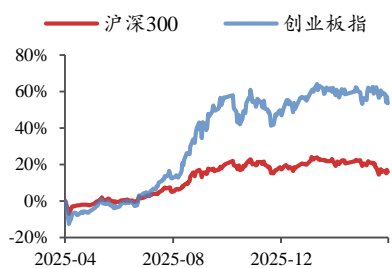


2026年04月03日

开源晨会 0403

——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(%)
石油石化	1.885
农林牧渔	1.528
煤炭	0.982
银行	0.565
食品饮料	0.137

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	-3.109
电子	-2.860
传媒	-2.636
综合	-2.407
房地产	-2.247

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

行业公司

【非银金融】扣非净利润符合预期，财富管理与海外业务是亮点——上市券商2025年报简评-20260402

【煤炭公用：中国神华(601088.SH)】业绩符合预期，高分红价值凸显，资产注入打开成长空间——公司信息更新报告-20260402

【医药：健康元(600380.SH)】产品结构持续优化，创新药布局加速——公司信息更新报告-20260402

【电子：金宏气体(688106.SH)】大宗气/特气/现场制气协同发力，关注氦气行情演绎——公司信息更新报告-20260402

【电子：鹏鼎控股(002938.SZ)】AI“云-端”协同发力，全球化产能布局加速成长——公司信息更新报告-20260402

【家电：九号公司(689009.SH)】2025Q4收入阶段性下滑扰动利润率水平，割草机器人/E-Bike支撑下仍具备成长属性——公司信息更新报告-20260402

【电力设备与新能源：派能科技(688063.SH)】多元业务高速增长，后续增长动能充足——公司信息更新报告-20260402

【商社：丸美生物(603983.SH)】2025年营收稳健增长，高企营销费用影响盈利表现——公司信息更新报告-20260402

【地产建筑：张江高科(600895.SH)】空间载体结转收入高增，投资规模稳步扩容——公司信息更新报告-20260402

【地产建筑：中国海外发展(00688.HK)】权益销售额连续两年第一，派息比例提升——港股公司信息更新报告-20260402

【化工：黑猫股份(002068.SZ)】龙头业绩或已见底，高油价下炭黑龙头或受益——公司信息更新报告-20260402

【医药：固生堂(02273.HK)】2025年业绩稳健增长，盈利能力持续提升——港股公司信息更新报告-20260402

【电力设备与新能源：阳光电源(300274.SZ)】四季度业绩承压，储能高景气持续——公司信息更新报告-20260402

【非银金融：中金公司(03908.HK)】投行和投资高增，并购补充资本金打开远期成长空间——中金公司2025年报点评-20260402

【煤炭公用：新集能源(601918.SH)】2025年业绩稳健，煤电一体化战略成效显著——公司信息更新报告-20260401

【医药：太极集团(600129.SH)】2025年去库存强劲动销，期待营销转型赋能“十五五”——公司信息更新报告-20260401

【医药：康龙化成(300759.SZ)】营收稳健增长，新签大订单助力长期发展——公司信息更新报告-20260401

研报摘要

行业公司

【非银金融】扣非净利润符合预期，财富管理与海外业务是亮点——上市券商 2025 年报简评-20260402

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

扣非净利润同比+50%，经纪和投资同比高增，Q4 资管和投行环比增长

(1) 截至 4 月 1 日，24 家上市券商 2025 年营收、归母净利润同比+32%、+46%，扣非归母净利润同比+50%，符合我们预期。权益乘数 4.34 倍，同比+0.5 倍。2025 年经纪、投行、资管、利息净收入、投资收益（含公允和汇兑）同比+44%、+38%、+8%、+48%、+27%，收入占比为 27%、7%、9%、8%、44%，受益于市场向好，券商经纪、投行、两融和投资业务均有较快增长。

(2) 环比看：单 Q4 经纪、投行、资管、利息净、投资环比-17%、+62%、+10%、+13%、-48%，经纪和投资下降主因 Q4 交易量和股市下跌，投行受益于 Q4 的 IPO 大项目上市，资管受益于 AUM 增长带来的滞后效应，利息净受益于两融规模增长带来的滞后效应。

净佣金率下降，大财富管理同比高增，境外业务是亮点

(1) 据中证协数据，我们测算行业净佣金率万 1.62，同比-16.8%，其中席位净佣金率万 3.7，同比-29%，扣公募后净佣金率万 1.6，同比-14.8%，预计为行业价格战竞争延续以及交易结构中量化占比提升共同导致。2025 年末证券行业客户保证金 32400 亿，同比+26%，较 25 年中报+15%，下半年入市资金速度加快。

(2) 24 家上市券商代销收入 111 亿，同比+51%，预计市场向好驱动居民和机构需求增加，券商代销公募和私募产品规模高增。

(3) 境外业务收入增速是头部券商亮点，也是各家扩表方向。2025 年中信证券、中金、华泰证券、国泰海通、广发证券境外收入同比+42%、+58%、+57%（扣 AssetMark 经营和处置影响）、+229%（收购因素）、+100%，收入占比为 21%、29%、17%、15%、8%。中信证券、中金公司、华泰证券、国泰海通、广发证券境外资产增速为+31%、+32%、+38%、+139%（收购因素）、+78%。

加权 ROE 和股息率为历史较高水平，看好头部券商业绩增长持续性

(1) 加权 ROE 来看，中信证券 10.6%、中信建投 10.5%、广发证券 10.2%，招商证券 9.9%、中国银河 9.8%、中金公司 9.4%、华泰证券 9.2%、国泰海通（扣非）7.5%。(2) 头部券商 2025 年度股息率来看（4 月 1 日收盘价），华泰证券 3.0%、广发证券 3.3%、国泰海通 3.0%、中信证券 2.9%、招商证券 3.6%。(3) 海外扩表将打开增长与盈利空间，财富管理持续受益于居民财富迁移，投行+投资服务新质生产力带来增量，三大业务驱动券商基本面稳中向好，2026 年净利润增长持续性可期，我们预计上市券商 2026Q1 净利润（扣非）同比+26%，推荐华泰证券、广发证券、国泰海通、中信证券、中金公司 H、同花顺、国信证券。

风险提示：监管政策不确定性；股市波动影响；行业竞争加剧。

【煤炭公用：中国神华(601088.SH)】业绩符合预期，高分红价值凸显，资产注入打开成长空间——公司信息更新报告-20260402

王高展（分析师）证书编号：S0790525070003 | 程懿（分析师）证书编号：S0790525090001

业绩符合预期，高分红价值凸显，资产注入打开成长空间

公司发布 2025 年年报，全年实现营业收入 2,949.16 亿元，同比-13.2%；实现归母净利润 528.49 亿元，同比-5.3%；实现扣非后归母净利润 485.89 亿元，同比-19.2%。单季度看，2025Q4 实现营业收入 817.65 亿元，同比-3.2%；实

现归母净利润 137.97 亿元，同比+9.5%。公司业绩符合市场预期，煤炭业务虽受量价下跌影响，但成本控制成效显著；电力业务受益于燃料成本下降，盈利能力大幅提升，一体化运营优势凸显。公司拟派发末期股息 1.03 元/股，结合已实施的中期分红，全年股息总额预计达 418.11 亿元，分红比例高达 79.1%，高分红价值突出。同时，重大资产注入事项顺利推进，有望显著提升公司资源储备与长期盈利能力，打开新的成长空间。考虑到公司进行重大资产重组，电力业务盈利提升，我们上调 2026-2027 年并新增 2028 年公司盈利预测，预计 2026-2028 年公司实现归母净利润为 568.93/605.36/673.16 亿元(2026 年/2027 年原值 545.56/560.34 亿元)，同比+7.7%/+6.4%/+11.2%；EPS 分别为 2.68/2.85/3.17 元；对应当前股价 PE 为 17.8/16.7/15.0 倍。维持“买入”评级。

煤炭量价承压，成本管控成效显著

2025 年，受市场供需形势影响，公司煤炭业务量价均有所下滑。商品煤产量 3.32 亿吨，同比-1.7%；煤炭销售量 4.31 亿吨，同比-6.4%，其中外购煤销量下滑 19.6%。煤炭平均销售价格（不含税）为 495 元/吨，同比-12.1%。尽管量价承压，但公司成本管控成效显著，自产煤单位生产成本同比下降 4.8%至 171.6 元/吨，主要得益于安全生产费、维简费、露天煤矿剥离费等成本下降。受价格下跌影响，煤炭分部毛利率为 30.1%，同比微降 0.1 个百分点；自产煤毛利率为 40.0%，同比下降 3.9 个百分点。煤炭分部全年实现利润总额 465.97 亿元，同比-9.6%。

电力业务盈利大幅提升，一体化优势凸显

电力业务方面，公司总售电量为 207.00 十亿千瓦时，同比-3.9%；平均售电价格为 386 元/兆瓦时，同比-4.0%。尽管量价齐跌，但受益于燃料成本下降，单位售电成本同比下降 6.1%至 334.7 元/兆瓦时，推动发电分部毛利率同比提升 1.9 个百分点至 18.0%。此外，公司 2025 年实现容量电费收入 51.2 亿元（含税），成为新的利润增长点。最终，发电分部实现利润总额 126.27 亿元，同比大幅增长 13.7%，充分彰显了一体化运营模式的抗周期能力。运输及煤化工业务整体平稳，自有铁路运输周转量同比微增 0.3%，港口分部因成本控制得力利润总额同比增长 24.0%。

资产注入打开成长空间，高分红承诺回报股东

公司正大力推进重大资产重组，拟收购控股股东国家能源集团旗下 12 家核心企业股权。该交易已于 2026 年 1 月获得股东大会高票通过，预计将显著提升公司煤炭资源储量、发电装机容量和煤化工产能，基本解决同业竞争问题，为公司注入强劲的可持续发展动力。公司坚持高水平、可持续的分红政策，拟派发 2025 年度末期股息 1.03 元/股，连同已派发的中期股息，预计全年现金分红总额达 418.11 亿元，占归母净利润比例高达 79.1%。公司同时制定了 2025-2027 年度股东回报规划，承诺每年最低分红比例提升至 65%，高股息价值凸显。

风险提示：经济恢复不及预期；年度长协煤基准价下调；开采成本上升。

【医药：健康元(600380.SH)】产品结构持续优化，创新药布局加速——公司信息更新报告-20260402

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

产品结构持续优化，创新药布局加速，维持“买入”评级

公司 2025 年实现收入 152.16 亿元（同比-2.58%，以下为同比口径）；归母净利润 13.36 亿元（-3.68%）；扣非归母净利润 13.07 亿元（-0.94%）。公司 2025 年毛利率为 62.44%（-0.25pct）；净利率为 18.83%（-0.27pct）。2025 年公司化学制剂收入 72.86 亿元（-5.64%），原料药中间体 47.09 亿元（-5.76%）。中药制剂 16.86 亿元（+14.47%）。诊断试剂设备 6.57 亿元（-8.56%）。保健食品 5.16 亿元（+36.96%）。生物制品 2.01 亿元（+17.50%）。公司呼吸创新药收入占呼吸领域收入的比重已超过 25%，产品结构持续优化，创新转型成效正逐步显现。基于公司新品推广仍需时间，我们下调 2026-2028 年归母净利润为 14.01/15.32/17.13 亿元（原预测为 15.68/17.15 亿元），EPS 为 0.77/0.84/0.94 元/股，当前股价对应 PE 为 14.6/13.4/12.0 倍，我们看好公司创新转型优势，维持“买入”评级。

聚焦呼吸疾病全剂型矩阵，研发创新多点突破

公司研发创新多点突破，引入 OPENCLAW 等先进技术推动 AI 从辅助决策迈向场景化执行。公司首款 1 类药

玛帕西沙韦于 2025 年获批上市，正式实现流感赛道商业化兑现；玛帕西沙韦儿童干混悬剂启动 3 期临床，开拓儿童流感细分市场；TSLP 单抗启动 1 期临床，为国内中重度 COPD 提供新的治疗选择。全球首创（FIC）的 PREP 抑制剂、MABA 吸入溶液和 Nav1.8 抑制剂正稳步推进 2 期研究；新一代 ICS 顺利获批临床；PDE4 抑制剂和 DPP1 抑制剂处于临床前阶段。海外方面，公司吸入制剂生产线通过马来西亚 PIC/SGMP 检查，获得国际市场的“通行证”；拟收购越南 IMP 药企进一步扩张东南亚业务版图；与 Kalbe 合作的印尼原料药厂已全面启动一期土建工程。此外，公司坚持现金分红与股份回购并举与投资者共享成长红利，2025 年公司回购注销近 5 亿元，计划分红 2.20 元/10 股（现金分红同比+10%）。高分红回购叠加创新转型实力，公司估值有望迎来进一步提升。

风险提示：行业政策变化风险、新药研发风险、原材料供应和价格波动风险等。

【电子：金宏气体(688106.SH)】大宗气/特气/现场制气协同发力，关注氦气行情演绎——公司信息更新报告-20260402

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 祁海超（联系人）证书编号：S0790125070022

营收增长，盈利短期承压，维持“买入”评级

2025 年金宏气体实现营业收入 27.77 亿元/yoy+9.95%；归母净利润 1.32 亿元/yoy-34.44%；销售毛利率 29.71%/yoy-2.44pcts；销售净利率 5.40%/yoy-2.91pcts。盈利能力承压，主因行业周期下行导致毛利率收窄，叠加公司逆势扩张增加折旧摊销，以及资产处置收益同比减少。考虑市场仍在调整阶段，我们下调 2026-2027 年并新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润为 2.08/2.53/3.15 亿元（2026-2027 原值为 2.95/3.84 亿元），当前股价对应 61.4/50.5/40.6 倍 PE，考虑到现场制气、大宗气体等项目带来的增长机会，维持“买入”评级。

大宗气体整合扩张，特种气体进口替代突破，现场制气全球化布局

分业务来看，公司 2025 年大宗气体营收达 11.73 亿元/yoy+20.57%，成功整合泰州、启东等核心网点并收购新加坡 CHEM-GAS 切入东南亚市场，市占率稳步提升；特种气体营收 8.91 亿元，推动全氟丁二烯、一氟甲烷、八氟环丁烷等新产品试生产，并新增 20 余家半导体客户，海外布局稳步突破；现场制气营收达 3.57 亿元/yoy+28.57%，成功落地靖江特钢、山东睿霖等中大型项目，并收购汉兴气体与淮安圣马强化区域协同，同时签约西班牙项目实现欧洲市场突破，推动中国气体服务模式走向世界。

全球氦气供给受扰，金宏气体“海外直采+国内自产”构筑护城河

随卡塔尔拉斯拉凡工业城遭袭，全球氦气供给受到扰动，资源安全不确定性明显增强。公司以前瞻视野率先构建起“海外直采+国内自产”双轮驱动的氦气战略保障体系：一方面，已通过合资公司金宏普华锁定海外稳定直供；另一方面携手京藤能源加速新疆阿拉尔气氦/液氦提取纯化装置建设，依托西北地区丰富的闪蒸气（BOG）资源，实现高品质氦气自主化生产，产品可满足半导体等高精尖领域严苛需求。目前，公司氦气资源已稳定服务于集成电路、显示面板等泛半导体核心客户，2026 年 3 月分别为宁德时代和北京某先进十二寸制程半导体工厂实现稳定供气。在供给趋紧的背景下，公司有望充分受益于氦气涨价周期。

风险提示：主要原材料价格上涨、全球地缘政治风险、下游扩产不及预期。

【电子：鹏鼎控股(002938.SZ)】AI“云-端”协同发力，全球化产能布局加速成长——公司信息更新报告-20260402

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 张威震（分析师）证书编号：S0790525020002 | 刘琦（分析师）证书编号：S0790525020001

2025 年业绩稳健增长，AI 产品放量上调盈利预测，维持“买入”评级

公司发布 2025 年年度报告。(1) 2025 年，公司实现营收 391.47 亿元，同比+11.40%；归母净利润 37.38 亿元，

同比+3.25%；扣非归母净利润 35.34 亿元，同比+0.08%；销售毛利率 21.50%，同比+0.74pcts；销售净利率 9.49%，同比-0.81pcts。(2) 第四季度，公司实现营收 122.92 亿元，同比+5.47%，环比+17.28%；归母净利润 13.30 亿元，同比-19.19%，环比+13.26%；扣非归母净利润 12.90 亿元，同比-19.52%，环比+17.64%；毛利率 23.38%，同比+2.02pcts，环比+0.30pcts；净利率 10.74%，同比-3.38pcts，环比-0.39pcts。(3) 我们认为，2026 年公司 AI 服务器 PCB 资本开支超市场预期，但产能释放仍需一定周期，预计 2027 年后 AI 服务器 PCB 相关收入有望实现高速增长。我们下调 2026、上调 2027 盈利预测（归母净利润原值为 55.15/65.02 亿元），新增 2028 年盈利预测，预计 2026/2027/2028 年归母净利润为 50.64/68.11/89.05 亿元，当前股价对应 PE 为 24.5/18.2/14.0 倍，我们看好公司未来 AI 服务器业务的高成长性，维持“买入”评级。

聚焦 AI “云-端”共振，发力高阶 PCB 赛道，构筑核心竞争壁垒

智能终端方面，公司凭借动态弯折 FPC 等技术，切入折叠屏、AI 手机及 XR 核心供应链：AI 眼镜类业务营收同比超 400%，成为全球最大 AI 眼镜 PCB 制造商；卡位人形机器人赛道，主控等高阶 PCB 产品与国内外头部客户深度打样。AI 服务器方面，相关产品营收同比翻倍增长，预计 2026 年持续增长，同时运用高阶 HDI 等技术适配 GPU 高算力需求，与客户联合开发未来 2-3 代平台。光通讯方面，依托 mSAP 工艺量产优势，卡位 800G/1.6T 换代节点并预研 3.2T 方案。

海内外基地产能释放，CAPEX 高增助力扩产，稳固全球 PCB 龙头地位

国内端，淮安园区规划投入 80 亿元扩充高阶 PCB 产能，预计 2026 年底 IHDI 与 HLC 产能翻倍；2026 年初再签 110 亿元高端 PCB 项目，夯实国内制造基本盘。海外端，泰国一厂已于 2025 年 5 月顺利试产高阶 IHDI、HLC 及光通讯模块，正处于量产爬坡阶段并已进入多家头部客户认证流程；同时二、三、五厂及钻孔中心同步提速开建。2026 年公司资本开支预计投入 168 亿元，聚焦淮安与泰国双基地建设，随着海内外高阶产能的释放，公司业绩有望迎来进一步增长。

风险提示：中美关税政策变化风险；行业竞争加剧风险；业务进展不及预期风险。

【家电：九号公司(689009.SH)】2025Q4 收入阶段性下滑扰动利润率水平，割草机器人/E-Bike 支撑下仍具备成长属性——公司信息更新报告-20260402

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 林文隆（分析师）证书编号：S0790524070004

2025Q4 所得税及汇兑损失增加，仍看好中长期增长趋势，维持“买入”评级

公司发布 2025 年业绩，2025 年营收 213 亿元（同比+50%），实现归母净利润 17.6 亿元（同比+62%）。单季度上看，2025Q4 实现营收 29 亿元（同比-12%），实现归母净利润-0.29 亿元（同期 1.15 亿元），单季度利润率受汇兑/规模效应下降等多重因素营销，我们下调 2026-2027 年盈利预测并新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润 21.74/27.75/34.86 亿元（2026-2027 年原值分别为 23.16/29.54 亿元），对应 EPS 为 30.09/38.40/48.23 元，当前股价对应 PE 为 14.9/11.6/9.3 倍。随着保有量增加带动 APP 利润提升以及九号品牌渠道持续优化+新品牌导入，我们预计两轮车将继续保持双位数增长趋势以及盈利稳定。2026 年新品铺货进展顺利+渠道拓展稳步推进，继续看好高成长赛道割草机器人持续增长以及潜力赛道 E-Bike 贡献增量，长期仍具备成长属性，维持“买入”评级。

2025Q4 两轮车阶段受政策影响，割草机器人延续高增长态势

收入拆分：(1) 两轮车：2025A/2025Q4 收入分别 118.6/5.8 亿元（+64%/-53%），出货量分别 409/21 万台（+57%/-54%），均价分别 2899/2762 元（+4%/+3%）。四季度均价持续提升系电摩占比提升。渠道方面，截至 2025 年年底终端门店数量已超 10000 家。(2) 2C 滑板车：2025A/2025Q4 收入分别 32/8.9 亿元（+28%/+18%），出货量分别 146/45 万台（+18%/-6%），均价分别 2167/1957 元（+9%/+6%）。(3) 全地形车：2025A/2025Q4 收入分别 11/2.7 亿元（+17%/+29%），出货量分别 2.7/0.6 万台（+12%/+9%），均价分别 42622/42333 元（+4%/+17%），非美地区驱动该业务自 Q2 以来实现超年初预期增长。(4) 其他产品&配件：2025Q1/Q2/Q3/Q4 收入分别 8.3/9.8/6.6/7.9 亿，同比分别+92%/+67%/+36%/-2%。其中子公司未岚大陆 2025 年收入 20 亿/利润 3 亿/利润率 14%，我们预计

2025Q4 割草机器人或保持此前高增态势，其他产品和配件在同期高基数下有所下滑。展望 2026 年，仍看好拓渠道+电摩驱动下两轮车实现 30%增长；割草机器人终端渠道铺货顺利（欧洲线下渠道新品基本已入驻），仍看好割草机器人实现高增长。

2025Q4 收入下滑致规模效应减弱，毛利率有所下滑/费用率阶段性提升

2025Q4 毛利率 28.0%（同口径下-0.4pct），单季度毛利率小幅下滑或系两轮车收入下降但建店补贴支出固定+部分品类计提费用。全年割草机器人毛利率超 50%且维持稳定。2025Q4 期间费用率 37.3%（+14.7pct），其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+7.2/-1.4/+4.6/+4.3pct，单季度财务费用率同比提升系汇率扰动所致；销售/研发费用率提升或系收入下滑但支出相对固定。综合影响下，2025Q4 归母净利率分别-1%（-4.5pct），递延所得税确认冲减部分费用率上升。

风险提示：渠道拓展不及预期；割草机器人销售不及预期；行业竞争加剧等。

【电力设备与新能源：派能科技(688063.SH)】多元业务高速增长，后续增长动能充足——公司信息更新报告-20260402

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 周航（联系人）证书编号：S0790125050020

2025 年业绩符合预期

派能科技发布 2025 年年报，全年实现营业收入 31.64 亿元，同比增长 57.81%；归母净利润 0.85 亿元，同比增长 106.12%；扣非归母净利润-0.10 亿元。公司第四季度实现营业收入 11.51 亿元，同比增长 94.26%；归母净利润 0.37 亿元，同比增长 886.87%；扣非归母净利润 0.07 亿元，同比增长 145.41%。考虑到原材料涨价影响利润，但能源危机带来海外需求增长，我们维持 2026-2027 年盈利预测，并新增 2028 年盈利预测，预测公司 2026-2028 年归母净利润为 5.0/7.5/10.4 亿元，EPS 为 2.0/3.0/4.2 元，对应当前股价 PE 为 33.9/22.7/16.3 倍，考虑到海外户储与工商储需求持续向好、公司轻型动力业务销量稳步提升，维持“增持”评级。

多元业务高速增长

2025 年全年公司实现电池产品销量 4,232MWh，同比增长 178.24%，其中共享换电电池以及启停电源为主的钠离子电池销量分别为 787MWh 和 164MWh。公司全年储能收入 26.60 亿元，同比增长 35.90%，毛利率为 19.04%，同比-9.86pct。全年轻型动力收入 4.69 亿元，同比增长 1610.16%，毛利率为 5.12%，同比-3.10pct。全年公司实现境外收入 22.66 亿元，同比增长 21.73%，境外收入占比 72.43%，毛利率为 21.98%，同比-8.35pct。境内方面，公司积极布局轻型动力及工商业储能市场，促使境内收入同比增长 599.41%。

后续增长动能充足

海外方面，公司深耕欧洲等成熟储能市场，家储与工商储需求保持高景气，同时加快东南亚、中东、拉美等新兴市场本土化渗透。国内方面，公司将销售场景进一步拓宽至工商业、电网侧、轻型动力和通讯储能等细分场景，大储、共享换电、钠电启停电源等业务有望快速放量。公司海内外市场协同发力，已形成家储+工商储+大储+轻型动力全场景业务布局，营收与销量有望持续增长，单位费用及折旧持续优化，公司盈利能力有望改善。

风险提示：市场竞争加剧导致公司产品价格降幅超预期，下游需求不及预期。

【商社：丸美生物(603983.SH)】2025 年营收稳健增长，高企营销费用影响盈利表现——公司信息更新报告-20260402

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 李昕恬（分析师）证书编号：S0790526030002

2025 年营收同比+16.5%，净利润同比-27.6%，利润端略有承压

公司发布年报：2025 年实现营收 34.60 亿元（同比+16.5%，下同）、归母净利润 2.47 亿元（-27.6%），其中 2025Q4

实现营收 10.09 亿元 (-0.8%)、归母净利润 0.03 亿元 (-96.7%)，利润端阶段性承压。考虑市场竞争激烈，我们下调 2026-2027 年并新增 2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润为 3.48/4.45/5.26 亿元 (2026-2027 年原值为 5.23/6.67 亿元)，对应 EPS 为 0.87/1.11/1.31 元，当前股价对应 PE 为 30.1/23.5/19.9 倍。我们认为，公司两大核心品牌持续夯实细分市场心智，增长势头不减，估值合理，维持“买入”评级。

持续发力核心产品，眼部与护肤类表现亮眼，品牌投放加大致销售费用增加

分品类看，2025 年眼部类/护肤类/洁肤类/美容类分别实现营收 8.3 亿元 (+21.0%) /14.3 亿元 (+27.0%) /2.8 亿元 (+16.5%) /9.1 亿元 (-0.2%)。分品牌看，丸美收入同比增长近 30%，恋火收入同比基本持平。分渠道看，2025 年公司线上/线下渠道分别实现营收 30.6 亿元 (+20.4%) /4.0 亿元 (-7.5%)。盈利能力方面，毛利率和净利率分别为 74.3% (+0.6pct) /7.1% (-4.4pct)。费用方面，2025 年公司销售/管理/研发费用率分别为 59.4% (+4.4pct) /4.7% (+1.0pct) /2.5% (持平)，其中销售费用增长系线上流量及推广投入增加所致，管理费用增长系折旧及摊销费用增长所致。

细分品类优势持续巩固，产品矩阵与全域渠道协同升级

丸美：巩固眼部护理细分市场优势，明星及综艺流量转化至销量，小金针面膜上市即登顶抖音涂抹面膜 Top1。恋火：在粉底液细分市场逆势增长 17%，跻身粉底液、粉霜等多项细分品类第一；4 月“海岛限定系列”GMV 超 3.5 亿元。运营：精准把控大促节点，线上线下全域协同；线上达播+自播双轮驱动，自播业务优化，2025 年销售同比增长 95%；线下积极推进渠道重塑，推出专供产品，2026 年上新核心大单品玻光消黄贴，强化产品差异化优势，巩固渠道竞争力。研发：深耕重组胶原蛋白赛道，着力于美妆医美协同联动，有望打造全新业绩增长引擎。

风险提示：消费意愿下行、新品不及预期、过度依赖营销。

【地产建筑：张江高科(600895.SH)】空间载体结转收入高增，投资规模稳步扩容——公司信息更新报告-20260402

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001

租赁及销售收入均增长，投资规模稳步扩容，维持“买入”评级

张江高科发布 2025 年年报，公司收入利润均保持增长，产业投资力度持续提升。受公允价值变动收益影响，我们下调公司 2026-2027 年并新增 2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润为 10.30、11.00、11.05 亿元（前值 14.55、15.07 亿元），对应 EPS 为 0.66、0.71、0.71 元，当前股价对应 PE 为 53.4、50.0、49.8 倍，公司存量在建项目充足，投资规模扩容带动产业转型，维持“买入”评级。

产业空间载体结转收入高增，公允价值变动净收益拖累利润

公司 2025 年实现营收 41.82 亿元，同比增长 110.9%，主要系产业空间载体销售收入大幅增加；实现归母净利润 9.86 亿元，同比增长 0.4%；实现经营性现金流净额 3.97 亿元，同比转正；基本每股收益 0.62 元，毛利率和净利率同比下降 8.1pct、26.8pct 至 48.7%、23.3%；投资净收益达 6.73 亿元，同比+219%。公司归母净利润增速不及收入增速主要由于毛利率下降，同时公允价值变动净收益同比下降 11.4 亿元。

租赁收入同比增长，存量在建项目充裕

公司 2025 年实现房地产租金收入 11.7 亿元，同比增长 11.5%，截至年末出租房地产总面积为 169.2 万方。公司 2025 年实现空间载体销售收入 29.9 亿元，同比增长 228%，销售面积 21.85 万方。公司全年无新增开发项目，新开工面积 0.27 万方，竣工项目 50.8 万方，存量在建项目 6 个，涉及总建筑面积约 134 万方。

投资规模稳步扩容，积极推进产业项目并购

公司依托长三角科创核心区位，张江科学城集成电路、生物医药、人工智能三大主导产业集群规模达 4200 亿元，占上海市同类产业规模的 32%。截至 2025 年末，公司累计投资规模已达 106 亿元，其中直投项目 59 个，

金额 53 元；参投基金 31 支，认缴出资 53 亿元，撬动了 585 亿元的资金规模，投资企业中已上市 60 家。公司积极推进产业项目并购，推动公司产业资源组织及整合能力提升，已进入实质谈判阶段，正加快向科技产业投资控股集团转型。

风险提示：地产行业销售下行风险、政策调整导致经营风险、产业投资风险。

【地产建筑：中国海外发展(00688.HK)】权益销售额连续两年第一，派息比例提升——港股公司信息更新报告-20260402

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001

龙头标杆房企，经营业绩稳健，维持“买入”评级

中国海外发展发布 2025 年全年业绩，公司营收利润下降，结转毛利率承压，但权益销售规模和拿地规模维持第一，土储优质，商业物业稳健扩张。受结转毛利率下降影响，我们下调 2026-2027 并新增 2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润为 118.1、121.3、127.0 亿元（前值 215.4、224.9 亿元），对应 EPS 分别为 1.08、1.11、1.16 元，当前股价对应 PE 为 9.7、9.4、9.0 倍。公司项目聚焦高能级城市核心区域，盈利确定性较强，维持“买入”评级。

营收利润同比下降，派息比例提升

公司 2025 年实现营收 1680.9 亿元，同比-9.2%；股东应占溢利 126.9 亿元，同比-18.8%；核心股东应占溢利 130.1 亿元，同比-17.2%；销售和管理费用率同比+0.3pct 至 4.0%。利润下降主要原因系结转规模减少，同时毛利率 15.5%，同比-2.2pct。截至年末，公司（不含中海宏洋）已售未结转金额 1805 亿元，持续保持高位；在手现金 1036.3 亿元，同比-16.5%。公司 2025 年经营性净现金流 167.3 亿元，同比-64.0%；全年派息每股 50 港仙，约占归母核心净利润 38.6%。

权益销售额连续两年第一，拿地强度较高

公司 2025 年销售金额 2512.3 亿元，同比-19.1%，权益销售额连续两年行业第一，市占率整体连续两年达 3%，在 34 城市占率前三，五个一线城市销售额均超百亿，其中北京超 500 亿元，连续 8 年市占率第一，深圳和中国香港突破 200 亿元。公司 2025 年新增 35 宗土地，购地金额 1186.9 亿元，权益比 78%，拿地强度 47.2%，投资规模行业第一，其中一线+强二线权益拿地金额占比 89.8%。截至年末，公司（不含中海宏洋）总土储 2528 万方，一线+强二线货值占比 86.5%。

商业双核业务经营提质，融资成本继续压降

公司 2025 年商业运营收入 72.0 亿元，商写双核收入贡献占比 81%，一线及新一线收入占比升至 78%，其中写字楼新签面积 110.5 万方，成熟期出租率 80%，经营利润率 56.0%；成熟购物中心出租率达 96.1%，经营利润率 56.0%。截至年末，公司总借贷 2473.8 亿元，人民币借贷占比 87.7%；剔预负债率 46.9%，净负债率 34.2%；平均融资成本降至 2.8%，处于行业最低区间。

风险提示：销售恢复不及预期、政策调整导致经营风险、项目结转毛利下行。

【化工：黑猫股份(002068.SZ)】龙头业绩或已见底，高油价下炭黑龙头或受益——公司信息更新报告-20260402

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 宋梓荣（分析师）证书编号：S0790525070002

龙头业绩或已见底，高油价下炭黑龙头或受益，维持“买入”评级

根据公司年报，2025 年公司实现营业收入 86.85 亿元，同比-14.28%；实现归母净利润-4.63 亿元，同比转亏。

对应 Q4 单季度，公司实现归母净利润-2.52 亿元，亏损幅度环比加大。我们下调公司 2026-2027 年并新增 2028 年盈利预测，预计分别实现归母净利 1.06 (-2.69)、2.14 (-2.78)、3.29 亿元，对应 EPS 分别为 0.14 (-0.37)、0.29 (-0.38)、0.45 元，当前股价对应 PE 分别为 59.7、29.6、19.3 倍。随着油价持续高位震荡，公司作为煤焦油工艺的炭黑龙头，有望大幅受益，同时随着动力、储能等电池需求增长，公司导电炭黑业务或充分受益，维持公司“买入”评级。

2025 年炭黑景气承压，大幅拖累公司业绩

根据 Wind、百川盈孚数据及我们测算，2025 年，煤焦油市场均价为 3,348 元/吨，同比-16.20%；炭黑的平均价格为 6,934 元/吨，同比-16.98%；炭黑平均价差为 1,911 元/吨，同比-18.97%。2025 年炭黑上游煤焦油市场呈现剧烈震荡走势，成本传导机制失灵；叠加下游轮胎行业影响，炭黑市场需求支撑不足，行业供需格局承压，致使公司 2025 年业绩大幅承压。2026 年 Q1，随着国际油价上涨，带动国内煤焦油工艺炭黑价格、价差环比上涨。2026 年 Q1，煤焦油市场均价为 3,701 元/吨，环比+18.11%；炭黑的平均价格为 7,324 元/吨，环比+15.69%，炭黑平均价差为 1,772 元/吨，环比+8.72%。若未来油价持续高位，或有海外订单流入，看好公司作为炭黑龙头充分受益，看好公司业绩环比逐步修复。

公司大力发展各类特种炭黑，看好公司在激烈的行业竞争中脱颖而出

公司在青岛建有碳基材料研究机构、合肥设有特种炭黑后处理基地、布局锂电池用导电炭黑产能、辽宁建设复合母胶生产基地。未来绿色低碳、高附加值产品将成为行业竞争的核心要素，公司作为顺应政策导向、具备技术优势和规模优势的企业，或将在激烈的市场竞争中脱颖而出，受益于锂电、储能等行业发展。

风险提示：煤焦油价格大幅波动、产品价格大幅下跌、宏观经济下行等。

【医药：固生堂(02273.HK)】2025 年业绩稳健增长，盈利能力持续提升——港股公司信息更新报告-20260402

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

2025 年业绩稳步增长，盈利能力持续提升

2025 年公司实现营收 32.49 亿元（同比+7.5%，下文都是同比口径），毛利 10.12 亿元（+11.33%），净利润 3.53 亿元（+14.99%），扣非净利润 3.37 亿元（+15.09%），毛利率 31.16%（+1.07pct），净利率 10.84%（+0.68pct）。考虑行业稳健增长，我们下调公司 2026-2027 年盈利预测（原预测归母净利润为 5.02/6.40 亿），新增 2028 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年归母净利润为 4.09/5.02/6.39 亿元，当前股价对应 PE 为 13.92/11.34/8.91 倍，维持“买入”评级。

核心业务增长稳健，客户粘性显著提升

按业务划分，2025 年公司提供医疗健康解决方案收入 32.2 亿元（+7.77%），主要由于线下医疗机构业务增长所致，销售医疗健康产品收入 0.29 亿元（-15.26%），主要由于公司策略性地专注于提供医疗健康解决方案所致。按渠道划分，线下医疗机构收入 29.83 亿元（+8.8%），线上医疗健康平台收入 2.66 亿元（-5.5%）。2025 年公司新客户达 96.83 万人次（+8.91%），累计客户就诊人次 0.29 亿人次（+26.61%），客户回头率 66.1%，会员就诊人次 235.4 万人次（+10.46%），会员回头率 84.9%。

国医 AI 布局深化，院内制剂稳步推进

公司于 2025 年 6 月发布首个国医 AI 分身，全年合计发布 13 个国医 AI 分身，覆盖肿瘤科、皮肤科、消化内科、耳鼻喉科、男科、心理睡眠科、风湿免疫科、骨伤科 8 大中医核心专科领域。截至 2025 年底，公司在中国拥有及经营 86 家医疗机构，在新加坡拥有及经营 15 家医疗机构。2025 年公司围经祛郁膏、乌梅桂花合剂、神香心安颗粒、活血桃花颗粒、感后祛痰颗粒、咽痒止咳颗粒及清养洗鼻颗粒取得医疗机构传统中药制剂备案凭证，院内制剂中心已完成工程建设、设备验收和试生产，并已取得医疗机构制剂许可证。

风险提示：政策变动、医师资源短缺及留任风险、供应链稳定性等。

【电力设备与新能源：阳光电源(300274.SZ)】四季度业绩承压，储能高景气持续——公司信息更新报告-20260402

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 周航（联系人）证书编号：S0790125050020

四季度业绩短期承压

阳光电源发布 2025 年年报，全年营业收入 891.84 亿元，同比增长 14.55%；归母净利润 134.61 亿元，同比增长 21.97%；扣除激励基金影响后的归属于上市公司股东的净利润 143 亿元，同比增长 29.8%；公司全年经营活动现金流净额 169.18 亿元，同比增长 40.18%，经营质量持续改善。公司第四季度营业收入 227.82 亿元，同比下降 18.37%；四季度受低毛利新能源开发项目集中交付、碳酸锂涨价传导滞后、区域结构变化等因素影响，公司毛利率环比下滑；归母净利润 15.80 亿元，同比下降 54.02%。考虑公司 2025 年四季度业绩承压，我们下调 2026-2027 年盈利预测，并新增 2028 年盈利预测，预测公司 2026-2028 年归母净利润为 154.73/193.47/230.84 亿元(原 2026-2027 年为 200.75/222.46 亿元)，EPS 为 7.46/9.33/11.13 元，对应当前股价 PE 为 18.0/14.4/12.1 倍，维持“买入”评级。

储能系统业务保持高增

储能系统业务方面，2025 年实现营收 372.87 亿元，同比增长 49.36%；毛利率 36.49%，整体保持稳定；全年出货 43GWh，同比增长 54%，其中国内发货 7GWh，因国内市场毛利偏低公司主动收缩；海外发货 36GWh，同比增长 90%，成为核心增长引擎；2026 年全球储能市场预计保持 30-50%高增速，公司储能出货有望超 60GWh 以上。光伏逆变器业务方面，2025 年实现营收 311.36 亿元，同比增长 6.90%；毛利率约 34.66%，同比+3.76pct；全年出货 143GW，同比略有下降。新能源投资开发业务 2025 年实现营收 165.59 亿元，同比下降 21.16%，毛利率 14.50%，同比-4.90pct，整体维持微利。

AIDC 业务值得期待

公司在 2025 年开始布局 AIDC 电源业务，重点开发固态变压器 SST 及电源解决方案。当前已与国际头部云服务商、国内头部互联网企业开展产品架构的定义，目标在 2026 年实现产品落地与小批量交付，2027 年进入批量供货阶段。公司依托电力电子技术积累、800V 平台优势及全球化客户资源，在 AIDC 高速增长赛道具备较强的技术与客户转化潜力，预计 2026 年下半年逐步释放成果。

风险提示：储能系统产品毛利率下滑超预期；海外贸易政策变动影响公司出货。

【非银金融：中金公司(03908.HK)】投行和投资高增，并购补充资本金打开远期成长空间——中金公司 2025 年报点评-20260402

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

投行和投资高增，并购补充资本金打开远期成长空间

2025 年归母净利润 97.9 亿元，同比+72%，符合业绩预告区间，加权 ROE9.4%，同比+3.9pct，杠杆率 5.25 倍，同比+0.28 倍。各项业务持续复苏，经纪/投行/资管/资本金净收入同比+45%/+63%/+31%/+27%。我们下调市场交易量、涨跌幅假设，下调 2026、2027 年并新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润 119/132/145 亿元（调前 141/169），同比+22%/+11%/+10%，公司当前 H 股股价对应 PE 为 6.1、5.5、5.0 倍，对应 PB0.7、0.6、0.5 倍，具有安全边际。公司境内外投行业务有望持续增长，并购整合东兴和信达证券将补充资本金实力，打开远期成长空间，当前估值处于相对低位，维持“买入”评级。

买方投顾持续深化，投行保持头部优势，资管总 AUM 保持增长

(1) 2025 年经纪业务净收入 61.7 亿，同比+45%，其中代买/席位/代销净收入分别为 39.6/7.1/13.8 亿，同比+51%/+8%/+56%。代销同比高增，公司财富管理坚持买方投顾战略，买方投顾产品保有规模超 1300 亿，“股票 50”

“ETF50”等创新交易服务签约客户资产超4000亿。总客户数近1000万，客户账户资产4.28万亿元，同比+35%。期末融出资金659亿，环比+6%，两融市占率2.62%。(2) 2025年投行业务净收入50.3亿，同比+63%，单Q4为20.9亿，环比+64%。公司完成A股IPO7单，主承销162亿，再融资18单，主承销919亿；主承销港股IPO41单，主承销79亿美元，排名市场第一。(3) 2025年资管业务净收入15.8亿，同比+31%。资产管理部AUM5969亿，同比+8%；私募资管AUM5242亿，同比+15%，管理目标规模500亿元的国家级旗舰基金京津冀创业投资引导基金。

衍生品投资收益高增，预计投行和投资驱动境外收入同比高增

(1) 2025年资本金业务收入131亿，同比+27%，单Q4为28亿，环比-25%。其中自营投资收益（不含联营，含公允和汇兑净损益，下同）为141亿，同比+20%。2025年自营投资规模3201，同比+6%，自营投资收益率4.5%（2024年为3.9%）。公司披露其他权益工具投资的收益5.6亿，同比+218%，主因股票和公募REITs的分红增长，交易性金融工具中权益、债券、其他类投资收益为84、12、38亿元，同比+101%/-68%/+129%，权益增长主因场外衍生品投资收益显著增加，债券下降主因债市波动影响，其他类高增主因公募与私募基金收益增长。期末公司交易性金融资产规模同比+6%，TPL中的股票、债券、基金同比+25%、-13%、+9%，其他权益工具投资同比+53%，其他债权投资同比+41%。(2) 预计境外投行和投资驱动境外收入高增。2025年境外业务收入为83.9亿元，同比+58%，收入贡献29%，同比+7pct，测算境外投行收入18亿，同比+61%，预计境外投行和资本金业务驱动境外收入高增。境外资产2383亿，同比+32%，境外资产占比30.4%，较年初+3.8pct，是重要扩表方向。2025年中金国际净利润51亿港元，同比+78%，利润贡献47%，ROE16%。

风险提示：市场波动风险；监管政策风险；投行业务增速不及预期。

【煤炭公用：新集能源(601918.SH)】2025年业绩稳健，煤电一体化战略成效显著——公司信息更新报告-20260401

王高展（分析师）证书编号：S0790525070003 | 程懿（分析师）证书编号：S0790525090001

2025年业绩稳健，煤电一体化战略成效显著。维持“买入”评级

新集能源发布2025年年度报告，全年实现营业收入122.80亿元，同比下降3.51%；实现归属于上市公司股东的净利润21.36亿元，同比下降10.73%；实现扣除非经常性损益后的归母净利润21.40亿元，同比下降10.37%。基本每股收益0.825元/股。考虑到公司成本管控成效显著，新建电厂集中投产，我们上调2026-2027年并新增2028年公司盈利预测，预计2026-2028年公司实现归母净利润为24.85/25.09/25.16亿元（2026年/2027年原值22.97/24.57亿元），同比+16.3%/+1.0%/+0.3%；EPS分别为0.96/0.97/0.97元；对应当前股价PE为7.8/7.7/7.7倍。考虑到公司在建项目进展顺利，且未来有望维持较高分红水平，公司长期投资价值值得关注。维持“买入”评级。

煤炭业务：产量稳中有升，成本管控成效显著

产量方面：2025年公司商品煤产量1975.82万吨，同比增加3.69%；商品煤销量1969.29万吨，同比增加4.35%。其中，刘庄煤矿和口孜东矿是主要增量来源。价格方面：2025年商品煤平均价格为532元/吨，同比有所下降。公司长协煤价格波动较小，市场煤价格在2025年经历了先跌后涨的过程。2026年煤炭长协定价机制仍采用“675元基准价+四指数加权平均”模式，预计长协比例维持在80%左右。成本方面：2025年商品煤单位销售成本为322.73元/吨，同比下降19.64元/吨。成本下降主要得益于公司严控生产成本、优化采购库存、压缩费用开支以及严控薪酬和用工成本等措施。

电力业务：新建电厂集中投产，发电量有望大幅增长

发电量方面：2025年公司发电量142.23亿千瓦时，同比增加10.40%；售电量134.46亿千瓦时，同比增加10.06%。电价方面：2025年售电平均价格为0.37665元/千瓦时。新建电厂进展：上饶电厂一号机组已于2025年12月底投运，二号机组已于2026年3月投运。滁州电厂二号机组已于2026年1月底投运，一号机组于2026年3月底投运，项目实现双机双投。六安电厂一号机组预计2026年4月并网，二号机组预计2026年6月并网。所有新建机组预

计划在 2026 年 6 月底前全面建成投产。

资本开支与分红：投资高峰期将过，分红比例有望提升

资本开支：2025 年公司资本开支约 70 亿元，主要用于三大电厂建设和煤矿维持接续生产。分红政策：公司持续重视投资者回报，2025 年度总分红（含特别分红和年度分红）金额和比例将比上一年度有所提高。资产负债率：截至 2025 年末，公司总资产 530.35 亿元，负债 336.92 亿元，资产负债率 63.53%。

风险提示：经济恢复不及预期；煤价下跌超预期；新增产能进度不及预期。

【医药：太极集团(600129.SH)】2025 年去库存强劲动销，期待营销转型赋能“十五五”——公司信息更新报告-20260401

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 巢舒然（分析师）证书编号：S0790525110001

2025 年利润稳健增长，维持“买入”评级

公司 2025 年实现营收 105.00 亿元（同比-15.23%，下文皆为同比口径），归母净利润 1.21 亿元（+352.38%），扣非归母净利润 0.44 亿元（+13.32%）。盈利能力方面，2025 年整体毛利率 29.59%（-9.73pct），净利率为 1.15%（+0.73pct）。费用端来看，2025 年销售费用率为 15.69%（-10.85pct），管理费用率 7.19%（+1.70pct），研发费用率 2.45%（+0.20pct），财务费用率 1.41%（+0.28pct）。考虑到宏观消费环境有所承压，我们下调 2026-2027 年并新增 2028 年盈利预测，预计归母净利润分别为 3.02/4.34/5.22 亿元（原预计 5.48/6.54 亿元），EPS 为 0.55/0.79/0.95 元，当前股价对应 PE 为 30.5/21.2/17.6 倍，我们看好公司工业营销深度重塑带来的发展潜力，维持“买入”评级。

多业务板块经营承压，中药材资源成增长亮点

分行业来看，医药工业实现营收 52.00 亿元（-26.11%），毛利率 46.04%（-12.68pct），主要受集采政策、市场竞争及结算模式等变化影响；医药商业实现营收 62.10 亿元（-7.86%），毛利率 8.70%（-0.01pct）；中药材资源实现营收 11.83 亿元（+12.39%），毛利率 8.72%（-0.03pct）；大健康及国际业务营收 1.54 亿元（-66.68%）；服务业及其他营收 107.01 万元（-66.62%）；分部间抵消 23.82 亿元。

去库存强劲动销，工业营销深度重塑

2025 年公司在渠道销售的基础上强化终端动销，为降低社会库存，公司以动销为主要考核指标。为推动终端动销，公司通过场景营销和新零售结合等方式，全年开展 3000 余次多场景活动，包括太极劳动防暑节、肠胃养护节等，促使终端动销取得实效，藿香正气口服液终端销量同比增长 47%，头部及百强连锁销售突破 1 亿元；通天口服液、鼻窦炎口服液、散列通动销呈双位数增长。此外，公司在 OTC 基础上强化医疗销售，通过持续的学术建设、品牌建设，鼻窦炎口服液、通天口服液院内销售分别同比增长 40.5%、35.2%。

风险提示：政策变化风险、销售不及预期、原材料价格波动风险等。

【医药：康龙化成(300759.SZ)】营收稳健增长，新签大订单助力长期发展——公司信息更新报告-20260401

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002

2025 季度业绩环比持续增长，盈利质量稳步提升，2026 年有望加速增长

2025 年公司实现营收 140.95 亿元，同比增长 14.8%；实现归母净利润 16.64 亿元，同比下降 7.2%，主要系 2024 年同期处置 PROTEOLOGIX,INC. 股权产生大额投资收益影响；实现 Non-IFRSs 经调整归母净利润 18.16 亿元，同比增长 13.0%，经调整 Non-IFRS 归母净利率达 12.9%。单看 2025 年 Q4，公司实现营业收入 40.09 亿元，同比增长 15.9%，环比增长 10.0%，2025 业绩逐季增长；实现归母净利润 5.23 亿元，同比增长 40.7%，环比增长 19.0%；实现经调整 Non-IFRS 归母净利润 5.90 亿元，同比+18.0%，环比+25.2%，经调整 Non-IFRS 归母净利率达 14.7%。随着全球生物医药投融资逐步复苏，公司 2025 年新签订单同比增长超 14%，新增客户 950+ 家。考虑到公司 2026

年获大额 CDMO 订单，全年收入确定性增强，我们上调 2026-2027 年盈利预测并新增 2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润为 22.13/29.34/37.65 亿元（原 22.74/27.82 亿元），EPS 为 1.20/1.60/2.05 元，当前股价对应 PE 为 22.2/16.8/13.1 倍，维持“买入”评级。

2026 年与 MNC 签订大规模小分子 CDMO 订单，公司业绩确定性进一步增强

2025 年公司小分子 CDMO 服务实现营收 34.83 亿元，同比增长 16.5%，毛利率 33.8%，同比+0.7pct；2025 年 Q4 实现营收 11.90 亿元，同比增长 17.6%，环比增长 37.8%，实现毛利率 37.8%，下半年盈利质量改善明显。2025 年度 CMC 服务板块新签订单同比增长约 13%，且公司于 2026Q1 与一家国际大型制药公司签订大规模生产订单，为公司达成 2026 年收入指引上限的关键因素之一。

临床业务逆势增长，大分子和细胞与基因治疗服务能力不断提升

2025 年度公司临床研究服务实现营收 19.57 亿元，同比增长 7.1%，在中国临床服务行业触底整合的过程中，康龙临床凭借不断提升的品牌影响力和竞争力，服务项目和收入逆势增长。2025 年度公司大分子和细胞与基因治疗服务实现营收 4.75 亿元，同比增长 16.5%，控股佰翱得，提升复杂药靶蛋白制备及分析能力。

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

本研究报告的署名人员具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。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