

2025 年 5 月 6 日 星期二

分析师推荐

【东兴房地产】房地产百强房企 1-4 月销售数据点评：4 月销售额同比继续下滑，市场仍面临压力（20250506）

根据克而瑞的数据，2025 年 4 月 top100 房企销售金额同比下滑 9.1%，单月销售继续下滑。4 月单月销售同比增速最高的 5 家房企为中铁/荣盛/华发/阳光城/建发。

操盘销售额 top100:

1-4 月，top100 房企实现销售金额（操盘）10,181.6 亿元，同比增速为-6.8%，前值为-5.9%。其中，4 月单月实现销售金额（操盘）2,846.6 亿元，同比增速为-9.1%，前值为-11.3%。

1-4 月，top10/top11~top20/top21~top30/top31~top50/top51~top100 房企的销售金额（操盘）同比增速分别为-11.1%/-7.5%/3.5%/7.3%/-6.2%。其中，4 月单月同比增速分别为-16.9%/-24.8%/52.9%/16.2%/-5.0%。

1-4 月，top10/top11~top20/top21~top30/top31~top50/top51~top100 房企的销售金额（操盘）分组累计占比分别为 49.4%/16.7%/8.7%/11.7%/13.4%。去年同期，分组累计占比分别为 51.8%/16.9%/7.9%/10.2%/13.3%。

重点房企销售:

1-4 月，51 家主流房企中，销售金额（全口径）最大的 5 家房企为保利/华润/中海/招商/绿城，销售金额分别为 876.1/685/665.2/497.8/477.2 亿元。

1-4 月，51 家主流房企中，销售均价（全口径）最高的 5 家房企为滨江/越秀/绿城/金隅/保利置业，销售均价分别为 3.98/3.94/3.41/3.05/2.73 万元/平。

1-4 月，51 家主流房企中，销售金额（全口径）同比增速最高的 5 家房企为中铁/华发/电建/越秀/铁建，同比增速分别为 55.4%/49.1%/49.1%/37.1%/22.7%。

4 月单月，51 家主流房企中，销售金额（全口径）同比增速最高的 5 家房企为中铁/荣盛/华发/阳光城/建发，同比增速分别为 280.9%/102.4%/73.5%/68.7%/53.3%。

投资建议:

我们认为，当前整体市场仍面临压力。我们建议短期关注政策增量落地带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市优质产品资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展、新城控股；华润置地、龙湖集团等也有望受益。

本期编辑

分析师：沈逸伦

010-66554044

执业证书编号：

shenyl@dxzq.net.cn

S1480523060001

东兴证券研究所金股推荐

证券代码	证券简称
000881.SZ	中广核技
002436.SZ	兴森科技
09992.HK	泡泡玛特
300496.SZ	中科创达
300547.SZ	川环科技
600519.SH	贵州茅台
601168.SH	西部矿业
603605.SH	珀莱雅

数据来源：《五月金股汇》2025 年 04 月 28 日，东兴证券研究所

风险提示：盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产减值的风险。

（分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028）

【东兴通信】通信行业：透过移远通信，看中国通信模组行业进步——（20250503）

2015 年至今，移远通信在通信模组取得巨大商业成功，既是中国通信模组行业进步的标志，也是中国通信设备制造业中游崛起的缩影。2010 年，移远通信在上海成立，提供物联网无线通信模块解决方案的一站式服务；2015 年公司转制成为股份企业并于 2016 年登陆新三板，2019 年登陆 A 股。2015 年-2024 年，公司沿着蜂窝通信模组技术进步路线，不断扩展模组产品类型，企业规模迎来数十倍扩大。公司主营收入由 2015 年的 3.03 亿元增长至 2024 年的 185.94 亿元，归母净利润由 0.26 亿元增长至 5.88 亿元，人员规模由不足 200 人发展至约 6000 人。

怎么看待移远通信的成功？联想最近火热的中美关税冲突，美国总统特朗普延续其 2018 年在任时的思路，再次试图通过加征关税推动制造业回流美国。我们认为，美国人想要的正是移远通信这类具备产业升级能力的中游制造业，而不是“流水线上打螺丝”的劳动密集型工厂。可以看一组数据对比，上游物联网模组芯片厂商翱捷科技最新市值接近 400 亿元，创造了约 1200 多个就业岗位，中游物联网模组厂商移远通信最新平均市值约 200 亿元，但却贡献了接近 6000 个同等高质量就业岗位。从宏观经济学角度，充分就业是经济复苏的必要基础。美国人需要制造业回流实现经济复苏，中国同样需要高端制造业实现民族复兴。我们认为，从这个角度看，移远通信既承担市场效益又兼顾创造就业的社会职能，具有较高的社会价值。

移远通信主动选择低毛利率。在国内物联网模组行业快速发展期，公司尽管具备产品优势，生产效率优势，但为快速抢占国内市场份额，与竞争对手进行了激烈的价格战。可以看一组数据：将移远通信与广和通的历年主营收入除以历年模组出货量，可以得到两家公司各年单个模组平均销售价格。2019-2024 年，移远通信的单个模组平均价格为 62 元/个，广和通的单个模组平均价格为 146 元/个。移远通信单个模组平均销售价格大幅低于广和通，一个重要原因则是移远通信对重点行业和客户采用较低的产品报价，继而拉低公司整体毛利率。

移远通信低毛利率战略成功破局海外厂商。面对海外市场和海外竞争对手，移远通信的产品质量优势并不显著，其核心优势在于国内物联网行业发展迅速，具有产业集群效益，以及享受国内的工程师红利，研发和生产成本较低。在成本优势下，可以看到，海外原本具有先发优势的物联网模组厂商近几年市场份额持续丢失，Telit、SierraWireless、Gemalto 三家公司合并为一家

企业，U-Blox 退出蜂窝物联网业务。

优秀的企业是相似的，在研发投入上，移远通信为长远发展投入重金。根据移远通信公司年报，2017-2024 年，公司研发投入由 1.0 亿元增长至 16.7 亿元，累计约 70 亿元。移远通信不追求短期的利润增长，而是持续扩大研发投入，专注在物联网赛道加速发展。我们看到多家龙头企业在快速发展期采用类似的发展策略，例如千亿市值的白马企业科大讯飞。

AI 模组将成为端侧 AI 发展的基石。端侧 AI 是指小模型直接部署在终端设备上，负责 AI 模型推理过程，与云端大模型协作共同完成任务。在此发展趋势下，AI 模组将成为端侧 AI 发展的基石。其中 AI 模组集成 NPU 和先进计算单元，为工业、城市和家庭场景中的本地 AI 推理提供异构计算能力。2024 年至今，我们看到，AI 芯片、物联网模组、终端手机、算法开发平台等厂商陆续加入端侧 AI 的快速列车，在端侧组建新的智能计算生态体系。

全球端侧 AI 市场将呈现爆发式增长。目前 AI 算力模组产品已经陆续在电动汽车、机器人、AI 玩具等领域初步应用。展望未来，AI 算力模组及 AI 解决方案产品将广泛应用于智慧交通、智慧能源、金融支付、智慧城市、无线网关、智慧农业与环境监控、智慧工业、智慧生活与医疗健康以及智能安全等领域。根据第三方弗若斯特沙利文预测，全球端侧 AI 市场规模预计将从 2025 年的 3219 亿元增长至 2029 年的 12,230 亿元，复合年增长率高达 39.6%。与此同时，中国的端侧 AI 市场也将从 2025 年的 802 亿元攀升至 2029 年的 3,077 亿元，复合年增长率高达 39.9%。移远通信迎来端侧 AI 发展机遇。AI 与物联网深度融合为下游应用场景提供更加个性化的服务和体验，释放出新的增长机遇和创新潜力，物联网将由万物互联向万物智联演进。

投资策略：本篇专题分析了通信模组行业龙头移远通信成长策略：低毛利率、大力投入研发。同时我们看到通信模组行业正面临端侧 AI 新的发展机遇。透过移远通信，我们看到中国通信模组行业的进步，同时也看到，中国制造业不惧美国加征畸高关税，将持续向高端产业迈进，具有光明远大的发展前景。最后，我们看好物联网模组行业，相关标的：移远通信、广和通、美格智能。

风险提示：（1）国际关系不稳定；（2）市场竞争加剧；（3）供应链变动。

（分析师：石伟晶 执业编码：S1480518080001 电话：021-25102907）

重要公司资讯

1. 东华软件：东华发思特与来宾市糖业发展局举行糖业大模型签约仪式，双方拟在糖业数字化领域开展深度合作，共推糖业 AI 大模型，共同打造“糖业大模型”示范项目。此次合作也标志着双方将努力共同推动糖业智能化变革。（资料来源：同花顺）

2. 利亚德：公司首款交互式 Mini AI 全息玩具，依托利亚德在数字人技术、数字内容创作、先进显示技术及多模态交互等领域的核心优势，是目前行业内唯一不惧反射炫光的产品。AR 眼镜方面，主要是通过 Saphlux 合作，推出了基于单色 Micro LED 光机的 AR 眼镜产品，通过参股的方式联合 Saphlux 开发并推向市场。产品上市前需要进行销售内测，面市时间及方式待定。（资料来源：同花顺）

3. 小米：小米之家商业有限公司发生工商变更，雷军由执行董事改任董事，公司经营范围新增智能家庭消费设备销售等。此外，小米汽车 4 月交付超 28000 台。小米 SU7 车型辅助驾驶功能命名调整，如“小米智驾 Pro”改名为“小米辅助驾驶 Pro”。（资料来源：同花顺）

4. 零跑汽车：官博今日发布，5 月 1 日-5 月 5 日，全系订单超 18000 台；5 月 5 日全系单日订单超 3700 台，C11 单品单日达 1099 台。。（资料来源：同花顺）

5. 科士达：公司在业绩说明会上表示，数据中心电源从 UPS 转移到 HVDC 的趋势并不明朗，从目前来看，公司依然看好 UPS 是未来数据中心备用电源的主流。近年来，公司也在不断的升级 UPS 产品，从效率、占地、成本上都有明显优化，至于 HVDC 产品，公司一直都有相关的技术储备，也计划适时推出新型 HVDC 产品，以满足不同场景不同客户的差异化需求。（资料来源：同花顺）

经济要闻

1. 据 CNBC，美国财政部长贝森特当地时间周一接受采访时表示，**他预期中美贸易谈判未来几周内将出现进展**，并指出特朗普对中国祭出的 145% 关税无法长期维持。（资料来源：同花顺）

2. 香港特区行政长官李家超表示，为进一步协助特专科技和生物科技的企业筹融资以发展业务，**港交所将开通科企专线**，安排专设团队尽早与潜在申请人沟通，为有关企业的上市工作提供协助，以加强企业与保荐人了解相关规则对企业特定业务的适用性和评核准则，就不同重要议题作前期沟通。（资料来源：同花顺）

3. 深圳证券交易所近期对《深圳证券交易所会员客户交易行为管理评价业务指引》进行了修订，以进一步压实会员客户交易行为管理责任，更好地发挥评价机制的督促引导作用。据悉，此次修订增加上位规则依据，并完善了会员评价内容，新增“会员对程序化交易的管理情况”“会员对融资融券交易的管理情况”两方面评价内容，并在原有的“会员协同自律监管情况”评价中新增重点监控证券管理、加强客户交易风险提示等内容。（资料来源：同花顺）

4. 五一假期：据文化和旅游部数据中心测算，假期 5 天全国国内出游 3.14 亿人次，同比增长 6.4%；国内游客出游总花费 1802.69 亿元，同比增长 8.0%。入境、出境旅游市场热度双升。国家移民管理局 6 日通报，今年“五一”假期全国边检机关共保障 1089.6 万人次中外人员出入境，日均 217.9 万人次，较去年“五一”假期增长 28.7%，其中内地居民出入境同比增长 21.2%；港澳台居民出入境同比增长 37.1%；外国人出入境同比增长 43.1%。此外，海南离岛免税购物市场消费火热。据海口海关统计，该关共监管离岛免税购物金额 5.1 亿元，购物人数 7.91 万人次。假日期间，海口国际免税城内人声鼎沸，化妆品、腕表等专柜前人头攒动，免税的价格叠加商城优惠券，吸引了很多消费者。（资料来源：同花顺）

5. 财新 PMI 数据：4 月财新中国通用服务业 PMI 录得 50.7，低于 3 月 1.2 个百分点，在扩张区间降至七个月来最低。此前公布的 4 月财新中国制造业 PMI

走低0.8个百分点至50.4，为2月以来最低。两大行业景气度双降，当月综合PMI产出指数下滑0.7个百分点至51.1，显示国内企业生产经营活动扩张步伐放缓。（资料来源：同花顺）

6. 我国辅助生殖进医保已惠及超100万人次：国家医保局表示，截至目前，全国31个省份和新疆生产建设兵团均已将辅助生殖纳入医保，已惠及超100万人次，助力“生育梦”。辅助生殖是通过人工授精和试管婴儿等技术，让患不孕不育症或有家族遗传病的夫妇受孕并生下健康的胎儿。近年来，国家医保局持续指导地方将治疗性辅助生殖技术纳入医保报销，减轻不孕不育家庭费用负担。（资料来源：同花顺）

7. 美国和以色列同时发动空袭：据央视新闻6日消息，胡塞武装控制的马西拉电视台报道，5月5日，美国和以色列对也门荷台达省发动了至少48次空袭，空袭目标是该省首府荷台达市的机场，以及该省一家水泥厂和一些军事基地。以色列国防军称，此次空袭出动约20架战机，发射50枚弹药，打击了数十个目标。美方官员透露，此次行动系美以两国协同实施，旨在削弱胡塞武装远程打击能力。5日上午，胡塞武装表示，已经通知了世界各航空公司，禁止航班前往以色列各个机场，以色列所有机场都已成为胡塞武装的打击目标。（资料来源：同花顺）

8. 国内足金饰品价格再度破千：国际金价维持前日上涨态势。5月6日COMEX黄金一度触及3390美元/盎司，现货黄金一度突破3380美元/盎司。受国际金价影响，国内多家金店足金饰品价格再度突破千元。（资料来源：同花顺）

9. 胖东来：结合网络上关于许昌胖东来销售和和田玉有关情况的反映，许昌市市场监督管理局魏都区分局对时代广场销售和和田玉的胖东来唯初珠宝有限公司开展了日常检查。现场查阅了2025年1至4月份销售的和田玉数量和价格情况，并随机抽查了在售的13件和田玉商品的进销货相关手续。经检查，许昌市胖东来唯初珠宝有限公司2025年1至4月份共销售和田玉商品4177件，销售金额2959.2175万元，平均毛利率不超过20%；**目前在售和田玉商品均按规定明码标价；被随机抽查的在售13件和田玉商品进货手续齐全，进货台账完备，鉴定机构具有合法资质，鉴定证书有效。**（资料来源：同花顺）

10. 马来西亚总理5月6日发文称，他当天接待了AMD首席执行官苏姿丰，双方讨论了AMD支持国家半导体战略有关问题，AMD公司对确保和建立供应链有关政策表示欢迎，马来西亚对与AMD等公司建立战略合作伙伴关系持乐观态度。（资料来源：同花顺）

每日研报

【东兴房地产】房地产百强房企 1-4 月销售数据点评：4 月销售额同比继续下滑，市场仍面临压力 (20250506)

根据克而瑞的数据，2025 年 4 月 top100 房企销售金额同比下滑 9.1%，单月销售继续下滑。4 月单月销售同比增速最高的 5 家房企为中铁/荣盛/华发/阳光城/建发。

操盘销售额 top100:

1-4 月，top100 房企实现销售金额（操盘）10,181.6 亿元，同比增速为-6.8%，前值为-5.9%。其中，4 月单月实现销售金额（操盘）2,846.6 亿元，同比增速为-9.1%，前值为-11.3%。

1-4 月，top10/top11~top20/top21~top30/top31~top50/top51~top100 房企的销售金额（操盘）同比增速分别为-11.1%/-7.5%/3.5%/7.3%/-6.2%。其中，4 月单月同比增速分别为-16.9%/-24.8%/52.9%/16.2%/-5.0%。

1-4 月，top10/top11~top20/top21~top30/top31~top50/top51~top100 房企的销售金额（操盘）分组累计占比分别为 49.4%/16.7%/8.7%/11.7%/13.4%。去年同期，分组累计占比分别为 51.8%/16.9%/7.9%/10.2%/13.3%。

重点房企销售:

1-4 月，51 家主流房企中，销售金额（全口径）最大的 5 家房企为保利/华润/中海/招商/绿城，销售金额分别为 876.1/685/665.2/497.8/477.2 亿元。

1-4 月，51 家主流房企中，销售均价（全口径）最高的 5 家房企为滨江/越秀/绿城/金隅/保利置业，销售均价分别为 3.98/3.94/3.41/3.05/2.73 万元/平。

1-4 月，51 家主流房企中，销售金额（全口径）同比增速最高的 5 家房企为中铁/华发/电建/越秀/铁建，同比增速分别为 55.4%/49.1%/49.1%/37.1%/22.7%。

4 月单月，51 家主流房企中，销售金额（全口径）同比增速最高的 5 家房企为中铁/荣盛/华发/阳光城/建发，同比增速分别为 280.9%/102.4%/73.5%/68.7%/53.3%。

投资建议:

我们认为，当前整体市场仍面临压力。我们建议短期关注政策增量落地带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市优质产品资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展、新城控股；华润置地、龙湖集团等也有望受益。

风险提示：盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产减值的风险。

(分析师: 陈刚 执业编码: S1480521080001 电话: 010-66554028)

【东兴通信】通信行业：透过移远通信，看中国通信模组行业进步——（20250503）

2015 年至今，移远通信在通信模组取得巨大商业成功，既是中国通信模组行业进步的标志，也是中国通信设备制造业中游崛起的缩影。2010 年，移远通信在上海成立，提供物联网无线通信模块解决方案的一站式服务；2015 年公司转制成为股份企业并于 2016 年登陆新三板，2019 年登陆 A 股。2015 年-2024 年，公司沿着蜂窝通信模组技术进步路线，不断扩展模组产品类型，企业规模迎来数十倍扩大。公司主营收入由 2015 年的 3.03 亿元增长至 2024 年的 185.94 亿元，归母净利润由 0.26 亿元增长至 5.88 亿元，人员规模由不足 200 人发展至约 6000 人。

怎么看待移远通信的成功？联想最近火热的中美关税冲突，美国总统特朗普延续其 2018 年在任时的思路，再次试图通过加征关税推动制造业回流美国。我们认为，美国人想要的正是移远通信这类具备产业升级能力的中游制造业，而不是“流水线上打螺丝”的劳动密集型工厂。可以看一组数据对比，上游物联网模组芯片厂商翱捷科技最新市值接近 400 亿元，创造了约 1200 多个就业岗位，中游物联网模组厂商移远通信最新平均市值约 200 亿元，但却贡献了接近 6000 个同等高质量就业岗位。从宏观经济学角度，充分就业是经济复苏的必要基础。美国人需要制造业回流实现经济复苏，中国同样需要高端制造业实现民族复兴。我们认为，从这个角度看，移远通信既承担市场效益又兼顾创造就业的社会职能，具有较高的社会价值。

移远通信主动选择低毛利率。在国内物联网模组行业快速发展期，公司尽管具备产品优势，生产效率优势，但为快速抢占国内市场份额，与竞争对手进行了激烈的价格战。可以看一组数据：将移远通信与广和通的历年主营收入除以历年模组出货量，可以得到两家公司各年单个模组平均销售价格。2019-2024 年，移远通信的单个模组平均价格为 62 元/个，广和通的单个模组平均价格为 146 元/个。移远通信单个模组平均销售价格大幅低于广和通，一个重要原因则是移远通信对重点行业和客户采用较低的产品报价，继而拉低公司整体毛利率。

移远通信低毛利率战略成功破局海外厂商。面对海外市场和海外竞争对手，移远通信的产品质量优势并不显著，其核心优势在于国内物联网行业发展迅速，具有产业集群效益，以及享受国内的工程师红利，研发和生产成本较低。在成本优势下，可以看到，海外原本具有先发优势的物联网模组厂商近几年市场份额持续丢失，Telit、SierraWireless、Gemalto 三家公司合并为一家企业，U-Blox 退出蜂窝物联网业务。

优秀的企业是相似的，在研发投入上，移远通信为长远发展投入重金。根据移远通信公司年报，2017-2024 年，公司研发投入由 1.0 亿元增长至 16.7 亿元，累计约 70 亿元。移远通信不追求短期的利润增长，而是持续扩大研发投入，专注在物联网赛道加速发展。我们看到多家龙头企业在快速发展期采用类似的发展策略，例如千亿市值的白马企业科大讯飞。

AI 模组将成为端侧 AI 发展的基石。端侧 AI 是指小模型直接部署在终端设备上，负责 AI 模型推理过程，与云端大模型协作共同完成任务。在此发展趋势下，AI 模组将成为端侧 AI 发展的基石。其中 AI 模组集成 NPU 和先进计算单元，为工业、城市和家庭场景中的本地 AI 推理提供异构计算能力。2024 年至今，我们看到，AI

芯片、物联网模组、终端手机、算法开发平台等厂商陆续加入端侧 AI 的快速列车，在端侧组建新的智能计算生态体系。

全球端侧 AI 市场将呈现爆发式增长。目前 AI 算力模组产品已经陆续在电动汽车、机器人、AI 玩具等领域初步应用。展望未来，AI 算力模组及 AI 解决方案产品将广泛应用于智慧交通、智慧能源、金融支付、智慧城市、无线网关、智慧农业与环境监控、智慧工业、智慧生活与医疗健康以及智能安全等领域。根据第三方弗若斯特沙利文预测，全球端侧 AI 市场规模预计将从 2025 年的 3219 亿元增长至 2029 年的 12,230 亿元，复合年增长率高达 39.6%。与此同时，中国的端侧 AI 市场也将从 2025 年的 802 亿元攀升至 2029 年的 3,077 亿元，复合年增长率高达 39.9%。移远通信迎来端侧 AI 发展机遇。AI 与物联网深度融合为下游应用场景提供更加个性化的服务和体验，释放出新的增长机遇和创新潜力，物联网将由万物互联向万物智联演进。

投资策略：本篇专题分析了通信模组行业龙头移远通信成长策略：低毛利率、大力投入研发。同时我们看到通信模组行业正面临端侧 AI 新的发展机遇。透过移远通信，我们看到中国通信模组行业的进步，同时也看到，中国制造业不惧美国加征畸高关税，将持续向高端产业迈进，具有光明远大的发展前景。最后，我们看好物联网模组行业，相关标的：移远通信、广和通、美格智能。

风险提示：(1) 国际关系不稳定；(2) 市场竞争加剧；(3) 供应链变动。

(分析师：石伟晶 执业编码：S1480518080001 电话：021-25102907)

【东兴非金属材料】海螺水泥（600585.SH）：行业持续低迷，内生外延和海外拓展新空间（20250503）

海螺水泥 2024 年实现营业收入 910.30 亿元，同比下降 35.44%；归属于母公司所有者的净利润为 76.96 亿元，同比下降 26.21%，扣非后归母净利润为 73.65 亿元，同比下降 26.10%，实现 EPS 为 1.46 元。2025 年一季度营业收入和归母净利润分别为 190.51 亿元和 18.10 亿元，分别同比下降 10.67%和增长 20.51%。

点评：

行业需求低迷下销量下降影响营业收入，价格三季度以来回升带动利润增长转正。公司 2024 年和 2025 年一季度营业收入均同比下降，共同原因主要是行业需求低迷，导致销量出现同比下降。2024 年公司自产水泥销量为 2.68 亿吨，同比下降 5.96%；2025 年一季度在企业错峰生产的影响下公司销量同比下降。而 2024 年营业收入的大幅下降主要是价格大幅下降所致，2024 年海螺水泥销售价格为 214.17 元/吨，同比下降 21.68%。2025 年一季度营业收入同比降幅收窄至 10.67%，主要是价格同比改善带动。根据同花顺数据，2025 年海螺水泥全国平均含税价格看，2025 年一季度同比增幅为 10.24%。2024 年三季度以来在错峰生产和政策发力下，水泥价格同比出现上升，这也推动 2024 年第四季度公司利润出现转正，单季度营业利润为 33.22 亿元，同比增长 32.27%。

在价格同比改善的带动下 2025 年一季度公司综合毛利率为 22.88%，同比提高 5.13 个百分点，抵消了销量下降对利润的影响，实现了利润的同比转正。2024 年全年综合毛利率为 21.70%，同比提高 5.13 个百分点，由

于 2024 年销量下滑较多，全年利润同比依然下降较多。

规模成本优势下，持续提升市场份额。公司作为全国性的水泥龙头企业，规模成本优势突出。在 2024 年全国水泥产量同比下滑 9.50% 的情况下，公司产销量下滑幅度仅为 5.96%。公司在行业需求持续减弱的情况下，保持了市场份额的持续提升。这主要得益于公司较低的生产成本，保证了公司在走量提升市场份额的基础上依然能够保持一定的盈利水平。水泥作为有运输半径的产品，当前持续低迷的行业环境有利于公司能够进一步提升自己在全国的市场占有率水平。

并购和海外发展拓展发展新空间。当前持续低迷的行业环境，不但加快了公司市占率的提升，更为公司外延式发展提供机遇。公司积极推进区域性产能整合，使得公司通过内生和外延拓展更大的发展空间。同时，公司积极向海外发展，非洲和南美设立了办事处，乌兹别克斯坦生产线投产，柬埔寨托管产线预计 2025 年 2 月投运。2024 年公司海外熟料产能增加 230 万吨，海外区域营业收入为 46.77 亿元，同比增长 0.13%；毛利率为 32.33%，同比提高 2.23 个百分点。

盈利预测及投资评级：我们预计公司 2025-2027 年归属于母公司净利润分别为 93.63 亿元、103.99 亿元和 116.41 亿元，对应 EPS 分别为 1.77、1.96 元和 2.20 元。当前股价对应 PE 值分别为 13.83 倍、12.45 倍和 11.12 倍。考虑到公司作为水泥行业龙头规模成本优势下，行业持续低迷下公司通过内生、外延和海外发展拓展新空间，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：房地产行业景气度低迷持续性超预期。

（分析师：赵军胜 执业编码：S1480512070003 电话：010-66554088）

【东兴计算机】福昕软件(688095.SH):2024 归母扭亏为盈,拆分福昕中国把握信创机遇——2024 年报&2025 年一季报点评 (20250503)

事件：

福昕软件披露 2024 年报与 2025 年一季报，公司 24 年实现营收、归母净利润、扣非净利润分别为 7.11（同比+16.44%）、0.27（同比+129.64%，扭亏为盈）、-2.02（亏损同比扩大）亿元。25 年一季度实现营收、归母净利润、扣非净利润分别为 2.02（同比+19.78%）、-0.06（亏损同比收窄）、-0.14（亏损同比收窄）亿元。

点评：

收入增速重回两位数水平，结构明显优化。在永久授权向订阅制转型的过程中，福昕 24A 及 25Q1 的订阅收入规模分别为 3.51（同比+62%，占比 49%）、1.17（同比+58%，占比 58%）亿元。从订阅 ARR（年度经常性收入）上来看，公司 24Q1、25Q1 单季度增幅分别为 0.45（续费率达 90%）、0.40 亿元（续费率达 91%），增长稳健且客户高粘性，截至 25 年一季度末，公司订阅 ARR 已达 4.52 亿元，转型成效显著。分渠道来看，公司 24A 及 25Q1 的渠道收入规模分别为 2.92（同比+40%，占比 41%）、0.85（同比+34%，占比 42%）亿

元,24 年公司在 APAC 区域共拓展超 100 家原与 Adobe 合作的渠道商。在维持北美市场稳健基本盘的基础上,公司通过渠道化转型打开中东、亚太等新兴市场,亚太区公司 24A 及 25Q1 的收入增速分别为 53%、56%;欧洲及中东区公司 24A 及 25Q1 的收入增速分别为 24%、16%,表现亮眼。

拆分福昕中国,把握信创机遇。公司 24 年将国内和国际业务及运营进行了分拆,福昕国际与福昕中国并肩独立发展,福昕中国规划横向以版式文档技术为核心,打造技术领先型平台;纵向深入政务、医疗和供应链等高业务壁垒且与底层文档类技术应用紧密相关的高价值业务领域。横向传统版式文档方面,24 年公司收购福昕鲲鹏后已完成深度整合,实现 PDF 与信创 OFD 双版式协同;纵向内生和外延式新增业务拓展上,公司 25 年将发力推广智能文档解决方案,该产品结合公司核心版式文档识别技术和 AI 能力,满足市场对智能文档管理的需求。24 年整合福昕鲲鹏后公司国内收入增速明显提升,24A 及 25Q1 的国内收入增速分别达 18%、32%,高于公司整体水平。此外福昕于 25 年初收购政务信息化企业通办信息,成功进入需求侧的智慧政务服务领域,有望通过技术整合与渠道协同打开公司版式文档与政务信息化业务的空间。

控费持续,24 年归母扭亏,25 年有望实现持续盈利。盈利能力方面,公司 24A、25Q1 毛利率分别为 93.41% (同比-1.38pct)、91.60% (同比-3.06pct),毛利率保持较高水平,但我们认为在垂类业务的推广过程中公司毛利率可能仍将有一定下行;费用率方面,公司 24 年销售、管理、研发费用率分别为 53.85% (同比-1.79pct)、23.64% (同比+0.99pct)、32.67% (同比-4.08pct);25 年销售、管理、研发费用率分别为 48.57% (同比-3.50pct)、22.09% (同比+1.13pct)、30.06% (同比-3.85pct),期间费用率有所下行,控费取得一定效果。24 年公司实现扭亏为盈主要依靠几笔大额非经常性收益,例如收购福昕鲲鹏过程中确认的投资收益及公允价值变动损益、无需支付收购 AccountSight 时所涉及的最后一期或有对价等,但剔除商誉减值及股份支付的影响,公司扣非净亏损约为 0.86 亿元,同口径亏损幅度收窄近 31%,我们认为在收入增长与控费持续的条件下,公司有望在 25 年实现持续盈利。

盈利预测与投资评级:我们认为福昕软件作为高度产品化、掌握自主可控核心技术、具备参与全球化竞争实力的软件企业,在 A 股计算机乃至科技板块具备稀缺性,同时公司具有清晰明确的成长路径,叠加商业模式的内生优化、控费效果的改善、人工智能的助力以及国内市场的进一步打开,中期利润释放动能强劲。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.33/0.64/1.31 亿元,当前股价对应 PE 值分别为 180/93/45 倍,维持“强烈推荐”评级。

风险提示:行业竞争加剧、公司订阅制转型及渠道转型速度不及预期、公司控费效果及利润释放不及预期、海外地缘政治影响、OFD 业务推进不及预期、人工智能协同作用不及预期等。

(分析师:张永嘉 执业编码:S1480523070001 电话:010-66554016 分析师:刘蒙 执业编码:S1480522090001 电话:010-66554034)

【东兴化工】安迪苏(600299.SH):一季度稳健增长,产能扩张巩固龙头地位(20250430)

安迪苏发布 2025 年 1 季报:公司 1 季度实现营业收入 42.99 亿元, YoY+22.98%, 归母净利润 4.65 元, YoY+67.85%。

核心业务稳健增长，带动公司盈利大幅增长。①功能性产品板块：营收同比强劲增长 29%至 33.19 亿元，归功于蛋氨酸和维生素业务的优异表现。其中，蛋氨酸业务销售取得双位数的同比增长，液体蛋氨酸市场渗透率持续提升，创单季销量记录（同比增长 24%）。②特种产品板块：营收同比增长 7%至 9.80 亿元，毛利润同比增长 5%。单胃动物产品系列、反刍动物产品线的持续增长带动了特种产品板块整体稳定的增长势头。

蛋氨酸产能持续提升巩固龙头地位。①公司目前有 2 个蛋氨酸生产平台，分别位于欧洲和中国南京。自 2021 年 3 季度以来，欧洲生产平台的扩建项目已成功提升年产能共计 8 万吨。中国南京生产平台二期年产 18 万吨液体蛋氨酸工厂已于 2022 年 9 月建成投产。不仅如此，公司对于南京生产平台的投资仍在持续开展，以不断优化能源利用，改善环境影响。②为满足全球蛋氨酸需求，并进一步巩固公司在蛋氨酸行业的领导地位，公司在泉州投建新的固体蛋氨酸工厂，年产能 15 万吨，该工厂目前已取得项目基础设计与概算批复，预计将于 2027 年投产。③公司正在研究分析在美元区建设另一个蛋氨酸生产平台的可行性，以应对日益增加的地缘政治风险。我们预计公司将通过持续产业投资，进一步扩大产能，在未来继续保持在全球第一梯队的领先地位。

公司盈利预测及投资评级：公司是全球动物营养行业的领军企业，是世界第二大蛋氨酸生产企业，可同时生产固体和液体蛋氨酸，同时公司积极践行“双支柱”战略，不断巩固蛋氨酸行业领先地位，并加快特种产品业务的发展。我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，2025-2027 年净利润分别为 16.37、18.52 和 20.25 亿元，对应 EPS 分别为 0.61、0.69 和 0.75 元，当前股价对应 P/E 值分别为 16、14 和 13 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品及原材料价格下滑；行业新增产能投放过快；饲料行业需求下滑。

（分析师：刘宇卓 执业编码：S1480516110002 电话：010-66554030）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。