

晨会纪要

数据日期: 2025-05-07	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)	3342.66	10104.12	3831.62	11268.43	2784.72	1030.18
涨跌幅度(%)	0.80	0.21	0.60	0.26	0.57	0.35
成交金额(亿元)	5952.30	8730.86	2860.10	3063.08	4150.09	275.90

晨会主题

【重点推荐】

宏观与策略

固定收益月报: 债市阿尔法追踪-4月: 债市普遍上涨, 超长债表现突出

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评: 宏观经济数据前瞻-2025年4月宏观经济指标预期一览

宏观快评: 以稳促进-5月7日金融三部委联合新闻发布会解读

策略专题: 资金跟踪与市场结构周观察(第六十四期)-政策红利释放, 情绪和流动性有望改善

策略快评: 金融政策支持稳市场稳预期发布会解读-政策协同发力, 提振市场信心

行业与公司

银行业专题: 银行业2025年一季报综述-业绩筑底曙光初现

银行业月报: 银行理财2025年5月月报-负债增长与产品配置的背离

银行业快评: 银行业点评-复盘和展望: 贸易战如何影响银行股?

银行业快评: 政策加码助力银行科技金融业务发展-兴业银行获批筹建金融资产投资公司点评

行业投资策略: 5月投资策略暨五一假期总结: 旅游量增价稳半径延长, 板块关注政策发力与AI+进展

汽车行业周报: 人形机器人行业周报(第十三期): 奇瑞墨甲机器人全球批量交付, 关注奇瑞机器人产业链

化工行业月报: 钾肥、磷化工行业: 2025年4月月度观察-国际钾肥价格持续上行, 磷矿石价格高位运行

食品饮料行业投资策略: 2024年需求磨底, 2025年一季度优质公司初现复苏迹象

机械行业周报: 制造成长周报(第12期)-习近平总书记视察上海机器人产业, 智元发布外骨骼机器人

建筑建材双周报(2025年第8期): 建筑盈利承压, 建材持续磨底但曙光初现

非银行业专题: 保险业2025年一季报综述-负债端增长放缓, 利润分化显著

公用环保2025年5月投资策略: 国常会核准10台核电机组, 广州中心城区自来水价6月1日上调

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08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	22691.88	0.12

基金指数 05月08日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3244.58	0.05
股票基金指数	9953.51	1.29
混合基金指数	9198.34	1.30

汇率 05月08日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.13	0.48
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.75	0.03
美元兑日元	142.4	-0.89

非流通股解禁 05月08日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
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
新锐股份	2460.70	100.00	2025-04-28
凯尔达	2837.71	100.00	2025-04-25

奥飞数据(300738.SZ) 财报点评:2024 年 EBITDA 同比增长 34%, 拟募资继续布局大型数据中心

中金黄金(600489.SH) 财报点评:净利润大幅提升, 纱岭金矿建设项目有序推进

华润三九(000999.SZ) 财报点评:全年营收、利润双位数增长, 战略性并购整合持续推进

联影医疗(688271.SH) 财报点评:国内招投标回暖, 海外业务加速拓展

南微医学(688029.SH) 财报点评:业绩稳健, 海外渠道持续扩张

民士达(833394.BJ) 深度报告:国内芳纶纸行业领军者, 国产替代进程加速

华润啤酒(00291.HK) 海外公司财报点评:2024 年啤酒销量承压, 内生盈利能力继续提升

中国核电(601985.SH) 财报点评:所得税增加和电价下降压制业绩增长, 三门核电三期获核准

上声电子(688533.SH) 财报点评:一季度收入同比增长 6%, 声学系统产品量价双升

金融工程

金融工程专题报告:金融工程专题研究-2025 年 6 月沪深核心指数成分股调整预测

金融工程周报:股指分红点位监控周报-各股指期货主力合约深贴水, IC 及 IM 合约贴水幅度较大

金融工程日报:A 股放量反弹, 科技股全线走强

金融工程日报:沪指高开放量收涨, 军工股爆发、化工股午后拉升

【重点推荐】

宏观与策略

◆ 固定收益月报:债市阿尔法追踪-4月:债市普遍上涨,超长债表现突出

主要结论:不考虑票息收益,行业维度来看,4月各个行业信用债普遍上涨,平均净价涨跌幅为0.11%,其中房地产业存在正 α ,债券平均涨跌幅为0.22%,涨幅领先其他行业。除地产之外,4月净价涨幅相对较高的行业有交运、公用事业和批发零售业,平均涨幅分别为0.14%、0.14%和0.13%。期限维度来看,4月10年期以上利率债有显著的 α 。数据显示,4月10年以上国债、政金债和地方政府债涨跌幅为3.71%、1.87%和2.66%,涨幅显著超过其他利率债期限品种。其原因一方面4月超长债收益率下行幅度明显高于短期限品种,另一方面超长债久期杠杆相对较高,收益率下行引发价格上涨更为显著。次级维度来看,4月次级债存在一定的 α 。数据显示,4月商业银行次级债平均上涨0.21%,涨幅高于商业银行普通债0.12%以及保险公司债0.17%。收益率来看,4月商业银行次级债和保险公司债收益率下行幅度超过商业银行普通债。

4月各品种收益率全景:4月债市普遍上涨,收益率下行显著。利率债方面,4月利率债收益率显著下行,国债收益率平均下行16BP、国开债收益率平均下行15BP、地方政府债收益率平均下行17BP。信用债方面,几乎所有信用债品种收益率下行,其中隐含评级AA-1年期中短期票据收益率平均下行21BP,为收益率下行幅度最大的信用债品种。

行业阿尔法追踪:行业维度来看,4月各个行业信用债普遍上涨,平均净价涨跌幅为0.11%,其中房地产业存在正 α ,债券平均涨跌幅为0.22%,涨幅领先其他行业。除地产之外,4月净价涨幅相对较高的行业有交运、公用事业和批发零售业,平均涨幅分别为0.14%、0.14%和0.13%。

期限阿尔法追踪:4月10年期以上利率债有显著的 α 。数据显示,4月10年以上国债、政金债和地方政府债涨跌幅为3.71%、1.87%和2.66%,涨幅显著超过其他利率债期限品种。其原因一方面4月超长债收益率下行幅度明显高于短期限品种,另一方面超长债久期杠杆相对较高,收益率下行引发价格上涨更为显著。

次级阿尔法追踪:4月次级债存在一定的 α 。数据显示,4月商业银行次级债平均上涨0.21%,涨幅高于商业银行普通债0.12%以及保险公司债0.17%。收益率来看,4月商业银行次级债和保险公司债收益率下行幅度超过商业银行普通债。

公募债券基金排行榜:4月中长期纯债基金平均涨跌幅领先其他类别公募债券基金。4月中长期纯债型基金平均涨跌幅为0.58%,短期纯债基金平均涨跌幅为0.3%,混合债券型一级基金平均涨跌幅为0.34%,混合债券型二级基金平均涨跌幅为0.08%。

风险提示:本报告为历史分析报告,不构成任何对市场走势的判断或建议,使用前请仔细阅读报告末页“免责声明”。

证券分析师: 赵婧(S0980513080004)、季家辉(S0980522010002)、董德志(S0980513100001)

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:宏观经济数据前瞻-2025年4月宏观经济指标预期一览

2025年4月国内宏观经济数据将在2025年5月陆续公布,国信证券经济研究所提前给出2025年4月主要经济数据的预测值。

结论:4月国内经济增长动能有所回落但仍显稳健。预计4月国内CPI环比约为0.1%,CPI同比持平上

月的-0.1%;4月PPI环比或约为-0.5%,PPI同比继续回落至-2.8%;预计4月工业增加值同比回落至4.5%;国内社会消费品零售总额同比小幅上升至6.0%;固定资产投资累计同比小幅上升至4.3%;国内美元计价的出口同比或回落至2.0%左右。

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

◆ 宏观快评:以稳促进-5月7日金融三部委联合新闻发布会解读

国务院新闻办公室于2025年5月7日（星期三）上午9时举行新闻发布会，请中国人民银行行长潘功胜、金融监管总局局长李云泽、中国证监会主席吴清介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，并答记者问。

证券分析师： 田地（S0980524090003）、赵婧（S0980513080004）、薛冰（S0980524060002）、董德志（S0980513100001）

联系人： 王奕群

◆ 策略专题:资金跟踪与市场结构周观察(第六十四期)-政策红利释放，情绪和流动性有望改善

市场成交量小幅下降。上周（20250428-20250502）全市场成交量小幅下降，沪深两市成交额位于近一年的23.5%分位数水平（前值为54.9%）。节后利好政策频出，呵护资本市场，股市流动性或将持续回暖。

成交额集中度分化。上周，行业层面成交额集中度保持上升趋势，个股层面成交额集中度保持下降趋势。行业层面涨跌幅分化度转为上升趋势，个股层面涨跌幅分化度保持下降趋势。

赚钱效应下降。Top10%个股涨跌幅与中位数涨跌幅的差为5.85%，相比前值下降0.91个百分点。全A涨跌中位数为0.22%，较前值下降1.09个百分点。Top25%分位数为2.81%，较前值下降1.47个百分点。Top75%分位数为-2.18%，较前值下降1.2个百分点。

行业换手率总体下降。上周换手率最高的三个一级行业为：美容护理（11.58%）、计算机（10.35%）、社会服务（9.02%）。上周换手率最低的两个一级行业为：银行（0.83%）、石油石化（1.12%）、非银金融（2.24%）。

机构调研强度多行业上升显著。从行业层面的机构调研强度看，电子（58.32%）、医药生物（43.54%）、电力设备（42.34%）三个行业的调研强度最高。从宽基指数层面看，中证100的调研强度最大，为15.26。从边际变化看，中证100的调研强度在上周的绝对变化最大，增加了6.19。

股市资金净流出。上周股市资金净流出329.66亿元，较前值多流出253.69亿元。各分项资金为：（1）融资余额减少157.56亿元；（2）重要股东增持4.38亿元；（3）ETF流入38.18亿元；（4）新发偏股基金52.16亿元；（5）IPO8.00亿元；（6）定向增发0.00亿元；（7）重要股东减持31.06亿元；（8）ETF流出227.76亿元。

从资金流入流出来看，较前值，各分项的变化为：（1）融资余额减少145.09亿元；（2）重要股东增持减少3.65亿元；（3）ETF流入减少71.21亿元；（4）新发偏股基金减少25.63亿元；（5）IPO增加8.00亿元；（6）定向增发减少3.86亿元；（7）重要股东减持减少7.74亿元；（8）ETF流出增加11.72亿元。

资金流出风险下降。上周限售解禁家数为52家，较前值增加6家。限售解禁市值为452.57亿元，较前值减少587.66亿元。预计本周和下周的限售解禁市值为137.17亿元。从行业来看，前两周限售解禁市值最多的三个行业为：医药生物（96.38亿元）、建筑装饰（82.47亿元）、基础化工（68.76亿元）。有13个行业没有限售解禁出现。

风险提示：数据更新滞后；数据统计误差；文中个股仅作数据梳理，不构成投资推荐意见。

证券分析师： 王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

联系人：郭兰滨

◆ 策略快评：金融政策支持稳市场稳预期发布会解读-政策协同发力，提振市场信心

国务院新闻办公室于 2025 年 5 月 7 日上午 9 时举行新闻发布会，中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证券监督管理委员会负责人介绍“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况，多部门政策协同发力，稳定呵护市场。

证券分析师：王开（S0980521030001）

联系人：郭兰滨

行业与公司**◆ 银行业专题：银行业 2025 年一季报综述-业绩筑底曙光初现**

总体回顾：营收利润均减少。2025 年一季度上市银行合计营业收入同比下降 1.7%，归母净利润同比下降 1.2%。净利润下降主要受其他非息收入增速回落、拨备平滑利润力度减弱影响。其中六大行主要是拨备平滑力度减弱，中小行则主要受债市波动影响。

净息差：同比降幅收窄，各类型银行趋势一致。一季度上市银行整体净息差同比下降 13bps 至 1.43%，降幅较去年的 17bps 有所收窄。一季度环比去年四季度下降 6bps。受益于存款挂牌利率下调，预计全年净息差降幅将小幅收窄至 10-15bps。分类型看，各类型银行整体趋势基本一致。

资产质量：整体压力有所减轻，大行拨备平滑利润空间仍较大。考虑到上市银行整体不良率、关注率、逾期率均呈稳中回落态势，同时结合年报数据显示的不良生成率稳定，我们认为目前银行资产质量压力边际上略有减轻。拨备方面，近几年银行通过拨备反哺利润，“贷款损失准备/不良生成”目前已经不高，后续拨备平滑利润或需动用存量拨备。分类型银行来看，大行仍有充裕的拨备反哺利润空间，其他银行则空间不足。

资产规模：整体增速回落至正常水平，城商行仍保持较高增速。2025 年一季度末上市银行合计总资产同比增长 7.5%，与当前行业 ROE 及分红率所对应的内生增速接近。分类型银行来看，城商行仍保持较高的资产增速。

非息收入：手续费净收入见底，其他非息收入拖累业绩。手续费净收入在低基数下收入规模见底。今年一季度受市场利率上升影响，中小银行的其他非息收入增速明显下降，成为收入和净利润增长的主要拖累项。

行业展望：2025 年或是此轮业绩下行周期的尾声。基于前述分析，我们认为当前银行基本面仍然承压，主要是债市波动带来的其他非息收入减少压力，以及中小银行拨备平滑利润空间不够充裕的压力。不过我们认为，受益于净息差和其他非息收入带来的低基数，我们估计 2026 年行业收入和利润增速有望拐点向上，因此 2025 年或是此轮业绩下行周期尾声。

投资建议：行业方面，我们预计 2025 年有望成为此轮业绩下行周期的尾声，维持行业“优于大市”评级。个股方面，短期内高股息主线个股胜率占优，推荐招商银行、江苏银行等。全年来看顺周期属性更强的高成长个股更占优，推荐招商银行、宁波银行、常熟银行、苏州银行等。

风险提示：若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，如净息差、资产质量等。

证券分析师：陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）、田维伟（S0980520030002）、刘睿玲（S0980525040002）、张绪政（S0980525040003）

◆ 银行业月报：银行理财 2025 年 5 月月报-负债增长与产品配置的背离

4 月银行理财规模回到历史高位。因贸易战冲击，4 月份股弱债强，固收为主的银行理财整体受益，规模加权平均年化收益率 2.70%，较上月提升，规模也会回升到 30.8 万亿元，基本接近 2022 年下半年历史最高水平。因为一季度债券表现不佳，理财总规模缩减近 1 万亿元；4 月以来增长显著，基本达到了 2022 年“赎回潮”之前规模；当前银行理财增长驱动力在于：一是最近股弱债强下的“跷跷板”效应，

二是部分定期存款到期后搬家，三是银行理财自身加大二季度营销力度，力推产品在收益上有竞争力，当前新发理财平均受益基准在 2.50% 以上，个别会达到 3% 左右。

但同期理财没有同步于负债端增长做配置。4 月银行理财买入信用债力度一般，反而加大了存单、金融二永债配置。判断有两方面，一是当前时点信用债票息缺乏吸引力，目前产品负债端报价 2.5%，资产端信用债目前普遍在 2% 以下，如果不考虑波段带来的交易机会，则当前资产与负债倒挂明显；二是监管政策博弈，考虑之前浮盈释放行为政策上有不确定，银行理财有意控制浮盈释放节奏；后续理财一方面要通过择时获得资本利得，另一方面通过一级市场拿债来协助母行工作，挖掘包括公募基金、ABS 在内的多类资产。

后续理财行为要观察业务转型与监管政策博弈。如果监管政策执行较为宽松，比如承认一些估值手段创新，理财子大概率会拉长信用债久期，加大金融二永债配置，配置行为终不会迟到；而如果监管政策执行尺度严格，比如严格执行新老划断，年底老产品浮盈释放完毕等政策，理财子大概率拉长负债久期（比如多做定开、封闭式产品），缩短资产久期（比如加大存单、同业存款配置），预计下半年收益基准显著下降，行业规模存在一定下行压力。

风险提示：宏观经济、货币政策超预期变化、政策监管风险。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）

◆ 银行行业快评：银行业点评-复盘和展望：贸易战如何影响银行股？

伴随关税冲击逐步显现，我们判断资本市场交易也将回归基本面。本报告复盘 2018-2019 年贸易冲突之下银行业基本面和资本市场表现，但两轮贸易冲突对银行业的影响虽有相似性，却不具备完全可比性，因此主要选取 2018-2019 年可借鉴的线索来探讨此轮贸易战对我国银行业的影响。

2018-2019 年的贸易冲突复盘：此轮贸易冲突在“加税-反制-谈判缓解-再升级”循环中反复博弈，并且蔓延到金融领域和科技领域。最终通过“暂停关税升级+扩大采购”的短期妥协表面上暂时缓和了贸易战，但未改变深层矛盾。2019 年我国对美出口金额同比下降 12.5%，为应对出口下滑、市场信心波动等压力，我国实施“组合拳”逆周期调节政策，兼顾短期纾困与长期转型。2019 年我国实际 GDP 增长 6.1%，处在年初确定的 6.0%~6.5% 的目标区间，经济整体呈现企稳弱复苏的态势，四季度多项经济指标同步改善。2019 年银行指数有绝对收益但没有超额收益，除了年初的估值修复行情之外，估值提升行情主要在四季度，也反映了宏观经济是银行股投资的核心逻辑。2019 年个股分化较大，由于经济并没有出现明显的复苏态势，大行表现一般，但以平安银行、宁波银行、招商银行和常熟银行为代表的高成长银行涨幅喜人，并且在 6 月就启动了上涨行情，与创业板启动时间大致相同。

新一轮贸易战如何影响银行基本面？此轮关税博弈明显更加剧烈，会谈难以一蹴而就解决问题，类似于 2018-2019 年，后面关税战还有可能蔓延到金融战和进一步的科技战。但多年来的我国经济结构转型升级以及应对措施的不断深化，当前应对中美冲突的能力大幅增强。贸易冲突不可避免的会对我国经济带来冲击，由于 2025 年逆周期政策力度本来就比较大，当前仍以已有政策提前发力为主。当前政策空间充足，若关税冲击下经济进一步承压，逆周期政策将进一步加码。同时，我国过去几年持续的去杠杆和化风险也给经济增长打下了坚实的基础，因此我们判断在逆周期政策加码保驾护航的背景下，2025 年我国经济能够实现 5% 左右增长的目标，不改“此轮银行业绩下行周期进入尾声”的判断。

新一轮贸易战下银行股如何投资？我们认为当前市场与 2019 年 4 月之后的行情更相似，需要静待逆周期政策进一步加码。从 2019 年表现来看，银行板块或难跑出超额收益，但看好其绝对收益。个股层面，下半年维度更看好以常熟银行、招商银行、宁波银行为代表的高成长性银行；但在宏观经济出现积极变化之前，低利率环境下“业绩稳定+股息率高”的银行依然具备不错的配置价值，推荐江苏银行、招商银行等。

证券分析师： 田维伟（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）、张绪政（S0980525040003）、刘睿玲（S0980525040002）

◆ 银行行业快评：政策加码助力银行科技金融业务发展-兴业银行获批筹建金融资产投资公司点评

金融监管总局官网披露，兴业银行获批筹建兴银金融资产投资有限公司。我们认为，金融资产投资公司股权直投业务相关政策支持力度加大，金融资产投资公司设立主体扩展至符合条件的全国性商业银行，有望助力商业银行更高效地服务科创企业，写好“科技金融”大文章。

证券分析师：王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）、田维韦（S0980520030002）、张绪政（S0980525040003）、刘睿玲（S0980525040002）

◆ 社服行业投资策略：5月投资策略暨五一假期总结：旅游量增价稳半径延长，板块关注政策发力与AI+进展

行情回顾：4月社服板块跑赢基准1.42pct，关税扰动下政策促进方向与一季报绩优个股相对领涨，其中A股景区以及教育龙头相对居前，港股强供应链茶饮龙头领涨。五一假期，港美股市场教育绩优个股与AI+教育主题个股涨幅居前，OTA、酒店受益于出行景气亦收获良好表现。

五一假期总结：国内总花费增长8.0%，出游意愿不减、半径延长、消费力渐进修复。量端，假期国内出游3.14亿人次，同比增长6.4%；交通运输部显示全社会跨区域人员流动量同比增长7.9%。价端，国内人均花费同比增长1.5%，估算恢复至2019年同期的90%，消费力渐进修复。得益于假期前半程大部分地区天气晴好，以及新增一天假期后拼假方案更丰富、部分地方文旅局发放消费券带动，假期旅游意愿向好，出游半径延长（同比增长5%），铁路、航空客流增速均超10%，而理性消费、为情绪价值买单则继续反映在反向旅游、展演旅游等结构性亮点。

子行业：假期免签入境趋势向好，国内酒店行业价格转增，景区客流存在分化，重点监测餐饮经营回暖。1）出入境游：五一假期出入境人次同比增长28.7%，中国境内/中国港澳台居民/外国人分别增长21.2%/37.1%/43.1%，其中入境外国人中，适用免签政策入境同比增长72.7%。分目的地看日本航班量位列首位，日均航班恢复率达117.6%；携程平台假期出境游订单量同比增长2成，入境游订单同比增长130%。2）酒店：据酒店之家数据，五一假期所在周酒店行业REVPAR为192元，同比上涨11.5%，其中OCC+3.1%，ADR+6.4%，扭转前期价格回落态势，预计系长线游占比提升有望带动住宿预订，同时县域高星级酒店结构性占比提升助力低线城市表现更优。3）景区：今年假期天气助力下大多景区客流表现好于去年，其中叠加交通改善、营销改善的景区增速更为突出。假期祥源文旅客接待量同比增长51.79%，表现领先；九华山接待游客同比增长29.93%，黄山同比增长13.7%；峨眉山景区同比增长25.06%，预计门票口径接近双位数增长；长白山因天气扰动影响客流表现；天目湖假期前4天客流同比增长5.31%。宋城演艺十二大千古情总场次同比增长24%，其中自营项目增长10%。4）餐饮：据商务部商务大数据监测，五一假期全国重点监测餐饮企业销售额同比增长8.7%环比24年国庆、25年春节假期均改善。5）免税：五一假期离岛免税购物金额5.1亿元/-7%，其中客单价同比+1%相对企稳，购物人数7.91万人次/-8%转化率仍有回落。

投资建议：居民体验消费追求叠加行业政策红利驱动旅游趋势持续向好，建议在政策促进受益方向中优选自身边际改善的龙头，同时建议关注财报落地后板块AI+领域应用进展与布局机会，目前经济环境和市场风格下建议配置同程旅行、学大教育、九华旅游、峨眉山A、首旅酒店、北京人力、科锐国际、海底捞、携程集团-S、美团-W、天立国际控股、中国东方教育等。中线优选中国中免、美团-W、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、同程旅行、北京人力、BOSS直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、海南机场、米奥会展、君亭酒店、峨眉山A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、中青旅、奈雪的茶、东方甄选等。

风险提示：宏观、疫情等系统性风险；政策风险；收购低于预期、股东减持风险、市场资金风格变化等。

证券分析师：曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 汽车行业周报：人形机器人行业周报（第十三期）-奇瑞墨甲机器人全球批量交付，关注奇瑞机器人产业链

市场表现：本周（4.28-5.02）我们构建的国信人形机器人指数上涨3.21%，强于沪深300指数3.64pct，强于上证综合指数3.7pct，年初至今上涨16.5%。拓普集团上涨1.83%，三花智控上涨5.3%，中鼎股份上涨7.66%，银轮股份上涨2.75%，北特科技下跌0.8%，双林股份上涨0.65%，贝斯特上涨3.35%，祥鑫

科技上涨 12.17%，双环传动上涨 4.56%，斯菱股份上涨 13.24%，豪能股份上涨 10.78%，精锻科技上涨 11.65%，蓝黛科技上涨 8.54%，凌云股份上涨 9.99%，旭升集团上涨 2.14%，肇民科技下跌 3.88%，爱柯迪上涨 7.37%，均胜电子上涨 3.33%，征和工业上涨 4.51%，美力科技上涨 9.65%。

行业动态：1) 奇瑞 220 台人形机器人首次全球批量交付；2) 宇树直播人形机器人长跑，118 分钟跑 13.2 公里；3) 优必选正式签署小批量人形机器人采购合同；4) 灵初智能发布 Psi R1 大模型；5) 联合包裹服务 (UPS) 与 Figure AI 洽谈部署人形机器人；6) 数字华夏发布全球首款双形态人形机器人；7) 魔法原子、天奇自动化等与无锡政府达成战略合作，人形机器人即将“上岗”；政府新闻：1) 习近平总书记前往上海考察，强调加快建成具有全球影响力的科技创新高地，智元代表具身智能行业汇报进展；2) 上海具身智能基金正式注册成立；3) 广东省人民政府办公厅引发《广东省进一步激发市场主体活力加快建设现代化产业体系的若干措施》；4) 广西发布 2025 年首批 16 个“人工智能 +”开放场景；融资动态：1) 因时机器人完成近亿元人民币 B3 轮投资；2) 工业通用具身智能企业 IndustrialNext 完成数千万美元 A 轮融资；3) 民生股权基金领投法奥机器人；4) 航威智能获得 Pre-A 轮融资；5) 鉴智机器人完成数千万美元 B1 轮融资；6) 北微传感完成数千万 B+轮融资；公告方面：1) 征和工业：研发的微型链系统项目，重点攻关机器人灵巧手传动技术；2) 西菱动力：当前正在开展谐波减速器开发及产线建设；3) 中鼎股份：专注生产谐波减速器，后续拓展到力觉传感器等，最终实现关节总成产品生产制造。

核心观点：特斯拉人形机器人 Optimus 量产节奏逐步清晰，叠加海内外相关巨头的持续布局 (Figure、智元、华为、宇树、小米等)，人形机器人产业有望加速落地，2025 年有望成为行业爆发的起点，看好人形机器人发展带来的产业升级机遇。

投资建议：总成环节：拓普集团、三花智控；减速器环节：双环传动、精锻科技等；其他相关：银轮股份、均胜电子、瑞鹄模具、美力科技等。

风险提示：机器人量产节奏不及预期，技术发展不及预期的风险。

证券分析师：唐旭霞 (S0980519080002)、孙树林 (S0980524070005)

◆ 化工行业月报:钾肥、磷化工行业：2025 年 4 月月度观察-国际钾肥价格持续上行，磷矿石价格高位运行

钾肥供需紧平衡，国际钾肥价格持续上行。我国是全球最大的钾肥需求国，而钾肥资源供给相对不足，进口依存度超过 60%，2024 年我国氯化钾产量 550 万吨，同比降低 2.7%，进口量 1263.3 万吨，同比增长 9.1%，创历史新高。截至 2025 年 4 月底，国内钾肥港口库存为 191.11 万吨，较去年同期减少 159.21 万吨，降幅为 45.45%。未来由于粮食生产安全愈发被重视，预计国内钾肥安全库存量将提升到 400 万吨以上。4 月，随着各地春耕渐入尾声，国内氯化钾市场供需双弱、价格缓跌为主，百川盈孚现货价由月初 3044 元/吨跌至月末 2956 元/吨，跌幅 2.89%。国际市场方面，4 月国际钾肥市场价格维持上行通道，区域分化特征显著。欧亚非市场则受俄白供应收紧及红海航运风险支撑，东南亚、巴西氯化钾到岸价突破 CFR360 美元，南非市场溢价持续走阔。

磷化工行业的景气度取决于磷矿石价格的景气度，看好磷矿石长期价格中枢维持较高水平。近两年来，我国可开采磷矿品位下降，开采难度和成本提升，而新增产能投放时间周期较长，同时需求端以磷酸铁锂为代表的下游新领域需求不断增长，国内磷矿石供需格局偏紧，磷矿的资源稀缺属性日益凸显，30% 品位磷矿石市场价格在 900 元/吨的高价区间运行时间已超 2 年。据百川盈孚，截至 2025 年 4 月 30 日，湖北市场 30%品位磷矿石船板含税价 1040 元/吨，环比上月底持平，云南市场 30%品位磷矿石货场交货价 970 元/吨，较上月底上涨 20 元/吨。

春耕需求旺季渐进尾声，磷肥价格窄幅波动。4 月各地春耕相继进入收尾阶段，磷复肥需求小幅回落；成本端 4 月硫磺价格下降 2.84%，合成氨价格下降 9.29%，磷矿石价格高位运行，磷肥生产成本降低；供给端一铵二铵月度产量均环比下降，库存绝对数量相对较低。截至 4 月 30 日，国内磷酸一铵参考价格 3251 元/吨，同比+14.55%，环比-1.96%；一铵价差约 45.83 元/吨，环比上月-1.56 元/吨。国内磷酸二铵参考价格 3526 元/吨，同比去年-3.53%，环比上月+0.20%；二铵价差约-135.49 元/吨，环比上月+93.00 元/吨。

投资建议：1) 钾肥：看好钾肥资源稀缺属性，重点推荐【亚钾国际】，预计公司 2025、2026 年氯化钾产量分别为 280 万吨、400 万吨，前三个百万吨完全满产有望达到 500 万吨产量。2) 磷化工：磷化工以磷矿石为起点，下游以农化制品为主，具有刚需属性，近几年来随着含磷新能源材料等新应用领域不断扩展，而国内磷矿石因多年无序开采面临品位下降问题，新增产能及进口磷矿石短期内难以放量，磷矿石的资源稀缺属性日益凸显，我们看好磷矿石长期价格中枢维持较高水平；重点推荐磷矿储量丰富的磷化工全产业链龙头【云天化】、【兴发集团】，建议关注磷矿石自给率提升的【湖北宜化】、【云图控股】。

风险提示：安全生产和环境保护风险；磷化工产品需求不及预期的风险；产能扩张导致的市场风险；原材料价格波动的风险等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）

联系人： 王新航

◆ 食品饮料行业投资策略：2024 年需求磨底，2025 年一季度优质公司初现复苏迹象

2024 年需求磨底，2025 年一季度优质公司初现复苏迹象。2024 年食品饮料板块收入同比+4.4%，利润同比+5.5%。子板块中白酒稳健，大众品板块零食、饮料、调味品表现更好。整体来看，2024 年消费需求疲弱，尤其是 24Q2-24Q3 需求降温明显。随着政策积极发力，部分子行业于 24Q4 实现企稳回升。25Q1 食品饮料板块在去年同期较高基数之上，收入同比+4.6%，净利润同比+0.3%，部分优质公司积极采取措施应对环境变化，25Q1 已有复苏迹象，如贵州茅台、海天味业等。

白酒 2024 年年报及 2025 年一季报回顾：24H2 消费需求进一步走弱，酒企放慢经营节奏去化渠道库存，表现持续减负。2024 年降速共识强化，多数酒企进入调整周期，25Q1 延续压力。2024 年酒企净利润增速跟随收入端放缓，25Q1 看白酒板块（SW 白酒 II）归母净利润同比增速为 2015 年复苏以来一季度最低水平，合并 24Q4 与 25Q1 看，仅茅台、古井、金徽、汾酒、五粮液实现净利润正增。

大众品 2024 年年报及 2025 年一季报回顾：2024 年春节后及 24Q3 经历明显需求冷却，大众品行业 24H2 主动降库存减负，24Q4 行业逐步企稳，25Q1 宏观政策催化已开始显现，春节假期餐饮消费有所回暖，细分品类维持较高景气度。

啤酒：2024 年行业经历至暗时刻，2025 年进入经营改善通道，一季度已现积极信号。

零食：个股业绩表现延续分化，新兴渠道、健康零食品类维持结构性景气。

餐饮供应链：旺季平稳过渡，龙头表现优于行业。

饮料：饮料整体需求韧性强，功能化/健康化品类趋势明显。

乳品：2024 年成本红利明显，费率及减值压力加大，乳品个股盈利普遍承压。

投资建议：2024 年 9 月 24 日以来，宏观政策暖风频吹，并重点强调提振消费。3 月中办、国办印发《提振消费专项行动方案》，旨在全方位扩大国内需求，提升消费能力，优化消费环境。而近期外部贸易环境不确定性加大，不仅引发资本市场对于内需板块的关注度提升，并进一步强化市场对于后续更大力度提振消费政策的预期。我国绝大部分食品饮料公司的供应链端及市场端均在国内，受关税风波扰动小，食品饮料板块也因此具备较强的防御属性。综合来看，我们认为当前食品饮料板块配置价值凸显，建议积极布局。推荐按照以下三条主线：

优先推荐受益于提振内需政策的白酒、啤酒、餐饮供应链、乳制品板块，推荐贵州茅台、山西汾酒、五粮液、泸州老窖、华润啤酒、青岛啤酒、燕京啤酒、安井食品、颐海国际等。

强者恒强，优选个股，推荐有份额提升或业绩确定性强的个股，如东鹏饮料、卫龙美味、盐津铺子、海天味业等。

在弱现实背景下，高股息仍然是最大的保障，如重庆啤酒等。

风险提示：需求恢复进程不及预期；国际贸易摩擦导致经济环境出现不可控变化；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧；市场资金波动加剧。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）、柴苏苏（S0980524080003）

联系人：张未艾、王新雨

◆ 机械行业周报:制造成长周报（第 12 期）-习近平总书记视察上海机器人产业，智元发布外骨骼机器人

行业动态：人形机器人-4月29日，智元机器人向习近平总书记汇报具身智能行业进展；5月1日，智元研究院自主研发国内首款 AI 智能助行外骨骼机器人正式发布；4月26日，奇瑞与 AiMOGA 团队联合研发的墨甲人形机器人完成首批 220 台全球交付；4月26日，2025 中国人形机器人生态大会举办；4月27日，灵初智能发布 PsiR1 大模型；4月29日，联合包裹服务与 Figure AI 洽谈部署人形机器人。核聚变-5月1日，首次演示聚变能发电，紧凑型聚变能实验装置工程总装正式启动。低空经济-4月29日，中信海直、中信金租与峰飞航空达成合作及百架订单协议；5月1日，亿航智能 eVTOL 首飞黄果树景区。深海科技-4月28日，全球首艘高速可潜无人艇“蓝鲸号”下水。

公司动态：人形机器人-4月27日，优必选正式签署小批量人形机器人采购合同；4月30日，星辰科技的机器人芯片已初步完成产品矩阵，现已大批量出货；4月30日，蓝思科技与智元机器人已合资成立湖南智启未来科技有限公司。

热点事件点评：5月1日，智元研究院自主研发国内首款 AI 智能助行外骨骼机器人正式发布。从此次事件可以看到：

从技术来看，智元的外骨骼机器人通过 3 组高精度传感器实时捕捉腕部、腰部运动数据，运用深度学习算法，在 0.1 秒内预判下一步动作，轻量化设计实现“无感穿戴”，物理限位和 AI 算法双重保障安全。

从应用场景来看，目前智元外骨骼机器人已在助老出行、运动训练、登山徒步和户外等多元场景落地应用。除此之外，五一假期期间泰山、黄山等景区配备了外骨骼机器人，试用后普遍给出好评。外骨骼具有增强人体机能、减轻负担等功能，随着技术成熟和养老需求增加，外骨骼机器人有望广泛应用在养老、医疗、灾害等场景。

本周重点关注标的-龙溪股份、金帝股份、恒立液压、应流股份、鼎阳科技、汇成真空、广电计量。

行业投资观点

1、人形机器人：从价值量和卡位上把握空间及确定性（优选 T 链供应商&实力强卡位好的公司），从股票弹性上重点寻找增量环节，重点关注：1）关节模组：【恒立液压】【汇川技术】【震裕科技】【蓝思科技】；2）灵巧手：【兆威机电】【雷赛智能】【蓝思科技】等；3）减速器环节：【绿的谐波】【金帝股份】；4）丝杠环节：【恒立液压】【绿的谐波】【震裕科技】；5）关节轴承+连杆：【龙溪股份】；6）电机环节：【兆威机电】【雷赛智能】【伟创电气】【步科股份】【星德胜】等；7）本体及代工：【蓝思科技】【中坚科技】【永创智能】【博众精工】；8）传感器：【汉威科技】；9）设备：【博众精工】【秦川机床】；10）其他：【德马科技】【国机精工】【东华测试】等。

2、AI 基建：AI 需求拉动数据中心资本开支持续增长，燃气轮机和冷水机组等环节将充分受益，重点关注【汉钟精机】【冰轮环境】【应流股份】【豪迈科技】【联德股份】【同飞股份】。

3、自主可控-国产化率低：通用电子测量仪器重点关注【普源精电】【鼎阳科技】【优利德】；光刻机真空镀膜设备重点关注【汇成真空】。

4、低空经济：低空经济产业进展迅速基建先行，全国低空交通“一张网”项目启动，统一标准构建空管网络，整机和核心零部件（发动机/电机）会是产业发展核心环节，重点关注【应流股份】【宗申动力】等。

5、智能焊接机器人：智能焊接在钢结构行业已开始从 0 到 1 放量，长期来看智能焊接机器人市场近千亿元，重点关注【柏楚电子】。

6、3D 打印：3D 打印作为增材制造技术，在制造领域有实现复杂结构、轻量化、缩短研发周期等优势，随技术成熟将在航空航天、3C 等各领域实现应用打开市场空间，重点关注【铂力特】【华曙高科】。

7、深海科技：《2025 年政府工作报告》首提深海科技，标志着从技术探索向产业化应用的战略转型，聚焦方向涉及深海资源开发、深海智能装备、深海信息化等，重点关注【中国船舶】【中集集团】【杰

瑞股份】。

8、X射线检测设备：X射线检测是高精度的无损检测，医疗健康和工业等领域需求推动行业快速发展，核心零部件如X射线探测器、CT球管存在国产化需求，重点关注【奕瑞科技】。

9、核聚变：核聚变是能源变革的长期方向，首次聚变能发电标志核聚变取得一定实质进展，重点关注【应流股份】【江苏神通】。

风险提示：行业下游需求不及预期，技术发展不及预期的风险。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、杜松阳（S0980524120002）

联系人： 张宇翔

◆ 建筑建材双周报（2025年第8期）：建筑盈利承压，建材持续磨底但曙光初现

一季度建筑行业盈利承压，建材行业有望迎接盈利修复拐点。一季度地方财政紧张导致基建实物工作量落地放缓，地产需求疲软进一步拖累房建业务；重点城市二手房成交量温和复苏，但工程端需求受房地产持续低迷影响仍然疲软。建筑行业整体承压，2024年建筑板块营收同比-3.8%，归母净利润同比-14.1%，新签订单同比显著下滑；水泥行业加强供给调控实现价格温和回升，叠加动力煤价格下跌，行业盈利有所改善；玻纤持续结构性复价带来盈利同比大幅修复；玻璃整体仍处于大部分亏损，行业供给调节静待供需修复。重点板块数据跟踪：

1) 水泥：本周全国水泥价格环比下跌0.8%。辽宁、吉林涨10-30元/吨，华东、中南跌10-40元/吨。四月底降雨减少，需求略升，水泥企业出货率49.5%，环比增2个百分点。因需求偏弱及企业促销，价格持续回落。预计后期价格将弱势震荡，因核心地区仍在协商错峰生产。2) 玻璃：本周玻璃市场整体偏弱运行。浮法玻璃成交清淡，价格持稳，日熔量微降600吨；纯碱价格上涨2.1%，节后或试探性提价。光伏玻璃价格普降，2.0mm镀膜跌至13.5-14元/m²（-3.51%），3.2mm镀膜21.5-22元/m²（-2.25%），终端需求疲软致组件厂开工率下滑，厂家库存攀升。两大玻璃品种均面临需求不足、库存压力，市场维持弱势震荡格局。3) 玻纤：本周无碱粗纱价格松动，2400tex缠绕纱主流3500-3800元/吨，均价3735元/吨（周跌2.55%）。电子纱价格持稳，G75报价8800-9200元/吨；7628电子布3.8-4.4元/米。下游按需采购，高端电子纱需求旺盛支撑产销。

投资建议：

建材方面，国际贸易冲突加剧背景下，扩内需稳增长政策有望加码，建材整体仍以内需为主导，板块基本面进一步恶化空间有限，同时有望受益后续政策倾斜，目前板块估值和持仓均处于底部，逢低择优布局经营韧性更强的消费建材龙头，尤其零售端受益二手房景气及存量改造需求率先迎来改善，推荐三棵树、北新建材、兔宝宝、伟星新材、东方雨虹，关注科顺股份；同时受益复价落地带来盈利中枢上移，业绩同比修复确定性更强的水泥玻纤板块，推荐海螺水泥、华新水泥、中国巨石、中材科技，关注塔牌集团等，以及玻璃龙头底部配置机会旗滨集团。

建筑方面，国家重大战略工程投资规模大，能够有效提振中低收入者信心，创造增量需求，对国家层面的发展与安全具有重大意义，预计将成为未来的重点投资领域。重点推荐资产质量提升、现金流改善、牵头重大工程建设的低估值建筑央企中国铁建、中国交建、中国中铁、中国建筑、中国中冶、中材国际，推荐有望参与核电、水电等重大工程建设的中岩大地，推荐经营稳健、受益于板块估值提升的鸿路钢构、亚翔集成、中材国际、中国化学、中国海诚、太极实业。

风险提示：政策落地低于预期；成本上涨超预期；供给超预期；财政发力不及预期；重大工程项目审批落地不及预期。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、陈颖（S0980518090002）、朱家琪（S0980524010001）

◆ 非银行业专题：保险业 2025 年一季报综述-负债端增长放缓，利润分化显著

新准则放大投资收益波动，上市险企一季度归母净利润同比增长1.4%。2025年一季度，债券市场利率上行及权益市场震荡加剧为险企资产端带来一定压力，A股上市险企营收及利润表现分化。营收方面，新华保险、中国人保、中国太保、中国平安、中国人寿分别同比+26.1%/12.8%/-1.8%/-5.2%/-8.9%；归

母净利润分别同比+19.0%/+43.4%/-18.1%/-26.4%/+39.5%。其中，中国平安受平安好医生并表的一次性因素影响，业绩出现短期波动；中国人寿受益于医疗险及健康险赔付水平大幅优化及市场利率波动影响，利润水平大幅优化。

寿险：提高浮动型产品占比，NBV 大幅提升。一季度，行业持续推进产品结构转型，分红险等浮动收益型产品占比提升。中国人寿 NBV 可比口径增长 4.8%，平安寿险 NBV 同比增长 34.9%，太保寿险和新华保险可比口径下 NBV 分别增长 39%和 67.9%。此外，上市险企持续深化渠道转型措施，新华保险推动“XIN 一代”营销团队转型，月均绩优人力产能翻倍。银保渠道则成为新增长点，太保寿险银保渠道规模保费同比激增 107.8%，新华保险银保长险首年保费增长 168.2%。

财险：保费收入稳中有升，承保利润均显著优化。截至一季度末，人保财险、平安财险、太保财险共计实现保费收入 3286.7 亿元，同比增长 4.4%。其中，车险业务合计同比增长 3.2%，非车险同比增长 5.0%。受益于一季度大灾影响较弱及费用管控成效，上市险企一季度综合成本率均显著优化。人保财险、平安财险、太保财险 COR 分别为 94.5%/96.6%/97.4%，同比下降 3.4pt、3.0pt、0.7pt。

短期投资收益表现分化，中长期需关注净资产走势。一季度受资本市场波动及资产配置结构差异等因素影响，5 家上市险企实现投资类收益（利息收入、投资收益及公允价值变动损益）1585.3 亿元，同比下降 9.6%。其中，中国人保及新华保险同比增长 67.2%及 44.3%，得益于权益市场低位加仓及固收资产灵活交易。平安和太保因股市及债市波动导致公允价值变动损益大幅缩水，拖累利润表现。此外，因债券市场利率波动，部分险企面临净资产缩水压力，主因负债端折现率采用 50 天移动平均利率（下降 24.9bps）与资产端时点利率（上升 13.8bps）错配，导致 OCI 债券浮盈减少。

投资建议：行业深化负债端渠道、产品、成本等领域的转型，人均产能及渠道质态得到显著改善。资产端方面，预计险资资产配置需求仍高，对应长债及高分红类资产（以 OCI 计量的资产）配置行情或将延续，建议关注商业模式具备“护城河”优势的中国财险，及资产收益弹性较大的新华保险、中国人寿。

风险提示：保费收入不及预期；资本市场延续震荡；短期自然灾害导致的财产险赔付上升；长端利率下行等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）

联系人： 王京灵

◆ 公用环保 2025 年 5 月投资策略：国常会核准 10 台核电机组，广州中心城区自来水价 6 月 1 日上调

市场回顾：4 月沪深 300 指数下跌 3.00%，公用事业指数上涨 1.46%，环保指数下跌 3.08%，月相对收益率分别为 4.46%和-0.08%。申万 31 个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第 4 和第 17 名。

重要事件：1) 国常会核准 10 台核电机组。4 月 27 日，李强主持召开国务院常务会议，核准 10 台 1200MW 级核电机组，包括中广核台山 3/4 号（华龙一号）、防城港 5/6 号（华龙一号）；中核三门 5/6 号（华龙一号）；国电投海阳 5/6 号（CAP1000）；华能霞浦 1/2 号（华龙一号）。2) 广州中心城区自来水价 6 月 1 日上调。自 2025 年 6 月 1 日起，广州市中心城区自来水价格将进行调整，即居民生活用水第一、二、三阶梯价格调整为 2.55 元/立方米、3.82 元/立方米、7.65 元/立方米，一阶水价的涨价幅度 28.8%。

专题研究：近期自来水调价城市梳理。随着我国经济不断发展，水资源需求激增，而供水成本亦因设施老化与水质提升工程而大幅攀升。据不完全统计，除近期宣布调整的广州和深圳外，全国亦有 20 余个城市地区自 2024 年起相继对水价进行了调整，旨在平衡资源稀缺性、供水成本与企业运营压力，推动水务行业健康发展，在本周的专题研究中，我们对这部分城市的调价情况进行了梳理。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源，区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源，以及开展新能源与智算中心一体化深化算电协同标的金开新能；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有区位优势，

量价张力较强的城市燃气龙头华润燃气，以及具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源；环保：水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境，中山公用；中国科学仪器市场份额超过 90 亿美元，国产替代空间广阔，推荐聚光科技；欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人： 崔佳诚

◆ 奥飞数据(300738.SZ) 财报点评:2024 年 EBITDA 同比增长 34%，拟募资继续布局大型数据中心

奥飞数据是国内领先第三方 IDC 服务商。公司自 2004 成立以来，主要向客户提供优质的 IDC 服务和配套网络服务业务。公司立足华南地区，持续在华北地区取得突破，并提前部署部分重点省会及重要城市等。2024 年公司营收 21.65 亿元，同比上升 62%；归母净利润 1.24 亿元，同比下降 12%；EBITDA 为 8.20 亿元，同比增加 34.16%。2025 年 Q1 公司营收 5.36 亿元，同比上升 40.7%，环比下降 8%；归母净利润 0.52 亿元，同比上升 2%，环比上升 189%。

需求侧：AIDC 需求高增，与互联网大厂合作，公司有望受益。近两年 AI 大模型发展驱动全球 IDC 市场进入高速发展状态，Fortune Business Insight 预测 AIDC 市场规模预计将从 2024 年的 151.3 亿美元增长至 2032 年的 940.3 亿美元。同时，我国字节跳动、阿里巴巴、腾讯、百度等国内头部云厂商通过提高资本开支加强 AI 算力建设来满足大模型训练及推理需求。公司是我国头部第三方数据中心服务商，有望受益行业发展。

供给侧：公司与头部互联网云厂合作多年，深耕华南、布局华北市场。（1）奥飞数据在过去 5 年已与包括阿里、快手、百度等互联网云厂大客户建立深度合作关系。2024 年 8 月公司再次签订数据中心建设及 IDC 服务超 10 亿元大合同。（2）数据中心核心资源丰富。截至 2024 年末，公司已拥有自建自营数据中心 14 座，规划机柜规模超 10 万架，自建自营数据中心总机柜数超过 4.3 万架。公司投运或在建的自建数据中心主要布局在北京、广州、深圳等一线城市及环京地区的廊坊、张家口以及天津、成都、海口、南昌、等核心城市。（3）继续投入核心区域资源，快速推进交付。2025 年 4 月 28 日，公司公告拟定增 17.5 亿元，建设新一代云计算和人工智能产业园（廊坊固安 5 栋数据中心机房）项目，部署 8925 个 8.8KW 机柜。根据公司此前公告，廊坊固安数据中心预计将于 2025 年内交付 3 栋数据中心，天津武清数据中心二期预计将于 2025 年内交付，河北怀来数据中心预计于 2025 年底或 2026 年初交付首期项目，河北定兴数据中心预计 2025 年上半年交付。

风险提示：AI 发展不及预期、数据中心投入不及预期、行业竞争加剧。

投资建议：预计公司 2025-2027 年收入分别为 26.8/33.4/38.3 亿元，归母净利润分别为 1.97/3.10/4.13 亿元，当前股价对应 EV/EBITDA 分别为 26.3/21/18.5X，对应 PE 分别为 125/80/60X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 袁文翀（S0980523110003）、徐文辉（S0980524030001）

◆ 中金黄金(600489.SH) 财报点评:净利润大幅提升，纱岭金矿建设项目有序推进

公司发布 2024 年年报：全年实现营收 655.56 亿元，同比+7.01%；实现归母净利润 33.86 亿元，同比+13.71%；实现扣非净利润 35.32 亿元，同比+18.25%。其中，24Q4 实现营收 195.11 亿元，环比+11.41%；实现归母净利润 7.43 亿元，环比-17.50%；实现扣非净利润 9.14 亿元，环比-3.55%。公司于 24Q4 计提了约 2 亿元资产减值损失，同时管理费用环比也有明显提升，使得净利润环比有所下降。

公司发布 2025 年一季报：实现营收 148.59 亿元，同比+12.88%，环比-23.84%；实现归母净利润 10.38 亿元，同比+32.65%，环比+39.79%；实现扣非净利润 12.68 亿元，同比+71.13%，环比+38.76%。公司于

25Q1 计提了约 2.3 亿元非经常性项目损失，主要是来自于冶炼厂套期保值的浮动盈亏。

核心产品产销量数据：2024 年，矿产金产量约 18.35 吨，同比-2.86%，销量约 18.09 吨，同比-0.97%，库存约 2.94 吨，同比+9.57%。2024 年，冶炼金产量约 37.95 吨，同比-7.14%，销量约 37.78 吨，同比-7.91%，库存约 2.12 吨，同比+8.87%。公司披露 2025 年的产量指引：矿产金 18.17 吨，冶炼金 35.30 吨，矿山铜 7.94 万吨，电解铜 39.62 万吨。

现金分红：拟向全体股东每 10 股派发现金股利 3.88 元(含税)，总计约 18.81 亿元，占 2024 年归母净利润的 55.55%，公司连续多年保持高比例分红。

纱岭金矿建设项目有序推进，增长潜力巨大。纱岭金矿处于胶东地区主要成矿带焦家断裂带，主矿产金保有资源量矿石量 13411.35 万吨，金金属量 372.06 吨，平均品位 2.77 克/吨。纱岭金矿建设项目作为集团公司“十四五”重点项目之一，项目设计年产能 10 吨，项目建成后，公司黄金产量将大幅提升。预计纱岭金矿项目有望于 2026 年上半年建成投产。

风险提示：项目建设进度不及预期；金、铜、钼价格大幅下跌；安全和环保风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 778/792/807(原预测 716/728/-)亿元，同比增速 18.7%/1.8%/1.9%；归母净利润分别为 45.95/50.35/55.11(原预测 46.18/49.91/-)亿元，同比增速 35.7%/9.6%/9.5%；摊薄 EPS 分别为 0.95/1.04/1.14 元，当前股价对应 PE 为 15/14/12X。考虑到公司经营稳健，通过收购集团资产形成金、铜、钼、冶炼多元发展的业务格局。未来，随着优质资产注入及现有资源挖潜，公司矿产金产量有望稳步提升，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦(S0980520040001)、杨耀洪(S0980520040005)

◆ 华润三九(000999.SZ) 财报点评:全年营收、利润双位数增长，战略性并购整合持续推进

营收和利润均实现双位数增长。2024 年全年营收 276.17 亿元(+11.63%)，归母净利润 33.68 亿元(+18.05%)，扣非归母净利润 31.18 亿元(+15.01%)。其中，2024 年第四季度营收 78.76 亿元(+28.47%)，单季度归母净利润 4.08 亿元(-9.39%)，单季度扣非归母净利润 3.66 亿元(-10.27%)。2024 年公司整体毛利率 51.86%(-1.38pp)，净利率 13.68%(+0.85pp)，毛利率出现小幅下滑主要受处方药板块毛利率下降影响。

分板块：CHC 业务稳健，处方药业务毛利率承压，昆药业务较快增长。2024 年公司 CHC 健康消费品业务实现营业收入 124.82 亿元(+14.13%)，毛利率 60.86%(+0.67pp)，核心品类领导地位及自我诊疗领域的行业地位稳固；处方药业务实现营业收入 60.05 亿元(+15.04%)，毛利率 47.51%(-4.64pp)，受到集采影响；昆药集团 2024 年实现营业收入 52.13 亿元，同比增加 27.55%，毛利率 64.02%。

研发投入持续增加，新品进展顺利。2024 年公司研发投入 9.53 亿元，同比增长 63.97%，有力支撑了公司产品研发及产品力提升。产品研发方面，2024 年公司开展新品研究 131 项，包括 1 类化药 4 项，1 类中药 7 项，2 类化药 10 项，2 类中药 1 项，其他新品 109 项；在产品力提升方面，公司围绕感冒灵、血塞通等多个品种开展药材资源、工艺优化、质量提升、循证研究等工作，全面提高产品品质，持续提升产品竞争力。

控股天士力，补齐中药创新药短板。2024 年 8 月，公司披露拟收购天士力 28%股份的重大重组公告，2025 年 3 月 27 日公司收到中国证券登记结算有限责任公司出具的《过户登记确认书》，天士力 418,306,002 股股份已过户至华润三九名下，天士力正式成为华润三九的控股子公司，补齐华润三九在中药创新药及院内市场的短板。

风险提示：集采超预期；创新药研发进度低于预期；中药材价格波动。

投资建议：战略性并购整合持续推进，维持“优于大市”评级。

2024 年全年公司收入、利润双双实现增长。考虑到院外市场的整体疲软和院内市场的集采限价，下调 2025/2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 37.37/40.82/48.56 亿元(原 2025/2026 年 39.42/45.67 亿元)，同比增速 11.0%/9.3%/18.9%，当前股价对应 PE=14.1/12.9/10.9x。

随着公司“创新+品牌”战略的不断推进，叠加昆药、天士力融合带来的优质资源整合，公司业绩有望维持稳健增长。

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

◆ 联影医疗(688271.SH) 财报点评:国内招投标回暖，海外业务加速拓展

2024 年受医疗设备招投标延缓影响业绩承压，25Q1 随市场回暖业绩同比复苏。2024 年公司实现营收 103.00 亿元（-9.73%），归母净利润 12.62 亿元（-36.08%），扣非归母净利润 10.10 亿元（-39.32%），其中 24Q4 单季营收 33.46 亿元（-15.90%），归母净利润 5.91 亿元（-35.09%），扣非归母净利润 5.46 亿元（-34.67%），2024 年业绩有所承压，主要系医疗设备行业整顿与设备更新政策节奏影响，一定程度上延缓了市场招投标活动，市场需求出现暂时性积压。2025 年一季度营收 24.78 亿元（+5.42%），归母净利润 3.70 亿元（+1.87%），扣非归母净利润 3.79 亿元（+26.09%），随着招投标市场回暖，业绩实现同比复苏。

分产品线看，2024 年设备销售收入 84.45 亿元（-14.9%），其中 CT/MR/MI/XR/RT 产品线收入分别同比 -25%/-3%/-16%/-23%/+18%，RT 业务实现逆势增长；维修服务业务快速增长，实现收入 13.56 亿元（+26.8%），主要得益于终端装机量的持续提升。

国内市场承压，海外市场增速亮眼。分地区看，公司 2024 年国内市场实现收入 76.6 亿元（-21.3%），主要系受行业整顿和设备更新政策落地时间较长的影响有所承压；海外市场收入 22.2 亿元（+32.3%），增速亮眼，收入占比持续提升至 21.6%（+6.9pp），主要系技术创新和产品多样化增强了公司在全球市场的竞争力，促进了订单达成率和转化率。

毛利率稳定，费用率有所提升。2024 年公司毛利率 48.54%（+0.06pp），基本维持稳定。销售费用率 17.70%（+2.19pp），管理费用率 5.40%（+0.48pp），研发费用率 17.10%（+1.95pp），财务费用率-1.09%（+0.21pp），四费率 39.11%（+4.84pp），销售、研发费用率提升较多，主要系持续加大研发投入以及海外业务拓展。

投资建议：国内招投标回暖带动业绩复苏，全球化战略成效显著。考虑行业整顿以及设备更新政策落地节奏导致招投标延缓的影响，下调 2025、2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年营收 120.4/137.7/155.3 亿元（原 2025、2026 年为 131.6/157.3 亿元），同比增速 16.9%/14.4%/12.8%，归母净利润 17.0/20.8/23.3 亿元（原 2025、2026 年为 23.0/28.1 亿元），同比增速 34.9%/22.0%/12.0%，当前股价对应 PE=64/53/47x，维持“优于大市”评级。

风险提示：研发失败风险；招投标进度不及预期；汇率波动风险；地缘政治风险。

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

联系人： 凌琰

◆ 南微医学(688029.SH) 财报点评:业绩稳健，海外渠道持续扩张

业绩增长稳健，2024 年营收、利润创历史新高。2024 年公司实现营收 27.55 亿元（+14.26%），归母净利润 5.53 亿元（+13.85%），扣非归母净利润 5.44 亿元（+17.48%），其中 24Q4 单季营收 7.43 亿元（+11.54%），归母净利润 1.02 亿元（+2.75%），扣非归母净利润 0.98 亿元（+14.67%），2024 年公司在国内集采、国际地缘政治等多重影响下，实现业绩稳健增长，营收、利润创历史新高。2025 年一季度营收 6.99 亿元（+12.75%），归母净利润 1.61 亿元（+12.18%），扣非归母净利润 1.61 亿元（+14.20%），延续稳健增长态势。

国内业务基本持平，海外业务增速亮眼。分地区看，公司 2024 年国内市场收入 13.8 亿元，同比增长 2.1%，主要受到河北等多省市止血夹、扩张球囊、注射针等产品集采的影响；国际市场收入 13.6 亿元，同比增长 30.4%，海外营收占比接近 50%，利润贡献接近 40%，海外业务维持较快增长，主要得益于海外渠道的持续扩张以及自有品牌的推广。

持续拓展欧洲渠道，推进海外产能建设。2024 年，公司启动对西班牙公司 Creo Medical S.L.U. 51%股权的收购，并于 2025 年初完成交割，进一步拓展欧洲市场渠道建设。供应链安全方面，泰国生产基地于 2025 年 1 月正式开工建设，预计 2025 年年底投产，将成为支撑公司国内国际双循环的生产制造基

地。

降本增效成果显著，毛利率明显提升。2024 年公司毛利率 67.65% (+3.15pp)，毛利率提升主要受益于海外销售占比提升以及降本措施的持续推进。销售费用率 23.46% (-0.29pp)，管理费用率 13.39% (-0.25pp)，研发费用率 6.33% (+0.07pp)，财务费用率 -1.80% (+1.42pp)，四费率 41.36% (+0.96pp)，销售、管理费用率呈下降趋势。

投资建议：维持 2025、2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年营收 32.1/36.3/40.2 亿元，同比增速 17%/13%/11%，归母净利润 6.9/8.0/8.8 亿元，同比增速 24%/16%/11%，当前股价对应 PE=19/16/14x，维持“优于大市”评级。

风险提示：研发失败风险；汇率波动风险；新品放量不及预期风险。

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

联系人： 凌珑

◆ 民士达(833394.BJ) 深度报告：国内芳纶纸行业领军者，国产替代进程加速

国内芳纶纸行业领军者，助力高端制造。公司专注于芳纶纸及其衍生产品，产品结构以间位芳纶纸为主，对位芳纶纸占比增长。2019-2024 年公司营收和归母净利润复合增速分别为 24.4%和 37.0%；2020-2024 年，公司主营业务毛利率由 25.6%提升至 37.5%，净利率由 17.6%提升至 23.5%，得益于下游需求扩张推动芳纶纸销量显著提升，同时原料成本下降致毛利率增长。

芳纶纸市场需求强劲，高端应用领域拓展加速。全球市场中，电气绝缘和蜂窝芯材分别占芳纶纸应用领域的 63%和 35%；而中国市场则高度集中于电气绝缘，应用占比达 91%，蜂窝芯材仅占 7%。中国在电力设备等领域的快速发展推高了电气绝缘需求，而蜂窝芯材应用相对滞后，航空航天或高端复合材料市场仍有较大应用空间。据 QY Research 预测，2022-2028 年我国芳纶纸市场规模复合增速将达 17%。

芳纶纸蜂窝芯材前景广阔，商飞提高生产规划指引。空客和波音目前储备订单分别达到 8658 架和 5600 架左右。中国商飞在 2025 年 3 月召开的供应商大会上，给出的 2025 年 C919 产能为 75 架/年，较之前规划提升 50%。

杜邦中国被反垄断调查叠加中美加征关税，芳纶纸国产替代进程加速。全球芳纶纸行业集中度高，杜邦以 57%的市占率稳居首位，民士达市占率 14%，位列第二。反垄断叠加关税背景，国产替代加速，有望重塑全球芳纶纸市场格局。目前公司芳纶纸理论产能 3000 吨，在建产能 1500 吨。

R0 膜基材及闪蒸无纺布，打造第二增长曲线。公司拟投资 6000 万元建设湿法多功能材料产业化项目，主要产品为聚酯无纺布 (R0 膜基材用，设计年产能 3000 吨)、芳纶湿法无纺布等。R0 膜基材集中度高，预计 2025-2031 年 CAGR 为 10.9%。公司规划闪蒸无纺布项目目前处于产业化方式论证阶段，杜邦占据约 95%的市场份额，下游以医疗包装和防护用品为主；预计 2024-2031 年全球闪蒸无纺布市场规模 CAGR 为 11.3%。

盈利预测与估值：我们预测公司 2025-2027 年归母净利润 1.38/1.70/2.00 亿元，每股收益为 0.94/1.16/1.37 元，对应当前股价 PE 为 45.2/36.7/31.2X。考虑到芳纶纸行业处于快速发展期，国内蜂窝芯材应用有望实现较高增长，国产替代进程或将加速，且民士达公司芳纶纸新增 1500 吨产能有望于 2026 年释放利润增量，我们预计公司的远期公允价值区间为 61.76-68.62 亿元，对应每股 42.30-47.00 元，对应 2025 年预测归母净利润的 PE 值为 45-50 倍，相对于公司目前股价有 6%溢价空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：盈利预测及估值风险；经营风险；财务风险；技术风险；市场风险；管理风险；政策风险；关联交易风险等。

证券分析师： 杨林 (S0980520120002)、余双雨 (S0980523120001)

◆ 华润啤酒(00291.HK) 海外公司财报点评：2024 年啤酒销量承压，内生盈利能力持续提升

华润啤酒披露 2024 年年度报告，2024 年度营业收入 386.4 亿元，同比-0.8%，归母净利润 47.4 亿元，同比-8.0%。

2024 年啤酒销量承压，产品结构延续改善。2024 年营业收入同比-0.8%，其中啤酒业务收入同比-1.0%，白酒业务收入+4.0%。啤酒方面，销量同比-2.5%，主要系全年啤酒消费需求疲弱且有不天气影响，在 2024 年第二季度、第三季度旺季尤为明显。全年高端及以上产品销量同比增速超 9%，其中喜力增速接近 20%，老雪、红爵增长约 100%，体现高端化进程仍在延续，啤酒销售均价如期提升（同比+1.5%）。白酒业务方面，下半年白酒收入同比-10.9%，主要系白酒行业进入深度调整期，公司为构建良好的厂商关系，严格控制库存。

政府补助及土地出售收入减少、税率提升致表观利润同比下滑，内生盈利能力则有强化。2024 年其他收入及收益同比减少约 7 亿元，是拖累利润的主要原因。此外，2024 年度所得税率录得 28.4%，同比提升 1.9 p.p.，对利润有一定程度的负面影响，预计系税率短期波动。若扣除关厂相关减值及员工补偿费用、政府补助、出售土地所得的影响，公司核心 EBITDA 同比+3.0%，反映内生盈利能力强化。啤酒业务方面，产品结构升级所致及成本下行帮助啤酒业务毛利率同比+2.4 p.p. 至 41.1%。白酒业务方面，高端大单品摘要销量增长 35%，带动产品组合盈利能力增强，叠加成本控制取得成效，白酒业务毛利率同比+5.6 p.p. 至 68.5%。销售费用率同比+1.0 p.p.，预计主要系白酒业务销售推广支出增多所致。

2025 年取得开门红，公司走出经营低谷、未来展望更加乐观。公司年报披露，2025 年 1-2 月公司销量在高基数之上实现单位数增长，其中喜力销量维持双位数增长，产品结构继续优化，叠加降本增效措施持续落地，EBIT 增速快于收入增速。年报中公司对于未来经营的判断较 2024 年下半年更为乐观，展现公司对于外部发展环境及自身业务的信心有所提升。

投资建议：考虑到酒水市场需求恢复速度偏慢，我们下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 394.8/403.7/413.3 亿元（2025/2026 年前预测值 405.9/420.3 亿元），同比+2.2%/+2.3%/+2.4%；实现归母净利润 52.0/55.4/58.7 亿元（2025/2026 年前预测值 57.5/62.1 亿元），同比+9.6%/+6.7%/+5.9%；当前股价对应 PE 分别为 17/15/15 倍。考虑到公司重点高端产品品牌势能持续积累、啤酒龙头优势依然显著，当前估值仍处于偏低位置，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增速显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）

◆ 中国核电（601985.SH）财报点评：所得税增加和电价下降压制业绩增长，三门核电三期获核准

电量波动及电价降低导致业绩有所下滑。2024 年，公司实现营业收入 772.72 亿元，同比增长 3.09%，主要系新能源装机规模增长带动营收增加。分板块看，核电营收 629.17 亿元，同比减少 0.85%，主要系上网电量同比下降 1.83%所致；光伏发电营收 70.63 亿元，同比增长 20.08%；风电营收 50.86 亿元，同比增长 29.51%。公司实现归母净利润 87.77 亿元，同比减少 17.38%；实现扣非归母净利润 85.69 亿元，同比减少 17.57%，主要系税收口径有所变化，计提增值税返还对应所得税费用所致，相关税费目前已完成缴纳。

新能源持股比例下降拖累一季度业绩增长。2025Q1 公司营业收入为 202.73 亿元，同比增长 12.70%，实现归母净利润 31.37 亿元，同比增长 2.55%。分板块看，核电业务收入增长 10.46%，归母净利润增长 11.52%；新能源收入增长 24.64%，归母净利润下降 51.32%，增收不增利，主要系上年发行两期类 REITs、市场化债转股稀释归母净利润及增资引战导致归母比例下降所致，截至 2024 年公司对中核汇能的持股比例降至 62.71%。

漳州 1 号机组投运，装机容量持续增长。公司漳州 1 号机组 2025 年 1 月 1 日投入商运，公司控股在运核电机组增至 26 台，装机容量由 2375 万千瓦增至 2496.2 万千瓦。截至 2025 年一季度，公司新能源控股在运装机容量 3069.16 万千瓦，其中风电 1001.32 万千瓦，光伏 2067.84 万千瓦，另有独立储能电站 145.10 万千瓦；控股在建装机容量 1353.68 万千瓦，其中风电 183.70 万千瓦，光伏 1169.98 万千瓦。

三门核电三期获核准，核电建设有序推进。4月27日，经国务院常务会议审议，浙江三门核电项目5/6号机组核准，拟建设两台“华龙一号”压水堆机组，单机容量1215MW。公司在建及核准待建机组达到19台，总装机容量2185.9万千瓦；其中10台机组已开工，合计装机容量1392.3万千瓦，2025-2029年计划分别投产1/2/4/3/2台。

风险提示：电价下调，用电量增速不及预期，政策不及预期，核安全风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到市场化电价下降，公司新能源持股比例有所降低，预计2025-2027年归母净利润103.8/113.6/127.1亿元（2025-2026年原为120.4/130.0亿元，新增2027年预测），同比增速18%/9%/12%，对应当前股价PE为18/17/15X，维持“优于大市”评级。

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人：崔佳诚

◆ 上声电子(688533.SH) 财报点评：一季度收入同比增长6%，声学系统产品量价双升

2025Q1上声电子实现营收6.4亿元，同比增长6.4%。公司2024年实现营业收入27.76亿元，同比增长19.32%，归母净利润2.35亿元，同比增长47.92%。分产品看，2024年，公司车载扬声器收入20.50亿元，同比增长10.84%，毛利率25.34%，同比-2.74pct，车载功放收入5.34亿元，同比增长47.97%，毛利率24.65%，同比+9.06pct，AVAS收入1.21亿元，同比增长40.10%，毛利率24.83%，同比+8.58pct。2025Q1，公司实现营收6.36亿元，同比增长6.40%，环比减少18.62%，实现归母净利润0.27亿元，同比减少53.27%，环比减少40.03%。2025年，合肥工厂已经投用，开始进行折旧摊销，初期产能爬坡期各项制造成本较高，对业绩产生一定影响，随着产能利用率逐步提升，盈利能力有望改善。

2025Q1毛利率同比下降3.5pct，四费率同比下降。2025Q1，公司毛利率20.6%，同比-3.5pct，环比-2.0pct，净利率4.1%，同比-5.7pct，环比-1.9pct。2025Q1公司四费率为15.18%，同比-1.19pct，环比+1.47pct。

声学优质赛道，随着公司声学系统放量，综合竞争力提升。1）价升：随着产品品类从扬声器向扬声器+功放+AVAS的声学组合升级，公司单车配套价值从100-200元（单车4-6个扬声器），中档配置可以提升至300-500元，部分车型单车价值量提升至1000元左右。2024年，公司继续保持高强度研发投入，在巩固车载音响系统既有优势外，着力研发新一代汽车音响电子等产品，拓宽公司的产品范围。2）量增：公司扬声器在全球市场市占率稳步提升，2020-2024年公司车载扬声器在全球乘用车及轻型商用车市场占有率分别为12.64%、12.92%、12.95%、13.11%、15.24%。3）2024年，公司在原有业务基础上，不断拓展国际国内知名车厂客户以及国内新势力车厂业务，并获得多项新业务的定点。公司目前已深度服务了吉利、奇瑞、长城、上汽、北汽、福特、通用、大众、奔驰、奥迪、宾利、Stellantis、宝马、现代、蔚来、零跑等众多知名车厂及新势力车厂。合肥工厂于2024年竣工投用，产能正处于爬坡之中。

风险提示：汽车行业销量不及预期、客户拓展风险、原材料涨价风险。

投资建议：下调盈利预测，维持优于大市评级。考虑到公司下游客户产销波动，下调盈利预测，预计2025-2027年营收32.62/37.02/42.02亿元（原25/26年预测为37.95/45.61亿元），归母净利润2.46/3.05/3.98亿元（原25/26年预测3.40/4.10亿元），维持优于大市评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）

金融工程

◆ 金融工程专题报告：金融工程专题研究-2025年6月沪深核心指数成分股调整预测

指数化投资正当时

近几年，随着投资者对指数化投资接受程度的不断提高，指数基金规模不断提升。股票型被动指数基金共计1305只，合计规模高达3.26万亿元。跟踪沪深300、中证A500、科创50的指数基金的规模合计分别为9451亿元、2454亿元、1683亿元。

中证指数公司和深圳证券信息有限公司在每年的 6 月和 12 月会对指数成分股进行定期调整，由于指数成分股调整是根据编制规则进行的被动操作，因此若成分股的调整规模较大，则可能带来交易性的投资机会。本文选择了沪深 300、上证 180、上证 50、科创 50、创业板指和中证 500 这 6 只跟踪规模较大的指数进行成分股调整预测，为投资者提供投资参考。

沪深 300 指数

根据指数编制方案，我们预测国货航、领益智造、软通动力等 7 只股票将会被调入沪深 300 指数。而华兰生物、三七互娱、恩捷股份等 7 只股票将会被调出沪深 300 指数。

上证 180 指数

根据指数编制方案，我们预测宇通客车、生益科技、华勤技术等 12 只股票将会被调入上证 180 指数。而中国卫星、张江高科、华熙生物等 12 只股票将会被调出上证 180 指数。

上证 50 指数

根据指数编制方案，我们预测中航沈飞、中国铝业等 4 只股票将会被调入上证 50 指数。而通威股份、中国中铁等 4 只股票将会被调出上证 50 指数。

科创 50 指数

根据指数编制方案，我们预测恒玄科技将被调入科创 50 指数，而中复神鹰将被调出科创 50 指数。

创业板指数

根据指数编制方案，我们预测长盈精密、捷捷微电、罗博特科等 8 只股票将会被调入创业板指数。而安科生物、东方日升、兴齐眼药等 8 只股票将会被调出创业板指数。

中证 500 指数

根据指数编制方案，我们预测格科微、淮北矿业、先导智能等 50 只股票将会被调入中证 500 指数。而固德威、光启技术、三星医疗等 50 只股票将会被调出中证 500 指数。

风险提示：市场环境变动风险，本报告基于客观数据，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

◆ 金融工程周报：股指分红点位监控周报-各股指期货主力合约深贴水，IC 及 IM 合约贴水幅度较大

成分股分红进度

截至 2025 年 5 月 7 日：

上证 50 指数中，有 39 家公司处于预案阶段，2 家公司处于决案阶段，1 家公司进入实施阶段，3 家公司已分红，4 家公司不分红；

沪深 300 指数中，有 218 家公司处于预案阶段，29 家公司处于决案阶段，9 家公司进入实施阶段，16 家公司已分红，27 家公司不分红；

中证 500 指数中，有 328 家公司处于预案阶段，63 家公司处于决案阶段，10 家公司进入实施阶段，8 家公司已分红，91 家公司不分红；

中证 1000 指数中，有 592 家公司处于预案阶段，134 家公司处于决案阶段，19 家公司进入实施阶段，29 家公司已分红，225 家公司不分红。

行业成分股股息率比较

我们对当前已披露分红预案的个股股息率进行了统计，其中，煤炭、银行和钢铁行业的股息率排名前三。

已实现及剩余股息率

截至 2025 年 5 月 7 日：

上证 50 指数已实现股息率为 0.11%，剩余股息率 2.26%；

沪深 300 指数已实现股息率为 0.15%，剩余股息率 1.87%；

中证 500 指数已实现股息率为 0.03%，剩余股息率 1.31%；
中证 1000 指数已实现股息率为 0.04%，剩余股息率 0.99%。

股指期货升贴水情况跟踪

截至 2025 年 5 月 7 日，IH 主力合约年化贴水 8.55%，IF 主力合约年化贴水 9.78%，IC 主力合约年化贴水 21.21%，IM 主力合约年化贴水 28.48%。

风险提示：市场环境变动风险，公司分红方案变动风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程日报：A 股放量反弹，科技股全线走强

市场表现：20250506 市场全线上涨，规模指数中中证 2000 指数表现较好，板块指数中北证 50 指数表现较好，风格指数中中证 500 成长指数表现较好。综合金融、计算机、通信、综合、机械行业表现较好，银行、食品饮料、石油石化、农林牧渔、煤炭行业表现较差。稀土、稀土永磁、IPV6、降落伞、4G 等概念表现较好，高速公路精选、央企银行、银行精选、胶原蛋白、黄酒等概念表现较差。

市场情绪：20250506 市场情绪较为高涨，收盘时有 143 只股票涨停，有 29 只股票跌停。昨日涨停股票今日高开高走，收盘收益为 4.41%，昨日跌停股票今日收盘收益为-2.37%。今日封板率 81%，较前日提升 12%，连板率 40%，较前日提升 19%。

市场资金流向：截至 20250430 两融余额为 17865 亿元，其中融资余额 17757 亿元，融券余额 108 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.3%，两融交易占市场成交额比重为 8.3%。

折溢价：20250430 当日 ETF 溢价较多的是银行 ETF 优选，ETF 折价较多的是科创综指 ETF 嘉实。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 15 亿元，20250430 当日大宗交易成交金额为 9 亿元，近半年以来平均折价率 5.37%，当日折价率为 3.51%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.61%，2.55%，8.04%，11.01%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 5.35%，处于近一年来 27%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 8.69%，处于近一年来 22%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 16.11%，处于近一年来 11%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 19.17%，处于近一年来 15%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是兆威机电、广钢气体、中科飞测、九号公司-WD、芯源微、传音控股、景旺电子、鱼跃医疗等，兆威机电被 332 家机构调研。20250506 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是青岛金王、中洲特材、振江股份、南方精工、浙江华远、岩山科技、同益中、南山智尚、金凯生科、嘉澳环保等，机构专用席位净流出较多的股票是宏景科技、常山北明、*ST 新元、深圳华强、奥赛康、华纺股份、光大同创、精进电动-UW、甘源食品、天源迪科等。陆股通净流入较多的股票是岩山科技、天源迪科、华银电力、茂业商业、鸿博股份、奥赛康、九联科技、京运通等，陆股通净流出较多的股票是常山北明、深圳华强、甘源食品等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

◆ 金融工程日报：沪指高开放量收涨，军工股爆发、化工股午后拉升

市场表现：今日（20250507）规模指数中上证 50 指数表现较好，板块指数中上证综指表现较好，风格指数中沪深 300 价值指数表现较好。国防军工、银行、房地产、石油石化、基础化工行业表现较好，综合金融、传媒、计算机、消费者服务、电子行业表现较差。航空发动机、通用航空、军工信息化、大飞机、航母等概念表现较好，Kimi、智谱 AI、网红经济、财税数字化、微软合作商等概念表现较差。

市场情绪：今日市场情绪较为高涨，收盘时有 100 只股票涨停，有 15 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 3.80%，昨日跌停股票今日收盘收益为-1.17%。今日封板率 60%，较前日下降 21%，连板率 34%，较前日下降 6%，封板率创近一个月新低。

市场资金流向：截至 20250506 两融余额为 18013 亿元，其中融资余额 17901 亿元，融券余额 113 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.3%，两融交易占市场成交额比重为 9.2%。

折溢价：20250506 当日 ETF 溢价较多的是中证 2000ETF 富国，ETF 折价较多的是央企 ESGETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 15 亿元，20250506 当日大宗交易成交金额为 22 亿元，近半年以来平均折价率 5.36%，当日折价率为 6.45%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.67%，2.58%，8.24%，11.13%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 7.34%，处于近一年来 18%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 9.81%，处于近一年来 17%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 18.24%，处于近一年来 8%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 20.62%，处于近一年来 10%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是兆威机电、九号公司-WD、芯源微、传音控股、祥鑫科技、景旺电子、麦格米特、兴齐眼药等，兆威机电被 332 家机构调研。20250507 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是天源迪科、常山药业、川润股份、中欣氟材、晟楠科技、众捷汽车等，机构专用席位净流出较多的股票是合锻智能、南方精工、金麒麟、新瀚新材、北方长龙、天娱数科、大叶股份、建设工业、苏奥传感、九芝堂、永安药业等。陆股通净流入较多的股票是宗申动力、天源迪科、天娱数科、鸿博股份、常山药业、爱乐达、大众交通、晨曦航空、茂业商业等，陆股通净流出较多的股票是航天长峰、苏奥传感、建设工业等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【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	796.08	0.79	ICE 布伦特原油	62.15	3.18
白银	8228.00	-0.07	铜	78300.00	0.47
铝	19680.00	-1.15	铅	16695.00	0.11
豆一	4202.00	1.59	锌	22730.00	0.11
豆粕	2759.00	0.25	镍	124070.00	-0.20
玉米	2341.00	0.90	锡	261760.00	0.73
螺纹钢	3057.00	0.36	SR505	6042.00	-0.54

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	99.8	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
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
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
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
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	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
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16
301138.SZ	不适用	9000.00	12000.00	100.00	2024-12-16
603216.SH	梦天家居	16600.00	22136.00	100.00	2024-12-16
603071.SH	不适用	32026.96	55795.44	100.00	2024-12-16
002074.SZ	国轩高科	38416.33	156267.38	79.01	2024-12-16
301101.SZ	不适用	8456.60	13434.14	100.00	2024-12-16
300678.SZ	中科信息	381.96	12858.48	5.95	2024-12-10

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	41113.96	0.697958	45.23	45.23	45.23	45.23	45.02
德国 DAX 指数	23115.96	-0.575019	81.48	16.80	6.09	25.42	51.31
法 CAC40 指数	7626.84	-0.910494	0.43	10.10	-4.34	-5.55	48.12
恒生指数	22691.88	0.128714	2.58	14.44	7.37	22.79	72.26
沪深 300 指数	3831.62	0.606100	1.61	6.74	-1.56	4.71	69.12
美国 SP500 指数	5631.28	0.434642	1.11	11.24	-6.55	8.55	51.03
纳斯达克综合指数	17738.16	0.274171	1.67	13.68	-9.14	8.60	56.15
日经 225 指数	36779.66	-0.138553	2.03	18.12	-5.17	-5.29	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	601899.SH	紫金矿业	18.0500	1.6329	无数据	300059.SZ	东方财富	21.2500	1.2387	无数据
2	300059.SZ	东方财富	21.2500	1.2387	无数据	300750.SZ	宁德时代	238.6100	3.0134	无数据
3	300750.SZ	宁德时代	238.6100	3.0134	无数据	603259.SH	药明康德	58.2500	-3.4637	无数据
4	603259.SH	药明康德	58.2500	-3.4637	无数据	601318.SH	中国平安	51.1800	0.7480	无数据
5	601318.SH	中国平安	51.1800	0.7480	无数据	000858.SZ	五粮液	129.9900	0.3861	无数据
6	000858.SZ	五粮液	129.9900	0.3861	无数据	601398.SH	工商银行	7.1100	1.8625	无数据
7	601398.SH	工商银行	7.1100	1.8625	无数据	688256.SH	寒武纪-U	721.0300	1.9527	无数据

8	688256.SH	寒武纪-U	721.0300	1.9527	无数据	000333.SZ	美的集团	74.3600	0.4186	无数据
9	000333.SZ	美的集团	74.3600	0.4186	无数据	002594.SZ	比亚迪	359.2000	-0.2111	无数据
10	002475.SZ	立讯精密	31.5200	-0.9117	无数据	002475.SZ	立讯精密	31.5200	-0.9117	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	0883.HK	中国海洋石油	16.7200	0.00844391	61834.10	1810.HK	小米集团-W	50.1000	-0.02812803	531684.49
2	0939.HK	建设银行	6.5500	0.02024922	98833.35	0700.HK	腾讯控股	489.8000	-0.01130400	527387.74
3	0981.HK	中芯国际	46.2000	-0.01597444	101564.98	9988.HK	阿里巴巴-W	121.3000	-0.02019386	404050.85
4	9992.HK	泡泡玛特	184.5000	-0.05433111	119361.64	3690.HK	美团-W	139.0000	0.00361011	164651.15
5	0568.HK	山东墨龙	4.7000	-0.06374502	139718.65	0981.HK	中芯国际	46.2000	-0.01597444	160673.56
6	3678.HK	弘业期货	3.4500	0.34241245	154199.26	3678.HK	弘业期货	3.4500	0.34241245	151454.42
7	3690.HK	美团-W	139.0000	0.00361011	194743.51	9992.HK	泡泡玛特	184.5000	-0.05433111	145309.74
8	0700.HK	腾讯控股	489.8000	-0.01130400	249117.51	0568.HK	山东墨龙	4.7000	-0.06374502	141692.04
9	9988.HK	阿里巴巴-W	121.3000	-0.02019386	308505.67	0883.HK	中国海洋石油	16.7200	0.00844391	40486.94
10	1810.HK	小米集团-W	50.1000	-0.02812803	329034.50	9926.HK	康方生物	83.7000	-0.03460208	38786.39

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