品药收入 25.22 亿元，同比增长 8.42%；原料药收入 8.76 亿元，同比下降 8.37%；医疗器械收入 6.87 亿元，同比增长 7.84%，主营业务保持了平稳增长。公司成品药营销改革效果持续显现，医疗器械稳步增长。

推进“创仿结合”进程，创新药带来新增量

公司 1 类创新药地达西尼胶囊于 2024 年底进入医保谈判，该品种后续有望进一步放量。此外治疗精神分裂症的 JX11502MA 胶囊的 II 期临床接近尾声；另外治疗溃疡性结肠炎的改良型新药康复新肠溶胶囊 II 期临床也进展顺利；治疗 LP(a)血症的 1 类创新药 JX2201 胶囊在 2025 年 3 月启动 I 期临床试验；治疗精神分裂症的盐酸卡

利拉嗪胶囊完成 III 期临床试验，将于近期正式提交上市申请；另外治疗高胆固醇血症的盐酸考来维仑片的 III 临床试验也顺利进行。

风险提示：集采降价的风险；药品研发失败的风险；产品竞争加剧的风险等。

【商贸零售：老铺黄金(06181.HK)】品牌破圈、渠道升级，高端中式黄金龙头扬帆出海——港股公司信息更新报告-20250406

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031

公司 2024 年营收同比+167.5%，归母净利润同比+253.9%

公司发布业绩公告：2024 年营收 85.06 亿元（同比+167.5%，下同）、归母净利润 14.73 亿元（+253.9%）；单 2024H2 营收 49.85 亿元（+182.9%）、归母净利润 8.84 亿元（+302.7%）；品牌破圈和渠道升级带动同店延续高增长；此外拟每股派息 6.35 元。考虑到公司产品、渠道、品牌突破，海外拓展打开新成长空间，我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 35.09/50.89/69.23 亿元（2025-2026 年原值 23.02/32.20 亿元），对应 EPS 为 20.84/30.22/41.12 元，当前股价对应 PE 为 36.0/24.8/18.3 倍，维持“买入”评级。

品牌破圈、产品迭代、渠道升级，多维驱动公司同店收入高增长

品牌端：老铺黄金品牌持续扩圈，凭借在工艺、审美、文化主题方面的长期积累，以及对核心消费客群偏好的深度理解，实现会员人数快速增长，截至 2024 年底忠诚会员数达 35 万人。产品端：重视研发创新，董事长亲自担任研发总监，推动产品持续优化、推新、迭代，截至 2024 年底公司已创作出近 2000 项原创设计。渠道端：2024 年公司线上业务快速成长，实现收入 10.55 亿元，同比增长 192.2%；线下方面，截至 2024 年底公司门店总数 36 家（新增 7 家、优化扩容 4 家）、入驻高端商场 26 个，平均单个商场收入 3.28 亿元，实现在中国内地的单个商场平均收入、坪效在所有国际、国内珠宝品牌中排名第一。受益品牌影响力增强和高端商圈拓展、门店面积扩大，2024 年公司同店收入同比增长 121%。

国内店效提升+海外市场拓展，老铺黄金致力打造“世界黄金第一品牌”

公司在持续优化国内店效同时，也坚定追求品牌国际化和市场全球化，致力于将老铺黄金打造为具备强市场竞争力的“世界黄金第一品牌”。国内：通过店铺扩容、区位优势及 VIC 客户运营，对标国际奢侈品，持续提升店效水平。海外：从新加坡等地顶级商圈起步，采取先华人市场、后西方市场策略，以金器等产品为特色，在海外消费客群中建立老铺黄金全品类高端黄金品牌的形象。

风险提示：消费疲软、市场竞争加剧、渠道扩张不及预期、金价大跌等。

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