

2026年04月29日

# 华源晨会精粹 20260429

## 市场数据

指数名称	收盘价	涨跌幅	年初至今
上证指数	4,107.51	0.71%	2.09%
创业板指	3,687.17	2.51%	11.92%
沪深300	4,810.35	1.10%	1.96%
中证1000	8,343.07	1.41%	7.60%
科创50	1,493.50	0.33%	6.42%
北证50	1,331.74	0.48%	-9.18%

资料来源：聚源，华源证券研究所，截至2026年04月29日

## 投资要点：

- 宏观经济 内部趋稳无需加码，外局未定仍需观察——2026年4月政治局会议点评：**  
 总量政策：淡化“逆周期调节”，财政表述与两会和去年经济工作会议基本一致、货币政策强调前瞻。同时，在外部局势不确定的环境下，会上再次强调产业链自主可控，凸显发展与安全平衡、产业高质量升级的核心导向。内需消费：政策从总量刺激转向供给侧提质，聚焦扩大优质商品和服务供给、推动消费升级，重点发力服务业扩能提质，用于“两新”的超长期特别国债规模保持稳定，更侧重通过场景完善与供给结构优化释放消费潜力。制造业与“反内卷”：延续产业升级导向，强调建设现代化产业体系、实施“人工智能+”行动，引导产业向技术升级转型，“反内卷”表述保持稳定，关注后续部委层面的推动情况。房地产：政策以稳为主，从增量调控转向城市更新，不再强调收购存量商品房用于保障房建设。CPI和生猪价格：会议单独提及“稳定生猪等农产品价格”，针对当前猪价为代表的农产品低位运行、CPI修复偏弱的问题，强化对农产品价格与市场秩序的关注，后续或结合“反内卷”进行调控。

风险提示：外部地缘及需求风险，宏观经济的不确定性，政策的落地不及预期

- 固定收益 商业不动产 REIT 择券手册——REITs 系列报告：**截至 2026/3/31，已有 14 单商业不动产 REITs 项目收到交易所反馈意见，首批商业不动产 REITs 项目从受理到出具反馈意见平均用时仅约 1 个月，审核效率普遍较高。零售商业/奥特莱斯业态：零售商业/奥特莱斯是本轮商业不动产 REITs 申报项目数量最多的业态类型，此类项目的经营业绩与地域经济水平、区域消费力以及客流密度高度正相关。写字楼/城市综合体业态：写字楼/城市综合体业态的经营业绩与区域产业景气度高度正相关，租户质量、租约期限是决定现金流稳定性强弱的关键因素。酒店业态：酒店业态的主要收入来源包括客房收入、餐饮收入及会务收入等，经营业绩与旅游景气度、商务出行需求高度正相关。社区商业业态：社区商业业态的主力租户为超市、银行等民生类租户，这类租户的租约稳定性要远高于零售品牌，项目经营业绩更多取决于周边社区人口密度和客户消费粘性，消费需求刚性使得项目能够在一定程度上抵御宏观经济周期波动，是各类商业不动产项目中相对稳健的业态之一，或较为适配追求稳健收益的投资者。

风险提示：1) 数据来源和数据处理偏误风险；2) 行业基本面变化风险；3) 信用风险事件扰动风险。

- 计算机 液冷渗透率加速，金刚石散热技术持续推进——谷歌第八代 TPU 亮相，采用第四代液冷架构，液冷市场有望快速增长：**谷歌第八代 TPU 性能比第七代 Ironwood 大幅提升。第八代 TPU 继续优化效率，采用第四代液冷设计，节能性提升。金刚石作为基板材料集成使用，散热效果有望再提升。液冷目前渗透率持续提升，技术多元并行。我们建议关注相关技术下的液冷公司：1) 全系统：英维克、申菱环

境等。2) 冷板: 奕东电子、科创新源、思泉新材、硕贝德、鸿富瀚、同飞股份、捷邦科技、远东股份等。3) CDU 及其他部件: 兴瑞科技、高澜股份、飞龙股份、川环科技、川润股份、依米康、中石科技、曙光数创、大元泵业等。4) 冷却液: 润禾材料、永太科技、巨化股份、东阳光、新宙邦等。5) TIM: 飞荣达、德邦科技等。6) 金刚石散热: 四方达、沃尔德、黄河旋风、力量钻石、国机精工、惠丰钻石等。

风险提示。1、技术进度不及预期。2、海外资本开支不及预期。3、市场竞争加剧。

- **传媒 阿里巴巴-W(09988.HK)——FY26Q4 预计淘宝闪购亏损收窄，云业务加速成长**：财务指标前瞻：我们预计阿里巴巴 FY2026Q4 实现总营收 2433 亿元（同比增长 3%），经调整 EBITA 率为 3%，经调整 EBITA 同比下降 81%至 63 亿元，我们预计主要原因或为淘宝闪购及千问 APP 相关的业务投入。云智能集团：瞄准 1000 亿美元长期营收目标，市场份额同比扩大。我们预期 FY26Q4 阿里云营收增长有望进一步加快，营收规模预计达 422 亿元（同比增长 40%），经调整 EBITA 率为 9%。中国电商集团：淘宝闪购有望收缩亏损，电商增速或见企稳。我们预计中国电商集团 FY26Q4 营收 1242 亿元，其中客户管理收入 720 亿元，同比增长 1%。经调整 EBITA 率为 20%，同时预计淘宝闪购业务亏损收缩至 178 亿元。鉴于阿里巴巴聚焦于电商与云两大业务板块，云业务在 AI 相关业务带动下保持快速增长，电商方向上通过千问 APP 打造新 C 端入口，淘宝闪购业务在收亏同时保持到店团购等业态的探索尝试，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动风险，技术投入回报不及预期风险，电商行业竞争加剧风险，关税与地缘政治风险

- **交运 中远海能(600026.SH)——26Q1 点评：业绩大增有望拉开“油运大时代”序幕**：2026 年 Q1 公司实现营业收入 73.03 亿元，同比增长 26.92%；实现归母净利润 21.73 亿元，同比增加 206.74%。VLCC 运价淡季走强高位承压，驱动 Q1 业绩同环比增长。公司 100%收购大连投资，整合集团能化运输资源，大连投资主营 LPG 运输和化学品仓储物流业务，拥有在建 VLGC 订单和仓储物流园等优质资产。鉴于油运景气度有望持续向好，“油运大时代”有望开启，维持“买入”评级。

风险提示。地缘冲突导致宏观危机，OPEC 大幅减产，非 OPEC 地区增产不及预期，全球经济增长不及预期，环保及节能减排不及预期。

- **建筑建材/机械/地产 安培龙(301413.SZ)——汽车压感国产替代，人形机器人力感新蓝海**：国内领先传感器企业，构筑‘温压气力’多维感知平台，卡位‘汽车+家电’全球头部供应链。公司已形成热敏电阻及温度传感器、压力传感器、氧传感器、力传感器四大类产品线，主要应用于汽车、家电、储能、机器人等领域。2025 年，公司压力传感器收入占比达 56.98%，为比重最大、增长最快的品类。公司亦在海外设立德国、比利时、泰国、美国子公司，以推进全球化布局战略。人形机器人或处于放量前夕，后续有望带来广阔增量市场，公司机器人力传感器具备卡位稀缺性，在产品技术及客户拓展方面有先发优势，我们认为公司具备力传感器龙头潜力，同时汽车领域业务拓展有望带来稳定增速的基本盘，维持“买入”评级。

风险提示：人形机器人进展不及预期；竞争恶化风险；销售不及预期风险；行业政策风险；市场空间测算偏差风险。

- **医药 海西新药(02637.HK)——HXP056 有望打开口服眼底病创新天花板，主业持续增长：**公司正从传统仿制药商业化平台，逐步升级为兼具稳健现金流与创新弹性的“仿创一体化”平台型药企。公司营收从 2022 年的 2.12 亿元增长到 2025 年的 5.82 亿元，2022–2025 年 CAGR 为 40.0%。利润端，2025 年公司归母净利润达到 1.77 亿元，同比增长 30.09%。近几年公司毛利率相对较为稳定，2025 年公司毛利率为 83.38%，净利率为 30.40%。研发方面，因推进创新药临床试验，2025 年公司研发开支达到 73.5 百万元，同比增长 8.85%。更重要的是，公司已经形成“仿制药现金流+创新药弹性”的双轮驱动框架，仿制药提供利润和现金流底盘，HXP056 等创新管线有望打开中长期估值上限。考虑到公司仿制药进入放量兑现，多个产品纳入集采，眼底病市场大且创新管线 HXP056 稳步推进，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示。集采产生的相关风险；创新研发风险；市场竞争加剧的风险。

## 报告列表

【宏观经济】内部趋稳无需加码，外局未定仍需观察——2026年4月政治局会议点评（2026/04/29）

【固定收益】商业不动产 REIT 择券手册——REITs 系列报告（2026/04/28）

【计算机】液冷渗透率加速，金刚石散热技术持续推进——谷歌第八代 TPU 亮相，采用第四代液冷架构，液冷市场有望快速增长（2026/04/29）

【传媒】阿里巴巴-W(09988.HK)——FY26Q4 预计淘宝闪购亏损收窄，云业务加速成长（2026/04/29）

【交运】中远海能(600026.SH)——26Q1 点评:业绩大增有望拉开“油运大时代”序幕(2026/04/29)

【建筑建材/机械/地产】安培龙(301413.SZ)——汽车压感国产替代，人形机器人力感新蓝海（2026/04/28）

【医药】海西新药(02637.HK)——HXP056 有望打开口服眼底病创新天花板，主业持续增长（2026/04/29）

## 报告摘要

### 【宏观经济】宏观点评报告：内部趋稳无需加码，外局未定仍需观察——2026年4月政治局会议点评（2026/04/29）

孙苏雨 证书编号：S1350526010003

会议背景：经济强势开局，外部地缘环境复杂化。一季度国内经济实现强势开局，GDP同比增长5.0%，现价增速回升至4.8%。增长动能修复呈现三大特征：一是外需强劲，一季度出口累计同比增长14.7%带动下，工业增加值一季度累计同比增长6.1%；二是投资改善，一季度基建靠前发力、地产投资累计同比降幅收窄、制造业投资稳步回升，推动整体固定资产投资累计同比增速由负转正；三是物价温和回升，背后或主要是外部局势的变化。

总量政策：淡化“逆周期调节”，财政表述与两会和去年经济工作会议基本一致、货币政策强调前瞻。政策基调或从“逆周期调节”转向“精准有效”，强化政策协同性与取向一致性评估。目前经济对财政支出的依赖度降低，一季度财政支出增速显著回落情形下经济实现良好开局，或反映出前期刺激政策已推动动能修复，叠加出口强劲带动工业增长，内部逆周期调节的急迫性或下降。同时，在外部局势不确定的环境下，会上再次强调产业链自主可控，凸显发展与安全平衡、产业高质量升级的核心导向。

内需消费：政策从总量刺激转向供给侧提质，聚焦扩大优质商品和服务供给、推动消费升级，重点发力服务业扩能提质，用于“两新”的超长期特别国债规模保持稳定，更侧重通过场景完善与供给结构优化释放消费潜力。

制造业与“反内卷”：延续产业升级导向，强调建设现代化产业体系、实施“人工智能+”行动，引导产业向技术升级转型，“反内卷”表述保持稳定，关注后续部委层面的推动情况。

房地产：政策以稳为主，从增量调控转向城市更新，不再强调收购存量商品房用于保障房建设。在市场自然企稳、财政空间有限的背景下，我们判断短期出台大规模托底政策的紧迫性或不强。

资本市场：明确提出“稳定和增强资本市场信心”，政策重心或转向制度建设与稳市机制常态化。

CPI和生猪价格：会议单独提及“稳定生猪等农产品价格”，针对当前猪价为代表的农产品低位运行、CPI修复偏弱的问题，强化对农产品价格与市场秩序的关注，后续或结合“反内卷”进行调控。

风险提示：外部地缘及需求风险，宏观经济的不确定性，政策的落地不及预期

### 【固定收益】固收专题报告：商业不动产REIT择券手册——REITs系列报告（2026/04/28）

廖志明 证书编号：S1350524100002 赵孟田 证书编号：S1350525070004

截至2026/3/31，已有14单商业不动产REITs项目收到交易所反馈意见，首批商业不动产REITs项目从受理到出具反馈意见平均用时仅约1个月，审核效率普遍较高。14单商业不动产REITs项目底层资产业态分化主要分为四类：（1）零售商业/奥特莱斯（8单）；（2）写字楼/城市综合体（3单）；（3）酒店（2单）；（4）社区商业（1单），覆盖国内商业地产的主流业态。本文旨在从不同业态角度切入，对已收到反馈意见

见的商业不动产 REITs 项目进行分析。

**零售商业/奥特莱斯业态：**零售商业/奥特莱斯是本轮商业不动产 REITs 申报项目数量最多的业态类型，此类项目的经营业绩与地域经济水平、区域消费力以及客流密度高度正相关。现金流稳定性方面，零售商业/奥特莱斯业态一方面依赖主力店的长期租约，另一方面也受益于次主力店与散铺的流水提成，其优势在于可以在消费复苏周期中获得超额弹性。中信建投首农食品集团 REIT、广发新城吾悦 REIT 未来两年的预测分派率相对较高，短期来看项目收益或具有较厚的安全垫；国泰海通砂之船 REIT 联营/抽成收入占比在 70% 以上，或在消费复苏周期中具备更强的业绩弹性。

**写字楼/城市综合体业态：**写字楼/城市综合体业态的经营业绩与区域产业景气度高度正相关，租户质量、租约期限是决定现金流稳定性强弱的关键因素。若区域产业招引进展顺利，则相应区域租金或有较大提升空间；若产业景气度下滑，则区域内写字楼空置率或快速上升。租户以央国企为主、租约期限相对较长的写字楼/城市综合体业态标的（如汇添富上海地产商业不动产 REIT），或为抵御宏观经济周期波动的稳健选择。

**酒店业态：**酒店业态的主要收入来源包括客房收入、餐饮收入及会务收入等，经营业绩与旅游景气度、商务出行需求高度正相关。相较于零售商业与写字楼等业态，酒店业态受宏观经济周期、突发公共卫生事件的影响相对更大，但同样在消费复苏周期中的业绩弹性也更为突出。对于酒店业态的资产而言，或仍需关注消费复苏逻辑下的业绩改善。

**社区商业业态：**社区商业业态的主力租户为超市、银行等民生类租户，这类租户的租约稳定性要远高于零售品牌，项目经营业绩更多取决于周边社区人口密度和客户消费粘性，消费需求刚性使得项目能够在一定程度上抵御宏观经济周期波动，是各类商业不动产项目中相对稳健的业态之一，或较为适配追求稳健收益的投资者。

风险提示：1) 数据来源和数据处理偏误风险；2) 行业基本面变化风险；3) 信用风险事件扰动风险。

## 【计算机】行业点评报告：液冷渗透率加速，金刚石散热技术持续推进——谷歌第八代 TPU 亮相，采用第四代液冷架构，液冷市场有望快速增长（2026/04/29）

宁柯瑜 证书编号：S1350525020001

谷歌第八代 TPU 性能比第七代 Ironwood 大幅提升。2026 年 4 月 22 日，谷歌在 CloudNext 大会上正式推出第八代 TPU，包括 TPU8t 与 TPU8i。TPU8t 擅长处理大规模、计算密集型的训练工作负载，其提供更大的计算吞吐量和更强的可扩展带宽。TPU8i 则拥有更高的内存带宽，专为对延迟最为敏感的推理工作负载而设计。训练性价比方面，TPU8t 比 Ironwood TPU 提高了 2.7 倍，适用于大规模训练。推理性价比方面，TPU8i 比 Ironwood TPU 提高了 80%，尤其是在大型 MoE 模型的低延迟目标上。

第八代 TPU 继续优化效率，采用第四代液冷设计，节能性提升。谷歌两款芯片每瓦性能提升至 2 倍。为解决电力消耗问题，谷歌优化整个堆栈效率，并集成电源管理功能，可根据实时需求动态调整功耗。除了芯片层级效率优化，谷歌从芯片到数据中心的系统级架构也做了改进。例如，其将网络连接与计算集成在同一芯片上，显著降低了 TPU 芯片间数据传输的能耗，在硬件和软件方面不断创新下，谷歌数据中心单位电力消耗下的计算能力比五年前提高了六倍。此外，TPU8t 和 TPU8i 采用第四代液冷技术，能够维持风冷无法

实现的性能密度。

金刚石作为基板材料集成使用，散热效果有望再提升。Diamondfoundry 发布最新技术报告，提出单晶金刚石的热导率是硅 16 倍，约为碳化硅、铜、AlN、银、金等材料的 6 倍。金刚石不仅是热传导介质，在高功率芯片封装中，将金刚石作为基板集成使用，不仅具有出色的散热效果，还可以通过重新分配整体热阻及流经该基板的温度降差，实现芯片层面的两相冷却。这种设计可使散热性能提升 10 到 100 倍。

投资建议：液冷目前渗透率持续提升，技术多元并行。我们建议关注相关技术下的液冷公司：1) 全系统：英维克、申菱环境等。2) 冷板：奕东电子、科创新源、思泉新材、硕贝德、鸿富瀚、同飞股份、捷邦科技、远东股份等。3) CDU 及其他部件：兴瑞科技、高澜股份、飞龙股份、川环科技、川润股份、依米康、中石科技、曙光数创、大元泵业等。4) 冷却液：润禾材料、永太科技、巨化股份、东阳光、新宙邦等。5) TIM：飞荣达、德邦科技等。6) 金刚石散热：四方达、沃尔德、黄河旋风、力量钻石、国机精工、惠丰钻石等。

风险提示。1、技术进度不及预期。2、海外资本开支不及预期。3、市场竞争加剧。

## 【传媒】公司点评报告：阿里巴巴-W(09988.HK)——FY26Q4 预计淘宝闪购亏损收窄，云业务加速成长 (2026/04/29)

**陈良栋 证书编号：S1350524100003 陈逸凡 证书编号：S1350525040003**

财务指标前瞻：我们预计阿里巴巴 FY2026Q4 实现总营收 2433 亿元（同比增长 3%），经调整 EBITA 率为 3%，经调整 EBITA 同比下降 81%至 63 亿元，我们预计主要原因或为淘宝闪购及千问 APP 相关的业务投入。分业务看，中国电商集团（含中国电商、即时零售和中国批发业务）预计营收 1242 亿元，经调整 EBITA 率为 20%；阿里国际数字商业集团预计营收 348 亿元，经调整 EBITA 率为-1%；云智能集团预计营收 422 亿元，经调整 EBITA 率为 9%。

云智能集团：瞄准 1000 亿美元长期营收目标，市场份额同比扩大。根据 Gartner 报告，2025 年全球 IaaS 市场增速加快，新增加收入约 450 亿美元，以 AI 为核心的工作负载已成为净新增需求的主要来源。2025 年中国 IaaS 市场规模按营收达到 469 亿美元，阿里云以 32.8% 的市场份额位居第一，较 2024 年的 30.1% 提升 2.7 个百分点。全球市场视角，阿里云全球 IaaS 收入同比增长 35.4%，全球市场份额由 7.2% 提升至 7.7%。2026 年 4 月公司宣布 AI 相关组织调整，集团层面设立技术委员会，由吴泳铭任组长，成员包括周靖人、吴泽明、李飞飞。同时通义实验室升级为通义大模型事业部，由周靖人负责；李飞飞担任阿里云 CTO。我们认为市场份额的扩大说明公司 AI 相关业务获市场广泛认可，且具有全球竞争力，同时相关管理架构的调整有望加强决策效率、保证资源投入的持续性，有利于实现至 2031 年达成 1000 亿美元营收规模、长期利润率提升等目标。我们预期 FY26Q4 阿里云营收增长有望进一步加快，营收规模预计达 422 亿元（同比增长 40%），经调整 EBITA 率为 9%。

中国电商集团：淘宝闪购有望收缩亏损，电商增速或见企稳。根据公司 2026 年 4 月宣布的组织调整，吴泽明卸任淘宝闪购 CEO，转任阿里集团 CTO，雷雁群担任淘宝闪购新任 CEO。雷雁群 2020 年重回阿里巴巴后于饿了么担任过资深副总裁及商家生态总裁。我们认为这一调整有利于推进淘宝闪购 FY28 现金流转正、FY29 扭亏为盈的业务目标。电商业务方面，根据国家统计局数据，2026 年 1-3 月全国网上商品和服务零售额约 5 万亿元，同比增长 8%。其中，网上商品零售额约 3.2 万亿元，同比增长 7.5%，较 2025Q4 的同比增速 2.3% 有所恢复。行业增速恢复的背景下，考虑到 2024 年 9 月新增的基础软件服务费导致的同期高基数，我们预

计中国电商集团 FY26Q4 营收 1242 亿元，其中客户管理收入 720 亿元，同比增长 1%。经调整 EBITA 率为 20%，同时预计淘宝闪购业务亏损收缩至 178 亿元。

其他业务：1) 阿里国际数字商业集团：2025 年以来公司战略上聚焦重点地区，持续加码品牌战略，我们预计该板块 FY26Q4 营收同比增长 4% 至 348 亿元，经调整 EBITA 率为 -1%，对应经调整 EBITA 亏损 2 亿元；2) 所有其他业务：FY26Q4 公司在千问 APP 上进行了“春节 30 亿大免单”活动，且研发 HappyHorse、HappyOyster 等多款模型，我们预计受此影响 FY26Q4 EBITA 亏损较上季度扩大至 198 亿元左右。

盈利预测与评级：我们认为 FY2027 公司在淘宝闪购业务上有望实施提质增效的策略，相关亏损或同比收窄，预计公司 FY2026-2028 年归母净利润分别为 896/1040/1592 亿元，同比增速分别为 -31%/16%/53%，当前股价对应的 PE 分别为 24/20/13 倍。鉴于阿里巴巴聚焦于电商与云两大业务板块，云业务在 AI 相关业务带动下保持快速增长，电商方向上通过千问 APP 打造新 C 端入口，淘宝闪购业务在收亏同时保持到店团购等业态的探索尝试，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动风险，技术投入回报不及预期风险，电商行业竞争加剧风险，关税与地缘政治风险

## 【交运】公司点评报告：中远海能(600026.SH)——26Q1 点评：业绩大增有望拉开“油运大时代”序幕 (2026/04/29)

孙延 证书编号：S1350524050003 曾智星 证书编号：S1350524120008 王惠武 证书编号：S1350524060001 张付哲 证书编号：S1350525070001

事件：2026 年 Q1 公司实现营业收入 73.03 亿元，同比增长 26.92%；实现归母净利润 21.73 亿元，同比增加 206.74%；扣非归母净利润为 20.50 亿元，同比增加 189.42%。其中，外贸油运业务实现毛利 22.41 亿元，同比上升 317.6%；内贸油运业务实现毛利 4.5 亿元，同比上升 34.9%；LNG 运输贡献归母净利润 2.38 亿元，同比上升 16.5%。

VLCC 运价淡季走强高位承压，驱动 Q1 业绩同环比增长：2026 年 Q1 公司业绩大涨主要系报告期内油轮业务带来重要净利润增量。油轮市场：2026 年 1-2 月，在基本面供需偏紧的支撑下，叠加“长锦因素”与中东地缘扰动持续发酵，VLCC 即期市场呈现“淡季走强”的强势特征，行业日收益均值达到 10.2 万美元，较 2025Q4 小幅走高。VLCC 期租租金与二手油轮资产价格亦同步攀升。进入 3 月，中东冲突升级引发原油供应中断，沙特延布等湾外港口以及大西洋长航线需求短期难以有效补充，货量收缩导致运价高位承压，不过大西洋-中国运价表现仍强于 1-2 月水平。

公司 100%收购大连投资，整合集团能化运输资源：中远海能全资子公司大连海能计划与中远海运集团签署股权收购协议，拟以现金约人民币 15.85 亿元收购大连投资 100%股权，以实现能化运输资源的整合目标，巩固公司油、气、化及仓储多元业务结构，夯实公司高质量发展基础。大连投资主营 LPG 运输和化学品仓储物流业务，拥有在建 VLGC 订单和仓储物流园等优质资产。

油运景气度有望持续上行，“油运大时代”有望开启：油运受益于原油增产趋势与运力偏紧格局，供需基本面持续向好，“长锦因素”有望重塑定价逻辑，地缘变局或将持续带来情绪与基本面的正向催化。综合来看，预计 2026 年油运市场景气度显著提升，并有望在未来三年维持高位，“油运大时代”或将拉开序幕。

盈利预测与评级：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 109.47/138.99/165.92 亿元，同比增速分别为 171.15%/26.96%/19.37%，当前股价对应的 PE 分别为 10.85/8.55/7.16 倍。鉴于油运景气度有望持续向好，“油运大时代”有望开启，维持“买入”评级。

风险提示。地缘冲突导致宏观危机，OPEC 大幅减产，非 OPEC 地区增产不及预期，全球经济增长不及预期，环保及节能减排不及预期。

## 【建筑建材/机械/地产】公司深度报告：安培龙(301413.SZ)——汽车压感国产替代，人形机器人力感新蓝海(2026/04/28)

赵梦妮 证书编号：S1350525050005

国内领先传感器企业，构筑‘温压气力’多维感知平台，卡位‘汽车+家电’全球头部供应链。公司已形成热敏电阻及温度传感器、压力传感器、氧传感器、力传感器四大类产品线，主要应用于汽车、家电、储能、机器人等领域。2025 年，公司压力传感器收入占比达 56.98%，为比重最大、增长最快的品类。公司亦在海外设立德国、比利时、泰国、美国子公司，以推进全球化布局战略。

人形机器人：锚定力传感器核心赛道，具备金属应变式与 MEMS 玻璃微熔式双技术路线。力传感器是人形机器人核心零部件，需求刚性。以 Tesla 机器人为例，全身力传感器搭载超 30 个，其中六维力传感器 4 个，具备较高技术壁垒。我们测算，人形机器人出货量百万台情况下，力传感器有望实现超百亿元市场空间。公司在力传感器方面具备金属应变式与 MEMS 硅基应变片+玻璃微熔式双技术路线，合作客户包括天机智能、埃斯顿等工业机器人及人形机器人客户，且有望在产业链协同加持下共同拓展机器人业务。

汽车：传感器产品矩阵完善，压力传感器高中低压量程全覆盖，系列产品性能对标国际巨头。公司汽车领域产品包括热敏电阻及温度、压力、气体、力传感器等，其中压力传感器构建了 MEMS、陶瓷电容、玻璃微熔式产品矩阵，实现了高中低压量程全覆盖，并逐步形成材料、IC 芯片、传感器模组的垂直产业链布局，系列产品性能已达国际先进水平，在国产替代趋势下成功打破森萨塔、博世等国外品牌的垄断格局，同时受益于智能化与电动化推进，单车用量有望增加，大批量配套供货北美知名新能源汽车客户、BYD、Stellantis、理想、小鹏、万里扬等重点客户。

盈利预测与评级：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.05/1.23/1.44 亿元，同增 15.36%/17.14%/17.72%，对应 PE 为 91/78/66 倍。我们选取步科股份、绿的谐波、五洲新春为可比公司，2026-2027 年平均 PE 分别为 145/107 倍。人形机器人或处于放量前夕，后续有望带来广阔增量市场，公司机器人力传感器具备卡位稀缺性，在产品技术及客户拓展方面有先发优势，我们认为公司具备力传感器龙头潜力，同时汽车领域业务拓展有望带来稳定增速的基本盘，维持“买入”评级。

风险提示：人形机器人进展不及预期；竞争恶化风险；销售不及预期风险；行业政策风险；市场空间测算偏差风险。

## 【医药】首次覆盖报告：海西新药(02637.HK)——HXP056 有望打开口服眼底病创新天花板，主业持续增长(2026/04/29)

刘闯 证书编号：S1350524030002

公司正从传统仿制药商业化平台，逐步升级为兼具稳健现金流与创新弹性的“仿创一体化”平台型药企。公司营收从 2022 年的 2.12 亿元增长到 2025 年的 5.82 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 40.0%。利润端，2025 年公司归母净利润达到 1.77 亿元，同比增长 30.09%。近几年公司毛利率相对较为稳定，2025 年公司毛利率为 83.38%，净利率为 30.40%。研发方面，因推进创新药临床试验，2025 年公司研发开支达到 73.5 百万元，同比增长 8.85%。更重要的是，公司已经形成“仿制药现金流+创新药弹性”的双轮驱动框架，仿制药提供利润和现金流底盘，HXP056 等创新管线有望打开中长期估值上限。

HXP056 重塑眼底病治疗范式。需求端看，中国治疗眼部血管病变药物市场规模在城市公立样本医院中从 2021 年的 32 亿元增加至 2025 年的 45 亿元，2021-2025CAGR 达到 9.2%。公司预计 2032 年中国 wAMD 药品的市场规模可达到 101 亿元。供给端看，目前国内外 wAMD 主流疗法仍以雷珠单抗、阿柏西普、康柏西普、法瑞西单抗等玻璃体内注射抗 VEGF 药物为主，现有市场虽已成熟，但产品均为玻璃体内注射。HXP056 为潜在首批口服 wAMD/DME/RVO 治疗药物之一，且目前全球尚无已获批的 wAMD 口服制剂；公司已于 2025 年 1 月提交 IND、2025 年 4 月获批、2025 年 6 月启动 I 期临床，并已完成一期 SAD/MAD 患者招募，初步数据显示药物具有良好安全性和耐受性，且呈现明确的剂量-暴露关系，部分 wAMD 初治或经治患者可观察到眼底形态与视网膜功能的初步改善。

公司仿制药业务已进入放量兑现期。公司截至 2025 年 9 月 19 日已有 15 款获批上市仿制药，其中 4 款纳入国家 VBP 计划、另有 4 款入选省级 VBP。从收入结构看，公司仿制药业务早期以消化系统为主，但已逐步转向心血管领域驱动。从单品表现看，海慧通 2024 年收入达到 1.873 亿元，在中国对应细分市场以 59.3% 的份额排名第一；安必力 2024 年收入达到 1.46 亿元，在中国对应细分市场的份额为 25.7%、排名第二；瑞安妥 2024 年收入 4790 万元、在中国对应细分市场的份额为 16.7%，排名第二。2025 年仿制药销售结构中，公司已形成由核心大单品驱动的放量格局（海慧通收入占比已达 50.29%，安必力收入占比 27.94%）。海西新药具备较强的盈利能力，仿制药业务提供较为稳定的利润、渠道覆盖和集采执行能力，有望支持公司持续推进创新药研发。

盈利预测与评级：我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 7.44/9.00/10.42 亿元，同比增速分别为 27.76%/20.91%/15.84%，当前股价对应的 PE 分别为 73.2/60.3/51.6 倍。我们选取信达生物和诺诚健华作为可比公司估值，考虑到公司仿制药进入放量兑现，多个产品纳入集采，眼底病市场大且创新管线 HXP056 稳步推进，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示。集采产生的相关风险；创新研发风险；市场竞争加剧的风险。

**华东机构销售**

姓名	联系方式	邮箱
李瑞雪	18202157216	lirui xue@huayuanstock.com
韦灵慧	15900818623	weilinghui@huayuanstock.com
吴卓雅	13130676476	wuzhuoya@huayuanstock.com
白鹭	17717065513	bailu@huayuanstock.com
袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@huayuanstock.com
杨舒怡	18857090315	yangshuyi@huayuanstock.com
朱芷漫	15623249787	zhuzhiman@huayuanstock.com
金璐敏	18701859882	jinklumin@huayuanstock.com
吴琼	13524729225	wuqiong@huayuanstock.com
陈博雅	18868102690	chenboya@huayuanstock.com
万蕾	13564961723	wanlei02@huayuanstock.com
刘怡岑	15000796699	liuyicen@huayuanstock.com
田丽媛	13182929179	tianliyuan@huayuanstock.com
侯世杰	19521452277	houshijie@huayuanstock.com
刘静娴	15695213059	liujingxian@huayuanstock.com
李依桐	13502177189	liyitong@huayuanstock.com
陈飞帆	17712236207	chenfeifan@huayuanstock.com
黄梓洋	13564449978	huangziyang@huayuanstock.com
柳柏	13045152592	liubai02@huayuanstock.com

**华北机构销售**

姓名	联系方式	邮箱
王梓乔	13488656012	wangziquiao@huayuanstock.com
胡佳媛	13263496173	hujiaoyuan@huayuanstock.com
马昊	13581897385	mahao@huayuanstock.com
恩卡尔	15010935260	enkaer@huayuanstock.com
胡青璇	18800123955	huqingxuan@huayuanstock.com
赵帆	18634226618	zhaofan@huayuanstock.com
王慧文	15545222323	wanghuiwen@huayuanstock.com
陈敏	18810312076	chenmin01@huayuanstock.com
汪嘉玮	17710037863	wangjiawei@huayuanstock.com

**华南机构销售**

姓名	联系方式	邮箱
杨洋	18603006849	yangyang03@huayuanstock.com
彭婧	18507310636	pengjing@huayuanstock.com
胡美娜	19129938895	humeina@huayuanstock.com
韦洪涛	13269328776	weihongtao@huayuanstock.com
蒋书琪	13755026751	jiangshuqi@huayuanstock.com
王安妮	13850778699	wanganni@huayuanstock.com
祝梦婷	17727576696	zhumengting@huayuanstock.com
韩欣言	18898748915	hanxinyan@huayuanstock.com
马思雨	13614697068	masiyu@huayuanstock.com
夏维	15200869983	xiawei03@huayuanstock.com

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。