

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-05-06

宏观策略

2025 年 05 月 06 日

宏观点评 20250430: 外需对经济的冲击开始显现——4 月 PMI 数据点评

靴子落地，外需冲击开始显现。从去年底开始，市场就开始担心关税带来的经济冲击，从 4 月制造业 PMI 数据来看，这一冲击正在兑现。4 月制造业 PMI 环比下降 1.5 个点，降幅远超历史均值-0.7，跟过去十年历史同期相比仅次于 2022、2023 年。2022 年 4 月由于疫情冲击，制造业 PMI 环比-2.1%；2023 年由于“小阳春”退潮，4 月制造业 PMI 环比-2.7%；今年 4 月环比-1.5%，降幅略低于 22 和 23 年，但未来几个月压力更大。

风险提示：全球关税出现较大变化；房地产市场走弱；稳增长政策落地进度不及预期。

宏观深度报告 20250430: 结汇和买债：牵引人民币汇率的“双主线”

“降准降息”的“机”或正随基本面而打开操作窗口，然而“机”的实际选择或还应取决于经济数据、市场预期和外部冲击的综合研判，主动引导贬值或是“降息”的必要非充分条件。

固收金工

固收周报 20250427: 周观：年初以来，货币和财政政策的发力节奏如何（2025 年第 16 期）

2025 年 4 月，MLF 超额续作 5000 亿元，央行展现了宽松的流动性态度。考虑到“资金空转”等原因，货币政策的发力更多起到了与财政协同的作用，债券发行的进度或成为货币宽松窗口期判断的关键一环。我们认为在财政逐渐发力的过程中，货币方面需要通过降准来进行配合，但在关税前景尚不明朗的情况下，降息需要等待，4 月 25 日政治局会议上也保持“适时降准降息”的表述。建议关注下周公布的 4 月 PMI，检验关税后的首份经济“成绩单”，如果走弱，加之对降准预期的博弈，收益率或有下行机会。风险提示：外部政策冲击；国内政策调整。

固收点评 20250427: 绿色债券周度数据跟踪（20250421-20250425）

本周（20250421-20250425）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 16 只，合计发行规模约 362.00 亿元，较上周增加 253.30 亿元；绿色债券周成交额合计 503 亿元，较上周减少 59 亿元。

固收点评 20250427: 二级资本债周度数据跟踪（20250421-20250425）

本周（20250421-20250425）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 5 只，发行规模为 590.00 亿元，二级资本债周成交量合计约 1362 亿元，较上周减少 192 亿元。

固收周报 20250426: 建议转债仓位不宜过低

国内权益表现仍偏结构，风格上高价优于低价优于中价，权重板块方面银行表现较优，光伏及猪有所拖累。策略上考虑到边际上特朗普政策负面影响有所弱化，国内政策端发力正在进行时，仓位不易过低。

固收周报 20250421: 建议关注泛科技双低转债

国内方面数据面总量优于结构，市场一方面受外围压制，另一方面期待政策的有效性能体现在数据结构上，整体横盘震荡，成交量有所萎缩。转债

晨会编辑 曾朵红
执业证书: S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

指数等权重跌幅大于加权，风格上中价优于低价优于高价，大盘底仓表现受光伏、猪拖累，银行标的则受益于资金护盘，形成支撑，不过我们也看到伴随 ytm 抬升，光伏标的在下半周出现反弹回升，独立于正股行情，表现出光伏转债特有的控回撤能力及一定的稀缺性。观点上一方面我们延续前期大盘权重择机抢筹的思路，同时建议关注目前估值回落较多的泛科技双低标的

固收周报 20250420：债市窄幅震荡格局难打破

我们认为债券市场窄幅震荡的格局较难打破。目前的博弈点仍然在降准，5 月是重要的观察窗口，但更大级别的债市机会需要等待下半年的降息，以及观察诸如经济数据和金融数据等复苏的持续性。

固收点评 20250419：绿色债券周度数据跟踪（20250414-20250418）

本周（20250414-20250418）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 14 只，合计发行规模约 108.70 亿元，较上周减少 671.05 亿元。绿色债券周成交额合计 562 亿元，较上周增加 79 亿元。

固收点评 20250419：二级资本债周度数据跟踪（20250414-20250418）

本周（20250414-20250418）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级资本债周成交量合计约 1554 亿元，较上周减少 1038 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

福田汽车（600166）：2025 年一季报点评：Q1 业绩超预期，看好全年业绩同比高增

盈利预测与投资评级：考虑 25 年重卡行业复苏，同时福戴亏损负面影响消除，我们基本维持公司 2025~2026 年归母净利润预测 16.66/20.44 亿元，给予公司 2027 年归母净利润预测 21.51 亿元，2025~2027 年 EPS 分别为 0.21/0.26/0.27 元，对应 PE 估值 12.4/10.1/9.6 倍，考虑当前公司估值较低，且行业有望触底回升，维持福田汽车“买入”评级。风险提示：商用车行业复苏不及预期；全球地缘政治风险。

科强股份（873665）：2024 年报&2025Q1 点评：车风挡棚布持续受益轨交需求，光伏行业竞争加剧致业绩承压

公司发布 2024 年度报告与 2025 一季报，分别实现营收 3.37/0.65 亿元，同比-3.69%/-17.65%；归母净利润 0.62/0.10 亿元，同比-17.50%/-49.36%；扣非归母净利润 0.56/0.09 亿元，同比-21.25%/-45.68%。公司业绩同比下滑主要受光伏行业竞争加剧不利影响，硅胶板业务销售收入降幅较大，同业竞争激烈又导致销售价格下降及毛利率下降。2024 年公司销售毛利率同比降低 3.58pct 至 38.19%，销售净利率同比降低 3.75pct 至 17.72%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.85%/6.68%/-0.85%/4.82%，同比+0.34/+0.58/-0.26/+0.51pct。考虑公司业绩受光伏行业影响有所下滑，调整 2025~2026 年归母净利润为 0.70/0.85 亿元（前值为 0.72/0.88 亿元），新增 2027 年归母净利润为 1.04 亿元，对应最新 PE 为 23.62/19.52/16.06x，考虑公司在车风挡棚布及太阳能硅胶板细分领域具备竞争优势，并深化新品市场拓展，业绩具有长期成长性，维持“增持”评级。风险提示：1）新品拓展不及预期；2）宏观经济波动；3）市场竞争加剧。

圣晖集成（603163）：2025 年一季报点评：收入加速增长，在手订单保障充分

Q1 营收大幅增长，规模效应下费用率明显压降。(1) 公司 Q1 营收同比+62.7%，主要得益于海外在手订单加速转化。Q1 毛利率 9.8%，同比-2.0pct，预计主要是受项目执行阶段的影响。(2) 得益于收入大幅增长的规模效应，公司 Q1 期间费用率 3.2%，同比-3.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.2/2.8/1.5/-1.3%，分别同比-0.4/-1.4/-0.8/-1.0pct。(3) 此外 Q1 资产减值、信用减值转回分别实现收益 213 万元/112 万元。(4) 公司 Q1 归母净利率 5.0%，同比持平，得益于费用端的规模效应对冲了毛利率的下降。盈利预测与投资评级：公司作为全球化布局领先的洁净室工程企业，境内外业务协同发展取得显著成效，尤其是东南亚市场布局多年的积累使得公司把握住东南亚半导体、电子制造产业链转移的机遇，2024 年海外收入突破 30%，叠加国内重大订单落地，在手订单有望支撑中期收入延续较快增长。基于 2024 年国内市场竞争加剧影响毛利率，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.40/1.63/1.86 亿元（2025、2026 年预测前值为 2.09/2.43 亿元），但考虑公司海外业务逐步形成第二增长曲线，维持“买入”评级。风险提示：下游半导体、精密制造行业资本开支节奏不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；订单转化速度不及预期的风险。

赣锋锂业 (002460): 2025 年一季报点评: 资源布局步入收获期, 锂电 25 年利润增量可观

盈利预测与投资评级：锂价底部区间震荡，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 8.1/15.8/24.5 亿元（原预期为 11.8/15.9/24.6 亿元），同比+139%/+95%/+55%，对应 PE 为 75x/38x/25x，公司全球布局众多优质资源，矿端自供率持续提升，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

安克创新 (300866): 2024 年报及 2025 一季报点评: 收入及利润均保持高增，关税压力下具备韧性

盈利预测与投资评级：我们看好公司作为领先的出海品牌的价值和成长潜力。综合考虑公司 2024 及 2025Q1 收入及净利润增速超预期，以及未来关税的潜在冲击，我们将公司 2025~26 年归母净利润预测从 24.7/ 29.8 亿元，调整至 24.9/ 32.1 亿元，预计 2027 年归母净利润为 40.6 亿元，2025~27 年同比+18%/+29%/+27%，对应 4 月 29 日估值为 18/ 14/ 11 倍，维持“买入”评级。

一拖股份 (601038): 2025 年一季报点评: 业绩符合预期，看好农业机械高端化、大型化趋势

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 10.2/11.2/12.5 亿元，对应当前市值 PE 分别为 15/13/12x，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期等

银都股份 (603277): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 2025Q1 归母净利润同比+21%，全球化布局不断完善

盈利预测与投资评级：全球贸易摩擦加剧，海外市场不确定性提升，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 6.45/7.70 亿元（原值为 7.25/8.49 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 8.78 亿元，当前市值对应 PE 为 14/11/10 倍。考虑到公司海外产能布局较早，关税风险整体可控，维持“增持”评级。。风险提示：地缘政治风险、海运费上涨风险、海外市场拓展不及预期等。

鼎胜新材 (603876): 2024 年报及 2025 一季报点评: Q4 包装箔扭亏盈利大幅改善, 25 年各产品盈利趋稳

盈利预测与投资评级: 考虑后续各产品盈利维持稳定, 我们下调 2025-2026 年盈利预测, 我们预计 2025-2027 年归母净利润 5.01/6.02/7.55 亿元 (25-26 年原预期为 5.02/7.55 亿元), 同比增 66%/20%/25%, 对应 PE 为 15x/12x/10x, 考虑公司为电池箔龙头, 给予 25 年 20x 估值, 对应目标价 10.8 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 原材料价格持续上涨, 电池箔扩产不及预期, 竞争加剧。

永兴材料 (002756): 2025 年一季报点评: Q1 业绩符合预期, 成本优势维持

盈利预测与投资评级: 我们维持 2025-2027 年盈利预测, 预计公司 25-27 年归母净利润为 9.0/12.1/16.8 亿元, 同比-14%/+35%/+38%, 对应 PE 为 18x/13x/9.6x, 考虑公司资源优势突出, 成本优势显著, 维持“买入”评级。 风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期

香港交易所 (00388.HK): 2025 年一季报点评: 市场交投活跃, 单季度业绩再创历史新高

事件: 香港交易所发布 2025 年一季度业绩: 实现收入及其他收益 69 亿港元, 同比+32%, 归母净利润 41 亿港元, 同比+37%。单季度业绩创历史新高, 业绩高增长主要是由于在人工智能和其他创新发展的推动下, 投资气氛明显好转, 内地投资者更积极参与离岸市场, 带动港股现货市场成交额大幅增长。2025Q1 ROE 7.71%, 同比+1.8pct。 成交量创多项单日新高。2025 年一季度现货分部实现收入 33 亿港元, 同比+75%, 收入占比 48%。现货市场日均交易额同比+153%至 2250 亿港元。沪深港通北向及南向每日平均成交额分别为 1911 亿元和 1099 亿港元, 分别+44%和+255%。债券通北向通日均交易额 463 亿元, 同比+2%。联交所 IPO 发行 17 家, 同比增加 5 家, 总融资额 19 亿港元, 同比+290%。 衍生产品市场成交张数延续升势。2025 年一季度股本证券及金融衍生品分部收入 17 亿港元, 同比+9%, 增长主要是由于结构性产品交易及上市活动增加, 以及衍生品市场成交量创新高。衍生产品平均每日成交合约张数创历史新高, 达 187 万张, 同比+24%。联交所牛熊证及权证等日均交易额基本持平, 交易总数同比+68%。期交所衍生品合约和联交所期权合约平均每日成交张数分别+5%和 50%。新上市权证、牛熊证数量分别+24%、+48% 商品分部: 2025 年一季度收入 7 亿港元, 同比+11%。2024 年 LME 收费交易的日均成交总额同比+6%。 数据及连接分部: 2025 年一季度收入 5 亿港元, 同比+4%, 主要是由于客户使用量增加导致网络及设备托管服务费分别增加 10%及 8%。 公司项目: 2025 年一季度公司项目收入 5 亿港元, 同比-1%。公司内部投资收益 3.8 亿港元, 同比+3%。年化投资净回报 5.47%, 同比-0.69pct, 主要是由于外部投资组合投资收益下滑。 盈利预测与投资评级: 政策红利期叠加周期底部, 看好香港交易所 α 与 β 同步优化, 进一步兑现发展前景。我们维持此前盈利预测, 预计港交所 2025-2026 年股东应占溢利分别为 149.34/156.73/165.73 亿港元, 对应增速分别为 14%/5%/6%。当前股价对应 PE 估值分别为 28.9x /27.6x /26.1x, 维持“买入”评级。 风险提示: 香港现货及衍生品交易量大幅萎缩; 互联互通进展停滞; LME 改革效果不达预期, 量价齐跌。

中信博 (688408): 2025 年一季报点评: 在手订单充沛, 海外优势突出

投资评级: 我们维持之前盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润

8.3/10.6/12.8 亿元，同增 32%/27%/21%，对应 PE 为 12/10/8x，给予 25 年 18xPE，对应目标价 68.6 元，基于公司行业地位，维持“买入”评级。

重庆啤酒 (600132): 2025 年一季报点评: 销量恢复增长, 盈利保持稳健
盈利预测与投资评级: 一季度销量恢复增长, 后续销量基数走低, 但旺季表现需关注餐饮恢复节奏, 期待全年量价节奏保持稳健。参考 25Q1 报表节奏, 我们维持 2025-2027 年归母净利润为 12.66/13.10/13.45 亿元, 对应当前 PE 分别为 21.7、20.9、20.4X, 维持“增持”评级。

赛力斯 (601127): 2025 年一季报点评: 业绩符合预期, M8 大定表现亮眼

盈利预测与投资评级: 我们基本维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期为 96/142/185 亿元, 对应 PE 为 22/15/11x。问界品牌锚定高端, 品牌势能继续向上。维持公司“买入”评级。 风险提示: 新平台车型推进不及预期等。

绿的谐波 (688017): 2024 年报&2025 年一季报点评: 25Q1 业绩重回增长区间, 产能建设进展顺利

盈利预测与投资评级: 我们基本维持公司 2025-2026 年归母净利润预测为 1.03/ 1.44 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 2.10 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 249/179/123 倍, 考虑到公司积极布局人形机器人领域相关产品, 未来有望兑现业绩, 维持公司“增持”评级。 风险提示: 谐波减速器需求不及预期, 市场竞争加剧, 研发进度不及预期。

浙江荣泰 (603119): 2024 年报及 2025 一季报点评: 业绩符合市场预期, KGG 收购完成即将贡献增量

盈利预测与投资评级: 考虑关税影响不确定性, 我们下调公司 25-26 年归母净利润预期为 3.3/4.7 亿元 (前预期为 3.5/4.9 亿元), 新增 27 年归母净利润预期为 6.4 亿元, 同比+42%/+45%/+35%, 对应 PE 50/34/26 倍。考虑后续人形机器人利润弹性可观, 我们给予 26 年 50xPE, 目标价 65 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 行业竞争加剧, 项目投产进度不及预期, 海外政策变化。

山推股份 (000680): 2025 年一季报点评: 归母净利润同比+14%, 股份回购+股权激励彰显长期发展信心

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 13.9/16.0/18.5 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 10/9/7 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 国内行业需求不及预期, 政策不及预期, 出海不及预期

恩捷股份 (002812): 2025 年一季报点评: Q1 盈利有所恢复, 行业磨底静待出清

盈利预测与投资评级: 考虑行业价格仍有压力, 我们下调公司 25-26 年归母净利润预期为 2.1/8.1 亿元 (前预测为 9/15 亿元), 新增 27 年归母净利润预期为 18.3 亿元, 同比增长 137%/289%/126%, 对应 PE 为 131x/34x/15x, 考虑公司作为隔膜行业龙头, 规模效应显著且技术研发领先, 远期利润增速有望修复, 我们维持“买入”评级。 风险提示: 需求不及预期, 盈利水平不及预期。

中国财险 (02328.HK): 2025 年一季报点评: 承保与投资表现均亮眼, 净利润同比增长接近翻倍

盈利预测与投资评级: 结合公司 2025Q1 经营情况, 我们上调公司盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 432/456/492 亿元 (前值为 352/379/419 亿元), 当前市值对应 2025E PB 1.0x, 维持“买入”评级。

风险提示：1）行业保费增速低于预期；2）自然灾害等不确定因素。

恒立液压（601100）：2024 年报及 2025 年一季报点评：2025Q1 归母净利润同比+3%符合预期，多元化、国际化战略持续推进

盈利预测与投资评级：考虑到公司资本开支快速增长，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测值至 28.7/34.1 亿元（原值为 30.3/36.2 亿元），增加 2027 年归母净利润预测为 41.4 亿元，对应当前市值 PE 分别为 34/29/24x，依然坚定看好公司长期发展前景，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求回暖不及预期、行业竞争加剧、出海不及预期。

人福医药（600079）：2024 年报及 2025 年一季报点评：核心业务稳定增长，研发与重整双轮驱动

公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报，2024 年实现营业收入 254.35 亿元（+3.71%，括号内为同比，下同），实现归母净利润 13.30 亿元（-37.70%），实现扣非归母净利润 11.39 亿元（-37.50%），主要系公司的营销体系建设、汇率变动导致销售费用、管理费用等费用增加；报告期内计提信用减值损失和资产减值损失。25Q1 单季度实现营业收入 61.37 亿元（-3.61%），实现归母净利润 5.40 亿元（+11.09%），实现扣非归母净利润 5.31 亿元（+14.35%）。

友邦保险（01299.HK）：2025 年第一季新业务摘要点评：新业务价值同比+13%，新业务价值率开始回暖

盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年一季度经营情况，我们维持公司 2025-2027 年税后营运利润预测于 72.4/79.8/87.1 亿美元。当前市值对应 2025E PEV 1.00x、PB 1.75x，仍处低位。我们看好中国内地分公司不断扩张为公司带来的有利业绩支撑，维持“买入”评级。风险提示：长端利率趋势性下行，权益市场波动，新单保费承压。

上汽集团（600104）：2024 年报&2025 年一季报点评：Q1 业绩改善显著，集团改革加速

盈利预测与投资评级：合资逐步触底，集团改革加速。公司 2025 年销量目标 450 万辆，考虑公司在年报中指引每年 3%左右的研发投入强度（200 亿元以上）略高于我们之前的预期，我们下调公司 2025/2026 年归母净利润预期为 97/128 亿元（原为 109/145 亿元），我们预测公司 2027 年归母净利润为 167 亿元，对应 PE 为 19/14/11 倍，维持公司“买入”评级。风险提示：终端价格战超预期；出口相关贸易风险等。

今世缘（603369）：2024 年报及 2025 年一季报点评：24 年稳健收官，25 年务实进取

盈利预测与投资评级：25Q1 延续韧性增长，全年规划总营收同比增长 5%-12%，经营节奏务实进取。参考 25Q1 报表节奏，我们更新 2025~2026 年归母净利润预测为 36.8、41.0 亿元（前值 40.3、48.0 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 45.4 亿元，当前市值对应 2025~27 年 PE 为 15.7、14.1、12.7X，维持“买入”评级。

北汽蓝谷（600733）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩符合预期，享界能源类型拓展

盈利预测与投资评级：由于行业竞争加剧，我们下调公司 2025/2026 年业绩预期，归母净利润预测为 -35.8/-10.2（原为 -20.3/6.1 亿元），我们预期公司 2027 年归母净利润为 13.1 亿元。考虑享界后续放量可期，我们维持公司“买入”评级。风险提示：新车上量不及预期风险；智能化技术创新低于预期等。

拓普集团 (601689): 2025 年一季报点评: 25Q1 客户销量短期承压, 智能车部件+机器人部件协同发展

公司发布 2025 年一季报, 2025Q1 公司营收达 57.68 亿元, 同比+1.40%/环比-20.43%; 归母净利润达 5.65 亿元, 同比-12.39%/环比-26.23%。从盈利能力看, 公司 25Q1 毛利率达 19.89%, 同比-2.53pct/环比+0.08pct; 25Q1 净利率达 9.80%, 同比-1.54pct/环比-0.77pct。25Q1 公司期间费用率达 10.51%, 同比+1.18pct/环比+2.15pct。其中销售费用/管理费用/财务费用/研发费用率分别达 1.19%/3.30%/0.10%/5.93%, 同比分别 -0.19pct/+0.55pct/-0.61pct/+1.44pct。盈利预测与投资评级: 虽然公司 2025Q1 业绩出现下滑, 但下游客户产线调整在 25Q1 结束, 结合下游客户的新品放量, 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 35.54 亿元、44.60 亿元、56.52 亿元的预测, 对应 2025-2027 年 EPS 分别为 2.04 元、2.57 元、3.25 元, 市盈率分别为 25 倍、20 倍、16 倍, 维持“买入”评级。

先导智能 (300450): 2024 年&2025 一季报点评: 25Q1 业绩环比提升, 看好锂电设备边际改善

海外锂电扩产加速, 公司海外业务快速放量: 海外客户稳步拓展中, 看好龙头设备商出海: (1) 欧洲地区: 纯海外客户包括大众(5 年 200-240GWh)、ACC、保时捷、宝马等整车厂, 国内企业包括宁德的匈牙利项目。新技术合作方面, 公司已向德国某豪华车企交付首条全极耳圆柱电芯产线并与法国 Tiamat 展开钠电池相关设备合作。(2) 北美地区: 24 年 3 月公布了 ABF 20GWH 的订单。(3) 东亚地区: 有机会通过固态电池技术切入日韩电池厂, 公司 2024 年已推出首条固态电池整线解决方案。拓展光伏、氢能等领域, 开启平台化布局: 在光伏领域, 公司实现了 XBC 电池的 GW 级工艺设备研发验证, 在其全工序环节都实现了全新突破, 已累计获得超过 20 亿以上的设备订单, 打造了行业首条 TOPCon 标杆整线, 与头部大客户达成了战略合作关系, 并为中国钙钛矿行业的首条 GW 级别生产线提供了国内首台激光划线设备; 在氢能领域, 公司推出了自主研发的第四代 MEAR2R 装配产线, 成功交付 2000MW 氢能电解槽堆叠整线。盈利预测与投资评级: 考虑到设备交付节奏, 我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 10.57/17.02 亿元 (原值为 20/26 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测为 22.28 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 29/18/14 倍。考虑到公司估值水平及成长性, 维持“买入”评级。风险提示: 新能源车销量不及预期, 下游扩产不及预期。

国联民生 (601456): 2025 年一季报点评: 并表民生证券, 经营业绩大幅提升

盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 年一季度经营情况, 我们维持此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 8.78、10.07、10.76 亿元, 对应同比增速分别为+121%、+15%、+7%, 预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.15、0.18、0.19 元/股。公司当前市值对应 PB 估值分别为 1.29x、1.26x、1.24x。我们依旧看好公司与民生证券的后续整合成效, 公司综合实力有望实现大幅提升, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 整合效果不及预期; 2) 权益市场大幅波动; 3) 行业监管趋严。

丸美生物 (603983): 2024 年报及 2025 一季报点评: 大单品表现靓丽, 线上保持高增

盈利预测与投资评级: 公司转型调整成效显著, 品牌聚焦大单品战略提升用户黏性, 自有品牌快速放量, 大单品小金针、小红笔等表现强劲, 25 年

丸美品牌重磅推出小金针超级面膜，PL 品牌蹭不掉粉底液更新 4.0，业绩表现亮，多品牌成长可期。考虑到平台费用较高问题，我们将公司 2025-26 年归母净利润预测由 4.5/5.7 亿元略下调至 4.4/5.6 亿元，新增 27 年归母净利润预测 6.9 亿元，分别同比+28%/+27%/+24%，对应 PE 分别为 40/31/25X，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，新品推广进展不及预期，宏观经济波动等。

容百科技 (688005): 2025 年一季报点评: 新产品业务亏损, Q1 单吨净利承压

盈利预测与投资评级: 我们维持 2025-2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润 8.1/10.4/13.1 亿元, 同比+172%/+29%/+27%, 对应 PE 为 19x/15x/12x, 考虑公司海外布局优势明显, 维持“买入”评级。风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期。

立高食品 (300973): 2024 年报及 2025 年一季报点评: Q1 业绩超预期, 内部改革效果释放

我们基本维持 2025-2026 年盈利预测, 新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.4/4.2/4.7 亿元, 同比+27%/+22%/+14%, 对应 PE 为 18/15/13X。维持“买入”评级。

中联重科 (000157): 2025 年一季报点评: 25Q1 归母净利润同比+54%超预期, 全球化&多元化构建第二增长曲线

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 50.4/61.0/73.8 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 13/10/9x, 维持“买入”评级。风险提示: 国内行业需求回暖不及预期, 行业竞争加剧, 出海不及预期

中鼎股份 (000887): 2024 年年报&2025 年一季报点评: 业绩符合预期, 机器人产品量产在即

公司发布 2024 年年度报告和 2025 年一季度报告。2024 年公司实现营收 188.54 亿元, 同比+9.33%; 归母净利润达 12.52 亿元, 同比+10.63%。24Q4 公司营收达 43.59 亿元, 同比-2.50%/环比-9.68%; 24Q4 公司归母净利润达 2.00 亿元, 同比-21.84%/环比-40.48%。25Q1 营收达 48.54 亿元, 同比+3.45%/环比+11.37%, 归母净利润达 4.03 亿元, 同比+11.52%/环比+101.46%。公司 2024Q4 和 2025Q1 业绩符合我们的预期。考虑到行业竞争加剧, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润的预测下调至 15.89 亿元、18.07 亿元 (2025-2026 年前值为 17.6 亿元、20.71 亿元), 27 年预计为 20.80 亿元, 对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.21 元、1.37 元、1.58 元 (2025-2026 年前值为 1.34 元、1.57 元), 市盈率分别为 14 倍、13 倍、11 倍, 但空悬和轻量化部件和机器人领域的拓展预计为公司带来持续性增量, 维持“买入”评级。风险提示: 下游乘用车行业销量不及预期, 空气悬挂推广进度不及预期。

德方纳米 (300769): 2024 年报及 2025 一季报点评: 25Q1 盈利有所改善, 静待经营拐点

投资建议: 考虑铁锂加工费降至低位, 我们下修公司 25-26 年归母净利预期至-1.5/2.7 亿元 (原预期 0.6/4.8 亿元), 考虑 26-27 年铁锂行业供需好转, 我们预计单位盈利将逐步恢复至合理水平, 我们新增 27 年归母净利预期 6.1 亿元, 同比+89%/+286%/+127%, 对应 26-27 年 PE 为 28x/12x, 下调至“增持”评级。风险提示: 需求不及预期, 原材料价格大幅波动。

瑞达期货 (002961): 2025 年一季报点评: 投资收益大幅提升带动归母净

利润较快增长

盈利预测与投资评级: 结合公司 2025Q1 经营情况, 我们维持此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 4.6/5.2/5.9 亿元, 当前市值对应 2025E PE 14x, 维持“买入”评级。 风险提示: 大宗商品价格波动超预期, 国内期货市场监管政策变化。

达势股份 (01405.HK): 门店稳步扩张, 盈利持续改善

品牌力、产品力突出, 叠加外送差异化, 公司具备显著的竞争优势。现阶段首要目标是开店, 而后看规模效应及成本摊薄。

极米科技 (688696): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 盈利能力持续修复, 期待车载业务放量

盈利预测与投资评级: 我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 6.14/8.04/9.71 元, 对应当前股价 PE 分别为 21/16/13 倍。我们看好公司内销企稳, 外销继续增长, 车载有望年内放量, 维持“买入”评级。 风险提示: 市场竞争加剧, 国内需求复苏不及预期, 海外拓展不及预期风险

中国人保 (601319): 2025 年一季报点评: 承保与投资均有提升, 财险业务净利润同比近翻倍

盈利预测与投资评级: 我们看好公司作为财险行业龙头具有的品牌效应和费用管控优势, 在精细化管理下有望持续优化业务结构、推动降本增效。结合公司 2025Q1 经营情况, 我们上调盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 510/540/597 亿元 (前值为 461/511/574 亿元), 当前市值对应 2025E PEV 0.8x、PB 1.1x。维持“买入”评级。 风险提示: 1) 行业保费增速低于预期; 2) 自然灾害等不确定因素。

山西汾酒 (600809): 2024 年报及 2025 一季报点评: 步稳行健, 笃志进取

事件: 公司发布财报, 2024 年收入、归母利润分别同增 12.8%、17.3%, 24Q4 收入、归母利润分别同降 10.2%、11.3%。25Q1 收入、归母利润分别同增 7.7%、6.2%, Q1 销售费率上升导致利润增速略慢于收入。 盈利预测与投资评级: 2024 年度公司分红率提升至 60%, 强化股东回报, 龙头底色更足, 对应 24 股息率达 3.0%。考虑宏观需求复苏进程缓和, 我们调整 2025~26 年归母净利润预测至 135、154 亿元 (前值为 135、156 亿元), 同比+10%、14%, 更新 2027 年归母净利润预测为 181 亿元, 同比+18%, 当前市值对应 2025~27 年 PE 为 18/16/14X, 维持“买入”评级。 风险提示: 宏观经济持续走弱超预期风险; 紧缩形势加剧风险; 省外竞争超预期风险等。

经纬恒润-W (688326): 2024 年报及 2025 一季度报点评: 降本增效收入释放, 业绩拐点将至

盈利预测与投资评级: 由于汽车行业下游竞争激烈, 零部件供应商可能受到成本压力, 我们维持公司 2025-2026 年营收预测为 71.5/80.4 亿元, 预计 2027 年营收为 92.9 亿元, 同比分别+29%/+13%/+16%; 下调 2025-2026 年归母净利润预测为 0.23/1.74 亿元 (原为 2.01/3.63 亿元), 预计 2027 年归母净利润为 2.66 亿元, 2026-2027 年归母净利润同比分别+663%/+53%, 2025-2027 年对应 PE 分别为 404/53/35 倍, 鉴于公司电子业务新品放量在即, 我们维持“买入”评级。 风险提示: 智能电动汽车行业发展不及预期, 法律法规限制自动驾驶发展, 下游车企价格战超预期。

曼恩斯特 (301325): 2024 年年报&2025 年一季报点评: 业绩基本符合预

期，新业务逐步开启放量

盈利预测与投资评级：由于下游需求不及预期，我们调整 25-26 年归母净利润至 1.2/2.1 亿元（此前预测 1.8/3.1 亿元），同比+290%/+75%，新增 27 年归母净利润预期 3.4 亿元，同增 62%，对应 PE 为 59/33/21x，维持“买入”评级。风险提示：下游需求放缓、新产品不及预期。

2025 年一季报点评：天然气盈利水平优异，稳油增气持续推进

公司注重股东回报：根据我们最新预测，我们预计公司 2025 年归母净利润 1668 元，按照分红比例 52%，合计派息 868 亿元，按 2025 年 4 月 29 日收盘价，中石油 A 股股息率为 5.9%；中石油 H 股税前股息率为 8.8%，按 20%扣税，税后股息率为 7.0%。盈利预测与投资评级：根据公司油气产量情况，以及公司受益于天然气顺价政策，我们维持 2025-2027 年归母净利润分别 1668、1721、1787 亿元。按 2025 年 4 月 29 日收盘价，对应 A 股 PE 分别 8.7、8.45、8.1 倍，对应 H 股 PE 分别 5.9、5.7、5.5 倍。公司盈利能力显著，成本管控优异，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险；宏观经济波动；成品油需求复苏不及预期

莱百股份（605599）：2024 年报及 2025 一季报点评：25Q1 归母净利同增 17%，投资类产品增长强劲

盈利预测与投资评级：公司投资金条产品占比大幅提升，2025 年在行业短期承压背景下仍实现超预期业绩增长，我们将公司 2025-2026 年归母净利润从 7.43/8.36 亿元上调至 7.8/8.37 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 8.90 亿元，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 13/13/12 倍，估值仍处于较低位置，维持“买入”评级。风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终端消费不及预期。

中国通号（688009）：2025 年一季报点评：营收稳步增长，铁路/城轨新签订单增长可观

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 39.05/43.05/47.17 亿元，当前股价对应 PE 分别为 15/13/12 倍，公司加速退出低毛利工程总承包业务有望轻装上阵，维持公司“买入”评级。风险提示：铁路固定资产投资不及预期，订单交付进展不及预期，业务结构调整不及预期。

三花智控（002050）：2025 年一季报点评：家电增长超预期，人形机器人星辰大海

25Q1 营收同比+19%、归母净利润同比+39%、业绩超市场预期。公司 25Q1 营收 77 亿元，同比+19.1%，归母净利润 9 亿元，同比+39%，扣非净利润 8.5 亿元，同比+27%，毛利率 26.8%，同比-0.2pct，销售净利率 12%，同比+2pct，业绩超市场预期。国内外双驱动、传统制冷需求超预期，我们预计 25Q1 收入同比+30%。1）国内政策刺激，家电产品旺季提前来临，Q2 为传统旺季，增势有望延续；2）海外全球极端天气频发，欧美需求复苏，公司产品渗透率持续提升，同时美国关税不确定性引发“抢装潮”，而公司凭借越南&墨西哥&泰国工厂的全球化制造优势，充分对冲。我们测算 24 年公司家电板块美国收入占比 25%，其中 60-70%来自墨西哥免税工厂，其余大部分来自越南工厂，后续关税可协商，总体影响可控，全年维持家电板块 10%增长预期。国内核心客户带动效应明显、汽零稳健增长，我们预计 25Q1 收入同比+5%。25Q1 核心客户特斯拉/赛力斯/理想/比亚迪/吉利销量同比-22%/-47%/+16%/+59%/+47%，同时小米 Q1 销量 7.6 万辆，贡献较大。展望全年，特斯拉有望逐步企稳，国内增

势延续，我们预计板块收入至同增 20%+。同时关税方面，24 年对美收入占比约 15%，采用 FOB 定价方式，大部分由墨西哥工厂生产，且公司加快泰国等工厂建设，分散风险。人形元年已至、公司进展顺利、未来利润弹性显著。海外龙头明确底数千台产量，29 或者 30 年超 100 万台。公司聚焦机电执行器，配合客户全系列研发送样，同时持续加大全球生产布局，先发优势明显并获得客户认可，预计公司获得主供地位确定性强。按照 100 万台出货测算，执行器总成 5 万元，净利率 10%，可贡献 35 亿元利润，弹性显著。

金龙汽车（600686）：2024 年及 2025 年一季度业绩点评：三龙整合完毕，盈利中枢上移

盈利预测与投资评级：由于公司国内外销量增速较快，我们上调公司 2025 年营业收入为 250 亿元（原为 238 亿元），维持 2026 年营业收入为 268 亿元，预计 2027 年营业收入为 285 亿元，同比+9%/+7%/+7%，维持 2025-2026 年归母净利润为 4.4/6.4 亿元，预计 2027 年归母净利润为 8.3 亿元，同比+182%/+45%/+28%，对应 PE 为 21/15/11 倍。维持公司“买入”评级。

老凤祥（600612）：2024 年报及 2025 一季报点评：短期业绩承压，期待 25H2 业绩拐点

盈利预测与投资评级：24 年金价急涨带来的需求抑制在 24H2 反应较为直接，我们预计 25H2 低基数下拐点值得期待。老凤祥品牌作为强现金流、高壁垒品牌，当前估值处于有吸引力的阶段。考虑到金价急涨短期抑制消费需求，我们将公司 2025-26 年归母净利润预测从 21.3/22.8 亿元下调至 16.4/18.3 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 19.6 亿元，分别同比-15%/+12%/+7%，对应 PE 分别为 16/14/13X，维持“买入”评级。

华阳集团（002906）：2025 年一季度业绩点评：Q1 收入同比高增，新产品新客户放量看好长期成长

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年营收预测为 127.0/155.6/187.1 亿元，同比分别+25%/+23%/+20%；维持 2025-2027 年归母净利润预测为 9.0/11.3/14.0 亿元，同比分别+38%/+26%/+24%，对应 PE 分别为 17/14/11 倍，维持“买入”评级。

欣旺达（300207）：2025 年一季度业绩点评：Q1 业绩符合预期，电芯自供率持续提升

盈利预测与投资评级：我们基本维持 25-27 年归母净利润预测 20.5/24.9/30.1 亿元，同增+40%/+21%/+21%，对应 PE 为 17x/14x/12x，考虑到公司消费龙头地位，给予 25 年 25xPE，对应目标价 27.8 元，维持“买入”评级。

电科网安（002268）：2024 年年报和 2025 年一季度业绩点评：符合市场预期，考虑行业短期需求的影响，我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 0.53/0.65 元下调至 0.24/0.31 元，预测 2027 年 EPS 为 0.43 元。考虑后续随着需求回暖订单有望逐渐恢复，依旧看好公司作为行业龙头公司的优势地位，维持“买入”评级。

国泰海通（601211）：2025 年一季度业绩点评：并表海通，各主营业务增速可观，带动扣非净利润同比增长 61%

事件：国泰君安发布 2025 年一季度业绩，实现营业收入 117.7 亿元，同

比+47.5%；归母净利润 122.4 亿元，同比+391.8%，主要是由于吸收合并海通证券产生负商誉；扣非归母净利润 32.9 亿元，同比+61%，对应扣非 EPS 0.30 元，扣非 ROE1.69%，同比+0.43pct。财富管理深化分客群经营模式，并表后市占率显著提升。2025 年一季度实现经纪业务收入 26.5 亿元，同比+77.0%，占营业收入的 26.5%。全市场日均股基交易额 17031 亿元，同比+70.3%。公司两融余额 1886 亿元，同比+118%，市场份额 9.8%，较年初+4.2pct。公司自 3 月 14 日并表海通证券后，经纪及两融市场份额显著提升。整合后投行团队进一步扩容，业务能力有望进一步提升。2025 年一季度实现投行业务收入 7.1 亿元，同比+10.3%。股权主承销规模 15.0 亿元，同比-72.8%，排名第 14；其中 IPO 3 家，募资规模 15 亿元。债券主承销规模 2419 亿元，同比-1.0%，排名第 4；其中公司债、地方政府债、ABS 承销规模分别为 859 亿元、488 亿元、338 亿元。截至 2025 年一季度末国泰海通 IPO 储备项目 22 家，排名第 3，其中两市主板 15 家，北交所 3 家，创业板 4 家。原海通证券 IPO 储备项目 19 家，排名第 4。双方整合后投行团队进一步扩容，业务能力有望进一步提升。一参两控一牌，大资管实力显著提升。2025 年一季度实现资管业务收入 11.7 亿元，同比+27.2%。截至 2024 年末国泰君安资产管理规模 5884 亿元，同比+8.3%；华安基金管理规模 7724 亿元，同比增长 14.4%；海富通基金管理公募规模 1722 亿元，同比增长 14.0%；富国基金管理公募规模 10648 亿元，同比增长 20%。自营风格稳健，一季度自营大幅增长。2025 年一季度实现投资收益（含公允价值）40.1 亿元，同比+68.7%；调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）41.4 亿元，同比+76.7%。盈利预测与投资评级：资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，头部券商控制风险能力更强，能更大程度的享受政策红利，且吸收合并后的国泰海通证券在资本实力已位居行业第一，各项业务市场份额也显著提升。我们调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 269/280/326 亿元（前值为：182/27

雅化集团（002497）：2024 年报及 2025 一季报点评：自有矿即将贡献利润，民爆业绩增速亮眼

盈利预测与投资评级：由于锂价底部区间震荡，我们下调 2025 年盈利预测，预期民爆海外项目逐步落地贡献增量，上调 2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 8.1/12.8/19.4 亿元（25-26 年原预期为 9.35/12.61 亿元），同比+214%/+59%/+52%，对应 16x/10x/7xPE，考虑公司锂盐产销量维持高增，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期

宇通客车（600066）：2025 年一季报点评：内销优于出口，业绩超预期

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025~2027 年营业收入预测为 429/499/567 亿元，同比+15%/+16%/+14%，维持 2025~2027 年归母净利润预测为 46.3/55.5/67.5 亿元，同比+12%/+20%/+22%，对应 PE 为 13/11/9 倍，维持“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

长华集团（605018）：2024 年年报&2025 年一季报点评：短期业绩承压，募投落地蓄力未来

盈利预测与投资评级：考虑到公司产能爬坡或对公司盈利有所影响，我们下调公司 2025-2026 年营收为 26.2/30.1 亿元（原为 30.1/34.7 亿元），预计 2027 年营业收入 34.7 亿元，同比分别+19%/+15%/+15%，下调 2025-

2026 年归母净利润为 1.5/1.9 亿元（原为 2.4/3.0 亿元），预计 2027 年归母净利润 2.5 亿元，同比分别+30%/+26%/+32%，对应 PE 为 32/26/19 倍。我们认为公司尚处产能爬坡初期，看好公司未来新产品和新客户带来的业务增量，维持“买入”评级。风险提示：核心客户销量不及预期，新产品量产爬坡不及预期。

江淮汽车（600418）：2025 年一季报点评：业绩符合预期，尊界 S800 上市在即

盈利预测与投资评级：公司与华为在产品开发、生产制造、销售和服务等领域全面战略合作，着力打造豪华智能网联电动汽车尊界 S800，目前已正式亮相；与大众战略合作进展顺利；与宁德时代、科大讯飞等科技型企业的协同合作持续深化，加速生态融合；公司商用车业务经营稳定。我们维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期至 8.4/15.9/33.9 亿元。对应 PE 为 93/49/23 倍，由于公司对外合作进展顺利，新车上市在即，我们仍维持江淮汽车“买入”评级。风险提示：商用车行业景气度低于预期；对外合作进展低于预期；芯片/电池等关键零部件供应链不稳定风险等。

中国人寿（601628）：2025 年一季报点评：归母净利润大幅增长，新单结构显著优化

盈利预测与投资评级：我们看好公司作为寿险行业龙头的竞争优势，预计伴随公司个险营销转型的深入推进，队伍质态和业绩表现将进一步提升。结合公司 2025Q1 年经营情况，我们维持此前盈利预测不变，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1075/1120/1205 亿元，当前市值对应 2025E PEV 0.68x、PB 1.95x，仍处低位，维持“买入”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；新单保费增长不达预期。

贵州茅台（600519）：2025 年一季报点评：节奏得当，开局顺利

事件：公司发布 2025 一季报。25Q1 实现总营收 514.4 亿元，同比+10.7%，实现营收 506.0 亿元，同比+10.5%；归母净利润 268.5 亿元，同比+11.6%。25Q1 发货节奏同比修复，直销渠道增长加速。25Q1 公司酒类收入同增 10.8%，增速高于全年中枢，主因公司各区域发货精准调控，在保障整体价盘基本稳定的基础上，发货节奏同比有所修复。1）分产品看：①茅台酒收入同增 9.7%，主要系公斤装茅台、生肖等增量较多。②系列酒收入同增 18.3%，1 是 1935 费用政策调整后，大商利润得到保障，开门红配额执行顺利推进；2 是茅台王子酒加快铺货放量。2）分渠道看：25Q1 直销/批发渠道收入同增 20.2%、3.9%，直销占比回升至 46%。直销收入增长加快，与直销渠道非标配额增投，以及经销渠道非标配额自 24Q3 以来全部转为自营店提货有关。盈利预测与投资评级：参考 2025 年经营目标，我们维持 2025~27 年归母净利润预测为 932、1009、1103 亿元，同比+8%、+8%、+9%，当前市值对应 PE 为 21、19、18x，维持“买入”评级。风险提示：宏观承压消费持续走弱，需求企稳不及预期；市场对增速规划的非理性反应等。

新华保险（601336）：2025 年一季报点评：新单保费、NBV、净利润均表现亮眼

盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年一季度经营情况，我们小幅上调 2025-2027 年归母净利润预测至 292/302/314 亿元（前值为 283/292/303 亿元）。当前市值对应 2025E PEV 0.52x、PB 1.41x，仍处低位。我们看好公司将以深化供给侧改革为主线，深刻把握新时代广大居民健康、养老、财富管理发展机遇，维持“买入”评级。风险提示：长端利率趋势性下

行，权益市场波动，新单保费承压。

海天精工 (601882): 2025 年一季报点评: 业绩短期承压，产能稳步扩张注入长期成长性

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 6.41/7.60/8.96 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 16/13/11 倍，公司产能正在爬坡进程中，国际化布局稳步推进，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，机床行业需求不及预期，产能建设进度不及预期。

天奈科技 (688116): 2024 年报及 2025 一季报点评: 业绩符合预期，单壁碳管放量在即

投资建议：考虑短期行业竞争影响公司盈利能力，我们下调公司 25-26 年归母净利润预期为 4.5/6.5 亿元（前预测为 4.8/7.1 亿元），新增 27 年归母净利润预期为 9.1 亿元，同比增 80%/45%/40%，对应 PE 为 31x/22x/15x，考虑单壁放量弹性大，我们给予 26 年 30x 估值，对应目标价 57 元，维持“买入”评级。风险提示：需求不及预期，产能建设不及预期，行业竞争加剧。

中国汽研 (601965): 2024 年报&2025 一季报点评: 业绩符合预期，前沿布局持续跟进市场需求

盈利预测与投资评级：由于公司智能网联业务释放需要时间，我们下调 2025-2026 年的营收为 54.7/63.2 亿元（原为 59.1/70.7 亿元），预计 2027 年营收为 73.7 亿元，同比+17%/+16%/+17%；下调 2025-2026 年归母净利润为 11.1/12.8 亿元（原为 11.7/ 13.6 亿元），预计 2027 年归母净利润为 14.4 亿元，同比+23%/+14%/+13%，对应 PE 17/15/13 倍，维持“买入”评级。。风险提示：智能电动汽车行业发展不及预期，法律法规限制自动驾驶发展，下游车企价格战超预期。

元力股份 (300174): 2024 年年报&2025 年一季报点评: 业绩基本符合预期，白炭黑+硅碳开启放量

盈利预测与投资评级：由于新产品出货节奏变化，我们调整 25-26 年归母净利润至 2.9/3.6 亿元（此前预测 3.3/5.1 亿元），同比基本持平/+25%，新增 27 年归母净利润预期 4.6 亿元，同增 28%，对应 PE 为 19/15/12x，维持“买入”评级。风险提示：下游需求放缓、新产品不及预期。

华海清科 (688120): 2024 年报&2025 一季报点评: 业绩持续高增，看好公司打造 CMP/减薄设备龙头

2024 业绩高增表现亮眼，CMP/减薄设备贡献：2024 年公司实现营收 34.06 亿元，同比+35.8%，主要由 CMP/减薄装备贡献，营收达 29.87 亿元，同比+31.2%。期间归母净利润为 10.23 亿元，同比+41.4%；扣非归母净利润为 8.56 亿元，同比+40.8%。2025Q1 单季公司营收 9.12 亿元，同比+34%；Q1 归母净利润 2.33 亿元，同比+15%；扣非归母净利润 2.12 亿元，同比+24%。期间费用控制效果显著，公司持续加大研发投入：2024 年毛利率为 43.2%，同比-2.8pct；净利率为 25.6%，同比+1.2pct；期间费用率为 19.7%，同比-2.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率为 3.6/5.6/11.6/-0.7%，同比-1.7/-0.1/-0.6/+0.7pct；2024 年公司研发投入 3.94 亿元，同比+30%。25Q1 单季毛利率为 46.4%，同比-1.56pct，环比+9.88pct；销售净利率为 25.6%，同比-4.14pct，环比-6.13pct。合同负债&存货同比增长，24 年经营现金流表现良好：截至 2024Q4 末，公司合同负债 17.9 亿元，同比+35%；存货为 32.7 亿元，同比+35%；公司 2024 年生产/销售

半导体设备 354/268 台，同比+37.7/+43.3%；2024 年公司经营活动净现金流入 11.55 亿元，同比+77%。CMP 装备实现较高市占率，看好减薄及划片设备放量：（1）CMP 设备：全新抛光系统架构 CMP 机台 Universal-H300 已经获得批量重复订单，并实现规模化出货；面向第三代半导体客户的专用 CMP 装备研制成功并已发往客户端验证；新签订单中先进制程占比较大，公司部分先进制程 CMP 装备在国内多家头部客户实现全部工艺验证。目前公司 12 英寸及 8 英寸 CMP 装备在国内客户端均已实现较高市场占有率；（2）晶圆减薄及划切设备：2024 年公司 12 英寸超精密晶圆减薄机 Versatile-GP300 完成首台验证并实现批量销售，核心指标达到了国内领先和国际先进水平，12 英寸晶圆减薄贴膜一体机 Versatile-GM300 和 12 英寸晶圆划切装备 Versatile-DT300 已发往客户端进行验证。目前公司减薄装备已覆盖存储、CIS、先进封装等多种工艺客户，未来将开发更高 WPH、更高 TTV 的全新机型，提高市场竞争力。看好

中国中车（601766）：2025 年一季报点评：25Q1 业绩实现高增，铁路装备业务提供主要驱动力

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 138.08/148.80/160.34 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 15/14/13 倍，考虑到铁路固定资产投资复苏向好，公司作为国内唯一动车组整车生产商将同步受益，维持公司“买入”评级。风险提示：铁路固定资产投资不及预期，动车组招标不及预期，宏观经济风险。

沪光股份（605333）：2024 年报及 2025 年一季报点评：2024 年业绩高增，新产品新客户打开增长上限

盈利预测与投资评级：我们维持 2025/2026 年营业收入为 100/121 亿元，预计 2027 年营业收入为 143 亿元，同比分别+26%/+21%/19%，维持公司 2025-2026 年归母净利润预测为 8.7/10.9 亿元，预计 2027 年归母净利润为 12.9 亿元，同比分别+30%/+25%/+18%，对应 PE 分别为 15/12/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：核心客户销量不及预期，新客户及新产品开拓不及预期等。

华域汽车（600741）：2024 年年报&2025 年一季度报点评：客户多元收入稳健增长，盈利企稳在手现金充裕

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2026 年营收预测为 1731/1826 亿元，预计 2027 年营收为 1871 亿元，同比分别+2.5%/+5.5%/+2.5%；由于汽车市场竞争激烈，供应链成本压力较大，我们下调 2025-2026 年归母净利润预测为 71/77 亿元（原为 78/83 亿元，预计 2027 年归母净利润为 81 亿元，同比分别+6.5%/+8.3%/+4.4%，对应 PE 分别为 8/7/7 倍，维持“买入”评级。风险提示：海外市场拓展不及预期；下游乘用车需求复苏低于预期，乘用车价格战超过预期。

普瑞眼科（301239）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：Q1 业绩符合预期，新院爬坡有望带来业绩改善

事件：2024 年，公司实现营业收入 26.78 亿元（-1.46%，同比，下同），归母净利润-1.02 亿元（-138.02%），扣非归母净利润-0.85 亿元（-143.08%）；2025Q1 实现营业收入 7.42 亿元（+9.82%），归母净利润 0.27 亿元（+61.18%），扣非归母净利润 0.28 亿元（+48.37%）。

劲仔食品（003000）：2025 一季报点评：Q1 稳健收官，Q2 关注品类动作
我们上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.24/3.81/4.13 亿元（此前盈利预测为 3.11/3.70/4.12 亿元），同比

+11.33%/+17.52%/+8.41%，对应 PE 为 17/15/13X。维持“买入”评级。

均胜电子 (600699): 2025 年一季度业绩点评: 毛利率同比显著提升, 业绩符合预期

盈利预测与投资评级: 我们维持 2025-2027 年营收预测为 674/728/782 亿元, 同比 +21%/+8%/+7%; 基本维持 2025-2027 年归母净利润为 16.1/19.5/23.2 亿元, 同比分别 +68%/+21%/+19%, 对应 PE 分别为 14/12/10 倍, 由于公司主营业务盈利处于改善周期, 新业务亟待放量, 我们看好公司长期投资价值, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游乘用车需求复苏不及预期, 汽车安全业务修复不及预期。

巨人网络 (002558): 2025 年一季报点评: 流水延续强劲增长, 积极关注新游及 AI 进展

盈利预测与投资评级: 我们维持此前盈利预测, 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.85/0.92/0.99 元, 对应当前股价 PE 分别为 17/16/15 倍。我们看好公司存量游戏业绩稳健释放, 新游戏陆续上线贡献增量, 同时期待 AI+游戏探索落地, 维持“买入”评级。 风险提示: 老游流水超预期下滑, 新游表现不及预期, 行业监管风险。

力佳科技 (835237): 2024 年报&2025 一季报点评: 2024 年锂价回落带动毛利率回升, 2025 年价格传导或有回落

盈利预测与投资评级: 考虑美国关税不确定性或有一定影响, 我们下调 2025 年及 2026 年盈利预测, 新增 2027 年盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.59/0.65/0.73 亿元 (2025-2026 年前值为 0.74/0.81 亿元), 同比 -20%/+12%/+12%, 对应 PE 为 35/32/28 倍, 考虑公司积极拓展市场与客户, 未来有望持续增长, 维持“增持”评级。 风险提示: 竞争加剧, 需求不及预期。

英杰电气 (300820): 2024 年报&2025 年一季报点评: 业绩短期承压, 半导体射频电源打造新增长极

泛半导体电源国产替代前景可期, 充电桩打造新增长极。公司为国内泛半导体工业电源龙头, 光伏、半导体产品国产替代率持续提升, 充电桩随产能释放快速起量, 看好业绩成长性。(1) 光伏: 公司产品应用于光伏行业上游的材料生产设备的电源控制上, 在还原提纯和晶体生长环节均有应用, 运用于 TOPCON 行业的中频溅射电源订单持续放量, 有望受益光伏电池片电源国产化;(2) 半导体及电子材料: 公司重点攻关半导体刻蚀、薄膜沉积 (CVD/PECVD)、离子注入等关键制程电源技术, 同步拓展碳化硅外延、复合铜箔等新兴领域, 部分型号射频电源已实现量产, 覆盖 5nm 刻蚀及 PECVD 等先进制程, 已经申请了数十项半导体电源相关专利;(3) 充电桩: 公司全资子公司四川英杰新能源有限公司专注研发制造新能源汽车充电桩, 推出工商业储能核心产品, 完成核心技术攻关, 海外业务由英杰寰宇国际负责, 已在欧洲和亚洲地区设立分、子公司, 获得欧洲主要能源企业未来五年充电桩招投标机会。 盈利预测与投资评级: 考虑到公司产品结构, 我们下调公司 2025-2026 年归母净利润为 4.01/4.98 亿元 (原值 6.8/8.0 亿元), 预计 2027 年归母净利润为 6.34 亿元, 当前市值对应 PE 为 22.2/17.9/14.0 倍, 但考虑到公司成长性, 维持“增持”评级。 风险提示: 下游扩产不及预期、产品拓展不及预期等。

埃斯顿 (002747): 2024 年报&2025 年一季报点评: 业绩短期承压, 工业机器人市占率稳步提升

盈利预测与投资评级：考虑到公司充分计提减值轻装上阵，我们上调公司2025-2026年归母净利润预测为0.54（原值0.28）/1.17（原值0.45）亿元，预计2027年归母净利润为1.70亿元，当前股价对应PE分别为305/143/98倍，考虑到公司在工业机器人领域龙头地位，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，工业机器人需求不及预期，市场价格竞争加剧。

恒生电子（600570）：2025年一季报点评：投资收益拉升利润，整体成本下行

盈利预测与投资评级：资本市场整体回暖，但金融机构的科技投入仍未出现明显正增长拐点，我们维持此前业绩预测，预计公司2025-2027年归母净利润分别为12/14/17亿元，对应PE为46/40/33倍。资本市场持续向好，金融机构基本面企稳，我们仍看好公司金融IT的业务模式，维持“买入”评级。风险提示：AI等技术发展不及预期，金融机构IT投入不及预期，权益市场波动，市场竞争加剧。

安徽合力（600761）：2025年一季报点评：归母净利润同比-20%，费用计提影响利润增长

盈利预测与投资评级：我们维持公司2025-2026年归母净利润预测14（+6%）/15（+8%）亿元，新增2027年归母净利润16（+8%）亿元，当前市值对应PE 10/9/9X，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治冲突、原材料价格上涨、竞争格局恶化等

中国中免（601888）：2025一季报点评：海南降幅继续收窄，关注市内店和消费政策效果

盈利预测与投资评级：中免市场地位稳固，中长期看好中免作为旅游零售龙头受益市内免税店政策和出境游的逐步恢复，在消费景气状态下受益于相对较高的行业增速。考虑免税消费需求承压，下调公司盈利预测，2025-2027年归母净利润分别为46.8/53.5/59.8亿元（前值为49.8/57.6/66.9亿元），对应PE为28/24/22倍，维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期、居民消费意愿恢复不及预期等。

华厦眼科（301267）：2024年年报及2025一季报点评：24年消费眼科稳健增长，战略收购持续推进

事件：2024年，公司实现营业收入40.27亿元（+0.35%，同比，下同），归母净利润4.29亿元（-35.63%），扣非归母净利润4.09亿元（-38.29%）；2025Q1实现营业收入10.93亿元（+11.74%），归母净利润1.50亿元（-4.00%），扣非归母净利润1.40亿元（-11.12%）。

南网能源（003035）：2025一季报点评：符合预期，继续聚焦主业、退出生物质

事件：2025Q1公司实现营业收入6.93亿元，同比+20.4%；实现归母净利润0.91亿元，同比+1.7%；实现扣非归母净利润0.9亿元，同比+5.2%。继续稳步推进工业节能和建筑节能两大主业，2025Q1同比分别+26.5%、13.7%。一方面，2025Q1公司收入利润同比增长，工业节能、建筑节能分别实现营业收入3.71亿元、1.99亿元，同比+26.5%、+13.7%。另一方面，公司妥善做好生物质利用业务等亏损资产治理，其中中藤县鑫隆源生物质项目一季度已转为盈利。风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率下降等

浙江鼎力（603338）：2025年一季报点评：归母净利润+42%略超预期，盈利水平同环比修复

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 21 (+31%)/24(+14%)/28(+14%)亿元，当前市值对应 PE 分别为 10/9/8X，维持“增持”评级。风险提示：竞争格局恶化、地缘政治冲突等

纽威股份 (603699)：2025 年一季报快评：归母净利润同比+34%，盈利能力维持稳健

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 14.5/17.7/20.6 亿元对应当前市值 PE 分别为 15/12/10x，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化、原材料价格波动等

宏观策略

宏观点评 20250430：外需对经济的冲击开始显现——4 月 PMI 数据点评

4 月制造业 PMI 为 49%，比上月下降 1.5 个百分点；服务业 PMI 为 50.1%，比上月下降 0.2 个百分点；建筑业 PMI 为 51.9%，比上月下降 1.5 个百分点。三大行业景气度环比都在下降，其中制造业降幅最大并且再次降至 50% 荣枯线下，表明外需对经济的冲击已经开始显现。靴子落地，外需冲击开始显现。从去年底开始，市场就开始担心关税带来的经济冲击，从 4 月制造业 PMI 数据来看，这一冲击正在兑现。4 月制造业 PMI 环比下降 1.5 个点，降幅远超历史均值 -0.7 个点，跟过去十年历史同期相比仅次于 2022、2023 年。2022 年 4 月由于疫情冲击，制造业 PMI 环比 -2.1pct；2023 年由于“小阳春”退潮，4 月制造业 PMI 环比 -2.7pct；今年 4 月环比 -1.5pct，降幅略低于 22 和 23 年，但未来几个月压力可能会加大。从制造业 PMI 数据来看这次外需冲击的七个特点。一是节奏上，5-6 月可能制造业压力边际加大。美国与其他国家 90 天暂停关税带来的转口贸易、5 月 2 日开始生效的小包直邮关税，都意味着 5-6 月出口压力可能会逐步加大。并且其他国家和地区 4 月制造业 PMI 尚未开始下降，如欧元区 4 月制造业 PMI 从 3 月的 48.6% 微升至 48.7%，日本从 48.4% 升至 48.5%，未来如果出现全球制造业衰退，我国出口压力也会更大。二是 4 月制造业产需均放缓，生产降幅略大于需求，需求下降主要来自于外需，制造业的内需动能指标在走强。4 月制造业 PMI 生产指数环比下降 2.8 个点至 49.8%、新订单指数下降 2.6 个点至 49.2%，但新订单的减少主要来自出口订单。“新订单-新出口订单”可以在一定程度上反映经济的内生动能，这个指标在 4 月从 2.8% 回升至 4.5%。三是出口冲击反映在制造企业生产行为上，企业主动调整生产节奏，减少采购，产成品库存下降。4 月制造业 PMI 的进口指数、采购量指数分别环比下降 4.1 和 5.5 个点，产成品库存指数小幅下降 0.7 个点，出口订单指数下降 4.3 个点。四是从就业来看，出口的就业冲击尚未完全显现，反而是建筑业就业指数降至历史最低区间，加大了稳就业的压力。4 月制造业 PMI 从业人员指数小幅下行 0.3 个点至 47.9%，服务业从业人员指数环比上行 0.3 个点至 46.8%，建筑业从业人员指数环比下行 3.6 个点至 37.8%，降至历史最低区间。我们在此前报告中指出，出口增速每下降 1 个点，大致对应 104 万左右的就业岗位，需要靠建筑业和服务业来消化出口带来的就业冲击（《增量政策的 6 条线索——学习 4 月政治局会议精神》）。从 4 月 PMI 调查数据来看，制造业就业冲击还没有完全显现，但建筑业就业降幅较大，加大了稳就业的压力。五是从价格来看，出厂价格比进价压力更大。4 月制造业 PMI 的原材料购进价格指数下降 2.8 个点至 47%，出厂价格指数下降 3.1 个点至 44.8%。一方面，出口转内销加剧国内供过于求的问题，因此出厂价格比进价降幅更大；另一方面，原油等大宗商品价格下行也拖累工业价格。六是从行业来看，对外需依赖更大的纺织业、装备制造业 4 月景气度下行更多，高技术制造业和消费品行业的韧性较强。一方面，国家统计局指出“纺织、纺织服装服饰、金属制品等行业两（产需）个指数明显回落”；另一方面，大类行业中，高技术制造业、装备制造业、消费品行业、原材料行业的 PMI 指数环比分别下降 0.8、2.4、0.6 和 1.6 个点，高技术制造业和消费品行业的韧性较强，装备制造业降幅最大。综合来看，4 月制造业中，更依赖于外需的纺织业、装备制造业受影

响最大。七是从大中小企业来看，大型企业景气度降幅更大。4月，大中小企业制造业 PMI 指数分别下行 2.0、1.1、0.9 个点，大型企业景气度下降更多。这是由于大型企业基数更高，3 月大中小企业 PMI 分别为 51.2%、49.9%、49.6%。提振服务需求是对冲出口影响的重要环节。4 月服务业景气度尽管仍在 50%荣枯线上，但自 2023 年下半年服务业 PMI 以来长期在 50%上下波动，整体中枢趋于下移。如果要以强大内需对冲出口压力，服务业还需要更多政策支持，以带动整体景气度更上一层楼。4 月政治局会议指出“大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用”，并设立“服务消费与养老再贷款”，提振服务消费成为下一阶段促消费扩内需、对冲出口影响的重要环节。建筑业方面，基建开工回升，房地产施工仍然是主要拖累。4 月建筑业 PMI 指数为 51.9%，比上月下降 1.5 个百分点，仍位于扩张区间。其中，土木工程建筑业商务活动指数为 60.9%，比上月上升 6.4 个百分点，表明基建施工进度有所加快，房地产仍然是建筑施工的主要拖累。未来仅靠基建施工可能难以支撑需求，需要加快推进城中村和危旧房改造，促进房地产投资止跌回稳。往后看，一批稳增长政策将在二季度落地，增量政策储备也在加快推进，将通过内需特别是消费的扩张来对冲出口带来的影响。4 月政治局会议指出“要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面。”4 月 28 日，国家发改委副主任赵辰昕指出，“政策大部分将在二季度落地”。未来几个月，外需的演变不确定性较大，要靠内需特别是消费的扩张来对冲出口影响。为应对正在到来的关税冲击，一方面需要抓好 3 月两会部署的政策落实，另一方面择机出台新的增量政策，加大逆周期调节力度。风险提示：全球关税出现较大变化；房地产市场走弱；稳增长政策落地进度不及预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

宏观深度报告 20250430：结汇和买债：牵引人民币汇率的“双主线”

核心观点 4 月份人民币汇率呈现“中间价引导贬值、即期汇率升值”的组合。从一季度跨境资金流动看，牵引人民币汇率的有两条主线：

“抢出口”推升结汇规模、外资增配人民币债券。跨境资金主线（1）：“抢出口”支撑商品贸易顺差。在 4 月关税政策落地之前，“抢出口”推高商品贸易结汇，一季度货物贸易顺差达到 562 亿美元，3 月份单月结汇 254.6 亿美元，抵消了服务贸易科目下的流出。由于 4 月份关税政策持续扰动，4 月上旬曾有人民币汇率“跳贬”，但是经过 2022 年至 2024 年的汇率波动，货物贸易承受外部冲击的韧性在提升，根据外管局介绍，2025 年一季度货物贸易项下人民币跨境收支占比、企业外汇套期保值比率较上年均有所提升。跨境资金主线（2）：“避险”推动外资增配人民币债券。证券投资连续净流入，外资正在增配人民币债券，但是与 2023 年至 2024 年期间“买入中债+掉期锁汇”的无风险套利机制推动外资持续增配中债不同，2025 年以来，避险或是 4 月份以来外资加大人民币债券买入的主要原因，4 月份由于关税政策不确定性升温，对美元资产从去年四季度的“关税溢价”交易突变为“关税折价”交易，并频繁引发美元资产的“股债汇三杀”，资金回补更稳定、确定性更高的“避险资产”，人民币债券或重现 2020 年新冠疫情全球肆虐时期的“避风港”作用。在外资增配中债的推动下，一季度证券投资累计顺差 42.73 亿美元，3 月份单月顺差达到 17.93 亿美元。人民币年度主线：“囤汇”或仍是外汇收支主逻辑。从国际收支角度看，一季度美元指数下跌和“抢出口”一度推动结汇需求释放，但是企业和居民继续呈现“囤汇需求较高、购汇倾向回落”的特征，“囤汇盘”

仍是今年人民币汇率波动的资金主线。在 2025 年已知的关税政策风险尚未完全落地的情形下，待结汇盘规模或延续扩张，形成“抢出口推升结汇量+贬值担忧推升待结汇盘”的资金组合，如果外部环境向着持续利多非美货币的图景演化，美元指数确认持续处于“弱美元”状态，待结汇盘或逐步释放。 货币政策：主动引导贬值为何未触发“降息”。“降准降息”的“机”或正随基本面而打开操作窗口，然而“机”的实际选择或还应取决于经济数据、市场预期和外部冲击的综合研判。主动引导贬值或是“降息”的必要非充分条件。当“稳增长”要求“降息”落地时，人民币汇率贬值为“适度宽松”腾挪外部条件，但是从中间价主动引导贬值并不能推导出货币政策必然选择“降息”，人民币主动释放汇率贬值压力、以有弹性的汇率政策搭配利率政策，有利于国内货币政策更加“及时”落地“适度宽松”，人民币汇率波动不会掣肘“降准降息”的兑现。 风险提示：特朗普政府关税政策反复摇摆，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不不确定性；中国的对冲政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；特朗普加征关税或冲击欧元区经济和通胀，欧元区反应函数不明确，同时日本央行“加息”节奏不明确。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

固收金工

固收周报 20250427：周观：年初以来，货币和财政政策的发力节奏如何（2025 年第 16 期）

观点 2025 年 4 月 25 日，央行进行 6000 亿元的 MLF 投放，当月 MLF 到期规模为 1000 亿元，净投放 5000 亿元。货币和财政协同发力的背景下，如何评估年初以来的政策节奏？ A：2025 年 4 月，MLF 超额续作 5000 亿元，央行展现了宽松的流动性态度。考虑到“资金空转”等原因，货币政策的发力更多起到了与财政协同的作用，债券发行的进度或成为货币宽松窗口期判断的关键一环。 在 2024 年 4 月 20 日发布的报告《债市窄幅震荡格局难打破》中，我们对全年的国债供给规模进行了预测，认为国债供给规模较大的时期为 5-6 月和 8-9 月。在此，我们进一步对地方专项债的发行进度进行判断。2025 年，新增地方专项债额度为 4.4 万亿元，其中 8000 亿元专门用于化债，去除这部分后的额度为 3.6 万亿元。截至 2025 年 4 月 25 日，新增地方专项债发行进度达到 33%，快于 2024 年，但落后于 2022 年和 2023 年。再看用于化债的特殊再融资债，全年额度为 2.8 万亿元，包括 2 万亿元特定的地方政府债务限额，以及包含在 4.4 万亿元中的 8000 亿元额度。截至 2025 年 4 月 25 日，用于置换隐债的专项债发行规模达到接近 1.6 万亿元，进度接近 60%。也就是说，年初至今专项债的发行以置换隐债为主，更大规模的专项债发行还在路上，预计在 4 月底政治局会议召开后，会出现阶段性的放量。 基于上述对于债券发行节奏的判断，5-6 月将成为货币宽松的重要窗口期，4 月 MLF 的发行放量是否意味着降准会缺失，转而利用公开市场进行净投放呢？我们认为不然。从周度的央行公开市场操作情况来看，年初以来保持着上半月净回笼，下半月净投放的节奏。此次 MLF 超额续作是驰援月末流动性的做法，同时部分配合即将放量发行的国债和地方专项债，但更大规模的一次性流动性释放仍然需要降准（降准 50bp 相当于释放 10000 亿元的长期流动性）。 综上所述，我们认为在财政逐渐发力的过程中，货币方面需要通过降准来进行配合，但在关税前景尚不明朗的情况下，降息需要等待，4 月 25 日政治局会议上也保持“适时降准

降息”的表述。建议关注下周公布的4月PMI，检验关税后的首份经济“成绩单”，如果走弱，加之对降准预期的博弈，收益率或有下行机会。美国2025年3月成屋销量、新屋销量、4月当周失业救济、密歇根大学消费者指数等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？

A:本周(0421—0425)美债长短端收益率继续回落，曲线趋平，同时伴随美元、美股小幅反弹。我们认为美债收益率—无论短端还是长端，短端更偏稳健，长端更偏博弈—仍具有较高配置的相对吸引力，研判多头仍是系统性的，空头则更偏周期性；与此同时，非美经济体无论由于经济转型还是为应对美国重返孤立、保守态势所采取的对冲性的宽财政政策，将有望在中期抬升利率中枢，使得各国曲线或趋陡峭。关税政策仍具有较大不确定性，目前非美主要经济体采取观望为主，以拖待变的策略，短期转口贸易可弥补一定全球贸易量的萎缩。综合判断，在全球总需求低迷，风险资产整体承压的大背景下，短期特朗普政策或受内外压力被动转向防御，策略上继续看多美债、黄金，美元相对看平。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：

(1) 美国3月成屋销量不及预期，新屋销量显著高于预期。4月23日公布的美国3月新屋销售总数年化数据显示，美国3月新屋销售总数年化72.4万套，预期68.5万套，前值67.4万套，环比上升7.42%。4月24日公布的美国3月成屋销售总数年化数据显示，美国3月成屋销售总数年化402万套，预期415万套，前值427万套，环比下跌5.85%。美国3月份成屋销量不及市场预期主要由于30年期抵押贷款利率回升至6.8%以上，加重购房者负担能力，同时现有房主因“低利率锁定效应”导致成屋挂牌量不足，市场流动性受限。新屋销量尽管超预期，但区域结构上存在明显分化，其中南部因低价房源充足销量激增，而西部和东北部受高房价、库存不足拖累销量下滑。

(2) 美国4月密歇根大学消费者指数持续回落，信心指数创十年来新低；4月19日首次领取失业金人数有所反弹，与市场预期持平，4月12日当周续请失业救济人数有所回落，不及市场预期。4月密歇根大学消费者信心指数、预期指数、现状指数均持续下降，其中信心指数跌至十年以来最低点52.2，高于预期50.5，前值为57.0，这一数据显示市场对经济衰退与通胀预期的恶性共振的隐忧，若未有效干预，美国经济或面临衰退与高通胀并存的滞胀困境。从领取失业金数据来看，4月19日当周美国首次申请失业救济人数为22.2万人（前值21.5万人），与预测值22.2万人持平；4月12日当周持续申请失业救济人数为184.1万人（前值188.5万人），低于预测值186.3万人。领取失业金人数保持相对低水平，表明劳动力市场短期韧性或超预期，但持续性存疑。

(3) 美联储在3月FOMC会议上如期维持利率不变，政策路径分歧持续发酵，5月降息概率较上周小幅下降。全年降息预期存显著分歧：交易员维持2次基准预测，但高盛等机构因4月核心PCE通胀连续两月持平3.1%且关税冲击扩散至消费端，将预期下调至1次，警告“2025年或仅降息一次”。美联储内部分歧白热化：鸽派援引3月失业率意外升至4.2%及制造业PMI跌破荣枯线的数据，呼吁三季度前启动降息；鹰派则强调企业库存回补与财政赤字扩张可能形成“通胀二次脉冲”，主张将高利率维持至年底。当前美联储在“抗通胀”与“防衰退”间艰难平衡，市场需警惕政策转向滞后或外部冲击引发的波动。美联储副主席杰斐逊表示美联储维持物价稳定与实现充分就业的目标有助于促进美国经济流动性。“在劳动力市场吃紧的情况下，当个体晋升到更高职位时，会为新人或受教育程度更低的劳动者腾出岗位。”劳动力市场趋紧还可能通过提高低收入群体的薪资来改善收入不平等问题。他表示，价格稳定对维持这类

进展至关重要。“低且稳定的通胀可以确保我刚提到的名义工资增长在实际层面不会受到侵蚀，也确保必需品保持可负担。”截至4月25日，Fedwatch 预期2025年5月降息25bp的概率为10.4%，上周为13.2%；6月份降息的可能性为63.3%，上周为61.5%；7月份在6月份降息的基础上再次降息的可能性为51.1%，上周为77.9%。风险提示：

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

固收点评 20250427：绿色债券周度数据跟踪（20250421-20250425）

观点 一级市场发行情况：本周（20250421-20250425）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券16只，合计发行规模约362.00亿元，较上周增加253.30亿元。发行年限多为3年；发行人性质为地方国有企业、央企子公司、中央国有企业。其他国有企业、中央金融企业、大型民企；主体评级多为AAA、A、A+、AA+级；发行人地域为北京市、广东省、安徽省、湖北省、四川省、广西壮族自治区、河南省、江苏省、江西省、浙江省；发行债券种类为中期票据、企业ABS、商业银行普通债、超短期融资券、私募公司债、交易商协会ABN、一般公司债、一般企业债。二级市场成交情况：本周（20250421-20250425）绿色债券周成交额合计503亿元，较上周减少59亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为237亿元、196亿元和60亿元；分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约82.57%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为228亿元、100亿元和19亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、福建省、湖北省，分别为163亿元、51亿元和44亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20250421-20250425）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交的比例小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为24金融城建 GN001（-0.5188%）、25金开新能 GN002（碳中和债）（-0.4513%）、22万科 GN003（-0.3185%），其余折价率均在-0.30%以内。主体行业以建筑、房地产、金融为主，中债隐含评级以AA、AA+、AA（2）评级为主，地域分布以广东省、山东省、天津市居多。溢价个券方面，溢价率前二的个券为21达发01（1.1338%）、24广能 G1（0.5970%），其余溢价率均在0.35%以内。主体行业以金融、公用事业为主，中债隐含评级以AAA、AA+、AA评级为主，地域分布以广东省、湖北省、江苏省、上海市、四川省居多。风险提示：Choice信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250427：二级资本债周度数据跟踪（20250421-20250425）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20250421-20250425）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债5只，发行规模为590.00亿元。发行年限为10Y；发行人性质为中央金融企业、地方国有企业、大型民企、其他企业；主体评级为AAA、AA+；发行人地域为北京市、广东省、陕西省、江苏省。截至2025年4月25日，二级资本债存量余额达45055.05亿元，较上周末（20250418）增加492.0亿元。二级市场成交情况：本周（20250421-20250425）二级资本债周成交量合计约1362亿元，较上周减少192亿元，成交量前三个券分别为25工行二级资本债01BC（164.73亿元）、25南京银行二级资本债01BC（113.13亿元）和25建行二级资本债01BC（87.18亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和江苏省，分别约为858

亿元、162 亿元和 122 亿元。从到期收益率角度来看，截至 4 月 25 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.05BP、0.05BP、0.04BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.04BP、0.02BP、0.01BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.02BP、0.02BP、0.01BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250421-20250425）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 21 九台农商二级（-3.9011%）、23 沧州银行二级资本债 01（-1.2072 %）、23 张家口银行二级资本债 01（-0.7201%），其余折价率均在 -0.63% 以内。中债隐含评级以 AA-、A+、AA 评级为主，地域分布以浙江省、河北省、山东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 22 长城华西二级资本债 01（0.4272%）、24 富滇银行二级资本债 01（0.4172%）、24 交行二级资本债 01B（0.3563%），其余溢价率均在 0.35% 以内。中债隐含评级以 AAA-、A+、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、上海市、浙江省居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收周报 20250426：建议转债仓位不宜过低

本周（0421—0425）美债长短端收益率继续回落，曲线趋平，同时伴随美元、美股小幅反弹。我们认为美债收益率—无论短端还是长端，短端更偏稳健，长端更偏博弈—仍具有较高配置的相对吸引力，研判多头仍是系统性的，空头则更偏周期性；与此同时，非美经济体无论由于经济转型还是为应对美国重返孤立、保守态势所采取的对冲性的宽财政政策，将有望在中期抬升利率中枢，使得各国曲线或趋陡峭。关税政策仍具有较大不确定性，目前非美主要经济体采取观望为主，以拖待变的策略，短期转口贸易可弥补一定全球贸易量的萎缩。综合判断，在全球总需求低迷，风险资产整体承压的大背景下，短期特朗普政策或受内外部压力被动转向防御，策略上继续看多美债、黄金，美元相对看平。国内权益表现仍偏结构，大金融、大消费及高端制造等泛科技题材相关板块轮动加快，转债本周周 k 结束六连阴，风格上高价优于低价优于中价，权重板块方面银行表现较优，光伏及猪有所拖累。策略上考虑到边际上特朗普政策负面影响有所弱化，国内政策端发力正在进行时，仓位不宜过低，风格方向上建议提高泛科技题材标的的持仓比例，同时底仓方面抢筹优质银行标的。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：杭银转债、南银转债、大禹转债、齐鲁转债、白电转债、上银转债、奇正转债、金铜转债、飞凯转债、皖天转债。风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收周报 20250421：建议关注泛科技双低转债

上周（0413—0418）美债长短端收益率同时回调下行，幅度上长端回调约 18bp，短端回调约 14bp，边际趋平，2Y/10Y 期限利差边际收窄至约 53bp。新增信息一方面联储担忧转向中期滞胀风险，这意味着短期降息概率边际收敛，支持我们前期判断，另一方面特朗普政府关税政策似乎有所摇摆，不过不透明感边际有增无减，因此整体观点延续前周观点，即美债长端或偏向箱体震荡，同时短端收益率易跌难涨，期限利差将震荡在 30—50bp 范围以内。国内方面数据面总量优于

结构，市场一方面受外围压制，另一方面期待政策的有效性能体现在数据结构上，整体横盘震荡，成交量有所萎缩。转债指数等权重跌幅大于加权，风格上中价优于低价优于高价，大盘底仓表现受光伏、猪拖累，银行标的则受益于资金护盘，形成支撑，不过我们也看到伴随 ytm 抬升，光伏标的在下半周出现反弹回升，独立于正股行情，表现出光伏转债特有的控回撤能力及一定的稀缺性。观点上一方面我们延续前期大盘权重择机抢筹的思路，同时建议关注目前估值回落较多的泛科技双低标的。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：伟测转债、安集转债、鼎龙转债、博杰转债、利群转债、希望转债、希望转 2、海亮转债、鹰 19 转债、美锦转债。风险提示：(1) 正股退市和信用违约风险；(2) 流动性环境收紧风险；(3) 权益市场超跌风险；(4) 地缘政治危机影响；(5) 行业政策调控超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收周报 20250420：债市窄幅震荡格局难打破

观点 债券市场进入窄幅震荡状态，后续有何交易主线？2025 年 4 月 14 日-4 月 18 日当周，债券收益率进入窄幅震荡状态，10 年期国债活跃券收益率围绕 1.65% 上下波动。一方面，宽松的货币政策环境将延续，低利率环境难以扭转；另一方面，诸如超长期特别国债发行计划的公布对债市造成边际利空。对于超长期特别国债的发行计划，暂时只公布了各期限的只数及发行的时间，并未涉及到各期限的总共及每一期规模。期限方面，仍然保持 20Y、30Y 和 50Y，只数分别为 6 只、12 只和 3 只，2024 年分别为 7 只、12 只和 3 只，大致相同。有所不同的是，超长期特别国债的发行时间较 2024 年提前一个月，由 5-11 月提前至 4-10 月，且最后一个发行月份较 2024 年减少一只 20Y 债券发行，意味着整体发行的节奏将更加前置和集中。我们假定各个期限的超长期特别国债比例与去年相同，则 20Y、30Y 和 50Y 国债的规模分别为 4000 亿元、7000 亿元和 2000 亿元。根据此前发布报告《财政发力先行下的国债供给测算》，结合最新的发行计划，国债供给规模较大的时期为 5-6 月和 8-9 月，但整体来看全年节奏依然较为平滑，无需过度忧虑供给冲击。此外，对于即将公布的 4 月 LPR 报价，产生了下调的预期。LPR 的定价由两部分决定，一是政策利率，二是银行负债成本所决定的加点。而作为银行负债的主要组成部分，存款利率的下调是降低负债成本的重要方式。2022 年至今，每一次 LPR 的下调时间点附近，都会伴随着大行的存款利率下调。近期并未出现大行下调存款利率的情况，仅有部分不在 LPR 报价行的中小银行进行存款利率的下调，因此 LPR 的下调大概率仍需要等待，一是政策利率的下调，我们预计时间点或在下半年，二是大行先行的存款利率下调。综上所述，我们认为债券市场窄幅震荡的格局较难打破。目前的博弈点仍然在降准，5 月是重要的观察窗口，但更大级别的债市机会需要等待下半年的降息，以及观察诸如经济数据和金融数据等复苏的持续性。美国 2025 年 3 月产出指数、4 月失业金领取、3 月新屋开工等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？本周 (0413-0418) 美债长短端收益率同时回调下行，幅度上长端回调约 18bp，短端回调约 14bp，边际趋平，2Y/10Y 期限利差边际收窄至约 53bp。新增信息一方面联储担忧转向中期滞胀风险，这意味着短期降息概率边际收敛，支持我们前期判断，另一方面特朗普政府关税政策似乎有所摇摆，不过不透明感边际有增无减，因此整体观点延续前周观点，即美债长端或偏向箱体震荡，同时短端收益率易跌难涨，期限利差将震荡在 30-50bp 范围以内。我们在延续上周观点的基础上，

结合增量数据，思考如下：（1）美国3月制造业产出指数、工业产出指数环比均较前期有所下降。美国3月制造业产出环比为0.3%，高于预期0.2%，前值为1%；3月工业产出环比同样较前值0.8%进一步下降，为0.3%，低于预期-0.2%。美国3月制造业和工业产出增长乏力，环比增速均显著低于市场预期，表明经济活动扩张动能有所减弱。这可能反映出需求放缓或供应链问题仍在制约生产复苏。（2）美国4月12日当周首次申请失业救济人数有所回落，4月5日当周持续领取失业金人数上升；美国3月新屋开工不及预期。从领取失业金数据来看，4月12日当周美国首次申请失业救济人数为21.5万人（前值22.3万人），低于预测值22.5万人，表明美国劳动力市场仍具韧性；4月5日当周持续申请失业救济人数为188.5万人（前值185万人），高于预测值187万人。3月新屋开工数为132.4万户，较前期150.1万户下降明显，且不及预期142万户。这一定程度上显示高利率环境持续抑制房地产活动，需求端和开发商信心均有所减弱。（3）美联储在3月FOMC会议上如期维持利率不变，政策路径分歧持续发酵，5月降息概率较上周有所下降。全年降息预期存显著分歧：交易员维持2次基准预测，但高盛等机构因4月核心PCE通胀连续两月持平3.1%且关税冲击扩散至消费端，将预期下调至1次，警告“2025年或仅降息一次”。美联储内部分歧白热化：鸽派援引3月失业率意外升至4.2%及制造业PMI跌破荣枯线的数据，呼吁三季度前启动降息；鹰派则强调企业库存回补与财政赤字扩张可能形成“通胀二次脉冲”，主张将高利率维持至年底。鲍威尔在4月15日IMF论坛表态趋谨慎，称“当前数据不支持立即行动”，并首次警告“地缘政治与贸易壁垒正在重塑通胀中枢”。市场剧烈震荡：纳指周跌1.2%，但美元指数突破105创年内新高，2/10年期美债收益率曲线倒挂加深至50bp，反映衰退担忧与政策不确定性共振。未来两周关键变量为4月非农时薪增速及Q1 GDP初值：若时薪环比低于0.2%且GDP下修至1.5%以下，6月降息概率或反弹至50%；反之，若关税效应推动核心PCE环比再超0.4%，首次降息时点恐推迟至12月。截至4月18日，Fedwatch预期2025年5月降息25bp的概率为13.2%，上周为39.8%；6月份降息的可能性为7.4%，上周为19.1%；7月份在6月份降息的基础上再次降息的可能性为30.4%，上周为18.6%。

风险提示：外部政策冲击风险；国内政策调整风险。

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

固收点评 20250419：绿色债券周度数据跟踪（20250414-20250418）

观点 一级市场发行情况：本周（20250414-20250418）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券14只，合计发行规模约108.70亿元，较上周减少671.05亿元。发行年限多为3年；发行人性质为地方国有企业、央企子公司；主体评级多为AAA、AA+、A-级；发行人地域为浙江省、河北省、湖南省、吉林省、广东省、北京市、天津市、福建省、山东省、云南省；发行债券种类为中期票据、企业ABS、商业银行普通债、超短期融资债、私募公司债、一般公司债、中国农业发展银行债、一般企业债。

二级市场成交情况：本周（20250414-20250418）绿色债券周成交额合计562亿元，较上周增加79亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为253亿元、241亿元和51亿元；分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约85.57%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为269亿元、102亿元和16亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京

市、福建省、广东省，分别为 153 亿元、99 亿元和 47 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250414-20250418）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度大于溢价成交，折价成交的比例小于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 22 万科 GN003（-2.3974 %）、22 万科 GN001（-0.9765 %）、G22 南控 1（-0.7534 %），其余折价率均在 -0.70% 以内。主体行业以房地产、建筑、公用事业为主，中债隐含评级以 AA+、AA、AA（2）评级为主，地域分布以广东省、山东省、江苏省、江西省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 19 四川 75（0.5606 %）、GC 风电 KV（0.4902 %）、22 广东债 10（0.3566 %），其余溢价率均在 0.33% 以内。主体行业以金融、公用事业为主，中债隐含评级以 AA+、AA、AAA 评级为主，地域分布以广东省、天津市、北京市居多。 风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250419：二级资本债周度数据跟踪（20250414-20250418）

观点 一级市场发行与存量情况： 本周（20250414-20250418）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。 截至 2025 年 4 月 18 日，二级资本债存量余额达 44563.05 亿元，较上周末（20250411）减少 28.0 亿元。 二级市场成交情况： 本周（20250414-20250418）二级资本债周成交量合计约 1554 亿元，较上周减少 1038 亿元，成交量前三个券分别为 25 工行二级资本债 01BC（195.89 亿元）、25 建行二级资本债 01BC（105.48 亿元）和 20 建设银行二级（46.80 亿元）。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和浙江省，分别约为 1135 亿元、167 亿元和 51 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 4 月 18 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.00BP、0.01BP、0.02BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.05BP、0.04BP、0.05BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.02BP、0.01BP、0.02BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周（20250414-20250418）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度小于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 21 九台农商二级（-4.5960 %）、21 花溪农商二级 01（-1.0261 %）、20 修文农商二级 01（-0.9891 %），其余折价率均在 -0.72% 以内。中债隐含评级以 AA-、A+、AA 评级为主，地域分布以浙江省、山东省、陕西省居多。 溢价个券方面，溢价率前二的个券为 20 南昌农商二级 01（5.8553 %）、24 四川银行二级资本债（0.2941 %），其余溢价率均在 0.26% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA、AA-评级为主，地域分布以北京市、浙江省、四川省居多。 风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

行业

推荐个股及其他点评

福田汽车（600166）：2025 年一季报点评：Q1 业绩超预期，看好全年业绩同比高增

投资要点 公告要点：公司发布一季报，25Q1 实现营收 148.0 亿元，

同环比分别+15.0%/+24.0%；归母净利润 4.4 亿元，同比+70.1%，环比扭亏；扣非后归母净利润 2.3 亿元，同比+10.3%，环比扭亏。25Q1 重卡市占率大幅提升，单车均价上行。25Q1 公司中重卡销量 3.6 万辆，同环比分别+19.4%/+63.2%；并表销量 14.7 万辆，同环比分别+6.2%/-12.7%。重卡销量来看，25Q1 福田批发 3.2 万，市占率 11.9%，同环比分别+4.3/+4.4pct，其中内销 1.6 万，市占率 10.2%，同环比分别+0.2/-0.8pct，出口 0.6 万，市占率 8.4%，同环比分别+3.8/+3.8pct。25Q1 并表单车均价 10.1 万元，同环比+8.3%/+42.0%。25Q1 毛利率同环比下滑，费用率同环比压降。25Q1 毛利率 10.9%，同环比分别-0.6/-1.9pct；25Q1 销售/管理/研发费用率分别 3.3%/2.5%/3.3%，期间费用率 9.0%，同环比分别-1.5/-1.6pct。25Q1 非经常性损益和投资收益明显增长。25Q1 非经常性损益 2.07 亿元，同比增加 1.58 亿元，主因非流动资产处置损益增加 1.24 亿元。25Q1 投资收益 1.6 亿元，24Q1/24Q4 分别为 0.7/-6.4 亿元，投资收益同环比大幅改善主因福戴亏损影响消除，具备持续性。25Q1 扣非扣投资收益后归母净利润 0.7 亿元，同环比分别-47.1%/-65.7%。展望未来：商用车行业复苏，福田轻卡以“产品+技术+营销”全面布局构建高壁垒，中重卡/客车/发动机/变速箱多点开花，业绩有望持续向上。当前公司对福戴长期股权投资已冲减至零，对公司业绩影响消除，25 年公司有望轻装上阵。根据公司经营计划，25 年计划实现营收 680 亿元，同比+42.6%，看好全年公司业绩同比高增。盈利预测与投资评级：考虑 25 年重卡行业复苏，同时福戴亏损负面影响消除，我们基本维持公司 2025~2026 年归母净利润预测 16.66/20.44 亿元，给予公司 2027 年归母净利润预测 21.51 亿元，2025~2027 年 EPS 分别为 0.21/0.26/0.27 元，对应 PE 估值 12.4/10.1/9.6 倍，考虑当前公司估值较低，且行业有望触底回升，维持福田汽车“买入”评级。风险提示：商用车行业复苏不及预期；全球地缘政治风险。

（证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭）

科强股份（873665）：2024 年报&2025Q1 点评：车风挡棚布持续受益轨交需求，光伏行业竞争加剧致业绩承压

投资要点 光伏竞争加剧致中标价格走低，致营收与利润下滑承压。公司发布 2024 年度报告与 2025 一季报，分别实现营收 3.37/0.65 亿元，同比-3.69%/-17.65%；归母净利润 0.62/0.10 亿元，同比-17.50%/-49.36%；扣非归母净利润 0.56/0.09 亿元，同比-21.25%/-45.68%。公司业绩同比下滑主要受光伏行业竞争加剧不利影响，硅胶板业务销售收入降幅较大，同业竞争激烈又导致销售价格下降及毛利率下降。2024 年公司销售毛利率同比降低 3.58pct 至 38.19%，销售净利率同比降低 3.75pct 至 17.72%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.85%/6.68%/-0.85%/4.82%，同比+0.34/+0.58/-0.26/+0.51pct。车辆风挡折棚受益轨交需求实现稳步增长，硅胶板受光伏行业不利影响有所下滑。1) 车辆风挡折棚棚布：高铁大铁路车辆市场增长带动该业务营收同比+32.22%至 1.24 亿元，在总营收占比+9.97pct 至 36.71%，毛利率同比+1.38pct 至 42.45%。2) 硅胶板：受光伏行业竞争加剧的不利影响，该业务营收同比-37.04%至 0.95 亿元，在总营收占比同比-14.93pct 至 28.19%，毛利率同比-6.17pct 至 45.37%。3) 橡胶密封制品：中标项目较去年同期增加，该业务营收同比+44.27%至 0.41 亿元，在总营收占比同比+4.07pct 至 12.23%，但由于竞争加剧，中标价格下降，毛利率同比-8.03pct 至 48.25%。4) 胶带：营收同比-2.94%至 0.67 亿元，在总营收占比同比+0.15pct 至 19.80%，毛利率同比+2.81pct 至 20.68%。优势主业稳步增长筑业绩基本盘，持续优化多品类业务布

局。1) 车辆 贯通道棚布: 配方和生产工艺优异, 部分产品能够在满足与国际厂商同等性能基础上, 实现更优的价格和服务, 广泛应用于复兴号、和谐号、国内地铁车辆, 并随主机单位出口至印度、澳大利亚、土耳其、伊朗等 国际市场。受出厂新车数量以及运营车辆维护需求的双重影响, 具备充足市场空间。2) 硅胶板: 产品可满足通常性能要求, 并在使用寿命(层压次数)、生产门幅方面行业领先。2020-2022 年公司在国内太阳能硅胶板市场份额 47%, 具有较高的市场地位。3) 橡胶密封制品: 用于石油 石化领域易挥发性液体存储装置的一、二次动态密封和石油炼化、钢铁 冶金领域尾气存储装置的橡胶密封, 需要日常维护与定期保养更换, 具备稳定的市场需求。4) 特种胶带胶布制品: 类别丰富, 多细分场景齐驱, 支撑公司业务稳步提升。盈利预测与投资评级: 考虑公司业绩受光伏行业影响有所下滑, 调整 2025~2026 年归母净利润为 0.70/0.85 亿元(前值为 0.72/0.88 亿元), 新增 2027 年归母净利润为 1.04 亿元, 对应最新 PE 为 23.62/19.52/16.06x, 考虑公司在车风挡棚布及太阳能硅胶板细分领域具备竞争优势, 并深化新品市场拓展, 业绩具有长期成长性, 维持“增持”评级。风险提示: 1) 新品拓展不及预期;2) 宏观经济波动;3) 市场竞争加剧。

(证券分析师: 朱洁羽 证券分析师: 易申申)

证券分析师: 余慧勇 研究助理: 薛路熹 研究助理: 武阿兰)

圣晖集成 (603163): 2025 年一季报点评: 收入加速增长, 在手订单保障充分

投资要点 公司披露 2025 年一季报: Q1 实现营业总收入 5.75 亿元, 同比+62.7%, 实现归母净利润 2895 万元, 同比+62.6%, 实现扣非后归母净利润 2847 万元, 同比+61.2%。Q1 营收大幅增长, 规模效应下费用率明显压降。(1) 公司 Q1 营收同比+62.7%, 主要得益于海外在手订单加速转化。Q1 毛利率 9.8%, 同比-2.0pct, 预计主要是受项目执行阶段的影响。(2) 得益于收入大幅增长的规模效应, 公司 Q1 期间费用率 3.2%, 同比-3.6pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.2/2.8/1.5/-1.3%, 分别同比-0.4/-1.4/-0.8/-1.0pct。(3) 此外 Q1 资产减值、信用减值转回分别实现收益 213 万元/112 万元。(4) 公司 Q1 归母净利率 5.0%, 同比持平, 得益于费用端的规模效应对冲了毛利率的下降。经营活动现金流有所承压, 负债率小幅上升。(1) 公司 Q1 经营活动产生的现金流量净额为-7098 万元, 同比多流出 3449 万元, 主要是执行工程量较大, 垫付工程款较多所致。其中收现比 93.7%, 同比-44.1pct, 付现比 105.5%, 同比-40.0pct。(2) 公司一季度末资产负债率为 44.5%, 同比上升 4.1pct。在手订单保障充分, 有望支撑中期收入较快增长。截至一季度末, 公司在手订单余额为 21.17 亿元(未含税), 同比+11.9%, 其中 IC 半导体行业/精密制造行业/光电及其他行业在手订单余额分别为 12.03/7.90/1.24 亿元(未含税)。公司近日公告重大项目收到中标结果, 中标某洁净机电工程, 含税合同金额 11.01 亿元。充足的在手订单有望支撑中期公司收入较快的增长。盈利预测与投资评级: 公司作为全球化布局领先的洁净室工程企业, 境内外业务协同发展取得显著成效, 尤其是东南亚市场布局多年的积累使得公司把握住东南亚半导体、电子制造产业链转移的机遇, 2024 年海外收入突破 30%, 叠加国内重大订单落地, 在手订单有望支撑中期收入延续较快增长。基于 2024 年国内市场竞争加剧影响毛利率, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.40/1.63/1.86 亿元(2025、2026 年预测前值为 2.09/2.43 亿元), 但考虑公司海外业务逐步形成第二增长曲线, 维持“买入”评级。风险提示: 下游半导体、精密制造行业资

本开支节奏不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；订单转化速度不及预期的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源）

赣锋锂业（002460）：2025 年一季报点评：资源布局步入收获期，锂电 25 年利润增量可观

投资要点 Q1 业绩符合预期。公司 25 年 Q1 营收 37.7 亿元，同环比 -25.4%/-24.3%，归母净利润-3.6 亿元，同环比+18.9%/+75.2%，扣非归母净利-2.4 亿元，同环比+4.7%/+54%，非经常性损益主要为 PLS 股价下跌导致公允价值变动损失 2.1 亿元；毛利率 13%，同环比+6.8/+0.8pct，归母净利率-9.4%，同环比-0.8/+19.3pct。Q1 受存货减值和投资收益影响扣非亏损，25 年出货维持 30%增长。我们预计 25Q1 公司锂盐销量 4 万吨左右，环比基本持平；公司 24 年底锂盐产能超 29 万吨，我们预计 25 年锂盐销量有望达 16-18 万吨，同增 30%左右。盈利端，25Q1 含税均价约 7.6 万元/吨，环比基本持平；Q1 资产减值损失影响 0.7 亿元，另外投资收益受 Marion 项目逆流抵消影响，同比减少 2.7 亿元，若消除这些因素，我们预计 Q1 锂盐业务扣非接近盈亏平衡。Mariana 于 25Q1 投产，Goulamina 将于 Q3 贡献增量，25 年矿端自供率进一步提升。我们预计 25 年自有矿权益产量将达 10 万吨，自供比例 60%左右。1) 非洲马里 Goulamina 锂辉石项目已于 24 年 12 月投产，将于 25 年中运抵国内，我们预计 25 年产量超 30 万吨，折 4 万吨 LCE。2) 阿根廷 Cauchari-Olaroz 项目 25 年产量目标 3-3.5 万吨，长期运营成本约 6543 美元/吨。3) 阿根廷 Mariana 项目一期 2 万吨氯化锂，已于 25 年 2 月正式投产爬坡，预计下半年起稳定供应。25 年锂电池出货将大幅增长，贡献利润增量。我们预计 25Q1 公司锂电池出货 3-4gwh，合并报表层面未完全确认盈利，全年出货有望达 20-30GWh，同增 200%，贡献 5 亿左右利润。Q1 费用率提升明显，经营性现金流承压。公司 25 年 Q1 期间费用 8 亿元，同环比+4%/+22.5%，费用率 21.3%，同环比+6/+8.1pct；计提资产减值损失 0.7 亿元，环减 56%；经营性现金流-15.7 亿元，同环比-1422%/-249%；25 年 Q1 资本开支 13.6 亿元，同环比+41.9%/-37.4%；25 年 Q1 末存货 96.1 亿元，较年初+11.6%。盈利预测与投资评级：锂价底部区间震荡，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 8.1/15.8/24.5 亿元（原预期为 11.8/15.9/24.6 亿元），同比+139%/+95%/+55%，对应 PE 为 75x/38x/25x，公司全球布局众多优质资源，矿端自供率持续提升，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸）

安克创新（300866）：2024 年报及 2025 一季报点评：收入及利润均保持高增，关税压力下具备韧性

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年：公司实现收入 247 亿元，同比+41%；归母净利润 21.1 亿元，同比+31%；扣非净利润 18.9 亿元，同比+40.5%。归母净利润中含较大公允变动收益，因此扣非更有参考意义。公司计划每股派发现金红利 1.5 元，分红率为 28%，股息率为 1.8%（对应 4 月 29 日收盘价）。分品类看，2024 年：①充电类实现收入 126.7 亿元，同比+47.23%，主要得益于储能类产品实现突破，以及传统 3C 充电品类通过推新品、扩区域实现稳定增长。充电类毛利率为 41.5%，同比-0.8pct，我们认为和储能产品销售额占比提升有关。②智能创新类收入 63.4 亿元，同比+39.5%，毛利率为 46.5%，同比持平。我们认为主要受益于安防和扫地机的增

长。③智能影音类收入为 56.9 亿元，同比+32.8%；毛利率为 45.4%，同比+1.88pct。2025Q1 在“芬太尼”关税压力下仍维持较高增速。公司实现收入 60 亿元，同比+37%；归母净利润 4.96 亿元，同比+60%；扣非净利润 4.4 亿元，同比+39%。2025Q1 公司毛利率/扣非净利率为 43.3%/ 7.33%，同比-1.8/ +0.1pct。费用率控制较好，储能等新品类使研发费用率有所提升，2025Q1 公司销售/ 管理/ 研发/ 财务费用率分别为 21.4%/ 3.8%/ 9.2%/ -0.4%，同比-1.0/ -0.5/ +0.7/ -0.4pct。如何看待公司“抗关税”能力？①长期视角，公司在美国的核心竞争力是品牌和运营能力，而非产品的生产和制造优势。关税对公司可能仅是短期冲击，在调整了产品定价和供应链之后，我们预计长期经营受损不大。②短期视角，公司提前备货，2025Q1 存货为 41.7 亿元，同比+57%，同比多出来的存货金额大约可覆盖美国一个季度的销售。③公司未来调整举措：加速实现供应链全球柔滑布局，提升东南亚占比；开拓新兴市场；坚定聚焦用户进行价值创造，走高品质路线提升品牌溢价能力。盈利预测与投资评级：我们看好公司作为领先的出海品牌的价值和成长潜力。综合考虑公司 2024 及 2025Q1 收入及净利润增速超预期、以及未来关税的潜在冲击，我们将公司 2025~26 年归母净利润预测从 24.7/ 29.8 亿元，调整至 24.9/ 32.1 亿元，预计 2027 年归母净利润为 40.6 亿元，2025~27 年同比+18%/ +29%/ +27%，对应 4 月 29 日估值为 18/ 14/ 11 倍，维持“买入”评级。风险提示：关税和地缘风险，新品不及预期，行业竞争加剧，海运费及汇率波动等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

一拖股份（601038）：2025 年一季报点评：业绩符合预期，看好农业机械高端化、大型化趋势

投资要点 2025Q1 归母净利润同比-11.66%，业绩符合预期 2025Q1 公司实现营业收入 45.6 亿元，同比-2.1%。归母净利润 5.3 亿元，同比-11.7%，扣非归母净利润 5.3 亿元，同比-11.6%，业绩符合市场预期。我们认为主要系①主粮价格（小麦、玉米、水稻）价格短期承压，拖拉机行业景气度下行，2025Q1 全国拖拉机产量 15.1 万台，同比-7.7%；②根据中国农业机械流通协会，2025 年 3 月大型/中型拖拉机 AMI 指数分别同比-2.7/-2.0pct，但均停留于景气区间。展望全年，随着国内粮价筑底企稳&海外渠道的持续开拓，公司业绩规模有望持续增长。整体费用控制良好，盈利能力短期承压 2025Q1 公司实现销售毛利率 15.9%，同比-1.4pct，消除会计准则影响后同比-1.1pct；销售净利率 11.9%，同比-1.3pct，盈利能力短期承压。费用端，2025Q1 公司期间费用率为 4.17%，同比下降 0.04pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.72%/1.52%/1.91%/0.01%，同比分别+0.03/+0.02/-0.13/+0.29pct，整体费用控制良好。公司积极研发高端化、大型化产品，2025 年 3 月公司第 20000 台东方红动力换向/动力换挡拖拉机下线交付，公司有望持续受益于拖拉机大型化、高端化趋势。高端中大马力拖拉机龙头，充分受益大型化+国际化+粮价筑底反转。公司系国内高端大马力拖拉机头部企业，有望受益于国内拖拉机竞争格局大型化+海外市场拓展顺利+粮价筑底反转。（1）国内产业格局高端化+大型化趋势明显：当前市场拖拉机产品低端过剩、高端不足，在政策与市场双重驱动下，大型化、高端化产品日益见长，25 年 1-3 月中大拖产量占拖拉机产量比重为 79.5%，同比+6.4pct，大型化趋势明显，行业竞争格局持续改善利好龙头。（2）海外需求开辟第二增长极：2025 年 1-3 月拖拉机累计出口金额 21.3 亿元，同比+32.1%。公司重点布局俄语区、南美、亚洲等区域，持续受益于海外需求提升。（3）粮价筑底反转带动农机需求提升：2024 年 9 月，国家发改委公布 2025-

2026 年小麦三等最低收购价为 1.19 元/斤，在国际粮价“过山车”背景下我国小麦最低收购价连续五年上涨。2025 年 1-2 月，江苏和福建等地区小麦成交价达 2412-2528 元/吨，同比+5%，粮价筑底反转趋势明显。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 10.2/11.2/12.5 亿元，对应当前市值 PE 分别为 15/13/12x，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期等

（证券分析师：周尔双）

银都股份（603277）：2024 年报及 2025 年一季报点评：2025Q1 归母净利润同比+21%，全球化布局不断完善

投资要点 事件：2025 年 4 月 28 日，公司发布 2024 年年度报告及 2025 年一季报。25Q1 归母净利润同比+21%，全球化战略下海外收入稳步增长。2024 年公司实现营业收入 27.5 亿元，同比+3.8%，归母净利润 5.4 亿元，同比+5.9%；单 Q4 公司实现收入 6.6 亿元，同比+10.7%，归母净利润 6175.0 万元，同比-40.7%。分国内外来看，2024 年公司实现国内收入 1.4 亿元，同比-39.5%，主要由于国内连锁客户采购需求减少导致收入下滑；海外收入 25.8 亿元，同比+7.8%，公司持续推进全球化战略，积极布局和构建全球营销网络，带动海外市场平稳增长。分产品看，①商用餐饮制冷设备：2024 年实现收入 20.5 亿元，同比+4.3%，销量同比+5.2%；②西厨设备：2024 年实现收入 4.6 亿元，同比+1.2%，销量同比+7.3%。品牌自主化战略下各类别产品收入均平稳增长。2025Q1 公司实现营业收入 6.14 亿元，同比-2.8%，实现归母净利润 2.0 亿元，同比+21.4%。扣非归母净利润 1.12 亿元，同比-29%，业绩短期承压。展望 2025 年，我们预计随着公司全球化战略的进一步实施，公司海外收入有望持续增长，助力公司进入全球商用厨具行业第一梯队。费用控制整体良好，盈利能力持续提升。2024 年公司销售毛利率为 43.0%，同比+1.9pct，销售净利率为 19.7%，同比+0.4pct。分国内外来看，2024 年公司国内毛利率 20.9%，同比-4.0pct；海外毛利率 44.7%，同比+1.6pct。分产品看，①商用餐饮制冷设备毛利率 43.0%，同比+0.73pct。②西厨设备毛利率 44.8%，同比+6.0pct。费用端来看，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.2%/6.1%/2.3%/-0.9%，同比+1.0/+0.5/-0.2/+1.1pct，费用率有小幅上涨，但整体控制良好，我们预计随着公司持续降本增效，盈利能力将持续稳定并有望提升。2025Q1 公司销售毛利率 46.1%，同比-0.3pct；销售净利率 32.5%，同比+6.5pct，盈利能力持续提升。海外产能布局完善，整体关税风险可控。2024 年公司美国子公司实现收入 15.3 亿元，占营业总收入 55%。2025 年 4 月美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”，直接对美出口可能性较低。公司较早制定产能全球化战略，2018 年即在泰国设立生产基地，目前已经可以生产冰箱、制冰机、白钢设备等各类产品。虽然泰国在第一轮对等关税中税率达 36%，但后续美国政府又对其暂缓征税 90 天，整体关税风险可控。同时，公司积极研发系列化、智能化产品，不断完善产品矩阵，智能薯条机器人、万能蒸烤箱、冰激凌机等智能设备系列初次亮相即收获较多关注，有望成为公司中长期增长点。展望未来，随着公司海外产能的逐步落地以及高端智能化餐饮设备的持续迭代，公司业绩规模有望持续提升。盈利预测与投资评级：全球贸易摩擦加剧，海外市场不确定性提升，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 6.45/7.70 亿元（原值为 7.25/8.49 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 8.78 亿元，当前市值对应 PE 为 14/11/10 倍。考虑到公司海外产能布局较早，关税风险整体可控，维持“增持”评级。风险提示：地缘政治风险、

海运费上涨风险、海外市场拓展不及预期等。

(证券分析师: 周尔双)

鼎胜新材 (603876): 2024 年报及 2025 一季报点评: Q4 包装箔扭亏盈利大幅改善, 25 年各产品盈利趋稳

投资要点 年报和一季报业绩符合预期。公司 24 年营收 240.2 亿元, 同+26%, 归母净利润 3 亿元, 同-43.7%; 其中 24Q4 营收 64.1 亿元, 同环比+32.7%/+4.5%, 归母净利润 0.8 亿元, 同环比+14.8%/+87%。公司 25 年 Q1 营收 64.6 亿元, 同环比+26.1%/+0.8%, 归母净利润 0.9 亿元, 同环比+179.9%/+11.4%。Q1 锂电箔出货环比略降, 全年预期同增 30%, 盈利水平维持稳定。公司 24 年铝箔产品销量 82 万吨, 同增 29%, 其中我们预计电池箔出货 14 万吨+, 同增近 10%, 24Q4 电池箔预计出货 4.5 万吨, 环增 13%; 我们预计 25Q1 电池箔出货 4 万吨+, 环减 10%左右, 25 全年出货 18-20 万吨, 同增 30%左右。盈利方面, 我们测算电池箔 24Q4 单吨扣非利润 0.12-0.13 万元, 25Q1 环比持平, 我们预计 25 年盈利水平维持稳定。24Q4 包装箔扭亏, 25 年单吨净利预期维持稳定。我们预计 24 年包装箔出货 31 万吨+, 同增 40%+, 其中 24Q4 出货近 8 万吨, 环比持平; 25Q1 出货预计环比略降, 全年出货量预期同比持平。盈利方面, 我们测算 24Q4 包装箔扭亏, 25Q1 单吨盈利 100 元+, 全年单吨盈利预计维持 100-200 元。我们预计 24 年空调箔出货 36 万吨, 同增近 25%, 其中 Q4 出货 10 万吨左右, 环增 25%; 我们测算 25Q1 出货环比持平, 单吨盈利 100-200 元, 环比维持稳定。Q1 经营性现金流承压, 费用控制良好。公司 24 年费用率 6.5%, 同-0.6pct, 25Q1 费用率 6.8%, 同环比-0.4/+0.6pct; 24 年经营性净现金流 0.7 亿元, 同-93.5%, 其中 Q4 为-2.1 亿元, 同环比-172%/-310%, 25Q1 为-3.4 亿元, 同环比+39%/-57%; 24 年资本开支 4.2 亿元, 同-25.8%, 25Q1 资本开支 0.6 亿元, 同比+8%, 环比转正。盈利预测与投资评级: 考虑后续各产品盈利维持稳定, 我们下调 2025-2026 年盈利预测, 我们预计 2025-2027 年归母净利润 5.01/6.02/7.55 亿元 (25-26 年原预期为 5.02/7.55 亿元), 同比增 66%/20%/25%, 对应 PE 为 15x/12x/10x, 考虑公司为电池箔龙头, 给予 25 年 20x 估值, 对应目标价 10.8 元, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格持续上涨, 电池箔扩产不及预期, 竞争加剧。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕
研究助理: 胡锦芸)

永兴材料 (002756): 2025 年一季报点评: Q1 业绩符合预期, 成本优势维持

投资要点 Q1 业绩符合预期。公司 25 年 Q1 营收 17.9 亿元, 同环比-22.2%/-2.9%, 归母净利润 1.9 亿元, 同环比-59%/164%, 扣非归母净利润 1.8 亿元, 同环比-41%/+51%; 毛利率 16.8%, 同环比-2.1/-0.6pct, 归母净利率 10.7%, 同环比-9.7/6.8pct。Q1 碳酸锂销量略减, 成本维持稳定。公司 1 万吨碳酸锂冶炼产能技改项目于 25 年 1 月开工, 建设期预计 9 个月, 我们预计 25Q1 碳酸锂销量 0.6 万吨+, 环减近 5%, 全年碳酸锂销量 2.5 万吨+。盈利方面, 25Q1 含税均价约 7.6 万元/吨, 环比基本持平, 我们测算全成本 5 万元+, 环比持平, 单吨利润 1 万元+。特钢盈利能力优异, 贡献稳定利润。公司特钢业务单吨盈利维持较高水平, 我们测算 25Q1 特钢贡献利润 0.9 亿元左右, 环比略减, 预计 25 全年有望维持 4.5-5 亿元稳定利润。Q1 费用率控制良好, 经营性现金流承压。公司 25 年 Q1 期间费用率 4.2%, 同环比+1.7/-2.3pct; 经营性现金流-3.7 亿元, 同环比-112%/-192%; 25 年 Q1 资本开支 0.5 亿元, 同环比-9.3%/+248%; 25 年 Q1 末存货 7.2

亿元，较年初-4.6%。 盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润为 9.0/12.1/16.8 亿元，同比-14%/+35%/+38%，对应 PE 为 18x/13x/9.6x，考虑公司资源优势突出，成本优势显著，维持“买入”评级。 风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
 证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸）

香港交易所 (00388.HK)：2025 年一季度报点评：市场交投活跃，单季度业绩再创历史新高

投资要点 事件：香港交易所发布 2025 年一季度业绩：实现收入及其他收益 69 亿港元，同比+32%，归母净利润 41 亿港元，同比+37%。单季度业绩创历史新高，业绩高增长主要是由于在人工智能和其他创新发展的推动下，投资气氛明显好转，内地投资者更积极参与离岸市场，带动港股现货市场成交额大幅增长。2025Q1 ROE 7.71%，同比+1.8pct。 成交量创多项单日新高。2025 年一季度现货分部实现收入 33 亿港元，同比+75%，收入占比 48%。现货市场日均交易额同比+153%至 2250 亿港元。沪深港通北向及南向每日平均成交额分别为 1911 亿元和 1099 亿港元，分别+44%和+255%。债券通北向通日均交易额 463 亿港元，同比+2%。联交所 IPO 发行 17 家，同比增加 5 家，总融资额 19 亿港元，同比+290%。 衍生产品市场成交张数延续升势。2025 年一季度股本证券及金融衍生品分部收入 17 亿港元，同比+9%，增长主要是由于结构性产品交易及上市活动增加，以及衍生品市场成交量创新高。衍生产品平均每日成交合约张数创历史新高，达 187 万张，同比+24%。联交所牛熊证及权证等日均交易额基本持平，交易总数同比+68%。期交所衍生品合约和联交所期权合约平均每日成交张数分别同比+5%和 50%。新上市权证、牛熊证数量分别同比+24%、+48%。 商品分部：2025 年一季度收入 7 亿港元，同比+11%。2024 年 LME 收费交易的日均成交总额同比+6%。 数据及连接分部：2025 年一季度收入 5 亿港元，同比+4%，主要是由于客户使用量增加导致网络及设备托管服务费分别增加 10%及 8%。 公司项目：2025 年一季度公司项目收入 5 亿港元，同比-1%。公司内部投资收益 3.8 亿港元，同比+3%。年化投资净回报 5.47%，同比-0.69pct，主要是由于外部投资组合投资收益下滑。 盈利预测与投资评级：政策红利期叠加周期底部，看好香港交易所 α 与 β 同步优化，进一步兑现发展前景。我们维持此前盈利预测，预计港交所 2025-2026 年股东应占溢利分别为 149.34/156.73/165.73 亿港元，对应增速分别为 14%/5%/6%。当前股价对应 PE 估值分别为 28.9x /27.6x /26.1x，维持“买入”评级。 风险提示：香港现货及衍生品交易量大幅萎缩；互联互通进展停滞；LME 改革效果不达预期，量价齐跌。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

中信博 (688408)：2025 年一季度报点评：在手订单充沛，海外优势突出

投资要点 事件：公司发布 2025 年一季度报，实现营收 15.6 亿元，同环比-14.1%/-48.8%，归母净利润 1.1 亿元，同环比-28.5%/-46.1%，毛利率 18.9%，同环比-1.9/+1.7pct，归母净利率 7.1%，同环比-1.4/+0.4pct。交付节奏致表观业绩承压、在手订单充沛。业绩方面，公司 Q1 表观营收业绩承压，主要受客户项目交付节奏需求的影响，由于公司订单交付节奏及销售收入确认节奏短期波动，对营收规模及利润产生一定影响。订单方面，公司 2025 年一季度在手订单 74 亿元，同环比+6/+27.5 亿元；其中跟踪支架系统约 52 亿元，同环比-7/+17 亿元；其他约 22

亿元，同环比+13/+10.5 亿元，跟踪支架占比超 70%。假设跟踪支架约 0.43 元/W，公司跟踪支架在手订单约 12GW。2025 年 1 月新签订单 10.29 亿元，其中跟踪支架系统约 7.56 亿元，其他约 2.73 亿元，支撑 2025 年持续增长。海外基地持续布局、交付优势逐步突出。公司目前布局了印度、沙特、巴西三大海外生产制造基地，能够迅速响应全球交付需求。2024 年公司规划了沙特、巴西海外产能基地搭建，其中沙特工厂为继印度后第二个海外基地，设计产能 3GW，预计 2025 年释放，配套全球供应体系可具备当地约 10GW 交付能力，满足当地及辐射周边区域的项目交付需求；巴西生产基地年规划产能 3GW，将进行本地化光伏跟踪支架生产及供应，辐射巴西及拉美地区市场。印度 2022 年 6 月落地 3GW 产能，助力后续印度市场份额提升。多元供应链支撑公司全球主要市场的交付能力，保障国内外订单顺利交付。收入规模下降费用率短期提升、重视技术持续加大研发投入。公司 Q1 期间费用 1.9 亿元，同环比+10.5%/-6.6%，期间费用绝对值环比小幅下降，其中研发投入合计同比提升 34.99%；费用率 12.3%，同环比+2.7/+5.6pct，费用率短期提升主要由于 Q1 收入规模下降所致。投资评级：我们维持之前盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 8.3/10.6/12.8 亿元，同增 32%/27%/21%，对应 PE 为 12/10/8x，给予 25 年 18xPE，对应目标价 68.6 元，基于公司行业地位，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：徐毓嵘）

重庆啤酒（600132）：2025 年一季报点评：销量恢复增长，盈利保持稳健

投资要点 事件：重庆啤酒公告 2025 年一季报，25Q1 营收 43.55 亿元，同比+1.46%，归母净利润 4.73 亿元，同比+4.59%，扣非后归母净利润 4.67 亿元，同比+4.74%。一季度销量恢复增长，核心单品保持稳健。销量角度来看，24 年分季度销量同比+5.25%、+1.53%、-5.59%、-8.07%，25Q1 在高基数下销量同比+1.93%至 88.35 万吨，后续基数压力走低、销量有望维持稳健节奏。品牌角度来看，高档、主流、经济产品收入分别同比+1.21%、+1.99%、+6.09%，而吨酒营收同比-0.46%至 4929.61 元/吨，主要系阶段性结构下移所致，我们预计乐堡、重庆略有增长，嘉士伯、大理、风花雪月增速更快，红乌苏降幅收窄。区域角度来看，西北区、中区、南区收入分别同比+1.57%、+1.45%、+1.83%，区域间节奏相对均衡。毛销差小幅改善，盈利能力阶段性有所抬升。25Q1 销售净利率同比+0.67pct 至 21.61%。其中毛利率同比+0.52pct 至 48.42%(吨酒营收同比-0.46%、吨酒成本同比-1.45%)，虽价格端小幅承压，但受益大麦、包材等原材料价格下降，成本端兑现弹性；销售费用率同比-0.39pct 至 12.74%，管理费用率同比+0.28pct 至 3.41%，非经常性损益科目相对稳健。综合来看，毛销差小幅改善带动净利率有所抬升。开局稳健，期待扬帆 27 强化高端化增长动能。短期来看，一季度销量恢复增长，后续销量基数走低，但旺季表现需关注餐饮恢复节奏，期待全年量价节奏保持稳健。中长期来看，公司将继续推进“扬帆 27”和“嘉速扬帆”战略重点项目，以“6+6”品牌组合为依托，加快渠道精耕细作，进一步强化产品高端化动能。盈利预测与投资评级：一季度销量恢复增长，后续销量基数走低，但旺季表现需关注餐饮恢复节奏，期待全年量价节奏保持稳健。参考 25Q1 报表节奏，我们维持 2025-2027 年归母净利润为 12.66/13.10/13.45 亿元，对应当前 PE 分别为 21.7、20.9、20.4X，维持“增持”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、高端升级不及预期、

大城市战略竞争加剧。

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 郭晓东)

赛力斯 (601127): 2025 年一季报点评: 业绩符合预期, M8 大定表现亮眼

投资要点 公司公告: 公司 2025Q1 单季度实现营收为 191.5 亿元, 同环比分别-27.9%/-50.3%; 实现归母净利润 7.5 亿元, 同环比分别+240.6%/-60.8%; 实现扣非后归母净利润 3.94 亿元, 同环比分别+244.3%/-78.2%。2025Q1 处于新品上市前期, 业绩表现符合我们预期。1) 营收层面: Q1 单季度问界品牌共交付 4.53 万辆, 同环比分别-45.7%/-53.1%, 主要原因为春节假期影响&公司 Q1 处于新品切换期。其中 M9 交付 2.33 万台, 同环比分别+117.4%/-51.6%, M7 交付 1.79 万台, 同环比分别-74.3%/-57.3%。公司产品销量结构持续改善, M9 销量占比环比+1.7pct, Q1 单季度 ASP 提升至 42.3 万元 (分母为 AITO 销量), 同环比分别+32.6%/+6%。2) 毛利率: Q1 毛利率 27.6%, 同环比分别+6.10/-1.08pct, 问界凭借产品力与高端化战略, 位居中国高端汽车市场第一梯队, 毛利率维持高位。3) 费用率: 公司 Q1 销管研费用率分别为 13.9%/3.4%/5.5%, 同比分别+1.1/+1.7/+1.9pct, 环比分别+0.4/+0.0/+2.3pct, 公司持续加大研发投入, 技术创新主要体现在智能增程电动、智能辅助驾驶、智能绿色制造等方面, 确保技术领先性与可持续创新。4) 净利润: 合并报表口径单车盈利 1.09 万元, 同环比分别+468.6%/-26.9%。净利率为 3.9%, 同环比分别+3.1/-1.0pct。M8 已上市, 大定表现亮眼。截至 4 月 29 日 (上市约 13 天) 问界 M8 大定已突破 6 万台, 表现亮眼 (回顾 M9 订单转化历程: 86 天取得大定 6 万台)。公司资产负债结构明显优化。资产负债率 76.83%, 与 2024 年底 87.38%相比改善较多, 主要原因为公司持续盈利/发行股份购买重庆两江新区龙盛新能源科技有限责任公司股权。此外引望 10%股权已在 Q1 末完成过户, 预计在 25Q2 起为公司贡献投资收益。公司筹划发行 H 股股票并上市。公司拟发行境外上市外资股股票并在联交所主板挂牌上市, 打造国际化资本运作平台, 提高综合竞争力。4/28 已提交港股招股书, 拟将 IPO 募资净额的 70%用于研发投入, 20%用于多元化新营销渠道投入、海外销售及充电网络服务以提升全球品牌知名度, 10%用作营运资金及一般公司用途。盈利预测与投资评级: 我们基本维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期为 96/142/185 亿元, 对应 PE 为 22/15/11x。问界品牌锚定高端, 品牌势能继续向上。维持公司“买入”评级。风险提示: 新平台车型推进不及预期等。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 孟璐)

绿的谐波 (688017): 2024 年报&2025 年一季报点评: 25Q1 业绩重回增长区间, 产能建设进展顺利

投资要点 2024 年营收增长利润端有所承压, 2025Q1 净利润重回增长区间 2024 年公司实现营收 3.87 亿元, 同比+8.77%; 实现归母净利润 0.56 亿元, 同比-33.26%; 实现扣非归母净利润 0.46 亿元, 同比-38.09%。2024 年公司利润增速与收入增速背离主要系: ①毛利率有所下降; ②期间费用率同比提升; ③资产/信用减值损失有所提升。分产品看: 谐波减速器及金属件实现营收 3.25 亿元, 同比+2.56%, 机电一体化产品实现营收 0.53 亿元, 同比+56.74%, 智能自动化装备实现营收 0.05 亿元, 同比+97.88%。公司三大产品线齐头并进, 带动营收稳步增长。分海内外收入看: 内销实现营收 3.38 亿元, 同比+4.52%。出口实现营收 0.45 亿元, 同比+49.37%。2025Q1 单季度公司实现营收 0.98 亿元, 同比+19.65%; 实现归母净利润 0.20 亿元, 同比+0.66%; 实现扣非归母净利润 0.17 亿元, 同比+1.88%。2025Q1 公司利润重回

增长区间，业绩拐点显现。毛利率有所下滑，期间费用率有所提升。2024 年公司毛利率为 37.54%，同比-3.60pct，2025Q1 单季度毛利率为 34.06%，同比-8.49pct。公司毛利率有所下降，我们判断系市场价格竞争激烈叠加折旧提升。分业务看，2024 年公司谐波减速器及金属件/机电一体化产品/智能自动化装备毛利率分别为 36.13%/41.14%/50.86%，同比分别-5.03pct/+0.11pct/+63.42pct。2024 年公司销售净利率 14.41%，同比-9.41pct，2025Q1 单季度销售净利率为 21.49%，同比-3.85pct。2024 年公司期间费用率为 21.74%，同比+5.40pct，销售/管理/财务/研发费用率为 3.34%/5.67%/-0.07%/12.80%，同比 +0.28pct/-0.51pct/+6.42pct/-0.79pct。销售费用率增加主要系销售人员工资及海外销售布局相关费用增加所致。财务费用率增加主要系货币资金利息收入减少所致。公司维持高研发投入，研发费用率维持在较高水平，助力公司产品实力不断提升。产能提升稳步推进，加码布局人形机器人领域。1) 产能建设进展顺利：2024 年公司完成了年产 50 万台精密减速器扩产项目，计划于 2025 年实现产能的稳步爬坡。2024 年 12 月公司定增募投项目“新一代精密传动装置智能制造项目”也在 2025 年启动建设，项目建成后预计新增谐波减速器 100 万台、机电一体化产品 20 万台年产能。2) 加码人形机器人产品布局：谐波减速器方面，公司针对人形机器人行业需求，聚焦谐波减速器轻量化技术突破，同等出力情况下实现减重 30%以上，同时开发出灵巧手适用微型谐波减速器。丝杠方面，公司依托自主研发的内/外螺纹磨削技术，成功突破高精度大承载长寿命行星滚柱丝杠，可用于人形机器人直线关节。盈利预测与投资评级：我们基本维持公司 2025-2026 年归母净利润预测为 1.03/1.44 亿元，预计 2027 年归母净利润为 2.10 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 249/179/123 倍，考虑到公司积极布局人形机器人领域相关产品，未来有望兑现业绩，维持公司“增持”评级。风险提示：谐波减速器需求不及预期，市场竞争加剧，研发进度不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天)

浙江荣泰 (603119): 2024 年报及 2025 一季报点评: 业绩符合市场预期, KGG 收购完成即将贡献增量

投资要点 公司业绩符合市场预期。公司 24 年营收 11.3 亿元，同比+42%，归母净利 2.3 亿元，同比+34%，毛利率 35%，同比-2.5pct；其中 24Q4 营收 3.3 亿元，同环比+50%/+5%，归母净利 0.6 亿元，同环比+18%/-3%，毛利率 33%，同环比-5/-4pct。25Q1 营收 2.7 亿元，同环比+24%/-18%，归母净利 0.6 亿元，同环比+27%/-7%，毛利率 36%，同环比-1/+2pct。绝缘云母行业稳定增长、盈利水平维持。分业务看，24 年公司新能源汽车收入 9 亿元，同增 56%，毛利率 40%，同比-5pct，占比提升至 79%，贡献毛利 3.6 亿元，毛利占比 90%+，非新能源车业务收入 2.4 亿元，同增 5%，毛利率 13%，同比-3pct；分区域看，公司 24 年海外收入占比 51%，毛利率 43%，毛利占比 62%；公司 Q1 收入 2.7 亿元，同增 24%，我们预计后续 Stellantis、丰田等车企定点逐步起量，后续收入可维持 30%+增长。此外，公司泰国和墨西哥两个新生产基地目前正在有序推进建设中，以便对接欧洲和北美客户。依托客户及技术优势、微型丝杠布局领先、25H2 有望起量贡献弹性。公司收购 KGG 51%股权，业绩承诺 25-27 年贡献 0.08/0.27/0.35 亿利润，KGG 微型丝杠技术实力领先，已对接头部大客户，我们预计 25H2 订单实现大幅增长，26 年起公司泰国工厂微型丝杠产能可同步投产，满足海外大客户订单需求。远期人形机器人灵巧手自由度提升后，双手微型丝杠用量 30-40 根，按照 100 万台人形机器人计算，我们测算对应市场空间 100 亿元+，公司后续盈利弹性可观。费用控制良好、经

营性现金流健康。公司 24 年期间费用 1.1 亿元，同比+13%，费用率 10%，同比-3pct，25Q1 期间费用 0.3 亿元，同环比+26%/+12%，费用率 12%，同环比+0.2/+3pct；24 年经营性净现金流 2.1 亿元，同比-5%，25Q1 经营性现金流 0.5 亿元，同环比+277%/-0.3%；24 年资本开支 1 亿元，同比+92%，25Q1 资本开支 0.1 亿元；25 年 Q1 末存货 2.7 亿元，较年初+8%。盈利预测与投资评级：考虑关税影响不确定性，我们下调公司 25-26 年归母净利润预期为 3.3/4.7 亿元（前预期为 3.5/4.9 亿元），新增 27 年归母净利润预期为 6.4 亿元，同比+42%/+45%/+35%，对应 PE 50/34/26 倍。考虑后续人形机器人利润弹性可观，我们给予 26 年 50xPE，目标价 65 元，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，项目投产进度不及预期，海外政策变化。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶）

山推股份（000680）：2025 年一季报点评：归母净利润同比+14%，股份回购+股权激励彰显长期发展信心

投资要点 事件：2025 年 4 月 29 日，公司发布 2025 年一季报。归母净利润同比+14%。受益于基建需求稳定，主营业务表现稳健 2025Q1 公司实现营业收入 33.0 亿元，同比+2.9%，归母净利润 2.7 亿元，同比+13.6%；实现扣非归母净利润 2.7 亿元，同比+28.9%。分业务来看，受益于国内基建投资保持韧性，公司推土机业务销售稳健，工程机械核心零部件配套能力持续增强，推动公司业绩规模持续提升。公司作为国内推土机龙头，市占率稳居行业领先，新产品线如挖掘机、装载机等布局持续推进，市场竞争力逐步提升，支撑公司整体经营保持稳健增长。整体费用控制良好，盈利能力持续提升 2025 年 Q1 公司毛利率为 19.2%，同比+2.1pct，销售净利率为 8.3%，同比+1.5pct，盈利能力持续改善。我们认为主要受益于公司产品结构持续优化，核心产品如推土机与工程机械零部件盈利能力改善，带动整体毛利率上行。同时，随着降本措施逐步落地，制造环节效率有所提升，推动毛利率稳中有升。费用端来看，2025Q1 公司期间费用率为 10.2%，同比+0.8pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.3%/ 2.9%/ 3.2%/ -0.2%，同比+0.8pct/+0.4pct/-0.3pct/-0.2pct，整体费用控制良好。展望未来，伴随公司高毛利产品占比提升与海外市场持续拓展，盈利质量有望进一步增强。山重建机表现亮眼，股份回购+股权激励激发内生活力 2024 年 12 月 12 日，公司公告山重建机 100%股权交割完成，我们认为山重建机挖机业务的注入将依托公司推土机渠道以及山东重工强大的集团协同优势，成为公司新增长点。具体来看，公司利用山东重工集团黄金产业链竞争优势，实现动力总成、液压件、变速箱、变矩器、四轮一带、研发等方面的资源共享，促进内部战略协同有序深化，大幅提升公司核心竞争力。2024 年山重建机实现净利润 2.0 亿元，业绩表现亮眼。2025 年 4 月 22 日，公司公告拟通过集中竞价进行股份回购，回购股份金额为 1.5-3.0 亿元，且回购股份将全部用于股权激励计划或实施员工持股计划。我们认为，此次股份回购计划旨在激发公司内生活力，增强投资者信心，彰显公司长期发展信心。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 13.9/16.0/18.5 亿元，当前市值对应 PE 分别为 10/9/7 倍，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期

（证券分析师：周尔双）

恩捷股份（002812）：2025 年一季报点评：Q1 盈利有所恢复，行业磨底静待出清

投资要点 25Q1 利润转正、符合市场预期。公司 25 年 Q1 营收 27.3 亿元，同环比+17.2%/+1.1%，归母净利润 0.3 亿元，同比-84%，环比转正，毛利率 17%，同环比-2/+33pct，归母净利率 1%，同环比-6/+38pct。隔膜份额回升、湿法价格战持续。我们预计 25Q1 公司隔膜出货 20 亿平+，同比增 65%，环比持平，且我们预计全年 95-100 亿平销量，其中干法 5-6 亿平，份额回升至 50%+。25Q1 含税均价约 1.3-1.4 元/平，环比基本持平，我们预计 25Q2 行业价格仍有下行压力，但湿法二线企业已面临亏损，价格触底明确。盈利端，公司 24Q4 大幅出售高价库存后，25Q1 单平利润转正，为 0.01 元/平，展望 25 年我们预计盈利仍承压。但公司海外产能逐步投产，匈牙利一期 4 亿平投产，我们预计 25 年贡献 2-3 亿平，美国 7 亿平涂覆开始打样，同时公司规划匈牙利二期 8 亿平和马来西亚 10 亿平产能；同时随着国内产能出清，26-27 年公司盈利修复可期。资本开支有所放缓。公司 25Q1 期间费用 4.7 亿元，同环比+34%/-12%，费用率 17.1%，同环比+2.1/-2.5pct；经营性现金流 1.2 亿元，同比-72.7%，环比转正；25Q1 资本开支 4.4 亿元，同环比-35%/-121%；25Q1 末存货 29.9 亿元，较年初持平；25Q1 末在建工程 63 亿元，较年初增 7%。盈利预测与投资评级：考虑行业价格仍有压力，我们下调公司 25-26 年归母净利润预期为 2.1/8.1 亿元（前预测为 9/15 亿元），新增 27 年归母净利润预期为 18.3 亿元，同比增长 137%/289%/126%，对应 PE 为 131x/34x/15x，考虑公司作为隔膜行业龙头，规模效应显著且技术研发领先，远期利润增速有望修复，我们维持“买入”评级。风险提示：需求不及预期，盈利水平不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶）

中国财险 (02328.HK): 2025 年一季报点评: 承保与投资表现均亮眼, 净利润同比增长接近翻倍

投资要点 【事件】中国财险发布 2025 年一季度业绩：1) 净利润 113 亿元，同比+92.7%，主要受承保端与投资端双重利好带动。2) 归母净资产 2702 亿元，较年初+4.7%。产险：综合成本率显著改善，主要受益于大灾减少与公司降本增效。1) Q1 产险总保费收入达 1804 亿元，同比+3.7%，其中车险、非车险分别同比+3.5%、+3.8%，非车险中意健险增速较快，同比+6.5%，农险和责任险同比下滑，分别同比-4.1%、-1.3%。2) 综合成本率 94.5%，同比-3.4pct，主要是由于公司持续优化费用投入，加大大灾损失同比减少。我们认为，随着公司持续推进降本增效，不断提升风险识别和防控能力，2025 年全年综合成本率预计将实现同比显著改善。投资：投资收益显著提升。公司适度增配具有长期价值的优质权益类资产，受益于 Q1 资本市场回暖，配置结构的优化放大了市场上涨的正向效应。Q1 总投资收益 74.6 亿元，同比增长 56.4%，年化总投资收益率为 1.2%，同比提升 0.4pct。盈利预测与投资评级：结合公司 2025Q1 经营情况，我们上调公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 432/456/492 亿元（前值为 352/379/419 亿元），当前市值对应 2025E PB 1.0x，维持“买入”评级。风险提示：1) 行业保费增速低于预期；2) 自然灾害等不确定因素。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟）

恒立液压 (601100): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 2025Q1 归母净利润同比+3%符合预期, 多元化、国际化战略持续推进

投资要点 25Q1 归母净利润同比+3%符合预期，上行周期液压件龙头有望充分受益 2024 年公司实现营业收入 93.9 亿元，同比+4.5%，归母净利润 25.1 亿元，同比+0.4%。单 Q4 实现营业收入 24.5 亿元，同

比-7.1%，归母净利润 7.2 亿元，同比-3.8%。2025 年一季度实现营业收入 24.2 亿元，同比+2.6%，归母净利润 6.2 亿元，同比+2.6%，符合市场预期。分国内外来看，2024 年公司实现国内收入 72.5 亿元，同比+3.6%，海外收入 20.7 亿元，同比+7.6%，在 2024 年海外需求下滑背景下，公司积极开拓海外客户，国际化战略初显成效。分产品来看，①液压油缸：2024 年实现收入 47.6 亿元，同比+1.4%，中大挖油缸占比提升，产品结构改善明显；②液压泵阀：2024 年实现收入 35.8 亿元，同比+9.6%，挖机泵阀市场份额持续提升，工业领域泵阀逐步放量。③液压系统：2024 年实现收入 3.0 亿元，同比+1.6%；④配件及铸件：2024 年实现收入 6.8 亿元，同比+1.7%。2025 年一季度挖掘机内销景气度维持高位，出口温和复苏，公司作为挖掘机液压件龙头，有望在工程机械上行周期中充分受益。整体费用控制良好，盈利能力保持优秀。2024 年公司销售毛利率 42.8%，同比+1.1pct，销售净利率 26.8%，同比-1.1pct。2025Q1 公司销售毛利率 39.4%，同比-0.7pct，销售净利率 25.5%，同比+0.02pct。分地区看，2024 年国内毛利率 42.7%，同比+0.03pct，海外毛利率 41.5%，同比+4.1pct。公司盈利能力保持优秀，我们认为主要由于①公司多元化战略贡献增量，目前已于挖掘机、高机、盾构机、海工、工业等领域具备一定市场份额，充分保障公司在液压件市场份额的稳定增长潜力和盈利能力的连续性；②公司持续推动国际化战略，海外收入占比、盈利能力快速提升。费用端来看，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.3%/6.3%/7.7%/-1.4%，同比+0.2/+1.8/+0.0/+2.7pct，管理费用上升主要系子公司精密工业及恒立墨西哥开始试生产，人员增加导致相应支出增加。展望未来，随着公司新产品、新业务的推出放量以及海外布局的持续开拓，公司盈利能力有望持续提升。海外工厂+丝杠项目多点开花打造第二成长曲线。公司多元化、国际化战略推进，业绩有望持续增长：（1）墨西哥项目：公司在墨西哥建立液压件生产基地，海外生产基地的落地有助于公司顺利切入北美挖机、高机、农机高端客户供应链，成长空间广阔。（2）线性驱动器项目：公司已设立三个事业部，分别为电动缸事业部、丝杠事业部和导轨事业部，滚珠丝杠、滚柱丝杠、导轨等部分样品在试制中，目前已实现高端丝杠产品覆盖。截至 2024 年底，公司已在机床、注塑机等多个下游实现小规模批量订单，预计 2025 年产能持续爬坡；此外，公司积极布局工程机械电动化零部件，目前电动缸已于高机产品中率先铺开，得到市场充分验证，未来将有机会在更多工程机械产品中得到验证。盈利预测与投资评级：考虑到公司资本开支快速增长，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测值至 28.7/34.1 亿元（原值为 30.3/36.2 亿元），增加 2027 年归母净利润预测为 41.4 亿元，对应当前市值 PE 分别为 34/29/24x，依然坚定看好公司长期发展前景，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求回暖不及预期、行业竞争加剧、出海不及预期。

（证券分析师：周尔双）

人福医药（600079）：2024 年报及 2025 年一季报点评：核心业务稳定增长，研发与重整双轮驱动

投资要点 事件：公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报，2024 年实现营业收入 254.35 亿元（+3.71%，括号内为同比，下同），实现归母净利润 13.30 亿元（-37.70%），实现扣非归母净利润 11.39 亿元（-37.50%），主要系公司的营销体系建设、汇率变动导致销售费用、管理费用等费用增加；报告期内计提信用减值损失和资产减值损失。25Q1 单季度实现营业收入 61.37 亿元（-3.61%），实现归母净利润 5.40 亿元（+11.09%），实现扣非归母净利润 5.31 亿元（+14.35%）。各子公司

持续提升竞争力，核心业务保持稳定增长：2024 年从医药工业来看，宜昌人福实现营收 87.02 亿元（+7.97%），实现净利润 27.03 亿元（+11.30%），神经系统用药实现营收约 75 亿元（+11%）。葛店人福实现营收 13.22 亿元（+10.66%），实现净利润 2.42 亿元（+29.07%）。武汉人福实现营收 4.33 亿元（-37.18%），实现净利润 0.39 亿元（-73.17%），主要受集采价格下降的影响。Epic Pharma 实现营收 13.53 亿元（+27.83%），实现净利润 1.40 亿元（+21.16%）。新疆维药实现营收 11.25 亿元（+12.12%），实现净利润 1.30 亿元（+15.47%）。三峡制药实现营收 4.59 亿元（+23.36%），实现净利润-0.17 亿元（同比减亏 0.45 亿元）。2024 年从医药商业来看，北京医疗实现营收 19.75 亿元（+13.98%），实现净利润 1.09 亿元（-21.45%）。湖北人福实现营收 82.29 亿元（-3.90%），实现净利润-0.30 亿元（-132.58%），主要系医保控费的影响，产品毛利率有所下降，以及计提信用减值损失 0.95 亿元。聚焦核心产品加速研发创新，控股股东重整助力新发展：1) 2024 年公司研发费用 14.71 亿元（+0.59%），25Q1 研发费用 4.09 亿元（+17.02%），公司共有在研项目 500 多个，其中 1、2 类创新药项目 60 多个。报告期内，下属子公司先后获批近 20 个新产品，包括神经系统药物新产品如注射用盐酸瑞芬太尼（增加适应症）、盐酸羟考酮缓释片（新增规格）、氨酚羟考酮片等；激素类药物新产品如醋酸阿比特龙片、地诺孕素片等；研发管线产品储备丰富，创新药仿制药全面开花。2) 公司控股股东当代科技的重整计划已获法院批准，本次重整实施后，招商生科将合计控制公司 3.87 亿股股份，占公司总股本 23.70% 对应的表决权，招商生科或将作为新的控股股东入主公司，为公司的未来资本运作和业务扩张提供助力。盈利预测与投资评级：考虑到集采降价和医保控费的影响，我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 26.5/30.8 亿元调整至 22.2/26.5 亿元，预计 2027 年为 30.6 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 15/13/11 倍，公司的核心麻醉业务稳健增长且加速研发创新，维持“买入”评级。风险提示：集采降价风险；政策波动风险；控股股东经营管理风险等。

（证券分析师：朱国广）

友邦保险 (01299.HK)：2025 年第一季新业务摘要点评：新业务价值同比+13%，新业务价值率开始回暖

投资要点 事件：友邦保险公布一季度新业务摘要。1) NBV 15 亿美元，同比+13%（按固定汇率，下同）。2) 年化新保费（ANP）26.2 亿美元，同比+7%。3) 新业务合同服务边际同比+16%。NBV：友邦中国香港表现较好，友邦中国内地略微承压。1) 友邦中国香港 NBV 同比+16%。2) 友邦中国内地 NBV 可比口径下同比+8%，非可比口径下-7%；2019-2023 年间成立的新分公司区域 NBV 同比增长超 20%。3) 东盟各分部均取得正增长。4) 我们认为中国内地 NBV 承压主要受到下列因素影响：①根据年报披露数据，个险渠道新单分红险占比超过 80%，销售转向分红险会导致 NBV Margin 走低，进而影响 NBV。②经过去年多波炒停后，预计个险渠道需求有所降低。③银保渠道取消“3+1”后竞争更为激烈。产品结构及价值率：NBV Margin 回暖。1) NBV Margin 57.5%，同比+3pct。友邦中国 NBV Margin 高于 50%。2) 我们认为，不论从集团整体还是友邦中国来看，NBV Margin 已得到明显改善，预计今年 NBV Margin 将继续回升。3) 中国内地业务成功转向分红险。泰国受益于引入个人医疗保险产品相关监管变动，为代理人渠道带来显著的一次性销售。新加坡长期储蓄产品销售持续强劲。渠道及人力：代理人和伙伴渠道均取得 NBV 正增长。1) 代理人渠道 NBV 12.2 亿美元，同比+21%，占整体 NBV 比例超 75%。2)

新入职代理人人数同比+9%。3) 活跃代理人人数同比+8%; 其中友邦中国活跃代理人人数同比+6%, 活跃新代理人人数同比+15%。4) 伙伴渠道 NBV 4 亿美元, 同比+2%; 在中国内地以外地区同比+21%。股份回购: 16 亿美元回购计划已于 4 月 14 日开始, 公司计划三个月内完成回购。盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 年一季度经营情况, 我们维持公司 2025-2027 年税后营运利润预测于 72.4/79.8/87.1 亿美元。当前市值对应 2025E PEV 1.00x、PB 1.75x, 仍处低位。我们看好中国内地分公司不断扩张为公司带来的有利业绩支撑, 维持“买入”评级。风险提示: 长端利率趋势性下行, 权益市场波动, 新单保费承压。

(证券分析师: 孙婷)

上汽集团 (600104): 2024 年报&2025 年一季报点评: Q1 业绩改善显著, 集团改革加速

投资要点 公司公告: 2024Q4 公司实现营业总收入 1,971.1 亿元, 同环比分别-11%/+35%; 投资净收益-30.9 亿元; 归母净利润-52.4 亿元, 扣非后归母净利润-64.6 亿元, 同环比均转亏。2024Q4 业绩基本符合预期: 1) 营收: 2024Q4 上汽集团批发销量为 136.4 万辆, 同环比分别-17%/+66%; 单车 ASP 14.5 万元, 同环比分别+7%/-18%。2) 毛利率&费用率: 2024Q4 集团毛利率为 10.4%, 同环比分别 0/+1pct。2024Q4 销售/管理/研发费用率分别为 0.9%/3.2%/3.1%, 同比分别-3.3/-0.2/+0.3pct, 环比分别-4/-1/+0.5pct。会计准则变更影响 Q4 单季度毛利率和销售费用率表现。3) 投资收益: 2024Q4 公司投资净收益-30.9 亿元, 其中对联营和合营企业的投资收益为-45.9 亿元。上汽大众 Q4 批发销量为 37.6 万辆, 同环比分别-2%/+45%, 上汽通用 Q4 批发销量为 15.4 万辆, 同环比分别-43%/+196%。合资品牌 Q4 单季度批发环比均大幅改善。2024H2 大众单车净利为 0.61 万元, 同环比分别+67%/+261%。上汽通用及其控股子公司于 2024Q4 计提相关资产减值准备 232.12 亿元, 上市公司不确认长期股权投资余额之外的超额亏损, 因此该事项预计将减少公司归母净利润约 78.74 亿元人民币。减值完成后上市公司对上汽通用整车公司的股权投资账面价值减记至零。公司公告: 2025Q1 公司实现营业总收入 1,408.6 亿元, 同环比分别-2%/-29%; 投资净收益 22 亿元, 同比-20%; 归母净利润 30.2 亿元, 同比+11%; 扣非后归母净利润 28.5 亿元, 同比+34%。2025Q1 业绩符合我们预期: 1) 营收: 2025Q1 上汽集团批发销量为 94.5 万辆, 同环比分别+13%/-31%; 单车 ASP 14.9 万元, 同环比分别-13%/+3%。2) 毛利率&费用率: 25Q1 集团毛利率为 8.1%, 同环比分别-1/-2pct。销售费用率环比+2pct 主因仍为会计准则调整影响 Q4 基数。3) 投资收益: 2025Q1 公司投资净收益 22 亿元, 其中对联营和合营企业的投资收益为 15.4 亿元。上汽大众 Q1 批发销量为 22.8 万辆, 同环比分别-8%/-39%, 上汽通用 Q1 批发销量为 10.9 万辆, 同环比分别-2%/-30%。4) 公允价值变动损益: 25Q1 为 15.7 亿元, 同环比均大幅增长, 主要来自公司持有的地平线股权市场价值增加所致。盈利预测与投资评级: 合资逐步触底, 集团改革加速。公司 2025 年销量目标 450 万辆, 考虑公司在年报中指引每年 3%左右的研发投入强度 (200 亿元以上) 略高于我们之前的预期, 我们下调公司 2025/2026 年归母净利润预期为 97/128 亿元 (原为 109/145 亿元), 我们预测公司 2027 年归母净利润为 167 亿元, 对应 PE 为 19/14/11 倍, 维持公司“买入”评级。风险提示: 终端价格战超预期; 出口相关贸易风险等。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 孟璐)

今世缘 (603369): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 24 年稳健收官,

25 年务实进取

投资要点 事件：公司发布财报，2024 年总营收 115.46 亿元，同比+14.31%，归母净利润 34.12 亿元，同比+8.80%；其中 24Q4 总营收 16.04 亿元，同比-7.56%，归母净利润 3.26 亿元，同比-34.84%。25Q1 实现总营收 50.99 亿元，同比+9.17%，归母净利润 16.44 亿元，同比+7.27%。腰部高增、开系稳健，省内外协同推进。2024 年今世缘奏响了百亿再出发、勇攀新高峰的集结号，主要经济指标再创新高、行业影响力不断提升。1) 分产品来看，24 年特 A+类、特 A 类收入分别同比+15.2%、+16.6%，百元以上品牌维持双位数增势，预计 V6 增速领先，V3、单开/淡雅持续高增，对开、四开稳健双位数增长。2) 分地区来看，24 年省内、省外收入分别同比+13.3%、+27.4%，省内因地制宜精耕攀顶，苏中增速领先，南京、淮安稳健增长；省外攻城拔寨逐步起势，安徽、山东区域规模领先。货折有所加大、腰部占比提升致盈利波动。24 年净利率同比-1.50pct 至 29.55%，其中毛利率同比-3.60pct 至 74.75%，销售费用率同比-2.23pct 至 18.54%，毛利率与销售费用率波动较大预计与费用确认方式变化相关，毛销差阶段性下降 1.37pct 至 56.21%，预计与货折有所加大/腰部占比提升相关。25Q1 延续韧性增长，经营节奏务实进取。2025 全年规划总营收同比增长 5%-12%，净利润增幅略低于收入增幅，保持利润增长与经营质量的动态平衡。25Q1 总营收、归母净利润分别同比+9.17%、+7.27%，一季度延续韧性增长，其中特 A+类、特 A 类收入分别同比+6.6%、+17.4%，春节旺季淡雅持续快速增长、开系动销保持稳健增长、V 系维持良性增长，节后对开系控量保持量价均衡。25Q1 净利率同比-0.57pct 至 32.24%，其中毛利率同比-0.60pct 至 73.63%、预计与腰部占比提升相关，税金及附加率同比+0.87pct 至 16.39%、销售费用率同比-0.87pct 至 13.29%，管理费用率同比-0.11pct 至 2.08%，财务费用率同比+0.25pct 至-0.52%。此外，25Q1 末合同负债 5.38 亿元，同减 4.35 亿元/环减 10.55 亿元。盈利预测与投资评级：25Q1 延续韧性增长，全年规划总营收同比增长 5%-12%，经营节奏务实进取。参考 25Q1 报表节奏，我们更新 2025~2026 年归母净利润预测为 36.8、41.0 亿元（前值 40.3、48.0 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 45.4 亿元，当前市值对应 2025~27 年 PE 为 15.7、14.1、12.7X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济不及预期；食品安全风险；次高端升级不及预期

（证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东）

北汽蓝谷（600733）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩符合预期，享界能源类型拓展

投资要点 公告要点：2024Q4 单季度营收为 46.94 亿元，同环比分别-6.3%/-22.8%；Q4 单季度归母净利润为-24.57 亿元（2023Q4 为-21.48 亿元，2024Q3 为-19.20 亿元）；Q4 单季度扣非归母净利润为-28.11 亿元（2023Q4 为-22.13 亿元，2024Q3 为-19.29 亿元）。2025Q1 单季度营收为 37.73 亿元，同环比分别+150.8%/-19.6%；Q1 单季度归母净利润为-9.53 亿元（2024Q1 为-10.16 亿元）；Q1 单季度扣非归母净利润为-9.61 亿元（2024Q1 为-10.32 亿元）。Q4 业绩略低于预期。1) 营收：24Q4 公司实现销量 4.6 万台，同环比+23%/+16%，其中乘联会批发口径下享界 S9 Q4 销量为 0.33 万辆。ASP 为 10.2 万元，同环比分别-23.8%/-33.1%。2) 毛利率：公司 Q4 毛利率-22.01%，同环比分别-14.8/-15.6pct。毛利率波动较大原因为会计准则变更影响毛利润 3.9 亿元。3) 费用率：公司 24Q4 销售/管理/研发费用率分别为 6.33%/5.43%/14.12%，同比分别-3.3/+0.9/+5.6pct，环比分别-3.6/+0.4/+6.9pct。4) 净利润：合并报表口径单车亏损 6.11 万元（扣非

后), 价格竞争/营销&渠道持续投入/享界仍处爬坡期, 公司 Q4 单季度亏损同环比均扩大。最终公司单季度实现归母净利润-24.6 亿元。Q1 业绩基本符合预期。1) 营收: 25Q1 公司实现销量 2.8 万台, 同环比+174%/-40%, 其中享界 S9 Q1 销量为 0.28 万辆。ASP 为 13.6 万元, 同环比分别-8.4%/+33.5%。2) 毛利率: 公司 Q1 毛利率-7.51%, 同环比分别-1.1/+14.5pct。3) 净利润: 合并报表口径单车亏损 3.5 万元(扣非后), 环比减亏。2025 年 4 月享界 S9 增程版正式上市, 售价 30.98 万元起, 能源类型拓展+价格下探, S9 后续有望贡献较多销量增量。公司公布定增预案, 有助于增强公司竞争实力。公司拟向特定对象发行股票募集资金不超过人民币 60 亿元, 发行对象包括公司控股股东北汽集团、北汽集团控制的关联方福田汽车在内的不超过 35 名符合中国证监会规定条件的特定对象。其中, 北汽集团拟认购金额不超过 5 亿元; 福田汽车拟认购金额不超过 25 亿元。募集的资金将主要用于公司新能源车型开发项目以及 AI 智能化平台及智驾电动化系统开发项目, 有助于公司进一步扩充新能源产品谱系, 优化资本结构, 提升公司未来在新能源汽车市场的竞争实力。2025 年 4 月 16 日享界 S9 增程版上市, 能源类型拓展。盈利预测与投资评级: 由于行业竞争加剧, 我们下调公司 2025/2026 年业绩预期, 归母净利润预测为-35.8/-10.2(原为-20.3/6.1 亿元), 我们预期公司 2027 年归母净利润为 13.1 亿元。考虑享界后续放量可期, 我们维持公司“买入”评级。风险提示: 新车上量不及预期风险; 智能化技术创新低于预期等。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 孟璐)

拓普集团 (601689): 2025 年一季报点评: 25Q1 客户销量短期承压, 智能车部件+机器人部件协同发展

投资要点 事件: 公司发布 2025 年一季报, 2025Q1 公司营收达 57.68 亿元, 同比+1.40%/环比-20.43%; 归母净利润达 5.65 亿元, 同比-12.39%/环比-26.23%。从盈利能力看, 公司 25Q1 毛利率达 19.89%, 同比-2.53pct/环比+0.08pct; 25Q1 净利率达 9.80%, 同比-1.54pct/环比-0.77pct。25Q1 公司期间费用率达 10.51%, 同比+1.18pct/环比+2.15pct。其中销售费用/管理费用/财务费用/研发费用率分别达 1.19%/3.30%/0.10%/5.93%, 同比分别 -0.19pct/+0.55pct/-0.61pct/+1.44pct。2025Q1 业绩下滑主要受下游部分大客户影响, 预计 25Q2 将得到改善。从主要下游客户 2025Q1 表现来看: 1) 特斯拉全球销量为 33.7 万辆, 同比-13.0%; 2) 吉利销量为 70.4 万辆, 同比+47.9%; 3) 比亚迪销量为 100.1 万辆, 同比+59.8%; 4) 赛力斯销量为 4.5 万辆, 同比-46.3%; 5) 理想销量为 9.3 万辆, 同比+15.5%; 6) 极氪销量为 4.1 万辆, 同比+25.2%; 7) 小米批发销量为 7.6 万辆。25Q2 得到改善的依据为: 1、大客户产线调整在 Q1 基本结束; 2、问界 M8 上市, 赛力斯板块业绩将得到较大改善。Tier 0.5 级供应商, 智能汽车+机器人双擎驱动。公司与客户建立战略合作关系, 创新性地推行 Tier0.5 级的合作模式, 为车企提高效率、降低成本的同时也保证了自身的竞争力。1) 主业方面, 当前, 公司已形成汽车 NVH 减震系统、内外饰系统、车身轻量化、智能座舱部件、热管理系统、底盘系统、空气悬架系统、智能驾驶系统 8 大系列产品, 单车 ASP 约为 3 万元。2) 机器人方面, 公司积极布局电驱执行器、灵巧手电机、躯体结构件、减速器、减速器等核心部件, 在研发资源和测试资源上与主业具有较强的协同能力。未来, 公司将通过智能汽车部件和机器人部件的协同发展来奠定快速发展的基础。盈利预测与投资评级: 虽然公司 2025Q1 业绩出现下滑, 但下游客户产线调整在 25Q1 结束, 结合下游客户的新品放量, 我们维持公司 2025-2027 年归母净利

润 35.54 亿元、44.60 亿元、56.52 亿元的预测，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 2.04 元、2.57 元、3.25 元，市盈率分别为 25 倍、20 倍、16 倍，维持“买入”评级。风险提示：客户效率不及预期；项目开拓不及预期；原材料价格波动。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙)

先导智能 (300450)：2024 年&2025 一季报点评：25Q1 业绩环比提升，看好锂电设备边际改善

投资要点 24 年减值影响利润表现，25Q1 业绩增速已环比转正：2024 年公司实现营收 118.6 亿元，同比-28.7%，其中锂电设备营收 76.9 亿元，同比-39.2%，占比 64.8%；光伏设备营收 8.7 亿元，同比-15.7%，占比 7.3%；3C 智能设备营收 6.9 亿元，同比-1.3%，占比 5.8%；智能物流系统营收为 18.7 亿元，同比+30.5%，占比 15.8%。期间公司归母净利润为 2.9 亿元，同比-83.9%；扣非净利润为 3.6 亿元，同比-79.1%；主要系公司计提了约 6 亿元信用与 5 亿元资产减值。25Q1 单季营收为 31.0 亿元，同比-6.4%，环比+12.9%；归母净利润为 3.7 亿元，同比-35.3%，环比转正；扣非净利润为 3.6 亿元，同比-34.7%，环比转正。

Q1 盈利能力环比改善：2024 年毛利率为 35.0%，同比-0.6pct，其中锂电设备为 38.9%，同比+0.3pct；智能物流系统为 21.1，同比+14.2pct。期间公司销售净利率为 2.3%，同比-8.4pct；期间费用率为 26.2%，同比+7.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.1%/9.2%/14.1%/-0.1%，同比+0.3/+3.1/+4.0/+0.1pct，期间费用率提升主要系收入下滑的同时研发和管理费用相对刚性。25Q1 单季毛利率为 34.5%，同比-2.2pct，环比+4.3pct；销售净利率为 11.3%，同比-5.3pct，环比转正。

现金流显著改善，公司在手订单充足：截至 2024Q4 末公司存货为 135.8 亿元，同比+2.8%；合同负债为 116.0 亿元，同比-7.8%，在手订单充足。2025Q1 公司经营活动净现金流为 8.6 亿元，现金流显著改善，验收节奏有所加快。 宁德优先采购先导核心设备，双方也将在固态电池及钙钛矿等领域开展合作：双方 2024 年签订战略合作协议，宁德将优先向先导采购包括涂布、辊压、模切、卷绕、叠片、物流、化成容量等电芯核心设备；先导有望充分受益于宁德 2025 年 150-200GWh (含海外基地 35GWh) 扩产。此外，宁德也将与先导根据市场需求积极在新领域新技术方面，包括但不限于固态电池、钙钛矿等领域开展研发合作；先导已陆续拓展固态、全极耳、钠离子等新型电池技术。公司预计 2025 年与宁德的关联交易为 84.75 亿元，其中截至 3 月实际已经发生 21.19 亿元。 海外锂电扩产加速，公司海外业务快速放量：海外客户稳步拓展中，看好龙头设备商出海：(1) 欧洲地区：纯海外客户包括大众 (5 年 200-240GWh)、ACC、保时捷、宝马等整车厂，国内企业包括宁德的匈牙利项目。新技术合作方面，公司已向德国某豪华车企交付首条全极耳圆柱电芯产线并与法国 Tiamat 展开钠电池相关设备合作。(2) 北美地区：24 年 3 月公布了 ABF 20GWh 的订单。(3) 东亚地区：有机会通过固态电池技术切入日韩电池厂，公司 2024 年已推出首条固态电池整线解决方案。 拓展光伏、氢能等领域，开启平台化布局：在光伏领域，公司实现了 XBC 电池的 GW 级工艺设备研发验证，在其全工序环节都实现了全新突破，已累计获得超过 20 亿以上的设备订单，打造了行业首条 TOPCon 标杆整线，与头部大客户达成了战略合作关系，并为中国钙钛矿行业的首条 GW 级别生产线提供了国内首台激光划线设备；在氢能领域，公司推出了自主研发的第四代 MEAR2R 装配产线，成功交付 2000MW 氢能电解槽堆叠整线。 盈利预测与投资评级：考虑到设备交付节奏，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 10.57/17.02 亿元(原值为 20/26 亿元)，

新增 2027 年归母净利润预测为 22.28 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 29/18/14 倍。考虑到公司估值水平及成长性，维持“买入”评级。风险提示：新能源车销量不及预期，下游扩产不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

国联民生（601456）：2025 年一季报点评：并表民生证券，经营业绩大幅提升

投资要点 事件：国联民生发布 2025 年一季报，2025Q1 公司实现营业收入 15.6 亿元，同比+801.0%；归母净利润 3.8 亿元，同比大幅扭亏为盈；对应 EPS 0.08 元，ROE 1.0%，同比+2.2pct。25Q1 公司主动把握市场机遇，持续推进各项业务发展，同时将民生证券纳入财务报表合并范围。 资本市场转暖叠加并表影响，经纪业务收入同比增幅超 300%：2025Q1 公司经纪业务收入 4.7 亿元，同比+333.7%，占营业收入比重 30.1%。全市场日均股基交易额 17031 亿元，同比+70.3%。公司两融余额 181 亿元，较上年同期+87%，较 2024 年末+57%；市场份额 0.9%，较年初+0.3pct。全市场两融余额 19187 亿元，较年初+24.8%。公司保持基金投顾行业领先，基金投顾规模快速增长，截至 24 年末公司基金投顾保有规模 92.38 亿元，同比增长 40.10%。 并表民生证券，协同效应逐步显现，投行业务收入增幅超 100%，债券承销规模增长近两倍：2025Q1 公司投行业务收入 1.7 亿元，同比+124.5%。1）股权投行：股权主承销规模 5.6 亿元，较上年同期大幅提升（24Q1 公司未有股权项目发行），排名第 27；其中 IPO 1 家，募资规模 4 亿元；再融资 1 家，承销规模 2 亿元。公司 IPO 储备项目 2 家，排名第 23，其中两市主板 2 家。2）债券投行：债券主承销规模 329 亿元，同比+189.1%，排名第 20；其中公司债、地方政府债、ABS 承销规模分别为 139 亿元、111 亿元、58 亿元。 资管业务收入稳步提升：资管业务收入 1.6 亿元，同比+13.8%。2024 年末公司资产管理规模 1425 亿元，同比+21.5%。伴随并表中融基金、国联资管开业，公司资管业务收入稳步提升。 自营业务大幅改善：投资收益（含公允价值）7.1 亿元，同比大幅扭亏为盈（24Q1 为-1.5 亿元）；调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）8.2 亿元，同比+286.5%。 盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年一季度经营情况，我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 8.78、10.07、10.76 亿元，对应同比增速分别为+121%、+15%、+7%，预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.15、0.18、0.19 元/股。公司当前市值对应 PB 估值分别为 1.29x、1.26x、1.24x。我们依旧看好公司与民生证券的后续整合成效，公司综合实力有望实现大幅提升，维持“买入”评级。 风险提示：1）整合效果不及预期；2）权益市场大幅波动；3）行业监管趋严。

（证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康）

丸美生物（603983）：2024 年报及 2025 一季报点评：大单品表现靓丽，线上保持高增

投资要点 公司公布 2024 年和 2025Q1 业绩：公司 2024 年营收 29.7 亿，同比+33.4%；归母净利 3.42 亿，同比+31.7%，扣非归母净利 3.27 亿，同比+73.9%。2025Q1 营收 8.5 亿，同比+28.0%，归母净利 1.35 亿，同比+22.1%，扣非归母净利 1.34 亿，同比+28.6%，业绩快速增长。 毛利率持续提升，费用管控显成效。①毛利率：公司 2024 年毛利率 73.7%，同比+3.0pct，受益于眼部、护肤、美容品类毛利率分别提升 2.72/4.98/6.4pct。2025Q1 毛利率 76.1%，同比+1.5pct，延续高毛利率优势。②期间费用率：公司 2024 年期间费用率 60.7%，同比-0.2pct，主要系研发、管理端费用优化。销售费用率同比+1.2pct，系线

上竞争激烈带来费用增加。2025Q1 期间费用率 56.1%，同比+0.8pct，主要系销售费用率同比+1.9pct，主因线上营销成本持续上升。③归母净利润率：公司 2024 年归母净利润率 11.5%，同比-0.2pct。2025Q1 净利率 16.0%，同比-0.8pct。双渠道收入高增，四大品类均增长。①分渠道：公司 2024 年线上收入 25.4 亿，同比+35.8%，占总收入的 85.6%，主导全年高增；24 年线下收入 4.27 亿，同比+20.8%，防窜控价成效显著，终端动销活动强化，保障市场健康生态。②分品类：公司 2024 年护肤类收入 11.25 亿（+21.6%），占比 37.9%，主品类势头强劲；美容及其他类收入 9.13 亿（+40.5%），主因 PL 恋火品牌增长；眼部类收入 6.89 亿（+60.8%），主因丸美大单品胜肽小红笔眼霜翻倍增长；洁肤类收入 2.41 亿（+8.75%）。分品牌看，丸美、PL 恋火双轮驱动高增。①丸美：丸美品牌 2024 年收入 20.55 亿元，同比+31.69%，占比 69.24%，连续 3 年眼部类目第一。胜肽小红笔眼霜迭代至 3.0，2024 年线上 GMV5.33 亿（+146%）；胶原小金针精华迭代至 2.0，2024 年线上 GMV3.5 亿（+96%）。②PL 恋火：PL 恋火 2024 年收入 9.05 亿元，同比+40.72%，占比 30.51%。“看不见/蹭不掉”底妆 6 款单品均 GMV 过亿，抖音/天猫底妆类霸榜 TOP1。盈利预测与投资评级：公司转型调整成效显著，品牌聚焦大单品战略提升用户黏性，自有品牌快速放量，大单品小金针、小红笔等表现强劲，25 年丸美品牌重磅推出小金针超级面膜，PL 品牌蹭不掉粉底液更新 4.0，业绩表现亮，多品牌成长可期。考虑到平台费用较高问题，我们将公司 2025-26 年归母净利润预测由 4.5/5.7 亿元略下调至 4.4/5.6 亿元，新增 27 年归母净利润预测 6.9 亿元，分别同比+28%/+27%/+24%，对应 PE 分别为 40/31/25X，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，新品推广进展不及预期，宏观经济波动等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇
证券分析师：郝越）

容百科技（688005）：2025 年一季报点评：新产品业务亏损，Q1 单吨净利承压

投资要点 业绩略低于预期。公司 25 年 Q1 营收 29.6 亿元，同环比-19.7%/-21.3%，归母净利润-0.2 亿元，同环比-58.6%/-108.6%，毛利率 8.2%，同环比 3/-4.6pct，业绩略低于市场预期。Q1 出货同比略降，海外出货持续提升。我们预计 25Q1 三元正极出货量约 2.5 万吨，同比微降，环比下降 20%，其中韩国工厂出货环增 16%，占比进一步提升，韩国二期建设完成，进入试产阶段，波兰工厂正式启动，我们预计 25 年将受益于海外客户增量，全年三元出货量有望达 14-16 万吨，同增 20-30%。新业务投入及产能利用率下降导致盈利承压。25Q1 扣除前驱体、锰铁锂、钠电等战略性业务投入后，三元正极盈利 0.68 亿元，单吨净利 0.27 万元，环比下滑 50%左右，我们预计主要系产能利用率下降影响。Q2 起需求逐步恢复，韩国二期提升产线能效及自动化水平，我们预计 25 年随着二期量产爬坡，盈利水平将进一步提升。费用控制良好，经营性现金流承压。公司 25 年 Q1 期间费用 2.5 亿元，同环比 18.7%/-9.4%，费用率 8.4%，同环比 2.7/1.1pct；经营性现金流-6.1 亿元，同环比-39.6%/-160%；25 年 Q1 资本开支 3.7 亿元，同环比-16.9%/-10.2%；25 年 Q1 末存货 21.3 亿元，较年初-3.9%。盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 8.1/10.4/13.1 亿元，同比+172%/+29%/+27%，对应 PE 为 19x/15x/12x，考虑公司海外布局优势明显，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕）

证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸

立高食品(300973)：2024 年报及 2025 年一季报点评：Q1 业绩超预期，内部改革效果释放

投资要点 事件：2024 年公司实现营收 38.35 亿元，同比+9.6%；实现归母净利润 2.68 亿元，同比+266.9%。2024Q4 实现营收 11.18 亿元，同比+22.0%；归母净利润 0.65 亿元，实现扭亏为盈。2025Q1 实现营收 10.46 亿元，同比+14.1%；归母净利润 0.88 亿元，同比+15.1%。奶油持续高增，25Q1 商超渠道转暖。1) 产品端：2024 年冷冻烘焙/奶油/水果制品/酱料/其他烘焙原料分别实现营收 21.3/10.6/1.7/2.2/2.3 亿元，同比-3.5%/+61.7%/-11.3%/-3.6%/+20.7%。25Q1 冷冻烘焙食品/烘焙食品原料分别实现收入约 6.3/4.2 亿元，同比约+12%/+17%。2024 年 UHT 奶油销售额超过 5 亿元，带动奶油业务高增。2) 渠道端：2024 年流通饼房/商超/餐饮及新零售渠道营收占比分别约为 57%/接近 25%/约 18%，同比约 15%增长/中个位数下滑/约 20%增长。2025Q1 流通饼房/商超/餐饮及新零售渠道营收占比约为超过 40%/接近 40%/接近 20%，同比下降中单位数/增长超过 40%/增长超过 20%。流通饼房渠道 2024 年在奶油的带动下有不错增长；2025Q1 下滑主要有春节错期影响。商超渠道 24 年因为基数较高同比承压，随着 2024 年年底推进新品，在 2025Q1 贡献增长。内部提效成果开始释放，25Q1 盈利水平提升。2024Q4/2024/2025Q1 实现毛销差 16.3%/19.4%/19.9%，同比+5.4/+1.5/-0.6pct。我们认为公司内部控费提效开始体现效果，2025Q1 乳制品成本同比上涨约 10%，影响 1.7-1.8pct 毛利率，还原这部分影响，2025Q1 的毛销差也有明显提升。2024Q4/2024/2025Q1 管理费用率同比-8.9/-2.9/-1.2pct，2024 年管理费用率下滑主要受益于股份支付费用减少，还原后我们预计持平。2024Q4/2024/2025Q1 实现销售净利率 5.7%/6.9%/8.2%，同比 +15.1/+4.8/-0.1pct。2024Q4/2024/2025Q1 实现扣非归母净利率 5.6%/6.6%/8.3%，同比+8.2/+3.1/+0.9pct。2025Q1 政府补助较去年有减少，但扣非净利率有明显提升。2025 年收入确定性较强，利润边际改善趋势确立。公司稀奶油需求良好，会员制商超低基数叠加新品上市，收入实现双位数增长确定性较高。利润方面，Q1 已经体现盈利水平改善的成果，成本端我们预计不会边际恶化，费用率还有改善空间。盈利预测与投资评级：我们基本维持 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.4/4.2/4.7 亿元，同比+27%/+22%/+14%，对应 PE 为 18/15/13X。维持“买入”评级。风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

(证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦)

中联重科(000157)：2025 年一季报点评：25Q1 归母净利润同比+54%超预期，全球化&多元化构建第二增长曲线

投资要点 事件：2025 年 4 月 29 日，公司发布 2025 年一季报。25Q1 归母净利润同比+54%，全球化&多元化构建第二增长曲线 2025Q1 公司实现营业收入 121.2 亿元，同比+2.9%；归母净利润 14.1 亿元，同比+54.0%；扣非归母净利润 8.7 亿元，同比+12.4%；经营性现金流净额 7.40 亿，同比+141.0%，经营质量大幅提升。分国内外来看，2025Q1 公司实现海外营收 65.7 亿，同比+15.2%，海外收入占比提升至 54.2%，同比+5.8pct，主要受益于公司全球化和产业创新发展战略的持续推进；国内营收 55.5 亿，同比-8.6%，内需复苏趋势下，行业景气度逐渐由土方机械向公司传统优势板块传导。分产品类型看，①传统优势板块：2025Q1 工程起重机、混凝土机械等筑底反转，全年预计持续恢复；②新兴业务板块：2025Q1 公司土方、矿山、农机、高机等新兴产

业合计营收达 60.1 亿，占比提升达 49.6%，第二增长曲线构建持续完善，利润动能加速释放。展望 2025 年，公司传统优势板块有望企稳回升，新兴板块国内外拓展继续加速，周期性减弱、成长性凸显。费用控制良好，盈利能力提升明显。2025Q1 公司销售毛利率为 28.7%，追溯调整后同比+0.2pct，销售净利率为 11.6%，同比+3.9pct，盈利能力提升明显。其中，2025Q1 公司获得资产处置收益 5.6 亿元，主要系智慧产业园相关项目，持续性较强。费用端来看，2025Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.4%/4.1%/6.0%/-0.72%，同比+1.2/-0.42/+0.38/-1.2pct，费用控制良好。我们预计随着公司降本增效持续推进，盈利能力有望进一步提升。非挖底部企稳趋势明显，新兴业务板块开拓卓有成效。2025 年 1-3 月国内履带起重机/随车起重机销量同比分别+16%/+5%，底部企稳趋势明显。新兴业务板块来看，①土方机械：2025Q1 公司中大挖市占率保持行业前三，新增经销商近 40 家，建设营销网点近 300 个；②高空作业机械：公司匈牙利工厂正式开工，规划产能 20-30 亿元，推出多款叉装车、桅柱产品、车载等新品。③农业机械：推出 300 马力大型拖拉机，200 马力段中高端拖拉机市占率进入行业前三。④矿山机械：高端新品混合动力百吨级宽体车、双动力破碎设备等接连斩获订单，行业首台全国产 100 吨级电传动自卸车实现海外销售；矿山机械产能较年初实现 3 倍增长。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 50.4/61.0/73.8 亿元，对应当前市值 PE 分别为 13/10/9x，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求回暖不及预期，行业竞争加剧，出海不及预期。

（证券分析师：周尔双）

中鼎股份（000887）：2024 年年报&2025 年一季报点评：业绩符合预期，机器人产品量产在即

投资要点 事件：公司发布 2024 年年度报告和 2025 年一季度报告。2024 年公司实现营收 188.54 亿元，同比+9.33%；归母净利润达 12.52 亿元，同比+10.63%。24Q4 公司营收达 43.59 亿元，同比-2.50%/环比-9.68%；24Q4 公司归母净利润达 2.00 亿元，同比-21.84%/环比-40.48%。25Q1 营收达 48.54 亿元，同比+3.45%/环比+11.37%，归母净利润达 4.03 亿元，同比+11.52%/环比+101.46%。公司 2024Q4 和 2025Q1 业绩符合我们的预期。轻量化+空悬持续放量，机器人业务拓展加速。1) 从主业来看，2024 年公司空悬系统/轻量化/橡胶业务/冷却系统/密封系统收入分别为 10.65/25.18/40.60/50.72/38.05 亿元，同比分别+29.52%/+30.95%/12.78%/-2.20%/+4.72%。公司收购 AKM 后，加速空悬向国内乘用车市场的引进。截至 2024 年，公司国内空悬业务已获订单总产值 152 亿元，其中总成产品订单总产值约为 17 亿元。2) 机器人方面，人形机器人是公司未来发展的核心战略业务，公司旗下子公司安徽睿思博公司专注于生产谐波减速器，后续将拓展至连杆、传感器等，最终实现关节总成产品的生产制造。截至 2024 年，公司已与五洲新春、众擎机器人、埃夫特签署战略合作协议，加速推动公司机器人产品的生产配套。主业向上带来盈利能力逐步提升。1) 盈利能力方面，公司 2024Q4 毛利率达 24.52%，同比/环比分别为+1.22pct/+2.07pct；24Q4 归母净利率为 4.58%，同比/环比分别为-1.13pct/-2.37pct。2025Q1 毛利率达 23.32%，同比/环比分别为+0.91pct/-1.20pct；25Q1 归母净利率为 8.29%，同比/环比分别为+0.60pct/+3.71pct。2) 费用率方面，2024Q4 公司期间费用率达 12.29%，同比-2.80pct/环比-1.87pct，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别达 1.54%/5.89%/0.87%/3.98%，同比分别-1.70pct/-

0.23pct/-0.80pct/-0.07pct; 25Q1 公司期间费用率达 13.84%，同比+0.08pct/环比+1.55pct，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别达 2.37%/5.51%/0.92%/5.04%，同比分别-0.12pct/+0.31pct/-0.56pct/+0.46pct。3) 其他方面，2024 年公司资产减值 2.96 亿元，主要为存货跌价损失 735 万元、长期股权投资减值损失 1.58 亿元、商誉减值 9450 万元等。盈利预测与投资评级：考虑到行业竞争加剧，我们将公司 2025-2026 年归母净利润的预测下调至 15.89 亿元、18.07 亿元（2025-2026 年前值为 17.6 亿元、20.71 亿元），27 年预计为 20.80 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.21 元、1.37 元、1.58 元（2025-2026 年前值为 1.34 元、1.57 元），市盈率分别为 14 倍、13 倍、11 倍，但空悬和轻量化部件和机器人领域的拓展预计为公司带来持续性增量，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车行业销量不及预期，空气悬挂推广进度不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙
研究助理：孙仁昊）

德方纳米（300769）：2024 年报及 2025 一季报点评：25Q1 盈利有所改善，静待经营拐点

投资要点 Q1 毛利率转正，业绩符合预期。公司 24 年营收 76 亿元，同比-55%，归母净利润-13.4 亿元，同比减亏，毛利率-4.6%，同比-5pct；其中 24Q4 营收 11 亿元，同环比-59%/-51%，归母净利润-5.2 亿元，同环比-19%/+69%，毛利率-14%，同环比-4/-9pct。25Q1 营收 20 亿元，同环比+6%/+85%，归母净利润-1.7 亿元，同环比减亏，毛利率 0.3%，同环比+0.3/+14pct。24 年出货量微增，25Q1 恢复高增。公司 24 年出货量 22.6 万吨，同比+6%，我们预计权益销量 18-19 万吨。其中 24Q4 公司出货为 5.8 万吨，同环比+5%/-7%。我们预计 25Q1 销量为 6-6.5 万吨，同环比增 38%/8%，我们预计全年出货量有望达到 28-30 万吨，同比增近 30%。目前公司产能 45 万吨，其中有效产能为 26 万吨铁锂+11 万吨锰铁锂。结构上看，我们预计 24 年公司锰铁锂出货量 2000 吨，且我们预计 25 年销量 0.5-1 万吨，总体锰铁锂产能利用率偏低；而铁锂产能基本满产，且 60-70%为储能，动力基本为压实密度 2.55 以上产品。24Q4 大幅计提减值，25Q1 毛利率转正，25H2 有望单季扭亏。24 年铁锂均价 3.7 万元/吨，同比-59%，毛利率-4.6%，单吨亏损 0.6 万元/吨，其中 24Q4 计价方式变更，均价下降至 2.1 万元/吨，毛利率-14%，叠加计提 3.7 亿元减值，单吨亏损 1.1 万元/吨。25Q1 均价恢复至 3.6 万元/吨，毛利率转正至 0.3%，单吨亏损 0.37 万元/吨，明显减亏。25H2 随着高端产品价格改善、结构优化，有望明显减亏，做到单季扭亏。此外补锂剂，24 年出货量 200 吨，25 年有望提升至 0.1 万吨，开始贡献利润。Q1 费用管控加强，存货减少。公司 24 年期间费用 7.8 亿元，同比-39.3%，费用率 10.2%，同比+2.7pct；24 年经营性净现金流 1.4 亿元，同比-97.6%，其中 Q4 经营性现金流 3.8 亿元，同环比-89%/+107%；24 年资本开支 4.6 亿元，同比-71.4%，其中 Q4 资本开支 0 亿元；24Q4 末存货 9.8 亿元，较年初+16%。公司 25 年 Q1 期间费用 1.7 亿元，同环比-31.7%/-15.7%，费用率 8.3%，同环比-4.6/-10pct；经营性现金流-9.2 亿元；25 年 Q1 资本开支 1.3 亿元；25 年 Q1 末存货 8.3 亿元，较年初-16%。投资建议：考虑铁锂加工费降至低位，我们下修公司 25-26 年归母净利预期至-1.5/2.7 亿元（原预期 0.6/4.8 亿元），考虑 26-27 年铁锂行业供需好转，我们预计单位盈利将逐步恢复至合理水平，我们新增 27 年归母净利预期 6.1 亿元，同比+89%/+286%/+127%，对应 26-27 年 PE 为 28x/12x，下调至“增持”评级。风险提示：需求不及预期，原材料价格大幅波动。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕)

证券分析师: 岳斯瑶)

瑞达期货(002961): 2025年一季报点评: 投资收益大幅提升带动归母净利润较快增长

投资要点 【事件】瑞达期货发布 2025 年一季度业绩: 1) 实现营业收入 3.8 亿元, 同比+36.9%。归母净利润 0.81 亿元, 同比+12%, 我们认为主要受投资收益明显提升所致。2) 归母净资产 29.7 亿元, 较年初+2.8%。3) ROE 2.77%, 同比+0.08pct。 总营收: 投资收益大幅提升, 基差贸易规模扩张。1) 利息净收入 0.30 亿元, 同比-13.7%。Q1 末期货保证金存款规模 71 亿元, 较年初-16.6%。2) 手续费及佣金净收入 0.85 亿元, 同比+8.1%, 其中期货经纪/资产管理/投资咨询业务手续费及佣金净收入分别同比+10.8%、-18.8%、由盈转亏。3) 投资收益 1.14 亿元, 上年同期为-434 万元, 主要是由于子公司瑞达新控资本处置金融资产的投资收益增加所致。4) 公允价值变动损益为-0.45 亿元, 上年同期为 0.71 亿元, 主要是由于子公司瑞达新控资本衍生金融工具的估值变动影响所致。5) 其他业务收入 1.98 亿元, 同比+106.6%, 主要是贸易业务收入增加所致。 营业总支出: 业务管理费和其他业务成本率均有所改善。1) 营业总支出同比+50.6%, 其中业务及管理费 0.73 亿元, 同比-6.2%, 占总营收比重为 19.1%, 同比-8.8pct。2) 其他业务成本 1.95 亿元, 同比+105.7%, 主要是贸易销售成本随收入增加而增加所致。其他业务成本占其他业务收入比重为 98.4%, 同比-0.4pct。 盈利预测与投资评级: 结合公司 2025Q1 经营情况, 我们维持此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 4.6/5.2/5.9 亿元, 当前市值对应 2025E PE 14x, 维持“买入”评级。 风险提示: 大宗商品价格波动超预期, 国内期货市场监管政策变化。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 曹锟)

达势股份(01405.HK): 门店稳步扩张, 盈利持续改善

投资要点 品牌力、产品力突出, 叠加外送差异化, 公司具备显著的竞争优势。①品牌力: 截至 24Q3 达美乐全球门店数突破 2.1 万家, 门店数量/销售额均实现领先, 市占率全球第一。比萨属舶来品, 达美乐产品的高效便捷性契合高线城市“懒人经济”趋势; 其国际化品牌调性又能够迎合下线城市改善需求。②产品力: 特殊配方的专用预拌粉, 面饼松软有嚼劲; 且公司比萨 SKU 丰富, 兼具性价比: 30 种披萨 SKU+超 20 种饼底和卷饼选择供消费者自行 DIY, 覆盖 39/59/69 元三个价格带; ③外送差异化: 智能调度、灵活用工, 坚守“三十分钟必达”承诺, 2023 年前外送订单占比维持 70%+(北上维持在 73-74%)。现阶段首要目标是开店, 而后看规模效应及成本摊薄: 2025/2026 年公司计划新开 300/350 家门店, 截止 25Q1, 开设&签约&装修的计划完成较佳。中期维度, 2029-2030 年门店数有望达 3000 家左右。门店类型而言, 截至 2025 年, 大部分门店集中在“1.5 线”和二线城市, 且未来该部分占比有望持续提升。 随着新增门店日益成熟, 每笔订单的平均销售金额有望企稳回升: 考虑到 2023-2024 年新入驻的新城新店, 堂食及外带需求较旺, 新开门店优先满足此类需求, 致每笔订单的平均销售金额略有下滑。中长期而言, 随着新开门店成熟、外送占比回升, 单均金额有望企稳回升。 会员体系成熟, 数量增长: 25Q1 会员数达 2700 万, 会员体系绑定老客户、有效提升用户粘性 & 复购率: 北上为例, 非会员/会员/老用户每年消费 2.5 次/3 次以上/四次以上, 老用户复购率超 60%。 盈利预测与投资评级: 公司处于门店扩张期, 收入及利润端均势能充足。规模效应逐步显现、降本增效不辍。考虑到新开门店堂食需求火爆, 致外送比例下滑、单均销售额暂有承

压（中长期有望稳健修复），综合考虑下我们调整 2025-2027 年公司收入至 56.79/73.27/90.51 亿元，同比增长 31.64%/29.01%/23.53%；归母净利润至 0.95/1.50/2.39 亿元，同比增长 71.97%/57.76%/59.29%，对应当前 PS2.2x、1.7x、1.4x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁）

极米科技（688696）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：盈利能力持续修复，期待车载业务放量

投资要点 事件：2024 年公司实现营收 34.05 亿元，yoy-4.27%，归母净利润 1.20 亿元，yoy-0.30%，扣非归母净利润 0.92 亿元，yoy+34.94%。2025Q1 公司实现营收 8.10 亿元，yoy-1.89%；归母净利润 0.63 亿元，yoy+337.45%；扣非归母净利润 0.55 亿元，yoy+583.28%。外销保持高增速，内销有望受益于国补。1)分地区：2024 年境内/境外收入 22.29、10.86 亿元，yoy-14.80%、+18.94%，毛利率 23.88%、45.44%，yoy-2.91pct、+0.81pct，公司内销有望受益于国补释放需求，同时公司积极拓展海外市场，线下渠道建设取得突破，线下露出与展陈点位继续增加，境外营收有望延续增长态势。2)分销售模式：2024 年线上/线下销售收入 21.70、11.45 亿元，yoy-13.51%、+12.14%，毛利率 27.15%、38.12%，yoy-1.32pct、-0.50pct。3)分行业：投影整机/配件产品/互联网增值服务收入 29.99、1.70、1.46 亿元，yoy-6.63%、+0.32%、-1.20%，毛利率 26.59%、52.15%、95.52%，yoy-0.99pct、+2.16pct、+2.39pct。4)分产品：长焦投影/创新产品/超短焦投影收入 27.68、1.22、10.78 亿元，yoy-3.67%、-35.80%、-26.75%，毛利率 26.12%、31.36%、33.11%，yoy-0.30pct、-13.57pct、+5.40pct。成本费用管控良好，盈利能力持续提升。2024 年及 2025Q1 公司毛利率为 31.19%、34.01%，yoy-0.06pct、+5.96pct，毛利率提升主要系公司持续推进供应链体系提质增效，深度整合供应链和物流网络，有效控制成本；归母净利率 3.53%、7.73%，yoy+0.14pct、+6.00pct，同比提升幅度大于毛利率，主要系公司期间费用管控良好，对研发等环节的投入及优化已有成效，2024 年销售/管理/研发费用率 17.56%、3.42%、10.80%，yoy-0.57pct、-0.80pct、+0.08pct，2025Q1 为 14.52%、4.46%、11.06%，yoy-2.74pct、+0.90pct、+0.57pct。期待车载及商用业务落地，带来业绩增量。公司不断拓展技术与产品的应用场景，布局车载投影新业务，截至 2025 年 4 月，已累计获得 8 个车载业务定点，涵盖智能座舱、智能大灯领域，客户包括国内外知名汽车产业链企业。此外公司计划推出商用投影产品，涵盖文旅、教育、会议等商用场景。我们看好公司创新业务落地贡献业绩增量，积极关注相应业务进展。盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 6.14/8.04/9.71 元，对应当前股价 PE 分别为 21/16/13 倍。我们看好公司内销企稳，外销继续增长，车载有望年内放量，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，国内需求复苏不及预期，海外拓展不及预期风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦
证券分析师：陈欣）

中国人保（601319）：2025 年一季报点评：承保与投资均有提升，财险业务净利润同比近翻倍

投资要点 【事件】中国人保发布 2025 年一季度业绩：1) 归母净利润 128 亿元，同比+43.4%，财险/寿险/健康险净利润分别为 113 亿元、37 亿元、24 亿元，分别同比+92.7%、-4.4%、+59.9%。2) 归母净资产 2793 亿元，较年初+3.9%。财险业务：综合成本率显著改善。1) Q1

产险总保费收入达 1804 亿元，同比+3.7%，其中车险、非车险保费分别同比+3.5%、+3.8%。2) 综合成本率 94.5%，同比-3.4pct，承保利润 66.3 亿元，同比+183%，主要是由于公司持续优化费用投入，加之重大灾损失同比减少。我们认为，随着公司持续推进降本增效，不断提升风险识别和防控能力，2025 年全年综合成本率预计将实现同比显著改善。人身险业务：寿险 NBV 延续同比快速增长趋势。1) 人保寿险：坚持“稳增长、调结构、提价值、优服务、防风险”工作主线，Q1 长险首年保费同比-12.7%，期交首年保费同比-48.8%。NBV 可比口径下同比+31.5%，我们预计主要是新业务价值率显著提升带动。2) 人保健康：一季度实现良好开局，长险首年保费同比+4.3%，期交首年保费同比+47.1%。投资：投资收益明显提升。1) 公司持续优化资产配置结构，适度增配优质权益资产，Q1 投资收益+公允价值变动收益合计同比+157.2%。2) 人保财险 Q1 总投资收益同比增长 56.4%，未年化总投资收益率为 1.2%，同比提升 0.4pct。盈利预测与投资评级：我们看好公司作为财险行业龙头具有的品牌效应和费用管控优势，在精细化管理下有望持续优化业务结构、推动降本增效。结合公司 2025Q1 经营情况，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 510/540/597 亿元（前值为 461/511/574 亿元），当前市值对应 2025E PEV 0.8x、PB 1.1x。维持“买入”评级。风险提示：1) 行业保费增速低于预期；2) 自然灾害等不确定因素。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟）

山西汾酒（600809）：2024 年报及 2025 一季报点评：步稳行健，笃志进取

投资要点 事件：公司发布财报，2024 年收入、归母净利润分别同增 12.8%、17.3%，24Q4 收入、归母净利润分别同降 10.2%、11.3%。25Q1 收入、归母净利润分别同增 7.7%、6.2%，Q1 销售费率上升导致利润增速略慢于收入。24FY 步稳行健，腰部、青花均有较快增长。1) 分产品：24FY 公司酒类收入同增 13.0%，其中青花同增约 15%，估算复兴版同比回落，青 20/25 增速快于青花整体；腰部产品同增近 20%，老白汾增速快于巴拿马；玻汾经过 Q4 控货，全年增速降至持平左右。2) 分区域看：省内省外齐头并进，全年分别同增 11.7%、13.8%。省内玻汾减量，老白汾、巴拿马 20、青 25 继续引领消费结构升级，全年收入占比略降 0.4pct 至 37.6%；省外 24Q4 为青 20、老白汾提价过渡执行严格控货，全年增速有所下移。结构推升毛利率表现超预期，税金比率同比回落。24FY 销售净利率同比+1.3pct 至 34.0%，主因毛利率及税金比率改善贡献。①全年毛利率同比+0.9pct 至 76.2%，增幅较前三季度改善，主因玻汾 Q4 显著控货减量，24Q4 毛利率同比高增 5.3pct。②全年税金及附加比率同比-1.8pct 至 16.5%，高基数下正常回落，特别 Q4 回落幅度较前三季度有所加大。③全年销售、管理(含研发)费率同比+15.8%、+23.6%，费率同比+0.3、0.4pct，伴随返利兑付效率提升，年内销售费率略有回升；管理研发费用增长主系人员扩张及薪酬增长。25Q1 结构持续抬升，费率略有波动。1) 收入端：25Q1 酒类收入同增 7.7%，估算青花增速与整体基本一致，青 26 带动高价位青花增长修复，青 20 实现高单增长；腰部产品同比双位数增长保持引领；玻汾在全年控量基调下，开年同比略增。省内、省外收入同增 8.7%、7.2%，省外为夯实价盘体系，开门红节奏仍适度控制，预计后续季度省内外增速差异将逐步显现。2) 收现端：25Q1 收现比回落 9.1pct 至 83.5%，24Q4+25Q1 公司收入+Δ预收同增 2.7%（略慢于收入增速 3.2%），主因省外节奏调控。3) 利润端：25Q1 销售净利率同比-0.6pct，主因销售费率影响。①毛利率同增+1.3pct，玻汾控量后结

构提升对毛利率的贡献持续显现。②销售费用同比+33.1%，费率同比+1.8pct，年初为推进青 26 招商铺货、老白汾宣传推广，营销费用有集中投放，全年预计销售费率回归至持平附近。 盈利预测与投资评级：2024 年度公司分红率提升至 60%，强化股东回报，龙头底色更足，对应 24 股息率达 3.0%。考虑宏观需求复苏进程缓和，我们调整 2025~26 年归母净利润预测至 135、154 亿元（前值为 135、156 亿元），同比+10%、14%，更新 2027 年归母净利润预测为 181 亿元，同比+18%，当前市值对应 2025~27 年 PE 为 18/16/14X，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济持续走弱超预期风险；紧缩形势加剧风险；省外竞争超预期风险等。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

经纬恒润-W (688326)：2024 年报及 2025 一季度报点评：降本增效收入释放，业绩拐点将至

投资要点 公告要点：公司发布 2024 年年报及 2025 一季度报，业绩符合我们预期。2024 实现营收 55.41 亿元，同比+18.46%，归母净利润-5.5 亿元，扣非归母净利润-6.18 亿元。2025Q1 实现营收 13.28 亿元，同比+49.34%，环比-50.0%，实现归母净利润-1.2 亿元，同环比亏损缩窄，实现扣非归母净利润-1.34 亿元，同环比亏损缩窄。 新业务新客户不断突破，多项汽车电子产品放量在即。分业务看，2024 年电子产品业务收入为 44.06 亿元，同比+28.89%，研发服务及解决方案业务收入为 10.60 亿元，同比-14.02%，高级别智能驾驶整体解决方案业务收入为 0.65 亿元，同比+431.57%。1) 新产品，2024 年公司基本完成整车电控产品的全覆盖布局，形成“分布式电控单品—域控产品—L4 集成平台”短中长期结合的产品模式，并实现量产落地。2) 自研软件，主要软件系列产品 INTEWORK、ModelBase、OrienLink 均实现了客户群体的扩大与应用，涵盖红旗、比亚迪、蔚来、长安、重汽、零跑、百度阿波罗、极氪、广汽等客户。3) 国际化，公司在马来西亚的工厂已经建成投产并持续提升出货量，持续 Stellantis、Scania、Navistar、舍弗勒、BorgWarner、Magna 及 HI-LEX 等多个国际 OEM/Tier1 的定点。 研发费用同比收窄，业绩兑现期将至。毛利端，2023 年/2024 年/25Q1 毛利率分别为 25.6%/21.5%/21.39%；费用端，2023 年/2024 年/25Q1 期间费用率分别为 30.21%/30.69%/33.18%，2024 年会计准则调整对表观毛利率和费用率产生一定影响。2024 年公司研发费用增速明显放缓，研发费用同比+7.3%，研发费用率同比-2pct，2025Q1 研发费用率同环比-14.0pct/+6.3pct，公司前期研发投入逐渐贡献收入有望带动公司盈利回升。2024 年公司计提信用减值损失/资产减值损失-0.9/-1.0 亿元，大多计提发生在 24Q4 压低表观利润，若加回减值损失 24Q4 亏损实现大幅收窄，我们预计随着公司收入规模提升和费用管控加强 2025 年有望实现单季度扭亏。 盈利预测与投资评级：由于汽车行业下游竞争激烈，零部件供应商可能受到成本压力，我们维持公司 2025-2026 年营收预测为 71.5/80.4 亿元，预计 2027 年营收为 92.9 亿元，同比分别+29%/+13%/+16%；下调 2025-2026 年归母净利润预测为 0.23/1.74 亿元（原为 2.01/3.63 亿元），预计 2027 年归母净利润为 2.66 亿元，2026-2027 年归母净利润同比分别+663%/+53%，2025-2027 年对应 PE 分别为 404/53/35 倍，鉴于公司电子业务新品放量在即，我们维持“买入”评级。 风险提示：智能电动汽车行业发展不及预期，法律法规限制自动驾驶发展，下游车企价格战超预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

曼恩斯特 (301325)：2024 年年报&2025 年一季报点评：业绩基本符合预期，新业务逐步开启放量

投资要点 24 年年报&25 年一季报业绩基本符合预期。公司 24 年营收 17 亿元，同增 114%，归母净利润 0.3 亿元，同降 91%，毛利率 22.3%，同降 46.5pct，归母净利率 1.8%，同降 41.1pct；其中 24Q4 营收 6.7 亿元，同环比+186%/-1.5%，归母净利润-0.3 亿元，同比转亏，环比扩大 44%，毛利率 13.6%，同环比-53/+0.2pct，归母净利率-5%，同环比-43.7/-3.8pct。公司 25 年 Q1 营收 4.4 亿元，同环比+139%/-35%，归母净利润 0.1 亿元，同比-90.2%，环比转正，毛利率 26.5%，同环比-28.8/+12.9pct，归母净利率 1.3%，同环比-30/+6.3pct。核心部件盈利维持稳定，储能业务占比大幅提升。收入端看，24 年涂布应用类收入 4.7 亿，同降 40%，系锂电扩产放缓影响，毛利率 52%，同降 17pct，系智能装备占比提升，但涂布模头毛利率预计稳定，能源系统类收入 12.2 亿，同比高增，毛利率 10%。25 年 Q1 涂布应用类收入 0.9 亿，占比 20%，能源系统类收入 3.5 亿，占比 80%，随着锂电恢复扩产，钙钛矿等泛半导体领域放量，我们预计 25 年涂布应用类收入 5 亿，同增 5%，能源系统类收入 15-20 亿，同增 50%，合计贡献 1-1.5 亿利润。新业务逐步开启放量，横向布局机器人领域。公司 24 年进行战略调整，涂布类实现横向布局，泛半导体领域开启突破，面板与京东方等客户密切合作，订单有望后续持续落地，钙钛矿开始进入收获期，24 年预计收入小几千万，25 年新业务有望实现收入 1 亿元。此外，公司横向布局机器人领域，通过子公司蓝方科技（控股 67%）的传统微型伺服电缸优势，布局机器人灵巧手、夹爪、关节等核心零部件，已与宇树科技签署战略合作协议，后续预计推出系列产品。研发费用持续增长，经营性现金流承压。公司 24 年期间费用 3.3 亿元，同增 99%，费用率 19.2%，同-1.4pct，25 年 Q1 期间费用 0.8 亿元，同环比+52%/-20%，费用率 19%，同环比-10.9/+3.4pct；24 年经营性净现金流-1.1 亿元，同比扩大 39%，其中 Q1 经营性现金流-1.4 亿元，同比扩大 42%，环比转负；24 年资本开支 3 亿元，同增 183%，其中 Q1 资本开支 0.4 亿元，同环比-77%/+37%；25 年 Q1 末存货 8.4 亿元，较年初增长 23%。盈利预测与投资评级：由于下游需求不及预期，我们调整 25-26 年归母净利润至 1.2/2.1 亿元（此前预测 1.8/3.1 亿元），同比+290%/+75%，新增 27 年归母净利润预期 3.4 亿元，同增 62%，对应 PE 为 59/33/21x，维持“买入”评级。风险提示：下游需求放缓、新产品不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：周尔双 证券分析师：朱家佟）

2025 年一季报点评：天然气盈利水平优异，稳油增气持续推进

投资要点 事件：2025Q1，公司实现营业收入 7531 亿元（同比-7%，环比+10%），归母净利润 468 亿元（同比+2%，环比+46%）。公司油气两大产业链保持安全平稳高效运行，新能源新材料等新兴产业快速发展，经营业绩稳定增长，业绩略超我们预期。上游板块盈利增加，主要系天然气产销量提升：2025Q1，油气和新能源板块经营利润 461 亿元，同比+30 亿元（同比+7%）。1）价：2025Q1，油实现价格 70 美元/桶（同比-7.2%）；2025Q1，国内天然气实现价格 2.29 元/方（同比-3.1%）。2）量：2025Q1，油气净产量 467 百万桶油当量（同比+0.7%），其中，石油净产量 240 百万桶（同比+0.3%），天然气净产量 385 亿立方米（同比+1.2%）。下游炼油&化工盈利承压：2025Q1，炼油化工和新材料板块经营利润 54 亿元，同比-27 亿元（同比-34%），具体来看：1）2025Q1，炼油经营利润 45 亿元，同比-24 亿元（同比-35%）。2025Q1，成品油产量 2857 万吨，同比-192 万吨（同比-6%）。主要由于市场需求减少、成品油销量减少以及部分产品价格下降。2）

2025Q1, 化工经营利润 8 亿元, 同比-3 亿元 (同比-27%)。主要由于化工产品单位毛利减少。销售板块盈利偏弱: 2025Q1, 销售板块经营利润 50 亿元, 同比-17 亿元 (同比-25%)。成品油总销量 3678 万吨, 同比-248 万吨 (同比-6%)。主要由于市场需求减少、成品油销量减少以及国际贸易毛利下降。天然气销售板块盈利大幅提升: 2025Q1, 天然气销售板块经营利润 135 亿元, 同比+12 亿元 (同比+10%), 主要由于持续优化资源采购和销售流向, 努力控制采购成本, 积极推动市场化销售, 加大直销客户、工业客户和气电客户开发力度, 持续开拓终端销售市场。公司注重股东回报: 根据我们最新预测, 我们预计公司 2025 年归母净利润 1668 元, 按照分红比例 52%, 合计派息 868 亿元, 按 2025 年 4 月 29 日收盘价, 中石油 A 股股息率为 5.9%; 中石油 H 股税前股息率为 8.8%, 按 20%扣税, 税后股息率为 7.0%。盈利预测与投资评级: 根据公司油气产量情况, 以及公司受益于天然气顺价政策, 我们维持 2025-2027 年归母净利润分别 1668、1721、1787 亿元。按 2025 年 4 月 29 日收盘价, 对应 A 股 PE 分别 8.7、8.45、8.1 倍, 对应 H 股 PE 分别 5.9、5.7、5.5 倍。公司盈利能力显著, 成本管控优异, 维持“买入”评级。风险提示: 地缘政治风险; 宏观经济波动; 成品油需求复苏不及预期

(证券分析师: 陈淑娴 研究助理: 周少玟)

莱百股份 (605599): 2024 年报及 2025 一季报点评: 25Q1 归母净利润同增 17%, 投资类产品增长强劲

投资要点 公司披露 2024 年年报和 2025 年一季报: 2024 年实现营业收入 202.3 亿元 (+22.2%), 归母净利润 7.2 亿元 (+1.7%)。2025Q1 实现营收 82.2 亿元 (+30.2%), 归母净利润 3.2 亿元 (+17.3%), 在行业承压背景下仍实现增长。品类表现分化, 贵金属投资类产品增长强劲: 2024 年黄金饰品/贵金属投资产品/贵金属文化产品/钻石珠宝饰品分别实现营收 54.7/129.1/15.6/1.4 亿元, 同比-11.1%/+45.3%/+40.9%/-34.3%, 占比 27.1%/63.8%/7.7%/0.7%, 毛利率分别为 18.5%/2.7%/16.1%/37.2%, 同比分别+0.7pct/-0.1pct/+2.0pct/-2.3pct。受金价快速上涨影响, 消费者购买意愿受到一定抑制, 而投资者对黄金投资价值的关注度提升, 以及公司通过线上线下渠道的大力推广, 满足市场对投资金条、金币等产品的需求。黄金珠宝零售、电商渠道推动公司整体营收增长: 分行业看, 2024 年黄金珠宝零售/联营佣金/其他业务收入分别为 8.2/0.4/0.6 亿元, 同比分别+30.5%/-18.8%/+31.0%, 占总营收比例分别为 99.7%/4.5%/7.8%。分渠道看, 2024 年电商渠道/银行渠道/线下收入分别为 48.2/3.6/160.5 亿元, 占比分别为+24%/+1%/+75%, 电商渠道占比提升。毛利率略有下降, 净利率保持稳定: ①毛利率: 2024 年毛利率为 8.9% (同比-1.7pct); 2025Q1 毛利率为 8.3% (同比-1.7pct)。②期间费用率: 2024 年期间费用率为 3.2% (同比-0.4pct), 其中销售费用率为 2.4% (同比-0.3pct); 2025Q1 期间费用率为 2.7% (同比-0.4pct), 其中销售费用率为 2.0% (同比-0.2pct), 费用率均有所下降。③归母净利率: 2024 年归母净利率为 3.6% (同比-0.7pct); 2025Q1 归母净利率为 3.9% (同比-0.4pct)。推动实现数字化转型, 智能业务领域取得突破: 2024 年公司新一代智能销售终端迭代并落地应用, 实现门店销售全流程智能化。2025Q1 公司继续推进数字化转型, 线上渠道收入占比提升至 30.88%, 同比增长 65.32%, 数字化营销与智能服务成效显著。盈利预测与投资评级: 公司投资金条产品占比大幅提升, 2025 年在行业短期承压背景下仍实现超预期业绩增长, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润从 7.43/8.36 亿元上调至 7.8/8.37 亿元, 新增 2027 年归母净利润预测 8.90 亿元,

最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 为 13/13/12 倍，估值仍处于较低位置，维持“买入”评级。 风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终端消费不及预期。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越)

中国通号 (688009): 2025 年一季报点评: 营收稳步增长, 铁路/城轨新签订单增长可观

投资要点 Q1 营收稳中有进, 铁路/城轨新签订单稳步增长 2025 年 Q1 公司实现营收 67.34 亿元, 同比+2.84%; 实现归母净利润 5.62 亿元, 同比-7.08%; 实现扣非归母净利润 5.57 亿元, 同比-6.30%。分业务看: 2025Q1 公司铁路业务实现营收 34.14 亿元, 同比-4.05%; 城轨业务实现营收 19.65 亿元, 同比+21.66%; 海外业务实现营收 2.99 亿元, 同比+66.91%; 工程总承包业务实现营收 10.10 亿元, 同比-11.70%; 其他业务实现营收 0.12 亿元, 同比-7.13%。2025Q1 公司收入端有所提升, 主要由城轨业务与海外业务增长拉动; 归母净利润同比下滑, 主要系 2024Q1 冲回 0.67 亿元信用减值损失, 而 2025Q1 公司计提了 0.05 亿元信用减值损失, 剔除该部分影响后 2025Q1 公司归母净利润同比小幅提升。 新签合同方面, 2025Q1 公司累计新签合同 72.13 亿元, 同比-36.51%。其中铁路新签合同 42.34 亿元, 同比+6.25%; 城轨新签合同 22.42 亿元, 同比+47.17%; 海外业务新签合同 3.43 亿元, 同比-74.16%; 工程总承包及其他领域新签合同 3.93 亿元, 同比-91.30%。2025Q1 公司持续聚焦主业, 铁路/城轨领域新签合同均实现可观增长, 加速退出工程总承包领域, 有望尽快实现轻装上阵。 毛利率略有下滑, 期间费用率管控得当 2025Q1 公司毛利率为 27.23%, 同比-0.18pct, 毛利率略有下滑。2025Q1 公司销售净利率 9.74%, 同比-1.21pct, 主要系毛利率降低叠加信用减值损失同比提升。费用率方面, 2025Q1 公司期间费用率为 15.11%, 同比-0.39pct, 销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率为 2.44%/7.29%/5.64%/-0.26%, 同比-0.22pct/-0.17pct/-0.11pct/+0.11pct。2025Q1 公司期间费用率管控得当, 销售/管理/研发费用率均有所下降。 加速退出工程总承包业务, 低空经济打造新增长曲线 (1) 加速退出工程总承包业务: 2024 年公司工程总承包业务营收同比-65%, 累计新签订单同比-73%; 2025Q1 公司工程总承包业务营收同比-11.70%, 累计新签订单同比-91.30%。公司加速退出低毛利的工程承包业务, 有望进一步聚焦主业, 轻装上阵。 (2) 低空经济业务有望打造第二增长曲线: 公司关注低空经济领域进展并积极布局。产品研发方面, 自主研发低空空域管控系统(ID-Space)在南安实现落地应用; 技术创新方面, 构建以“低空空域管控”为核心, “低空通信、感知反制、数字底座、无人机”四项研究为协同的“1+4”联合创新体系, 成功申报“低空空域智能管控北京市重点实验室”; 行业标准方面, 参与完成工信部主导的《低空智能网联体系参考架构(2024 版)》白皮书编制。 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 39.05/43.05/47.17 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 15/13/12 倍, 公司加速退出低毛利工程总承包业务有望轻装上阵, 维持公司“买入”评级。 风险提示: 铁路固定资产投资不及预期, 订单交付进展不及预期, 业务结构调整不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天)

三花智控 (002050): 2025 年一季报点评: 家电增长超预期, 人形机器人星辰大海

投资要点 25Q1 营收同比+19%、归母净利润同比+39%、业绩超市场预期。公司 25Q1 营收 77 亿元, 同比+19.1%, 归母净利润 9 亿元, 同比+39%, 扣非净利润 8.5 亿元, 同比+27%, 毛利率 26.8%, 同比-0.2pct,

销售净利率 12%，同比+2pct，业绩超市场预期。国内外双驱动、传统制冷需求超预期，我们预计 25Q1 收入同比+30%。1) 国内政策刺激，家电产品旺季提前来临，Q2 为传统旺季，增势有望延续；2) 海外全球极端天气频发，欧美需求复苏，公司产品渗透率持续提升，同时美国关税不确定性引发“抢装潮”，而公司凭借越南&墨西哥&泰国工厂的全球化制造优势，充分对冲。我们测算 24 年公司家电板块美国收入占比 25%，其中 60-70%来自墨西哥免税工厂，其余大部分来自越南工厂，后续关税可协商，总体影响可控，全年维持家电板块 10%增长预期。国内核心客户带动效应明显、汽零稳健增长，我们预计 25Q1 收入同比+5%。25Q1 核心客户特斯拉/赛力斯/理想/比亚迪/吉利销量同比-22%/-47%/+16%/+59%/+47%，同时小米 Q1 销量 7.6 万辆，贡献较大。展望全年，特斯拉有望逐步企稳，国内增势延续，我们预计板块收入至同增 20%+。同时关税方面，24 年对美收入占比约 15%，采用 FOB 定价方式，大部分由墨西哥工厂生产，且公司加快泰国等工厂建设，分散风险。人形元年已至、公司进展顺利、未来利润弹性显著。海外龙头明确底数千台产量，29 或者 30 年超 100 万台。公司聚焦机电执行器，配合客户全系列研发送样，同时持续加大全球生产布局，先发优势明显并获得客户认可，预计公司获得主供地位确定性强。按照 100 万台出货测算，执行器总成 5 万元，净利率 10%，可贡献 35 亿元利润，弹性显著。公允价值变动正贡献、费率微降。25Q1 公司公允价值变动收益 0.6 亿（24Q1 为-0.4，24Q4 为-1.1），主要为套保收益。公司 25Q1 期间费用 9.6 亿元，同比+14%，期间费用率 12.6%，同环比-0.5/-0.3pct。25Q1 末公司存货 50.9 亿元，较 25 年初-4%，合同负债 0.57 亿元，较 25 年初+16%。25Q1 经营性现金流净额为 4.7 亿元，资本开支 7.5 亿，同环比-15%/-20%。盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利润分别为 38.1/46.2/64.7 亿元，同比+23%/+21%/+40%，对应 PE 分别为 26x/21x/15x，考虑到人形机器人空间广阔，给予 25 年 50x PE，对应目标价 51.0 元，维持“买入”评级。风险提示：人形机器人推广不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：谢哲栋 研究助理：许钧赫）

金龙汽车（600686）：2024 年及 2025 年一季度业绩点评：三龙整合完毕，盈利中枢上移

投资要点 公司公告：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，业绩符合我们预期。2024 年公司营业收入为 230 亿元，同比+18.4%，归母净利润 1.6 亿元，同比+110%，扣非归母净利润-1.6 亿元，亏损同比收窄。2025Q1 营业收入 49 亿元，同环比+23.7%/-42.5%，归母净利润为 0.5 亿元，同环比+165%/-43%，扣非归母净利润为-0.1 亿元，同环比亏损收窄。出口外销共同驱动，2024 年/25Q1 收入高增。2024 年公司销量 5 万辆，同比+19%，单车 ASP 46 万元，同比-0.6%。分车型长度来看，2024 年大中客占总销量比重 58%，同比+4pct。分区域来看，根据中客网数据，2024 年公司出口销量 2.3 万辆，同比+20%，新能源出口销量 0.4 万辆，同比+10%。25Q1 公司营业收入同比+24%，增速超过 2024 年全年，总销量 1.1 万辆，同环比+12%/-35%，其中出口销量 0.7 万辆，同环比+101%/-10%，新能源出口销量 0.1 万辆，同环比+211%/-42%。我们认为，本轮客车周期向上的核心催化来自于出口客车的销量高增，公司作为国内客车龙头之一把握本轮贝塔上行趋势。毛利率提高叠加期间费用率降低，盈利中枢显著提升。考虑到会计准则调整对毛利率和销售费用的影响，追溯调整后，2024 年公司毛利率为 10.2%，同比+0.5pct，25Q1 毛利率为 11.3%，同环比+0.2pct/+1.8pct，

公司注重采购端降本,目前已经初步有所成效。2024 年期间费用率为 9.7%,同比-0.9pct, 25Q1 期间费用率为 9.5%,同环比-0.9pct/+1.6pct,总体来看公司在收入下降的情况下费用控制良好。2023 年以来公司注重应收账款管控,2023/2024 年连续两年存在信用减值损失冲回,增厚公司业绩。2023/2024/2025Q1 公司归母净利率为 0.4%/0.7%/1.0%,盈利中枢处于向上通道。三龙整合+管理层换届,公司有望进入发展新阶段。2024 年 12 月公司与金龙旅行车公司少数股东嘉隆集团就拟收购其持有的金龙旅行车公司 40%股权事项签署了《股权转让框架协议》,目前股权交割已经完成,三龙整合完毕。2025 年 4 月公司公告原董事长谢董卸任金龙汽车董事长,新任管理层上任预计将内部提效放到更重要的位置,公司利润释放节奏有望进一步加快。盈利预测与投资评级:由于公司国内外销量增速较快,我们上调公司 2025 年营业收入为 250 亿元(原为 238 亿元),维持 2026 年营业收入为 268 亿元,预计 2027 年营业收入为 285 亿元,同比+9%/+7%/+7%,维持 2025-2026 年归母净利润为 4.4/6.4 亿元,预计 2027 年归母净利润为 8.3 亿元,同比+182%/+45%/+28%,对应 PE 为 21/15/11 倍。维持公司“买入”评级。风险提示:全球经济复苏不及预期,国内外客车需求低于预期。

(证券分析师:黄细里 研究助理:孙仁昊)

老凤祥(600612): 2024 年报及 2025 一季报点评: 短期业绩承压, 期待 25H2 业绩拐点

投资要点 公司公布 2024 年和 2025Q1 业绩:公司 2024 年营收 567.93 亿元,同比-20.5%;归母净利 19.5 亿元,同比-11.95%;扣非净利 18.03 亿元,同比-16.34%。2025Q1 营收 175.2 亿,同比-31.64%,归母净利 6.13 亿元,同比-23.55%,扣非归母净利 6.44 亿元,同比-22.88%,主要系金价持续上涨导致黄金珠宝消费受抑制。毛利率微升,盈利能力有所提升。①毛利率:公司 2024 年毛利率 8.93%,同比+0.63pct,其中珠宝/黄金/工艺品销售等品类毛利率分别提升 0.32/0.92/3.06pct。2025Q1 毛利率 9.06%,同比+0.69pct。②期间费用率:公司 2024 年期间费用率 2.93%,同比+0.53pct。2025Q1 期间费用率 2.2%,同比+0.19pct。③归母净利率:公司 2024 年归母净利率 3.43%,同比+0.33pct。2025Q1 净利率 3.5%,同比+0.37pct,总体盈利能力有所提升。核心品类承压,境外销售增长。①分品类:公司 2024 年珠宝首饰收入 469.08 亿元(同比-19.31%)为主导;黄金交易收入 93.81 亿元(同比-26.42%);笔类收入 22.69 亿元(同比+1.09%)稳健增长,工艺品销售 5.45 亿元(同比-5.60%)。②分地区:2024 年境内销售收入 560.11 亿元(同比-20.80%),境外销售收入 57.60 亿元(同比+12.83%)。网点开拓受黄金珠宝需求影响略低预期,公司积极推动市场拓展。公司积极提升“藏宝金”“凤祥囍事”主题店的市场布局,升级焕新零售店主题形象,截至 2025Q1 末,公司共计拥有境内外营销网点达 5541 家,直营店 188 家(含境外直营店 16 家),较 24 年末净+1 家;加盟店 5352 家,较 24 年末净-288 家。盈利预测与投资评级:24 年金价急涨带来的需求抑制在 24H2 反应较为直接,我们预计 25H2 低基数下拐点值得期待。老凤祥品牌作为强现金流、高壁垒品牌,当前估值处于有吸引力的阶段。考虑到金价急涨短期抑制消费需求,我们将公司 2025-26 年归母净利润预测从 21.3/22.8 亿元下调至 16.4/18.3 亿元,新增 2027 年归母净利润预测 19.6 亿元,分别同比-15%/+12%/+7%,对应 PE 分别为 16/14/13X,维持“买入”评级。风险提示:金价波动风险,开店不及预期,终端需求不及预期等。

(证券分析师:吴劲草 证券分析师:郝越)

华阳集团 (002906): 2025 年一季度业绩点评: Q1 收入同比高增, 新产品新客户放量看好长期成长

投资要点 公告要点: 公司发布 2025 年一季报, 业绩符合我们预期。2025Q1 公司实现营业收入 24.9 亿元, 同环比+25.0%/-24.9%, 归母净利润 1.6 亿元, 同环比+9.3%/-16.7%, 扣非归母净利润 1.5 亿元, 同环比+8.8%/-16.8%。营业收入同比高增, 客户群扩大订单拓展成果显著。2025Q1 公司营收在核心客户赛力斯销量承压的基础上同比高增, 公司客户矩阵丰富, 汽车电子及压铸业务均实现了正向增长。汽车电子业务获得新势力车企及合资、国际车企客户的重要突破, 包括大众汽车集团、上汽奥迪、小鹏、理想、蔚来、现代-起亚等多家知名企业, 多个产品订单大幅增加; 精密压铸业务也获得了包括采埃孚、博世、比亚迪等重要客户的新项目, 铝合金业务新突破法雷奥、尼得科客户, 新能源三电系统、智能驾驶系统、光通讯模块等项目订单大幅增加。年降压制毛利率同环比降低, 规模效应显现期间费用率同比下降。考虑到会计准则调整对毛利率和销售费用的影响, 追溯后公司 2025Q1 整体毛利率 18.2%, 同环比-2.7pct/-0.9pct, 同比下降较多主要为一季度下游车企年降所致, 之后公司有望通过成本传导的方式缓解毛利率压力。费用方面, 2025Q1 年期间费用率为 12.58%, 同环比-0.9pct/+2.3pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率为 2.2%/2.5%/7.5%/0.5%, 同比-0.5/+0.1/-0.5/+0.0pct。为满足业务快速发展, 公司不断扩充产能并布局海外, 推进定增募投项目, 惠州新建厂房已投产, 浙江长兴新建精密压铸基地实现当年投产, 华阳通用和华阳多媒体分别在多地成立子公司, 泰国和墨西哥子公司也已设立。25Q1 公司实现归母净利率 6.3%, 同环比-0.9pct/+0.6pct, 基本稳定, 展望全年, 公司新产品新客户有望放量, 我们预计 25Q1 利润增速或为全年低点, 全年来看业绩高增可期。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年营收预测为 127.0/155.6/187.1 亿元, 同比分别+25%/+23%/+20%; 维持 2025-2027 年归母净利润预测为 9.0/11.3/14.0 亿元, 同比分别+38%/+26%/+24%, 对应 PE 分别为 17/14/11 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 汽车下游需求不达预期, 市场竞争加剧风险。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 孙仁昊)

欣旺达 (300207): 2025 年一季报点评: Q1 业绩符合预期, 电芯自供率持续提升

投资要点 25Q1 业绩符合市场预期。公司 25 年 Q1 营收 123 亿元, 同环比+12%/-31%, 归母净利润 3.9 亿元, 同环比+21%/+51%, 扣非净利润 2.6 亿元, 同环比-6%/-41%, 毛利率 16.9%, 同环比+0.4/+3.5pct, 归母净利率 3.1%, 同环比+0.2/+1.7pct。Q1 由于外汇套保, 带来投资收益 0.73 亿元, 公允价值变动净收益 0.5 亿元, 合计经常性损益约 1.3 亿元, 此外包含减值损失 2.0 亿元, 汇兑收益 3 千万元, 剔除影响后, 经营性利润 4.3 亿元。消费锂电持续亮眼, 电芯自供率升至 40%。消费业务 Q1 收入 67 亿元, 同增 5%+, 毛利率 18%, 贡献利润 5.8 亿元; 锂威 Q1 收入 17 亿元, 同增 15%, 环增 10%+, 电芯自供率升至 40%, 25 年收入目标 70-80 亿元, 产能增至 120 万支/天, 自供率提升至 50%+。关税、出口退税对公司盈利影响较小, 随着 AI 带来电池新需求, 电芯+Pack 一体化趋势明确, 公司凭借 Pack 端优势, 后续有望充分收益, 我们预计消费 25 年贡献利润 25 亿元+, 同增 10-20%。动储客户持续拓展, 后续亏损预计缩窄。动力业务 Q1 收入 33 亿元, 同增 20%, 环降 35%, 出货 6.8GWh, 其中动力 4GWh, 储能 2.8GWh, 毛利率 12% (储能转正至 0-5%), 动储权益亏损 2 亿元, 对应单 wh

亏损 0.07 元，环比扩大 0.02 元；储能系统 Q1 收入 3.5-4 亿元，同增 50%+，环降 50%+，出货 4GWh，毛利率 24%；25 年看，预计动储电池出货 35-40GWh，其中储能电池约 10GWh，随着储能盈利修复+动力海外客户放量产品结构改善，权益亏损预计 4 亿，同比缩窄 35%+。研发费用有所增加，现金流表现亮眼。公司 25 年 Q1 期间费用 19 亿元，同环比+19%/-8%，其中研发费用同增 2.3 亿，管理费用同增 1.4 亿，期间费用率 15.5%，同环比+0.9/+3.9pct；经营性现金流净额 15.3 亿元，同环比+116%/+127%；25 年 Q1 资本开支 19 亿元，同环比-0.3%/+24%；25 年 Q1 末存货 83.2 亿元，较年初增长 18%。盈利预测与投资评级：我们基本维持 25-27 年归母净利润预测 20.5/24.9/30.1 亿元，同增+40%/+21%/+21%，对应 PE 为 17x/14x/12x，考虑到公司消费龙头地位，给予 25 年 25xPE，对应目标价 27.8 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：朱家佟）

电科网安（002268）：2024 年年报和 2025 年一季报点评：符合市场预期，

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营收 24.67 亿元，同比-19.71%；归母净利润 1.58 亿元，同比-54.65%，扣非净利润 1.02 亿元，同比-66.23%；符合市场预期。2025 年 Q1 实现营收 1.48 亿元，同比+15.68%，归母净利润-1.35 亿元，亏损同比减少 30.40%，符合市场预期。投资要点 网络安全业务受影响较大：分业务看，2024 年密码业务实现收入 14.23 亿元，同比-3.53%，网络安全业务实现收入 9.32 亿元，同比-36.58%，数据安全业务实现收入 1.12 亿元，同比-12.31%。2024 年受宏观经济波动、市场竞争加剧等影响，网络安全产业发展受到一定的冲击，市场环境充满挑战。2024 年毛利率 40.77%，同比-1.56pct。聚焦高质量发张，“价值创造”重塑增长逻辑：2025 年，公司将进一步强化市场分析，集中核心资源，从“规模扩张”向“价值创造”重塑增长逻辑。（1）加强新业务、新市场开拓和自有产品直销/渠道销售，市场营销挂图作战，全力攻坚可持续发展目标市场；（2）大力提升总体能力，围绕解决方案竞争力打造，加强生态建设标准化、自有产品立项引导和解决方案产品化工作，强化方案市场牵引能力；（3）坚持创新驱动发展，优化关键技术布局，形成“应用突破+基础研究”双轮驱动的研发架构；（4）聚焦资源打造精品，提升产品市场竞争力；（5）确保业务运行机制效能显著提升，进一步突出扁平化、快速响应和资源统筹能力，强化各部门任务协同；（6）加快业务拓展与优化，强化市场任务执行，巩固成熟业务市场，扩展商用密码业务市场边界，推进安全保密业务发展升级，优化网络安全服务模式与能力，在部委和央企顶层市场打造数据安全标杆示范项目。盈利预测与投资评级：考虑行业短期需求的影响，我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 0.53/0.65 元下调至 0.24/0.31 元，预测 2027 年 EPS 为 0.43 元。考虑后续随着需求回暖订单有望逐渐恢复，依旧看好公司作为行业龙头公司的优势地位，维持“买入”评级。风险提示：新兴安全业务推进不及预期；公司产品研发不及预期；竞争加剧影响。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

国泰海通（601211）：2025 年一季报点评：并表海通，各主营业务增速可观，带动扣非净利润同比增长 61%

投资要点 事件：国泰君安发布 2025 年一季度业绩，实现营业收入 117.7 亿元，同比+47.5%；归母净利润 122.4 亿元，同比+391.8%，主要是由于吸收合并海通证券产生负商誉；扣非归母净利润 32.9 亿元，

同比+61%，对应扣非 EPS 0.30 元，扣非 ROE1.69%，同比+0.43pct。财富管理深化分客群经营模式，并表后市占率显著提升。2025 年一季度实现经纪业务收入 26.5 亿元，同比+77.0%，占营业收入的 26.5%。全市场日均股基交易额 17031 亿元，同比+70.3%。公司两融余额 1886 亿元，同比+118%，市场份额 9.8%，较年初+4.2pct。公司自 3 月 14 日并表海通证券后，经纪及两融市场份额显著提升。整合后投行团队进一步扩容，业务能力有望进一步提升。2025 年一季度实现投行业务收入 7.1 亿元，同比+10.3%。股权主承销规模 15.0 亿元，同比-72.8%，排名第 14；其中 IPO 3 家，募资规模 15 亿元。债券主承销规模 2419 亿元，同比-1.0%，排名第 4；其中公司债、地方政府债、ABS 承销规模分别为 859 亿元、488 亿元、338 亿元。截至 2025 年一季度末国泰海通 IPO 储备项目 22 家，排名第 3，其中两市主板 15 家，北交所 3 家，创业板 4 家。原海通证券 IPO 储备项目 19 家，排名第 4。双方整合后投行团队进一步扩容，业务能力有望进一步提升。一参两控一牌，大资管实力显著提升。2025 年一季度实现资管业务收入 11.7 亿元，同比+27.2%。截至 2024 年末国泰君安资产管理规模 5884 亿元，同比+8.3%；华安基金管理规模 7724 亿元，同比增长 14.4%；海富通基金管理公募规模 1722 亿元，同比增长 14.0%；富国基金管理公募规模 10648 亿元，同比增长 20%。自营风格稳健，一季度自营大幅增长。2025 年一季度实现投资收益(含公允价值)40.1 亿元，同比+68.7%；调整后投资净收益(含公允价值、汇兑损益、其他综合收益)41.4 亿元，同比+76.7%。盈利预测与投资评级：资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，头部券商控制风险能力更强，能更大程度的享受政策红利，且吸收合并后的国泰海通证券在资本实力已位居行业第一，各项业务市场份额也显著提升。我们调整了盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 269/280/326 亿元(前值为:182/271/335 亿元)，大幅上调 2025 年盈利预测主要是由于吸收合并产生的负商誉增加了营业外收入，对应 PB 为 0.81/0.78/0.74 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业市场竞争加剧风险，证券市场恢复不及预期。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷)

雅化集团 (002497): 2024 年报及 2025 一季报点评: 自有矿即将贡献利润，民爆业绩增速亮眼

投资要点 年报业绩略低于预告，Q1 符合预期。4 月 29 日公司发布年报及一季报，24 年营收 77.2 亿元，同-35.1%，归母净利润 2.6 亿元，同+539%，扣非净利 1.6 亿元，同+177%；其中 24Q4 营收 17.9 亿元，同环比-26.1%/-9.9%，归母净利润 1 亿元，同环比+113%/+96%，扣非净利 0.5 亿元，同环比+105%/+39%。此前预告 24 年归母净利 2.8-3.3 亿元，扣非净利 1.85-2.35 亿元，业绩略低于预告，主要是由于审计调整政府补助和利息费用。25 年 Q1 营收 15.4 亿元，同环比-17%/-14.2%，归母净利润 0.8 亿元，同环比+452%/-19.5%，扣非净利 0.7 亿元，同环比+787%/+33%。锂盐：25Q1 均价下降盈利承压，25Q2 海外订单恢复且矿端自供率提升，有望扭亏。24 年锂盐销量 4.8 万吨，同增 63%，其中我们预计 24Q4 销量 1.3-1.4 万吨。冶炼产能方面，25Q1 末锂盐产能共 9.9 万吨，三期项目 3 万吨碳酸锂已于 24 年 12 月投产，3 万吨氢氧化锂将于 25H2 建成。我们预计 25Q1 销量 1 万吨+，25 全年公司锂盐销量有望达 7 万吨+，同增 45%+。盈利端，24 年销售均价 8.6 万元，毛利率-0.07%，兴晟锂业、雅安锂业、国理公司共计亏损 5 亿元；25Q1 海外订单占比下降叠加锂价下跌，亏损 0.5 亿元，25Q2 随着海外订单恢复且自有矿贡献增量，有望实现扭亏。非洲自有矿二期开始贡献增量，25 年资源自给率将大幅提升至 30%+。

24 年 11 月公司卡玛蒂维锂矿项目二期投产，一二期精矿产能合计 35 万吨，对应 4.4 万吨 LCE。我们预计 25 年精矿产量 20 万吨+，对应 3 万吨 LCE，权益量 1.8 万吨。叠加李家沟矿权益产量，我们测算 25 年公司资源自给率将提升至 30%+。民爆：25Q1 净利润同增 23%，25 年海外项目逐步落地，全年增速有望达 20-30%。24 年民爆业务实现营收 33 亿元，同减 4%，毛利 12 亿元，我们预计贡献利润 5 亿元+；25Q1 民爆贡献净利润 1.1 亿元，同增 23%。25 年公司海外项目落地开始贡献增量，我们预计 25 年民爆业务有望实现 6-7 亿元利润，同增 20-30%。25Q1 经营性现金流承压，资本开支放缓。公司 24 年费用率 9.7%，同+3.6pct，25Q1 费用率 10.9%，同环比+3.8/-0.7pct；24 年经营性净现金流 9.4 亿元，同+13.6%，其中 24Q4 为 3.8 亿元，同环比-61%/+138%，25Q1 为-5.4 亿元，同环比-181%/-241%；24 年资本开支 5 亿元，同-9.7%，25Q1 资本开支 0.9 亿元，同环比-42%/-48%。盈利预测与投资评级：由于锂价底部区间震荡，我们下调 2025 年盈利预测，预期民爆海外项目逐步落地贡献增量，上调 2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 8.1/12.8/19.4 亿元（25-26 年原预期为 9.35/12.61 亿元），同比+214%/+59%/+52%，对应 16x/10x/7xPE，考虑公司锂盐产销量维持高增，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸）

宇通客车（600066）：2025 年一季报点评：内销优于出口，业绩超预期

投资要点 公司公告：公司发布 2025 年一季报，业绩超我们预期。2025 年一季度公司实现营业收入 64.2 亿元，同环比-3%/-51%；归母净利润 7.6 亿元，同环比+15%/-55%；扣非归母净利润 6.4 亿元，同环比+12%/-54%。内需优于出口，以旧换新效果初步显现。25Q1 公司总销量 9011 辆，同环比+17%/-42%，其中 25Q1 国内销量 6961 辆，同环比+36%/-35%，出口销量 2050 辆，同环比-22%/-58%，新能源出口销量 290 辆，同环比-35%/-75%。随着旅游市场复苏和“以旧换新”等政策落地实施，公交客运需求快速恢复，公司国内销量实现增长；25Q1 公司出口销量同比承压，主要为交付节奏原因，我们认为随着中国客车产品竞争力不断凸显，客车行业出口销量有望回归增长通道。销量结构变化毛利率承压，减值冲回增厚业绩。追溯会计准则调整影响（2024 年公司将质保金费用从销售费用调整到营业成本），2025Q1 公司毛利率为 18.9%，同环比-2.6pct/-7.0pct，同比下滑主要为出口销量占比下降所致。25Q1 期间费用率为 10.8%，同环比+0.4pct/+1.5pct，基本保持稳定，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比-0.1/-0.0/-0.1/+0.7pct。25Q1 公司信用减值损失冲回 3.2 亿元，同比增加 2.3 亿元，显著增厚公司利润。现金流表现良好，在手现金充沛。25Q1 经营性现金流净额为 14.2 亿元（同比下降主要为支付供应商的现金同比增加 20 亿元），公司货币资金+交易性金融资产达到历史新高的 113 亿元。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025~2027 年营业收入预测为 429/499/567 亿元，同比+15%/+16%/+14%，维持 2025~2027 年归母净利润预测为 46.3/55.5/67.5 亿元，同比+12%/+20%/+22%，对应 PE 为 13/11/9 倍，维持“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

长华集团（605018）：2024 年年报&2025 年一季报点评：短期业绩承

压，募投落地蓄力未来

投资要点 公告要点：公司公布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年业绩符合预期，2025 年一季报业绩低于预期。2024 年实现营业收入 22.07 亿元，同比-8.88%，归母净利润 1.14 亿元，同比+4.08%，扣非归母净利润 1.01 亿元，同比+3.37%。2025 年一季度营业收入为 4.23 亿元，同环比-27.82%/-22.90%，归母净利润 0.07 亿元，同环比-84.87%/-71.35%，扣非归母净利润 0.03 亿元，同比-91.69%，环比-80.56%。客户结构优化，新能源业务持续高增。新能源业务创新高，新能源汽车零部件销售收入约为 3.86 亿元，占营业收入的 17.49%；燃油车与新能源汽车共用产品的销售收入约为 9.03 亿元，占营业收入的 40.92%。公司新增客户 77 家，其中新增主机厂客户 11 家，二级配套客户 66 家。与本田、大众、通用、福特、吉利、奇瑞、长城、上汽、日产、丰田等现有业务成熟客户保持稳定合作，同时拓展其他优势新增增长点客户。冲焊件业务盈利提升，带动总体毛利率上升。公司 2024 年毛利率实现 13.49%，同比+0.76pct，其中冲焊件部分毛利率 7.03%，同比+0.87%，主要得益于成本控制的有效实施；紧固件部分毛利率 24.47%，同比-0.55pct，主要是由于市场需求变化所致。公司期间费用率为 9.34%，同比+0.57%，主要系销售人员薪酬及业务招待费增加。25Q1 毛利率承压，募投项目落地蓄力未来。2025 年一季度公司毛利率为 12.07%，同环比-1.7pct/-3.15pct，主要系成本端压力与产品价格下行所致。期间费用率为 12.43%，同环比分别+4.38pct/+2.1pct，收入下滑费用刚性所致。25Q1 归母净利率为 1.61%，同环比分别-6.06pct/-3.54pct，主要系营业收入下降（日系客户需求疲软、冲焊件等传统业务销售萎缩）。公司 IPO 募投项目“汽车冲焊件（武汉）生产基地建设项目”和非公开发行项目“汽车冲焊件（广清产业园）生产基地建设项目（一期）”、“轻量化汽车铝部件智能化生产基地项目”、“年产 20 亿件汽车高强度紧固件生产线建设项目（一期）”已全部结项。募投项目的陆续投产，将进一步完善公司产能布局，大幅提高公司生产规模，提升对客户的综合配套服务能力。盈利预测与投资评级：考虑到公司产能爬坡或对公司盈利有所影响，我们下调公司 2025-2026 年营收为 26.2/30.1 亿元（原为 30.1/34.7 亿元），预计 2027 年营业收入 34.7 亿元，同比分别+19%/+15%/+15%，下调 2025-2026 年归母净利润为 1.5/1.9 亿元（原为 2.4/3.0 亿元），预计 2027 年归母净利润 2.5 亿元，同比分别+30%/+26%/+32%，对应 PE 为 32/26/19 倍。我们认为公司尚处产能爬坡初期，看好公司未来新产品和新客户带来的业务增量，维持“买入”评级。风险提示：核心客户销量不及预期，新产品量产爬坡不及预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

江淮汽车（600418）：2025 年一季报点评：业绩符合预期，尊界 S800 上市在即

投资要点 公告要点：公司 2025Q1 实现营业收入 98.18 亿元，同环比分别-13.0%/-1.1%；归母净利润为-2.23 亿元；扣非后归母净利润 -2.87 亿元（2024Q1 为-0.11 亿元，2024Q4 为-25.1 亿元）。公司整体业绩符合我们预期。1）2025Q1 公司整体销量环比提升，毛利率环比改善。公司 Q1 总销量为 9.97 万辆，同环比分别-6.3%/+13.6%，其中乘用车销售 3.29 万台，同环比分别-15.2%/-6.9%，商用车 Q1 销售 6.68 万台，同环比分别-1.3%/+27.5%。行业竞争加剧背景下公司 ASP 为 9.85 万元，同环比分别-7.1%/-13.0%。Q1 单季度毛利率为 10.03%，同环比分别-1.4/+2.3pct，环比增长较多原因包括 24Q4 会计准则调整影响基数较低。2）费用率：公司 Q4 销售/管理/研发费用率分别为

3.3%/5.7%/3.4%，同比分别-0.6/+2.0/+0.3pct，环比分别+1.7/-0.0/-1.9pct。3) 投资收益：公司 Q4 投资收益为-1.31 亿元，亏损幅度环比缩小。4) 公司 25Q1 最终实现扣非归母净利润-2.23 亿元。盈利预测与投资评级：公司与华为在产品开发、生产制造、销售和服务等领域全面战略合作，着力打造豪华智能网联电动汽车尊界 S800，目前已正式亮相；与大众战略合作进展顺利；与宁德时代、科大讯飞等科技型企业的协同合作持续深化，加速生态融合；公司商用车业务经营稳定。我们维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期至 8.4/15.9/33.9 亿元。对应 PE 为 93/49/23 倍，由于公司对外合作进展顺利，新车上市在即，我们仍维持江淮汽车“买入”评级。风险提示：商用车行业景气度低于预期；对外合作进展低于预期；芯片/电池等关键零部件供应链不稳定风险等。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐)

中国人寿 (601628)：2025 年一季报点评：归母净利润大幅增长，新单结构显著优化

投资要点 【事件】中国人寿发布 2025 年一季度业绩：1) 营业收入 1102 亿元，同比-8.9%。2) 归母净利润 288 亿元，同比+39.5%，保险服务费用同比减少 134 亿，我们认为与健康险业务赔付优化以及利率上行导致部分 VFA 保单转盈利等有关。3) 归母净资产 5325 亿元，较年初+4.5%。4) 加权 ROE 为 5.5%，同比+1.2pct。寿险：浮动收益业务期交占比过半，可比口径下 NBV 同比正增长。1) 新单业务结构显著改善。一季度新单保费规模 1074 亿元，同比-4.5%。公司积极推进产品供给形态多元、期限多元、成本多元，大力发展浮动收益型业务，一季度首年期交保费中浮动收益型业务（分红险为主）占比为 51.7%，同比大幅提升。2) 可比口径下 NBV 同比+4.8%，我们预计公司 NBV margin 同比有所提升，主要与预定利率下调、业务结构变化等因素有关。人力：代理人规模基本稳定，队伍转型有序推进。1) 销售队伍基本盘保持稳固。个险人力 2024Q1、2024 年末、2025Q1 分别 62.2 万人、63.4 万人、59.6 万人，同比-4.2%，较年初-3.1%。2) 队伍优增率、留存率同比有效提升，新型营销模式试点有序推进，“种子计划”在前期改革基础上持续深耕。投资：资产规模稳健增长，投资收益率同比下滑。1) 投资资产达 6.82 亿元，较年初+3.1%。2) 总投资收益达到 538 亿元，同比-16.8%，净投资收益 442 亿元，同比+3.7%。总、净投资收益率分别同比-0.48pct、-0.22pct 至 2.75%、2.60%。盈利预测与投资评级：我们看好公司作为寿险行业龙头的竞争优势，预计伴随公司个险营销转型的深入推进，队伍质态和业绩表现将进一步提升。结合公司 2025Q1 年经营情况，我们维持此前盈利预测不变，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1075/1120/1205 亿元，当前市值对应 2025E PEV 0.68x、PB 1.95x，仍处低位，维持“买入”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；新单保费增长不达预期。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟)

贵州茅台 (600519)：2025 年一季报点评：节奏得当，开局顺利

投资要点 事件：公司发布 2025 一季报。25Q1 实现总营收 514.4 亿元，同比+10.7%，实现营收 506.0 亿元，同比+10.5%；归母净利润 268.5 亿元，同比+11.6%。25Q1 发货节奏同比修复，直销渠道增长加速。25Q1 公司酒类收入同增 10.8%，增速高于全年中枢，主因公司各区域发货精准调控，在保障整体价盘基本稳定的基础上，发货节奏同比有所修复。1) 分产品看：①茅台酒收入同增 9.7%，主要系公斤装茅台、生肖等增量较多。②系列酒收入同增 18.3%，1 是 1935 费用政策调整后，大商利润得到保障，开门红配额执行顺利推进；2 是茅台王子酒

加快铺货放量。2) 分渠道看: 25Q1 直销/批发渠道收入同增 20.2%、3.9%, 直销占比回升至 46%。直销收入增长加快, 与直销渠道非标配额增投, 以及经销渠道非标配额自 24Q3 以来全部转为自营店提货有关。净利率同比略增, 主因税率及管理费率贡献。1) 收现端, 25Q1 公司收现比达 111%, 同比+9.9pct, 主系 25 年开门红回款在 24 年底体现较少。25Q1 期末合同负债同比、环比下降 7.4、8.0 亿元, 环比降幅显著小于以往。2) 利润端, 25Q1 净利率同比+0.5pct 至 54.9%, 主因: ①税金及附加比率同降 1.6pct 至 14.2%, 对利润增速贡献约 3.3pct。②管理(含研发)费用同降 6.9%, 费率同比-0.7pct, 预计与薪酬支出持续优化有关。此外, 公司销售费用同增 31.1%, 费率同比+0.5pct, 基本符合年初非标及系列酒增投费用指引。2025 年茅台酒与系列酒双轮驱动, 渠道调控更趋精细。在集团十四五目标下, 2025 年公司规划收入同增 9%, 预计将进一步优化产品及渠道配称以挖掘收入增量: 其中, 茅台酒通过精准调控直营、经销渠道产品结构及发货节奏, 成功呵护普飞 24Q4~25Q1 批价表现平稳。25M4 以来伴随配额节奏持续加快, 普飞批价向下波动, 公司亦快速跟进市场巡查并加强监管力度, 适当调控自营店给货节奏, 强化渠道价格维护信心。系列酒进一步强化单品打造, ①茅台 1935 规划 2025 年收入增速边际提振, 伴随渠道配额及市场投入政策调整, 目前量价表现保持积极。②茅台王子酒渠道扩张加速推进, 帮助做强中高端大众消费市场份额。在更多元化的产品结构支撑下, 看好公司普飞量价统筹更显从容。盈利预测与投资评级: 参考 2025 年经营目标, 我们维持 2025~27 年归母净利润预测为 932、1009、1103 亿元, 同比+8%、+8%、+9%, 当前市值对应 PE 为 21、19、18x, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观承压消费持续走弱, 需求企稳不及预期; 市场对增速规划的非理性反应等。

(证券分析师: 苏铖 证券分析师: 孙瑜)

新华保险 (601336): 2025 年一季报点评: 新单保费、NBV、净利润均表现亮眼

投资要点 事件: 新华保险公布 2025 年一季报。1) 营业收入 334 亿元, 同比+26.1%。2) 归母净利润 58.8 亿元, 同比+19.0%。3) 净资产 798 亿元, 较年初-17.0%。4) 加权 ROE 6.68%, 同比+1.71pct。我们认为一季度归母净资产下降较多主要是因为: 1) 一季度利率回暖, FVOCI 类债券公允价值下降导致资产减少。2) 负债准备金采用移动平均曲线导致保险合同准备金增加。寿险: 个险、银保渠道新单量质齐增, NBV 同比+67.9%。1) 保费: 实现长期险首年保费 272 亿元, 同比+149.6%。其中期交保费 195 亿元, 同比+117.3%。2) 个险渠道: 实现长期险首年保费 120 亿元, 同比+131.5%; 其中期交保费 119 亿元, 同比+133.4%。渠道加快绩优队伍建设成效显著, 一季度月均绩优人力及万 C 人力同比均实现双位数增长, 绩优人力人均期交保费同比实现翻番。3) 银保渠道: 实现长期险首年保费 151 亿元, 同比+168.2%; 其中期交保费 74.2 亿元, 同比+94.5%。4) 我们认为个险、银保渠道新单保费大幅增长代表着全面提升公司高质量发展能级策略有所成效, 看好今年公司 NBV 大幅正增长。投资: 1) 投资资产 16877 亿元, 较年初+3.6%。2) 年化总投资收益率 5.7%。同比+1.1pct; 年化综合投资收益率 2.8%, 同比-3.9pct。我们认为综合投资收益率下滑较大主要是因为受一季度利率回暖影响 FVOCI 类债券公允价值下降。盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 年一季度经营情况, 我们小幅上调 2025-2027 年归母净利润预测至 292/302/314 亿元(前值为 283/292/303 亿元)。当前市值对应 2025E PEV 0.52x、PB 1.41x, 仍处低位。我们看好公司将以深化供给侧改革为主线, 深刻把握新时代广

大居民健康、养老、财富管理等发展机遇，维持“买入”评级。风险提示：长端利率趋势性下行，权益市场波动，新单保费承压。

(证券分析师：孙婷)

海天精工 (601882): 2025 年一季报点评: 业绩短期承压, 产能稳步扩张注入长期成长性

投资要点 25Q1 营收短期承压, 综合毛利率下降影响利润水平 2025Q1 公司实现营收 7.40 亿元, 同比-2.17%; 实现归母净利润 0.99 亿元, 同比-24.17%; 实现扣非归母净利润 0.85 亿元, 同比-20.35%。公司 2025Q1 收入小幅下滑, 主要系机床行业下游需求偏弱, 归母净利润下滑主要系: ①营业收入有所下滑; ②机床行业价格竞争激烈, 公司毛利率承压; ③2025Q1 公司其他收益同比有所下滑。毛利率有所下滑, 研发投入持续加码 2025Q1 公司毛利率为 25.93%, 同比-2.54pct。公司毛利率有所下滑我们判断主要系: ①会计准则有所变更, 原本计入销售费用的质量保证相关成本现计入营业成本; ②机床行业价格竞争激烈, 售价降低压缩毛利率空间。2025Q1 公司销售净利率为 13.37%, 同比-3.88pct, 主要系毛利率下降叠加其他收益同比下滑。2025Q1 公司期间费用率为 10.85%, 同比-0.08pct, 其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 4.88%/1.50%/-0.38%/4.85%, 同比分别-1.04pct/+0.45pct/+0.05pct/+0.46pct。销售费用率下降我们判断主要系会计政策调整, 公司持续增加研发投入, 持续巩固龙头产品优势, 彰显长期成长信心。行业需求筑底期稳步经营, 产能扩张有望再造海天 根据公司 2024 年年报, 高端数控机床智能化生产基地项目 1 号厂房已于 2024Q4 投入使用。公司正持续提升广东子公司生产能力, 并积极筹划布局海外产能, 加快全球市场营销布局, 已完成德国和塞尔维亚子公司的筹建。公司产能正处在爬坡进程中, 彰显长期成长信心, 公司产能逐步释放有望巩固公司行业龙头地位, 全球营销布局加速有望提高海天品牌全球影响力。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 6.41/7.60/8.96 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 16/13/11 倍, 公司产能正在爬坡进程中, 国际化布局稳步推进, 维持公司“增持”评级。风险提示: 制造业复苏不及预期, 机床行业需求不及预期, 产能建设进度不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 钱尧天)

天奈科技 (688116): 2024 年报及 2025 一季报点评: 业绩符合预期, 单壁碳管放量在即

投资要点 业绩符合预期: 24 年营收 14.5 亿元, 同比+3%, 归母净利润 2.5 亿元, 同比-16%, 扣非利润 2.4 亿元, 毛利率 35%, 同比+2pct, 归母净利率 17%, 同比-4pct; 其中 24Q4 营收 4 亿元, 同环比+18%/+4%, 归母净利润 0.7 亿元, 同环比-50%/+1%, 毛利率 33.7%, 同环比-2.5/-0.3pct, 归母净利率 17%, 同环比-23/-0.5pct。25Q1 营收 3.3 亿元, 同环比+9%/-17.9%, 归母净利润 0.6 亿元, 同环比+8%/-14%, 扣非利润 0.5 亿元, 毛利率 33%, 同环比-1.3/-0.6pct, 归母净利率 17%, 同环比-0.1/+1pct。24 年份额明显提升, 25 年单壁放量可期: 24 年碳管浆料出货量 8.5 万吨, 同比+56%, 其中 Q4 为 2.6 万吨, 同环比+86%/+13%。结构看, 我们预计 24 年一代产品占比 43%, 24Q4 提升至 48%。我们预计 25Q1 出货量 1.9-2 万吨, 同环比+28%/-26%, 且我们预计全年一二三代出货量 10-11 万吨, 增长 20%。单壁方面, 公司 25 年产能 100 吨粉体 (对应 2.5 万吨浆料), 年中硅碳负极需求开始释放, 我们预计全年单壁浆料近 1 万吨, 同时四代销量也有望达到近 1 万吨, 我们预计 25 年合计浆料销量 12 万吨, 同比增 40%。25Q1 单吨盈利恢复, 25H2 单壁有望贡献利润弹性: 24 年碳管浆料毛利率

35%，同比+1.3pct，均价 1.7 万元/吨（不含税），同比-32%，单吨毛利 0.6 万元/吨，同比-29%，扣非单吨利润为 0.28 万元/吨，同比-27%，其中我们预计 Q4 扣非单吨利润为 0.23 万元/吨，主要由于 Q4 一代产品占比提升至 48%，且年底费用摊销增加。我们预计 25Q1 公司一代产品占比回落至 42%，均价环比恢复至 1.7 万元/吨，单吨扣非利润恢复至 0.27 万元/吨。全年看一二三代产品盈利基本稳定；而单壁和四代产品国内仅公司可实现大批量出货，我们预计单吨利润可达 1 万元/吨。费用率平稳，资本开支缩减。公司 24 年期间费用 2.3 亿元，同比+8.2%，费用率 15.7%，同比+0.7pct，其中 Q4 费用率 15.2%，同环比基本持平；24 年经营性净现金流 2.8 亿元，同比-7.7%，其中 Q4 经营性现金流 2 亿元；24 年资本开支 4 亿元，同比-31.7%。25Q1 期间费用率 15.4%，同环比基本持平；经营性现金流-0.5 亿元；25 年 Q1 资本开支 0.6 亿元，同环比-63%/-46%；25 年 Q1 末存货 2.3 亿元，较年初+10%。投资建议：考虑短期行业竞争影响公司盈利能力，我们下调公司 25-26 年归母净利润预期为 4.5/6.5 亿元（前预测为 4.8/7.1 亿元），新增 27 年归母净利预期为 9.1 亿元，同比增 80%/45%/40%，对应 PE 为 31x/22x/15x，考虑单壁放量弹性大，我们给予 26 年 30x 估值，对应目标价 57 元，维持“买入”评级。风险提示：需求不及预期，产能建设不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶）

中国汽研（601965）：2024 年报&2025 一季报点评：业绩符合预期，前沿布局持续跟进市场需求

投资要点 公告要点：公司公布 2024 年年报及 2025 年一季报，业绩符合我们预期。公司 2024 年实现营收 46.97 亿元，同比+14.65%；归母净利润 9.08 亿元，同比+8.56%；扣非净利润 8.69 亿元，同比+15.25%。汽车技术服务业务表现亮眼，收入同比+21.36%，装备制造业务受专用车市场景气度影响收入同比-20.50%。2025Q1 实现营收 8.87 亿元，同比+0.62%，汽车技术服务业务实现收入 7.94 亿元，同比增长 11.45%；归母净利润 1.78 亿元，同比+6.29%；扣非净利润 1.66 亿元，同比+8.59%。技术持续突破+试验场整合，新能源与智能网联布局深化。2024 年公司氢能产业化与装备业务实现“零突破”，公司依靠智能网联以及自动驾驶等前沿领域技术优势，提升公司行业地位。此外，公司通过新增苏州阳澄半岛、成都中德试验场合作运营权，控股南方试验场公司，整合试验场资源，场景测试能力进一步夯实。国际化层面，利用中国中检国际化网络资源，与马来西亚、意大利机构签署合作协议，海外服务网络持续拓展。双轮创新驱动，助推新兴业务发展。能源动力事业部通过构建新能源汽车消防安全体系及发布汽车能效分级规程，聚焦“电能、氢能、储能”三大战略方向深化产业链布局，依托技术创新推动产品矩阵升级，实现订单产能协同提升。信息智能事业部紧抓智能驾驶产业升级与监管体系重构的叠加机遇，通过前瞻性技术储备强化市场竞争力。在智慧座舱交互系统、车载信息安全防护等前沿领域取得技术突破，带动整体订单规模与业务边界同步延展，形成新的业绩增长极。经营性利润稳健释放，研发投入强化技术壁垒。公司毛利率保持稳定，2024 年综合毛利率 44.5%，同比+1.3pct，汽车技术服务毛利率 48.42%，同比+0.2pct；2024 年研发费用 2.78 亿元，同比+7.86%，研发费用率 7.14%，重点投向新能源、智能网联、测试装备等关键技术，持续提升公司行业竞争力。2024 年公司发生计入非经常性损益的债务重组收益-0.42 亿元，影响全年利润释放，刨除该因素影响公司全年业绩增长稳健。盈利预测与投资评级：

由于公司智能网联业务释放需要时间，我们下调 2025-2026 年的营收为 54.7/63.2 亿元（原为 59.1/70.7 亿元），预计 2027 年营收为 73.7 亿元，同比+17%/+16%/+17%；下调 2025-2026 年归母净利润为 11.1/12.8 亿元（原为 11.7/ 13.6 亿元），预计 2027 年归母净利润为 14.4 亿元，同比+23%/+14%/+13%，对应 PE 17/15/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：智能电动汽车行业发展不及预期，法律法规限制自动驾驶发展，下游车企价格战超预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

元力股份（300174）：2024 年年报&2025 年一季报点评：业绩基本符合预期，白炭黑+硅碳开启放量

投资要点 24 年年报&25 年一季报业绩基本符合预期。公司 24 年营收 19 亿元，同降 7%，归母净利润 2.8 亿元，同增 20%，毛利率 24.9%，同增 2.8pct；其中 24Q4 营收 5 亿元，同环比-9%/+18%，归母净利润 0.7 亿元，同环比+18%/+12%，毛利率 24.4%，同环比+1.9/-4.8pct；25 年 Q1 营收 4 亿元，同环比-7%/-11%，归母净利润 0.5 亿元，同环比-40%/-35%，毛利率 23.3%，同环比+0.8/-1.1pct。活性炭 Q1 出货 3.5 万吨，同增 10%，市占率持续提升。活性炭方面，公司 24 年活性炭出货 15 万吨，同增 18%，其中颗粒炭出货 1.2-1.3 万吨，同增 25%，25Q1 预计出货 3.5 万吨，同增 10%左右，贡献收入 3.3 亿元，市场份额持续提升；硅材料方面，①公司 24 年硅酸钠出货 20 万吨，同降 43%，系剥离子公司所致，25Q1 预计贡献 6 千万收入，同降 50%，系原材料价格大幅下降影响，此外公司向下延伸白炭黑产品，预计 25 年开始贡献收入；②公司 24 年硅胶出货 2.8 万吨，同增 11%，25Q1 预计贡献 1 千万收入，同降 60%+，后续预计保持稳定。活性炭毛利率有所恢复，新品放量带动盈利提升。活性炭方面，公司 24 年产品毛利率 28.3%，同增 0.8pct，随着持续降本增效，叠加高端的颗粒炭放量，25 年毛利率预计稳定；硅材料方面，①24 年硅酸钠毛利率 15.5%，同增 5.1pct，系新能源车销量带动，25 年预计维持 10-15%，此外白炭黑 25 年开始贡献利润，毛利率预计超 20%；②24 年硅胶毛利率 6.8%，同降 16.9pct，系行业竞争加剧，24 年预计维持微利水平。此外，25 年硅碳产品开启放量，壁垒更高，预计盈利水平优于主业。期间费用维持稳定，资本开支同比提升。公司 24 年期间费用 2.1 亿元，同增 4%，费用率 11.2%，同增 1.1pct，25 年 Q1 期间费用 0.5 亿元，同环比-3%/+28%，费用率 12.6%，同环比+0.6/+3.8pct；24 年经营性净现金流 2.3 亿元，同降 15%，25Q1 经营性现金流-0.3 亿元，同比缩窄 72%；24 年资本开支 2.2 亿元，同降 14%，25Q1 资本开支 0.6 亿元，同环比+43%/-37%；24Q4 末存货 2.6 亿元，较年初下降 7.7%，25Q1 末存货 2.7 亿，较年初增长 4%。盈利预测与投资评级：由于新产品出货节奏变化，我们调整 25-26 年归母净利润至 2.9/3.6 亿元（此前预测 3.3/5.1 亿元），同比基本持平/+25%，新增 27 年归母净利润预期 4.6 亿元，同增 28%，对应 PE 为 19/15/12x，维持“买入”评级。风险提示：下游需求放缓、新产品不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：陈淑嫻 证券分析师：朱家佟）

华海清科（688120）：2024 年报&2025 一季报点评：业绩持续高增，看好公司打造 CMP/减薄设备龙头

投资要点 2024 业绩高增表现亮眼，CMP/减薄设备贡献：2024 年公司实现营收 34.06 亿元，同比+35.8%，主要由 CMP/减薄装备贡献，营收达 29.87 亿元，同比+31.2%。期间归母净利润为 10.23 亿元，同比+41.4%；扣非归母净利润为 8.56 亿元，同比+40.8%。2025Q1 单季公

司营收 9.12 亿元，同比+34%；Q1 归母净利润 2.33 亿元，同比+15%；扣非归母净利润 2.12 亿元，同比+24%。期间费用控制效果显著，公司持续加大研发投入：2024 年毛利率为 43.2%，同比-2.8pct；净利率为 25.6%，同比+1.2pct；期间费用率为 19.7%，同比-2.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率为 3.6/5.6/11.6/-0.7%，同比-1.7/-0.1/-0.6/+0.7pct；2024 年公司研发投入 3.94 亿元，同比+30%。25Q1 单季毛利率为 46.4%，同比-1.56pct，环比+9.88pct；销售净利率为 25.6%，同比-4.14pct，环比-6.13pct。合同负债&存货同比增长，24 年经营现金流表现良好：截至 2024Q4 末，公司合同负债 17.9 亿元，同比+35%；存货为 32.7 亿元，同比+35%；公司 2024 年生产/销售半导体设备 354/268 台，同比+37.7/+43.3%；2024 年公司经营活动净现金流入 11.55 亿元，同比+77%。CMP 装备实现较高市占率，看好减薄及划片设备放量：（1）CMP 设备：全新抛光系统架构 CMP 机台 Universal-H300 已经获得批量重复订单，并实现规模化出货；面向第三代半导体客户的专用 CMP 装备研制成功并已发往客户端验证；新签订单中先进制程占比较大，公司部分先进制程 CMP 装备在国内多家头部客户实现全部工艺验证。目前公司 12 英寸及 8 英寸 CMP 装备在国内客户端均已实现较高市场占有率；（2）晶圆减薄及划切设备：2024 年公司 12 英寸超精密晶圆减薄机 Versatile-GP300 完成首台验证并实现批量销售，核心指标达到了国内领先和国际先进水平，12 英寸晶圆减薄贴膜一体机 Versatile-GM300 和 12 英寸晶圆划切装备 Versatile-DT300 已发往客户端进行验证。目前公司减薄装备已覆盖存储、CIS、先进封装等多种工艺客户，未来将开发更高 WPH、更高 TTV 的全新机型，提高市场竞争力。看好先进封装浪潮下公司减薄及划切设备打破垄断快速放量。盈利预测与投资评级：考虑到设备交付节奏，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 13.80/17.78 亿元（原值为 13.8/15.8 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 22.81 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 28/22/17 倍，基于公司高成长性，维持“买入”评级。风险提示：半导体行业投资下滑，新品研发&下游扩产不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

中国中车（601766）：2025 年一季报点评：25Q1 业绩实现高增，铁路装备业务提供主要驱动力

投资要点 25Q1 业绩高增，归母净利润落在业绩预告中值偏上 2025Q1 公司实现营收 486.71 亿元，同比+51.23%；实现归母净利润 30.53 亿元，同比+202.79%；实现扣非归母净利润 28.06 亿元，同比+320.20%。分业务看：铁路装备实现营收 257.86 亿元，同比+93.63%（主要系动车组、货车收入增加，其中动车组收入 177.57 亿元，同比+123.41%；货车收入 52.04 亿元，同比+141.04%；机车收入 23.06 亿元，客车收入 5.19 亿元）；城轨与城市基础设施实现营收 71.83 亿元，同比+29.86%（主要系城轨地铁车辆收入增加）；新产业实现营收 149.05 亿元，同比+22.34%（主要系清洁能源装备收入增加）；现代服务实现营收 7.97 亿元，同比-30.76%。铁路装备业务实现高增是公司 2025Q1 业绩增长的核心驱动力。2025Q1 公司归母净利润增速落在业绩预告的中值偏上，主要系公司收入高增叠加期间费用率管控得当。毛利率略有下滑，期间费用率管控得当 2025Q1 公司毛利率为 23.42%，同比-1.50pct。毛利率下滑我们判断系会计准则变更，质保金相关销售费用计入营业成本。2025Q1 公司销售净利率为 7.50%，同比+2.78pct，主要系期间费用率管控得当。2025Q1 公司期间费用率为 15.09%，同比-5.66pct，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 2.28%/6.45%/-0.01%/6.37%，同比分别-2.34pct/-2.27pct/-

1.21pct/+0.16pct。铁路固定资产投资复苏向好，公司铁路装备业务乘势而上 1) 铁路固定资产投资复苏向好：2024 年我国铁路固定资产投资完成额为 8506 亿元，同比+11.26%，2025 年 1-3 月铁路固定资产投资完成额 1312 亿元，同比+5.13%。后疫情时期铁路固定资产投资逐步复苏。 (2) 动车组招标回暖：2024 年度国铁集团共公开招标 350km/h 动车组 245 组，同比+49%。2025 年国铁集团首次动车组招标共采购 68 组动车，以动车组单价 1.7 亿元计算，招标金额约 115 亿元。 (3) 动车组高级修招标高增：2024 年动车组高级修两次招标共涉及三/四/五级修 56/269/509 组，同比分别-19%/+138%/+371%。2024 年公司动车组高级修新签订单 453.6 亿元，实现高增。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 138.08/148.80/160.34 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 15/14/13 倍，考虑到铁路固定资产投资复苏向好，公司作为国内唯一动车组整车生产商将同步受益，维持公司“买入”评级。 风险提示：铁路固定资产投资不及预期，动车组招标不及预期，宏观经济风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天)

沪光股份 (605333)：2024 年报及 2025 年一季报点评：2024 年业绩高增，新产品新客户打开增长上限

投资要点 公告要点：公司公布 2024 年年报及 2025 年一季报，业绩符合我们预期。2024 年实现营业收入 79.14 亿元，同比+97.70%，归母净利润 6.70 亿元，同比+1,139.15%，扣非归母净利润 6.58 亿元，同比+1,546.71%。2025 年一季度营业收入为 15.43 亿元，同环比+0.64%/-35.22%，归母净利润 0.93 亿元，同环比-7.63%/-59.86%，扣非归母净利润 0.90 亿元，同比-5.34%，环比-61.63%。 营收与净利润大幅增长，客户结构多元化。公司 2024 年收入实现接近翻倍增长主要受益于核心客户赛力斯放量所致，2024 年赛力斯占公司收入比重 53%。此外美国 T 公司等建立了紧密合作关系，与大众汽车、戴姆勒奔驰、奥迪汽车等国际知名汽车整车制造商保持长期合作关系，客户结构的多元化为公司提供了稳定的订单来源，增强了市场抗风险能力。 规模效应不断显现，归母净利大幅提升。公司 2024 年毛利率实现 17.49%，同比+4.6pct，主要为规模提升产能利用率提高所致。公司 2024 年期间费用率为 7.09%，同比-3.69pct；实现归母净利率 8.47%，同比+7.12pct，主要系规模效应所致。 加速推进国产替代，线束龙头发展潜力大。2025Q1 营收 15.43 亿元，同环比+0.64%/-35.22%，环比下滑系赛力斯销量下滑影响，2025Q1 赛力斯汽车产量 5.5 万辆，同比-36%。2025Q1 毛利率为 14.38%，同环比+0.42pct/-3.48pct；净利率 6.03%，同环比-0.55pct/-3.71pct。展望全年，公司核心客户赛力斯旗下问界新车 M8 订单火爆 (M8 上市 4 天大定破 5 万)，公司为其核心线束供应商，量产后将显著带动业绩增长，全年业绩有望先低后高。公司已实现 40A-600A 全系列高压连接器量产，产品覆盖高/低压线束，并在赛力斯、上汽等主流车企实现配套，充分受益新能源车放量及国产替代机遇。 盈利预测与投资评级：我们维持 2025/2026 年营业收入为 100/121 亿元，预计 2027 年营业收入为 143 亿元，同比分别+26%/+21%/19%，基本维持公司 2025-2026 年归母净利润预测为 8.7/10.9 亿元，预计 2027 年归母净利润为 12.9 亿元，同比分别+30%/+25%/+18%，对应 PE 分别为 15/12/10 倍，维持“买入”评级。 风险提示：核心客户销量不及预期，新客户及新产品开拓不及预期等。

(证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊)

华域汽车 (600741)：2024 年年报&2025 年一季度报点评：客户多元收入稳健增长，盈利企稳在手现金充裕

投资要点 公司公告：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季度报，业绩符合我们预期。公司 2024 年全年营收 1,688.5 亿元，同比+0.15%，归母净利润 66.9 亿元，同比-7.26%，扣非净利润 57.6 亿元，同比-11.45%。全年毛利率 11.67%，同比-0.78pct，主要受下游年降压力及原材料成本波动影响。2025 年 Q1 营收 403.7 亿元，同环比+9.1%/-18.2%，归母净利润 12.7 亿元，同环比+0.6%/-42.7%，扣非净利润 11.6 亿元，同环比+6.6%/-30.8%。客户结构多元化持续推进，自主与新能源占比持续提升。公司持续推进客户多元化战略，2024 年 62.2% 收入来自上汽集团以外客户，对冲上汽系产销下滑压力。特斯拉上海、赛力斯汽车、比亚迪、吉利汽车、一汽大众、奇瑞汽车、华晨宝马、长安汽车、广汽乘用车、长安福特成为公司收入占比国内排名前十的业外整车客户。截至 2024 年底，公司新获订单中，新能源车型配套金额占比 75%，自主品牌占比超 50%，深度绑定比亚迪、赛力斯、奇瑞等头部自主及新势力客户。2025 年特斯拉、大众等核心客户电动化车型放量有望进一步拉动订单增长。费用管控成效明显，为盈利提升筑基。2024 年公司研发费用同比-13.1%，主要是公司收缩低效投入，销售费用同比-13.6%，主要是物流成本优化；财务费用因汇兑损失同比+436.9%，汇兑扰动为短期因素。全年归母净利率 3.96%，同比-0.3pct，降幅小于毛利波动。2025 年 Q1，公司费用率为 8.95%，同比-1.19pct，其中管理费用率和研发费用率分别为 4.44%/3.76%，同比分别-0.36pct/-0.68pct，精细化管理推动管理费用率稳中有降。现金流稳健，提高分红股东回报增加。2024 年经营性现金流 81.4 亿元，同比-28.1%，受回款周期影响较大，2025Q1 大幅改善至 20.7 亿元，同比+68.8%。2024 年公司预计分红 25.2 亿元（同比增加），股利支付率 38%（同比提升）。截至 2025Q1 末，货币资金 357.3 亿元，较 2024 年末进一步增长，为智能化转向及海外扩产提供充足资金支持。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2026 年营收预测为 1731/1826 亿元，预计 2027 年营收为 1871 亿元，同比分别+2.5%/+5.5%/+2.5%；由于汽车市场竞争激烈，供应链成本压力较大，我们下调 2025-2026 年归母净利润预测为 71/77 亿元（原为 78/83 亿元，预计 2027 年归母净利润为 81 亿元，同比分别+6.5%/+8.3%/+4.4%，对应 PE 分别为 8/7/7 倍，维持“买入”评级。风险提示：海外市场拓展不及预期；下游乘用车需求复苏低于预期，乘用车价格战超过预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

普瑞眼科（301239）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：Q1 业绩符合预期，新院爬坡有望带来业绩改善

投资要点 事件：2024 年，公司实现营业收入 26.78 亿元（-1.46%，同比，下同），归母净利润-1.02 亿元（-138.02%），扣非归母净利润-0.85 亿元（-143.08%）；2025Q1 实现营业收入 7.42 亿元（+9.82%），归母净利润 0.27 亿元（+61.18%），扣非归母净利润 0.28 亿元（+48.37%）。门诊及手术量保持增长，综合眼病增速较快。2024 年公司实现门诊量 153.11 余万人次（+1.63%），手术量超 18.12 万台（+3.13%）。分业务看，2024 年屈光实现收入 12.27 亿元（-5.31%），毛利率 47.02%（-4.56pp）；视光收入 3.86 亿元（-2.60%），毛利率 45.58%（-5.87pp），受宏观环境消费降级及行业竞争加剧影响，公司屈光及视光收入略有下滑；白内障收入 5.76 亿元（-3.04%），毛利率 38.93%（-4.44pp）；综合眼病收入 4.70 亿元（+12.81%），毛利率 0.47%（-12.94pp）。收入规模下降+新院爬坡，24 年利润下滑，25 年恢复增长。2024 年公司销售毛利率/销售净利率分别为 36.98%/-3.47%，同比变化-7.02/-13.70pp；销售/管理/研发/财务费用率分别为

18.69%/14.32%/0.30%/3.18%，同比变化+2.18/+0.90/-0.11/+0.80pp，公司近几年新开医院尚处于市场培育期，刚性成本导致费用增长。2025Q1 公司销售毛利率/销售净利率分别为 39.34%/3.88%，同比变化-1.20/+1.06pp；销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.52%/12.44%/0.33%/2.95%，同比变化+0.15/-2.61/-0.03/+0.27pp。上市公司体内新开医院数量多，区域化战略布局，为中长期发展注入新动能。截至 2024 年底，公司已在全国范围内运营 35 家眼科专科医院和 4 家门诊部。综合来看，2022-2024 年，公司体内新增 16 家眼科医疗机构，数量占比超 40%，尤其 2024 年新开 8 家医院导致利润端承压。随着新院爬坡减亏、老院恢复稳定及增长，公司业绩有望明显改善。盈利预测与投资评级：考虑行业竞争及宏观环境消费压力，我们将公司 2025-2026 年归母净利润由 2.07/3.01 亿元下调至 1.04/1.95 亿元，预计 2027 年为 2.52 亿元，对应当前市值的 PE 为 62/33/25X。我们预计随着消费需求进一步释放，眼科医疗行业依然具备良好的发展空间，维持“买入”评级。风险提示：新院爬坡或盈利不及预期的风险，行业政策变化不确定性风险，市场竞争加剧的风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男
证券分析师：苏丰)

劲仔食品 (003000)：2025 一季报点评：Q1 稳健收官，Q2 关注品类动作

投资要点 事件：2025Q1 实现营收 5.95 亿元，同比+10.27%；实现归母净利润 0.68 亿元，同比-8.21%；扣非净利润 0.53 亿元，同比-8.61%。2025Q1 在春节错期下保持不错增长，鱼干大单品稳健增长。2024Q4 和 2025Q1 营收合计来看同比增长 11.2%，收入稳健性较强，略好于市场预期。我们预计鹌鹑蛋同比有一定压力，鱼干、豆干保持良好的增速。不考虑汇兑损益影响，盈利能力维稳。2025Q1 毛利率 29.9%，同比-0.1pct。在成本上涨的背景下，公司毛利率保持稳定，得益于规模效应和内部提效。2025Q1 公司销售/管理/研发/财务费率同比+0.23/+0.16/+0.15/+1.12pct，财务费用波动较大，主要是汇兑收益减少。最终实现销售净利率 11.3%，同比-2.4pct。Q2 关注品类推广动作，利润率预计 Q1 是低点。进入 Q2 公司会把鹌鹑蛋推进流通渠道，以及加大深海鳀鱼、短保豆干等新品的推广。利润率方面我们预计 Q1 也是低点，目前是成本最差的时候，且汇兑损益拉长来看影响不大。盈利预测与投资评级：我们上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.24/3.81/4.13 亿元（此前盈利预测为 3.11/3.70/4.12 亿元），同比+11.33%/+17.52%/+8.41%，对应 PE 为 17/15/13X。维持“买入”评级。风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

(证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦)

均胜电子 (600699)：2025 年一季度业绩点评：毛利率同比显著提升，业绩符合预期

投资要点 公告要点：公司发布 2025 年一季报，符合我们的预期。2025Q1 实现营收约 146 亿元，同环比+9.78%/-1.04%，归母净利润 3.4 亿元，同环比+11.1%/+1695%，扣非归母净利润 3.20 亿元，同环比+2.79%/-6.02%。安全与电子业务双轮驱动，毛利率持续改善。公司降本增效成效显著，追溯会计准则调整对毛利率的影响，2025Q1 整体毛利率达 17.9%，同环比+2.6pct/-0.1pct。其中，汽车安全业务毛利率 15.6%，同环比+1.9pct/-1.5pct，主要是海外整合红利释放；汽车电子业务毛利率 21.2%，同环比+2.1pct/-0.1pct。现金流与经营效率优化，抗风险能力增强。公司 2025 年一季度经营性现金流为 8.68 亿元，同

比提升 25.16%，存货周转率与应收账款管理改善，体现供应链精细化管控。货币资金较年初增加 6.0 亿元至 78.62 亿元，为技术投入与产能扩张提供充足资金支持。新订单再创新高，全球化布局深化。2025Q1 公司全球新获订单全生命周期金额达 157 亿元，延续高增长态势。公司紧抓智能电动车渗透率提升、中国品牌出海机遇，依托全球化产能与本土化响应优势，在海内外市场持续拓展项目。四费阶段性增长，长期投入支撑成长。2025Q1 期间费用率为 13.7%，同环比 +1.9pct/-3.0pct，销售/管理/研发/财务费用分别为 2.00/7.12/7.96/2.95 亿元，同比 +63.6%/+16.6%/+31.7%/+39.6%。剔除香山并表影响后，研发费用因新订单量产投入同比增加 0.93 亿元，长期技术储备将支撑后续业绩释放。盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年营收预测为 674/728/782 亿元，同比 +21%/+8%/+7%；基本维持 2025-2027 年归母净利润为 16.1/19.5/23.2 亿元，同比分别 +68%/+21%/+19%，对应 PE 分别为 14/12/10 倍，由于公司主营业务盈利处于改善周期，新业务亟待放量，我们看好公司长期投资价值，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，汽车安全业务修复不及预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

巨人网络（002558）：2025 年一季报点评：流水延续强劲增长，积极关注新游及 AI 进展

投资要点 事件：2025Q1 公司实现收入 7.24 亿元，yoy+3.94%，qoq+2.75%；归母净利润 3.48 亿元，yoy-1.29%，qoq-1.76%；扣非归母净利润 3.49 亿元，yoy-10.45%，qoq+3.95%。合同负债延续增长态势，看好后续利润释放。2025Q1 公司重点游戏《原始征途》于 2025 年 1 月正式开启小程序版本买量投放，贡献可观流水增量，同时《王者征途》于 2024 年 2 月上线小程序平台，流水稳健增长，对应：1）2025Q1 收入同环比增长 3.94%、2.75%，2）截至 2025Q1 末，公司合同负债达 7.61 亿元，同比增加 2.90 亿元，环比增加 1.28 亿元，主要系用户充值流水需要根据道具消耗、玩家生命周期进行递延摊销确认。流水递延但推广费用当期确认，对应 2025Q1 销售费用率 38.41%，yoy+9.40pct，qoq-3.76pct，收入费用的阶段性错配致 2025Q1 公司归母/扣非归母净利润同比有所回落。展望后续，我们看好公司征途 IP 系列产品、休闲竞技赛道产品延续长线运营，递延收入有望逐步释放，贡献业绩增量。多元新游储备充沛，积极关注新游上线进展。公司积极自研新游戏，拓宽产品矩阵，打造新增长点。其中，1）多人组队游戏《超自然行动组》已于 2025 年初开启不删档付费测试，在没有宣发助力的情况下，iOS 游戏免费榜、iOS 冒险游戏畅销榜排名最高至 16、18 名，公司计划于 2025 年内正式上线推广；2）策略卡牌《代号杀》（尚未取得版号）于 2025/3/27 开启限量不删档测试，玩法和商业化较为成熟，持续关注版号及上线进展；3）中国历史题材 SLG《五千年》、休闲竞技类策略对抗游戏《口袋斗蛐蛐》均已获得版号，公司将根据产品测试情况择期上线。积极拥抱 AI 全产业链，游戏+AI 持续探索落地。公司已构建起围绕自研大模型为核心的全方位 AI 基础能力，实现 AI 工业化管线与多模态全矩阵布局。对内研发赋能上，在图像、视频、语音、代码、文本、策略等方面构落地一系列 AI 工具平台，降低研运成本。玩法创新上，在《太空杀》《原始征途》中落地 AI 原生玩法、陪伴型智能 NPC 玩法，积极探索 AI+游戏的玩法创新与体验优化，期待公司更多 AI 原生玩法的探索落地。产业链布局上，2025 年 2 月宣布与阿里云深化 AI 合作，加强游戏场景的 AI 落地应用及算力生态建设等领域联动，同月参加 AI 图像生成平台 LiblibAI 最新融资，持续拓展产业上下游的合作与布局。盈利预测与投资评级：我

们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.85/0.92/0.99 元，对应当前股价 PE 分别为 17/16/15 倍。我们看好公司存量游戏业绩稳健释放，新游戏陆续上线贡献增量，同时期待 AI+ 游戏探索落地，维持“买入”评级。风险提示：老游流水超预期下滑，新游表现不及预期，行业监管风险。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
证券分析师：陈欣)

力佳科技 (835237): 2024 年报&2025 一季报点评: 2024 年锂价回落带动毛利率回升, 2025 年价格传导或有回落

投资要点 事件: 公司 2024 年实现营收 3.8 亿元, 同比基本持平, 归母净利润 0.73 亿元, 同增 64%, 主要系原材料价格回落带动毛利率提升叠加公司收到政府补助; 其中 2024Q4 营收 0.98 亿元, 同环比+9%/+2%, 归母净利润 0.24 亿元, 同环比+74%/+36%。2025Q1 实现营收 0.83 亿元, 同环比+2%/-15%, 实现归母净利润 0.09 亿元, 同环比-33%/-61%。2024 年公司境外销售稳健增长对冲国内下滑, 毛利率同比高增。分境内外看, 公司境内/境外分别实现营收 1.64/2.18 亿元, 同比-8%/+7%, 毛利率分别为 29.2%/35.68%, 同比+9.9/6.6pct, 主要系 2024 年碳酸锂价格回落, 成本下行带动毛利率提升。受管理费用提升较多影响, 期间费率有所上行。公司 2024 年期间费用 0.56 亿元, 同比+18%, 费用率 14.7%, 同比+2.3pct, 其中 2024Q4 期间费用 0.18 亿元, 同环比+36/+26%, 费用率 17.95%, 同环比+3.6/+3.5pct, 主要系管理费用增加较多。2025Q1 期间费用 0.15 亿元, 同环比+24%/-17%, 期间费率 17.6%, 同环比+3.0/-0.4pct。盈利预测与投资评级: 考虑美国关税不确定性或有一定影响, 我们下调 2025 年及 2026 年盈利预测, 新增 2027 年盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.59/0.65/0.73 亿元 (2025-2026 年前值为 0.74/0.81 亿元), 同比-20%/+12%/+12%, 对应 PE 为 35/32/28 倍, 考虑公司积极拓展市场与客户, 未来有望持续增长, 维持“增持”评级。风险提示: 竞争加剧, 需求不及预期。

(证券分析师: 朱洁羽 证券分析师: 余慧勇
证券分析师: 易申申 研究助理: 薛路熹 研究助理: 武阿兰)

英杰电气 (300820): 2024 年报&2025 年一季报点评: 业绩短期承压, 半导体射频电源打造新增长极

投资要点 24 全年营收稳健增长, 25Q1 利润环比提升。2024 年公司实现营收 17.80 亿元, 同比+0.59%, 其中功率控制系统装置营收 11.84 亿元, 同比-12.03%, 占比 66.48%; 特种电源营收 4.23 亿元, 同比+53.90%, 占比 23.73%; 充电桩营收 0.84 亿元, 同比-13.17%, 占比 4.72%。归母净利润 3.23 亿元, 同比-25.19%; 扣非归母净利润 3.07 亿元, 同比-27.87%。2025Q1 单季公司营收 3.25 亿元, 同比-13.30%, 环比-28.03%; 归母净利润 0.50 亿元, 同比-36.84%, 环比+155.93%; 扣非归母净利润 0.48 亿元, 同比-37.76%, 环比+257.61%。盈利能力稳定提升, 研发投入维持高位。2024 年公司毛利率为 38.50%, 同比+1.28pct, 功率控制系统装置毛利率为 32.28%, 同比-2.13pct, 特种电源毛利率 60.81%, 同比+13.30pct; 销售净利率为 18.84%, 同比-5.53pct; 期间费用率为 14.95%, 同比+3.05pct, 其中销售费用率为 4.63%, 同比+0.99pct, 管理费用率为 3.31%, 同比+0.33pct, 财务费用率为-0.66%, 同比-0.43pct, 研发费用率为 7.67%, 同比+2.17pct。期间公司研发投入维持高位, 2024 年研发费用达 1.37 亿元, 同比+40.18%。2025Q1 单季毛利率为 37.78%, 同比-4.18pct, 环比+9.60pct; 销售净利率为 15.81%, 同比-6.59pct, 环比+11.84pct。存货&合同负债同比下滑,

订单回款节奏放缓。截至 2024Q4 末，公司合同负债 11.47 亿元，同比+1.00%；存货为 15.56 亿元，同比-15.35%，Q4 公司经营活动净现金流为 2.56 亿元，同比+38.50%，环比+177.30%；截止 2025Q1 末，公司存货为 15.69 亿元，同比-14.20%，合同负债为 11.81 亿元，同比-0.53%，2025Q1 公司经营性现金流 0.71 亿元，同比+108.52%。泛半导体电源国产替代前景可期，充电桩打造新增长极。公司为国内泛半导体工业电源龙头，光伏、半导体产品国产替代率持续提升，充电桩随产能释放快速起量，看好业绩成长性。（1）光伏：公司产品应用于光伏行业上游的材料生产设备的电源控制上，在还原提纯和晶体生长环节均有应用，运用于 TOPCON 行业的中频溅射电源订单持续放量，有望受益光伏电池片电源国产化；（2）半导体及电子材料：公司重点攻关半导体刻蚀、薄膜沉积（CVD/PECVD）、离子注入等关键制程电源技术，同步拓展碳化硅外延、复合铜箔等新兴领域，部分型号射频电源已实现量产，覆盖 5nm 刻蚀及 PECVD 等先进制程，已经申请了数十项半导体电源相关专利；（3）充电桩：公司全资子公司四川英杰新能源有限公司专注研发制造新能源汽车充电桩，推出工商业储能核心产品，完成核心技术攻关，海外业务由英杰寰宇国际负责，已在欧洲和亚洲地区设立分、子公司，获得欧洲主要能源企业未来五年充电桩招投标机会。盈利预测与投资评级：考虑到公司产品结构，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润为 4.01/4.98 亿元（原值 6.8/8.0 亿元），预计 2027 年归母净利润为 6.34 亿元，当前市值对应 PE 为 22.2/17.9/14.0 倍，但考虑到公司成长性，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期、产品拓展不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

埃斯顿（002747）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩短期承压，工业机器人市占率稳步提升

投资要点 事件：2025 年 4 月 28 日，公司披露 2024 年报及 2025 年一季报。业绩短期承压，资产减值损失拖累利润水平 2024 年公司实现营收 40.09 亿元，同比-13.83%；实现归母净利润-8.10 亿元，同比-700.14%；实现扣非归母净利润-8.36 亿元，同比-1083.08%。公司 2024 年业绩承压，主要系①工业机器人市场价格竞争激烈，毛利率有所下滑；②公司维持高研发投入；③计提子公司普莱克斯、扬州曙光、英国翠欧、德国克鲁斯共 3.45 亿商誉减值。分产品看：工业机器人及智能制造系统实现营收 30.32 亿元，同比-16.04%，自动化部件及运控系统实现营收 9.76 亿元，同比-6.13%。分海内外看：国内实现营收 26.39 亿元，同比-13.68%。海外实现营收 13.70 亿元，同比-14.10%。2025Q1 公司实现营收 12.44 亿元，同比+24.03%；实现归母净利润 0.13 亿元，同比+93.43%；实现扣非归母净利润 0.04 亿元，同比-132.20%。毛利率小幅下滑，持续维持高研发投入 2024 年公司毛利率为 29.57%，同比-2.36pct，2025Q1 单季度毛利率为 28.27%，同比-4.35pct。公司毛利率有所下降，主要系市场竞争加剧，工业机器人售价有所降低，另外产能提升使得折旧摊销等固定成本增加。分业务看，工业机器人及智能制造系统/自动化核心部件及运动控制系统毛利率分别为 28.94%/31.52%，同比分别-2.34pct/-2.67pct。2024 年公司销售净利率-20.38%，同比-23.23pct，2025Q1 单季度销售净利率为 1.09%，同比+0.23pct。2024 年公司期间费用率为 38.73%，同比+9.29pct，销售/管理/财务/研发费用率为 11.12%/13.18%/3.40%/11.03%，同比+2.46pct/+3.61pct/+0.54pct/+2.68pct。公司研发端维持高投入，聚焦高端应用领域，提高工业机器人产品实力。存货&合同负债同比增加，经营活动净现金流承压 截至 2024 年末公司合同负债 5.05 亿元，同

比+69.75%，表明公司在手订单充足；存货 17.21 亿元，同比+28.41%，主要系在产品增加。2024 年公司经营活动净现金流为-0.74 亿元，同比-346.29%，现金流周转有所承压。2025Q1 公司登顶工业机器人国产品牌出货量第一，市占率持续提升。据 MIR DATABANK 最新数据统计，2025 Q1 中国工业机器人整体市场销量同比增长 11.6%，国产机器人渗透率同比提升 2 个百分点。埃斯顿实现近 20%的同比增长，占比中国机器人市场份额 10.3%（注：含埃斯顿酷卓的市场份额），成为首个登顶中国机器人市场的国产机器人品牌。公司的高研发投入和积极的市场布局正逐步兑现市场影响力，市占率持续提升。盈利预测与投资评级：考虑到公司充分计提减值轻装上阵，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 0.54（原值 0.28）/1.17（原值 0.45）亿元，预计 2027 年归母净利润为 1.70 亿元，当前股价对应 PE 分别为 305/143/98 倍，考虑到公司在工业机器人领域龙头地位，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，工业机器人需求不及预期，市场价格竞争加剧。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

恒生电子（600570）：2025 年一季报点评：投资收益拉升利润，整体成本下行

事件：公司发布 2025 年一季报，实现营业总收入同比-14%至 10 亿元，归母净利润同比+186%至 0.31 亿元。投资要点 市场波动影响营收小幅下滑，投资收益拉升利润。2025 年一季度，公司营业收入下滑，主要系资管科技服务、风险与平台科技服务、运营与机构科技服务收入比上年同期减少所致；归母净利润有较高增长主要系投资收益同比+2635%至 0.55 亿元，公允价值变动收益为 200 万元（2024Q1 为-6,695 万元）。分业务看，2025 年一季度，公司①财富科技服务业务收入同比-5%至 2.35 亿元；②资管科技服务业务收入同比-34%至 1.87 亿元；③运营与机构科技服务业务收入同比-9%至 2.12 亿元；④风险与平台科技服务/数据服务/创新/企金、保险核心与金融基础设施科技服务/其他业务分别实现收入 0.56/0.72/1.07/1.23/0.33 亿元，同比-43%/-10%/-9%/+19%/-30%。整体成本下降，仅研发费用率小幅上行。①营业成本同比-2%至 3.62 亿元；②销售费用同比-32%至 0.85 亿元，销售费用率同比-2pct 至 8%；③管理费用同比-11%至 1.45 亿元，管理费用率同比+0.4pct 至 14%；④研发费用同比-11%至 5 亿元，研发费用率同比+1pct 至 49%。科技突破与系统升级：①2024 年 6 月至 2025 年 4 月，恒生电子助力多家券商及私募升级机构业务 IT 系统，适配新规落地。②2025 年 3 月，恒生光子大模型一体机 DeepSeek 版上线，驱动金融数智化转型，模型推理效率提升 40%，PTrade 集成 DeepSeek，量化交易终端性能跃升。③2025 年 3 月，公司与红塔证券共建智能运营体系，重构业务流程。④2025 年 3 月，公司帮助国金证券升级 LDP 风控系统，打造风控新标杆。⑤2025 年 4 月，公司协助西南证券，成功完成理财销售系统、TA 系统、资金清算系统三套核心系统的全栈信创适配上线。⑥2025 年 4 月，O45 在招商信诺成功上线，是保险资管行业首家 O45 落地客户，也是全行业首家实现一次性全账户（包括保险受托和资管产品账户）从 O32 切换升级至 O45 的客户。盈利预测与投资评级：资本市场整体回暖，但金融机构的科技投入仍未出现明显正增长拐点，我们维持此前业绩预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 12/14/17 亿元，对应 PE 为 46/40/33 倍。资本市场持续向好，金融机构基本面企稳，我们仍看好公司金融 IT 的业务模式，维持“买入”评级。风险提示：AI 等技术发展不及预期，金融机构 IT 投入不及预期，权益市场波动，市场竞争加剧。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 武欣姝)

安徽合力 (600761): 2025 年一季报点评: 归母净利润同比-20%, 费用计提影响利润增长

投资要点 收入增速维持稳健, 海外市场拓展顺利 2025 年 Q1 公司实现营业总收入 43 亿元, 同比增长 2%, 海外市场拓展驱动收入平稳增长。2025 年 Q1 公司归母净利润 3.2 亿元, 同比下降 20%, 扣非归母净利润 2.8 亿元, 同比下降 14%, 2025 年 Q1 非经常性收益同比减少约 3000 万元, 主要为理财收益和政府补助减少。 毛利率维持稳定, 费用率阶段性增长 2025 年 Q1 公司实现销售毛利率 22.3%, 同比基本持平, 产品盈利水平维持稳定。2025 年 Q1 公司期间费用率为 13.0%, 同比提升 1.2pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.1%/3.0%/6.2%/-1.3%, 同比分别变动+1.0/+0.5/+0.9/-1.3pct。海外渠道拓展、产品迭代创新、智慧物流板块拓展, 公司三费支出同比增长约 1.2 亿元, 费用阶段性增加影响净利润增长。 控股股东增持, 彰显发展信心 公司 4 月 11 日发布公告, 控股股东叉车集团拟自 4 月 10 日起未来 6 个月内, 累计增持 1~2 亿元人民币 (4 月 10 日已增持 33.4 万股, 约 500 万元), 累计增持股份数量不超过公司已发行股份总数的 2%, 价格上限为 20 元/股。控股股东增持彰显长期信心。 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 14 (+6%) /15 (+8%) /16 (+8%) 亿元, 当前市值对应 PE 10/9/9X, 维持“买入”评级。 风险提示: 地缘政治冲突、原材料价格上涨、竞争格局恶化等

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 韦译捷)

中国中免 (601888): 2025 一季报点评: 海南降幅继续收窄, 关注市内店和消费政策效果

投资要点 事件: 2025 年 4 月 29 日, 中国中免发布 2025 年一季报, 公司实现营收 167.5 亿元, yoy-11%; 归母净利润为 19.4 亿元, yoy-16%; 扣非归母净利润为 19.4 亿元, yoy-16%。 Q1 利润率承压: 2025Q1 公司毛利率为 33.0%, yoy-0.3pct, 销售费用率 13.1%, yoy+0.3%; 管理费用率 2.5%, 同比持平; 财务费用率 1.2%, yoy+1.9pct; 归母净利率 11.6%, yoy-0.7pct。 离岛免税销售降幅继续收窄: 根据海口海关, 25Q1 海南离岛免税销售额 113.1 亿元, yoy-11%, 其中 3 月降幅环比收窄至-5%; 购物人次 154 万人次, yoy-28%; 客单价 7338 元, yoy+23%。海南三机场 25Q1 航班量/旅客量同比+4.5%/+1%, 离岛免税客流企稳, 渗透率在 10~15%区间, 24Q1 在 15~20%, 渗透率仍承压。客单价 7338 元较 24Q1 的 5984 元、24Q4 的 5713 元显著提升, 消费人群购买力有韧性。 市内免税有望带来增量, 关注消费刺激政策效果: 我们预计中免原有 6 家市内免税店将陆续开业, 新增 8 城市市内店项目中免中标深圳、广州、西安、福州、成都、天津 6 家经营权, 市内免税有望带来销售增量。中国对美产进口商品加征关税, 免税和有税商品价差或拉大, 关注 2025 年提振消费和扩大内需相关政策的传导作用。 盈利预测与投资评级: 中免市场地位稳固, 中长期看好中免作为旅游零售龙头受益市内免税店政策和出境游的逐步恢复, 在消费景气状态下受益于相对较高的行业增速。考虑免税消费需求承压, 下调公司盈利预测, 2025-2027 年归母净利润分别为 46.8/53.5/59.8 亿元 (前值为 49.8/57.6/66.9 亿元), 对应 PE 为 28/24/22 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 政策推进不及预期、居民消费意愿恢复不及预期等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石琦瑄
研究助理: 王琳婧)

华厦眼科 (301267): 2024 年年报及 2025 一季报点评: 24 年消费眼科稳健增长, 战略收购持续推进

投资要点 事件: 2024 年, 公司实现营业收入 40.27 亿元 (+0.35%, 同比, 下同), 归母净利润 4.29 亿元 (-35.63%), 扣非归母净利润 4.09 亿元 (-38.29%); 2025Q1 实现营业收入 10.93 亿元 (+11.74%), 归母净利润 1.50 亿元 (-4.00%), 扣非归母净利润 1.40 亿元 (-11.12%)。受行业竞争影响, 业绩短期承压。2024 年公司销售毛利率/销售净利率分别为 44.19%/10.63%, 同比变化-4.84/-6.25pp, 受行业环境变化、行业需求阶段性放缓及竞争加剧等因素影响, 公司业绩增速有所放缓; 销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.46%/12.51%/1.75%/0.87%, 同比变化+1.18/+0.99/+0.01/+0.37pp。2025Q1 公司销售毛利率/销售净利率分别为 44.97%/15.12%, 同比变化-0.40/-1.73pp; 销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.45%/11.20%/1.42%/1.00%, 同比变化-0.33/-0.44/-0.35/+0.42pp。2024 年屈光及视光稳健增长, 白内障收入承压。2024 年, 公司实现屈光收入 12.96 亿元(+7.44%), 毛利率 52.05%(-2.45pp); 视光收入 10.69 亿元(+5.15%), 毛利率 45.57%(-4.49pp); 白内障收入 8.73 亿元(-11.56%), 毛利率 35.16%(-8.53pp); 眼后段收入 5.36 亿元(+0.19%), 毛利率 139.64%(-4.99pp)。坚持“内生增长+外延并购”双轮驱动战略, 稳步构建医疗服务网络。2024 年, 公司战略收购了成都爱迪、睢宁复兴、徽山医大、恩施慧宜四家眼科医院, 天津华夏、深圳南山华夏、安溪华夏等多家医院也先后投入运营, 公司全国眼科医疗服务网络建设进一步推进。盈利预测与投资评级: 考虑行业竞争及宏观环境消费压力, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润由 6.16/7.10 亿元下调至 4.94/5.64 亿元, 预计 2027 年为 6.33 亿元, 对应当前市值的 PE 为 31/27/24X。我们预计随着消费需求进一步释放, 眼科医疗行业依然具备良好的发展空间, 维持“买入”评级。风险提示: 医院扩张或整合不及预期的风险, 行业政策变化不确定性风险。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 冉胜男
证券分析师: 苏丰)

南网能源 (003035): 2025 一季报点评: 符合预期, 继续聚焦主业、退出生物质

投资要点 事件: 2025Q1 公司实现营业收入 6.93 亿元, 同比+20.4%; 实现归母净利润 0.91 亿元, 同比+1.7%; 实现扣非归母净利润 0.9 亿元, 同比+5.2%。继续稳步推进工业节能和建筑节能两大主业, 2025Q1 同比分别+26.5%、13.7%。一方面, 2025Q1 公司收入利润同比增长, 工业节能、建筑节能分别实现营业收入 3.71 亿元、1.99 亿元, 同比+26.5%、+13.7%。另一方面, 公司妥善做好生物质利用业务等亏损资产治理, 其中中藤县鑫隆源生物质项目一季度已转为盈利。南方电网拟增持公司股本不超过 2%, 彰显对公司业务的信心。南方电网基于对公司长期投资价值的认可以及公司从综合能源向“综合能源+节能降碳”转型发展的信心, 拟通过全资子公司南网资本增持金额不低于 1.5 亿元不超过 3 亿元, 占总股本不超过 2%, 增持完成将持有公司股本不超过 42.39%。生物质减值落地, 重回成长。2024 年公司资产减值与信用减值合计 6.94 亿元 (23 年同期 0.94 亿元), 其中, 对应收可再生能源补贴款计提减值约 2.48 亿元, 生物质项目资产计提减值约 3.11 亿元, 其他资产计提减值 1.35 亿元。生物质综合利用业务因农林生物质行业普遍面临的燃料紧缺、价格倒挂及项目现金流短缺等问题, 项目运营效率低下, 影响报表利润, 拖累报表质量。2024 年公司坚持战略调整退出生物质综合资源利用业务, 发展重心聚焦节能优势主业。公司报表压力释放质量提升, 优质节能业务成长性得到体现。

装机规模同增 32%，分布式光伏项目储备充足。2024 年公司总装机容量 308.46 万千瓦，同比+31.76%，新投产机组装机容量 40.98 万千瓦，在建项目计划装机容量 85.73 万千瓦，项目储备充足。 现金流管理良好，经营活动现金流同增 39%。2024 年公司经营净现金流 14.28 亿元(同比+38.62%)；投资净现金流-24.73 亿元(23 年同期-26.87 亿元)。根据公司公告 2025 年工作计划，预算 2025 年对外投资计划超 30 亿元。 盈利预测与投资评级：2024 年生物质减值落地，后续减值风险小，聚焦核心节能业务。我们维持预计 2025-2027 年归母净利润 4.77/5.57/6.75 亿元，对应 PE 为 34/29/24 倍，维持“买入”评级。 风险提示：行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率下降等。

(证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉)

浙江鼎力(603338): 2025 年一季报点评: 归母净利润+42%略超预期, 盈利水平同环比修复

投资要点 海外市场拓展顺利，营收增速表现稳健 2025 年 Q1 公司实现营业总收入 19 亿元，同比增长 31%，CMEC 并表、非美区域市场拓展，收入同比快速增长，归母净利润 4.3 亿元，同比增长 42%，扣非归母净利润 4.3 亿元，同比增长 14%（我们测算去年同期非经常性损益中，宏信建发股权投资导致公允价值变动损失约 1 亿元）。 盈利能力同环比提升，费用率阶段性受市场拓展影响 2025 年 Q1 公司实现销售毛利率 40.6%，同比提升 1.0pct，2024 年 Q4 一次性成本费用计提等影响减弱，毛利率环比修复。2025 年 Q1 美国区域销售仍以双反降税前发货为主，25 年 1 月~2 月末总体降税带来毛利率提升尚未体现在报表端，2025 年 Q2 毛利率有望维持较高水平。2025 年 Q1 公司期间费用率 9.3%，同比提升 2.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.3%/5.2%/3.7%/-4.9%，分别变动+1.5/+3.2/+0.2/-3.7pct。销售、管理费用受 CMEC 并表、北美渠道拓展、提前备货清关等影响提升明显，财务费用受益于汇兑收益。 非美+新品拓展空间广阔，看好公司中长期稳健增长 2025 年全年看公司利润增速有望修复：①美国不需承担 34%对等关税的备货已至 9~10 月，②欧洲双反关税低+新品推广，③新兴市场、非高机板块业务拓展。④并购 CMEC 及美国备库带来的一次性费用计提影响消除。长期来看，公司于美国市场的拓展有望通过本地建厂等方式实现，非美市场、船坞除锈机器人等新业务贡献增量，业绩有望稳健增长。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 21(+31%)/24(+14%)/28(+14%) 亿元，当前市值对应 PE 分别为 10/9/8X，维持“买入”评级。 风险提示：竞争格局恶化、地缘政治冲突等

(证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷)

纽威股份(603699): 2025 年一季报快评: 归母净利润同比+34%，盈利能力维持稳健

投资要点 营收增速稳健，海外市场+新兴下游兑现业绩 2025 年 Q1 公司实现营业总收入 15.6 亿元，同比增长 14%，归母净利润 2.6 亿元，同比增长 34%，扣非归母净利润 2.5 亿元，同比增长 27%，利润增速基本符合我们预期。受益于海外市场、新兴下游拓展，公司营收增速稳健；钢价和汇率低位震荡，高毛利率的海工造船、LNG 占比提升，盈利水平同比稳中有升，利润增速强于营收。此外，Q1 公司计提信用减值损失 0.4 亿元；其他收益增加约 0.2 亿元，主要系政府补助增加。 毛利率稳中有升，费控能力继续增强 2025 年 Q1 公司实现销售毛利率 35.4%，同比提升 2.1pct，销售净利率 17.1%，同比提升 2.4pct，盈利能力同比维持稳健增长，我们判断环比变动主要受订单结构和季节性因素影响。2025 年 Q1 公司期间费用率 13.2%，同比下降

2.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.0%/4.2%/3.2%/-1.1%，同比分别变动-0.9/+0.3/-0.7/-1.1pct，受益于规模效应和汇兑收益，费控能力稳中有升。中东需求能见度高+前瞻布局产能新品，看好业绩稳健增长 展望 2025 年，我们判断公司订单充足、业绩延续稳健增长：（1）全球地缘政治波动加剧，各国对能源自主可控意识增强+产业格局升级，油气全产业链投资增加，尤其中东区域 FEED 合同增量明显，未来阀门采购需求能见度高。且公司对美敞口低，沙特+越南产能已有布局，受中美贸易冲突影响可控。（2）公司大客户如沙特阿美、ADNOC、三星订单高增，新品扩批、提份额逻辑将持续兑现。（3）新兴核电、水处理增速良好。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 14.5/17.7/20.6 亿元对应当前市值 PE 分别为 15/12/10x，维持“买入”评级。 风险提示：地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化、原材料价格波动等
(证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷)

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

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

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>