

华源晨会精粹 20260524

投资要点:

市场数据

指数名称	收盘价	涨跌幅	年初至今
上证指数	4,112.90	0.87%	2.22%
创业板指	3,938.50	2.84%	19.55%
沪深300	4,845.10	1.30%	2.70%
中证1000	8,692.67	2.14%	12.11%
科创50	1,790.77	1.51%	27.60%
北证50	1,327.26	0.26%	-9.49%

资料来源:聚源,华源证券研究所,截至2026年05月22日

- 固定收益 信用利差震荡磨底,收益率延续下行——信用分析周报 (2026/5/18-2026/5/22):** 本周(5/18-5/22)市场概览: 1)一级市场:本周传统信用债发行量、偿还量环比上周均有所增加,净融资额环比上周减少1202亿元;资产支持证券净融资额环比上周增加70亿元。2)二级市场:本周信用债成交量环比上周减少1120亿元。换手率方面,本周传统信用债换手率较上周整体下行,资产支持证券换手率较上周小幅回升。3)负面舆情:本周共涉及2个发行人的11只债项隐含评级调低。

风险提示:数据口径偏差风险、信用风险事件扰动、资金面变化的风险。

- 金融工程 Score_v3fast 因子今年相对中证全指超额24.55%——深度学习因子周报:** 中证全指上:近一周,score_v4style因子表现较好,超额收益为2.91%。沪深300上:近一周,score_v3fast因子表现较好,超额收益为6.08%。中证500上:近一周,score_v4style因子表现较好,超额收益为3.63%。中证1000上:近一周,score_v0因子表现较好,超额收益为3.09%。指增组合表现:近一周,沪深300、中证500和中证1000指增组合超额收益分别为1.27%、1.30%和1.15%。今年以来,沪深300、中证500和中证1000指增组合超额收益分别为7.47%、10.59%和7.43%。

风险提示:1)量化模型基于历史数据分析,未来或存在失效风险,建议投资者紧密跟踪模型表现。2)极端市场环境可能对模型效果造成剧烈冲击,导致收益亏损。

- 医药 创新药及产业链表现亮眼,内需资产整体承压 医药行业:2025年&2026Q1总结:** 行业总结:2025年及2026Q1医药业绩分化显著,院内短期承压,消费类企稳,创新药+CXO/科研上游表现较好 行业整体:2025年,451家医药公司实现营收2.45万亿元,和2024年基本持平;共实现归母净利润1475.0亿元,同比下降0.66%。2026Q1,实现营收6117.2亿元,同比增长0.5%;实现归母净利润519.3亿元,同比增长3.11%。

风险提示:行业竞争加剧风险、政策变化风险、行业需求不及预期风险。

- 家电轻工 家电行业2025年报及2026年一季报业绩综述——谷底春声近,蓄力待日晴:** 收入:26Q1行业增速环比改善,黑电与清洁电器表现相对较好。2025年家电板块营收14982亿元,同比增长3.4%,其中25Q4营收3319亿元,同比下滑6.1%,在内销国补退坡、外销关税和去库存因素影响下,经营承压。26Q1实现营收3883亿元,同比下滑0.1%,降幅环比收窄。我们认为,增速环比改善主因25Q1基数相对较低&地产拖累逐步减弱;外销虽受关税和地缘冲突影响,但龙头仍保持增长韧性。

风险提示:原材料价格大幅上涨,行业需求趋弱,汇率大幅波动。

- **建筑建材/机械/地产 报表端继续承压，基本面筑底在望——25 年报及 26 年一季报总结：**25 年板块营收仍处下行区间，收入端及利润端仍承压。2025 年，房地产板块平均营业收入 167.8 亿元，同比-19.0%，降幅较 2024 年收窄 2.4pct。2026Q1，板块平均营业收入 25.2 亿元，同比-22.3%，增速较 2025 年进一步回落 3.3pct。2025 年，板块营业收入同比下降，主要反映 2022-2024 年地产销售调整逐步传导至结算端；2026Q1 收入增速阶段性回落，显示结算端仍受到前期销售表现影响。投资分析意见。我们认为，2026 年，三大趋势值得期待：1) 房地产调整有望进入尾声：复盘全球主要经济体房地产危机，平均跌幅 35%，平均调整时间 6 年，当前我国实际房价调整的长度与深度均已相对充分。2) “好房子”结构性机会：我国房地产市场进入结构分化阶段，中央层面高频提及建设好房子，在政策导向和供需结构变化的契机之下，高品质住宅或将迎来发展浪潮。3) 香港楼市复苏延续：多重利好因素的共同推动下，香港私人住宅市场情绪已逐步修复，我们认为港资发展商有望迎来新一轮价值重估。

风险提示：房地产量价超预期下行、房地产融资资金趋紧、房地产政策不及预期

- **北交所 育种创新或为种企立足之道，康农种业大单品放量驱动成长——优质公司系列专题之康农种业-品种篇：**玉米种业竞争格局分化，耐密抗逆与高蛋白或为育种新方向。玉米是中国第一大粮食作物，历经百年育种已迭代至第 7 代品种。2022-2025 年共有 3,282 个新品种通过国审，但 2024 年仅 80 个推广面积超百万亩的品种，行业呈现“总量过剩、优质短缺”的结构性特征，创新资源与产出正加速向头部企业聚集。康农种业：大单品康农玉 8009 放量增长，多维品种布局构筑成长动能。康农种业深耕玉米种业，形成“西南基本盘、黄淮海突破”的双轮驱动格局。投资建议：康农种业核心品种康农玉 8009 凭借突出的耐密抗逆性快速放量已累计推广超千万亩，西南与黄淮海双区域品种矩阵持续完善，叠加转基因与高蛋白品种前瞻布局，公司有望持续受益于行业优质品种稀缺带来的结构性机遇，建议持续关注。

风险提示：经销商管理风险、品种迭代风险、存货减值风险

- **汽车 新能源 VAN 有望成为中国商用车出海欧洲新方向——汽车行业周报（20260518-20260524）：**（1）整车：我们预计整车个股将开始分化，板块性上涨机会将减弱，后续个股行情或将继续围绕各家车企重点产品周期展开，近期重点关注理想汽车新款 L9 上市后表现。（2）零部件、液冷、AIDC 发电：汽车零部件转型液冷赛道寻求第二增长曲线是今年众多零部件企业的核心战略。（3）自动驾驶：我们认为今年是自动驾驶商业变革大于技术变革的一年。因此，若行业主旋律以技术变革为主应关注头部智驾乘用车主机厂，而若以商业变革为主则应关注以 Robotaxi 为代表的 L4 应用企业。本周行业行情回顾 本周（05.18-05.24）汽车板块涨跌幅为-0.43%，沪深 300 指数-0.30%，周相对收益-0.13pct。从细分板块看，汽车零部件、乘用车、商用车、摩托车及其他、汽车服务、港股通汽车周度涨跌幅分别为+0.83%、-3.22%、-3.27%、-1.55%、-0.89%、-4.29%。

风险提示：1) 行业景气度不及预期；2) 原材料涨价；3) 技术迭代不及预期等。

- **非银 中金公司发布换股吸收合并草案，多家券商早期布局长鑫科技股份——非银金融行业周报（2026/5/17-2026/5/23）：**中国平安继续增持中国人寿 H 股。香港联交

所权益披露资料显示，近日，中国平安及其下属子公司继续增持中国人寿 H 股，持股比例由 5 月 11 日的 13.12% 上升至 5 月 20 日的 16.12%。我们认为，1) 险企对于保险行业认识更加清晰和深入，增持同业显示出对保险行业经营的信心；2) 保险资金持股周期相对较长，或有利于保险板块股价的稳定。投资分析意见。维持非银金融板块“看好”评级。保险板块，我们推荐多元销售能力较为突出的中国人寿；券商板块，我们推荐能满足多元化客户综合需求，且国际化业务能力较为突出的中信证券、华泰证券和广发证券；多元金融板块，我们建议关注景气度较高的南华期货和渤海租赁。

风险提示。资本市场大幅波动，保费收入不及预期，长端利率大幅下行，市场交投活跃度下降，新发基金规模不及预期。

- **公用环保 4 月用电增速 6%超预期 多用户绿电直连政策发布——大能源行业 2026 年第 20 周周报 (20260524)**：4 月用电增速 6%超预期水电发电提速 国家能源局于近日发布 2026 年 4 月全社会用电量 8205 亿千瓦时，单月用电同比增速 6%超出市场预期，用电增速较高主要系高技术装备制造业以及充换电、互联网数据服务等新兴产业拉动。单 4 月看，前三者用电量 1269 亿千瓦时，占全社会用电量 15.5%，已成为中坚力量。高端制造与新兴产业的高速发展带动用电增长。投资分析意见：重点推荐：1) 低估值绿电运营商龙源电力 (H)；2) 兼具 Alpha 与低估值的华润电力；3) 绿醇公司嘉泽新能；4) 算电协同相关标的韶能股份、新筑股份、涪陵电力。建议关注：1) 兼具股息率与成长性的桂冠电力、华能水电；2) 综合能源服务商：南网能源、天富能源、三峡水利；3) 算电协同：豫能控股、金开新能、甘肃能源、南网能源、晶科科技、协鑫能科；4) 大水电长江电力、国投电力、川投能源；以及港股低估值风电大唐新能源、中广核新能源、新天绿色能源；5) 具备潜在装机增量与较高股息率的公司：华能国际电力股份 (H)、国电电力、中国电力等；6) 绿醇：电投绿能等；7) 资产整合方向：电投水电、电投产融、黔源电力等；8) SST 产业链中的四方股份、特锐德、天岳先进、派瑞股份、云路股份、京泉华、可立克、新风光、智光电气等；9) 关注电力市场交易：国能日新、朗新科技等。

风险提示：用电需求不及预期，煤价上涨超预期，气候变动扰动

- **北交所 下沉市场消费不断扩容并伴随结构升级，关注北交所有望受益的相关公司——北交所消费服务产业跟踪第六十四期 (20260524)**：下沉市场消费总规模和居民消费支出双提高，呈现消费结构升级的特征。2026 年《政府工作报告》明确提出“激发下沉市场消费活力”，商务部部长表示要将下沉市场分为核心、成长、基础三类区域分类施策。下沉市场承载我国 70% 的人口和 60% 的社会消费品零售总额，消费规模与结构持续改善：2026 年 1-4 月乡村消费品零售额同比增长 2.8%，快于城镇 1 个百分点；2026Q1 县乡消费品零售额占社零总额比重达 40.3%，同比提升 0.1 个百分点；2025 年农村居民边际消费倾向达 74.2%，高于城镇居民 11.5 个百分点。

风险提示：宏观经济环境变动风险、市场竞争风险、资料统计误差风险。

- **金属新材料 美联储加息预期压制上行空间，铜价高位震荡——有色金属 大宗金属周报 (2026/5/18-2026/5/22)**：铜：美联储加息预期压制上行空间，铜价高位震荡。本周伦铜/沪铜/美铜涨跌幅分别为+0.03%/+0.15%/+1.45%。库存端，国内库存去化，

伦铜/纽铜/沪铜库存分别为 39.2 万吨/63.4 万短吨/18.3 万吨，环比变化 -0.97%/+1.08%/+1.55%；国内电解铜社会库存 24.38 万吨，环比+0.21%。铝：国内库存维持高位，预计铝价高位震荡。1) 氧化铝：库存持续累积，氧化铝价格或承压运行。本周氧化铝价格持平为 2685 元/吨，截至本周四，冶金级氧化铝运行产能达 8664 万吨/年，周度开工率下跌 0.38pct 为 75.19%，本周氧化铝累库 7.3 万吨至 677.3 万吨。

风险提示：下游复产不及预期风险；国内房地产需求不振风险；新能源汽车增速不及预期风险。

- **商业航天** SpaceX 公布招股说明书，产业链有望获强力推动——商业航天周报 (20260518-20260522)：投资要点 SpaceX 公布招股说明书，史上最大 IPO 启动。美东时间 5 月 20 日，SpaceX 向 SEC 提交 S-1 注册声明，拟在纳斯达克以代码"SPCX"上市，路演 6 月 4 日启动，定价日 6 月 11 日，目标上市日 6 月 12 日。据澎湃新闻新闻，此次 IPO 预计募资规模 750 亿美元，对应公司估值区间为 1.75 万亿至 2 万亿美元。下周关注：商业航天 (SpaceX)、"token 经济"、CPO：信维通信、西部材料、蓝思科技、海格通信、行云科技、协创数据、润建股份、润泽科技、中国电信、中国移动、中国联通、天孚通信、中际旭创、致尚科技等。

风险提示。商业航天需求不及预期，前沿技术落地不及预期，市场竞争风险。

- **北交所** 北交所次新“抱团”程度持续攀升，警惕波动并聚焦全市场优质价值稀缺标的——北交所周观察第七十七期 (20260524)：北交所次新“抱团”程度持续攀升，TOP20 个股合计成交 558 亿元，贡献近半数市场交易额。2026 年以来，北交所新股发行、审核及上市节奏呈现显著提速态势，市场扩容步伐持续加快，且呈现高质量扩容态势。2026 年 28 家北交所上市公司首日涨跌幅均值为 202%，首日涨跌幅中值为 161%，近期新股热度持续攀升，近期上市的五家公司（朗信电气、嘉晨智能、锐翔智能、振宏股份、中科仪）首日涨幅均值超过 450%。

风险提示：宏观经济环境变动风险、市场竞争风险、资料统计误差风险

- **建筑建材/机械/地产** 招商蛇口(001979.SZ)——深耕核心城市，央企平台优势凸显：深耕大湾区的央企综合运营平台。招商蛇口是招商局集团旗下房地产业务运营平台，公司以开发业务、资产运营、物业服务为三大核心支柱，持续构建“租购并举、轻重结合”的多元业务格局。过去几年，面对行业调整压力，公司主动优化资产结构：一方面，积极化解历史包袱，2020-2025 年期间累计计提资产减值及信用减值合计约 269 亿元，计提规模在央国企房企中处于领先水平；另一方面，公司在投资端持续优化，聚焦核心城市、并提升拿地权益比例。展望未来，我们认为，公司将依托招商局集团的产业协同与融资优势，继续深耕大湾区、长三角以及成渝等核心经济圈，夯实央企综合运营平台的长期竞争力。

风险提示。行业复苏进度不及预期；资产减值风险二次冲击；战略资源价值释放时滞与不确定性。

- **食品饮料** 天味食品(603317.SH)——复调龙头多元扩张，内生、外延双轮驱动成长：经营复盘，公司系中国复合调味品行业的领军品牌。公司聚焦菜谱式调料、火锅调

料等复合调味品赛道，内生主业围绕“好人家”和“大红袍”两大主品牌持续扩充品类、拓展渠道，最终在市场红利期成功打造一系列亿元级大单品、基本完成全国化布局。盈利预测与评级：我们预计公司 2026–2028 年公司归母净利润分别为 7.4/8.4/9.4 亿元，同比增速分别为+29.6%/+13.7%/+12.3%，当前股价对应的 PE 分别为 22/20/17 倍。我们选取的可比公司海天味业、宝立食品、颐海国际 26 年平均 PE 值 19 倍，鉴于公司内生、外延双轮驱动收入增长，基本面向上同时保持高分红力度，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示。食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险

- **食品饮料 安井食品(603345.SH)——餐供龙头多元扩张，经营变革下强者恒强：**经营复盘，公司系中国速冻食品行业的领军品牌。公司经过二十余载砥砺奋进（在速冻食品行业景气期推进多品牌、全品类、全渠道发展），成功实现“弯道超车”成为中国最大的速冻食品公司（按 2024 年收入计），并在中国速冻调制食品市场以及速冻菜肴制品市场排名第一（2024 年按收入计）。截至 2025 年末，公司实现营收/归母净利润约 162/13.6 亿元，2011–2025 年复合增速分别为 20%/23%。盈利预测与评级：我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 18.1/20.8/23.2 亿元，同比增速分别为+33%/+15%/+12%，当前股价对应的 PE 分别为 18/16/14 倍。我们选取的可比公司三全食品、千味央厨、立高食品 26 年平均 PE 值 26 倍（5 月 21 日 ifind 一致预期），鉴于公司经营稳健，国内多元增长同时加码海外市场，业务稳健增长或带动盈利能力回升，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示。食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险

- **北交所 锦波生物(920982.BJ)——重组胶原蛋白产品矩阵完善，打造生命材料企业积极拓展大健康领域：**再出发：从重组胶原蛋白领军者向国际一流生命材料企业迈进。锦波生物是一家国内领先的、具有代表性的已实现重组胶原蛋白特别是重组人源化胶原蛋白产业化的企业。盈利预测与评级：我们预计公司 2026–2028 年归母净利润为 7.97、9.51、11.29 亿元，对应 PE 为 23、19、16 倍，我们选取巨子生物、爱美客、敷尔佳作为可比公司。公司为重组胶原蛋白领军者，并具备先发优势，正逐步向全球生命材料企业迈进。我们看好其短期新产品凝胶放量以及渠道与品牌的协同，长期平台化研发（产品矩阵与应用场景拓展）与全球化布局，维持“买入”评级。

风险提示：技术风险、医疗器械及化妆品产品政策变动风险、市场竞争风险

报告列表

- 【固定收益】信用利差震荡磨底，收益率延续下行——信用分析周报（2026/5/18-2026/5/22）
（2026/05/24）
- 【金融工程】Score_v3fast 因子今年相对中证全指超额 24.55%——深度学习因子周报
（2026/05/23）
- 【医药】创新药及产业链表现亮眼，内需资产整体承压 医药行业：2025 年&2026Q1 总结
（2026/05/22）
- 【家电轻纺】家电行业 2025 年报及 2026 年一季报业绩综述——谷底春声近，蓄力待日晴
（2026/05/22）
- 【建筑建材/机械/地产】报表端继续承压，基本面筑底在望——25 年报及 26 年一季报总结
（2026/05/22）
- 【北交所】育种创新或为种企立足之道，康农种业大单品放量驱动成长——优质公司系列专题之
康农种业-品种篇（2026/05/22）
- 【汽车】新能源 VAN 有望成为中国商用车出海欧洲新方向——汽车行业周报
（20260518-20260524）（2026/05/24）
- 【非银】中金公司发布换股吸收合并草案，多家券商早期布局长鑫科技股份——非银金融行业周
报（2026/5/17-2026/5/23）（2026/05/24）
- 【公用环保】4 月用电增速 6%超预期 多用户绿电直连政策发布——大能源行业 2026 年第 20 周
周报（20260524）（2026/05/24）
- 【北交所】下沉市场消费不断扩容并伴随结构升级，关注北交所有望受益的相关公司——北交所
消费服务产业跟踪第六十四期（20260524）（2026/05/24）
- 【金属新材料】美联储加息预期压制上行空间，铜价高位震荡——有色金属 大宗金属周报
（2026/5/18-2026/5/22）（2026/05/24）
- 【商业航天】SpaceX 公布招股说明书，产业链有望获强力推动——商业航天周报
（20260518-20260522）（2026/05/24）
- 【北交所】北交所次新“抱团”程度持续攀升，警惕波动并聚焦全市场优质价值稀缺标的——北
交所周观察第七十七期（20260524）（2026/05/23）
- 【建筑建材/机械/地产】招商蛇口(001979.SZ)——深耕核心城市，央企平台优势凸显
（2026/05/21）
- 【食品饮料】天味食品(603317.SH)——复调龙头多元扩张，内生、外延双轮驱动成长
（2026/05/24）

【食品饮料】安井食品(603345.SH)——餐供龙头多元扩张，经营变革下强者恒强（2026/05/22）

【北交所】锦波生物(920982.BJ)——重组胶原蛋白产品矩阵完善，打造生命材料企业积极拓展大健康领域（2026/05/21）

报告摘要

【固定收益】固收定期报告：信用利差震荡磨底，收益率延续下行——信用分析周报（2026/5/18-2026/5/22）（2026/05/24）

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

本周（5/18-5/22）市场概览：

- 1) 一级市场：本周传统信用债发行量、偿还量环比上周均有所增加，净融资额环比上周减少 1202 亿元；资产支持证券净融资额环比上周增加 70 亿元。
- 2) 二级市场：本周信用债成交量环比上周减少 1120 亿元。换手率方面，本周传统信用债换手率较上周整体下行，资产支持证券换手率较上周小幅回升。总体来看，本周不同评级不同行业信用利差大多有所压缩，但波动幅度均小于 5BP。具体来看，本周除通信、休闲服务、银行、商业贸易、房地产等行业有部分评级的信用利差走扩不超过 5BP 以外，其余不同行业不同评级的信用利差较上周均有不同程度压缩，但压缩幅度不超过 5BP。
- 3) 负面舆情：本周共涉及 2 个发行人的 11 只债项隐含评级调低，其中中国投泰康信托有限公司涉及 7 只债项，福州奇富网络小额贷款有限公司涉及 4 只；康欣新材料股份有限公司主体评级调低；山东龙大美食股份有限公司主体评级调低，其所发行的“龙大转债”债项评级调低；武汉当代科技投资有限公司所发行的“H20 科技 1”实质违约。

本周市场分析：本周公开市场共有 8,030 亿元逆回购到期（含买断式逆回购），国库现金定存发行 1,000 亿元，央行逆回购投放 3,045 亿元，全周净回笼 3,985 亿元。

投资建议：总体来看，本周不同评级不同行业信用利差大多有所压缩，但波动幅度均小于 5BP。城投债方面，本周不同期限城投信用利差较上周均在 5BP 以内小幅波动，中短端利差有不同程度压缩。产业债方面，本周产业债利差 1Y 短端走扩，3-5Y 有不同程度压缩，10Y 长端小幅较上周整体变化不大。银行资本债方面，本周 1Y 短端银行二永债利差有不超过 5BP 的走扩幅度，中长端利差小幅压缩。

从城投债利差的历史分位来看，3Y 以内短端城投信用利差已压缩至 2024 年初以来的 3%分位及以下，5Y 及以上中长端的历史分位水平也已经均在 25%分位以内；5YAA+产业债信用利差目前在 58-59BP 区间内，5YAA+二永债信用利差目前在 48-52BP 区间内。从期限利差比价维度，目前 5Y 以上长端信用利差相较于短端具有比价优势，同时考虑到 2026M4 以来超长期信用债的二级交投氛围边际转热，且超长信用债低估值成交占比明显提升，因此我们继续建议关注长端信用债投资机会。

风险提示：数据口径偏差风险、信用风险事件扰动、资金面变化的风险。

【金融工程】金工定期报告：Score_v3fast 因子今年相对中证全指超额 24.55%——深度学习因子周报（2026/05/23）

杨怡玲 证书编号：S1350525090004 陶文启 证书编号：S1350525100001

中证全指上:

近一周, score_v4style 因子表现较好, 超额收益为 2.91%。

今年以来, score_v3fast 因子表现较好, 超额收益为 24.55%, score_v4style 因子其次为 19.91%。所有因子今年以来均获得正超额。

沪深 300 上:

近一周, score_v3fast 因子表现较好, 超额收益为 6.08%。

今年以来, score_v2 因子表现最好, 超额收益为 29.33%, score_v3 因子其次为 23.87%。所有因子今年以来均获得正超额。

中证 500 上:

近一周, score_v4style 因子表现较好, 超额收益为 3.63%。

今年以来, score_v4 因子表现最好, 超额收益为 18.78%, score_v0 因子其次为 15.68%。所有因子今年以来均获得正超额。

中证 1000 上:

近一周, score_v0 因子表现较好, 超额收益为 3.09%。

今年以来, score_v3 因子表现最好, 超额收益为 19.73%, score_v0 因子其次为 19.60%。所有因子今年以来均获得正超额。

指增组合表现:

近一周, 沪深 300、中证 500 和中证 1000 指增组合超额收益分别为 1.27%、1.30%和 1.15%。

今年以来, 沪深 300、中证 500 和中证 1000 指增组合超额收益分别为 7.47%、10.59%和 7.43%。

风险提示。1) 量化模型基于历史数据分析, 未来或存在失效风险, 建议投资者紧密跟踪模型表现。2) 极端市场环境可能对模型效果造成剧烈冲击, 导致收益亏损。

【医药】行业专题报告: 创新药及产业链表现亮眼, 内需资产整体承压 医药行业: 2025 年&2026Q1 总结 (2026/05/22)

刘闯 证书编号: S1350524030002

行业总结: 2025 年及 2026Q1 医药业绩分化显著, 院内短期承压, 消费类企稳, 创新药+CXO/科研上游表现较好

行业整体: 2025 年, 451 家医药公司实现营收 2.45 万亿元, 和 2024 年基本持平; 共实现归母净利润 1475.0 亿元, 同比下降 0.66%。2026Q1, 实现营收 6117.2 亿元, 同比增长 0.5%; 实现归母净利润 519.3 亿元, 同比增长 3.11%。

分板块来看: 2025 年及 2026Q1, 医药细分领域增速表现分化较大, 创新药整体趋势表现亮眼, CXO 和科研

服务产业链业绩持续增长，医疗商业、药店以及中药业绩企稳，医疗器械中医疗耗材增长较为稳健，生物制品下滑趋势收窄，化药板块仍受集采影响，但26Q1呈现反弹态势。

创新药：2025年创新药公司共实现营收656.98亿元，同比增长38.23%。2026Q1共实现营收176.42亿元，同比增长40.32%。国内创新药企业已大面积走过研发周期，核心品种正处在商业化高速放量阶段。通过核心产品商业化放量，A股创新药企业正逐步迎来扭亏为盈的拐点，完成自给自足的华丽转身。此外，出海授权已成为Biotech业绩第二增长曲线，高额首付款的确认有望提供可持续研发的资金动力支持。

CXO&科研服务上游：2025年CXO&科研服务产业链共实现营收1104.7亿元，同比+13.2%；共实现归母净利润257.0亿元，同比+85.5%。2026Q1CXO&科研服务产业链共实现营收288.9亿元，同比+19.6%；实现归母净利润64.4亿元，同比+26.4%。随着2025年全球生物医药行业持续复苏，国内创新药研发与国际化进程加速，产业链需求稳步向上。业绩表现来看，2025年至2026年一季度为业绩低基数，龙头CDMO表现亮眼，科研上游加速复苏。

化药：2025年化药公司共实现营收3923.60亿元，同比下降1.79%；共实现归母净利润335.00亿元，同比增长4.11%。2026Q1化药公司共实现营收976.04亿元，同比下降0.38%；共实现归母净利润122.02亿元，同比增长12.7%。细分领域表现不同，传统仿转创药企表现较好，如恒瑞医药、海思科等。化药板块或进一步加速分化，有持续创新能力的药企有望中长期受益、脱颖而出。

医疗器械：2025年医疗器械公司共实现营收2278.5亿元，同比下滑0.8%，2025年共实现归母净利润270.3亿元，同比下滑17.4%，设备、耗材类公司收入回暖明显，诊断赛道相对承压，利润端细分板块均呈现同比下滑态势。26Q1实现收入558.0亿元，同比增长3.5%，归母净利润为76.9亿元，同比下滑15.4%，医疗器械赛道整体收入同比转正，设备、耗材表现同比增速较2025年进一步提速，利润端同比下滑。随着政策面干扰、库存影响有序出清，业绩大幅震荡可能性变小。脑机接口、手术机器人、基因测序等前沿技术的迭代，26年或将在收入端进一步兑现，业内公司跨界布局，有望带动板块热度提升，吸引增量资金。

生物制品：39家生物制品公司2025年共实现营收962.91亿元，同比下滑15.9%；共实现归母净利润-51.19亿元。2026Q1实现营收199.12亿元，同比下滑9.53%；共实现归母净利润19.88亿元，同比下滑38.71%。25年业绩有所承压，疫苗受宏观环境影响，板块短期利润承压，后续看新产品放量。生物制品行业景气承压，但行业整合加速，集中度持续提升。

中药：63家中药公司2025年共实现营收3369.3亿元，同比下降2.45%；归母净利润309.6亿元，同比增长1.73%。2026Q1实现营收905.0亿元，同比下降0.4%，环比增长9.17%；归母净利润121.1亿元，同比下降1.45%，环比增长1191%。随基数逐步回归常态、成本端红利持续释放、中药集采政策温和及线下消费场景修复，中药板块业绩修复拐点有望逐步兑现。

原料药：2025年实现营收1154.7亿元，同比-4.0%；实现归母净利润127.9亿元，同比+1.4%。2026Q1实现营收301.0亿元，同比+0.3%，实现归母净利润38.5亿元，同比-17.4%。竞争加剧、价格承压，业绩底部震荡。行业大部分个股业绩承压，部分个股表现较好，1) 拓展新业务板块，如富祥药业、宏源药业；2) 拓展新品类第二增长曲线成功搭建的公司，如美诺华（益生菌）、天宇股份（非沙坦原料药+制剂）；3) 拓展创新药业务，如新诺威、博瑞医药。

医药商业：2025年医药商业公司共实现营收10383亿元，同比+1.3%；共实现归母净利润173亿元，同比增长7.8%。其中，线下药店实现收入1183.7亿元，同比增长1.9%；实现归母净利润40.7亿元，同比增长22.7%。

医药流通实现营收 9199.3 亿元，同比+1.2%；实现归母净利润 132.3 亿元，同比增长 3.9%。单季度看，25Q4 医药商业公司共实现营收 2606.3 亿元，同比增长 3.5%；共实现归母净利润 11.5 亿元，同比增长 86.2%。其中，25Q4 线下药店实现营收 325.2 亿元（同比+4.9%），实现归母净利润 5.5 亿元（同比+564.7%）；25Q4 医药流通实现营收 2281.1 亿元（同比+3.3%），实现归母净利润 6.0 亿元（同比+12.2%）。26Q1 医药商业公司共实现营收 2657.2 亿元，同比增长 1.7%；共实现归母净利润 55.6 亿元，同比下滑 1.1%。其中，26Q1 线下药店实现营收 295.7 亿元（同比-0.1%），实现归母净利润 16 亿元（同比+10.7%）；26Q1 医药流通实现营收 2361.5 亿元（同比+2.0%），实现归母净利润 39.6 亿元（同比-5.2%）。收入继续保持稳定增长态势，药店盈利能力持续恢复。

医疗服务：16 家医疗服务公司 2025 年共实现营收 743.4 亿元，同比下滑 4.3%；实现归母净利润 39.7 亿元，同比增长 11.37%。2026Q1 实现营收 180.2 亿元，同比增速由负转正；归母净利润 15.1 亿元，同比大幅增长 40.46%。细分领域中，眼科企业如爱尔眼科、普瑞眼科收入端保持稳健增长。医疗服务板块整体呈现筑底企稳态势，随着刚性需求支撑与低渗透率市场空间释放，行业景气度有望持续回暖，龙头企业有望在复苏中进一步强化优势、实现率先突围。

风险提示：行业竞争加剧风险、政策变化风险、行业需求不及预期风险。

【家电轻纺】行业专题报告：家电行业 2025 年报及 2026 年一季报业绩综述——谷底春声近，蓄力待日晴（2026/05/22）

符超然 证书编号：S1350525050004 李咏红 证书编号：S1350525090001

收入：26Q1 行业增速环比改善，黑电与清洁电器表现相对较好。2025 年家电板块营收 14982 亿元，同比增长 3.4%，其中 25Q4 营收 3319 亿元，同比下滑 6.1%，在内销国补退坡、外销关税和去库存因素影响下，经营承压。26Q1 实现营收 3883 亿元，同比下滑 0.1%，降幅环比收窄。我们认为，增速环比改善主因 25Q1 基数相对较低&地产拖累逐步减弱；外销虽受关税和地缘冲突影响，但龙头仍保持增长韧性。分板块看，26Q1 收入增速排序为黑电（+8.0%）、小家电（+3.7%，含清洁电器）、照明（+1.3%）、白电（-0.9%）、零部件（-2.1%）、厨电（-4.3%）。

盈利：26Q1 行业利润承压，但降幅环比收窄，竞争有所缓和。2025 年家电板块实现净利润 1252 亿元，同比持平，其中 25Q4 实现净利润 219 亿元，同比下滑 26.1%，主因竞争加剧、原材料成本上涨、汇兑及高基数原因，盈利表现稍弱于收入。26Q1 板块实现净利润 310 亿元，同比下滑 5.4%，降幅环比收窄，主因 25Q1 基数相对较低，且部分公司经营策略从追求收入规模转向重视利润，行业竞争有所缓和。分板块看，26Q1 利润同比增速排序为照明（-0.0%）、白电（-2.5%）、黑电（-7.0%）、零部件（-9.3%）、厨电（-27.4%）、小家电（-30.7%）。

股东回报方面，家电龙头提升分红比例且大额回购注销，红利属性继续增强。截至 2026 年 5 月 20 日，申万家电行业近 12 月股息率达 3.5%，位居全行业第四。板块现金流充沛、龙头公司积极提升股东回报。以白电龙头为例，美的拟回购上限约总股本 1.7%且 100%注销，格力拟回购上限约总股本 3.2%且 70%及以上注销，海尔拟注销库存 A 股、回购 D 股上限共约总股本 1.7%且 100%注销，红利属性继续增强。

分板块看，26Q1 黑电、厨电、照明基本面边际改善，白电稳健延续，清洁与零部件盈利承压。1) 白电：26Q1 内需基数压力相对较小，出海韧性延续，龙头通过提价、调整产品结构、降费增效等方式对冲成本压力。2)

黑电：继续出海抢占全球份额，MiniLED 和大尺寸趋势延续，龙头利润在汇兑压力下仍逆势改善。3) 厨电：26Q1 受地产的拖累边际改善，业绩降幅收窄。4) 小家电：清洁电器出海仍是主要增长来源，竞争稍有缓解；厨房小家电静待业绩拐点。5) 照明电工：26Q1 收入边际回暖，盈利趋稳。6) 上游零部件：26Q1 受高基数影响，营收利润同比走弱，但现金流质量改善。

26 年坚持杠铃策略（红利+出海新产品），重点挖掘企业定价权提升的机会。建议关注三条主线：1) 受益 AI 技术落地，新产品迎来颠覆性创新，从而带来需求高景气，如 NAS、智能影像、智能影音等；2) 受益全球能源价格上涨，油改电品类需求增长，中国厂商正在出海重新定义产品；3) 保持稳步成长的“质量红利”标的，低估值&高股息的公司：美的集团、海尔智家、海信家电。

风险提示：原材料价格大幅上涨，行业需求趋弱，汇率大幅波动。

【建筑建材/机械/地产】行业专题报告：报表端继续承压，基本面筑底在望——25 年报及 26 年一季报总结（2026/05/22）

邓力 证书编号：S1350525070006 陈颖 证书编号：S1350525110002

25 年板块营收仍处下行区间，收入端及利润端仍承压。2025 年，房地产板块平均营业收入 167.8 亿元，同比-19.0%，降幅较 2024 年收窄 2.4pct。2026Q1，板块平均营业收入 25.2 亿元，同比-22.3%，增速较 2025 年进一步回落 3.3pct。2025 年，板块营业收入同比下降，主要反映 2022-2024 年地产销售调整逐步传导至结算端；2026Q1 收入增速阶段性回落，显示结算端仍受到前期销售表现影响。2025 年，房地产板块归母净利润为负，主要源于营收下滑、毛利率下降、费用率提升、减值比例提升等因素，2026Q1，板块归母净利润继续为负，主要源于营收下滑以及费用率继续提升等因素。

25 年毛利率小幅下行，费用率与减值比例抬升。2025 年，房地产板块毛利率为 13.2%，较 2024 年下降 0.8pct；三项费用率为 10.9%，较 2024 年提升 1.2pct；减值损失/营业收入为 12.9%，较 2024 年提升 5.1pct；归母净利率为-12.5%，较 2024 年下降 3.9pct。2026Q1，板块毛利率为 14.6%，较 2025 年提升 1.4pct；三项费用率为 13.3%，较 2025 年继续提升；减值损失/营业收入为 0.29%，较 2025 年明显下降；归母净利率为-3.9%，降幅较 2025 年收窄 8.6pct。2025 年板块毛利率小幅下行，主要系 2022-2024 年行业销售承压、去化压力较大，部分房企通过价格让利促进销售，使得相关项目在后续结转时毛利率处于相对低位。减值比例继续提升，主要源于前期房价调整及项目去化压力影响，部分房企基于审慎原则加大存货跌价及相关资产减值计提。归母净利率仍为负且降幅扩大，除收入及毛利端承压外，二线房企费用摊薄与减值计提压力相对更高，也是板块盈利承压的重要结构性因素。

杠杆整体平稳，净负债率继续提升。2025 年，房地产板块资产负债率为 76.0%，较 2024 年基本持平；剔除预收款后的资产负债率为 72.5%，较 2024 年提升 1.3pct；净负债率为 98.9%，较 2024 年提升 11.2pct；现金短债比为 0.8 倍，较 2024 年下降 0.1 倍。2026Q1，板块资产负债率为 75.7%，较 2025 年下降 0.2pct；剔除预收款后的资产负债率为 72.3%，较 2025 年下降 0.2pct；净负债率为 100.7%，较 2025 年提升 1.9pct；现金短债比为 0.7 倍，较 2025 年基本持平。2025 年，板块资产负债率整体基本稳定，但剔除预收款后的资产负债率继续提升，主要源于销售端调整、现房销售比例提升及预售回款规模下降，导致预收款占资产比例有所回落。净负债率提升并非源于有息负债规模扩张，而是主要受货币资金下降及盈利承压下归母净资产收缩影响，导致杠杆率被动抬升。现金短债比较 2024 年小幅下降，主要源于市场下行导致销售回款走弱、

融资端仍偏紧等因素。

投资分析意见。我们认为，2026年，三大趋势值得期待：1) 房地产调整有望进入尾声：复盘全球主要经济体房地产危机，平均跌幅35%，平均调整时间6年，当前我国实际房价调整的长度与深度均已相对充分。2) “好房子”结构性机会：我国房地产市场进入结构分化阶段，中央层面高频提及建设好房子，在政策导向和供需结构变化的契机之下，高品质住宅或将迎来发展浪潮。3) 香港楼市复苏延续：多重利好因素的共同推动下，香港私人住宅市场情绪已逐步修复，我们认为港资发展商有望迎来新一轮价值重估。我们维持房地产“看好”评级，建议关注：1) 港资发展商：新鸿基地产、恒基地产、新世界发展、嘉里建设、信和置业；2) 地产开发：华润置地、招商蛇口、建发国际集团；3) 地产转型：西藏城投；4) 二手房中介：贝壳；5) 物管企业：招商积余、华润万象生活。

风险提示：房地产量价超预期下行、房地产融资资金趋紧、房地产政策不及预期

【北交所】专题报告：育种创新或为种企立足之道，康农种业大单品放量驱动成长——优质公司系列专题之康农种业-品种篇（2026/05/22）

赵昊 证书编号：S1350524110004 王宇璇 证书编号：S1350525050003

引言：本系列报告旨在深度跟踪具备行业竞争力与成长潜力的优质公司，通过深度研究挖掘具备核心竞争力与成长潜力的细分龙头，为投资者提供差异化的系列研究。我们聚焦大消费产业链优质标的——康农种业，此篇是系列一品种篇，重点围绕“品种”这一种企的核心资产展开，梳理行业对品种耐密抗逆性的关键诉求，并深入分析公司的品种矩阵、国内区域拓展路径及在转基因、高蛋白等前沿方向的布局。

行业：玉米种业竞争格局分化，耐密抗逆与高蛋白或为育种新方向。玉米是中国第一大粮食作物，历经百年育种已迭代至第7代品种。2022-2025年共有3,282个新品种通过国审，但2024年仅80个推广面积超百万亩的品种，行业呈现“总量过剩、优质短缺”的结构特征，创新资源与产出正加速向头部企业聚集。供需层面，2021-2025年玉米种子供需比持续上升，叠加气象灾害与病害频发，市场对抗逆、抗病、耐密型品种的需求不断增长，拥有优质品种的企业有望在行业洗牌中脱颖而出。与此同时，转基因商业化与高蛋白玉米产业化两大趋势正为行业注入新的增量空间：国内已公示三批共161个转基因玉米品种，2025年转基因玉米大豆种植面积约3,100万亩，2026年或进入全国常规化种植；高蛋白玉米产业化进入新阶段，若将玉米蛋白含量从8%提升至12%-13%，每年或可替代2,800万-3,500万吨大豆进口，并且养殖企业已以每吨30-60元溢价收购，产业链价值显著。

康农种业：大单品康农玉8009放量增长，多维品种布局构筑成长动能。康农种业深耕玉米种业，形成“西南基本盘、黄淮海突破”的双轮驱动格局。公司大单品康农玉8009于2023年通过国审，2024年正式推广即实现快速放量，截至2025年6月初累计销售1,881.4万公斤、推广面积达1,254.27万亩，荣登中国种子协会高产品种榜单并入选2025年度国家优良品种推广目录。该品种采用“热带抗源×温带种质”融合育种策略，兼具高蛋白、高容重、低毒素、耐密等突出优势，已与下游粮食加工企业达成原粮订单收购合作意向，种粮加一体化战略加速落地。在西南传统优势区域，公司市占率已从2021年的4.84%提升至2022年的5.97%，并通过康农玉517、美谷999等新品种完成迭代布局；在黄淮海区域，公司正加速构建立体化品种矩阵，多个新品种已通过审定，与康农玉8009形成互补型产品组合。此外，公司在转基因领域已有两个品种通过审定，形成“西南领跑、黄淮海跟进、东北综合提升”的布局；在高蛋白品种方面，康农玉9号、

康农玉 555 等多个品种蛋白含量均超 12%，公司有望受益于高蛋白玉米产业化的广阔前景。

投资建议：康农种业核心品种康农玉 8009 凭借突出的耐密抗逆性快速放量已累计推广超千万亩，西南与黄淮海双区域品种矩阵持续完善，叠加转基因与高蛋白品种前瞻布局，公司有望持续受益于行业优质品种稀缺带来的结构性机遇，建议持续关注。

风险提示：经销商管理风险、品种迭代风险、存货减值风险

【汽车】行业定期报告：新能源 VAN 有望成为中国商用车出海欧洲新方向——汽车行业周报（20260518-20260524）（2026/05/24）

李泽 证书编号：S1350525030001 秦梓月 证书编号：S1350525070008

行业周观点及投资分析意见：

(1) 整车：我们预计整车个股将开始分化，板块性上涨机会将减弱，后续个股行情或将继续围绕各家车企重点产品周期展开，近期重点关注理想汽车新款 L9 上市后表现。(2) 零部件、液冷、AIDC 发电：汽车零部件转型液冷赛道寻求第二增长曲线是今年众多零部件企业的核心战略。如果说去年的液冷板块围绕“交易预期”开展，那么今年的板块预计将围绕“交易落地”开展。国内外液冷或主要将在下半年开始规模化出货，板块或将首次步入业绩兑现阶段。建议关注：腾龙股份、兴瑞科技、大元泵业、飞龙股份。(3) 自动驾驶：我们认为今年是自动驾驶商业变革大于技术变革的一年。因此，若行业主旋律以技术变革为主应关注头部智驾乘用车主机厂，而若以商业变革为主则应关注以 Robotaxi 为代表的 L4 应用企业。继续 26 年全面看多 Robotaxi 赛道，建议关注：千里科技、文远知行、曹操出行、小马智行等。

本周行业专题研究：新能源 VAN 有望成为中国商用车出海欧洲新方向。欧洲 VAN 主要指总重 3.5 吨及以下的轻型商用车，其为城市物流主力。欧洲 VAN 市场规模较大（22~25 年年销量位于 160~200 万辆区间），但以外资为主。欧洲 VAN 新能源渗透率呈提升趋势（已从 22 年的 6% 提升至 25 年的 12%，25 年新能源销量达 21.9 万辆），预计伴随油价高位及主机厂布局等，新能源销量有望持续增长。中国品牌中上汽大通布局较早，福田汽车、奇瑞汽车等加速跟进，依托性价比等优势有望抢占一定份额。

本周行业重点新闻

(1) 特斯拉监督版 FSD 官宣登陆中国。5 月 21 日，特斯拉官推发文公布了监督版 FSD 的最新布局，其中提到监督版 FSD 可以在中国使用。目前监督版 FSD 可用地区如下：美国、加拿大、墨西哥、波多黎各、中国、澳大利亚、新西兰、韩国、荷兰、立陶宛。

(2) 小鹏 GX 上市 12 小时大定突破 24863 台，ultra 旗舰版订单占比超八成。5 月 20 日，全新大型旗舰 SUV 小鹏 GX 正式上市，推出超级增程和纯电两种动力选择，共 8 款车型，售价区间为 26.98 万元-34.98 万元。

本周行业行情回顾

本周（05.18-05.24）汽车板块涨跌幅为-0.43%，沪深 300 指数-0.30%，周相对收益-0.13pct。从细分板块看，汽车零部件、乘用车、商用车、摩托车及其他、汽车服务、港股通汽车周度涨跌幅分别为+0.83%、-3.22%、-3.27%、-1.55%、-0.89%、-4.29%。

风险提示：1) 行业景气度不及预期；2) 原材料涨价；3) 技术迭代不及预期等。

【非银】行业定期报告：中金公司发布换股吸收合并草案，多家券商早期布局长鑫科技股份——非银金融行业周报（2026/5/17-2026/5/23）（2026/05/24）

陆韵婷 证书编号：S1350525050002 沈晨 证书编号：S1350525090002

保险板块

1、中国平安继续增持中国人寿H股。香港联交所权益披露资料显示，近日，中国平安及其下属子公司继续增持中国人寿H股，持股比例由5月11日的13.12%上升至5月20日的16.12%。我们认为，1) 险企对于保险行业认识更加清晰和深入，增持同业显示出对保险行业经营的信心；2) 保险资金持股周期相对较长，或有利于保险板块股价的稳定。

证券板块

1、中金公司发布公告，公司发布换股吸收合并东兴证券、信达证券报告书草案。中金公司、东兴证券、信达证券三家公司的换股价分别为36.68元、16.05元、19.11元。我们认为，1) 本次合并是券商行业并购整合持续推进的重要案例，体现监管鼓励打造一流投资银行的政策方向，后续中小券商整合及头部券商做优做强有望继续成为行业主线；2) “慢牛+盈利修复+估值中位偏下”的背景下，并购重组或成为券商板块估值修复与情绪催化主线。

2、证监会依法处罚老虎、富途、长桥等跨境互联网券商境内非法展业行为。5月22日，证监会发布官方消息，证监会依法对TigerBrokers (NZ) Limited (老虎)、富途证券国际(香港)、长桥证券(香港)境内外相关主体在境内非法经营证券业务等行为立案调查并作出行政处罚事先告知。我们认为，随着老虎、富途等券商部分非法业务受限，部分跨境投资资金可能会转向其他合规平台，具备境外牌照和跨境服务能力的中资券商有望承接增量需求。

3、长鑫科技递交招股说明书，多家券商持股有望带来可观浮盈。长鑫科技最新的招股说明书中显示，招商证券、华安证券、中信建投、中金公司等五家券商已通过旗下子公司或参股基金对其进行股权布局，穿透计算后持股比例分别为0.84%、0.4391%、0.15%、0.02%。我们认为，1) 长鑫科技上市对券商板块的影响不应仅理解为一次性投资收益增厚，更重要的是体现出头部及特色券商在“投行+投资+产业资源”协同模式下的长期价值；2) 当前资本市场仍处于政策密集落地期，科创板改革持续深化、创业板改革拉开序幕，优质科技企业上市融资通道进一步畅通，券商通过双创跟投、一级投资与PE管理可实现绑定科创红利；3) 在去年经纪和自营业务基数较高的背景下，今年券商业绩增速的关键变量可能更多来自投行恢复、股权投资浮盈释放等，长鑫科技案例也进一步强化了市场对券商资产端重估的关注。

多元金融板块

1、芝商所与SiliconData计划于2026年内推出全球首个锚定GPU算力租赁费率的现金结算期货。根据CMEGroup官网，5月12日，芝商所(CMEGroup)与SiliconData联合宣布，双方计划于今年获得监管批准后合作推出全球首个算力期货市场。我们认为，1) 算力期货推出意味着算力资源加速金融化，期货市场服务边界有望进一步拓展；2) 南华期货具备CME交易及清算会员资质，若后续合约流动性提升，公司或有望

服务中资 AI、云计算及量化机构客户，丰富境外产品谱系。

投资分析意见。维持非银金融板块“看好”评级。保险板块，我们推荐多元销售能力较为突出的中国人寿；券商板块，我们推荐能满足多元化客户综合需求，且国际化业务能力较为突出的中信证券、华泰证券和广发证券；多元金融板块，我们建议关注景气度较高的南华期货和渤海租赁。

风险提示。资本市场大幅波动，保费收入不及预期，长端利率大幅下行，市场交投活跃度下降，新发基金规模不及预期。

【公用环保】行业定期报告：4月用电增速6%超预期 多用户绿电直连政策发布——大能源行业 2026 年第 20 周周报（20260524）（2026/05/24）

查浩 证书编号：S1350524060004 刘晓宁 证书编号：S1350523120003 戴映炘 证书编号：S1350524080002 邓思平 证书编号：S1350524070003

电力：4月用电增速6%超预期水电发电提速

国家能源局于近日发布 2026 年 4 月全社会用电量 8205 亿千瓦时，单月用电同比增速 6%超出市场预期，用电增速较高主要系高技术装备制造业以及充换电、互联网数据服务等新兴产业拉动。单 4 月看，前三者用电量 1269 亿千瓦时，占全社会用电量 15.5%，已成为中坚力量。高端制造与新兴产业的高速发展带动用电增长。

从分产业用电看，第一产业用电量 112 亿千瓦时，同比增长 2.0%。第二产业用电量 5584 亿千瓦时，同比增长 5.3%；其中，工业用电量 5538 亿千瓦时，同比增长 5.5%，高技术装备制造业用电量 1050 亿千瓦时，同比增长 10.1%。第三产业用电量 1517 亿千瓦时，同比增长 8.9%；其中，充换电服务业、互联网数据服务用电量分别为 137 亿、82 亿千瓦时，增速分别达到 61.9%、42.8%。城乡居民生活用电量 992 亿千瓦时，同比增长 6.0%。

分产业从增量贡献度看，2026 年 4 月第一产业、第二产业、第三产业以及城乡居民用电增量占比分别为 0.4%、62%、26%、12%。分区域用电增速看，中西部地区增速领先，或系中西部发挥自身区位和产业优势，在晶硅材料、光伏组件、风机零部件等领域持续发力。南方多省用电增速超过 10%，或系高温提前拉高用电负荷。

4 月规上工业发电量 7440 亿千瓦时，同比+2.6%，增速环比+1.2pct。其中火电、光伏增速放缓，水电增速加快，核电、风电降幅收窄。火电同比+3.1%，增速环比-1.1pct，水电同比+12.2%，增速环比+1.4pct；核电同比-8.7%，增速环比+3.1pct；风电同比-5.0%，增速环比+12.3pct；光伏同比+7.1%，增速环比-2.9pct。

多用户绿电直连政策发布行业空间有望充分打开

5 月 20 日，国家发改委、国家能源局发布《关于有序推动多用户绿电直连发展有关事项的通知》（发改能源[2026]688 号，本报告简称“688 号文”）。首先，新建负荷可以多用户参与绿电直连，大大增加了新建负荷绿电直连模式的适用范围。

此外 688 号文对存量用户的限制也大幅放开：（1）首先，将有降碳需求的出口外向型企业扩大至上下游企业，且所有有绿色消费需求的存量负荷均可以开展多用户绿电直连；（2）工业园区、零碳园区、增量配电网等的全部或部分负荷可就近接入新能源，组成多用户绿电直连项目；（3）工业园区、零碳园区、增量配

电网等的全部或部分负荷可就近接入新能源，组成多用户绿电直连项目，可以利用存量的园区和增量配电网大大节约社会资源。

投资分析意见：重点推荐：1) 低估值绿电运营商龙源电力（H）；2) 兼具 Alpha 与低估值的华润电力；3) 绿醇公司嘉泽新能；4) 算电协同相关标的韶能股份、新筑股份、涪陵电力。建议关注：1) 兼具股息率与成长性的桂冠电力、华能水电；2) 综合能源服务商：南网能源、天富能源、三峡水利；3) 算电协同：豫能控股、金开新能、甘肃能源、南网能源、晶科科技、协鑫能科；4) 大水电长江电力、国投电力、川投能源；以及港股低估值风电大唐新能源、中广核新能源、新天绿色能源；5) 具备潜在装机增量与较高股息率的公司：华能国际电力股份（H）、国电电力、中国电力等；6) 绿醇：电投绿能等；7) 资产整合方向：电投水电、电投产融、黔源电力等；8) SST 产业链中的四方股份、特锐德、天岳先进、派瑞股份、云路股份、京泉华、可立克、新风光、智光电气等；9) 关注电力市场交易：国能日新、朗新科技等。

风险提示：用电需求不及预期，煤价上涨超预期，气候变动扰动

【北交所】定期报告：下沉市场消费不断扩容并伴随结构升级，关注北交所有望受益的相关公司——北交所消费服务产业跟踪第六十四期（20260524）（2026/05/24）

赵昊 证书编号：S1350524110004 王宇璇 证书编号：S1350525050003

下沉市场消费总规模和居民消费支出双提高，呈现消费结构升级的特征。2026 年《政府工作报告》明确提出“激发下沉市场消费活力”，商务部部长表示要将下沉市场分为核心、成长、基础三类区域分类施策。下沉市场承载我国 70%的人口和 60%的社会消费品零售总额，消费规模与结构持续改善：2026 年 1-4 月乡村消费品零售额同比增长 2.8%，快于城镇 1 个百分点；2026Q1 县乡消费品零售额占社零总额比重达 40.3%，同比提升 0.1 个百分点；2025 年农村居民边际消费倾向达 74.2%，高于城镇居民 11.5 个百分点。消费结构方面，下沉市场商品消费进入品质化阶段，新能源汽车下乡车型 2025 年首次破百；农村居民在服务上的消费支出占比由 2014 年的 31.3%提升至 2024 年的 35.6%；即时零售、直播电商等新业态加速渗透，外卖服务已覆盖全国 2000 多个县城。2026 年“五一”假期数据进一步印证下沉市场热度：县域目的地旅游产品预订热度同比上涨 128%，四线及以下城市高星酒店预订量同比增长超 34%，县域高星酒店消费占比首次反超一线城市。麦肯锡预测，到 2030 年中国超 66%的个人消费增长或将来自下沉市场。我们梳理了北交所大消费板块或受益于下沉市场消费扩容的公司，有食品消费相关的一致魔芋、盖世食品、欧福蛋业等；有宠物消费相关的路斯股份；有文旅相关的柏星龙、太湖雪等。

总量：北交所消费服务股股价涨跌幅中值-5.86%。本周（2026 年 5 月 18 日至 5 月 22 日），北交所消费服务产业企业中 6%上涨，市值涨跌幅中值为-5.86%，瑞华技术（+13.08%）、惠丰钻石（+8.00%）、盖世食品（+1.51%）、恒太照明（+0.24%）、辰光医疗（-0.80%）位列涨跌幅前五。北证 50、沪深 300、科创 50、创业板指周度涨跌幅分别为-3.70%、-0.30%、+5.57%、+0.24%。本周 67 家企业市盈率中值由 32.5X 降至 31.4X，总市值由 1448.99 亿元降至 1377.81 亿元，市值中值由 15.83 亿元降至 14.67 亿元。

行业：泛消费产业市盈率 TTM 中值-1.63%至 49.8X。泛消费 PETTM 中值由 50.7X 降至 49.8X，惠丰钻石（+8.00%）、恒太照明（+0.24%）、柏星龙（-1.63%）市值涨跌幅居前。餐饮和农业 PETTM 中值由 32.4X 降至 30.6X，盖世食品（+1.51%）、永顺生物（-1.29%）、田野股份（-1.64%）市值涨跌幅居前。医疗器械和生物制品 PETTM 中值由 26.7X 降至 26.2X，辰光医疗（-0.80%）、无锡晶海（-1.69%）、三元基因（-3.45%）

市值涨跌幅居前。专业技术服务 PETTM 中值由 25.8X 降至 25.3X，瑞华技术(+13.08%)、华维设计(-4.42%)、中诚咨询(-4.43%) 市值涨跌幅居前。

公告：康农种业签订研究合作协议。公司与国际玉米小麦改良中心于近日签订了《研究合作协议》。合作目的是加强双方之间的合作，引进 CIMMYT 热带和亚热带种质，在中国对引进的 CIMMYT 种质进行评估，以及热带和亚热带玉米种质资源的联合开发，以培育抗非生物及生物胁迫品种。

风险提示：宏观经济环境变动风险、市场竞争风险、资料统计误差风险。

【金属新材料】行业定期报告：美联储加息预期压制上行空间，铜价高位震荡—— 有色金属 大宗金属周报（2026/5/18-2026/5/22）（2026/05/24）

田源 证书编号：S1350524030001 张明磊 证书编号：S1350525010001 田庆争 证书编号：
S1350524050001 项祈瑞 证书编号：S1350524040002 陈轩 证书编号：S1350525120001

铜：美联储加息预期压制上行空间，铜价高位震荡。本周伦铜/沪铜/美铜涨跌幅分别为 +0.03%/+0.15%/+1.45%。库存端，国内库存去化，伦铜/纽铜/沪铜库存分别为 39.2 万吨/63.4 万短吨/18.3 万吨，环比变化 -0.97%/+1.08%/+1.55%；国内电解铜社会库存 24.38 万吨，环比 +0.21%。需求方面，电解铜杆周度开工率 61.97%，环比降低 1.54pct，铜供给端偏紧格局支撑铜价高位运行。宏观方面，美伊战争边际缓和支撑铜价，另一方面加息预期回升压制铜价上行空间。根据 CMEFedwatchTool 显示，当前美联储 12 月加息 25 个基点的概率为 42.5%，相较上周的 39.1% 小幅提升 3.4pct。我们认为铜价短期维持高位震荡；中长期看，铜矿资本开支不足，供给端扰动频发，铜矿供需格局或将由紧平衡转向短缺，铜价中长期有望上行。建议关注：紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业、中国有色矿业、五矿资源、铜陵有色、金诚信、西部矿业。

铝：国内库存维持高位，预计铝价高位震荡。1) 氧化铝：库存持续累积，氧化铝价格或承压运行。本周氧化铝价格持平为 2685 元/吨，截至本周四，冶金级氧化铝运行产能达 8664 万吨/年，周度开工率下跌 0.38pct 为 75.19%，本周氧化铝累库 7.3 万吨至 677.3 万吨。短期内，氧化铝供给端仍维持宽松格局，伴随广西地区新投产产能释放叠加海外氧化铝持续到港，预计氧化铝库存将持续累积，氧化铝价格或承压运行。2) 电解铝：国内库存维持高位，预计铝价高位震荡。本周沪铝下跌 0.12% 至 2.45 万元/吨，伦铝价格上涨 1.77% 至 3642 美元/吨，电解铝毛利 8523 元/吨，环比上涨 0.12%。库存方面，国内小幅去库，海外库存持续去化。本周伦铝库存 33.95 万吨，环比减少 1.32%，沪铝库存 51.58 万吨，环比增加 1.37%，国内现货库存为 141.2 万吨，环比减少 1.12%。海外供给方面，4 月 3 日，阿联酋环球铝业（EGA）宣称其旗下 AlTaweelah 铝综合体遭伊朗导弹和无人机袭击，受损严重，电解铝生产完全恢复时间可能长达 1 年。AlTaweelah 铝综合体 2025 年电解铝产量达 160 万吨，占海外电解铝产量 5.3%，占全球电解铝产量 2.2%，全球电解铝缺口或将放大。短期看，国内库存维持高位叠加美伊局势边际缓和，铝价预计高位震荡。中长期看，供给端，国内电解铝运行产能接近天花板，海外在建项目进度缓慢，而需求端维持稳定增长甚至存超预期可能，电解铝今年或出现短缺格局，铝价有望迎来上行周期。建议关注：中孚实业、宏创控股、云铝股份、电投能源、天山铝业、神火股份、中国铝业、焦作万方。

锂：供紧需强，锂价有望延续上行。本周碳酸锂价格下跌 7.29% 至 17.80 万元/吨，锂辉石精矿下跌 6.94% 至 2573 美元/吨。本周碳酸锂期货主力合约 2609 下跌 2.30% 至 18.45 万元/吨。供给端，本周碳酸锂产量

2.58万吨，环比减少123吨（-0.47%），SMM大样本周度库存13.73万吨，环比减少1115吨（-0.8%）。本周锂价延续回调，或主要受广期所碳酸锂仓单增加影响，本周碳酸锂仓单为5.30万吨，环比+4.8%。我们认为碳酸锂供紧需强基本面逻辑没有改变，下方回调空间或有限。供给端，在前期锂价低迷背景下锂企业资本开支放缓，未来两年预计锂供给弹性减弱，且供给端扰动频发，锂供给端释放容易低于预期。需求端，储能需求维持高增长，高油价下电车需求有望上修，2026年4月磷酸铁锂产量46.6万吨，同比增长76%，环比增长9%，锂电需求维持高增长。供紧需强背景下，碳酸锂格局预计处于紧平衡甚至小幅短缺，锂价进入上行周期，锂板块公司盈利弹性可期。在海外矿端供给不确定性日益增强背景下，我们建议关注国内锂资源自给率高且估值较低的标的：永兴材料、盐湖股份、融捷股份、大中矿业、赣锋锂业、盛新锂能、中矿资源、雅化集团、天华新能、天齐锂业。

风险提示：下游复产不及预期风险；国内房地产需求不振风险；新能源汽车增速不及预期风险。

【商业航天】行业定期报告：SpaceX公布招股说明书，产业链有望获强力推动——商业航天周报（20260518-20260522）（2026/05/24）

李宏涛 证书编号：S1350526030001

1. 投资要点

1.1. SpaceX公布招股说明书，史上最大IPO启动。美东时间5月20日，SpaceX向SEC提交S-1注册声明，拟在纳斯达克以代码"SPCX"上市，路演6月4日启动，定价日6月11日，目标上市日6月12日。据澎湃新闻新闻，此次IPO预计募资规模750亿美元，对应公司估值区间为1.75万亿至2万亿美元。（1）招股书首度公开核心财务数据：2023年至2025年，SpaceX分别实现营收103.87亿美元、140.15亿美元、186.74亿美元，同期经营利润分别为-35.05亿美元、4.66亿美元、-25.89亿美元，净利润分别为-46.28亿美元、7.91亿美元、-49.37亿美元。2026年前三个月，该公司实现营收46.94亿美元，同比增长15.4%；同期经营亏损19.43亿美元，净亏损42.76亿美元，亏损额几乎等于去年全年水平。（2）SpaceX在公司业务划分为三大板块：太空板块Space、网络连接板块Connectivity和AI板块。在2025年，公司Connectivity板块（以星链Starlink项目为主）为公司营收贡献了114亿美元，是唯一赚钱的业务板块，其EBITDA利润率高达63%，用户数突破1030万。此外，Space板块（火箭发射业务）贡献了约41亿美元的收入，利润率39%。而公司在今年2月收购的xAI具有较大的不确定性，2025年全年经营亏损63.6亿美元，占公司整体亏损的绝大部分；2026年第一季度资本支出77亿美元，年化消耗超过300亿美元。（3）SpaceX去年支出207亿美元，其中大部分（127亿美元）用于人工智能；此外，SpaceX在星链卫星互联网项目上投入了42亿美元，并在其他太空项目（包括火箭）上投入了38亿美元。今年前三个月，SpaceX已花费101亿美元，其中77亿美元用于人工智能。（4）向Anthropic租赁其数据中心空间和计算资源。Anthropic每月将向SpaceX支付12.5亿美元，直至2029年5月。这项合同从2026年5月开始执行，前两个月因产能爬坡有折扣，三年总价值超过150亿美元。不过，该合同中任意一方提前90天取消。根据SpaceX2025年营收及上市估值可以推知其市销率预计或不低于93.7。我们认为，SpaceX的上市将有望为我国商业航天产业链相关的提供估值锚点，并产生一定的估值提升效应。

1.2. SpaceXV3火箭+V3卫星双升级，产业链迎来能力跃迁式催化。（1）星舰V3核心参数升级：①猛禽3发动机推力提升：海平面版本从230吨提升至250吨，真空版本从258吨提升至275吨；②集成化：传感器和控制器内部集成并被发动机热防护覆盖，消除了对发动机护罩的需求；③减重：海平面发动机质量从

1630 公斤降至 1525 公斤，每台发动机为整个系统节省约 1 吨质量。（2）成本端，未来天玑数据显示，星链内部发射成本已<300 美元/公斤，SpaceX 招股说明书显示，星舰的目标是将发射成本降至 185 美元/公斤。

（3）星链 V3 卫星同步升级：星链 V3 单星下行速率为 1Tbps，上行速率为 200Gbps，分别是 V2 的 10 倍和 24 倍。我们认为，SpaceX V3 星舰及卫星的逐步推进以及成本的持续下降有望加速推动全球商业航天产业的持续发展。

1.3. 国内可回收火箭进入验证密集期，资本有望加速涌入，产业瓶颈突破在即。（1）技术验证方面，5 米级的“长征十号乙”计划在 2026 年上半年首飞，并验证全球首创的“海上网系回收”技术。民营力量：蓝箭航天的“朱雀三号”正全力攻关轨道级垂直软着陆技术，若成功，将成为中国首款实现回收的民营液体火箭。星河动力的“智神星一号”、天兵科技的“天龙三号”等型号也在加速推进。（2）资本端同步加速：科创板第五套上市标准或解决商业火箭企业研发周期痛点，不对营收和净利润规模做出要求，而是以“市值+研发”作为主要评估方式。“市值≥40 亿元+核心技术突破+阶段性成果”的上市标准。其中，阶段性成果指“在申报时至少实现采用可重复使用技术的中大型运载火箭发射载荷首次成功入轨的阶段性成果”。我们认为，可回收试飞+SpaceX 上市+国内可回收火箭测试三重催化叠加，产业链配置思路或应从概念弹性转向订单、量产和降本兑现。

2. 行业要闻

2.1. 千帆星座第九批次成功发射卫星发射数量增至 162 颗。据垣信卫星公众号，2026 年 5 月 17 日 22 时 42 分，在海南商业航天发射场，千帆星座第九批组网卫星成功发射。此次发射任务由长征八号运载火箭执行，卫星顺利进入预定轨道，所有卫星状态正常，发射任务取得圆满成功。

2.2. CowboySpace 申请部署 2 万颗卫星星座 计划提供太空数据中心服务。据泰伯网及人民邮电报，近日，CowboySpace（牛仔太空）公司在完成了 2.75 亿美元 B 轮融资后，随即提交了部署 2 万颗卫星星座的申请，计划提供太空数据中心服务。该公司在向美国联邦通信委员会（FCC）提交的备案文件中阐述了其 Stampede 卫星星座计划，该星座主要通过光学星间链路运行。CowboySpace 将其计划描述为“一套在轨数据中心系统，旨在满足人工智能大量的计算需求，同时完全绕过拥挤的地面电网”。Stampede 可以完全绕开地面电网，省去在地球上建设数据中心相关的成本和网络的费用。CowboySpace 正请求豁免 FCC 规定的常规卫星部署时间表规则。该规则要求运营商在特定日期前部署一定数量的卫星。CowboySpace 辩称，制定这些规则是为了防止频谱囤积，而 Stampede 将主要使用光学技术运行，不会使用星间链路。相反，该公司表示，仅需一颗卫星进入轨道即可开始提供商业运营服务，并且计划通过后续发射来扩展其计算能力。该公司将于 2028 年首次发射卫星，随后在接下来的数月和数年内逐步发射卫星并搭建起整个系统。

2.3. 力鸿三号，计划 2028 年首飞。据光明网及科技日报，中科宇航创新研究院常务副院长王英诚 5 月 22 日表示，该公司正在研制的可重复使用轨道级航天器力鸿三号，计划于 2028 年首飞。力鸿三号主要用于开展长期在轨科学试验与太空制造任务。具备长期留轨能力，在轨运行时间灵活，能够为至少 300 公斤有效载荷提供持续微重力环境。该航天器配备标准化接口，可提供稳定的试验条件，能够同时支撑多种科学试验与在轨制造任务。王英诚同时表示，主要面向太空实验和太空旅游的力鸿二号可重复使用运载器，目前处于工程研制阶段，计划于今年年底首飞并实现百公里级回收。

2.4. 我国牵头完成首个 ITU-R6G 卫星技术趋势报告。据工信部，国际电信联盟无线电通信部门（ITU-R）第四研究组（SG4）下设 4B 工作组（WP4B）第 58 次全会在瑞士日内瓦召开。我国牵头的《6G 卫星部分的发展

和技术趋势》报告经 WP4B 会议审议并提交 5 月 15 日召开的 SG4 会议通过。报告聚焦 6G 卫星无线电接口技术研究，内容涉及 6G 卫星发展趋势、网络技术、终端发展、隐私与安全等方面。报告由中国信息通信研究院牵头，在 WP4B 国内对口组组长单位上海垣信卫星科技有限公司的组织协调下，联合中信科移动通信技术股份有限公司、中国电信集团卫星通信有限公司、上海微小卫星工程中心、中兴通讯股份有限公司等单位共同完成。

3. 本周回顾及建议关注组合

3.1. 本周通信市场回顾

本周通信(中信)上涨 0.14%，同期上证指数下跌 0.54%，深证成指上涨 0.23%，创业板指上涨 0.24%，沪深 300 下跌 0.30%。从板块来看，本周 CPO 指数上涨 4.52%，商业航天上涨 0.34%，卫星导航指数上涨 0.24%，光纤概念上涨 1.66%。本周通信板块整体走势强于大盘，关注商业航天、光通信相关领域投资机会。

本周看点：周涨跌幅前十：信维通信(19.45%)、华工科技(16.67%)、线上线下(11.63%)、立昂技术(10.76%)、九联科技(10.37%)、万隆光电(10.18%)、光迅科技(9.86%)、嘉环科技(9.55%)、阿莱德(9.30%)、世嘉科技(7.07%)；周涨跌幅后十：博实结(-35.95%)、*ST 元道(-19.58%)、中嘉博创(-17.86%)、波导股份(-15.96%)、有方科技(-12.83%)、共进股份(-10.73%)、润建股份(-9.31%)、华菱线缆(-9.04%)、吴通控股(-8.85%)、永鼎股份(-8.14%)。

下周关注：商业航天(SpaceX)、“token 经济”、CPO：信维通信、西部材料、蓝思科技、海格通信、行云科技、协创数据、润建股份、润泽科技、中国电信、中国移动、中国联通、天孚通信、中际旭创、致尚科技等。

长期关注：运营商：中国移动、中国电信、中国联通；通信基建：中国铁塔；主设备：中兴通讯、烽火通信；北斗：华测导航、海格通信、振芯科技；军民融合：七一二、盛路通信；数字货币：楚天龙；物联网：移远通信、美格智能；云/IDC：光环新网、润建股份、佳力图、英维克；光模块：中际旭创、天孚通信、新易盛、光迅科技、长芯博创、源杰科技；海上风电：中天科技、亨通光电；工业互联网：东土科技、飞力达；数据要素：云赛智联，天源迪科，东方国信；商业航天：盟升电子、信科移动、普天科技、华测导航、天银机电、上海瀚讯。

风险提示。商业航天需求不及预期，前沿技术落地不及预期，市场竞争风险。

【北交所】定期报告：北交所次新“抱团”程度持续攀升，警惕波动并聚焦全市场优质价值稀缺标的——北交所周观察第七十七期（20260524）（2026/05/23）

赵昊 证书编号：S1350524110004 万泉 证书编号：S1350524100001

北交所次新“抱团”程度持续攀升，TOP20 个股合计成交 558 亿元，贡献近半数市场交易额。2026 年以来，北交所新股发行、审核及上市节奏呈现显著提速态势，市场扩容步伐持续加快，且呈现高质量扩容态势。2026 年 28 家北交所上市公司首日涨跌幅均值为 202%，首日涨跌幅中值为 161%，近期新股热度持续攀升，近期上市的五家公司（朗信电气、嘉晨智能、锐翔智能、振宏股份、中科仪）首日涨幅均值超过 450%。从成交维度来看，本周北交所整体成交额 1168.88 亿元，成交 TOP20 个股合计成交 558 亿元，贡献近半数市场交易额。2026 年新晋的上市企业 9 家，以 3% 的个股数量占比，包揽全市场 30% 成交规模，合计成交达 350

亿元。此外，北交所百元股扩容至 8 只（5 只为 2026 年新股：锐翔智能、朗信电气、鸿仕达、赛英电子、中科仪）。场内资金持续向次新股倾斜，标的虹吸效应显著，交易资金呈现高度集中在热门次新群体中，个股成交两极分化明显，多数存量标的资金被分流，交投活跃度降温。我们认为，综合来看，需留意部分次新股估值溢价偏高、市场波动显著放大，叠加监管态势趋严、市场流动性边际收敛等因素，谨防高位标的出现回调风险。

证监会表示以更大力度推进北交所深化改革，继续关注政策落地节奏与增量资金入市变量。我们预计下周北交所市场以震荡为主，行情依旧延续明显结构性机会。投资思路可逐步从新股及高位次新，转向估值具备性价比、具备核心稀缺属性的存量个股。政策层面，证监会表示以更大力度推进北交所深化改革，后续关注政策落地节奏与增量资金入市两大变量。当前市场机会依然可聚焦五大高确定性主线择优布局：其一，优选 2026 年盈利拐点较明确、增速延续高景气的标的，如并行科技、安达科技、衡东光等；其二，把握政策驱动下的科技成长主线，如商业航天国内外重磅事件密集催化较多，关注天力复合、富士达、星图测控等商业航天产业链标的；同时，可关注当前整体预期处于低位的机器人产业链相关公司（如三协电机、苏轴股份、捷众科技、骏创科技等），把握预期差修复机会；与此同时，特斯拉官宣监督版 FSD 有望落地国内市场，带动产业需求提升，建议关注智能驾驶产业链个股（如奥迪威、云星宇等）；其三，继续关注受市场整体调整带动估值回落、具备全市场稀缺属性的优质标的，如民士达、海能技术、戈碧迦、宏远股份等；其四，立足新股生态分化格局，优选估值性价比高、基本面扎实且细分壁垒突出的优质次新，如新恒泰、美德乐、悦龙科技、海菲曼、爱舍伦等；其五，关注地缘动荡背景下相关产业链交易机会，锚定农产品价格预期上涨方向，关注康农种业等。

北证 A 股 PE 回落到 43X，日均成交额回落到 249 亿元。本周，科创板和创业板整体 PE 有所回升，科创板 PE 由 88.52X 回升到 92.76X，创业板 PE 由 49.45X 回升到 50X，北证 A 股 PE 有所回落，由 44.13X 回落到 42.62X。流动性来看，北证 A 股日均换手率 4.55%，科创板 4.39%，创业板 5.26%。指数来看，创业板和科创 50 指数周度上涨、沪深 300 下跌。

本周 1 家公司注册、2 家公司提交注册，下周 3 家公司上会。吉和昌 1 家公司更新状态至注册；恒兴股份和长鹰硬科 2 家公司更新状态至提交注册；珈凯生物 1 家公司更新状态至上市委会议通过；华电光大、玄机科技、富士智能、金万众、中裕铁信、先歌国际、元立光电、佳宏新材和定西高强等 17 家公司更新审核状态至已问询；四维材料 1 家公司更新状态至已受理；新吴光电、海金格和美亚科技 3 家公司更新状态至终止。此外，下周北交所将会审议 3 家公司 IPO 申请（贝尔生物、腾信精密和菊乐股份），北交所新股发行处于提速进程中。

风险提示：宏观经济环境变动风险、市场竞争风险、资料统计误差风险

【建筑建材/机械/地产】公司专题报告：招商蛇口 (001979.SZ)——深耕核心城市，央企平台优势凸显 (2026/05/21)

邓力 证书编号：S1350525070006 陈颖 证书编号：S1350525110002

深耕大湾区的央企综合运营平台。招商蛇口是招商局集团旗下房地产业务运营平台，公司以开发业务、资产运营、物业服务为三大核心支柱，持续构建“租购并举、轻重结合”的多元业务格局。过去几年，面对

行业调整压力，公司主动优化资产结构：一方面，积极化解历史包袱，2020-2025年期间累计计提资产减值及信用减值合计约269亿元，计提规模在央企房企中处于领先水平；另一方面，公司在投资端持续优化，聚焦核心城市、并提升拿地权益比例。展望未来，我们认为，公司将依托招商局集团的产业协同与融资优势，继续深耕大湾区、长三角以及成渝等核心经济圈，夯实央企综合运营平台的长期竞争力。

短期业绩受行业调整影响，历史包袱已大幅减轻。2015-2021年，公司营收、归母净利润CAGR分别为+21.8%、+13.5%，业绩规模稳步提升；2022-2025年，公司营收、归母净利润CAGR分别为-5.4%、-37.8%，受房地产行业调整影响，业绩有所承压。2020-2025年，公司累计计提信用减值损失56亿元、资产减值损失213亿元，合计约269亿元，减值计提力度在央企房企中位居前列，历史包袱已大幅减轻。2026Q1，公司实现营业收入236.7亿元，同比+15.7%；归母净利润0.39亿元，同比-91.2%，利润下滑主要源于：1) 开发业务项目结转节奏存在季节性波动；2) 房地产项目结转毛利率同比下降；3) 投资收益同比减少。截至2026Q1末，公司并表合同负债为1275亿元，对2025年并表营业收入的覆盖倍数约为0.82倍。

销售规模稳居行业前列，拿地聚焦并强度提升。根据克而瑞数据，2015-2024年，公司销售金额CAGR达16.0%，销售排名从第14位提升至第5位。2025年，公司实现销售金额1960亿元，同比-10.6%，优于百强房企整体表现（同比-20%），行业排名提升至第4。2025年，公司持续深耕核心城市，在上海、深圳、成都等10个城市实现全口径销售金额排名TOP3。投资端，公司坚持聚焦核心、以销定投、精挑细选的投资策略，2025年拿地金额约938亿元，同比+93%，拿地强度达48%，同比提升26pct；其中“核心10城”投资占比接近90%，一线城市投资占比达63%。截至2025年末，公司拥有未竣工土储面积2211万平方米，对2025年销售面积覆盖倍数约3.1倍，土储资源充裕且优质。

融资优势显著，重视股东回报。截至2025年末，公司剔除预收账款的资产负债率64.2%、净负债率72.5%、现金短债比1.19，三道红线持续保持绿档；综合资金成本为2.74%，较2024年末下降25bp，融资成本保持行业领先水平；银行融资占比为64%，一年内到期有息债务占比为24%，债务结构稳健合理。此外，公司重视股东回报：1) 2025年，完成120亿元存量永续债全面清零，降低了永续债利息对归母净利润的摊薄影响；2) 自2024年11月以来，公司累计回购股份超4400万股，回购金额达4.3亿元；3) 2022-2025年，公司维持40%以上的高派息比率，体现公司在行业调整期依然坚持“稳经营、重回报”价值取向。

盈利预测与评级：我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为16.04、18.90、22.63亿元，同比分别+56.6%、+17.9%、+19.7%，EPS分别为0.18、0.21、0.25元，对应5月19日的股价PE为50.82、43.12、36.02倍，2026年PB为0.83倍。我们选取同为央企股东背景、且土储重点布局一二线城市的保利发展、中国海外发展及建发国际集团作为可比公司。考虑招商蛇口拥有充裕且优质的一二线核心城市土储，尤其在粤港澳大湾区资源禀赋突出，在当前行业调整、分化加剧的背景下，公司有望凭借低融资成本优势与核心城市聚焦战略，在存量竞争阶段率先受益，实现业绩的稳步修复与估值重估，维持“买入”评级。

风险提示。行业复苏进度不及预期；资产减值风险二次冲击；战略资源价值释放时滞与不确定性。

【食品饮料】首次覆盖报告：天味食品(603317.SH)——复调龙头多元扩张，内生、外延双轮驱动成长(2026/05/24)

张东雪 证书编号：S1350525060001 周翔 证书编号：S1350525070003

经营复盘，公司系中国复合调味品行业的领军品牌。公司聚焦菜谱式调料、火锅调料等复合调味品赛道，

内生主业围绕“好人家”和“大红袍”两大主品牌持续扩充品类、拓展渠道，最终在市场红利期成功打造一系列亿元级大单品、基本完成全国化布局。同时，公司在行业调整期培育“外延扩张”新曲线，进一步完善多品类、全渠道布局。截至2025年末，公司实现营收/归母净利润约34.5/5.7亿元，2019-2025年复合增速分别为12.2%/11.5%。

复调赛道景气度高，品类渗透率提升空间大，尤其是菜谱式调料成长空间广阔。我国调味品市场进入稳健发展，其中复合调味品是行业内增速最快的细分赛道之一，2019-2024年市场规模CAGR为8.1%；且从渗透率与集中度提升视角看，未来市场扩张潜力大，BC端具有长期发展逻辑。聚焦细分品类，菜谱式调料市场增速最快，BC端共振，预计市场规模能保持双位数增长；火锅底料市场增速放缓，或呈现结构性增长机遇。

行业集中度提升空间大，龙头有望脱颖而出。国内调味品市场相对分散，复合调味品行业集中度提升空间较大，以2024年收入计，我国复调市场CR5为15.9%，明显低于美国和日本的成熟市场。公司是复调赛道中典型大单品型企业，C端品牌势能高，先发优势明显；同时，全渠道销售网络、高供应链效率以及与并表公司高效协同的平台化机制，均有望使得公司领跑于复调赛道。

成长逻辑修复，高分红凸显价值。公司内生、外延双轮驱动收入增长，把握复调渗透率与集中度提升机会；其中，内生业务在创新大单品与新品拉动下收入有望恢复双位数增长，同时公司积极推进外延并购，通过平台化模块赋能并购标的快速增长，强化公司增长动能。近年来，天味食品积极布局海外市场。另外，我们预计伴随公司收入恢复增长，资产周转率提升或驱动ROE进一步提升；同时，公司保持高分红力度，进一步凸显价值逻辑。

盈利预测与评级：我们预计公司2026-2028年公司归母净利润分别为7.4/8.4/9.4亿元，同比增速分别为+29.6%/+13.7%/+12.3%，当前股价对应的PE分别为22/20/17倍。我们选取的可比公司海天味业、宝立食品、颐海国际26年平均PE值19倍，鉴于公司内生、外延双轮驱动收入增长，基本面向上同时保持高分红力度，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示。食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险

【食品饮料】首次覆盖报告：安井食品(603345.SH)——餐供龙头多元扩张，经营变革下强者恒强(2026/05/22)

张东雪 证书编号：S1350525060001 周翔 证书编号：S1350525070003

经营复盘，公司系中国速冻食品行业的领军品牌。公司经过二十余载砥砺前行（在速冻食品行业景气期推进多品牌、全品类、全渠道发展），成功实现“弯道超车”成为中国最大的速冻食品公司（按2024年收入计），并在中国速冻调制食品市场以及速冻菜肴制品市场排名第一（2024年按收入计）。截至2025年末，公司实现营收/归母净利润约162/13.6亿元，2011-2025年复合增速分别为20%/23%。

国内速冻食品市场结构增长，东南亚市场潜力大。根据弗若斯特沙利文，截至2024年全球速冻食品总市场规模达4177亿美元，2019-2024年CAGR为7%；其中，中国是全球速冻食品市场中第二大国家，近年BC端需求共振驱动市场稳步扩张，同时品类端结构性机遇特征明显。具体而言，国内速冻菜肴制品市场景气度高，且相较发达国家成熟市场，渗透率提升空间大；速冻调制食品市场增长放缓，品类创新等驱动行业扩容，而速冻米面制品市场进入成熟期。

行业整合空间大，龙头有望强者恒强。国内速冻食品市场相对分散，2024年国内行业CR5约15%，远低于海外成熟市场的集中度；其中安井市占率达6.6%，尤其在速冻调制食品赛道，公司市占率达13.8%，显著领先于行业内其他竞争对手。总之，安井在业内综合优势大，主导地位稳固，未来有望通过多品类、全渠道等平台化发展模式实现份额持续提升。

国内多元增长驱动，海外打开空间；公司盈利能力有望回升。公司坚持品类创新驱动战略，并通过“BC兼顾、全渠道发力”策略提升国内市场份额；推出“安斋”品牌，拓展清真增量市场，同时通过外延并购补充速冻品类短板，强化餐饮供应链龙头优势。另外，公司自港股上市以来加快海外市场布局。而伴随公司竞争模式转变同时持续挖掘内部经营效率，未来盈利能力有望回升。

盈利预测与评级：我们预计公司2026-2028年归母净利润分别为18.1/20.8/23.2亿元，同比增速分别为+33%/+15%/+12%，当前股价对应的PE分别为18/16/14倍。我们选取的可比公司三全食品、千味央厨、立高食品26年平均PE值26倍（5月21日ifind一致预期），鉴于公司经营稳健，国内多元增长同时加码海外市场，业务稳健增长或带动盈利能力回升，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示。食品安全风险、行业竞争加剧风险、原材料价格波动风险

【北交所】公司深度报告：锦波生物(920982.BJ)——重组胶原蛋白产品矩阵完善，打造生命材料企业积极拓展大健康领域（2026/05/21）

赵昊 证书编号：S1350524110004 王宇璇 证书编号：S1350525050003

再出发：从重组胶原蛋白领军者向国际一流生命材料企业迈进。锦波生物是一家国内领先的、具有代表性的已实现重组胶原蛋白特别是重组人源化胶原蛋白产业化的企业。公司创立于2008年，走过重组胶原蛋白1.0-3.0时代，根据锦波生物公众号，截至2026年3月28日，公司注射产品累计临床应用近400万支。公司重点开发以A型重组人源化胶原蛋白为核心成分的各类医疗器械、功能性护肤品等终端产品，并不断研发各种具有高级结构的重组人源化胶原蛋白生命材料。公司“重组III型人源化胶原蛋白冻干纤维”已获CDE药用辅料登记，标志着全球首个注射级重组人源化胶原蛋白生物新材料成功进入药用辅料领域。2026年3月，锦波医学人源化胶原蛋白FAST数据库与产品开发平台项目正式开工，打造全球首个专注于胶原蛋白研究的垂类智能化平台。

析行业：高端需求者医美花费仍有望增加，行业合规化或利好头部企业。近年来，中国医美市场步入稳健增长阶段，2025年手术类医美市场规模为1466亿元，非手术类医美市场规模为1295亿元，轻医美凭借低决策门槛、高复购率快速崛起。2024年50%的高端需求者群体医美消费有所增长，人均消费金额同比增长19%。根据弗若斯特沙利文数据分析，2019-2023年中国胶原蛋白零售端市场规模从168亿元增至584亿元，CAGR高达36.5%；重组胶原蛋白零售端市场规模预计到2027年将达到1,145亿元，2023-2027年复合增速预计达到41.4%；重组胶原蛋白医美注射剂零售端市场规模预计到2027年将达到143亿元。医美年轻化趋势明显，2022-2025年医美消费者中25岁以下人群占比由26%增长至35%；行业合规化加速，2026年“3.15”晚会曝光套证行为，或利好持有合规注册证的头部企业。三类医疗器械注册证是胶原蛋白进入医美注射市场的准入壁垒。根据国家药监局数据，截至2026年3月底，锦波生物、巨子生物和创健医疗是国内拥有重组胶原蛋白三类医疗器械注册证的企业。

探未来：养生堂多方位赋能，产品应用场景拓展与全球化布局带来增量。锦波生物拥有3张重组胶原蛋白

“械三”证，产品形态和适用范围不断升级，且已经形成超过四年的先发优势。新品推广方面，薇旖美 ColNet 胶原网是锦波生物于 2025 年 2 月 18 日推出的基于“自组装根技术”的眼周抗衰再生材料；2025 年 10 月公司重磅发布新品薇旖美 WeaveCOL 编织胶原，该产品通过“自组装-自交联”技术，在注射后形成纳米级纤维网络。功能性护肤品方面，公司打造“重源”、“ProtYouth®”等多品牌矩阵，覆盖不同护肤需求。募投项目拓展毛发和眼科用人源化胶原蛋白，预计将于 2027 年 Q4 实现产业化，中国毛发健康市场规模预计到 2028 年将达 1165.4 亿元、眼科药物市场规模预计 2030 年将达 1166 亿元。渠道端，公司已获四个东南亚国家的 D 类医疗器械注册证，并与欧莱雅集团达成合作，携手推出注射类产品“铂研”胶原针。养生堂作为战略投资者拟认购公司定增 20 亿元，未来有望在产品研发、工业化生产、商业化推广、市场渠道建设等多方面赋能公司，推动公司高质量发展。

盈利预测与评级：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润为 7.97、9.51、11.29 亿元，对应 PE 为 23、19、16 倍，我们选取巨子生物、爱美客、敷尔佳作为可比公司。公司为重组胶原蛋白领军者，并具备先发优势，正逐步向全球生命材料企业迈进。我们看好其短期新产品凝胶放量以及渠道与品牌的协同，长期平台化研发（产品矩阵与应用场景拓展）与全球化布局，维持“买入”评级。

风险提示：技术风险、医疗器械及化妆品产品政策变动风险、市场竞争风险

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
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	hujia yuan@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
刘嘉环	18701179327	liujiahuan@huayuanstock.com
李若鸿	18988795187	li ruohong@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）。