

## 东吴证券晨会纪要

### 东吴证券晨会纪要 2025-05-07

#### 宏观策略

2025 年 05 月 07 日

#### 宏观深度报告 20250506: 货币政策变局: 如何理解“降准降息”的逻辑

“降准”和“降息”落地的着眼点是稳定经济增长,“稳增长、稳预期、稳信心”的诉求前置需要货币政策加大宽松力度,提振内需、稳定预期和信心,“适时降准降息”不仅可以稳定内需、而且也有利于实现外部均衡。

#### 特朗普 2.0 百日新政复盘及后市展望: 特朗普 2.0 百日新政复盘及后市展望

核心观点: 特朗普 2.0 百日新政兼具特朗普 1.0 政策延续和新政治周期起点的双重特征,而在政策落地上,关税和财政政策成为最大的两个“预期差”来源,二者在影响全球增长预期的同时,也使得特朗普 2.0 百日新政内的大类资产走势与 1.0 时期的逻辑大相径庭。向前看,预计今年年内关税政策加码可能性降低,下半年特朗普的政策重心或转向减税政策。关注经贸谈判进展、增量减税政策与债务上限的博弈及其后续影响。

#### 海外周报 20250505: 五一假期海外市场: 强非农再压降息预期

核心观点: 五一假期海外市场数据公布虽较为密集,但并未给市场带来过大扰动。仍有韧性的美国“核心 GDP”、超预期走强的非农显示当下美国经济并未受到太多关税政策的负面冲击,仍保持“退而不衰”趋势,市场对美联储降息预期延后至 7 月,叠加出现缓和信号的贸易局势,市场风险偏好修复,美股收复 4 月 2 日对等关税前的失地。向前看,我们预期 5 月 8 日的 FOMC 会议料维持利率不变,美联储仍然保持数据依赖的货币政策,5 月 13 日公布的 4 月 CPI 同比或持平 2.4%,为降息提供更好的充分条件。但若关税并未给 Q2 美国经济带来显著负面影响,则美联储 6 月降息难度料更大。风险提示: 特朗普政策超预期; 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长,引发金融系统流动性危机。

#### #海外经济: 美债天量的到期 vs 供给, 哪个更致命?

核心观点: 近期市场担忧的所谓美债天量到期问题不足为虑,这本质上是美国财政部“短债高频滚动续作”下的正常现象。短期看,美债面临的压力有二: 中长期固息美债在利率高位面临票息重置; 债务上限提升给长债带来供给冲击。长期看,愈发难以为继的债务问题是美债市场面临的最大灰犀牛,若这一宏大叙事交易出现不合时宜的升温,与长债票息重置、供给冲击叠加,参考 23Q3 经验,10 年美债利率在 25Q3 或面临向上突破 5% 的致命一击。

#### 固收金工

#### 固收点评 20250505: 绿色债券周度数据跟踪 (20250428-20250502)

本周 (20250428-20250502) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 7 只,合计发行规模约 84.75 亿元,较上周减少 277.25 亿元。绿色债券周成交额合计 414 亿元,较上周减少 89 亿元。

#### 固收点评 20250505: 二级资本债周度数据跟踪 (20250438-20250502)

本周 (20250438-20250502) 银行间市场及交易所市场共新发行二级资本

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

债 1 只，发行规模为 500.00 亿元。二级资本债周成交量合计约 1049 亿元，较上周减少 313 亿元。

#### 固收周报 20250505：如何看待 5 月的流动性情况？

2025 年 4 月初起，债券市场便进入了窄幅波动的行情。

#### 固收深度报告 20250430：低利率时代，海外资管机构如何发展？——低利率时代系列（四）

即使固收产品的收益率下降，但对于保险、养老金等长期负债而言，固收产品仍然是其资产配置的重要组成部分。这些机构需要稳定的现金流来支付未来的负债，而固收产品能够提供相对稳定的收益和现金流。同时，对于公募基金产品，从上文日本和美国的经验来看，在利率下行期，由于资本利得效应，债券型基金的规模不降反增。因此，至少从 3-5 年的维度上，不必担心国内的债券型基金规模出现萎缩。在利率迅速下行之后，有两条发展路径，一是如同美国，有清晰的利率政策周期，则债券型基金在利率上行期存在票息效应，在利率下行期存在资本利得效应，其规模将保持震荡向上的态势；二是如同日本，利率长期保持低位，那么传统票息收益空间收窄，资管机构将面临“规模增长与收益下滑”的双重压力。

## 行业

### 推荐个股及其他点评

#### 老百姓（603883）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：2024 年火炬项目提利显成效，扩张持续深耕优势市场

公司发布 2024 年年报及一季报，2024 年实现收入 223.58 亿元（-0.36%，同比，下同），归母净利润 5.19 亿元（-44.13%），扣非归母净利润 4.96 亿元（-41.18%）。2025 年一季度实现收入 54.35 亿元（-1.88%），归母净利润 2.51 亿元（-21.98%），扣非归母净利润 2.43 亿元（-21.59%）。

#### 同享科技（920167）：2024 年报及 2025 一季报点评：2024 年盈利承压，25Q1 亏损有所收窄

盈利预测与投资评级：考虑行业竞争激烈，加工费下行，我们下调此前盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.33/0.52/0.68 亿元（2025-2026 年前值为 1.77/2.1 亿元），同比-22%/+58%/+31%，对应 PE 为 62/39/30 倍，考虑公司 2025 年盈利依旧承压，2026 年有望恢复平稳增长，因此下调至“增持”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期。

**海南机场（600515）：自筹资金控股美兰空港，打造海南自贸港空中门户**  
海南机场融入海南国资后开启高质量发展，打造自贸港空中门户，有望持续享受海南赴岛游的繁荣及未来自贸港政策红利。基于房地产和免税商业业务承压及并表美兰空港，下调海南机场盈利预测，2025/2026 年归母净利润分别为 6.8/10.2 亿元（前值为 10.9/12.1 亿元），新增 2027 年盈利预期 13.7 亿元，对应 2025-2027 年 PE 估值为 59/39/29 倍，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济风险、海南自贸港建设进度不及预期的风险等。

#### 益丰药房（603939）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：业绩符合预期，精细化管理持续强化盈利能力

事件：公司发布 2024 年年报及一季报，2024 年实现收入 240.62 亿元（+6.53%，同比，下同），归母净利润 15.29 亿元（+8.26%），扣非归母净利润 14.97 亿元（+9.96%）。2025 年一季度实现收入 60.09 亿元（+0.64%），

归母净利润 4.49 亿元 (+10.51%)，扣非归母净利润 4.38 亿元 (+9.65%)。

**永信至诚 (688244): 2024 年年报和 2025 年一季报点评: 25Q1 业绩符合市场预期, 聚焦新兴安全场景**

考虑后续随着需求回暖主业订单有望逐渐恢复, 同时 AI 大模型有望带来新的行业需求, 公司作为网络靶场和数字风洞行业的领跑者, 依旧看好公司的优势地位, 我们维持公司 2025-2026 年 EPS 预测 0.64/0.97 元, 预测 2027 年 EPS 为 1.18 元。维持“买入”评级。

**新大正 (002968): 2024 年报点评: 实现全国化布局战略, 稳步提升股东回报**

**盈利预测与投资评级:** 公司作为非住物管龙头企业, 五大业态稳步发展。考虑到近年来重庆地区项目毛利率下行影响, 我们调整公司 2025-2026 年的归母净利润预测为 1.2/1.3 亿元 (原预测为 2.1/2.3 亿元), 预计 2027 年归母净利润为 1.4 亿元。对应的 EPS 为 0.54/0.59/0.63 元, 对应的 PE 为 18.0X/16.6X/15.4X, 中长期看, 公司已完成全国化布局, 在非住业态具备领先优势, 维持“买入”评级。风险提示: 毛利率修复不及预期; 外拓规模不及预期; 新拓项目利润率水平不及预期。

**九安医疗 (002432): 品牌渠道优势显著, 慢病 O+O 有望打开第二增长曲线**

事件: 2025 年 4 月 29 日, 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报业绩。2024 年全年, 公司实现营收 25.9 亿元 (同比-19.77%), 归母净利润 16.7 亿元 (同比+33.3%), 扣非净利润 16.8 亿元 (同比+67.4%); 2025 年一季度, 公司实现营收 5.1 亿元 (同比-33.5%), 归母净利润 2.7 亿元 (同比+7.6%), 扣非净利润 2.3 亿元 (同比-27.1%)。公司全球化业务布局, 品牌渠道优势显著。公司“iHealth”品牌的产品已在全球范围内获得了包括美洲、欧盟、亚洲、澳大利亚等众多国家和地区的注册证书。随着试剂盒产品在美国被广泛使用, iHealth 品牌在家用医疗健康产品市场的知名度和影响力显著增强。公司于 2022 年进入全球医疗器械百强榜全球 TOP30。2023 年 5 月, 九安医疗荣获“2023 中国品牌价值评价信息”电子电气组 TOP16, 并以 176 亿元人民币的品牌价值位列“中国上市公司品牌价值榜”海外榜 TOP29。同年 6 月, 公司荣登福布斯《Global 2000》榜单, 7 月又成功入选《财富》中国 500 强排行榜, 充分彰显了公司的行业地位和品牌实力; 在国内市场方面, 公司积极布局新零售平台和电商渠道, 通过小米商城、天猫、京东旗舰店等线上平台进行产品销售, 有效拓宽了市场覆盖面。在国际市场, 公司通过境外子公司采用“新零售”模式, 积极拓展 B2C 端市场。公司与全球医疗器械进口商及经销商均建立了稳固的合作关系, B2B 端的批发、零售、ODM/OEM 网络等销售渠道也较为成熟, 为公司的长远发展奠定了坚实的基础。糖尿病诊疗照护“O+O”新模式, 打开公司第二成长曲线。公司致力于向糖尿病患者提供闭环式的全病程照护服务。这一服务模式以医生为核心, 协同糖尿病教育者、营养师、运动指导师等专业团队成员, 共同为患者提供糖尿病诊疗和管理服务。通过这种多学科团队合作, 公司有效减少了患者的无效就诊, 显著提升了诊疗效率, 同时节约了社会和医疗资源。在实现线上线下一体化方面, 公司通过线下门诊对患者病情的实时记录, 结合线上云平台对个人健康数据和医院就诊记录的智能整合, 实现了个性化健康指导的网络推送, 提升了患者的营养和教育服务体验。

**科润智控 (834062): 2024 年报&2025 一季报点评: 25 年变压器需求旺**

### 盛，公司业绩有望高增

盈利预测与投资评级：考虑公司变压器需求有望在 2025 年释放，我们上调 2025 年及 2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.84/1.23/1.68 亿元（2025-2026 年前值为 0.72/1.0 亿元），同比+97%/+46%/+37%，对应 PE 为 20/14/10 倍，考虑国内外变压器需求旺盛，公司未来有望持续增长，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，需求不及预期。

### 海吉亚医疗（06078.HK）：2024 年年报点评：整体业绩承压，有望逐步企稳改善

盈利预测与投资评级：考虑到未预期的 2024 年医保相关未收回收入计提的影响，及公司自建规划，未考虑未来潜在并购影响，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预期由 10.81/13.40 亿元下调至 6.66/7.82 亿元，预期 2027 年为 8.91 亿元，对应当前市值的 PE 为 12/11/9 倍；将公司 2025-2026 年 Non-GAAP 净利润预期由 11.10/13.80 亿元下调至 6.94/7.90 亿元，预期 2027 年为 8.95 亿元，对应当前市值的 PE 为 12/10/9 倍。考虑到 2024 年业绩低点后有望逐步企稳向好，维持“买入”评级。风险提示：新医院爬坡速度或盈利或不及预期的风险；医保政策不确定性风险等。

### 天力复合（873576）：2024 年报&2025 一季报点评：需求放缓盈利有所承压，拓展核电等新领域贡献新增长点

盈利预测与投资评级：考虑行业需求有一定放缓，我们下调 2025 年及 2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.58/0.65/0.75 亿元（2025-2026 年前值为 0.97/1.05 亿元），同比-4%/+11%/+15%，对应 PE 为 55/50/43 倍，考虑公司持续拓展新应用领域，有望贡献新增长点，维持“增持”评级。风险提示：竞争加剧，需求不及预期。

### 中国电建（601669）：2025 年一季报点评：营收平稳增长，毛利率下行致盈利继续承压

营收平稳增长，毛利率有所承压。（1）公司 2025Q1 营收同比+1.6%，较 2024Q4 增速有所放缓，实现综合毛利率 10.8%，同比下滑 1.0pct。（2）费用控制较好，期间费用率基本稳定，公司 2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.2%/3.1%/2.3%/1.6%，同比分别基本持平/+0.1pct/基本持平/+0.1pct；（3）2025Q1 资产减值转回确认收益 0.13 亿元，同比+4.33 亿元，信用减值损失为-6.80 亿元，同比少计提 8.20 亿元；投资净收益为 0.77 亿元，同比减少 2.08 亿元，主要因联营、合营企业投资收益下降；综合影响下公司 2025Q1 归母净利率为 1.85%，同比-0.32pct。公司作为“懂水熟电”的基建龙头央企，工程业务有望受益于国内水利水电重大基础设施投资加码，新能源投资运营业务持续扩张下形成新的增长极。基于新签订单/收入转化及毛利率承压，我们预计公司 2025-2026 年归母净利润为 125/132 亿元（前值为 163/184 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 142 亿元，对应市盈率分别为 6.5/6.2/5.7 倍，考虑公司新能源投资运营业务第二增长曲线成型，维持“买入”评级。风险提示：新能源投资运营项目进展及盈利不及预期，在手订单转化不及预期的风险，信用减值风险。

### 中国中铁（601390）：2025 年一季报点评：营收利润继续承压，海外新签订单持续亮眼

营收继续承压，毛利率基本稳定：（1）分业务来看，公司 Q1 基础设施建设/设计咨询/装备制造/房地产开发/其他业务分别实现营收

2168/47/62/67/149 亿元，同比分别-8.0/-2.2/-5.8/+59.5/+3.2%，整体营收增速受传统基建业务承压的影响；（2）综合毛利率 8.5%，同比下滑 0.1pct，其中基础设施建设/设计咨询/装备制造/房地产开发/其他业务毛利率分别为 7.1%/22.5%/19.3%/13.1%/19.3%，同比分别-0.5/-1.1/-2.0/-4.6/+5.7pct，传统业务毛利率均有所下降，但得益于毛利率较高的设计咨询、房地产开发业务收入占比提升和其他类业务毛利率的上升，整体毛利率基本稳定。盈利预测与投资评级：外部冲击影响下宏观经济下行压力仍在，政治局会议指出要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，我们认为增量的财政政策支持 and 融资端的改善对投资端和实物量的效果将逐渐显现，同时扩内需预期增强，基建投资和重点区域建设有望政策加码。基于传统基建业务承压，我们预计公司 2025-2026 年归母净利润为 280/285 亿元（预测前值为 396/431 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 291 亿元，我们认为化债、稳内需政策有望持续发力，考虑公司作为基建龙头央企估值仍处历史低位，有望得到修复，维持“买入”评级。风险提示：基建投资增速不及预期的风险、新兴业务拓展不及预期的风险、海外经营风险。

#### 微软 (MSFT): FY25Q3 业绩点评: 业绩好于预期, 继续看好云业务快速增长

盈利预测与投资评级：我们继续看好微软在生成式 AI 领域的领先地位，及上层产品和底层云计算的协同效应，维持公司 FY2025-FY2027 归母净利润 991/1174/1353 亿美元预测，对应 2025 财年 PE 为 33 倍，维持“买入”评级。

#### 伯特利 (603596): 2025 年一季报点评: 毛利率或为阶段低点, 看好智能底盘+全球化长期趋势

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年营收为 129.2/155.0/183.8 亿元，同比分别+30%/+20%/+19%；维持 2025-2027 年归母净利润为 15.5/18.8/22.9 亿元，同比分别+28%/+22%/+21%，对应 PE 分别为 23/19/15 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车需求不及预期，海外工厂建设不及预期。

#### 华大智造 (688114): 2024 年报&2025 年一季报点评: 国产替代自主可控, AI 测序促进需求放量

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年，公司实现营收 30.13 亿元（括号内为同比，下同，+3.48%），归母净利润-6.01 亿元（减亏 7 百万元）；2024Q4 单季度营收 11.43 亿元（+61.64%），归母净利润-1.37 亿元。2025Q1 营收 4.55 亿元（-14.26%），归母净利润-1.33 亿元（减亏 17 百万元）。基因测序仪业务 2024 年保持高速增长，25Q1 略有承压：①分业务来看，基因测序仪业务营收 23.48 亿元（+2.5%），其中仪器设备营收 9.60 亿元（+6.9%），试剂耗材营收 13.73 亿元（+1.4%）；实验室自动化常规收入 2.09 亿元（-4.1%，剔除新冠基数后同增 36.7%），新业务常规收入 4.00 亿元（+11.7%，剔除新冠基数后同增 57.1%）。②基因测序仪业务分区域来看，国内营收 16.07 亿元（+11.4%）；海外营收 7.41 亿元（-12.7%），其中亚太区域营收 2.25 亿元（-30.5%，剔除阿联酋项目影响后增速+31%），欧洲区域营收 3.44 亿元（-6.2%，受到地缘政治和竞争影响），美洲区域营收 1.72 亿元（+8.3%，公司持续积极推广）。2025Q1 基因测序仪业务营收 3.5 亿元（-22%），25Q1 受到季节波动、以及地缘政治市场环境不确定性的双重压力影响；同时，在手订单情况较好，然而订

单需要一定转化时间，我们判断很多订单将于 25Q2-3 开始交付。风险提示：地缘政治风险，市场竞争加剧，市场开拓不及预期等。

**洋河股份 (002304): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 延续主动调整, 静待经营改善**

盈利预测与投资评级: 一季度延续主动调整, 省内受竞品挤压预计份额持续收缩, 期待公司保持战略定力, 强管控促动销, 重返良性增长轨道。参考 25Q1 报表节奏, 我们更新 2025~2026 年归母净利润预测为 54.6、56.6 亿元 (前值 81.8、89.7 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测为 59.0 亿元, 当前市值对应 2025~27 年 PE 为 18.9、18.3、17.5X, 维持“买入”评级。

**百利天恒 (688506): 2025 年一季报点评: 持续加大研发投入, BL-B01D1 启动首个海外注册临床**

公司重磅产品 BL-B01D1 研发顺利推进, 我们维持公司 2025 年营收预测为 20.18 亿, 预测 2026/2027 年营收为 20.35/25.41 亿元。综合考虑公司产品壁垒、创新属性和出海价值, 我们认为百利天恒成长潜力较大, 维持“买入”评级。

**信达生物 (01801.HK): 二代 IO 潜力可期, 慢病管线开始商业兑现**

慢病管线进入兑现期, 打造公司第二增长曲线; IBI363 (PD1/IL2) 价值凸显, 国际化加速

**辰安科技 (300523): 2024 年年报和 2025 年一季报点评: 25Q1 超市场预期, 聚焦产品 AI 化**

公司下游需求正逐步恢复, 但 2024 年存在低基数, 因此我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 0.47/0.58 元下调至 0.40/0.54 元, 预测 2027 年 EPS 为 0.74 元。维持“买入”评级。

**启明星辰 (002439): 2025 年一季报点评: 业绩符合市场预期, 快速迭代大模型安全产品矩阵**

考虑到下游需求下滑带来的影响, 同时公司的投资收益和公允价值变动收益在 24 年出现较大波动, 导致公司利润端出现较大下滑。因此我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 0.88/1.12 元下调至 0.16/0.24 元, 预测 2027 年 EPS 为 0.36 元。我们长期看好公司战略新兴业务布局卓有成效, 中国移动控股合作进展顺利, 未来有望帮助公司实现业绩的逐步恢复, 维持“买入”评级。

**莱斯信息 (688631): 2024 年年报和 2025 年一季报点评: 25Q1 业绩符合预期, 低空有望持续引领**

空管系统龙头企业, 考虑城市治理项目拖累, 我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 1.26/1.62 元下调至 0.94/1.17 元, 预测 2027 年 EPS 为 1.47 元。预计随着低空经济基础设施建设持续落地, 公司有望率先受益, 维持“买入”评级。

**保隆科技 (603197): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 产品结构变化影响毛利率, 25Q1 业绩同比高增**

盈利预测与投资评级: 由于公司传统业务增速放缓, 且新产品放量对整体毛利率有所影响, 我们下调 2025-2026 年营收预测为 91/111 亿元 (原为 95/115 亿元), 预计 2027 年营收为 135 亿元, 同比分别+30%/+22%/+21%; 下调 2025-2026 年归母净利润为 5.1/7.2 亿元 (原为 5.9/7.8 亿元), 预计 2027 年归母净利润为 9.2 亿元, 同比分别+68%/+41%/+28%, 对应 PE 分别为 16/11/9 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 新产品落地不及预期, 乘用车价格战超出预期。

**海思科 (002653): 2025 年一季报点评: 环泊酚持续放量, 创新产品逐渐步入收获期**

环泊酚成为国内静脉麻醉药龙头产品, 美国 III 期临床获得积极结果。

**申能股份 (600642): 2024 年报&2025 一季报点评: 业绩稳健分红率 56%, 关注燃料成本优化与新项目投产**

盈利预测与投资评级: 我们维持 2025-2026 年预测公司归母净利润 40.5/41.4 亿元, 预计 2027 年归母净利润 43.0 亿元, 2025-2027 年 PE 为 10.7/10.4/10.0 倍 (2025/4/30), 火电红利标杆, 维持“买入”评级。风险提示: 区域用电需求波动, 煤炭价格天然气价格波动, 电改趋势下电价的波动。

**中闽能源 (600163): 2024 年报&2025 一季报点评: 福建风电表现良好, 关注新项目获取与集团资产注入**

盈利预测与投资评级: 考虑 2025 年抽蓄资产注入, 我们维持 2025-2026 年预测归母净利润 9.2/10.0 亿元, 预计 2027 年归母净利润 10.4 亿元, 2025-2027 年 PE 为 11.4/10.6/10.1 倍 (2025/4/30), 维持“买入”评级。风险提示: 项目建设不及预期, 电改推进下电价波动, 项目竞争加剧。

**中国核电 (601985): 2024 年报&2025 一季报点评: 所得税影响 24 年业绩, 25Q1 核电业绩增长强劲**

盈利预测与投资评级: 考虑市场化电价波动, 我们将 2025-2026 年预测公司归母净利润从 117/127 亿元下调至 100/104 亿元, 预计 2027 年归母净利润 116 亿元, 2025-2027 年 PE 为 18.9/18.3/16.4 倍 (2025/4/30)。公司 2025 至 2027 年计划投运 2 台/2 台/5 台核电机组, 进入加速投产阶段, 维持“买入”评级。风险提示: 电力价格波动, 装机进度不及预期, 核电机组运行风险。

**中文在线 (300364): 2024 年及 2025Q1 季报点评: 海外短剧高歌猛进, 罗小黑动画电影值得期待**

盈利预测与投资评级: 考虑到海外短剧和 AI 业务尚处于投入期, 销售费用和研发费用端或有一定投入, 我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 1.0/1.6 亿元下调至 0.9/1.4 亿元, 并预计 2027 年为 3.6 亿元, 当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 182/117/43 倍, 我们看好公司在海外短剧的先发优势, 维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧风险, 知识产权保护风险, 海外业务拓展风险。

**新产业 (300832): 2024 年报及 2025Q1 点评: 海外稳定增长, 高端产品增长明显**

事件: 2025 年 4 月 25 日, 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报业绩。2024 年全年, 公司实现营收 45.35 亿元 (+15.41%), 归母净利润 18.28 亿元 (+10.57%), 扣非净利润 17.20 亿元 (+11.19%); 其中, Q4 单季度营收 11.21 亿元 (+9.75%); 归母净利润 4.45 亿元 (-4.73%), 扣非净利润 3.90 亿元 (-12.58%)。2025 年一季度, 公司实现营收 11.25 亿元 (+10.12%), 归母净利润 4.38 亿元 (+2.65%), 扣非净利润 4.17 亿元 (+4.39%)。持续深化全球战略, 海外业务实现量质齐升。公司通过持续优化代理体系与聚焦大中型客户开发, 报告期内海外市场共计销售化学发光免疫分析仪 4017 台, 中大型高端机型占比提升至 67.16%, 客户结构持续向高质量方向发展。海外实现主营业务收入 16.84 亿元, 同比增长 27.67%, 其中试剂业务在仪器装机量持续攀升的带动下同比增长 26.47%, “仪器+试剂”协同效应日益凸显; 经过多年全球化深耕, 公司

已构建起显著的海外品牌优势。通过“区域化运营+本地化深耕”双轮驱动，Snibe品牌的国际影响力持续提升：一方面搭建全球专家资源网络促进技术交流；另一方面创新性推行“营销-售后-市场-商务”四位一体区域管理模式，实现前端销售与后端服务的无缝协同，客户满意度进一步提高。截至目前，公司已在14个核心国家建立运营体系，这些本地化的分支机构正成为区域业务增长的强力引擎。 高端产品装机持续增长，

带动毛利提升。旗舰机型MAGLUMIX8领跑市场，作为面向三级医院等大型医疗终端的高通量解决方案，高速化学发光免疫分析仪MAGLUMIX8在2024年销量稳定增长，全球年度新增销售/装机1048台。2024年该机型累计装机量已达3701台，持续巩固公司在高端化学发光领域的领先地位。公司自主研发的SATLARS T8全实验室自动化流水线于2024年6月成功上市，上市首年即实现全球装机87条的亮眼成绩。受益于X系列及中大型化学发光仪器销量占比提升，公司仪器类产品毛利率提升至29.82%；其中海外市场表现尤为突出，仪器毛利率提升至40.79%。

**迪哲医药-U (688192): 2024年年报及2025年一季报点评: 营收符合预期, 多款产品具备国际化潜力**

盈利预测与投资评级: 考虑到公司国内商业化推进顺利, 产品出海确定性高, 在研品种潜力大, 我们将2025-2026年的归母净利润-3.91亿元和0.42亿元分别上调至-3.85/0.46亿元。预计2027年归母净利润为3.24亿元, 对应2025-2027年PE估值为-/575/82X, 维持“买入”评级。

风险提示: 临床结果和进度不及预期; 产品销售不及预期; 海外授权不及预期等。

**华致酒行 (300755): 2024年年报及2025年一季报点评: 计提减值利润短期承压, 静待经营改革&需求回暖**

盈利预测与投资评级: 考虑白酒行业整体消费需求呈现弱复苏, 以及公司推动包括3.0门店计划等一系列调整措施, 我们将公司2025~26年的归母净利润预期从3.5/4.0亿元, 下调至1.0/1.5亿元, 新增2027年归母净利润预期为1.9亿元, 同比+120%/+52%/+28%, 对应4月30日P/E为74/49/38倍。考虑到公司在2024年进行了一系列减值计提, 2025年新门店计划有望改善经营, 仍维持“买入”评级。

**天润乳业 (600419): 2025年一季报点评: 牧业拖累盈利, 业绩低于预期**  
公司25Q1业绩低于预期, 我们下调25-27年收入预期为28.9/30.7/32.7亿元(此前预期29.7/31.6/33.7亿元), 同比+3%/+6%/+6%; 下调25-27年归母净利润预期至0.35/1.3/1.7亿元(此前预期为1.3/2.1/2.4亿元), 同比-20%/+266%/+33%, 对应PE分别为89/24/18x, 维持“增持”评级。

**双汇发展 (000895): 2025年一季报点评: 肉制品销量下滑, 养殖利润改善明显**

根据最新公司业绩, 我们调整2025-2027年收入分别605.5、621.8、642.4亿元(前值为620、641、660亿元), 同比+1.4%/2.7%/3.3%; 归母净利润分别为50.5、51.9、53.8亿元(前值为52.1、54.9、57.2亿元), 同比+1.2%、2.9%、3.6%, 当前市值对应PE为17x、17x、16x, 维持“买入”评级

**九州通 (600998): 2024年年报及2025年一季报点评: 三新两化战略成效显著, “公募+私募”Reits平台开启轻资产化运营**

事件: 公司发布2024年年报及一季报, 2024年实现收入1518.10亿元(+1.11%, 同比, 下同), 归母净利润25.07亿元(+15.33%), 扣非归母净利润18.14亿元(-7.47%)。2025年一季度实现收入420.16亿元

(+3.82%)，归母净利润 9.70 亿元 (+80.38%)，扣非归母净利润 5.07 亿元 (-2.76%)。

**水井坊 (600779): 2024 年报及 2025 一季报点评: 收入端保持稳定, 毛销差表现积极**

盈利预测与投资评级: 公司产品矩阵定位清晰, 在 100~800 元区间各主力消费价位均有核心产品长期布局。需求承压阶段, 次高端价位向下波动相对更为突出, 公司中高端价位产品销售及渠道稳定性有所体现, 产品动销基础好于其他全国化二线酒企。参考 25Q1 财报表现以及当前渠道库存和消费环境变化, 我们调整 2025~26 年归母净利润预测为 13.5、14.3 亿元 (前值 11.8、13.5 亿元), 新增 2027 年预测值为 16.1 亿元, 当前市值对应 2025~27 年 PE 为 16/15/14X, 维持“增持”评级。风险提示: 宏观表现不及预期、次高端主力价位竞争加剧、品牌建设及消费者培育费用投放超预期。

**潍柴动力 (000338): 2025 年一季报点评: Q1 业绩亮眼, 发动机龙头强者恒强**

盈利预测与投资评级: 25Q1 公司业绩表现亮眼, 考虑 2025 年重卡行业有望复苏, 公司作为发动机龙头强者恒强, 我们基本维持 2025~2027 年归母净利润预测 129/153/162 亿元, 2025~2027 年对应 EPS 分别为 1.48/1.76/1.86 元, 对应 PE 分别为 10.3/8.65/8.19 倍, 考虑公司当前估值较低且龙头地位稳固, 维持“买入”评级。风险提示: 经济复苏不及预期, 地缘政治风险等。

**富创精密 (688409): 2024 年报&2025 年一季报点评: 业绩持续高增, 零部件龙头持续受益国产替代**

半导体设备零部件龙头, 前瞻性扩产打开成长空间: 公司是国内纯度最高、规模最大、产品种类最全的半导体零部件供应商, 深度受益半导体设备及零部件国产化浪潮, 已进入国内外主流半导体龙头设备商供应链, 部分产品已应用于 7nm 制程的前道设备中, 研发实力强劲、客户资源优质。在国内, 公司计划建成沈阳、南通、北京三大生产基地, 并计划收购北京亦盛及浙江镭芯, 前瞻性布局产能及产品。在海外, 新加坡基地完成海外龙头客户验证, 先进制程产品获得量产订单, 2024 年海外重点客户营业收入同比增长超 40%。半导体产业链国产替代趋势下, 公司随产能扩张、渠道建设持续推进, 有望保持较高成长性。盈利预测与投资评级: 考虑到公司处于战略扩张期, 我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 3.2 (原值 4.1) /4.7 (原值 5.6) 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 6.5 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 45/31/22 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 行业周期波动风险、原材料价格波动、地缘政治冲突等。

**酒鬼酒 (000799): 2024 年报及 2025 一季报点评: 内调外养, 强基树本**

盈利预测与投资评级: 当前市场环境及公司内部均处于调整期, 公司持续坚定推进模式转型, 聚焦突破、深度挖潜, 期待未来营收规模止跌企稳。参考 24FY 及 25Q1 报表情况, 我们调整 2025~2026 年归母净利润预测为 0.7、1.1 亿元 (前值为 0.7、1.3 亿元), 新增 2027 年预测为 1.5 亿元, 当前市值对应 PE 为 213、128、91 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 经济向好节奏不确定性; 食品安全风险; 酒鬼省外调整不及预期; 高端酒竞争超预期。

**科伦药业 (002422): 2025 年一季报点评: 高基数扰动 Q1, 创新管线兑现+国际化打开长期空间**

我们基本维持 2025-2026 年归母净利润为 35.3/42.4 亿元，预计 2027 年归母净利润为 46.8 亿元，对应 PE 估值为 16/14/12X，公司 25 年三大主业（大输液、原料药、仿制药）利润规模维持稳定，叠加创新药商业化贡献，维持“买入”评级。

**禾迈股份 (688032): 2024 年报及 2025 一季报点评: 2025Q1 微逆出货环增，全年有望恢复稳健增长，储能放量高增**

盈利预测与投资评级：考虑储能有望放量高增，但毛利率相对较低，我们略微下调此前盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 5.1/7.1/9.4 亿元（前值为 5.3/7.2 亿元），同增 47%/40%/32%，对应 PE 为 25/17/13 倍，考虑公司微逆恢复稳健增长，储能业务放量高增，维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧，政策不及预期。

**迈为股份 (300751): 2024 年报&2025 一季报点评: 业绩短期承压，看好半导体&显示设备放量**

半导体封装&显示设备加速布局：（1）半导体：近年来公司聚焦于半导体泛切割与 2.5D/3D 先进封装领域，已成功推出晶圆激光开槽、激光改质切割、刀轮切割、研磨等核心设备，并能够提供整体解决方案。其中，多款设备已交付国内封测龙头企业并实现稳定量产，公司在激光开槽设备的市场占有率位居行业第一。2024 年公司进一步拓展产品矩阵，成功开发出晶圆临时键合机、晶圆激光解键合机、热压键合及混合键合机等多款新品，其中熔融键合设备已进入试产阶段。（2）显示：2017 年起迈为布局显示行业，推出 OLED 切割设备等；2020 年公司将业务延伸至新型显示领域，针对 Mini/Micro LED 推出全套设备，为 MLED 行业提供整线工艺解决方案。 2025 年底 HJT 量产功率有望突破 760-780W，迈为持续优化设备：基于迈为全新 1.2GW 整线导入升级，组件功率有望突破 780W：通过导入背抛 2.0、PECVD 边缘优化、PED 取代 PVD、全边刻边等四项技术，实现 26W 功率提升。结合“双面钢网+光子烧结”，目标组件功率可达 766W；结合“P 面光子烧结+N 面无籽铜电镀”，目标组件功率可达 775W。迈为将双面微晶异质结高效电池整线装备的单线年产能升级至 GW 级，大规模提升了整线产能，降低了单位人工、设备占地、能耗等多方面的运营成本。 盈利预测与投资评级：考虑到下游行业景气度，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润为 7.6/8.8 亿元（原值 18.1/25.2 亿元），预计 2027 年归母净利润为 11.0 亿元，当前市值对应 PE 为 25/22/18 倍，考虑到公司成长性，维持“买入”评级。 风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

**新莱应材 (300260): 2024 年报&2025 一季报点评: 业绩稳健增长，看好公司打造半导体零部件全新增长点**

业绩稳健增长，24 年泛半导体业务营收增幅亮眼：2024 年公司实现营收 28.49 亿元，同比+5.1%，其中食品类营收 16.8 亿元，同比-2.8%；泛半导体业务/高纯及超高纯应用材料营收 8.6 亿元，同比+30%；医药类营收 3.1 亿元，同比-3.2%。期间归母净利润为 2.26 亿元，同比-4.1%；扣非归母净利润为 2.27 亿元，同比-0.9%，利润承压主因系 2024 年相关人员成本增加，公司各项费用支出增大，销售/管理/研发费用分别达 1.7/1.3/1.2 亿元，同比增长 11/18/12%；2025Q1 单季公司营收 6.73 亿元，同比-2%，环比-2%，Q1 营收下滑主因系受贸易战影响，部分海外客户出现波动。Q1 归母净利润 0.51 亿元，同比-26%，环比+80%；扣非归母净利润 0.51 亿元，同比-15%，环比+18%。 盈利能力受期间费用拖累，2024Q4 迎来

改善：2024 年毛利率为 25.7%，同比+0.1pct；销售净利率为 7.9%，同比-0.8pct，系公司医药业务竞争激烈毛利率下滑及各项费用支出大幅增加所致；期间费用率为 16.1%，同比+0.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率为 5.9/4.5/4.3/1.4%，同比 0/+0.4/+0.3/-0.1pct。25Q1 单季毛利率为 23.8%，同比-1.51pct，环比-4.15pct；销售净利率为 7.6%，同比-2.36pct，环比+3.42pct。合同负债同比增长，24 年经营现金流表现良好：截至 2024Q4 末，公司合同负债 1.4 亿元，同比+0.2%；存货为 15.5 亿元，同比-2.2%；2024 年公司经营活动净现金流入 4.26 亿元，同比+94%。泛半导体业务进展超预期，看好公司打造半导体零部件新版图：（1）新品开发节奏：公司加大新产品研发力度，开发了包括控压蝶阀、控压钟摆阀、大型传输阀、高性能 ALD 阀、高效率离心泵、应用于高洁净要求的 PVD/CVD 腔体及核心零部件及应用超洁净行业特气系统的管阀件等新产品。公司泛半导体业务营收 8.6 亿元，同比+30%，增量超预期，公司有望打造半导体零部件全新增长点；（2）对外投资：公司合资设立江苏蒙康普挺精密

科技有限公司，可为我国关键行业提供更多的具有自主知识产权的机架式、机柜式、浸没式液冷设备，数据中心/服务器行业管路等，提供液冷整体解决方案。盈利预测与投资评级：考虑到业绩放

#### 东威科技（688700）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩短期承压，看好 PCB 设备&复合铜箔设备放量

PCB 电镀业务高增，25Q1 收入改善：2024 年公司实现营收 7.50 亿元，同比-17.5%，业绩下滑主要受新能源电镀设备拖累。其中 PCB 电镀业务营收 4.91 亿元，同比+37.7%，占比 65%；通用五金电镀业务营收 1.27 亿元，同比-18.6%，占比 17%；新能源电镀业务营收 0.51 亿元，同比-84.8%，占比 8%。期间归母净利润为 0.69 亿元，同比-54%；扣非归母净利润为-0.61 亿元，同比-55%。2025Q1 单季公司营收 2.11 亿元，同比+7.1%，环比+24.2%，重回高增；一季度归母净利润 0.17 亿元，同比-45%；扣非归母净利润 0.16 亿元，同比-43%，系伴随母子公司产能拓展完成，整体折旧、摊销等增加导致成本费用上升所致。盈利能力受新能源电镀设备及折旧摊销费用拖累，25Q1 盈利能力环比改善：2024 年毛利率为 33.5%，同比-8.2pct；净利率为 9.24%，同比-7.4pct，系公司新能源电镀设备需求承压及资产折旧摊销费用增加所致；期间费用率为 23.3%，同比+1.8pct，其中销售费用率为 5.1%，同比-2.8pct，管理费用率为 7.9%，同比+1.2pct，研发费用率为 8.7%，同比-1.0pct，财务费用率为-0.5%，同比+0.5pct。2025Q1 单季毛利率为 29.8%，同比-9.3pct；销售净利率为 8.0%，同比-7.65pct，环比+7.53pct。合同负债&存货同比增长，24 年经营现金流因预收款项增加实现高增：截至 2024Q4 末，公司合同负债 3.68 亿元，同比+69.7%；存货为 6.34 亿元，同比+54.1%；2024 年公司经营活动净现金流入为 0.94 亿元，同比+217.5%，主因系收到客户预收款增加；截止 2025Q1 末，公司存货为 7.14 亿元，同比+79.4%，合同负债为 4.35 亿元，同比+148.3%，2025Q1 公司经营性现金流 0.01 亿元，同比+102.1%。PCB 电镀及新能源电镀设备产品加速突破，持续提升技术实力：（1）PCB 电镀设备：推出水平 TGV 电镀线，可应用于半导体封装领域，为高端 SiP 和高算力芯片封装提供支持；水平镀三合一设备取得成功，获得客户高度认可并获得追加订单，填补国内空白，打破国外垄断；（2）新能源电镀设备：公司是目前全球唯一实现新能源锂电镀膜设备（“水电镀”）规模量产

的企业；成功研发大宽幅双边

**通策医疗（600763）：2024 年报及 2025 一季报点评：业绩符合预期，Q1 业绩增速环比改善**

盈利预测与投资评级：考虑到宏观消费及行业环境变化，我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 7.00/8.43 亿元下调至 5.62/6.33 亿元，预计 2027 年为 7.16 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 32/28/25 倍。维持“买入”评级。风险提示：医院扩张或爬坡不及预期的风险，医药行业政策不确定性风险。

**百济神州-U（688235）：2024 年年报点评：营收大幅增长，2025 年将迎来 GAAP 经营性利润转正**

盈利预测与投资评级：由于泽布替尼海外销售强劲增长，三费费用控制合理。我们将 2025-2026 年的归母净利润-2.74 亿元和 6.36 亿元分别上调至 4.03 亿元和 35.9 亿元。预计 2027 年归母净利润为 67.5 亿元，对应 2025-2027 年 PE 估值为 857/96/51X。公司作为国内创新药龙头，临床开发效率卓越，全球商业化能力突出，成长确定性较高，财务报表端即将扭亏，维持“买入”评级。风险提示：临床数据不佳风险；竞争格局加剧风险；商业化不及预期风险。

**伊力特（600197）：2024 年报及 2025 一季报点评：伊力王改革显效，小老窖有待修复**

盈利预测与投资评级：公司年报披露 2025 年营业收入目标 23 亿元（合并报表，同比+4.4%），实现利润总额 4.05 亿元（合并报表，同比+0.7%）。分区域看，疆内销售以稳为主，疆外规划同增 20%；分产品看，规划伊力王、小老窖贡献主要增量。公司产品矩阵更新、渠道模式改进，自营产品运作逐步走上正轨，2025 年报表目标拆解具备可行性，我们相应更新 2025~26 年归母净利预测为 3.3、4.0 亿元（前值 3.9、4.7 亿元），新增 2027 年预测为 5.0 亿元，对应 2025~27PE 为 21、17、14x，维持“买入”评级。风险提示：疆内市场白酒竞争加剧；疆外市场扩张不及预期；产品结构升级不及预期。

**华电国际（600027）：2025 一季报点评：收入略低于预期，关注核电、光伏发电量对火电的挤占影响**

事件：公司发布 2025 年一季报，2025 年一季度公司实现营业收入 265.77 亿元，同比-14.1%，略低于市场预期；实现归母净利润 19.30 亿元，同比+3.7%，符合市场预期。2025Q1 山东地区核电、太阳能发电量超预期，火电发电量略低于市场预期。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 64.5/68.1/77.4 亿元，对应 PE 为 9/9/8 倍，维持“买入”评级。风险提示：并购进度不及预期的风险，电力需求超预期下降的风险，减值风险等

**方盛制药（603998）：2024 年报&25 年一季报点评：业绩符合预期，多产品矩阵保障业绩平稳**

事件：2024 年，公司实现营收 17.77 亿元（+9.15%，同比增长 9.15%，下同），归母净利润 2.55 亿元（+36.61%），扣非归母净利 1.93 亿元（+44.61%）；单 Q4 季度，公司实现营收 4.30 亿元（+3.84%），归母净利润 0.27 亿元（-39.59%），扣非归母净利润 0.3 亿元（+155.03%），业绩基本符合预期。2025 年 Q1，公司实现营收 4.18 亿元（-4.62%），归母净利润 0.88 亿元（+25.74%），扣非归母净利润 0.71 亿元（+31.41%）。盈利预测与投资评级：考虑到公司深化营销网络建设，前期销售费用投入加大，我们将

2025-2026 年归母净利润由 3.12/3.96 亿元下调为 3.09/3.77 亿元，2027 年归母净利润预计为 4.50 亿元，对应 PE 估值为 14/11/9X。维持“买入”评级。风险提示：行业政策风险，市场竞争加剧风险，研发不及预期风险等。

**南网储能 (600995): 2025 年一季报点评: 调峰水电受益于来水偏丰, 业绩略超市场预期**

事件: 公司发布 2025 年一季报, 2025Q1 公司实现营业收入 15.57 亿元, 同比+17.5%; 实现归母净利润 3.74 亿元, 同比+31.1%; 实现扣非后归母净利润 3.76 亿元, 同比+29.6%; 略超市场预期。2025Q1 调峰水电受益于来水偏丰, 实现归母净利润同比+31.1%。受调峰水电站来水同比偏丰, 调峰发电量增加, 收入和归母净利润增长。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 12.35 亿元、13.94 亿元、15.17 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 为 25 倍、22 倍、21 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 公司调峰电站来水不确定的风险、新型储能电站商业模式不确定的风险等

**应流股份 (603308): 2025 年一季报点评: 业绩符合预期, 静待“两机”业务贡献利润弹性**

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 归母净利润为 4.5/6.3/8.6 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 30/21/16x, 维持“买入”评级。风险提示: 资本开支不及预期, 需求不及预期, 国产化进程不及预期

**长川科技 (300604): 2024 年报&2025 一季报点评: 业绩持续高增, 看好公司打造国产测试设备龙头**

2024 业绩持续高增, 测试设备大幅贡献营收: 2024 年公司实现营收 36.4 亿元, 同比+105%, 其中测试设备营收 20.6 亿元, 同比+205%, 分选设备营收 11.9 亿元, 同比+45%。期间归母净利润为 4.6 亿元, 同比+915%; 扣非归母净利润为 4.1 亿元, 同比+641%。2025Q1 单季公司营收 8.2 亿元, 同比+46%, 环比-26%。Q1 归母净利润 1.1 亿元, 同比+2624%, 环比+10%; 扣非归母净利润 0.5 亿元, 同比+2710%, 环比-34%。期间费用控制效果显著, 公司持续加大研发投入: 2024 年毛利率为 54.9%, 同比-2.2pct; 净利率为 12.8%, 同比+9.4pct; 期间费用率为 40.9%, 同比-21.8pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率为 5.6/8.5/26.6/0.2%, 同比-3.2/-4.1/-13.8/-0.7pct; 2024 年公司研发费用 9.67 亿元, 同比+35%。25Q1 单季毛利率为 52.8%, 同比-1.84pct, 环比+0.66pct; 销售净利率为 13.4%, 同比+12.77pct, 环比+5.37pct。合同负债&存货同比增长, 24 年公司产销&经营现金流表现良好: 截至 2024Q4 末, 公司合同负债 0.32 亿元, 同比+210%; 存货为 22.34 亿元, 同比+3.5%; 2024 年市场需求旺盛, 公司销售规模达 1690 台, 同比+67%。2024 年公司产能利用率达 96%, 同比+34%; 2024 年公司经营活动净现金流入 6.26 亿元, 同比+184%。产品线与市场布局清晰, 看好国产 SoC 测试机实现进口替代: (1) 产品布局方面: 保持产品市场领先地位的基础上, 公司重点开拓了覆盖 Soc、逻辑等多种高端应用场景的数字测试设备、三温探针台、三温分选机、AOI 光学检测设备等相关封测设备, 不断拓宽产品线, 并积极开拓中高端市场; (2) 测试设备方面: 包括大功率测试机、模拟测试机、数字测试机等, 其中 D9000 系列 SoC 测试机可适应于芯片 CP 测试和 FT 测试, 适用于数字逻辑芯片、数模混合芯片、微处理器、系统级 SoC 及其射频类芯片, 可适配各家 Handler 或 Prober。SoC 测试机是爱德万和泰瑞达等海外龙头

的主要垄断领域，国产替代空间广阔，看好公司实现高端测试机国产突围；（3）探针台方面：CP12-S0C/CIS/Discrete 等项目已达到量产状态，CP12-Mem

**莲花控股（600186）：2024 年报及 2025 年一季报点评：符合预期，积极有为**

莲花控股发布 2024 年报及 25Q1 季报，2024 年公司营收/归母净利润为 26.46/2.03 亿元，同比+25.98%/55.92%；24Q4 营收/归母净利润为 7.12/0.37 亿元，同比+46.36%/+5.97%。25Q1 营收/归母净利润 7.94/1.01 亿元，同比增加 37.77%/105.19%，收入利润符合预期实现高增。

**英科再生（688087）：2024 年报&2025 一季报点评：2024 年业绩高增 57%，高值化利用产品增长动能充足**

盈利预测与投资评级：再生塑料先行者，全产业链&全球化布局，深耕再生塑料高值化利用终端制品，先发布局食品级 rPET，盈利能力逐季提升。我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 3.22/3.79 亿元上调至 3.86/4.58 亿元，预计 2027 年归母净利润为 5.41 亿元，对应 11/10/8 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：项目投产及进度不达预期，贸易政策变动和加征关税风险。

**杭可科技（688006）：2024 年报&2025 年一季报点评：25Q1 营收环比改善，看好公司海外市场布局**

24 年业绩承压，25Q1 利润环比回正：2024 年公司实现营收 29.81 亿元，同比-24.18%，我们认为主要系锂电池装备制造行业市场竞争加剧、电池厂商验收周期延长以及外币汇率波动等因素影响。其中充放电设备营收 25.84 亿元，同比-19.09%，占比 86.69%；配件营收 0.23 亿元，同比-29.66%，占比 0.77%。归母净利润 3.26 亿元，同比-59.67%；扣非归母净利润 3.11 亿元，同比-60.68%。2025Q1 单季公司营收 6.80 亿元，同比-23.07%，环比+119.26%；归母净利润 1.16 亿元，同比-33.07%，环比回正；扣非归母净利润 1.16 亿元，同比-31.41%，环比回正。24 年盈利能力同比略有下滑，研发投入稳定增长：2024 年公司毛利率为 31.32%，同比-6.2pct，充放电设备毛利率为 31.29%，同比-5.1pct，配件毛利率 52.66%，同比-3.5pct；销售净利率为 10.95%，同比-9.6pct；期间费用率为 14.6%，同比+5.2pct，其中销售费用率为 2.34%，同比-0.6pct，管理费用率为 6.48%，同比+2.2pct，财务费用率为-2.8%，同比+1.2pct，研发费用率为 8.63%，同比+2.4pct。期间公司研发投入稳定增长，2024 年研发费用达 2.57 亿元，同比+5.6%。2025Q1 单季毛利率 21.06%，同比-13pct，环比-22pct；销售净利率为 17%，同比-3pct，环比+33pct。存货&合同负债同比提升，25Q1 现金流环比回正：截至 2024Q4 末，公司合同负债 24.41 亿元，同比+9.02%；存货为 29.13 亿元，同比+0.40%，Q4 公司经营活动净现金流为-0.65 亿元，同环比转负；截止 2025Q1 末，公司存货为 28.73 亿元，同比-0.29%，合同负债为 25.00 亿元，同比+13.0%，2025Q1 公司经营性现金流 0.29 亿元，同比-75.2%，环比回正。设备持续出口全球市场，看好海外订单加速落地：海外扩产较为理性，扩产主体包括日韩电池厂、欧美新玩家、整车厂，日韩为成熟玩家，但近年来下游需求弱+技术路线摇摆扩产较慢，欧美新玩家入局，但受下游需求+经验不足影响扩产有所放缓，我们认为海外重点关注大众等整车厂扩产，海外整车厂除了自建产能外，还通过与中国/韩国头部锂电厂商建立合资公

**正帆科技（688596）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩稳健提升，看**

## 好 OPEX 业务增长潜力

工艺介质供应系统业务持续扩张，GasBox、MRO 业务增长潜力较强。(1) 工艺介质供应系统：公司在国内处于领先地位，已经完全具备与国际供应商同台竞争的能力，长期服务国内包括中芯国际、长江存储、长鑫、京东方、晶科、隆基、三安等在内的头部泛半导体行业客户；(2) GasBox：公司产品已经向国内头部半导体设备和光伏电池片工艺设备厂商批量供货。目前 Gas Box 的国际供应商在国内的供货量依然占较大市场份额，公司以稳定的供应、专业的设计和服务、快速的响应等优势处于国内供应商的领先地位；(3) MRO：该业务快速成长，公司在国内布局 14 个服务点，为客户提供更快速的响应和更优质的服务；(4) 前驱体：公司已突破技术壁垒高、国产化率极低的半导体前驱体，并完成产线建设，在铜陵电子材料生产基地投建的前驱体制造基地，将覆盖 20 余种前驱体产品。盈利预测与投资评级：考虑到公司产品结构，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润为 7.27/9.58 亿元（原值 7.8/10.2 亿元），预计 2027 年归母净利润为 12.75 亿元，当前市值对应 PE 为 15/12/9 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游资本开支下滑、市场竞争加剧等。

## 焦点科技 (002315)：2025 年一季报业绩点评：卖家回款加速提升，AI 新产品未来空间广阔

盈利预测与投资评级：由于公司持续改革买家流量为卖家的回款变现打下基础，因此我们维持公司 2025-2027 年的归母净利润盈利预测 5.57/6.79/7.85 亿元，2025-2027 年现价对应 PE 为 24.08/19.76/17.10 倍。我们认为公司是被低估的数字经济平台龙头，有望受益于“科技赋能+SaaS 模式+政策利好”三大优势，迎来加速增长，维持“买入”评级。

## 精智达 (688627)：技术突破引领国产替代，双轮驱动打开成长空间

精智达在存储测试机领域今年将迎来国产 0 突破，公司技术指标优异，技术团队配置优良，验证进展顺利，公司强兑现，弹性空间较大

## 兆威机电 (003021)：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩增速可观，积极布局人形机器人灵巧手领域

盈利预测与投资评级：考虑到关税政策影响，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 2.70（原值 2.78）/3.32（原值 3.51）亿元，预计 2027 年归母净利润为 4.15 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 113/92/74 倍，考虑到公司在人形机器人灵巧手领域前瞻性布局，维持公司“增持”评级。风险提示：人形机器人商业化进程不及预期，研发进展不及预期，宏观经济风险。

## 日月股份 (603218)：2024 年年报及 2025 年一季报点评：Q1 收入同比大幅增长，静待盈利拐点

事件：公司 24 年营收 47 亿元，同比+0.9%，归母净利润 6.2 亿元，同比+29.6%，毛利率 17.3%，同比-1.3pct，归母净利率 13.3%，同比+2.9pct；其中 24Q4 营收 15.1 亿元，同环比+34.3%/+8.2%，归母净利润 1.2 亿元，同环比-8.8%/+38%，毛利率 17.6%，同环比+1.5/+2.8pct，归母净利率 7.8%，同环比-3.7/+1.7pct。25Q1 营收 13 亿元，同环比+86.4%/-13.9%，归母净利润 1.2 亿元，同环比+39.1%/+3%，毛利率 15.5%，同环比-6.2/-2pct，归母净利率 9.3%，同环比-3.2/+1.5pct。24 年拆分：24 年公司实现铸件销售 49 万吨，铸件收入 46.2 亿元，同比基本持平，毛利率 17.3%，同比-1.2pct，毛利率下降主要系风电产品销售价格出现一定下降，项目投产后资产折旧、摊销出现一定幅度增加。其中，公司海外销售收入 7.4 亿元，

同比+5.9%，毛利率 29.6%，同比-4.8pct。 公司产能陆续扩充：①铸造：截至 24 年底，公司已具备年产 70 万吨铸造产能。公司按照既定战略稳定推进各项产能提升工作，其中甘肃日月“年产 20 万吨（一期 10 万吨）风力发电关键部件项目”已于 23 年 3 月进入生产阶段，年产 13.2 万吨铸造产能项目已于 23 年 4 月进入生产阶段，以上两项目目前均处于产量爬坡阶段。②精加工：结合市场状况，优化精加工产能布局，首期“年产 10 万吨大型铸件精加工项目”已经达成；“年产 12 万吨海装关键铸件精加工项目”2020 年 7 月份开始稳步释放部分产能后产量稳步提升。甘肃日月“年产 20 万吨（一期 10 万吨）风力发电关键部件项目”配套的 10 万吨精加工产能，已于 2023 年 3 月进入生产阶段。2020 年非公开发行股票项目“年产 22 万吨大型铸件精加工项目”已完成 10 万吨的精加工能力，提升了客户端“一站式”交付能力，形成了自主加工与优秀外协供方加工资源优势互补的弹性精加工格局。

**伊利股份（600887）：2024 年报&25Q1 点评：24 年减值落地轻装上阵，25Q1 开局亮眼**

行业需求疲软，公司坚持理性渠道策略，下调公司 25-26 年收入预期为 1209/1263 亿元（此前预期为 1260/1307 亿元），并新增 27 年预期为 1320 亿元，25-27 年同比+4.4%/+4.5%/+4.5%；调整 25-26 年归母净利润预期为 111/121 亿元（此前预期为 114/119 亿元），并新增 27 年预期为 128 亿元，25-27 年同比+31%/+9%/+6%，对应 25-27 年 PE 分别为 17/16/15x，维持“买入”评级。

**双环传动（002472）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：公司业绩符合预期，电驱齿轮龙头强者恒强**

盈利预测与投资评级：我们基本维持公司 2025-2026 年归母净利润为 12.69 亿元、15.57 亿元的预测（前值为 12.66 亿元、15.46 亿元），新增 2027 年归母净利润预测值 18.74 亿元，对应的 EPS 分别为 1.50 元、1.84 元、2.21 元，2025-2027 年市盈率分别为 22.50 倍、18.34 倍、15.24 倍，维持“买入”评级。 风险提示：新能源乘用车销量不及预期；原材料价格波动影响；新业务开拓不及预期；并购整合不及预期。

**海泰新光（688677）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：2024 年业绩短期承压，25Q1 迎来拐点**

投资要点 事件：公司近期发布 2024 年报及 2025 年一季报，公司 2024 年实现收入 4.43 亿元（同比-5.90%，下同），归母净利润 1.35 亿元（-7.11%），扣非归母净利润 1.29 亿元（-5.26%），25Q1 实现收入 1.47 亿元（+24.86%），归母净利润 0.47 亿元（+21.45%），扣非归母净利润 0.46 亿元（+26.89%），2024 年报及 2025Q1 季报业绩符合我们预期。 2024 年主业受下游客户库存影响短期承压。2024 年公司主营业务收入占比 99.49%，医用内窥镜器械行业收入 34,515.91 万元（-7.04%），占主营业务收入 78.34%（上年度同期占比 79.26%）；光学行业收入 9,543.01 万元（-1.80%），占主营业务收入 21.66%（上年度同期占比 20.74%）。公司在医用内窥镜方面新产品推进顺利。公司配套美国客户新一代内窥镜系统在 2023 年 9 月正式上市，2024 年实现平稳上量；公司为美国市场开发的新型 4mm 宫腔镜实现量产上市，2.9mm 膀胱镜和 3mm 小儿腹腔镜以及开放手术外视镜已经产品定型，公司预计很快会量产上市；公司关节镜、三维腹腔内窥镜、胸腔内窥镜正式在国内市场上市销售；公司针对国内市场的全系列腹腔镜，包括白光、荧光、除雾、3D 荧光、标准长度、加长

型、超细型等几十种规格的腹腔镜完成产品注册并在国内上市；公司针对泌尿科、妇科以及头颈外科开发的宫腔镜、膀胱镜、鼻窦镜等内窥镜产品完成注册并在国内市场上市；公司第二代内窥镜摄像系统在 2025 年实现量产并在国内市场上市。 盈利预测与投资评级：考虑到新品研发费用、市场推广费用增加，我们将 2025-2026 年归母净利润由 1.86/2.33 亿元调整为 1.75/2.13 亿元，预计 2027 年归母净利润为 2.62 亿元，当前市值对应 PE=24/20/16x，考虑到公司 2025Q1 业绩迎来拐点，全年有望持续，维持“买入”评级。 风险提示：关税风险加剧；新品推广不及预期；经营规模扩大带来的战略与管理风险。

#### **比亚迪电子 (00285.HK)：2025 年一季度业绩点评：业绩短期波动，看好多重布局**

**投资要点** 事件：公司发布一季报。2025Q1 公司实现收入 368.8 亿元，同比+1.1%，环比-33.2%；归母净利润 6.2 亿元，同比+1.9%，环比-48.3%；毛利率 6.3%，同比-0.6pct，环比+0.4pct。 深化大客户合作，收购捷普协同效应或进一步显现。公司不断深化与大客户高端产品战略合作，积极拓展产品品类，有望受益于大客户结构件金属化、高端化，大客户内份额有望持续增长。捷普并表后拉动零部件业务规模提升，通过自动化快速提升运营效率，我们认为收购效应后续有望在利润率及产品序列层面进一步显现。 汽车电子有望持续受益于母公司汽车智能化趋势。集团智能座舱、智驾域控、热管理产品出货量持续增长，智能悬架产品导入量产。公司全面布局低、中、高算力智驾平台，通过热管理系统核心零部件自研实现高效热能转换和利用，具备核心技术和大规模量产能力。我们认为公司智驾域控、智能悬架、智能座舱等产品有望持续受益于母公司智驾平权及国内外销量增长，贡献新的业绩增量。 AI 及机器人布局持续完善，积蓄增长动能。2024 年公司加强与各板块行业头部客户战略合作无人机、智能家居及游戏硬件板块稳健发展，2025M3 母公司携手大疆发布智能车载无人机系统“灵鸢”，搭载于仰望、王朝、海洋、腾势、方程豹有望贡献增量。公司持续完善 AI 数据中心、机器人赛道布局，AI 服务器产品实现量产，液冷和电源产品完成开发，有望贡献增长新动能；机器人方面，公司已完成 AMR（自主移动物流机器人）开发，并应用于集团内制造场景，同时已针对 AI 机器人传感器、执行器、控制器等多个核心零部件及整机进行全面布局。 盈利预测与投资评级：公司汽车电子、消费电子、新型智能三项业务均有可观增长潜力，我们维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 52.6/63.2/73.0 亿元，2025 年 5 月 2 日收盘价对应 PE 为 13.5/11.2/9.7 倍，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求不及预期；客户集中度较高；收购协同效应不及预期。

#### **贝泰妮 (300957)：2024 年报及 2025 年一季报点评：短期业绩承压，期待经营拐点**

**盈利预测与投资评级：**贝泰妮是我国皮肤学级护肤龙头，专业化品牌形象稳固，线上线下多平台拓展顺利，品牌矩阵逐步完善，美白/抗衰等系列新品上新后有望贡献业绩增量。由于短期费用率大幅提升，我们将公司 2025-26 年归母净利润预测 10.4/13.4 亿元下调至 6.6/8.1 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 9.4 亿元，对应 PE 分别为 27/22/19 X，考虑到公司敏感肌赛道龙头地位稳固，维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧，产品推广不及预期等。

**周大生 (002867)：2024 年报及 2025 年一季报点评：持续高分红，期待**

## 25 年业绩逐季修复

**盈利预测与投资评级：**2024 年黄金珠宝行业受金价急涨短期抑制需求，公司业绩出现一定程度的下滑，考虑到 25Q1 行业及公司销售承压，我们将 2025-2026 年归母净利润从亿元下调至 12.9/14.1 亿元至 11.1/12.2 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 13.1 亿元，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 13/12/11 倍，考虑到公司分红率较高，仍维持“买入”评级。风险提示：终端需求不及预期，开店不及预期，金价波动等。

## 中国铁建（601186）：2025 年一季报点评：Q1 盈利继续承压，现金流有所改善

**营收继续承压，毛利率、归母净利率小幅下降。**（1）公司 2025Q1 营收同比-6.6%，降幅基本与 2024Q4 相当，2025Q1 实现综合毛利率 7.5%，同比-0.3pct。（2）费用控制效果良好，期间费用率在收入下降的背景下略有压缩，2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.50%/1.98%/1.15%/0.53%，同比分别-0.06/-0.15/+0.12/+0.02pct；（3）2025Q1 资产减值/信用减值损失分别为-2.54/-1.83 亿元，同比分别-0.84 亿元/+1.11 亿元；投资净收益为-1.36 亿元，同比+0.40 亿元，主要是对联营合营企业的投资收益改善；综合影响下公司 2025Q1 归母净利率为 2.01%，同比-0.19pct。外部冲击影响下宏观经济下行压力仍在，政治局会议指出要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，我们认为增量的财政政策支持 and 融资端的改善对投资端和实物量的效果将逐渐显现，同时扩内需预期增强，基建投资和重点区域建设有望政策加码。公司作为基建龙头央企估值仍处历史低位，有望得到修复。基于传统基建业务承压，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 219/224/229 亿元（2025、2026 年预测前值为 311/342 亿元），对应市盈率分别为 4.8/4.7/4.6 倍，维持“买入”评级。风险提示：基建投资增速不及预期的风险、新兴业务拓展不及预期的风险、信用减值风险。

## 新泉股份（603179）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：公司业绩符合预期，自主内饰件龙头持续成长

**盈利预测与投资评级：**考虑到公司新项目的量产进度以及下游配套客户的销量情况，我们将公司 2025-2026 年归母净利润的预测调整为 13.37 亿元、17.25 亿元（前值为 13.91 亿元、18.05 亿元），新增公司 2027 年归母净利润预测值 21.02 亿元。对应 EPS 分别为 2.74 元、3.54 元、4.31 元，市盈率分别为 14.68 倍、11.38 倍、9.34 倍。公司作为自主内饰件龙头企业，当前正加速全球化发展，因此维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；新客户开拓不及预期；原材料价格波动影响。

## 岱美股份（603730）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：公司经营整体稳健，顶棚新品类打开成长空间

**盈利预测与投资评级：**考虑到公司新项目的量产进度以及下游配套客户的销量情况，我们将公司 2025-2026 年归母净利润的预测调整为 9.27 亿元、10.91 亿元（前值为 10.36 亿元、12.45 亿元），新增公司 2027 年归母净利润预测值 12.80 亿元。对应 EPS 分别为 0.56 元、0.66 元、0.77 元，市盈率分别为 14.26 倍、12.12 倍、10.33 倍。考虑到公司品类扩张，顶棚新产品打开成长空间，维持“买入”评级。风险提示：全球乘用车行业销量不及预期；公司新产品拓展不及预期。

## 松原安全（300893）：2025 年一季报点评：2025Q1 业绩符合预期，自主被动安全龙头持续成长

**盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.92 亿元、5.21 亿元、6.98 亿元的预测, 对应的 EPS 分别为 1.73 元、2.30 元、3.09 元, 2025-2027 年市盈率分别为 19.49 倍、14.67 倍、10.95 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 乘用车行业销量不及预期; 新客户及新产品开拓不及预期; 原材料价格波动导致盈利不及预期。

**万达电影 (002739): 2024 年报及 2025 年一季报点评: Q1 业绩彰显运营杠杆, 期待后续内容业务表现**

我们期待行业及公司 2025 年待上映电影表现, 维持公司 2025-2026 年归母净利润预测 10.0/12.4 亿元, 新增 2027 年利润预测 14.4 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 分别为 24/19/17 倍, 维持“买入”评级。

**银轮股份 (002126): 2025 年一季报点评: 2025Q1 业绩符合预期, 热管理龙头持续成长**

**盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.70 亿元、13.09 亿元、15.67 亿元的预测, 对应的 EPS 分别为 1.28 元、1.57 元、1.88 元, 2025-2027 年市盈率分别为 19.84 倍、16.21 倍、13.54 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 新能源乘用车销量不及预期; 新产品拓展不及预期; 原材料价格波动影响盈利。

**恒帅股份 (300969): 2025 年一季报点评: 2025Q1 业绩短期承压, 微电机龙头长期成长可期**

**盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.51 亿元、3.03 亿元、3.66 亿元的预测, 对应的 EPS 分别为 3.14 元、3.79 元、4.57 元, 2025-2027 年市盈率分别为 24.75 倍、20.48 倍、16.97 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 乘用车行业销量不及预期; 原材料价格波动超预期; 新产品应用拓展不及预期。

**继峰股份 (603997): 2025 年一季报点评: 2025Q1 业绩符合预期, 盈利能力同环比显著提升**

**盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.46 亿元、10.97 亿元、13.84 亿元的预测, 对应的 EPS 分别为 0.51 元、0.87 元、1.09 元, 2025-2027 年市盈率分别为 24.25 倍、14.29 倍、11.33 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 下游整车销量不及预期; 新业务拓展不及预期; 海外整合不及预期。

**星宇股份 (601799): 2025 年一季报点评: 2025Q1 业绩符合预期, 车灯龙头持续成长**

**盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 17.61 亿元、21.89 亿元、26.83 亿元的预测, 对应的 EPS 分别为 6.16 元、7.66 元、9.39 元, 2025-2027 年市盈率分别为 21.52 倍、17.31 倍、14.12 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 乘用车行业销量不及预期; 车灯产品升级速度不及预期; 新客户开拓不及预期。

**三诺生物 (300298): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 业绩符合预期, 期待 CGM 快速增长**

**投资要点 事件:** 公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报, 2024 年全年, 公司实现营业收入 44.43 亿元 (+9.47%, 同比, 下同), 实现归母净利润 3.26 亿元 (+14.73%)。2024Q4 单季度实现营业收入 12.61 亿元 (+23.22%), 实现归母净利润 0.71 亿元 (+310.96%)。2025Q1 单季度实现收入 10.42 亿元 (+2.76%), 归母净利润 0.72 亿元 (-10.90%), 业绩符合我们预期。2024 年国内外业务稳步推进。2024 年, 公司血糖监测系

统实现收入 33.21 亿 (+15.58%)，糖尿病营养、护理等辅助产品实现收入 2.62 亿 (-6.04%)，血脂检测系统实现收入 2.44 亿 (-4.97%)，iPOCT 监测系统实现收入 1.86 亿 (+9.11%)，糖化血红蛋白检测系统实现收入 1.82 亿 (-7.31%)，血压计实现收入 1.23 亿 (+10.61%)，经营品实现收入 0.89 亿 (-23.49%)。2025Q1 收入符合预期。2025Q1 单季度实现收入 10.42 亿元 (+2.76%)，归母净利润 0.72 亿元 (-10.90%)。25Q1 实现销售毛利率 48.69%，销售净利率 7.81%。盈利预测与投资评级：考虑到新产品推广费用增加，我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 5.24/6.22 亿元，调整至 4.27/5.34 亿元，预期 2027 年为 6.62 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 27/22/18 倍，考虑到公司年内 CGM 美国市场有望上市，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险等。

### 艾罗能源 (688717)：2024 年报及 2025 年一季报点评：Q1 出货环比提升，Q2 旺季可期

事件：公司 24 年营收 30.7 亿元，同比-31.3%，归母净利润 2 亿元，同比-80.9%，毛利率 38.1%，同比-1.8pct，归母净利率 6.6%，同比-17.2pct；其中 24Q4 营收 6.7 亿元，同环比+43 %/-19.1 %，归母净利润 0.4 亿元，同环比-7%/-24.9 %，毛利率 41.2%，同环比+12.4/+5.9pct，归母净利率 6.5%，同环比-3.5/-0.5pct。25Q1 营收 8 亿元，同环比+16.7 %/+19.9 %，归母净利润 0.5 亿元，同环比+35.3 %/+6.5 %，毛利率 29.9%，同环比-10.1/-11.3pct，归母净利率 5.8%，同环比+0.8/-0.7pct。24 年拆分：①24 年公司户储系统收入 22.2 亿元，同比-35.4%，毛利率 40.6%，同比+1.9pct；②工商储系统收入 9914 万元，毛利率 34.7%；③并网逆变器收入 5.9 亿元，同比-15.2%，毛利率 27.4%，同比-6.9pct；④配件及其他收入 1.6 亿元，同比-52.6%，毛利率 46.0%，同比+0.7pct。25Q1 出货同环比均实现提升：从 25Q1 经营数据来看，公司实现收入 8 亿元，同环比+16.7 %/+19.9 %均实现提升，新兴市场出货已实现明显改善，工商储出货实现高速增长，成为 25 年新的业绩增量。25Q1 收入规模扩张，费用率大幅下降：公司 24 年期间费用 10 亿元，同比+79.7%，费用率 32.5%，同比+20.1pct，其中 Q4 期间费用 2.5 亿元，同环比+150.4 %/+9.2 %，费用率 38.1%，同环比+16.3/+9.9pct；24 年经营性净现金流 7.5 亿元，同比+18.8%。公司 25Q1 期间费用 2.1 亿元，同环比-13.5 %/-18.3 %，费用率 25.9%，同环比-9.1/-12.2pct；25Q1 经营性现金流-0.3 亿元，同环比-113.5 %/-115.4 %；25Q1 末存货 10.6 亿元，较年初+2.1%。

### 南微医学 (688029)：2024 年报及 2025 年一季报点评：国内集采影响可控，海外市场稳步推进

投资要点 事件：公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报，2024 年全年，公司实现营业收入 27.55 亿元 (+14.26%，同比，下同)，实现归母净利润 5.53 亿元 (+13.85%)。2025Q1 单季度实现收入 6.99 亿元 (+12.75%)，归母净利润 1.61 亿元 (+12.18%)，业绩符合我们预期。2024 年国内集采影响有限，海外市场推广顺利。2024 年，面对河北等多省市止血夹、扩张球囊、注射针等产品集采带来的压力，公司中国营销团队加快销售模式转型，在极具挑战的市场环境下稳住了基本盘。从地区情况看，亚太区域营收 14.38 亿元（其中亚太海外营收 2.85 亿元），同比增加 5.5%；美洲区域营收 5.82 亿元，同比增长 23.5%；欧洲、中东及非洲区域营收 4.79 亿元，同比增长 37.1%；康友医疗实现营收 2.55 亿元（康

友海外营收 0.28 亿元)，同比增长 19.6%。公司海外营收已接近总收入的 50%，利润贡献达到近 40%。2025Q1 收入符合预期。2025Q1 单季度实现收入 6.99 亿元（+12.75%），归母净利润 1.61 亿元（+12.18%）。25Q1 实现销售毛利率 65.69%，销售净利率 23.91%，毛利率环比 24Q4 季度、同比 24Q1 季度均有所下滑，净利率保持稳定。盈利预测与投资评级：考虑到海外市场拓展费用增加，我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 6.97/9.36 亿元，调整至 6.56/7.69 亿元，预期 2027 年为 9.29 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 17/15/12 倍，考虑到公司海外市场增速较快，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险等。

### 德业股份（605117）：2024 年报及 2025 年一季报点评：Q1 业绩略超预告上限，25 年户储&工商储多点开花

事件：公司 24 年营收 112.1 亿元，同比+49.8%，归母净利润 29.6 亿元，同比+65.3%，毛利率 38.8%，同比-1.7pct；其中 24Q4 营收 31.9 亿元，同环比+176.5%/-2.4%，归母净利润 7.2 亿元，同环比+223.6%/-28.2%，毛利率 35.3%，同环比-4.7/-9.2pct。25Q1 营收 25.7 亿元，同环比+36.2%/-19.6%，归母净利润 7.1 亿元，同环比+63%/-2.1%，毛利率 37.2%，同环比+0.9/1.9pct，一季度业绩略超预告上限。24 年拆分：①逆变器营业收入 55.6 亿元，同比+25.4%，毛利率 47.8%，同比-3.5pct；销量 137 万台，同比+53.7%；②储能电池包 24.5 亿元，同比+177.2%，毛利率 41.3%，同比+7.4pct；③热交换机 19.5 亿元，同比 45.4%，毛利率 12.1%，同比+2.3pct；④除湿机 9.7 亿元，同比+37.7%，毛利率 34.4%，同比+0.8pct。24 年欧洲/巴基斯坦/乌克兰增长较快、光储产品多点开花：逆变器+电池包各市场销售收入及毛利率情况分别为：①德国 17.4 亿元，占比 21.8%，毛利率 47.7%；②巴基斯坦 5.6 亿元，占比 7.0%，毛利率 39.2%；③巴西 4.5 亿元，占比 5.7%，毛利率 32.0%；④乌克兰 4.1 亿元，占比 5.1%，毛利率 47.6%；⑤印度 3.8 亿元，占比 4.8%，毛利率 30.4%；⑥其他海外国家 38.2 亿元，占比 47.7%，毛利率 48.2%；⑦国内 6.4 亿元，占比 7.9%，毛利率 45.4%。25Q1 户储发货逐月改善，业绩超预期：25Q1 公司户储出货同比有所增长，我们判断主要系南亚、非洲、中东等电力紧缺使得储能需求进一步释放，离网机等新机型销量表现亮眼；欧洲部分市场受政策导向、能源转型及经济性等因素驱动，需求持续增长。4 月非洲、东南亚及东欧订单表现较好，且 Q2 为传统旺季，我们预计出货继续改善。

### 上海港湾（605598）：2024 年报及 2025 年一季报点评：费用前置阶段性拖累，看好双轮驱动的长期前景

公司聚焦东南亚和中东地区，充分发挥出海 20 年积累的丰富经验与资源优势，在巩固现有全生命周期定制化综合服务的基础上，进一步创新服务模式，增强客户粘性，全力开拓高质量优质订单，2024 年全年累计新签项目数量 72 个，金额 20.5 亿元，同比+93%；截至 2024 年底期末在手订单总金额 14.1 亿元，同比+58%。其中，已签订合同但尚未开工项目金额 3.5 亿元，在建项目中未完工部分金额 10.5 亿元。项目结构影响毛利率，费用前置影响净利率。盈利预测与投资评级：公司以创新技术和岩土工程综合服务能力为发展的基石和引擎，同时积极开拓以钙钛矿新材料为核心的第二增长曲线，我们看好公司的中长期发展前景；考虑到贸易冲突下全球经济形势的不确定性，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 2.5/3.2 亿元（原值为 2.9/3.5 亿元），新增 2027 年预测为 3.9 亿元，

4月30日收盘价对应市盈率为19/15/13倍，维持“增持”评级。风险提示：全球经济衰退的风险；境外开展业务的风险；汇率大幅波动的风险。

**分众传媒(002027): 2024年报及2025一季报点评: 公司点位稳健扩张, 营业成本持续下降**

盈利预测及投资评级: 由于2024Q4业绩下滑, 宏观经济承压, 因此我们将2025-2026年的EPS预测由0.43/0.50元调整为0.4/0.47元, 我们预计2027年的EPS为0.51元。2025-2027年对应当前PE分别为17.98/15.32/14.01倍, 维持“买入”评级。

**李子园(605337): 2024年报及2025年一季报业绩点评: 收入符合预期, 成本红利释放**

24年现金分红1.84亿元, 现金分红率约为87%, 分红比例稳中有升, 持续回报股东。展望2025年, 主业甜牛奶系列产品升级与渠道拓展并进, 新品维他命水卡位功能饮料赛道, 成本红利释放叠加费投精准投放, 盈利仍有提升空间, 我们略下调2025~2026年归母净利润为2.5、2.8亿元(前值为2.6、2.9亿元), 同比+13%、10%。新增2027年归母净利润为3.1亿元, 同比+9%, 当前市值对应PE为19/18/16倍, 维持“增持”评级。

**芒果超媒(300413): 2024年报及2025Q1季报点评: 优质剧集拉动会员数和付费, 会员收入首破50亿元大关**

盈利预测与投资评级: 考虑到公司的快乐购业务调整和广告大盘外部压力的影响, 我们将2025-2026年归母净利润从20/22亿元下调至18/21亿元, 并预计2027年为23亿元。当前股价对应2025-2027年PE分别为23/20/18倍, 我们看好公司的优质剧集内容对会员收入的拉动效应, 维持“买入”评级。风险提示: 内容上线不及预期风险, 流媒体竞争加剧风险, 广告大盘复苏不及预期风险。

**南方传媒(601900): 2024年报及2025Q1季报点评: 25年开局良好, 归母净利实现翻倍以上增长**

盈利预测与投资评级: 2025年开局良好, 毛利率提升且费用控制较好, 我们将2025-2026年归母净利润预测从8.9/9.6亿元上调至10.3/10.7亿元, 并预计2027年为11.1亿元, 当前股价对应2025-2027年PE分别为14/14/13倍, 维持“买入”评级。风险提示: 行业政策变化风险, 一般图书竞争加剧风险, 技术进展不及预期风险。

**中国船舶(600150): 2024年报&2025年一季报点评: 业绩近预告中值符合市场预期, 盈利已迎向上拐点**

盈利预测与投资评级: 考虑到地缘政治冲突带来的不确定性, 我们下调公司2025-2026年归母净利润预测至74/99亿元(原值为79/108亿元), 新增2027年归母净利润预测为124亿元, 对应当前市值PE分别为18/13/11x, 考虑到公司在中国船舶制造行业的领先地位, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等。

**富恒新材(832469): 2024年报&2025年一季报点评: 全年营收端稳步增长, 低毛利家电订单增加致业绩承压**

公司发布2024年报与2025一季报, 2024和25Q1分别实现营收8.18/1.68亿元, 同比+41.11%/-3.10%; 归母净利润0.36/0.06亿元, 同比-33.64%/-69.04%; 扣非归母净利润0.27/0.05亿元, 同比-67.46%。全年营收同比增长主要系公司积极开拓和深挖材料市场, 订单较上年同期大幅增加, 净利润同比下滑主要系行业竞争加剧, 压缩利润空间, 叠加低毛利家电业务占比上升, 拖累销售毛利率同比-5.83pct至13.75%。受政府补助收入减少以

及计提的信用减值损失的增加的影响,销售净利率同比-4.78pct至4.39%。2024年销售/管理/研发/财务费用率分别为0.70%/1.48%/3.38%/1.96%,同比-0.03/-0.43/-0.15/-0.88pct。考虑行业竞争加剧,压缩利润空间,公司短期业绩承压,调整2025~2026年归母净利润分别为0.42/0.51亿元(前值为0.86/1.08亿元),新增2027年归母净利润预测为0.63亿元,对应最新PE为52.32/42.73/34.72x,考虑伴随家电升级和换新需求增加,新能源汽车蓬勃发展,以及消费电子产品高性能需求提升,公司业绩具备长期成长性,维持“增持”评级。风险提示:1)技术迭代不及预期;2)宏观经济波动;3)市场竞争加剧。

#### **五新隧装(835174): 2024年报&2025一季报点评: 传统基建需求低迷致业绩承压, 看好水利/矿山/后市场增量**

公司发布2024年报&2025一季报,2024和25Q1分别实现营收7.99/1.73亿元,同比-16.26%/-10.77%;归母净利润1.05/0.33亿元,同比-36.07%/-10.08%;扣非归母净利润1.04/0.30亿元,同比-33.73%/-18.20%。公司业绩同比下降主要系2024年铁路和公路市场存在一定的资金压力,新开工项目减少,存量项目施工进度阶段性延缓,设备需求量降低,而公司在市场需求低迷的大环境下,优先选择付款条件优、回款风险低的优质订单,因此销售量总体有所下滑。2024年公司销售毛利率同比-3.99pct至32.85%,销售净利率同比-4.06pct至13.10%,销售/管理/财务/研发费用率分别为8.88%/3.53%/-0.35%/5.42%,同比-0.07/+0.80/-0.04/-0.49pct。考虑铁路和公路下游需求放缓,下调2025-2026年归母净利润预测为1.21(原值1.62)/1.44(原值1.93)亿元,新增2027年归母净利润预测为1.70亿元,对应动态PE为23.82/20.03/17.01x,考虑公司具有长期成长性,维持“买入”评级。风险提示:1)需求不及预期;2)宏观经济波动;3)市场竞争加剧。

#### **普源精电(688337): 2025年一季报点评: 营收同比+11%, 高端产品&解决方案增速亮眼**

盈利预测与投资评级: 我们维持公司2025-2027年归母净利润预测1.3/1.8/2.4亿元,当前市值对应PE53/39/29X,维持“增持”评级。风险提示:宏观经济波动、地缘政治冲突、新品推出不及预期等

#### **瑞华技术(920099): 2024年报&2025年一季报点评: 设备收入占比增加, 催化剂收入受交付期影响有所下滑**

公司发布2024年报与2025一季报,2024与25Q1分别实现营收5.55/1.02亿元,同比+40.74%/+1.96%;归母净利润1.16/0.16亿元,同比+1.78%/+24.85%;扣非归母净利润1.04/0.14亿元,同比-5.25%/+9.96%。公司营收同比上升主要系公司注重产业链整合,加强与上游供应商及下游客户深度合作以及设备收入显著增长等所致,2024年利润端增速低于营收端增速主要系公司高毛利率技术许可和服务收入下降,低毛利率的制造设备收入增长。2024年公司销售毛利率同比减少15.44pct至39.05%,销售净利率同比减少7.99pct至20.89%,销售/管理/财务/研发费用率分别为0.74%/5.62%/0.06%/3.56%,同比+0.48/-1.76/-0.02/-1.89pct。公司为石油化工工艺包“小巨人”,工艺包技术国内领先,业绩增长可期,调整2025~2026年归母净利润为1.46/1.85亿元(前值为1.26/2.02亿元),新增2027年归母净利润预测为2.36亿元,对应最新PE为17.49/13.80/10.80x,维持“增持”评级。风险提示:1)技术迭代不及预期;2)宏观经济波动;3)市场竞争加剧。

**中炬高新 (600872): 2025 年一季报点评: 主动调整致业绩承压, 期待改革红利释放**

公司仍处于改革期, 我们下调 25-27 年收入预期为 54/59/64 亿元 (此前预期为 58/66/75 亿元), 同比-1.7%/+8.2%/+9.6%; 下调 25-27 年归母净利润预期为 8.5/9.5/10.7 亿元 (此前预期为 8.9/10.1/11.6 亿元), 同比-4.8%/+12.3%/+12.3%, 对应 25-27 年 PE 分别为 18/16/14x, 维持“买入”评级。

**长江电力 (600900): 2024 年报&2025 一季报点评: 发电量稳增, 财务费用持续改善**

盈利预测与投资评级: 考虑到公司 2025 年力争实现 3000 亿千瓦时发电量, 我们上调 2025-2026 年、引入 2027 年对公司归母净利润的预测至 350.28 (原值 341.82) /367.15 (原值 354.25) /370.87 亿元, 同比增长 7.8%/4.8%/1.0%; 对应当前 PE 20.6/19.7/19.5 倍 (估值日 2025/4/30), 按照 2025 年分红比例 70% 计算, 对应股息率 3.4% (估值日 2025/4/30), 维持“买入”评级。

**华洋赛车 (834058): 2024 年报&2025 年一季报点评: 俄罗斯与欧洲重点市场持续放量, 期待双品牌策略提升细分增量**

公司发布 2024 年报与 2025 年一季报, 2024 和 25Q1 分别实现营收 5.27/1.78 亿元, 同比+10.06%/+264.24%; 归母净利润 0.56/0.12 亿元, 同比+9.43%/+161.79%; 扣非归母净利润 0.53/0.11 亿元, 同比+17.58%/+179.48%。业绩同比上升主要是公司自主品牌推广战略继续不断细化, 与多个空白地区经销商建立了合作关系, 并积极提升俄罗斯、欧洲市场等重点市场的利润率。2024 年, 公司销售毛利率同比+0.53pct 至 22.32%, 但由于新产品研发、市场渠道推广以及新增子公司的相关费用增加, 销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.52%/4.72%/-1.05%/4.31%, 同比+0.34/+0.25/-0.65/+0.74pct, 销售净利率同比-0.49pct 至 10.23%。公司全方位越野摩托综合能力领先, 业绩成长可期, 考虑国际贸易不确定性, 调整 2025~2026 年归母净利润为 0.69/0.90 亿元 (前值为 0.75/0.95 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测为 1.14 亿元, 对应最新 PE 为 26.87/22.04/17.63x, 维持“增持”评级。风险提示: 1) 市场需求不及预期; 2) 国际贸易风险; 3) 市场竞争加剧。

**捷众科技 (873690): 2024 年报&2025 年一季报点评: 积极布局新能源市场与高附加值新品, 扣非业绩同比高速增长**

公司发布 2024 年度报告与 2025 一季报, 分别实现营收 2.86/0.73 亿元, 同比+23.63%/+44.24%; 归母净利润 0.63/0.14 亿元, 同比+56.86%/-15.49%; 扣非归母净利润 0.53/0.13 亿元, 同比+42.30%/64.55%。公司业绩同比增长主要系公司在保持现有业务稳定发展的同时, 进一步加强新能源汽车市场开拓, 扩大市场份额。同时, 公司积极研发具有高附加值的新产品, 推动产品不断迭代升级, 并加快智能化数字化转型, 不断提高生产效率和产品质量。2024 年公司销售毛利率同比+2.06pct 至 38.41%, 销售净利率同比+4.63pct 至 21.87%, 销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.86%/8.41%/-1.14%/4.59%, 同比+0.34/-0.29/-1.10/-0.27pct。公司小模塑精密注塑齿轮技术领先, 新能源市场成长可期, 调整 2025~2026 年归母净利润分别为 0.81/1.03 亿元 (前值为 0.77/0.97 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测值为 1.29 亿元, 对应最新 PE 估值为 19.71/15.48/12.36x, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 技术迭代不及预期; 2) 宏观经济波动; 3) 市

市场竞争加剧。

**无锡鼎邦 (872931): 2024 年报&2025 年一季报点评: 内需疲软致利润承压下滑, 海外业务收入实现零突破**

公司发布 2024 年报与 2025 年一季报, 分别实现营收 4.01/0.85 亿元, 同比-8.55%/-18.61%; 归母净利润 0.39/0.08 亿元, 同比-16.79%/-20.00%; 扣非归母净利润 0.38/0.07 亿元, 同比-16.60%/-35.94%。公司业绩同比下降主要系高吨单价的不锈钢类及油浆蒸汽发生器类产品销量同比减少, 拉低收入规模; 同时, 国内市场价格竞争激烈叠加客户需求放缓, 导致内需订单收缩, 对此, 公司积极开展海外布局, 在国际市场开拓了壳牌石化、沙特阿美、美孚等客户, 成功实现境外业务零的突破, 2024 年境外营收达 0.15 亿元。考虑公司短期业绩下滑, 调整 2025~2026 年归母净利润分别为 0.45/0.53 亿元 (前值为 0.54/0.62 亿元), 新增 2027 年归母净利润为 0.63 亿元, 对应最新 PE 为 31.48/26.83/22.66x, 考虑公司在石化领域具备丰富的项目经验、优质的产品质量和良好的行业口碑, 并积极开拓海外市场, 具备长期成长性, 维持“增持”评级。风险提示: 1) 技术迭代不及预期; 2) 宏观经济波动; 3) 市场竞争加剧。

**一汽解放 (000800): 2025 年一季报点评: Q1 业绩承压, 静待需求回暖**  
盈利预测与投资评级: 考虑国内价格竞争激烈, 且出口俄罗斯面临下行风险, 我们下调 2025~2026 年归母净利润预测至 7.2/10.2 亿元 (原 15.99/24.14 亿元), 给予 2027 年归母净利润预测 13.1 亿元, 对应 2025~2027 年 EPS 分别为 0.15/0.21/0.27 元, 对应 PE 分别为 49.1/34.7/27.1 倍, 考虑当前公司潜在业绩弹性, 行业处于复苏阶段, 且当前 PB 估值仅 1.34 倍, 估值处于历史低位, 维持“买入”评级。风险提示: 重卡行业复苏不及预期; 海外出口波动超预期; 原材料价格大幅波动。

**瑞玛精密 (002976): 2024 年报及 2025 一季度报点评: 汽车业务加速扩张, 空悬业务取得突破**

盈利预测与投资评级: 由于公司业务处于量产爬坡期, 短期业绩承压, 我们下调公司 2025-2026 年归母净利润为 0.54/0.73 亿元 (原为 0.72/0.87 亿元), 预计 2027 年归母净利润为 0.98 亿元, 2026-2027 年同比+36%/+34%, 2025-2027 年对应市盈率分别为 46 倍、34 倍、26 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 子公司合并进度不及预期, 新业务拓展不及预期

**昆仑万维 (300418): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: AI 生态布局持续落地, 商业化进程加速**

盈利预测与投资评级: 考虑到公司持续 AI 投入以及投资业务波动, 我们上调 2025-2026 年营收、下调利润并新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年营业收入分别为 72/80/89 亿元 (2025-2026 年前值为 59/64 亿元), EPS-0.72/-0.63/-0.51 元 (2025-2026 年前值为 0.06/0.08 元), 对应当前股价 PS 分别为 5.48/4.91/4.41 倍。我们看好公司 AI 商业化加速, 盈利潜力有望逐步兑现, 维持“买入”评级。风险提示: AI 进展不及预期, 经营性业务不及预期, 行业监管风险。

**亿纬锂能 (300014): 2025 年一季报点评: Q1 业绩符合预期, 动储全年出货高增长**

盈利预测与投资评级: 我们基本维持 25-27 年归母净利润 53/73/93 亿元的预期, 同增 31%/37%/27%, 对应 PE 为 16x/12x/9x, 考虑到公司出货高速增长, 给与 25 年 25x 估值, 对应目标价 65 元, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格波动超市场预期, 电动车销量不及市场预期。

**威迈斯 (688612): 2024 年年报&2025 年一季报点评: 产品结构持续优化, 800V+海外开启高增长**

盈利预测与投资评级: 由于下游需求不及预期, 我们调整 25-26 年归母净利润至 5.1/6.6 亿元 (此前预测 6.3/7.5 亿元), 同比+29%/+28%, 新增 27 年归母净利润预期 8.5 亿元, 同增 29%, 对应 PE 为 20x/15x/12x, 考虑到公司 800V+海外开启高增长, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游需求放缓、新产品不及预期。

**珠海冠宇 (688772): 2025 年一季报点评: 淡季+出口退税影响盈利, Q2 起逐步恢复**

盈利预测与投资评级: 我们维持 25-27 年公司归母净利润预期 8.6/13.3/16.1 亿元, 同增 100%/55%/21%, 对应 PE 为 17/11/9 倍, 考虑到公司全球消费锂电巨头地位, 启停电池打造第二增长曲线, 给予 25 年 25 倍, 目标价 19 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游需求放缓、新产品不及预期。

**联影医疗 (688271): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 25Q1 季报迎来拐点, 期待逐季改善**

投资要点 事件: 公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报, 2024 年全年, 公司实现营业收入 103.00 亿元 (-9.73%, 同比, 下同), 实现归母净利润 12.62 亿元 (-36.09%)。2024Q4 单季度实现营业收入 33.46 亿元 (-15.90%), 实现归母净利润 5.91 亿元 (-35.09%)。2025Q1 单季度实现收入 24.78 亿元 (+5.42%), 归母净利润 3.70 亿元 (+1.87%), 2024 年报及 2025Q1 季报业绩符合我们预期。 2024 年度公司全球化进程取得突破性进展。公司高端机型在全球 40 多个国家签单近 300 台, uMRJupiter5T 磁共振接入驻顶尖医院, 并实现新兴区域市场破冰; CT 迈入万台时代, 长轴 PET/CT 新增市场份额持续领跑全球; 截至 2024 年末, 公司海外业务覆盖超 85 个国家和地区, 北美区域美国市场 PET/CT 累计装机超 100 台; 欧洲区域实现英法德意西全面破冰, 累计覆盖超 50%的国家; 亚太区域进入印度市场 5 年以来, 已覆盖印度超 70%的地区。 2025Q1 业绩迎来拐点。2025Q1 单季度实现收入 24.78 亿元 (+5.42%), 归母净利润 3.70 亿元 (+1.87%), 25Q1 实现销售毛利率 49.94%, 销售净利率 14.75%, 环比 24Q4 分别提升 3.2pct、-2.69pct, 同比 24Q1 分别提升 0.37pct、-0.65pct。 盈利预测与投资评级: 考虑到国内设备招采延后, 我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 19.16/23.11 亿元, 调整至 15.87/21.39 亿元, 预期 2027 年为 26.54 亿元, 对应当前市值的 PE 分别为 69/51/41 倍, 考虑到公司产品壁垒高, 竞争力强, 国内行业有望复苏, 维持“买入”评级。 风险提示: 地缘政治风险, 新产品市场推广或不及预期的风险等。

**山东黄金 (600547): 2025 年一季报点评: 金价上涨驱动公司业绩上行**

事件: 公司披露 2025 年一季报, 业绩同比大幅增长。2025 年一季度公司实现营收 259.35 亿元, 同比+36.81%, 环比增长 67.19%; 归母净利润 10.26 亿元, 同比+46.62%, 环比增长 15.86%。 公司黄金业务占比高, 金价上涨驱动公司业绩上行: 1) 量: 2025 年 Q1 公司自产金/外购金/小金条产量分别为 11.87/20.24/3.18 吨, 较上年同期分别同比-0.31%/+1.67%/-55.49%。公司 2025 年全年自产金指引为不低于 50 吨, 一季度完成度 23.74%, 考虑到春节假期的季节性因素, 公司完成全年产量概率较大; 2) 价: 2025 年 Q1 沪金现货均价为 670 元/克, 同比+36.72%, 公司黄金业务占比较高, 业绩充分受益于金价上行。 公司抓好资源

增储，发展根基持续夯实：2024 年公司实现探矿新增金资源量 58.8 吨，其中加纳卡蒂诺公司、焦家金矿、三山岛金矿、金洲公司分别新增金金属量 11.2 吨、7.75 吨、7.7 吨、7.47 吨；此外公司成功竞得大桥金矿外围探矿权，完成包头昶泰矿业 70% 股权并购；西岭金矿探矿权成功注入公司，并与三山岛金矿采矿权实现整合，取得 495 万吨/年整合采矿许可证；子公司山金国际完成 Osino Resources Corp.100% 股权并购。截至 2024 年底，公司保有益资源储量黄金金属量 2058.46 吨。 贸易战背景下海外经济“滞胀”确定性强化，新兴经济体货币换锚进度加速：1) 本次关税事件使得市场对美国经济走向“滞胀”的预期进一步强化，经济下行风险与通胀再度抬头风险共同推动实际利率的长期下行，黄金的金融属性得到强化；2) 在美债问题日益凸显的背景下，全球央行正经历从“美债储备主导”向“多元化外汇储备”的转型，而由于新兴国家央行缺乏黄金储备，该范式的转变将推动黄金买盘长期存在。 盈利预测与投资评级：我们继续看好公司在黄金牛市大周期下的盈利能力，基于海外经济“滞胀”预期强化了金价上涨动能，我们上调公司 2025-26 年归母净利润为 63.27/71.90 亿元（前值为 59.83/62.73 亿元），新增 2027 归母净利润预测值为 78.48 亿元，对应 2025-27 年的 PE 分别为 21.53/18.95/17.36 倍，维持“买入”评级。

#### 华泰证券（601688）：2025 年一季报点评：净利润同比增长近 60%，经纪及自营业务受益于资本市场回暖

盈利预测与投资评级：基于公司 2025 年一季度经营情况，我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 140.16/151.26/160.75 亿元，对应同比增速分别为-8.70% /+7.92%/+6.28%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 0.62 /0.59 /0.56 倍。看好交投情绪恢复后公司不断巩固头部券商竞争壁垒，同时依托科技核心竞争力延续增长趋势，维持“买入”评级。 风险提示：1) 市场成交活跃度下降；2) 股市波动冲击自营投资收益。

#### 致欧科技（301376）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：运费影响短期利润，长期能力持续进步

盈利预测与投资评级：考虑运费、关税等外部因素影响，我们将公司 2025-26 年归母净利润预期从 5.5/ 6.4 亿元下调至 4.2/ 5.4 亿元，预计 2027 年归母净利润为 6.8 亿元；同比+25%/+30%/+25%，对应 4 月 30 日收盘价为 17/ 13/ 11 倍 P/E。考虑股价已有回调，维持“买入”评级。

#### 2025 年一季报点评：油气产量稳步增长，继续高质量发展

盈利预测与投资评级：根据公司增储上产&新项目推进情况&油价情况，我们维持 2025-2027 年归母净利润分别 1384、1418、1467 亿元，按 2025 年 4 月 30 日收盘价，对应 A 股 PE 分别 8.6、8.4、8.1 倍，对应 H 股 PE 分别 5.3、5.2、5.0 倍。公司盈利能力显著，成本管控优异，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济波动；油价波动；公司增储上产速度不及预期

#### 潮宏基（002345）：2024 年报及 2025 年一季报点评：25Q1 归母净利同增 44%，渠道扩张稳步推进

盈利预测与投资评级：潮宏基是我国年轻时尚的黄金珠宝品牌，产品设计突出，拓店速度快，2025Q1 公司同店重拾增长，我们上调公司 2025-026 年归母净利润预测从 4.0/4.7 亿元至 4.5/5.2 亿元，新增 2027 年归母净利预测 6.5 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 20/18/14 倍，维持“买入”

评级。风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终端消费偏弱等。

**万业企业（600641）：2024 年报&2025 一季报点评：24 年业绩受房地产业务收尾影响，看好半导体设备业务放量**

离子注入设备快速放量，牵手先导科技实现平台化发展：公司在稳固离子注入设备国产龙头地位的同时，横向拓展薄膜沉积、刻蚀等市场规模更大的设备环节，公司“易主”先导科技后，将进一步深化公司半导体产业链平台化布局。1）离子注入机：凯世通是目前国内实现 28nm 低能离子注入工艺全覆盖的国产供应商，并率先完成高能离子注入机产线验证及验收，打破了国外技术壁垒。公司在手订单饱满，业绩有望迎来高速增长。2）横向：2021 年公司与宁波芯恩共同设立嘉芯半导体，业务覆盖刻蚀、薄膜沉积、快速热处理等多类主制程设备以及尾气处理等支撑制程设备，为汽车芯片、功率芯片、逻辑芯片等集成电路晶圆制造厂提供成套的前道设备解决方案。盈利预测与投资评级：考虑到公司订单情况，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 2.0（原值 1.1）/3.3（原值 2.7）亿元，预计 2027 年归母净利润为 5.1 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 69/41/26 倍，维持“增持”评级。风险提示：晶圆厂扩产节奏不及预期，订单获取及交付不及预期等。

**爱柯迪（600933）：2025 年一季报点评：25Q1 业绩略超预期，卓尔博收购落地**

2025Q1 公司营收达 16.66 亿元，同比+1.41%/环比-5.99%，25Q1 公司归母净利润达 2.57 亿元，同比+10.94%/环比+30.11%；扣非归母净利润达 2.36 亿元，同比+6.64%/环比+19.01%。2025Q1 业绩略超我们的预期。盈利预测与投资评级：考虑到卓尔博业务后续并表对公司财务的影响，我们将公司 2025-2027 年归母净利润上调至 11.90 亿元、14.86 亿元、17.78 亿元的预测（2025-2027 年前值为 11.34 亿元、12.61 亿元、14.91 元），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.21 元、1.51 元、1.81 元（2025-2027 年前值为 1.15 元、1.28 元、1.51 元），市盈率分别为 13 倍、10 倍、9 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车销量不及预期；铝压铸行业竞争加剧超预期；铝合金原材料价格上涨超预期。

**福莱特（601865）：2025 一季报点评：25Q1 由亏转盈，25 年有望逐步改善**

盈利预测与投资评级：考虑抢装结束后需求及价格或有承压，我们下调此前盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 8.2/11.6/14.9 亿元（前值为 10.4/16.0 亿元），同比-18%/41%/29%，对应 PE 为 42/30/23 倍，考虑公司 2026 年有望恢复平稳增长，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期。

**中国重汽（000951）：2025 年一季报点评：Q1 业绩符合预期，政策驱动全年向好**

盈利预测与投资评级：公司重卡龙头地位稳固，国四报废换新补贴政策有望驱动全年总量向上，我们维持公司 2025~2027 年归母净利润预测 18.76/23.43/26.17 亿元不变，2025~2027 年对应 PE 估值分别为 12.9/10.32/9.25 倍，维持“买入”评级。风险提示：国内物流行业复苏不及预期；海外经济波动超预期等。

**三角防务（300775）：2024 年报点评：募投项目稳定建设，国产大飞机有望打开更大空间**

盈利预测与投资评级：公司业绩相对承压，我们下调先前的预测，预计公

司 2025-2026 年归母净利润分别为 5.72/6.97 亿元，前值 10.63/13.01 亿元，新增 2027 年预期 9.74 亿元，对应 PE 分别为 24/20/14 倍，考虑到公司以四代机、大型运输机模锻件作为核心，深度布局下一代军机、航发锻件，并借助其平台型产品布局横向纵向拓展产品线，未来成长路径清晰，因此维持“买入”评级。 风险提示：1) 客户集中度较高及主要客户依赖的风险；2) 丧失核心竞争力风险；3) 军品定价方式对公司盈利造成波动的风险。

**中国海防 (600764): 2024 年报点评: 稳增向好成长可期, 深海科技新方向有望突破**

盈利预测与投资评级: 公司业绩相对承压, 我们下调先前的预测, 预计公司 2025-2026 年归母净利润预测值分别为 2.95/3.67 亿元, 前值 4.37/5.36 亿元, 新增 2027 年预测 4.63 亿元, 对应 PE 分别为 67/54/43 倍, 考虑到公司水声电子防务及特装产品受益于我国海军信息化建设, 以及中国船舶优质资产整合预期, 维持“增持”评级。 风险提示: 1) 行业竞争风险; 2) 生产经营风险; 3) 电子信息上下游产业链波动。

## 宏观策略

### 宏观深度报告 20250506：货币政策变局：如何理解“降准降息”的逻辑

**核心观点** 货币政策“适时降准降息”的逻辑：（1）从总量宽松逻辑看，“降准”和“降息”落地的着眼点是稳定经济增长，“稳增长、稳预期、稳信心”的诉求前置需要货币政策加大宽松力度，提振内需、稳定预期和信心，“适时降准降息”不仅可以稳定内需、而且也有利于实现外部均衡，同时当前中国的收益率曲线已经较为平坦，择机“降息”有利于修正 10 年期和 30 年期等长端利率隐含着经济增长预期，同时在暂停国债买卖的情况下，通过调降短端利率，打开曲线陡峭化的空间。（2）从结构工具看，货币政策工具箱中，数量型工具与价格型工具始终并存，总量宽松也要求结构性政策提供更多的量化指导，我们预计新一轮支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等领域的新增再贷款或循序渐进创设，丰富货币政策工具箱。（3）政策性金融工具或适时创新而生，为落地 4 月份中央政治局会议表述，政策性金融工具或在科技创新、扩大消费、稳定外贸等三个方面通过长期低息专项贷款、专项建设基金、政策性担保等方式来提供金融支持，并且政策性银行或继续扩大政策性金融债发行规模融资，不排除 2025 年通过 PSL 为政策性银行提供资金支持。2025 年货币政策变局的方向：2024 年变革后的货币政策框架立足于 2010 年以来货币政策的“三阶段”探索，在新版“利率走廊”以及配套的流动性投放机制即将“周年”的节点上，市场对新版“价格调节机制”存在至少 3 个方面的犹疑，需要货币政策实践以及时间给出答案。（1）利率调控：锚定隔夜或 7 天？收窄后的“利率走廊”操作期限缩短为隔夜回购，是否意味着隔夜正在取代 7 天期利率成为新的操作利率，2025 年以来，DR007 和 DR001 频频出现“倒挂”，出现这种情况的原因，或在于收窄后的“利率走廊”实质上锚定隔夜利率，与 7 天期回购利率相比，隔夜回购利率的主要参与方为一级交易商，货币政策对隔夜资金利率的可控性、可测性更强，其基准性也就更高。（2）流动性调控：“短+中+长”投放框架。对于“适度宽松”的要求而言，“降准”仍是稳定流动性供给的有效工具，并且从静态成本来看，“降准”依旧是投放成本较低的基础货币供给渠道。（3）收益率曲线调控：如何“由短及长”？长短端利率之间是否有效传导，决定了价格型货币政策的有效性，然而“缺失中介变量”的问题延续至今，从中国债券收益率曲线来看，2024 年三季度央行开启国债买卖之后，收益率曲线存在明显的“期限分割”，央行和市场各自划分曲线的“势力范围”，导致收益率曲线持续处于扁平化的形态。风险提示：特朗普政府关税政策反复摇摆，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不不确定性；中国的对冲政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；特朗普加征关税或冲击欧元区经济和通胀，欧元区反应函数不明确，同时日本央行“加息”节奏不明确。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

### 特朗普 2.0 百日新政复盘及后市展望：特朗普 2.0 百日新政复盘及后市展望

**核心观点**：特朗普 2.0 百日新政兼具特朗普 1.0 政策延续和新政治周期起点的双重特征，而在政策落地上，关税和财政政策成为最大的两个“预期差”来源，二者在影响全球增长预期的同时，也使得特朗普 2.0 百日新政内的大类资产走势与 1.0 时期的逻辑大相径庭。向前看，

预计今年年内关税政策加码可能性降低，下半年特朗普的政策重心或转向减税政策。关注经贸谈判进展、增量减税政策与债务上限的博弈及其后续影响。 复盘百日新政内资产表现的两个视角：特朗普第二任期的特殊性体现在双重预期框架：其一，其政策被视为特朗普 1.0 的升级延续，需参考其首任期的逻辑；其二，因拜登政府四年已然形成完整政策周期，特朗普 2.0 也被视作新政治经济周期的起点。从上述两个视角复盘百日新政内的资产表现可见：①特朗普 1.0 时期，大类资产走势并未脱离经济基本面和政策预期，除了特朗普政策外，货币政策也发挥了重要作用；②历任总统首任任期百日新政内，美股和美债利率往往走强，美元在共和党总统执行时期大多上涨，黄金则未表现出显著的季节性规律。 特朗普 2.0 百日新政的两大“预期差”：特朗普 2.0 时期截然不同的行政风格颠覆了上述基于既往执政复盘的逻辑。其中，关税政策和财政思路的超预期变化成为特朗普 2.0 百日新政的两条主线。关税方面，特朗普以行业与地区双线加征关税，部分关税作为谈判工具，部分则意图推动制造业回流或重塑全球贸易秩序，但政策落地受制于海关执行能力、金融市场波动及反制措施。财政方面，特朗普竞选纲领主张“宽赤字”，但百日新政内通过 DOGE 裁员、关税创收、试图压降利率等方式转向“紧赤字”，这一紧财政预期也直接冲击了市场对美国的短期增长预期。而与此同时，较为宽松的 FY2025 预算决议则显示，“紧财政”更多存在于短期内的政策预期而非今年年内的政策现实中。 政策预期差下的百日新政资产表现：特朗普 2.0 百日新政期间，大类资产的走势更多受特朗普政策的直接影响，美国经济数据、货币政策的影响则相对更小，这与特朗普 1.0 时期的经验大相径庭。①就职当日至 2 月：新政紧密推出，数据噪音形成扰动。②3 月：紧财政预期+关税“迷雾”继续拖累美股，经济数据阶段性成为叙事主导。④4 月：关税重创与美元信用之殇，对等关税超预期落地，美国遭受“股债汇”三杀。 后市展望：下半年的政策重心或转向减税政策的推进。关注关税谈判进展、增量减税政策与债务上限的博弈及其后续影响。关税方面，4 月“解放日”加征关税后，进一步升级可能性较低，政策或进入“利空出尽”阶段，重点转向局部调整。财政方面，FY2025 预算决议已为延续现行 TCJA 减税法案铺路，特朗普增量减税（如取消小费税、加班费税）内容及推进节奏是关注的重点。此外，债务上限“X Date”或于 7-10 月临近，预期债务上限将在 X-date 来临前顺利提升，不会重演 2023 年“美债技术性违约”的市场恐慌，但更值得关注的是债务上限提升后美债面临的供给冲击。叠加下半年特朗普若集中推进增量减税政策，其对增长预期的抬升或进一步推高长端美债利率的上行压力。 风险提示：美国关税政策不确定性风险；特朗普政策出台顺序、幅度与市场预想有偏差；全球地缘冲突加速恶化。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎 研究助理：王茁）

#### 海外周报 20250505：五一假期海外市场：强非农再压降息预期

核心观点：五一假期海外市场数据公布虽较为密集，但并未给市场带来过大扰动。仍有韧性的美国“核心 GDP”、超预期走强的非农显示当下美国经济并未受到太多关税政策的负面冲击，仍保持“退而不衰”趋势，市场对美联储降息预期延后至 7 月，叠加出现缓和信号的贸易局势，市场风险偏好修复，美股收复 4 月 2 日对等关税前的失地。向前看，我们预期 5 月 8 日的 FOMC 会议料维持利率不变，美联储仍然保持数据依赖的货币政策，5 月 13 日公布的 4 月 CPI 同比或持平 2.4%，为降息提供更好的充分条件。但若关税并未给 Q2 美国经济带

来显著负面影响，则美联储6月降息难度料更大。 大类资产：风险偏好修复，降息预期降温；美股、美债利率、美元上涨，金价回落。4月28日至5月2日当周，10年美债利率升7.3bps至4.308%，2年美债利率升7.6bps至3.824%，美元指数升0.56%至100；标普500、纳斯达克指数分别涨2.92%、3.42%至4月2日对等关税前；现货黄金价格回落至3240美元/盎司，全周收跌2.39%。仍有韧性的美国“核心GDP”、超预期走强的非农和出现缓和信号的贸易局势让市场风险偏好修复，降息预期降温。 白宫政策：关税缓和信号频现，贸易局势有所好转。4月28日至5月2日当周，美国再度释放关税缓和信号，贸易局势有所好转。政策方面，特朗普于4月29日签署两项行政命令，一是对进口汽车免除钢铁和铝的单独关税，以避免不同种类的关税叠加；二是为美国本土生产的整车企业提供税收抵免，以减轻汽车零部件25%进口关税的压力，具体减税额度为第一年为整车价值的3.75%，第二年为2.5%。消息方面，4月30日美国贸易代表格里尔表示将在“几周内而非几个月内达成部分初步贸易协定”。此外据央视新闻消息源，美国正通过多种渠道主动与中方接触，希望与中方就关税问题进行谈判。 美国GDP：自22Q1来首次转负，但反映经济内生动能的核心GDP依旧强劲，需警惕关税扰动对未来居民消费的负面影响。本周公布的美国25Q1 GDP数据延续了近期经济数据整体走弱趋势：25Q1美国GDP季环比年率初值录得-0.3%，分析师一致预期-0.2%，前值+2.4%；25Q1美国核心PCE价格指数季环比年率录得+3.5%，预期+3.1%，前值+2.6%。从分项来看，反映经济内生动能的消费拉动+1.21%，固定资产+1.34%，合计核心GDP拉动+2.55%。GDP转负主要来自政府（-0.25%）与外贸（-4.83%）拖累。从结构上看，25Q1美国商品进口+50.9%，这与1-3月我们看到的消费品进口激增相关。但25Q1耐用品消费增速仅录得-3.4%。此外从贡献度来看，25Q1美国库存拉动+2.25%。这更像是美国企业库存周期的前置，而非居民消费需求的前置。总体而言，这是美国GDP自22Q1以来首次转负。但这两次GDP的负增长在结构上都较为相似，均受到较大的进口拖累。反映经济核心增长动能的美国核心GDP（PDFP，私人国内最终购买，即消费+固定资产投资）在25Q1录得+3%。相对于表观GDP引发的衰退担忧，PDFP仍有韧性的增长意味着美国经济更多是受关税政策扰动，内生性经济增长受到的扰动反而不大。但需要注意的是，25Q1美国GDP结构清晰展示出，出于对关税的担忧，美国企业正加速进口并前置补库周期，但这并未有效传导到美国居民消费层面。如果外国部门不去承担关税，那么关税负担本质上将由美国居民和企业承担（各自承担的份额取决于企业部门会转嫁多少关税给居民部门）。偏差的消费预期与耗尽的超额储蓄意味着未来美国居民消费大概率要走向疲软。 非农就业：关税扰动暂未体现，“抢进口”或令商贸相关就业不降反升。美国4月新增非农就业17.7万，预期13.8万，前值由22.8万下修至18.5万，前两个月累计下修5.8万；失业率4.2%，预期与前值均为4.2%；劳动参与率62.6%，预期与前值均为62.5%；时薪环比+0.2%，预期与前值均为+0.3%。从就业结构上看，教育医保（+7万）、商贸运输（+3.2万）是主要的正贡献。制造业（-0.1万）、其他服务（-0.1万）、联邦政府（-0.9万）是主要的负贡献。根据非农官方报告，1月以来，联邦政府雇员累计减少就业2.6万。但带薪休假或持续领取遣散费的员工在机构调查中仍计入就业人数。从时薪增速上看，无论是总体还是生产与非管理者，制造业部门对4月时薪构成主要负贡献。两个口径下增长都较多的是运输仓储与批发贸易，这或与美国企业“抢进口”相关。总体来看，特朗普关税扰动下企业招聘

并未出现明显“缩水”，部分行业（如运输仓储）或受“抢进口”影响，新增就业人数反而较上月明显增长。此外在马斯克宣布将重心更多从政府效率部转移至特斯拉运营后，DOGE 裁员人数未见显著增长，这或表明政府效率部对联邦政府“瘦身计划”的推进速度有所放缓，未来 DOGE 对新增非农就业的负面影响料将较为有限。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎 研究助理：王茁）

### #海外经济：美债天量的到期 vs 供给，哪个更致命？

核心观点：近期市场担忧的所谓美债天量到期问题不足为虑，这本质上是美国财政部“短债高频滚动续作”下的正常现象。短期看，美债面临的压力有二：中长期固息美债在利率高位面临票息重置；债务上限提升给长债带来供给冲击。长期看，愈发难以为继的债务问题是美债市场面临的巨大灰犀牛，若这一宏大叙事交易出现不合时宜的升温，与长债票息重置、供给冲击叠加，参考 23Q3 经验，10 年美债利率在 25Q3 或面临向上突破 5% 的致命一击。需要担心天量的美债到期么？不需要。截至最新 2025 年 4 月，美国可流通国债存续规模 28 万亿美元，其中今年到期 7.94 万亿美元。从月度到期分布看，今年 5、6 月分别到期 23280、12970 亿美元。但从券种结构来看，无论是今年全年还是 5-10 月，美债到期主力军都是短期国库券。实际上，2000 年以来，1 年期美国国债到期占比稳定在 25-40%，1 年与 1-5 年期美国国债合计到期占比稳定在 70% 附近。因此，所谓迫在眉睫的“美债天量到期”不过是美国财政部“短债高频滚动续作”的产物，并不值得大惊小怪。需要担心美债的票息重置么？需要，但非近忧，而是远虑。长期限美债面临的重置成本较高。例如，2020 年美国财政部一共发行了 6530 亿美元的 5 年固息债，加权平均融资成本仅 0.44%，不少票息率更是低至 0.25%。无论特朗普如何通过关税政策制造经济下行与美股大跌来逼迫美联储降息、压低美债利率，5 年期美债利率都难以回到 2020 年的历史大底。粗略计算，如果 2025 年到期的固息美国国债均按照当前利率重新定价，则将给联邦政府额外增加 2178 亿美元的利息负担。不过，这都不是 2025 年的问题，因为美国国债每半年才付息一次。这些问题将逐步展现在 CBO 等机构对美国长期债务、赤字结构的预测推演与黄金的定价之中。需要担心天量的美债供给么？需要，既是近忧，也是远虑。参考 23Q3 的经验，在供给、需求、货币政策、市场情绪的共同推动下，10 年美债利率在 25Q3 存在向上突破 5% 的风险。①供给：X-date 或在 8 月来临，届时美国债务上限将提升，长端美债将面临更大的供给冲击；②需求：我们预期 25H2 特朗普政策重心将从关税政策切换为减税政策，这将提振市场风险偏好；③货币政策：若 25Q2 公布的美国经济数据不及预期，则美联储大概率在 6 月进行一次预防性降息。但预防性降息的落地与特朗普从关税向减税政策的切换意味着 25H2 美国经济大概率触底回升，压缩美联储进一步降息空间；④市场情绪：美国债务问题是当前全球宏观面临的巨大灰犀牛之一。当前美国政府公共债务率已达到 97.8%，CBO 预测其将在 2029 年创下 107.2% 的历史新高，到 2055 年联邦政府赤字率将达到 7.3%，其中利息支出 5.4%。这或加剧海外投资者对美国债务可持续性的担忧，进一步推高长期限美国国债的风险溢价。风险提示：美国关税政策不确定性风险；投资者对美国国债的需求逊于预期；金融市场流动性风险再发酵。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证

券分析师：韦祎 研究助理：王茁）

## 固收金工

### 固收点评 20250505：绿色债券周度数据跟踪（20250428-20250502）

**观点** 一级市场发行情况： 本周（20250428-20250502）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 7 只，合计发行规模约 84.75 亿元，较上周减少 277.25 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、央企子公司、中央国有企业。其他国有企业；主体评级多为 AAA、A、AA 级；发行人地域为北京市、云南省、广东省、河南省；发行债券种类为中期票据、企业 ABS、私募公司债、交易商协会 ABN、一般公司债。 二级市场成交情况： 本周（20250428-20250502）绿色债券周成交额合计 414 亿元，较上周减少 89 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 208 亿元、160 亿元和 41 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 83.49%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、有色金属，分别为 182 亿元、92 亿元和 15 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、湖北省，分别为 160 亿元、54 亿元和 42 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250428-20250502）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交的比例大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前二的个券为 20 河南 39（-0.7464%）、19 夷陵大保护绿色 NPB（-0.5155%），其余折价率均在 -0.35% 以内。主体行业以金融、房地产、公用事业为主，中债隐含评级以 AA+、AAA、AA 评级为主，地域分布以湖北省、北京市、天津市居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 25 海螺环保 GN001（0.8516%）、25 华润租赁 GN002（碳中和债）（0.5156%）、港航 1 优（0.2596%），其余溢价率均在 0.20% 以内。主体行业以金融、建筑、交通运输、交运设备为主，中债隐含评级以 AA+、AA 评级为主，地域分布以广东省、北京市居多。 风险提示： Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

### 固收点评 20250505：二级资本债周度数据跟踪（20250438-20250502）

**观点** 一级市场发行与存量情况： 本周（20250438-20250502）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只，发行规模为 500.00 亿元。发行年限为 10Y；发行人性质为中央金融企业；主体评级为 AAA；发行人地域为北京市。 截至 2025 年 5 月 2 日，二级资本债存量余额达 45565.05 亿元，较上周末（20250502）增加 510.0 亿元。 二级市场成交情况： 本周（20250438-20250502）二级资本债周成交量合计约 1049 亿元，较上周减少 313 亿元，成交量前三个券分别为 25 民生银行二级资本债 01（208.89 亿元）、25 工行二级资本债 01BC（107.78 亿元）和 25 建行二级资本债 01BC（36.82 亿元）。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 758 亿元、114 亿元和 57 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 5 月 2 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.07BP、-0.06BP、-0.03BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.07BP、-0.06BP、-0.03BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.05BP、-0.05BP、-0.02BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周（20250438-20250502）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例大于溢价成交，折价成交的幅度大于溢

价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 20 长春农商二级 01 (-4.0137%)、23 沧州银行二级资本债 01 (-1.2905%)、24 简阳农商行二级资本债 01 (-0.8944%)，其余折价率均在 -0.75% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、上海市、四川省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 25 广东华兴银行二级资本债 01 (1.8820%)、22 长城华西二级资本债 01 (0.6003%)、25 西安银行二级资本债 01 (0.1140%)，其余溢价率均在 0.006% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、上海市居多。

风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

### 固收周报 20250505：如何看待 5 月的流动性情况？

**观点** 2025 年 4 月初起，债券市场便进入了窄幅波动的行情。展望 5 月，在特别国债发行和降准博弈加剧之下，流动性情况将如何演绎？2025 年 4 月 7 日-4 月 11 日当周，从实体经济角度而言，超额准备金是真正意义上的“高能货币”。 $\Delta$ 超额准备金 =  $\Delta$ 基础货币 -  $\Delta$ 货币发行 -  $\Delta$ 法定存款准备金 =  $\Delta$ 外汇占款 +  $\Delta$ 对其他存款性公司债权 -  $\Delta$ 财政存款 -  $\Delta$ M0 -  $\Delta$ 法定存款准备金。影响超储率的因素有五个：外汇占款、对其他存款性公司债权（主要关注央行公开市场操作）、财政存款、货币发行和法定存款准备金变动。下面我们将从五因素模型出发，预测 5 月流动性情况。(1) 2025 年 5 月外汇占款环比减少约 120 亿元，对流动性有负面影响。2025 年 3 月份外汇占款为 218002 亿元，环比减少 662 亿元，2025 年 1-2 月的外汇占款环比变动分别为 -0.27% 和 -0.30%。从 2024 年 4 月起，外汇占款每月均环比减少，但整体来说对流动性影响不大，我们预计 2025 年 3 月外汇占款环比减少约 120 亿元，对流动性有负面影响。(2) 公开市场操作方面，央行 2025 年 4 月逆回购投放 39227 亿元，到期 36019 亿元；MLF 投放 6000 亿元，到期 1000 亿元，开展 12000 亿元买断式逆回购操作，有 17000 亿元的买断式逆回购到期，总共净投放 3208 亿元。4 月特别国债开启发行，且随着 4 月底政治局会议的召开，预计地方专项债的发行将有所放量，公开市场已经开始加大投放力度，预计 5 月将延续净投放，并且存在降准的可能性，达到货币和财政间的平衡。(3) 2025 年 5 月财政存款净增加 4000 亿元左右。财政存款通常呈现“季初增加、季末减少”的特征。2020-2024 年 5 月的财政存款环比变动额分别为 9962 亿元、3485 亿元、3084 亿元、1032 亿元和 5486 亿元。考虑到公共财政的季节性，我们预计 2025 年 5 月份财政存款净增加约 4000 亿元，会扩大流动性缺口。(4) 2025 年 5 月 M0 环比减少 600 亿元左右。M0 环比增速与季节性相关，2020-2024 年 5 月 M0 的环比变动分别为 -2.18%、-1.89%、-0.08%、-1.08% 和 -0.21%，我们预计 2025 年 5 月 M0 环比约减少 600 亿元，对银行间流动性有一定的正面影响。(5) 2025 年 5 月法定存款准备金约增加 900 亿元。测算缴准对流动性的影响，首先需要预估缴准基数的变动，缴准基数的计算公式可以表示为：缴准基数 = 各项存款 - 非银机构存款 - 境外存款。我们预计 2025 年 5 月缴准基数环比增加约 10000 亿元，法定存款准备金环比增加约 900 亿元。考虑财政存款、现金走款和银行缴准因素后，2025 年 5 月的流动性缺口约为 4500 亿元，可以通过公开市场操作和降准等进行调节。以降准为例，降准 25bp 即可释放约 5000 亿元长期资金，资金利率将保持平稳，但大幅下行的可能性不大。债券方面，4 月 PMI 初步显现出了关税问题对于出口的影响，全年政策宽松将是主旋律，下半年或会出现降息后利率快速下行的情况，建议当前逐步进行布局。美国一季度实际 GDP 年化季环比初值、2025 年 4 月制造业 PMI 指数、失业率、新增

非农就业人数等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周（0428-0502）伴随特朗普关税政策有松动及联储释放鸽派声音，美股主要指数收复4月2日对等关税以来大部分失地，美债收益率同期先落后升，同样复归回对等关税冲击前大致位置，曲线边际趋陡。三方面观察及思考：1) 仅美元未出现复归，意味着资金抢跑联储降息周期启动；2) 以美元计价的名义黄金上涨但原油下跌，反映全球总需求增长仍显羸弱；3) 虽然美股、美债绝对水位回到对等关税前，但二阶段暗示高波动的环境仍未发生本质变化，高度不确定性的外部环境并未因此改变。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：

(1) 美国一季度实际 GDP 年化季环比初值不及预期，4 月制造业 PMI 指数超过预期。4 月 30 日公布的美国一季度实际 GDP 年化季环比初值数据显示，美国一季度实际 GDP 年化环比-0.3%，预期-0.2%，前值 2.4%。5 月 1 日公布的美国 4 月 ISM 制造业指数数据显示，美国 4 月 ISM 制造业指数 48.7，低于前值 49 但略高于预期 47.9。重要分项指数方面：新订单指数 47.2，较 3 月的 45.2 回暖 2 个点，表明美国制造业短期压力边际缓和，但尚未进入可持续复苏通道；库存指数下降，从 3 月的 53.4 下跌至 50.8，表明企业从 3 月的积极补库存（53.4）转向更保守的库存管理；就业指数回暖，从 3 月的 44.7 升至 4 月的 46.5，但受制于成本高企、关税政策不确定性和需求分化，或仍阻碍 GDP 增长。(2) 2025 年 4 月美国失业率与前值持平，非农新增就业人口增长远超预期。4 月官方失业率——即衡量积极找工作失业人数的 U3 失业率为 4.2，与前值 4.2 及预期 4.2 均持平，包括临时工在内的 U6 失业率略低于 3 月份。美国 4 月非农新增 17.7 万，远超市场预期的 13.8 万，略低于前值的 18.5 万，其中，贡献最大的仍是服务业，尤其是教育和保健服务（+7 万）贡献了近 4 成的新增就业。4 月美国就业市场呈现出“强于预期但暗藏压力”的特征，短期内支撑美联储维持利率不变，但长期需警惕政策不确定性和结构性失业问题对经济的拖累。

(3) 美联储在 3 月 FOMC 会议上如期维持利率不变，5 月降息概率较上周继续下降。5 月 2 日，有“新美联储通讯社”之称的知名财经记者尼克·蒂米劳表示，4 月份的非农就业报告使得美联储 6 月份降息的可能性降低，因为在那之前只会再出一份就业报告。蒂米劳指出，美联储官员们普遍表示，降息可能需要出现失业率上升的明显迹象。由于 4 月份的就业报告几乎没有显示就业岗位普遍下降，美联储官员在下周的政策会议上很容易保持观望态度，包括几乎不发表任何暗示准备在 6 月中旬的会议上降息的言论。5 月降息概率预期主要基于以下经济数据支撑：就业市场韧性。4 月非农新增就业 17.7 万人，高于市场预期；失业率持平于 4.2%，劳动参与率小幅提升至 62.6%。薪资通胀压力缓解。平均时薪同比增速降至 3.8%，职位空缺率回落至疫情前水平，显示劳动力供需趋于平衡。通胀粘性风险尚存。3 月核心 PCE 物价指数同比增速 2.6%，尽管有所回落，但关税政策可能导致原材料价格持续上涨，短期内通胀下行空间有限。市场主流预期已从 6 月推迟至 7 月，主要因非农数据超预期及关税政策对通胀的潜在冲击。若 7 月启动降息，全年降息幅度预计为 3 次。截至 5 月 2 日，Fedwatch 预期 2025 年 5 月降息 25bp 的概率为 3.2%，上周为 10.4%；6 月份降息的可能性为 36.7%，上周为 63.3%；7 月份在 6 月份降息的基础上再次降息的可能性为 25.8%，上周为 51.1%。风险提示：外部政策冲击，国内政策调整。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳  
 证券分析师：徐津晶）

**固收深度报告 20250430：低利率时代，海外资管机构如何发展？——低**

#### 利率时代系列（四）

**事件** 中国政策利率与市场利率中枢持续下移，低利率时代下，资管行业面临资产和资金的差价急剧收窄甚至倒挂的冲击，资管行业格局变化以及产品创新需求增加。基于此，通过分析海外资管行业历史走势，分析我国产品未来发展趋势，有一定借鉴价值。

**观点** 日本：固收资产规模先升后降，政策改革迎来产品创新。自上世纪 90 年代初泡沫经济破裂以来，日本长期陷入低利率环境，对资管行业产生了巨大影响。日本投资信托主要分为公募投资信托和私募投资信托，其中公募投资信托主要分为株式投信与公社债投信（即股票型基金和债券型基金）。截至 2024 年末，日本股票基金规模达到 230.2 万亿日元，创历史新高，在公募基金总规模中占据主导地位，占比接近 90%。近二十年来，由于日本利率环境持续低迷，债券收益率极低，导致债券型基金规模显著下降，截至 2024 年末，债券型基金合计规模仅 15.7 万亿日元，在公募基金总规模中的占比不到 10%。以 10 年期国债利率为代表，日本利率下行最迅速的时间段为 1990 年 10 月-1998 年 10 月，从 8% 的高位下行至 1%。在此期间，债券型基金的规模和占比并未因票息的下降而萎缩，反而因资本利得的上升而具有吸引力。在利率迅速下行的时期过去之后，依靠传统的投资策略已经无法维持债券型基金的吸引力，同时股市泡沫被刺破，日本机构开始寻求破局之道，主要包括以下两种方法：第一，日本基金大量投资于海外资产，特别是外币债券。根据日本投资信托协会数据，截至 2024 年末，日本公募投资信托的外币计价债券总额为 11.2 万亿日元，占债券型基金规模比例为 71%。第二，新型的产品应运而生，包括 ETF、J-REITs 和每月决算型基金。日本 ETF 类型包括股票型 ETF、债券型 ETF 和商品型 ETF 等。从数量上看，股票型 ETF 的数量最多。截至 2024 年 7 月有 170 只，包括 106 只日本股票型和 64 只外国股票型。债券型 ETF 共有 52 只，且由于日本本土债券收益率较低，机构更倾向于发行外国债券型 ETF，两者分别为 2 只和 50 只。从投资者持有规模上看，股票型 ETF 占据绝对性主导地位，占比超过 90%。日本股票型 ETF 和外国股票型 ETF 分别被持有 82 万亿日元和 1 万亿日元。从各类型 ETF 发展的进程来看，股票型 ETF 率先发力，债券型 ETF 的只数于 2018 年放量。另一类创新型产品为 REITs，J-REITs（不动产投资信托基金）是一种投资于日本不动产市场的基金，于 2001 年发行。通过证券化方式将不动产转化为可交易的金融产品，为投资者提供了参与不动产市场的机会。截至 2025 年 2 月，J-REITs 的资产总额为 121314 亿日元，同时存在跟踪对应指数的 ETF 产品，2012 年至 2024 年期间，该类产品的发行数量由 3 只上行至 21 只，投资者持有规模由 258 亿日元上行至 21870 亿日元。每月决算型基金是一种具有特殊结算周期的基金，通常每月进行一次结算。这种基金的投资策略相对灵活，可以根据市场环境和投资者需求进行调整，以追求更高的收益和风险控制效果。此类产品一度占公募基金的比例达到 50%，但在 2015 年后，由于频繁进行月度分红的每月结算型基金无法通过复利为投资者获取更高收益，占比有所下降。截至 2024 年，每月结算型基金规模为 222489 亿日元，占公募基金总规模的 9%。

**美国：低利率时期短，固收规模上升** 近年来，美国的低利率时期分为两轮，分别是 2007-2015 年和 2018-2022 年。根据 ICI（美国投资公司协会）的分类，美国的基金产品主要可以分为共同基金、ETF、封闭式基金和单位投资信托四类。截至 2025 年 2 月，美国共同基金资产规模达到 29 万亿美元，ETF 资产规模达到 10.7 万亿美元，二者合计基金市场占比约 99%。其中，共同基金又可以分为长期共同基金和货币市场共同基金，截至

2025 年 2 月，长期共同基金净资产为 22 万亿美元，货币市场共同基金净资产为 7 万亿美元。长期共同基金根据投资标的，又可进一步分为股票型基金、混合型基金和债券型基金。截至 2025 年 2 月，三者的净资产规模分别为 15.2 万亿美元、1.6 万亿美元和 5.2 万亿美元，占比分别为 69%、7%和 24%。美国债券型基金的净资产规模与美债利率之间的关系呈现反向关系，即以赚取资本利得而非票息收入为主，这与日本 1990 年-1998 年的情况类似。同时，由于美联储整体的政策利率相较日本更具有周期性，低利率环境维持时间不长，因此并未出现债券型基金规模和占比大幅萎缩的状态，整体维持平稳。 尽管没有出现日本持续低利率时代的困境，但 ETF 的低成本、透明化优势仍然令其兴起，成为美国占比第二的基金产品。截至 2025 年 2 月，ETF 中国内股票型占比约 66%，国际股票型占比约 14%，债券型占比约 18%，混合型占比约 0.4%，商品型占比约 2%。从美国 ETF 的发展进程来看，从 2000 年开始百花齐放。截至 2023 年末，国内股票型、国际股票型和债券型的净资产规模分别为 51000 亿美元、13210 亿美元和 14960 亿美元，2015 年-2023 年期间的年均复合增长率分别为 19%、14%和 20%。 低利率环境下，海外资管经验对我国有何启示？ 即使固收产品的收益率下降，但对于保险、养老金等长期负债而言，固收产品仍然是其资产配置的重要组成部分。这些机构需要稳定的现金流来支付未来的负债，而固收产品能够提供相对稳定的收益和现金流。同时，对于公募基金产品，从上文日本和美国的经验来看，在利率下行期，由于资本利得效应，债券型基金的规模不降反增。因此，至少从 3-5 年的维度上，不必担心国内的债券型基金规模出现萎缩。在利率迅速下行之后，有两条发展路径，一是如同美国，有清晰的利率政策周期，则债券型基金在利率上行期存在票息效应，在利率下行期存在资本利得效应，其规模将保持震荡向上的态势；二是如同日本，利率长期保持低位，那么传统票息收益空间收窄，资管机构将面临“规模增长与收益下滑”的双重压力。以日本为例，债券型与股票型基金规模的比例将变为 2: 8，债券型基金的规模在 1999 年至 2024 年间下滑将近 60%，而截至 2025 年 2 月，我国开放式基金中，债券型和股票型份额之比为 6: 4。低利率时代催生资管行业结构性变革，日本经验对我国来说具有借鉴意义。 首先，指数化固收产品凭借其独特的优势，逐渐成为投资者在低利率环境下寻求稳定收益的新选择。第一，指数化固收产品通常通过跟踪特定的债券指数进行投资，其交易成本相对较低。第二，由于指数化产品采用被动管理方式，不需要频繁调整投资组合，从而降低了交易费用和管理成本。第三，指数化产品的成分和权重公开透明，投资者可以清晰地了解产品的投资范围和风险水平。这有助于降低信息不对称风险，增强投资者的信任度。第四，指数化产品跟踪的是一篮子债券，有助于缓解单一债券流动性不足的风险。此外，随着资本市场的不断开放和国际化程度的提高，海外债券和股票等资产也成为投资者的重要选择，这需要目前“额度管控+资格准入”的制度改革。 风险提示：经济基本面变化超预期，货币政策工具创新，历史及海外经验不代表将来。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

## 行业

## 推荐个股及其他点评

### 老百姓 (603883): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 2024 年火炬项目提利显成效, 扩张持续深耕优势市场

**投资要点** 事件: 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报, 2024 年实现收入 223.58 亿元 (-0.36%, 同比, 下同), 归母净利润 5.19 亿元 (-44.13%), 扣非归母净利润 4.96 亿元 (-41.18%)。2025 年一季度实现收入 54.35 亿元 (-1.88%), 归母净利润 2.51 亿元 (-21.98%), 扣非归母净利润 2.43 亿元 (-21.59%)。2024 年火炬项目提升毛利显成效。公司通过火炬项目, 对营运、采购、商品和销售进行全链条优化。2024 年实现销售毛利率 33.17% (+0.62pp), 销售净利率 3.06% (-1.95pp)。2024 销售/管理/研发/财务费用率分别为 22.13%/5.63%/0.01%/0.77%, 同比变化+1.78/+0.34/0.00/-0.02pp。2025Q1 销售毛利率 34.22% (-0.98pp), 销售净利率 5.29% (-1.32pp), 销售/管理/研发/财务费用率分别为 21.68%/4.96%/0.15%/0.69%, 同比变化+0.07/+0.50/+0.15/-0.08pp。2025Q1 业务拆分: 加盟、联盟及分销业务增速较快。分行业看, 公司 2025Q1 实现零售收入 44.67 亿元 (-4.62%), 毛利率 38.40% (-0.52pp); 加盟/联盟/分销业务收入 9.03 亿元 (+10.29%), 毛利率 13.63% (+0.608pp)。分产品看, 公司 2025Q1 中西成药收入 43.71 亿元 (-2.09%), 毛利率 31.87% (-1.45pp); 中药收入 3.98 亿元 (-4.21%), 毛利率 46.75% (+0.19pp); 非药收入 6.66 亿元 (+1.03%), 毛利率 42.16% (+1.44pp)。稳健扩张, 持续深耕优势市场。截至 2024 年底, 公司拥有市占率前三的省份 11 个, 其中市占率第一的省份 4 个。截至 2025Q1, 公司门店总数 15252 家 (其中加盟 5408 家), 较年初减少 25 家。截止 2024 年底, 公司门店总数 15277 家 (其中直营 9981 家、加盟 5296 家), 全年净增门店 1703 家 (其中直营净增 801 家、加盟净增 902 家)。公司 2024 年新增门店中 86% 涵盖优势省份及重点城市, 80% 为地级市及以下门店。盈利预测与投资评级: 考虑公司自建门店拓展速度放缓, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润由 9.51/10.86 亿元调整至 9.31/10.92 亿元, 预计 2027 年为 12.56 亿元, 对应当前市值的 PE 为 16/14/12X, 维持“买入”评级。风险提示: 市场竞争加剧的风险, 门店扩张或不及预期的风险, 加盟店发展或不及预期的风险。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 冉胜男  
证券分析师: 苏丰)

### 同享科技 (920167): 2024 年报及 2025 一季报点评: 2024 年盈利承压, 25Q1 亏损有所收窄

**投资要点** 事件: 公司发布 2024 年报及 2025 年一季报, 2024 年实现营收 26.7 亿元, 同比+23%, 实现归母净利润 0.42 亿元, 同比-65%; 其中 2024Q4 实现营收 7.2 亿元, 同环比+25%/+6%, 归母净利润-0.27 亿元, 同环比-169%/-453%。2025Q1 实现营收 7.18 亿元, 同环比+47.5%/+0.3%, 归母净利润-0.03 亿元, 同环比-110%/+88%。2025Q1 出货基本持平、盈利略有回升。公司 2024 年焊带出货 3.1 万吨, 同增约 20%, 其中 2024Q4 我们预计出货约 8400 吨, 环比略增, 但受光伏行业市场下行, 竞争加剧, 加工费下滑影响, 毛利率降至约 4%, Q4 有所亏损。2025Q1 公司出货基本环比持平, 3 月起受国内光伏抢装影响出货盈利有所回升, 带动 2025Q1 毛利率回升至约 6%, 2025Q2 出货及盈利有望进一步提升。费用率略有波动、存货有所下降。公司 2024 年期间费用 1.25 亿元, 同比+11%, 期间费用率 4.7%, 同比-0.5%。2025Q1 期间费用 0.34 亿元, 同环比+28%/-7%, 费用率 4.7%, 同环比-0.7/-0.4pct。2025Q1 末存货 1.1 亿, 环增约 16%。盈利预测与投资评级: 考虑行业竞争激烈, 加工费下行, 我们下调此前盈利预测, 我

们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.33/0.52/0.68 亿元(2025-2026 年前值为 1.77/2.1 亿元),同比-22%/+58%/+31%,对应 PE 为 62/39/30 倍,考虑公司 2025 年盈利依旧承压,2026 年有望恢复平稳增长,因此下调至“增持”评级。风险提示:竞争加剧,政策不及预期。

(证券分析师:曾朵红 证券分析师:郭亚男  
证券分析师:余慧勇)

### 海南机场(600515):自筹资金控股美兰空港,打造海南自贸港空中门户

**投资要点** 事件:2025 年 4 月 30 日,海南机场公告拟以自有及/或自筹资金,收购关联方海口美兰国际机场有限责任公司持有的海南美兰国际控股股份有限公司(下称美兰空港)2.375 亿内资股,成为美兰空港的控股股东。通过关联交易方式实现控股。以自筹方式收购关联方美兰有限持有的美兰空港 2.375 亿内资股,占美兰空港总股本 50.2%,实现对美兰空港控股。内资股交易价格 9.85 元人民币,后续将遵从港交所规定对美兰空港 H 股进行全面收购要约,但仍希望维持美兰空港上市地位,要约价格折合每股 10.62 元港币。该议案仍需提请海南机场股东大会审议。通过控股美兰空港,海南民航上离岛客流变现的整体收入并入海南机场上市公司报表。海南省 2024 年港口+民航旅客吞吐量共计 6970 万人,其中民航旅客占比 72%,是主要的上离岛路径。2024 年三亚凤凰机场(海南机场全资)旅客吞吐量为 2143 万人,海口美兰机场旅客吞吐量为 2689 万人,两场共计 4832 万吞吐量,加上 99 万博鳌机场(海南机场控股)吞吐量,共同构成海南省民航旅客全年吞吐总量。海南机场通过控股美兰空港,实现海南三机场收入完全并表,打造海南自贸港空中门户。三亚凤凰/海口美兰处于扩产/爬坡周期,想象空间基于自贸港政策展开。三亚凤凰机场 2024 年完成国际楼改扩建,T3 航站楼由控股股东投入开工;海口美兰机场 T2 航站楼于 2021 年投运后,客流仍在爬坡(2019 年旅客吞吐量 2422 万,2024 较 2019 仅+11%)。两场均处于基础设施投入后的产能爬坡阶段,且债务负担相对重,后续随自贸港客流加速成长,及债务减负,有望形成可持续的营收和利润增长。盈利预测与投资评级:海南机场融入海南国资后开启高质量发展,打造自贸港空中门户,有望持续享受海南赴岛游的繁荣及未来自贸港政策红利。基于房地产和免税商业业务承压及并表美兰空港,下调海南机场盈利预测,2025/2026 年归母净利润分别为 6.8/10.2 亿元(前值为 10.9/12.1 亿元),新增 2027 年盈利预期 13.7 亿元,对应 2025-2027 年 PE 估值为 59/39/29 倍,维持“增持”评级。风险提示:宏观经济风险、海南自贸港建设进度不及预期的风险等。

(证券分析师:吴劲草 证券分析师:石旻瑄  
研究助理:王琳婧)

### 益丰药房(603939):2024 年年报及 2025 年一季报点评:业绩符合预期,精细化管理持续强化盈利能力

**投资要点** 事件:公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报,2024 年实现收入 240.62 亿元(+6.53%,同比,下同),归母净利润 15.29 亿元(+8.26%),扣非归母净利润 14.97 亿元(+9.96%)。2025 年一季度实现收入 60.09 亿元(+0.64%),归母净利润 4.49 亿元(+10.51%),扣非归母净利润 4.38 亿元(+9.65%)。2025Q1 净利率提升显著。公司 2024 年实现销售毛利率 40.12%(+1.91pp),销售净利率 6.87%(-0.13pp)。2024 销售/管理/研发/财务费用率分别为 25.68%/4.50%/0.14%/0.72%,同比变化+1.39/+0.24/-0.01/+0.34pp,销售费用率同增原因系新店爬坡投入增加。2025Q1 销售毛利率 39.64%

(+0.39pp), 销售净利率 8.21% (+0.74pp), 销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.53%/4.65%/0.11%/0.69%, 同比变化 -0.87/+0.48/-0.05/+0.22pp。全品类实现稳健增长, 非药品毛利率同比较大改善。分行业看, 公司 2024 年实现零售收入 211.88 亿元 (+4.97%), 毛利率 41.39% (+1.80pp); 加盟及分销业务 21.07 亿元 (+11.34%), 毛利率 7.88% (-1.48pp)。分产品看, 公司 2024 年中西成药收入 180.45 亿元 (+5.56%), 毛利率 35.89% (+1.09pp); 中药收入 23.13 亿元 (+6.09%), 毛利率 48.40% (+1.27pp); 非药收入 29.37 亿元 (+4.80%), 毛利率 45.68% (+3.14pp)。2024 全年, 公司实现线上收入 21.27 亿元, 其中 O2O 贡献 17.21 亿元, B2C 贡献 4.06 亿元。“区域聚焦, 稳健扩张”, 24 年聚焦门店调整, 25 年提质增效可期。截至 2025Q1, 公司门店总数 14694 家 (其中加盟 3880 家), 较年初新增 94 家 (其中自建 26 家、加盟 68 家)、闭店 84 家。2024 全年新增门店 2512 家 (其中自建 1305 家、并购 381 家、加盟 826 家)、闭店 1078 家, 较年初新增 1434 家。盈利预测与投资评级: 考虑公司自建门店拓展速度放缓, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润由 18.35/21.21 亿元调整至 17.69/20.36 亿元, 预计 2027 年为 23.39 亿元, 对应当前市值的 PE 为 19/17/15X, 维持“买入”评级。风险提示: 市场竞争加剧的风险, 门店扩张或不及预期的风险, 加盟店发展或不及预期的风险。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 冉胜男  
证券分析师: 苏丰)

#### **永信至诚 (688244): 2024 年年报和 2025 年一季报点评: 25Q1 业绩符合市场预期, 聚焦新兴安全场景**

事件: 公司发布 2024 年报, 2024 年实现营收 3.56 亿元, 同比-9.99%; 归母净利润 0.08 亿元, 同比-72.73%, 扣非净利润-0.02 亿元, 同比由盈转亏; 符合市场预期。2025 年 Q1 实现营收 0.30 亿元, 同比+2.17%, 归母净利润-0.24 亿元, 亏损同比+20.08%, 扣非净利润-0.25 亿元, 亏损同比+13.98%, 符合市场预期。投资要点 需求端影响导致收入下降: 2024 年公司营收下降主要系受宏观经济等因素影响, 公司部分客户预算投入减少, 部分项目签订、交付、验收出现延期, 导致公司整体营业收入不及预期。2024 年利润不及预期主要系公司营业收入不及预期及持续加大研发投入所致。2024 年经营活动产生的现金流量净额同比减少 149.53%, 主要系购买商品、接受劳务支付的现金及支付给职工以及为职工支付的现金增加所致。加大“数字风洞”产品市场开拓, 布局新兴场景安全防护需求: 2025 年, 公司将继续践行“产品乘服务”创新理念, 依托“军团制”的管理模式, 持续加大“数字风洞”产品体系市场开拓力度, 以“家庭医生”、“网络安全秘书”身份, 为重点领域及重点区域客户提供“数字健康”解决方案, 推动“数字风洞”产品体系在更多、更广泛的领域实现应用落地。同时, 公司围绕机器人、低空经济、智能驾驶等新兴产业特征和安全防护需求, 推动“数字风洞”产品体系与机器人、低空经济、智能驾驶等应用场景融合, 构建覆盖全场景、全要素的数字安全测试评估解决方案, 推动“数字风洞”产品体系在更多新兴场景实现产业化落地。加快 AI 领域产品研发与市场推广, 持续助力政企客户数智化转型: 随着 Deepseek 的私有化部署, 安全需求不断出现。在此背景下, 公司积极把握市场需求, 发布“元方”原生安全大模型一体机和原生安全行业大模型 (量身定制) 产品及方案, 从设计之初就将安全基因注入每一层架构, 以更前瞻的视角预防潜在的安全风险。2025 年, 公司将把握大模型私有化部署市场机会, 加速“元方”原生安全大模型一体机和行业大模型 (量身定制) 产品及方案市场推广。盈利预测与投资评

级：考虑后续随着需求回暖主业订单有望逐渐恢复，同时 AI 大模型有望带来新的行业需求，公司作为网络靶场和数字风洞行业的领跑者，依旧看好公司的优势地位，我们维持公司 2025-2026 年 EPS 预测 0.64/0.97 元，预测 2027 年 EPS 为 1.18 元。维持“买入”评级。风险提示：新兴安全业务推进不及预期；公司产品研发不及预期；竞争加剧影响。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

#### 新大正（002968）：2024 年报点评：实现全国化布局战略，稳步提升股东回报

**投资要点** 事件：公司发布 2024 年年度报告。2024 年公司营收 33.9 亿元，同比增长 8.3%；归母净利润 1.1 亿元，同比下降 29.0%。营收稳健增长，多因素致利润下滑。2024 年公司营业收入同比增长 8.3%，其中基础业务/创新业务/城市服务业务营业收入分别为 29.8 亿元/1.2 亿元/2.9 亿元。同比分别+9.5%/8.7%/13.2%。公司营业收入同比正增而归母净利润下滑的原因为：1）毛利率下滑 1.2pct 至 11.6%；2）管理费用率提升 0.3pct 至 5.8%；3）公允价值变动损失 867.4 万元，2023 年公允价值变动 627.7 万元，同比减少 1495.2 万元。全国化战略布局完成，区域深耕能力显著增强。2024 年公司实现了自 2020 年启动的全国化拓展的核心战略目标，已完成 16 个重点城市公司的战略布局，区域市场深耕能力显著增强。公司业务范围覆盖 26 个省/直辖市，已进驻城市 100+个，成为国内首家实现全国化的公建类民营物企。2024 年公司重庆区域/重庆以外区域市场分别实现营收 11.6 亿元/22.2 亿元，同比分别+6.4%/9.4%。积极回馈股东，投资者回报持续提升。自 2019 年上市以来，公司持续保持高现金分红比例实施权益分派方案，近三年分红比例持续上升。若 2024 年度利润分配方案获股东大会通过，公司 2024 年年度累计现金分红总额为 6408 万元，分红率提升 16.3pct 至 56.3%。公司还计划在 2025 年度进行中期分红，并已提报年度股东大会审议。盈利预测与投资评级：公司作为非住物管龙头企业，五大业态稳步发展。考虑到近年来重庆地区项目毛利率下行影响，我们调整公司 2025-2026 年的归母净利润预测为 1.2/1.3 亿元（原预测为 2.1/2.3 亿元），预计 2027 年归母净利润为 1.4 亿元。对应的 EPS 为 0.54/0.59/0.63 元，对应的 PE 为 18.0X/16.6X/15.4X，中长期看，公司已完成全国化布局，在非住业态具备领先优势，维持“买入”评级。风险提示：毛利率修复不及预期；外拓规模不及预期；新拓项目利润率水平不及预期。

（证券分析师：房诚琦）

#### 九安医疗（002432）：品牌渠道优势显著，慢病 O+O 有望打开第二增长曲线

**投资要点** 事件：2025 年 4 月 29 日，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报业绩。2024 年全年，公司实现营收 25.9 亿元（同比-19.77%），归母净利润 16.7 亿元（同比+33.3%），扣非净利润 16.8 亿元（同比+67.4%）；2025 年一季度，公司实现营收 5.1 亿元（同比-33.5%），归母净利润 2.7 亿元（同比+7.6%），扣非净利润 2.3 亿元（同比-27.1%）。公司全球化业务布局，品牌渠道优势显著。公司“iHealth”品牌的产品已在全球范围内获得了包括美洲、欧盟、亚洲、澳大利亚等众多国家和地区的注册证书。随着试剂盒产品在美国被广泛使用，iHealth 品牌在家用医疗健康产品市场的知名度和影响力显著增强。在国内市场方面，公司积极布局新零售平台和电商渠道，通过小米商城、天猫、京东旗舰店等线上平台进行产品销售，有效拓宽了市场覆盖面。在国际市场，公司通过境外子公司采用“新零售”模式，积极拓展 B2C 端

市场。公司与全球医疗器械进口商及经销商均建立了稳固的合作关系，B2B 端的批发、零售、ODM/OEM 网络等销售渠道也较为成熟，为公司的长远发展奠定了坚实的基础。 糖尿病诊疗照护“O+O”新模式，打开公司第二成长曲线。公司致力于向糖尿病患者提供闭环式的全病程照护服务。这一服务模式以医生为核心，协同糖尿病教育者、营养师、运动指导师等专业团队成员，共同为患者提供糖尿病诊疗和管理服务。通过这种多学科团队合作，公司有效减少了患者的无效就诊，显著提升了诊疗效率，同时节约了社会和医疗资源。在实现线上线下一体化方面，公司通过线下门诊对患者病情的实时记录，结合线上云平台对个人健康数据和医院就诊记录的智能整合，实现了个性化健康指导的网络推送，提升了患者的营养和教育服务体验。公司的软硬件服务一体化模式，通过 iHealth 智能血糖仪的使用，实现了血糖数据的自动同步至云端，使得患者和医护人员能够便捷地通过移动设备访问详尽的历史记录、数据趋势和饮食运动日志，从而提高了慢病管理的效率和便捷性。 盈利预测与投资评级：我们基本维持之前盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收分别为 28.1/34.7/35.4 亿元（前值 25-26 年 31.0/36.7 亿元，新增 27 年预测值为 35.4 亿元），归母净利润分别为 14.5/16.5/16.7 亿元（前值 25-26 年 15.4/17.3 亿元，新增 27 年预测值为 16.7 亿元），对应当前股价 PE 分别为 12/11/11 倍。我们认为公司渠道优势显著，同时新品兼具成长性，维持“买入”评级。 风险提示：新产品延期获批及推广不及预期的风险；经销商管理风险；经营规模扩大带来的战略与管理风险；政策风险。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：赵骁翔）

#### 科润智控（834062）：2024 年报&2025 一季报点评：25 年变压器需求旺盛，公司业绩有望高增

投资要点 事件：公司发布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年实现营业收入 13.48 亿元，同比增长 34.29%，归母净利润为 0.43 亿元，同比下降 41.31%。2025 年一季度，公司实现营收 3.20 亿元，同比增长 56.55%，归母净利润 0.12 亿元，同比增长 224%。 2024 年变压器增长略缓，2025 年有望高增。2024 年分业务来看，变压器/高低压成套开关设备/户外成套设备营收分别为 4.50/2.38/2.42 亿元，同比-8.25%/+8.39%/+22.09%，毛利率分别为 20.74%/21.18%/19.16%，同比+2.81/+0.25/-1.12pct；其他业务增长显著，收入达 3.73 亿元，同比增长 588.76%，主要为黄山子公司业务，业务毛利率相对较低，为 2.58%。2025 年公司国内外变压器需求均较为旺盛，在手订单充沛，我们预计 2025 年有望高增，黄山子公司业务有望同增 50%+。 期间费率略有下降。2024 年公司期间各项费用率整体下降。销售费用率为 3.17%，同比下降 0.22 个百分点；管理费用率为 3.94%，同比下降 1.12 个百分点；研发费用率为 2.62%，同比下降 0.90 个百分点。财务费用率上升至 1.26%，同比提升 0.46 个百分点。2025 年一季度，销售、管理及研发费用率小幅变动，财务费用进一步升至 1.55%。 盈利预测与投资评级：考虑公司变压器需求有望在 2025 年释放，我们上调 2025 年及 2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.84/1.23/1.68 亿元（2025-2026 年前值为 0.72/1.0 亿元），同比+97%/+46%/+37%，对应 PE 为 20/14/10 倍，考虑国内外变压器需求旺盛，公司未来有望持续增长，维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧，需求不及预期。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：余慧勇

证券分析师：易申申 研究助理：薛路熹 研究助理：武阿兰）

#### 海吉亚医疗（06078.HK）：2024 年年报点评：整体业绩承压，有望逐

### 步企稳改善

**投资要点** 事件：2024 年，公司实现营业总收入 44.46 亿元，同比增长 9.04%，实现扣非归母净利润 5.98 亿元，同比下降 12.40%，实现 Non-GAAP 净利润 6.02 亿元，同比下降 15.58%。业绩低于我们预期。公司医院医师规模持续扩大，诊疗人次同比较快增长：截至 2024 年底，海吉亚集团管理和经营 16 家以肿瘤业务为核心的医院，其中三级医院 4 家，二级医院 12 家，及 2 家在建的三级规模医院，分布在全国 8 个省份的 13 个城市，形成集团化发展。至 2024 年底，集团医师及其他医疗雇员增加 48 人，医疗团队整体实力不断加强。2024 年，集团就诊人次约 450 万人，同比增长 23.8%。另一方面，公司降本增效、进一步提高经营效率，管理行政及非医疗人员减少 117 人，剔除所支付的并购医院交割前税费及结算前期供应商的应付款项，2024 年公司集团净现比为 137.2%，同比提升 22.9pp。整体收入规模保持增长，门诊收入增长更快，肿瘤综合治疗实力持续增强。2024 年，公司总营收 44.46 亿元，同比增长 9.0%。2024 年主营医院业务收入 43.22 亿元，同比增长 11.1%，收入保持稳健增长；其中，1）门诊服务收入 16.33 亿元，同比增长 20.8%，伴随公司旗下医院的品牌影响力及口碑逐渐提高，就诊人次持续增长；2）住院收入 26.90 亿元，同比增长 5.9%。此外，公司积极拓展诊疗项目（特别是肿瘤类）、丰富治疗手段、提高管理效率，医疗技术水平不断提升。截至 2024 年底，公司共完成手术 96993 例，同比增长 15.8%，手术收入同比增长 21.2%，三、四级手术及介入手术占比稳步提升。公司持续强化肿瘤学科建设，提供一站式肿瘤综合诊疗服务，2024 年，肿瘤相关业务实现收入 19.63 亿元，同比增长 10.4%。

**盈利预测与投资评级：**考虑到未预期的 2024 年医保相关未收回收入计提的影响，及公司自建规划，未考虑未来潜在并购影响，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预期由 10.81/13.40 亿元下调至 6.66/7.82 亿元，预期 2027 年为 8.91 亿元，对应当前市值的 PE 为 12/11/9 倍；将公司 2025-2026 年 Non-GAAP 净利润预期由 11.10/13.80 亿元下调至 6.94/7.90 亿元，预期 2027 年为 8.95 亿元，对应当前市值的 PE 为 12/10/9 倍。考虑到 2024 年业绩低点后有望逐步企稳向好，维持“买入”评级。

**风险提示：**新医院爬坡速度或盈利或不及预期的风险；医保政策不确定性风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男）

### 天力复合（873576）：2024 年报&2025 一季报点评：需求放缓盈利有所承压，拓展核电等新领域贡献新增长点

**投资要点** 事件：公司 2024 年实现营收 5.23 亿元，同降 29.3%，归母净利润 0.61 亿元，同降 31.7%；其中 2024Q4 营收 6875.7 万元，同环比 -64.5%/-26.4%，归母净利润 1636.10 万元，同环比 -9.70%/+226.22%。2025Q1 实现营收 1.35 亿元，同环比 -22.7%/+96.4%，实现归母净利润 944 万元，同环比 -47.1%/-42.3%。2024 年受行业需求影响，增速有所下滑。公司 2024 年度钛金属复合材料实现营收 3.7 亿元，同比 -18.4%，毛利率为 23.6%，同比 -1.32pct，主要系行业需求放缓，部分项目延期等因素影响；其他金属复合材料实现营收 1.4 亿元，同比 -48.2%，毛利率为 26.33%，同比 +7.65pct；分境内外看，境内/境外分别实现营收 5.17/0.07 亿元，同比 -29.2%/-33.5%，毛利率分别为 23.8%/32.4%，同比 +1.89/-11.27pct。期间费率基本维持稳定。公司 2024 年期间费用 0.58 亿元，同比 -24.24%，费用率 11.1%，同比 +0.74pct，其中 2024Q4 期间费用 0.1 亿元，同环比 -58.9/-41.1%，费用率 15.2%，同环比 +2.06/-3.8pct。2025Q1 期间费用 0.12 亿元，同环比 -16.2/-41.1%，费用率 8.9%，同环比 +0.70/-3.8pct。公司持续加大研

发,拓宽下游应用领域。公司持续加大研发投入,截至2024年底公司在研项目丰富,如可控核聚变领域复合材料、大尺寸薄复层复合屏蔽板制备技术、高强轻质双金属钻杆制备技术、核工业用复合材料研制开发等,充分拓展公司材料应用至核电、新能源、半导体等领域,未来有望成为公司新增长点。盈利预测与投资评级:考虑行业需求有一定放缓,我们下调2025年及2026年盈利预测,新增2027年盈利预测,我们预计公司2025-2027年归母净利润为0.58/0.65/0.75亿元(2025-2026年前值为0.97/1.05亿元),同比-4%/+11%/+15%,对应PE为55/50/43倍,考虑公司持续拓展新应用领域,有望贡献新增长点,维持“增持”评级。风险提示:竞争加剧,需求不及预期。

(证券分析师:朱洁羽 证券分析师:余慧勇)

证券分析师:易申申 研究助理:薛路熹 研究助理:武阿兰)

### **中国电建(601669): 2025年一季报点评: 营收平稳增长, 毛利率下行致盈利继续承压**

**投资要点** 公司发布2025年一季报,2025Q1公司实现营业收入1427.36亿元,同比+1.6%,实现归母净利润26.36亿元,同比-12.0%,扣非归母净利润25.98亿元,同比-14.0%。营收平稳增长,毛利率有所承压。(1)公司2025Q1营收同比+1.6%,较2024Q4增速有所放缓,实现综合毛利率10.8%,同比下滑1.0pct。(2)费用控制较好,期间费用率基本稳定,公司2025Q1销售/管理/研发/财务费用率分别为0.2%/3.1%/2.3%/1.6%,同比分别基本持平/+0.1pct/基本持平/+0.1pct;(3)2025Q1资产减值转回确认收益0.13亿元,同比+4.33亿元,信用减值损失为-6.80亿元,同比少计提8.20亿元;投资净收益为0.77亿元,同比减少2.08亿元,主要因联营、合营企业投资收益下降;综合影响下公司2025Q1归母净利率为1.85%,同比-0.32pct。经营活动现金流净流出略有增加,加强投资管控,资产负债率小幅提升。(1)2025Q1经营活动净现金流为-405.19亿元,同比多流出15.16亿元,收现比/付现比分别为97.6%/121.8%,同比分别+1.2/-1.1pct;(2)2025Q1购建固定无形长期资产支付的现金流为108.56亿元,同比-58.48亿元,反映投资强化管控下资本支出节奏有所放缓。(3)截至一季度末,公司带息债务余额为5383亿元,同比增加599亿元,资产负债率为79.6%,同比+1.4pct。2025Q1新签订单下降,但水电、风电领域延续亮眼表现。2025Q1公司新签合同额2993亿元,同比-9.6%,分业务来看,能源电力/水资源及环境/城市建设与基础设施/其他业务分别实现新签合同额1802/379/750/62亿元,同比分别-9.3%/-29.1%/+7.9%/-34.4%,其中水电、风电等细分领域新签订单延续亮眼表现,分别完成新签合同金额348/555亿元,同比分别+20.2%/+67.3%。分地区来看,境内外分别完成新签合同金额2350/643亿元,同比-15.4%/+20.9%,境外新签订单增速加快。盈利预测与投资评级:公司作为“懂水熟电”的基建龙头央企,工程业务有望受益于国内水利水电重大基础设施投资加码,新能源投资运营业务持续扩张下形成新的增长极。基于新签订单/收入转化及毛利率承压,我们预计公司2025-2026年归母净利润为125/132亿元(前值为163/184亿元),新增2027年归母净利润预测为142亿元,对应市盈率分别为6.5/6.2/5.7倍,考虑公司新能源投资运营业务第二增长曲线成型,维持“买入”评级。风险提示:新能源投资运营项目进展及盈利不及预期,在手订单转化不及预期的风险,信用减值风险。

(证券分析师:黄诗涛 证券分析师:石峰源)

### **中国中铁(601390): 2025年一季报点评: 营收利润继续承压, 海外新签订单持续亮眼**

**投资要点** 公司发布 2025 年一季报。2025Q1 公司实现营业收入 2492.83 亿元，同比-6.2%，归母净利润 60.25 亿元，同比-19.5%，扣非归母净利润 55.53 亿元，同比-22.5%。 营收继续承压，毛利率基本稳定：（1）分业务来看，公司 Q1 基础设施建设/设计咨询/装备制造/房地产开发/其他业务分别实现营收 2168/47/62/67/149 亿元，同比分别-8.0/-2.2/-5.8/+59.5/+3.2%，整体营收增速受传统基建业务承压的影响；（2）综合毛利率 8.5%，同比下滑 0.1pct，其中基础设施建设/设计咨询/装备制造/房地产开发/其他业务毛利率分别为 7.1%/22.5%/19.3%/13.1%/19.3%，同比分别-0.5/-1.1/-2.0/-4.6/+5.7pct，传统业务毛利率均有所下降，但得益于毛利率较高的设计咨询、房地产开发业务收入占比提升和其他类业务毛利率的上升，整体毛利率基本稳定。 财务费用率和资产负债率有所上升：（1）Q1 公司期间费用率为 4.9%，同比+0.2pct，主要是财务费用率同比+0.3pct 至 0.7%所致，预计主要是带息债务规模增加所致；（2）公司 Q1 资产/信用减值损失分别为-2.17/-5.08 亿元，同比分别多计提 1.34 亿元/少计提 0.74 亿元，综合影响下公司 2025Q1 实现归母净利率 2.4%，同比-0.4pct；（3）Q1 公司经营活动净现金流为-774 亿元，同比多流出 93 亿元，收现比/付现比分别为 91.0%/113.3%，同比分别-7.5/-8.2pct，主要受业主支付节奏影响；2025 年一季报公司资产负债率为 77.3%，同比+2.7pct。 境外、资产经营新签合同额表现亮眼，在手订单保障充分：Q1 公司实现新签合同额 5601 亿元，同比-9.9%，其中工程建造/装备制造/资产经营/新兴业务分别新签 4214/118/270/721 亿元，同比分别-10.4%/-18.7%/+123.7%/-16.7%；分地区来看，境内/外分别实现新签合同额 4944/657 亿元，同比分别-13.6%/+33.4%；截至一季度末公司在手订单余额为 72341 亿元，同比+16.0%。 盈利预测与投资评级：外部冲击影响下宏观经济下行压力仍在，政治局会议指出要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，我们认为增量的财政政策支持 and 融资端的改善对投资端和实物量的效果将逐渐显现，同时扩内需预期增强，基建投资和重点区域建设有望政策加码。基于传统基建业务承压，我们预计公司 2025-2026 年归母净利润为 280/285 亿元（预测前值为 396/431 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 291 亿元，我们认为化债、稳内需政策有望持续发力，考虑公司作为基建龙头央企估值仍处历史低位，有望得到修复，维持“买入”评级。 风险提示：基建投资增速不及预期的风险、新兴业务拓展不及预期的风险、海外经营风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源）

**微软（MSFT）：FY25Q3 业绩点评：业绩好于预期，继续看好云业务快速增长**

**投资要点** 业绩概览：公司 FY2025Q3 收入、EPS 好于预期。FY2025Q3 公司收入 701 亿美元，同比增长 13%（按固定汇率计算同比增长 15%），高于一致预期的 685 亿美元；毛利率 69%，符合市场预期；经营利润率 46%，略高于市场预期的 44%。EPS 为 3.46 美元，同比增长 18%（按固定汇率计算同比增长 19%），高于一致预期的 3.21 美元。公司指引 FY2025Q4 收入 731.5-742.5 亿美元。FY2025Q3 PBP、IC 和 MPC 业务均好于预期： 生产力与商业流程（PBP）：收入 299 亿美元，同比增长 10%（按固定汇率计算同比增长 13%），高于市场预期的 296 亿美元，主要贡献来自于 Microsoft 365 商用云和 Dynamics365。 智能云（IC）：收入 268 亿美元，同比增长 21%（按固定汇率计算同比增长 22%），高于市场预期的 260 亿美元。其中服务器产品和云服务收入同比增长 22%（按固定汇率计

算同比增长 24%)，这得益于 Azure 和其他云服务收入增长 33%(按固定汇率计算同比增长 35%，高于市场预期的 31%)。更多个人计算 (MPC)：收入 134 亿美元，同比增长 6% (按固定汇率计算同比增长 7%)，高于市场预期的 127 亿美元。Azure 收入同比增长重新提速，继续看好微软云业务发展空间。FY2025Q3 Azure 收入同比增速好于市场预期，主要受益于非 AI 业务需求超预期以及 AI 业务供给更快交付。1) 非 AI 业务是 FY25Q3 Azure 超预期的主要来源，原因包括更多企业将工作负载向效率更高的云迁移、云原生增长、微软数据服务增长以及非 AI 业务与 AI 业务间的协同效应；2) FY25Q3 Azure 同比增速中 AI 业务收入贡献为 16pct，FY25Q2 为 13pct，继续保持提升趋势。业务总体仍处在供不应求阶段，FY25Q3 略超预期主要来自供给更快交付。指引方面，公司预计 FY25Q4 Azure 收入按固定汇率同比增长将为 34%~35%，好于市场预期，其中非 AI 服务方面继续健康增长，AI 服务方面将有更多数据中心上线，但需求增长速度更快一些，公司预计 6 月之后将出现一些产能限制。我们看好大模型能力更加成熟、性价比更高的趋势下，企业对云这类基础设施的需求进一步增长，驱动微软云业务较快增长。微软 AI 应用继续呈现积极趋势。根据公司业绩会披露：1) FY25Q3 Microsoft 365 Copilot 已有数十万客户，同比增长 300%，交易规模持续增长，复购更多席位的客户数量达创纪录水平。2) AI 编程业务 GitHub Copilot 已有超过 1500 万名用户，同比增长超过 400%。3) AGENT 和 AI 应用工厂 Foundry 已有超过 7 万家企业和数字化原生企业的开发人员用它来设计、定制和管理自己的 AI 应用和 AGENT，FY25Q3 公司处理超过 100 万亿 token，同比增长 500%。总体来看，AI 应用及 AI AGENT 正在进一步渗透更多企业的工作流，为企业降本增效，建议关注微软 AI 应用后续迭代及数据表现。盈利预测与投资评级：我们继续看好微软在生成式 AI 领域的领先地位，及上层产品和底层云计算的协同效应，维持公司 FY2025-FY2027 归母净利润 991/1174/1353 亿美元预测，对应 2025 财年 PE 为 33 倍，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争风险，AI 技术不及预期风险，IT 支出不及预期风险，反垄断监管风险，汇率变动风险

(证券分析师：张良卫 证券分析师：郭若娜)

#### 伯特利 (603596)：2025 年一季报点评：毛利率或为阶段低点，看好智能底盘+全球化长期趋势

投资要点 公告要点：公司公布 2025 年一季报，业绩低于我们预期。2025 年一季度公司营业收入 26.4 亿元，同环比+41.8%/-21.5%，归母净利润 2.7 亿元，同环比+28.8%/-37.3%，扣非归母净利润 2.7 亿元，同环比+38.6%/-34.2%。重点客户需求放量，25Q1 收入同比高增。公司 25Q1 核心客户奇瑞/吉利产量同比+29%/+43%，吉利银河 3.0 平台车型销量超过 17 万台贡献较多线控制动增量。分产品看，25Q1 智能电控产品 (EPB+线控制动) 销量同比+58%，盘式制动器销量同比+36%，轻量化产品销量同比+23%，各业务线均实现较快增长。毛利率同环比承压，费用呈现规模效应。追溯会计准则调整对毛利率和费用的影响，25Q1 毛利率 17.8%，同环比-2.3pct/-2.9pct，推测主要为下游客户年降影响及墨西哥工厂尚处于爬坡期所致。25Q1 公司期间费用率为 7.40%，同环比-1.5pct/+1.3pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 0.41%/2.55%/4.87%/-0.45%，同比分别-0.61pct/+0.03pct/-1.09pct/+0.22pct，期间费用率稳中有降体现规模效应。订单获取顺利，海外战略持续推进。2024 年公司新增定点项目 416 项，其中盘式制动器/轻量化产品

/EPB/WCBS/EPB/EMB/ADAS/MSG/机械转向管柱分别新增定点项目72/39/156/72/21/2/18/13/23项。海外产能建设加速，墨西哥产能扩建顺利推进中。墨西哥产能扩建，国际化战略持续深入。公司墨西哥生产基地于2021年动工，年产能400万件轻量化零部件产品的一期项目已于2023年三季度末投产。结合在手订单及发展趋势，公司正积极推进墨西哥年产720万件轻量化零部件及200万件制动钳项目，我们预计墨西哥工厂2025年有望实现量利齐升。盈利预测与投资评级：我们维持公司2025-2027年营收为129.2/155.0/183.8亿元，同比分别+30%/+20%/+19%；维持2025-2027年归母净利润为15.5/18.8/22.9亿元，同比分别+28%/+22%/+21%，对应PE分别为23/19/15倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车需求不及预期，海外工厂建设不及预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

### 华大智造（688114）：2024 年报&2025 年一季报点评：国产替代自主可控，AI 测序促进需求放量

**投资要点** 事件：公司发布2024年年报及2025年一季报，2024年，公司实现营收30.13亿元（括号内为同比，下同，+3.48%），归母净利润-6.01亿元（减亏7百万元）；2024Q4单季度营收11.43亿元（+61.64%），归母净利润-1.37亿元。2025Q1营收4.55亿元（-14.26%），归母净利润-1.33亿元（减亏17百万元）。基因测序仪业务2024年保持高速增长，25Q1略有承压：①分业务来看，基因测序仪业务营收23.48亿元（+2.5%），其中仪器设备营收9.60亿元（+6.9%），试剂耗材营收13.73亿元（+1.4%）；实验室自动化常规收入2.09亿元（-4.1%，剔除新冠基数后同增36.7%），新业务常规收入4.00亿元（+11.7%，剔除新冠基数后同增57.1%）。②基因测序仪业务分区域来看，国内营收16.07亿元（+11.4%）；海外营收7.41亿元（-12.7%），其中亚太区域营收2.25亿元（-30.5%，剔除阿联酋项目影响后增速+31%），欧洲区域营收3.44亿元（-6.2%，受到地缘政治和竞争影响），美洲区域营收1.72亿元（+8.3%，公司持续积极推广）。2025Q1基因测序仪业务营收3.5亿元（-22%），25Q1受到季节波动、以及地缘政治市场环境不确定性的双重压力影响；同时，在手订单情况较好，然而订单需要一定转化时间，我们判断很多订单将于25Q2-3开始交付。我们认为公司经营亮点主要体现在：①产品矩阵持续丰富，基因测序仪在更高通量、更高质量、更长读长、更快速度、更小型易用上均有世界领先的突破，实验室自动化与新业务板块新产品同样推陈出新。②AI技术快速融合应用，新推出AIO智能控制软件，嵌入式GPU支持本地AI推理，α-Cube数据中心一体机等AI机型，提升测序效率，扩大应用场景。③公司竞争力与市占率持续提升，2024年新增销售装机近1270台（+49%），国内新增测序仪销售台数市占率63.8%，测序仪及耗材营收市占率39.0%；全球市场来看2024年新增测序仪装机台数市占率28.2%（+9.5pct），测序仪及耗材营收市占率7.1%（+0.4pct）。④持续推进全球多元化营销策略与本土化服务体系，24年海外测序仪营收占比31.6%。截至2024年公司已建立全球9大研发中心、7大生产基地、9大国际备件仓库及13个客户体验中心，海外市场有望保持快速增长。④竞争对手世界龙头Illumina在国内的发展受限，公司积极拥抱国产替代机遇，有望快速抢占其国内市场。盈利预测与投资评级：考虑行业整体增速情况，我们将公司2025-2026年营收从39.94/45.40亿元下调至37.56/41.93亿元，归母净利润从-0.75/1.18亿元下调至-1.70/1.00亿元，我们预测2027年营收和归母净利润分别为46.87亿元和2.11亿元；公司作为国内唯一、全球少数全产品测序仪

企业，具备较强竞争力，维持“买入”评级。 风险提示：地缘政治风险，市场竞争加剧，市场开拓不及预期等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：刘若彤）

**洋河股份（002304）：2024 年报及 2025 年一季报点评：延续主动调整，静待经营改善**

**投资要点** 事件：公司公告 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年营收 288.76 亿元，同比-12.83%，归母净利润 66.73 亿元，同比-33.37%；其中 24Q4 营收 13.60 亿元，同比-52.17%，归母净利润-19.05 亿元，去年同期为-1.88 亿元。25Q1 实现营收 110.66 亿元，同比-31.92%，归母净利润 36.37 亿元，同比-39.93%。 2024 年积极调整，但转型见效仍需时间。白酒行业进入存量竞争阶段，公司主力产品集中的中端和次高端价位承压较大，因而积极调整经营策略，基础管理工作进一步夯实，但转型调整仍需时间。1）分产品来看，24 年中高档酒、普通酒营收分别同比-14.79%、-0.49%，预计核心品系均主动调整，梦系列下滑幅度略低于海天系列。2）分地区来看，24 年省内、省外营收分别同比-11.43%、-14.35%，后续将重点聚焦江苏和环苏市场，培育打造样板和高地市场，筑牢基本盘。 产品结构下移、费用投放刚性，盈利承压。24 年销售净利率同比-7.16pct 至 23.09%，其中毛利率同比-2.09pct 至 73.16%、主要系中高档酒占比下降所致，税金及附加率同比+0.81pct 至 16.71%，销售费用率同比+2.84pct 至 19.10%、管理费用率同比+1.34pct 至 6.67%，公司费用投放相对刚性，但收入规模下滑被动抬升费率水平。 一季度延续主动调整，静待经营节奏改善。25Q1 销售净利率同比-4.41pct 至 32.83%，其中毛利率同比-0.44pct 至 75.59%，税金及附加率同比-0.35pct 至 15.66%，销售费用率同比+3.86pct 至 12.38%，管理费用率同比+1.13pct 至 3.97%，财务费用率同比+0.59pct 至-0.55%。此外，25Q1 销售回款 98.05 亿元，同比-24.03%，25Q1 末合同负债 70.24 亿元，同增 12.09 亿元/环减 33.20 亿元。短期来看，当前 CPI、社零等指标反应出消费仍处于弱复苏节奏，白酒产业强分化、强集中，洋河省内加大梦 6+/水晶梦 3 等费用支持，省外进一步强化渠道深耕，组织架构上重设大区发挥统筹作用，增强区域市场管理能力。中长期来看，洋河规划 2024-2026 每年度的现金分红总额不低于当年实现归属于上市公司股东净利润的 70%且不低于人民币 70 亿元（含税），2024 年实际分红也达到 70 亿元，对应当前动态股息率 6.5%以上，具备安全边际。 盈利预测与投资评级：一季度延续主动调整，省内受竞品挤压预计份额持续收缩，期待公司保持战略定力，强管控促动销，重返良性增长轨道。参考 25Q1 报表节奏，我们更新 2025~2026 年归母净利润预测为 54.6、56.6 亿元（前值 81.8、89.7 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 59.0 亿元，当前市值对应 2025~27 年 PE 为 18.9、18.3、17.5X，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济不及预期；食品安全风险；次高端升级不及预期

（证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东）

**百利天恒（688506）：2025 年一季报点评：持续加大研发投入，BL-B01D1 启动首个海外注册临床**

**投资要点** 事件：公司 2025 年一季度营业收入 6744.0 万元，同比减少 98.77%；归属于母公司所有者的净亏损 5.31 亿元，上年同期净利润 50.05 亿元。 Q1 收入和利润大幅下滑，主要原因：24 年 Q1 确认了 BMS 大额知识产权授权收入并收到了相关款项，本报告期内未有知识产权授权收入及相关现金流入，从而导致营业收入、经营活动产生的现金流量净额等财务指标同比大幅下降。 核心产品 BL-B01D1（EGFR×HER3 双抗 ADC）国内进展更新：截至 25 年 4 月，BL-

B01D1 已开展 40 余项临床研究，包括 8 个单药后线疗法 III 期注册临床，覆盖非小细胞肺癌、小细胞肺癌、乳腺癌、尿路上皮癌、食管癌、鼻咽癌适应症；以及联合奥希替尼治疗一线 EGFR 突变非小细胞肺癌已进入 III 期临床试验阶段并完成首例受试者入组；8 个与 PD1 联合用于一线治疗的 II 期临床等。2025 年 ASCO 会议，BL-B01D1 有望进一步读出多项临床数据，包括非小细胞肺癌、小细胞肺癌以及卵巢癌等；后线鼻咽癌和食管癌 25 年有望读出 III 期期中分析数据，并于 25 年底或 26 年递交上市申请；此外，多个 III 期临床有望完成患者入组，并新开多个后线患者的 III 期临床以及 1L 患者的 III 期临床。BL-B01D1 联合疗法有潜力成为肿瘤一线治疗的标准疗法和下一个超级重磅药物。 BL-B01D1 首个海外注册临床启动：25 年 4 月 15 日，BMS 启动了 BL-B01D1 头对头化疗一线治疗不适用 PD-(L)1 的三阴乳腺癌（TNBC）患者的注册 II/III 期临床 IZABRIGHT-Breast01（NCT06926868）。根据与 BMS 的合作协议，公司首次启动海外一线 III 期临床后，将获得 2.5 亿美元里程碑付款。同时 BL-B01D1 海外单药以及联合奥希替尼/PD-1 两项早期篮子研究与 BMS 顺利推进中，有望 2025 年启动更多实体瘤海外注册临床，并最早于 2028 年向 FDA 递交首个上市申请。 盈利预测与投资评级：公司重磅产品 BL-B01D1 研发顺利推进，我们维持公司 2025 年营收预测为 20.18 亿，预测 2026/2027 年营收为 20.35/25.41 亿元。综合考虑公司产品壁垒、创新属性和出海价值，我们认为百利天恒成长潜力较大，维持“买入”评级。 风险提示：研发进度不及预期，临床结果具备不确定性，市场竞争恶化等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：郑川川）

**信达生物（01801.HK）：二代 IO 潜力可期，慢病管线开始商业兑现**  
**投资要点** 事件：公司 25Q1 产品收入超 24 亿元，同比增长 40%+。主要得益于 1、信迪利单抗等主要产品依然保持快速的增长态势；2、新产品收入贡献加速提升：托莱西单抗和奥雷巴替尼新适应症新进入国家医保目录，以及甲状腺眼病治疗药物替妥尤单抗在今年 3 月获批上市，为增长贡献新驱动力。2024 年公司已经提前实现 Non-IFRS 和 EBITA 盈利。公司预计 2027 年国内销售收入 200 亿元目标，2030 年实现 5 个管线进入全球 III 期研究。 慢病管线进入兑现期，打造公司第二增长曲线。公司目前共 15 款商业化产品，3 个产品 NDA 审评中，4 个新药分子进入注册临床阶段，慢病领域进入收获期：25 年慢病管线有望形成玛仕度肽（GLP-1/GCGR）、替妥尤单抗（IGF1R）、托莱西单抗（PCSK9）、匹康奇拜单抗（IL23p19）的产品矩阵，助力除肿瘤领域外第二成长曲线。 IBI363（PD1/IL2）价值凸显，国际化加速：肿瘤免疫领域大单品，有望在 IO 耐药、冷肿瘤乃至 PD-L1 低表达人群中取得突破，已获得 FDA 两项 FTD 认证。已经启动头对头 K 药的 1L 黑色素瘤的 II 期临床试验；计划 IBI363 用于治疗 IO 经治鳞状 NSCLC 的 III 期临床研究；计划启动联合贝伐珠单抗治疗 3L MSS mCRC 的 III 期临床。海外临床 II 期进行中。今年 ASCO 针对 3 个适应症口头汇报更新数据。 即将 IND 的潜力早研分子：口服 GLP-1 小分子，GLP-1/GCG/GIP 抗体多肽偶联物，AGT siRNA，EGFR/B7H3 双抗 ADC，CEACAM5 双载荷 ADC，IL-4Ra/TSRP 等。 盈利预测与投资评级：我们基本维持 2025-2026 年营业收入预测 114.9/151.8 亿元，归母净利润预测 5.7/21.9 亿元，预计 2027 年营业收入 200.9 亿元，归母净利润 30.3 亿元，当前市值对应 2025-2027 年 PE 估值 157/41/30 倍。我们预计随着产品组合的不断放量和费用的有效控制，信达有望持续盈利，国际化进程加速，维持“买入”评级。 风险提示：集采

等政策风险；临床结果不佳；商业化不及预期。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：张翀翥）

### 辰安科技（300523）：2024 年年报和 2025 年一季报点评：25Q1 超市场预期，聚焦产品 AI 化

**投资要点** 事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营收 14.01 亿元，同比-37.92%；归母净利润-3.22 亿元，同比由盈转亏，扣非净利润-3.31 亿元，同比由盈转亏；略低于市场预期。2025 年 Q1 实现营收 2.00 亿元，同比+55.76%，归母净利润-0.34 亿元，亏损同比减少 41.32%，超出市场预期。24 年业绩受存量订单和订单落地节奏影响：公司 2024 年初存量合同不足、部分项目落单延迟及市场环境等因素的影响，公司营业收入和毛利率有所下降，导致公司净利润同比下降。分业务看，2024 年城市安全业务实现营收 3.90 亿元，同比-57.96%；2024 年应急管理业务实现营收 3.85 亿元，同比-23.56%；装备与消防业务实现营收 4.49 亿元，同比-21.05%。但公司 2024 年全年签约合同额同比增长近 40%，预计随着订单的逐渐落地和交付，公司业绩有望回升。聚焦产品 AI 化，实现业务创新：公司聚焦国家公共安全领域，推动 AI 技术赋能产品与解决方案升级，强化市场差异化竞争优势，深化科技协同合作，全面提升创新能力；加强与中国电信、清华大学的合作，提升科技创新牵引力；围绕大模型、推演模型、小模型持续迭代，提升推演引擎计算能力、多智能体协同能力及时空知识库构建能力，实现 AI 技术中台的全面升级；从“AI+产品”向“产品 AI 化”迈进，打造智能化解决方案；全面构建支撑信息化系统建设的 AI 中台能力。聚焦机器人+低空应用场景落地：针对机器人，公司子公司科大立安“空地一体化”智能灭火平台推出四足灭火机器人，以“环境实时检测”与“复杂地形攻坚”为核心，突破室内火场救援瓶颈，实现“人机协同、安全高效”的灭火新模式。针对低空经济，子公司科大立安“空地一体化”智能灭火平台创新推出无人机高空火源动态检测与高压精准压制系统，通过“智能侦察+集群压制”技术，为超高层建筑外立面火灾提供高效、安全的解决方案。盈利预测与投资评级：公司下游需求正逐步恢复，但 2024 年存在低基数，因此我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 0.47/0.58 元下调至 0.40/0.54 元，预测 2027 年 EPS 为 0.74 元。维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期；技术推进不及预期；竞争加剧影响。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

### 启明星辰（002439）：2025 年一季报点评：业绩符合市场预期，快速迭代大模型安全产品矩阵

事件：公司发布 2025 年一季报，Q1 实现营收 6.41 亿元，同比-30.54%，归母净利润 0.02 亿元，同比扭亏为盈，扣非净利润-0.51 亿元，同比亏损增加 7.47%。业绩符合市场预期。投资要点 营收下滑主要系需求端影响，利润受多因素原因实现同比转正：公司 25Q1 营收下降主要原因是：一季度网络安全市场环境延续机遇与挑战并存的态势，下游客户的需求仍未出现明显好转，对公司营业收入形成一定影响。利润的转正主要是以下原因：①25Q1 营业成本同比减少 41.8%（其主要原因是收入减少和毛利率增长）；②25Q1 的销售、管理及研发费用合计同比减少约 15%（公司降本增效，降低冗余成本）；③25Q1 投资收益同比增加 165.89%，其主要原因是参股上市公司“航天软件”本期确认的投资收益增加；④25Q1 公允价值变动收益同比增加 198.18%，其主要原因是参股上市公司“永信至诚”本期确认的公允价值变动收益增加。布局 AI 安全，快速迭代大模型安全产品矩阵：自 2025 年 2 月 6 日起，启明星辰以周为单位加速产品迭代，已完成多

项技术升级，成功构建完整的大模型应用安全产品矩阵，形成覆盖全场景的大模型应用安全防护体系，包含：大模型应用防火墙（MAF）、大模型访问安全代理（MASB）、大模型访问脱敏罩、大模型评估与检查等。同时，目前大模型应用向智能体集群化发展，公司也在积极构建大模型应用安全的多智能体、智能体集群的安全体系。 盈利预测与投资评级：考虑到下游需求下滑带来的影响，同时公司的投资收益和公允价值变动收益在 24 年出现较大波动，导致公司利润端出现较大下滑。因此我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 0.88/1.12 元下调至 0.16/0.24 元，预测 2027 年 EPS 为 0.36 元。我们长期看好公司战略新兴业务布局卓有成效，中国移动控股合作进展顺利，未来有望帮助公司实现业绩的逐步恢复，维持“买入”评级。 风险提示：合作进展不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

#### **莱斯信息（688631）：2024 年年报和 2025 年一季报点评：25Q1 业绩符合预期，低空有望持续引领**

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营收 16.10 亿元，同比-3.94%；归母净利润 1.29 亿元，同比-2.31%，扣非净利润 1.06 亿元，同比-1.29%；符合市场预期。2025 年 Q1 实现营收 1.09 亿元，同比-55.53%，归母净利润-0.15 亿元，亏损同比减少 5.10%，符合市场预期。 投资要点 一季度营收下滑主要系季节性影响：公司 2024Q4 营收 6.92 亿元，同比-2.41%，归母净利润 1.13 亿元，同比-5.47%，扣非净利润 1.11 亿元，同比+14.17%。公司 2025Q1 营收下滑主要系订单的季节性确收影响（2024Q1 有大额订单确收导致高基数）。分业务看，2024 年民航空管业务营收 6.26 亿元，同比+13.68%，毛利率同比-1.37pct；2024 年城市道路交通业务营收 6.71 亿元，同比+33.47%，毛利率同比-0.14pct；2024 年城市治理业务营收 2.69 亿元，同比-47.31%，毛利率同比+9.87pct。 空管业务持续引领国产化进程，助力管制能力提升战略落地：公司抢占民航“8+N”建设先机，成功揽获全国新建大型区管的首批次全部主用两地项目（呼和浩特、哈尔滨）；实现自动化产品七大区域全覆盖，在西安、珠海等地塔台自动化产品全面渗透；积极开拓新产品，落实首个地区级航管系统项目-东北地区航管信息自动化处理系统。此外，公司也加大机场领域的业务布局，夯实核心产品在中小机场应用，泊位引导系统、机场协同决策系统等新产品陆续在多地机场实现推广。 紧抓国家低空发展元年机遇，全面发力低空经济赛道：公司积极打造低空“莱斯”整体解决方案，发布以低空飞行服务管理平台为核心的“天牧”系列产品；率先树立国内首个省级低空平台标杆——江苏省低空服务管理平台，也是首个实现军民地三方协同的标杆；加速市场拓展力度，依托深厚技术与业务沉淀，为北京、上海、重庆、江苏、南京等 20 余个省、市地区谋划低空发展总体方案，开展密切交流、形成战略合作，并在部分地区取得阶段性成果，赋能低空飞行服务保障体系，加快推动低空经济产业发展。展望 2025 年，随着各地低空经济的基础设施建设不断落地，公司有望实现低空业绩的进一步增长。 盈利预测与投资评级：空管系统龙头企业，考虑城市治理项目拖累，我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 1.26/1.62 元下调至 0.94/1.17 元，预测 2027 年 EPS 为 1.47 元。预计随着低空经济基础设施建设持续落地，公司有望率先受益，维持“买入”评级。 风险提示：政策推进不及预期；技术推进不及预期；竞争加剧影响。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

#### **保隆科技（603197）：2024 年报及 2025 年一季报点评：产品结构变化影响毛利率，25Q1 业绩同比高增**

**投资要点 公告要点：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年业绩低于我们预期，2025 年一季报业绩符合我们预期。2024 年营业收入为 70.3 亿元，同比+19.1%，归母净利润为 3.0 亿元，同比-20.1%，扣非归母净利润为 2.5 亿元，同比-14.0%。25Q1 营业收入 19.0 亿元，同环比+28.5%/-4.7%，归母净利润 1.0 亿元，同环比+40.0%/+76.5%，扣非归母净利润 0.8 亿元，同环比+25.1%/+91.2%。基盘业务稳定，新业务增长动能强劲。2024 年公司新业务传感器/空气悬架业务收入分别为 6.7/9.9 亿元，增速同比+25.4%/+41.8%，传感器业务收入高增动力来自品类拓展及新客户突破，空悬业务受益于下游核心配套车型理想 L8、腾势 N7、智界 R7 等快速放量实现产销高增。成熟业务中 TPMS 业务 2024 年收入增速为+12.3%，主要受益于 TPMS 在中国份额提升收入增速较快，汽车金属管件/气门嘴业务公司市场份额较高，格局稳定，2024 年收入增速分别为+1.9%/-0.6%。收入结构变化毛利率承压，期间费用率基本稳定。2024 年公司毛利率为 25.1%，同比-2.4pct，新业务如传感器、空气悬挂收入增速较快但毛利率较低，压低公司整体毛利率，2024 年二者毛利率为 17.1%/22.6%，同比-3.2pct/-1.9pct，毛利率下降主要受到下游客户降价影响。费用端，2024 年期间费用率为 18.8%，同比-0.9pct，虽然全年股权激励费用计提较多，但是公司收入增长迅速摊薄费用增加的影响。2024 年公司归母净利率为 4.3%，同比-2.1pct，主要受到毛利率下降以及股权激励费用计提影响。25Q1 利润率同环比显著提升，业绩回归增长通道。追溯会计准则调整对毛利率和费用率的影响，25Q1 公司毛利率为 23.3%，同环比-6.0pct/+1.1pct，同比下降主要受到毛利率较低的新产品放量影响。25Q1 期间费用率为 16.2%，同环比-5.5pct/-0.4pct，受益于股权激励费用计提减少。25Q1 归母净利率为 5.0%，同环比+0.4pct/+2.3pct，盈利实现同环比显著修复，公司业绩回归增长通道。盈利预测与投资评级：由于公司传统业务增速放缓，且新产品放量对整体毛利率有所影响，我们下调 2025-2026 年营收预测为 91/111 亿元（原为 95/115 亿元），预计 2027 年营收为 135 亿元，同比分别+30%/+22%/+21%；下调 2025-2026 年归母净利润为 5.1/7.2 亿元（原为 5.9/7.8 亿元），预计 2027 年归母净利润为 9.2 亿元，同比分别+68%/+41%/+28%，对应 PE 分别为 16/11/9 倍，维持“买入”评级。风险提示：新产品落地不及预期，乘用车价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

#### **海思科（002653）：2025 年一季报点评：环泊酚持续放量，创新产品逐渐步入收获期**

**投资要点 事件：**2025 年 4 月 25 日公司发布 2025 年一季报，2025Q1 公司实现营收 8.92 亿元（同比+18.60%），实现归母净利润 0.47 亿元（同比-49.31%），实现扣非归母净利润 0.50 亿元（同比+69.25%）。环泊酚成为国内静脉麻醉药龙头产品，美国 III 期临床获得积极结果：分产品来看，2024 年公司肠外营养收入 5.1 亿元（同比-16.3%），肿瘤止吐收入 3.1 亿元（同比+44.3%），麻醉产品收入 12.3 亿元（同比+44.96%），其他适应症收入 5.8 亿元（同比-13.9%），合作产品相关收入 9.4 亿元（同比+10.7%）。在环泊酚的放量带动下，公司业绩增长强劲，2024 年环泊酚销售收入增长 45.6%，在静脉麻醉药市场领域跃居份额第一。美国方面，“全麻诱导”适应症的 III 期临床研究获得了积极的结果，公司已完成与 FDA 的 PNDA（新药上市申请前）沟通交流。创新产品逐渐步入收获期：1）HSK21542 注射液：“腹部手术术后镇痛”和“成人维持性血液透析患者的慢性肾脏疾病相关的中度至重度瘙痒”两项适应症预计将在 2025 年获批上市，同时，公司将继续推

进包括“骨科手术术后镇痛”在内的适应症拓展Ⅲ期临床研究。2) 苯磺酸克利加巴林胶囊：两项适应症分别于 2024 年 5 月和 6 月获批，是国内上市的首个“成人糖尿病性周围神经病理性疼痛和带状疱疹后神经痛”治疗药物；2024 年新增获批临床的“中枢神经病理性疼痛”适应症的Ⅲ期临床研究正在正常推进中。3) 考格列汀片：已于 2024 年 6 月获批用于改善成人 2 型糖尿病患者的血糖控制，是全球首个超长效双周口服降糖药物。4) HSK31858 片：“非囊性纤维化支气管扩张症”适应症国内Ⅲ期临床研究已经启动，新增“支气管哮喘”和“慢性气道炎症性疾病”两项适应症已启动Ⅱ期临床研究，此外，“慢性阻塞性肺疾病”适应症已获得临床批准通知书。盈利预测与投资评级：我们基本维持 2025-2027 年归母净利润为 5.74/7.81 亿元，预计 2027 年归母净利润为 9.11 亿元，对应 PE 估值分别为 83/61/53×，考虑到公司环泊酚将持续放量，两个创新药苯磺酸克利加巴林胶囊和考格列汀片已经纳入医保，将成为业绩新的增长点，后续创新管线催化剂充足，维持“买入”评级。风险提示：创新药放量不及预期，药品降价风险，研发失败风险，竞争格局恶化等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：张翀翀)

#### 中能股份（600642）：2024 年报&2025 一季报点评：业绩稳健分红率 56%，关注燃料成本优化与新项目投产

投资要点 事件：公司公告 2024 年报和 2025 年一季报。2024 年归母同增 14%，分红率 55.84%。2024 年公司实现营业收入 296.19 亿元，同比增长 1.64%；归母净利润 39.44 亿元，同比增长 14.04%；扣非归母净利润 34.78 亿元，同比增长 12.77%。公司拟分配现金红利 22.02 亿元（含税），分红率 55.84%，股息率(TTM)5.1%（估值日 2025/4/30）。2024 年公司归母/扣非业绩稳健增长，分红率维持高位。2024 年发电量同增 6.4%，火电利用小时数提升&风光装机成长。2024 年公司 1) 煤电：完成发电量 416.05 亿千瓦时，同增 3.5%，主要是用电需求增长，煤电利用小时数 4953 小时，同增 150 小时；2) 气电：完成 84.42 亿千瓦时，同增 17.6%，主要是用电需求增长及发电用天然气安排影响，气电利用小时数 2464 小时，同增 337 小时；3) 新能源：风电完成 54.81 亿千瓦时，同增 4.3%；光伏及分布式完成 30.94 亿千瓦时，同增 24.9%，主要是新能源项目装机规模同比增长，风电/光伏利用小时数 2232/1058 小时，同比下降 31/117 小时。截至 2024/12/31，公司控股装机容量 1795.5 万千瓦，同比增长 5.95%，其中煤电 840 万千瓦（同比持平），气电 343 万千瓦（同比持平），风电 283 万千瓦（同增 44 万千瓦），光伏 244 万千瓦（同增 31 万千瓦）。燃料成本下降，优质地区电价有支撑。2024 年公司实现毛利润 57.8 亿元（同比+18.8%，同增 9.2 亿元），其中煤电实现毛利润 20.9 亿元（同比+49.6%，同增 6.9 亿元），气电毛利润 7.7 亿元（同比+2.0%，同增 0.2 亿元），风电毛利润 14.8 亿元（同比+5.9%，同增 0.8 亿元），光伏毛利润 5.1 亿元（同比+12.8%，同增 0.6 亿元）。火电板块贡献了 2024 年利润的主要增长。除利用小时数提升外，燃料成本持续下降，2024 年公司燃煤成本，天然气成本同比下降 3.17%/1.98%。2025 年以来，煤炭成本加速下行。上海区位优势电价有支撑，火电板块盈利有望持续提升。公允价值变动与发电量影响业绩，2025Q1 归母同降 13%。2025 年一季度公司实现营业收入 73.37 亿元，同减 9.09%；归母净利润 10.11 亿元，同减 12.82%；扣非归母净利润 8.71 亿元，同减 2.27%，表现业绩受到公允价值变动收益影响，2025Q1 公允价值变动净收益为 1.69 亿元（23 年同期为 3.19 亿元）。2025Q1 公司发电量 144.26 亿千瓦时，同减 7.2%。其中，煤电 99.02 亿千瓦时，同减 12.5%，气电 22.04 亿

千瓦时，同增 3.9%，风电 16.00 亿千瓦时，同增 5.6%；光伏及分布式发电 7.20 亿千瓦时，同增 22.0%。煤电因机组检修和发电结构调整影响，发电量下滑，考虑地区用电需求逐步提升，煤电发电量有望加速提升。 盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2026 年预测公司归母净利润 40.5/41.4 亿元，预计 2027 年归母净利润 43.0 亿元，2025-2027 年 PE 为 10.7/10.4/10.0 倍（2025/4/30），火电红利标杆，维持“买入”评级。 风险提示：区域用电需求波动，煤炭价格天然气价格波动，电改趋势下电价的波动。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

### 中闽能源（600163）：2024 年报&2025 一季报点评：福建风电表现良好，关注新项目获取与集团资产注入

投资要点 事件：公司公告 2024 年报和 2025 年一季报。 生物质项目资产减值影响 2024 年业绩，福建省内风电表现良好。2024 年公司实现营业收入 17.41 亿元，同增 0.54%；归母净利润 6.51 亿元，同减 4.03%；扣非归母净利润 6.24 亿元，同减 4.2%。2024 年公司福建省内风电发电量同比增长，因生物质发电项目技改停机、新疆哈密与黑龙江区域限电率同比上升，福建省外项目发电量与上网电量同比减少。此外，2024 年减值损失同比增加，其中，资产减值损失-0.54 亿元（23 年为-0.22 亿元），信用减值损失-0.15 亿元（23 年为 0.25 亿元），主要系生物质项目富锦热电计提资产组减值和应收补贴电费收入增加导致预期信用损失同比增加所致。公司福建省内核心海风、陆风项目表现良好。 2024 年福建风电上网电量同增 7.3%，电价稳定略增。2024 年公司合计上网电量 29.2 亿千瓦时，同比+2.8%，其中福建风电 26.4 亿千瓦时，同比+7.3%，黑龙江风电 2.2 亿千瓦时，同比-14.6%，黑龙江生物质 0.3 亿千瓦时，同比-65.2%，新疆光伏 0.3 亿千瓦时，同比-9.7%。2024 年公司综合上网电价 662 元/MWh（同比-11.1 元/MWh），其中福建风电 688 元/MWh（同比+3.4 元/MWh），黑龙江风电 327 元/MWh（同比-199 元/MWh），黑龙江生物质 740 元/MWh（同比持平），新疆光伏 752 元/MWh（同比-28 元/MWh）。福建风电上网电价稳定略增。 2025Q1 归母同增 18%，福建风电上网电量同增 19.5%。2025 年一季度公司实现营业收入 5.14 亿元，同比增长 10.43%；归母净利润 2.51 亿元，同比增长 18.1%；扣非归母净利润 2.45 亿元，同比增长 20.01%。2025 年一季度，公司上网电量 8.76 亿千瓦时，同比+12.9%，其中福建风电 8.18 亿千瓦时，受益风况转好提升，25Q1 福建省内风电上网电量大增 19.5%。2025 年一季度，黑龙江风电/黑龙江生物质/新疆光伏上网电量分别为 0.44/0.08/0.06 亿千瓦时，同比-35.8%/-50.4%/-12.4%。 福建海风空间广阔，集团资产加速注入。截至 2024/12/31，公司控股装机容量为 95.73 万千瓦，其中：风电装机 90.73 万千瓦（陆风 61.13 万千瓦，海风 29.6 万千瓦），装机容量同比持平。2024 年公司积极开拓福建优质项目，获取长乐 B 区（调整）10 万千瓦海风项目及长乐外海集中统一送出工程项目开发权；获取诏安四都 8 万千瓦渔光互补光伏和中闽北岸 40 万千瓦渔光互补光伏项目。此外，大股东福建省投资集团体内包括在闽投海电（平海湾三期）、宁德闽投（宁德霞浦 A/C）、霞浦闽东（宁德霞浦 B 区）等海风资产符合一定条件后将启动资产注入程序，2024 年底大股东已启动闽投抽水蓄能 51%股权注入程序。项目开拓+集团注入彰显公司突出成长性。 盈利预测与投资评级：考虑 2025 年抽蓄资产注入，我们维持 2025-2026 年预测归母净利润 9.2/10.0 亿元，预计 2027 年归母净利润 10.4 亿元，2025-2027 年 PE 为 11.4/10.6/10.1 倍（2025/4/30），维持“买入”评级。 风险提示：项目建设不及预期，电改推进下电价波动，项目竞争加剧。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 任逸轩)

**中国核电 (601985): 2024 年报&2025 一季报点评: 所得税影响 24 年业绩, 25Q1 核电业绩增长强劲**

**投资要点** 事件: 公司公告 2024 年报和 2025 年一季报。2024 年收入同增 3%, 所得税影响业绩释放。2024 年公司实现营业收入 772.72 亿元, 同增 3.09%; 归母净利润 87.77 亿元, 同减 17.38%; 扣非归母净利润 85.69 亿元, 同减 17.57%。业绩主要受到计提增值税返还对应所得税费用所致, 根据 2024 年年报相关税费已于期后完成缴纳, 主要体现为一次性影响。核心聚焦核电, 拓展风光新能源。2024 年公司实现营业收入 772.72 亿元, 同增 3.09%, 实现毛利润 331.6 亿元, 同减 0.9%, 分业务来看, 2024 年 1) 核电: 实现营业收入 629.2 亿元, 同比-0.9%, 毛利 261.4 亿元, 同比-11.7%, 毛利率 41.5%, 同比-1.5pct; 2) 光伏: 实现营业收入 70.6 亿元, 同比+20.1%, 毛利 38.5 亿元, 同比+5.3%, 毛利率 54.5%, 同比-7.7pct; 3) 风电: 实现营业收入 50.9 亿元, 同比+29.5%, 毛利 25.5 亿元, 同比+14.8%, 毛利率 50.1%, 同比-6.4pct。2024 年电价稳定, 成本略有上升。2024 年公司核电综合上网电价 (不含税) 为 0.367 元/千瓦时 (同比+1.0%, 同增 0.004 元/千瓦时), 核电度电成本为 0.215 元/千瓦时 (同比+3.6%, 同增 0.008 元/千瓦时), 度电毛利为 0.153 元/千瓦时 (同比-2.5%, 同降 0.004 元/千瓦时)。福清 4 号恢复+漳州 1 号投产, 25 年核电电量释放。2024 年核电上网电量同比-1.8%, 其中秦山一核/二核/三核/三门核电/江苏核电/海南核电/福清核电分别-3.6%/-0.9%/+1.0%/+0.8%/+3.0%/-8.2%/-6.8%, 除大修天数安排导致机组电量在年度间波动外, 2024 年电量主要受到福清 4 号机组小修影响, 福清 4 号小修已于 2024 年 10 月结束, 机组重新启动。此外, 2025 年 1 月漳州 1 号机组正式投运, 2025Q1 核电上网电量同比+13.4%, 其中福清核电同比+32.9%, 漳州核电上网 24 亿度 (24 年同期未投产), 彰显基荷电源的稳定性和成长性, 期待 25 年电量释放。费控良好, 财务费用同比下降。2024 年公司期间费用同比减少 2.54%至 123.08 亿元, 期间费用率下降 0.92pct 至 15.93%, 其中研发费用同比减少 0.1 亿元, 财务费用同比减少 4.6 亿元, 销售费用同比减少 0.5 亿元, 管理费用同比增加 2.0 亿元。公司费用控制良好, 财务费用持续下降。资本开支加大支撑确定性成长。2024 年, 公司 1) 经营活动现金流净额 407.21 亿元, 同减 5.58%; 2) 投资活动现金流净额-949.45 亿元, 同增加 32.4%; 3) 筹资活动现金流净额 644.9 亿元, 同增 188.78%。截至 2024/12/31, 公司控股核电在运机组 25 台, 装机容量 2375 万千瓦。2025 年 4 月公司三门核电三期 (5/6 号机组) 再获核准, 控股在建及核准待建机组提升至 20 台, 规模成长弹性 80%。25Q1 归母同增 2.6%, 核电归母净利润同增 11.5%。2025 年一季度公司实现营业收入 202.73 亿元, 同比增长 12.7%; 归母净利润 31.37 亿元, 同比增长 2.55%; 扣非归母净利润 31.33 亿元, 同比增长 2.95%。分板块来看, 1) 核电业务收入同增 10.46%, 归母净利润同增 11.52%, 稳健增长; 2) 新能源收入同增 24.64%, 归母净利润同降 51.32%, 主要系新能源增收不增利, 且新能源 2024 年发行两期类 REITS、市场化债转股稀释归母净利润, 增资引战导致归母比例下降。电量提升电价稳定, 核电业绩 25Q1 增长强劲。核电项目充沛, 行业龙头即将迎来加速投产。截至 2024/12/31, 公司控股核电在运机组 25 台, 装机容量 2375 万千瓦。2025 年 4 月公司三门核电三期 (5/6 号机组) 再获核准, 控股在建及核准待建机组提升至 20 台, 规模成长弹性 80%。投运节奏来看, 公司预计 2025-2029 年分别投运 2/2/5/2/1 台机组。核电常态化核准空间释放, 在建项目即将进入加速投产期。盈利预测

与投资评级：考虑市场化电价波动，我们将 2025-2026 年预测公司归母净利润从 117/127 亿元下调至 100/104 亿元，预计 2027 年归母净利润 116 亿元，2025-2027 年 PE 为 18.9/18.3/16.4 倍（2025/4/30）。公司 2025 至 2027 年计划投运 2 台/2 台/5 台核电机组，进入加速投产阶段，维持“买入”评级。风险提示：电力价格波动，装机进度不及预期，核电机组运行风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

### 中文在线（300364）：2024 年及 2025Q1 季报点评：海外短剧高歌猛进，罗小黑动画电影值得期待

投资要点 事件：公司发布 2024 年报及 2025Q1 季报。2024 年公司营业收入为 11.6 亿元，同比下降 17.7%。毛利率为 33.0%，较 2023 年的 44.7%下降了 11.7pct。归母净利润为-2.43 亿元（2023 年为 0.89 亿元），扣非归母净利润为-2.7 亿元（2023 年为-0.4 亿元）。2024 年业绩下滑主要是因为公司为扩大海外业务规模，对海外短剧业务加大了推广及研发投入，该业务在 2024 年尚处于投入期，导致利润亏损。2024 年海外收入同比增长 132.4%至 3.0 亿元，海外营业成本也增长 451.5%。2025Q1 收入同比增长 5%至 2.3 亿元，归母净利润为-0.88 亿元（24Q1 为-0.68 亿元）。分业务来看：①2024 年数字内容授权及其他业务收入 6.8 亿元，同比下降 5.1%；毛利率 24.5%，同比大幅下降 22.3pct，主要是成本端（版税、渠道等）增长快于收入。版税成本同比增长 31.4%。②2024 年 IP 衍生开发产品业务收入 4.6 亿元，同比下降 31.5%，是整体营收下滑的主要拖累项之一。毛利率 46.1%，同比微增 1.8pct，成本控制相对较好。海外短剧高歌猛进，罗小黑动画电影值得期待。③海外短剧 APP Sereal+ 和 UniReel 覆盖了全球 100 多个国家和地区。建立了从剧本孵化到全球发行的全链路能力，已开发出近百部涵盖多元题材的海外竖屏短剧。依托海量 IP 储备，并通过 AI 大模型进行剧本多语种创作与精准翻译，支撑起超 1000 部多语言短剧库。控股公司 CMS 在 2024 年实现了爆发式增长，营业收入达 29.1 亿元，同比增长 324%；销售净利润也从 2023 年的 24 万元增长至 2024 年的 791 万元，同比增长超 31 倍。④国漫 IP 大电影《罗小黑战记 II》已经制作完成，预计将于 2025 年暑期在中国及海外市场上映。公司计划利用其全球网络推广这部电影。商业化方面，已推出一系列“谷子”。与潮玩、游戏、餐饮等行业头部品牌达成了深度授权合作。⑤AI 业务方面：AI 大模型“中文逍遥”已发布 2.0 版本，并通过了网信办大模型备案；推出了英文版，提升了多语种、长篇幅内容的生成能力；已在中短篇中文小说、英文短篇小说创作方面实现商业化应用。AI 主播已累计生产超过 20 万小时的有声书。AI 漫画/动态漫实现了商业化付费连载，已利用 AI 技术制作近百部作品，累计观看量超 30 亿次。⑥数据语料与服务：公司积累了丰富的高质量、有版权的数据资源（超 600TB）。已与数十家头部大模型企业（包括央国企、互联网巨头、AI 新势力）建立数据及数据服务合作关系。拥有成熟的内容审核（AI 审+人读）和数据标注团队及服务能力。盈利预测与投资评级：考虑到海外短剧和 AI 业务尚处于投入期，销售费用和研发费用端或有一定投入，我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 1.0/1.6 亿元下调至 0.9/1.4 亿元，并预计 2027 年为 3.6 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 182/117/43 倍，我们看好公司在海外短剧的先发优势，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧风险，知识产权保护风险，海外业务拓展风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖  
研究助理：张文雨）

### 新产业 (300832): 2024 年报及 2025Q1 点评: 海外稳定增长, 高端产品增长明显

**投资要点** 事件: 2025 年 4 月 25 日, 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报业绩。2024 年全年, 公司实现营收 45.35 亿元(同比+15.41%), 归母净利润 18.28 亿元(同比+10.57%), 扣非净利润 17.20 亿元(同比+11.19%); 其中, Q4 单季度营收 11.21 亿元(同比+9.75%); 归母净利润 4.45 亿元(同比-4.73%), 扣非净利润 3.90 亿元(同比-12.58%)。2025 年一季度, 公司实现营收 11.25 亿元(同比+10.12%), 归母净利润 4.38 亿元(同比+2.65%), 扣非净利润 4.17 亿元(同比+4.39%)。持续深化全球战略, 海外业务实现量质齐升。公司通过持续优化代理体系与聚焦大中型客户开发, 报告期内海外市场共计销售化学发光免疫分析仪 4017 台, 中大型高端机型占比提升至 67.16%, 客户结构持续向高质量方向发展。海外实现主营业务收入 16.84 亿元, 同比增长 27.67%, 其中试剂业务在仪器装机量持续攀升的带动下同比增长 26.47%, “仪器+试剂”协同效应日益凸显; 经过多年全球化深耕, 公司已构建起显著的海外品牌优势。通过“区域化运营+本地化深耕”双轮驱动, Snibe 品牌的国际影响力持续提升: 一方面搭建全球专家资源网络促进技术交流; 另一方面创新性推行“营销-售后-市场-商务”四位一体区域管理模式, 实现前端销售与后端服务的无缝协同, 客户满意度进一步提高。截至目前, 公司已在 14 个核心国家建立运营体系, 这些本地化的分支机构正成为区域业务增长的强力引擎。 高端产品装机持续增长, 带动毛利提升。旗舰机型 MAGLUMI X8 领跑市场, 作为面向三级医院等大型医疗终端的高通量解决方案, 高速化学发光免疫分析仪 MAGLUMI X8 在 2024 年销量稳定增长, 全球年度新增销售/装机 1048 台。2024 年该机型累计装机量已达 3701 台, 持续巩固公司在高端化学发光领域的领先地位。公司自主研发的 SATLARS T8 全实验室自动化流水线于 2024 年 6 月成功上市, 上市首年即实现全球装机 87 条的亮眼成绩。受益于 X 系列及中大型化学发光仪器销量占比提升, 公司仪器类产品毛利率提升至 29.82%; 其中海外市场表现尤为突出, 仪器毛利率提升至 40.79%。受国内集采政策深化影响, 试剂收入增速放缓, 但通过优化生产成本与供应链效率, 国内外试剂毛利率仍保持稳定。公司仪器收入增速较快影响主营业务综合毛利率略有下降, 综合毛利率为 72.26%。 盈利预测与投资评级: 我们基本维持之前盈利预测, 预计公司 2025-2027 年营收分别为 51.9/60.1/70.0 亿元(前值 25-26 年 62.7/79.3 亿元, 新增 27 年预测值为 70.0 亿元), 归母净利润分别为 20.9/24.8/29.0 亿元(前值 25-26 年 26.2/33.4 亿元, 新增 27 年预测值为 29.0 亿元), 对应当前股价 PE 分别为 20/17/14 倍。我们认为公司是行业当中的龙头公司, 未来有望持续保持高速增长, 维持“买入”评级。 风险提示: 新产品延期获批及推广不及预期的风险; 经销商管理风险; 经营规模扩大带来的战略与管理风险。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 赵骁翔)

### 迪哲医药-U (688192): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 营收符合预期, 多款产品具备国际化潜力

**投资要点** 事件: 公司 4 月底发布 2024 年年报及 2025 年一季报, 公司 2024 年营收 3.6 亿元, 同比+294%, 归母股东净亏损 8.46 亿元, 同比-24%。2025Q1 营收 1.6 亿元, 同比+96%。销售费用率 77%, 研发费用 2.1 亿元, 净亏损同比减少 14%。业绩符合我们的预期。近期已完成定增, 募资近 18 亿元。 舒沃替尼 (EGFR TKI) 美国即将上市, 出海确定性强: 针对 2L EGFR Exon20ins NSCLC 的全球注册临床 (Wu Kong1B) 达到主要研究终点, FDA 已受理上市申请, BD 确定性增强。

国内已获得 2025 CSCO 指南针对 2L Exon20ins NSCLC 的唯一 I 级推荐。戈利昔替尼 (JAK1) 国内商业化进展顺利,有望年内海外报产: 针对 2L PTCL 国内获批上市,打破 PTCL 全球十年无创新药困局,被列入 2025 年 CSCO 淋巴瘤指南 I 级推荐。2025 年美国有望申报 NDA。DZD8596 (LYN/BTK): 区别于四代 BTKi, 针对非 BTK 依赖的 BCR 信号通路激活也有效, 2025 年 ASCO 有望读出针对 r/r DLBCL 的单药数据和 r/r CLL/SLL 的数据, 并开启注册临床。DZD6008 (新一代 EGFR TKI): 2025 年 ASCO 针对 NSCLC 读出 PhI 数据, 25H2 进入注册临床, 比 ADC 和双抗安全性更好, 透脑更佳。盈利预测与投资评级: 考虑到公司国内商业化推进顺利, 产品出海确定性高, 在研品种潜力大, 我们将 2025-2026 年的归母净利润-3.91 亿元和 0.42 亿元分别上调至-3.85/0.46 亿元。预计 2027 年归母净利润为 3.24 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 估值为-/575/82X, 维持“买入”评级。风险提示: 临床结果和进度不及预期; 产品销售不及预期; 海外授权不及预期等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 张翀翀)

### 华致酒行 (300755): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 计提减值利润短期承压, 静待经营改革&需求回暖

**投资要点** 事件: 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年, 公司实现收入 94.6 亿元, 同比-6.5%; 归母净利润 0.44 亿元, 同比-81%; 扣非净利润 0.25 亿元, 同比-86%。2025Q1, 公司实现收入 28.5 亿元, 同比-31%; 归母净利润 0.85 亿元, 同比-34%; 扣非净利润 0.75 亿元, 同比-41%。名酒占比提升拉低利润率, 2024Q4 计提减值影响短期利润: 2024 年, 公司毛利率/净利率为 9.0%/0.5%, 同比-1.7pct/-1.9pct。毛利率下降主要是因为 2024 年公司名酒销售占比提升, 而利润率较高的定制酒占比有所下降。此外, 计提减值也在一定程度上影响了公司的净利率, 在名酒价格整体走低的行业背景下, 2024Q4 公司计提 3649 万元的资产减值损失, 主要是存货跌价损失。2024 年公司销售费用率为 5.38%, 同比-1.05pct, 主要因促销费推广费用减少, 销售人员数量减少。2025Q1 公司利润率环比有所回暖: 2025Q1 公司毛利率/销售净利率为 10.44%/3.13%, 同比-0.04pct/-0.17pct, 其中毛利率同比+4.3pct 明显回暖。销售/管理/财务费用率同比持平/+0.2pct/持平。渠道端, 电商增长较快, 推动门店 3.0 计划: 2024 年, 电商渠道/华东/华南/华北/华中地区实现收入 29.0/20.9/13.7/10.25/9.13 亿元, 同比-9%/+73%/-1.9%/-24.6%/-25.9%。电商渠道实现较快增长, 主要系春节旺季备货期间, 电商各平台改变营销战略, 加大促销力度, 需求量增加。2024 年内公司以 3.0 连锁门店作为战略核心支点, 全力构建“名酒+高档餐饮+文娱生态”的创新商业模式, 成功开发 127 家华致酒行 3.0 门店。相信 2025 年新的门店模式有望改善公司品牌价值。持续构建和夯实自有品牌精品酒: 公司的盈利模式是名酒走量引流、主要靠精品酒盈利。公司已, 构建以自有品牌荷花与赖高淮为代表的“一超多强”的精品酒矩阵, 2024 年与仰韶酒业达成深度战略合作, 重磅推出“仰韶彩陶坊·源系列”产品。盈利预测与投资评级: 考虑白酒行业整体消费需求呈现弱复苏, 以及公司推动包括 3.0 门店计划等一系列调整措施, 我们将公司 2025~26 年的归母净利润预期从 3.5/4.0 亿元, 下调至 1.0/1.5 亿元, 新增 2027 年归母净利润预期为 1.9 亿元, 同比+120%/+52%/+28%, 对应 4 月 30 日 P/E 为 74/49/38 倍。考虑到公司在 2024 年进行了一系列减值计提, 2025 年新门店计划有望改善经营, 仍维持“买入”评级。风险提示:

白酒行业需求，精品酒销售情况，新门店计划推进情况不确定等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 苏钺 证券分析师: 孙瑜 证券分析师: 阳靖)

#### 天润乳业 (600419): 2025 年一季报点评: 牧业拖累盈利, 业绩低于预期

**投资要点** 公司发布 2025 年一季报: 2025Q1 公司实现营收 6.25 亿元, 同比-2.5%; 实现归母净利润-0.73 亿元, 同比-1713%; 实现扣非归母净利润-0.01 亿元, 同比-105%。业绩低于市场预期。疆内外收入均承压, 持续优化经销商团队。分地区看, 2025Q1 疆内/疆外收入分别同比-4.4%/-5.9%, 疆内收入下滑预计主因公司加大疆内产品促销力度+调整收入确认会计准则, 疆外收入承压预计主因疆外常温奶竞争激烈、特渠占比较高的地区表现相对疲软。25Q1 疆内经销商环比 24 年末减少 6 个, 疆外经销商环比 24 年末减少 4 个, 主因公司持续优化经销商团队。常温业务承压, 低温相对稳健。2025Q1 常温/低温/畜牧业/其他业务收入分别同比-4.4%/-0.6%/-44.3%/-22.2%。公司常温业务疲软预计主因行业原奶供大于求导致常温奶竞争加剧。2025Q1 公司实现乳制品销量 7.45 万吨, 同比增长 12.37%, 乳制品销量稳步提升。竞争加剧+减值扰动超预期, 25Q1 盈利能力承压。25Q1 毛利率 14.63%, 同比-1.8pct, 预计主因 25Q1 原料奶供大于求, 公司加大产品促销力度。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+1.15/+0.07/-0.01/-0.41pct, 销售费用率同比提升预计主因公司为开拓疆外市场, 加大品牌建设费投力度。25Q1 公司资产减值损失占收入比重同比+1.14pct, 预计主因公司喷粉减值等增加。25Q1 公司营业外支出占收入比同比+14.4pct, 预计主因公司加大淘牛力度, 25Q1 末公司牛只存栏 5.63 万头, 较 24 年末减少 0.85 万头。综合看, 25Q1 归母净利率为-11.7%, 同比-12.5pct, 盈利能力承压。盈利预测与投资评级: 公司 25Q1 业绩低于预期, 我们下调 25-27 年收入预期为 28.9/30.7/32.7 亿元 (此前预期 29.7/31.6/33.7 亿元), 同比+3%/+6%/+6%; 下调 25-27 年归母净利润预期至 0.35/1.3/1.7 亿元 (此前预期为 1.3/2.1/2.4 亿元), 同比-20%/+266%/+33%, 对应 PE 分别为 89/24/18x, 维持“增持”评级。风险提示: 渠道建设不及预期, 原材料价格大幅波动, 行业竞争加剧, 牧业业务持续承压, 并购整合不及预期

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 周韵)

#### 双汇发展 (000895): 2025 年一季报点评: 肉制品销量下滑, 养殖利润改善明显

**投资要点** 事件: 公司发布 2025 年一季报, 25Q1 营收 143.0 亿元, 同比-0.1%, 归母净利润 11.4 亿元, 同比-10.6%。外部环境疲软, 肉制品销量下滑。25Q1 肉制品收入 55.8 亿元, 同比-17.8%, 经营利润 14.8 亿元, 同比下降 21.75%, 其中销量同比-17.4%, 价同比-0.5%, 吨利同比-5%, 销量下滑主因: 1) 终端市场消费需求相对疲软; 2) 新兴渠道基数小增速快, 但未能完全弥补传统渠道下降 3) 经销商和终端客户持续去库存, 截至 3 月底库存基本达到历史最低水平。展望全年, 公司将坚持抓好销售机构改革、构建立体化客户网络, 落实网点倍增, 实施精细化管理、打造立体化渠道建设 (分高温、低温、速冻和零食四大板块), 目前各项措施预期内顺利推进, 后续效果将逐步显现, 预计 Q2 开始肉制品销量稳步回升, 全年销量有望稳中有升。屠宰业务生鲜销量提升, 冻品利润有拖累。2025Q1 屠宰业务营收 70 亿元, 同比+6.1%, 其中对外交易收入 65.3 亿元, 同比+11%; 经营利润 1.2 亿元, 同比+24.7%。其中销量同比+9%, 价同比+2%, 屠宰量增长主因 1 则 24Q3 公司调整屠宰业班子, 推动 H2 客户数量显著提升; 2

则春节以来猪价明显下降，市场竞争有所弱化；经营利润改善。 养殖业务明显减亏，过程指标持续改善。公司其他业务分部经营利润亏损 0.74 亿元，养鸡和养猪同比明显减亏，主因养鸡和养猪技术指标改善，推动成本同比大幅度下降，通过提升技术，养殖成本进入行业第一梯队后再扩规模，24Q1 养殖过程指标已有环比改善。预期全年养殖业务减亏幅度有望进一步扩大。 盈利预测与投资评级：根据最新公司业绩，我们调整 2025-2027 年收入分别 605.5、621.8、642.4 亿元（前值为 620、641、660 亿元），同比+1.4%/2.7%/3.3%；归母净利润分别为 50.5、51.9、53.8 亿元（前值为 52.1、54.9、57.2 亿元），同比+1.2%、2.9%、3.6%，当前市值对应 PE 为 17x、17x、16x，维持“买入”评级风险提示：食品安全风险、猪价大幅波动风险、冻肉库存减值风险。

（证券分析师：苏铖 研究助理：于思淼）

### 九州通（600998）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：三新两化战略成效显著，“公募+私募”REITs 平台开启轻资产化运营

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年实现收入 1518.10 亿元（+1.11%，同比，下同），归母净利润 25.07 亿元（+15.33%），扣非归母净利润 18.14 亿元（-7.47%）。2025 年一季度实现收入 420.16 亿元（+3.82%），归母净利润 9.70 亿元（+80.38%），扣非归母净利润 5.07 亿元（-2.76%）。25Q1 受公募 reits 募资并表利润增速较快。公司 25Q1 归母净利润增速较快，原因系公募 REITs 贡献 4.38 亿元投资收益。公司 2024 年实现销售毛利率 7.80%（-0.27pp），销售净利率 1.84%（+0.31pp）。2024 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.89%/1.91%/0.10%/0.77%，同比变化-0.05/+0.03/-0.03/-0.02pp。2025Q1 销售毛利率 7.33%（+0.13pp），销售净利率 2.41%（+1.07pp），销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.79%/1.68%/0.09%/0.56%，同比变化+0.24/+0.07/-0.02/-0.14pp。 “三新”持续赋能院外渠道竞争力。1）新产品战略：2024 年公司 CSO 收入 192.67 亿元，累计引进药品及器械品规数 2247 个，其中过亿单品 52 个；工业自产及 OEM 业务收入 30.07 亿元（+21.49%）。公司预计未来三年内 CSO 收入占比达 20%，毛利额占比达 50%。2）新零售战略：截至 2024 年底，公司好药师门店数量超 2.9 万家，全年收入 53.92 亿元，ToC 端收入 29.66 亿元（含 B2C 电商总代总销），积累 C 端用户超 3500 万，从快速扩张调整至提质增效。3）新医疗战略：截至 2025Q1，公司“九医诊所”会员店数已达 1377 家（公司预计 2025 年超 2000 家），公司在诊所终端渠道的覆盖率进一步提升。 “两化”有望显著改善公司运营效率。1）数字化：公司持续加大数字化研发投入，2024 年达 3.46 亿元（+24.32%），2024 年建设实施的数字化及 AI 智能化项目达 47 个，并分别于阿里云、腾讯云等进行了合作，公司目前基本实现从采购、仓储、配送到终端服务的全流程数字化管理。2）不动产证券化：已构建“公募 reits+私募 reits”双平台，引入稀缺权益资金。首批募资合计 28 余亿元，成功盘活公司部分医药仓储物流资产配套设施。我们认为随着公司首批 reits 成功落地，轻资产化模式有望跑通，未来将持续改善公司现金流，实现主营业务稳健增长。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2026 年归母净利润为 28.09/31.58 亿元，预计 2027 年为 35.29 亿元，对应当前市值的 PE 为 9/8/7 倍。公司“三新两化”战略成效显著，维持“买入”评级。 风险提示：经营模式风险、政策风险、市场竞争风险、应收账款发生坏账风险。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男

证券分析师：苏丰）

水井坊（600779）：2024 年报及 2025 一季报点评：收入端保持稳定，

### 毛销差表现积极

**投资要点** 事件：公司公布 2024 年报及 2025 一季报，24FY 实现营业收入 52.17 亿元，同比增长 5.32%；实现归母净利 13.41 亿元，同比增长 5.69%；对应 24Q4 营收、归母净利同比+4.7%、-12.3%。2025Q1 实现营业收入 9.6 亿元，同比增长 2.7%；实现净利润 1.9 亿元，同比增长 2.2%。24FY 营收正增，中高档酒驱动增长。2024 年公司酒类收入 50.3 亿，同比+3.1%；24Q4 受益 25 春节相对靠前，酒类收入同比+3.6%，略好于 Q3 的+0.3%。分产品看，24FY 公司高、中档酒收入同比+2.0%、+29.1%。①估算臻酿八号贡献主要增量，实现近双位数增长，尽管商务需求相对下降，但公司加强宴席场景开拓，BC 联动收效较好。②中档酒销售增长顺应 100~300 元价位消费趋势，小基数下增速明显。③井台、典藏产品全年收入下滑，主因 400+元价位需求持续承压。报告期内公司经销商减少 7 家，增加 13 家，期末共 61 家，经销商队伍有一定更迭。24FY 费控加强，毛利率同比略降。1) 收现端：24 年末公司合同负债为 9.5 亿，较 23 年末下滑 2.7 亿，渠道打款信心尚未恢复，回款推进相对偏慢。2) 利润端：24FY 销售净利率同比+0.1pct 至 25.7%，主系销售费率改善贡献。①24FY 毛利率同比-0.4pct 至 82.8%，其中高档酒、中档酒毛利率分别同比+0.8、-2.4pct，中档酒吨成本抬升较快拖累毛利表现。②24FY 销售费率同比-1.3pct 至 25.1%，主因事件性营销投入有所优化，广告费用同比缩减。24Q4 销售净利率同比-2.9pct，主因毛利率、税金比率及销售费率季度波动所致。25Q1 高档酒保持小幅增长，毛销差同比抬升。1) 收入端：25Q1 公司酒类收入 9.0 亿元，同比增长 3.2%。分产品看，25Q1 高、中档收入同比 6.7%、-34.2%，高档酒产品结构趋于稳定，且价格体系同比优化；中档酒阶段性盘整消化。2) 利润端：25Q1 销售净利率同比下降 0.1pct 至 19.8%，主系税金及附加比率上行波动，但毛销差表现积极，好于我们此前预期。25Q1 毛利率同比+1.5pct 至 82.0%，主因产品结构上移；25Q1 销售费用同比下降 19.4%，费率同比-7.6pct 至 27.5%，营销投入回落与春节错期有关。多元化营销稳扎稳打，高价位产品布局有序推进。营销端，公司积极拥抱数字化转型，深化线上线下融合策略：线上通过电商平台、社交媒体、红包扫码等方式，积极提升品牌曝光度和互动性，持续扩大消费者触达面，并根据消费者画像加强精准营销；线下则通过开展品鉴会、消费者体验活动、宴席礼赠活动、演唱会赞助等方式，强化团购及宴席拓客，并通过合理的利润分配机制和渠道库存管控，促进销售的健康可持续发展。产品端，公司发布双品牌战略“水井坊”+“第一坊”，聚焦消费场景差异化。“第一坊”完善高端产品布局，典藏规划重点针对 20 个城市开发团购渠道，井台则计划重新推出老井台复刻版，充分满足细分场景需求，并适当巩固次高端上沿价位产品销售。盈利预测与投资评级：公司产品矩阵定位清晰，在 100~800 元区间各主力消费价位均有核心产品长期布局。需求承压阶段，次高端价位向下波动相对更为突出，公司中高端价位产品销售及渠道稳定性有所体现，产品动销基础好于其他全国化二线酒企。参考 25Q1 财报表现以及当前渠道库存和消费环境变化，我们调整 2025~26 年归母净利润预测为 13.5、14.3 亿元（前值 11.8、13.5 亿元），新增 2027 年预测值为 16.1 亿元，当前市值对应 2025~27 年 PE 为 16/15/14X，维持“增持”评级。风险提示：宏观表现不及预期、次高端主力价位竞争加剧、品牌建设及消费者培育费用投放超预期。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

潍柴动力（000338）：2025 年一季报点评：Q1 业绩亮眼，发动机龙头

### 强者恒强

**投资要点** 公告要点：公司公布 2025 年一季报，25Q1 公司实现营收 574.6 亿元，同环比分别+1.9%/+6.9%，实现归母净利润 27.1 亿元，同环比分别+4.3%/-9.7%，扣非后归母净利润 24.8 亿元，同环比分别+5.98%/-11.8%。凯傲计提支出影响归母净利润 4.72 亿元。根据一季报，25Q1 凯傲增效计划计提支出 14.65 亿元，影响归母 4.72 亿元，加回后 25Q1 归母 31.8 亿元，同环比分别+22.4%/+6.0%。根据凯傲公告，2025 年全年增效计划预计计提 2.4-2.6 亿欧元。供应链降本持续释放利润，费用管控得当。25Q1 毛利率 22.2%，同环比分别+0.5/-1.9pct，同比增长主因 24Q2 开始供应链降本效果持续体现。25Q1 公司销售/管理/研发费用率分别 5.6%/7.1%/3.55%，同比分别+0.3/+2.5/-0.2pct，环比分别-0.6/+2.1/-0.35pct，其中 25Q1 管理费用 40.9 亿，同环比分别+56.6%/+50.4%，主因凯傲增效计划支出影响。25Q1 公司财务费用-2.1 亿元，24Q1/24Q4 分别 1.06/-1.6 亿元，主因汇兑收益贡献。展望：发动机主业受益重卡周期向上，新能源+出口+大缸径+后市场多方发力。1) 发动机主业：行业维度，国四报废更新政策扩围至天然气重卡，看好国四政策拉动下重卡内需向上，同时公司降本增效增厚利润；2) 大缸径：数据中心柴发高景气，看好公司大缸径业务持续突破贡献业绩弹性；3) 新能源：公司大力推进新能源转型，比亚迪合资工厂将于 25 年投产，看好公司新能源客户持续突破。盈利预测与投资评级：25Q1 公司业绩表现亮眼，考虑 2025 年重卡行业有望复苏，公司作为发动机龙头强者恒强，我们基本维持 2025~2027 年归母净利润预测 129/153/162 亿元，2025~2027 年对应 EPS 分别为 1.48/1.76/1.86 元，对应 PE 分别为 10.3/8.65/8.19 倍，考虑公司当前估值较低且龙头地位稳固，维持“买入”评级。风险提示：经济复苏不及预期，地缘政治风险等。

(证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭)

### 富创精密 (688409)：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩持续高增，零部件龙头持续受益国产替代

**投资要点** 24 年业绩持续高增，看好半导体零部件业务持续放量：2024 年公司实现营收 30.4 亿元，同比+47.1%，其中海外收入 9.0 亿元，同比增长 40.3%，占比 30.3%；期间实现归母净利润 2.0 亿元，同比+20.1%；扣非净利润为 1.7 亿元，同比+99.0%，主要系规模效应的体现和。2025Q1 单季营收为 7.6 亿元，同比+8.6%，环比+5.1%；归母净利润为-0.2 亿元，同环比转负，主要系新增产线转固导致折旧费用增加约 2472 万元、战略性扩招使人工成本及相关费用增加约 4981 万元、研发费用同比新增 765 万元用于关键技术攻关。25Q1 受多项战略投入集中释放影响盈利能力有所下滑：2024 年公司毛利率为 25.8%，同比+5.4pct；销售净利率为 5.4%，同比-2.7pct；期间费用率为 21.0%，同比 -1.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.0%/11.2%/7.3%/0.5%，同比+0.2/+0.6/+0.2/-2.7pct。公司 2024 年研发投入为 2.2 亿元，同比+7.5%。2025Q1 单季毛利率为 24.2%，同比-1.2pct，环比+7.9pct；销售净利率为-4.4%，同比-11.7pct，环比-4.5pct。存货微增，经营活动净现金流同比转正：截至 2025Q1 末公司存货为 9.1 亿元，同比+4.2%；合同负债为 0.1 亿元，同比-64.9%。公司持续优化收付款流程，2025Q1 公司经营活动净现金流为 0.01 亿元，同比转正。半导体设备零部件龙头，前瞻性扩产打开成长空间：公司是国内纯度最高、规模最大、产品种类最全的半导体零部件供应商，深度受益半导体设备及零部件国产化浪潮，已进入国内外主流半导体龙头设备商供应链，部分产品已应用于 7nm 制程的前道设备中，研发实

力强劲、客户资源优质。在国内，公司计划建成沈阳、南通、北京三大生产基地，并计划收购北京亦盛及浙江镭芯，前瞻性布局产能及产品。在海外，新加坡基地完成海外龙头客户验证，先进制程产品获得量产订单，2024 年海外重点客户营业收入同比增长超 40%。半导体产业链国产替代趋势下，公司随产能扩张、渠道建设持续推进，有望保持较高成长性。 盈利预测与投资评级：考虑到公司处于战略扩张期，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 3.2（原值 4.1）/4.7（原值 5.6）亿元，预计 2027 年归母净利润为 6.5 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 45/31/22 倍，维持“增持”评级。 风险提示：行业周期波动风险、原材料价格波动、地缘政治冲突等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

### 酒鬼酒（000799）：2024 年报及 2025 一季报点评：内调外养，强基树本

**投资要点** 事件：公司发布财报，24FY 实现营收 14.2 亿元，同比-49.7%；归母净利 0.12 亿元，同比-97.7%；对应 24Q4 营收、归母净利分别为 2.3 亿元、-0.44 亿元，同比-66.2%、-163.7%。25Q1 实现营收 3.4 亿元，同比-30.3%；归母净利 0.32 亿元，同比-56.8%。24FY 销售净利率大幅下降主因毛销差拖累，25Q1 公司毛销差趋于企稳。24FY 高价位产品销售持续承压，以大本营市场建设为应对抓手。24FY 公司酒类收入 14.1 亿，同比-49.8%；24Q3、Q4 收入同比降幅基本一致。

1) 分产品看：①内参系列 24FY 收入 2.4 亿元，同比下滑 67.1%，量、价同比-56.1%/-25.0%，千元价位份额挤压明显，伴随动销去库货折投入加大，吨价也有回落。②酒鬼系列 24FY 收入 8.3 亿元，同比下滑-49.3%，量、价同比-46.2%/-5.8%，次高端消费需求仍然疲弱，酒鬼系列渠道投入主要聚焦红坛，非核心 SKU 有一定优化。③湘泉及其他系列 24FY 收入合计 3.4 亿元，同比下滑 24.9%，大众价位公司产品性价比比较好，动销表现稳健，收入下滑主因内品适当去库。2) 分地区看：24FY 公司省内、省外营收分别为 6.4、7.8 亿，同比下降 45.9%、52.5%，省内大本营重点聚焦建设长沙、湘西、岳阳、永州 4 个市场，打造以红坛 18、紫坛、黄坛 12、内品为主的产品矩阵，并单独设置专职团队负责产品分销、动销、维护等工作，省外另选有 11 个样板市场进行重点建设。2024 年末公司经销商数量由 2023 年末的 1774 名下降至 1326 名，降幅 25%，旨在加强管控、聚焦优化。24FY 产品结构下移，促销投放力度加大。1) 收现端：2024 年末公司合同负债余额 2.5 亿，同比回落 0.4 亿元，年度收现比为 1.03，收现与收入基本匹配。2) 利润端：24FY 销售净利率同比-18.5pct 至 0.9%，主系毛销差恶化。①24FY 毛利率同比-7.0pct 至 71.4%，主系公司对产品结构下移、固定成本的负规模效应以及吨价下调导致，其中内参吨价/吨成本分别同比-25.0%/-6.6%，酒鬼吨价/吨成本分别同比-5.8%/+6.2%。②24FY 销售费率同比+10.7pct 至 42.9%，主因公司费用端围绕消费者动销持续加强培育投入（全年酒鬼酒消费者开瓶扫码量达 430 万瓶，同比增长 95%），但收入端受制于渠道打款偏紧；24FY 管理费用（含研发）同比+2.4%，费率同比+6.7pct 至 13.1%，主因职工薪酬支出刚性。25Q1 营收下行探底，毛销差同比趋稳。1) 收入端：25Q1 营收同比-30.3%，基本回落至 2020~2019 年水平，全年收入或与当年规模（本轮渠道扩张前）进行对标。2) 利润端：25Q1 销售净利率下滑-5.6pct 至 9.2%，主系利息收入回落，其次管理费用金额刚性。①25Q1 毛利率同比-0.4pct，销售费率同比-6.2pct，经过 24FY 集中动销去库，2025 年公司费用控制及费效管理有所强化。②管理费用（含研发）同比-5.0%，费率同比+3.0pct。③25Q1 利息收入回落 0.42 亿元，还原这一影响，公司归母

净利同比下滑约 13.8%。25 年以“高质量销售”为核心，升级产品矩阵，强化渠道动能。2025 年公司以“一切为了高质量销售”为核心，规划强化团队作风建设，坚定落实各方面工作任务。产品布局方面，规划梳理产品价值链，升级产品矩阵，构建“2+2+2”战略单品体系，即 2 个战略单品（内参、红坛）、2 个重点单品（妙品、透明装）、2 个馥郁香基础单品（内品、湘泉），对重点产品实行配额制管理，并精简 50%SKU。区域建设方面，公司将省内市场进行网格化分区管理，地毯式摸排宴席、团购资源，决心深耕湖南大本营市场；省外则聚焦打造首批样板市场，旨在培育重点地市规模过亿进而以点带面。渠道管理方面，对客户实行分类分级管理，严格准入，建设有效核心终端 24000 家，并成立大企业业务发展部拓展团购业务。盈利预测与投资评级：当前市场环境及公司内部均处于调整期，公司持续坚定推进模式转型，聚焦突破、深度挖潜，期待未来营收规模止跌企稳。参考 24FY 及 25Q1 报表情况，我们调整 2025~2026 年归母净利润预测为 0.7、1.1 亿元（前值为 0.7、1.3 亿元），新增 2027 年预测为 1.5 亿元，当前市值对应 PE 为 213、128、91 倍，维持“增持”评级。风险提示：经济向好节奏不确定性；食品安全风险；酒鬼省外调整不及预期；高端酒竞争超预期。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

#### 科伦药业（002422）：2025 年一季报点评：高基数扰动 Q1，创新管线兑现+国际化打开长期空间

**投资要点** 事件：公司 2025 年 Q1 营收 43.90 亿元（同比-29.42%，下同），归母净利润 5.84 亿元（-43.07%），扣非归母净利润 5.64 亿元（-43.10%），业绩基本符合预期。Q1 收入和利润均有所下滑，主要原因：1）24 年 Q1 高基数；2）输液业务受集采影响，收入同比下降；3）川宁原料药/中间体价格有所波动。大输液、原料药利润维持稳定，仿制药业务稳步增长：1）大输液：24 年全年大输液板块实现收入 89.1 亿元（-11.9%），25Q1 收入在 24Q1 高基数下亦有所下滑，主要因为部分密闭式输液区域集采带来的价格影响。公司持续优化产品结构，提高自动化产线运用效率及集采降低销售费用，同时肠外营养三室袋和粉液双室袋新品 25 年有望进一步提升市场份额，预计 25 年全年大输液利润维持稳定；2）原料药/中间体：24 年全年原料药及中间体收入 58.6 亿元（+21%），25Q1 原料药及中间体收入与利润均有所波动（同期川宁营收/归母分别同比-15/-18%）。年内抗生素品种价格虽然略有回落，但降本增效持续推进，同时合成生物学 5 个品种商业化放量提供弹性，预计 25 年全年原料药/中间体板块利润维持稳定；3）仿制药/制剂：存量品种应采尽采，在研新品更能通过集采实现“光脚”放量，预计 25 年全年维持正增长。创新管线持续兑现，商业化加速+国际化持续推进助力公司转型：我们看好创新药业务 25 年持续贡献可观收入，同时通过与默沙东合作，持续开拓全球化商业价值：1）商业化：芦康沙妥珠（TROP2 ADC）2L+ TNBC 与 3L EGFRm NSCLC 中国顺利获批上市，2L EGFRm NSCLC 已申报，预计 25 年年内获批，全年销售目标 8-10 亿；博度曲妥珠（HER2 ADC）、塔戈利单抗（PD-L1 单抗）、西妥昔类似物（EGFR 单抗）陆续获批，创新药产品上市有望快速推动公司转型。2）国际化：芦康沙妥珠已开展 13 个 MRCT 临床，未来有望进一步开展海外注册临床，继续触发里程碑付款，同时公司潜在临床前品种对外授权或带来收入。盈利预测与投资评级：我们基本维持 2025-2026 年归母净利润为 35.3/42.4 亿元，预计 2027 年归母净利润为 46.8 亿元，对应 PE 估值为 16/14/12X，公司 25 年三大主业（大输液、原料药、仿制药）利润规模维持稳定，叠加创

新药商业化贡献，维持“买入”评级。 风险提示：新药研发失败，仿制药集采风险，原料药、中间体价格下降，市场竞争恶化等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：张翀翥)

#### 禾迈股份 (688032): 2024 年报及 2025 一季报点评: 2025Q1 微逆出货环增，全年有望恢复稳健增长，储能放量高增

**投资要点** 事件：公司发布 2024 年报及 2025 一季报，公司 2024 年实现营收 19.9 亿元，同比-2%，归母净利润 3.44 亿元，同比-33%，其中 2024Q4 实现营收 7.27 亿元，同环比+18%/+103%，归母净利润 0.99 亿元，同环比+2%/+70%。2025Q1 实现营收 3.36 亿元，同环比+1.5%/-54%，归母净利润-0.1 亿元，同环比-115%/-111%，毛利率 33.9%，同环比-15/+1.5pct，主要系光伏发电系统、储能系统等低毛利率产品占比较高拉低毛利率。 2024 年微逆出货同降 25%、2025Q1 出货环比改善、全年出货有望同增 30%。公司 2024 年微逆及监控设备实现营收 12.3 亿元，同比-13%，微逆出货 98.6 万台，同比-25%，其中 2024Q4 我们预计微逆出货约 14 万台，环降约 40%，主要欧洲需求有所放缓，2025Q1 微逆实现出货 19 万台+，环增约 40%，盈利基本维持稳定，全年预计出货 130 万台，同增 30%。 2025 储能业务放量高增、有望翻倍增长。公司 2024 年储能系统实现营收 3.1 亿元，同比基本持平，毛利率为 18.9%，同增 2.3pct，2025Q1 我们预计储能营收约 0.5 亿元，同增约 25%，25 年预计翻倍以上增长。光伏发电系统 2024 年营收 4.0 亿元，同增 157%，毛利率为 23.9%，同降 30.7%，主要系工商业光伏发电系统定制化程度较低，毛利率有所下滑，2025 年预计持续高增。期间费率波动较大、存货有所提升。公司 2024 年期间费用 5.6 亿元，同比+44%，其中 24Q4 期间费用 1.65 亿元，同环比+14%/+7%，期间费率 22.6%，同环比-0.7/-20.4pct。25Q1 期间费用 1.35 亿元，同环比+26%/-18%，期间费率 40.2%，同环比+7.7/+17.6pct。2025Q1 末公司存货 9.2 亿元，同增 10%，2025Q1 公司经营性现金流入为-3.5 亿元，同比下滑 2.7 亿元。 盈利预测与投资评级：考虑储能有望放量高增，但毛利率相对较低，我们略微下调此前盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 5.1/7.1/9.4 亿元（前值为 5.3/7.2 亿元），同增 47%/40%/32%，对应 PE 为 25/17/13 倍，考虑公司微逆恢复稳健增长，储能业务放量高增，维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧，政策不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男  
证券分析师：余慧勇)

#### 迈为股份 (300751): 2024 年报&2025 一季报点评: 业绩短期承压，看好半导体&显示设备放量

**投资要点** 营收持续增长，减值影响利润表现：2024 年公司实现营收 98.3 亿元，同比+21.5%，其中半导体及显示设备营收 0.7 亿元，同比+88.4%；归母净利润 9.3 亿元，同比+1.3%；扣非净利润为 8.4 亿元，同比-2.3%，主要系计提 3.6 亿元信用与 1.6 亿元资产减值。2025Q1 单季营收为 22.3 亿元，同比+0.5%，环比+8.0%；归母净利润为 1.6 亿元，同比-37.7%，环比-3.2%；扣非净利润为 1.5 亿元，同比-31.5%，环比+0.3%，主要系 Q1 公司计提信用减值损失约 1.8 亿元，均为应收账款按账龄综合计提的减值。 盈利能力略有下滑，持续加大半导体&显示领域的研发投入：2024 年公司毛利率为 28.1%，同比-2.4pct；销售净利率为 9.8%，同比-1.0pct；期间费用率为 15.5%，同比-3.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.2%/2.5%/9.7%/-0.9%，同比-4.1/+0.1/+0.2/-0.1pct，费控能力逐步增强。公司持续加大研发投入，2024 年研发支出 9.5 亿元，同比+24.6%，其中 40%投向半导体及显示

设备领域；公司半导体及显示设备研发人员占公司研发团队总规模的50%。2025Q1单季毛利率为29.1%，同比-1.8pct，环比+10.6pct；销售净利率为7.0%，同比-3.9pct，环比持平。存货/合同负债有所下滑，订单回款节奏放缓：截至2025Q1末公司存货为78.7亿元，同比-29.0%；合同负债为74.1亿元，同比-16.6%。2025Q1公司经营活动净现金流为-3.5亿元，主要系客户回款速度放缓。半导体封装&显示设备加速布局：（1）半导体：近年来公司聚焦于半导体泛切割与2.5D/3D先进封装领域，已成功推出晶圆激光开槽、激光改质切割、刀轮切割、研磨等核心设备，并能够提供整体解决方案。其中，多款设备已交付国内封测龙头企业并实现稳定量产，公司在激光开槽设备的市场占有率位居行业第一。2024年公司进一步拓展产品矩阵，成功开发出晶圆临时键合机、晶圆激光解键合机、热压键合及混合键合机等多款新品，其中熔融键合设备已进入试产阶段。（2）显示：2017年起迈为布局显示行业，推出OLED切割设备等；2020年公司将业务延伸至新型显示领域，针对Mini/Micro LED推出全套设备，为MLED行业提供整线工艺解决方案。2025年底HJT量产功率有望突破760-780W，迈为持续优化设备：基于迈为全新1.2GW整线导入升级，组件功率有望突破780W；通过导入背抛2.0、PECVD边缘优化、PED取代PVD、全边刻边等四项技术，实现26W功率提升。结合“双面钢网+光子烧结”，目标组件功率可达766W；结合“P面光子烧结+N面无籽铜电镀”，目标组件功率可达775W。迈为将双面微晶异质结高效电池整线装备的单线年产能升级至GW级，大规模提升了整线产能，降低了单位人工、设备占地、能耗等多方面的运营成本。盈利预测与投资评级：考虑到下游行业景气度，我们调整公司2025-2026年归母净利润为7.6/8.8亿元（原值18.1/25.2亿元），预计2027年归母净利润为11.0亿元，当前市值对应PE为25/22/18倍，考虑到公司成长性，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

#### **新莱应材（300260）：2024年报&2025一季报点评：业绩稳健增长，看好公司打造半导体零部件全新增长点**

**投资要点** 业绩稳健增长，24年泛半导体业务营收增幅亮眼：2024年公司实现营收28.49亿元，同比+5.1%，其中食品类营收16.8亿元，同比-2.8%；泛半导体业务/高纯及超高纯应用材料营收8.6亿元，同比+30%；医药类营收3.1亿元，同比-3.2%。期间归母净利润为2.26亿元，同比-4.1%；扣非归母净利润为2.27亿元，同比-0.9%，利润承压主因系2024年相关人员成本增加，公司各项费用支出增大，销售/管理/研发费用分别达1.7/1.3/1.2亿元，同比增长11/18/12%；2025Q1单季公司营收6.73亿元，同比-2%，环比-2%，Q1营收下滑主因系受贸易战影响，部分海外客户出现波动。Q1归母净利润0.51亿元，同比-26%，环比+80%；扣非归母净利润0.51亿元，同比-15%，环比+18%。盈利能力受期间费用拖累，2024Q4迎来改善：2024年毛利率为25.7%，同比+0.1pct；销售净利率为7.9%，同比-0.8pct，系公司医药业务竞争激烈毛利率下滑及各项费用支出大幅增加所致；期间费用率为16.1%，同比+0.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率为5.9/4.5/4.3/1.4%，同比0/+0.4/+0.3/-0.1pct。25Q1单季毛利率为23.8%，同比-1.51pct，环比-4.15pct；销售净利率为7.6%，同比-2.36pct，环比+3.42pct。合同负债同比增长，24年经营现金流表现良好：截至2024Q4末，公司合同负债1.4亿元，同比+0.2%；存货为15.5亿元，同比-2.2%；2024年公司经营活动净现金流入4.26亿元，同比+94%。泛半导体业务进展超预期，看好公司打造半导体零部件新版图：（1）新品开发节奏：

公司加大新产品研发力度，开发了包括控压蝶阀、控压钟摆阀、大型传输阀、高性能 ALD 阀、高效率离心泵、应用于高洁净要求的 PVD/CVD 腔体及核心零部件及应用超洁净行业特气系统的管阀件等新产品。公司泛半导体业务营收 8.6 亿元，同比+30%，增量超预期，公司有望打造半导体零部件全新增长点；（2）对外投资：公司合资设立江苏蒙康普挺精密科技有限公司，可为我国关键行业提供更多的具有自主知识产权的机架式、机柜式、浸没式液冷设备，数据中心/服务器行业管路等，提供液冷整体解决方案。 盈利预测与投资评级：考虑到业绩放缓，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 3.13/4.24 亿元（原值为 4.66/6.24 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 5.81 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 41/31/22 倍。基于公司在半导体零部件业务的高成长性，维持“增持”评级。 风险提示：下游扩产不及预期，国际贸易摩擦等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

### 东威科技（688700）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩短期承压，看好 PCB 设备&复合铜箔设备放量

投资要点 PCB 电镀业务高增，25Q1 收入改善：2024 年公司实现营收 7.50 亿元，同比-17.5%，业绩下滑主要受新能源电镀设备拖累。其中 PCB 电镀业务营收 4.91 亿元，同比+37.7%，占比 65%；通用五金电镀业务营收 1.27 亿元，同比-18.6%，占比 17%；新能源电镀业务营收 0.51 亿元，同比-84.8%，占比 8%。期间归母净利润为 0.69 亿元，同比-54%；扣非归母净利润为-0.61 亿元，同比-55%。2025Q1 单季公司营收 2.11 亿元，同比+7.1%，环比+24.2%，重回高增；一季度归母净利润 0.17 亿元，同比-45%；扣非归母净利润 0.16 亿元，同比-43%，系伴随母子公司产能拓展完成，整体折旧、摊销等增加导致成本费用上升所致。 盈利能力受新能源电镀设备及折旧摊销费用拖累，25Q1 盈利能力环比改善：2024 年毛利率为 33.5%，同比-8.2pct；净利率为 9.24%，同比-7.4pct，系公司新能源电镀设备需求承压及资产折旧摊销费用增加所致；期间费用率为 23.3%，同比+1.8pct，其中销售费用率为 5.1%，同比-2.8pct，管理费用率为 7.9%，同比+1.2pct，研发费用率为 8.7%，同比-1.0pct，财务费用率为-0.5%，同比+0.5pct。2025Q1 单季毛利率为 29.8%，同比-9.3pct；销售净利率为 8.0%，同比-7.65pct，环比+7.53pct。 合同负债&存货同比增长，24 年经营现金流因预收款增加实现高增：截至 2024Q4 末，公司合同负债 3.68 亿元，同比+69.7%；存货为 6.34 亿元，同比+54.1%；2024 年公司经营活动净现金流为 0.94 亿元，同比+217.5%，主因系收到客户预收款增加；截止 2025Q1 末，公司存货为 7.14 亿元，同比+79.4%，合同负债为 4.35 亿元，同比+148.3%，2025Q1 公司经营性现金流 0.01 亿元，同比+102.1%。 PCB 电镀及新能源电镀设备产品加速突破，持续提升技术实力：（1）PCB 电镀设备：推出水平 TGV 电镀线，可应用于半导体封装领域，为高端 SiP 和高算力芯片封装提供支持；水平镀三合一设备取得成功，获得客户高度认可并获得追加订单，填补国内空白，打破国外垄断；（2）新能源电镀设备：公司是目前全球唯一实现新能源锂电镀膜设备（“水电镀”）规模量产的企业；成功研发大宽幅双边传动卷式水平无接触镀膜线；光伏镀铜设备（铜代银）目前在客户处已进入小批量生产阶段，运行良好，所生产的产品已亮相于 2024SNEC 大会；复合铝真空蒸镀设备已完成厂内打样，送至客户处验证中。 盈利预测与投资评级：考虑到设备交付节奏，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 1.47/1.85 亿元（原值为 2.5/3.2 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 2.24 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 69/55/45 倍，我们

看好公司成长性，维持“增持”评级。 风险提示：半导体行业投资下滑，新品研发&产业化不及预期等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

**通策医疗 (600763): 2024 年报及 2025 一季报点评: 业绩符合预期, Q1 业绩增速环比改善**

**投资要点** 事件: 2024 年, 公司实现营业总收入 28.74 亿元 (+0.96%, 表示同比增速, 下同), 归母净利润 5.01 亿元 (+0.2%), 扣非归母净利润 4.96 亿元 (+3.18%); 2024Q4 季度, 公司实现营业总收入 6.41 亿元 (-3.18%), 归母净利润 0.03 亿元 (+127.95%), 扣非归母净利润 0.02 亿元 (+115.18%)。2025Q1 季度, 公司实现营业总收入 7.45 亿元 (+5.11%), 归母净利润 1.84 亿元 (+6.22%), 扣非归母净利润 1.82 亿元 (+7.08%)。业绩符合我们预期。 种植/修复/综合业务保持稳健增长, 正畸业务止跌回升趋势: 2024 年公司门诊量 353.34 万人次, 同比增长 5.37%。截至 2024 年底, 公司旗下医疗机构增至 89 家 (含新设及并购), 拥有医护人员 4324 名, 开设牙椅 3100 台。2024 年拆分业务来看: 1) 种植业务收入 5.3 亿元, 同比+10.6%; 2) 正畸业务收入 4.7 亿元, 同比-5.05%; 3) 儿科业务收入 5.0 亿元, 同比+0.29%; 4) 修复业务 4.6 亿元, 同比+1.53%; 5) 大综合业务收入 7.7 亿元, 同比+1.27%。2025Q1 季度, 公司总营收同比增长 5%, 我们估计主要种植业务、综合修复业务拉动整体收入增长, 儿科业务保持稳健, 正畸业务呈现增速止跌回正趋势。 2024 年毛利率基本稳定, 2025Q1 净利率同比提升。2024 年, 公司销售毛利率、销售净利率分别为 38.5% (同比-0.03pp)、19.91% (-0.41pp), 销售/管理/财务费用率分别为 1.11% (+0.08pp)、19.10% (-15.30pp)、-0.79% (+6.17pp); 毛利率基本稳定, 管理费用率明显下降, 净利率有所下降。2025Q1 季度, 公司销售毛利率、销售净利率分别 44.21% (-0.42pp)、29.02% (+0.23pp), 销售/管理/财务费用率分别为 6.98% (+0.26pp)、72.56% (+1.22pp)、9.29% (-1.41pp); 整体费用率基本稳定, 净利率同比有所提升。 盈利预测与投资评级: 考虑到宏观消费及行业环境变化, 我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 7.00/8.43 亿元下调至 5.62/6.33 亿元, 预计 2027 年为 7.16 亿元, 对应当前市值的 PE 分别为 32/28/25 倍。维持“买入”评级。 风险提示: 医院扩张或爬坡不及预期的风险, 医药行业政策不确定性风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男)

**百济神州-U (688235): 2024 年年报点评: 营收大幅增长, 2025 年将迎来 GAAP 经营性利润转正**

**投资要点** 事件: 公司 4 月底发布 2024 年年报, 公司 2024 年实现收入 272.1 亿元, 同比+56.2%。归母净利润-49.8 亿元, 进一步减亏, 全年实现非 GAAP 经营性利润为正。得益于泽布替尼全球销售的快速增长, 业绩略超市场预期。公司 2025 年全年收入指引为 49 亿至 53 亿美金, GAAP 经营性利润转正。 泽布替尼全球销售快速增长, BCL2 抑制剂和 BTK CDAC 巩固血液瘤领军地位。泽布替尼 2024 年全球销售额 26 亿美金, 同比+105%; 美国销售额 20 亿美金, 同比+106%; 欧洲销售额 3.59 亿美金, 同比+194%。泽布替尼目前已在 70+ 市场获批, 在美国 CLL 新患者治疗中处于领先地位。BCL2 抑制剂具备同类最佳潜力, 针对 r/r CLL 适应症国内已成功报产并纳入优先审评程序; 联合泽布替尼治疗 1L CLL 的全球 3 期临床试验已完成入组。BTK CDAC 是全球临床进度最快的 BTK 降解剂, 有望 2025H2 启动与非共价抑制剂匹妥布替尼用于 r/r CLL 的 3 期“头对头”试验。 实体瘤管线推进迅速, 掀起下一波创新浪潮。2024 年推进 13 个创新分子进

入临床开发阶段，加速肺癌、乳腺癌、胃肠道肿瘤的快速布局。预计 CDK4 抑制剂、CDK2 抑制剂和 B7H4 ADC 将于 2025H1 进行数据读出。盈利预测与投资评级：由于泽布替尼海外竞争格局较稳定，全球销售强劲增长，叠加替雷利珠单抗欧美均开启商业化，我们预计公司整体营收未来三年保持快速增长，三费费用控制合理，扭亏后有望快速释放利润。我们将 2025-2026 年的归母净利润-2.74 亿元和 6.36 亿元分别上调至 4.03 亿元和 35.9 亿元。预计 2027 年归母净利润为 67.5 亿元，对应 2025-2027 年 PE 估值为 857/96/51X。公司作为国内创新药龙头，临床开发效率卓越，全球商业化能力突出，成长确定性较高，财务报表端即将扭亏，维持“买入”评级。风险提示：临床数据不佳风险；竞争格局加剧风险；商业化不及预期风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：张翀翀)

### 伊力特 (600197)：2024 年报及 2025 一季报点评：伊力王改革显效，小老窖有待修复

投资要点 事件：公司发布财报，24FY 营收、归母净利分别为 22.0、2.9 亿元，同比-1.3%、-15.9%；对应 24Q4 营收、归母净利同比-6.6%、-59.6%；营收基本符合市场预期，利润承压主因税、费扰动影响。25Q1 营收、归母净利分别为 8.0、1.4 亿元，同比-4.3%、-9.3%，主因小老窖销售推进偏慢。24FY 需求承压，伊力王增势积极，小老窖不及预期。2024 年公司酒类收入达成 21.7 亿元，同比略降 0.8%，其中高、中、低档酒收入分别为 15.3/5.1/1.3 亿元，同比+4.3%、-8.2%、-20.5%，下滑主因大众需求表现疲软。1) 分产品看：①伊力王 24FY 实现收入 6 亿+，同增 48%。继 2023 年去库稳价，2024 年伊力王成立经销商平台公司优化渠道管理，自营运作稳步精进，报表收入及渠道动销均实现积极增长。②小老窖 24FY 收入约 5 亿元，同比-32%，1 是执行控量挺价影响（24M4 起停货约 4 个月），2 是大众自饮、聚饮需求持续承压，同为 250ml 装的小酒海 24FY 收入也有较大幅度的同比下滑。③其他主要产品，如大老窖、特曲，24FY 收入保持同比增长。2) 分区域看：24FY 疆内、疆外市场分别实现收入 16.0、5.7 亿元，同比-5.8%、+16.7%。疆内消费活跃度相对偏弱，公司规划以稳为主；疆外战略经过系统性梳理，渠道、产品、运营、考核策略逐步清晰，招商开拓带来的收入增量贡献有所体现。24FY 毛利率显著回升，期间费率、税率存在上行扰动。2024 年公司归母净利率同比下滑 2.3pct 至 13.0%，主因税、费增幅显著。①24FY 销售毛利率为 52.3%，同增 4.1pct，其中高、中、低档产品分别同增 1.6、2.3、0.2pct，主因原材料及人工成本同比下降。②24FY 销售费用同增 25.1%，费率同增 2.5pct，主因 CBA 男篮赞助和央视广告费用投入增加，预计 25FY 将有回落；24FY 财务费率同增 1.1pct 至 1.2%，1 是 24 年转债到期进行利息兑付，2 是自营产品存货占用资金增大。③24FY 税金及附加比率、所得税率分别同比+2.3、4.4pct，主系包材进项抵扣口径调整。24Q4 归母净利率大幅下降 10.7pct 至 8.1%，主因前述销售/财务费用及税金影响集中在年底体现。25Q1 产品结构表现延续，毛利率阶段性偏低。1) 收入端：25Q1 公司酒类营收同比-4.03%，高、中、低档分别同比+8.8%、-30.7%、-41.0%，伊力王维持快速增长，小老窖经销商合同落地偏慢，Q1 基本未兑现收入，中低档产品亦延续回落趋势。2) 利润端：25Q1 公司归母净利率同比-1.0pct 至 18.1%，1 是伊力王价格体系调整，厂价同比下调；2 是小老窖拖累产品结构。盈利预测与投资评级：公司年报披露 2025 年营业收入目标 23 亿元（合并报表，同比+4.4%），实现利润总额 4.05 亿元（合并报表，同比+0.7%）。分区域看，疆内销售以稳为主，疆外规划同增 20%；分产品看，规划伊力王、小老窖贡献主要

增量。公司产品矩阵更新、渠道模式改进，自营产品运作逐步走上正轨，2025 年报表目标拆解具备可行性，我们相应更新 2025~26 年归母净利润预测为 3.3、4.0 亿元（前值 3.9、4.7 亿元），新增 2027 年预测为 5.0 亿元，对应 2025~27PE 为 21、17、14x，维持“买入”评级。风险提示：疆内市场白酒竞争加剧；疆外市场扩张不及预期；产品结构升级不及预期。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

#### **华电国际（600027）：2025 一季报点评：收入略低于预期，关注核电、光伏发电量对火电的挤占影响**

**投资要点** 事件：公司发布 2025 年一季报，2025 年一季度公司实现营业收入 265.77 亿元，同比-14.1%，略低于市场预期；实现归母净利润 19.30 亿元，同比+3.7%，符合市场预期。2025Q1 山东地区核电、太阳能发电量超预期，火电发电量略低于市场预期。2025Q1 山东省实现总发电量 1202.3 亿千瓦时，同比-4.9%；水力发电量 13.5 亿千瓦时，同比增长-7.1%；风力发电量 162.5 亿千瓦时，同比增长-6.6%；太阳能发电量 54.5165 亿千瓦时，同比增长 27.3%；核电发电量 80.2 亿千瓦时，同比增长 52%。拟进行火电资产注入，增厚资产、利润规模：华电集团规划大规模的气电、煤电资产注入上市公司，注入资产集中在华南、江苏、上海地区。本次资产注入是华电集团对上市公司支持的重要举措，我们预计此次沿海城市的火电资产注入将进一步丰厚公司资产、利润和 EPS，未来集团资产的整合有望进一步加速。2024 年上网电量略降 0.52%，新投产机组均为优质气电：截至 2024/12/31，公司控股装机容量 59818.62MW，燃煤发电约占控股装机容量的 78.15%，燃气发电、水力发电等约占 21.85%。2024 年公司投产 1508.84MW，增量均为燃气机组。2024 年公司完成上网电量 2084.53 亿千瓦时，同比下降约 0.52%，煤电 1823 亿千瓦时，同比-0.7%，占比为 87%；气电 177 亿千瓦时，同比+5.9%，占比 9%；水电 84 亿千瓦时，同比-9.5%，占比 4%。利用小时数来看，公司发电机组平均利用小时为 3,746 小时，同比下降 210 小时；其中燃煤发电机 4,086 小时，同比下降 215 小时；燃气发电机组 2,152 小时，同比下降 35 小时；水力发电机组 3,363 小时，同比下降 431 小时。整体利用小时数下降，新机组投产驱动电量增长。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 64.5/68.1/77.4 亿元，对应 PE 为 9/9/8 倍，维持“买入”评级。风险提示：并购进度不及预期的风险，电力需求超预期下降的风险，减值风险等

（证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉）

#### **方盛制药（603998）：2024 年报&25 年一季报点评：业绩符合预期，多产品矩阵保障业绩平稳**

**投资要点** 事件：2024 年，公司实现营收 17.77 亿元（+9.15%，同比增长 9.15%，下同），归母净利润 2.55 亿元（+36.61%），扣非归母净利润 1.93 亿元（+44.61%）；单 Q4 季度，公司实现营收 4.30 亿元（+3.84%），归母净利润 0.27 亿元（-39.59%），扣非归母净利润 0.3 亿元（+155.03%），业绩基本符合预期。2025 年 Q1，公司实现营收 4.18 亿元（-4.62%），归母净利润 0.88 亿元（+25.74%），扣非归母净利润 0.71 亿元（+31.41%）。心脑血管疾病用药表现较好，呼吸用药有所承压。分行业来看，2025 年 Q1，公司工业收入实现 3.9 亿元，收入略有下滑，主要系部分产品集采及价格联动影响。医疗业务及其他收入下滑主要系合并报表范围改变所致。具体来看，25Q1 心脑血管收入 1.28 亿元（+15.12%），毛利率提升至 83.94%（+3.54pct），主要系依折麦布片、血塞通片等产品销售增长较好；抗感染用药收入 0.23 亿元

(+15.16%)，主要系头孢克肟销售增长；呼吸系统用药实现收入 0.45 亿元 (-35.75%)，主要系季节性、疾病图谱变化等；骨骼肌肉系统用药为 0.89 亿元，营收略有下滑，主要系藤黄健骨片已全面执行集采，产品单价降幅较大，但覆盖数量持续提升，销售量同比增长约 7%。

“创新药+集采药”双轮驱动布局成效显著。公司持续聚焦中药主业，中药创新药方面，玄七健骨片通过精准定位骨关节健康市场，配合学术推广，上市销售次年销售额突破 1 亿元，2025Q1 实现销售量同比增长超 90%，成为增速最快的战略品种；小儿荆杏止咳颗粒 2024 年销售量同比增长超过 70%，未来将结合流行病学数据优化生产计划，并积极开展产品上市后再研究，开拓成人型支气管炎适用症。2024 年，公司销售毛利率为 71.85%(+3.75pct, 同比提升 3.75 个百分点, 下同)，主要系工业收入及毛利率提升，核心产品尤其是心脑血管、骨骼慢病用药呈现稳健增长态势。2024 年销售净利率提升至 14.06%(+3.03pct)，2025Q1，公司销售净利率提升至 21.22%(+5.65pct)，主要系销售费用率下滑至 33.73%(-9.35pct)。盈利预测与投资评级：考虑到公司深化营销网络建设，前期销售费用投入加大，我们将 2025-2026 年归母净利润由 3.12/3.96 亿元下调为 3.09/3.77 亿元，2027 年归母净利润预计为 4.50 亿元，对应 PE 估值为 14/11/9X。维持“买入”评级。风险提示：行业政策风险，市场竞争加剧风险，研发不及预期风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：李倩)

#### **南网储能 (600995)：2025 年一季报点评：调峰水电受益于来水偏丰，业绩略超市场预期**

**投资要点** 事件：公司发布 2025 年一季报，2025Q1 公司实现营业收入 15.57 亿元，同比+17.5%；实现归母净利润 3.74 亿元，同比+31.1%；实现扣非后归母净利润 3.76 亿元，同比+29.6%；略超市场预期。2025Q1 调峰水电受益于来水偏丰，实现归母净利润同比+31.1%。受调峰水电站来水同比偏丰，调峰发电量增加，收入和归母净利润增长。2024 年底公司在运抽水蓄能 1028 万千瓦，在建及已核准 1080 万千瓦。截至 2024 年底，公司在运总装机达 1296.42 万千瓦，其中抽水蓄能 1028 万千瓦、新型储能 65.42 万千瓦、调峰水电 203 万千瓦。抽水蓄能：截至 2024 年末，公司抽水蓄能投产装机总规模 1028 万千瓦。在建抽水蓄能电站 9 座，总装机容量 1080 万千瓦，包括广东的肇庆浪江抽水蓄能电站（120 万千瓦）、惠州中洞抽水蓄能电站（120 万千瓦）、梅州抽水蓄能电站二期工程（120 万千瓦）、电白抽水蓄能电站（120 万千瓦）、广西的南宁抽水蓄能电站（120 万千瓦）、灌阳抽水蓄能电站（120 万千瓦）、钦州抽水蓄能电站（120 万千瓦）、贵港抽水蓄能电站（120 万千瓦）、玉林抽水蓄能电站（120 万千瓦）。新型储能：2024H1 公司新型储能电站累计建成装机规模 65.42 万千瓦/129.83 万千瓦时。调峰水电：截至 2024 年底，公司在运调峰水电机组装机总规模 203 万千瓦。2024 年广东地区探索抽蓄参与现货市场的试点，抽蓄电站盈利有望得到改善。2023 年 11 月广东省发改委发布《关于 2024 年电力市场交易有关事项的通知》，明确首次提出开展抽蓄电站报量报价参与现货市场的试点交易，其抽水电价、上网电价按照分时现货节点电价执行，现抽蓄容量电费保持不变，抽蓄盈利模式有望企稳回升。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 12.35 亿元、13.94 亿元、15.17 亿元，对应 2025-2027 年 PE 为 25 倍、22 倍、21 倍，维持“买入”评级。风险提示：公司调峰电站来水不确定的风险、新型储能电站商业模式不确定的风险等

(证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉)

#### **应流股份 (603308)：2025 年一季报点评：业绩符合预期，静待“两**

### 机”业务贡献利润弹性

**投资要点** 事件：2025 年 4 月 29 日，公司发布 2025 年一季报。业绩符合预期，合同负债维持高位 2025Q1 公司实现营业收入 6.6 亿元，同比+0.03%，归母净利润 0.9 亿元，同比+1.7%；扣非归母净利润 0.9 亿元，同比+0.2%，业绩符合预期。截至 2025 年一季度末，公司合同负债达 1.8 亿元，持续维持高位。公司为各大燃气轮机龙头公司叶片铸件供应商，充分受益于 AI 驱动下燃气轮机需求增长。展望全年，公司“两机”业务在手订单饱满，利润有望持续释放。费控能力良好，看好公司盈利能力长期提升空间 2025Q1 公司销售毛利率为 36.8%，同比+2.5pct，销售净利率为 12.9%，同比-0.01pct。费用端来看，2025Q1 公司期间费用率为 23.2%，同比-0.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.4%/8.2%/9.0%/4.6%，同比+0.2/+1.7/-1.9/-0.4pct，整体费用管控良好。随着公司募投项目持续推进，公司业务有望从叶片铸件逐渐向叶片涂层等高附加值业务转型，带动公司盈利能力持续增长。“两机”业务构建新增长极，核能&低空打开长期成长空间 ①两机业务：2024 年以来全球 AI 需求爆发导致两机叶片行业供需失衡，公司借此机遇切入全球头部客户供应链并显著提高份额，两机业务有望实现高速增长。基于行业高景气度带来的发展机会，公司投入 11.5 亿元用于叶片机匣加工涂层项目开发，叶片涂层工序壁垒&附加值较高，该项目将有效提高公司核心竞争力&盈利能力，长期看好公司两机业务贡献业绩新增长点。②核能业务：有望受益于核电行业景气度持续上升，公司将投入 6.4 亿元用于先进核能材料及关键零部件智能化升级项目，有助于把握核电装机容量提升带来的市场机遇。③低空经济：公司已形成核心零部件、涡轴发动机和直升机三位一体的航空航天业务基础，产业链完善，且公司所在安徽省具备较强低空产业发展区位优势，长期看好低空业务发展潜力。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 归母净利润为 4.5/6.3/8.6 亿元，对应当前市值 PE 分别为 30/21/16x，维持“买入”评级。风险提示：资本开支不及预期，需求不及预期，国产化进程不及预期

（证券分析师：周尔双）

### 长川科技（300604）：2024 年报&2025 一季报点评：业绩持续高增，看好公司打造国产测试设备龙头

**投资要点** 2024 业绩持续高增，测试设备大幅贡献营收：2024 年公司实现营收 36.4 亿元，同比+105%，其中测试设备营收 20.6 亿元，同比+205%，分选设备营收 11.9 亿元，同比+45%。期间归母净利润为 4.6 亿元，同比+915%；扣非归母净利润为 4.1 亿元，同比+641%。2025Q1 单季公司营收 8.2 亿元，同比+46%，环比-26%。Q1 归母净利润 1.1 亿元，同比+2624%，环比+10%；扣非归母净利润 0.5 亿元，同比+2710%，环比-34%。期间费用控制效果显著，公司持续加大研发投入：2024 年毛利率为 54.9%，同比-2.2pct；净利率为 12.8%，同比+9.4pct；期间费用率为 40.9%，同比-21.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率为 5.6/8.5/26.6/0.2%，同比-3.2/-4.1/-13.8/-0.7pct；2024 年公司研发费用 9.67 亿元，同比+35%。25Q1 单季毛利率为 52.8%，同比-1.84pct，环比+0.66pct；销售净利率为 13.4%，同比+12.77pct，环比+5.37pct。合同负债&存货同比增长，24 年公司产销&经营现金流表现良好：截至 2024Q4 末，公司合同负债 0.32 亿元，同比+210%；存货为 22.34 亿元，同比+3.5%；2024 年市场需求旺盛，公司销售规模达 1690 台，同比+67%。2024 年公司产能利用率达 96%，同比+34%；2024 年公司经营活动净现金流入 6.26 亿元，同比+184%。产品线与市场布局清晰，看好国产 SoC 测试机实现进口替代：（1）产品布局方面：保持产品市

场领先地位的基础上，公司重点开拓了覆盖 Soc、逻辑等多种高端应用场景的数字测试设备、三温探针台、三温分选机、AOI 光学检测设备等相关封测设备，不断拓宽产品线，并积极开拓中高端市场；（2）测试设备方面：包括大功率测试机、模拟测试机、数字测试机等，其中 D9000 系列 SoC 测试机可适应于芯片 CP 测试和 FT 测试，适用于数字逻辑芯片、数模混合芯片、微处理器、系统级 SoC 及其射频类芯片，可适配各家 Handler 或 Prober。SoC 测试机是爱德万和泰瑞达等海外龙头的主要垄断领域，国产替代空间广阔，看好公司实现高端测试机国产突围；（3）探针台方面：CP12-S0C/CIS/Discrete 等项目已达到量产状态，CP12-Memory 项目当前正处于客户端认证和小批量推广阶段；（4）竞争力方面：公司测试机和分选机在核心性能指标上已接近国外先进水平，同时公司产品售价低于国外同类产品，具备较高的性价比优势和较强的竞争力，有望逐步实现进口替代，提高产品市场份额。 盈利预测与投资评级：考虑到公司研发进度，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 8.49/11.21 亿元（原值为 8.0/10.7 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 14.38 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 31/24/18 倍，我们看好公司在高端测试机领域的成长性，维持“买入”评级。 风险提示：半导体行业投资下滑，新品研发&产业化不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

#### **莲花控股（600186）：2024 年报及 2025 年一季报点评：符合预期，积极有为**

**投资要点** 事件：莲花控股发布 2024 年报及 25Q1 季报，2024 年公司营收/归母净利润为 26.46/2.03 亿元，同比+25.98%/ 55.92%；24Q4 营收/归母净利润为 7.12/0.37 亿元，同比+46.36%/+5.97%。25Q1 营收/归母净利润 7.94/1.01 亿元，同比增加 37.77%/105.19%，收入利润符合我们前期预期，实现高增。 调味品主业表现亮眼，算力业务扬帆启航。2024 年食品制造业/算力服务分别实现营收 25.63/0.81 亿元，同比增加 22.15%/10447.11%；其中味精等氨基酸调味品/鸡精等复合调味品（包括松茸鲜）/算力服务/面粉和面制品/有机肥和水溶肥/水业公司产品 / 料酒等液态调味品分别实现营业收入 19.30/3.43/0.81/1.23/0.36/0.38/0.20 亿元，同比分别增加 18.91%/33.67%/10447.11%/12.76%/25.28%/177.98%/92.62%。 调味品主业：521”品牌复兴战略以来，公司积极有为：①高毛利新品松茸鲜打造成功，2024 年预计完成销售额近 5000 万，势能仍足，我们预计 2025 年有望维持高双位数增长。②设立专门的商超及新零售团队，招募经销商（2024 年经销商数量同比继续增加 157 家至 2893 家），积极与连锁大商超及餐饮企业洽谈进场：2024 年新增商超网点超 2000 家，积极拓展高校、政府等团餐领域，2024 年线下渠道实现营收 24.41 亿元，同比+20.72%。③公司于 2024 年开始搭建线上团队（抖音为主），2024 年线上渠道实现营收 2.03 亿元，同比增加 165.68%。随着新渠道+空白区域开拓，我们预计 2025 年调味品业务有望维持双位数增速。 算力业务：莲花紫星目前已部署 8 个智算中心（深圳、广州、上海、杭州、宁波、无锡、马鞍山、呼和浩特），为客户提供算力服务及代运营、模型微调、行业方案、AI 应用等服务。截至目前，公司算力服务器租赁业务在手订单超 11 亿元。公司自 2023 年底切入算力业务，2024 年已实现收入 0.81 亿元，考虑到客户订单爬坡周期，根据股权激励目标、今年算力业务收入目标 4 亿左右。 业务结构优化，盈利能力稳步上行。2024 年/24Q4 公司毛利率同比增长 8.15/11.81pct 至 25.30%/30.23%，25Q1 公司毛利率同比+6.18pct 至 30.67%，主要归因

于：（1）2024 年传统业务味精、鸡精、面粉等受益于规模效应，毛利率分别提升 8/10/2pct；（2）高毛利的新品松茸鲜、料酒等液态调味品收入占比提升。由于新品铺市及渠道开拓，费用率短期略有上行，但 25Q1 边际优化已显：2024 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别增长 2.14/0.56/0.16/1.41pct 至 7.16%/4.15%/1.53%/0.39%，2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率同比分别 -0.22/-1.12/+0.22/+1.38pct 至 6.74%/3.50%/1.23%/1.05%，2024 年/25Q1 公司净利率为 7.54%/13.49%，同比+1.32/+4.71pct。盈利预测与投资评级：综合考虑算力业务进展与主业铺货进度，我们微幅调整 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.64/3.33/4.02 亿元（2025-2026 年原值 2.69/3.39 亿元，新增 2027 年预测值），同比增速为 30.35%/25.93%/20.78%，EPS 分别为 0.15/0.19/0.22 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨 证券分析师：邓洁）

### 英科再生（688087）：2024 年报&2025 一季报点评：2024 年业绩高增 57%，高值化利用产品增长动能充足

投资要点 事件：2024 年公司实现营收 29.24 亿元（同比+19.09%，下同），归母净利润 3.07 亿元（+57.07%）；2025Q1 公司实现营收 7.93 亿元（+25.19%），归母净利润 0.72 亿元（+0.02%）。2024 年业绩高增 57%，成品框和装饰建材收入占比增至 76%。2024 年销售毛利率 24.80%（-0.89pct），销售净利率 10.51%（+2.54pct），加权平均 ROE 为 12.85%（+3.76pct），2024 年汇兑收益为 0.34 亿元（2023 年为 0.23 亿元），扣除汇兑收益后的归母净利润为 2.74 亿元，较 2023 年同口径增加 58.71%。分产品：1）成品框：营收 13.12 亿元（+24.37%），收入占比 44.88%，毛利率 29.18%（-4.87pct），成品框销量 62717 千片（+28.97%）；2）装饰建材：营收 9.16 亿元（+31.55%），收入占比 31.33%，毛利率 30.47%（+0.01pct），装饰建材销量 10.99 万千米（+4.79%）；3）粒子：营收 3.09 亿元（-21.07%），收入占比 10.58%，毛利率 7.62%（+1.26pct），粒子销量 6.19 万吨（-12.56%）；4）PET 产品：营收 3.41 亿元（+30.62%），收入占比 11.65%，毛利率 3.15%（+0.47pct），PET 产品销量 3.35 万吨（-13.02%）；5）环保设备：营收 0.33 亿元（-6.83%），毛利率 63.63%（+2.23pct），设备销量 86 台（-16.50%）。分区域：1）境内：营收 4.86 亿元（-19.96%），毛利率 10.50%（+2.71pct）；2）境外：营收 24.35 亿元（+31.87%），收入占比 83.27%，毛利率 27.59%（-3.95%）。2025Q1 营收规模稳步提升，经营性现金流净额大增。公司积极研发新产品，全方位拓展营销渠道，凭借创新战略与多元布局，实现营收稳健增长，2025Q1 公司实现营业收入 7.93 亿元（+25.19%），归母净利润 7232.04 万元（+0.02%），经营活动现金流净额 9561.29 万元（+44.46%）。再生塑料全产业链+全球化布局，主营再生 PS、PET 两大优质赛道，纵横拓展扩充品类。1）成品框和装饰建材高值化利用产品竞争力强化。成品框、装饰建材等高附加值家居消费品借助渠道优势，面向全球市场营销，2024 年高值化再生利用终端制品的营收占比增至 76%，毛利率稳定在 30%左右。越南清化一期于 2022 年 6 月投产，2024 年满产满销，为公司业绩增长发挥关键赋能作用，截至 2024 年底清化二期建设中，预计于 2025 年投产。2）rPET 产线降本+扩产同步推进。rPET 锚定食品级同级化利用国际化大趋势，截至 2024 年底已投产 5 万吨/年、在建 10 万吨/年再生 PET 产能。公司推进瓶砖回收体系搭建、生产工艺改善、全球营销渠道铺设等工作，产品毛利率逐步改善。3）产品品类横向扩张。

2024 年公司首次公开发行股票募投项目“年产 3 万吨新型改性再生塑料综合利用项目”顺利结题，新增销售收入 2644.64 万元。盈利预测与投资评级：再生塑料先行者，全产业链&全球化布局，深耕再生塑料高值化利用终端制品，先发布局食品级 rPET，盈利能力逐季提升。我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 3.22/3.79 亿元上调至 3.86/4.58 亿元，预计 2027 年归母净利润为 5.41 亿元，对应 11/10/8 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：项目投产及进度不达预期，贸易政策变动和加征关税风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

### 杭可科技（688006）：2024 年报&2025 年一季报点评：25Q1 营收环比改善，看好公司海外市场布局

投资要点 24 年业绩承压，25Q1 利润环比回正：2024 年公司实现营收 29.81 亿元，同比-24.18%，我们认为主要系锂电池装备制造行业市场竞加剧、电池厂商验收周期延长以及外币汇率波动等因素影响。其中充放电设备营收 25.84 亿元，同比-19.09%，占比 86.69%；配件营收 0.23 亿元，同比-29.66%，占比 0.77%。归母净利润 3.26 亿元，同比-59.67%；扣非归母净利润 3.11 亿元，同比-60.68%。2025Q1 单季公司营收 6.80 亿元，同比-23.07%，环比+119.26%；归母净利润 1.16 亿元，同比-33.07%，环比回正；扣非归母净利润 1.16 亿元，同比-31.41%，环比回正。24 年盈利能力同比略有下滑，研发投入稳定增长：2024 年公司毛利率为 31.32%，同比-6.2pct，充放电设备毛利率为 31.29%，同比-5.1pct，配件毛利率 52.66%，同比-3.5pct；销售净利率为 10.95%，同比-9.6pct；期间费用率为 14.6%，同比+5.2pct，其中销售费用率为 2.34%，同比-0.6pct，管理费用率为 6.48%，同比+2.2pct，财务费用率为-2.8%，同比+1.2pct，研发费用率为 8.63%，同比+2.4pct。期间公司研发投入稳定增长，2024 年研发费用达 2.57 亿元，同比+5.6%。2025Q1 单季毛利率 21.06%，同比-13pct，环比-22pct；销售净利率为 17%，同比-3pct，环比+33pct。存货&合同负债同比提升，25Q1 现金流环比回正：截至 2024Q4 末，公司合同负债 24.41 亿元，同比+9.02%；存货为 29.13 亿元，同比+0.40%，Q4 公司经营活动净现金流为-0.65 亿元，同环比转负；截止 2025Q1 末，公司存货为 28.73 亿元，同比-0.29%，合同负债为 25.00 亿元，同比+13.0%，2025Q1 公司经营性现金流 0.29 亿元，同比-75.2%，环比回正。设备持续出口全球市场，看好海外订单加速落地：海外扩产较为理性，扩产主体包括日韩电池厂、欧美新玩家、整车厂，日韩为成熟玩家，但近年来下游需求弱+技术路线摇摆扩产较慢，欧美新玩家入局，但受下游需求+经验不足影响扩产有所放缓，我们认为海外重点需要关注大众等整车厂扩产，海外整车厂除了自建产能外，还通过与中国/韩国头部锂电厂商建立合资公司或采用宁德时代的授权合作模式来扩展产能。杭可是目前国内极少数在全球锂电厂家服务中的龙头企业，客户包括韩国三星、韩国 LG、韩国 SK、宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、国轩高科、欣旺达、远景动力、珠海冠宇等，设备持续出口德国、瑞典、法国、英国、美国、日本、韩国、马来西亚、新加坡、波兰、匈牙利等全球市场。盈利预测与投资评级：考虑到设备验收进度，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 4.25/5.85 亿元（原值为 6.8/8.4 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 7.26 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 24/18/14 倍。我们看好公司海外订单拓展进度，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

### 正帆科技（688596）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩稳健提升，

### 看好 OPEX 业务增长潜力

**投资要点** 公司业绩稳健提升，非设备类业务高速增长。2024 年公司实现营收 54.69 亿元，同比+42.63%，其中高端电子工艺设备营收 34.49 亿元，同比+39.44%，占比 63.06%；核心零组件营收 7.01 亿元，同比+58.23%，占比 12.82%；高纯特种气体营收 5.43 亿元，同比+29.34%，占比 9.92%；工艺介质供应系统营收 4.50 亿元，同比+102.23%，占比 8.24%；MRO 营收 4.50 亿元，同比+118.27%，占比 8.2%；生物制药设备营收 3.23 亿元，同比+11.29%，占比 5.91%，非设备类业务同口径下同比+58.5%，增长显著。归母净利润 5.28 亿元，同比+31.50%；扣非归母净利润 4.88 亿元，同比+43.80%。2025Q1 单季公司营收 6.77 亿元，同比+14.94%，环比-65.61%；归母净利润 0.34 亿元，同比+38.23%，环比-82.45%；扣非归母净利润 0.25 亿元，同比+50.77%，环比-86.25%。盈利能力同比略有下滑，研发投入维持高位。2024 年公司毛利率为 26.02%，同比-1.09pct，高端电子工艺设备毛利率为 25.84%，同比+0.02pct，核心零组件毛利率 32.10%，同比-3.86pct，高纯特种气体毛利率 18.98%，同比-0.23pct；销售净利率为 10.40%，同比-0.64pct；期间费用率为 14.22%，同比-1.87pct，其中销售费用率为 1.50%，同比-0.23pct，管理费用率为 5.89%，同比-1.55pct，财务费用率为 0.44%，同比+0.08pct，研发费用率为 6.39%，同比-0.16pct。期间公司研发投入维持高位，2024 年研发费用达 3.49 亿元，同比+39.14%。2025Q1 单季毛利率为 26.40%，同比-1.00pct，环比+2.42pct；销售净利率为 5.26%，同比-0.69pct，环比-5.06pct。存货&合同负债同比下滑，24Q4 现金流同比回正。截至 2024Q4 末，公司合同负债 16.16 亿元，同比-30.76%；存货为 29.72 亿元，同比-11.99%，Q4 公司经营活动净现金流为 2.81 亿元，同比回正，环比+17.39%；截止 2025Q1 末，公司存货为 30.94 亿元，同比-20.16%，合同负债为 17.77 亿元，同比-29.97%，2025Q1 公司经营性现金流-0.99 亿元，环比转负。工艺介质供应系统业务持续扩张，GasBox、MRO 业务增长潜力较强。（1）工艺介质供应系统：公司在国内处于领先地位，已经完全具备与国际供应商同台竞争的能力，长期服务国内包括中芯国际、长江存储、长鑫、京东方、晶科、隆基、三安等在内的头部泛半导体行业客户；（2）GasBox：公司产品已经向国内头部半导体设备和光伏电池片工艺设备厂商批量供货。目前 Gas Box 的国际供应商在国内的供货量依然占较大市场份额，公司以稳定的供应、专业的设计和服务、快速的响应等优势处于国内供应商的领先地位；（3）MRO：该业务快速成长，公司在国内布局 14 个服务点，为客户提供更快速的响应和更优质的服务；（4）前驱体：公司已突破技术壁垒高、国产化率极低的半导体前驱体，并完成产线建设，在铜陵电子材料生产基地投建的前驱体制造基地，将覆盖 20 余种前驱体产品。盈利预测与投资评级：考虑到公司产品结构，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润为 7.27/9.58 亿元（原值 7.8/10.2 亿元），预计 2027 年归母净利润为 12.75 亿元，当前市值对应 PE 为 15/12/9 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游资本开支下滑、市场竞争加剧等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

### 焦点科技（002315）：2025 年一季报业绩点评：卖家回款加速提升，AI 新产品未来空间广阔

**投资要点** 事件：1Q25 营收 4.43 亿，同比增长 15.30%；归母净利润 1.12 亿，同比增长 45.94%。其中毛利率同比提升 1.46PCT，主要由于公司大部分营业成本较为固定。销售费用率、管理费用率和研发费用率同比分别降低 1.27PCT、3.00PCT 和 1.76PCT。一季度的增长主要

由付费会员数所驱动，AI 产品销量持续提升：1Q25 中国制造网收费会员数为 28,118 位，较 24 年末增加 703 位，环比增长 2.56%，相比 2024 年一季度增长 3100 家，同比增长 12.39%。购买 AI 麦可的会员累计超过 11,000 位（不含试用体验包客户），相比 24 年底增长 2000 家。销售产品、提供服务的现金回款增速达到 23.41%（包括中国制造网以及其他业务合计）。买家流量大幅提升，未来有望带动卖家回款增速的增长：2024 年 4 月起公司不断优化服务水平，通过精细化运营等方式改善产品 UI，持续提升买家流量留存。买家流量高增长将提升交易频次，有助于提升卖家后续的变现。公司向激励对象定向发行股票：拟授予激励对象的股票期权数量为 1,532.40 万份，约占本激励计划草案公布日公司股本总额 31,723.5869 万股的 4.83%。其激励对象共计 1,153 人，业绩考核目标为以 2024 年净利润为基数，2025、2026、2027 年净利润增长率不低于 20%、40%、60%。盈利预测与投资评级：由于公司持续改革买家流量为卖家的回款变现打下基础，因此我们维持公司 2025-2027 年的归母净利润盈利预测 5.57/6.79/7.85 亿元，2025-2027 年现价对应 PE 为 24.08/19.76/17.10 倍。我们认为公司是被低估的数字经济平台龙头，有望受益于“科技赋能+SaaS 模式+政策利好”三大优势，迎来加速增长，维持“买入”评级。风险提示：市场需求波动和国际贸易环境变化；跨境经营和交易监管风险；行业竞争加剧

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦  
证券分析师：戴晨）

**精智达（688627）：技术突破引领国产替代，双轮驱动打开成长空间**  
投资要点 精智达作为国内半导体测试及显示检测设备双龙头，深度受益于存储产业链扩产浪潮及显示技术迭代升级。公司凭借平台化技术优势与核心客户战略协同，在 DRAM/HBM 测试设备领域率先打破海外垄断，叠加显示检测业务稳健增长，业绩高弹性可期。半导体测试：卡位 HBM 增量赛道，国产替代进程提速。公司已经实现 DRAM 测试设备全环节覆盖，CP/FT 测试机、老化设备及探针卡形成协同生态。HBM 测试设备性能比肩国际大厂，CP 测试机二代（2.4Gbps）、FT 测试机（9Gbps）已进入核心客户验证，2025 年有望随 HBM 大规模量产迎来订单放量。测算 2025-2027 年半导体业务收入 CAGR 100%，毛利率随高端产品导入提升至 40%+。显示检测：技术延展性强，Mini/Micro LED 打开第二曲线。在 AMOLED 检测领域稳居国内份额前三，Module 光学检测设备加速替代海外竞品。前瞻布局 Micro LED 检测，高精度 AOI 设备已导入龙头面板厂中试线，2025-2026 年显示业务有望维持 15%-20% 订单增长，夯实业绩安全垫。客户卡位优势显著，订单能见度高。深度绑定长鑫存储（公司老化修复测试设备份额占比超 50%）、京东方等头部客户，我们预计 2025 年半导体设备新签订单同比增长 100%。大客户长鑫存储稳态扩产 4 万片 DRAM 产能和 0.5 万片 HBM（8 层晶圆）产能对应测试设备需求接近 40 亿元，公司凭借先发优势有望稳定斩获 50% 左右的份额，奠定业绩高增长。盈利预测与估值：25/26/27 年营收为 10/18/26 亿元，归母净利润 2.0/3.6/5.2 亿元，对应 PE 35.2/19.6/13.5 倍。采用分部估值法，2026 年半导体业务与显示业务合计目标市值 95.4 亿元，较当前存在 35%+ 上行空间，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：存储厂商扩产不及预期；HBM 设备验证周期拉长；显示技术迭代风险。

（证券分析师：陈海进）

**兆威机电（003021）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩增速可观，积极布局人形机器人灵巧手领域**

**投资要点** 业绩稳健增长，三大业务齐头并进 2024 年公司实现营收 15.25 亿元，同比+26.42%；实现归母净利润 2.25 亿元，同比+25.11%；实现扣非归母净利润 1.84 亿元，同比+37.57%。2024 年公司营收与归母净利润均实现可观增长。分产品看：微型传动系统实现营收 9.66 亿元，同比+28.20%，精密注塑件实现营收 4.67 亿元，同比+24.52%，精密模具及其他实现营收 0.91 亿元，同比+18.36%。公司三大业务齐头并进，均实现可观增长。分海内外收入看：国内实现营收 13.12 亿元，同比+25.12%。海外区域实现营收 2.12 亿元，同比+35.15%。2025Q1 单季度公司实现营收 3.68 亿元，同比+17.66%；实现归母净利润 0.55 亿元，同比-1.19%；实现扣非归母净利润 0.47 亿元，同比+6.86%。毛利率平稳上升，研发创新持续加码 2024 年公司毛利率为 31.43%，同比+2.38pct，2025Q1 单季度毛利率为 31.69%，同比-1.14pct。2024 年公司毛利率有所提升，主要系主营业务微型传动系统与精密注塑件毛利率有所提升。分业务看，微型传动系统/精密注塑件/精密模具及其他毛利率分别为 28.87%/40.92%/9.88%，同比分别+3.11pct/+3.27pct/-9.40pct。2024 年公司销售净利率 14.76%，同比-0.16pct，销售净利率与毛利率走势背离，主要系其他收益与投资收益减少叠加费用率提升；2025Q1 单季度销售净利率为 14.89%，同比-2.84pct。2024 年公司期间费用率为 17.29%，同比+0.56pct，销售/管理/财务/研发费用率为 3.95%/5.30%/-2.14%/10.18%，同比+0.40pct/-0.09pct/+0.75pct/-0.50pct。存货同比提升，经营活动净现金流略有承压 截至 2024 年末公司存货 1.84 亿元，同比+11.95%，系库存商品增加。2024 年公司经营活动净现金流为 1.24 亿元，同比-36.89%，现金流周转有所放缓。积极布局人形机器人赛道，发布 17 主动自由度灵巧手 2024 年 11 月，公司在深圳高交会上首次发布了全球首创的指关节内置全驱动力单元的灵巧手产品，集成了微型减速器、电机、控制单元及电子皮肤传感器等。该产品具有 17 个主动自由度，每个指关节均配备独立高功率密度微电机模组，可实现独立控制，同时，通过多关节多层级力位协同的柔顺控制，可执行更为复杂精细的动作；单指节实现 3 个及以上主动单元配置，灵活性与精度接近人手，解决了传统灵巧手在复杂抓握任务中的瓶颈；集成的柔性电子皮肤，具备多模态感知能力。盈利预测与投资评级：考虑到关税政策影响，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 2.70（原值 2.78）/3.32（原值 3.51）亿元，预计 2027 年归母净利润为 4.15 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 113/92/74 倍，考虑到公司在人形机器人灵巧手领域前瞻性布局，维持公司“增持”评级。风险提示：人形机器人商业化进程不及预期，研发进展不及预期，宏观经济风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

#### **日月股份（603218）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：Q1 收入同比大幅增长，静待盈利拐点**

**投资要点** 事件：公司 24 年营收 47 亿元，同比+0.9%，归母净利润 6.2 亿元，同比+29.6%，毛利率 17.3%，同比-1.3pct，归母净利率 13.3%，同比+2.9pct；其中 24Q4 营收 15.1 亿元，同环比+34.3%/+8.2%，归母净利润 1.2 亿元，同环比-8.8%/+38%，毛利率 17.6%，同环比+1.5/+2.8pct，归母净利率 7.8%，同环比-3.7/+1.7pct。25Q1 营收 13 亿元，同环比+86.4%/-13.9%，归母净利润 1.2 亿元，同环比+39.1%/+3%，毛利率 15.5%，同环比-6.2/-2pct，归母净利率 9.3%，同环比-3.2/+1.5pct。24 年拆分：24 年公司实现铸件销售 49 万吨，铸件收入 46.2 亿元，同比基本持平，毛利率 17.3%，同比-1.2pct，毛利率下降主要系风电产品销售价格出现一定下降，项目投产后资产折旧、摊销出现一定幅度增

加。其中，公司海外销售收入 7.4 亿元，同比+5.9%，毛利率 29.6%，同比-4.8pct。 公司产能陆续扩充：①铸造：截至 24 年底，公司已具备年产 70 万吨铸造产能。公司按照既定战略稳定推进各项产能提升工作，其中甘肃日月“年产 20 万吨（一期 10 万吨）风力发电关键部件项目”已于 23 年 3 月进入生产阶段，年产 13.2 万吨铸造产能项目已于 23 年 4 月进入生产阶段，以上两项目目前均处于产量爬坡阶段。②精加工：结合市场状况，优化精加工产能布局，首期“年产 10 万吨大型铸件精加工项目”已经达成；“年产 12 万吨海装关键铸件精加工项目”2020 年 7 月份开始稳步释放部分产能后产量稳步提升。甘肃日月“年产 20 万吨（一期 10 万吨）风力发电关键部件项目”配套的 10 万吨精加工产能，已于 2023 年 3 月进入生产阶段。2020 年非公开发行股票项目“年产 22 万吨大型铸件精加工项目”已完成 10 万吨的精加工能力，提升了客户端“一站式”交付能力，形成了自主加工与优秀外协供方加工资源优势互补的弹性精加工格局。 25Q1 费用率有所下降，存货维持高位：公司 24 年期间费用 3.7 亿元，同比+0.9%，费用率 8%，同比基本持平；24 年经营性净现金流-1.6 亿元，同比-125.7%；24 年资本开支 7.6 亿元，同比-57.9%。公司 25Q1 期间费用 0.9 亿元，同环比+34.8%/-22.2%，费用率 7%，同环比-2.7/-0.7pct；25Q1 经营性现金流-3.1 亿元，同比增加 1.2 亿元；25Q1 资本开支 1.2 亿元，同环比-63.7%/-12.1%；25Q1 末存货 14.9 亿元，较年初+21.7%。 盈利预测与投资评级：考虑公司风场滚动开发、滚动转让，未来 2~3 年可贡献一定体量的投资收益，以及大型风电铸件紧缺，盈利能力进入拐点，我们上调 25~26 年盈利预测，预计 25~26 年归母净利润分别为 9.0/10.6 亿元（前值 8.2/9.3 亿元），同比增长 45.0%/16.7%，预计 27 年归母净利润为 11.6 亿元，同比增长 9.8%，25~27 年归母净利润对应 PE 为 13.6/11.6/10.6x，维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧，政策不及预期，电站开发转让不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男  
证券分析师：胡隽颖）

### 伊利股份（600887）：2024 年报&25Q1 点评：24 年减值落地轻装上阵，25Q1 开局亮眼

投资要点 公司发布 2024 年报及 2025 年一季报：2024 年公司实现营业收入 1157.8 亿元，同比-8.2%；实现归母净利润 84.5 亿元，同比-19%；实现扣非归母净利润 60.11 亿元，同比-40%。25Q1 公司实现营业收入 330.2 亿元，同比+1.4%；实现归母净利润 48.7 亿元，同比-17.7%；实现扣非归母净利润 46.3 亿元，同比+24.2%。24 年业绩符合预期，25Q1 业绩超预期。 25Q1 液奶降幅收窄，奶粉表现亮眼。24 年/25Q1 液体乳收入同比-12%/-3%，24 年液奶量价分别同比-7.9%/-4.8%，行业需求疲软、竞争加剧致量价均承压，我们预计 25Q1 量价降幅均较 24 年收窄。液奶结构上看，预计 24 年白奶和乳饮料表现好于安慕希，金典表现好于基础白，产品结构优化；25Q1 公司推出臻浓礼盒等质价比产品，预计 25Q1 基础白表现好于金典。24 年/25Q1 奶粉及奶制品同比+7.5%/+18.6%，低基数下 25Q1 奶粉表现亮眼。 成本红利+产品结构优化，毛利率显著改善。24 年/25Q1 公司毛利率分别同比+1.3/+1.88pct，其中 24 年液奶/奶粉/冷饮毛利率分别同比+0.6/+2.9/-1.03pct。25Q1 毛利率提升预计主因原奶价格下行致成本红利释放，次因公司于 24Q4 前置了新鲜度处理费用后 25Q1 搭赠减促减少。此外高毛利的奶粉占比提升同样提振 24 年和 25Q1 毛利率。24 年澳优减值落地轻装上阵，25Q1 费投优化超预期。24 年/25Q1 销售费用率同比+1.1/-1.55pct，行业供大于求、竞争加剧致 24 年费投力

度加大, 25Q1 费投优化主因 24Q4 费投前置。24 年公司计提资产减值损失 46.8 亿元, 同比+206%; 其中存货减值 12.3 亿元, 预计大包粉减值同比增加; 因澳优经营不及预期, 计提商誉减值 30.8 亿元。综合来看, 24 年/25Q1 扣非归母净利率同比-2.8/+2.6pct, 25Q1 净利率提升超预期。注重股东回报, 渠道策略理性。24 年公司分红率 91.4%, 较 23 年 73.25% 分红率提升显著, 分红额同比略有提升, 公司股东回报优异。考虑到消费力仍处于复苏阶段, 公司 25 年业务策略理性, 当前公司渠道库存良性, 未来随着行业供需改善, 公司业绩有望持续改善。盈利预测与投资评级: 行业需求疲软, 公司坚持理性渠道策略, 下调公司 25-26 年收入预期为 1209/1263 亿元 (此前预期为 1260/1307 亿元), 并新增 27 年预期为 1320 亿元, 25-27 年同比+4.4%/+4.5%/+4.5%; 调整 25-26 年归母净利润预期为 111/121 亿元 (此前预期为 114/119 亿元), 并新增 27 年预期为 128 亿元, 25-27 年同比+31%/+9%/+6%, 对应 25-27 年 PE 分别为 17/16/15x, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格大幅上涨, 行业竞争加剧, 需求不及预期, 食品安全问题, 减值损失扰动

(证券分析师: 苏铖 证券分析师: 周韵)

#### **双环传动 (002472): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 公司业绩符合预期, 电驱齿轮龙头强者恒强**

**投资要点** 事件: 公司发布 2024 年报及 2025 一季报。2024 年公司实现营业收入 87.81 亿元, 同比增长 8.76%; 实现归母净利润 10.24 亿元, 同比增长 25.42%。其中, 2024Q4 单季度公司实现营业收入 20.39 亿元, 同比下降 7.42%, 环比下降 15.76%; 实现归母净利润 2.86 亿元, 同比增长 25.96%, 环比增长 7.88%。2025Q1 公司实现营业收入 20.65 亿元, 同比微降 0.47%, 环比增长 1.27%; 实现归母净利润 2.76 亿元, 同比增长 24.70%, 环比下降 3.46%。公司 2024Q4 及 2025Q1 业绩符合我们的预期。2024Q4 及 2025Q1 业绩符合预期, 公司经营持续稳健。收入端, 公司 2024Q4 单季度实现营收 20.39 亿元, 环比下降 15.76%; 2025Q1 实现营收 20.65 亿元, 同比微降 0.47%。毛利率方面, 公司 2024Q4 单季度综合毛利率为 31.04%, 同比提升 6.46 个百分点, 环比提升 7.08 个百分点; 2025Q1 单季度毛利率为 26.82%, 同比提升 4.17 个百分点。期间费用方面, 公司 2024Q4 期间费用率为 13.13%, 环比提升 2.92 个百分点, 主要系管理费用率和研发费用率环比分别提升 2.04 和 1.61 个百分点; 公司 2025Q1 期间费用率为 10.65%, 同比提升 0.74 个百分点, 主要系研发费用率同比提升 0.61 个百分点。减值方面, 公司 2024Q4 计提资产减值损失 0.46 亿元, 信用减值损失 0.13 亿元。归母净利润方面, 公司 2024Q4 单季度实现归母净利润 2.86 亿元, 环比增长 7.88%, 对应归母净利率 14.02%, 环比提升 3.07 个百分点; 2025Q1 实现归母净利润 2.76 亿元, 同比增长 24.70%, 对应归母净利率 13.37%, 同比提升 2.70 个百分点。电驱齿轮龙头强者恒强, 机器人减速器+民生齿轮打开长期成长空间。随着乘用车电动化率的持续提升, 汽车齿轮市场格局重塑, 齿轮外包趋势愈发明确。双环作为电驱齿轮龙头, 在技术研发、设备产能和客户资源上均有着明显的竞争优势, 后续将持续受益于行业电动化率的提升。减速器方面, 减速器是工业机器人的核心部件, 价值量占比大, 双环深耕工业机器人精密减速器多年, 已逐步实现 6-1000KG 工业机器人所需精密减速器的全覆盖, 并已配套国内一线机器人客户, 后续减速业务收入将持续增长。民生齿轮方面, 公司成立环驱科技布局民生齿轮, 并收购三多乐, 助力民生齿轮业务发展, 三多乐主要产品包括精密齿轮、塑胶齿轮减速器、汽车零配件和机能组装品, 并覆盖下游广泛优质客户。盈

利预测与投资评级：我们基本维持公司 2025-2026 年归母净利润为 12.69 亿元、15.57 亿元的预测（前值为 12.66 亿元、15.46 亿元），新增 2027 年归母净利润预测值 18.74 亿元，对应的 EPS 分别为 1.50 元、1.84 元、2.21 元，2025-2027 年市盈率分别为 22.50 倍、18.34 倍、15.24 倍，维持“买入”评级。风险提示：新能源乘用车销量不及预期；原材料价格波动影响；新业务开拓不及预期；并购整合不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

#### **海泰新光（688677）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：2024 年业绩短期承压，25Q1 迎来拐点**

**投资要点** 事件：公司近期发布 2024 年报及 2025 年一季报，公司 2024 年实现收入 4.43 亿元（同比-5.90%，下同），归母净利润 1.35 亿元（-7.11%），扣非归母净利润 1.29 亿元（-5.26%），25Q1 实现收入 1.47 亿元（+24.86%），归母净利润 0.47 亿元（+21.45%），扣非归母净利润 0.46 亿元（+26.89%），2024 年报及 2025Q1 季报业绩符合我们预期。2024 年主业受下游客户库存影响短期承压。2024 年公司主营业务收入占比 99.49%，医用内窥镜器械行业收入 34,515.91 万元（-7.04%），占主营业务收入 78.34%（上年度同期占比 79.26%）；光学行业收入 9,543.01 万元（-1.80%），占主营业务收入 21.66%（上年度同期占比 20.74%）。海外子公司与新产品合作逐步落地，有望抵抗关税风险。美国子公司顺利通过三方体系认证和客户二方认证，实现了对美国订单的顺利承接；泰国子公司建立了内窥镜和光源模组生产能力，实现公司绝大多数对美销售产品的生产，通过美国子公司、泰国子公司以及国内工厂的内部调节和生产协同，可以应对中美贸易政策的变化；公司与美国客户开展了下一代系统的协助研发。在下一代系统中，将会引入公司的专利技术，合作产品也从普外科产品扩展到运动医学、妇科、泌尿、关节以及头颈外科等科室，大大拓展了双方产品合作范围。公司在医用内窥镜方面新产品推进顺利。公司配套美国客户新一代内窥镜系统在 2023 年 9 月正式上市，2024 年实现平稳上量；公司为美国市场开发的新型 4mm 宫腔镜实现量产上市，2.9mm 膀胱镜和 3mm 小儿腹腔镜以及开放手术外视镜已经产品定型，公司预计很快会量产上市；公司关节镜、三维腹腔内窥镜、胸腔内窥镜正式在国内市场上市销售；公司针对国内市场的全系列腹腔镜，包括白光、荧光、除雾、3D 荧光、标准长度、加长型、超细型等几十种规格的腹腔镜完成产品注册并在国内上市；公司针对泌尿科、妇科以及头颈外科开发的宫腔镜、膀胱镜、鼻窦镜等内窥镜产品完成注册并在国内市场上市；公司第二代内窥镜摄像系统在 2025 年实现量产并在国内市场上市。盈利预测与投资评级：考虑到新品研发费用、市场推广费用增加，我们将 2025-2026 年归母净利润由 1.86/2.33 亿元调整为 1.75/2.13 亿元，预计 2027 年归母净利润为 2.62 亿元，当前市值对应 PE=24/20/16x，考虑到公司 2025Q1 业绩迎来拐点，全年有望持续，维持“买入”评级。风险提示：关税风险加剧；新品推广不及预期；经营规模扩大带来的战略与管理风险。

（证券分析师：朱国广）

#### **比亚迪电子（00285.HK）：2025 年一季度业绩点评：业绩短期波动，看好多重布局**

**投资要点** 事件：公司发布一季报。2025Q1 公司实现收入 368.8 亿元，同比+1.1%，环比-33.2%；归母净利润 6.2 亿元，同比+1.9%，环比-48.3%；毛利率 6.3%，同比-0.6pct，环比+0.4pct。深化大客户合作，收购捷普协同效应或进一步显现。公司不断深化与大客户高端产品战略合作，积极拓展产品品类，有望受益于大客户结构件金属化、

高端化，大客户内部分额有望持续增长。捷普并表后拉动零部件业务规模提升，通过自动化快速提升运营效率，我们认为收购效应后续有望在利润率和产品序列层面进一步显现。汽车电子有望持续受益于母公司汽车智能化趋势。集团智能座舱、智驾域控、热管理产品出货量持续增长，智能悬架产品导入量产。公司全面布局低、中、高算力智驾平台，通过热管理系统核心零部件自研实现高效热能转换和利用，具备核心技术和大规模量产能力。我们认为公司智驾域控、智能悬架、智能座舱等产品有望持续受益于母公司智驾平权及国内外销量增长，贡献新的业绩增量。AI及机器人布局持续完善，积蓄增长动能。2024年公司加强与各板块行业头部客户战略合作无人机、智能家居及游戏硬件板块稳健发展，2025M3 母公司携手大疆发布智能车载无人机系统“灵鸢”，搭载于仰望、王朝、海洋、腾势、方程豹有望贡献增量。公司持续完善 AI 数据中心、机器人赛道布局，AI 服务器产品实现量产，液冷和电源产品完成开发，有望贡献增长新动能；机器人方面，公司已完成 AMR（自主移动物流机器人）开发，并应用于集团内制造场景，同时已针对 AI 机器人传感器、执行器、控制器等多个核心零部件及整机进行全面布局。盈利预测与投资评级：公司汽车电子、消费电子、新型智能三项业务均有可观增长潜力，我们维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润为 52.6/63.2/73.0 亿元，2025 年 5 月 2 日收盘价对应 PE 为 13.5/11.2/9.7 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期；客户集中度较高；收购协同效应不及预期。

（证券分析师：张良卫 研究助理：李博韦）

#### 贝泰妮（300957）：2024 年报及 2025 年一季报点评：短期业绩承压，期待经营拐点

**投资要点** 公司披露 2024 年年报及 2025Q1 业绩：2024 全年营收 57.36 亿元（+3.87%，代表同比增速，下同），归母净利润 5 亿元（-33.5%），扣非归母净利 2.4 亿元（-61%），下滑主要系计提悦江投资商誉减值及无形资产减值等原因。2025Q1 营收 9.5 亿元（-13.5%），归母净利润 0.28 亿元（-84%），扣非归母净利润 0.21 亿元（-86%）。24 年线上渠道及彩妆品类实现增长。分产品看，24 年护肤品/医疗器械/彩妆营收分别为 48/3.5/5.5 亿，同比分别 -1.4%/-23%/+226%，占比 84%/6%/10%。分区域看，24 年境内/境外营收分别为 57/0.78 亿元，同比分别+2.7%/+552%，占比 98.6%/1.4%。分渠道看，24 年线上/OMO 渠道/线下收入同比分别+10.1%/-0.4%/-10.7%，占比 68%/9%/22%。25Q1 毛利率回升，费用率压力较大。①毛利率：2024 年达 73.7%，同比-0.16pct。2025Q1 毛利率 77.5%，同比+5.4pct；②期间费用率：2024 年销售费用率 50%，同比+2.7pct，主要系品牌建设投入加大；2025Q1 销售费用率 56%，同比+9.3pct；③归母净利率：结合毛利率及费用率，2024 年归母净利率为 8.8%，同比-5pct。2025Q1 归母净利率同比-13pct 至 3%。积极推进品牌矩阵建设，巩固主品牌薇诺娜敏感肌市场领导地位。品牌矩阵建设上，公司以“薇诺娜（Winona）”品牌为核心，形成了“薇诺娜宝贝（Winona Baby）”、“瑗科缙（AOXMED）”、“贝芙汀（Beforteen）”、“姬芮（Za）”以及“泊美（PURE&MILD）”等多品牌共同发展。其中，“薇诺娜（Winona）”品牌在护肤类产品市场排名第八，较 23 年同期上升一位，尤其在皮肤学级护肤品赛道市场排名连续多年稳居第一，市场份额达到约 20.70%，头部效应显著。分品牌看，薇诺娜宝贝/瑗科缙营收分别为 2/0.6 亿元，同比分别为 +34%/+66%。盈利预测与投资评级：贝泰妮是我国皮肤学级护肤龙头，专业化品牌形象稳固，线上线下多平台拓展顺利，品牌矩阵逐步完善，美白/抗衰等系列新品上新后有望贡献业绩增量。由于短期费用

率大幅提升，我们将公司 2025-26 年归母净利润预测 10.4/13.4 亿元下调至 6.6/8.1 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 9.4 亿元，对应 PE 分别为 27/22/19X，考虑到公司敏感肌赛道龙头地位稳固，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，产品推广不及预期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇  
证券分析师：郝越)

### 周大生 (002867): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 持续高分红, 期待 25 年业绩逐季修复

**投资要点** 公司披露 2024 年年报及 2025Q1 业绩: 2024 全年营收 138.91 亿元 (-14.7%), 归母净利润 10.10 亿元 (-23.3%)。2025Q1 实现营收 26.73 亿元 (-47.3%), 归母净利润 2.52 亿元 (-26.1%), 其中含公允价值变动损益同减 6200 万, 剔除该影响 25Q1 实际利润下降约 12%, Q2 经营有望现拐点。2024 年公司分红率达 102%。持续高分红回报股东。毛利率大幅提高, 费用刚性导致费用率提升较大。①毛利率: 2024 年毛利率 20.80% (同比+2.6pct); 2025Q1 毛利率 26.21% (同比+10.6pct), 主要系金价上涨及产品结构改善。②期间费用率: 2024 年期间费用率 9.46% (同比+2.9pct); 2025Q1 期间费用率 10.63% (同比+4.94pct), 主要系销售费用率较为刚性。③归母净利率: 2024 年归母净利率 7.27% (同比-0.8pct); 2025Q1 归母净利率 9.43% (同比+2.7pct)。自营及电商渠道表现相对较好, 终端门店有所收缩。拆分渠道看 25Q1 的经营表现: ①自营线下: 营收 5.27 亿元, 同比-16.29%, 其中镶嵌类产品同比+39.28%, 黄金产品同比-19.12%。②电商: 营收 5.34 亿元, 同比-6.71%, 其中镶嵌产品收入同比-8.17%, 黄金产品同比-17.61%, 银饰等其他辅品类产品同比+31.59%。③加盟: 营收 5.84 亿元, 同比-63%, 其中镶嵌产品同比-9.24%, 黄金产品批发同比-63.31%, 加盟品牌使用费同比-10.58%。④终端门店: 25Q1 末 4,831 家, 其中加盟门店 4,435 家, 自营门店 396 家, 较年初净减少 177 家。25 年公司业绩有望逐季改善, 高分红属性突出。2024 年黄金珠宝行业销售整体面临较大压力, 公司业绩出现一定程度的下滑。公司指引 2025 年营业收入和净利润预计实现同比增长, 25Q2 开始在低基数下有望实现逐季度改善。同时公司宣布任意连续三年以现金方式累计分配的利润不少于累计可分配利润的 50%, 持续高分红回馈股东。盈利预测与投资评级: 2024 年黄金珠宝行业受金价急涨短期抑制需求, 公司业绩出现一定程度的下滑, 考虑到 25Q1 行业及公司销售承压, 我们将 2025-2026 年归母净利润从 12.9/14.1 亿元下调至 11.1/12.2 亿元, 新增 2027 年归母净利润预测 13.1 亿元, 最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 13/12/11 倍, 考虑到公司分红率较高, 仍维持“买入”评级。风险提示: 终端需求不及预期, 开店不及预期, 金价波动等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越)

### 中国铁建 (601186): 2025 年一季报点评: Q1 盈利继续承压, 现金流有所改善

**投资要点** 公司发布 2025 年一季报, Q1 公司实现营业总收入 2567.62 亿元, 同比-6.6%, 实现归母净利润 51.51 亿元, 同比-14.5%, 实现扣非归母净利润 49.75 亿元, 同比-13.9%。营收继续承压, 毛利率、归母净利率小幅下降。(1) 公司 2025Q1 营收同比-6.6%, 降幅基本与 2024Q4 相当, 2025Q1 实现综合毛利率 7.5%, 同比-0.3pct。(2) 费用控制效果良好, 期间费用率在收入下降的背景下略有压缩, 2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.50%/1.98%/1.15%/0.53%, 同比分别-0.06/-0.15/+0.12/+0.02pct; (3) 2025Q1 资产减值/信用减值损失分别为 -2.54/-1.83 亿元, 同比分别-0.84 亿元/+1.11 亿元; 投资净收益为-1.36

亿元，同比+0.40 亿元，主要是对联营合营企业的投资收益改善；综合影响下公司 2025Q1 归母净利率为 2.01%，同比-0.19pct。 现金流有所改善，资产负债率小幅上升。（1）2025Q1 经营活动净现金流为-389.47 亿元，同比少流出 76.47 亿元，收现比/付现比分别为 107.3%/119.1%，同比分别+2.6/-0.5pct；（2）2025Q1 投资活动现金流出总额 135.23 亿元，同比少流出 35.21 亿元。（3）截至一季度末，公司带息债务余额为 5411 亿元，同比增加 1416 亿元，资产负债率为 77.6%，同比+2.0pct。 2025Q1 新签订单下降，铁路、矿山、电力等领域及海外订单表现突出。（1）2025Q1 公司新签合同额 4928 亿元，同比-10.5%，其中工程承包类型继续承压，Q1 新签合同额同比-18.7%至 3710 亿元，绿色环保类型 Q1 新签合同额同比+77.1%至 490 亿元，主要得益于集团积极发展环保产业、加大项目承揽力度，显现转型成效；房地产开发 Q1 新签合同额同比+35.3%至 186 亿元，受益于集团核心城市市场表现同比改善，顺销项目成交规模同比增幅较大。（2）基础设施建设新签订单分行业来看，铁路/矿山/电力等领域表现亮眼，分别完成新签合同额 496/456/181 亿元，分别同比+66.3%/+139.3%/+29.2%。（3）分地区来看，境内外分别完成新签合同金额 4487/442 亿元，同比-13.2%/+30.1%，境外订单延续较快增长。（4）公司截止 2025 一季度末的未完合同额为 78613 亿元，较上年同期+12.5%，在手订单保障充分。 盈利预测与投资评级：外部冲击影响下宏观经济下行压力仍在，政治局会议指出要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，我们认为增量的财政政策支持 and 融资端的改善对投资端和实物量的效果将逐渐显现，同时扩内需预期增强，基建投资和重点区域建设有望政策加码。公司作为基建龙头央企估值仍处历史低位，有望得到修复。基于传统基建业务承压，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 219/224/229 亿元（2025、2026 年预测前值为 311/342 亿元），对应市盈率分别为 4.8/4.7/4.6 倍，维持“买入”评级。 风险提示：基建投资增速不及预期的风险、新兴业务拓展不及预期的风险、信用减值风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源）

#### 新泉股份（603179）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：公司业绩符合预期，自主内饰件龙头持续成长

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年公司实现营业收入 132.64 亿元，同比增长 25.46%；实现归母净利润 9.77 亿元，同比增长 21.24%。其中，2024Q4 单季度公司实现营业收入 36.59 亿元，同比增长 12.47%，环比增长 6.33%；实现归母净利润 2.91 亿元，同比增长 19.00%，环比增长 5.87%。2025Q1 公司实现营业收入 35.19 亿元，同比增长 15.49%，环比下降 3.82%；实现归母净利润 2.13 亿元，同比增长 4.44%，环比下降 26.74%。公司 2024Q4&2025Q1 业绩符合预期。 2024Q4&2025Q1 业绩符合预期，公司经营整体稳健。 营收端，公司 2024Q4 实现营业收入 36.59 亿元，环比增长 6.33%；2025Q1 实现营业收入 35.19 亿元，同比增长 15.49%。整体看，受新项目放量+客户销量增长驱动，公司收入保持持续增长。毛利率方面，公司 2024Q4 单季度毛利率 17.48%，环比下降 3.87 个百分点，主要系会计政策变化影响，还原后公司 2024Q4 毛利率环比稳定；公司 2025Q1 毛利率 19.50%，同比微降 0.60 个百分点，同样存在会计政策调整影响，还原后整体稳定。期间费用方面，公司 2024Q4 期间费用率 8.20%，环比下降 3.48 个百分点，分项看，2024Q4 销售费用率受会计政策调整影响环比大幅下降，2024Q4 管理费用率为 6.80%，环比提升 2.75 个

百分点；公司 2025Q1 期间费用率为 12.66%，同比提升 0.25 个百分点，主要系管理费用率同比提升 1.20 个百分点。归母净利润方面，公司 2024Q4 单季度实现归母净利润 2.91 亿元，环比增长 5.87%，对应归母净利率 7.96%，环比基本持平；2025Q1 实现归母净利润 2.13 亿元，同比增长 4.44%，对应归母净利率 6.06%，同比下降 0.64 个百分点。新产品拓展可期，全球化战略加速。公司仪表板、门板等产品在成本控制、服务响应等方面具有明显竞争优势，深度绑定吉利、奇瑞、国际知名电动车企和理想等优质客户，产品市场份额持续提升。同时，基于已有核心工艺能力，公司不断布局新工艺，拓展产品新品类，向外饰件及座椅等新产品领域持续延伸，单车配套价值量有望持续提升。国际化方面，公司出海布局步伐领先，持续坚定推进全球化战略，在墨西哥、斯洛伐克、德国和美国等地陆续布局，有望成为全球化的汽车饰件龙头。盈利预测与投资评级：考虑到公司新项目的量产进度以及下游配套客户的销量情况，我们将公司 2025-2026 年归母净利润的预测调整为 13.37 亿元、17.25 亿元（前值为 13.91 亿元、18.05 亿元），新增公司 2027 年归母净利润预测值 21.02 亿元。对应 EPS 分别为 2.74 元、3.54 元、4.31 元，市盈率分别为 14.68 倍、11.38 倍、9.34 倍。公司作为自主内饰件龙头企业，当前正加速全球化发展，因此维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；新客户开拓不及预期；原材料价格波动影响。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

#### 岱美股份（603730）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：公司经营整体稳健，顶棚新品类打开成长空间

**投资要点** 事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年公司实现营业收入 63.77 亿元，同比增长 8.80%；实现归母净利润 8.02 亿元，同比增长 22.66%。其中，2024Q4 单季度公司实现营业收入 15.73 亿元，同比增长 8.30%，环比增长 3.61%；实现归母净利润 1.79 亿元，同比增长 56.03%，环比下降 11.70%。2025Q1 公司实现营业收入 15.93 亿元，同比增长 0.22%，环比增长 1.24%；实现归母净利润 2.09 亿元，同比增长 7.10%，环比增长 16.66%。公司 2024Q4 及 2025Q1 业绩基本符合预期。2024Q4 及 2025Q1 业绩符合预期，公司经营情况整体稳健。营收端，2024Q4 单季度公司实现营业收入 15.73 亿元，同比增长 8.30%，环比增长 3.61%；2025Q1 公司实现营业收入 15.93 亿元，同比增长 0.22%，整体稳定。毛利率方面，公司 2024Q4 单季度毛利率为 22.48%，同比下降 2.65 个百分点，环比下降 6.35 个百分点；2025Q1 毛利率为 27.68%，同比微降 0.17 个百分点。期间费用方面，公司 2024Q4 期间费用率为 4.78%，环比下降 7.67 个百分点，主要系管理费用率环比下降 2.35 个百分点以及财务费用率环比下降 4.12 个百分点；2025Q1 期间费用率为 11.50%，同比下降 1.06 个百分点，主要系财务费用率同比下降 1.31 个百分点。减值方面，公司 2024Q4 计提资产减值损失 0.80 亿元，对 2024Q4 单季度业绩稍有拖累。归母净利润方面，公司 2024Q4 单季度实现归母净利润 1.79 亿元，环比下降 11.70%，对应归母净利率 11.39%，环比下降 1.97 个百分点；公司 2025Q1 实现归母净利润 2.09 亿元，同比增长 7.10%，对应归母净利率 13.12%，同比提升 0.84 个百分点。沿着核心工艺扩展产品品类，打开公司长期成长空间。公司遮阳板业务已经发展为全球龙头，2022 年在全球市场的份额超过 40%。在遮阳板业务的基础上，公司进一步开拓头枕和顶棚业务。目前公司头枕业务主要客户为通用，后续有望进一步提升对克莱斯勒和福特的配套比例，头枕业务收入规模有望持续提升。顶棚产品的价值量则更高，市场空间更大，且与遮阳板同属

于车顶系统零部件，在核心工艺上同样存在相通性。公司正积极拓展顶棚业务，目前公司顶棚产品已经成功进入到北美造车新势力等客户的供应体系中，随着后续顶棚业务持续获得定点，将为公司贡献收入增量，顶棚产品有望成为公司未来成长的重要方向。盈利预测与投资评级：考虑到公司新项目的量产进度以及下游配套客户的销量情况，我们将公司 2025-2026 年归母净利润的预测调整为 9.27 亿元、10.91 亿元（前值为 10.36 亿元、12.45 亿元），新增公司 2027 年归母净利润预测值 12.80 亿元。对应 EPS 分别为 0.56 元、0.66 元、0.77 元，市盈率分别为 14.26 倍、12.12 倍、10.33 倍。考虑到公司品类扩张，顶棚新产品打开成长空间，维持“买入”评级。风险提示：全球乘用车行业销量不及预期；公司新产品拓展不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

### **松原安全（300893）：2025 年一季报点评：2025Q1 业绩符合预期，自主被动安全龙头持续成长**

**投资要点** 事件：公司发布 2025 年一季度报告。2025Q1 公司实现营业收入 5.36 亿元，同比增长 45.34%，环比下降 18.96%；实现归母净利润 0.74 亿元，同比增长 20.47%，环比增长 5.50%。公司 2025 一季度业绩符合我们的预期。2025Q1 业绩符合预期，营收保持高速增长。营收端，公司 2025Q1 实现营业收入 5.36 亿元，同比增长 45.34%，环比下降 18.96%。从主要下游客户 2025Q1 表现来看：1、奇瑞汽车批发 60.01 万辆，环比下降 27.42%；2、吉利汽车批发 70.38 万辆，环比增长 2.46%；3、上汽通用五菱批发 35.30 万辆，环比下降 29.41%；4、长城汽车批发 25.68 万辆，环比下降 32.33%。毛利率方面，公司 2025Q1 单季度综合毛利率为 27.94%，同比下降 2.74 个百分点，环比提升 1.38 个百分点。期间费用方面，公司 2025Q1 期间费用率为 14.36%，同比提升 2.22 个百分点，环比提升 4.59 个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.26%/4.60%/7.36%/1.15%，同比分别 -1.00/+0.17/+2.58/+0.47 个百分点。归母净利润方面，公司 2025Q1 实现归母净利润 0.74 亿元，同比增长 20.47%，环比增长 5.50%；对应归母净利率 13.72%，同比下降 2.83 个百分点，环比提升 3.18 个百分点。安全带业务量价齐升，气囊+方向盘成为第二曲线。安全带方面，公司凭借技术、成本和服务响应等方面的竞争优势，有望持续提升安全带产品的市场份额，实现对外资的国产替代；此外，高性能安全带的功能复杂，安全性更好，价值量更高，特别是集成主被动可逆预紧式安全带（电动安全带）的价值量更是大幅提升，公司安全带业务有望实现量价齐升。而方向盘+气囊业务则是公司的第二曲线，公司于 2021 年实现方向盘+气囊产品的量产，目前已经突破吉利、上通五菱、奇瑞等客户，后续有望持续为公司业绩贡献增量。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.92 亿元、5.21 亿元、6.98 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 1.73 元、2.30 元、3.09 元，2025-2027 年市盈率分别为 19.49 倍、14.67 倍、10.95 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；新客户及新产品开拓不及预期；原材料价格波动导致盈利不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

### **万达电影（002739）：2024 年报及 2025 年一季报点评：Q1 业绩彰显运营杠杆，期待后续内容业务表现**

**投资要点** 公司发布公告：2024 年收入实现 123.62 亿元，同比下滑 15.44%；归母净亏损 9.40 亿元，扣非归母净亏损 10.99 亿元，同比转亏。2025 年一季度收入实现 47.09 亿元，同比增长 23.23%；归母净利润 8.30 亿元，同比增长 154.72%，扣非归母净利润 8.16 亿元，同比增

长 165.72%。2025Q1 国内影院业务收入高增，份额保持行业领先。2024 年国内票房承压，2025 年在《哪吒之魔童闹海》《唐探 1900》等头部影片的带动下电影大盘迎来“开门红”，春节档票房和人次创历史新高，Q1 国内电影大盘票房同比增长 49.1%达 243.9 亿元，观影人次同比增长 43%达 5.2 亿。公司国内直营影院票房同比增长 44.9%达 34.2 亿元，观影人次同比增长 32.7%达 6397.9 万，市场份额、上座率、单银幕产出等保持行业领先。公司 IP 衍生业务亦表现较好，春节档推出的“四喜财神”文创产品 21 万只全部售罄，带动非票收入稳步增长，卖品毛利率提升约 13pct。展望全年，公司将通过自建、利旧项目改造和收购方式继续加大直营影院拓展力度，我们期待公司境内影院业务市场份额进一步提高，同时在 IP 衍生业务上继续发力，带动非票业务增长。内容业务有所突破，期待 2025 年继续贡献增量。1) 电影业务：公司出品发行的影片《唐探 1900》和《熊出没·重启未来》在 2025 年春节档上映，分别实现票房 36.03 亿元和 8.15 亿元，实现较好的投资收益，公司“唐探”系列影片累计票房突破 123 亿元，IP 影响力不断扩大。我们期待公司储备的优质影片后续表现，投资出品的《人生开门红》定于五一档上映，《有朵云像你》《蛮荒禁地》《寒战 1994》《聊斋：兰若寺》《奇遇》《千万别打开那扇门》《转念花开》《浪浪人生》等多部影片预计将陆续上映。2) 电视剧业务：公司储备项目丰富且均在有序排播和筹备，其中《爱情有烟火》《喜剧之王》《检察官与少年》《黑夜告白》《遇人不熟》《我叫墨斗儿》等剧集预计将陆续上线，《万古最强宗》《人鱼先生》《黄卡》《折叠城市》《耀眼》等项目正在按计划推进。3) 游戏业务：子公司互爱互动 2024 年收入同比增长超过 50%，其中海外发行收入占比提升至 62%，主要系发行《圣斗士星矢：正义传说》和《暗影格斗 3》两款游戏，新增《JOJO 的奇幻冒险》等经典 IP 储备；在小程序游戏和下沉市场实现突破。展望 2025 年，《全职法师：猎人大师》《我为歌狂之旋律重启》《变形金刚》等游戏预计将在年内上线，我们期待 IP 新游为公司贡献增量业绩。盈利预测与投资评级：我们期待行业及公司 2025 年待上映电影表现，维持公司 2025-2026 年归母净利润预测 10.0/12.4 亿元，新增 2027 年利润预测 14.4 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 24/19/17 倍，维持“买入”评级。风险提示：票房不及预期，内容业务表现不及预期，商誉减值风险

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖  
证券分析师：郭若娜)

### 银轮股份 (002126): 2025 年一季报点评: 2025Q1 业绩符合预期，热管理龙头持续成长

投资要点 事件：公司发布 2025 年一季度报告。2025 年一季度公司实现营业收入 34.16 亿元，同比增长 15.05%，环比微降 2.31%；实现归母净利润 2.12 亿元，同比增长 10.89%，环比增长 18.42%。公司 2025Q1 业绩符合我们的预期。2025Q1 业绩符合预期，营收同比保持增长。营收端，公司 2025 年一季度实现营业收入 34.16 亿元，同比增长 15.05%，环比微降 2.31%。从主要下游行业 2025Q1 表现来看：1、国内重卡行业批发 26.50 万辆，环比增长 21.00%；2、国内狭义新能源乘用车行业批发 284.69 万辆，环比下降 34.13%；3、国内狭义乘用车行业批发 627.61 万辆，环比下降 28.27%。毛利率方面，公司 2025Q1 单季度综合毛利率为 19.79%，同比下降 1.77 个百分点，环比微降 0.45 个百分点，整体稳定。期间费用方面，公司 2025Q1 单季度期间费用率为 10.75%，同比下降 2.44 个百分点，环比下降 0.53 个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为

1.40%/5.25%/4.00%/0.10%，同比分别-0.99/-0.06/-0.61/-0.79 个百分点。归母净利润方面，公司 2025Q1 实现归母净利润 2.12 亿元，同比增长 10.89%，环比增长 18.42%；对应归母净利率 6.22%，同比微降 0.23 个百分点，环比提升 1.09 个百分点。“技术+产品+布局+客户”四大核心优势，助力公司新能源热管理业务快速发展。研发上，公司不断加大力度，集中优势资源打造全球化的研发体系，聚焦于新能源汽车热管理方向。产品上，公司在新能源热管理领域拥有“1+4+N”的全面产品布局，且持续发力工业及民用市场，实现第三曲线的提前布局。布局上，公司秉承着国际化的发展战略，在海外各市场持续推动生产及技术服务平台，更好地为全球客户进行属地化的服务。客户上，公司新能源热管理业务覆盖了国际知名电动车企业、CATL、吉利和蔚小理等优质客户，充分享受客户发展红利。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 10.70 亿元、13.09 亿元、15.67 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 1.28 元、1.57 元、1.88 元，2025-2027 年市盈率分别为 19.84 倍、16.21 倍、13.54 倍，维持“买入”评级。风险提示：新能源乘用车销量不及预期；新产品拓展不及预期；原材料价格波动影响盈利。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

#### **恒帅股份（300969）：2025 年一季报点评：2025Q1 业绩短期承压，微电机龙头长期成长可期**

**投资要点** 事件：公司发布 2025 年一季度报告。2025Q1 公司实现营业收入 2.03 亿元，同比下降 16.04%，环比下降 21.44%；实现归母净利润 0.42 亿元，同比下降 35.48%，环比下降 16.71%。公司 2025Q1 业绩稍低于我们此前的预期。2025Q1 业绩短期承压，营收端同比略有下滑。营收方面，公司 2025Q1 实现营业收入 2.03 亿元，同比下降 16.04%，环比下降 21.44%。公司 2025 年一季度营收同比下滑预计主要系清洗系统业务受合资车企客户销量下滑拖累。毛利率方面，公司 2025Q1 单季度综合毛利率为 32.22%，同比下降 4.57 个百分点，环比微降 0.28 个百分点。公司 2025 年一季度毛利率同比有所下降，预计主要系对客户降价所致。期间费用方面，公司 2025Q1 期间费用率为 11.53%，同比提升 3.63 个百分点，环比提升 1.37 个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.37%/7.63%/3.67%/-1.14%，同比分别+0.01/+2.50/+0.83/+0.29 个百分点。归母净利润方面，公司 2025Q1 实现归母净利润 0.42 亿元，同比下降 35.48%，环比下降 16.71%；对应归母净利率 20.61%，同比下降 6.21 个百分点，环比提升 1.17 个百分点。公司在技术研发、成本控制、客户覆盖、产品拓展和产能布局等方面拥有核心竞争力。技术研发：公司在产品自主同步研发；产品试验；模具开发设计；智能化全自动产线自主研发、设计及集成等方面具有领先技术优势。成本控制：公司通过对产品实施平台化战略，叠加产业链纵向一体化布局，智能化全自动生产，有效地提升了成本优势。客户覆盖：公司深度配套宝马、吉利、北美新能源客户、理想等主机厂以及斯泰必鲁斯、庆博雨刮、爱德夏等国际知名 Tier 1。产品拓展：微电机作为平台型技术，有较强的延展性。公司以微电机技术为核心，不断丰富应用场景和产品谱系。产能布局：公司持续推进泰国工厂和美国工厂的建设，有利于公司提高对全球客户的配套效率，扩大公司海外业务市场份额。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.51 亿元、3.03 亿元、3.66 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 3.14 元、3.79 元、4.57 元，2025-2027 年市盈率分别为 24.75 倍、20.48 倍、16.97 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；原材料价格波动超预期；新产品

应用拓展不及预期。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 刘力宇)

**继峰股份 (603997): 2025 年一季报点评: 2025Q1 业绩符合预期, 盈利能力同环比显著提升**

**投资要点** 事件: 公司发布 2025 年一季度报告。2025Q1 公司实现营业收入 50.37 亿元, 同比下降 4.73%, 环比下降 5.84%; 实现归母净利润 1.04 亿元, 同比大幅增长 447.56%, 环比扭亏为盈。公司 2025Q1 业绩符合我们的预期。 2025Q1 业绩符合预期, 归母净利润同环比显著提升。营收端, 公司 2025Q1 公司实现营业收入 50.37 亿元, 同比下降 4.73%, 环比下降 5.84%, 公司 2025Q1 营收同比下滑预计主要系 2024 年下半年剥离北美 TMD 所致。毛利率方面, 公司 2025Q1 单季度毛利率为 16.32%, 同比提升 1.64 个百分点, 环比提升 3.32 个百分点, 盈利能力同环比均有所提升。期间费用方面, 公司 2025Q1 期间费用率为 14.03%, 同比下降 0.43 个百分点, 环比提升 1.89 个百分点; 其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.53%/8.05%/3.10%/1.35%, 同比分别+0.12/-1.09/+1.00/-0.45 个百分点。归母净利润方面, 公司 2025Q1 实现归母净利润 1.04 亿元, 同比大幅增长 447.56%, 环比扭亏为盈; 对应归母净利率 2.07%, 同比提升 1.71 个百分点, 环比提升 2.73 个百分点。 格拉默业务整合稳步推进, 乘用车座椅打开成长空间。公司收购格拉默后, 在管理层和组织架构调整、全面推行降本措施、调整产能布局、拓展格拉默中国区业务等多方面持续推进格拉默的整合工作, 后续随着整合工作的推进, 格拉默盈利能力将稳步提升。此外, 公司目前正大力布局乘用车座椅总成业务, 公司在成本控制、服务响应等方面相比外资座椅企业有着较大的优势。当前, 公司已经累计获得了多个新能源汽车座椅定点, 并在 2023 年上半年实现了乘用车座椅的正式量产, 长期看好公司在乘用车座椅市场的份额提升。 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.46 亿元、10.97 亿元、13.84 亿元的预测, 对应的 EPS 分别为 0.51 元、0.87 元、1.09 元, 2025-2027 年市盈率分别为 24.25 倍、14.29 倍、11.33 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游整车销量不及预期; 新业务拓展不及预期; 海外整合不及预期。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 刘力宇)

**星宇股份 (601799): 2025 年一季报点评: 2025Q1 业绩符合预期, 车灯龙头持续成长**

**投资要点** 事件: 公司发布 2025 年一季报。2025 年一季度公司实现营业收入 30.95 亿元, 同比增长 28.28%, 环比下降 23.16%; 实现归母净利润 3.22 亿元, 同比增长 32.68%, 环比下降 25.28%。公司 2025 年一季度业绩整体符合我们的预期。 2025Q1 业绩符合预期, 营收同比快速增长。营收端, 公司 2025Q1 实现营业收入 30.95 亿元, 同比增长 28.28%, 环比下降 23.16%。从主要下游客户 2025Q1 表现来看: 奇瑞汽车批发 60.01 万辆, 环比下降 27.42%; 一汽大众批发 38.08 万辆, 环比下降 18.74%; 赛力斯批发 5.33 万辆, 环比下降 55.25%; 一汽红旗批发 10.99 万辆, 环比增长 10.23%; 理想汽车批发 9.29 万辆, 环比下降 41.46%; 公司收入基本和下游主要客户销量变化相匹配。毛利率方面, 公司 2025Q1 单季度毛利率为 18.83%, 同比下降 0.81 个百分点, 主要系存在会计政策调整的影响, 若还原会计政策调整的影响, 公司 2025Q1 毛利率同比提升 0.27 个百分点。期间费用方面, 公司 2025Q1 期间费用率为 8.74%, 同比下降 1.50 个百分点; 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.37%/2.25%/6.01%/0.11%, 同比分别-

1.11/-0.39/+0.19/-0.19 个百分点。归母净利润方面，公司 2025Q1 实现归母净利润 3.22 亿元，同比增长 32.68%，环比下降 25.28%；对应归母净利率 10.41%，同比提升 0.35 个百分点。“产品升级+客户拓展”双轮驱动，看好公司长期成长。产品方面，LED 前照灯继续向 ADB 和 DLP 的升级进一步提升前照灯的单车配套价值量，目前公司 ADB 前照灯已经实现了对客户的配套和量产，DLP 大灯也已获项目，长期看好公司产品结构向上升级。客户方面，公司在巩固原有一汽大众、一汽丰田和奇瑞汽车等客户的基础上，还在大力开拓豪华品牌以及造车新势力等新能源客户，新能源客户有望成为后续的主要增量。此外，公司塞尔维亚工厂产能逐步释放，并注册成立了墨西哥星宇和美国星宇，公司将持续推进全球化布局，拓展海外市场。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 17.61 亿元、21.89 亿元、26.83 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 6.16 元、7.66 元、9.39 元，2025-2027 年市盈率分别为 21.52 倍、17.31 倍、14.12 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；车灯产品升级速度不及预期；新客户开拓不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

### 三诺生物（300298）：2024 年报及 2025 年一季报点评：业绩符合预期，期待 CGM 快速增长

**投资要点** 事件：公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报，2024 年全年，公司实现营业收入 44.43 亿元（+9.47%，同比，下同），实现归母净利润 3.26 亿元（+14.73%）。2024Q4 单季度实现营业收入 12.61 亿元（+23.22%），实现归母净利润 0.71 亿元（+310.96%）。2025Q1 单季度实现收入 10.42 亿元（+2.76%），归母净利润 0.72 亿元（-10.90%），业绩符合我们预期。2024 年国内外业务稳步推进。2024 年，公司血糖监测系统实现收入 33.21 亿（+15.58%），糖尿病营养、护理等辅助产品实现收入 2.62 亿（-6.04%），血脂检测系统实现收入 2.44 亿（-4.97%），iPOCT 监测系统实现收入 1.86 亿（+9.11%），糖化血红蛋白检测系统实现收入 1.82 亿（-7.31%），血压计实现收入 1.23 亿（+10.61%），经营品实现收入 0.89 亿（-23.49%）。海外方面，美国子公司 PTS Diagnostics 持续保持盈利态势，美国子公司 Trividia 逆势实现收入和市场份额双增长。2024 年，公司 CGM 产品注册范围进一步扩大，新增新加坡、巴基斯坦、俄罗斯、沙特、阿联酋、阿尔及利亚、肯尼亚、埃塞俄比亚、秘鲁、智利获批注册证，公司第二代 CGM 产品国内上市，进一步丰富了公司糖尿病监测产品线的品类；公司 CGM 产品在原有的欧盟 MDR 认证中新增了 2-17 岁的适用人群，自此公司 CGM 产品在欧盟地区可覆盖 2 岁及以上人群进行糖尿病管理，进一步增强了公司 CGM 产品在认可欧盟 MDR 认证国家的市场竞争力；公司 CGM 产品完成美国的注册临床，并通过美国食品药品监督管理局（FDA）510(k)的受理审核，正式进入 510(k)实质性审查阶段，公司有序推进美国 FDA 医疗器械注册的后续工作。AI 技术赋能，打造智能管理闭环。2024 年，在全球医疗智能化转型的浪潮中，公司聚焦生物传感技术的创新，利用 AI 技术开始成熟的趋势，通过将重大慢病筛查和管理的临床和用户需求转化为科学问题，将科学问题进行深入研究进而实现技术突破，将技术突破转化为产品和服务应用，探索“生物传感+人工智能+医疗”新模式，实现“感知+评估+干预”的糖尿病智慧管理闭环。2025Q1 收入符合预期。2025Q1 单季度实现收入 10.42 亿元（+2.76%），归母净利润 0.72 亿元（-10.90%）。25Q1 实现销售毛利率 48.69%，销售净利率 7.81%。盈利预测与投资评级：考虑到新产品推广费用增加，我们将 2025-2026 年公司归母净利润预

期由 5.24/6.22 亿元，调整至 4.27/5.34 亿元，预期 2027 年为 6.62 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 27/22/18 倍，考虑到公司年内 CGM 美国市场有望上市，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险等。

（证券分析师：朱国广）

#### **艾罗能源（688717）：2024 年报及 2025 年一季报点评：Q1 出货环比提升，Q2 旺季可期**

**投资要点** 事件：公司 24 年营收 30.7 亿元，同比-31.3%，归母净利润 2 亿元，同比-80.9%，毛利率 38.1%，同比-1.8pct，归母净利率 6.6%，同比-17.2pct；其中 24Q4 营收 6.7 亿元，同环比+43%/-19.1%，归母净利润 0.4 亿元，同环比-7%/-24.9%，毛利率 41.2%，同环比+12.4/+5.9pct，归母净利率 6.5%，同环比-3.5/-0.5pct。25Q1 营收 8 亿元，同环比+16.7%/+19.9%，归母净利润 0.5 亿元，同环比+35.3%/+6.5%，毛利率 29.9%，同环比-10.1/-11.3pct，归母净利率 5.8%，同环比+0.8/-0.7pct。24 年拆分：①24 年公司户储系统收入 22.2 亿元，同比-35.4%，毛利率 40.6%，同比+1.9pct；②工商储系统收入 9914 万元，毛利率 34.7%；③并网逆变器收入 5.9 亿元，同比-15.2%，毛利率 27.4%，同比-6.9pct；④配件及其他收入 1.6 亿元，同比-52.6%，毛利率 46.0%，同比+0.7pct。25Q1 出货同环比均实现提升：从 25Q1 经营数据来看，公司实现收入 8 亿元，同环比+16.7%/+19.9%均实现提升，新兴市场出货已实现明显改善，工商储出货实现高速增长，成为 25 年新的业绩增量。25Q1 收入规模扩张，费用率大幅下降：公司 24 年期间费用 10 亿元，同比+79.7%，费用率 32.5%，同比+20.1pct，其中 Q4 期间费用 2.5 亿元，同环比+150.4%/+9.2%，费用率 38.1%，同环比+16.3/+9.9pct；24 年经营性净现金流 7.5 亿元，同比+18.8%。公司 25Q1 期间费用 2.1 亿元，同环比-13.5%/-18.3%，费用率 25.9%，同环比-9.1/-12.2pct；25Q1 经营性现金流-0.3 亿元，同环比-113.5%/-115.4%；25Q1 末存货 10.6 亿元，较年初+2.1%。盈利预测与投资评级：考虑海外市场出货存在不确定性，我们下调 25~26 年盈利预测，预计 25~26 年归母净利润分别为 4.6/6.6 亿元（前值为 6.8/9.3 亿元），同比增长 128%/43%，预计 27 年归母净利润为 7.9 亿元，同比增长 18.8%，25~27 年归母净利润对应 PE 为 15.7/11.0/9.3x，考虑公司在户储市场的龙头地位，海外户储、工商储市场渗透率仍然较低，具备较大成长空间，公司有望受益，维持“买入”评级。风险提示：需求不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：胡隽颖）

#### **南微医学（688029）：2024 年报及 2025 年一季报点评：国内集采影响可控，海外市场稳步推进**

**投资要点** 事件：公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报，2024 年全年，公司实现营业收入 27.55 亿元（+14.26%，同比，下同），实现归母净利润 5.53 亿元（+13.85%）。2025Q1 单季度实现收入 6.99 亿元（+12.75%），归母净利润 1.61 亿元（+12.18%），业绩符合我们预期。2024 年国内集采影响有限，海外市场推广顺利。2024 年，面对河北等多省市止血夹、扩张球囊、注射针等产品集采带来的压力，公司中国营销团队加快销售模式转型，在极具挑战的市场环境下稳住了基本盘。从地区情况看，亚太区域营收 14.38 亿元（其中亚太海外营收 2.85 亿元），同比增加 5.5%；美洲区域营收 5.82 亿元，同比增长 23.5%；欧洲、中东及非洲区域营收 4.79 亿元，同比增长 37.1%；康友医疗实现营收 2.55 亿元（康友海外营收 0.28 亿元），同比增长 19.6%。

公司海外营收已接近总收入的 50%，利润贡献达到近 40%。扎实推进国际化，提升整体协同效率。2024 年，公司积极推动全球管理架构升级，设立欧洲区域总部，优化管理欧洲各营销子公司及非洲、中东等地区业务资源，欧洲区域业绩显著提升；加强美洲地区团队建设，不断细化营销区域，优化营销战略，美国自有品牌销售持续保持较快增长；设立澳大利亚代表处，进一步促进澳洲区域业务发展，2024 年，澳大利亚实现收入同比增长 47%。海外子公司与总部在市场、研发、供应链等领域的定期沟通机制逐步建立并持续优化。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，为公司深入拓展欧洲市场又迈出关键一步。公司泰国生产基地建设进展顺利，完成生产及基建规划，并于 2025 年 1 月举办奠基仪式，正式开工建设，预计 2025 年年底投产，泰国基地将成为支撑南微国内国际双循环的生产制造基地，有利于建立安全的全球供应链。2025Q1 收入符合预期。2025Q1 单季度实现收入 6.99 亿元（+12.75%），归母净利润 1.61 亿元（+12.18%）。25Q1 实现销售毛利率 65.69%，销售净利率 23.91%，毛利率环比 24Q4 季度、同比 24Q1 季度均有所下滑，净利率保持稳定。盈利预测与投资评级：考虑到海外市场拓展费用增加，我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 6.97/9.36 亿元，调整至 6.56/7.69 亿元，预期 2027 年为 9.29 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 17/15/12 倍，考虑到公司海外市场增速较快，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险等。

（证券分析师：朱国广）

#### 德业股份（605117）：2024 年报及 2025 年一季报点评：Q1 业绩略超预告上限，25 年户储&工商储多点开花

投资要点 事件：公司 24 年营收 112.1 亿元，同比+49.8%，归母净利润 29.6 亿元，同比+65.3%，毛利率 38.8%，同比-1.7pct；其中 24Q4 营收 31.9 亿元，同环比+176.5%/-2.4%，归母净利润 7.2 亿元，同环比+223.6%/-28.2%，毛利率 35.3%，同环比-4.7/-9.2pct。25Q1 营收 25.7 亿元，同环比+36.2%/-19.6%，归母净利润 7.1 亿元，同环比+63%/-2.1%，毛利率 37.2%，同环比+0.9/1.9pct，一季度业绩略超预告上限。24 年拆分：①逆变器营业收入 55.6 亿元，同比+25.4%，毛利率 47.8%，同比-3.5pct；销量 137 万台，同比+53.7%；②储能电池包 24.5 亿元，同比+177.2%，毛利率 41.3%，同比+7.4pct；③热交换器 19.5 亿元，同比 45.4%，毛利率 12.1%，同比+2.3pct；④除湿机 9.7 亿元，同比+37.7%，毛利率 34.4%，同比+0.8pct。24 年欧洲/巴基斯坦/乌克兰增长较快，光储产品多点开花：逆变器+电池包各市场销售收入及毛利率情况分别为：①德国 17.4 亿元，占比 21.8%，毛利率 47.7%；②巴基斯坦 5.6 亿元，占比 7.0%，毛利率 39.2%；③巴西 4.5 亿元，占比 5.7%，毛利率 32.0%；④乌克兰 4.1 亿元，占比 5.1%，毛利率 47.6%；⑤印度 3.8 亿元，占比 4.8%，毛利率 30.4%；⑥其他海外国家 38.2 亿元，占比 47.7%，毛利率 48.2%；⑦国内 6.4 亿元，占比 7.9%，毛利率 45.4%。25Q1 户储发货逐月改善，业绩超预期：25Q1 公司户储出货同比有所增长，我们判断主要系南亚、非洲、中东等电力紧缺使得储能需求进一步释放，离网机等新机型销量表现亮眼；欧洲部分市场受政策导向、能源转型及经济性等因素驱动，需求持续增长。4 月非洲、东南亚及东欧订单表现较好，且 Q2 为传统旺季，我们预计出货继续改善。经营现金流增速超营收增速，合同负债维持高位：公司 24 年期间费用 9.8 亿元，同比+32.4%，费用率 8.7%，同比-1.2pct；24 年经营性净现金流 33.7 亿元，同比+61.8%。公司 25Q1 期间费用 2

亿元，同环比+22.3%/-26.8%，费用率 7.8%，同环比-0.9/-0.8pct，主要是研发和财务费用率有所下降；25Q1 末存货 13.5 亿元，较年初-0.8%；合同负债 3.4 亿元，较年初+28.7%。盈利预测与投资评级：考虑海外出货存在不确定性，我们下调 25~26 年盈利预测，预计 25~26 年归母净利润为 38.5/46.5 亿元（前值为 38.7/46.6 亿元），同比增长 30.0/20.8%；预计 27 年归母净利润为 54.9 亿元，同比增长 18.1%，25~27 年归母净利润对应 PE 为 14.5/12.0/10.1x，维持“买入”评级。风险提示：需求不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：胡隽颖）

### 上海港湾（605598）：2024 年报及 2025 年一季报点评：费用前置阶段性拖累，看好双轮驱动的长期前景

**投资要点** 事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 全年实现营业收入 12.97 亿元，同比+1.5%，实现归母净利润 0.93 亿元，同比-46.9%；24Q4/25Q1 分别实现营业收入 3.5/3.7 亿元，同比-6.3%/+29.3%，实现归母净利润-1635/3570 万元，同比-154.3%/+18.6%。公司聚焦东南亚和中东地区，充分发挥出海 20 年积累的丰富经验与资源优势，在巩固现有全生命周期定制化综合服务的基础上，进一步创新服务模式，增强客户粘性，全力开拓高质量优质订单，2024 年全年累计新签项目数量 72 个，金额 20.5 亿元，同比+93%；截至 2024 年底期末在手订单总金额 14.1 亿元，同比+58%。其中，已签订合同但尚未开工项目金额 3.5 亿元，在建项目中未完工部分金额 10.5 亿元。项目结构影响毛利率，费用前置影响净利率。（1）2024 全年地基处理/桩基工程业务分别实现营业收入 8.2/4.3 亿元，同比分别-16.9%/+55.1%，境内/外分别实现营收 2.1/10.8 亿元，同比分别-35.5%/+13.7%。（2）2024 全年公司实现综合毛利率 29.6%，同比-4.7pct，境内/外毛利率水平分别为 20.3%/31%，同比分别-26.7/+1.4pct；25Q1 实现综合毛利率 25.9%，同比-11.4pct。（3）2024 全年新签订单大幅增加，导致期间费用及费用率有所增加，2024 全年净利率 6.7%，同比-6.6pct。收现情况有所恶化，大幅增加设备购置：（1）2024 全年实现经营活动净现金流-0.83 亿元，同比下降 2.17 亿元，收现比为 86.5%，同比-5.8pct；（2）2024 年全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 2.16 亿元，同比增加 1.38 亿元；（3）截至 2024 年末公司资产负债率为 22.4%，同比+3.1pct。第二曲线钙钛矿材料或加速发展：公司组建了实力雄厚的研发团队，成功攻克极限温度考验与稳定性难题，申请了 20 余项专利，成功发射了 5 颗搭载钙钛矿材料的卫星，在商业航天领域具有明显的先发优势。随着我国卫星战略的深入推进，公司的钙钛矿材料或将加速发展。盈利预测与投资评级：公司以创新技术和岩土工程综合服务能力为发展的基石和引擎，同时积极开拓以钙钛矿新材料为核心的第二增长曲线，我们看好公司的中长期发展前景；考虑到贸易冲突下全球经济形势的不确定性，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 2.5/3.2 亿元（原值为 2.9/3.5 亿元），新增 2027 年预测为 3.9 亿元，4 月 30 日收盘价对应市盈率为 19/15/13 倍，维持“增持”评级。风险提示：全球经济衰退的风险；境外开展业务的风险；汇率大幅波动的风险。

（证券分析师：黄诗涛）

### 分众传媒（002027）：2024 年报及 2025 一季报点评：公司点位稳健扩张，营业成本持续下降

**投资要点** 分众传媒 2024Q4 营业收入为 30.01 亿元，同比下滑 7.06%，归母净利润为 11.87 亿元，同比下滑 3.08%。2025Q1 营业收入为 28.58

亿元，同比增长 4.7%，归母净利润为 11.35 亿元，同比增长 9.14%。向全体股东每 10 股派发现金 2.3 元，共计派发红利 33.22 亿元。公司点位保持稳健扩张，营业成本持续下降。截至 2025 年 3 月，电梯电视媒体点位达到 126 万个，相比 2023 年 12 月增长 19.2%；海报点位为 180 万个，相比 2023 年 12 月下滑 8.1%；总点位数量为 306 万个，相比 2023 年 12 月增长 1.5%。公司增本增效持续进行，2024 年公司媒体资源使用成本增长 5.49%，职工薪酬和设备折旧费用分别下滑 9.77% 和 51.81%。2025Q1 营业成本仅为 10.08 亿元，相比 2024Q1 下滑 3.54%。公司增长仍然依托于消费行业，互联网客户占比持续下降。从细分广告主结构来看，公司的楼宇媒体业绩增长仍然依托于消费品客户的增长，2024 年日用消费品客户占总收入比例达到 58.76%，同比增速为 14.63%；而互联网、房产家居、娱乐休闲等板块分别下滑 18.98%、16.14%、22.78%，互联网公司占收入的比例已不足 10%。完成收购新潮后，分众传媒的收入和利润有进一步提升的空间：1) 过往分众传媒和新潮传媒竞争激烈，在价格上起到相互牵制的影响，在收购完成后，一方面分众自身点位未来提价的价格传导将会更为顺利，另一方面新潮单点位过往价值量低于分众，未来收购的新潮点位价值量也有大幅提升的空间。2) 分众传媒和新潮传媒拥有大量业务重合人员，在收购完成后有望在成本和费用端实现资源整合以实现更好的利润表现。宏观背景改善下业绩或临拐点，看好 2025 年分众业绩修复：分众传媒在经济疲软背景下业绩仍保持稳健增长，彰显消费品牌主韧性与公司优选消费组合能力。其拥有充分的现金储备，且公司业绩保持稳定增长，我们预计现金叠加发行股份的方式并不会影响到其分红表现。未来在政策利好下业绩或临拐点，看好 2025 年分众释放业绩弹性。盈利预测及投资评级：由于 2024Q4 业绩下滑，宏观经济承压，因此我们将 2025-2026 年的 EPS 预测由 0.43/0.50 元调整为 0.4/0.47 元，我们预计 2027 年的 EPS 为 0.51 元。2025-2027 年对应当前 PE 分别为 17.98/15.32/14.01 倍，维持“买入”评级。风险提示：经济增速不及预期，行业竞争超预期

(证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦)

#### **李子园 (605337): 2024 年报及 2025 年一季报业绩点评: 收入符合预期，成本红利释放**

投资要点 事件: 公司公告 2024 年全年营收 14.15 亿元，同比+0.22%，实现归母净利润 2.24 亿元，同比-5.55%，24Q4 营业收入 3.51 亿元，同比+2.44%；归母净利润 0.67 亿元，同比+38.96%，25Q1 营业收入 3.20 亿元，同比-4.30%，归母净利润 0.66 亿元，同比+16.17% 24 年收入符合预期，盈利能力相对稳定。1) 分产品看，含乳饮料/乳味风味饮料/复合蛋白饮料/其他产品分别实现收入 13.54/0.11/0.06/0.37 亿元，分别同比-1.29%/+31%/+18.19%/+270.84%，甜味含乳饮料作为公司销售 30 年的经典产品，在细分市场保持较强的竞争力；同时公司顺应理性、健康、零添加等新趋势，陆续推出粗粮系列（五红、五黑）饮品及六零系列的维生素水系列等产品线，不断丰富大健康产品矩阵。2) 盈利端：24 年毛利率同比+3.24pct 至 29.1%，主系原材料成本下行贡献，销售费率/管理费率先分别同比+2.32/+1.38pct，销售费率提升主系广告费和市场推广费用投入及员工持股计划费用分摊增加，管理费率先提升主系折旧费用增加和员工持股计划分摊费用增加，全年归母净利率为 15.8%，同比-0.97pct。Q1 收入增速回落，成本红利持续释放。1) Q1 收入同比-4.3%，考虑：春节错期影响，且 Q1 为公司传统淡季、24 年同期基数相对偏高，增速预期内正常回落。2) 利润端，25Q1 归母净利率为 20.68%，同比+3.64pct，主系原材料成本回落

(大包粉、白糖价格下行)推动毛利率提升 4.6pct, 费用端看, 销售/管理费率分别同比-0.14/+0.14pct, 保持相对稳定。 盈利预测与投资评级: 24 年现金分红 1.84 亿元, 现金分红率约为 87%, 分红比例稳中有升, 持续回报股东。展望 2025 年, 主业甜牛奶系列产品升级与渠道拓展并进, 新品维他命水卡位功能饮料赛道, 成本红利释放叠加费投精准投放, 盈利仍有提升空间, 我们略下调 2025~2026 年归母净利润为 2.5、2.8 亿元(前值为 2.6、2.9 亿元), 同比+13%、10%。新增 2027 年归母净利润为 3.1 亿元, 同比+9%, 当前市值对应 PE 为 19/18/16 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 新品推广不及预期、渠道调整不及预期、食品安全问题。

(证券分析师: 苏铖 证券分析师: 郭晓东 研究助理: 于思淼)

### 芒果超媒 (300413): 2024 年报及 2025Q1 季报点评: 优质剧集拉动会员数和付费, 会员收入首破 50 亿元大关

投资要点 事件: 公司发布 2024 年报及 2025Q1 季报。2024 年收入 140.8 亿元, yoy-3.8%。毛利率 29.0%, 营业利润 17.4 亿元, yoy-4.2%。归母净利润 13.6 亿元, yoy-61.6%, 下降的主要原因是企业所得税优惠政策变化导致递延所得税资产的确认和冲回影响。2023 年确认递延所得税资产增加净利润 16.3 亿元, 2024 年净冲回递延所得税资产减少净利润 4.2 亿元。扣非归母净利润 16.5 亿元, yoy-3.0%。经营活动产生的现金流量净额 -0.3 亿元, yoy-102.3%, 主要系加大头部内容储备。2025Q1 收入 29.0 亿元, yoy-12.8%, 收入下降主要是传统电视购物业务板块收缩。归母净利润 3.8 亿元, yoy-19.8%, 下降主要系公司加大了对头部剧集、微短剧、动漫游戏等生态布局及技术应用的投入。扣非归母净利润为 3.0 亿元, yoy-35.0%。经营活动产生的现金流量净额为-2.17 亿元, yoy-225.0%, 主要系营业收入下降、回款减少、支付的文化事业建设费增加。 会员收入快速增长, 广告业务略有波动, 运营商业短期承压。2024 年互联网视频业务收入为 101.8 亿元, yoy-4.1%。毛利率 35.3%, yoy-6.0pct。其中: ①会员收入 51.5 亿元, yoy+19.3%; 增长主要得益于《歌手 2024》、《小巷人家》等爆款剧综带来的用户增长, 以及会员权益体系升级、互动产品创新提升了用户付费意愿和 ARPPU 值。截至 24 年末的会员数达 7331 万人(23 年末为 6653 万人)。②广告收入 34.4 亿元, 略有波动。虽然行业整体有所回暖, 但品牌广告恢复滞后。公司通过融合生态优势和营销创新, 基本稳住了广告业务基本盘, 但未能完全抵消市场压力。③运营商业收入 15.9 亿元, 短期下滑。主要受电视行业治理整顿影响, 围绕“计费包”、“单点付费”等服务的优化导致增值业务收入短期内受到较大影响。 新媒体互娱业务稳定增长, 内容电商受快乐购业务收缩的负面影响。新媒体互动娱乐内容制作与运营业务收入 12.6 亿元, yoy+9.8%; 毛利率 25.7%, yoy+0.2pct。强化了艺人梯队建设, 拓展了音乐版权合作, 并布局线下 IP 巡演、研学、亲子乐园等, 丰富了产业链路和变现方式。内容电商收入 26.0 亿元, yoy-7.9%; 毛利率 6.1%, yoy+1.1pct。24 年 GMV 达到 161 亿元, 保持快速扩张。GMV 增长而板块收入下降主要系快乐购调整。 盈利预测与投资评级: 考虑到公司的快乐购业务调整和广告大盘外部压力的影响, 我们将 2025-2026 年归母净利润从 20/22 亿元下调至 18/21 亿元, 并预计 2027 年为 23 亿元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 23/20/18 倍, 我们看好公司的优质剧集内容对会员收入的拉动效应, 维持“买入”评级。 风险提示: 内容上线不及预期风险, 流媒体竞争加剧风险, 广告大盘复苏不及预期风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖)

研究助理: 张文雨)

**南方传媒 (601900): 2024 年报及 2025Q1 季报点评: 25 年开局良好, 归母净利实现翻倍以上增长**

**投资要点** 事件: 公司发布 2024 年报及 2025Q1 季报。2024 年营业收入同比下降 2.1%至 91.7 亿元, 归母净利润同比下降 36.9%至 8.1 亿元。归母净利润的下降主要是由于非经常性损益项目的影响, 特别是金融资产公允价值变动损失较大。扣非归母净利润同比增长 5.6%至 9.4 亿元, 显示主营业务盈利能力稳健增长。2025Q1 开局良好, 收入同比微增 1.2%至 21.1 亿元, 归母净利润同比增长 110.3%至 3.2 亿元。扣非归母净利润同比大幅增长 81.5%至 3.1 亿元。利润增长的主要原因是毛利率同比大幅提升 4pct、销售费用率同比-1pct、管理费用率同比-1pct 以及所得税费用同比下降 87%等因素的共同影响。分业务来看: 教材教辅业务保持稳定增长, 一般图书相对承压。①2024 年教材教辅收入同比增长 1.9%至 84.6 亿元, 毛利率同比增长 0.2pct 至 25.8%。其中: 统购外购教材收入同比增长 7%至 3.8 亿元; 发行教材教辅业务收入同比增长 2%至 56.1 亿元; 出版自编教材教辅和出版租赁教材教辅业务收入均持平 23 年, 分别为 14.8 亿元、9.9 亿元。自主研发的 16 科 96 册教材列入国家课程目录, 粤版教材新增 9 个地区学科选用, 人教版教材新增 20 个科次。粤版教辅发行码洋持续增长, 并在省外多地选用取得新突破。②一般图书收入同比下降 8.0%至 15.0 亿元, 毛利率同比增加 2.5pct 至 12.3%。其中: 一般图书出版业务收入同比下降 1%至 5.3 亿元; 毛利率同比增加 7pct 至 13%。一般图书发行业务收入同比下降 10%至 12.9 亿元, 主要受大盘影响, 2024 年中国图书零售市场码洋规模同比下降 1.5%至 1129 亿元, 大盘略有萎缩。AI 及数字教育业务进展顺利: 2024 年公司率先将“粤教翔云数字教材应用平台”上搭载的数字教材及应用服务纳入了免费教学用书目录, 建立了数字教材常态化供应机制。广东因此成为国内首个实现数字教材定价的省份。公司计划在 2025 年继续提升粤教翔云数字教材应用平台的运营能力。2024 年“粤高中”和“语言乐学”学习卡的发行量突破了 1232 万张, 同比增长超过 59%。分红金额稳定增长, 积极回馈股东: 根据 2024 年利润分配预案, 拟按照 2024 年末总股本 8.96 亿股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金股利 5.50 元 (含税)。共计拟派发现金股利 4.9 亿元 (含税), 占 2024 年归母净利润的比例为 60.9%。分红金额较 2023 年提升 3%。盈利预测与投资评级: 2025 年开局良好, 毛利率提升且费用控制较好, 我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 8.9/9.6 亿元上调至 10.3/10.7 亿元, 并预计 2027 年为 11.1 亿元, 当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 14/14/13 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 行业政策变化风险, 一般图书竞争加剧风险, 技术进展不及预期风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖)

研究助理: 张文雨)

**中国船舶 (600150): 2024 年报&2025 年一季报点评: 业绩近预告中值符合市场预期, 盈利已迎向上拐点**

**投资要点** 业绩符合预期, 手持订单饱满&结构优化 2024 年公司实现营业总收入 786 亿元, 同比增长 5%, 归母净利润 36 亿元, 同比增长 22%, 其中, 船舶造修和海工实现营收 754 亿元, 同比增长 7%, 剔除子公司外高桥收回四座海工平台因素的影响后, 同比增长 17%。2025 年 Q1 公司实现营业总收入 159 亿元, 同比增长 4%, 归母净利润 11.3 亿元, 同比增长 181%, 利润均位于预告中值偏上, 符合市场

预期。2024 年公司全年新接民船订单 1272 万 DWT/1039 亿元，同比增长约 38%/43%，且手持订单结构进一步优化，集装箱船、油轮、VLEC 等细分船型订单数量居全球前列，支持后续业绩成长。毛利率向上拐点已至，费控能力维持稳定。2024 年公司主营业务毛利率 9.9%，同比提升 0.4pct，其中船舶造修和海工毛利率 9.6%，同比提升 0.3pct，剔除子公司外高桥收回四座海工平台因素影响后，毛利率同比提升 3.6pct。2025 年 Q1 公司销售毛利率 12.8%，同比提升 6.2pct，受益于船舶行业景气上行，船价上涨与汇率、钢材价格剪刀差，在手订单结构优化，毛利率迎向上拐点。2024 年公司期间费用率 6.6%，同比下降 0.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.1%/3.9%/4.6%/-2.0%，同比分别变动 0.0/-0.2/+0.4/-0.3pct，费控能力基本维持稳定。船舶制造上行周期仍将持续，中国船舶综合实力持续增强。2025 年 4 月美国贸易代表办公室公布了对中国海事、物流和造船业的 301 调查结果，本次方案较草案制裁强度有所减弱，调查结果初步落地，船东可有针对性地制定应对措施，造船市场情绪面、订单面有望修复。中期来看，造船业周期高点已过但远未结束，供给刚性支撑船价，需求侧前期透支量消化、散货船发力，船厂仍将持续受益。同时，2025 年 1 日，中国船舶吸收合并中国重工方案获国务院国资委等主管部门批复，重组预案获双方董事会审议通过，后续南北船合并推进、减少同业竞争、发挥协同背景下，中国船舶综合竞争力仍将持续增强。盈利预测与投资评级：考虑到地缘政治冲突带来的不确定性，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 74/99 亿元（原值为 79/108 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 124 亿元，对应当前市值 PE 分别为 18/13/11x，考虑到公司在中国船舶制造行业的领先地位，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

#### **富恒新材（832469）：2024 年报&2025 年一季报点评：全年营收端稳步增长，低毛利家电订单增加致业绩承压**

**投资要点** 材料市场开拓驱动 2024 年营收同比+41%，行业竞争与低毛利业务拖累净利下滑 34%。公司发布 2024 年报与 2025 一季报，2024 和 25Q1 分别实现营收 8.18/1.68 亿元，同比+41.11%/-3.10%；归母净利润 0.36/0.06 亿元，同比-33.64%/-69.04%；扣非归母净利润 0.27/0.05 亿元，同比-67.46%。全年营收同比增长主要系公司积极开拓和深挖材料市场，订单较上年同期大幅增加，净利润同比下滑主要系行业竞争加剧，压缩利润空间，叠加低毛利家电业务占比上升，拖累销售毛利率同比-5.83pct 至 13.75%。受政府补助收入减少以及计提的信用减值损失的增加的影响，销售净利率同比-4.78pct 至 4.39%。2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.70%/1.48%/3.38%/1.96%，同比 -0.03/-0.43/-0.15/-0.88pct。分业务营收增长态势良好，低毛利家电订单增加致毛利率下降。1) 改性塑料：作为基础支持材料，在家电、汽车和消费电子等主要应用领域的推动下，呈现出强劲的增长态势，2024 年该业务营收同比+42.07%至 3.46 亿元，占比同比+0.28pct 至 42.31%，受家电、功能手机、工程塑料等领域低毛利订单量增长影响，毛利率同比-6.48pct 至 14.62%。2) 苯乙烯类：营收同比+33.74%至 3.39 亿元，占比同比-2.28pct 至 41.47%，受家电类低毛利苯乙烯类订单增加影响，毛利率同比-5.44pct 至 11.80%。3) 聚烯烃类：营收同比+25.99%至 0.98 亿元，占比同比-1.44pct 至 11.95%，受高毛利雨水收集模块订单大幅降低和低毛利家电类订单增多影响，毛利率同比-6.22pct 至 17.06%。客户稳定优质新签大订单，募投项目落地打破产能限制。

1) 配方优势: 公司基于长期项目开发经验, 已积累上万条改性塑料技术配方数据, 为实现改性塑料的高刚性、高抗冲击性、阻燃性、耐温、导热、高光、耐化学等特色功能性特点打下坚实基础, 可满足各种应用场景产品性能和客户定制化需求。2) 客户优势: 公司持续开拓市场, 作为直接或间接供应商获得了包括创维集团、康佳集团、传音控股、三诺电子、迈瑞医疗、比亚迪等知名客户的认可。2024年9月, 公司公告新签订1.85亿元的ABS塑料颗粒框架合同, 在手订单充足。3) 募投扩产: 2024年四季度, 子公司中山富恒高性能改性塑料智造基地项目(一期)建成投产, 新增4万吨产能, 为公司后续在改性塑料领域的长远发展提供有力支撑。盈利预测与投资评级: 考虑行业竞争加剧, 压缩利润空间, 公司短期业绩承压, 调整2025~2026年归母净利润分别为0.42/0.51亿元(前值为0.86/1.08亿元), 新增2027年归母净利润预测为0.63亿元, 对应最新PE为52.32/42.73/34.72x, 考虑伴随家电升级和换新需求增加, 新能源汽车蓬勃发展, 以及消费电子产品高性能需求提升, 公司业绩具备长期成长性, 维持“增持”评级。风险提示: 1) 技术迭代不及预期; 2) 宏观经济波动; 3) 市场竞争加剧。

(证券分析师: 朱洁羽 证券分析师: 易申中

证券分析师: 余慧勇 研究助理: 薛路熹 研究助理: 武阿兰)

#### **五新隧装(835174): 2024年报&2025一季报点评: 传统基建需求低迷致业绩承压, 看好水利/矿山/后市场增量**

投资要点 铁路和公路市场需求低迷, 公司筛选优质订单致销售订单总体下滑。公司发布2024年报&2025一季报, 2024和25Q1分别实现营收7.99/1.73亿元, 同比-16.26%/-10.77%; 归母净利润1.05/0.33亿元, 同比-36.07%/-10.08%; 扣非归母净利润1.04/0.30亿元, 同比-33.73%/-18.20%。公司业绩同比下降主要系2024年铁路和公路市场存在一定的资金压力, 新开工项目减少, 存量项目施工进度阶段性延缓, 设备需求量降低, 而公司在市场需求低迷的大环境下, 优先选择付款条件优、回款风险低的优质订单, 因此销售量总体有所下滑。2024年公司销售毛利率同比-3.99pct至32.85%, 销售净利率同比-4.06pct至13.10%, 销售/管理/财务/研发费用率分别为8.88%/3.53%/-0.35%/5.42%, 同比-0.07/+0.80/-0.04/-0.49pct。加快开拓水利水电/矿山开采市场、后市场等增量市场, 对应分业务营收同比高速增长。1) 按产品分类: 主机/后市场分别实现营收7.12/0.58亿元, 同比-20.61%/+102.60%, 占比89.13%/7.21%, 毛利率31.09%/42.67%。后市场产品增长主要系公司持续完善后市场服务生态布局, 重点拓展中期维修保养、设备大修等增值服务, 打造五新服务APP, 全方位赋能客户价值提升。2) 按领域分类: 铁路/公路/水利水电/矿山开采市场分别实现营收4.54/2.40/0.50/0.47亿元, 同比增速-20.32%/-25.75%/+96.06%/+78.36%, 占比分别为56.84%/30.05%/6.30%/5.93%。其中, 在水利水电市场, 公司重点跟进抽水蓄能电站、西南水电站等重特大项目; 在矿山开采领域, 公司重点锚定中小矿山及小断面巷道施工场景, 坚持从客户需求出发构建差异化竞争优势, 亦实现相关领域收入高速增长。工程机械出海趋势确定, 水电水利/矿山开采/后市场等增量业务成长可期。1) 优化业务布局: 公司聚焦为“隧道施工与矿山开采”, 在持续巩固铁路/公路等传统基建领域领先优势基础上, 加快开拓水利水电、矿山开采、海外市场、后市场等增量市场, 矿山开采产品已应用于刘家山磷矿、白山堂铜矿、阿舍勒铜矿、潼关黄金潼鑫金矿、焦家金矿等项目, 水电水利产品已应用于西藏吉塘抽水蓄能电站、紫云山抽水蓄能电站等抽水蓄能项目。2) 加快海外市场突破: 公司积极抢

抓工程机械出海趋势，持续深耕俄罗斯、东南亚、中亚地区，积极开拓非洲、南美新版图，开发本土销售渠道。2024 年公司设立全资子公司长沙优力洛克作为专业化国际业务运营平台，为海外市场开拓打造了坚实的组织保障。盈利预测与投资评级：考虑铁路和公路下游需求放缓，下调 2025-2026 年归母净利润预测为 1.21（原值 1.62）/1.44（原值 1.93）亿元，新增 2027 年归母净利润预测为 1.70 亿元，对应动态 PE 为 23.82/20.03/17.01x，考虑公司具有长期成长性，维持“买入”评级。风险提示：1）需要需求不及预期；2）宏观经济波动；3）市场竞争加剧。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申

证券分析师：余慧勇 研究助理：薛路熹 研究助理：武阿兰）

### **普源精电（688337）：2025 年一季报点评：营收同比+11%，高端产品&解决方案增速亮眼**

**投资要点** 营收同比+11%，高端产品&解决方案增速亮眼 2025 年 Q1 公司实现营业总收入 1.7 亿元，同比增长 11%，归母净利润 378 万元，同比下降 40%。分业务，Q1 高端产品、解决方案增速亮眼：（1）高端产品销售收入同比提升 59%，其中高端数字示波器（带宽 ≥ 2GHz）同比提升 52%。（2）解决方案销售收入 0.28 亿元，同比增长 48%。Q1 收入端受季节性影响，利润端受到新品研发、渠道拓展推进影响，研发费用支出增加，后续增速有望修复。毛利率稳中有升，研发费用持续增长 2025 年 Q1 公司实现销售毛利率 56.2%，同比提升 1.3pct，销售净利率 2.3%，同比下降 4.1pct。2025 年 Q1 公司期间费用率 62.2%，同比提升 0.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.5%/14.5%/31.5%/-0.3%，同比分别变动-0.1/+0.3/+3.0/-2.8pct。2024 年至今公司西安、上海及马来西亚研发中心陆续落地，新品研发投入持续增强，研发费用提升明显。回购彰显成长信心，股权激励绑定核心员工 4 月 29 日公司发布公告：（1）公告拟以不低于 3000 万元，不超过 5000 万元自有资金回购，期限为方案审议通过之日起 12 个月内，回购的股份将在未来适宜时机用于股权激励计划，并在回购完成后三年内予以转让。（2）公告 2025 年限制性股票激励计划草案，计划包括第一类和第二类两部分，股票数量均为 100 万股，合计占公告日股本总额 1%，来源为定增或回购，覆盖公司核心骨干员工共计 99 人。激励计划将分年度对公司业绩指标进行考核，考核期间为 2025/2026 年，触发值为当年营收同比增速不低于 15%，或归母净利润同比增速不低于 10%，目标值为当年营收同比增速不低于 30%，或归母净利润同比增速不低于 20%。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 1.3/1.8/2.4 亿元，当前市值对应 PE 53/39/29X，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、地缘政治冲突、新品推出不及预期等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

### **瑞华技术（920099）：2024 年报&2025 年一季报点评：设备收入占比增加，催化剂收入受交付期影响有所下滑**

**投资要点** 设备收入显著增长，2024 全年业绩同比增长 1.78%。公司发布 2024 年报与 2025 一季报，2024 与 25Q1 分别实现营收 5.55/1.02 亿元，同比+40.74%/+1.96%；归母净利润 1.16/0.16 亿元，同比+1.78%/+24.85%；扣非归母净利润 1.04/0.14 亿元，同比-5.25%/+9.96%。公司营收同比上升主要系公司注重产业链整合，加强与上游供应商及下游客户深度合作以及设备收入显著增长等所致，2024 年利润端增速低于营收端增速主要系公司高毛利率技术许可和服务收入下降，低毛利率的制造设备收入增长。2024 年公司销售毛利

率同比减少 15.44pct 至 39.05%，销售净利率同比减少 7.99pct 至 20.89%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.74%/5.62%/0.06%/3.56%，同比+0.48/-1.76/-0.02/-1.89pct。设备收入占比超七成，为公司主要营收来源，催化剂收入受客户交付期影响有所下滑。1) 设备：营收同比+171.19%至 4.14 亿元，在总营收占比为 74.50%，毛利率同比+0.81pct 至 28.82%，公司设备收入显著增长主要系市场拓展顺利，签署了 24 个相关销售合同。2) 催化剂：由于大部分客户项目建设还未建成投产，催化剂相关产品还未交付，该业务营收同比-45.4%至 0.48 亿元，在总营收占比-13.52pct 至 8.57%，毛利率同比-9.21pct 至 16.24%。3) 工艺包及其他技术服务：营收同比-53.66%至 0.72 亿元，在总营收占比-26.31pct 至 12.91%，毛利率同比-1.58pct 至 95.40%。4) 技术许可：实现营收 0.21 亿元，在总营收占比为 3.78%，毛利率为 100%。石油化工技术领先，募投项目完善产品矩阵。1) 工艺包技术领先：公司工艺包产品附加值高，近三年毛利率稳定在 95%以上。其中，乙苯/苯乙烯成套技术能耗及物耗行业领先，2021 年 20 万吨/年以上项目市占率 61.5%；环氧丙烷/苯乙烯联产成套技术实现对壳牌、利安德巴赛尔、雷普索尔等国际巨头的国产替代，2021 年市占率 46.2%；正丁烷制顺酐成套技术采用自研工艺，能耗与物耗低，产气量大，成功实现多个工业化装置运行。2) 催化剂自产：募投自建 1.2 万吨催化剂生产基地，补足催化剂生产能力短板，现有已签署及意向订单需求量可观。3) 布局可降解塑料：国内外限塑禁塑令的陆续颁布意味着传统塑料行业必将逐渐走向衰退，而作为其首选替代品的可降解塑料行业已步入高速发展阶段，未来前景广阔。公司募投 10 万吨/年可降解塑料项目，将主营业务向下游终端产品、新材料领域延伸，有望进一步打开公司成长空间。盈利预测与投资评级：公司为石油化工工艺包“小巨人”，工艺包技术国内领先，业绩增长可期，调整 2025~2026 年归母净利润为 1.46/1.85 亿元（前值为 1.26/2.02 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 2.36 亿元，对应最新 PE 为 17.49/13.80/10.80x，维持“增持”评级。风险提示：1) 技术迭代不及预期；2) 宏观经济波动；3) 市场竞争加剧。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申

证券分析师：余慧勇 研究助理：薛路熹 研究助理：武阿兰）

### 中炬高新（600872）：2025 年一季报点评：主动调整致业绩承压，期待改革红利释放

投资要点 公司发布 2025 年一季报：2025Q1 公司实现营业收入 11.02 亿元，同比-25.8%；实现归母净利润 1.81 亿元，同比-24.2%；实现扣非归母净利润 1.8 亿元，同比-23.9%。业绩低于预期。主动调整+春节前置，25Q1 收入整体承压。25Q1 子公司美味鲜收入/归母净利润分别为 10.82/1.77 亿元，分别同比-25.9%/-27.6%。分品类，25Q1 酱油/鸡精鸡粉/食用油/其他收入分别同比-31.6%/-28.6%/-50%/-6.9%，我们判断 25Q1 各品类收入均同比下滑主因春节错期，同时 25Q1 公司主动去库+战略性调控大单品费用投入以确保终端市场价格体系稳定。东南部核心地区疲软，经销商团队稳步扩张。分区域，25Q1 东部/南部/中西部/北部地区收入分别同比-47.7%/-19.6%/-29.1%/-18.7%，我们判断东南部核心市场表现相对疲软主因 24Q1 公司加大费投力度加剧了价盘波动，公司 25Q1 强化费效比管控和窜货打击。截止到 25Q1 末，公司经销商数量较 24 年末增加 118 家，经销商团队稳步扩张。成本+改革红利释放，盈利能力略有改善。25Q1 公司毛利率 38.7%，同比+1.75pct，我们判断主因大豆等原材料价格下降带动成本红利释放，次因公司改革红利释放后内部效率提升。25Q1 销售/管理/研发/财

务费用率同比+0.9/+1.7/-0.01/+0.5pct。25Q1 销售费用率同比提升预计主因员工薪酬调整+加大广宣投入以增强品牌力，管理费用率同比提升预计主因收入同比下降致费率被动提升。综合看 25Q1 公司归母净利率同比+0.3pct，盈利能力略有改善。持续推进渠道改革，期待改革红利释放。近期公司发布 25 年 5-8 月促销计划，持续推进渠道改革。在流通渠道方面，公司将积极开展稳价盘工作，逐步恢复二批商和公司的良性互动；在餐饮渠道方面，公司将针对四个样板市场推进餐饮终端直营模式，加速餐饮渠道突破；在产品方面，公司将开展东北大酱等区域产品代工业务，并通过合资等方式积极发展复合调味品业务。当前经销商库存良性，我们预计未来随着改革深化，华南、华东等核心市场有望有序恢复增长。盈利预测与投资评级：公司仍处于改革期，我们下调 25-27 年收入预期为 54/59/64 亿元（此前预期为 58/66/75 亿元），同比-1.7%/+8.2%/+9.6%；下调 25-27 年归母净利润预期为 8.5/9.5/10.7 亿元（此前预期为 8.9/10.1/11.6 亿元），同比-4.8%/+12.3%/+12.3%，对应 25-27 年 PE 分别为 18/16/14x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格大幅上涨；行业竞争格局恶化；公司治理改善不及预期；食品安全问题

（证券分析师：苏铖 证券分析师：周韵）

#### 长江电力（600900）：2024 年报&2025 一季报点评：发电量稳增，财务费用持续改善

投资要点 事件：公司发布 2024 年&2025 年一季度报告。2024 年公司实现营业收入 844.92 亿元，同比增长 8.12%；归母净利润 324.96 亿元，同比增长 19.28%；扣非归母净利润 325.08 亿元，同比增长 18.17%；加权平均 ROE 同比提高 2.19pct，至 15.71%。公司以 2024 年末总股本 244.68 亿股为基数，每 10 股派发现金股利 9.43 元（中期已发 2.10 元），共分派现金股利 230.74 亿元，分红比例 71%。2025 年一季度公司实现营业收入 170.15 亿元，同比增长 8.68%；归母净利润 51.81 亿元，同比增长 30.56%；扣非归母净利润 52.33 亿元，同比增长 31.49%。2024&2025Q1 发电量稳增，财务费用持续改善。2024 年公司归母净利润 324.96 亿元，同比增长 19.28%，符合预期。2025 年一季度公司归母净利润 51.81 亿元，同比增长 30.56%。2024 年归母净利润增速大幅超过收入增速，主要系财务费用下降 14.25 亿元，同时投资收益增加 5.08 亿元。2025 年一季度归母净利润增速大幅超过收入增速，主要系随发电量增加成本维持稳定，同时财务费用下降 3.70 亿元。公司水电总装机容量 7179.5 万千瓦，其中，国内水电装机 7169.5 万千瓦，占全国水电装机的 16.45%。2024 年，公司境内所属六座流域梯级电站发电量 2959.04 亿千瓦时，同比增长 7.11%。2025 年第一季度，公司境内所属六座梯级电站总发电量约 576.79 亿千瓦时，较上年同期增加 9.35%。2025 年，在乌东德水库来水总量不低于 1250 亿立方米、三峡水库来水总量不低于 4300 亿立方米，且年内来水分布有利于发电的情况下，公司六座梯级电站力争实现年发电量 3000 亿千瓦时。鼓励市场化交易&六库联调持续发挥作用，期待公司量价齐升。1）六库联调带来发电增量。公司科学开展六库联调，进一步提高水资源的使用效率，2024 年节水增发 128.7 亿千瓦时。2）市场化占比进一步提升、上网电价上行。公司各水电站电价根据合同和国家政策确定；葛洲坝采用成本加成定价；三峡、溪洛渡、向家坝采用落地电价倒推，其中溪洛渡、向家坝的部分电量采用市场化定价。2023 年新并入的乌、白水电站以市场化定价为主。2024 年公司市场化交易电量占比提升至 38.6%（2023 年 37.8%）；上网电价为 285.52 元/兆瓦时（2023 年 281.28 元/兆瓦时），同比增加 4.24 元/兆瓦时。盈利预测与投资评级：考虑

到公司 2025 年力争实现 3000 亿千瓦时发电量，我们上调 2025-2026 年、引入 2027 年对公司归母净利润的预测至 350.28（原值 341.82）/367.15（原值 354.25）/370.87 亿元，同比增长 7.8%/4.8%/1.0%；对应当前 PE 20.6/19.7/19.5 倍（估值日 2025/4/30），按照 2025 年分红比例 70% 计算，对应股息率 3.4%（估值日 2025/4/30），维持“买入”评级。风险提示：来水量不及预期，电价波动风险，政策风险，新能源电力市场竞争加剧风险

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩 证

券分析师：唐亚辉 证券分析师：谷玥）

### 华洋赛车（834058）：2024 年报&2025 年一季报点评：俄罗斯与欧洲重点市场持续放量，期待双品牌策略提升细分增量

投资要点 俄罗斯与欧洲等重点市场持续放量，25Q1 业绩同比增长 162%。公司发布 2024 年报与 2025 年一季报，2024 和 25Q1 分别实现营收 5.27/1.78 亿元，同比+10.06%/+264.24%；归母净利润 0.56/0.12 亿元，同比+9.43%/+161.79%；扣非归母净利润 0.53/0.11 亿元，同比+17.58%/+179.48%。业绩同比上升主要是公司自主品牌推广战略继续不断细化，与多个空白地区经销商建立了合作关系，并积极提升俄罗斯、欧洲市场等重点市场的利润率。2024 年，公司销售毛利率同比+0.53pct 至 22.32%，但由于新产品研发、市场渠道推广以及新增子公司的相关费用增加，销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.52%/4.72%/-1.05%/4.31%，同比+0.34/+0.25/-0.65/+0.74pct，销售净利率同比-0.49pct 至 10.23%。国内外市场对公司产品需求增加，两轮摩托车和全地形车的营收毛利率均上升。1）两轮摩托车：2024 年该业务营收同比+15.26%至 3.47 亿元，在总营收占比同比+2.97pct 至 65.86%，毛利率同比+0.68pct 至 22.95%。其中，俄罗斯为主的远东市场以及中东、东南亚等新兴发展中市场为公司两轮越野车的重点开拓区域。从增量角度来看，远东的“一带一路”沿线市场仍为公司未来业务的重要拓展方向，也是增速较快的地区。2）全地形车：2024 年该业务营收同比+3.38%至 1.63 亿元，在总营收占比-2.00pct 至 30.98%，毛利率同比+0.39pct 至 20.81%。实施双品牌战略深耕细分市场，积极布局电动新能源市场。1）产品优势：公司形成覆盖三十余种规格型号的较为丰富的产品体系，在车架主体结构设计、整车性能调校（动力性、加速性、制动性、操控性等）和高效传动系统设计等方面掌握核心技术，相较市场同类产品具有更佳的使用体验。根据公司招股书数据，2021 年公司两轮产品全球市占率约为 8.49%，四轮产品占全球 ATV 产品市场比例为 17.56%。2）双品牌战略：自主品牌 KAYO 已在包括美国、俄罗斯、捷克、波兰、瑞典、中国等多地成为适用于青少年使用的越野摩托车优势品牌。2024 年，公司投资设立峻驰摩托，实施双品牌战略，快速填补原有单一品牌长期未能覆盖的市场需求，开拓主营产品新空间。3）布局电动市场：2024 年公司新设子公司华锐动能，在非道路领域服务于华洋赛车母公司油改电战略业务，并有望在电动新能源市场中获取全产业链商业机遇。盈利预测与投资评级：公司全方位越野摩托综合能力领先，业绩成长可期，考虑国际贸易不确定性，调整 2025~2026 年归母净利润为 0.69/0.90 亿元（前值为 0.75/0.95 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 1.14 亿元，对应最新 PE 为 26.87/22.04/17.63x，维持“增持”评级。风险提示：1）市场需求不及预期；2）国际贸易风险；3）市场竞争加剧。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申

证券分析师：余慧勇 研究助理：薛路熹 研究助理：武阿兰）

### 捷众科技（873690）：2024 年报&2025 年一季报点评：积极布局新能

### 源市场与高附加值新品，扣非业绩同比高速增长

**投资要点** 积极布局新能源市场与高附加值新品，2024 全年业绩同比+57%。公司发布 2024 年度报告与 2025 一季报，分别实现营收 2.86/0.73 亿元，同比+23.63%/+44.24%；归母净利润 0.63/0.14 亿元，同比+56.86%/-15.49%；扣非归母净利润 0.53/0.13 亿元，同比+42.30%/64.55%。公司业绩同比增长主要系公司在保持现有业务稳定发展的同时，进一步加强新能源汽车市场开拓，扩大市场份额。同时，公司积极研发具有高附加值的新产品，推动产品不断迭代升级，并加快智能化数字化转型，不断提高生产效率和产品质量。2024 年公司销售毛利率同比+2.06pct 至 38.41%，销售净利率同比+4.63pct 至 21.87%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.86%/8.41%/-1.14%/4.59%，同比+0.34/-0.29/-1.10/-0.27pct。调整业务分类口径，汽车门窗系统零部件增速显著。公司调整业务分类口径，新增精密传动系统、汽车视觉系统、车身电子、汽车热管理以及其他分类。1)精密传动系统：营收 0.94 亿元，同比+25.85%，营收占比 32.78%，毛利率为 36.89%。2)汽车门窗系统：营收 0.91 亿元，同比+60.54%，营收占比 31.79%，毛利率为 36.85%。3)汽车视觉系统：营收 0.78 亿元，同比+10.51%，在总营收占比 27.24%，毛利率为 42.71%。4)车身电子、汽车热管理及其他：业务体量较小，分别实现营收 0.06/0.17 亿元，在总营收占比 2.15%/6.05%，毛利率为 41.15%/34.51%。深度绑定下游龙头客户，新能源智造项目放量可期。1)产品优势：产品类型丰富，精密注塑件国内知名，2023 年雨刮电机齿轮产品全国市占率达 25%。2)客户优势：公司拥有一大批优质客户，包括法雷奥、恩坦华、东洋机电等全球领先汽零一级供应商，上汽、通用等整车厂，最终用于奔驰、宝马、奥迪等知名品牌，以及特斯拉、比亚迪、理想等新能源汽车。3)募投产能：公司募投“新能源汽车精密零部件智造项目”正在建设中，达产后可实现年营收/归母净利润为 1.65/0.46 亿元，税后内部收益率 21.41%，预计 2026 年 5 月达到预定可使用状态。4)国际化战略布局：公司已开拓的海外市场包括墨西哥、波兰等国家和地区。稳定、优质的客户资源可有效推动公司业务发展和产品品质提升，同时保证了公司销售账款回收的可靠性。2024 年公司海外业务营收同比增长 20.14%，毛利率为 49.13%，比同期国内业务毛利率高 12.38pct。盈利预测与投资评级：公司小模塑精密注塑齿轮技术领先，新能源市场成长可期，调整 2025~2026 年归母净利润分别为 0.81/1.03 亿元（前值为 0.77/0.97 亿元），新增 2027 年归母净利润预测值为 1.29 亿元，对应最新 PE 估值为 19.71/15.48/12.36x，维持“买入”评级。风险提示：1)技术迭代不及预期；2)宏观经济波动；3)市场竞争加剧。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申

证券分析师：余慧勇 研究助理：薛路熹 研究助理：武阿兰）

### 无锡鼎邦（872931）：2024 年报&2025 年一季报点评：内需疲软致利润承压下滑，海外业务收入实现零突破

**投资要点** 不锈钢及油浆蒸汽设备需求疲软压制营收，海外业务破局实现零的突破。公司发布 2024 年报与 2025 年一季报，分别实现营收 4.01/0.85 亿元，同比-8.55%/-18.61%；归母净利润 0.39/0.08 亿元，同比-16.79%/-20.00%；扣非归母净利润 0.38/0.07 亿元，同比-16.60%/-35.94%。公司业绩同比下降主要系高吨单价的不锈钢类及油浆蒸汽发生器类产品销量同比减少，拉低收入规模；同时，国内市场价格竞争激烈叠加客户需求放缓，导致内需订单收缩，对此，公司积极开展海外布局，在国际市场开拓了壳牌石化、沙特阿美、美孚等客户，成功实现境外业务零的突破，2024 年境外营收达 0.15 亿元。2024 年公司

销售毛利率同比+1.30pct至22.70%，受政府补贴的下降以及计提的信用减值损失的增加的影响，销售净利率同比-0.97pct至9.74%，销售/管理/研发/财务费用率分别为2.28%/3.58%/4.16%/0.53%，同比0.31/0.51/0.45/-0.31pct。主要产品换热器（占比约6成）收入有所下滑，管束业务收入与毛利率双升。公司专注从事换热设备研产销，产品广泛应用于石油化工领域，所有产品均为订单式非标设备，采取“以产定销”模式，收入构成主要受客户订单结构影响。1）换热器：2024年该业务营收同比-14.74%至2.38亿元，占比同比-4.32pct至59.47%，毛利率同比+1.84pct至23.34%。2）管束：2024年该业务营收同比+14.72%至0.88亿元，占比同比+4.40pct至22.02%，毛利率同比+1.91pct至22.21%。3）空冷器：2024年该业务营收同比-7.71%至0.73亿元，占比同比+0.16pct至18.23%，毛利率同比-0.46pct至20.42%。国内市场受益“降油增化”趋势，布局海外打开成长空间。1）节能改造行业趋势：在“双碳”目标及石化行业节能降碳政策推动下，换热设备行业向大型化、高效化、节能化加速转型。2）公司换热设备优势：公司换热设备客户基础稳定，积极依托炼化一体化项目需求，研发高换热效率、低能耗产品，抢占节能改造市场先机。特别是油浆蒸发器作为催化裂化装置关键节能设备，拥有较高毛利率，有望进一步提升盈利能力。3）布局海外：公司积极开拓国际市场，2024年成功实现境外收入零的突破，毛利率48.26%，较国内市场毛利率高出26.53pct。公司在建产能位于靠近港口的江苏省东台市，投产后有望助力出海业务快速增长。盈利预测与投资评级：考虑公司短期业绩下滑，调整2025~2026年归母净利润分别为0.45/0.53亿元（前值为0.54/0.62亿元），新增2027年归母净利润为0.63亿元，对应最新PE为31.48/26.83/22.66x，考虑公司在石化领域具备丰富的项目经验、优质的产品质量和良好的行业口碑，并积极开拓海外市场，具备长期成长性，维持“增持”评级。风险提示：1）技术迭代不及预期；2）宏观经济波动；3）市场竞争加剧。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申

证券分析师：余慧勇 研究助理：薛路熹 研究助理：武阿兰）

### 一汽解放（000800）：2025年一季报点评：Q1业绩承压，静待需求回暖

投资要点 业绩概要：公司发布2025年一季报，2025Q1实现营收143.4亿元，同环比分别-24.6%/+6.7%，归母净利润0.29亿元，同环比-83.4%，扣非后归母净利润-2.2亿元，24Q1/24Q4分别为1.04亿/-6.36亿。中重卡销量环比回升，估算单车收入同环比下滑。25Q1公司总销量7.5万辆，同环比分别-4.3%/+26.6%；其中25Q1中重卡销量6.2万辆，同环比分别-6.35%/+11.0%，占总销量比的82.4%。估算单车收入23.2万元，同环比分别-19.6%/-3.9%，估算单车净利润0.05万元，同环比分别为-82.3%/-89.9%，扣非单车净利润0.4万元。毛利率同环比下滑，费用率环比压降。25Q1公司毛利率为3.8%，同环比分别-1.6/-1.0pct。25Q1公司期间费用率5.5%，同环比分别+0.4/-2.9pct，其中销售/管理/研发费用率分别1.5%/2.3%/2.8%，同比分别+0.3/+0.3/-0.04pct，环比分别+1.0/-2.5/-2.2pct，25Q1财务费用为-1.6亿元，财务费用率为-1.1%。以旧换新驱动行业向上，重卡龙头率先受益。3月18日，三部委发布老旧营运货车报废更新通知，将政策扩围至天然气车及国四及以下车型，我们看好国四政策拉动下今年内销总量增长，全年内销有望达70万辆及以上，同比+16%及以上。公司作为重卡龙头具备规模效应，且降本增效持续推行，上行周期利润弹性可期。盈利预测与投资评级：考虑国内价格竞争激烈，且出

口俄罗斯面临下行风险，我们下调 2025~2026 年归母净利润预测至 7.2/10.2 亿元(原 15.99/24.14 亿元)，给予 2027 年归母净利润预测 13.1 亿元，对应 2025~2027 年 EPS 分别为 0.15/0.21/0.27 元，对应 PE 分别为 49.1/34.7/27.1 倍，考虑当前公司潜在业绩弹性，行业处于复苏阶段，且当前 PB 估值仅 1.34 倍，估值处于历史低位，维持“买入”评级。风险提示：重卡行业复苏不及预期；海外出口波动超预期；原材料价格大幅波动。

(证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭)

#### **瑞玛精密(002976)：2024 年报及 2025 一季度报点评：汽车业务加速扩张，空悬业务取得突破**

**投资要点** 公司公告：公司公布 2024 年报及 2025 年一季报，业绩符合预期。2024 年实现营收 17.74 亿元，同比+12.51%，实现归母净利润-0.25 亿元，同比转盈为亏，实现扣非归母净利润-0.34 亿元，同比转盈为亏。2025Q1 实现营收 4.48 亿元，同比+38.84%，环比-27.37%，实现归母净利润 0.13 亿元，同比+2.17%，环比+6.32%，实现扣非归母净利润 0.11 亿元，环比扭亏同比大幅增加。汽车业务不断扩张，推动营收增长。分业务结构来看，2024 年公司汽车领域业务实现营业收入 14.78 亿元，占总营收收入 83.29%，营收同比+29.7%，毛利率为 18.64%，同比-3.02pct，2024 年移动通讯领域业务实现营业收入 1.61 亿元，占总营收收入 9.08%，毛利率为 28.67%，营收同比-51.1%。分产品结构来看，2024 年精密金属零部件实现营业收入约 11.30 亿元，同比增长约 27.75%；汽车电子实现营业收入约 5.55 亿元，同比增长约 33.76%。分地区来看，2024 年公司内销达 13.19 亿元，毛利率为 18.92%，同比-7.27pct；海外销售为 4.54 亿元，毛利率为 23.37%，同比+7.07pct。费用端上，受到业务规模扩大的影响，2024 年公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 2.51%/12.04%/1.21%/6.24%，同比+0.41pct/+2.55pct/+1.12pct/+0.29pct，2025 年一季度各类费用率分别为 1.83%/9.49%/0.64%/5.76%，同比-0.68pct/-2.54pct/-0.57pct/-0.48pct，显示出公司在费用控制上的改善。空悬系统订单持续受客户认可。公司于 2024 年 10 月 9 日发布公告，公司控股子公司普莱德成为国内某知名车企新能源车型平台项目 ECAS（电子控制空气悬架系统）总成产品（含前后空气弹簧总成、空压机总成等核心部件产品）的定点供应商。该项目生命周期为 10 年，预计销售额约为 10.8 亿元。标志着普莱德（苏州）在汽车空气悬架系统总成产品领域的技术开发实力和产品质量得到了客户的高度认可。在国际化布局上继续迈出重要一步。公司于 2025 年 1 月 20 日发布公告，公司全资孙公司墨西哥瑞玛拟以 59 美元/平方米的价格购买位于墨西哥瓜纳华托州 Apaseo El Grande 工业园 52,297.39 平方米土地的永久所有权，折合人民币约 2218.17 万元。该交易旨在进一步加强公司墨西哥生产基地建设，此次购买土地将有助于公司更好地服务于北美市场。盈利预测与投资评级：由于公司业务处于量产爬坡期，短期业绩承压，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润为 0.54/0.73 亿元（原为 0.72/0.87 亿元），预计 2027 年归母净利润为 0.98 亿元，2026-2027 年同比+36%/+34%，2025-2027 年对应市盈率分别为 46 倍、34 倍、26 倍，维持“买入”评级。风险提示：子公司合并进度不及预期，新业务拓展不及预期

(证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊)

#### **昆仑万维(300418)：2024 年年报及 2025 年一季报点评：AI 生态布局持续落地，商业化进程加速**

**投资要点** 事件：2024 年公司实现营收 56.62 亿元，yoy+15.20%，归

归母净利润-15.95 亿元, yoy-226.74%, 扣非归母净利润-16.43 亿元, yoy-349.08%。2025Q1 实现营收 17.64 亿元, yoy+46.07%, qoq-3.83%, 归母净利润-7.69 亿元, 2024Q1 及 2024Q4 归母净利润分别为-1.87、-9.68 亿元, 扣非归母净利润-7.71 亿元, 2024Q1 及 2024Q4 扣非归母净利润为-1.94、-9.95 亿元。Opera 持续深化 AI 战略布局, 驱动营收高速增长。2024 年及 2025Q1 公司营收同比增长 15.20%、46.07%, 主要系 Opera 增长强劲, 2024 年及 2025Q1 其营收同比增长 21.12%、40.10%, Opera 作为 AI 驱动的信息分发与元宇宙平台, 不断推动浏览体验的智能化升级, 对应搜索与广告业务收入持续高增。2024 年其他业务表现: 1) 存量业务: 海外社交网络业务营收 10.83 亿元, yoy+11.23%; 游戏业务营收 4.44 亿元, yoy-16.84%; 闲徕社交娱乐平台业务收入 3.82 亿元, yoy-19.83%; 2) 增量业务: 短剧平台业务收入 1.68 亿元, AI 软件技术业务收入 0.39 亿元。研发投入及投资业务波动, 致利润端承压。公司营收高增, 但利润端承压, 主要系 1) 加大研发投入巩固 AI 领域竞争优势, 2024 年及 2025Q1 研发费用 15.43、4.30 亿元, yoy+59.46%、+23.43%, 研发费用率 27.25%、24.40%, yoy+7.56pct、-4.47pct; 2) 受资本市场波动影响, 2024 年及 2025Q1 确认公允价值变动净损失 8.25、4.91 亿元, 以及 2024 年公司计提商誉等资产减值损失 3.21 亿元, 拖累利润表现; 3) 加大 AI 应用、短剧平台推广等, 2024 及 2025Q1 销售费用 23.04、8.68 亿元, yoy+42.23%、+92.11%, 销售费用率 40.69%、49.24%, yoy+7.73pct、+11.80pct。AI 商业化加速, 全产业链布局有望持续兑现。2024 年公司 AI 业务商业化加速, 截至 2025Q1 末, 公司 AI 音乐年化流水收入 ARR 达到约 1200 万美金(月流水收入约 100 万美金); 短剧平台 Dramawave 年化流水收入 ARR 达到约 1.2 亿美金(月流水收入约 1000 万美金)。此外, 公司 AI 布局涵盖大模型、AI 算力芯片、AI 应用全产业链, 看好后续各细分领域应用持续落地, 其中, 1) AI 智能助手方面, 公司预计将于 2025 年 5 月中旬在海外发布全球首款生产力场景通用 Agent 平台 Skywork.ai; 2) 自研 AI 游戏《猫森学园》研发测试工作进展顺利, 自研 AI 原生游戏引擎“Spark AI”有望在 2025 年 7 月初正式上线。盈利预测与投资评级: 考虑到公司持续 AI 投入以及投资业务波动, 我们上调 2025-2026 年营收、下调利润并新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年营业收入分别为 72/80/89 亿元(2025-2026 年前值为 59/64 亿元), EPS-0.72/-0.63/-0.51 元(2025-2026 年前值为 0.06/0.08 元), 对应当前股价 PS 分别为 5.48/4.91/4.41 倍。我们看好公司 AI 商业化加速, 盈利潜力有望逐步兑现, 维持“买入”评级。风险提示: AI 进展不及预期, 经营性业务不及预期, 行业监管风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖  
证券分析师: 陈欣)

### 亿纬锂能(300014): 2025 年一季报点评: Q1 业绩符合预期, 动储全年出货高增长

投资要点 Q1 业绩基本符合预期。公司 25Q1 营收 128 亿元, 同环比+37%/-12%, 归母净利润 11.0 亿元, 同环比+3%/+24%, 扣非净利润 8.2 亿元, 同环比+17%/+24%, 毛利率 17.2%, 同环比-0.5/-0.3pct, 归母净利率 8.6%, 同环比-2.8/+2.5pct, 业绩符合预期。Q1 出货环增 15%至 23GWh, 全年出货预期上修至 130GWh。25Q1 公司动储出货 22.8GWh, 同环比+69%/-6%, 其中动力出货 10.2GWh, 同环比+58%/+6%, 储能出货 12.7GWh, 同环比+81%/-14%。动力方面, 公司搭载小鹏 P7+、零跑 C10/C16 等爆款车型持续放量, 25 年我们预计出货 50GWh, 同增 60%+; 储能方面, 美国直接出口比例<4%, 25 年

美国交付量较小，我们预计受关税影响小，后续通过马来工厂突破，25 年出货预期 80GWh，同增 60%。合计看，我们对 25 年动储出货预期上修至 130GWh+，同增 60%+，26 年新品+海外放量，出货预期 170GWh，同增 30%+。Q1 盈利水平相对稳定，后续预计持续提升。根据我们测算，25Q1 储能均价 0.43 元/wh，环降 5%+，毛利率近 14%，单位净利维持 0.03 元，后续随着电池价格企稳，公司维持满产满销，系统比例提升至 20%，全年盈利水平预计可维持；25Q1 动力均价 0.63 元/wh，环降 5%+，毛利率近 17%，预计维持微利，目前稼动率升至 70%，随着爆款车型的持续拉动，Q2 末预计进一步升至 80%，此外公司产线进行标品化改造，后续盈利水平有望持续提升，全年盈利水平我们预计 0.01 元/wh+。合计看，动储 Q1 贡献利润约 4 亿元，我们预计全年贡献利润 25-30 亿元，同增 80%+。Q1 消费利润略低于预期，思摩尔贡献收益下滑。根据我们测算，消费电池 Q1 收入 24 亿元，环降 10%，毛利率 25%，贡献利润约 3.3 亿元，环降 20%。小圆柱电池淡季影响，叠加马来工厂费用，盈利环比略降，25 年我们预计出货 12-13 亿颗，同增 15%，带动消费利润增长 25%至 16 亿元；思摩尔 Q1 贡献投资收益 0.6 亿元，环降 43%，全年我们预计贡献利润 4.8 亿元；碳酸锂及中游材料 Q1 贡献投资收益 0.5 亿元，环比转正，全年我们预计贡献利润 1.5-2 亿元。期间费用有所提升，资本开支同比高增。公司 25 年 Q1 期间费用 14 亿元，同环比+15%/-6%，费用率 10.9%，同环比-2.2/+0.7pct；经营性现金流 8.9 亿元，同环比-151%/-62%；25 年 Q1 资本开支 20 亿元，同环比+125%/+38%，海外产能建设加速；25 年 Q1 末存货 53 亿元，较年初-16%。25Q1 政府补贴 3.3 亿元，同降 20%。盈利预测与投资评级：我们基本维持 25-27 年归母净利润 53/73/93 亿元的预期，同增 31%/37%/27%，对应 PE 为 16x/12x/9x，考虑到公司出货高速增长，给与 25 年 25x 估值，对应目标价 65 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动超市场预期，电动车销量不及市场预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕  
证券分析师：朱家佟）

### 威迈斯（688612）：2024 年年报&2025 年一季报点评：产品结构持续优化，800V+海外开启高增长

**投资要点** 24 年年报&25 年一季报业绩符合预期。公司 24 年营收 64 亿元，同增 15%，归母净利润 4.0 亿元，同降 20%，毛利率 17.6%，同-2.3pct，归母净利率 6.3%，同-2.8pct；其中 24Q4 营收 20 亿元，同环比+4 %/+27%，归母净利润 1.0 亿元，同环比-52%/+29%，毛利率 12.9%，同环比-9.2/-5.1pct，归母净利率 5.2%，同环比-5.9/+0.1pct。25 年 Q1 营收 14 亿元，同环比-1 %/-33%，归母净利润 1.0 亿元，同环比-12%/-3%，毛利率 17.9%，同环比-1.4/+5.0pct，归母净利率 7.5%，同环比-0.9/+2.3pct。电源份额基本维持稳定，电驱业务实现高增长放量。车载电源看，公司 24 年收入 51 亿元，同增 4%，对应出货 242 万台，同增 20%，第三方供货市场份额 29.4%，同降 2.5pct，份额稳定维持第一，25Q1 收入 11 亿元，我们预计车载电源全年出货近 300 万台，同增 20-25%，公司已获奥迪纯电车型、长城某热门车型定点，25 年市占率有望再提升；电驱看，公司 24 年收入 9.6 亿元，同增 418%，占比 15%，同增 12pct，受益于车企降本诉求，相关产品快速放量，25Q1 收入 1.4 亿元，我们预计电驱产品全年收入 11 亿元，同增 15%，公司收购威迪斯成为全资子公司，后续多合一总成产品持续放量。产品结构持续优化，25 年 800V+海外高增长，盈利能力有望提升。公司 24 年车载电源均价 2383 元/台(含税)，同降 15%，主要系下游客户

竞争加剧, 25Q1 我们预计均价维持 24 年水平, 800V 产品和海外客户表现亮眼, 其中 800V 产品出货 7 万台(24 年全年 10 万台), stellantis 发货同比高增, 产品结构持续优化, 预计对冲车企降价压力, 我们预计 25 年车载电源价格有望维持。盈利端, 24 年车载电源毛利率 18.1%, 同增 0.7pct, 随着四代新品放量, 叠加 800V+海外产品放量, 我们预计 25 年毛利率有望提升。此外, 公司 24 年电驱产品均价 6551 元/台(含税), 同增 10%, 毛利率 10.2%, 我们预计 25 年均价和盈利维持稳定。研发投入高速增长, 期间费用率相对稳定。公司 24 年期间费用 6.3 亿元, 同增 18%, 费用率 9.9%, 同增 0.2pct; 25 年 Q1 期间费用 1.6 亿元, 同环比+4%/+46%, 费用率 11.9%, 同环比+0.6/+6.4pct; 24 年经营性净现金流 10.3 亿元, 同增 41%, 其中 25Q1 经营性现金流 1.3 亿元, 同环比-200%/-80%; 24 年资本开支 2.7 亿元, 同降 48.3%, 其中 25Q1 资本开支 0.9 亿元, 同环比-16%/+42%; 25 年 Q1 末存货 7.9 亿元, 较年初-32.3%。盈利预测与投资评级: 由于下游需求不及预期, 我们调整 25-26 年归母净利润至 5.1/6.6 亿元(此前预测 6.3/7.5 亿元), 同比+29%/+28%, 新增 27 年归母净利润预期 8.5 亿元, 同增 29%, 对应 PE 为 20x/15x/12x, 考虑到公司 800V+海外开启高增长, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求放缓、新产品不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 黄细里  
证券分析师: 阮巧燕 证券分析师: 朱家佟)

#### 珠海冠宇 (688772): 2025 年一季报点评: 淡季+出口退税影响盈利, Q2 起逐步恢复

投资要点 25Q1 业绩基本符合预期。公司 25 年 Q1 营收 25 亿元, 同环比-2%/-17%, 归母净利润-0.2 亿元, 扣非净利润-0.49 亿元, 同环比大幅下滑, 毛利率 21.4%, 同环比-3.3/-3.9pct, 归母净利率-0.9%, 同环比-1.3/-6.3pct。Q1 包含汇兑收益 2 千万, 减值损失 5 千万。消费 Q1 出货 0.8 亿支, 同比微增, 25 年预计增长 15%。消费端看, 25Q1 收入 21 亿元, 同降 10%+, 出货 0.8 亿支, 同比微增, 贡献利润 0.13 亿元, 单颗利润 1.6 元, 环降 0.4 元, 主要受出口退税影响, 预计影响毛利率 2pct, 叠加淡季稼动率影响。25 年看, 随着手机端钢壳&异形等新产品放量, 海外优质客户占比提升, 我们预计公司消费业务实现收入 120 亿元, 盈利水平有望提升, 贡献利润 11-12 亿元。动力 Q1 权益亏损 6 千万, 25 年放量进一步减亏。动力端, 25Q1 收入 4 亿元, 同增超 200%, 出货 30 万台, 同增 650%, 权益亏损 6 千万元。公司已获捷豹路虎、stellantis、德系车企定点, 且为理想主供、小米独供, 25-26 年进一步翻倍增长, 我们预计 25 年减亏, 26 年有望盈亏平衡。此外, 公司 25Q1 无人机收入 1.5 亿元, 持续保持与大疆等客户的深度合作, 聚焦高倍率场景, 销量稳步提升。研发投入力度持续, 存货略有增长。公司 25 年 Q1 期间费用 6.6 亿元, 同环比-4%/+2%, 费用率 26.4%, 同环比-0.5/+5.1pct; 经营性现金流 5.1 亿元, 同环比-18%/-35%; 25 年 Q1 资本开支 8.4 亿元, 同环比+32%/-21%; 25 年 Q1 末存货 22.3 亿元, 较年初增加 18%。盈利预测与投资评级: 我们维持 25-27 年公司归母净利润预期 8.6/13.3/16.1 亿元, 同增 100%/55%/21%, 对应 PE 为 17/11/9 倍, 考虑到公司全球消费锂电巨头地位, 启停电池打造第二增长曲线, 给予 25 年 25 倍, 目标价 19 元, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求放缓、新产品不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕  
证券分析师: 朱家佟)

#### 联影医疗 (688271): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 25Q1 季报迎

### 来拐点，期待逐季改善

**投资要点** 事件：公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报，2024 年全年，公司实现营业收入 103.00 亿元（-9.73%，同比，下同），实现归母净利润 12.62 亿元（-36.09%）。2024Q4 单季度实现营业收入 33.46 亿元（-15.90%），实现归母净利润 5.91 亿元（-35.09%）。2025Q1 单季度实现收入 24.78 亿元（+5.42%），归母净利润 3.70 亿元（+1.87%），2024 年报及 2025Q1 季报业绩符合我们预期。2024 年度公司全球化进程取得突破性进展。公司高端机型在全球 40 多个国家接单近 300 台，uMR Jupiter5T 磁共振接连入驻顶尖医院，并实现新兴区域市场破冰；CT 迈入万台时代，长轴 PET/CT 新增市场份额持续领跑全球；截至 2024 年末，公司海外业务覆盖超 85 个国家和地区，北美区域美国市场 PET/CT 累计装机超 100 台；欧洲区域实现英法德意西全面破冰，累计覆盖超 50% 的国家；亚太区域进入印度市场 5 年以来，已覆盖印度超 70% 的地区。2024 年国内市场公司市占率进一步提升。2024 年公司在国内行业整体增速放缓的背景下，市场占有率进一步攀升，产品组合全覆盖优势进一步巩固差异化竞争力：5.0T 磁共振、长轴 PET/CT 等高端产品构建学术-临床双标杆，形成用户生态联盟；1.5T 磁共振、64 排以下 CT 及 DR 系列等主力机型夯实传统市场优势，构筑“高端突破+基盘稳固”的双轮驱动格局。2024 年 RT 业务线实现逆势上涨。2024 年公司销售医学影像诊断及放射治疗设备实现收入 84.45 亿（-14.93%），分产品看，CT 设备实现收入 30.48 亿（-25.03%）、MR 设备实现收入 31.92 亿（-2.66%）、MI 设备实现收入 12.99 亿（-16.31%）、XR 设备实现收入 5.87 亿（-22.80%）、RT 设备实现收入 3.19 亿（+18.05%）。2025Q1 业绩迎来拐点。2025Q1 单季度实现收入 24.78 亿元（+5.42%），归母净利润 3.70 亿元（+1.87%），25Q1 实现销售毛利率 49.94%，销售净利率 14.75%，环比 24Q4 分别提升 3.2pct、-2.69pct，同比 24Q1 分别提升 0.37pct、-0.65pct。盈利预测与投资评级：考虑到国内设备招采延后，我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 19.16/23.11 亿元，调整至 15.87/21.39 亿元，预期 2027 年为 26.54 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 69/51/41 倍，考虑到公司产品壁垒高，竞争力强，国内行业有望复苏，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险等。

（证券分析师：朱国广）

### 山东黄金（600547）：2025 年一季报点评：金价上涨驱动公司业绩上行

**投资要点** 事件：公司披露 2025 年一季报，业绩同比大幅增长。2025 年一季度公司实现营收 259.35 亿元，同比+36.81%，环比增长 67.19%；归母净利润 10.26 亿元，同比+46.62%，环比增长 15.86%。公司黄金业务占比高，金价上涨驱动公司业绩上行：1）量：2025 年 Q1 公司自产金/外购金/小金条产量分别为 11.87/20.24/3.18 吨，较上年同期分别同比-0.31%/+1.67%/-55.49%。公司 2025 年全年自产金指引为不低于 50 吨，一季度完成度 23.74%，考虑到春节假期的季节性因素，公司完成全年产量概率较大；2）价：2025 年 Q1 沪金现货均价为 670 元/克，同比+36.72%，公司黄金业务占比较高，业绩充分受益于金价上行。公司抓好资源增储，发展根基持续夯实：2024 年公司实现探矿新增金资源量 58.8 吨，其中加纳卡蒂诺公司、焦家金矿、三山岛金矿、金洲公司分别新增金金属量 11.2 吨、7.75 吨、7.7 吨、7.47 吨；此外公司成功竞得大桥金矿外围探矿权，完成包头昶泰矿业 70% 股权并购；西岭金矿探矿权成功注入公司，并与三山岛金矿采矿权实现整合，取得 495 万吨/年整合采矿许可证；子公司山金国际完成 Osino

Resources Corp.100%股权并购。截至 2024 年底，公司保有权益资源储量黄金金属量 2058.46 吨。 贸易战背景下海外经济“滞胀”确定性强化，新兴经济体货币锚定进度加速：1) 本次关税事件使得市场对美国经济走向“滞胀”的预期进一步强化，经济下行风险与通胀再度抬头风险共同推动实际利率的长期下行，黄金的金融属性得到强化；2) 在美债问题日益凸显的背景下，全球央行正经历从“美债储备主导”向“多元化外汇储备”的转型，而由于新兴国家央行缺乏黄金储备，该范式的转变将推动黄金买盘长期存在。 盈利预测与投资评级：我们继续看好公司在黄金牛市大周期下的盈利能力，基于海外经济“滞胀”预期强化了金价上涨动能，我们上调公司 2025-26 年归母净利润为 63.27/71.90 亿元（前值为 59.83/62.73 亿元），新增 2027 归母净利润预测值为 78.48 亿元，对应 2025-27 年的 PE 分别为 21.53/18.95/17.36 倍，维持“买入”评级。 风险提示：美元持续走强风险；中美财政及货币紧缩风险；海外恶性通胀导致美联储加息风险。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：徐毅达）

### **华泰证券（601688）：2025 年一季报点评：净利润同比增长近 60%，经纪及自营业务受益于资本市场回暖**

**投资要点** 事件：华泰证券发布 2025 年一季报。公司 2025 年一季度实现营业收入 82.3 亿元，同比+34.8%；归母净利润 36.4 亿元，同比+59.0%；对应 EPS 0.38 元，ROE 2.1%，同比+0.7pct。 经纪业务增速亮眼，两融市占率维持高位：25Q1 公司经纪业务收入 19.4 亿元，同比+42.6%，占营业收入比重 26.5%。25Q1 全市场日均股基交易额 17031 亿元，同比+70.3%。公司充分发挥金融专业能力和金融科技优势，不断优化平台化运营策略与服务体系。“涨乐财富通”持续深化 AI 技术应用，不断丰富客户服务核心场景，着力完善 ETF 专项、资产配置、“领投官”等特色服务。截至 25Q1 公司两融余额 1336 亿元，较上年同期+27%，较年初+0.8%；市场份额 7.0%，较年初-0.1pct。25Q1 全市场两融余额 19187 亿元，较年初+24.8%。 投行业务收入小幅下滑，承销规模排名仍居前列：25Q1 公司投行业务收入 5.4 亿元，同比-5.9%。1) 股权投行：25Q1 公司股权主承销规模 57.7 亿元，同比-27.1%，排名第 5；其中 IPO 2 家，募资规模 15 亿元；再融资 3 家，承销规模 42 亿元。2) 债券投行：25Q1 公司债券主承销规模 2870 亿元，同比+26.7%，排名第 4；其中地方政府债、公司债、金融债承销规模分别为 1805 亿元、450 亿元、205 亿元。 资管业务收入有所回落，资管规模仍稳健增长：2025Q1 公司资管业务收入 4.2 亿元，同比-61.7%。2024 年末资产管理规模 5563 亿元，同比+17.0%。截至 2025Q1，南方基金管理规模 12657 亿元，较 24 年末-2%；华泰柏瑞基金管理规模 6123 亿元，较 24 年末-3%。 自营业务收入显著回升：2025Q1 公司投资收益（含公允价值）27.6 亿元，同比+46.5%；调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）25.2 亿元，同比+31.3%。 盈利预测与投资评级：基于公司 2025 年一季度经营情况，我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 140.16/151.26/160.75 亿元，对应同比增速分别为 -8.70%/+7.92%/+6.28%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 0.62/0.59/0.56 倍。看好交投情绪恢复后公司不断巩固头部券商竞争壁垒，同时依托科技核心竞争力延续增长趋势，维持“买入”评级。 风险提示：1) 市场成交活跃度下降；2) 股市波动冲击自营投资收益。

（证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康）

### **致欧科技（301376）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：运费影响短期利润，长期能力持续进步**

**投资要点** 事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年，公司实现收入 81.2 亿元，同比+33.7%；归母净利润为 3.3 亿元，同比-19.2%；扣非净利润为 3.1 亿元，同比-28.5%。2025Q1，公司实现收入 20.9 亿元，同比+13.6%；归母净利润 1.1 亿元，同比+10.3%。扣非净利润 1.2 亿元，同比+25%。公司计划每股分配股利 0.2 元，加上 Q3 分配的 0.1 元/股，全年共分红 0.3 元/股，分红率 36%，对应 4 月 30 日收盘价股息率为 1.8%。 海运运费影响 2024 年利润：公司 2024 年毛利率/销售净利率为 34.7%/ 4.1%，同比-1.67%/ -2.69%。其中 2024Q4 公司毛利率/ 净利率为 33.6%/ 2.3%。公司毛利率、净利率下降的主要原因是海运运费提升。2024 年红海危机导致运价大涨，6 月末 SCFI 综合指数较年初大幅上涨 95.8%，运费涨价的影响有一些滞后性，主要影响 24H2 的业绩。2024 年全年，公司运费成本占收入的比重达 18.5%，同比+0.8pct。 2025Q1 公司利润率有所好转：2025Q1，公司毛利率/销售净利率为 35.4%/ 5.3%，同比-0.6/ -0.2pct，虽同比仍然有所下滑，但环比 Q4 同比 1.8%/ +3.0%。随着 2024H2 运价下降，我们认为公司利润率有望在 2025 年实现逐季恢复。2025Q1 公司销售/ 管理/ 研发/ 财务费用率为 24.3%/ 4.4%/ 0.8%/ -1.3%，同比-0.1/ +0.7/ -0.1/ -2.7pct。管理费用提升主要因股权激励开支提升；财务费用率波动主要受汇兑影响。 持续投入长期能力建设，供应链、品牌、物流、渠道平台均有建树： ①供应链，持续推进全球化战略，强化东南亚备份产能，缓解关税影响；提高生产标准化，年底标准五金 SKU 数量下降率达 70%。 ②完成“SONGMICS HOME”主品牌对三大子品牌的全面整合，通过统一视觉体系与设计语言，实现品牌认知聚焦与资源协同。产品聚焦系列化，2024 年推出 Ekho、Helen、Kara、Kate 等系列化产品。 ③物流，海外仓能力持续强化，2024 年底全球自营仓面积达 33.49 万平方米，法国前置仓发货比例提升 30pct 达 37.8%；意西前置仓发货比例提升 14pct 达 72.8%，前置仓尾程运输时效缩短 1-2 天；美国自发订单比例提升至 27.75%，全年平均尾程价格下降 4-5 美元/单。 ④渠道平台方面，2024 年 3 月公司率先以半托管模式入驻 TEMU 美国站，8 月快速扩展至西班牙、意大利等欧洲五国站点，至年末 TEMU 平台已成为第四大线上 B2C 销售渠道；公司自有仓储布局在平台半托管模式下有较大优势，未来前景可期。 盈利预测与投资评级：考虑运费、关税等外部因素影响，我们将公司 2025-26 年归母净利润预期从 5.5/ 6.4 亿元下调至 4.2/ 5.4 亿元，预计 2027 年归母净利润为 6.8 亿元；同比+25%/ +30%/ +25%，对应 4 月 30 日收盘价为 17/ 13/ 11 倍 P/E。考虑股价已有回调，维持“买入”评级。 风险提示：运费及汇率波动，关税及地缘风险，库存风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

### 2025 年一季报点评：油气产量稳步增长，继续高质量发展

**投资要点** 事件：2025Q1，公司实现营业收入 1069 亿元（同比-4%，环比+13%），归母净利润 366 亿元（同比-8%，环比+72%）。原油实现价格同比下滑，天然气实现价格同比上升：2025Q1，国际布伦特 79.9 美元/桶（同比-8%），公司原油实现价格 72.7 美元/桶（同比-8%），与布油折价 2.3 美元/桶。2025Q1，公司天然气实现价格 7.78 美元/立方英尺（同比+1.2%）。 项目顺利投产，油气产量继续增长：2025Q1，公司实际油气净产量 189 百万桶油当量（同比+5%）。其中，石油净产量 146 百万桶（同比+3%），天然气净产量 72 亿立方米（同比+10%）。国内产量增长主要得益于渤中 19-6 等油气田的贡献，国外产量增长主要得益于巴西 Mero2 等项目的贡献。公司预计 2025-2027 年产量目标分别 760-780、780-800、810-830 百万桶油当量。 资本支出同比减

少：2025Q1，公司资本开支 277.1 亿元（同比-4.5%），主要由于勘探工作及调整井工作量同比有所减少。2025 年，公司预计资本支出预算 1250-1350 亿元。其中，勘探、开发、生产资本化支出预计分别占 16%、61%、20%；中国、海外预计分别占 68%、32%。桶油成本控制优异：2025Q1，公司桶油主要成本 27.03 美元/桶（同比-2%）。2024 年，公司桶油主要成本 28.52 美元/桶，同比-0.31 美元/桶（同比-1.1%）。公司注重股东回报：根据我们最新预测，公司 2025 年归母净利润 1384 亿元，按照 2025 年全年分红比例 45%，合计派息约 623 亿元，按 2025 年 4 月 30 日收盘价，中海油 A 股股息率为 5.2%；中海油 H 股税前股息率为 8.4%，按 10%扣税，税后股息率为 7.6%，按 28%扣税，税后股息率为 6.1%。盈利预测与投资评级：根据公司增储上产&新项目推进情况&油价情况，我们维持 2025-2027 年归母净利润分别 1384、1418、1467 亿元，按 2025 年 4 月 30 日收盘价，对应 A 股 PE 分别 8.6、8.4、8.1 倍，对应 H 股 PE 分别 5.3、5.2、5.0 倍。公司盈利能力显著，成本管控优异，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动；油价波动；公司增储上产速度不及预期

（证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟）

### 潮宏基（002345）：2024 年报及 2025 年一季报点评：25Q1 归母净利润大增 44%，渠道扩张稳步推进

**投资要点** 公司披露 2024 年年报及 2025Q1 业绩：2024 年公司实现营收 65.18 亿元（+10.48%，代表同比增长，下同），归母净利 1.94 亿元（-41.91%），扣非归母净利润 1.87 亿元（-38.72%）。2025 年 Q1 营收 22.52 亿元（+25.36%），归母净利 1.89 亿元（+44.38%），扣非归母净利润 1.88 亿元（+46.17%）。渠道调整+产品结构调整，驱动盈利能力健康化。1）盈利能力：2024 年毛利率/归母净利率 23.60%/2.97%，同比-2.47/-2.68pct，2025Q1 毛利率/归母净利率 22.93%/8.39%，同比-1.99/+1.10pct。2）费用端：2024 年期间费用率 15.29%，同比-2.47pct，2025 年 Q1 期间费用率 11.48%，同比-3.09pct，其中，销售费用率 2024 年/2025 年 Q1 分别为 11.69%/8.76%，同比-2.35/-2.62pct，主因加盟代理收入占比提升。传统黄金产品+加盟渠道贡献增长。1）分产品看，2024 年时尚珠宝/传统黄金收入分别为 29.7 亿元/29.49 亿元，同比分别 -0.63%/+30.21%，毛利率分别为 28.76%/9.1%，同比分别 -1.91pct/+0.4pct。2）分渠道来看，自营/加盟收入分别为 30.17 亿元/32.84 亿元，同比分别 -7.4%/+32.35%，自营/加盟毛利率分别为 31.57%/17.25%，毛利率分别同比-0.11pct/-2.56pct。全渠道深耕加速扩张，数字化创新推进增长。渠道布局方面，公司线下网点覆盖购物中心、百货及机场等高端场景，并通过加盟模式加速扩张，24 年全年净增加盟店 147 家至 1,272 家，总门店数达 1,511 家。国际化战略落地东南亚，24 年吉隆坡 IOI Citymall 与曼谷 ICONSIAM 门店开业，为品牌全球化奠定基础。数字化能力持续升级，依托 SAP-ERP 系统及“千店千云店”架构，实现库存全域共享与供应链高效协同，24 年加盟商店均 GMV 实现双位数增长。线上业务通过优化品类策略及定价模型，推动核心品类销售增长，全域营销整合提升品牌溢价。盈利预测与投资评级：潮宏基是我国年轻时尚的黄金珠宝品牌，产品设计突出，拓店速度快，2025Q1 公司同店重拾增长，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预测从 4.0/4.7 亿元至 4.5/5.2 亿元，新增 2027 年归母净利预测 6.5 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 20/18/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终端消费偏弱等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越）

### 万业企业 (600641): 2024 年报&2025 一季报点评: 24 年业绩受房地产业务收尾影响, 看好半导体设备业务放量

**投资要点** 24 年业绩受房地产业务收尾影响, 25Q1 业绩同比高增: 2024 年度公司实现营收 5.81 亿元, 同比-39.7%, 归母净利润为 1.08 亿元, 同比-28.9%, 主要系房地产业务进入收尾阶段, 房产交付同比减少; 扣非净利润为-0.55 亿元, 同比-170.63%; 25Q1 单季营收为 1.92 亿元, 同比+94.1%; 归母净利润为-0.20 亿元, 同比+23.2%。 24 年毛利率同比向好, 持续保持专用设备业务高研发投入: 2024 年度毛利率为 47.67%, 同比+0.71pct; 销售净利率为-1.13%, 同比-9.8pct, 期间费用率为 69.94%, 同比+33.3pct, 其中销售费用率为 3.26%, 同比+0.4pct, 管理费用率为 41.48%, 同比+20.9pct, 研发费用率为 31.73%, 同比+14.8pct, 财务费用率为-6.53%, 同比-2.8pct。公司 2024 年度研发费用为 1.84 亿元, 同比+13.1%, 半导体领域持续加大研发投入。25Q1 单季度毛利率为 36.31%, 同比-41.0pct, 环比-11.36pct; 销售净利率为-21.92%, 同比+14.26pct, 环比-60.24pct。 合同负债与存货高增, 专用设备业务取得头部客户重复订单: 截至 2025Q1, 公司合同负债为 2.01 亿元, 同比+24.7%, 表明公司在手订单充足; 存货为 19.93 亿元, 同比+75%。2024 年公司子公司凯世通及嘉芯半导体共获得专用设备订单约 2.4 亿元, 订单主要包括 3 家 12 英寸晶圆厂头部客户的重复订单与 2 家新客户订单。25Q1 公司经营性现金流为-15.53 亿元, 现金净流出同环比转负。 离子注入设备快速放量, 牵手先导科技实现平台化发展: 公司在稳固离子注入设备国产龙头地位的同时, 横向拓展薄膜沉积、刻蚀等市场规模更大的设备环节, 公司“易主”先导科技后, 将进一步深化公司半导体产业链平台化布局。1) 离子注入机: 凯世通是目前国内实现 28nm 低能离子注入工艺全覆盖的国产供应商, 并率先完成高能离子注入机产线验证及验收, 打破了国外技术壁垒。公司在手订单饱满, 业绩有望迎来高速增长。2) 横向: 2021 年公司与宁波芯恩共同设立嘉芯半导体, 业务覆盖刻蚀、薄膜沉积、快速热处理等多类主制程设备以及尾气处理等支撑制程设备, 为汽车芯片、功率芯片、逻辑芯片等集成电路晶圆制造厂提供成套的前道设备解决方案。 盈利预测与投资评级: 考虑到公司订单情况, 我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 2.0 (原值 1.1) /3.3 (原值 2.7) 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 5.1 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 69/41/26 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 晶圆厂扩产节奏不及预期, 订单获取及交付不及预期等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 李文意)

### 爱柯迪 (600933): 2025 年一季报点评: 25Q1 业绩略超预期, 卓尔博收购落地

**投资要点** 事件: 2025Q1 公司营收达 16.66 亿元, 同比+1.41%/环比-5.99%, 25Q1 公司归母净利润达 2.57 亿元, 同比+10.94%/环比+30.11%; 扣非归母净利润达 2.36 亿元, 同比+6.64%/环比+19.01%。2025Q1 业绩略超我们的预期。 25Q1 公司业绩略超预期, 盈利能力强劲。从公司上游原材料角度看, 2025Q1 中国 A00 铝锭市场均价为 2.043 万元/吨, 同比+7.24%/环比-0.98%, 在铝锭价格同比上升的背景下, 公司 25Q1 毛利率达 28.73%, 同比-0.94pct/环比+5.01pct; 25Q1 净利率达 15.45%, 同比+1.33pct/环比+4.29pct, 盈利能力强劲。费用率方面, 25Q1 公司三费费用率达 6.28%, 同比+0.59pct/环比+0.16pct。其中销售费用/管理费用/财务费用率分别同比 -0.60pct/+0.79pct/-2.14pct, 研发费用率同比+0.04pct。 卓尔博收购落地。1) 收购方案为: 发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金交易价格为 11.18

亿元，购买 71% 的股权（卓尔博总计估值 15.75 亿元）。交易价格为 11.18 亿元，其中现金对价 5 亿元，股份对价 6.15 亿元，股份锁定期为 12 个月，分三期解锁，解锁时间及股份数量安排与业绩承诺补偿义务及减值补偿义务挂钩。2）卓尔博 2024 年营业收入达 10.51 亿元，同比+23.55%；归母净利润达 1.54 亿元，同比+3.04%，对应归母净利率为 14.63%。3）卓尔博业绩承诺：承诺标的公司在 2025 年度、2026 年度、2027 年度预计实现的净利润数分别不低于 1.415 亿元、1.569 亿元、1.741 亿元，三年累计承诺的净利润数为不低于 4.725 亿元。墨西哥工厂投产在即，镁合金+机器人业务双拓展。1）墨西哥市场方面，公司墨西哥一期生产基地在 2023 年 7 月开始量产，2024 年已实现扭亏为盈，二期工厂预计 25Q2 投产。2）镁合金方面，在当前镁合金结构应用趋势增加的背景下，公司着力拓展镁合金压铸工艺技术研发，并以此切入汽车轻量化和人形机器人板块；3）机器人方面，公司全资子公司瞬动机器人负责公司在机器人领域的零部件、可穿戴终端产品的研发、制造和销售。未来，镁合金和机器人业务将为公司长期发展输入新动能。盈利预测与投资评级：考虑到卓尔博业务后续并表对公司财务的影响，我们将公司 2025-2027 年归母净利润上调至 11.90 亿元、14.86 亿元、17.78 亿元的预测（2025-2027 年前值为 11.34 亿元、12.61 亿元、14.91 元），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.21 元、1.51 元、1.81 元（2025-2027 年前值为 1.15 元、1.28 元、1.51 元），市盈率分别为 13 倍、10 倍、9 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车销量不及预期；铝压铸行业竞争加剧超预期；铝合金原材料价格上涨超预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

#### 福莱特（601865）：2025 一季报点评：25Q1 由亏转盈，25 年有望逐步改善

投资要点 事件：公司发布 2025 年一季报，实现营收 40.8 亿元，同比-29%，环比+0.01%，实现归母净利润 1.06 亿元，同环比-86%/+137%；扣非归母净利润 1.02 亿元，同环比-87%/+144%。2025Q1 出货基本持平、涨价推动盈利回升。公司 2025Q1 光伏玻璃销量我们预计约 3 亿平，环比基本持平，分结构看，2.0mm 占比约 90%，毛利率环比提升约 9pct 至 12%左右，主要系 25 年 3 月起下游需求旺盛带动玻璃价格上涨 1.5-2 元/平，同时公司持续工艺优化降本；我们测算 2025Q1 单平净利约 0.2-0.3 元/平，环比提升约 1 元/平。25 年 4 月出货依旧旺盛，价格基本维持稳定，5 月随组件抢装逐渐结束需求环比或略有下降，同时成本端天然气进入淡季价格下行，2025Q2 单平盈利有望环比进一步提升。产能规模领先、海外布局逐步落地。截至 2025 年 4 月底公司累计在产总产能为 19400 吨/日（越南 2000 吨/日），安徽项目（2\*1200 吨/日）和南通项目（4\*1200 吨/日）将根据市场情况陆续点火运营。同时计划在印度尼西亚投建光伏玻璃窑炉（2\*1600 吨/日），将于 2025 年 6 月开工建设，预计 2027 年点火投产，以满足不同国家和地区对光伏玻璃的需求。当前公司与信义市占率合计超过 50%，盈利能力较二三线企业拉开差距，有望持续保持领先优势。费用率稳中略有提升、存货有所下降。公司 2025Q1 经营现金流入 1.67 亿，同降 4.34 亿；2025Q1 期间费用 3.2 亿元，同环比-9%/+14%，费用率 7.9%，同环比+1.7/+1.0pct。2025Q1 末存货 14.7 亿，环降约 15%。盈利预测与投资评级：考虑抢装结束后需求及价格或有承压，我们下调此前盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 8.2/11.6/14.9 亿元（前值为 10.4/16.0 亿元），同比-18%/41%/29%，对应 PE 为 42/30/23 倍，考虑公司 2026 年有望恢复平稳增长，维持“买入”评级。风险

提示：竞争加剧，政策不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男  
证券分析师：余慧勇)

### 中国重汽(000951)：2025年一季报点评：Q1业绩符合预期，政策驱动全年向好

**投资要点** 业绩概览：公司发布2025年一季报：25Q1营收129.0亿元，同环比分别+13.0%/+13.8%，归母净利润3.1亿元，同环比分别+13.3%/-43.1%，扣非后归母净利润2.9亿元，同环比分别+11.0%/-38.0%。Q1业绩符合我们预期。25Q1公司重卡上险量1.74万，同比+10.6%。交强险数据口径下，25Q1公司国内销量1.74万，同比+10.6%，对应市占率11.3%，同环比分别-0.3/+1.5pct，其中天然气/电车分别0.26/0.65万，占公司销量比分别15%/37%，24Q1占比分别5%/49%，24Q4占比分别13%/22%。25Q1毛利率同环比下滑，费用率持续压降。25Q1公司毛利率为7.05%，同环比分别-0.7/-4.5pct，毛利率下滑主因25Q1：1)产品结构变化；2)海外市场价格竞争激烈。25Q1销管研费用率分别0.7%/0.6%/1.5%，合计费用率2.9%，同环比分别-0.5/-0.5pct，费用率持续压降；净利率3.3%，同环比分别+0.1/-2.1pct。展望：出口+降本增效保障盈利，看好25年内需向上带来利润弹性。1)出口：我们预计非俄地区出口将持续增长，且出口本质为中国产品参与全球定价，应当充分重视中国品牌议价能力，公司出口优势地位稳固，有望充分受益于出口向上；2)内需：3月18日，三部委发布老旧营运货车报废更新通知，将政策扩围至天然气车及国四及以下车型，我们看好国四政策拉动下今年内销总量增长，全年内销有望达70万辆及以上，同比+16%及以上。公司作为重卡龙头具备规模效应，且降本增效持续推行，上行周期利润弹性可期。盈利预测与投资评级：公司重卡龙头地位稳固，国四报废换新补贴政策有望驱动全年总量向上，我们维持公司2025~2027年归母净利润预测18.76/23.43/26.17亿元不变，2025~2027年对应PE估值分别为12.9/10.32/9.25倍，维持“买入”评级。风险提示：国内物流行业复苏不及预期；海外经济波动超预期等。

(证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭)

### 三角防务(300775)：2024年报点评：募投项目稳定建设，国产大飞机有望打开更大空间

**事件：**公司发布2024年报。公司2024年实现营业收入15.90亿元，同比-30.02%；归母净利润3.80亿元，同比-49.12%。**投资要点** 国内锻件产品市场竞争加剧以及部分大型项目交付周期延长导致业绩承压：2024年，三角防务实现营业总收入15.90亿元，同比下降30.02%；归属于上市公司股东的净利润为3.80亿元，同比下降49.12%。原因在于2023年部分主机厂型号产品需求集中释放，而2024年产品交付数量和交付金额随之减少，同时部分新项目处于工艺准备和试制阶段，尚未大批量生产。此外，原材料采购成本上涨，公司产品以销定产，部分产品生产周期较长，不能及时转嫁成本，导致毛利率下降。其他重要财务指标方面，营业利润为4.37亿元，同比下降49.48%；经营活动产生的现金流量净额为-5.70亿元，同比大幅下降1311.77%，主要是由于销售商品、提供劳务收到的现金减少所致。资产总额达到91.52亿元，同比增长10.66%，主要是因为募投项目投入及在建工程增加。三角防务在技术研发和产品积累方面取得显著成果：2024年公司完成了多项重点研发项目，包括高温合金涡轮盘等温锻造技术、直升机用超大规格钛合金旋翼系统用锻件及其锻造技术等，这些技术突破进一步巩固了公司在高端锻件领域的市场地位。同时，公司还加

强了与科研院所和高校的合作，推进了新材料的研发和应用，为未来市场拓展奠定了坚实的技术基础。在产品方面，公司成功开发了多个新型号锻件产品，并成功应用于新一代战斗机、运输机等国防重点装备中，显著提升了公司的市场竞争力。展望未来，三角防务将继续聚焦航空、航天、船舶等领域的高端锻件市场：公司未来将加大技术研发和产品创新力度，提升核心竞争力。公司计划通过优化生产流程、提高生产效率、加强市场开拓等措施，实现业绩的稳步增长。同时，公司将积极推进募投项目的建设进度，扩大产能规模，满足市场需求。驱动公司未来发展的主要因素包括：国家对国防装备建设的持续投入、航空航天等高科技产业的快速发展、以及公司自身在技术、市场和管理等方面的不断提升。盈利预测与投资评级：公司业绩相对承压，我们下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 5.72/6.97 亿元，前值 10.63/13.01 亿元，新增 2027 年预期 9.74 亿元，对应 PE 分别为 24/20/14 倍，考虑到公司以四代机、大型运输机模锻件作为核心，深度布局下一代军机、航发锻件，并借助其平台型产品布局横向纵向拓展产品线，未来成长路径清晰，因此维持“买入”评级。风险提示：1) 客户集中度较高及主要客户依赖的风险；2) 丧失核心竞争力风险；3) 军品定价方式对公司盈利造成波动的风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研究助理：高正泰)

#### 中国海防（600764）：2024 年报点评：稳增向好成长可期，深海科技新方向有望突破

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营业收入 31.73 亿元，同比-11.65%；归母净利润 2.28 亿元，同比-26.11%。投资要点 业绩下滑的主要原因包括产品价格波动和市场因素影响，导致部分产品毛利率下降：2024 年中国海防业绩承压，营业收入为 31.73 亿元，较上年下降 11.65%；归属于上市公司股东的净利润为 2.28 亿元，同比下降 26.11%。主要原因在于部分行业细分领域受到投资规模缩小、项目执行周期延长、项目结算时间延后等因素影响，同时可能也与市场竞争加剧、原材料成本上升等有关。在其他财务指标方面，公司应收账款为 41.45 亿元，较上年增长 19.11%，存货为 16.86 亿元，同比增长 11.41%，反映出公司在销售回款和库存管理上面临一定压力。此外，加权平均净资产收益率下降 1.08 个百分点至 2.80%。多个领域实现了产品积累和技术突破，国产化新产品满足客户需求：2024 年中国海防在多个领域取得了一定的产品积累和技术突破。在水声电子防务领域，公司研发了水下信息获取/探测/通信/对抗/导航系统及设备、水声救援设备等一系列产品，这些产品在海洋强国战略中发挥重要作用。在特装电子行业，公司成功开发了水下信息系统、水下防务系统专项设备等产品，并且在卫星通导、专用计算机、运动控制、特种电源等领域也推出了相应的产品，如多模接收机及芯片、抗恶劣环境计算机、运动控制系统等。同时，公司在智能制造、智慧城市、智慧海洋等电子信息产业领域也取得了丰硕的成果，如智能加工制造系统、智慧城市相关系统、智慧港口智能系统装备等，这些产品和技术的积累为公司未来的业务拓展奠定了坚实基础。未来发展计划聚焦于多个核心领域：首先，公司将确保防务领域科研生产任务按质保量完成，同时加强创新资源投入，构建新时期技术发展体系。其次，在电子信息产业领域，公司将推动各项主要业务和重要子业务快速成长，提升在国内相关市场的核心地位。此外，公司还将通过多元化市场开拓和全面深化改革来激发企业活力。驱动公司未来发展的主要因素包括政策驱动、市场驱动和科技创新驱动。盈利预测与投资评级：公司业

绩相对承压，我们下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润预测值分别为 2.95/3.67 亿元，前值 4.37/5.36 亿元，新增 2027 年预测 4.63 亿元，对应 PE 分别为 67/54/43 倍，考虑到公司水声电子防务及特装产品受益于我国海军信息化建设，以及中国船舶优质资产整合预期，维持“增持”评级。 风险提示：1）行业竞争风险；2）生产经营风险；3）电子信息上下游产业链波动。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研究助理：高正泰）

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>