

晨会纪要

数据日期: 2025-04-30	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3279.03	9899.82	3770.57	10996.25	2694.66	1012.41
涨跌幅度(%)	-0.23	0.50	-0.11	0.61	1.25	0.85
成交金额(亿元)	5055.72	6637.40	2448.20	2500.46	2933.65	262.95

晨会主题

【重点推荐】

行业与公司

神农集团(605296.SH) 财报点评:养殖成本稳步下降,头均收益保持行业领先

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评:劳动节假期海外金融市场事项一览-全球股指继续反弹

宏观周报:宏观经济宏观周报-高频指标环比走弱,但房地产景气继续上升

宏观周报:高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数继续走平

固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募EB每周跟踪(20250428-20250430)

固定收益周报:超长债周报——超长债量价齐升

策略深度:2024年报&2025一季报深度解析-磨底向上自此始

策略专题:AI赋能资产配置(十二)-DeepSeek资产配置进阶实践的20个核心问答

策略专题:ESG月度观察(2025年第4期)-气候可持续披露准则重磅发布

策略专题:5月策略观点-如何配底仓,如何找弹性

行业与公司

2025年石化化工行业5月投资策略:看好钾肥、制冷剂、芳纶纸、民爆、季戊四醇的投资方向

人工智能行业专题:美股大厂Q1业绩追踪,AI持续提供增长动能

人工智能行业专题:2025Q1海外大厂CapEx和ROIC总结梳理-20250505

海外市场专题:美股市场速览-市场持续修复,多数行业上涨

海外市场专题:港股市场速览-科技板块带动市场表现强势

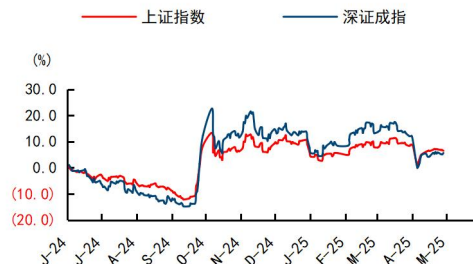
港股5月投资策略:以历史胜率为参考,应对关税政策的不确定性

电新行业周报:锂电产业链双周评(5月第1期)-一季度铁锂隔膜等环节盈利持续承压,宁德时代发布电池新品

电新行业周报:风电产业链周评(5月第1周)-海风开工与招标景气共振,关注二季度行业机会

电新行业周报:AIDC电力设备/电网产业链周评(5月第1周)-电力现货

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 05月06日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	22504.68	1.74

基金指数 05月06日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3241.55	0.07
股票基金指数	9785.88	0.20
混合基金指数	9042.86	0.03

汇率 05月06日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.12	0.08
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.75	-0.08
美元兑日元	144.97	-0.3

非流通股解禁 05月06日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
华兰股份	3782.78	100.00	2025-04-30
深城交	8400.00	100.00	2025-04-28
中科微至	6660.00	100.00	2025-04-28
戎美股份	16800.00	100.00	2025-04-28
成大生物	22766.37	100.00	2025-04-28
汇宇制药-W	11406.67	100.00	2025-04-28
新锐股份	2460.70	100.00	2025-04-28
凯尔达	2837.71	100.00	2025-04-25

市场建设提速，海外 AIDC 设备需求持续上行

汽车行业专题：特斯拉专题研究系列三十三-销量下滑压制盈利，静待新品放量带来全新驱动力

农业行业专题：美国农业部（USDA）月度供需报告数据分析专题-秋季美国大豆有望迎减产驱动，美国牛价预计 2025 年景气向上

农业行业专题：农林牧渔行业 2024 年报及 2025 一季报总结-养殖链整体维持盈利同比改善，种植链标的有望受益粮价景气修复

农林牧渔 2025 年 5 月投资策略：看好养殖细分龙头估值修复，布局肉牛大周期反转

农业行业周报：农产品研究跟踪系列报告（158）-2025Q1 基金持仓分析：高景气宠物赛道彰显持仓韧性，低估值猪企关注度提升

社会服务行业双周报（第 106 期）：沪上阿姨招股说明书梳理：跨价格带覆盖茶饮咖啡品类，于北方市场优势突出

视源股份(002841.SZ) 财报点评:1Q25 营收同比增长 11%，毛利率环比改善

伟测科技(688372.SH) 财报点评:一季度收入同比增长 55%，积极扩产产能

立昂微(605358.SH) 财报点评:一季度收入创季度新高，毛利率回升

德明利(001309.SZ) 财报点评:1Q25 收入逆势同环比增长，产品线与客户结构加速升级

兆易创新(603986.SH) 财报点评:1Q25 营收同环比增长，产品线与应用领域多维拓展

北京君正(300223.SZ) 财报点评:1Q25 收入同环比增长，计算、存储与模拟多维发展

江波龙(301308.SZ) 财报点评:企业级存储加速放量，全球布局持续铺开
北方华创(002371.SZ) 财报点评:发布离子注入机并购芯源微，设备平台化战略凸显

鼎龙股份(300054.SZ) 财报点评:一季度利润同比高增，盈利能力显著改善

翱捷科技-U(688220.SH) 财报点评:一季度业绩符合预期，毛利率显著改善

中微公司(688012.SH) 财报点评:薄膜设备覆盖率提升，高端刻蚀运付量显著增加

晶晨股份(688099.SH) 财报点评:端侧 AI 与 Wi-Fi 6 放量显著，二季度业绩有望进一步增长

拓荆科技(688072.SH) 财报点评:在手订单饱满充裕，新工艺产品获重复订单

恒玄科技(688608.SH) 财报点评:国补与可穿戴助力业绩高增，2800 全面落地 AI 端侧应用

火星人(300894.SZ) 财报点评:经营较为承压，规模受损盈利下滑

亿田智能(300911.SZ) 财报点评:集成灶需求承压，积极转型算力赛道

稳健医疗(300888.SZ) 财报点评:2024 年业绩同比增长 20%，2025 一季度增长提速

海澜之家(600398.SH) 财报点评:一季度业绩企稳回升，京东奥莱新业态增量可期

今世缘(603369.SH) 财报点评:2024 年省内市场份额提升，2025Q1 收现表现较好

重庆啤酒(600132.SH) 财报点评:2024 年啤酒量价承压，2025 年第一季度经营改善

安井食品(603345.SH) 财报点评:利润短期承压，2025 年新品规划清晰

新凤鸣(603225.SH) 财报点评:一季度净利同比提升,涤纶长丝格局改善

森麒麟(002984.SZ) 财报点评:受原材料价格上涨业绩承压,看好2025年摩洛哥项目放量

同益中(688722.SH) 财报点评:超高分子量聚乙烯景气回暖,增资超美斯拓展芳纶成长

沪农商行(601825.SH) 财报点评:利润稳定增长,分红率提升

成都银行(601838.SH) 财报点评:规模保持较快扩张,负债成本改善

张家港行(002839.SZ) 财报点评:投资收益亮眼,资产质量稳健

浙商银行(601916.SH) 财报点评:净息差边际改善

建设银行(601939.SH) 财报点评:规模稳健扩张,资产质量改善

天立国际控股(01773.HK) 海外公司财报点评:2025 上半财年业绩维持亮眼增速, AI 教育布局规划逐渐清晰

百胜中国(09987.HK) 海外公司财报点评:同店销售止跌企稳,股东回报计划稳步推进

新媒股份(300770.SZ) 财报点评:2024 年维持高股息,布局微短剧并开拓 AI 垂类新赛道

滨江集团(002244.SZ) 财报点评:销售拿地持续聚焦杭州,利润正增财务状况良好

中天科技(600522.SH) 财报点评:在手订单充裕,海洋业务今年有望快速发展

紫光股份(000938.SZ) 财报点评:2025 年 Q1 营收同比增长 22%,继续深耕“算力与联接”

均胜电子(600699.SH) 财报点评:盈利能力持续提升,加速布局机器人关键零部件

伯特利(603596.SH) 财报点评:一季度收入同比增长 42%,公司底盘新产品研发加速

瑞鹄模具(002997.SZ) 财报点评:一季度收入同比增长 48%,规模效应有望持续兑现

继峰股份(603997.SH) 财报点评:一季度盈利大幅改善,股权激励彰显座椅事业部盈利信心

保隆科技(603197.SH) 财报点评:一季度净利润同比增长 40%,具备完备空气悬架产品布局

拓普集团(601689.SH) 财报点评:盈利短期承压,机器人业务打开全新增量空间

松原安全(300893.SZ) 财报点评:产品线全面发力,一季度营收同比增长 45%

双环传动(002472.SZ) 财报点评:新能源和智能执行机构业务放量,一季度净利润同比增长 25%

旭升集团(603305.SH) 财报点评:一季度毛利率环比提升,人形机器人业务全面推进

精锻科技(300258.SZ) 财报点评:业绩短期承压,静待新品放量和机器人业务推进

玲珑轮胎(601966.SH) 财报点评:成本及需求波动压制盈利,静待海外工厂释放新增量

福瑞股份(300049.SZ) 财报点评:药品业务增速亮眼,器械按次收费模式持续开拓

昭衍新药(603127.SH) 财报点评:全年收入下滑,四季度收入、利润环比改善

嘉友国际(603871.SH) 财报点评:受蒙煤需求影响业绩低于预期,看好中非长期发展

光明肉业(600073.SH) 深度报告:布局全球的优质牛肉标的,有望受益牛肉涨价利好催化

回盛生物(300871.SZ) 财报点评:原料药产能释放,行情上行,Q1扣非归母净利润同比+512%

登海种业(002041.SZ) 财报点评:销售承压叠加减值计提,Q4归母净利润同比-101%

隆平高科(000998.SZ) 财报点评:玉米种子景气下行,2025Q1归母净利润同比-103%

海南橡胶(601118.SH) 财报点评:受益橡胶行情回暖,业绩表现维持同比修复趋势

巨星农牧(603477.SH) 财报点评:养殖成本领先行业,生猪出栏有序扩张

天康生物(002100.SZ) 财报点评:净利同比扭亏为盈,生猪养殖出栏预计稳步增长

华统股份(002840.SZ) 财报点评:生猪成本明显改善,定增落地有望助力资本结构改善

温氏股份(300498.SZ) 财报点评:生猪与黄鸡养殖成绩改善,资产负债表稳步修复

蔚蓝生物(603739.SH) 财报点评:研发驱动酶制剂产品毛利持续提升,有望受益饲料原料替代需求增长

微软(MICROSOFT)(MSFT.O) 海外公司财报点评:营收利润超指引,云重新加速,预期26财年资本开支继续增长

脸书(META PLATFORMS)(META.O) 海外公司财报点评:广告提效与新产品进展顺利,上调全年资本开支预算

亚马逊(AMAZON)(AMZN.O) 海外公司财报点评:业绩符合预期,AWS利润率续创新高

鸿路钢构(002541.SZ) 财报点评:一季度产销回暖,期待智能化转型落地起效

重庆百货(600729.SH) 财报点评:零售主业持续调改升级,盈利能力不断提升

科思股份(300856.SZ) 财报点评:产品量价下滑致业绩承压,关注后续新产线表现

周大生(002867.SZ) 财报点评:金价高位短期业绩仍有承压,持续强化分红彰显经营信心

北方稀土(600111.SH) 财报点评:25Q1冶炼分离产量同增13%,量价齐升带来业绩高增

盛达资源(000603.SZ) 财报点评:25Q1归母净利润同比扭亏,鸿林矿业投产在即

亚信安全(688225.SH) 财报点评:盈利能力回升明显,携手亚信科技持续开拓AI领域

金融工程

金融工程周报:多因子选股周报-反转因子表现出色,中证A500指数增强组合年内超额4.88%

金融工程周报:主动量化策略周报-科创涨红利跌,成长稳健组合年内排名主动股基前11%

金融工程周报:港股投资周报-恒生科技领涨,港股精选组合年内上涨21.90%

金融工程周报:ETF周报-上周除科创板外主要宽基ETF均有资金净流出

金融工程周报:基金周报-两大指数公司宣布调整指数使用费,摩根基金信心自购5400万元

金融工程日报: 沪指延续窄幅整理, 科技活跃、银行调整

【重点推荐】

行业与公司

◆ 神农集团(605296.SH) 财报点评:养殖成本稳步下降,头均收益保持行业领先

单头养殖收益保持行业领先,养殖成本稳步下降。公司2024年营收同比+43.51%至55.84亿元,归母净利润同比扭亏至6.87亿元;2025Q1营收同比+35.97%至14.72亿元,归母净利润同比扭亏至2.29亿元。得益于优秀的成本管控水平,公司相较行业养殖超额盈利明显,头均养殖收益处于行业领先。据公司公告披露,2025年1月养殖完全成本13元/公斤,断奶仔猪成本280-290元/头。公司2025年平均完全成本目标是13元/公斤以内,将基于2024年平均原料价格,从健康度、规模效应和管理效率提升等方面再挖掘1元/公斤的成本下降空间。

养殖成绩位于行业第一梯队,核心场合作布局长期高质量发展。公司在生猪产业链深耕二十余年,以饲料业务起家,分别于2002年和2005年开始拓展生猪养殖与屠宰业务。目前公司养殖业务主要分布在云南、广西、广东。公司重视生猪防疫及健康保健,生猪养殖成绩处于行业前列,2025年1月PSY为29头,全程存活率约86%。2024年10月,公司与PIC中国、巨星农牧合作投资的黔南遗传核心场项目正式启动,该核心场拥有PIC全球的高性能基因库和先进的生物育种技术,并率先应用中国特色性状,有望保证公司未来高品质种猪的长期稳定供应,预计将有利于未来公司的高质量发展。

2025年出栏目标320-350万头,杠杆率处于行业较低水平。养殖产能方面,公司2025年出栏目标为320-350万头,2025年1月底能繁母猪存栏为12.3万头,计划2025年底做到16万头能繁母猪,预计每年增加能繁母猪约4万头,2027年争取做到500万头以上的出栏量,有望保持稳健增长。公司资金安全垫较高,截至2025Q1末,拥有货币资金11.35亿元,同比增加86.37%;资产负债率仅27.81%,杠杆率处于行业较低水平,未来仍有充裕融资空间。

风险提示:养殖过程中发生不可控疫情,粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

投资建议:维持“优于大市”评级,优质生猪养殖先锋标的,单头养殖收益保持行业领先优势。考虑到当前生猪产能处于恢复阶段,出于谨慎原则,我们下调原先对25-26年猪价预估,相应下调25-26年盈利预测,预计公司25-27年归母净利润为6.1/5.8/5.1亿元,对应当前股价PE为25/26/29X。

证券分析师: 鲁家瑞(S0980520110002)、李瑞楠(S0980523030001)、江海航(S0980524070003)

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:劳动节假期海外金融市场事项一览-全球股指继续反弹

2025年劳动节假期为5月1日至5月5日,期间海外金融市场共经历2个交易日,我们对劳动节假期海外主要资产表现及重大新闻热点作出了梳理回顾。

证券分析师: 季家辉(S0980522010002)、田地(S0980524090003)、董德志(S0980513100001)

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-高频指标环比走弱,但房地产景气继续上升

主要结论:高频指标环比走弱,但房地产景气继续上升。

经济增长方面,本周(5月2日所在周)国信高频宏观扩散指数A转为负值,指数B小幅下降。从分项来看,本周房地产领域景气继续上升,消费、投资领域景气有所回落;本周房地产领域表现较优。从季节性比较来看,春节后2-3个月内指数B均会季节性上行,平均每周上升0.17,本周指数B标准化后下降

0.14，表现弱于历史平均水平，指向国内经济增长动能有所回落。

基于国信高频宏观扩散指数对资产价格进行预测，显示当前国内利率偏低，上证综合指数偏高，从均值回归的角度看，预计下周（2025年5月9日所在周）十年期国债利率将上行，上证综合指数将下行。

周度价格高频跟踪方面：

（1）本周食品、非食品价格均下跌。预计4月CPI食品价格环比约为0.5%，非食品价格环比约为0.1%，整体CPI环比约为0.2%，CPI同比上升至零。

（2）4月上、中旬流通领域生产资料价格定基指数继续下跌。预计4月PPI环比约为-0.5%，PPI同比回落至-2.8%。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

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

◆ 宏观周报：高技术制造业宏观周报—国信周频高技术制造业扩散指数继续走平

国信周频高技术制造业扩散指数继续走平。截至2025年4月26日当周，国信周频高技术制造业扩散指数A录得0；国信周频高技术制造业扩散指数B为51.6，较上期持平。从分项看，动态随机存储器价格上升，半导体景气度上升；丙烯腈下降，航空航天行业景气度下降；6-氨基青霉烷酸、六氟磷酸锂价格、中关村电子产品价格指数不变，医药、新能源、计算机行业景气度不变。

高技术产业跟踪方面：

高技术制造业高频数据跟踪上，6-氨基青霉烷酸价格310元/千克，与上周持平；丙烯腈价格8250元/吨，较上周下降450元/吨；动态随机存储器（DRAM）价格0.8910美元，较上周上升0.019美元；晶圆（Wafer）价格最新一期报2.76美元/片，较上周下降0.01美元/片；六氟磷酸锂价格5.75万元/吨，与上周持平；中关村电子产品价格指数：液晶显示器最新一期报91.04，与上周持平。

高技术制造业政策动向上，4月29日，工业和信息化部发布2025年汽车标准化工作要点，旨在健全标准体系、提升标准质效、强化实施应用，以标准助力汽车产业转型升级和高质量发展。其中提出，将推动自动驾驶设计运行条件、自动泊车、自动驾驶仿真测试等标准批准发布及实施，加快自动驾驶系统安全要求强制性国家标准研制，构建自动驾驶系统安全基线。

高技术制造业前沿动态上，4月30日，在AI开源社区Hugging Face上，发布名为DeepSeek-Prover-V2-671B的新模型，随后在GitHub等平台上公布了论文信息。

风险提示：高技术制造业发展和结构调整带来指标失灵；经济政策和产业政策干预；经济增速下滑。

证券分析师：邵兴宇（S0980523070001）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益快评：可交换私募债跟踪—私募EB每周跟踪（20250428–20250430）

我们定期梳理从公开渠道可获得的最新的可交换私募债（私募EB）项目情况，对私募可交换债项目做基本要素跟踪，私募发行条款发行过程可能有更改，请以最终募集说明书为准，发行进度请与相关主承销商咨询。

本周新增项目信息如下：（部分项目因合规原因未予列示）

1. 蜀道投资集团有限责任公司2025年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所通过，拟发行规模为50亿元，正股为四川路桥（600039.SH），主承销商为中信证券、宏信证券，交易所更新日期为2025年4月30日；

2. 中国平煤神马控股集团有限公司2024年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所通过，拟发行规模为10亿元，正股为神马股份/平煤股份（600810.SH/601666.SH），主承销商为平安证券，交易所更新日期为2025年4月29日；

风险提示

项目获批进度不及预期，经济增速下滑。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）
联系人： 吴越

◆ 固定收益周报:超长债周报——超长债量价齐升

超长债复盘：4月PMI大幅回落至49，月底资金面较宽松，国新发布会央行表示适时降准降息，债市从震荡转为上涨，超长债大涨。成交方面，上周超长债交投活跃度大幅上升，交投非常活跃。利差方面，上周超长债期限利差大幅缩窄，品种利差走阔。

超长债投资展望：

30年国债：截至4月30日，30年国债和10年国债利差为20BP，处于历史偏低水平。从国内经济数据来看，开年经济不错。一季度GDP为5.4%，显著高于今年全年5%的经济目标。通胀方面，3月CPI为-0.1%，通缩风险依然明显。综合基本面数据，我们认为经济依然处于底部区域。在全球贸易摩擦加剧的背景下，4月政治局会议提出加强超常规逆周期调节，我们预计二季度降准降息可期，收益率下行概率更大。不过当前30年国债期限利差依然偏低，期限利差保护度有限。

20年国开债：截至4月30日，20年国开债和20年国债利差为4BP，处于历史极低位置。从国内经济数据来看，开年经济不错。一季度GDP为5.4%，显著高于今年全年5%的经济目标。通胀方面，3月CPI为-0.1%，通缩风险依然明显。综合基本面数据，我们认为经济依然处于底部区域。在全球贸易摩擦加剧的背景下，4月政治局会议提出加强超常规逆周期调节，我们预计二季度降准降息可期，收益率下行概率更大。不过当前20年国开债品种利差依然偏低，品种利差保护度有限。

一级发行：上周超长债发行量较少。和上上周相比，超长债总发行量大幅下降。

成交量：上周超长债交投非常活跃。和上上周相比，上周超长债交投活跃度大幅上升。

收益率：4月PMI大幅回落至49，月底资金面较宽松，国新发布会央行表示适时降准降息，债市从震荡转为上涨，超长债大涨。

利差分析：上周超长债期限利差缩窄，绝对水平偏低。上周超长债品种利差走阔，绝对水平偏低。

风险提示：海外市场动荡，全球不确定性上升。

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

◆ 策略深度:2024年报&2025一季报深度解析-磨底向上自此始

Ø整体概览：一季报量端、价端均有所修复。1)“量”端：一季报全A、全A非金融、全A两非营收同比增速分别为-0.2%、-0.2%、0.6%，较2024Y分别改善0.58、0.70、1.27pct；2)“价”端：整体法口径下，一季报全A、全A非金融、全A两非同比增速分别为3.6%、4.3%、5.3%；中位数口径下全A、全A非金融、全A两非同比增速分别为4.2%、3.8%、3.9%。整体法&中位数口径交叉验证下，2025年一季报较2024年报均有大幅改善；3)不及50%的正增率背后反映全A上市企业业绩长尾效应仍在。

Ø风格比较：大盘更稳健，小盘“向上磨”，创业板长尾效应明显。1)中证500、中证1000成分股2025年一季度业绩恢复显著，2025年一季度业绩增速较2024年全年修复幅度超20pct；2)从正增率和增速的长尾效应验证指标看，创业板市值权重营收正增率高于数量权重10pct，市值权重利润正增率高于数量权重15pct+，整体法口径利润增速高于中位数口径15.5pct。

Ø一级行业业绩综述：半数行业收入端边际改善，利润端边际改善集中在中游制造。1)正增率方面，仅有非银金融数量与市值占比口径下的业绩正增率均在七成以上，通信、家电、电子、有色、农业收入正增率更高；2)营收方面，半数一级行业收入端边际改善，但量端维度高景气仍稀缺，中位数口径下收入增速在10%+的行业仅有电子(14.1%)、非银(13.6%)、有色(14.4%)，整体法口径下收入增速超过10%的行业仅有电子、计算机、家电；3)利润方面，农业、计算机、钢铁、建材整体法增速占优，但大多涉及基数影响，中位数层面仅非银、农业、钢铁超过20%，整体法和中位数口径交叉验证下边际改善的行业主要集中在中游，除汽车外其余中游材料、中游制造一级行业业绩改善确认。

Ø细分赛道业绩综述：上游有色存亮点，中游机械量价改善显著，下游整体分歧较大，农业凸显爆发性

1) 上游板块：贵金属连续三季收入增速领先，近六成细分行业业绩端边际改善，能源金属、小金属、普钢业绩增速超过 100%，贵金属、工业金属、塑料在 30%，煤炭板块下行风险基本消弭，煤炭开采龙头整体表现强于行业自身，焦炭报表底部率先确认。

2) 中游材料&制造：机械、电新量端边际改善明显，风电设备整体法、中位数口径下收入增速均超过 30%，边际改善 30pct+；七成以上细分行业边际改善确认，整体法口径下增速超过 50%的细分行业包括航海装备(197.9%)、轨交设备(71.3%)、水泥(59.3%)、摩托车及其他(56.5%)，近 30 个细分领域中仅光伏设备、建筑装饰、国防军工部分领域业绩增速承压，其余领域业绩增速边际改善趋势明显。

3) 可选消费：可选消费收入正增且边际改善超 10pct 的细分领域仅有白色家电、个护用品。利润端可选消费业绩分化明显，整体法增速在 20%以上的细分领域包括贸易、专业服务、白色家电和家电零部件，整体法、中位数口径下的业绩增速均在 15%以上的仅有白色家电、家电零部件。家电整体表现稳健，除黑电、厨电这些地产及地产后周期强相关品种外，其余细分领域均实现业绩层面的边际改善；个护用品整体景气表现相对稳健，但板块内部小市值个股业绩增速较 2024 全年小幅下滑。

4) 必选消费：收入层面，养殖、动保、饲料快速修复，医药、纺服、食品饮料小幅降速。利润层面，农业整体转暖持续，饲料、养殖、渔业实现整体法口径下的翻倍增长，中位数口径下上述三个领域 1Q25 业绩增速同样在 50%以上，修复弹性确认；降速超过 10%的行业分布在食品饮料、纺服、医药中，包括休闲食品、饮料乳品、饰品、化学制药、生物制品、医疗器械等。

5) TMT：电子各细分行业增速较高，影视院线改善明显；利润端，四分之三细分行业景气边际改善确认，整体法口径下业绩增速 100%以上的行业包括光学光电子、IT 服务，业绩增速在 30%以上的行业包括影视院线(75.9%)、游戏(47.1%)、元件(46.1%)、出版(33.6%)通信设备(30.3%)。

6) 金融地产：收入&业绩层面看，城农商行均好于国有大行和股份行，边际变化层面上，银行业各细分领域均有所降速。非银受证券业驱动，整体业绩快速改善。地产开发承压明显。

7) 支持服务：电力业绩增速回落至单位数，龙头受价端影响增速下降拖累行业整体，燃气长尾效应相对严重；环保设备 1Q25 景气弹性较高。

盈利能力：ROE 仍处底部区间，结构上出现乐观信号。1) 2024 年报全 A 两非 ROE 首次跌破 6.5%，全 A 剔除金融&上游资源品口径对应 ROE 仅为 5.84%，一季报较年报有所反弹，全 A 两非 ROE(TTM)回升 0.16pct。ROE 仍处磨底过程，利润率回升对冲周转率下降；2) 31 个一级行业中近半数行业 ROE 改善，具体分布在上游有色金属；中游机械设备、建筑材料；下游家电、农业；TMT 电子、传媒、计算机中。ROE 下行幅度较大的行业包括煤炭、食品饮料，两者均为盈利增速下滑导致的 ROE 宽幅下降。

风险提示：历史复盘对未来指引有限，部分行业因个别企业未按期限披露导致的统计误差

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

◆ 策略专题:AI 赋能资产配置(十二)-DeepSeek 资产配置进阶实践的 20 个核心问答

本报告针对 DeepSeek 在大盘择时、行业轮动、识别财务瑕疵等应用中涉及到的项目细节、技术原理以及方法对比与优化进行了详细的回答：本文系统梳理了 AI 技术在策略优化、风险识别与决策闭环中的关键作用，通过动态学习机制与智能决策框架的构建，AI 能将历史规律挖掘与实时信号解析相结合，形成具备自我进化能力的智能投研体系。

AI 通过非线性建模技术重构动态赋权机制，显著提升市场适应性。不同于经典风险平价模型的静态风险分配逻辑，AI 融合 XGBoost 特征筛选与深度学习的协同优势，创新性地引入信息系数平方加权、波动率敏感窗口等技术，实现了自适应半衰期调整机制等功能。这种动态赋权体系能够捕捉因子间的协同效应，在宏观因子与市场情绪的耦合分析中展现独特价值，有效应对市场突变场景。

AI 能将大盘择时与行业轮动相结合，提升策略解释力与前瞻性。多因子择时输出的大盘风险暴露系数作为行业轮动的“顶层约束”，同时行业轮动结果反哺择时因子，例如，让三标尺中的指标与多因子择时中的宏观因子形成交叉验证，考虑大盘对行业影响的同时，修正宏观数据滞后问题。

在财务风险识别领域，AI 的优势在于开创性地融合多维度分析框架。通过结构化财务指标与非结构化文本情感语调的协同分析，构建数值异常检测、文本语义解析、交易行为分析的三维风控体系。相比 Benford

定律等传统数值检测方法，AI 在识别隐蔽性造假方面展现独特优势，能够捕捉管理层文本中的语义矛盾与异常修饰。其进化路径指向领域预训练与动态特征库的融合，通过持续学习新型造假模式增强模型鲁棒性。

AI+RAG+Agent 体系通过决策闭环架构实现策略的自主进化。该体系以生成式 AI 为智能中枢，整合实时数据管道、动态知识检索与自动化风控模块，突破传统回测框架的静态局限。RAG 技术实现分钟级市场信息更新与噪声过滤，Agent 预设的多层级防御机制（包括波动率自适应调整、冗余策略池等）显著提升黑天鹅事件应对能力。这种架构创新使系统具备“感知-决策-验证-优化”的完整能力链，推动策略迭代周期从月度级压缩至实时级。

通过“AI 推理+人工兜底”混合模式，使 AI 技术框架业务落地具备双保险。RAG 与 Agent 技术强化了风险控制，极大程度避免了虚构关联，并能自动检测到逻辑矛盾。此外，通过纳入新的行业专家知识优化特征逻辑、当市场出现系统性风险或数据源异常时加入人工操作，能进一步提升稳健性。整体上，Agent 的恢复机制以自动化实时响应为基础，通过动态数据融合与模型迭代实现自愈能力，而人工干预则聚焦于极端场景与复杂语义的深度纠偏。

风险提示：AI 幻象风险；数据异化风险；监管规则适配风险；人机协同失效风险；策略同质化共振风险。

证券分析师： 陈凯畅（S0980523090002）、王开（S0980521030001）、董德志（S0980513100001）

◆ 策略专题:ESG 月度观察（2025 年第 4 期）-气候可持续披露准则重磅发布

海外 ESG 热点事件：全球 ESG 发展呈现政策创新与实施分歧并行的趋势。中国通过发行人民币绿色主权债券促进绿色金融与人民币国际化；欧盟强化循环经济标准，法国重点投资氢能产业。国际航运业达成首个净零协议，但美国退出显示共识不足；银行业气候联盟放宽标准导致成员退出。投资方面，纽约养老基金增加气候转型投资，而美国风电项目暂停表明能源转型受阻。政策执行上，加拿大和欧盟推迟气候披露及可持续法规实施，凸显 ESG 规则落地的现实挑战。

国内 ESG 热点事件：中国 ESG 领域呈现“政策深化、实践创新、全球联动”的协同推进格局。政策深化层面，食品饮料行业碳核算标准落地，财政部办公厅发布《企业可持续披露准则第 1 号——气候（试行）（征求意见稿）》，此次发布的气候准则（征求意见稿）是有序稳步推进中国企业可持续披露准则体系建设的关键成果之一，气候准则（征求意见稿）经过科学充分的评估和调查研究、联合起草讨论和专家意见征求阶段，充分吸收《基本准则（试行）》秉承的“积极借鉴、以我为主、兼收并蓄、彰显特色”的准则制定思路；实践创新上，深交所绿债白皮书提炼案例经验，上海宝山发布低碳场景，加速技术应用与产业融合；全球联动方面，国家主席重申 2035 年碳中和目标，联动国际气候融资，外企 ESG 先锋榜单则展现跨国企业本土化实践。

ESG 基金：25 年一季度，随着市场情绪的回暖，市场投资者对于国内 ESG 基金购买的总体规模相较于 2024 年末增加 296.25 亿元。国内 ESG 基金单季度资金净流入为 303.2 亿元，相较于上季度大幅度下降。

国内 ESG 基金月度业绩：4 月国内 ESG 基金普遍呈现负收益，收益平均数及中位数分别为-3.21%和-3.32%，其中偏股混合型基金表现相对较好。

学术前沿：Jun Cui 的研究基于 2015 至 2023 年间的 8,000 个企业样本，实证分析了数字创新对企业 ESG 绩效的影响。研究发现，生成式人工智能在这一过程中起到了关键的中介作用，显著提升了企业的 ESG 表现。该研究强调了技术驱动的可持续发展转型对企业战略的重要性。姜宾、马晨的研究说明企业 ESG 表现出现下滑会显著增加企业的股价崩盘风险，在规模较大、会计信息较差、价值链下游、ESG “漂绿”风险较高和向上错误定价程度较高的企业中，ESG 表现下滑对企业股价崩盘风险的提升作用更为显著。

风险提示：（1）海外低碳经济发展过程中遇到波折；（2）全球经济增长和低碳环保间权衡取舍对 ESG 投资节奏的短期扰动；（3）文中个股或产品仅做统计汇总，不构成投资推荐依据。

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

联系人： 郭兰滨

◆ 策略专题:5 月策略观点-如何配底仓，如何找弹性

大势研判&资产配置：如何应对外部不确定性 •中国国内迅速出台稳增长措施（如降准、减税），基建、地产链（水泥、工程机械）成为护盘主力，中小创板块因流动性宽松预期率先反弹。长期看，贸易战加速了 A 股“自主可控”主线（半导体、新能源）的崛起，市场风格从外资主导转向内资驱动的科技成长股。 •海外不确定博弈式交易的信息茧房：观测大盘指数、相关行业受到关税等海外冲击的影响意义并不大，长期格局重塑&短期交易扰动。上市公司普遍采取“降低直接敞口+成本转嫁+产能转移”的组合策略，短期冲击可控，但长期需关注全球产业链重构及技术竞争压力。 •近期美债收益率走高，主要受美国通胀压力持续和美联储降息预期推迟的影响，美债收益率飙升也反映了市场对其信用风险和可持续性的担忧。美债可持续性和流动性因素的再权衡是黄金当前的定价逻辑，6 月美债接续期是重要的观测时间窗口。印度股市估值高位回落但资金面仍有压力，风险端因素需要关注印巴冲突。

中观行业：数量口径整体改善，关注盈利能力驱动维度实际改善的行业 •1) 整体上看，食品饮料、通信、家电龙头驱动板块整体，银行龙头相对承压；2) 半数以上行业收入端边际改善，利润改善主要在中游，农业、计算机、钢铁、建材整体法增速占优；3) 量价齐升”行业如下：有色金属、基础化工、机械设备、汽车、家电、社服、食品饮料、农林牧渔、电子、计算机、通信、传媒、非银、交运、环保；4) 近半数行业 ROE 改善，具体包括上游有色金属；中游机械设备、建筑材料；下游家电、农业；TMT 电子、传媒、计算机。中游盈利能力压力较大；5) 速度&加速度层面，关注整体法增速边际改善 0-50pct、中位数增速边际改善 0-50pct 且中位数增速大于 0 的行业，其中 1Q25 业绩增速较高的包括摩托车、工程机械、其他电子、白色家电、元件、半导体、教育等；6) 盈利能力实质改善维度从两个思路出发，其一是关注连续两个季度 ROE 边际改善，且 ROE 本身较高的行业；其二是关注 ROE 的改善由利润率和周转率同时驱动的行业，具体而言一级行业中仅有农业、家电同时符合上述两个条件。

风格比较：加大底仓配置敞口，科技成长找弹性 •1) 分子端：ROE 仍处磨底过程，利润率回升对冲周转率下降，全 A 非金融资产周转率进一步回落至 60.07%，供需恢复情况仍需时日。从边际变化维度看，不论是收入端还是利润端，中证 1000、创业板、北交所 2025 年一季度修复趋势明显，沪深主板整体维持相对稳健，沪深 300 整体修复情况不及中证 100，长期资本流入动能减弱的同时，大盘风格相对小盘的确定性优势不明显。全 A 两非在“关税大考”面前的基本面压力尚未显现，关注后续 1-2 个季度盈利能力的磨底状态，期间加大底仓配置敞口，并在科技成长中找弹性。 •2) 加大底仓配置敞口：传统红利、红利低波、现金流因子有望实现“绝对收益+超额收益”双双占优，红利资产是长期视角下“不需要择时”的一类优质资产，长期年化收益和风险收益比指标优势明显，指数调仓更接近“低买高卖”，任意持有期视角下，红利资产平均收益和获得正收益的概率均较高，胜率赔率优势明显。如果分子端“高度不够”，“估值扩张”弹性有限，不依赖估值扩张的红利资产稳定性更强。 •3) 弹性维度关注：相对消费而言赚钱效应刚从低位恢复的科技，一季度 TMT 板块细分行业 ROE 整体有所修复，元件、广告营销连续两个季度 ROE 边际抬升；半导体各细分板块中，数字芯片设计 ROE 快速上台阶（4%→6%）。从中短期情绪维度看，两融占成交比、超大单 NIR 指标对科技成长抓轮动有一定前瞻导向，IT 服务、通信网络设备、半导体设备、数字芯片设计等处于两融情绪底部向上的过程中。

配置建议：杠铃占优 •1) 加大底仓配置敞口：红利低波、港股红利略强于 A 股红利，现金流因子维持韧性（绝对收益+超额收益） •2) 基于微观流动性指标，关注 AI 和机器人中相对敏感的细分结构，AI 算力确定性相对强。 •风险提示：美联储货币政策不确定性；海外地缘政治冲突加剧；文中提及指数、个股均为历史梳理，不构成投资推荐的依据

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

行业与公司

◆ 2025 年石化化工行业 5 月投资策略：看好钾肥、制冷剂、芳纶纸、民爆、季戊四醇的投资方向

石化化工行业 2025 年 5 月投资观点：

2024 年 9 月下旬以来，国内政策密集释放，一揽子增量政策以及已出台的存量政策效应逐步显现。2024 年我国经济总量达到 134.9 万亿元，首次突破 130 万亿元，比上年增长 5%。2025 年一季度，中国 GDP 现

价当季值为 318758 亿人民币元，按不变价格计算，当季同比增长 5.4%，我国经济保持稳健增长态势。2025 年一季度，财政政策愈发积极，通过地方政府债务置换、财政赤字率提升、超长期特别国债等方式推动经济结构调整与消费升级。在 DeepSeek 出现后，全球投资者对中国人工智能的发展给予了更多关注，对中国资产的态度也变得更加积极。国内投资与消费的信心与热情显著提高。

中共中央政治局 4 月 25 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。面对中美贸易冲突升级，外部不确定性明显的加大，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”。扩大消费、提振内需有望成为今年政策的重点。

2025 年 4 月，国家统计局数据显示，我国四月份综合 PMI 产出指数为 50.2%，比上月下降 1.2 个百分点，其中，2025 年 4 月份，制造业生产指数为 49.8%，较上月下降 2.8 个百分点，制造业景气水平有所回落。截至 4 月 27 日，在百川盈孚统计的 278 种石化化工品中，4 月份实现价格同比上涨的品种有 45 种，较 2025 年初实现上涨的有 79 种。

4 月以来，由于美国对等关税政策导致贸易紧张局势急剧升级，带来对于全球经济衰退担忧，三大机构下调了全球需求增长预测；同时欧佩克发布超预期增产政策，将从 5 月加速增产，在供需双重打压下，4 月份国际油价重挫超过 15%。但考虑到 OPEC+ 较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，我们预计 2025 年布伦特油价中枢在 65-70 美元/桶，2025 年 WTI 油价中枢在 60-65 美元/桶。

展望 2025 年 5 月，受外部不确定性增加影响，海外需求可能出现波动，内需有望进一步发力。我们重点推荐中长期供需格局改善以及具有稀缺资源属性的化工品投资方向。2025 年 5 月，我们重点推荐钾肥、制冷剂、芳纶纸、民爆、季戊四醇等领域投资方向。

钾肥板块，海外钾肥补库周期启动叠加国际钾肥寡头的价格诉求，全球钾肥价格触底反弹，中期价格拐点显现。我国钾肥需求存在缺口，进口主要来自加拿大、俄罗斯、白俄罗斯，近年来老挝进口量快速增长。目前国际钾肥市场仍由少数处于支配地位的企业所垄断。我们重点推荐【亚钾国际】。

制冷剂板块，在长期配额约束收紧、空调排产提振的背景下，我们看好 R22、R32 制冷剂景气度将延续，供需格局向好的发展趋势确定性强，二代、三代制冷剂配额龙头企业有望保持长期高盈利水平。建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、制冷剂配额领先的氟化工龙头企业，重点推荐【巨化股份】、【三美股份】。

芳纶纸板块，全球市场中，电气绝缘和蜂窝芯材是芳纶纸的主要应用领域，分别占据 63%和 35%；而中国市场则高度集中于电气绝缘，下游应用占比达 91%，蜂窝芯材占比为 7%。2025 年商飞提高生产规划指引，芳纶纸蜂窝芯材需求增加。杜邦中国被反垄断调查叠加中美加征关税，芳纶纸国产替代进程加速。重点推荐【同益中】。

民爆板块，民爆行业安全监管日益趋严，政策严控工业炸药产能、压减生产企业数量和民爆流通环节，鼓励民爆企业整合及一体化发展，头部企业民爆及矿服市场份额持续提升。需求端采矿业固定资产投资完成额同比稳定提升，下游需求持续向好。同时成本端硝酸铵价格持续下行，民爆企业盈利水平不断修复，我们认为当前民爆、矿服行业景气度正持续提升，重点推荐国内民爆矿服一体化龙头企业【广东宏大】。

季戊四醇板块，我国为季戊四醇主要生产地，龙头搬迁预期下，价格快速提升。受下游 PCB 需求提升，PCB 固化油墨及双季戊四醇需求快速增长。考虑到行业库存水平较低，行业产能集中度较高，预计在龙头产能搬迁阶段，行业将出现较大供给缺口。看好此供需错配下单季、双季价格持续上行，建议关注相关标的。

本月投资组合：

【亚钾国际】国内稀有钾肥生产企业，产能持续扩张凸显规模优势；

【百龙创园】长期成长的功能糖“小巨人”；

【同益中】UHMWPE 纤维全产业链布局企业，产品有望应用于机器人；

【广东宏大】矿服业务领先的民爆一体化服务商；

【巨化股份】氟化工龙头企业，看好制冷剂景气度和氟化液市场前景；

【三美股份】投资布局四代制冷剂，制冷剂产品不断完善。

风险提示：原材料价格波动，产品价格波动，下游需求不及预期等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）、余双雨（S0980523120001）、张歆钰（S0980524080004）、董丙旭（S0980524090002）

联系人： 王新航

◆ 人工智能行业专题：美股大厂 Q1 业绩追踪，AI 持续提供增长动能

美股大厂业绩发布：AI 推动业绩持续增长。25Q1 谷歌实现收入 902.3 亿美金，同比+12%、环比-6.5%，超市场预期（891.2 亿美金）；25Q1 实现净利润 345.40 亿元，同比+46.0%、环比+30.2%，超市场预期（248.5 亿美元）。25Q1 Meta 实现总收入为 423.1 亿美元，同比+16.1%（+19%cc），超出公司业绩指引上限的 418 亿美元；实现净利润 166.4 亿美元，同比+34.6%。FY25Q3 微软实现收入 700.7 亿美元，同比+13.3%，超出市场预期的 684.3 亿美元；净利润为 258.2 亿美元，同比+17.7%，超出预期的 239.6 亿美元。当前美股大厂收入普遍维持高增长，AI 成为赋能各公司业务的重要方式。

风险提示：AI 应用落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动、新技术研发不及预期等。

证券分析师： 熊莉（S0980519030002）

◆ 人工智能行业专题：2025Q1 海外大厂 CapEx 和 ROIC 总结梳理-20250505

云厂商资本开支及业绩情况复盘。回顾一季度微软、亚马逊、谷歌及 Meta 数据，微软、Meta、亚马逊资本开支同比增速放缓，环比开始下行。各厂商收入增速整体放缓，Meta、谷歌、亚马逊收入环比下滑，受 AI 推动微软收入、利润稳健增长。

云收入及 ROIC 情况。整体来看，各厂商云收入均保持增长，云收入总体增速有所放缓。投入资本回报率（ROIC）方面，受整体收入、利润情况影响，Meta、亚马逊 ROIC 环比下降。

风险提示：AI 应用落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动。

证券分析师： 熊莉（S0980519030002）

◆ 海外市场专题：美股市场速览-市场持续修复，多数行业上涨

价格走势：市场持续修复，多数行业上涨

本周，美股总体进一步修复，标普 500 涨 2.9%，纳斯达克涨 3.4%。

风格：小盘成长（罗素 2000 成长+3.6%）> 大盘成长（罗素 1000 成长+3.3%）> 小盘价值（罗素 2000 价值+2.8%）> 大盘价值（罗素 1000 价值+2.5%）。

21 个行业上涨，3 个行业下跌。涨幅居前的行业：软件与服务（+8.3%）、资本品（+4.8%）、运输（+4.5%）、电信业务（+4.4%）、媒体与娱乐（+4.2%）；下跌的行业：家庭与个人用品（-0.6%）、能源（-0.6%）、技术硬件与设备（-0.4%）。

资金流向：资金集中流入软件业

本周，美股资金进一步流入。标普 500 成分股本周估算资金流为+90.4 亿美元，上周为+227.4 亿美元，近 4 周为+740.7 亿美元，近 13 周为-505.3 亿美元。

19 个行业资金流入，5 个行业资金流出。资金流入量较大的行业：软件与服务（+39.7 亿美元）、媒体与娱乐（+15.4 亿美元）、资本品（+10.9 亿美元）、半导体产品与设备（+8.6 亿美元）、综合金融（+7.5 亿美元）；资金流出的行业：制药生物科技和生命科学（-7.7 亿美元）、技术硬件与设备（-5.2 亿美元）、医疗保健设备与服务（-2.6 亿美元）、能源（-1.4 亿美元）、家庭与个人用品（-0.4 亿美元）。

盈利预测：能源与汽车带动市场盈利预测下降

本周，标普 500 成分股动态 F12M EPS 预期下调 0.2%，上周上调 0.1%，。

11 个行业盈利预期上升，12 个下降，1 个基本持平。上修幅度领先的行业有：软件与服务（+1%）、媒

体与娱乐(+0.6%)、保险(+0.3%)、商业和专业服务(+0.3%)、银行(+0.2%)；下修幅度领先的行业有：能源(-4.2%)、汽车与汽车零部件(-3.9%)、技术硬件与设备(-1.7%)、消费者服务(-1%)、房地产(-0.7%)。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师： 王学恒(S0980514030002)、张熙(S0980522040001)

◆ 海外市场专题：港股市场速览-科技板块带动市场表现强势

股价表现：科技板块带动市场表现强势

本周，恒生指数涨2.4%，恒生科技涨5.2%。风格方面，中盘(恒生中型股+3%)>小盘(恒生小型股+2.4%)>大盘(恒生大型股+2.3%)。

概念指数均有所上涨，涨幅较大的有：恒生互联网(+5.4%)、恒生香港35(+2.8%)、恒生汽车(+2.5%)；涨幅较小的有：恒生金融(+0.5%)、恒生高股息(+0.9%)、恒生公用事业(+1%)。

港股通行业中，26个行业上涨，4个行业下跌。上涨的主要有：电子(+9.1%)、计算机(+7.2%)、商贸零售(+5.6%)、建筑(+5.1%)、家电(+4.8%)；下跌的有：煤炭(-1.2%)、银行(-1%)、建材(-0.6%)、石油石化(-0.4%)。

资金强度：资金显著回流互联网

本周，资金进一步流入，港股通总体日均资金强度(日均涨跌×日均成交量)为+7.1亿港元/日，上周为+10.7亿港元/日，近4周平均为+0.3亿港元/日；近13周为+4.6亿港元/日。

分行业看，24个行业资金流入，6个行业资金流出。资金流入的主要有：电子(+2.1亿港元/日)、传媒(+1.3亿港元/日)、商贸零售(+1亿港元/日)、计算机(+0.9亿港元/日)、非银行金融(+0.7亿港元/日)；资金流出的主要有：银行(-0.3亿港元/日)、房地产(+0.1亿港元/日)、煤炭(+0.1亿港元/日)，其余不显著。

盈利预测：业绩上修持续

本周，港股通总体法EPS预期上修0.1%，上周上修0.2%。

结构上，23个行业EPS预期上修，5个行业EPS预期下修，1个基本持平。上修的行业主要有：钢铁(+3.2%)、综合金融(+1.4%)、电力设备及新能源(+1.1%)、非银行金融(+0.8%)、房地产(+0.8%)；下修的行业主要有：煤炭(-1.5%)、石油石化(-1.1%)、交通运输(-0.6%)、银行(-0.5%)、建筑(-0.3%)。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师： 王学恒(S0980514030002)、张熙(S0980522040001)

◆ 港股5月投资策略：以历史胜率为参考，应对关税政策的不确定性

美国：关税政策推升美国衰退概率。自4月美国政府的新关税政策实施以来，对全球与美国经济带来了较大的冲击。长滩、洛杉矶港口预计自5月第二周开始到港货运量将下跌35-44%。亚马逊、TEMU等电商已经于4月下旬开始上调部分商品的售价。市场对美国全年的GDP增速大幅下修至1.4(上月2.2)，并大幅上修了核心PCE至3.0(上月2.6)。按照我们的测算，如果在5月份关税政策不取消的话，下半年通胀数据还会进一步提升。

由于5-6月份，关税对终端价格的影响不明显，因此市场凭借：1、前期跌幅较大；2、目前企业盈利尚未大幅下修；3、期待后续关税有可能妥协，而反弹了一个月左右，我们建议5-6月随着美股的反弹，可逢高逐步减仓。

A股：逐步从情绪驱动转向业绩驱动。国内社融数据持续同比提升，专向债驱动明显。一线城市的地产价格继续回暖，3月房地产销量反弹，社零数据也有所回升。但受到关税战的影响，4月份国内PMI显

著回落。

由于年初至3月，A股的上涨主要是情绪驱动，到了4月后，行情开始逐步由业绩驱动所主导，我们认为业绩驱动将会是2季度的主线。

港股：以历史胜率为参考，应对不确定的关税政策。

鉴于美国关税政策为全球经济、股市带来巨大的不确定性，股票市场的震荡可能是大概率事件。以历史胜率（参见报告正文）作为参考，在50%以下胜率（恒指22374点以上）我们建议投资者持有而不再加仓。

板块方面，我们有如下建议：

- 1、云计算方向：随着DeepSeek在诸多企业的部署，云计算将是最直接受益的方向，期待一季度财报中有亮眼的表现，此外这些大型的云计算互联网平台也是国内消费领域的受益者；
- 2、新能源车与零部件：一季度以来，新能源车的诸多企业业绩持续上修，新能源车依然是港股中与互联网并驾齐驱的最具成长性板块；
- 3、新消费与医药：新消费的特点是具备广大的年轻粉丝，通过网络传播，良好的全球扩张潜力；医药板块则是突出了其需求的相对稳定性；
- 4、红利方向：运营商、银行、公共事业业绩稳定，国债经历了2个月的调整后已经开始反弹，因此类债券资产也将同步受益；
- 5、业绩上修的标的池：由于港股的上涨始终与业绩强相关，因此应关注业绩上修标的池（见报告正文）。

风险提示：地缘政治的不确定性，美国关税政策的不确定性，海外降息幅度的不确定性，部分行业竞争格局的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）

◆ 电新行业周报：锂电产业链双周评(5月第1期)-一季度铁锂隔膜等环节盈利持续承压，宁德时代发布电池新品

【行业动态】

锂电产业链2025Q1总结与Q2展望：2025Q1动储电池盈利能力环比相对稳定，消费电池受出口退税影响、盈利相对承压。铁锂受稼动率以及原料价格上涨因素影响，多数企业仍持续亏损。负极、电解液头部企业盈利能力环比相对稳定。2025Q2动储电池需求环比稳中向好，稼动率改善叠加出口退税传导影响下动储电池以及消费电池企业盈利能力均有望环比向好。磷酸铁锂企业受到原材料涨价影响，部分月份盈利承压，后续积极关注加工费对成本传导进展。负极原材料石油焦近期出现小幅涨价，后续积极关注库存对于企业盈利的影响、以及成本传导的节奏。隔膜环节出货量有望稳中向好，后续积极关注行业竞争格局变化以及稼动率对于盈利能力的影响。电解液环节出货量稳中向好，后续积极关注海外客户结构优化带来的盈利能力与出货量提升机会。

宁德时代发布电池新品：1) 第二代神行超充电池：续航超800km，15min充电从5%至80%、峰值充电倍率为12C，全温域无短板、亏电下充电功率为830kw。2) 钠新电池：能量密度超175Wh/kg，-40℃容量保持率超90%，在多面挤压、针刺贯穿、电钻穿透、电池锯断下不起火不爆炸。3) 骁遥双核电池：基于双核技术理念，设计出钠铁双核、铁铁双核、三元-铁/双三元电池产品。

固态电池产业化持续推进：近日，Stellantis与Factorial宣布，已成功验证Factorial的汽车尺寸固态电池单元。近日，东风汽车宣布全固态电池将于2025年8月率先在东风奕派、东风纳米等车型上开展装车试验。近日，珠海冠宇牵头的广东省重点领域研发计划项目“准固态动力锂电池的研发与产业化应用”成功通过广东省科学技术厅专家组验收。4月22日，逸飞激光宣布联手金羽新能加速固态电池布局。4月25日，赣锋锂业公告拟在杭州拱墅区投资建设高比能固态电池研发及产业化基地。

【新能源车产业链数据】

国内新能源车：3月国内新能源车销量123.7万辆，同比+40%、环比+39%；国内新能源车渗透率42.4%，同比+9.7pct，环比+0.5pct。1-3月国内新能源车累计销量为307.3万辆，同比+47%。

欧洲&美国新能源车：3月，欧洲九国新能源车销量 28.62 万辆，同比+26%、环比+64%；新能源车渗透率为 25.2%，同比+4.6pct、环比+1.2pct。1-3 月欧洲九国新能源车累计销量为 63.18 万辆，同比+23%。3 月，美国新能源车销量 15.61 万辆，同比+21%、环比+30%；新能源车渗透率为 9.8%，同比+0.9pct、环比持平。1-3 月美国新能源车累计销量为 39.51 万辆，同比+7%。

【锂电材料及锂电池价格】

锂盐价格小幅下跌，电芯报价随原料价格波动。本周末碳酸锂价格为 6.80 万元/吨，较两周前下跌 0.35 万元/吨。相较两周前，磷酸铁锂、电解液、三元正极报价下跌，隔膜、负极报价稳定。本周方形三元动力电芯/铁锂动力电芯/储能用 100Ah 电芯/储能用 280Ah 电芯报价为 0.385/0.322/0.355/0.300 元/Wh，较两周前下跌 0.000/0.008/-0.005/0.003 元/Wh。

【投资建议】

建议关注：1) 低空经济与机器人产业布局领先企业（卧龙电驱、宁德时代、亿纬锂能、蔚蓝锂芯、科达利）；2) 固态电池材料布局领先企业（厦钨新能、容百科技、当升科技、天奈科技）；3) 需求持续回暖的消费电池企业（珠海冠宇、豪鹏科技）；4) 充电桩行业领先企业（特锐德、盛弘股份）；5) 电动自行车铅酸电池领军企业（天能股份）；6) 高压直流继电器领先企业（宏发股份）。

【风险提示】电动车销量不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，政策变动风险。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）、徐文辉（S0980524030001）

◆ 电新行业周报：风电产业链周评（5 月第 1 周）-海风开工与招标景气共振，关注二季度行业机会

【行业要闻】

2025 年至今，全国风机累计公开招标容量 45.1GW（+91%），其中陆上风机公开招标容量 42.5GW（+104%），海上风机公开招标容量 2.6GW（-7%）。2025 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,773 元/kW。2024 年全年，全国风机累计公开招标容量 107.4GW（+61%），其中陆上风机公开招标容量 99.1GW（+70%），海上风机公开招标容量 8.4GW（-3%）。2024 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,359 元/kW。

根据国家能源局数据，2025 年 3 月我国新增风电装机 14.62GW，同比-5.7%；截至 2025 年 3 月末我国累计风电装机 535.37GW，占发电装机总容量的 15.7%。

根据风芒能源的统计，2025 年 1-4 月我国 11 家风电整机制造商国内项目合计中标规模 45.98GW（不含框架采购及自建），其中中标规模前三的企业是金风科技（8.25GW）、运达股份（7.24GW）以及明阳智能（6.74GW）。

近两周黑色类原材料价格环比小幅上涨，玻纤价格环比下跌 6.2%。

【板块行情】

近两周风电板块普遍上涨，涨幅前三板块为轴承（+10.1%）、铸锻件（+5.5%）和塔筒（+2.6%）。个股方面，近两周涨幅前三分别为五洲新春（+13.0%）、恒润股份（+10.6%）和力星股份（+10.4%）。

【行业观点】

海风方面，25 年上半年江苏、广东重大项目有望迎来正式开工；全国已核准待招标项目超 25GW，25 年有望成为创纪录的招标大年，持续形成催化。25 年是国管海风开发元年，预计规划、竞配、招标、政策会密集落地，“十五五”期间年均海风装机有望超 20GW，远超“十四五”水平。陆风方面，25 年行业装机有望超 90GW 创历史新高，主机价格预计保持平稳，技术降本推动盈利触底反弹。中国风机出海方兴未艾，25-26 年预计订单保持高增，制造业务迎来显著利润弹性。22-24 年零部件盈利能力持续下行，25 年有望迎来修复。

【投资建议】

建议关注四大方向：1) 导管架产能占比较高、远期出口空间较大的塔筒/管桩龙头；2) 预期修复、出口空间逐步打开的海缆龙头企业；3) 国内盈利筑底、出口加速的整机龙头；4) 零部件企业 25 年量利齐增机会。建议关注金风科技、东方电缆、广大特材、中际联合、大金重工、时代新材、禾望电气、日

月股份、金雷股份、三一重能。

【风险提示】

原材料价格大幅上涨，风电下游建设节奏不达预期。

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

◆ 电新行业周报:AIDC 电力设备/电网产业链周评(5 月第 1 周)-电力现货市场建设提速，海外 AIDC 设备需求持续上行

【AIDC 电力设备】

当地时间 4 月 23 日，AI 设备及解决方案提供商、英伟达液冷供应商维谛技术（Vertiv）公布 2025 年第一季度业绩，25Q1 新增订单同比增长 13%，环比增长 21%；销售收入 20.36 亿美元，同比增长 24%；调整后营业利润 3.37 亿美元，同比增长 35%；在关税税率不变的假设下，全年销售额指引中值上调 2.5 亿美元至 94.5 亿美元。维谛业绩高增反映出海外 AI 电力设施及液冷设备需求保持旺盛。

电力设备容量可达算力芯片 3-5 倍，2026 年供配电市场空间达 730 亿元。2024-2026 年全球数据中心新增 IT 负载为 7.7/12.3/16.9GW，CAGR 为 48%，26 年变压器、开关柜、UPS、HVDC、AFP 市场空间分别达到 76/304/304/46/60 亿元。

近两周 AIDC 电力设备板块跌幅收窄，跌幅前三分别为后备柴发电源（-7.0%）、铅酸电池（-5.6%）和不间断电源 UPS（-2.2%）。个股方面，近两周跌幅前三分别为麦格米特（-8.0%）、中国长城（-7.9%）和科泰电源（-5.4%）。

行业观点：数据中心电力设备品类众多，电力传输链路较长，包括维谛、伊顿、施耐德等在内的全球巨头深耕细分领域多年，已形成完整的产品序列和强大的解决方案提供能力；国内企业聚焦数据中心行业时间较短，但在各细分产品和环节已具备较强的竞争优势，头部企业正逐步建立解决方案提供能力。此外，随着算力芯片国产替代的持续推进，数据中心价值链有望整体向中国企业转移。2025 年有望成为全球 AIDC 建设元年，国内外主要云厂资本开支有望迎来放量。算力建设高度依赖电力，变压器、开关柜、HVDC/UPS、PSU 等环节龙头有望受益。

产业链梳理：从事变压器/开关柜业务的公司包括金盘科技、明阳电气、伊戈尔、伊顿等，从事 UPS/HVDC 业务的公司包括中恒电气、科士达、科华数据、维谛技术等，从事服务器电源业务的公司包括麦格米特、欧陆通、泰嘉股份等，从事 BBU 业务的公司包括蔚蓝锂芯、豪鹏科技、亿纬锂能等，从事铜连接业务的公司包括沃尔核材、安费诺等。

【电网】

2025 年 3 月全国电源工程投资完成额为 569 亿元，同比-5.7%；2024 年全年累计完成额为 11687 亿元，同比+20.8%。2025 年 3 月全国电网工程投资完成额为 520 亿元，同比+18.4%；2024 年全年累计完成额为 6083 亿元，同比+15.3%。

4 月 20 日，国网特高压设备 2025 年第 2 批发布招标公告，共 14 个标段，44 个包；预估金额 5.5 亿元，同比-34%，环比-72%。

4 月 25 日，国家电网营销项目计量设备（电能表/采集终端/计量互感器）第一次招标挂网招标，招标数量 3482 万台，同比-25%，按照上一批中标价格估算中标金额约为 80 亿元，同比-35%。

4 月 30 日，2025 年国网输变电设备 2 批中标结果公示，本批次公示中标标包 521 个，单包均值 3385 万元；中标金额 176.36 亿元，同比+12.7%，环比+15.7%。本批次中标金额前三的上市公司分别是平高电气（中标 17.3 亿元，占比 9.81%）、特变电工（中标 14.4 亿元，占比 8.18%）、思源电气（中标 14.3 亿元，占比 8.13%）

近两周铜价格环比上涨 2.6%，铝价格环比上涨 2.4%，线缆级 EVA 价格环比下跌 6.0%。

近两周电网设备板块表现分化，涨幅前三分别为线缆部件及其他（+8.4%）、配电设备（+6.5%）和输变电设备（+0.3%）。个股方面，近两周涨幅前三分别为良信股份（+11.6%）、华明装备（+8.8%）和万马股份（+8.1%）。

行业观点：国内网内 25-27 年具有极强的业绩确定性和稀缺性，25 年国网投资首次超过 6500 亿，23-25 年连续创新高。“十五五”期间电网投资有望维持高位，初步估计年均投资超 7000 亿。24 年特高压招标、开工进度不及预期，25 年有望迎来大幅增长。近日国家发改委、能源局发布《关于加快推进虚拟电厂发展的指导意见》，明确虚拟电厂定义、功能和发展目标，25 年虚拟电厂商业模式有望逐步成熟。

【投资建议】

AIDC 电力设备：建议关注四大方向：1) 变压器/开关柜环节；2) UPS/HVDC 环节；3) 有源滤波器 APF 环节；4) 服务器电源环节。建议关注金盘科技、明阳电气、伊戈尔、禾望电气、盛弘股份、蔚蓝锂芯。

电网：建议关注三大方向：1) 特高压与主网投资订单、交付双重景气，关注换流阀、组合电器等环节；2) 配电网升级改造，重点关注行业龙头；3) 虚拟电厂与电力交易。建议关注国电南瑞、平高电气、许继电气、思源电气、东方电子、四方股份、金杯电工、三星医疗、海兴电力。

【风险提示】

AI 投资力度不达预期，特高压核准开工进度不达预期，行业竞争加剧，政策变动风险。

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

◆ 汽车行业专题：特斯拉专题研究系列三十三-销量下滑压制盈利，静待新品放量带来全新驱动力

销量下滑压制盈利能力。特斯拉发布 2025 年 Q1 财报，25Q1 营收为 193.4 亿美元，同环比-9.2%/-24.8%，其中 5.95 亿美元来自于出售碳排放额度（同环比+34.6%/-14.0%）；25Q1 毛利率为 16.3%，同环比-1.1pct/0.0pct，营业利润 3.99 亿美元，同环比-65.9%/-74.8%，营业利润率 2.1%，同环比-3.4pct/-4.1pct；25Q1 在正向因素如原材料成本下降以及 Cybertruck 成本降低等正向因素，以及车辆平均售价降低、新 Model Y 爬产带来成本提升、规模效应收缩等负面收益等因素综合促进下，估算 2025Q1 特斯拉单车毛利为 0.43 万美元（24Q4 为 0.48 万美元，24Q1 为 0.66 万美元）。

财报电话会核心内容梳理：业绩会视角：新品周期蓄势待发，重申机器人生产节奏。4 月 23 日清晨，特斯拉召开 2025 年第一报电话会，结合财报内容整理核心要点：1) 新车型：计划 25H1 发布经适型车型，将利用下一代平台及现有平台优势，将与现有车型在同一产线上生产；2) 机器人：预计到年底将有数千台 Optimus 在特斯拉工厂工作；29、30 年达百万销量级别；3) Cybercab（无人出租车）：将继续推行“无包装”制造战略，并计划于 2026 年开始量产；4) AI&FSD：FSD 行驶里程已破 35 亿英里；V12 版本累计里程超 1.5 亿英里（预估）；目前 FSD 正在请求欧盟批准；FSD 无人监督版本预计在 2025 年底前在美国发布；5) 马斯克将投入更多时间专注于特斯拉。

关注（1）特斯拉全球放量（Cybertruck 爬产、新车型进展）；（2）智能驾驶技术和盈利模式创新（FSD 版本迭代与国内落地进展、Robotaxi 进展等）；（3）特斯拉人形机器人推进和突破三条主线。展望 2025 年，欧洲工厂爬产+Cybertruck 持续放量+新一代车型量产+FSD 催化，特斯拉汽车销量仍然有望延续增长，盈利层面，供应链瓶颈缓解，平滑交付曲线等方案不断降本增效，及后续制造&工艺层面优化升级（通过组装工序优化升级，采用由工人或机械臂同时时间对不同部分操作，有望节省 50% 组装成本），特斯拉汽车业务盈利有望持续修复；叠加能源及储能业务和智能驾驶业务持续发力增厚利润端，及人形机器人顺利推进，特斯拉全球竞争力有望持续上行。

长期看，特斯拉有望打造一系列人工智能终端载体（智驾汽车、机器人等），通过“硬件降本+软件加成+Robotaxi 共享出行”赋能新盈利模式。软件上以 FSD 软件、软件商城及订阅服务组合拳提高附加值，以共享出行打开智能驾驶运用场景。持续看好特斯拉后续在智能驾驶技术及盈利模式的创新。

风险提示：新车型进展不及预期、经济波动风险、中美政治风险。

投资建议：智驾推进、新车周期、机器人迭代三条主线，持续推荐特斯拉产业链。我们长期看好特斯拉电动车、储能及能源业务、机器人业务的发展前景，推荐特斯拉产业链核心标的拓普集团、三花智控、新泉股份、双环传动、银轮股份、爱柯迪、精锻科技等。

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

◆ 农业行业专题:美国农业部(USDA)月度供需报告数据分析专题-秋季美国大豆有望迎减产驱动,美国牛价预计 2025 年景气向上

种植链农产品:全球大豆上半年丰产预估维持,底部看好大周期布局。

1) 玉米:国内供需宽松顶部已现,玉米价格有望维持温和上涨。USDA4 月供需报告将 24/25 产季全球玉米产量较 3 月预估调增 93 万吨(约+0.08%)至 12.151 亿吨。全球玉米总使用量较 3 月预估调增 259 万吨(约+0.21%),全球期末库销比环比调减 0.16pcts 至 23.16%。目前国内玉米价格已处于历史周期底部位置,中储粮自 2024 年年底多次扩大收储,提振国内玉米市场,后续预计价格底部支撑较强。

2) 大豆:南美丰产压力下预计上半年价格维持底部震荡,新季美国大豆减产或在今年秋季兑现。USDA4 月供需报告将 24/25 产季全球大豆产量较 3 月预估略微调减 18 万吨,维持丰产预估;全球大豆压榨量较 3 月预估调增 200 万吨,全球大豆 24/25 产季期末库存较 3 月预估调增 0.87%至 1.2247 亿吨,期末库销比较 3 月预估调增 0.15pcts 至 29.82%;总体 2025 上半年全球大豆供应压力仍大,考虑到贸易政策扰动影响,预计价格维持底部震荡。当前豆系产品价格处于历史周期低位,美国秋季产量或迎种植面积调减驱动,长期供求趋于收紧,有望支撑景气向上。

3) 小麦:国内小麦供应充足,预计后续或随玉米中枢上移修复。USDA4 月供需报告中 24/25 产季全球产量、消费量环比调减,期末库销比环比增加 0.14pcts 至 32.38%,为 15/16 年度以来最低水平。俄罗斯政府将 2025 年 2 月 15 日-6 月 30 日的小麦出口配额设为 1060 万吨,同比减少 63%;同时叠加出口关税上调,预计 2025 年下半年俄罗斯小麦出口或将放缓,国际小麦价格或迎底部企稳。此外,中国小麦进口预估环比调减 300 万吨至 350 万吨,国内整体供需仍较为宽松。

4) 白糖:短期国内消费或边际改善,价格预计平稳运行。目前市场基于较好天气表现,维持 2025/26 产季全球主产区丰产预期,叠加国际油价偏弱走势,原糖价格或仍保持震荡偏弱运行,后续重点关注巴西天气及榨糖进度情况。国内进口到港维持增加,但短期五一等节假日预计拉动食糖消费,支撑糖价平稳运行。我国农业部 2025 年 4 月报告继续维持国内 2024/25 产季食糖增产 104 万吨预测。

5) 棉花:需求出现积极变化前,国内棉价预计仍将维持偏弱震荡走势。USDA4 月供需报告将 2024/25 产季全球棉花需求调减,期末库销比环比上调 0.76pcts 至 67.97%,全球供需平衡进一步宽松。其中,中国受产量上调 25 万包,消费下调 50 万包影响,期末库存上调 45 万包,对应期末库存消费比环比上调 2.57pcts 至 103.03%。

养殖链农产品:美国牛价 2025 年景气上行,看好国内牛周期反转。

1) 牛肉:2025 年美国牛价预计景气向上,国内牛肉价格淡季不淡,看好 2025 年牛周期反转上行。USDA4 月供需报告预计 2025 年美国牛肉市场供需缺口拉大,预估 2025Q1-Q4 单季小公牛价格分别同比+13.3%、+8.3%、+8.8%、+9.1%。2024 年末国内牛存栏结束连续五年增势,同比调减 4%以上;国内基础母牛自 2023 年下半年呈调减趋势,且于 2024 年明显加速,我们认为在产能去化以及进口缩量涨价影响下,国内牛周期有望于 2025 年迎来拐点,牛肉价格后续或维持筑底上行走势。

2) 猪肉:2025 年美国猪肉价格预计同比略增,国内生猪价格预计下行,但低成本企业仍能保持较好盈利。USDA4 月供需报告预计 2025 年美国猪肉消费增长高于供应 0.7%,预期美国猪肉价格 2025 年整体同比略涨。国内能繁母猪产能恢复至绿色产能区域上限,维持低波动状态,2025 年 Q1 末官方能繁存栏环比下降 1%,预计 2025 年养殖端盈利同比下降。

3) 禽:2025 年美国供给受禽流感扰动下调,中国肉禽今年供给侧恢复预计有限。受益美国消费景气,美国禽价预计整体表现较好。国内白鸡供给今年供给侧预计向上恢复,但受品种结构变化影响预计实际增量有所打折;黄鸡供给维持底部,关注内需修复情况。

4) 鸡蛋:短期美国蛋价预计因禽流感走强,2025 年下半年供应或逐步恢复。国内鸡蛋供应预计宽松,全年蛋价压力较大。USDA4 月供需报告预计 2025 年美国鸡蛋产量环比 3 月预估减产 0.6%。中国当前鸡蛋供给较为充裕,卓创口径下全国 3 月在产蛋鸡存栏达 13.18 亿羽,环比+0.92%,同比+6.89%,预计鸡蛋市场后续供应将保持充足状态。

投资建议:看好玉米底部修复,种植链或迎机遇。1) 种业:聚焦有研发与整合优势企业,看好荃银高科、隆平高科、丰乐种业等。2) 种植:看好海南橡胶,有望受益橡胶景气向上。

风险提示：1、恶劣天气等自然灾害波动影响；2、贸易政策波动风险。

证券分析师：鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 农业行业专题：农林牧渔行业 2024 年报及 2025 一季报总结-养殖链整体维持盈利同比改善，种植链标的有望受益粮价景气修复

2024 年生猪养殖净利同比明显回暖，种植净利同比承压。2024 年农林牧渔板块整体营业收入同比下降 1.59%；归母净利润同比扭亏。从 2024 年营收同比增速来看，种植业（+10.32%）> 动物保健（+9.45%）> 养殖业（+2.63%）> 渔业（-4.54%）> 农业综合（-4.63%）> 农产品加工（-4.77%）> 林业（-6.74%）> 饲料（-8.26%）；从 2024 年归母净利同比增速来看，养殖业（+529.21%）> 饲料（+220.93%）> 农业综合（+61.28%）> 农产品加工（-16.59%）> 种植业（-45.77%）> 动物保健（-61.01%）> 渔业（-86.15%）> 林业（-155.43%）。

2025Q1：养殖链盈利整体同比改善，预计有望随猪价景气周期延续。农林牧渔板块整体 2025Q1 归母净利润同比扭亏，具体看，生猪养殖板块 2025Q1 上市企业合计归母净利润同比由负转正，其中，牧原股份、温氏股份、神农集团、巨星农牧等猪企单头超额盈利表现优秀，处于行业领先。周期进入右侧后，我们认为养殖估值体系将从侧重资本开支增速向现金流创造能力转移，成本管理优秀的公司或将更被青睐，核心看好养殖龙头及成本领先猪企，重点推荐牧原股份、温氏股份、华统股份、神农集团，关注巨星农牧、新五丰、唐人神、天康生物等。肉禽板块，2025Q1 上市企业合计归母净利润同比+91%，环比-69%，其中，2025Q1 圣农发展、益生股份、立华股份归母净利分别同比+338%、-112%、+157%。动保板块上市企业合计归母净利润同比+27%，环比+118%，由于下游养殖盈利改善，动保需求增加，企业销量与业绩有所修复。饲料板块上市企业 2025Q1 合计归母净利润同比扭亏，环比-26%。其中，海大集团/大北农/金新农 2025Q1 营业收入同比分别为+11%/+2%/+11%，归母净利同比变动分别为+49%/+164%/+50%。得益于饲料技术研发积累与生猪养殖出栏扩张，海大相对于行业的单位超额收益维持领先。种植板块上市企业 2025Q1 合计归母净利润同比+14%，环比-45%，我们认为粮价周期底部修复，或将提振种子板块景气，另外，底部核心看好海南橡胶。

投资建议：推荐肉牛及猪禽养殖、饲料、种业。1）肉牛推荐：光明肉业等。2）生猪推荐：牧原股份、华统股份、温氏股份、神农集团、新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等。3）禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等。4）动保推荐：科前生物、回盛生物等。5）饲料推荐：海大集团等。6）种植链推荐：苏垦农发、海南橡胶、荃银高科、丰乐种业、隆平高科、登海种业等。7）宠物推荐：乖宝宠物、中宠股份、瑞普生物等。8）肉制品：双汇发展。

风险提示：不可控动物疫情引发潜在风险；原材料价格剧烈波动的风险。

证券分析师：鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 农业行业投资策略：农林牧渔 2025 年 5 月投资策略-看好养殖细分龙头估值修复，布局肉牛大周期反转

月度重点推荐组合：光明肉业（稀缺的上市牛肉标的，拥有新西兰稳定的牛羊肉资源），海大集团（畜禽及水产饲料龙头），牧原股份（生猪养殖龙头），立华股份（低成本黄鸡与生猪养殖标的），中宠股份（境内外业务同步增长的宠粮先锋）。

各细分板块推荐逻辑：1）养殖链：看好肉牛大周期，国内供给去化，叠加进口收缩，有望共振。看好饲料白马海大集团与猪禽养殖龙头低估值修复。2）种植链：种子具有粮价后周期的特性，后续玉米价格有望维持上涨，将从周期景气上提振种业。其次，种业也是自主可控的重要一环，振兴种业也是国家重要战略，2025 年中央一号文对种业重视程度亦升温。另外，具备土地资源的种植类上市公司也将受益粮价上涨 3）宠物：稀缺成长赛道，国产消费保持高增长。

农产品价格跟踪：1）生猪：4 月生猪价格震荡运行。4 月末猪价 14.75 元/kg，月环比+1%；7kg 仔猪 524 元/头，月环比-1%。2）禽：假期消费支撑，4 月末白鸡毛鸡价格 7.38 元/kg，月环比+1%；浙江青脚麻鸡价格为 5.0 元/斤，月环比-9%。3）大豆：价格历史底部。4 月末国内豆粕现货价 3477 元/吨，月环比

+10%。4) 玉米：收储有望托底。4 月末国内玉米现货价 2307 元/吨，月环比+3%。5) 白糖：4 月末广西南宁糖现货价为 6160 元/吨，月环比持平。

4 月市场行情：避险情绪推动估值修复，板块涨幅领先市场。4 月 SW 农林牧渔指数上涨 3.39%，沪深 300 指数下跌 3.00%，板块跑赢大盘 6.39%。涨幅排名前五的个股依次为万辰集团、秋乐种业、中宠股份、金河生物、天元股份，涨幅分别 82.79%/49.35%/30.73%/29.03%/28.12%。

投资建议：推荐肉牛及猪禽养殖、饲料、种业。1) 肉牛推荐：光明肉业等。2) 生猪推荐：牧原股份、华统股份、温氏股份、神农集团、新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等。3) 禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等。4) 动保推荐：科前生物、回盛生物等。5) 饲料推荐：海大集团等。6) 种植链推荐：苏垦农发、海南橡胶、荃银高科、丰乐种业、隆平高科等。7) 宠物推荐：乖宝宠物、中宠股份、瑞普生物等。8) 肉制品：双汇发展。

风险提示：恶劣天气带来的风险；不可控动物疫情引发的潜在风险。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 农业行业周报：农产品研究跟踪系列报告（158）-2025Q1 基金持仓分析：高景气宠物赛道彰显持仓韧性，低估值猪企关注度提升

周度农产品价格跟踪：牛肉价格淡季不淡，橡胶价格短期调整。

生猪：产能维持低波动，预计 2025 年猪价景气有望延续。4 月 30 日生猪价格 14.75 元/公斤，周环比-1.34%。

白鸡：中期父母代同比减量且存在结构变化，消费或逐步上移。4 月 30 日，鸡苗价格 2.59 元/羽，周环比-3.72%；毛鸡价格 7.38 元/千克，周环比持平。

黄鸡：供给维持底部，有望率先受益内需改善。4 月 30 日浙江快大三黄鸡/青脚麻鸡/雪山草鸡斤价分别为 4.5/5.0/7.5 元，周环比+4.6%/+8.7%/+1.4%。

鸡蛋：祖代引种充裕，远月供给压力较大。4 月 30 日，鸡蛋主产区价格 3.19 元/斤，环比-8.33%，同比-34.50%。

肉牛：牛肉价格淡季不淡，看好 2025 年牛周期反转上行。4 月 30 日，国内牛肉市场价为 59.25 元/kg，环比+0.00%，同比+22.16%。

豆粕：新季美豆种植面积调减，中长期供需支撑走强。4 月 30 日大豆现货价 3908 元/吨，周环比+0.5%；5 月 2 日豆粕现货价 3477 元/吨，周环比-2.9%。

玉米：价格底部已现，远期供需宽松有望收紧。4 月 30 日国内玉米现货价 2307 元/吨，周环比+1.63%，较去年同期下降 0.94%。

白糖：短期海外供给趋紧催化，中期关注南半球天气。4 月 30 日，国内广西南宁糖现货价为 6160 元/吨，较上周环比-0.16%。

橡胶：贸易战施压需求，中期看好景气向上。4 月 30 日，泰标现货价为 1720 美元/吨，周环比-0.58%；全乳胶山东市价为 14250 元/吨，周环比-1.04%。

2025Q1 基金持仓分析：优质宠物标的增持明显，低估值生猪标的关注度提升。1) 2025Q1 农业板块整体重仓持股总量较 2024Q4 环比-10%。按开放式主动偏股型基金重仓持股总市值排序，前十名分别为：海大集团、牧原股份、梅花生物、中宠股份、乖宝宠物、温氏股份、海南橡胶、安琪酵母、巨星农牧、荃银高科。2) 种植板块的苏垦农发受益粮食板块预期向好，市场关注度得到提升，2025Q1 末重仓持股总量环比+143%。3) 其他板块的优质标的如海大集团、中宠股份、乖宝宠物等彰显较强韧性。

投资建议：推荐肉牛及猪禽养殖、饲料、种业。1) 肉牛推荐：光明肉业等。2) 生猪推荐：牧原股份、华统股份、温氏股份、神农集团、新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等。3) 禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等。4) 动保推荐：科前生物、回盛生物等。5) 饲料推荐：海大集团等。6) 种植链推荐：苏垦农发、海南橡胶、荃银高科、丰乐种业、隆平高科等。7) 宠物推荐：乖宝宠物、中宠股份、瑞普生物等。8) 肉制品：双汇发展。

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；不可控动物疫情引发的潜在风险

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 社会服务行业双周报（第 106 期）：沪上阿姨招股说明书梳理：跨价格带覆盖茶饮咖啡品类，于北方市场优势突出

沪上阿姨招股说明书梳理：三大品牌覆盖平价、中价茶饮、咖啡赛道，于北方市场优势突出。沪上阿姨成立于 2013 年，首款产品为五谷奶茶，后适应消费需求推出鲜果茶，并进一步形成三大品牌概念“沪上阿姨”、“沪咖”、“轻享版”，价格带横跨 7-32 元，产品布局全面。2024 年公司实现营收 32.8 亿元/-1.9%，经调整净利 4.2 亿元/+0.5%，系允许加盟商自行采购设备导致相应收入下滑。2024 年公司毛利率+0.9pct，受益于加盟商业占比走高及供应链效率提升，销售、管理费率分别+1.2/+0.5pct。公司为北方门店数量最多的中价茶饮品牌。2024 年末公司共有 9176 家门店/+1387 家，加盟店占比 99.7%，其中有约 4000 家位于中国北方地区，远超其余中价现制茶饮品牌，公司较早推出热饮适配寒冷天气需求。门店经营层面，2024 年公司三大品牌“沪上阿姨”、“沪咖”、“轻享版”单店 GMV 分别下滑 10%/19%/11%，主品牌沪上阿姨相对韧性较强，面对经营压力加盟店闭店率也上升 5.7pct 至 12.7%。为应对市场变化，公司已推出更适配下沉市场的平价轻乳茶新品牌“茶瀑布”，截至 2024 年末已有 304 家，后续进展值得关注。

板块复盘：消费者服务板块报告期内下跌 3.06%，跑输大盘 3.00pct。2025.4.21-5.4 期间国信社服板块涨幅居前的股票为奈雪的茶、BOSS 直聘、中国东方教育、天立国际控股、呷哺呷哺、金沙中国有限公司、科锐国际、美高梅中国、宇华教育、国旅联合。

行业新闻：国家税务总局联合商务部、财政部等六部门于 2025 年 4 月 27 日发布修订后的《境外旅客购物离境退税管理办法》，全国范围推广“即买即退”服务，并计划推出退税商店动态地图和多语种退税指南，提升境外旅客消费体验。多邻国近日宣布，依托 AI 技术一次性上架 148 门全新语言课程，实现平台课程数量翻倍。4 月 30 日，本地生活服务平台饿了么通过官方公众号宣布，即日起启动“饿补超百亿”大型促销活动，加大平台补贴力度

风险提示：消费力修复不及预期；行业竞争恶化；门店扩张增速放缓等。

投资建议：维持“优于大市”评级。伴随国家不断出台扩大内需的利好政策，报告期内社服板块估值有望迎来持续修复。目前经济环境和市场风格下建议配置同程旅行、学大教育、九华旅游、峨眉山 A、首旅酒店、北京人力、科锐国际、海底捞、携程集团-S、美团-W、天立国际控股、中国东方教育等。中线优选中国中免、美团-W、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、同程旅行、北京人力、BOSS 直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、海南机场、米奥会展、君亭酒店、峨眉山 A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、东方甄选等。

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

联系人： 周瑛皓

◆ 视源股份(002841.SZ) 财报点评:1Q25 营收同比增长 11%，毛利率环比改善

1Q25 公司营收同比增长 11%，归母净利润同比下滑 9%。公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司营收 224.01 亿元（YoY +11.05%），归母净利润 9.71 亿元（YoY -29.13%）。1Q25 公司营收 50.05 亿元（YoY +11.35%，QoQ -4.65%），归母净利润 1.62 亿元（YoY -9.23%，QoQ +300.46%），毛利率 20.66%（YoY -1.26pct，QoQ +1.45pct）。1Q25 公司毛利额同比增加 0.64 亿元，因研发投入增加、理财收益及政府补助减少，归母净利润同比下滑 9.23%。费用方面，1Q25 公司销售费用 2.33 亿元（YoY -4.3%），管理费用 2.46 亿元（YoY -5.7%），研发费用 3.68 亿元（YoY +15.6%）。

液晶显示板卡营收稳定增长，家用电器控制器营收高速增长。2024 年公司积极布局海外供应链，在一线大客户的市场份额提升，同时全球电视出货量增长，2024 年公司液晶显示主控板卡营收 66.3 亿元，同比增长 11.8%，出货量 6732 万片，占全球液晶电视主控板卡 32.7%份额。公司加大研发投入，优化产品

及服务品质，加速海外市场开拓，家用电器控制器营收 17.2 亿元，同比增长 65.6%。汽车电子及电力电子产品保持稳健发展。

公司品牌希沃行业地位稳固，AI+教育创新应用加速有望受益。在智能终端及应用领域，公司旗下品牌希沃行业领先地位稳固，据迪显报告，2024 年希沃智能交互平板出货量份额达 50.8%，连续 13 年保持国内市场份额领先。希沃教学终端、希沃录播、希沃魔方等软硬件产品收入保持较快增长，希沃学习机及学习平板销量同比提升。公司加速推进 AI 与教育融合落地，希沃教学大模型持续迭代，在 AI+教育创新应用加速背景下有望受益。

公司加速实施全球化战略，2024 年海外业务同比增长 16.8%。2024 年公司加速实施全球化战略，ODM 业务方面公司在欧洲部分国家及印度教育信息化设备需求增长带动下实现快速增长。同时，公司加快推进与微软、英特尔等生态伙伴合作，推动相关产品逐步上市，2 月正式发布 X Board 会议平板、BM45 全向拾音麦克风等经微软 Teams Rooms 认证的一系列会议产品及解决方案，全方位融入微软生态，进一步打开公司海外市场增长空间。2024 年公司海外业务营收 43.4 亿元，同比增长 16.83%。

投资建议：1Q25 公司毛利率环比改善，我们维持公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润同比增长 30.5%/18.3%/15.4%至 12.67/14.98/17.29 亿元（前值：2025-2026 年为 12.67/14.61 亿元），对应 2025-2027 年 PE 分别为 18.2/15.4/13.3 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新业务开拓不及预期；需求不及预期；行业竞争加剧。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）、张大为（S0980524100002）、李书颖（S0980524090005）

联系人： 连欣然

◆ 伟测科技(688372.SH) 财报点评:一季度收入同比增长 55%，积极扩产产能

2024 年收入同比增长 46%，1Q25 收入同比增长 55%。公司持续加大高算力芯片、车规及工业级高可靠性芯片等领域的研发力度和产能建设，对外持续加大市场开发力度、广泛拓展市场、深挖潜在客户。2024 年实现收入 10.77 亿元 (YoY +46.21%)，归母净利润 1.28 亿元 (YoY +8.67%)，扣非归母净利润 1.08 亿元 (YoY +18.89%)，毛利率下降 1.9pct 至 37.11%，研发费用同比增长 37%至 1.42 亿元，研发费率同比下降 0.9pct 至 13.22%。1Q25 实现收入 2.85 亿元 (YoY +55.39%，QoQ -15.23%)；归母净利润 2592 万元，同比扭亏为盈，环比减少 61%；扣非归母净利润 1418 万元，同比扭亏为盈，环比减少 74%；毛利率为 32.67%，同比提高 6pct，环比下降 10pct。

2024 年晶圆测试和芯片成品测试收入均增长，毛利率均略有下降。分产线来看，2024 年晶圆测试收入 6.15 亿元 (YoY +38.91%)，占比 57%，毛利率同比下降 0.39pct 至 42.45%；芯片成品测试收入 3.67 亿元 (YoY +50.07%)，占比 34%，毛利率同比下降 0.98pct 至 29.16%。

积极扩充“高端芯片测试”和“高可靠性芯片测试”产能。公司无锡及南京的募投项目将在 IPO 超募资金使用的基础上继续使用可转债募集资金实施，加码“高端芯片测试”和“高可靠性芯片测试”的产能建设，为我国集成电路测试的自主可控提供有力保障，助力我国人工智能、云计算、物联网、5G、新能源电动车、自动驾驶、高端装备等下游战略新兴行业的发展。2024 年上半年，公司在南京的超募项目伟测集成电路芯片晶圆级及成品测试基地项目完成了厂房建设和配套设施的搭建，并于 7 月下旬完成竣工验收，设备进场，8 月份开始正式投产；在无锡的募投项目伟测半导体无锡集成电路测试基地项目于 2024 年 8 月全面启动建设，12 月完成主厂房封顶。

投资建议：维持“优于大市”评级

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润至 1.76/2.68/3.49 亿元（2025-2026 年前值 1.71/2.65 亿元），对应 2025 年 4 月 29 日股价的 PE 分别为 50/33/25x。公司将受益于芯片国产化带动的“高端测试”和“高可靠性测试”需求，维持“优于大市”评级。

风险提示：新技术研发不及预期；下游需求不及预期；行业竞争加剧。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）

联系人：连欣然

◆ 立昂微(605358.SH) 财报点评:一季度收入创季度新高,毛利率回升

1Q25 收入创季度新高,毛利率同环比回升。公司 2024 年实现收入 30.92 亿元 (YoY +14.97%), 归母净利润-2.66 亿元 (YoY -504%), 扣非归母净利润-2.66 亿元 (YoY -152%); 由于价格承压和扩产带来的折旧增加, 公司毛利率下降 11pct 至 8.74%。1Q25 营收 8.20 亿元 (YoY +20.8%, QoQ +0.6%), 创季度历史新高, 归母净利润-0.81 亿元 (YoY -28%, QoQ -62%), 毛利率为 13.07% (YoY +3.2pct, QoQ +17.9pct)。

2024 年半导体硅片收入增长 27%, 毛利率承压。2024 年公司半导体硅片实现收入 19.06 亿元 (YoY +26.93%), 占比 62%, 毛利率-1.82% (YoY -9.54pct), 折合 6 英寸的销量为 1512.78 万片 (含对立昂微母公司的销售 222.73 万片), 同比增长 53.68%, 其中 12 英寸硅片销售 110.30 万片, 同比增长 121.23%。截至 2024 年底, 公司 6 英寸抛光片 (含衬底片) 月产能 60 万片、8 英寸抛光片 (含衬底片) 月产能 57 万片、6-8 英寸外延片月产能 82 万片、12 英寸抛光片 (含衬底片) 月产能 30 万片, 12 英寸外延片月产能 10 万片。

2024 年半导体功率器件销量增长 6.3%, 车规级芯片批量供应。2024 年公司半导体功率器件实现收入 8.62 亿元 (YoY -16.20%), 占比 28%, 毛利率 29.80% (YoY -11.43pct), 销量同比增长 6.3%至 182.40 万片。其中光伏控制用芯片中高附加值沟槽 SBD 占比超 50%, 电源管理用芯片同比增长 51%, FRD 芯片销量增长超 20%, 并作为一级供应商进入 H 公司供应链, 车规级芯片已批量供应国内外知名汽车厂商。截至 2024 年底, 公司功率器件芯片月产能达 23.5 万片。

2024 年射频芯片销量和收入均同比翻倍以上, 毛利率改善。2024 年公司化合物半导体射频芯片实现收入 2.95 万元 (YoY +115%), 占比 10%, 毛利率+13.11% (YoY +26.36pct), 销量同比增长 123%至 4 万片。射频芯片业务突破 5G 基站、卫星通信、智能手机核心技术, 面向中兴等通信设备龙头, 助推 5G 基站射频国产化率突破 60%; 智能手机端三维异构集成芯片进入 H 公司的供应链。截至 2024 年底, 射频芯片年产能 15 万片。

投资建议: 短期利润承压, 维持“中性”评级

由于价格承压及扩产带来的折旧压力, 我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 1.81/2.81/3.86 亿元 (2025-2026 年前值为 2.59/3.72 亿元), 对应 2025 年 4 月 29 日股价的 PE 分别为 89/56/42x, 维持“中性”评级。

风险提示: 新产品研发不及预期; 客户验证不及预期; 需求不及预期。

证券分析师: 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、叶子 (S0980522100003)、张大为 (S0980524100002)、詹浏洋 (S0980524060001)、李书颖 (S0980524090005)

联系人: 连欣然

◆ 德明利(001309.SZ) 财报点评:1Q25 收入逆势同环比增长, 产品线与客户结构加速升级

公司 1Q25 收入逆势同比增长 54.41%。公司以存储颗粒为原材料进行存储模组开发, 产品包括嵌入式存储、固态硬盘、移动存储及内存条等。24 年存储价格呈现前高后低趋势, 受存储价格回落影响 4Q24 上游厂商再次减产, 存储价格于 1Q25 触底, 预计 25 年存储价格有望温和复苏。在此背景下: 尽管 1Q25 存储价格下降触底, 公司通过渠道及客户拓展仍逆势实现营收 12.52 亿元 (YoY+54.4%, QoQ+6.5%), 短期受研发投入同比增长 97.77%、银行贷款增加带来的财务费用增加及存货跌价准备等影响, 扣非归母净利润-0.75 亿元 (YoY-138.9%, QoQ+24.7%) 同比下降, 随价格触底企稳公司 1Q25 亏损环比收窄, 毛利率 5.8% (YoY-31.4pct, QoQ+5.5pct) 环比改善。目前公司研发投入已在收入端逐步体现, 未来待规模稳定后盈利有望逐步改善。

产品结构持续优化, SSD 与嵌入式存储双轮驱动。目前公司已形成移动存储、固态硬盘、嵌入式存储和内存条四大产品线。24 年固态硬盘营收 23.00 亿元 (+235.46%, 占 48%), 高速 PCIe SSD 销售规模同比增加 979%, 2TB 以上大容量 SSD 产品快速提升; 嵌入式存储营收 8.43 亿元 (YoY+1730.60%, 占 18%) eMM 通过主流 5G 平台认证, LPDDR 已具备量产能力; 内存条产品已量产出货。

企业级存储成功导入头部客户，打开长期成长空间。随着 AI 推动国内云服务厂商资本开支增加，服务器需求旺盛打开国产企业级 SSD 增量空间。公司在需求窗口期推出了企业级存储解决方案并成功进入云服务厂商供应链体系。M.2 NVMe PCIe 5.0 SSD 已向多家云服务企业送样，部分产品已成功导入。此外公司建设了企业级存储产品测试线以补齐解决方案能力。

自研主控顺利推进，逐步构建“主控+模组”模式。目前公司新一代自研 SD6.0 存储卡主控芯片和 SATA SSD 主控芯片（采用 RISC-V 指令集）均成功量产，搭载自研主控的模组产品进入客户验证与导入阶段。高门槛 PCIe SSD、UFS、eMMC 主控芯片持续开发中。公司完成定增募资 9.72 亿元，部分重点投向 PCIe SSD 和嵌入式存储主控芯片研发，未来有望成为公司第三增长曲线。

投资建议：由于存储价格下跌，公司资产减值损失高于我们此前预期，毛利率低于此前预期，基于公司 24 年与 25 年一季度情况，上调研发投入，下调毛利率及净利润，预计 25-27 年归母净利润为 3.61/4.93/7.32 亿元（前值 25-26 年 8.3/8.6 亿元），对应 25-27 年 PE 分别为 50/42/28 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：消费电子及服务器需求不及预期，产品产能提升不及预期。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）

联系人： 连欣然

◆ 兆易创新(603986.SH) 财报点评:1Q25 营收同环比增长，产品线与应用领域多维拓展

1Q25 营收实现同环比增长。公司主要产品包括存储器、微控制器和传感器；其中存储器分为 SPI NOR、SLC NAND 和 DRAM，微控制器包括 ARM 核和 RISC-V 开源内核 MCU，传感器包括触控和指纹识别芯片。受益于行业回暖，公司 24 年实现营收 73.56 亿元（YoY+27.7%），扣非归母净利润 10.3 亿元（YoY+3660.8%），毛利率为 38.0%（YoY+3.58pct）。1Q25 在国补政策等推动下公司存储与计算及网通市场持续增长，单季度实现营收 19.09 亿元（YoY+17.32%，QoQ+11.88%），扣非归母净利润 2.24 亿元（YoY+21.83%，QoQ-11.52%），4Q24 MCU 毛利率短期回落，进入 1Q25 各产品线毛利率改善，综合毛利率为 37.44%（YoY-0.72pct，QoQ+4.27pct）。

Nor Flash 保持优势，利基 DRAM 营收及出货量同比翻倍以上增长。24 年公司存储芯片业务营收 51.94 亿元（YoY+27.39%），毛利率 40.27%（YoY+7.28pct）。其中，NOR Flash 作为基本盘在全球 SPI NOR Flash 市场位列第二，55nm 工艺节点全系列产品均已量产；SLC NAND Flash 营收和出货量同比良好增长，车规产品搭配 Nor Flash 加速扩展。DRAM 自有品牌营收及出货量实现同比翻倍以上增长，预计随存储原厂陆续退出利基 DRAM 市场，公司利基 DRAM 有望加速提升；根据公司公告，24 年公司与长鑫存储的关联交易额度为 10.18 亿元，25 年预计金额提升至 11.61 亿（YoY+14%）。

MCU 出货量创历史新高，车规中高端产品持续布局。24 年公司 MCU 及模拟产品实现营收 17.06 亿元（YoY+29.56%），毛利率 36.50%（YoY-6.60pct）。MCU 产品营收及出货量均实现同比增长，出货量创历史新高。目前公司已量产 63 大系列、超过 700 款 MCU，工业与消费为前两大营收贡献领域。汽车应用领域，公司推出 GD32A7 系列高性能 MCU，新增募投项目“汽车电子芯片研发及产业化项目”（投资约 12 亿元）以完善公司汽车 MCU 产品布局。

传感器 PC 应用拓展，外延收购拓宽模拟产品线。24 年公司传感器营收 4.48 亿元（YoY+27.20%），毛利率 16.46%（YoY+0.46pct），其中手机市场份额持续增长，PC 领域进一步拓展：推出两款 PC 指纹识别解决方案并进入微软 AVL 准入供应商名单。此外，公司外延收购苏州赛芯以加强电池管理和锂电保护等领域技术储备，模拟产品线持续丰富。

投资建议：我们看好公司逐步构建的存储/MCU/传感器+模拟全面解决方案多维增长空间，根据 24 年及 1Q25 情况略调整费用率，预计 25-27 公司归母净利润 15.73//20.49/24.62 亿元（前值 16.27/20.47 亿元），当前股价对应 PE 倍数为 55/42/35 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新产品开发不及预期；国际关系恶化等。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为

(S0980524100002)

联系人： 连欣然

◆ 北京君正(300223.SZ) 财报点评:1Q25 收入同环比增长，计算、存储与模拟多维发展

公司 1Q25 收入同环比增长。公司从事计算芯片、存储芯片、模拟与互联芯片等芯片产品开发。24 年全球汽车、工业市场需求持续低迷，伴随产业链去库存影响，公司 24 年营收 42.13 亿元 (YoY-7.03%)，叠加股权激励费用 4513 万元以及收购产生的资产评估增值摊销 3686 万元影响，归母净利润 3.66 亿元 (YoY-31.84%)。进入 1Q25，行业市场逐步复苏，公司 1Q25 单季度实现营收 10.60 亿元 (YoY+5.28%，QoQ+4.83%)，股权激励费用同比新增 1189.20 万元及综合毛利率波动影响归母净利润 0.74 亿元 (YoY-15.3%，QoQ+19.62%) 同比下降，景气度修复毛利率 36.4% (YoY-1.04pct，QoQ+1.93pct) 环比改善。计算芯片 1Q25 同比增长 12.41%，产品矩阵持续丰富。24 年公司计算芯片业务营收 10.90 亿元 (YoY-1.65%)，1Q25 景气度回升营收同比增长 12.41%。针对安防等应用市场消费降级及高性价比要求，公司以 T23、T31 和 T41 等主力芯片满足不同等级产品需求，并规划了更具性价比优势的 T32 等产品；面向工业、医疗、消费等泛视频应用，公司 C200 系列可提供超小尺寸与极低功耗的芯片产品，适用于智能眼镜类的产品市场。

存储芯片 1Q25 同比增长 3.44%，布局 3D DRAM 及新工艺产品。24 年存储芯片受汽车、工业等行业需求疲软及去库存压力影响营收 25.89 亿元 (YoY-11.06%)，进入 1Q25 随景气度回暖同比增长。公司车规存储保持国际前列，21nm/20nm 及以下工艺持续迭代，新一代产品 (DDR4/LPDDR4 等) 预计 25 年将陆续提供工程样品。为应对 AI 模型和高性能计算对高带宽、大容量存储的需求，公司已启动 3D DRAM 相关技术的研发。Flash 各产品线如大容量 NOR Flash 产品研发持续投入，2Gb 车规级 NOR Flash 产品已量产。模拟与互联芯片 1Q25 同比增长 12.30%，车规应用加速推进。24 年公司模拟与互联芯片实现营收 4.72 亿元 (YoY+15.31%)，1Q25 保持增长。其中主力产品工业、汽车等高门槛 LED 驱动芯片料号及应用场景持续丰富，单车 LED 驱动芯片用量不断提高；互联芯片方面，面向汽车应用的 LIN、CAN、GreenPHY、G.vn 等网络传输产品的研发和测试持续推进，首款 GreenPHY 产品已量产。

投资建议：我们看好公司作为国内计算+存储+模拟芯片设计龙头多维发展的中长期增长空间，由于市场景气度修复低于我们此前预期，基于公司 24 年与 25 年一季度情况，上调费用率并下调毛利率预期，预计 25-27 年归母净利润为 5.11/6.15/7.64 亿元 (前值 25-26 年：8.99 亿元/12.04 亿元)，对应 25-27 年 PE 分别为 64/53/43 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期，产品迭代不及预期。

证券分析师： 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、叶子 (S0980522100003)、张大为 (S0980524100002)、詹浏洋 (S0980524060001)、李书颖 (S0980524090005)

联系人： 连欣然

◆ 江波龙(301308.SZ) 财报点评:企业级存储加速放量，全球布局持续铺开

1Q25 收入环比增加，扣非归母净利润亏损环比收窄。公司主要以存储颗粒为原材料进行存储模组产品的开发，产品包括嵌入式存储、固态硬盘 (SSD)、内存条及移动存储 (U 盘、存储卡)。24 年存储价格呈现前高后低趋势，受存储价格回落影响 4Q24 上游厂商再次减产，存储价格于 1Q25 触底，预计 25 年存储价格有望温和复苏。在此背景下：公司 1Q25 实现营收 42.56 亿元 (YoY-4.41%，QoQ+1.45%)，扣非归母净利润-2.02 亿元 (YoY-155.64%，QoQ+38.82%)，毛利率 10.35% (YoY-14.04pct，QoQ-0.81pct)。

企业级存储业务加速提升，成为重要增长极。24 年公司企业级存储收入达 9.22 亿元，同比大幅增长 666.30%。目前公司已覆盖 480GB 至 7.68TB 主流容量的多款高速 eSSD 产品，具备“eSSD+RDIMM”的规模供应能力，覆盖互联网、服务器、运营商、金融等领域客户。自主研发的 PCIe SSD 与 SATA SSD 系列已完成与鲲鹏、海光、龙芯等多个国产 CPU 平台服务器的兼容性适配。随 AI 推动国内云服务厂商资本开支增加，公司 1Q25 企业级存储实现收入 3.19 亿元，同比增长超 200%。

海外业务整合顺利，Lexar 品牌影响力持续提升。巴西控股子公司 Zilia 整合顺利推进，公司通过技术、

品牌与资源赋能，Zilia 拓展了 SSD、UFS、DDR5 等中高端产品线并开拓海外头部客户，24 年实现销售收入 23.12 亿元，同比 120.15%，1Q25 延续增长趋势，同比增长 45%。国际高端消费类存储品牌 Lexar（雷克沙）24 年全球销售收入达 35.25 亿元，已覆盖全球 60 多个国家和地区，品牌全球影响力持续攀升，1Q25 同比增长近 21%。

自研芯片持续突破，逐步打开中高端存储应用市场。24 年公司成功流片首批 UFS 自研主控芯片（WM7400/WM7300/WM7200），其中 WM7400 主控的 UFS4.1 产品性能优于市场主流产品，有助于公司未来在中高端嵌入式产品中加速突破；此前公司已有三款自研主控芯片累计出货超 3000 万颗。同时，公司持续投入 SLC NAND Flash 等小容量存储芯片设计，累计出货量已超 1 亿颗，与现有产品线形成协同效应。

投资建议：由于存储价格下跌，公司资产减值损失高于我们此前预期，毛利率低于此前预期，基于公司 24 年与 25 年一季度情况，上调研发费用，下调利润预期，预计 25-27 年归母净利润为 5.3/8.4/10.1 亿元（前值 25-26 年 10.7/11.4 亿元），对应 PE 分别为 61/39/32 倍，我们看好公司中长期全球业务布局与企业级产品带来的产品结构升级，维持“优于大市”评级。

风险提示：存储行业需求不及预期，新产品放量不及预期等。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）、张大为（S0980524100002）、李书颖（S0980524090005）

联系人： 连欣然

◆ 北方华创(002371.SZ) 财报点评:发布离子注入机并购芯源微，设备平台化战略凸显

1Q25 营收同比增长 37.90%，归母净利润同比增长 38.80%。公司发布 2025 年第一季度报告，实现营收 82.06 亿元（YoY +37.90%，QoQ -13.49%），归母净利润 15.81 亿元（YoY +38.80%，QoQ +36.42%），扣除非经常性损益后归母净利润 15.70 亿元（YoY +44.75%，QoQ +20.40%），综合毛利率 43.02%（YoY -0.38pp，QoQ +3.1pp）。公司 CCP、ALD、高端单片清洗机等多款新产品实现关键技术突破，工艺覆盖度显著增长，同时多款成熟产品市场占有率稳步提升，规模效应逐步显现，带动营业收入和利润同步增长。

2024 年营收同比增长 35.14%，归母净利润同比增长 44.17%。公司发布 2024 年年度报告，全年实现营业收入 298.38 亿元（YoY +35.14%），归属于上市公司股东的净利润 56.21 亿元（YoY +44.17%）。产品端，2024 年公司刻蚀设备（ICP、CCP、Bevel 刻蚀、高选择性刻蚀、干法去胶）收入超 80 亿元；薄膜沉积设备（PVD、CVD、ALD、外延 EPI、电镀 ECP）收入超 100 亿元；热处理设备（立式炉和快速热处理设备）收入超 20 亿元；湿法设备（单片设备和槽式设备）收入超 10 亿元。

发布首款离子注入与电镀设备布局新产品，外延并购芯源微完善平台战略。3 月公司发布首款离子注入机 Sirius MC 313，正式进军离子注入设备市场，2024 年全球离子注入设备市场规模达 276 亿元，国内市场约 160 亿元。当天公司同步发布首款 12 英寸电镀设备（ECP）Ausip T830，该设备专为硅通孔（TSV）铜填充设计，主要应用于 2.5D/3D 先进封装领域，电镀作为 PVD 的后道工艺，其设备与 PVD 设备协同工作，全球电镀设备规模已达 80-90 亿元。此外，公司与沈阳先进制造签署《股份转让协议》，拟受让芯源微 9.49% 股份，并拟通过公开征集转让方式竞买沈阳中科天盛持有的 8.41% 股份，预计将合计持有芯源微 17.9% 股权。后续北方华创有望在涂胶显影、清洗与键合设备等领域，发挥芯源微原有产品线优势，进一步完善平台化布局。

投资建议：国产半导体设备平台化龙头，维持“优于大市”评级。公司作为国内半导体设备平台龙头，首次发布离子注入与电镀产品，与原有产品线形成协同。同时通过外延并购芯源微，进一步完善平台化布局。我们预计公司 2025-2027 年营业收入 385.71/481.89/596.75 亿元（25-26 年前值 408.43/505.66 亿元），归母净利润 77.75/98.89/123.95 亿元（25-26 年前值 78.11/100.77 亿元），当前股价对应 PE 分别为 31/24/19 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游晶圆制造产能扩充不及预期风险，新产品开发不及预期风险，国际关系波动和地缘政治风险等。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）

联系人：连欣然

◆ 鼎龙股份(300054.SZ) 财报点评:一季度利润同比高增，盈利能力显著改善

1Q25 营收同比增长 16.37%，归母净利润同比增长 72.84%。公司发布 2025 年第一季度报告，实现营收 8.24 亿元 (YoY +16.37%)，归母净利润 1.41 亿元 (YoY +72.84%)，扣除非经常性损益后归母净利润 1.35 亿元 (YoY +104.84%)，综合毛利率达到 48.82%。公司收入增长主要受益于 CMP 抛光材料及显示材料业务持续放量，新业务如高端晶圆光刻胶、半导体先进封装材料虽取得一定收入但尚未盈利。

2024 年营收同比增长 25.14%，归母净利润同比增长 134.54%。2024 全年实现营收 33.38 亿元 (YoY +25.14%)，归母净利润 5.21 亿元 (YoY +134.54%)。分业务板块来看，公司半导体业务（含半导体材料业务及集成电路芯片设计及应用）实现营收 15.2 亿元，同比增长 77.40%，占公司总营收比例约 46%，已成为公司业绩增长的核心驱动力。打印复印通用耗材业务实现收入 17.9 亿元，与上年同期持平。彩色碳粉打印粉年销量首次突破 2000 吨，硒鼓业务收入同比增长，墨盒业务收入、净利润均同比提升。

半导体材料增长强劲，新业务持续推进验证。一季度公司传统 CMP 材料与半导体显示材料收入高增，CMP 抛光垫实现收入 2.2 亿元，同比增长 63.14%，环比增长 13.83%，公司作为国内 CMP 抛光垫龙头企业，市场份额有望持续提升。CMP 抛光液、清洗液实现收入 5519 万元，同比增长 53.64%，各型号产品的上量、导入验证稳步推进。半导体显示材料实现收入 1.3 亿元，同比增长 85.61%，环比增长 8.48%，与下游重要面板客户的产品渗透和合作持续加深。新业务方面，高端晶圆光刻胶、半导体先进封装材料合计实现收入 629 万元，24 年底公司某款浸没式 ArF 及某款 KrF 晶圆光刻胶先后顺利通过客户验证，并收到两家国内主流晶圆厂客户的订单。光刻胶已有订单产品不断放量，新产品的验证导入同步积极推进。集成电路芯片设计及应用、打印复印通用耗材经营情况保持稳定。

投资建议：我们看好公司在半导体材料领域的平台化发展，预计公司 2025-2027 年营业收入 38.66/44.08/50.58 亿元（25-26 年前值 33.12/38.56 亿元），归母净利润 6.78/8.68/11.16 亿元（25-26 年前值 6.65/8.37 亿元），当前股价对应 PE 分别为 41/32/25 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游晶圆制造稼动率或需求不及预期风险，新产品开发不及预期风险，行业竞争加剧风险等。

证券分析师：胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）

联系人：连欣然

◆ 翱捷科技-U(688220.SH) 财报点评:一季度业绩符合预期，毛利率显著改善

2025 年一季度营收同比增长 9.6%，归母净利润同环比减亏。公司发布 2025 年一季报，实现营收 9.1 亿元 (YoY +9.6%，QoQ +7.6%)，实现归母净利润-1.2 亿元（同环比减亏），综合毛利率 26.35% (YoY +2.56pp，QoQ +3.96pp)，研发费用 3.57 亿元 (YoY +12.9%)。

一季度收入创单季度历史新高，蜂窝基带增长超 20%。2024 年公司 ASIC 相关业务收入约 3.7 亿元，其中 2.86 亿元在 2024 年上半年集中确认收入，导致 2024 年 1-2 季度收入基数相对较高，而 1Q25 芯片定制业务确认相对较少，故收入同比增速相对平缓。公司核心业务蜂窝基带芯片收入，同比 1Q24 增长超过 20%。

毛利率改善显著，利润端同环比减亏。24 年公司芯片产品毛利率约 20.32%，1Q25 公司综合毛利率达到 26.35%，伴随蜂窝物联网芯片的竞争格局改善，及公司 5G RedCap 和智能终端芯片等产品的推出，公司毛利率有望逐步回升。利润端，公司股份支付、流片、折旧摊销费用同比有所增加，仍实现同环比减亏，较四季度减亏约 1.6 亿元。

多款智能终端芯片研发推进，新增存储芯片定制客户。公司蜂窝基带 2024 年合计投入 18 个研发项目，其中新开立 4 项，顺利完成 6 项；5G 智能手机 SOC 芯片、5G 轻量化智能终端芯片、4G 智能手机芯片等 12 个研发项目有序进行；第二代八核智能手机芯片平台、5G SOC 智能手机芯片平台等研发项目正在积极推进中。芯片定制方面，24 年公司新增第 5 大客户深圳大普微电子，其芯片定制业务销售额约 1.24 亿元，占总收入 3.66%。大普微电子是国内领先的企业级 SSD 主控芯片设计、SSD 产品及存储方案提供

商。公司已服务人工智能头部企业、大型互联网科技企业、大型存储企业、头部 RISC-V 方案提供商、工业控制企业等。公司继续拓展新客户和新项目，同时助力多个客户的新一代高端产品进入量产。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们看好公司在蜂窝基带芯片领域的稀缺性和竞争优势，智能终端芯片产品持续发布产品导入各类手机客户，ASIC 业务占据优势卡位顺应 AI 产业化趋势。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润-4.09/0.46/2.09 亿元（25-26 年前值-3.31/0.39 亿元），维持“优于大市”评级。

风险提示：激烈竞争导致产品价格下降风险；新产品开发滞后风险；地缘政治风险；先进制程产能受限风险；公司持续亏损风险等。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）

联系人： 连欣然

◆ 中微公司(688012.SH) 财报点评:薄膜设备覆盖率提升，高端刻蚀运付量显著增加

1Q25 营收同比增长 35.40%，归母净利润同比增长 25.67%。公司发布 2025 年第一季度报告，实现营收 21.73 亿元 (YoY +35.40%)，归母净利润 3.13 亿元 (YoY +25.67%)，扣非归母净利润 2.98 亿元 (YoY +13.44%)。综合毛利率达到 41.54% (QoQ +2.28pp)，研发投入 6.87 亿元 (YoY +90.53%)。公司针对先进逻辑和存储制造中关键刻蚀工艺的高端产品新增付运量显著提升，先进逻辑中段关键刻蚀工艺和先进存储超高深宽比刻蚀工艺实现量产。期末公司合同负债达 30.67 亿元，存货达 74.48 亿元，显示公司在手订单饱满。

2024 年营收同比增长 44.73%，扣非归母净利润同比增长 16.51%。公司 2024 年实现营收 90.65 亿元 (YoY +44.73%)，归属于上市公司股东的净利润 16.16 亿元 (YoY -9.53%)，扣非归母净利润 13.88 亿元 (YoY +16.51%)，综合毛利率 41.06% (YoY -4.77pp)。归母净利润同比下滑主要系公司显著加大研发投入以及 2023 年同期出售部分拓荆科技股票产生投资收益所致。分产品看，公司刻蚀设备实现收入 72.77 亿元 (YoY +54.72%)；MOCVD 设备实现收入 3.79 亿元；新品薄膜沉积设备实现首台销售，贡献营收 1.56 亿元，LPCVD 设备累计出货量突破 150 个反应台，24 年获得 4.76 亿元批量订单。同时，公司实现 6 种薄膜沉积设备的研发与交付，钨系列产品全部通过关键存储客户端量产验证，取得批量订单。

在研六大类超二十款新设备，提升产品覆盖面。伴随公司薄膜沉积设备达到国际领先水平，公司同步推进多款金属薄膜气相设备、新一代等离子体源的 PECVD 设备的开发，布局制造 MEMS 的深硅刻蚀设备，先进封装 Chiplet 所需的 TSV 刻蚀设备和 PVD 设备等。此外，公司先进锗硅 EPI 设备顺利进入客户端量产验证阶段，已完成多家先进逻辑器件与 MTM 器件（包括 MEMS 和传感器、CIS、功率以及射频器件的超越摩尔器件）客户的工艺验证。产能建设方面，公司南昌(14 万平米)和临港(18 万平米)生产研发基地已投产，2024 年分别实现产值约 61 亿元和 85 亿元。

投资建议：国内半导体先进工艺设备公司，维持“优于大市”评级。由于国内半导体设备需求持续旺盛，且公司不断增加刻蚀、薄膜等领域覆盖度提升份额，未来营收规模效应有望逐步体现。我们预计公司 2025-2027 年营业收入 118.96/151.32/193.33 亿元（25-26 年前值 114.67/149.59 亿元），归母净利润 22.32/31.38/39.86 亿元（25-26 年前值 22.03/31.82 亿元），当前股价对应 PE 分别为 53/37/28 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游晶圆制造产能扩充不及预期风险，新产品开发不及预期风险，国际关系波动和地缘政治风险等。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）

联系人： 连欣然

◆ 晶晨股份(688099.SH) 财报点评:端侧 AI 与 Wi-Fi6 放量显著，二季度业绩有望进一步增长

一季度营收同比增长 10.98%，归母净利润同比增长 47.53%。公司发布 2025 年一季报，实现营收 15.3 亿元（YoY +10.98%，QoQ +18.9%），创历史同期新高；实现归母净利润 1.88 亿元（YoY +47.53%，QoQ -17.5%），扣非归母净利润 1.7 亿元（YoY +44.04%，QoQ -11.9%）。Q1 综合毛利率为 36.23%，同比提升 2.01 个百分点。公司预计 2025 年第二季度及全年经营业绩将同比进一步增长。

端侧 AI 芯片快速增长，Wi-Fi6 产品占比大幅提升。一季度受益于智能家居市场需求快速增长以及端侧 AI 技术渗透率提升，公司智能家居类芯片销售额同比增长超过 50%，单季度出货量超过 1000 万颗。公司各产品线已有超过 15 款商用芯片携带公司自研的智能端侧算力单元。一季度携带自研智能端侧算力单元的芯片出货量已达近 400 万颗，接近 2024 年全年同类芯片出货量的 50%。Wi-Fi 芯片方面，一季度 W 系列芯片出货量同比增长超过 35%，其中，Wi-Fi6 2*2 芯片出货量已占 W 产品线的近 25%（1Q24 占比约 1.5%），预计后续 Wi-Fi6 销量及占比均会有较大幅度增长。

C&W 系列目标出货量 CAGR 达 50%，25 年 6nm 销量有望达千万颗。公司 2025 年股票激励计划 25-28 年无线连接芯片和视觉系统芯片的出货量累计值高于 6628/10240/15650/23760 万颗，体现出公司对于无线连接芯片与视觉系统芯片的重视。细分产品系列方面，6nm 芯片 S905X5 系列取得多个国际 Top 运营商订单，预计 25 年销量达到千万颗以上，8K 芯片 S928X 均囊国内运营商全部份额，并取得海外 Top 运营商订单，预计百万级以上规模出货。T 系列 24 年销量同比提升超过 30%，已完成国际主流 TV 生态的全覆盖。W 系列全年销量达到近 1400 万颗，累积销量超过 3000 万颗，Wi-Fi6 2*2 全年销量超过 150 万颗，Wi-Fi AP 已顺利完成流片。A 系列方面，24 年携带端侧 AI 算力芯片出货量超 800 万颗，A311D2 销量超 100 万颗，体感运动游戏在 TV 上的应用将推动 25 年额外提供百万级以上的销量。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们看好公司在智能 SoC 领域的竞争力及领先优势，公司 6nm 旗舰芯片落地量产，W 系列 WiFi6 与 A 系列 AI 端侧芯片有望在 25 年助力公司业绩稳步增长。我们预计公司 2025-2027 年营业收入 73.91/89.36/107.25 亿元（25-26 年前值 78.73/94.62 亿元），归母净利润 10.35/13.31/17.55 亿元（25-26 年前值 10.52/13.19 亿元），当前股价对应 PE 分别为 29/23/17 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；原材料采购价格上涨风险；产品研发进度不及预期风险；汇率波动风险等。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）

联系人： 连欣然

◆ 拓荆科技(688072.SH) 财报点评:在手订单饱满充裕，新工艺产品获重复订单

1Q25 营收同比增长 50.22%，归母净利润亏损 1.47 亿。公司发布 2025 年一季报，实现营收 7.09 亿元（YoY +50.22%），归母净利润-1.47 亿元（YoY -1503.33%）。营收高速增长主要受益于公司新产品/新工艺实现批量验证，工艺覆盖面不断扩大，量产规模快速增长；利润端承压主要系新产品验证成本及费用增加（1Q25 新产品收入占比 67%）。季度末公司合同负债达到 37.52 亿元，同比增长 170.65%，期末存货达 78.12 亿元，印证公司在手订单饱满。

2024 年营收同比增长 51.70%，归母净利润同比增长 3.86%。2024 全年实现营收 41.03 亿元，归母净利润 6.88 亿元，综合毛利率为 41.69%（YoY -9.32pp），研发费用 7.56 亿元（YoY +31.26%）。分产品来看，24 年薄膜沉积设备实现收入 38.6 亿元（YoY +50.29%），应用于三维集成领域的先进键合设备及配套量检测设备收入 0.96 亿元（YoY +48.78%）。24 年底公司在手订单约 94 亿元，发出商品余额 41.64 亿元（YoY +115.32%），24 年合计出货超 1000 个反应腔，为后续收入增长奠定良好基础。

薄膜沉积设备持续扩大量产规模，先进键合设备获得重复订单。薄膜沉积设备方面，2024 年公司晶圆背面薄膜沉积 Bianca 通过客户验证并实现产业化应用，累计出货超 40 个反应腔。基于新型设备平台（PF-300T Plus 和 PF-300M）和新型反应腔（pX 和 Supra-D）的 PECVD Stack（ONO 叠层）、ACHM、LoK-II 等先进工艺设备实现批量出货并陆续通过客户验证，累计出货超 220 个反应腔。此外，SACVD/HDPCVD/Flowable CVD 反应腔分别累计出货超过 100/100/15 个。用于三维集成领域的产品方面，晶圆对晶圆混合键合设备（Dione 300）、芯片对晶圆键合前表面预处理设备（Propus）获得重复订单并扩

大产业化应用。晶圆对晶圆熔融键合设备(Dione 300F)已获得客户订单,芯片对晶圆混合键合设备(Peione)已获得客户订单并出货。键合套准精度量测设备(Grux 300)及键合强度检测设备(Ascella 300)均通过客户验证。

投资建议:国产半导体薄膜沉积设备龙头,维持“优于大市”评级。公司作为国内半导体薄膜沉积设备龙头之一,薄膜设备新工艺机台有望逐步量产出货,用于三维集成领域的键合工艺设备也在逐步获得客户的重复订单。我们预计 2025-2027 年营业收入 53.27/68.59/88.15 亿元(25-26 年前值 51.70/66.35 亿元),归母净利润 9.42/13.01/17.81 亿元(25-26 年前值 9.16/12.30 亿元),当前股价对应 PE 分别为 31/23/17 倍,维持“优于大市”评级。

风险提示:下游晶圆制造产能扩充不及预期风险,新产品开发不及预期风险,国际关系波动和地缘政治风险等。

证券分析师: 胡剑(S0980521080001)、胡慧(S0980521080002)、叶子(S0980522100003)、张大为(S0980524100002)、詹浏洋(S0980524060001)、李书颖(S0980524090005)

联系人: 连欣然

◆ 恒玄科技(688608.SH) 财报点评:国补与可穿戴助力业绩高增,2800 全面落地 AI 端侧应用

一季度营收同比增长 52.25%,归母净利润同比增长 590.22%。公司发布 2025 年一季报,实现营收 9.95 亿元(YoY +52.25%,QoQ +25.88%),实现归母净利润 1.91 亿元(YoY +590.22%,QoQ +11.18%),实现扣非归母净利润 1.77 亿元(YoY +1838.60%,QoQ +11.46%),综合毛利率 38.47%(YoY +5.54pp,QoQ +0.77pp)。

受益国补与智能可穿戴占比提升,收入利润创单季度历史新高。公司 2025 年一季度营收达 9.95 亿元,同比增长 52.25%,创下单季度历史新高。公司一季度收入高增主要受益于:1)智能可穿戴市场持续增长,以及国补对下游消费需求带来的促进作用;2)公司智能手表芯片销售占比提升,同时伴随芯片平台的更新迭代,带动公司销售均价较去年同期有所提升。当前,公司智能手表/手环业务已成为公司第二增长曲线,市占率实现快速提升。

毛利率改善显著,盈利能力大幅提升。25Q1 公司综合毛利率达到 38.47%,同比提升 5.54 个百分点,环比提升 0.77 个百分点。毛利率提升主要受益于产品结构优化,高毛利的可穿戴芯片占比提升,以及规模效应带来的成本下降。利润端,得益于毛利率改善及营收大幅增长带来的规模效应,期间费用率快速下降,公司归母净利润实现 1.91 亿元,同比大幅增长 590.22%。

新平台 BES2800 实现量产落地,全面应用 AI 端侧市场。2024 年公司智能手表/手环芯片导入新客户,实现营收 10.45 亿元(YoY +116%),占比约 32%,合计出货量超 4000 万颗。公司可穿戴新旗舰平台 BES2800 在客户旗舰耳机项目中量产落地,采用 6nm FinFET 工艺,单芯片集成多核 CPU/GPU、NPU、大容量存储、低功耗 Wi-Fi 和双模蓝牙,2025 年 BES2800 将在 TWS 耳机、智能手表、智能眼镜等产品中全面应用。技术方面,公司自研 BEC0 嵌入式 AI 协处理器、双频超低功耗 Wi-Fi、BT6.0 和星闪、独立 Modem 蜂窝通信、先进工艺下的全集成射频、全集成音视频存储高速接口等核心技术,打造全面且高性价比的低功耗可穿戴平台。

投资建议:维持“优于大市”评级。公司下游应用从 TWS 耳机顺利扩展至智能手表/手环、AI 眼镜、智能家居等领域,伴随新平台 BES2800 的量产,及规模效应的体现,公司业绩有望取得显著提升。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 8.85/11.99/16.19 亿元(25-26 年前值为 4.44/5.99 亿元),同比增长 92.3%/35.4%/35.0%,对应当前市值 PE 为 60/44/33 倍,维持“优于大市”评级。

风险提示:下游需求不及预期;行业竞争加剧;新业务拓展不及预期等。

证券分析师: 胡剑(S0980521080001)、胡慧(S0980521080002)、叶子(S0980522100003)、张大为(S0980524100002)、詹浏洋(S0980524060001)、李书颖(S0980524090005)

联系人: 连欣然

◆ 火星人(300894.SZ) 财报点评:经营较为承压,规模受损盈利下滑

经营承压,盈利受损。公司2024年实现营收13.8亿/-35.7%,归母净利润0.11亿/-95.5%,扣非归母净利润-0.03亿/-101.1%。其中Q4收入3.6亿/-36.1%,归母净利润-0.04亿/-116.0%,扣非归母净利润-0.12亿/-118.3%。2025Q1实现营收1.6亿/-53.3%,归母净利润-0.54亿/-246.9%,扣非归母净利润-0.56亿/-264.5%。集成灶需求受地产影响明显,公司经营较为承压。

集成灶需求有所萎缩,水洗类产品下半年有所好转。奥维云网数据显示,2024年我国集成灶零售额下降30.6%至173亿元,其中Q4下降35.3%。2025Q1集成灶线下零售额下降19.5%,线上零售额下降26.8%,行业需求有待恢复。公司24年集成灶收入下降37.9%至11.7亿,H1/H2收入分别-33.0%/-42.4%;水槽、洗碗机等水洗类产品收入下降12.4%至1.4亿,H1/H2收入同比分别-17.5%/-6.4%,预计家电国补开始后,水洗类收入表现有所好转。24年公司进行品牌战略升级,打造厨房无烟、空间无界、情感无价的未来家品牌战略;新产品上市及产品性能升级超过百款,覆盖经销、线上、家装、KA等各渠道。

电商收入降幅较大,线下表现相对稳健。公司2024年线下收入下降14.5%至8.8亿元,线上收入下降55.5%至4.9亿元,预计线下受益于家电以旧换新补贴及渠道开拓等,销售表现相对稳健。公司持续优化渠道质量,保持专卖店数量在2100家以上的水平,建立起覆盖一二线核心城市、三四线城市及乡镇市场的多层次销售网络,并在家装、KA、下沉、工程等渠道全面发展。

盈利较为承压。同口径下,公司2024年毛利率下降4.0pct至43.0%,其中集成灶毛利率同比-3.9pct至44.1%,线上渠道毛利率为53.0%/同比持平,线下渠道毛利率为37.5%/-3.1%。Q1毛利率同比-4.8pct至40.2%。公司全年销售/管理/研发/财务费用率分别+5.5%/+3.0%/+2.4%/+0.2pct至27.7%/8.7%/7.8%/-1.0%,由于收入规模有所下降,公司期间费用率均有所提升。2024年公司归母净利率同比-10.7pct至0.8%,Q4净利率同比-5.4pct至-1.1%,Q1净利率同比-43.9pct至-33.3%;规模受损下,公司盈利下降明显。

风险提示:原材料价格大幅波动;行业竞争加剧;集成灶需求不及预期。

投资建议:下调盈利预测,维持“优于大市”评级

公司系集成灶行业龙头企业,渠道布局领先,产品高举高打。考虑到地产压力下集成灶行业需求持续下降及规模萎缩下费率有所提升,下调盈利预测,预计2025-2027年归母净利润为0.36/0.54/0.77亿(前值为3.2/3.4/-亿),同比增长226%/50%/42%,对应PE=138/92/65x,维持“优于大市”评级。

证券分析师: 陈伟奇(S0980520110004)、王兆康(S0980520120004)、邹会阳(S0980523020001)

联系人: 李晶

◆ 亿田智能(300911.SZ) 财报点评:集成灶需求承压,积极转型算力赛道

Q1淡季经营明显承压。公司2024年实现营收7.0亿/-42.7%,归母净利润0.27亿/-85.2%,扣非归母净利润0.11亿/-93.2%。其中Q4收入2.5亿/-10.4%,归母净利润0.38亿/+847.7%,扣非归母净利润0.32亿/+205.8%。2025Q1实现营收0.58亿/-54.6%,归母净利润-0.43亿/-1042.0%,扣非归母净利润-0.46亿/-4533.1%。公司拟每10股派发现金股利10元,并转增3股,现金分红率达到515%。公司经营受集成灶行业需求下降影响,盈利承压。

集成灶需求下降,洗碗机、水槽等表现有所改善。受到地产及国内消费环境影响,集成灶行业零售额出现较大降幅。奥维云网数据显示,2024年我国集成灶零售额同比下降30.6%至173亿元,其中Q4下降35.3%。2025Q1集成灶线下零售额下降19.5%,线上零售额下降26.8%。公司2024年集成灶收入下降46.3%至5.9亿,H1/H2收入同比分别-45.0%/-47.7%;集成水槽、洗碗机等其他产品收入下降12.8%至1.1亿,H1/H2收入同比分别-40.1%/+15.0%。分渠道,公司直销收入同比下降14.6%至2.1亿,经销收入同比下降49.8%至4.9亿。公司在重点区域布局直营门店,积极开拓KA、工程、家装等渠道。

盈利有所承压。同口径下,公司2024年毛利率下降9.0pct至39.7%,其中集成灶毛利率同比-8.1pct至41.9%。25Q1公司毛利率下降44.0pct至1.7%。公司全年销售/管理/研发/财务费用率分别-1.5%/+0.7%/+1.3%/+2.4pct至22.0%/6.9%/6.5%/0.9%;Q1公司规模降幅较大,期间费用率提升24.4pct。2024年公司归母净利率同比-10.8pct至3.8%;Q4净利率同比+13.4pct至14.8%,Q1净利率同比-77.6pct

至-74.1%。Q1 淡季规模大幅下降，盈利承压。

积极转型算力租赁业务，期待业务放量。2024 年公司旗下算力租赁公司浙江亿算智能实现营收 301 万元，甘肃亿算智能实现营收 6 万元。公司已与上海无问芯穹智能科技有限公司签署算力服务合同，总金额达到 1.1 亿，合同期为 5 年。2025 年 1 月，亿算智能庆阳智算中心开始对外提供推理算力服务，并于 2 月底承接美图公司旗下美颜相机“AI 换装”海外业务的推理算力需求。4 月，公司宣布成为燧原科技指定的 S 级经销商，可销售燧原科技一体机等产品。AI 大模型快速发展下，公司在算力领域抢先布局，有望贡献增量。

风险提示：原材料价格大幅波动；行业竞争加剧；集成灶需求不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司系集成灶头部企业，积极发力算力租赁第二曲线，有望开启新增长。考虑到地产压力下集成灶需求持续下降及公司规模效应降低，下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 0.50/0.78/1.03 亿（前值为 2.0/2.1/-1 亿），同比增长 88%/56%/32%，对应 PE=110/71/53x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人： 李晶

◆ 稳健医疗(300888.SZ) 财报点评:2024 年业绩同比增长 20%，2025 一季度增长提速

2024 年防疫产品影响过后业绩拐点显现。稳健医疗 2024 年实现营业收入 89.8 亿元，同比增长 9.7%；归母净利润 7.0 亿元，同比增长 19.8%；扣非归母净利润 5.9 亿元，同比增长 43.4%。全年剔除感染防护产品影响后，营收同比+18.6%。扣非净利润大幅增长主要系上年同期商誉减值及感染防护产品处置损失较大所致。经营活动产生的现金流量净额为 12.7 亿元，同比增长 19.0%。在充沛现金流下，公司拟每 10 股派发现金红利 2.50 元（含税），叠加中期分红，全年分红占归母净利润比例达 54.43%。Q4 单季营收 29.1 亿元，同比+54.34%，部分受益于 GRI 公司并表贡献收入 2.9 亿元；归母净利润 1.4 亿元（去年同期为亏损），环比-15.6%，主要受计提商誉减值 9074 万元影响。

消费品业务高增长，医疗耗材业务逐渐摆脱基数影响。1）消费品（全棉时代）全年营收 49.9 亿元，同比+17.1%，核心爆品干湿棉柔巾营收 15.6 亿元同比+31.2%，卫生巾营收 7.0 亿元，同比+18.0%，受益于产品力提升、材质教育及行业事件带来的市场机遇。线上渠道增长 18.9%，其中抖音等兴趣电商增长近 109%；线下门店净增 91 家至 487 家，收入增长 9.3%；2）医疗耗材（稳健医疗）全年营收 39.1 亿元，同比+1.1%。剔除感染防护产品后，常规业务营收 35.5 亿元，同比+20.4%。高端敷料（同比+31.2%）、手术室耗材（同比+48.8%）、健康个护（同比+35.0%）等高附加值品类增长亮眼。收购美国 GRI 公司，加速全球化布局，增强海外产能与渠道。

2025 第一季度增长加速，医疗消费齐发力。25Q1 实现营业收入 26.05 亿元，同比增长 36.47%；归母净利润 2.49 亿元，同比增长 36.26%；第四季度实现营收 29.1 亿元，归母净利润 1.4 亿元，扣非归母净利润 1.2 亿元。分板块，1）消费品板块，实现营收 13.4 亿元，同比增长 28.8%。核心品类奈丝公主卫生巾延续高增态势，营收同比+73.5%；干湿棉柔巾（+38.6%）和成人服饰（+23.4%）亦保持较快增长。电商渠道仍是主要贡献（占比 59.9%），商超渠道增长迅猛（+70.9%）；2）医疗耗材板块，实现营收 12.5 亿元，同比增长 46.3%。增长主要由新并购公司 GRI 贡献（营收 3.0 亿元）及内生业务（营收 9.5 亿元，+11.8%）共同驱动。核心品类中，手术室耗材（+196.8%）、高端敷料（+21.1%）、健康个护（+39.8%）表现亮眼。海外市场增长强劲，营收同比+84.1%，国内 C 端渠道药店和电商增速超 40%。

风险提示：国际宏观形势恶化、品牌声誉风险、原材料价格大幅波动、渠道开拓不及预期。

投资建议：看好消费核心品类驱动增长，医疗业务整合扩大份额。公司在近两个季度增长显著提速，主要是受益于消费业务的产品驱动和医疗业务的并购整合，并且在股权激励较快增长的目标下集团具有较强的驱动力，我们看好公司持续表现出色的成长性，并且在充沛的现金流支撑下维持较好的分红水平。我们维持 2025-2026 年盈利预测，引入 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 10.6/12.2/14.1 亿元，同比增长 52.1%/15.8%/15.2%。基于兑现出色的增长势头，我们上调目标价至 54-58 元（原为 43-47 元），对应 2026 年 PE 26-28x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 海澜之家(600398.SH) 财报点评:一季度业绩企稳回升，京东奥莱新业态增量可期

全年收入微降，利润端承压，维持 91%高分红。海澜之家作为国内大众男装龙头品牌，2024 年在消费环境疲软、四季度天气不利等压力下实现营业收入 209.57 亿元（同比-2.7%），归母净利润 21.59 亿元（同比-26.9%）。毛利率基本持平在 44.5%，销售费用率同比+2.9pct 至 23.1%，主要受直营门店扩张及广告费用增加影响；财务费用率同比-1.1pct，其他费用率基本稳定。归母净利率同比-3.1pct 至 10.4%，净利率下滑主要受斯搏兹并表、直营相关销售费用增加、以及部分非经因素影响。期末存货 119.9 亿元（同比+28.4%），主要因斯搏兹并表及冬装受天气影响销售不畅，存货周转天数升至 330 天（同比+47 天）。维持高分红，全年派息 19.69 亿元，分红率约 91%。

分季度表现：Q4 压力显著，Q1 企稳回升。2024Q4 单季度收入 57.0 亿元（同比-4.4%），归母净利润 2.51 亿元（同比-49.8%），主要受 1.6 亿元存货跌价准备计提及 7500 万斯搏兹商誉减值影响，剔除特殊因素，Q4 利润端同比降幅收窄至 3%。2025Q1 实现营收 61.9 亿元（同比+0.2%），归母净利润 9.35 亿元（同比+5.5%），毛利率 46.6%基本持平，归母净利率同比+0.8 个百分点至 15.1%，展现企稳迹象。

主品牌短期承压，新业态增量可期。1）海澜之家主品牌：全年收入 152.7 亿元（同比-7.2%），毛利率 46.5%（+1.3pct）。直营门店净增 216 家至 1468 家，加盟店净减 359 家至 4365；外市场收入 3.55 亿元（+30.8%，门店达 101 家）。2）团购业务：收入 22.2 亿元（-2.5%），毛利率下滑 6.5pct 至 40.3%，反映政企采购预算收缩下的价格竞争压力。3）其他品牌：合计收入 26.7 亿元（+32.4%），主要包括斯搏兹旗下业务、OVV、英氏。其中斯搏兹（含五哲体育+阿迪达斯 FCC+京东奥莱）5-12 月并表收入 9.94 亿元，净利润 0.67 亿元，成为重要增量，其中京东奥莱由于 2024 年仅开一家店贡献相对较小，至今已有 17 家门店开出，后续有望通过快速开店叠加轻资产高盈利模式贡献更多业绩增量。4）分渠道看：线上渠道表现亮眼，全年收入 44.2 亿元（+35.6%）；线下整体收入 157.4 亿元（-10.0%）。

风险提示：线下消费持续疲软、品牌形象受损、渠道拓展不及预期。

投资建议：主业有望企稳，斯搏兹未来增长可期。京东奥莱和阿迪 FCC 业务，预计未来 3-5 年都有新店快速开出，其中京东奥莱以轻资产、高盈利模式运营，预计增速和带来的利润贡献可观。基于 2024 年加盟店数调整对加盟业务影响持续，我们小幅下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 24.6/27.6/30.1 亿元，同比+14.1%/12%/9.1%；维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 今世缘(603369.SH) 财报点评:2024 年省内市场份额提升，2025Q1 收现表现较好

2024 年稳健落地，2025Q1 实现开门红。2024 年公司实现收入 115.5 亿元/同比+14.3%，归母净利润 34.1 亿元/同比+8.8%；2024Q4 收入 16.0 亿元/同比-7.6%，归母净利润 3.3 亿元/同比-34.8%；2025Q1 收入 51.0 亿元/同比+9.2%，归母净利润 16.4 亿元/同比+7.3%。

2024 年实现省内大众价位份额引领，渠道下沉。分产品看，2024 年特 A+/特 A 类产品收入 74.9/33.5 亿元，同比+15.2%/+16.6%，特 A 类及以上产品收入占比同比+1.01pcts 至 94.4%。2024 年公司在省内 100-500 元价位带实现份额引领，预计百元价位淡雅增速高于平均，四开、对开稳中有进，V 系列小基数下快速增长。分区域看，2024 年淮安/南京优势市场收入同比+13.3%/+12.3%；苏中/盐城大区同比+21.2%/+15.6%，主要受益于国缘品牌势能辐射，淡雅渠道推力高、快速下沉县乡级渠道；苏南/淮海大区同比+9.5%/+9.0%；省外市场收入 9.3 亿元/同比+27.4%/占比提升至 8.1%，周边板块化突破取得成效，预计安徽、山东两省超过亿元，部分地级市快速突破。

2024Q4 调整降速、蓄力春节，24Q4+25Q1 收入同比+4.6%。2024Q4 特 A+/特 A 类产品收入同比-3.7%/-7.2%，市场需求进一步走弱，公司控制发货、去化渠道库存为主，2024Q4 省内/省外收入同比-7.9%/+0.7%。2025Q1 特 A+/特 A 类产品收入同比+6.6%/+17.4%，预计淡雅、单开势能持续向上，苏中/盐城大区收入同比+15.2%/+12.6%也侧面印证淡雅仍在承接县乡宴席消费升级的需求；V 系列小基数下增长较快，其中 V3 在费用支撑下实现份额提升。2025Q1 省外收入同比+19.0%，周边省份部分地级市累积一定消费氛围。

2025Q1 毛销差略有提升，收现表现较好。2024/25Q1 毛利率同比-3.6/-0.6pcts，主要系 1) 淡雅放量快增，结构有所下降；2) 省内存量竞争加剧，公司加大货折和促销力度（冲减收入）以稳固市场份额。2024/25Q1 销售费用率同比-2.3/-0.9pcts，综合毛销差同比-1.3/+0.3pcts，管理费用率同比-0.2/-0.1pcts，费效比环比呈提升趋势。24Q4+25Q1 销售收现同比+10.8%，经营性现金流净额同比+13.4%，旺季备货渠道积极性较高，同时公司现金费用投放趋于理性，更加重视产品价盘稳定。截至 2025Q1 末合同负债环比下降 10.5 亿元/同比少降 3.7 亿元，节后公司对四开、对开停货，维护渠道秩序。投资建议：2025 年经营目标收入增长 5-12%，净利润增幅略低于收入增幅。我们认为国缘品牌势能向上，大众价位产品仍能实现省内份额稳步提升；次高端价位产品在积极的费用投入下逐步起量；省外通过四开+对开产品组合以点带面。考虑到省内存量竞争加剧，消费升级趋势放缓，略下调此前收入及净利润预测并引入 2027 年预测，预计 2025-2027 年公司收入 125.2/135.2/145.6 亿元，同比+8.5%/+8.0%/+7.7%（前值 25/26 年收入+12.2%/+12.0%）；归母净利润 36.7/39.5/42.7 亿元，同比+7.6%/+7.6%/+8.2%（前值 25/26 年净利润+12.4%/+13.9%），当前股价对应 25/26 年 15.8/14.7 倍 P/E，2024 年现金分红率 44%，对应 2025 年 2.8%股息率，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 张未艾

◆ 重庆啤酒(600132.SH) 财报点评:2024 年啤酒量价承压，2025 年第一季度经营改善

重庆啤酒披露 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告，2024 年营业总收入 146.4 亿元，同比-1.1%；归母净利润 11.1 亿元，同比-16.6%；扣非归母净利润 12.2 亿元，同比-7.0%。2025 年第一季度营业总收入 43.6 亿元，同比+1.5%；归母净利润 4.7 亿元，同比+4.6%；扣非归母净利润 4.7 亿元，同比+4.7%。2024 年行业需求疲弱致公司量价承压，产品结构有所弱化。2024 年啤酒销量 297.5 万吨，同比-0.8%；啤酒吨价 4763.1 元/千升，同比-1.1%。全年量价均有承压，主要系受到啤酒消费场景和消费习惯转换的影响，餐饮和娱乐渠道等现饮消费场景承压，公司高端产品受到更严重的冲击。

2024 年啤酒业务毛利率稳定，包销诉讼案损失计提致净利率同比下降。啤酒业务毛利率维持在 49.7%，主要得益于原材料成本下行对于毛利率的正向贡献抵消了产品结构弱化、折旧摊销费用增加对于毛利率的负面影响，啤酒吨成本同比-1.1%。2024 年营业外支出同比增加约 2.7 亿元，主要系公司针对其涉及的包销诉讼案，就可能需要支付的赔偿损失计提了预计负债 2.5 亿元。受此非经常性项目影响，公司净利率同比-2.9 p.p.，归母净利率/扣非归母净利率同比-1.4/-0.5 p.p.。

2025 年第一季度销量恢复正增长，产品结构维持，成本红利及规模效益帮助盈利能力小幅改善。2025 年第一季度销量同比+1.9%，主要得益于 2024 年下半年公司主动去化渠道库存、2025 年以来啤酒市场需求企稳。啤酒吨价同比-0.3%，降幅环比 2024 年有所收窄，预计 10 元以上高端产品的下滑压力边际改善。分档次看，高档（8 元及以上）/主流（4-8 元）/经济（4 元以下）收入占比分别为 59.8%/35.6%/2.1%，收入占比同比变化较小，表明三档次产品均衡成长，产品结构维持。利润端，受益于成本下行红利、规模效益增强，2025 年第一季度毛利率同比+0.5 p.p.，带动归母净利率/扣非归母净利率同比+0.3/+0.3 p.p.。

盈利预测与投资建议：考虑到高端及超高端啤酒消费场景恢复较慢，拖累公司结构升级速度，故我们下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 149.2/153.3/157.8 亿元（2025/2026 年前预测值 150.8/154.4 亿元），同比+1.9%/+2.8%/+2.9%；实现归母净利润 12.8/13.4/14.0 亿元（2025/2026 年前预测值 13.6/14.1 亿元），同比+14.7%/+5.1%/+4.2%；当前股价对应 PE 分别为 21/20/20 倍。公司保持高端化战略定力、持续巩固高端品牌优势，为长期发展蓄力，且公司高度重视股东回报，过去三年维持高分红比率，维持“优于大市”评级。

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

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

◆ 安井食品(603345.SH) 财报点评:利润短期承压, 2025 年新品规划清晰

安井食品 2024 年实现营业总收入 151.27 亿元, 同比增长 7.70%; 实现归母净利润 14.85 亿元, 同比增长 0.46%; 2024Q4 实现营业总收入 40.50 亿元, 同比增长 7.31%; 实现归母净利润 4.38 亿元, 同比增长 22.84%; 2025Q1 实现营业总收入 36.00 亿元, 同比减少 4.13%; 实现归母净利润 3.95 亿元, 同比减少 10.01%。

各品类贯彻大单品战略, 新零售业务表现较好。分产品看, 2024 年米面制品/调制食品/菜肴制品收入分别同比-3.1%/+11.4%/+10.8%, 2025Q1 分别同比+3.2%/-2.4%/-12.5%, 公司坚持战略大单品战略, 预计锁鲜装依旧有较好贡献, 小龙虾市场行情波动较大对于菜肴收入产生扰动。分渠道看, 2024 年经销商/商超/特通/电商/新零售渠道收入分别同比+8.9%/-2.4%/-4.5%/-2.3%/+33.0%, 2025Q1 分别同比-3.9%/-6.5%/-6.5%/-14.4%/+22.3%, 新零售渠道盒马、朴朴等合作带来增量。

行业竞争较为激烈, 盈利能力受到扰动。2024 年/2025Q1 公司毛利率 23.3%/23.3%, 同比+0.1/-3.2pct, 与公司在激烈的竞争中促销力度加大、单价下行有关。公司对于费用进行了一定控制, 2024 年公司销售/管理费用率 6.5%/3.3%, 同比-0.1/+0.6pct, 2025Q1 销售/管理费用率 6.7%/2.8%, 同比-0.8/+0.4pct。另外, 2024 年公司分红率 65.8%, 相比 2023 年稳步提升, 公司在经营正常情况下积极回馈股东。

新品规划清晰, 并购能力前瞻, 核心竞争力仍存。新品规划清晰, 并购能力前瞻, 核心竞争力仍存。主业方面, 公司优化“B 端及时跟进、C 端升级换代”的新产品研发策略, 将推出“锁鲜装 6.0+虾滑系列”, 积极培养火山石烤肠、嵊州小笼、象形包等产品。另外, 鼎味泰已于今年 3 月完成 70%股权转让协议签订, 有望助力公司稳固行业地位。

风险提示: 行业竞争加剧, 原材料成本大幅上涨, 新品推广不及预期等。

投资建议: 由于行业竞争较为激烈, 我们小幅下调盈利预测, 预计 2025-2026 年公司实现营业总收入 163.3/177.8 亿元(前预测值为 163.9/175.3 亿元)并引入 2027 年预测 190.8 亿元, 2025-2027 年同比 7.9%/8.9%/7.3%; 预计 2025-2026 年公司实现归母净利润 15.9/17.1 亿元(前预测值为 16.2/17.5 亿元)并引入 2027 年预测 18.4 亿元, 2025-2027 年同比 6.9%/7.8%/7.4%; 实现 EPS5.41/5.84/6.27 元; 当前股价对应 PE 分别为 14.2/13.2/12.3 倍。维持优于大市评级。

证券分析师: 张向伟 (S0980523090001)

联系人: 王新雨

◆ 新凤鸣(603225.SH) 财报点评:一季度净利同比提升, 涤纶长丝格局改善

公司 2025 年一季度归母净利润同比提升。公司 2024 年营收 670.9 亿元(同比+9.1%), 归母净利润 11.0 亿元(同比+1.3%); 2025 年一季度营收 145.6 亿元(同比+0.7%, 环比-18.6%), 归母净利润 3.1 亿元(同比+11.4%, 环比-13.7%), 2024 年及 2025 年一季度净利均同比提升。

公司主营产品涤纶长丝产销提升。2024 年公司涤纶长丝 POY/FDY/DTY 销量 524.70/149.85/80.84 万吨(同比+13.4%/+5.5%/+5.6%), 新增产能放量叠加需求增长助力销量同比提升, 贡献利润增量。2025 年一季度 POY/FDY/DTY 销量 97.14/27.08/18.51 万吨, 同环比有所下滑。目前公司拥有涤纶长丝产能 805 万吨, 预计到 2025 年底公司涤纶长丝总产能将达到 845 万吨。

涤纶长丝 DTY 盈利修复。2024 年公司 POY/FDY/DTY 不含税平均售价 6670/7527/8801 元/吨(同比-1.9%/-1.9%/+3.6%), 毛利率 4.3%/10.9%/7.8%(同比-0.6/-0.3/+2.3pct), 2025 年一季度售价及原材料价格继续同比下滑。涤纶长丝行业供给增速放缓, 下游服装、家纺和产业用纺织品需求稳步增长。2024 年, 社会消费品零售总额中服装类同比增长 12.5%, 带动涤纶长丝需求提升。

PTA 大部分自供, 盈利承压。公司 PTA 产能达到 770 万吨, 大部分作为原料自供。公司 2024 年 PTA 销量 48.47 万吨(同比-1.9%), 毛利率-1.3%(同比-0.9pct), 盈利仍承压。2025 年一季度 PTA 产销量因新增产能而提升, 不含税平均售价 4381 万元/吨(同比-16%, 环比+2%), 供需宽松致毛利下滑, 总体亏损。未来 PTA 上游 PX 产能提升, PTA 落后产能出清, 格局优化, 低成本 PTA 龙头企业盈利有望回升。公司稳步推进 PTA 建设项目, 确保原材料稳定供应, PTA 总产能将突破 1000 万吨。

2024 年公司涤纶短纤量价齐升。公司涤纶短纤产能为 120 万吨, 国内首位。2024 年短纤销量 130.4 万

吨（同比+11.8%），售价 6559 元/吨（同比+0.6%），实现量价齐升。2025 年一季度产销量同比略增，售价略降。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司涤纶长丝规模逐步扩大，具备较强的市场竞争力和成本控制能力，但由于 2024 年行业供给增速仍大于需求增速，涤纶长丝景气度依然处于历史较低分位，公司盈利能力受限，我们下调公司 2025-2026 年公司归母净利润预测为 13.55/13.72 亿元（原值为 22.23/24.68 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 14.26 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 0.89/0.90/0.93 元，当前股价对应 PE 为 12.1/12.0/11.5 X，维持“优于大市”评级。

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

◆ 森麒麟(002984.SZ) 财报点评:受原材料价格上涨业绩承压，看好 2025 年摩洛哥项目放量

公司 2024 年归母净利润同比增长 59.7%，主要受益于产销量提高及泰国工厂退税。2024 年公司营收 85.1 亿元（同比+8.5%），归母净利润 21.9 亿元（同比+59.7%），毛利率 32.8%（同比+7.6pcts），净利率 25.7%（同比+8.3pcts），主要受益于产销量提高及泰国工厂退税。2024 年公司半钢胎产量 3130.4 万条（同比+10.2%），半钢胎销量 3049.2 万条（同比+7.1%）；全钢胎产量 92.2 万条（同比+9.8%），全钢胎销量 91.6 万条（同比+15.5%）。此外，我们预计 2024 年公司泰国工厂半钢胎退税收入约 2.5 亿元左右。

受原材料价格上涨、国内半钢胎需求偏弱影响，公司一季度业绩承压。公司 24Q4/25Q1 营收 21.7/20.6 亿元（25Q1 同比-2.8%，环比-5.3%，下同），归母净利润 4.6/3.6 亿元（同比-28.3%，环比-21.5%），我们预计主要受海外全钢胎、国内半钢胎销量下滑影响。公司 24Q4/25Q1 半钢胎产量 774.5/769.2 万条（同比-0.6%，环比-0.7%），全钢胎产量 23.7/23.3 万条（同比-30.6%，环比-1.8%）；公司 24Q4/25Q1 半钢胎销量 781.1/716.4 万条（同比-1.6%，环比-8.3%）；全钢胎销量 24.0/21.4 万条（同比-34.6%，环比-10.9%）。公司 24Q4/25Q1 毛利率为 25.2%/22.8%（同比-8.6pcts，环比-2.5pcts），净利率为 21.2%/17.6%（同比-6.3pcts，环比-3.6pcts），我们认为主要受原材料价格大幅上涨所致。

公司坚持全球化布局，摩洛哥项目 2025 年将实现大规模投产放量，“833plus”战略规划稳步推进。公司计划用 10 年左右时间在全球布局 8 座数字化智能制造基地（中国 3 座，泰国 2 座，欧洲、非洲、北美各 1 座），同时实现运行 3 座研发中心（中国、欧洲、北美）和 3 座用户体验中心，并择机并购一家国际知名轮胎企业。公司目前已具备中国、泰国、摩洛哥的全球产能“黄金三角”布局，2024 年 9 月 30 日摩洛哥工厂 1200 万条半钢胎项目的首批轮胎产品正式下线。摩洛哥工厂具备出口欧美零关税、出口欧美运费低、智能制造水平强、靠近天然橡胶产地、公司税享受“5 免永久减半”等优势，2025 年将实现大规模投产放量，2026 年达到满产，能够为公司贡献新的盈利增长点。

风险提示：在建项目进度不达预期；行业需求不达预期；主要产品价格下跌风险；反倾销关税不确定性等。

投资建议：我们下调 2025-2026 年盈利预测至 20.5/24.1 亿元（原值为 24.5/27.6 亿元），新增 2027 年盈利预测为 27.0 亿元，同比增速分别为-6.2%/17.7%/11.7%，摊薄 EPS 分别为 1.98/2.33/2.60 元，当前股价对应 PE 分别为 9.3/7.9/7.1x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 同益中(688722.SH) 财报点评:超高分子量聚乙烯景气回暖，增资超美斯拓展芳纶成长

2025 年第一季度并表超美斯收入创新高，归母净利润受春节假期影响环比小幅下滑，业绩符合预期。公司 2025 年第一季度实现营收 2.5 亿元（同比+126.9%，环比+14.1%），同比高增由于新增产能释放、两用物项行业出口政策落地以及超美斯并表，环比增长由于超美斯并表；归母净利润 4340.1 万元（同比+147.4%，环比-10.9%），同比高增由于新增产能释放、防弹制品需求回暖产品结构变化，环比下滑主要由于春节假期影响产量所致，扣非归母净利润 4023.8 万元（同比+163.9%，环比-13.5%），业绩符合

预期。公司 2025 年第一季度毛利率为 32.9%（同比+0.9pcts，环比-6.3pcts），环比下降主要由于超美斯目前成本较高，并表后拉低公司整体毛利率水平，公司对超美斯进行设备更新后，预计超美斯毛利率水平将回归行业正常水平。

2024 年公司新增产能顺利投产，持续推动降本增效。公司是国内超高分子量聚乙烯纤维及复材龙头，主要产能为 7960 吨/年超高分子量聚乙烯纤维、2175 吨/年无纬布及配套防弹制品产能。2024 年公司超高分子量聚乙烯纤维新增产能 2640 吨/年，包括新泰分公司募投项目 2240 吨/年、优和博三期项目 1000 吨/年，同时退出部分高成本老旧产能；无纬布方面新泰分公司募投项目投产。公司全面推动降本增效，2024 年超高分子量聚乙烯纤维产销量分别为 7200 吨、5700 吨，单吨成本 4.33 万元（同比-14.6%），其中直接材料/直接人工/能源/制造费用分别同比-11.2%/-21.5%/-18.4%/-8.3%。

并表芳纶行业龙头超美斯，增资 1.5 亿元用于设备更新及市场拓展。2024 年 12 月公司发布公告拟以 2.4 亿元收购超美斯 75.8% 股权，并已于 2025 年 1 月交割完毕实现并表，超美斯 2024 年营收 3.45 亿元，净利润 373.6 万元；2025 年第一季度营收 6850.1 万元，净利润 227.0 万元。超美斯是国内间位芳纶行业龙头，现有间位芳纶纤维产能 5000 吨/年，并具备芳纶纸产能 2000 吨/年，芳纶纸下游主要用于绝缘防护、蜂窝芯材领域，未来受益于飞机、轨交、电气设备等下游快速增长。4 月 29 日公司发布公告拟使用自有资金对超美斯增资 1.5 亿元，认购完成后对超美斯的股份将从 75.80% 提高至 83.52%，增资的主要目的是满足超美斯设备更新迭代以及市场拓展，增强核心竞争实力和盈利能力。

风险提示：需求不及预期的风险、新产能放量进度不及预期的风险、产品价格下跌的风险、出口政策变化的风险。

投资建议：我们维持公司 2025-2026 年归母净利润为 1.9/2.2 亿元，新增 2027 年归母净利润为 2.5 亿元，同比增速为+45.6%/15.5%/13.5%，摊薄 EPS 为 0.84/0.97/1.11 元，对应 PE 为 23.0/19.9/17.5x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 沪农商行(601825.SH) 财报点评:利润稳定增长，分红率提升

2024 年营收与净利润保持双增，2025 年一季度净利润维持正增长。公司 2024 年、2025 年一季度实现营业收入 266.41 亿元、65.60 亿元，分别同比增长 0.86%、下降 7.41%，其中 2025 年一季度营业收入负增长主因上年房屋征收一次性影响，扣非营业收入 65.34 亿元，同比增长 0.05%。2024 年、2025 年一季度实现归母净利润 122.88 亿元、35.64 亿元，分别同比增长 1.20%、0.34%，业绩维持正增长。2024 年加权 ROE10.35%，同比下降 0.99 个百分点。从业绩增长归因来看，净息差下降仍是最大不利因素，拨备反哺利润实现正增长。

资产规模稳步增长，分红率提升。公司 2024 年、2025 年一季度总资产同比增长 6.87%、6.82%，2025 年一季度末总资产 1.54 万亿，保持稳健增长。其中存款同比分别增长 5.48%、5.90%，贷款同比增长 6.15%、6.60%，贷款增速略高于存款。公司 2025 年一季度末核心一级资本充足率 14.36%，维持高位。分红率持续提升，2024 年全年分红率 33.91%，同比提升 3.81 个百分点。

净息差同比下降，非息收入有所波动。公司披露 2024 年净息差 1.50%，同比下降 17bps，主要因为资产端收益率下行幅度快于负债端成本降幅，其中生息资产平均收益率 3.36%，同比下降 30bps，计息负债成本率 1.91%，同比下降 14bps。2024 年非息净收入 65.35 亿元，同比增长 14.36%，其中手续费及佣金净收入 20.42 亿元，同比下降 9.97%，其他非息收入 44.93 亿元，同比增长 30.38%。2025 年一季度其他非息收入同比下降 14.4%，主要是房屋征收带来的高基数影响。

不良率稳定，拨备覆盖率维持高位。我们测算的 2024 年不良生成率同比上升 0.17 个百分点至 0.73%。不良率则维持稳定，2024 年末为 0.97%，同比持平。关注率略有上升，2024 年末为 1.28%，同比增加 0.05 个百分点。2025 年一季度末不良率为 0.97%，关注率为 1.49%，拨备覆盖率为 339%，拨备覆盖率仍维持高位，风险抵补能力较强。

投资建议：我们根据年报和一季报数据小幅调整盈利预测并将盈利预测前推一年，预计公司 2025-2026 年归母净利润为 124/128 亿元（上次预测值为 131/139 亿元），对应同比增速为 0.9%/3.4%；2027 年归母净利润为 132 亿元，同比增速为 2.8%，2025-2027 年摊薄 EPS 为 1.29/1.33/1.37 元；当前股价对应

的 PE 为 6.5/6.3/6.2x, PB 为 0.61/0.58/0.54x, 维持“中性”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师： 张绪政（S0980525040003）、王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）

◆ 成都银行(601838.SH) 财报点评:规模保持较快扩张,负债成本改善

营收增长稳定,一季度业绩增速仍超 5%。公司 2024 年、2025 年一季度实现营业收入 229.82 亿元、58.17 亿元,同比分别增长 5.89%、3.17%;分别实现归母净利润 128.58 亿元、30.12 亿元,同比增长 10.17%、5.64%。公司 2024 年加权 ROE17.81%,同比下降 0.97 个百分点,依然维持在同业前列。从业绩增长归因来看,主要是净息差拖累营收增长,与行业趋势一致,不过公司维持了明显高于行业平均水平的资产增速,另拨备反哺利润的趋势减弱。

规模保持较快扩张。公司 2024 年、2025 年一季度总资产同比增长 14.56%、13.25%,2025 年一季末总资产超过 1.3 万亿元,增速基本维持稳定。其中存款同比分别增长 13.51%、15.60%;贷款分别同比增长 18.99%、17.26%,主要是对公贷款快速增长。公司 2025 年一季度末核心一级资本充足率 8.84%。2024 年分红率维持在 29%。

净息差同比降低,负债成本改善。公司披露的 2024 年日均净息差 1.66%,同比降低 15bps,同比降幅较 2023 年收窄。资产端来看,受 LPR 下行等因素影响,2024 年贷款收益率 4.36%,同比降低 25bps,生息资产收益率 3.84%,同比下降 18bps;负债端来看,公司负债成本显著改善,2024 年存款成本同比下降 7bps,计息负债付息率同比下降 7bps。

资产质量稳健,拨备保持高位。公司余额类指标稳中向好,2025 年一季度末不良率为 0.66%,环比保持稳定;2024 年末、2025 年一季度末拨备覆盖率分别为 479%、456%,仍然保持在较高水平,且拨备覆盖率水平较为稳定。我们测算的 2024 年不良生成率同比上升 0.1 个百分点至 0.25%,仍然处于较低的水平。整体来看,公司资产质量保持稳健。

投资建议:公司基本面整体表现较为稳定,处于优势明显的川渝核心区位,我们根据最新数据略微下调盈利预测并将其前推一年,预计公司 2025-2027 年归母净利润 140/151/162 亿元(前期 2025/2026 年预测值 142/159 亿元),对比同比增速 8.8%/7.6%/7.7%;摊薄 EPS 为 3.29/3.54/3.82 元;当前股价对应的 PE 为 5.3/5.0/4.6x, PB 为 0.81/0.73/0.65x,维持“中性”评级。

风险提示:宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师: 王剑(S0980518070002)、刘睿玲(S0980525040002)

◆ 张家港行(002839.SZ) 财报点评:投资收益亮眼,资产质量稳健

一季度实现营收利润稳定增长。公司 2025 年一季度实现营收 13.24 亿元(YoY,+3.29%),归母净利润 5.62 亿元(YoY,+3.20%)。公司一季度营收增速较 2024 全年下降 0.46 个百分点,利润增速较 2024 全年下降 1.93 个百分点。公司 2025 年一季度年化加权平均 ROE 为 12.56%,同比小幅下降 0.24 个百分点。

信贷增速稳定,对公及个人贷款放量明显。公司 2025 年一季度总资产同比增长 3.15%至 2232.83 亿元,增速较 2024 全年下降 2.54 个百分点。一季度贷款、存款分别同比增长 8.32%、3.49%。公司一季度新增信贷投放 70 亿元,分项来看,对公/个人/票据贷款分别投放 81/7/-18 亿元,对公及个人贷款放量明显,相比去年同期多增 33 亿元、20 亿元,票据规模则有所回落。截至 2025 年一季度末,公司核心一级资本充足率 10.91%,较 2024 年末回落 0.17 个百分点。

净息差下行,净利息收入同比下降。公司披露的一季度日均净息差 1.43%,同比下降 32bps,较 2024 年全年下降 19bps,仍有所下行。受净息差收窄等因素拖累,公司一季度净利息收入 7.75 亿元,同比下降 14.63%,增速较 2024 年下降 2.01 个百分点。

投资收益表现亮眼,中间收入改善显著。一季度实现投资收益 4.49 亿元,同比增长 45.31%,主要受益于处置金融资产投资收益增加;实现手续费及佣金净收入 4134.65 万元,同比增长 135.53%,主要受益于代理业务手续费支出减少;实现公允价值变动收益 4445.69 万元,同比增长 72.48%。

资产质量保持稳健。公司一季度末不良贷款率 0.94%，较年初持平；拨备覆盖率 375.48%，较年初下降 0.55 个百分点，仍处于较高位置。公司资产质量保持稳健。

投资建议：公司基本面整体表现较为稳定，我们略微下调盈利预测并将其前推一年，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 20/20/21 亿元（前期 2025/2026 年预测值 20/22 亿元），对应同比增速为 3.8%/4.5%/5.0%；摊薄 EPS 为 0.80/0.83/0.88 元；当前股价对应的 PE 为 5.3/5.0/4.8x，PB 为 0.53/0.49/0.45x，维持“中性”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：王剑（S0980518070002）、刘睿玲（S0980525040002）

◆ 浙商银行(601916.SH) 财报点评:净息差边际改善

一季度营收下滑幅度较大，业绩实现增长。公司 2025 年一季度实现营收 171.05 亿元（YoY, -7.07%），归母净利润 59.49 亿元（YoY, +0.61%）。公司一季度年化加权平均 ROE 为 13.57%，同比下降 0.82 个百分点。从业绩增长归因来看，规模增长和拨备计提形成主要正贡献，净息差收窄等因素形成主要负贡献。规模稳健扩张，信贷增速略有下降。2025 年一季度末总资产同比增长 8.90%至 3.44 万亿元，资产增速较 2024 年全年提升 3.12 个百分点。其中贷款同比增长 7.01%至 1.85 万亿元，存款同比增长 6.03%至 2.01 万亿元，信贷增速略有下降。公司一季度新增信贷投放 335.82 亿元，同比少增 196.38 亿元。公司 2025 年一季度末核心一级资本充足率为 8.38%，较 2024 年末持平。

净息差边际改善，净利息收入保持韧性。公司净息差边际回暖，一季度净息差 1.76%，同比下降 8bps，较 2024 年全年提升 5bps。公司一季度净利息收入 119.81 亿元，同比增长 1.38%，主要受益于规模稳健增长及净息差边际改善，核心业务经营能力保持韧性。

非息收入同比下降。一季度实现非利息收入 51.24 亿元，同比下降 22.23%；实现手续费及佣金净收入 12.94 亿元，同比下降 13.15%。截至一季度末，公司非息收入占营业收入的比重为 29.96%，同比下降 5.84 个百分点。

资产质量稳定，拨备略有下降。公司一季度末不良贷款率 1.38%，较年初持平；拨备覆盖率 171.21%，较年初下降 7.46 个百分点。总体来看，公司资产质量保持稳定。

投资建议：公司基本面整体表现较为稳定，紧抓数字化改革、深耕浙江、板块协同、财富管理等四大战略重点，我们维持公司盈利预测不变，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 156/163/173 亿元，对应同比增速为 3.0%/4.0%/6.7%；摊薄 EPS 为 0.55/0.58/0.62 元；当前股价对应的 PE 为 5.2/5.0/4.7x，PB 为 0.43/0.40/0.38x，维持“中性”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：王剑（S0980518070002）、刘睿玲（S0980525040002）

◆ 建设银行(601939.SH) 财报点评:规模稳健扩张，资产质量改善

公司一季度业绩增速下滑。公司 2025 年一季度实现营收 1900.70 亿元（YoY, -5.40%），归母净利润 833.51 亿元（YoY, -3.99%）。公司一季度年化加权平均 ROE 为 10.42%，同比下降 1.17 个百分点。从业绩增长归因来看，规模增长和有效税率下降形成正向贡献，主要是净息差收窄以及拨备计提形成负贡献。

规模稳健扩张，资本充足。2025 年一季度末总资产同比增长 7.72%至 42.79 万亿元，资产增速较 2024 年全年提升 1.85 个百分点。其中贷款同比增长 8.05%至 26.17 万亿元，存款同比增长 3.64%至 30.43 万亿元，贷款增速略有下降。公司一季度新增信贷投放 1.18 万亿元，分项来看，对公/个人/票据贷款分别投放 11776/1660/-1648 亿元，对公贷款同比去年少增近 2000 亿元，票据规模压降 1876 亿元。公司一季度末资本充足率为 19.15%，一级资本充足率为 14.67%，核心一级资本充足率为 13.98%，均满足监管要求。

净息差持续收窄，净利息收入同比下降。公司资产端收益率下降，净息差持续收窄，一季度净息差 1.41%，同比下降 16bps。公司一季度净利息收入 1419.23 亿元，同比下降 5.21%，主要是受息差收窄拖累等因

素影响。

非息收入同比下降。一季度实现非利息收入 481.47 亿元，同比下降 5.96%；实现手续费及佣金净收入 374.60 亿元，同比下降 4.63%，降幅有所收窄。

资产质量改善。公司一季度末不良贷款率 1.33%，较年初下降 0.01 个百分点；拨备覆盖率 236.81%，较年初提升 3.21 个百分点，风险抵补能力增强。总体来看，公司资产质量在保持稳健的基础上有所改善。

投资建议：公司基本面整体表现较为稳定，考虑到银行经营季节性影响明显，我们维持公司盈利预测不变，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 3433/3534/3688 亿元，对应同比增速为 2.3%/2.9%/4.4%；摊薄 EPS 为 1.36/1.40/1.46 元；当前股价对应的 PE 为 6.9/6.7/6.4x，PB 为 0.69/0.64/0.60x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：王剑（S0980518070002）、刘睿玲（S0980525040002）

◆ 天立国际控股(01773.HK) 海外公司财报点评:2025 上半财年业绩维持亮眼增速，AI 教育布局规划逐渐清晰

FY2025H1 业绩维持亮眼表现，净利润同比增长 36.3%。FY2025H1 公司实现收入 18.8 亿元/+14.0%，实现净利润 3.90 亿元/+36.3%。2025 财年上半年度公司业绩维持亮眼表现，业绩增速略优于我们此前预测（+35%），公司聚焦于教育及校园服务相关的业务，新建项目校区爬坡利润释放确定性较强。

分业务看，2025 上半财年公司综合教育业务（高中、素养、游学）收入+19%，产品销售业务收入持平，综合后勤（即食堂等）收入+13%，托管业务收入+116%。综合教育业务维持较快增长，高中在校生人数持续快速扩张（2025 学年初服务高中生人数达 5.39 万人/+47%，我们测算自营校人数约增长 21%、预计 2026 学年招生仍能维持 10%-20%增速），素养及游学业务集团内已实现较高渗透率，积极向集团外扩张。托管业务受益于教学口碑实现快速增长，期内为共 18 所学校提供托管服务，同比新增 8 所学校（14 个学段）。

规模效应叠加业务结构优化，盈利能力持续增强。FY2025H1 公司净利率 20.8%/+3pct。毛利率 37.6%/+2pct，销售费用率 1.7%/-1pct，管理费用率 6.3%/-2pct，受益于业务结构改善及在校人数爬坡带来的规模效应。

多元升学取得多项佳绩，AI 教育布局规划逐渐清晰。报告期内共有 20 位学生获得全国联赛省级赛区一等奖；共收到 104 枚 QS50 的 offer。AI 教育商业化路径方面，集团校内将 AI 教育产品融入常态化教学，同时临近升学考试前重点推出 AI 冲刺营产品（此前试点学生平均提分 36 分，提分率 86%，本科上线率 97%）。集团外探索兼顾学生自主学习与成长生涯规划服务的线下 AI 互动场景，重点规划年内陆续试点运营十家校外场景门店。此外，公司维持一贯稳定派息政策，兼顾在 AI 教育等方面的投入及股东回报，按 30%分红率派发中期股息，合计派息约 1.2 亿人民币。以 4 月 29 日收盘价 3.7 元（港币兑人民币 0.94 汇率换算）计算年化股息率约 3.1%。

风险提示：政策变动、人才流失、增量业务开拓失败、在校生增长不及预期。

投资建议：2025 上半财年公司核心教育及学生服务业务收入增速符合预期，受益于业务结构优化及规模效应，盈利能力也如期提升。基于此我们维持此前对公司 2025-27 财年的经调整归母净利预测，分别为 7.8/10.6/14.8 亿元，期间 CAGR 约 37%，对应 PE 为 10/8/6x，性价比凸显。民办高中学历学校预计中长期仍将受益于行业供需缺口，公司是该赛道目前港股通内唯一标的，兼顾稀缺性与良好质地，维持“优于大市”评级。后续若能凭借自有校禀赋加快 AI 教育产品落地，也有望进一步打开增长空间。

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

联系人：周瑛皓

◆ 百胜中国(09987.HK) 海外公司财报点评:同店销售止跌企稳，股东回报计划稳步推进

2025Q1 经调整经营利润同增 6.7%。2025Q1，公司收入 29.81 亿美元/+0.8%，逊于彭博一致预期（+5.7%），

主因净增门店贡献(+4%)弱于预期、2025Q1 同比少 1 个营业日(2024 年为闰年)及春节阶段关店控费提效综合影响;经调整经营利润 3.99 亿美元/+6.7%;经调整净利润 2.92 亿美元/+1.7%,净利润增速低于经营利润增速系利息收入及投资收益降低。EPS 为 0.77 美元/+8.1%,同样略低于 EPS 双位数年均复合增长的中线目标。

同店收入自 2024 年以来首次同比止跌,交易量复苏持续驱动。2025Q1,系统销售额同增 2%,净增门店贡献 4%增长,部分被 2025 年少 1 个营业日及春节阶段关店影响抵消;整体同店销售同比持平,2024 年以来首度止跌企稳。分品牌看,肯德基同店销售同比持平,交易量连续 9 个季度实现正增长,扩大产品价格带下客单同比仍下降;必胜客同店销售同比持平,其中交易量同增 17%,执行高性价比产品策略,客单价同比-14%。

2025Q1 门店净增 247 家,外卖延续快速增长。2025Q1,门店新增 530 家,但净增 247 家低于 2024 同期 378 家,预计系本季度集中调整低效能门店,2025 年净增 1600-1800 家计划不变,预计后续季度净增节奏会提速。分结构看,净增门店中肯德基/必胜客加盟占比为 41%/33%。期末肯德基/必胜客会员数合计超 5.4 亿/+12%,会员销售占比 66%。外卖收入同增 13%,延续过往 11 年双位数增速表现,外卖业务收入占比已达 42%。

运营效率继续改善。2025Q1,食材/人工/租金占比分别同比-0.9/+0.3/-0.4pct,人工成本上升系工资上涨以及外卖骑手成本较高影响;餐厅利润率 18.6%/+0.9pct;管理费用率同比-0.1pct。

肯悦咖啡门店数破千,股东回报计划稳步推进。自 2023 年 11 月正式更名为“肯悦咖啡”,目前肯悦咖啡门店数已经突破 1000 家。2025Q1 公司合计向股东回馈 2.62 亿美元(1.72 亿股票回购(360 万股)+9000 万美元现金股息),2025-2026 年股东回馈 30 亿美元目标稳步推进。

风险提示:消费力下行、下沉效果不佳、品牌孵化慢于预期、行业竞争加剧。

投资建议:期内公司收入增速虽受有效经营时长及春节歇业影响,但积极控费提效下利润增长仍稳健,故维持 2025-2027 年归母净利润预测 9.78/10.45/11.10 亿美元,兼顾股份回购,EPS 为 2.76/3.11/3.43 美元,对应 PE 估值 15.6/13.9/12.6x。展望未来,系列创新举措带动下同店改善趋势有望延续,且扩张计划依旧稳健,2025-26 年累计回购分红 30 亿美元目标也将增强投资偏好,维持公司“优于大市”评级。

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

联系人: 周瑛皓

◆ 新媒股份(300770.SZ)财报点评:2024 年维持高股息,布局微短剧并开拓 AI 垂类新赛道

2024 年维持高股息,2025 年第一季度重回增长。1)2024 年,公司收入 15.8 亿元,同比增长 3.6%;归母净利润 6.6 亿元,同比下滑 7.0%,主要由于利息收入下滑、免税政策调整导致递延所得税费用增加;扣非后归母净利润 6.7 亿元,同比下降 2.3%。2)2025 年第一季度,公司收入 4.1 亿元,同比增长 1.5%;归母净利润 1.6 亿元,同比增长 8.7%。

IPTV 和互联网电视优势持续扩大。分业务看:1)IPTV 基础业务方面,2024 年收入 8.3 亿元,同比上升 3.1%,毛利率同比下降 0.6 个百分点至 52.9%;2024 年 12 月末,公司 IPTV 基础业务有效用户达到 2057 万户,同比增长 5.43%。2)互联网视听业务收入 6.3 亿元,同比提升 4.5%,其中广东 IPTV 增值/互联网电视业务收入分别为 4.1/2.2 亿元,同比增长 3.2%/7.0%,互联网电视的终端数同比增长 17%;毛利率同比下滑 3.0 个百分点至 53.2%。3)内容版权业务受版权投资及回报的周期性和不确定性影响,收入下降 5.7%至 0.84 亿元。

探索 AI 跨界应用和前沿领域,持续开拓新垂类赛道。1)技术端,公司实行 All-in-AI 战略,已突破 AI 安全、AI 智能审核等前沿领域,截至 2024 年 12 月在大数据、人工智能、超高清、数字版权保护等领域获得专利 67 项、软件著作权 127 项。此外,公司增资下属企业南方融创,联手头部电商公司提供分发与聚合运营服务。2)内容端,公司的内容投资向多元化、精品化、IP 化方向发展。2024 年公司参投的综艺《寒暑假暑假篇》、家庭情景喜剧《欢喜一家人》、青春悬疑电影《校园神探》、同名电影改编音乐剧《消失的她》等作品陆续上线。3)公司目前为全国领先的内容集成平台,投资多样化内容维持平

台优势。公司抓住微短剧产业的风口，整合优势资源，加大微短剧制作投入。此外，公司将加速“一老一小”内容投资步伐，围绕这两大垂类用户需求，利用大数据技术进行精准分析，优化服务体验，满足用户多样化的内容期待。

风险提示：内容版权业务拉低毛利率；IPTV 增长见顶；用户拓展不及预期。

投资建议：公司主业稳健，持续开拓新赛道，维持“优于大市”评级。由于文化企业所得税优惠续签，我们上调 25-26 年盈利预测、新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为 7.1/7.5/7.8（原 25~26 年预测为 6.8/7.3 亿），同比增速 8%/5%/4%；摊薄 EPS=3.11/3.27/3.39 元，当前股价对应同期 PE=13/12/12x，公司核心主业稳中有进、持续布局微短剧和 AI 前沿技术，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 滨江集团(002244.SZ) 财报点评:销售拿地持续聚焦杭州，利润正增财务状况良好

归母净利润同比转正，毛利率持续承压。2024 年，公司实现营业收入 692 亿元，同比-2%；归母净利润 25.5 亿元，同比+1%；归母净利率 3.7%，同比提升 0.1 个百分点；毛利率 12.5%，同比下降 4.2 个百分点；归母净利润占比 67%，同比下降 22 个百分点；销售管理财务费率合计 2.7%，同比下降 0.4 个百分点；资产和信用减值损失与收入的比值合计 1.6%，同比下降 4.5 个百分点。虽然收入下降、毛利率承压、归母净利润占比下降，但归母净利润保持平稳，主要受益于管理费用率压降和计提减值规模减少。2024 年，公司加权 ROE 为 6.9%，同比改善；全年派息率 10%，同比基本持平。从季度表现看，2025Q1，公司实现营业收入 225 亿元，同比+64%；归母净利润 9.8 亿元，同比+48%；归母净利率 4.3%，而毛利率 11.0% 持续承压，有待限价低毛利项目结转完毕后改善；归母净利润占比 83%，受结算结构波动影响较大。

销售排名提升，继续深耕杭州。2024 年，公司签约销售金额为 1116 亿元，同比-27%，行业排名第 9，同比提升 2 个名次，在杭州大本营连续 7 年销售排名第一。2024 年，公司新增土储计容建面 187 万 m^2 ，同比-44%；总地价 449 亿元，同比-22%，其中权益占比 50%；以拿地金额/销售金额计算的投资强度为 40%，同比基本持平。截至 2024 年末，公司总土储中 70% 位于杭州市内，同比提升 10 个百分点；其余 20% 位于浙江省内（除杭州），10% 位于浙江省外。截至 2024 年末，公司预收账款规模为 1254 亿元，保持较高水平，为公司未来两三年的收入和利润规模提供保障。

财务状况保持良好，融资成本持续下降。公司经营保持稳健，经营性现金流净额连续四年为正。截至 2024 年末，公司货币资金为 371 亿元，同比+14%；三道红线财务指标保持“绿档”，剔除预收账款的资产负债率为 58%；净负债率为 0.6%，同比下降 14.5 个百分点；现金短债比为 3.6 倍，持续改善；平均融资成本为 3.4%，同比下降 0.8 个百分点。

投资建议：公司销售拿地持续聚焦杭州，利润正增财务状况良好。综合考虑公司地产开发业务待结转资源减少和毛利率承压情况，我们略下调收入预期和盈利预测，预计公司 2025-2026 年收入分别为 690/660 亿元（原值为 770/754 亿元），归母净利润分别为 26.6/29.7 亿元（原值为 27.2/32.1 亿元），对应每股收益分别为 0.85/0.95 元，对应当前股价的 PE 分别为 12.1/10.9 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司开发物业签约销售规模、结转进度、盈利水平不及预期。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 中天科技(600522.SH) 财报点评:在手订单充裕，海洋业务今年有望快速发展

中天科技 2024 年总营业收入 480.55 亿元，同比上升 6.63%；归母净利润 28.38 亿元，同比下降 8.94%；扣非归母净利润 24.05 亿元，同比上升 5.30%。公司 2025 年一季度单季营收 97.56 亿元，同比上升 18.37%；归母净利润 6.28 亿元，同比下降 1.33%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元。

电力传输业务保持快速发展。2024 年公司电力传输业务收入 197.9 亿元，占收比 41.2%，同比增长 18.2%。中电联数据显示，2024 年我国电网工程建设完成投资 6083 亿元，同比增长 15.3%，重点聚焦于特高压工程、配电网升级以及新能源消纳等领域。公司规划特高压领域的 $\pm 640\text{kV}$ 直流电缆、500kV 交流电缆研发，技术与市场份额保持行业领先，产品广泛应用于国家电网、南方电网等大型企业重点工程，受益行业发展。此外，公司 2024 年海洋系列产品/光通信及网络产品/新能源产品/铜产品占收比分别为

7.6%/16.8%/14.6%/17.4%，同比分别变化-2.6%/-2.9%/-11.2%/+19.4%。分区域看，公司2024年国内和国外收入占比分别为83.8%/15.3%。

产品结构变化，毛利率小幅下降，成本费用率保持平稳。2024年公司低毛利铜产品（毛利率2.5%）占收比大幅提升约2pct至17.4%，公司综合毛利率同比下降1.8pct。销售费用率/管理费用率/研发费用率同比分别下降0.02pct/0.11pct/0.17pct，至2.6%/1.57%/4.04%，整体费用率保持良好。

以能源网络为核心，积极应变通信网络的AI发展。（1）在能源网络领域，2024年公司中标了国信大丰、国华如东、华能浙江等海风项目、交付了我国首个电压等级330kV海风项目、全球单机容量最大双转子漂浮式海风工程、国内首个10kV聚丙烯绝缘轻型海缆工程。海工方面，公司与金风科技、海力风电等企业联手打造“中天31号”、“中天39号”系列工程装备。公司积极参与国际市场，投身欧洲和亚太地区的项目投标多年，为2025年及后期订单储备打下坚实基础。（2）在通信网络领域，公司积极开展空芯光纤研发、新研发的新型“13/8”扩频漏缆、布局数据中心液冷技术，以应对AI发展新机遇。（3）在手订单充裕。公司能源网络领域在手订单约312亿元，其中海洋系列约134亿元，电网建设约140亿元，新能源约38亿元。

风险提示：海风发展不及预期、技术创新发展不及预期、行业竞争加剧。

投资建议：传统光通信业务短期承压，下调盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润分别为34.7/41.2/48.1亿元（前次预测2025-2026年归母净利润分别为47/53亿元），当前股价对应PE分别为14/12/10X，维持“优于大市”评级。

证券分析师：袁文翀（S0980523110003）

◆ 紫光股份(000938.SZ) 财报点评:2025年Q1营收同比增长22%，继续深耕“算力与联接”

紫光股份2024年总营业收入790.24亿元，同比上升2.22%；归母净利润15.72亿元，同比下降25.23%；扣非归母净利润14.56亿元，同比下降13.06%；公司2025年一季度单季营收207.9亿元，同比上升22.25%；归母净利润3.49亿元，同比下降15.75%；扣非净利润4.09亿元，同比增长19.30%。

公司主营ICT业务稳健发展，国内国际市场齐头并进，产品市占率持续领先。（1）2024年公司ICT基础设施与服务业务收入544.59亿元，同比增长5.73%，占收比达68.91%，占比持续提升。ICT业务主要经营主体新华三（紫光股份控股子公司）2024年营收550.74亿元，同比增长6.04%，净利润28.06亿元；2025年一季度营收152.95亿元，同比增长26.07%。（2）新华三国内政企业务收入442.39亿元，同比增长10.96%，国际业务收入29.16亿元，同比增长32.44%。公司加快海外市场布局，国际业务中H3C品牌产品及服务自主渠道业务收入达到9.59亿元，同比增长69.35%。（3）2024年，公司多项产品市占率持续领先（IDC数据）。公司在中国企业网园区交换机市场份额38.2%，排名第一；在中国以太网交换机市场份额31.1%，排名第二；中国X86服务器市场份额12.6%，位列第三；中国刀片服务器市场份额54.4%，蝉联市场第一。

产品结构变化，毛利率小幅下降；公司开始降本增效。公司与云厂商合作的类白牌产品占比提升，致2024年公司综合毛利率同比下降3.3pct。同时公司不断优化组织架构、加强费用管理、提升运营效率，2024年公司销售/管理/研发费用同比分别下降3.3%/26.3%/9.6%。

公司以“算力x联接”为技术战略指引，布局“AI in ALL”产品解决方案。（1）在AIGC应用方面，公司积极推进大模型与各行业场景结合，形成“AI+数字政府”、“AI+数字医疗”、“AI+数字企业”等多场景应用，在政府、企业、医疗、传媒等细分场景实现示范落地。（2）在算力方面，已成功商用800G CP0交换机 S9827 系列、推出基于DDC架构（分布式解耦机框）的算力集群核心交换机 H3C S12500、发布全新G7系列多元异构并支持万亿级参数的算力服务器。公司“AI in ALL”方案助公司持续受益AI行业发展。

风险提示：AI发展不及预期、技术创新发展不及预期、行业竞争加剧。

投资建议：公司2024年收购新华三30%股权（目前持股81%），银行贷款及相关金融负债产生财务费用，下调盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润分别为20.1/24.7/29.8亿元（前次预测2025-2026

年归母净利润为 27/30 亿元），当前股价对应 PE 分别为 35/28/24X，维持“优于大市”评级。

证券分析师：袁文翀（S0980523110003）

◆ 均胜电子(600699.SH) 财报点评:盈利能力持续提升，加速布局机器人关键零部件

2025Q1 均胜电子实现净利润 3.4 亿元，同比+11%。公司 2025Q1 实现营收 145.76 亿元，同比+9.78%，环比-1.04%，归母净利润 3.40 亿元，同比+11.08%，环比+1694.71%。

2025Q1 毛利率同比提升 2.6pct，净利率环比提升 2.3pct。2025Q1 公司毛利率 17.90%，同比+2.6pct，环比-0.3pct，净利率 2.77%，同比-0.1pct，环比+2.3pct。2025Q1，公司汽车电子毛利率 21.2%，同比+2.1pct，环比-0.1pct，汽车安全毛利率 15.6%，同比+1.9pct，环比-1.5pct。

公司在手订单充沛，持续优化订单结构。2025Q1，公司全球新获全生命周期订单金额约 157 亿元，在手订单充沛。2024 年公司新项目订单金额规模再创新高，新获定点项目的全生命周期金额约 839 亿元。1) 汽车安全业务新获定点项目的全生命周期金额约 574 亿元；2) 汽车电子业务新获定点项目的全生命周期金额约 265 亿元；3) 新能源汽车相关新订单超 460 亿元，占比超 55%；4) 国内新获订单金额约 350 亿元，占比超 40%。

汽车电子业务加速开拓。区域控制器方面，均胜电子在车身域智能化方面成功获得首个区域控制器项目量产订单，根据规划，均胜电子将为某知名自主新能源品牌超百万台车提供区域控制器，并将在 2025 年实现快速量产；智能座舱方面，公司在上海车展正式推出全新的沉浸式智能座舱——JoySpace+；车路云方面，均胜电子 nVision3Lite-V2X 车路协同感知方案，已于 2025 年搭载在全新国产 BMW5 系部分车型。

均胜电子定位为“汽车+机器人 Tier1”，加速拓展至具身智能机器人产业链上下游，打造第二增长曲线。2025 年 2 月，均胜电子为人形机器人研发了嗅觉传感器。2025 年 4 月 7 日，均胜电子与智元机器人签署战略合作协议，双方将围绕包括机器人“大小脑”及关键零部件的核心技术攻关、定制化开发、测试验证平台建设等方面开展深度合作。在 2025 上海车展，均胜电子正式推出机器人的动力电池管理系统、传感器套件、轻量化机甲以及无线充电解决方案。

风险提示：汽车销量不及预期、原材料价格波动。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 642.43/680.98/718.43 亿元，归母净利润为 15.82/19.20/21.53 亿元，维持“优于大市”评级。

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

◆ 伯特利(603596.SH) 财报点评:一季度收入同比增长 42%，公司底盘新产品研发加速

一季度收入同比增长 42%，智能电控产品销量同比增长 58%。2025Q1 伯特利实现营收 26.38 亿元，同比增长 41.83%；实现归母净利润 2.70 亿元，同比增长 28.79%。其中盘式制动器销量 93 万套，同比增长 36.14%；轻量化制动销量 344 万件，同比增长 23.45%。智能电控产品销量达 146.19 万套，同比增长 58.43%。

产品结构及年降传导影响短期盈利能力，25Q1 公司毛利率 17.97%，同比-2.78pct；净利率 10.16%，同比-1.13pct。公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.42%/2.54%/4.89%/-0.45%，同比变动分别为 -0.60/+0.01/-1.08/+0.19pct。公司持续投入研发费用，一季度研发费用同比增长 16%，受益于公司规模持续增长，研发费用率同比下降 1.08pct。

国产制动系统龙头企业，定点持续增加。公司在技术工艺、产能规模、客户资源方面具备一定优势。随着汽车行业向轻量化、智能化的方向发展、国产化进程加速，公司在手项目充足。公司 2025 年第一季度在研项目总数为 498 项，较去年同期增长 6.41%；新增量产项目总数为 57 项，较去年同期增长 11.76%；新增定点项目总数为 120 项，较去年同期增长 13.21%。

定位全球化底盘供应商，新品周期加速。伯特利是国内少数拥有自主知识产权，能够批量生产电子驻车制动系统、制动防抱死系统及电子稳定控制系统、线控制动系统等智能电控产品的企业，赋能自主品牌

实现双赢增长，随自主品牌走向海外，公司在美国、墨西哥、摩洛哥等国家同步布局海外研发和生产基地。24 年公司积极推进底盘新产品研发，实现 EMB 的 B 样样件制造，DV 试验结果达到预期；完成空气悬架 B 样开发验证；完成了 WCBS1.5 和 GEEA3.0 双平台的首发项目量产；完成了 WCBS2.0 小批量投产。同时持续扩产，新增新增 125 万套/年 EPB 卡钳产能、26 万套 C-EPS 装配产能等。

风险提示：终端需求不及预期；产品技术研发不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。公司是国产制动系统龙头企业，我们看好公司智能电控产品加速放量带来业绩持续上行，看好公司线控制动产品出货量增速及规模效应带来的净利润增速，上调盈利预测，预计伯特利 25/26/27 年归母净利润为 15.64/21.26/35.14 亿元（原 25/26 年预测为 15/19.5 亿），维持“优于大市”评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）

联系人：余珊

◆ 瑞鹄模具 (002997.SZ) 财报点评：一季度收入同比增长 48%，规模效应有望持续兑现

公司 2025Q1 收入同比增长 48%。瑞鹄模具 2025Q1 实现营收 7.47 亿元，同比+48%；实现归母净利润 0.97 亿元，同比+28%。受益于客户销量高增及新业务量产，公司营收增速超越行业 33.5pct。自主品牌持续发力，以旧换新、车企促销等因素助力，2025Q1 中国汽车产量达到 756 万辆，同比增长 14.5%。公司营收增速超越行业 34pct，核心原因在于下游客户销量快速增长及新业务放量。根据官网数据，奇瑞 2025Q1 销量同比增长 17%至 62 万辆。同时公司汽车制造装备业务积极深化国际主流品牌区域化市场开拓、一带一路国家属地品牌客户开拓，并积极陪同国内头部品牌深化海外本地化开发。

公司毛利率同比+1.3pct。2025Q1 实现毛利率 25.00%，同比+1.27pct；归母净利率 12.99%，同比-2.03pct。2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.67%/3.88%/3.88%/0.00%，同比分别 -1.11/-0.86/-1.65/+0.40pct。公司装备及零部件业务加速起量，规模效应有望持续兑现。

设立独立机器人公司，加速布局机器人产业。公司启动开发智能协作机器人，推进工业机器人线体-线边仓储物流全场景应用，加快无人化“黑灯工厂”智能制造方案落地推进。1 月 13 日，公司公告拟在芜湖设立全资子公司芜湖瑞祥智能机器人有限公司，注册资本人民币 2000 万元，拟投资 1.78 亿元用于年产 3000 台智能机器人及周边智能制造系统解决方案生产制造能力构建。

自主品牌出海有望加速公司装备业务成长。2024 年，公司装备业务积极陪同国内头部品牌深化海外本地化开发。后续有望受益于自主品牌加速“出口”到“出海”，受益于自主车企海外建厂、加速海外车型投放，展望 2025 年，伴随自主品牌出海，公司装备业务有望持续增长。

轻量化零部件在手订单持续增加。2024 年轻量化零部件收入 7.3 亿元，同比+154%。展望后续，伴随高强度板及铝合金冲焊件新能源车型定点陆续量产；一体压铸增程车型量产+插混定点，公司零部件有望持续拓展。

风险提示：行业竞争加剧风险、原材料价格上涨风险。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑瑞鹄模具装备业务受益于车型改款加速、自主车企海外建厂稳健增长；汽车零部件业务处于快速放量期，受益于与奇瑞等客户深度合作有望迎来业绩高速增长。看好公司客户拓展及产品矩阵外延带来利润的持续向上突破，我们维持盈利预测，25/26/27 年净利润 4.5/5.7/7.0 亿元，维持“优于大市”评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）

联系人：余珊

◆ 继峰股份 (603997.SH) 财报点评：一季度盈利大幅改善，股权激励彰显座椅事业部盈利信心

单季度净利润实现 1 亿元以上，同比增长 448%。继峰股份 2025 年第一季度实现营业收入 50.37 亿元，同比下降 4.73%（核心受剥离 TMD 后，格拉默北美收入减少 7400 万美金影响），环比下降 5.84%；实现归母净利润 1.04 亿元，同比增长 447.56%；实现扣非归母净利润 0.89 亿元，同比增长 454.08%。利润

端大幅增长主要系公司前期对子公司格拉默采取的重组措施逐步显现成效，根据继峰公告，格拉默一季度实现 970 万欧元净利润，按继峰持股比例测算约贡献 6500 万元正向利润影响。

25Q1 毛利率同比提升 1.64pct。公司 2025Q1 销售毛利率为 16.32%，同比提升 1.64pct；归母净利率为 2.06%，同比提升 1.70pct。盈利能力的提升主要受益于格拉默整合降本增效。费用端，公司 2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别 1.53%/8.04%/3.10%/1.35%，同比+0.11/-1.10/+1.00/-0.47pct。

座椅事业部发布员工持股计划，业绩考核彰显公司信心。4 月 9 日，公司发布座椅事业部员工持股计划，拟涉及不超过 100 人，不超过 3,157.80 万股，受让价格为 5.54 元/股。公司考核目标为座椅事业部 25/26 年收入规模 50/100 亿元，净利润 1.5/5.0 亿元，展现公司座椅事业部盈利信心。

乘用车座椅持续量产，产能陆续布局，全球化客户获得突破。公司 2024 年全年交付座椅 33 万套，实现营收 31.10 亿元，同比翻数倍增长（23 年同期为 6.55 亿元），截至 2025 年 2 月 28 日，公司累计乘用车座椅在手项目定点共 21 个，并在 2024 年公告将在欧洲地区为德国宝马开发、生产前后排座椅总成产品，全球型客户订单继续获得突破。

隐藏式电动出风口、隐藏式门把手等订单充沛，车用冰箱有望助力公司成长。内饰业务是公司基盘，公司在头枕、扶手等领域占据国内第一梯队位置，同时积极拓展智能电动化新产品。2024 年度公司出风口产品实现营业收入 4.05 亿元，同比增长 44%，EBIT 为 0.44 亿元，实现大幅盈利。隐藏式门把手 2024 已获得不同客户项目定点。车载冰箱 2024 年首次开始贡献收入，全年实现营业收入约 1.21 亿元，已获得在手项目定点 12 个。

风险提示：商誉减值风险、原材料涨价风险、市场风险、客户拓展风险。

投资建议：下调盈利预测，维持优于大市评级。公司 2024 年剥离亏损子公司 TMD 全部股权并计提相关减值准备，短期影响利润表现，中长期有望加速海外业务改善，考虑短期地缘政治等因素可能存在影响，我们下调 25/26 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 6.60/10.34/13.94 亿元（原 25/26 年业绩预测为 6.8/10.4 亿元），维持优于大市评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）

联系人： 余珊

◆ 保隆科技(603197.SH) 财报点评:一季度净利润同比增长 40%，具备完备空气悬架产品布局

一季度净利润同比增长 40%，2025 年业绩有望加速释放。保隆科技 2024 年实现营业收入 70.25 亿元，同比增长 19.12%；实现归母净利润 3.03 亿元，同比下降 20.14%，主要受全面 1.24 亿元股权激励费用影响，还原后公司经营性净利润 4.27 亿元，同比增长 13%。单季度看，24Q4 公司实现营收 19.99 亿元，同比增长 14.69%，环比增长 8.47%；实现归母净利润 0.54 亿元，同比增长 34.71%，环比下降 46.20%；25Q1 公司实现收入 19.05 亿元，同比+28.46%；实现归母净利润 0.95 亿元，同比+39.99%；业绩有望加速修复。

产品结构变动短期影响毛利率。公司 2024 年整体毛利率为 25.05%，同比下降 2.35pct，或受低盈利能力的 ADAS 等产品放量影响。2024 年销售/管理/研发费用率分别为 3.29%/5.81%/8.11%，同比-0.63/-0.57/+0.14pct。25Q1 公司实现销售/管理/研发费用率 2.89%/5.93%/6.98%，同比分别-0.75/-1.69/-1.92pct，股权激励费用影响减弱，公司净利率有望加速修复。

传统业务持续发力，公司份额业内领先。1) TPMS 标配产品，公司 24 年销售发射器 6673 万只，同比增长 22%，稳居高位。2) 气门嘴及平衡块市场需求平稳，公司是全球最大轮胎气门嘴企业之一，前瞻布局 TPMS 气门嘴。3) 金属管件核心从排气管转向新能源，液冷板等新产品持续获单，收入此消彼长。

空气悬架完善空气弹簧、减震器、供气单元产品布局，首获欧洲某知名主机厂全新平台项目定点。公司复用气门嘴橡胶能力，12 年开始做皮囊，17 年切入乘用车空簧，自主掌控配方、混炼、压延、成型、硫化、装配全工艺链，完善减震器、供气单元产品布局。24 年出货 180.93 万支，同比增长 22%。2024 年 9 月，公司首获欧洲某知名主机厂全新平台项目前后空簧定点，这也是国内空气弹簧供应商获得外资定点的首次突破。

保隆形成 6 类 40 种车身传感器布局，同时切入环境传感器+域控，完善智驾感知、规划布局。公司自研+并购形成压力类、光学类、速度类、位置类、加速度类、电流类 6 个品类、40 多种产品布局，覆盖传感器平均单车价值量约 1000 元。并在智能驾驶业务布局毫米波雷达、摄像头、超声波雷达等。

风险提示：中美贸易风险、TPMS 降价风险、智能驾驶业务不及预期的风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。全球 TPMS 龙头，新品在手订单充足，考虑产品结构变动及竞争加剧，下调盈利预测，预计 25-27 年净利润 4.79/5.70/6.89 亿元（原 25/26 年预测为 5.98/7.81 亿元），维持“优于大市”评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）

联系人：余珊

◆ 拓普集团(601689.SH) 财报点评:盈利短期承压，机器人业务打开全新增量空间

一季度营收同比提升，大客户销量短期承压影响业绩释放。拓普集团 2024 年营收 266.0 亿元，同比+35.0%，归母净利润 30.0 亿元，同比+38.9%，扣非净利润 27.3 亿元，同比+35.0%；25Q1 拓普集团实现营收 57.7 亿元，同比+1.4%，环比-20.4%（特斯拉 25Q1 销量 33.7 万辆，同比-13%；问界销量 4.5 万辆，同比-46%），归母净利润 5.7 亿元，同比-11.6%，环比-26.2%，扣非净利润 4.9 亿元，同比-18.4%，环比-31.0%。

研发投入持续，静待公司业绩回暖。费用层面，25Q1 拓普集团销售/管理/研发费用率分别为 1.2%/3.3%/5.9%，同比分别-0.2/+0.6/+1.4pct，环比分别+0.6/+1.2/+0.9pct，其中研发费用有所提升预计主要系公司新产品（机器人、汽车电子相关）和新技术的持续投入；25Q1 拓普集团毛利率为 19.9%，同比-2.5pct，环比+0.1pct，预计主要系产品结构变化、规模效应缩窄、产品价格波动等因素所致；25Q1 公司经营活动现金净流量 8.9 亿元（24Q1 为 5.8 亿元）；25Q1 拓普集团净利率 9.9%，同比-1.5pct，环比-0.7pct；展望 Q2，特斯拉、赛力斯、吉利、理想、小米等销量有望持续向上带来业绩增量，热管理、汽车电子、底盘等业务持续放量，叠加公司执行器业务的兑现，有望驱动公司业绩边际上行。

优质客户的深度绑定以及新产品的陆续量产带来中长期业绩确定性。展望后续，车端为拓普基本盘，公司平台化战略+Tier0.5 模式持续推进，与赛力斯、理想、奇瑞、小米、吉利、斯特兰迪斯、宝马、奔驰等车企深化合作+提升配套金额，有望带来稳定的增长动力；产能方面，公司继续实施产能布局与建设，杭州湾八期、九期及济南、河南、墨西哥等工厂建设持续推进；中机器人方面，公司与客户从直线和旋转执行器开始布局（24 年电驱系统营收 1343 万元，同比+624%），且开始研发灵巧手电机等产品，已经多次向客户送样，项目进展迅速。公司还积极布局机器人躯体结构件、传感器、足部减震器、电子柔性皮肤等，看好公司逐步打造成机器人领域平台型供应商。

风险提示：客户销售不及预期、海外竞争加剧。

投资建议：人形机器人产业链核心标的，维持“优于大市”评级。考虑到核心客户的销量波动和行业的竞争加剧，下调盈利预测并新增 27 年盈利预测，预计 25/26/27 年拓普集团归母净利润为 35.4/44.2/54.1（原预测 25/26 年 38.8/47.9 亿元），对应 EPS 为 2.04/2.55/3.11 元（原预测 25/26 年 2.30/2.84 元），维持“优于大市”评级。

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

◆ 松原安全(300893.SZ) 财报点评:产品线全面发力，一季度营收同比增长 45%

2025 年一季度营收同比增长 45%。松原安全 2024 年营收 19.7 亿元，同比+53.9%，归母净利润 2.6 亿元，同比+31.5%，扣非净利润 2.5 亿元，同比+30.2%；分业务看，安全带总成/安全气囊/方向盘业务营收分别为 12.6/4.7/1.3 亿元，同比+40%/+152%/+71%；24Q4 公司营收 6.6 亿元，同比+42.0%，环比+30.4%，归母 0.7 亿元，同比-13.7%，环比+3.4%，扣非 0.65 亿元，同比-20.0%，环比-1.5%；25Q1 公司营收 5.4 亿元，同比+45.5%，环比-18.9%（25Q1 吉利汽车销量 70 万辆，同比+47.9%；奇瑞汽车销量 62 万辆，同比+17.1%；长城汽车销量 26 万辆，同比-6.7%），归母 0.7 亿元，同比+20.5%，环比+5.5%，扣非 0.6 亿元，同比+8.9%，环比-3.8%，整体来看得益于核心客户的稳定放量，公司业绩持续释放。

产品放量推动公司一季度毛利率环比提升。费用层面，25Q1 松原销售/管理/研发费用率分别为 1.3%/4.6%/7.4%，同比分别-1.0/+0.2/+2.6pct，环比分别-0.2/+1.5/+3.0pct。盈利能力层面，25Q1 公司销售毛利率 27.9%，同比-2.7pct，环比+1.4pct，预计主要系产品放量带来正向规模效应；25Q1 公司净利率 13.7%，同比-2.9pct，环比+3.2pct。

自主崛起大势所趋，被动产安全供应商跟随中国品牌车企发展。全球乘用车被动产安全市场规模预计超 1000 亿元，行业为寡头市场，目前全球仅有 3-4 家汽车安全系统核心供应商，龙头奥托立夫约占全球 43% 份额，松原股份约占全球 1% 左右份额，规模尚小。受益于自主品牌车企崛起和全球化，成本优势显著、响应服务速度快的国产零部件厂商有望跟随国产车企成长。

订单实现突破，客户种类拓展。公司安全气囊、方向盘业务于 2023 年下半年开始放量，受益于被动产安全系统配置升级与客户结构拓展，单车价值量从 200 元左右，部分车型提升至 500-800 元，进一步向单车 1000-1500 元提升，向被动产安全系统供应商升级。公司目前已拓展比亚迪、华为智选、新势力、合资外资等新客户。

盈利预测与估值：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司新产品逐步上量，客户持续拓展，上调盈利预测并新增 27 年盈利预测，预测 25-27 年归母净利润 3.9/5.2/7.0 亿元（原预测 25/26 年为 3.9/4.9 亿元），EPS 为 1.71/2.30/3.08 元（原预测 25/26 年为 1.71/2.18 元），维持“优于大市”评级。

风险提示：终端销量不及预期，行业竞争加剧的风险，政策风险等。

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

◆ 双环传动(002472.SZ) 财报点评:新能源和智能执行机构业务放量，一季度净利润同比增长 25%

2025 年一季度净利润同比增长 25%。双环传动 2024 年营收 87.8 亿元，同比+8.8%，归母净利润 10.2 亿元，同比+25.4%，扣非净利润 10.0 亿元，同比+24.6%，单 Q4 实现营收 20.4 亿元，同比-7.4%，环比-15.8%，归母净利润 2.9 亿元，同比+26.0%，环比+7.9%，扣非净利润 2.9 亿元，同比+14.7%，环比+12.7%；25Q1 双环实现营收 20.7 亿元，同比-0.5%，环比+1.3%（主营业务收入同比+12.5%），归母净利润 2.8 亿元，同比+24.7%；扣非净利润 2.7 亿元，同比+28.3%，得益于新能源齿轮业务和智能执行机构业务的持续放量，以及降本增量的推进，公司业绩稳定增长。

降本增效推进下费用管控效果良好，盈利能力同环比提升。费用层面，25Q1 双环传动销售/管理/研发费用率分别为 1.0%/3.8%/5.4%，同比分别+0.1/+0.1/+0.6pct，环比分别-0.1/-1.8/-1.1pct，整体来看费用管控稳定；盈利能力层面，25Q1 公司销售毛利率 26.8%，同比+4.1pct，环比-4.2pct，25Q1 净利率 13.4%，同比+2.7pct，环比-0.6pct，预计主要系 1）规模效应释放、降本增效工作持续推进（柔性制造、数字化推进、自主创新等）；2）产品结构优化：盈利好的新能源车齿轮业务占比持续提升。

展望未来，全球化战略推进与品类矩阵延展有望打开增长空间。双环已抓住两轮升级机遇，第 1 轮：齿轮外包趋势带来第三方供应商订单机遇；第 2 轮：新能源车爆发拉高准入壁垒+催生齿轮需求，双环依托产能前瞻布局+批量供货能力等优势锁定厂订单实现深度绑定。我们认为当下双环适逢第三轮升级机遇，即①出海：全球化战略推进，海外建厂（匈牙利投资 1.2 亿欧元）与客户突破并举，后续有望承接国内增长打开远期空间；②平台化：我们认为双环的核心优势在于产品（一致性+性能）、管理（降本增效）、研发（技术与开发能力）三大维度，公司智能执行机构业务、工业增/减速机、机器人高精度减速器推进顺利，整体上构筑车端齿轮+机器人减速器等产品加持的平台化供应体系，后续依托于此优势有望持续延展品系开辟新增长曲线。

风险提示：汽车销量不及预期、行业竞争加剧、产品研发不及预期风险。

投资建议：国内高精齿轮平台型公司，维持“优于大市”评级。看好双环传动出海打开长期成长空间及产品线持续开拓带来的全新成长动力，维持盈利预测，并新增 27 年盈利预测，预计 25/26/27 年双环传动归母净利润分别为 12.8/15.2/18.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.51/1.79/2.14 元，对应 PE 为 22/18/15x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 旭升集团(603305.SH) 财报点评:一季度毛利率环比提升，人形机器人业务全面推进

需求波动等因素致公司短期业绩承压。旭升集团 2024 年营收 44.1 亿元，同比-8.8%（特斯拉 2024 年交付 179 万辆，同比-1.1%），归母净利润 4.2 亿元，同比-41.7%，扣非净利润 3.6 亿元，同比-46.8%；25Q1 公司实现营收 10.5 亿元，同比-8.1%，环比-7.8%（特斯拉 25Q1 交付 33.7 万辆，环比-32.1%），归母 1.0 亿元，同比-39.2%，环比+2.5%，扣非 0.8 亿元，同比-42.7%，环比+10.1%，整体来看，价的维度受到产业链以价换量的影响，部分客户具降本诉求，量的维度受汽车行业终端需求波动的影响，部分客户订单量未达预期，公司业绩有所承压。

一季度毛利率环比提升，新项目放量有望持续推动盈利能力上行。25Q1 旭升销售/管理/研发费用率为 0.3%/4.7%/4.8%，同比-0.5/+1.3/-0.2pct，环比+1.5/-0.3/+1.5pct；25Q1 公司毛利率 20.8%，同比-3.0pct，环比+3.2pct，净利率 9.2%，同比-4.6pct，环比+1.0pct，盈利能环比有所回暖，未来随项目释放带来产能利用率提升，盈利能力有望进一步回暖。

品类扩张、客户突破、产能释放、工艺打磨并驾齐驱，开启全球化新征程。品类扩张：公司掌握压铸、锻造、挤压等铝合金三大工艺，横向拓展至储能领域，纵向完成零部件集成化布局，提升产品附加值；多个储能相关项目开启量产（24 年营收约 2.3 亿元）；客户突破：依托全球整车客户体系优势，构建全球客户资源体系；工艺打磨：具备铝合金配方和模具自主研发能力、铸造工艺、机加工工艺、焊接工艺等全产业链环节能力，保障拿单能力。

基于客户和技术优势卡位人形机器人业务，有望带来新增量。深度挖掘自身铝合金精密加工专长，结合人形机器人独特的结构与性能需求，全力投入关节壳体、躯干结构件等关键产品研发，并斩获多家海内外客户项目定点；自 2023 年下半年起，墨西哥生产基地建设有序推进。2024 年末公司宣告泰国生产基地的计划，部署铝镁合金、新能源汽车核心部件及人形机器人铝镁合金零部件制造；未来，泰国基地将成长为公司拓辐射全球客户的关键支撑点。

风险提示：汽车销量不及预期、原材料涨价风险、同业竞争风险。

投资建议：轻量化领域先锋，维持“优于大市”评级。基于部分客户销量的波动以及行业竞争带来的价格波动的影响，下调盈利预测，并新增 26/27 年盈利预测，预计 25/26/27 年归母净利润 5.2/6.4/7.7 亿元（原预测 25 年 13.3 亿元），EPS 为 0.56/0.69/0.83 元（原预测 25 年 1.43 元），看好公司在人形机器人领域的卡位优势，维持“优于大市”评级。

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

◆ 精锻科技(300258.SZ) 财报点评:业绩短期承压，静待新品放量和机器人业务推进

出口业务和费用波动短期压制业绩释放。精锻科技 2024 年营收 20.3 亿元，同比-3.7%，归母净利润 1.6 亿元，同比-33.1%，扣非净利润 1.2 亿元，同比-41.2%；24Q4 营收 5.6 亿元，同比-6.7%，环比+21.3%，归母净利润 0.4 亿元，同比-12.0%，环比+93.7%，扣非净利润 0.3 亿元，同比-29.7%，环比+53.0%；25Q1 精锻科技实现营收 5.1 亿元，同比+1.6%，环比-8.2%；归母净利润 0.4 亿元，同比-14.9%，环比-7.9%，扣非净利润 0.36 亿元，同比-17.1%，环比+33.7%。整体来看，国内燃油车销量下降及出口业务的下滑一定程度影响公司业绩释放，后续随公司费用压制项（转债费用、股权激励费用等）缓解及出口业务修复，公司业绩有望持续修复。

一季度毛利率环比修复，费用管控相对稳定。费用层面，25Q1 精锻股份销售/管理/研发费用率分别为 0.8%/6.8%/6.0%，同比分别+0.2/-0.3/0.0pct，环比分别+1.0/-0.9/-0.1pct；盈利能力层面，25Q1 公司销售毛利率 24.3%，同比-3.1pct，环比+1.6pct，25Q1 净利率 7.8%，同比-1.5pct，环比-0.1pct。展望后续，随新能源客户的持续放量、产能利用率的逐步提升以及费用波动项的企稳，精锻科技业绩有望实现环比上行。

品类拓展、客户突破、海外布局，看好公司业绩底部向上。精锻以锻造工艺、模具制造等为基础：1）品类拓展：从单齿轮供货→差速器总成供货，同时拓展减速器齿轮+轻量化底盘业务；2）客户调整：早

期绑定大众，当下斩获自主品牌、新势力、沃尔沃、北美大客户订单；3）海外扩张：泰国工厂预计 25 年 6 月份开始小批试生产，25H2 批量供货，长期看有望打开新的增长空间；公司已调研规划将来在北非建立生产基地，有望打开增量空间。

战略布局人形机器人赛道，有望打开新增量。积极推进机器人智能关节模组业务的研发和市场开拓，公司内部已组织专业团队，外部也在积极寻求合作（与天津爱码信自动化成立合资公司），当前相关工作已按预期在顺利开展，看好公司齿轮锻造能力+客户基础带来的机器人业务的进展。

风险提示：行业复苏不及预期，新品研发及客户拓展不及预期。

投资建议：国内乘用车差速器齿轮龙头，维持“优于大市”评级。考虑到核心客户的销量波动和行业的竞争加剧，下调盈利预测，并新增 27 年盈利预测，预计 2025-2027 精锻科技归母净利润为 2.2/2.6/2.9 亿元（原预测 25/26 年为 2.9/3.6 亿元），EPS 为 0.45/0.53/0.61 元（原预测 25/26 年为 0.59/0.74 元），维持“优于大市”评级。

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

◆ 玲珑轮胎(601966.SH) 财报点评:成本及需求波动压制盈利，静待海外工厂释放新增量

一季度营收同比增长 13%，利润端受制于需求和成本波动。玲珑轮胎 2024 年营收 220.6 亿元，同比+9.4%，归母净利润 17.5 亿元，同比+26.0%，扣非 14.0 亿元，同比+8.4%；24Q4 营收 61.1 亿元，同比+8.4%，环比+9.7%，归母净利润 0.4 亿元，同比-90.5%，环比-94.8%，扣非 0.1 亿元，同比-98.2%，环比-98.4%；25Q1 营收 57.0 亿元（25Q1 轮胎销量同比+12.78%，销售收入同比+13.41%），同比+12.9%，环比-6.8%，归母 3.4 亿元，同比-22.7%，扣非 2.8 亿元，同比-34.6%；产品层面，由于市场结构变化+公司内部产品结构调整，25Q1 轮胎产品价格环比+5.3%，同比+0.6%，整体来看需求波动及成本提升短期压制盈利释放。

静待海外工厂产能释放带来的经营上行周期。24 年玲珑泰国工厂营收 42.1 亿元，同比-7.9%，净利润 8.3 亿元，同比-9.5%，24 年塞尔维亚工厂营收 14.4 亿元（2023 年 2.2 亿元），净利润-1.2 亿元，预计主要受到产能爬坡影响；同时公司决定在巴西设立海外第三基地；25Q1 玲珑销售/管理/研发费用率 3.3%/3.0%/3.6%，同比+0.4/0.0/-0.4pct，环比-0.4/+0.2/-0.9pct；盈利能力层面，25Q1 公司销售毛利率 14.9%，同比-8.5pct（公司第一季度天然橡胶、合成胶、炭黑、钢丝帘线四项主要原材料综合采购成本同比 24Q1 提升 13.95%），环比-1.2pct，25Q1 净利率 6.0%，同比-2.8pct，环比+5.3pct，后续随海外产能陆续释放，有望带来新的业绩增量。

长期来看，配套为内核，产能及零售齐发力布局带来公司业绩长期成长性。1）产能端：看好欧洲工厂放量+泰国工厂修复整体利润，国内看长春、湖北、安徽等地产能推进，长期看好公司“7+5”全球化战略；2）配套端：看好高端产品、车型、品牌渗透及新能源配套推进，配套总量超 3 亿条，多年位居中国轮胎配套 NO.1；3）零售端：创建玲珑养车驿站+阿特拉斯卡友之家养车品牌，新零售 3.0 开启保障增长；4）产品端：材料+工艺+产品创新方面走在行业前列；我们看好玲珑轮胎在产能、配套、零售、技术端的布局转换为全球份额的持续提升。

风险提示：行业复苏不及预期，海外需求下滑，原材料涨价，扩产不及预期。

投资建议：有拐点+有空间的国内半钢龙头，维持“优于大市”评级。看好玲珑轮胎未来成长的确定性，考虑到短期原材料成本及需求有所波动，下调盈利预测，预计 25/26/27 年归母净利润 20.7/23.4/25.9 亿元（原预测 25/26 年 29.0/33.8 亿元），EPS 为 1.42/1.60/1.77（原预测 25/26 年 1.97/2.29 元），维持“优于大市”评级。

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

◆ 福瑞股份(300049.SZ) 财报点评:药品业务增速亮眼，器械按次收费模式持续开拓

2024 年业绩稳健，2025 年一季度利润端承压。2024 年公司实现营收 13.49 亿元（+16.93%），归母净利润 1.13 亿元（+11.54%），扣非归母净利润 1.18 亿元（+19.33%）。其中 24Q4 单季营收 3.69 亿元（+6.47%），归母净利润 0.11 亿元（-60.27%），扣非归母净利润 0.21 亿元（+8.38%）。2024 年公司业绩稳健，药

品及器械业务均有所增长。2025 年一季度公司营收 3.30 亿元(+2.35%)，归母净利润 0.29 亿元(-32.97%)，扣非归母净利润 0.30 亿元(-28.05%)，收入端小幅增长，预计与订单节奏有关，利润端下滑主要系器械业务开拓加大费用投入、计提股权激励费用等因素导致。

药品业务增速亮眼，器械业务增长良好。分业务看，药品收入 3.8 亿元(+34.2%)，其中自有药品业务收入 2.8 亿元(+44.3%)，商销渠道与电商平台表现突出，同比增幅分别达到 87.44%和 145.37%。器械业务增长良好，实现收入 9.2 亿元(+10.9%)，其中设备销售实现收入 5.1 亿元，按次收费、租赁及其他收入 4.1 亿元(+24%)，采取按次收费模式的产品 FibroScan Go 和 box 已在全球累计实现安装 651 台。

毛利率和费用率有所下降。2024 年公司毛利率 74.13%(-0.62pp)，毛利率下降主要系受业务结构的影响。销售费用率 25.47%(-2.39pp)，管理费用率 17.84%(-0.03pp)，研发费用率 7.37%(+0.23pp)，财务费用率-1.74%(-1.21pp)，四费率 48.94%(-3.40pp)，费用率略有下降。

投资建议：随着更多 NASH 药物陆续获批上市带动检测需求释放，按次分成新模式有望为公司开启第二成长曲线。下调 2025、2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，2025-2027 年营收 16.3/19.2/22.7 亿元（原 2025、2026 年为 22.0/28.0 亿元），同比增速 21%/18%/18%，归母净利润 2.1/2.8/3.6 亿元（原 2025、2026 年为 3.0/4.1 亿元），同比增速 83%/35%/29%，当前股价对应 PE=39/29/22x，维持“优于大市”评级。

风险提示：设备销售不及预期；药品院外拓展不及预期；竞争风险；汇率风险。

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

联系人： 凌琰

◆ 昭衍新药(603127.SH) 财报点评：全年收入下滑，四季度收入、利润环比改善

2024 年全年收入下滑，四季度收入、利润环比改善。2024 年全年营收 20.18 亿元(-15.1%)，归母净利润 0.74 亿元(-81.34%)，扣非归母净利润 0.24 亿元(-93.02%)，利润下滑主要系市场竞争加剧导致订单价格下降。其中四季度单季度营收 6.83 亿元(-13.46%)，单季度归母净利润 1.44 亿元(+108.06%)，单季度扣非归母净利润 1.37 亿元(+417.60%)。

分地区看：海外订单金额呈现增长态势。2024 年公司国内收入 15.79 亿元，同比下降 12.15%，占总收入比重为 78.25%；海外收入 4.39 亿元，同比下降 24.16%，海外收入下降主要系收入确认时间点原因（圣诞节和元旦节导致确认节奏延缓）。24 年公司成立国际业务部并招聘专职 BD，国际业务新签订单实现双位数增长。

持续推进一体化布局，做大做强业务链条上下游板块。分业务来看，公司 2024 年各业务板块收入情况如下：1）非临床业务：实现收入 19.17 亿元，同比-16.96%，主要系市场竞争加剧；2）临床业务：实现收入 1.00 亿元，同比增长 57.58%，主要由于公司积极拓展临床市场；3）实验模型研究：公司打造了多种基因编辑小鼠模型和细胞模型，目前已对市场铺开，服务企业与高校非临床研究，实验模型研究实现收入 0.01 亿元，该业务处于起步阶段，销售尚不稳定。公司借助非临床业务的项目资源优势，做大做强业务链条上下游板块。

在手订单充沛，产能及人员的扩充为订单执行提供保障。截至 2024 年末，公司整体在手订单金额约 22 亿元，产能及人员的扩充为订单执行提供保障：1）产能方面：苏州昭衍 II 期 20,000 平方米的设施将陆续投入使用，苏州配套设施 22,000 平方米的配套设施已经完工并将于 2025 年投入使用，广州设施目前进入竣工验收阶段，广西玮美与配套实验室建设相关工作正在积极推进。2）人员方面：截至 2024 年末，公司拥有 2652 余人的专业服务团队，相较于 2023 年末同比提升。

风险提示：行业景气度下行风险；生物资产公允价值变动风险；市场竞争加剧风险。

投资建议：2024 年四季度公司收入、利润环比改善，维持“优于大市”评级。公司净利润受到实验猴价格波动的影响大，考虑到实验猴价格的止跌回稳，略微上调 2025/2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 3.30/3.81/4.13 亿元（原 2025/2026 年 3.00/3.35 亿元），同比增速 345.70%/15.36%/8.46%，当前股价对应 PE=35.4/30.7/28.3x。

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

联系人： 凌珑

◆ 嘉友国际(603871.SH) 财报点评:受蒙煤需求影响业绩低于预期,看好中非长期发展

嘉友国际发布 2024 年年报及 2025 年一季报,业绩表现略低于预期。嘉友国际 2024 年实现营业收入 87.54 亿元,同比增长 25.14%;归属于母公司所有者的净利润 12.76 亿元,同比增长 22.88%;其中第四季度营业收入 22.09 亿元,同比增长 16.63%;归属于母公司所有者的净利润 1.88 亿元,同比减少 33.88%。2025 年一季度营公司实现营业收入 22.95 亿元,同比增长 15.02%;归属于母公司所有者的净利润 2.62 亿元,同比减少 14.77%。

中蒙矿产贸易全年增长较快,但 2024 下半年起明显恶化。24 年 1-12 月甘其毛都口岸累计完成进出口货运量 4071.6 万吨,同比+7.6%,其中进口煤炭 3920.6 万吨,同比+7.4%,同比实现了较快增长,但是自 2024 年 8 月以来,进口量出现明显放缓,且延续至 2025 年,截至 2025 年 4 月下旬,甘其毛都口岸累计完成进出口货运量约 1134 万吨,同比下滑约 5%,其中进口煤炭 1082.06 万吨,同比下降约 6.4%。因此,嘉友国际业绩 2024 年呈现前高后低的趋势,且 2025 年一季度表现持续疲软,2024 年全年,跨境多式联运综合物流服务实现营业收入/毛利 24.5 亿/7.5 亿元,同比+22.2%/+31.5%;主焦煤供应链贸易实现营业收入/毛利 57.5 亿/7.6 亿元,同比+29.8%/+46.1%。

非洲大物流版图成果初现,通关车辆增长带动业绩提升。2024 年,嘉友完成对非洲跨境运输企业 BHL 收购,建立东南部非洲不同国家间的配货节点,复制了中蒙的成功经验,寻求重去重回的成本最优,且公司陆港项目稳步发展,车流量持续提升,2024 年陆港项目实现营业收入 4.9 亿元,同比提升 16.4%,实现毛利 2.8 亿元,同比提升 7.3%,值得注意的是,路港在利用率较高背景下展示出较强盈利弹性,毛利率达到 57.5%,如未来利用率进一步提升,毛利率或有进一步提升空间。

风险提示:地缘政治风险;中国矿产进口需求大幅低于预期;安全事故等。

投资建议:

受蒙古进口煤需求影响,公司短期业绩或受到较大影响,我们将公司 2025-2026 年业绩预测由 21.2/24.3 亿元下调至 14.7/16.0 亿元,并引入 2027 年盈利预测 17.3 亿元,对应 PE 估值为 9.4/8.6/8.0 倍,考虑到公司 PE 估值较低,且长期发展前景较好,维持“优于大市”评级。

证券分析师: 高晟(S0980522070001)、罗丹(S0980520060003)

◆ 光明肉业(600073.SH) 深度报告:布局全球的优质牛肉标的,有望受益牛肉涨价利好催化

公司是较为稀缺的优质牛肉上市标的,拥有新西兰稳定的牛羊肉资源。公司前身为上海梅林正广和股份有限公司,是光明食品集团旗下肉类产业核心企业,主要产品包括牛肉、羊肉、猪肉、罐头食品、肉制品,及糖果、蜂蜜和饮用水等,拥有梅林 B2、银蕨、苏食、爱森、联豪、冠生园、大白兔、正广和等知名品牌。2016 年 12 月公司成功收购新西兰银蕨农场牛肉有限公司 50%股份实现控股,银蕨农场是新西兰最大的牛羊肉企业之一,此次收购让光明肉业获得来自新西兰的优质牛羊肉资源,也为拓展海外市场、提升品牌国际影响力奠定基础。2025Q1 公司营收同比+8.46%至 61.54 亿元,归母净利同比+66.82%至 1.66 亿元,受益于牛价景气上行,牛羊肉板块开始贡献正向盈利。

肉牛养殖持续深亏驱动产能去化,2025 年国内肉牛供给预计迎来拐点。国内肉牛养殖已加速出清,出栏节奏明显加快,钢联样本下 2025 年 1 月肉牛出栏月环比+6%、同比+39%,肉牛存栏同比-22%;出栏体重加速回落。参考猪周期,非瘟导致 2019 年末全国能繁存栏同比减少近 40%,对应 2020 年生猪年均价较 2019 年上涨约 60%,该轮周期生猪单月最高均价在 2019 年 10 月达 36.6 元/kg,较 2018 年单月最低均价 11.1 元/kg 上涨约 230%。我们预估未来在母牛产能充分去化、进口收缩驱动下,肉牛或将实现显著弹性,考虑到本轮母牛产能去化自 2023 年开始,而从母牛补栏到肉牛出栏需 2 年以上,我们预计国内肉牛价格自 2025 年起反转,景气高点有望出现在 2027 年,预计高点均价有望较 2024 年底底部均价 6.4 万元/吨上涨 80%至 11.5 万元/吨。

公司牛肉业务有望受益牛价反转，谨慎预估若景气高点较 2024 年底部涨价 22%至 2022 年前高均价，牛羊肉归母净利增厚约 5.2 亿元。公司子公司银蕨农场近五年全年牛羊肉产销量接近 35-40 万吨，占新西兰总产量 30%，其中牛肉占比接近 60%，主要出口至中国和美国，有望受益于未来全球牛肉价格上行趋势。此外，公司旗下的综合食品、生猪养殖及肉制品等非牛肉业务板块合理估值预计接近 65-72 亿元。公司牛羊肉业务 2023-2024 年由于牛价低迷导致业绩亏损，未来伴随牛价周期上行或迎净利扭亏，估值有望迎来修复。

盈利预测与估值：首次覆盖，给予“优于大市”评级。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.96/6.01/7.05 亿元，利润年增速分别为 129.7%/21.1%/17.3%，每股收益分别为 0.53/0.64/0.75 元，预估合理价格区间为 10.4-11.1 元，较当前股价有 28-37%溢价空间。

风险提示：行业发生不可控牛羊猪疫情死亡事件，贸易政策变化引发的盈利不确定性风险，牛羊猪价格大幅波动带来的盈利波动。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 回盛生物(300871.SZ) 财报点评:原料药产能释放，行情上行，Q1 扣非归母净利润同比+512%

原料药产能释放，行情上行，Q1 扣非归母净利润同比+512%。公司 2025Q1 实现营业收入 3.99 亿元，环比-2.14%，同比+92.96%。收入同比大幅增加原因一方面系 Q1 原料药产能维持释放且销售价格上行；另一方面系下游养殖现金流修复，动保需求回暖带动制剂量价修复。公司 2025Q1 实现归母净利润 0.44 亿元，环比+61.79%，同比+371.23%。盈利大增主要有三方面原因：（1）原料药产能爬坡持续摊薄固定费用及折旧，与此同时泰乐菌素及泰万菌素行情持续上行；（2）下游养殖行业现金流修复带动制剂业务量价修复；（3）去年同期业绩受天邦食品股权跌价扰动，今年公允价值变动收益同比增加约 2700 万元。2025Q1 扣除非经常性损益后，公司归母净利润 0.34 亿元，环比+110.97%，同比+511.54%。

原料药产销增长摊薄固定费用，公司净利率改善明显。公司 2025Q1 销售毛利率 24.28%，同比+1.81pct；销售净利率 11.22%，同比+19.15pct，主要毛利率改善、固定费用摊薄、投资亏损减少导致公司净利率明显改善。费用方面，公司 2025Q1 销售费用率 4.27%（同比-2.66pct）；管理费用率 3.73%（同比-5.17pct）；研发费用率 3.60%（同比-3.43pct）；财务费用率 2.13%（同比-2.60pct）；四项费用率合计 13.73%，同比-13.86pct。

资产周转加快，公司经营现金流同比改善。公司 2025Q1 经营性现金流净额占营业收入比例为 14.52%（同比+36.90pct），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 81.76%（同比-24.16pct）。资产周转方面，2025Q1 存货天数达 74 天（同比-48.51%），应收账款周转天数达 88 天（同比-36.49%）。

拟通过技改扩张原料药产能，将进一步巩固市场地位。目前公司正开展原料药产线技改项目，完成后泰乐菌素年产能将由 2000 吨增至 3000 吨，泰万菌素年产能将由 840 吨增至 2000 吨，未来将进一步巩固公司市场地位，有力支撑公司原料药板块收入规模实现长期增长。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，新投产产能爬坡进度不及预期，发酵工艺改进不及预期等。

投资建议：我们维持公司 2025-2026 年归母净利润预测为 1.47/1.88 亿元，预测公司 2027 年归母净利润为 2.14 亿元，对应 2025-2027 年每股收益分别为 0.89/1.13/1.29 元，对应当前股价 PE 为 24/19/16X。公司原料药产能快速释放，行情维持回暖，业绩有望实现高弹性修复，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 登海种业(002041.SZ) 财报点评:销售承压叠加减值计提，Q4 归母净利润同比-101%

销售承压叠加减值计提，Q4 归母净利润同比-101%。公司 2024 年实现营业收入 12.46 亿元，同比-19.74%，其中 Q4 实现营业收入 6.67 亿元，同比-25.70%，主要原因系国内玉米行情回落及玉米种子供给过剩共同施压。公司 2024 年实现归母净利润 0.57 亿元，同比-77.86%，其中 Q4 实现归母净利润-0.02 亿元，同比-101.22%，主要原因系玉米种子景气下行，公司主业量利表现承压，同时存货减值计提增加，导致公司资产减值损失同比增加约 1.2 亿元。

玉米种子景气下行，种子销售短期承压。受农户购种积极性低以及行业供给过剩影响，公司新季种子销售承压。2024 年公司玉米种子收入同比-20.78%至 10.73 亿元，毛利率同比+0.33pct 至 29.50%。其他种子中，小麦种子收入 1.08 亿元，同比-3.38%，毛利率 20.15%，同比+0.93pct；水稻种子收入 0.32 亿元，同比-30.61%，毛利率 6.09%，同比-14.90pct；蔬菜种子收入 0.13 亿元，同比-7.23%，毛利率 52.10%，同比+0.27pct。

费用率上升叠加减值计提，净利率承压回落明显。费用方面，公司 2024 年销售费用率 5.83%（同比+1.26pct）；管理费用率 9.10%（同比+2.06pct）；研发费用率 6.68%（同比+2.38pct）；财务费用率-2.57%（同比-0.43pct）；四项费用率合计 19.04%，同比+5.27pct。盈利方面，公司 2024 年毛利率同比-0.64pct 至 28.13%。最终，公司净利率同比-12.56pct 至 6.72%。

资产周转放缓，经营性现金流短期承压。公司 2024 存货周转天数同比+26.63%至 340.9 天，应收账款周转天数同比+49.29%至 12.60 天。现金流方面，公司 2024 年经营性现金流净额 1.28 亿元，同比-28.37%，其中经营活动产生的现金流净额/营业收入为 10.29%，同比-1.24pct，销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入为 93.22%，同比-3.79pct。

公司优质玉米品种储备充足，有望充分受益转基因落地。公司在历经近 50 年玉米育种研发创新和高产攻关，现有品种储备丰富，目前登海 685D、登海 710D、登海 533K、登海 1959D 已通过转基因玉米审定或初审，后续有望充分受益国内转基因玉米商业化渗透。

风险提示：恶劣天气带来的制种风险；转基因政策落地不及预期。

投资建议：考虑到新季玉米种子基本面恶化影响，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润为 1.1/1.4 亿元（原为 3.2/3.7 亿元），预测公司 2027 年归母净利润为 1.8 亿元，对应每股收益为 0.13/0.16/0.20 元，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 隆平高科(000998.SZ) 财报点评:玉米种子景气下行，2025Q1 归母净利润同比-103%

玉米种子景气下行，收入利润表现短期承压。公司 2024 年实现营业收入 85.66 亿元，同比-7.13%，原因系全球粮价景气下行导致公司国内外玉米种子销售承压。公司 2024 年实现归母净利润 1.14 亿元，同比-43.08%，其中处置子公司股权投资收益 2.64 亿元；扣除非经常性损益后，公司 2024 年实现归母净利润-2.89 亿元，同比-159.31%，大幅下滑原因一方面系公司本期主业收入减少且毛利率下降，另一方面系汇率波动使外币贷款产生汇兑损失，公司财务费用增加明显。分季度来看，国内外玉米种子市场景气维持低迷，公司 2025Q1 收入利润继续承压，其中营业收入 14.09 亿元，环比-75.22%，同比-32.03%；归母净利润-0.02 亿元，环比-100.36%，同比-102.72%。

得益于创新推广和业务协同，水稻种子实现量利齐增。2024 年公司杂交水稻种子实现营业收入 20.08 亿元，同比+12.97%，毛利率 37.60%，同比+1.23pct。重要子公司中，湖南隆平营业收入 4.02 亿元，同比+8.67%，净利润-0.49 亿元，同比减亏约 50%；亚华种业营业收入 5.10 亿元，同比+8.63%，净利润 1.16 亿元，同比-10.99%；广西恒茂营业收入 2.87 亿元，同比持平，净利润 0.70 亿元，同比+6.19%。

周期压力显现，玉米种子量利表现短期承压。2024 年公司玉米种子实现营业收入 50.21 亿元，同比-16.74%，毛利率 34.63%，同比-5.38pct，主要原因系全球粮价下行导致农户种植积极性差，公司国内外玉米种子销量及售价短期均承压明显。重要子公司中，隆平发展营业收入 31.42 亿元，同比-19.15%，净利润-8.62 亿元，同比-1297.97%；联创种业营业收入 16.23 亿元，同比-10.97%，净利润 4.08 亿元，同比-15.81%。

主动调节产量，种子库存下调，存货周转效率提升。2024 年公司玉米种子产量 29.01 亿元，同比-40.57%，期末库存 24.20 亿元，同比-13.61%；杂交水稻产量 11.08 亿元，同比-9.93%，期末库存 7.86 亿元，同比-15.59%。2024 年公司存货周转天数 168.6 天，较 2023 年同比下降约 20 天。

风险提示：恶劣天气带来的制种风险；转基因政策落地不及预期风险等。

投资建议：考虑到国内外玉米种子景气下行影响，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 2.0/4.7 亿元（原为 3.7/6.2 亿元），预测 2027 年归母净利润为 6.4 亿元，2025-2027 年每股收益为 0.2/0.4/0.5

元。公司作为国内玉米种子龙头，兼具品种、性状双重优势，未来随转基因玉米渗透率提升，玉米种子业务有望迎来量利双击，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 海南橡胶(601118.SH) 财报点评:受益橡胶行情回暖，业绩表现维持同比修复趋势

受益橡胶行情回暖，业绩表现维持同比修复。公司 2024 年实现营业收入 496.73 亿元，同比+31.80%，主要得益于橡胶销售价格回暖以及橡胶贸易量增加；2024 年实现归母净利润 1.03 亿元，同比-65.20%，原因系公司本期资产处置补偿收入减少导致营业外收入减少约 5 亿元，“摩羯”台风灾害导致营业外支出同比增加约 1.8 亿元，非洲胶园减值导致资产减值增加约 1.7 亿元。扣除非经常性损益后，2024 年实现归母净利润-5.81 亿元，同比减亏约 40%，主要得益于橡胶行情回暖。分季度来看，公司 2025Q1 收入利润维持同比修复趋势，其中营业收入 100.39 亿元，环比-40.14%，同比+23.30%；归母净利润-1.08 亿元，环比-119.22%，同比+32.76%。

自有胶园因受灾减产，贸易规模维持扩张。2024 年公司橡胶板块整体收入 483.35 亿元，同比+29.93%，毛利率 2.91%，同比+1.17pct，主要得益于橡胶行情回暖。其中在种植环节，公司 2024 年自有胶园橡胶产量 12.15 万吨，同比-13.05%；销量 11.67 万吨，同比-15.92%，自有胶园产销规模下滑主要受海南地区摩羯台风灾害影响；在加工贸易环节，公司 2024 年销售贸易量超过 414 万吨（含受托管理的 KM 和 ART），规模及市场影响力进一步提升。

非胶业务收入同比增加明显，增厚公司利润表现。2024 年公司其他业务实现营业收入 10.96 亿元，同比+164.97%；实现毛利 2.04 亿元，同比 60.00%，对应毛利率 18.59%，明显高于橡胶产品。近年公司正积极发展林下经济，拓展水果等非胶作物种植，未来有望持续增厚公司业绩表现。

看好天然橡胶大周期上行，公司有望受益景气。短期来看，国内产区陆续进入开割期，叠加贸易冲突施压短期需求，胶价短期预计震荡偏弱；然而中长期来看，主产区缩种与树龄老化问题预计持续闲置中长期供给，在需求韧性增长支撑下，天然橡胶价格中枢或将在供需差不断扩大过程中逐年抬升。公司作为全球最大天然橡胶种植加工贸易企业之一，有望充分受益。

风险提示：发生极端天气导致胶园大幅减产的风险；期货套保操作或判断不当造成亏损的风险；贸易冲突影响业务开展的风险。

投资建议：短期全球贸易冲突或冲击橡胶消费，压制行情表现，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 1.0/2.4 亿元（原为 2.0/4.4 亿元），预测 2027 年归母净利润为 4.5 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 0.02/0.06/0.11 元。公司作为全球最大天然橡胶种植加工贸易企业之一，中长期行业景气若上行，有望充分受益，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 巨星农牧(603477.SH) 财报点评:养殖成本领先行业，生猪出栏有序扩张

公司生猪出栏稳步扩张，养殖成本同比下降。公司 2024 年营收同比+50.43%至 60.78 亿元，归母净利同比扭亏至 5.19 亿元；2025Q1 营收同比+73.45%至 16.45 亿元，归母净利同比扭亏至 1.3 亿元。2024 年公司净利润扭亏主要来自生猪业务盈利随猪价景气修复。从出栏来看，公司 2024 年生猪出栏达 275.52 万头，其中商品猪出栏 268.38 万头，较上年增加 50.76%，未来养殖出栏预计有望稳步扩张，据公司 2025 年 3 月公告披露，2025 年公司规划的商品猪出栏目标为 400 万头以上，商品猪完全成本目标为 13 元/公斤以内。公司现有 18 万头以上种猪场产能和 27 万头以上存栏种猪，能够有效保障公司生猪养殖产能规模的稳健、持续增长。

聚焦生猪养殖，多重优势助力业绩持续释放。公司成本控制能力处于行业领先水平，其核心优势在生猪育种和养殖管理两方面。育种方面，2017 年公司与种猪改良公司 PIC 战略合作，繁育出的种猪具有产仔率高、存活率高、料肉比低的特点。据公司披露，2024 年公司生猪养殖生产指标持续改进提升，2024 年生猪养殖业务的全年平均 PSY 超过 28.5 头、全年平均料肉比 2.57，表现领先行业。管理方面，公司与知名养猪服务技术公司 Pipestone 达成合作，由其向公司提供生猪养殖咨询服务，包括场所设计、基

因审查、养殖人员技术支持及培训、兽医技术咨询等。综合两方面优势，公司成本领先地位稳固，未来随 PSY 及料肉比改善，仍有进一步下降空间。

德昌项目建设稳步推进，公司养殖业务规模有望再上新台阶。“德昌巨星生猪繁育一体化项目”正在有序投产阶段，公司养殖板块或迎进一步高质量扩张。德昌项目预计总投资 19.21 亿元，将采用全程自养模式，场内种猪均采用 PIC 优质种猪，平均 PSY 预计可达 29，预计满产后母猪存栏规模可达 3.6 万头，可支撑生猪年出栏 97.20 万头，据 2025 年 2 月公告披露，德昌巨星生猪繁育一体化项目在 2024Q4 已完成计划母猪的配种工作并达到满产状态，预计 2025 年上半年出栏提供商品猪产品，有望进一步夯实公司养殖实力。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

投资建议：维持“优于大市”评级，考虑到当前行业生猪产能处于恢复阶段，出于保守谨慎原则，我们预估 25-27 年行业生猪销价将保持下行趋势，因此下调公司 25-26 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 4.89/2.76/1.83 亿元，EPS 分别为 0.96/0.54/0.36 元，对应当前股价 PE 为 22.1/39.2/59.2 X。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 天康生物(002100.SZ) 财报点评:净利同比扭亏为盈，生猪养殖出栏预计稳步增长

2024 年净利同比扭亏，受益猪价景气回暖。公司 2024 年营收同比-9.72%至 171.76 亿元，归母净利润同比扭亏至 6.05 亿元；2025Q1 营收同比+10.68%至 41.8 亿元，归母净利润同比+174.02%至 1.48 亿元。公司 2024 年营收下降主要系植物蛋白业务和玉米收储业务因大宗原料价格总体上呈现价格下行的趋势，公司考虑控制经营风险，减少了原料采购量及相应产品销售，因此这两块业务收入下降。养殖链业务方面，受益猪价上行，公司生猪、饲料等养殖链业务盈利能力提升，2024 年生猪养殖和食品加工全年实现收入 61.57 亿元，同比增长 11.1%；2024 年出栏生猪 302.85 万头，同比增长 7.6%。公司养殖成本稳步改善，据公告披露，2025 年生猪完全成本目标 13 元/kg 以内。

生猪出栏计划稳步增长，成本有望进一步下降。产能方面，2024 年公司的能繁母猪存栏稳定在 14 万头左右，今年年底预计会增加到 15 万头，2024 年全年平均 psy 达 27.3，未来仍有提升空间。据公司公告，公司目标 2025 年实现生猪出栏 350 万-400 万头，有望维持稳定增长，一方面，公司在兵团二师 37 团建设的 30 万头生猪养殖项目预计下半年建成投产，同时，公司将通过现货+期货相结合的模式适当加大生猪放养量。公司是背靠新疆兵团的老牌生猪养殖企业，产能稳步投放，目前新疆和河南产能已基本满产，今后将进一步提高肥猪配套产能；预计随产能利用率提升，成本仍有进一步下降空间。

饲料、动保等养殖后周期业务经营稳健，相对行业优势领先。公司在全国拥有饲料生产企业三十余家，是全国饲料工业 20 强企业；公司是农业部在新疆唯一的兽用生物制品定点生产企业，是全国十家口蹄疫疫苗及十二家禽流感疫苗定点生产企业之一，是农业部指定的猪瘟疫苗、猪蓝耳病疫苗、小反刍兽疫疫苗的定点生产企业，目前公司已进入全国兽用生物制品企业 10 强。公司 2025 年目标实现饲料产销量 290 万吨，动物疫苗 24 亿毫升(头份)，养殖链业务有望实现全面稳健发展。

风险提示：疫病风险、原料价格大幅波动风险、产能扩张不及预期风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。公司背靠新疆兵团，现已完成“聚落式”全产业链布局。考虑到当前生猪行业总体产能恢复，生猪价格进入下行阶段，因此出于谨慎原则，我们下调此前对于公司 2025-2026 年的盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 7.50/6.23/5.74 亿元（原预计 2025-2026 年归母净利润分别为 10.06/7.79 亿元），EPS 分别为 0.55/0.46/0.42 元，对应当前股价 PE 为 12/14/15X。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 华统股份(002840.SZ) 财报点评:生猪成本明显改善，定增落地有望助力资本结构改善

养殖成本保持下行，出栏保持稳步扩张。2024 年营收同比+5.98%至 90.92 亿元，归母净利润同比扭亏至 0.73 亿元；2025Q1 营收同比+4.15%至 20.79 亿元，归母净利润同比扭亏至 0.34 亿元。公司生猪出栏量稳步增长，2024 年实现生猪出栏 255.82 万头，同比增长 11.10%，受益生猪景气恢复及养殖成本管控，公司生猪业务盈利扭亏，同时公司稳步拓展公司加农户的轻资产扩张模式，实现成本控制和出栏增长的双重目标。

公司 2025Q1 合计销售生猪 61.6 万头，其中仔猪 3.3 万头。2025Q1 华统股份商品猪销售均价约 15.2 元/公斤，我们测算公司 2025Q1 商品猪单头盈利接近 100-110 元，预计下半年种猪效率提升和饲料成本改善带来的成本端下降效果将更加明显。

资金储备较为充裕，定增落地有望改善资本结构。公司资金储备充足，截至 2025Q1 末，拥有货币资金 6.98 亿元，较 2024 年末增加 4.8%。同时公司于 2025 年 4 月 24 日公告《浙江华统肉制品股份有限公司向特定对象发行股票发行情况报告书》，截至 2025 年 4 月 17 日止，华统股份本次向特定对象发行 A 股股票实际已发行人民币普通股 1.72 亿股，募集资金净额约 15.82 亿元。未来公司拟将募集资金中的 10.56 亿元、0.64 亿元、4.8 亿元分别投资于生猪养殖建设项目、饲料加工建设项目、偿还银行贷款项目。截至 2025Q1 末，公司资产负债率为 72.3%，定增落地有望助力公司资本结构显著改善。

华统拥有三大核心优势，有望铸就单位超额收益+出栏增速快的周期成长股。具体来看：1) 区域优势造就单位超额收入。浙江养殖资产具备稀缺性，一是浙江属生猪销区，商品猪均价在周期景气期通常高于全国接近 1-2 元/公斤；二是浙江几乎没有农民养户，是天然养殖无疫区，对非瘟和其他疾病防控有天然优势。2) 后发优势带来养殖的超额收益。华统是非瘟后崛起的养殖黑马，周期底部逆势扩张使公司受益于行业性大幅扩张带来的人才积聚与技术红利。3) 资金优势奠定出栏的成长性。公司有可转债、定增、政府补贴等多元化资金来源；屠宰现金流亦表现稳定，有望为扩张提供资金保障。

风险提示：生猪及原料价格波动风险、不可控动物疫病大规模爆发的风险。

投资建议：公司位于浙江的养猪产能具备稀缺性，属于农业养殖的核心资产，维持“优于大市”。考虑到当前生猪行业总体产能恢复，生猪价格进入下行阶段，因此出于谨慎原则，我们下调此前对于公司 2025-2026 年的盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利分别为 1.12/0.99/0.73 亿元，对应 PE 分别为 78/88/120 X。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 温氏股份(300498.SZ) 财报点评:生猪与黄鸡养殖成绩改善，资产负债表稳步修复

公司 2024 年归母净利同比扭亏为盈，生猪与肉鸡养殖成本稳步改善。公司 2024 年营收同比+16.68%至 1049.24 亿元，归母净利同比扭亏至 92.3 亿元；2025Q1 营收同比+11.37%至 243.31 亿元，归母净利同比扭亏至 20.01 亿元。公司盈利扭亏主要得益于肉猪业务价格景气回暖及畜禽生产成绩改善。单 2025Q1 看，预估公司肉猪养殖综合成本约 12.6-12.8 元/公斤，季度环比下降接近 0.8 元/公斤；毛鸡季度出栏完全成本降至 11.2 元/公斤左右。此外公司生猪产能主要位于销区，肉猪售价一般比同行较高约 0.5 元/公斤，因此公司单头盈利水平较行业优势明显。

畜禽养殖生产成绩改善，资产负债结构持续优化。公司养殖成绩稳步改善，据公司 2024 年报披露，种猪 PSY 达到 23.7 头，恢复到 2018 年水平，肉猪上市率稳定提升至 92.3%，养猪业大生产总体稳定。养鸡业种源竞争优势持续凸显，生产成绩持续保持高水平，肉鸡上市率达 95%，竞争力保持稳固。此外，公司资金情况良好，截至 2025Q1 末，公司资产负债率达 51.45%，较 2024 年末继续下降 1.69pct，拥有货币资金 57.81 亿元，环比 2024 年末增长 29.62%，2024Q1-Q3 经营性现金流净额 127.90 亿元，实现正向现金流入。

产能计划稳步扩张，2024 年现金分红和股份回购合计占归母净利 32%。公司制定了稳健的产能扩张计划，2025 年固定资产投资规划约 50 亿元，主要投向生猪养殖小区、种鸡场、屠宰场和蛋鸡场等建设及设备设施升级改造等。2024 年公司肉猪销量 3,018.27 万头，同比增长 14.93%；肉鸡销量 12.08 亿只，同比增长 2.09%，公司目标 2025 年肉猪销售量 3300-3500 万头，同比增长 9.3%-16.0%；肉鸡销售量同比增长 5%或以上。此外，公司提出 2024 年度利润分配预案，拟现金分红 13.2 亿元，本次实施后，公司 2024 年现金分红和股份回购（6.6 亿元）总额合计达 29.7 亿元，占 2024 年归母净利 32%。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨增加饲料成本。

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑到当前行业生猪产能处于恢复阶段，出于保守谨慎原则，我们预估 25-27 年行业生猪销价将保持下行趋势，因此下调公司 25-26 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润为 96.5/72.5/54.0 亿元（此前预计 25-26 年归母净利润分别为 113.95/99.86 亿元），对应当前

股价 PE 为 12/16/21X。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 蔚蓝生物(603739.SH) 财报点评:研发驱动酶制剂产品毛利持续提升,有望受益饲料原料替代需求增长

公司 2024 年及 2025Q1 收入稳步增长,酶制剂、微生态等业务板块系统化产能布局基本完成。公司 2024 年营收同比+10.16%至 13.21 亿元,归母净利同比-22.39%至 0.63 亿元;2025Q1 营收同比+8.16%至 3.1 亿元,归母净利同比-24.73%至 0.1 亿元。由于动保产业园转固后,折旧费用增加,公司 2024 年业绩有所承压。2024 年公司持续提升核心客户的服务水平与效率,积极拓展食品益生菌、植物提取等食品产业新赛道;各大业务板块系统化的产能布局也基本搭建完成。蔚蓝生物技术中心、植物用微生态制剂项目、动保产业园均已投入生产运营;潍坊康地恩精制酶系列产品生产线建设项目正顺利推进,预计 2025 年 8 月投产。至此,公司各大业务板块的系统化产能布局基本完成。我们预计公司产品、产能、市场占有率、渠道等方面实力或将在新建产能投产运营后得到进一步提升,看好公司未来发展。

研发驱动酶制剂产品毛利持续提升,形成“产业+服务”的综合赋能平台。公司酶制剂业务表现亮眼,受益酶制剂技术持续升级,2024 年酶制剂收入同比+14%至 5.05 亿元,毛利率同比+2.89pct 至 63.69%。公司坚持技术创新战略,致力于打造以技术创新和全球化驱动的工业生物平台公司,2024 年研发投入 1.18 亿元,占营业收入 8.95%,同比+6.81%,在行业中处于较高水平,2024 年,新增国内授权发明专利 36 件,美国专利 1 项。同时,公司的 VLAND-PCP 定制酶方案(基于饲料酶应用大数据系统的精准定制)平台,已积累上百种饲料原料用酶数据库,并且持续更新,可以有效解决不同原料的消化吸收和加工的问题,提高饲料转换效率,为用户降本增效提供系统解决方案。

饲料替抗+原料替代+养殖规模化,公司主业有望受益市场扩容。我们认为,自上而下来看,饲料替抗政策落地后,替抗产品需求正在增加,目前主流替抗方案以酶制剂、微生态制剂和药用植物提取物的组合应用为主,同时新型替代大豆蛋白的开发或将进一步推动酶制剂发展,未来公司有望受益市场扩容。自下而上来看,公司依靠持续的研发投入和核心技术突破已在酶制剂和微生态领域确立了领先地位,且现有销售模式以直销为主,依靠技术和产品优势有望在养殖规模化进程中分享规模成长红利。

风险提示:爆发大规模不可控畜禽疫病风险,原材料价格波动风险。

投资建议:公司是酶制剂龙头,成长边际有望逐步打开。我们维持盈利预测,预计公司 2025-2027 年归母净利 0.91/0.97/1.01 亿元,对应 EPS 为 0.36/0.38/0.40 元,PE 分别为 35/33/31 倍,维持“优于大市”评级。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 微软(MICROSOFT) (MSFT.O) 海外公司财报点评:营收利润超指引,云重新加速,预期 26 财年资本开支继续增长

业绩总览:微软 FY25Q3 整体财务表现超预期强劲。①整体:本季度公司实现营收 701 亿美元(同比+13%),营业利润+16%至 320 亿美元,净利润同比+18%至 258 亿美元。②分业务:生产力与业务流程收入 299 亿美元(同比+10%),智能云收入 268 亿美元(同比+21%),其他个人计算收入 134 亿美元(同比+6%)。③订单指标:季度商业预订量(新订单)同比上升 18%,得益于 OpenAI 对 Azure 带动,商业剩余履约义务(在手订单余额) 3150 亿美元(同比+34%)。

业务重点:①云与 Azure 加速增长,非 AI 业务表现出色,预计 6 月后面临算力限制:AI 占比 Azure 云业务 16 个点(上季度为 13 个点),本季度 Azure 同比+33%、增速环比+2pct,其中非 AI 业务表现出色。预计 FY25Q4 智能云收入同比+21-22%,环比持续加速,其中 Azure 指引+34%-35%cc,预计 6 月后有算力容量限制。②生产力业务增长超指引,E5 和 M365 Copilot 驱动增长:本季度生产力业务同比+10%,ARPU 因 E5 和 M365 Copilot 持续增长,M365 Copilot 用户数同比增加 3 倍。下季度指引生产力业务+12-13%、环比加速。③资本开支增速放缓、提升各环节效率,指引 26 财年继续增长:本季度资本支出 214 亿美元,同比+53%、环比略有下滑。本季度在四大洲 10 个国家开设新数据中心,缩短新 GPU 交付时间近 20%。

预计第四财季资本支出环比增加。指引 26 财年资本支出预计增长，但增速低于 25 财年，会根据具体地区的电力和空间资源，合理规划建设和租赁节奏。

业绩展望：预计整体保持稳健增长。①收入方面，预计下季度智能云收入 287.5-290.5 亿美元（同比+21%-22%，其中 Azure+35%cc），生产力和商业业务 320.5-323.5 亿美元（同比+12%-13%，其中 M365 商业云+15%cc），个人计算收入指引 124-129 亿美元。计算公司下季度总收入同比+13-15%。②成本方面，下季度经营费用预计 236-238 亿美元，营业成本 180-181 亿美元。

投资建议：考虑近期宏观经济的不确定性，小幅调整 2025-2027 财年收入预测至 2789/3185/3616 亿美元（前值 2802/3206/3650 亿美元），调整幅度 0%/-1%/-1%。本季度利润超预期但长期 AI 投资折摊压力大，调整净利润预测至 1009/1140/1325 亿美元（前值 1002/1148/1338 亿美元），调整幅度 0%/0%/-1%，给予目标价 480-500 美元，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观压力与 IT 支出放缓；云与 AI 竞争加剧；产品落地低于预期

证券分析师： 张伦可 (S0980521120004)

联系人： 刘子谭

◆ 脸书(META PLATFORMS) (META.O) 海外公司财报点评:广告提效与新产品进展顺利,上调全年资本开支预算

财务表现：主营广告业务营收利润增速强劲。①整体：一季度营收 423 亿美元，同比+16%，超过指引 14%。其中广告收入 414 亿美元（同比+16%）。营业利润 176 亿美元，营业利润率 41%（同比+3ppts），净利润为 166 亿美元（同比+35%），净利率 39%。②分业务：1) Family of Apps：本季度收入 419 亿美元，同比+16%，运营利润为 218 亿美元；2) Reality Labs：收入为 4.1 亿美元，同比-6%，运营利润为-42.1 亿美元（同比扩大 9%）。

业务亮点：①广告营收超指引，新产品月活增长快速、为后续变现提供土壤：本季度广告收入同比+16%、超过指引上限，在线商务贡献最大。Family of Apps 生态月活 DAP 34.3 亿，同比+6%，其中 Threads 月活超 3.5 亿，Meta 将在 Threads 引入广告，虽然 25 年预计不会贡献较多营收。②本季度资本开支，上调 25 年资本开支预算：一季度资本支出 137 亿美元，同比+104%。全年资本支出指引上调至 640-720 亿美元（前值 600-650 亿），同比+63%-84%。主要为额外数据中心投资以及硬件成本上升，大量资本支出仍将用于核心（广告）业务、提升广告推荐系统，同时保证 AI 技术和服务的领先优势。③AI 驱动广告效率持续提升，AI 工具赋能广告主：本季度 Ad impressions 同比+5%，增速略有放缓。广告平均价格（Average Price Per Ad）同比+10%，主要受益于广告商需求与广告效果的提升。一季度推出生成式广告推荐模型 GEM，在 Facebook Reels 上测试、可提升 5%广告转化率。

业绩指引：公司指引预计 25Q3 营收 425-455 亿美元（9%-16%），指引已经考虑关税影响、电商领域供应以及亚洲广告主支出减少问题。下调 2025 年总费用 1130-1180 亿美元（前值 1140-1190 亿），主要优化运营与员工薪酬。欧盟判定 Meta 无广告订阅模式违反相关规定，META 将上诉，最早在 25Q3 可能影响欧洲业务和收入。

投资建议：考虑到近期关税政策与欧洲监管对广告业务的影响，小幅调整 2025-2027 年公司收入 1880/2127/2404 亿美元（前值 1906/2165/2450 亿美元），调整幅度-1%/-2%/-2%。参考全年成本的指引，考虑资本开支增加，调整 2025-2026 净利润为 653/735/851 亿美元（前值 679/779/902 亿美元），调整幅度-4%/-5%/-5%。维持“优于大市”评级。

风险提示：社交媒体与广告端竞争加剧；宏观经济压力；AI 发展低于预期；

证券分析师： 张伦可 (S0980521120004)

联系人： 刘子谭

◆ 亚马逊(AMAZON) (AMZN.O) 海外公司财报点评:业绩符合预期, AWS 利润率续创新高

整体表现：业绩符合预期，Q2 指引稳健。25Q1 营业收入 1557 亿美元，同比+9%，处公司指引上沿，经营利润 184 亿美元，同比+20%，略超指引上限的 180 亿。费用端整体基本持平。净利润 171 亿美元，同

比+64%，主要是投资 Anthropic 带来的其他收入增加。25Q2 指引方面，预计实现收入 1590 -1640 亿美元（同比+7%-11%），经营利润 130-175 亿美元（24 年同期为 147 亿美元），计算营业利润率约为 8%-11%。

零售：整体表现稳健，关税冲击尚未带来需求减弱。25Q1 亚马逊零售业务整体收入 1264 亿美元，同比+7%，整体表现稳健，公司继续完善商品丰富度、保持低价、降低物流成本。广告业务继续维持亮眼增速，25Q1 同比+18%，包括电商广告的产品持续优化以及流媒体广告的贡献。公司业绩会表示关税影响仍存在较多不确定性，但目前尚未看到需求的减弱，囤货行为导致了部分品类的销量增加，包括亚马逊自身也进行了提前采购。利润端，零售业务 25Q1 OPM 达到 5.4%，同比+0.4pcts，主要得益于入仓网络优化带来的毛利率提升，以及广告收入占比增加对利润率的提振。

云&AI：利润率表现创新高，资本开支维持高增长。25Q1 AWS 业务收入 293 亿美元（同比+17%），积压订单金额为 1890 亿美元，同比+20%，目前 AI 的年化收入达到数十亿美元，并且保持三位数增长，目前供不应求的问题仍未得到缓解，下半年将迎来恢复。AI 应用端，亚马逊在 3 月推出 Alexa+，目前用户数超过 10 万，将于今年晚些时候扩展到其他国家。利润端，25Q1 AWS OPM 创新高达到 39.5%，同比+2pcts，主要由于经营效率的提升，包括优化服务器容量、使用低成本的定制网络设备、提高数据中心能源利用率等，CAPEX 的大幅增加对利润端的影响尚未显现。

投资建议：我们认为，亚马逊零售业务在提升品类丰富度、优化履约成本以及广告的强劲增长等方面势头良好，关税影响暂时可控，但仍存不确定性。AWS 业务则伴随下半年供应恢复，有望实现环比提速。我们基本维持公司经营层面盈利预测不变，预计 25-27 年收入 6991/7746/8514 亿美元，基本维持不变，调整 25-27 年净利润预测至 716/842/1001 亿美元，上调幅度为+6%/+1%/+0%，主要是考虑到 25 年 Anthropic 投资对利润的一次性贡献。维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观波动风险；关税风险；IT 支出放缓；云与 AI 竞争加剧；电商竞争加剧；监管风险；订阅业务发展低于预期。

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

◆ 鸿路钢构(002541.SZ) 财报点评：一季度产销回暖，期待智能化转型落地起效

25Q1 量增价减，扣非利润大幅增长。公司一季度实现营业收入 48.2 亿元，同比+8.8%，实现归母净利润 1.37 亿元，同比-32.8%。公司一季度新签订单 70.5 亿元，同比+1.3%，钢结构产量 104.9 万吨，同比+14.3%，展现良好的复苏态势；受钢价持续下探影响，公司一季度毛利率 10.0%，较上年同期下降 0.6pct，毛利较上年同期增长 1.0%。一季度业绩下滑主要受政府补助确认同比减少影响，包含政府补助的“其他收入”确认 0.6 亿元，较上年同期减少 0.9 亿元，公司一季度扣非归母净利润 1.15 亿元，同比+31.3%。

2024 年全年业绩承压。2024 年全年公司实现营业收入 215.1 亿元，同比-8.6%，实现归母净利润 7.72 亿元，同比-34.5%。收入利润下降的主要原因有三：1）下游需求疲软，钢结构产品价格持续下行；2）产量增速放缓，员工规模增长导致人效下降；3）应收账款规模增加导致减值增加。

2024 年产销增速放缓，钢价持续下行挤压利润。2024 年公司新签订单 283 亿元，同比-4.8%，钢结构产品产量 451.1 万吨，同比+0.5%，销量 433.4 万吨，同比+1.8%，公司产能已提升至 520 万吨，但由于下游需求不足，产销量增速明显放缓。从单吨指标看，2024 年型钢均价 3814 元/吨，较上年下降 298 元/吨，公司钢结构单吨成本 4277 元/吨，较上年下降 384 元/吨，公司钢结构单吨收入 4964 元/吨，较上年下降 566 元/吨，单吨毛利下降 103 元/吨。由于年内钢价持续下行，公司在手存货平均价格持续高于市场价，导致盈利能力下降，2024 年毛利率 10.33%，较上年下降 0.8pct。

经营性现金流减少，资本开支下降。2024 年公司经营活动产生的现金流净额为 5.7 亿元，同比-47.8%，收现比/付现比分别为 97.1%/88.9%，同比-2.8%/+1.0%，受公司下游客户财务压力增大影响，公司回款速度有所放缓，经营性现金净流入减少。2024 年公司资本开支 13.3 亿元，同比-20.8%，连续两年下降，预计未来新增产能投资将持续减少。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。公司收入和利润受于下游制造业建设需求和钢价影响较大，尽管短期来看这两大因素仍面临较大的压力，但公司钢结构龙头优势稳固，规模优势明显，持续加大智能化投入，通过智能焊接成功实现降本，市场份额的提升空间仍然广阔。2025 年第一季度，公司生产经营显现回暖迹象，预期公司业绩将实现筑底回升，预测 2025-2027 年归母净利润 9.3/10.2/11.4

亿元，对应 PE 为 14.1/12.9/11.5X。

风险提示：原材料钢材价格波动风险、用工风险、技术开发不及预期风险、融资成本上行风险等。

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

◆ 重庆百货(600729.SH) 财报点评：零售主业持续调改升级，盈利能力不断提升

受宏观环境影响 2024 年营收下滑，剔除马消影响后零售主业利润保持稳定。公司 2024 年实现营收 171.39 亿/yoy-9.75%；归母净利润 13.15 亿/yoy+0.46%。同时每 10 股派发现金红利 13.6216 元（含税）。公司 2024 年对联营及合营企业投资收益 7.08 亿/yoy+15.10%，基本全部来自于马消投资收益。扣除马上消费金融后零售主业利润基本持平。

分行业看，百货业态实现收入 17.70 亿/yoy-12.16%，毛利率减少 2.10pct 至 63.89%，主要系行业竞争加剧影响。超市业态实现收入 61.64 亿/yoy-0.31%，门店调改推进降本增效，营收维稳。电器业态受益于国补政策实现收入 33.03 亿/yoy+12.85%，促销导致毛利率减少 0.89pct 至 18.88%。汽贸业态实现收入 42.88 亿/yoy-29.51%，主要受燃油车价格战及新能源汽车品牌太少冲击，但通过“有利润的营收”策略，毛利率逆势提升 0.62pct 至 6.87%。分地区看，重庆地区 2024 年实现营收 154.69 亿/yoy-10.22%，毛利率提升 0.51pct 至 19.83%，整体受消费疲软拖累。四川地区实现营收 2.50 亿/yoy-14.13%。湖北地区实现营收 0.03 亿/yoy-92.23%，毛利率降低 15.02pct 至 3.68%，业务收缩明显，战略重心回归川渝。

2025 年一季度受公允价值变动及投资收益影响利润保持增长。2025Q1 实现营收 42.76 亿/yoy-11.85%；归母净利润 4.75 亿/yoy+9.23%；登康口腔公允价值变动带动利润提升，公允价值变动实现 3061 万，去年同期亏损 2086 万。同时公司对联营及合营企业投资收益 1.81 亿/yoy+9.4%。

盈利能力持续优化。盈利能力方面，2024 年公司毛利率/净利率分别同比+0.83/+0.78pct；2025Q1 毛利率/净利率分别同比+1.44/+2.20pct，主要系调改后产品结构优化推动下，盈利能力持续提升。费用率方面，2024 年销售/管理/研发费用率分别同比+1.09/-0.73/-0.06pct；2025Q1 公司销售/管理/研发费用率分别同比+0.98/+0.50/-0.10pct，销售费用率受加大营销而有所提升。整体营运能力与现金流情况维持基本稳定。

风险提示：宏观环境风险，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司在 2024 年面临行业竞争加剧及消费疲软压力下，通过业态调改融合及降本增效实现经营韧性。并通过多业态协同发展持续巩固区域零售龙头地位。考虑到公司正在积极调改零售主业，业绩有望进一步回暖，同时马上消费金融有望持续贡献稳定收益，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润至 13.84/14.34（原值为 13.23/13.98）亿，并新增 2027 年为 14.70 亿，对应 PE 为 10/10/10 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：张峻豪（S0980517070001）、孙乔容若（S0980523090004）、柳旭（S0980522120001）

◆ 科思股份(300856.SZ) 财报点评：产品量价下滑致业绩承压，关注后续新产线表现

产品量价下滑致业绩承压。公司 2024 年实现营收 22.76 亿/yoy-5.16%；归母净利润 5.62 亿/yoy-23.33%；2025Q1 实现营收 3.97 亿/yoy-44.29%；归母净利润 0.48 亿/yoy-78.15%。防晒原料处于下行周期，价格持续下降，同时防晒剂市场需求增长放缓，下游客户去库存，导致公司出货量减少。量价齐跌双重压力下，营收与利润显著承压。同时公司 2024 年每 10 股派发现金红利 3 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股。

分品类看，化学品活性成分及其原料 2024 年实现营收 19.04 亿/yoy-8.05%；合成香料实现营收 3.52 亿/yoy+14.16%。从毛利率看，化学品活性成分及其原料/合成香料分别为 49.22%/20.80%，同比-3.84pct/-2.80pct。两大品类都受到行业竞争加剧的影响而均价下降。分渠道看，公司以境外销售为主，受国际形势影响收入占比收缩 2.97pct 至 86.97%，2024 年实现营收 19.79 亿/yoy-8.30%。境内销售 2024 年实现营收 2.97 亿/yoy+22.87%。

产品价格下调加速盈利能力降低。盈利能力方面，2024 年公司毛利率/净利率分别同比-4.43/-5.91pct。2025Q1 毛利率/净利率分别同比-13.78/-18.79pct。防晒剂产品价格下调导致毛利率加速下滑。费用率

方面，2024 年销售/管理/研发费用率同比分别 +0.10/+1.89/+0.38pct。2025Q1 分别同比 +0.51/+6.42/+1.05pct。管理费用率主要由于新产能投产而同比上升，同时受收入下滑影响，三大费用率均有所提升。营运能力方面，公司 2024 年/2025Q1 存货周转天数分别同比增加 21 天/113 天；主要系防晒产品需求减弱以及客户去库存导致库存积压。现金流方面，公司 2024 年经营性现金流净额为 8.23 亿/yoy+3.08%，2025Q1 经营性现金流净额为-0.12 亿/yoy-107.36%，主要系收入下滑的影响。

风险提示：宏观环境风险，研发及新产品开发风险，行业竞争加剧。

投资建议：去年年中开始由于行业竞争加剧以及下游去库存影响，产品价格和出货量均有所压力，导致收入和利润端双承压。由于该行业性压力犹存，短期公司业绩预计仍持续承压，但中长期来看，公司在防晒剂市场仍拥有较高市场份额，龙头仍未动摇，未来随着其他个护原料的投产放量，以及明年马来西亚工厂完工投产，市场份额有望进一步提升。考虑到后续产品仍有一定价格压力，以及下游客户库存消化仍进展较慢，我们下调公司 2025-2026 并新增 2027 年归母净利润至 4.65/5.32/5.89（原值为 7.30/8.73）亿，对应 PE 为 15/13/12x，维持“优于大市”评级。

证券分析师：张峻豪（S0980517070001）、孙乔容若（S0980523090004）、柳旭（S0980522120001）

◆ 周大生(002867.SZ) 财报点评:金价高位短期业绩仍有承压，持续强化分红彰显经营信心

行业需求走弱下整体业绩承压，持续强化分红。公司 2024 年营收 138.91 亿元，同比-14.73%，归母净利润 10.1 亿元，同比-23.25%，扣非归母净利润 9.88 亿元，同比-22.11%。单季度看，2025 年一季度营收 26.73 亿元，同比-47.28%，归母净利润 2.52 亿元，同比-26.12%，扣非归母净利润 2.42 亿元，同比 27.97%。在金价高位抑制终端需求等因素下，公司整体业绩依旧承压。同时公司继续强化分红，24 年合计派发现金股利 7.06 亿元，分红率 69.85%。

门店强化自营建设提振品牌力，产品进一步注重工艺及设计。公司 2024 年累计净减少门店 98 家，2025 年一季度净减少 177 家，期末门店总数 4831 家。不过其中自营门店 2025 年一季度末 396 家，净增加 43 家，更加注重门店运营和品牌管理。分业务看，自营线下业务优于整体表现，2024 年收入增长 7.8%至 17.44 亿元，2025 年一季度收入下降 16.29%至 5.27 亿元。产品方面，公司进一步探索国家宝藏系列产品的发展，以及国际艺术 IP 合作等。

毛利率提升，整体费用率增加。公司 2024 年毛利率同比+2.66pct 至 20.8%，2025 年一季度毛利率 26.21%，同比+10.64pct，受益于高毛利镶嵌占比提升及金价上涨等。2025 年一季度销售费用率 9.46%，同比+4.52pct，系镶嵌产品销售费用较高等因素影响。管理费用率同比略提升 0.55pct 至 1.03%。现金流方面，公司 2025 年一季度实现经营性现金流净额 3.74 亿元，同比-6.87%，营业收入回款同比下降所致。

风险提示：产品设计不及预期；终端动销不及预期；竞争环境恶化。

投资建议：行业层面来看，在金价高位下传统黄金产品的终端需求被有所抑制，但时尚度较高的一口价产品受益于年轻消费者的悦己个性化需求仍有优异变现。公司在产品端，针对性加大中西方文化以及中国非遗技艺的黄金产品研发力度，并且通过推出“国家宝藏”系列产品，打造差异化产品力；渠道方面从产品结构及门店服务等方面入手提升单店经营效率，推动中长期健康发展。考虑当前金价相对高位对需求抑制，以及公司产品转型加大投入布局，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润至 11.25/12.8 亿元（前值分别为 13.25/14.35 亿元），新增 2027 年预测 13.95 亿元，对应 PE 为 12.7/11.2/10.2 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

◆ 北方稀土(600111.SH) 财报点评:25Q1 冶炼分离产量同增 13%，量价齐升带来业绩高增

公司 2025 年一季度业绩实现同比高增。公司 2024 年实现营收 329.66 亿元，同比-1.58%；实现归母净利润 10.04 亿元，同比-57.64%。2024Q4，公司实现营收 114.07 亿元，同比+33.04%，环比+33.10%；实现归母净利润 5.99 亿元，同比-39.52%，环比+66.41%。2024 年公司业绩同比下滑主要由于稀土价格下行，2024 年氧化镨钕均价为 39.19 万元/吨，同比-26%。分红方面，公司 2024 年向全体股东每股派发现

金红利 0.035 元，现金分红总额 1.27 亿元，分红比例 12.60%。2025Q1，公司实现营收 92.87 亿元，同比+61.19%，环比-18.58%；实现归母净利润 4.31 亿元，同比+727.30%，环比-28.10%。

调整产品结构，磁材产量同比高增。包钢集团拥有的白云鄂博矿是中国稀土储量最大、类型特殊的特大型稀土、铁、铈、钍等多金属复杂共生矿，储量超过全国 80%，资源供应稳定。2024 年公司获得开采总量控制指标 18.87 万吨，同比+5.6%；总指标占比为 69.9%，较 2023 年基本未发生变化。产量方面，2024 年公司冶炼分离产品（稀土氧化物+稀土盐类+稀土金属）产量合计 17.77 万吨，同比+1.63%；磁材板块推进设备改造升级，实现产量 5.88 万吨，同比+17.72%。2025Q1 公司冶炼分离产品产量合计 5.52 万吨，同比+12.80%；磁材产量 1.64 万吨，同比+40.88%。

2024 年三季度以来，公司成本优势加强。从产业链结构上看，北方稀土不进行采选工作，原料稀土精矿从包钢股份采购。从 2022Q4 起，公司改为每季度与包钢股份签订《稀土精矿供应合同》，根据稀土市场产品价格变化情况，按照计算公式，经协商，约定稀土精矿价格和交易总量。2024Q1 稀土精矿交易价格为不含税 2.07 万元/吨，而此期间市场价格大幅回落，因调价周期存在，导致公司原料成本压力较大。24Q3，公司采购价较市场均价低 17.21%；25Q2，公司采购价调整为不含税 1.88 万元/吨，较目前市场均价 2.20 万元/吨低 14.45%，成本优势保持。

风险提示：磁材需求增长不及预期；稀土价格大幅波动；精矿价格大幅上涨；公司开采配额增速不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。公司是稀土行业龙头企业，配额持续增长，原料获取具备优势。我们预计公司 2025-2027 年营业收入 322.92/359.72/399.96 亿元，同比增速 -2.0%/+11.4%/+11.2%；归母净利润 19.90/30.79/39.22 亿元，同比增速 98.1%/54.8%/27.4%；摊薄 EPS 为 0.55/0.85/1.08 元，当前股价对应 PE 为 42.3/27.3/21.5x，考虑公司在行业内的优势，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、马可远（S0980524070004）

◆ 盛达资源(000603.SZ) 财报点评:25Q1 归母净利润同比扭亏，鸿林矿业投产在即

公司 2024 年归母净利润同比增长 164%。公司 2024 年实现营收 20.13 亿元，同比-10.66%；实现归母净利润 3.90 亿元，同比+163.56%。2024 年公司业绩同比高增主要由于：1) 商品价格抬升，2024 年白银现货均价为 7,197 元/kg，同比+29.56%；2) 金山矿业技改完成，生产经营恢复正常。分红方面，公司 2024 年向全体股东每 10 股派发现金红利 1.0 元，现金分红总额 0.69 亿元，分红比例 17.69%。2025Q1，公司实现营收 3.53 亿元，同比+33.92%，环比-42.79%；实现归母净利润 0.08 亿元，同比扭亏，环比-95.66%。

公司盈利情况存在季节性。2024 年，公司毛利率为 48.49%，同比+16.53pct；净利率 23.57%，同比+14.53pct。2025 年一季度，公司毛利率 28.91%，同比+13.06pct，环比-30.96pct；净利率 3.15%，同比+10.74pct，环比-31.83pct。一季度业绩环比下滑幅度较大，主要由于公司大部分核心矿产资源位于内蒙，一季度气候寒冷，不适宜进行采矿活动，往年一季度公司业绩均低于全年均值。

金山矿业技改完成，2025 年产量将不再受此影响。2024 年公司银金属产量 138.59 吨，同比-4.48%；铅金属产量 1.34 万吨，同比-0.42%；锌金属产量 2.44 万吨，同比-1.84%；金金属产量 125.25 千克，同比-15.38%。2024 年产量下降主要由于金山矿业自 2023 年 10 月开始对采矿工程和选厂进行技改，生产经营受到一定影响，此次技改于 2024 年 9 月完成。此外，公司在 2024 年 12 月收购了对金山矿业剩余 33%股权，金山矿业成为全资子公司。

公司具备明显的资源优势，菜园子投产后黄金产量有望大幅提升。公司目前拥有 7 家矿业子公司，经评审备案的累计查明银金属量约 1.2 万吨、金金属量约 34 吨，资源优势明显。待产矿山中，东晟矿业证载生产规模 25 万吨/年，正在进行矿山建设工作；鸿林矿业证载生产规模 39.6 万吨/年，预计 2025Q3 投产。鸿林矿业下属菜园子铜金矿黄金平均品位 2.8 克/吨，达产后可年产黄金 1.1 吨左右，为公司带来增量空间。

风险提示：项目进度不及预期，金属价格大幅波动的风险。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。随着公司各项产能逐步投产，业绩有望得到释放。预计公司 2025-2027 年营收为 32.41/39.52/46.38 亿元，同比增速 61.00%/21.94%/17.34%；归母净利润 6.21/8.48/11.00 亿元，同比增速 59.30%/36.50%/29.69%；摊薄 EPS 分别为 0.90/1.23/1.59 元，当前股价对应 PE 分别为 14.9/11.0/8.4x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、马可远（S0980524070004）

◆ 亚信安全(688225.SH) 财报点评:盈利能力回升明显，携手亚信科技持续开拓 AI 领域

安全业务稳步增长，亚信科技并表增厚业绩。由于公司 2024 年度合并了亚信科技 2024 年 11 月 9 日至 2024 年 12 月 31 日期间的财务数据，公司全年收入 35.95 亿元，归母净利润 959.06 万元，扣非归母净利润-1625.66 万元。不考虑并表，亚信安全 24 年收入 17.10 亿元（+6.37%），归母净利润-0.91 亿元；扣非归母净利润-1.16 亿元，亏损均大幅收窄。

毛利率大幅提升，盈利能力逐步恢复。公司安全业务毛利率为 61.35%，提升 13.53 个百分点，主要系自研标准化产品收入占比提升、优化供应链管理降低外采材料成本所致。同时，公司提效降本成效明显，销售、研发、管理三项费用合计同比增长仅 2.1%。剔除公司因控股收购亚信科技确认的中介机构费用、财务费用以及股份支付费用的影响，公司网络安全业务实现归属于上市公司股东的净利润为-2,196.86 万元。公司现金流也大幅好转，经营活动现金流净额也由去年-3.79 亿回到+0.46 亿。

标品战略持续进步，安全服务大幅增长。公司标准化产品收入同比增长 7.4%，占网络安全业务营收的比例提升至 47.3%；解决方案类业务占网络安全业务营收的比例为 37.1%；安全服务增长 155.5%，占比超过 10%。行业层面，运营商增长 4.7%，非运营商增长 7.6%，其中能源、交通、企业类客户收入保持高速增长。

深度协同亚信科技，联手布局 AI 大模型实施和一体机业务。亚信科技首次披露了 Q1 经营情况，收入 10.68 亿元，净利润-3.58 亿元。一季度季节性明显，且公司人员结构优化产生的一次性补偿费用增加。亚信科技在 25Q1 加大了 AI 大模型交付业务拓展力度，在政务、光伏、电力等行业共同建设百余个项目，大模型交付业务在 25Q1 订单大幅增长。其中，亚信科技与阿里等大模型巨头合作紧密，且与阿里云联合推出“算力+平台+应用+服务”四位一体的大模型一体机解决方案。亚信安全为大模型一体机及大模型业务提供全生命周期的安全防护，双方率先在大模型+安全领域实现协同创新突破。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。维持盈利预测，预计 2025-2027 年公司营收 96.13/103.94/110.36 亿元；归母净利润 2.24/3.35/4.05 亿元（原 25-26 年预测为 2.24/3.35 亿元）；当前股价对应 PE=38/25/21x。公司安全业务在 25 年盈利能力有望进一步恢复，且协同亚信科技在大模型实施和一体机等领域发展机会广阔，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 熊莉（S0980519030002）、库宏垚（S0980520010001）

金融工程

◆ 金融工程周报:多因子选股周报-反转因子表现出色，中证 A500 指数增强组合年内超额 4.88%

国信金工指数增强组合表现跟踪

- 沪深 300 指数增强组合本周超额收益-1.26%，本年超额收益 1.88%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益-0.50%，本年超额收益 3.40%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益-0.78%，本年超额收益 4.40%。
- 中证 A500 指数增强组合本周超额收益-0.22%，本年超额收益 4.88%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，一年动量、一个月反转、DELTAROE 等因子表现较好，而单季 ROE、预期 EPTTM、单季 EP 等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，一个月反转、SPTTM、高管薪酬等因子表现较好，而单季超预期幅度、标准化预期外盈利、单季 EP 等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，非流动性冲击、3 个月盈利上下调、预期净利润环比等因子表现较好，而单季 EP、一个月波动、三个月波动等因子表现较差。

以中证 A500 指数为选股空间。最近一周，一个月反转、一年动量、高管薪酬等因子表现较好，而单季超预期幅度、非流动性冲击、EPTTM 等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，一年动量、DELTAROA、特异度等因子表现较好，而单季 EP、EPTTM、预期 EPTTM 等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 67 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 778 亿元。中证 500 指数增强产品共有 69 只，总规模合计 452 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 150 亿元。中证 A500 指数增强产品共有 35 只，总规模合计 223 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.44%，最低-0.66%，中位数-0.06%。最近一月：超额收益最高 2.58%，最低-3.07%，中位数-0.10%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.48%，最低-1.30%，中位数-0.35%。最近一月：超额收益最高 2.27%，最低-2.84%，中位数-0.08%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.09%，最低-0.82%，中位数-0.06%。最近一月：超额收益最高 3.50%，最低-0.02%，中位数 0.80%。

中证 A500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.46%，最低-0.38%，中位数-0.22%。最近一月：超额收益最高 3.27%，最低-1.29%，中位数-0.25%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

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

◆ 金融工程周报：主动量化策略周报-科创涨红利跌，成长稳健组合年内排名主动股基前 11%

国信金工主动量化策略表现跟踪：

本周，优秀基金业绩增强组合绝对收益 0.09%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.52%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益-0.99%，相对偏股混合型基金指数超额收益-3.28%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 60.77%分位点（2108/3469）。

本周，超预期精选组合绝对收益 0.06%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.56%。本年，超预期精选组合绝对收益 5.51%，相对偏股混合型基金指数超额收益 3.23%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 22.77%分位点（790/3469）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益-0.68%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.30%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 3.94%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.66%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 29.49%分位点（1023/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益-0.38%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.00%。本年，成长稳健组合绝对收益 10.31%，相对偏股混合型基金指数超额收益 8.02%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 10.98%分位点（381/3469）。

本周，股票收益中位数 0.36%，53%的股票上涨，47%的股票下跌；主动股基中位数 0.35%，61%的基金上涨，39%的基金下跌。

本年，股票收益中位数-0.19%，49%的股票上涨，51%的股票下跌；主动股基中位数 0.44%，53%的基金上

涨，47%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合：

在构建量化组合时，从传统地对标宽基指数，转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上，采用量化方法进行增强，达到优中选优的目的。

超预期精选组合：

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池，接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选，挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票，构建超预期精选股票组合。

券商金股业绩增强组合：

以券商金股股票池为选股空间和约束基准，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离，构建券商金股业绩增强组合。

成长稳健组合：

采用“先时序、后截面”的方式，构建成长股二维评价体系。以研报标题超预期及业绩大增为条件筛选成长股股票池，根据距离正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择距离财报预约披露日较近的股票，当样本数量较多时，采用多因子打分精选优质个股，构建 100 只股票等权组合。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

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

◆ 金融工程周报：港股投资周报-恒生科技领涨，港股精选组合年内上涨 21.90%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 3.47%，相对恒生指数超额收益 1.08%。

本年，港股精选组合绝对收益 21.90%，相对恒生指数超额收益 9.72%。

港股市场创新高热点板块跟踪

我们根据分析师关注度、股价相对强弱、股价路径平稳性、创新高连续性等角度在过去 20 个交易日创出过 250 日新高的股票池中筛选出平稳创新高股票。

近期，赤子城科技等股票平稳创出新高。

按照板块来看，创新高股票数量最多的是医药板块，其次为消费、周期、大金融、科技和制造板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面，本周恒生科技指数收益最高，累计收益 5.24%；港股通 50 指数收益最低，累计收益 2.19%。

行业指数方面，本周资讯科技业行业收益最高，累计收益 5.01%；能源业行业收益最低，累计收益 0.02%。

概念板块方面，本周本地券商概念板块收益最高，累计收益 47.73%；彩票概念板块收益最低，累计收益 -7.48%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 12 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 1351 亿港元，今年以来港股通累计净流入 6053 亿港元，总体来看近期南向资金呈现出整体流入的走势。

本周港股通资金中，美团-W、中国神华和中银香港流入金额最多，腾讯控股、中国平安和比亚迪股份流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数 1.68%，投资港股的主动基金收益中位数 1.02%。

本年，港股通股票收益中位数 0.76%，投资港股的主动基金收益中位数 10.23%。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

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

◆ 金融工程周报:ETF 周报-上周除科创板外主要宽基 ETF 均有资金净流出

ETF 业绩表现

上周（2025 年 04 月 28 日至 2025 年 04 月 30 日，下同）股票型 ETF 周度收益率中位数为-0.15%。宽基 ETF 中，科创板 ETF 涨跌幅中位数为 1.32%，收益最高。按板块划分，科技 ETF 涨跌幅中位数为 1.87%，收益最高。按主题进行分类，机器人 ETF 涨跌幅中位数为 2.95%，收益最高。

ETF 规模变动及净申购

上周股票型 ETF 净赎回 113.94 亿元，总体规模减少 125.95 亿元。在宽基 ETF 中，上周科创板 ETF 净申购最多，为 1.01 亿元；按板块来看，周期 ETF 净申购最多，为 10.95 亿元；按热点主题来看，军工 ETF 净申购最多，为 5.17 亿元。

ETF 基准指数估值情况

在宽基 ETF 中，创业板类、沪深 300ETF 的估值分位数相对较低；按板块来看，消费 ETF 的估值分位数相对温和；按照细分主题来看，酒、光伏 ETF 的估值分位数相对较低。与前周相比，证券、周期、新能源车 ETF 的估值分位数明显降低。

ETF 融资融券情况

上周一至周四股票型 ETF 融资余额由前周的 428.05 亿元上升至 429.69 亿元，融券余额由前周的 21.28 亿份下降至 20.36 亿份。在日均融资买入额、融券卖出量最高的前 10 只 ETF 中，科创板 ETF 和芯片 ETF 的日均融资买入额较高，中证 1000ETF 和中证 500ETF 的日均融券卖出量较高。

ETF 管理人

截至上周五，华夏、易方达、华泰柏瑞三家基金公司的已上市、非货币 ETF 总规模排名前三。本周将有易方达中证数字经济主题 ETF、汇添富中证港股通汽车产业主题 ETF、天弘国证航天航空行业 ETF、中银中证全指自由现金流 ETF、南方上证科创板成长 ETF、富国恒生港股通汽车主题 ETF、富国上证科创板 50 成份 ETF、华夏国证通用航空产业 ETF、万家创业板 50ETF 9 只 ETF 发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、杨昕宇（S0980525040001）

◆ 金融工程周报:基金周报-两大指数公司宣布调整指数使用费，摩根基金信心自购 5400 万元

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数走势出现分化，科创 50、中证 1000、中证 500 指数收益靠前，收益分别为 0.78%、0.18%、0.08%，中小板指、上证综指、沪深 300 指数收益靠后，收益分别为-0.49%、-0.49%、-0.43%。

从成交额来看，上周主要宽基指数成交额均有所下降。行业方面，上周传媒、计算机、电子收益靠前，收益分别为 2.86%、2.66%、1.30%，综合、综合金融、房地产收益靠后，收益分别为-3.48%、-3.21%、-2.93%。

截至上周五，央行逆回购净投放资金 7358 亿元，逆回购到期 5045 亿元，净公开市场投放 12403 亿元。除 1 年期外，不同期限的国债利率均有所下行，利差缩窄 4.61BP。

上周共上报 19 只基金，较上上周申报数量有所下降。申报的产品包括 2 只 FOF，易方达国证成长 100ETF、华夏中证 A500 增强策略 ETF、华安恒生 A 股机器人主题 ETF 等。

近日，摩根基金发布公告，基于对中国资本市场高质量发展和公司投资管理能力的信心，将于近期运用自有资金不低于 5400 万元人民币投资旗下新发权益类公募基金，并承诺至少持有 1 年以上。

4 月 30 日，中证指数有限公司将于 2025 年 5 月 14 日正式发布中证科创创业人工智能指数，为市场提供

多样化投资标的。

开放式公募基金表现。上周主动权益、灵活配置型、平衡混合型基金收益分别为 0.35%、0.07%、-0.11%。今年以来另类基金业绩表现最优，中位数收益为 6.56%，主动权益型、灵活配置型和平衡混合型基金的中位数收益分别为 0.70%、-0.28%、-1.34%。

上周指数增强基金超额收益中位数为-0.08%，量化对冲型基金收益中位数为-0.10%。今年以来，指数增强基金超额中位数为 1.25%，量化对冲型基金收益中位数为 0.43%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 242 只、目标日期基金 117 只、目标风险基金 157 只。今年以来，目标日期基金中位数业绩表现最优，累计收益率为 0.30%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 37 只，合计发行规模为 219.98 亿元，较前一周有所减少。此外，上周有 6 只基金首次进入发行阶段，本周将有 27 只基金开始发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、陈梦琪（S0980524070009）

◆ 金融工程日报：沪指延续窄幅整理，科技活跃、银行调整

市场表现：20250430 规模指数中中证 2000 指数表现较好，板块指数中北证 50 指数表现较好，风格指数中沪深 300 成长指数表现较好。计算机、汽车、传媒、电子、机械行业表现较好，银行、钢铁、交通运输、商贸零售、建材行业表现较差。智谱 AI、ChatGPT、Kimi、减速器、智能体等概念表现较好，黄酒、水电、央企银行、PEEK 材料、长三角自贸区等概念表现较差。

市场情绪：20250430 收盘时有 98 只股票涨停，有 41 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 1.93%，昨日跌停股票今日收盘收益为-2.93%。今日封板率 70%，较前日提升 0%，连板率 21%，较前日提升 4%。

市场资金流向：截至 20250429 两融余额为 18023 亿元，其中融资余额 17913 亿元，融券余额 109 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.3%，两融交易占市场成交额比重为 8.4%。

折溢价：20250429 当日 ETF 溢价较多的是银行 ETF 优选，ETF 折价较多的是中证 2000ETF 增强。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 15 亿元，20250429 当日大宗交易成交金额为 11 亿元，近半年以来平均折价率 5.39%，当日折价率为 4.30%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.55%、2.54%、7.95%、11.00%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 6.89%，处于近一年来 19%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 10.92%，处于近一年来 13%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 18.14%，处于近一年来 9%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 18.93%，处于近一年来 16%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是中科飞测、芯源微、传音控股、天孚通信、中坚科技、景旺电子、鱼跃医疗、麦格米特等，中科飞测被 239 家机构调研。20250430 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是德科立、宏景科技、南方精工、洪田股份、华夏幸福、光大同创、探路者、中电鑫龙、宏昌科技、创意信息等，机构专用席位净流出较多的股票是海兴电力、中欣氟材、永安药业、红宝丽、中旗新材、新瀚新材、夏厦精密、步步高、红墙股份、振江股份等。陆股通净流入较多的股票是常山北明、华夏幸福、洪田股份、探路者、未名医药、德科立等，陆股通净流出较多的股票是华银电力、科伦药业、创意信息、海兴电力、鸿博股份等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	782.76	-0.36	ICE 布伦特原油	61.29	-1.35
白银	8226.00	0.13	铜	77730.00	-0.06
铝	20050.00	0.30	铅	16845.00	-0.56
豆一	4147.00	-0.02	锌	22760.00	-0.15
豆粕	2808.00	-1.64	镍	123770.00	-0.42
玉米	2322.00	0.17	锡	261700.00	0.17
螺纹钢	3044.00	-0.13	SR505	6125.00	-0.50

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	99.8	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05

300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16
301138.SZ	不适用	9000.00	12000.00	100.00	2024-12-16
603216.SH	梦天家居	16600.00	22136.00	100.00	2024-12-16
603071.SH	不适用	32026.96	55795.44	100.00	2024-12-16
002074.SZ	国轩高科	38416.33	156267.38	79.01	2024-12-16
301101.SZ	不适用	8456.60	13434.14	100.00	2024-12-16
300678.SZ	中科信息	381.96	12858.48	5.95	2024-12-10

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日涨跌幅(%)	1周涨跌幅(%)	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)	30天波动率(%)
道琼斯工业平均指数	41218.83	-0.238630	45.60	45.60	45.60	45.60	44.91
德国 DAX 指数	23344.54	1.117053	83.28	13.09	8.14	29.68	50.81
法 CAC40 指数	7727.93	-0.547585	2.03	6.22	-2.07	-2.88	47.49
恒生指数	22504.68	1.741773	2.38	-3.00	11.27	23.60	72.86
沪深 300 指数	3770.57	-0.119400	-0.43	-3.69	-1.21	4.61	70.24
美国 SP500 指数	5650.38	-0.638159	2.19	11.35	-6.78	10.19	50.86
纳斯达克综合指数	17844.24	-0.742530	2.75	14.47	-9.38	10.44	55.81
日经 225 指数	36830.69	1.038042	3.15	3.09	-6.92	-3.67	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	300059.SZ	东方财富	20.5700	0.3904	无数据	300059.SZ	东方财富	20.5700	0.3904	无数据
2	601318.SH	中国平安	50.7100	-0.5686	无数据	603501.SH	韦尔股份	131.5800	2.4687	无数据
3	300760.SZ	迈瑞医疗	219.6600	1.7651	无数据	601318.SH	中国平安	50.7100	-0.5686	无数据
4	002371.SZ	北方华创	450.9600	-0.7614	无数据	300760.SZ	迈瑞医疗	219.6600	1.7651	无数据
5	002050.SZ	三花智控	26.8000	2.9186	无数据	002050.SZ	三花智控	26.8000	2.9186	无数据
6	603986.SH	兆易创新	128.6900	1.5546	无数据	603986.SH	兆易创新	128.6900	1.5546	无数据
7	601689.SH	拓普集团	52.2500	1.6735	无数据	601689.SH	拓普集团	52.2500	1.6735	无数据

8	600276.SH	恒瑞医药	51.1000	3.0242	无数据	600276.SH	恒瑞医药	51.1000	3.0242	无数据
9	000333.SZ	美的集团	73.6200	-0.7817	无数据	000333.SZ	美的集团	73.6200	-0.7817	无数据
10	002594.SZ	比亚迪	353.0900	-0.5380	无数据	002594.SZ	比亚迪	353.0900	-0.5380	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	0941.HK	中国移动	81.0500	-0.00491099	68537.89	1810.HK	小米集团-W	49.9500	0.05268704	411417.81
2	0939.HK	建设银行	6.3800	-0.02862363	90083.18	9988.HK	阿里巴巴-W	117.5000	0.02173913	208666.03
3	3896.HK	中企法巴八零六D	7.4000	0.14197531	119017.86	0700.HK	腾讯控股	477.2000	0.00887949	170179.33
4	3896.HK	金山云	7.4000	0.14197531	119017.86	3690.HK	美团-W	130.3000	-0.01362604	159122.70
5	0981.HK	中芯国际	46.9000	0.02513661	125639.86	0981.HK	中芯国际	46.9000	0.02513661	124479.90
6	3988.HK	中国银行	4.3400	-0.00458716	136334.93	3988.HK	中国银行	4.3400	-0.00458716	124305.56
7	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	159753.48	3896.HK	中企法巴八零六D	7.4000	0.14197531	114400.77
8	0700.HK	腾讯控股	477.2000	0.00887949	177116.34	3896.HK	金山云	7.4000	0.14197531	114400.77
9	3690.HK	美团-W	130.3000	-0.01362604	214507.13	0941.HK	中国移动	81.0500	-0.00491099	81111.97
10	9988.HK	阿里巴巴-W	117.5000	0.02173913	233580.09	1398.HK	工商银行	5.3200	-0.02919708	80285.53
11	1810.HK	小米集团-W	49.9500	0.05268704	437637.88	0939.HK	建设银行	6.3800	-0.02862363	37986.79

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032