

晨会纪要

数据日期: 2025-05-15	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3380.82	10186.44	3907.19	11300.35	2811.59	1000.96
涨跌幅度(%)	-0.67	-1.62	-0.91	-1.27	-1.77	-1.26
成交额(亿元)	4612.92	6911.02	2414.64	2434.69	3158.08	182.53

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评: 4月金融数据解读-贸易冲击初显

固定收益周报: 政府债务周度观察-特别国债放量发行

策略专题: AI赋能资产配置(十四)-借力大模型应对特朗普言论风险信号

行业与公司

杰瑞股份(002353.SZ) 财报点评: 油服设备龙头, 国际化战略稳步推进

徐工机械(000425.SZ) 财报点评: 盈利能力稳步提升, 海外业务快速发展

杭叉集团(603298.SH) 财报点评: 国际化布局效果显著, 智慧物流打开成长空间

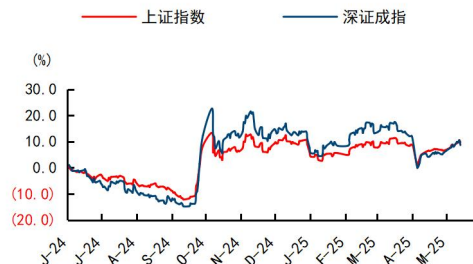
特变电工(600089.SH) 财报点评: 输变电、能源业务稳步推进, 多晶硅板块盈利承压

第一太阳能(FIRST SOLAR)(FSLR.O) 财报点评: 组件销量稳步增长, 在手订单保持充裕

京东集团-SW(09618.HK) 海外公司财报点评: 零售业务表现亮眼, 关注外卖进展

迈瑞医疗(300760.SZ) 财报点评: 2025年一季度业绩环比快速增长, 国内业务有望逐季改善

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数

05月16日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	23453.16	-0.79

基金指数

05月16日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3248.07	0.00
股票基金指数	10042.13	0.39
混合基金指数	9359.56	0.69

汇率

05月16日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.11	0.09
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.8	-0.02
美元兑日元	145.68	-0.73

非流通股解禁

05月16日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
宁波银行	7581.90	95.06	2025-05-16
新点软件	15651.92	100.00	2025-05-16
华兰股份	3782.78	100.00	2025-04-30
深城交	8400.00	100.00	2025-04-28
中科微至	6660.00	100.00	2025-04-28
戎美股份	16800.00	100.00	2025-04-28
成大生物	22766.37	100.00	2025-04-28
汇宇制药-W	11406.67	100.00	2025-04-28

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:4月金融数据解读-贸易冲击初显

4月我国新增社融1.16万亿元（预期1.26万亿元），新增人民币贷款2800亿元（预期7644亿元），M2同比增长8.0%（预期7.5%）。

结论：4月金融数据总体弱于市场预期和季节性，结构上也重回“政府融资主导，私人部门偏弱”的格局。这反映了贸易战背景下，未来一段时期高度的不确定性对企业的生产经营和居民的生活消费带来直接影响。

此外，有三点值得关注：一是剔除票据贴现后新增贷款实际为负，指向私人部门缩表短期内再度出现（上一次为去年7月，可查数据的第二次）；二是地方化债未来一段时间将对企业信贷数据构成持续压制，“跷跷板”效应延续；三是前瞻地看，随着5.12中美联合声明发布，市场预期和金融数据在5月后有望初步企稳，但未来不确定性依然不容低估，特别是特朗普与其他国家达成贸易协定后，下阶段对华谈判态度可能出现变数。

具体看，4月数据的几个主要特征：

4月社融表现总体弱于季节性，结构延续分化：私人部门信贷偏弱，政府债券融资强劲。与过去五年同期对比，今年4月社融仅高于疫情蔓延的2022年和挤水分的2024年，处于历史偏低水平；从同比角度看，去年同期挤水分构成了低基数，因此今年4月社融增速上升0.3pct至8.7%。相较去年同期，4月社融多增1.22万亿元，各科目对同比增量的贡献排名如下：政府（贡献87.4%）、非标（贡献11.3%）、直融（贡献6.9%）、信贷（贡献-19.0%）。

4月贷款明显偏弱，创下近年同期历史新低，且居民企业两端均较为平淡。宽口径下（非社融），当月新增信贷为2800亿元，同比大幅少增4500亿元；社融口径下，人民币+外币贷款新增714亿元，同比少增2325亿元。从结构看，居民贷款弱于企业贷款，短期贷款弱于中长期贷款。

当月存款减少4400亿元，低基数下M2同比增速大幅抬升至8.0%，非银存款回流显著。从结构看，居民和企业存款显著减少，财政和非银存款明显增加，但同比看，各项存款均有所增加。与此同时，M1同比增速较3月的高点小幅回落（下降0.1pct至1.5%），在去年同期低基数变化下（去年4月较3月骤降1.7pct），指向实际货币流通显著放缓，与本月私人部门金融数据表现一致。

证券分析师： 李智能（S0980516060001）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益周报:政府债务周度观察-特别国债放量发行

国债净融资+新增地方债发行第19周（5/5-5/11）2958亿，第20周（5/12-5/18）5982亿。截至第19周（5/5-5/11）广义赤字累计3.5万亿，进度29.7%，超去年同期。

政府债净融资第19周（5/5-5/11）2628亿，第20周（5/12-5/18）6723亿。截至第19周（5/5-5/11）累计5.1万亿，超出去年同期3.5万亿，本周净融资较多主要是由2800亿特别国债发行。

国债第19周（5/5-5/11）净融资1956亿，第20周（5/12-5/18）5012亿。截至第19周（5/5-5/11）累计1.9万亿，进度29.0%。

地方债净融资第19周（5/5-5/11）672亿，第20周（5/12-5/18）1711亿。截至第19周（5/5-5/11）累计3.2万亿，超出去年同期2.1万亿。

新增一般债第19周（5/5-5/11）0亿，第20周（5/12-5/18）196亿。截至第19周（5/5-5/11）累计3023亿，进度37.8%。

新增专项债第19周（5/5-5/11）1002亿，第20周（5/12-5/18）775亿。截至第19周（5/5-5/11）累计1.3万亿，进度29.3%。特殊新增专项债已发行1573亿，土地储备专项债已发行966亿。截至2025

年5月12日，已有23省公示收购存量闲置土地项目3661块，资金规模约3918亿。

特殊再融资债近两周无发行。截至第19周（5/5-5/11）累计1.6万亿，发行进度80%。

城投债第19周（5/5-5/11）净融资-253亿，第20周（5/12-5/18）预计-370亿。截至本周城投债余额约10.5万亿。

风险提示：数据统计误差，实际发行与计划差异较大。

证券分析师：董德志（S0980513100001）

联系人：王奕群

◆ 策略专题：AI 赋能资产配置（十四）-借力大模型应对特朗普言论风险信号

特朗普的公开表态，特别是其推文，对金融市场具有显著的短期扰动效应，需要注意风险规避。海内外多项研究均揭示了特朗普的极端言论，尤其是关于贸易摩擦或美联储的推文，常引发市场短期剧烈波动，带来美股急跌等情形，需要注意风险规避。然而，这种影响主要体现在政策不确定性增加时，长期市场趋势仍由经济基本面主导，且市场会逐渐适应其沟通风格，降低敏感度。

特朗普在第二任期内的政策声明聚焦于美国联邦政府运作与经济议题，并呈现“初期爆发、阶段性密集”的发布特点。自2025年再度上任后，特朗普通过白宫官方渠道发布的声明中，联邦政府事务和经济问题占比最高，气候与能源、移民、教育和国家安全也是其关注重点。其政策发布在上任初期表现出强劲势头，后续则在特定时间点出现集中发布，内容紧扣其所谓的“美国优先”的狭义态度。

大语言模型等AI工具被应用于量化分析特朗普言论的市场情绪信号，并构建交易情绪指数。本文尝试采用DeepSeek、Manus等大模型，通过收集特朗普的公开表述（包括推文的点赞、转发数据）并利用AI进行情感分析和打分，可以构建出“特朗普交易情绪指数”。该指数旨在捕捉其言论所引发的市场情绪变化，例如，通过分析2024年8月以来的推特情绪指数，可以观察到其情绪从积极逐步攀升至高点后回落，并在2025年初转为悲观，这可能与美国的选举周期、政策调整预期等多种因素相关。

风险提示：海外地缘冲突不确定性，美国经济前景不明朗和美联储货币政策的方向不确定风险，AI幻觉风险与数据异化风险。

证券分析师：王开（S0980521030001）

行业与公司

◆ 杰瑞股份(002353.SZ) 财报点评：油服设备龙头，国际化战略稳步推进

全球领先的油气田成套装备制造制造商和油田服务提供商。公司2010/2024年收入为9.44/133.55亿元，CAGR约20.83%，同期归母净利润2.82/26.27亿元，CAGR约17.28%。2024年收入/归母净利润同比变动-4.01%/+7.03%，收入同比下滑主要系2023年EPC订单结算基数较大，2024年业务结构变化致盈利能力提升，毛利率/净利率为33.70%/20.11%，同比提升0.65/2.19pct。2025年一季度收入26.87亿元，同比增长26.07%，归母净利润4.66亿元，同比增长24.04%，发展态势向好。

高端装备业务竞争力强，核心业务保持较好增长态势。公司钻完井设备竞争力强，在国内压裂、固井、连管等领域市占率第一，在国际市场是唯一一家向北美油气高端市场提供全套压裂设备的企业，亦是全球唯一一家能够提供涡轮压裂成套设备的企业。2024年高端装备制造/油气工程及技术服务收入分别为91.80/32.93亿元，同比变动12.71%/-33.13%，装备业务保持在中石油电驱压裂招标项目中全胜记录，海外市场钻完井设备订单、收入双增长，市场份额持续提升，另油气工程及技术服务业务根据2024年财报，新签订单实现翻倍以上增长。

国际化战略推进顺利，中东、北美市场持续突破。近年公司海外收入快速增长，2017/2024年分别为13.77/60.37亿元，CAGR约23.51%。2023年公司在中东市场成功完成多个重点项目，获业主方高度评价，2024年进入收获期：1）9月与巴林国家石油公司签署7个天然气增压站工程总承包项目合同，总金额22亿元，利润率更高；2）10月与伊拉克中部石油公司签署正式合同，一期/二期投资6/4亿美元，

首次以开发者身份，参与中东重点油气田开采运营项目；3）11月获阿联酋阿布扎比国家石油公司陆上公司的井场数字化改造 EPC 项目授标函，预估金额 66 亿元。另公司在北美高端市场品牌认可度进一步提升，2024 年上半年顺利完成北美首套中国电驱压裂装备交付并在井场上应用，7 月再获新订单。

投资建议：公司为非常规油气装备龙头，长期受益非常规油气需求向好趋势，中短期受益设备/服务品类拓展、设备自研程度提高、海外市场份额提升以及电驱/涡轮压裂设备技术革新等趋势，收入、业绩有望持续增长，预计 2025 年-2027 年归母净利润分别为 30.15/34.22/38.92 亿元，对应 PE 12/10/9 倍，综合绝对估值及相对估值结果，一年期合理估值区间为 38.22-47.04 元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：原油天然气价格波动加剧风险；市场竞争加剧及收款风险；国际化经营风险。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、王鼎（S0980520110003）

◆ 徐工机械(000425.SZ) 财报点评:盈利能力稳步提升，海外业务快速发展

2024 年收入同比下降 1.28%，归母净利润同比增长 12.20%。公司 2024 年实现营收 916.60 亿元，同比下降 1.28%；归母净利润 59.76 亿元，同比增长 12.20%。2024 年毛利率/净利率分别为 22.55%/6.53%，同比变动+0.17/+0.89 个 pct，盈利能力增长主要系：1）产品结构持续优化，海外营收占比增加；2）公司持续推进降本增效，通过全球采购中心加强品类管理与需求管理，采购净降本率 6.6%，通过全球物流中心全面开启物流体系转型变革，国内整机物流降本率 6.3%。2024 年销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.79%/3.07%/2.11%/4.08%，同比变动为-1.43/+0.16/+1.33/-0.23 个 pct。财务费用率上涨主要系汇兑损益波动。2024 年公司实现经营性现金流净额 57.20 亿元，同比增长 60.18%，公司现金回流能力增强，经营质量改善。2025Q1 实现营收 268.15 亿元，同比增长 10.92%，归母净利润 20.22 亿元，同比增长 26.37%。

海外营收占比持续提升，土方机械复苏增长。分地区看，2024 年公司国内/海外营收分别为 499.72/416.87 亿元，同比变动-10.17%/+12.00%，海外占比提升至 45.58%，毛利率分别为 20.19%/25.38%，同比变动+0.46/+2.97 个 pct，海外业务占比提升带动公司盈利能力改善。分产品看，2024 年公司土方机械、桩工机械、混凝土机械呈增长态势，营收分别为 240.11/50.23/63.62 亿元，同比增长 6.43%/45.21%/8.55%；混凝土机械、起重机械、高空作业机械收入有所下滑，2024 年营收分别为 94.08/188.98/86.78 亿元，同比下架 9.76%/10.80%/2.31%。2024 年受益农田水利建设、工程机械更新迭代周期到来，挖掘机等土方产品率先复苏，2025 年随着挖机到非挖复苏扩散，公司业务有望持续增长。

工程机械内需筑底企稳，出口有望持续增长。国内方面，2024 年国内挖机销量同比增长 11.74%，2025 年 1-3 月工程机械销量持续增长，未来随着挖机更新周期的到来，国内挖机、非挖产品需求有望回升。出口方面，2024 年 8 月以来，已连续 9 个月保持正增长态势。随着我国工程机械产品竞争力不断提升，工程机械出口仍具韧性，有望保持增长。

风险提示：工程机械复苏不及预期；宏观经济波动风险、市场竞争加剧。

投资建议：公司系国内工程机械龙头，产品齐全，有望充分受益工程机械复苏，我们保持 2025-2026 年盈利预测不变，新增 2027 盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 79.64/102.11/124.19 亿元，对应 PE 13/10/8 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、年亚颂（S0980523100002）

◆ 杭叉集团(603298.SH) 财报点评:国际化布局效果显著，智慧物流打开成长空间

2024 年收入同比增长 1.15%，归母净利润同比增长 17.86%。公司 2024 年实现营收 164.86 亿元，同比增长 1.15%；归母净利润 20.22 亿元，同比增长 17.86%，毛利率/净利率分别为 23.55%/13.11%，同比变动+2.77/+1.84 个 pct，盈利能力提升主要系：1）高毛利率的海外业务、大吨位、新能源叉车占比提升；2）原材料成本下降。单季度看，2024Q4 实现营收 37.53 亿元，同比下降 0.2%；归母净利润 4.49 亿元，同比增长 7.47%，毛利率/净利率分别为 26.56%/13.76%，同比变动+3.87/+1.60 个 pct。费用端，2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别 4.42%/2.47%/4.70%/-0.29%，同比变动

+0.75/+0.37/+0.20/+0.22 个 pct。2025Q1 实现营收 45.06 亿，同比增长 8.02%，归母净利润 4.36 亿，同比增长 15.18%，毛利率/净利率分别为 20.51%/10.02%，同比变动-0.06/+0.38 个 pct。

持续推进全球化布局，海外营收同比增长 4.75%。分区域看，2024 年公司国内/国外市场营收分别为 93.85/68.46 亿元，同比增长-1.40%/+4.75%，毛利率分别为 18.74%/30.72%，同比变动+1.54/+4.76 个 pct。海外收入增长主要系公司持续强化海外资源配置，通过设立海外子公司、发布新能源产品、导入新能源车型等一系列举措，提高海外市占率。目前公司在全球重要市场已成功布局 10 余家海外公司。同时，公司在泰国投资设立杭叉集团泰国制造公司，标志着中国叉车行业在海外从营销服务向产业制造转型。

新能源叉车占比提升，智慧物流打开成长空间。公司前瞻布局新能源工业车辆用锂电池、驱动电机、整车电控等三电关键零部件，成功推出多个系列高性能锂电专用叉车。2024 年新能源叉车营收占比持续提升。智慧物流方面，公司形成了杭叉智能、杭奥智能、汉和智能三大业务群。2024 年公司智能物流整体解决方案合同金额首次突破 10 亿元，同时杭叉智能年产万套自动化设备生产基地项目已开工建设，智慧物流的发展进一步打开公司成长空间。

风险提示：宏观经济波动风险；行业竞争加剧；原材料价格波动；国际市场发生不利变化。

投资建议：公司系国内叉车行业龙头，未来有望充分受益行业国际化、电动化趋势，我们小幅上调 2025-2026 盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 22.63/25.37/28.48 亿元（前值为 22.00/24.06），对应 PE 11/10/9 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、年亚颂（S0980523100002）

◆ 特变电工(600089.SH) 财报点评:输变电、能源业务稳步推进，多晶硅板块盈利承压

2025 年第一季度业绩 16.0 亿元，同比-20%。2024 年公司实现营业收入 978.7 亿元，同比持平；归母净利润 41.3 亿元，同比-61%，主要原因系 2024 年多晶硅业务大幅亏损；综合毛利率 18.1%，同比-9.2pct；净利率 3.7%，同比-10.7pct。2025 年第一季度公司实现营业收入 233.8 亿元，同比-1%，环比-8%；归母净利润 16.0 亿元，同比-20%；综合毛利率 20.6%，同比-2.8pct，环比+4.8pct；净利率 7.1%，同比-3.0pct，环比+10.6pct。

多项业务实现稳健增长。2024 年输变电产品/新能源产品及工程/煤炭/发电/新材料业务分别实现收入 429.9/185.3/192.6/56.0/56.1 亿元，同比 +16%/-34%/+6%/+31%/+8%；毛利率分别为 13.7%/1.4%/32.4%/54.7%/11.6%，同比-0.2/-29.9/-14.0/+4.6/-5.4pct。

输变电业务海外市场持续突破。受益于新型电力系统建设以及配电网投资力度加大，国内输变电市场空间进一步打开。2024 年公司完成合容电气的收购，补全电容器、空心电抗器等产品链，提高全产业链服务能力，年内完成国内市场签约 491 亿元，同比增长 21%。此外，公司大力推进国际产品认证工作，海外市场持续实现签约突破，2024 年出口签约 12 亿美元，同比增长超过 70%。

多晶硅业务盈利承压。由于光伏产业链供需失衡，2024 年多晶硅价格大幅下跌并跌破一线企业生产成本，公司主动减产并通过多项措施进行提质降本。2024 年公司完成多晶硅产量 19.88 万吨，同比+4%，销量 19.92 万吨，同比-2%；单位售价 3.9 万元/吨，同比-5.7 万元/吨，单位成本 5.1 万元/吨，同比-1.1 万元/吨，单位毛利-1.2 万元/吨，同比-4.6 万元/吨。

能源业务稳步推进。2024 年公司推动疆内煤炭市场“保价稳量”，开拓疆外增量市场，全年煤炭产量超过 7400 万吨，实现满产满销，其中疆外销售占比超 25%。火电业务方面，公司火电机组稳定运行，巴州 2×350MW 热电联产电厂、准东 2×660MW“疆内平衡”电厂于 2024 年第四季度投运；年内完成火电发电量 180 亿千瓦时，同比+3%；截至 2024 年末，公司累计火电装机 5.0GW，占总管理装机容量的 58%。

风险提示：煤炭价格大幅下行的风险；电网建设不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司降本不及预期的风险。

投资建议：调整盈利预测，维持“优于大市”评级。我们预计煤炭产量稳步提升，多晶硅业务逐步减亏，电网投资景气度延续，因此调整 2025 年盈利预测至 62.0 亿元，新增 2026-2027 年盈利预测 78.0/94.1 亿元，同比+49.8%/+25.9%/+20.6%，当前股价对应 PE 为 9.6/7.6/6.3 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）、袁阳（S0980524030002）

◆ 第一太阳能(FIRST SOLAR) (FSLR.O) 财报点评:组件销量稳步增长,在手订单保持充裕

2025 年第一季度业绩 2.1 亿美元,同比减少 11%。2024 年公司实现营业收入 42.1 亿美元,同比+27%;归母净利润 12.9 亿美元,同比+56%;综合毛利率 44.2%,同比+5.0pct;净利率 30.7%,同比+5.7pct。2025 年第一季度公司实现营业收入 8.4 亿美元,同比+6%,环比-44%;归母净利润 2.1 亿美元,同比-11%,环比-47%;综合毛利率 40.8%,同比-2.8pct,环比+3.3pct;净利率 24.8%,同比-5.0pct,环比-1.2pct。组件销量稳步增长。2024 年公司组件销量 14.1GW,同比+24%;单位售价 29.7 美分/W,同比+0.9 美分/W;单位净利 9.1 美分/W,同比+1.9 美分/W。2025 年第一季度公司组件销量 2.9GW,同比+8%,环比-43%;单位售价 29.0 美分/W,同比-0.4 美分/W,环比-0.5 美分/W;单位净利 7.2 美分/W,同比-1.6 美分/W,环比-0.5 美分/W。

在手订单充裕,产能建设稳步推进。2024 年公司新签订单 4.4GW,2025 年第一季度新签订单 0.5GW;截至 2025 年第一季度末公司在手订单 66.1GW,交付期最远排到 2030 年。此外,公司跟踪的潜在订单达到 81.0GW,其中进入谈判中后期阶段的潜在订单 23.7GW。截至 2024 年末公司全球产能达到 21.2GW,同比+28%;2025 年公司计划投产 3.5GW 路易斯安那州工厂,美国产能提高至 14GW,全球产能提高至 25GW。

政策存在不确定性,但长期需求仍在。短期内美国关税政策可能会导致公司海外工厂的生产成本增加,特朗普政府对于新能源产业的态度也带来了 IRA 补贴的不确定性。但长期来看,AI 算力增加以及美国的再工业化带来强劲的电力需求,美国光伏装机需求预计将保持旺盛,公司作为美国最大的垂直一体化组件企业有望受益。

风险提示:市场竞争风险;美国可再生能源支持政策不及预期的风险;美国光伏装机不及预期的风险;公司研发、降本不及预期的风险。

投资建议:下调盈利预测,维持“优于大市”评级。考虑到美国总统换届后新能源补贴政策的不确定性以及关税对非美国本土产能的影响,我们下调公司 2025-2026 年盈利预测至 15.8/19.5 亿美元(原为 22.8/31.9 亿美元),新增 2027 年盈利预测 24.9 亿美元,同比+22.0%/+23.7%/+27.7%,摊薄 EPS 为 14.7/18.2/23.2 美元,对应 2025-2027 年动态 PE 为 13.1/10.6/8.3 倍,维持“优于大市”评级。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、袁阳（S0980524030002）

◆ 京东集团-SW(09618.HK) 海外公司财报点评:零售业务表现亮眼,关注外卖进展

收入端:本季度公司实现营业收入 3011 亿元,同比+16%,分拆看,1)本季度京东零售收入 2638 亿元,yoy+16%,自营业务收入同比+16%,其中带电品类继续受益于国补,同比+17%,环比进一步加速,1 月开始的手机品类补贴进一步带动了收入增长。日用百货也继续加速,同比+15%,商超品类连续第五个季度实现双位数增长,主要得益于在零售供应链各环节的持续优化,时尚品类进一步加速,主要由于品牌和商家组合的持续优化以及用户认可度的提升。公司季度购买用户数连续 6 个季度保持双位数增长,第一季度增速加速至 20%以上,成为收入增长的关键因素;2)京东物流收入 470 亿元,同比+12%;3)新业务收入 58 亿元,yoy+18%,主要是主要受京喜业务的快速增长驱动,外卖业务 3 月开始单量持续增加,3 月末日订单破 100 万,4 月末破 1000 万,目前商家数已破 100 万,预计日均单量也很快破 2000 万,对新业务的增量贡献也将在 Q2 体现。

利润端:公司 non-GAAP 净利润 128 亿元,non-GAAP 净利率 4.2%。零售业务 OPM 为 4.9%,同比+0.6pct,主要是毛利率提升带动,公司不断提升供应链效率,带动全品类毛利率改善,以及国补商品毛利率更高驱动,长期来看公司零售业务利润率仍有持续优化空间。物流业务 OPM 为 0.3%,同比-0.2pct,主要是由于短期加大物流基础设施及人员投入。新业务 OPM 为-23%,同比-4pct,主要是京喜业务的单量提升造成亏损扩大,预计 Q2 开始随着外卖单量提升,补贴及履约成本增加,新业务的亏损率也将进一步扩大。

AI 已应用于零售和供应链的广泛场景,继续坚持股东回报。公司目前在零售场景和供应链全链路广泛试验和应用 AI 技术,例如优化搜索推荐系统、更新基于 AI 的商家工具、通过 AI 优化自营采销的效益、

开发 AI 智能体提升采销人员效率，履约上通过机器人自动化技术优化仓储流程，在广告业务上，AI 大模型已用于优化广告算法和推荐效果，此外还在开发 AI 驱动的广告投放代理，生成广告营销素材。股东回报方面，25 年至今公司回购约 8070 万股普通股，总额约 15 亿美元，占 2024 年 12 月 31 日流通股的 2.8%。

投资建议：公司零售业务受益于国补等因素持续增长，经营效率提升不断改善毛利率，但同时外卖业务投入加大对利润端造成扰动，因此我们调整 2025-2027 年公司收入至 13075/14004/14869 亿元，上调 3%/2%/1%；调整 2025-2027 年公司经调净利为 452/521/570 亿元，调整幅度为-13%/-8%/-9%，反映外卖投入加大带来的影响，维持“优于大市”评级。

风险提示：新业务投入过大风险；电商行业竞争格局恶化的风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、王颖婕（S0980525020001）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 迈瑞医疗(300760.SZ) 财报点评:2025 年一季度业绩环比快速增长,国内业务有望逐季改善

国内营收增长面临多重压力，2025 年一季度营收环比改善明显。2024 年公司实现营收 367.26 亿元（+5.1%），归母净利润 116.68 亿元（+0.7%）；其中单四季度实现营收 72.4 亿元（-5.1%），归母净利润 10.3 亿元（-41.0%）。因地方财政资金紧张、医疗专项债发行规模大幅减少，以及医疗设备更新项目使得常规招标延误等因素，2024 年公司国内业务同比下降 5.10%。2025Q1 公司实现营收 82.37 亿（-12.1%），归母净利润 26.29 亿（-16.8%），环比改善明显；其中国内业务收入同比下降超过 20%，但环比 24Q4 增长 50%以上，随着医疗设备更新项目逐步启动，月度招标数据呈现持续改善趋势。

体外诊断成为最大业务板块，种子业务表现亮眼。2024 年生命信息与支持业务营收 135.57 亿（-11.1%），截至 2024 年末，国内医疗新基建待释放的市场空间仍超过 200 亿，微创外科业务增长超过 30%。体外诊断业务收入体量首次位列第一，达到 137.65 亿（+10.82%），其中国际体外诊断业务同比增长超过 30%。公司化学发光业务的市场排名首次实现国内第三，生化业务的市占率首次超过 15%，并仍在持续提升；公司成功突破 115 家海外第三方连锁实验室，预计今年在海外装机将逐步放量，国际体外诊断业务有望继续维持高速增长趋势。医学影像业务营收 74.98 亿（+6.60%），公司国内超声业务市占率首次超过 30%，进一步巩固第一的行业地位，同时高端及超高端型号占国内超声收入的比重达到六成。公司并购的惠泰医疗实现并表收入 14.39 亿，收入占比约 3.9%。

毛净利率有所下滑，各项费用率保持稳定。2024 年公司毛利率为 63.11%（经追溯调整-1.07pp），主要是生命信息与支持类和体外诊断类产品拖累。销售费用率 14.38%（经追溯调整+0.04pp），管理费用率 4.36%（同比持平），研发费用率 9.98%（+0.16pp）；财务费用率-1.09%（+1.36pp），主要由于利息收入减少及汇兑损失增加；销售净利率 31.97%（-1.18pp）。2025Q1 毛利率 62.53%（-3.43pp），净利率 32.69%（-1.04pp），均显著环比改善。

投资建议：考虑国内业务仍处于调整期，下调 2025-26 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-27 年归母净利润为 124.11/141.03/161.88 亿（2025-26 年原为 151.07/176.40 亿），同比增速 6.4%/13.6%/14.8%，当前股价对应 PE 为 22.7/19.9/17.4x。公司作为国产医疗器械龙头，研发实力强劲，“设备+IT+AI”的数智化布局有望重新定义中国医疗器械的全球坐标，维持“优于大市”评级。

风险提示：集采政策风险，汇率波动风险，医疗设备招采进度不及预期。

证券分析师： 张超（S0980522080001）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	762.00	0.00	ICE 布伦特原油	66.09	-0.81
白银	8022.00	-1.59	铜	78830.00	-0.20
铝	20275.00	0.39	铅	16915.00	0.23
豆一	4117.00	0.00	锌	22915.00	0.72
豆粕	2751.00	-0.32	镍	124390.00	1.04
玉米	2311.00	0.00	锡	265180.00	0.11
螺纹钢	3066.00	0.78	SR505	6069.00	-0.18

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	99.6	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
002142.SZ	宁波银行	7581.90	659965.10	95.06	2025-05-16
688232.SH	新点软件	15651.92	33000.00	100.00	2025-05-16
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24
601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31

301061. SZ	匠心家居	6000. 00	8000. 00	100. 00	2025-03-13
000625. SZ	长安汽车	2590. 64	632214. 29	45. 92	2025-03-05
300844. SZ	山水比德	2525. 00	4040. 00	100. 00	2025-02-13
301024. SZ	霍普股份	2880. 00	4239. 00	100. 00	2025-01-28
601921. SH	浙版传媒	180000. 02	222222. 22	100. 00	2025-01-23
001209. SZ	洪兴股份	6497. 49	9394. 48	100. 00	2025-01-22
002059. SZ	云南旅游	6857. 37	101243. 48	100. 00	2025-01-16
605287. SH	德才股份	2865. 13	10000. 00	100. 00	2025-01-06
002187. SZ	广百股份	18692. 79	61761. 91	100. 00	2025-01-06
600679. SH	上海凤凰	550. 77	34369. 42	100. 00	2024-12-23
688032. SH	不适用	1985. 72	4000. 00	100. 00	2024-12-20
301096. SZ	不适用	3960. 00	10816. 66	100. 00	2024-12-20
000546. SZ	金圆股份	6613. 75	78048. 26	99. 54	2024-12-20
600859. SH	王府井	4147. 65	113273. 80	99. 75	2024-12-17
301100. SZ	不适用	15000. 00	20000. 00	100. 00	2024-12-17
301101. SZ	不适用	8456. 60	13434. 14	100. 00	2024-12-16
603216. SH	梦天家居	16600. 00	22136. 00	100. 00	2024-12-16
301138. SZ	不适用	9000. 00	12000. 00	100. 00	2024-12-16
688246. SH	不适用	3663. 35	13787. 75	100. 00	2024-12-16
000737. SZ	南风化工	104599. 31	169128. 73	100. 00	2024-12-16
301177. SZ	不适用	36000. 00	40001. 00	100. 00	2024-12-16
000401. SZ	冀东水泥	106598. 80	247935. 72	99. 97	2024-12-16
603071. SH	不适用	32026. 96	55795. 44	100. 00	2024-12-16

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	42322. 75	0. 646100	49. 50	49. 50	49. 50	49. 50	43. 74
德国 DAX 指数	23695. 59	0. 716538	86. 03	11. 48	5. 25	25. 57	50. 06
法 CAC40 指数	7853. 47	0. 212842	2. 06	7. 06	-3. 97	-4. 69	46. 73
恒生指数	23453. 16	-0. 793083	2. 97	9. 25	3. 68	22. 96	69. 91
沪深 300 指数	3907. 19	-0. 913300	1. 40	3. 88	-0. 80	7. 75	67. 78
美国 SP500 指数	5916. 93	0. 413232	4. 46	9. 64	-3. 23	11. 46	48. 57
纳斯达克综合指数	19112. 32	-0. 180134	6. 60	13. 60	-4. 56	14. 15	52. 11
日经 225 指数	37755. 51	-0. 977284	2. 23	10. 17	-3. 56	-1. 64	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	300750. SZ	宁德时代	260. 1800	-0. 9216	无数据	300750. SZ	宁德时代	260. 1800	-0. 9216	无数据
2	600276. SH	恒瑞医药	53. 6900	1. 4934	无数据	600276. SH	恒瑞医药	53. 6900	1. 4934	无数据
3	002714. SZ	牧原股份	39. 7400	-0. 5754	无数据	002714. SZ	牧原股份	39. 7400	-0. 5754	无数据
4	000333. SZ	美的集团	76. 5000	-0. 7653	无数据	688256. SH	寒武纪-U	677. 0000	-1. 0219	无数据
5	600519. SH	贵州茅台	1632. 0100	-0. 1823	无数据	000333. SZ	美的集团	76. 5000	-0. 7653	无数据
6	300476. SZ	胜宏科技	76. 8400	-5. 1241	无数据	600519. SH	贵州茅台	1632. 0100	-0. 1823	无数据
7	002594. SZ	比亚迪	376. 8000	0. 9917	无数据	002594. SZ	比亚迪	376. 8000	0. 9917	无数据

8	600900.SH	长江电力	30.3500	0.8976	无数据	600900.SH	长江电力	30.3500	0.8976	无数据
9	002475.SZ	立讯精密	32.6600	-2.5656	无数据	002475.SZ	立讯精密	32.6600	-2.5656	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	94.1200	-4.3399	无数据	300308.SZ	中际旭创	94.1200	-4.3399	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	1288.HK	农业银行	5.0300	-0.00592885	45191.63	0700.HK	腾讯控股	520.0000	-0.00191939	496768.69
2	9992.HK	泡泡玛特	196.8000	0.01600413	61405.65	1810.HK	小米集团-W	50.1500	-0.00496032	270843.71
3	2013.HK	微盟集团	2.0400	0.19298246	81770.33	9988.HK	阿里巴巴-W	128.9000	-0.01150307	254763.18
4	0941.HK	中国移动	85.2000	0.00235294	88594.62	0981.HK	中芯国际	41.2500	-0.03395785	159478.64
5	3690.HK	美团-W	135.4000	-0.02869440	117337.93	3690.HK	美团-W	135.4000	-0.02869440	141464.09
6	0981.HK	中芯国际	41.2500	-0.03395785	129353.56	9992.HK	泡泡玛特	196.8000	0.01600413	103697.70
7	0939.HK	建设银行	6.9300	0.00434783	130586.89	2013.HK	微盟集团	2.0400	0.19298246	70408.38
8	9988.HK	阿里巴巴-W	128.9000	-0.01150307	249717.31	1288.HK	农业银行	5.0300	-0.00592885	54060.07
9	0700.HK	腾讯控股	520.0000	-0.00191939	260806.04	0939.HK	建设银行	6.9300	0.00434783	32865.53
10	1810.HK	小米集团-W	50.1500	-0.00496032	280667.30	0941.HK	中国移动	85.2000	0.00235294	21944.60

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032