

晨会纪要

数据日期: 2025-04-29	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3286.65	9849.80	3775.07	10929.32	2661.27	1003.86
涨跌幅度(%)	-0.05	-0.05	-0.17	0.29	0.49	0.10
成交额(亿元)	4308.81	5912.02	1974.62	2184.02	2707.00	187.13

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评: 宏观解读报告-经济发展开局平稳——深圳市 2025 年一季度经济数据跟踪与解读

固定收益投资策略: -债券投资策略: 持券待涨

策略专题: 中观高频景气图谱(2025.4)——可选消费景气提振

策略专题: 资金跟踪与市场结构周观察(第六十三期)-股市资金面“紧平衡”

策略专题: 主题投资月度观察(2025年第4期)-科技前沿加速迭代, 政策红利密集释放

行业与公司

互联网行业 2025 年 5 月投资策略: 美股互联网巨头进入业绩期, 股价或率先开启反弹

汽车行业周报(25 年第 17 周): 上海车展新车密集发布, 多部门推动智能辅助驾驶规范化

化工行业月报: 氟化工行业: 2025 年 4 月月度观察-空调整体排产保持增长, 制冷剂价格超预期上涨

交通运输行业 5 月投资策略: “五一”民航旅客运输量预计同比增长 8%, 关注 OPEC 产量对油运价格影响

宁波银行(002142.SZ) 财报点评: 不良生成率拐点向下

杭州银行(600926.SH) 财报点评: 净利息收入增速稳健, 资产质量优异

苏州银行(002966.SZ) 财报点评: 拨备覆盖率高位, 净息差降幅收窄

江苏银行(600919.SH) 财报点评: 净息差亮眼, 规模维持高增

光迅科技(002281.SZ) 财报点评: 2025 年 Q1 归母净利润同比增长 95%, 持续受益国产算力发展

光环新网(300383.SZ) 财报点评: 数据中心资源丰富; 积极拓展智算领域, 有望受益 AI 发展

天孚通信(300394.SZ) 财报点评: 光器件持续受益 AI 发展, 高速光引擎有望迎来放量

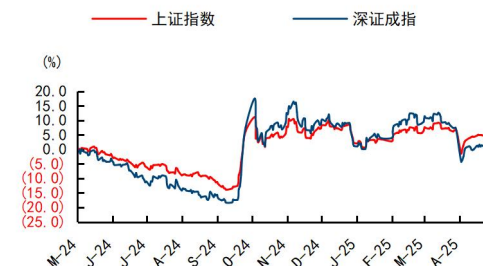
菜百股份(605599.SH) 财报点评: 一季度归母净利润增长 17%, 首饰金持续产品创新

朗姿股份(002612.SZ) 财报点评: 一季度归母净利润增长稳健, 医美业务稳步推进

宝钢股份(600019.SH) 财报点评: 盈利能力稳健, 产品结构持续升级

风华高科(000636.SZ) 财报点评: 新兴市场持续突破, 降本增效成果显著

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 04月30日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	22008.11	0.16

基金指数 04月30日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3239.27	0.01
股票基金指数	9766.00	-0.22
混合基金指数	9039.95	-0.29

汇率 04月30日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.13	-0.32
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.75	0.02
美元兑日元	142.34	0.22

非流通股解禁 04月30日

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

思瑞浦(688536.SH) 财报点评:2024 年汽车收入占比约 17%,一季度利润扭亏为盈

扬杰科技(300373.SZ) 财报点评:汽车与海外保持高增,1Q25 归母净利润同比增长 51%

南芯科技(688484.SH) 财报点评:2024 年收入增长约 44%,一季度收入创历史新高

圣邦股份(300661.SZ) 财报点评:四季度收入创季度新高,收购感睿科技完善产业布局

雷赛智能(002979.SZ) 财报点评:智能运控领域领先企业,充分受益人形机器人产业发展

华阳集团(002906.SZ) 财报点评:一季度收入同比增长 25%,汽车电子和精密压铸产品持续放量

星宇股份(601799.SH) 财报点评:一季度净利润同比增长 33%,车灯产品量价双升

新泉股份(603179.SH) 财报点评:海外工厂加速投产,座椅布局正式落地

李宁(02331.HK) 海外公司快评:第一季度流水增长低单位数,折扣率同比改善

新和成(002001.SZ) 财报点评:营养品板块景气度提升,公司一季度归母净利润创历史新高

安迪苏(600299.SH) 财报点评:蛋氨酸量价齐升,一季度归母净利润同环比增长

口子窖(603589.SH) 财报点评:2025Q1 稳健增长,关注后续兼系列表现和营销改革成效

厦钨新能(688778.SH) 财报点评:钴酸锂行业领先地位稳固,固态电池材料加速布局

唐源电气(300789.SZ) 财报点评:智慧交通市场领导者,相关业务放量在即

药康生物(688046.SH) 财报点评:海外市场收入同比增长 22.5%,国内新设施接近满产

智翔金泰-U(688443.SH) 财报点评:赛立奇单抗实现商业化,在研管线有序推进

招商证券(600999.SH) 财报点评:业绩稳步回暖

中金公司(601995.SH) 财报点评:金融资产增长,投资收益高增

恺英网络(002517.SZ) 财报点评:年报及一季报点评:新品储备丰富,AI 应用值得期待

分众传媒(002027.SZ) 财报点评:年报及一季报点评:营收及利润增长稳健,竞争格局改善助力经营向上

芒果超媒(300413.SZ) 财报点评:年报及一季报点评:内容投入压制短期利润,会员业务表现良好

华策影视(300133.SZ) 财报点评:年报及一季报点评:Q1 同比大幅向上,关注内容储备表现

圣农发展(002299.SZ) 财报点评:养殖成本优化,C 端快速拓展,Q1 归母净利润同比+338%

电投能源(002128.SZ) 财报点评:煤价下行拖累业绩,关注铝业务弹性及新能源业务成长性

金融工程

金融工程日报:市场低量震荡,PEEK 材料概念大涨、电力板块承压

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:宏观解读报告-经济发开展局平稳——深圳市 2025 年一季度经济数据跟踪与解读

深圳市 2025 年一季度经济发展总体平稳。一季度深圳地区生产总值保持增长，同比增长 5.2%；对外贸易有所承压，出口受去年高基数的影响有所下降，进口持续增长，进口占广东省的比例持续提升；工业生产方面，工业增加值增速有所放缓，增速降至接近广东省水平；投资方面，固定资产投资受房地产开发投资影响有所下降，增速持续高于广东省水平；消费品以旧换新政策推动消费零售明显增长，同比增长 3.1%；金融机构存款余额同比增速企稳，贷款余额增速继续下滑；居民消费价格同比增长 0.1%，增速高于广东省水平。

证券分析师：薛冰（S0980524060002）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益投资策略:债券投资策略：持券待涨

贸易战是持久战，年内大概率压制我国宏观基本面；
节奏上 10 月前有松动可能；
我国政策应对以稳为主，降准降息可期；
没必要恪守“5%”的目标；u 政策操作窗口大概率在 5 月-6 月；
债券：持券待涨；
二季度 10 年期国债向下突破 1.6%；
以高票息应对时间的不确定性，看好超长信用债；
风险点：川普态度的多变性；积极财政政策超预期；

证券分析师：赵婧（S0980513080004）、田地（S0980524090003）、李智能（S0980516060001）、季家辉（S0980522010002）、董德志（S0980513100001）

◆ 策略专题:中观高频景气图谱（2025.4）——可选消费景气提振

截至 4 月下旬，上游资源品行业和中游制造业景气分化：上游资源品方面，钢铁、煤炭行业景气持续改善，石油石化、有色金属、基础化工行业景气下行。中游制造业方面，建筑装饰、电力设备、机械设备行业景气提振，轻工制造行业景气下行。

下游消费行业景气分化：下游可选消费中，社会服务、家用电器行业景气上行，商贸零售行业景气下行；在必选消费中，农林牧渔、食品饮料行业景气提振，纺织服饰行业景气下行。

支撑性服务行业 and 金融行业整体景气下行：支撑性服务行业中环保行业景气下行；金融行业方面，银行业景气改善，非银金融行业景气下行；TMT 行业中计算机行业景气下行。

风险提示：海外地缘冲突尚未缓解；美联储降息节奏和幅度的不确定性；市场情绪波动较大对行情演绎的冲击等。

证券分析师：王开（S0980521030001）

联系人：郭兰滨

◆ 策略专题:资金跟踪与市场结构周观察(第六十三期)-股市资金面“紧平衡”

市场成交量小幅回升。上周（20250421-20250425）全市场成交量转为上升，沪深两市成交额位于近一年的 54.9%分位数水平（前值为 54.9%）。市场成交保持平稳，股市资金面呈现“紧平衡”的特征。

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

赚钱效应上升。Top10%个股涨跌幅与中位数涨跌幅的差为 6.78%，相比前值上升 1.01 个百分点。全 A 涨跌中位数为 1.28%，较前值上升 0.83 个百分点。Top25%分位数为 4.26%，较前值上升 1.45 个百分点。Top75%分位数为-1.02%，较前值上升 0.58 个百分点。

行业换手率下降。上周换手率最高的三个一级行业为：美容护理（21.99%）、商贸零售（18.64%）、社会服务（18.07%）。上周换手率最低的一个一级行业为：银行（1.14%）、石油石化（1.69%）、钢铁（3.72%）。

机构调研强度上升。从行业层面的机构调研强度看，电子（31.05%）、医药生物（24.90%）、电力设备（19.55%）三个行业的调研强度最高。从宽基指数层面看，中证 100 的调研强度最大，为 9.07。从边际变化看，中证 100 的调研强度在上周的绝对变化最大，增加了 8.94。

股市资金净流出。上周股市资金净流出 75.97 亿元，较前值多流出 148.33 亿元。各分项资金为：（1）融资余额减少 12.47 亿元；（2）重要股东增持 8.03 亿元；（3）ETF 流入 109.38 亿元；（4）新发偏股基金 77.79 亿元；（5）IPO 0.00 亿元；（6）定向增发 3.86 亿元；（7）重要股东减持 38.80 亿元；（8）ETF 流出 216.04 亿元。

从资金流入流出来看，较前值，各分项的变化为：（1）融资余额增加 43.23 亿元；（2）重要股东增持减少 8.73 亿元；（3）ETF 流入减少 347.89 亿元；（4）新发偏股基金增加 24.18 亿元；（5）IPO 减少 48.02 亿元；（6）定向增发减少 20.14 亿元；（7）重要股东减持增加 23.81 亿元；（8）ETF 流出减少 96.53 亿元。

资金流出风险上升。上周限售解禁家数为 46 家，较前值增加 4 家。限售解禁市值为 1040.23 亿元，较前值增加 868.41 亿元。预计本周和下周的限售解禁市值为 489.34 亿元。从行业来看，前两周限售解禁市值最多的三个行业为：电子（371.69 亿元）、银行（190.06 亿元）、汽车（122.26 亿元）。有 13 个行业没有限售解禁出现。

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

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

联系人：郭兰滨

◆ 策略专题：主题投资月度观察（2025 年第 4 期）-科技前沿加速迭代，政策红利密集释放

海外科技映射：（1）第 116 届 AACR 年会在芝加哥举行，该协会的本届年会将发布 7000 余项前沿研究摘要，众多创新药企业将展示其最新的科研成果和临床数据，为药物开发和投资决策提供关键线索。（2）特斯拉预计 2025 年在工厂部署数千个 Optimus 机器人，计划 6 月在奥斯汀开始销售完全自动驾驶汽车。（3）OpenAI 推出 GPT-4o 的图像生成功能及其 API（gpt-image-1），实现文本理解和图像生成的无缝整合，功能上线后首周全球超 1.3 亿用户创作超 7 亿张图片。（4）OpenAI 发布 o3 和 o4-mini 模型，o3 是目前最强推理模型，o4-mini 则针对快速、经济高效的推理进行了优化。（5）谷歌推出 A2A 协议，旨在实现 AI 智能体之间的安全通信、信息交换和跨平台协作，该协议由谷歌主导设计并获 50 多家技术企业及服务提供商支持。

国内热门主题：（1）中国药企在 AACR 年会上展现在癌症研究领域多项突出创新成果，在 ADC 领域取得显著进展。（2）可控核聚变：我国自主研发的可控核聚变装置“中国环流三号”取得重大突破，首次实现原子核温度 1.17 亿度和电子温度 1.6 亿度，核心参数均突破一亿度大关。（3）机器人马拉松和首届具身智能机器人运动会：全球首个人形机器人半程马拉松赛于 4 月 19 日在北京亦庄举行，首届具身智能机器人运动会于 4 月 24 日至 26 日在无锡市惠山区举办。（4）电子消费关税战降温+深圳国际移动电子展：美国近期关税政策调整，4 月 11 日 CBP 宣布对 20 项中国高科技产品实施关税豁免，4 月 22 日特朗普表态现行关税过高将下调。第 15 届深圳国际移动电子展将在深圳国际会展中心举办。（5）美国制裁下推动跨境支付系统（CIPS）与周边经济工作发展：央行等四部门联合印发方案推进 CIPS 升级，同月银联国际与越南相关机构合作、敦煌网在美国 AppStore 榜单升至第二位、微信支付与 Stripe 达成合作。（6）美团低空物流全境运营获批+全球低空经济论坛启幕：美团第四代无人机通过中国民航局审查，获全国首张低空物流全境覆盖运营合格证，第二届全球低空经济论坛春季会在北京召开。（7）关

税博弈下的半导体供应链重构与产业变局：中国半导体行业协会明确进口芯片原产地认定标准，要求按晶圆流片工厂所在地申报原产地。美光于4月17日宣布，将对业务部门（BU）进行基于细分市场的全面重组。闻泰科技与立讯精密就消费电子 ODM 业务达成资产重组协议。

国内政策关注：（1）《加快建设农业强国规划（2024—2035 年）》：明确 2027/2035/2050 三阶段目标，部署粮食安全/科技装备/产业升级等七大重点任务。（2）《促进健康消费专项行动方案》：商务部等 12 部门整治保健食品乱象，推动体旅融合/银发经济/智慧医疗等 10 大领域消费扩容。（3）《关于完善价格治理机制的意见》：中办/国办发完善“准许成本+合理收益”定价制度，保持 CPI 年均 1.6% 稳定水平。（4）《关于推广境外旅客购物离境退税“即买即退”服务措施的公告》：全国推广“即买即退”模式，支持信用卡预授权即时退税。（5）《践行新时代北斗精神高质量发展北斗产业》：工信部强调自主可控（国产芯片出货超 5 亿片），2024 年智能手机北斗支持率达 98% 成标配。

风险提示：（1）地缘政治博弈加强市场不确定性；（2）颠覆性技术商业化落地存在不确定性；（3）文中所提及的上市公司仅做统计汇总，不形成投资建议。

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

联系人：郭兰滨

行业与公司

◆ 互联网行业 2025 年 5 月投资策略：美股互联网巨头进入业绩期，股价或率先开启反弹

4 月行情回顾：4 月恒生科技指数单月下跌 7.6%（截至 4 月 27 日，下同）；纳斯达克互联网指数 4 月上涨，单月涨幅为 1.7%。个股方面，互联网公司股价表现不一，港股方面，云音乐、贝壳、京东健康为本月表现前三的股票。美股方面，谷歌、微软、英伟达为本月表现前三的股票。从市盈率看，恒生科技指数估值较上月有所下降，PE-TTM 为 20.90x，处于恒生科技指数成立以来 12.96% 分位点。纳斯达克指数估值较上月小幅下降，PE-TTM 为 36.93x，处于近 10 年 51.82% 分位点。

人工智能动态：1）OpenAI：发布 GPT-4.1 系列及 o4-mini、o3 推理模型；2）谷歌：Next 大会发布多项更新；3）亚马逊：推出 Nova Reel 1.1，发布 Nova Sonic 语音大模型；4）苹果：Apple Intelligence 新增多语言支持；5）微软：Copilot 多端升级，Bing 新增 Copilot Search 功能；6）Meta：推出多模态大模型 Llama 4 系列；7）腾讯：微信上线 AI 助手“元宝”；8）阿里：开源视频生成模型，升级魔搭平台；9）字节跳动：发布豆包 1.5 深度思考模型；10）百度：推出文心大模型 4.5 Turbo 和 X1 Turbo。

互联网行业动态：1）游戏：腾讯举办 SPARK2025 游戏发布会，公布 46 款游戏动态及 AI 技术应用；2）金融科技：3 月支付机构备付金同比上涨 2.72%；3）本地生活：京东外卖百亿补贴上线，单日订单破千万；4）电商：电商平台全面取消“仅退款”。

5 月投资策略：近期受关税事件扰动，美股 Mega 7 公司估值显著回落，港股和美股科技互联网巨头的估值差距进一步收敛。展望未来一个季度，伴随美股巨头步入业绩期，业绩或展示健康的企业需求与前期市场定价的强衰退预期形成明显的反差带来机会，股价或率先开启反弹。4 月 25 日谷歌一季报显示广告需求健康，且公司已在主营业务上看到明显 AI 提效，由此坚定其 750 亿 Capex 年度投资计划。全年维度，我们认为 25 年人工智能产业趋势同样为国内互联网巨头重要股价驱动因素。互联网巨头的业务场景，云计算、广告以及以程序员为主导的成本结构，将显著受益于 AI。因此我们继续推荐国内云计算龙头阿里巴巴，以及具备最佳社交场景和生态、布局 AI Agent 最有优势的腾讯控股。

风险提示：政策风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险等。

证券分析师：张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）、王颖婕（S0980525020001）、张昊晨（S0980525010001）

联系人：刘子谭

◆ 行业周报：汽车行业周报（25 年第 17 周）-上海车展新车密集发布，多部门推动智能辅

自动驾驶规范化

月度产销：根据乘联会统计，3月全国乘用车市场零售194.0万辆，同比增长14.4%，环比增长40.2%；今年1-3月份累计销量512.7万辆，同比增长6.0%。其中3月新能源乘用车批发销量达到112.8万辆，同比增长35.5%，环比增长35.9%；1-3月累计批发284.7万辆，同比增长42.8%。根据乘联会数据，4月狭义乘用车零售预计175.0万辆，新能源预计90.0万辆。

周度数据：根据上险数据，4.14-4.20国内乘用车上牌38.70万辆，同比+9.4%，环比+12.1%；其中新能源乘用车上牌20.43万辆，同比+28.9%，环比+10.9%。4月累计更新(4.7-4.20)：4月国内乘用车累计上牌73.22万辆，同比+10.3%；其中新能源乘用车累计上牌38.85万辆，同比+27.7%。

本周行情：本周(20250421-20250425)CS汽车上涨4.98%，CS乘用车上涨3.77%，CS商用车上涨2.26%，CS汽车零部件上涨6.72%，CS汽车销售与服务上涨3.38%，CS摩托车及其他上涨4.47%，电动车上涨3.53%，智能车上涨3.25%，同期的沪深300指数上涨0.38%，上证综合指数上涨0.56%。CS汽车强于沪深300指数4.6pct，强于上证综合指数4.42pct，年初至今上涨6.99%。

成本跟踪和库存：截至2025年4月20日，浮法平板玻璃、铝锭类、锌锭类价格分别同比去年同期-23.2%/-3.2%/+0.6%，分别环比上月同期+1.4%/-5.2%/-5.5%；3月汽车经销商库存预警指数为54.6%，同比下降3.7个百分点，环比下降2.3个百分点。

市场关注：1)智驾：地平线推出智驾解决方案，Momenta将在2025年试运行Robotaxi，特斯拉将在6月投放robotaxi；2)机器人：BYD入股机器人公司，小鹏机器人亮相上海车展；3)车型：极氪007GT、问界M8等车型上市，日产N7、零跑B01等亮相上海车展；4)其他：多部门规范智能驾驶。

核心观点：中长期维度，关注自主崛起和电动智能趋势下增量零部件机遇。一年期维度，看好强新品周期的华为汽车及车型元年的小米汽车产业链。

投资建议：地缘政治背景下汽车作为内需消费品，刺激政策有望加码，看好乘用车和国产替代零部件，1)整车推荐：新品周期强劲的零跑汽车、小鹏汽车、吉利汽车、宇通客车、赛力斯；2)智能化推荐：科博达、华阳集团、均胜电子、伯特利、保隆科技；3)机器人推荐：拓普集团、三花智控、双环传动；4)国产替代(全球化)推荐：星宇股份、福耀玻璃、继峰股份、新泉股份、地平线机器人-W等。

风险提示：汽车供应链紧张、经济复苏不及预期、销量不及预期风险。

证券分析师：唐旭霞(S0980519080002)、杨钊(S0980523110001)、唐英韬(S0980524080002)、孙树林(S0980524070005)、贾济恺(S0980524090004)

联系人：余珊

◆ 化工行业月报:氟化工行业：2025年4月月度观察-空调整体排产保持增长，制冷剂价格超预期上涨

4月氟化工行情回顾：截至4月末(4月28日)，上证综指收于3288.41点，较3月末(3月31日)下跌1.42%；沪深300指数报3781.62点，较3月末下跌2.72%；申万化工指数报3299.58，较3月末下跌3.23%；氟化工指数报1232.89点，较3月末下跌2.60%。4月氟化工行业指数跑赢申万化工指数0.63pct，跑输沪深300指数0.12pct，跑输上证综指1.18pct。据我们编制的国信化工价格指数，截至2025年4月28日，国信化工氟化工价格指数、国信化工制冷剂价格指数分别报1235.89、1782.03点，分别较3月底+0.59%、+1.67%。进入二季度，受夏季高温天气驱动，制冷剂消费即将进入传动旺季，在低库存背景下交易活跃度逐步提升。内贸价格方面，根据百川盈孚、卓创咨询，本月R22维持报价36000元/吨；R134a维持报价47000元/吨；R125维持报价46000元/吨；R32报价48000元/吨，较上月+1000元/吨；R410a维持报价48000元/吨；R152a报价28000元/吨，较上月+1000元/吨；R142b维持报价30000元/吨；R143a报价46000元/吨，较上月+1500元/吨。制冷剂出口方面，从一季度出口数据来看，制冷剂海外需求持续增长以R32为主。从3月数据来看：R22环比增长165%，R32环比增长150%，R134a环比增长96%，R125/143系列环比持平。3月出口量显著回温，需求提升带动国内外价格趋同。出口价格方面，截止至2025年3月出口均价，R22、R32、R134a等产品外贸价格与内贸价格仍然倒挂：外贸价格低于内贸价格，但R32价差快速收敛。具体来看，2025年3月R32出口均价为39742元/吨，与内贸价

差为 6133 元/吨；R22 出口均价为 21552 元/吨，与内贸价差 12948 元/吨；R134a 出口均价为 41344 元/吨，与内贸价差为 4281 元/吨；R125/R143 系列出口均价为 28571 元/吨，与内贸价差 16179 元/吨。生态环境部发布中国履行《关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书》国家方案（2025-2030 年）。2025 年 4 月 23 日，生态环境部发布《中国履行<关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书>国家方案（2025-2030）》，主要目标包括：HCFCs 受控用途生产量和使用量在基线值 2.91 万吨和 1.89 万吨消耗臭氧潜能值基础上，2025 年分别削减基线值的 67.5% 和 73.2%，2030 年均削减基线值的 97.5%，保留 2.5% 用于满足制冷空调维修等用途的需求；HFCs 受控用途生产量和使用量在基线值 18.53 亿吨和 9.05 亿吨二氧化碳当量（tCO₂）基础上，2029 年均削减基线值的 10%。2025 年国二季度空调整体排产持续同比增长。2025 年上半年空调内销排产数据持续上涨，其中 1-2 月让步出口被动减量，3 月逐步起量，除季节性备货因素影响，两新政策推动也有较大促进。此外由于去年国补在淡季开始全面推出，而今年国补惠及全年，预计将有部分去年未被激发的需求在二季度旺季起被催化。出口方面，根据海关数据显示，1-3 月我国空调累计出口 2222 万台，同比+19.2%，但随着美国对华关税政策的影响，五月出口排产市场趋势开始转向，但由于今年出口节奏提前，加征关税对全年出口影响较小。排产方面，据产业在线家用空调内销排产报告显示，2025 年 5 月排产 1437 万台，同比+15.4%；6 月排产 1361 万台，同比+28.8%；7 月排产 1265 万台，同比+36.7%。出口排产方面，2025 年 5 月出口排产 893 万台，同比-1.6%；6 月出口排产 737 万台，同比-12.0%；7 月排产 577 万台，同比-16.7%。5 月整体排产同比+9.9%，6 月整体排产同比+14.1%，7 月整体排产同比+14.3%。本月氟化工要闻：巨化股份：发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现归母净利润 19.6 亿元，同比增长 107.7%；三美股份：发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现归母净利润 7.79 亿元，同比增长 178.4%；永和股份：发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年公司实现归母净利润 2.51 亿元，同比增长 36.8%；东岳集团发布 2024 年年报，公司全年实现归母净利润 8.11 亿元，同比增长 14.6%。投资建议：2025 年二代制冷剂履约加速削减，三代制冷剂配额制度延续，R22、R32 等品种行业集中度高；需求端受国补政策刺激、欧美补库、东南亚等新兴区域需求增长等因素影响，海内外空调生产、排产大幅提升。二代制冷剂 R22 等品种在供给快速收缩、空调维修市场的支撑下，预计 2025 年将出现供需缺口；三代制冷剂 R32 供给虽同比小幅提升，但 2024 年库存消耗殆尽，需求端也呈现快速增长，预计 2025 年将保持供需紧平衡。我们认为，制冷剂配额约束收紧为长期趋势方向，在此背景下，我们看好 R22、R32 等二代、三代制冷剂景气度将延续，价格长期仍有较大上行空间；对应二代、三代制冷剂配额龙头企业有望保持长期高盈利水平。建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、制冷剂配额领先以及工艺技术先进的氟化工龙头企业及上游资源龙头。相关标的：巨化股份、东岳集团、三美股份等公司。风险提示：氟化工产品需求不及预期；政策风险（氟制冷剂环保政策趋严、升级换代进程加快、配额发放政策变更等）；全球贸易摩擦及出口受阻；地产周期景气度低迷；各公司项目投产进度不及预期；原材料价格上涨；化工安全生产风险等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 交通运输行业 5 月投资策略：“五一”民航旅客运输量预计同比增长 8%，关注 OPEC 产量对油价价格影响

航运：本周油运运价较为平稳，但是 VLCC 运价开始上涨，主要原因在于 OPEC+ 成员国代表提议，推动 6 月加快原油产量恢复速度，这是连续第二个月被提出这一议题，提振了船东的信心，叠加 5 月中旬货盘在复活节后集中入场，带动了下半周原油运价明显提升，本周中东-宁波的运价约为 4.5 万美元/天，环比提升约 20%。考虑到 2025 年新交付运力占存量运力比仅 0.5%，我们认为需求侧的边际变化有望对运价形成乘数效应推动，我们维持 2025 年行业运价中枢抬升的观点，继续推荐中远海能、招商轮船，关注招商南油。集运方面，随着美线长协的落地，CCFI 指数和 SCFI 指数连续背离，船东盈利能力有所修复，但是考虑到当前的贸易形势风险，以及大部分欧线仍在采用好望角航线，且仍有较多运力会在年内交付，我们预计年内集运企业的盈利能力仍将承压。

航空：本周整体和国内客运航班量环比有所提升，整体/国内客运航班量环比分别为+1.3%/+1.5%，整体/国内客运航班量分别相当于 2019 年同期的 106.4%/111.5%，国际客运航班量环比提升 0.4%，相当于 2019 年同期的 84.3%，近期国际油价显著低于去年同期水平。根据民航局数据，一季度全行业累计完成旅客运输量 1.9 亿人次，同比增长 4.9%，预测今年“五一”假期我国民航旅客运输量约为 1075 万人次，日

均 215 万，同比 2024 年增长 8%，根据航班管家数据，截止 4 月 24 日，五一期间机票预售价格同比仍然小幅下滑。展望 2025 年，在中美关税政策影响背景下，刺激内需政策的持续推出值得期待，我国民航客运市场的供需格局将继续优化，叠加局方在全国民航工作会议上提出“规范重点时段和特殊情况航空运输价格行为，加强价格收费监管，维护航空运输市场价格秩序”的指导，我们认为 2025 年航空国内扣油票价有望实现企稳回升。投资建议方面，未来民航供需缺口将持续缩小，航司盈利能力将持续修复，考虑到航空板块基本面的向下风险可控以及股价的向下空间有限，继续推荐中国国航、东方航空、南方航空以及春秋航空。

快递：近期，申通快递、韵达股份和德邦股份公布了一季报业绩，其中，申通快递业绩表现最为亮眼，虽然公司也受到行业价格竞争加剧的扰动，但是公司单票扣非净利同比仍然实现了持平，且归母净利润同比实现 24% 的快速增长，主要因为一是抖音、拼多多等低价平台的快递需求与公司供给服务较为匹配，二是近三年公司件量、利润和服务形成正循环，全链条的单票成本费用的优化空间仍然较大；韵达由于受到价格竞争以及短期经营性事件的负面影响，单票扣非净利同比下降 0.03 元，归母净利润同比下降 22%；德邦股份由于一季度归母净利润亏损 6800 万元，业绩同比大幅下降，一是因为今年春节提前导致旺季时间较短且节后复工节奏较慢，二是因为公司为了提升服务体验投入了较多资源，三是因为高公斤段产品增长过快，公司在资源和货量匹配上出现了失衡。投资建议方面，1) 顺丰控股的产能扩张周期已过，经营及管理尚有优化空间，未来两年公司业绩有望维持 15-20% 的较快增长，2025 年 PE 估值约 18 倍，投资性价比显著，维持推荐。2) 今年加盟快递的价格竞争可能存在反复，但行业长期竞争格局向好趋势不改，建议紧密跟踪行业价格变化，把握阶段性投资机会，推荐中通快递、圆通速递和申通快递，重点关注韵达股份。

投资建议：中美关税扰动背景下，建议关注内需和高股息板块，看好经营稳健、风险可控且有望带来稳定收益的价值龙头。推荐顺丰控股、中通快递、春秋航空、中国国航、中远海能、招商轮船、圆通速递、申通快递、嘉友国际、德邦股份、招商南油、韵达股份、京沪高铁。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

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

◆ 宁波银行(002142.SZ) 财报点评:不良生成率拐点向下

营收利润增速略有回落。公司 2025 年一季度实现营业收入 185 亿元，同比增长 5.6%，增速较去年年报回落 2.6 个百分点。一季度归母净利润 74 亿元，同比增长 5.8%，增速较去年年报回落 0.4 个百分点。一季度年化加权 ROE14.2%，同比下降 1.3 个百分点。

资产增长较快，对公贷款投放增加。2024 年一季末总资产同比增长 17.6% 至 3.40 万亿元，维持较高水平。其中存款同比增长 20.2% 至 2.22 万亿元，贷款同比增长 20.4% 至 1.64 万亿元。一季度贷款新增 1641 亿元，较去年同期的 1094 亿元明显多增，预计将支撑全年信贷和资产增速维持在较高水平。从结构来看，一季度新增贷款几乎都来自对公贷款，零售贷款总额较年初略微减少。一季末核心一级资本充足率 9.32%，较年初小幅降低 0.52 个百分点。

净息差环比小幅下降。公司披露的一季度日均净息差 1.80%，同比降低 10bps；环比来看，一季度净息差较去年四季度降低 9bps，估计主要是贷款利率下降快于负债成本导致。

手续费净收入企稳，其他非息收入下降。公司一季度手续费净收入同比下降 1.3%，随着基数下降，手续费净收入企稳。一季度其他非息收入同比下降 7.2%，在一季度利率上升的情况下降幅不算大。一季度 FVOCI 公允价值变动减少 57 亿元，目前尚有约 80 亿元浮盈。

不良生成率回落，拨备计提压力减轻。测算的一季度年化不良生成率同比下降 0.13 个百分点至 1.15%，预计随着零售不良风险出清，资产质量压力后续将有所减轻。公司一季末不良率稳定在 0.76%，关注率比年初小幅下降 0.03 个百分点至 1.00%。公司一季度末拨备覆盖率 371%，较年初下降 18 个百分点。拨备计提方面，公司一季度“贷款损失准备计提/不良生成”为 111%，随着不良生成率回落，拨备计提压力减轻。

投资建议：我们保持盈利预测不变，预计公司 2025-2027 年归母净利润 292/316/341 亿元，同比增速 7.6%/8.4%/7.8%；摊薄 EPS 为 4.27/4.64/5.01 元；当前股价对应的 PE 为 5.9/5.4/5.0x，PB 为

0.71/0.65/0.59x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

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

◆ 杭州银行(600926.SH) 财报点评:净利息收入增速稳健，资产质量优异

公司降低拨备维持业绩高增，拨备覆盖率依然处在同业前列。公司此前已披露业绩快报，2025年一季度实现营收99.78亿元，同比增长2.22%，较2024年增速下降了7.4个百分点；实现归母净利润60.21亿元，同比增长17.3%，较2024年增速下降了0.8个百分点。营收增速承压下，公司资产减值损失同比下降了56.9%，期末拨备覆盖率降至530%，较年初下降了11.4个百分点，处在同业前列，风险抵补能力充足。

营收增速放缓主要受其他非息收入下降拖累，净利息收入增速稳健。2025年一季度利息净收入同比增长6.8%，手续费净收入同比增长22.2%，其他非息收入同比下降18%；其中，公允价值变动净亏损22亿元，去年同期实现收益5亿元，是拖累营收增速放缓的主要因素。

信贷延续高增，关注资本补充节奏。公司一季度净利息收入增速较2024年增速提升了约2.5个百分点，预计主要来自于规模扩张提速，净息差延续收窄趋势，但降幅有限，去年下半年已经有逐步企稳迹象。期末总资产2.22万亿元，贷款总额1.00万亿元，存款总额为1.35万亿元，较年初分别增长5.2%、6.2%和6.0%。其中，对公贷款（不含贴现）较年初增长了11.7%，大零售贷款较年初下降了1.3%，期末零售贷款占贷款总额的30.3%。其中，大零售板块中，小微金融条线信贷和零售金融条线信贷分别占约50%，零售金融条线中按揭占到了约73%。期末公司核心一级资本充足率9.01%，关注后续资本补充节奏。

资产质量优异。期末不良率0.76%，与年初持平；关注类0.54%，较年初下降了约1bp；逾期率0.69%，逾期90+贷款率为0.46%，较年初分别提升了14bps和4bps，虽然有所提升但仍处在低位。经济复苏缓慢，零售信贷不良暴露是行业共性，公司零售金融条线贷款期末不良率仅0.37%，资产质量优质。后续重点关注小微金融条线贷款资产质量走向，2024年公司核销规模大幅提升至55亿元，持续坐实资产质量，预计不良压力已经有所缓解。

投资建议：公司治理机制和区域经济优势明显，规模持续高增，且资产质量优异，预计业绩继续维持高增，在行业业绩承压的大环境下，高成长稀缺性溢价有望提升。我们维持净利润预测不变，2025-2027年实现净利润204/244/286亿元，对应同比增速20.3%/19.6%/17.0%。当前股价对应2025-2027年PB值为0.75x/0.65x/0.56x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师： 田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）

◆ 苏州银行(002966.SZ) 财报点评:拨备覆盖率高位，净息差降幅收窄

业绩维持较好增长。此前已披露2024年业绩快报。2024年和2025年一季度实现营业收入分别为122.2亿元和32.5亿元，同比分别增长3.0%和0.8%。实现归母净利润分别为50.7亿元和15.5亿元，同比分别增长10.2%和6.8%。

2024年营收增速提升和2025年一季度营收增速放缓主要都是受其他非息收入影响。2024年非息收入同比增长27.6%，是带动营收增速提升的主要原因。2025年一季度非息收入增速降至3.3%，主要是公允价值变动净亏损了2亿元，不过公司实现投资收益约7亿元，预计公司处置了部分OCI账户和AC账户金融资产，其他非息收入合计同比下降了8%，2024年则同比增长了52%。

2025年一季度净息差同比降幅明显收窄，规模延续较好扩张态势。2024年净利息收入同比下降6.8%，2025年一季度同比下降0.6%，主要是净息差同比降幅大幅收窄。公司披露的2024年和2025年一季度日均净息差分别为1.38%和1.34%，同比分别降低30bps和18bps。规模上，2024年公司总资产、贷款总额和存款总额较年初分别增长了15.3%、14.8%和13.6%。2025年3月末，公司资产总额0.73万亿元，贷款总额0.35万亿元，存款总额0.47万亿元，较年初分别增长了4.8%、5.0%和10.7%。其中，对公贷款增长了11.6%，零售贷款增长了1.6%，相较于2024年零售贷款压降了5.7%，公司零售信贷已呈现小

幅改善态势，期末零售贷款占贷款总额的 26.7%。

资产质量较为优异，拨备覆盖率处于高位。公司 2025 年 3 月末不良率 0.83%，较年初持平；关注率 0.88%，较年初下降 16bps；2024 年末逾期率 1.04%，较 6 月末提升了 11bps，整体仍处在较低水平。加回核销处置后的 2024 年不良生成率 0.60%，同比上升 28bps，边际生成压力增加，不过仍低于行业整体水平，资产质量较为优异。拨备方面，2024 年和 2025 年一季度资产减值损失同比分别下降了 31.6%和 0.5%，主要是债权投资的减值损失减少，贷款减值损失同比仍有所增长。由于 2024 年和 2025 年一季度公司分别核销处置了约 14.6 亿元和 4.5 亿元，2024 年末拨备覆盖率较年初下降了 39 个百分点至 484%，2025 年 3 月末进一步降至 447%。公司风险抵补能力强，且公司持续大规模核销处置做实资产质量，不良压力也在逐步缓解。

投资建议：公司区位优势明显，资产质量较为优质，净息差有逐步企稳态势。我们维持盈利预测基本不变，预计公司 2025-2027 年归母净利润 54/60/66 亿元，同比增速 6.9%/10.0%/10.7%，当前股价对应 PB 为 0.76x/0.70x/0.64x，对应股息率为 4.93%，分红率逐年提升，上调至“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）

◆ 江苏银行(600919.SH) 财报点评:净息差亮眼，规模维持高增

盈利能力仍维持在高位。2025 年一季度实现营收 223.0 亿元，同比增长 6.21%，归母净利润 97.8 亿元，同比增长 8.16%，较 2024 年增速分别下降了 2.56 个和 2.60 个百分点。年化加权平均 ROE 为 16.5%，同比上升 1.12 个百分点，盈利能力仍处于同业前列。

其他非息收入下降拖累营收，净利息收入实现高增。2025 年一季度净利息收入同比增长 21.9%，非息收入同比下降 22.7%，主要受其他公允价值变动出现净亏损拖累。其中，一季度手续费及佣金净收入同比增长 21.8%，其他非息收入同比下降了 33%，主要是债市波动导致公允价值变动净亏损了 16.46 亿元，去年同期则实现净收益约 18.36 亿元。另外，其他综合收益也由年初的 92.8 亿元降至期末的 63.8 亿元，债市波动对 OCI 等账户冲击较大。

规模高增，净息差表现亮眼。期末资产总额 4.46 万亿元，贷款余额 2.26 万亿元（不含应计利息），存款余额 2.46 万亿元，较年初分别增长了 12.8%、8.0%和 13.8%。其中，零售和对公贷款较年初分别增长了 2.5%和 13.5%，对公依然是投放主要领域，静待零售信贷需求复苏。

公司一季度净利息收入同比增长 21.9%，生息资产同比增长 24.3%，因此预计净息差同比仅微降，较 2024 年四季度单季净息差已经有所上行，这主要受益于公司存款成本的大幅下降。同时，在一季度行业净息差承压的大背景下，公司净息差表现亮眼，也彰显了公司客群基础优势。

资产质量稳健优质，拨备计提充足。期末不良率 0.86%，较年初下降了 3bps；期末关注率 1.33%，较年初下降了 7bps，逾期率 1.11%，较年初下降了 1bp，资产质量稳健优质。拨备计提方面，一季度资产减值损失同比增长了 28.2%，2024 年增速为 10.9%，公司进一步加大计提力度。期末拨备覆盖率为 344%，较年初下降了 6.6 个百分点，依然处在高位。

投资建议：我们维持 2025-2027 年归母净利润 354/402/455 亿元的预测，对应的同比增速为 11.2%/13.5%/13.2%。当前股价对应 2025-2027 年 PB 值 0.72x/0.64x/0.58x。公司区域经济优势明显，资产质量优质，净息差表现亮眼，当前股价对应的股息率为 5.14%，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师：田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）

◆ 光迅科技(002281.SZ) 财报点评:2025 年 Q1 归母净利润同比增长 95%，持续受益国产算力发展

光迅科技 2024 年营业总收入达到 82.72 亿元，同比增长 36.49%；归母净利润 6.61 亿元，同比增长 6.82%，扣非净利润 6.30 亿元，同比增长 11.56%。公司同时发布 2025 年一季度财报，一季度收入 22.22 亿元，

同比增长 72.14%；归母净利润 1.50 亿元，同比增长 95.02%。

受益全球 AI 算力投资加强，公司数据通信类产品快速增长。2024 年公司数据与接入产品以及传输产品收入分别为 51 亿元和 31 亿元，同比分别变化+91.5%/-7.2%，受益 AI 发展，公司高速光模块（400G 及以上）出货逐步增加。根据 Omdia 数据，截止 2024 年 Q3，公司数通光器件产品全球排名提升至第五，市场份额为 4.7%。分区域看，公司国内和国外收入占比分别为 71.7%/28.3%，同比分别提升 49.1%/12.4%。

毛利率同比基本持平，费用管控良好。2024 年公司产品结构性变化，数据与接入产品以及传输产品毛利率同比分别变化+4.84pct/-0.77pct，综合毛利率同比基本持平。公司投入持续加大，但整体费用管控良好，2024 年销售/管理/研发费用同比分别增长 54.3%/36.7%/27.4%，销售/管理/研发率同比分别变化+0.25pct/+0.01pct/-0.61pct。

公司打造光通信一站式的提供能力，持续受益 AI 算力发展。（1）芯片领域：公司有多种类型激光器芯片（FP、DFB、EML、VCSEL 等）、探测器芯片（PD、APD）以及 SiP 芯片平台，目前公司 25G 以下速率光芯片自给率较高，并积极研发 100G 以上产品。基于自有芯片，公司实现从芯片到子系统的产业垂直整合。作为央企所属公司，也有望充分发挥垂直优势，受益国产算力发展。（2）产品集成领域：形成了半导体材料生长、半导体工艺与平面光波导、光学设计与封装、高频仿真与设计、热分析与机械设计、软件控制与子系统开发六大核心工艺技术平台，具备从芯片到器件、模块、子系统的垂直整合能力。（3）规模制造领域：公司持续提升海外制造及高端数通产品交付能力，2024 年完成了海外制造基地及武汉东湖综合保税区高端光电子器件产业基地的产能建设。

风险提示：AI 发展不及预期、技术创新发展不及预期、行业竞争加剧。

投资建议：维持 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.1/12.0/13.8 亿元，当前股价对应 PE 分别为 37/28/24X，维持“优于大市”评级。

证券分析师：袁文翀（S0980523110003）

◆ 光环新网(300383.SZ) 财报点评:数据中心资源丰富;积极拓展智算领域,有望受益 AI 发展

公司是国内领先的云计算服务和算力基础设施供应商。光环新网成立于 1999 年，业务涵盖数据中心、云计算、互联网接入及算力服务等领域。2024 年营收 72.8 亿元，同比下降 7.3%；归母净利润 3.81 亿元，同比下降 1.8%；2025Q1 公司营收 18.3 亿元，同比下降 7.4%，环比增长 26%。2025Q1 归母净利润 0.69 亿元，同比下降 58%，环比增长 245%。营收结构来看，公司主营 IDC 服务与云计算两大业务。公司与 AWS 合作运营北京区域业务，使得云计算成为其第一大业务，2024 年营收 51 亿元，占收比 70%。IDC 服务为第二大业务，营收从 2020 年 16.7 亿元增长至 2024 年 20.9 亿元，占收比 28.7%。

需求侧看：AIDC 需求高增，公司有望受益。近年来，阿里巴巴、腾讯、百度等国内头部云厂商通过提高资本开支加强 AI 算力建设来满足大模型及推理需求。近两年 AI 大模型发展驱动全球 IDC 市场进入高速发展状态，据 Fortune Business Insight 数据，全球数据中心市场规模将从 2024 年的 2427.2 亿美元增长至 2032 年的 5848.6 亿美元，期间 CAGR 达 11.6%。其中 AIDC 市场规模预计将从 2024 年的 151.3 亿美元增长至 2032 年的 940.3 亿美元，期间 CAGR 25.7%。公司 IDC 服务以零售型为主，客户以中小型为主，商业模式灵活，有望受益于行业景气增长。

供给侧看：公司 IDC 区域资源优势明显，储备项目丰富。（1）公司立足京津冀及长三角，推动华中、西北及海外项目建设，公司当前已布局 12 个数据中心，其中京津冀地区 8 个，长三角地区 2 个，华中地区及新疆地区各 1 个。截至 2025Q1，公司在运营机柜规模超 5.9 万个，其中约 5 万架位于京津冀和长三角区域。公司积极有序增加运营机柜规模，长沙项目（1.6 万个机柜）、上海嘉定 2 期项目（0.5 万个机柜）和天津宝坻 1、2 期项目（1.5 万个机柜）的部分机柜有望在年内投运。（2）公司积极拓展智算业务，截至 2025 年 2 月，公司算力业务规模已超过 3000P，同时公司将在海南和马来西亚地区进一步拓展智算中心业务，提升资源优势，在当前高性能算力供不应求的市场中，有望为公司提供新的增长动力。（3）今年 4 月公司公告拟投资 35.37 亿元建设天津宝坻 3 期项目（3.18 万个机柜），公司运营机柜规模扩大有利于实现规模效应，改善公司盈利能力。

风险提示：AI 发展不及预期、数据中心投入不及预期、行业竞争加剧。

投资建议：预计公司 2025-2027 年收入分别为 74.23/78.55/84.07 亿元，归母净利润分别为 3.94/4.43/5.16 亿元，当前股价对应 PE 分别为 60/54/46X，对应 EV/EBITDA 分别为 20.2/17.7/15.9X，首次覆盖，推荐关注。

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

◆ 天孚通信(300394.SZ) 财报点评:光器件持续受益 AI 发展，高速光引擎有望迎来放量

天孚通信 2024 年实现营收 32.52 亿元，同比增长 67.74%；归母净利润 13.44 亿元，同比增长 84.07%；扣非净利润 13.14 亿元，同比增长 82.56%。公司 2025 年一季度营业收入 9.45 亿元，同比增长 29.11%；归母净利润 3.38 亿元，同比增长 21.07%。

公司聚焦光器件方案领域，受益 AI 发展，高速光有源产品和无源产品均快速增长。2024 年公司主要两类产品光无源器件和光有源器件产品占收比分别为 48.47%/50.91%，同比分别增长 33.21%/121.91%。有源光器件产品快速增长主要受益于公司高速光引擎等有源器件产品逐步放量，早在 2022 年公司募资积极创新研制高速光引擎产品，目前正受益在 AI 发展下的数通光模块等领域。公司一直深耕光无源器件，不断研发创新，在光无源器件领域积累了具有高精度、高可靠性、高一致性、数据离散性好等特性的产品。

无源产品毛利率持续优化，有源产品占比提升或影响综合毛利率。公司 2024 年综合毛利率同比提升 3.02pct 至 57.29%。其中光无源器件和光有源器件毛利率分别为 68.41%/46.69%，同比分别提升 8.16pct/1.92pct。光无源器件为公司提供了较高毛利贡献，而随着有源产品（如光引擎等）出货量占比逐步提高，公司综合毛利率或出现小幅波动；2025 年 Q1，公司毛利率为 53.05%，同比下降 2.46pct。成本费用管控较好，并有规模效应体现，2024 年公司销售/管理/研发费用率同比分别减少 0.23pct/0.2pct/0.25pct，销售/管理/研发费用率同比分别增长 26.3%/59.8%/62.11%。

公司重视研发创新，光器件产品持续受益新一轮光通信技术迭代。公司通过自研和并购，在精密陶瓷、工程塑料、复合金属、光学玻璃等基础材料领域积累沉淀了多项全球领先的核心工艺技术。同时，公司积极布局硅光、CPO 等前沿领域核心技术，开发全球优质客户。公司年报披露，最新研发项目已经布局在 CPO 领域应用的 FAU、ELS、1.6T OSFP 光模块中的光引擎（200G 的 EML 发射器）。同时公司积极做好全球业务布局，目前公司泰国的二期厂房预计在本 4 月底完成交付，有望持续进行扩产。

风险提示：AI 发展不及预期、技术创新发展不及预期、行业竞争加剧。

投资建议：1.6T 光模块相关器件今年出货稍有延后，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.5/25.2/29.6 亿元（前次预测 2025-2026 年归母净利润分别为 21.6/26.8 亿元），当前股价对应 PE 分别为 20/15/13X，维持“优于大市”评级。

证券分析师：袁文翀（S0980523110003）

◆ 菜百股份(605599.SH) 财报点评:一季度归母净利润增长 17%，首饰金持续产品创新

一季度业绩增长，归母净利润增速 17.32%。公司 2025 年一季度收入 82.22 亿元，同比+30.18%，归母净利润 3.2 亿元，同比+17.32%，扣非归母净利润 2.77 亿元，同比+9.99%。其中非经常性收益主要系黄金 T+D 业务公允价值变动及处置金融资产和负债产生的损益合计 0.56 亿元。整体上，公司一季度在投资金业务快速增长，首饰金业务持续产品创新下，取得较好增长表现。

贵金属投资产品业务增长较好，门店稳步扩张。公司同时公告了 2024 年年报数据，其中贵金属投资产品业务收入 129 亿元，同比增长 45.28%，受益于金价上涨及居民对于保值增值的需求偏好。2025 年一季度看，该业务仍延续较好的增长趋势，推动公司收入增长。2024 年黄金饰品业务收入 54.73 亿元，同比-11.14%，受制于高金价抑制饰品需求等。门店拓展看，公司 2025 年一季度新开店 4 家，期末门店总数达到 102 家。

费用率持续优化，现金流状况较好。公司 2025 年一季度毛利率 8.34%，同比-1.67pct，主要系低毛利贵金属投资产品占比提升影响。销售费用率/管理费用率分别为 2.03%/0.42%，分别同比

-0.22pct/-0.14pct，费用率优化。一季度存货周转天数 43.64 天，较去年一季度 49.99 天实现进一步效率提升。一季度实现经营性现金流净额 15.39 亿元，同比+131.63%，受益销售增长及春节备货周期错位，部分备货前值到 2024 年底。

风险提示：金价大幅波动；门店拓展不及预期；电商销售不及预期。

投资建议：金价上行预期下拉动投资性需求，公司贵金属投资品类有望持续受益，同时全直营体系以及灵活套保策略，为未来的业绩提升带来更为明显的弹性。黄金饰品业务方面持续产品创新、IP 联名开发等方式带动需求增长，以及渠道端稳步推进异地扩张和线上增量。

考虑金价对公司贵金属投资产品的进一步潜在刺激带动收入增长，以及饰品业务二季度开始有望迎来产品创新下的低基数复苏机遇，我们略上调公司 2025-2026 年归母净利润至 7.91/8.82 亿元（前值分别为 7.49/8.42 亿元），新增 2027 年预测为 9.89 亿元，对应 PE 分别为 12.1/10.8/9.7 亿元，维持“优于大市”评级。

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

◆ 朗姿股份(002612.SZ) 财报点评:一季度归母净利润增长稳健，医美业务稳步推进

一季度归母净利润增长稳健。公司 2025 年一季度实现营收 13.99 亿元，同步比-7.77%，归母净利润 0.95 亿元，同比+5.12%，扣非归母净利润 0.73 亿元，同比-6.89%，非经常性损益主要系减持若羽臣股票带来的收益等。公司主营医美及女装业务，收入端受可选消费景气度等因素影响有所承压，但在医美业务自有注射类产品开发以及积极成本管控下，成本费用有所优化。

2024 年公司医疗美容业务板块营收占比达到 48.92%，通过积极的内生成长及外延拓展，截止 2024 年底已拥有 41 家医疗美容机构，其中：综合性医院 12 家；门诊部、诊所 29 家。主要分布在成都、西安、昆明、重庆、深圳、武汉、北京、长沙和郑州等地区，目前在运营的有“米兰柏羽”、“韩辰医美”、“晶肤医美”等国内医美品牌。

毛利率提升，销售费用率优化。公司 2025 年一季度毛利率 59.72%，同比+0.17pct，主要受益于成本管控及终端品牌力提升。销售费用率 39.63%，同比-0.42pct，管理费用率 8.14%，同比稳定，研发费用率 1.87%，同比-0.1pct，整体费用率有所优化。现金流方面，公司一季度实现经营性现金流净额 1.74 亿元，同比-23.43%，受收入下滑等因素影响。

风险提示：医美业务发展不及预期；医美基金管理不善；终端消费不及预期。

投资建议：中长期维度看，医美行业整体消费渗透率仍有较大提升空间，随着优质产品供给增加及合规市场完善，行业仍有望重回增长趋势。公司作为连锁医美机构龙头，积极推进外延并购助力构建全国医美生态版图，有助于提升整体规模及品牌影响力。时尚女装/婴童业务近年来积极创新产品、完善新零售渠道，有望随着行业复苏取得稳步增长。出于对终端可选消费的谨慎考虑，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润至 2.92/3.27 亿元（前值分别为 3.81/4.5 亿元），新增 2027 年预测为 3.7 亿元，对应 PE 分别为 34.1/30.5/26.9 倍，维持“优于大市”评级。

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

◆ 宝钢股份(600019.SH) 财报点评:盈利能力稳健，产品结构持续升级

2024 年公司归母净利润同比下降 38%。2024 年实现营收 3221 亿元（同比-6.5%），归母净利润 73.6 亿元（-38.4%），扣非归母净利润 68.4 亿元（-34.6%），经营性净现金流 277.4 亿元（+9.6%）。2025Q1 归母净利润 24.3 亿元（同比+26.4%，环比 64.5%），扣非归母净利润 24.0 亿元（同比+52.2%，环比+77.3%）。

高比例分红。公司公布了 2024 年下半年利润分配预案，预计分红总额 21.5 亿元，加上中期已分配的现金红利，以及采用集中竞价方式已实施的股份回购金额 7.9 亿元，现金分红和回购金额合计 53.1 亿元，占 2024 年度归属于上市公司股东净利润 72.1%。在公司现有股利分配政策的基础上，公司拟 2024-2026 年分配预案中，现金股利不低于每股 0.2 元人民币。

行业承压，公司经营稳健。2024 年公司钢材销量 5160 万吨，与 2023 年基本持平。其中冷轧卷和厚板销

量同比增加，热轧卷、钢管、长材销量同比下降。毛利润方面，冷轧卷和热轧卷是公司盈利主要来源，其中冷轧卷毛利润占钢材总毛利 67%，热轧卷占 26%；单位毛利方面，冷轧卷单吨毛利润 275 元，同比减少 161 元，热轧卷单吨毛利润 109 元，同比增加 48 元；长材单吨毛利润-87 元，同比减亏 101 元。

2025 年生产经营规划。2025 年公司计划产铁 4879 万吨、产钢 5261 万吨、销售商品坯材 5224 万吨，营业总收入 3120 亿元、营业成本 2909 亿元。2025 年公司预算安排固定资产投资 239 亿元，主要用于宝山基地无取向硅钢产品结构优化、超高等级取向硅钢绿色制造示范项目、青山基地硅钢规划系列项目、东山基地零碳薄钢板工厂建设、梅山基地打造第一热轧建设等。

风险提示：钢材需求下滑，市场竞争加剧，原辅料价格抬升。

投资建议：维持“优于大市”评级

预计 2025-2027 年收入 3289/3308/3328 亿元，同比增速 2.1%/0.6%/0.6%，归母净利润 97.5/109.8/122.2 亿元，同比增速 32.4%/12.6%/11.3%；摊薄 EPS 分别为 0.44/0.50/0.56 元，当前股价对应 PE 分别为 15.6/13.9/12.5x。公司是行业龙头，长期引领行业发展，在行业整体承压的背景下，公司经营稳健并持续升级产品结构，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、焦方冉（S0980522080003）

◆ 风华高科(000636.SZ) 财报点评:新兴市场持续突破，降本增效成果显著

全面推进降本增效，公司 2024 扣非归母净利润同比增长 130%。2024 年公司实现营业收入 49.39 亿元 (YoY +17.00%)；归母净利润 3.37 亿元 (YoY +94.47%)，扣非归母净利润 3.47 亿元 (YoY +130.43%)。1Q25 公司实现营收 12.74 亿元 (YoY +20.41%，QoQ -6.80%)；归母净利润 0.65 亿元 (YoY -11.44%，QoQ -10.15%)。2024 年公司业绩实现大幅增长，行业整体稼动率回升，公司产、销量分别同比增长 29.02%、28.20%，创历史新高，同时公司全面推进极致降本、数字化变革等专项工作，管控效率提升，运营成本下降。

下游景气恢复，新兴市场持续突破。2024 年，下游终端市场景气度持续恢复，通讯、家电等应用板块需求回暖，公司瞄准重点行业持续发力，汽车电子板块销售额同比增长 66%，通讯板块同比增长 24%，工控板块同比增长 16%，新品类超级电容器营业收入同比增长 63%。

持续强化研发，突破多项高端产品。关键技术公司持续强化面向市场的研发，高效创新，围绕高可靠、高容量、高温、高电压、高精度、高频率六大方向，实施从材料到工艺到产品“三位一体”系统攻关，突破新兴领域应用难点。2024 年，公司开发出了高端 MLCC 用高温高耐压瓷粉，大幅提升中高容系列 MLCC 的耐压和可靠性；攻克低阻值厚膜电阻用贱金属电极浆关键技术难题，实现贱金属电极浆的国产化替代；自研辊印浆料、叠层电感内电极浆料、零欧姆电阻电极浆料实现量产，有效降低原材料成本等。

新董事长到任，降本增效持续优化。2024 年 2 月，公司董事会选举李程先生担任公司第九届董事会董事长。李程先生曾任国星光电总裁，在电子制造领域拥有深厚的经验积累，为风华带来低成本战略及精益文化建设，全面、全员、全过程采用极致降本的思维和方法论。通过强化采购成本管理、关键材料自产化等降低材料成本；深入开展精益诊断，全面消除冗余浪费，深度挖掘改善潜力；强化费用管理，从严从紧控制各项非生产性费用，全方位极致拓展降本增效空间。

投资建议：微调盈利预测，维持“优于大市”评级。

随着年报发布，我们微调盈利预测，预计 25-27 年公司归母净利润同比增长 48.9%/22.7%/19.6%至 5.0/6.2/7.4 亿元（25-26 年原值为 5.8/7.4 亿元），当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 30/25/21 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；公司降本增效不及预期；公司扩产不及预期。

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

联系人： 连欣然

◆ 思瑞浦(688536.SH) 财报点评:2024 年汽车收入占比约 17%，一季度利润扭亏为盈

一季度收入同比增长 111%，归母净利润扭亏为盈。公司 2024 年实现收入 12.20 亿元 (YoY +11.52%)，归母净利润-1.97 亿元 (YoY -468%)，扣非归母净利润-2.81 亿元 (YoY -150%)；在产品结构变动及市场竞争等因素的影响下，毛利率同比下降 3.6pct 至 48.19%；研发费用同比增长 4.1%至 5.77 亿元，研发费率同比下降 3.4pct 至 47%。1Q25 实现营收 4.22 亿元 (YoY +110.88%，QoQ +13.59%)，主要得益于来自泛工业、汽车、泛通信等下游市场的业务增长以及对创芯微的并表；实现归母净利润 1556 万元，扣非归母净利润 174 万元，扭亏为盈，毛利率 46.43% (YoY -1.2pct，QoQ +1.2pct)。

信号链和电源管理芯片收入均保持增长，一季度占比分别为 68%和 32%。分产品线看，2024 年公司信号链芯片收入 9.75 亿元 (YoY +12.19%)，占比 80%，毛利率同比下降 4.17pct 至 50.10%；电源管理芯片收入 2.44 亿元 (YoY +11.89%)，占比 20%，毛利率同比下降 1.76pct 至 40.52%。1Q25 信号链芯片收入同比增长 64.86%至 2.87 亿元，占比 68%；电源管理芯片收入同比增长 416.53%至 1.35 亿元，占比 32%。

车规级芯片 200 余款，2024 年汽车收入占比约 17%。截至 2024 年底，公司车规级芯片 200 余款，应用于智能座舱、智能驾驶、智能互联、车身、底盘、动力等场景。2024 年公司来自汽车的收入约 2.07 亿元，同比增长约 80%，占收入的比例为 16.95%。产品进展方面，多通道电源管理 PMIC、多款 DC/DC 产品和 LDO 系列产品等均获得重要客户定点项目，并批量供货；高边开关和理想二极管 ORing 控制器产品已实现量产并大规模出货；第三代 CAN 收发器家族产品实现全国产供应链，已获得多个项目定点并量产出货，电流检测放大器进一步扩展到 80V 共模耐压等级，满足后续整车 48V 架构升级需求；音频传感器网络 ASN 填补国内音频总线产品空白并获得客户定点。

投资建议：新产品放量顺利，维持“优于大市”评级

由于研发支出较大，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.65/3.10/4.30 亿元（2025-2026 年前值为 1.86/3.40 亿元），对应 2025 年 4 月 28 日股价的 PE 分别为 117/62/45x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品研发不及预期；需求不及预期；竞争加剧的风险。

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

联系人： 连欣然

◆ 扬杰科技(300373.SZ) 财报点评:汽车与海外保持高增，1Q25 归母净利润同比增长 51%

公司一季度归母净利润同比增加 51.22%。公司 24 年公司营收 60.33 亿元 (YoY+11.53%)，归母净利润 10.02 亿元 (YoY+8.5%)，汽车与海外等高毛利业务需求增长推动公司逐季度改善。1Q25 公司单季度实现营收 15.79 亿元 (YoY+18.9%，QoQ-1.9%)，受价格年降及春节因素影响利润环比回落，价格降幅小于去年同期且需求景气度提升，利润同比显著改善，归母净利润 2.73 亿元 (YoY+51.2%，QoQ-18.1%)，受益于高毛利汽车与海外占比提升，毛利率 34.6% (YoY+6.93pct，QoQ-4.14pct) 同比增长。

汽车中低压器件加速替代，消费需求回暖推动营收增长。目前，汽车中低压功率器件国产化率不高，且汽车智能化有望带来中低压 MOS 增量，公司汽车电子业务已进入 10 到 100 阶段即车规准入完成，客户逐步起量，2024 年公司汽车全年营收同比增超 60%，一季度延续该增长趋势同比增超 70%。随着客户陆续起量、料号拓宽，公司车规业务有望持续受益。此外，经济形势向好及国家“两新”政策推动消费电子需求旺盛，1Q25 消费应用同比增超 27%。

海外市场加速复苏，公司毛利率结构持续优化。24 年随海外去库存结束及越南工厂投产订单量持续增加，海外实现收入 13.6 亿元（占比由 1H24 16.66%提升至全年 22.61%），毛利率 45.43%。1Q25 公司海外订单量持续攀升，海外营收同比增长近 40%，延续强劲复苏势头。目前公司在全球设立研发、制造与销售网络，越南工厂顺利投产，海外业务加速推进。由于海外毛利率高于国内毛利率，未来随着海外占比提升，公司毛利率中枢有望逐步提升。

拟收购贝特电子拓宽产品布局，股份回购彰显信心。公司此前公告拟通过发行股份及支付现金的方式购买贝特电子 100%股份。贝特电子产品主要为电子电路系统的过流和过温保护元器件，24 年已实现收入 8.26 亿元 (YoY+31%)，净利润 1.52 亿元 (YoY+44%)。此次收购有望在产品、技术、客户、渠道等方面与公司主业形成协同效应。同时，公司持续推进股份回购计划，拟使用 4000 万元至 8000 万元回购股

份用于股权激励或员工持股计划。

投资建议：我们看好公司国内外双循环的业务模式及中长期 IDM 产品与产能的规模优势；短期考虑高毛利业务即新能源汽车及海外业务增长快于预期，低毛利业务光伏需求仍疲软，上调毛利率预期，预计 25-27 年公司有望实现归母净利润 12.4/14.3/16.9 亿元（前值 25-26 年：12.0/14.2 亿元），对应 25-27 年 PE 分别为 21/18/15 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：海外需求不及预期，消费需求不及预期等。

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

联系人： 连欣然

◆ 南芯科技(688484.SH) 财报点评:2024 年收入增长约 44%，一季度收入创历史新高

2024 年收入同比增长约 44%，1Q25 收入续创季度新高。公司 2024 年实现收入 25.67 亿元（YoY +44.19%），归母净利润 3.07 亿元（YoY +17.43%），扣非归母净利润 3.00 亿元（YoY +19.54%），毛利率下降 2.2pct 至 40.12%，研发费用同比增长 49%至 4.37 亿元，研发费率同比提高 0.6pct 至 17.01%。1Q25 营收 6.85 亿元（YoY +13.9%，QoQ +2.6%），连续九个季度环比增长，续创季度新高，归母净利润 6349 万元（YoY -37%，QoQ +81%），扣非归母净利润 5626 万元（YoY -44%，QoQ +79%），毛利率为 38.16%（YoY -4.4pct，QoQ +0.1pct）。截至 2024 年底，公司研发人员 567 人，相比 2023 年底增加 189 人。

2024 年各产品线收入均实现增长，其中智慧能源电源管理芯片和汽车电子芯片翻倍以上增长。分产品线看，2024 年公司移动设备电源管理芯片收入 18.00 亿元（YoY +30.38%），占比 70%，毛利率下降 0.58pct 至 42.76%；智慧能源电源管理芯片收入 3.47 亿元（YoY +111.10%），占比 14%，毛利率下降 7.66pct 至 23.24%；通用电源管理芯片收入 3.31 亿元（YoY +61.54%），占比 13%，毛利率下降 1.99pct 至 41.97%；汽车电子芯片收入 8551 万元（YoY +179%），占比 3%，毛利率下降 0.08pct 至 45.66%。

积极拓展新兴应用领域，汽车电子市场有望进入收获期。在深耕智能手机等原有竞争优势的同时，公司积极拓展汽车电子和工业应用等领域。在汽车电子领域，公司从车载充电切入汽车头部厂商，打造了涵盖不同功率等级、支持多种公私有协议的全面车载充电产品组合，2024 年推出多款功率高、协议兼容性强的车载充电芯片。同时，公司不断拓展产品品类，目前产品覆盖智能座舱应用领域的升/降压的 DC-DC 芯片、线性电源 LDO、智能负载开关，ADAS 应用场景的电源管理芯片如摄像头、雷达等传感器的电源管理芯片和主控里面的 MCU、SOC 电源管理芯片，车身控制相关的高低边驱动控制芯片、eFuse、马达驱动芯片、带功能安全的电源管理芯片、CAN/LIN 接口芯片等。

投资建议：公司不断拓展产品线和应用领域，维持“优于大市”评级

由于公司在加大研发投入，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润至 3.78/4.85 亿元（前值为 5.01/6.10 亿元），预计 2027 年归母净利润为 5.76 亿元，对应 2025 年 4 月 28 日股价的 PE 分别为 38/30/25x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品研发不及预期；客户验证不及预期；需求不及预期。

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

联系人： 连欣然

◆ 圣邦股份(300661.SZ) 财报点评:四季度收入创季度新高，收购感睿科技完善产业布局

2024 年归母净利润同比增长 78%，四季度收入创季度新高。公司 2024 年收入 33.47 亿元（YoY +28%），归母净利润 5.00 亿元（YoY +78%），扣非归母净利润 4.51 亿元（YoY +113%），毛利率同比提高 1.9pct 至 51.46%，研发费用同比增长 18.14%至 8.71 亿元，研发费率同比下降 2.2pct 至 26.02%，其中 4Q24 收入创季度新高。1Q25 实现收入 7.90 亿元（YoY +8.3%，QoQ -12.5%），归母净利润 5977 万元（YoY +9.9%，QoQ -72%），扣非归母净利润 3396 万元（YoY -33%，QoQ -83%），毛利率 49.07%（YoY -3.4pct，QoQ -0.5pct），研发费率为 31.12%（YoY +2.6pct，QoQ +6.5pct）。

2024 年两大产品线收入均同比增长，毛利率同比提高。分产品线来看，2024 年电源管理产品收入 21.82 亿元 (YoY +25%)，占比 65%，毛利率同比提高 1.7pct 至 47.81%；信号链产品收入 11.65 亿元 (YoY +34%)，占比 35%，毛利率同比提高 1.7pct 至 58.30%。

可销售产品数量 5900 余款，收购感睿科技完善产业布局。2024 年公司新增产品 700 余款，截至 2024 年底，公司有 34 大类 5900 余款可销售产品；研发人员共 1184 人，相比 2023 年底的 1029 人增加 155 人，其中从事集成电路行业 10 年及以上的有 388 人，比 2023 年底的 337 人增加 51 人。除加强研发外，公司也通过对外收购完善产业布局，2025 年 3 月已成为感睿科技实控人，感睿科技专注于磁阻式运动传感器芯片的研发生产，拥有核心团队和自主 AMR 技术，产品应用于多个领域。

圣邦微电子江阴研发生产基地已具备投产条件。根据公司公告，圣邦微电子江阴研发生产基地总投资 3 亿元，总建筑面积超过 4 万平方米，拥有芯片研发、功能性能测试、可靠性试验、质量管理、供应链管理、仓储物流等功能。基地新建特种测试工厂、研发测试实验室、汽车电子检测中心和可靠性实验室。目前该基地已具备投产条件，为公司在汽车电子及各类高端产品领域可持续发展奠定基础，助力深化产业链协同合作。

投资建议：模拟芯片平台企业，维持“优于大市”评级

考虑研发投入继续加大，我们略下调公司 2025-2027 年归母净利润至 6.06/8.38/10.89 亿元（2025-2026 年前值为 6.28/8.92 亿元），对应 2025 年 4 月 28 日股价的 PE 分别为 82/59/46x。我们看好公司作为模拟芯片平台企业的长期成长能力，维持“优于大市”评级。

风险提示：产品研发不及预期，客户导入不及预期，竞争加剧的风险。

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

联系人： 连欣然

◆ 雷赛智能(002979.SZ) 财报点评：智能运控领域领先企业，充分受益人形机器人产业发展

2024 年营业收入同比增长 11.93%，归母净利润同比增长 44.67%。2024 年公司实现营收 15.84 亿元，同比增长 11.93%；归母净利润 2.00 亿元，同比增长 44.67%。单季度看，2024 年第四季度公司实现营收 4.29 亿元，同比增长 18.71%；归母净利润 0.56 亿元，同比增长 21.50%。全年收入增长主要受益于伺服系统及控制技术类产品的快速放量，叠加降本增效措施成效显著。2025 年第一季度实现营收 3.90 亿元，同比增长 2.36%；归母净利润 0.56 亿元，同比增长 2.25%。盈利能力方面，2024 年公司毛利率/净利率为 38.27%/12.65%，同比提升 0.20/2.62 个百分点，高端产品结构优化及供应链成本管控推动毛利改善。2025 年第一季度毛利率/净利率为 38.07%/14.30%，同比持平。费用率方面，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.75%/4.68%/12.30%/0.30%，同比变动-5.94/-3.22/-2.56/-3.90pct，精细化管控下费用率显著优化。

深耕智能制造主航道，控制技术类收入增长迅速。公司深耕智能制造主航道，伺服系统及 PLC 产品在 3C、半导体设备领域市占率稳步提升。2024 年伺服系统类产品收入 7.09 亿元（同比+11.37%），L8 高端伺服及直线伺服在半导体、光伏设备领域实现进口替代；控制技术类收入 2.52 亿元（同比+46.68%），SC/MC 系列 PLC 凭借高性价比快速渗透。步进系统收入 6.06 亿元（同比+3.01%），DM5 五相步进产品在高端市场占比提升。全年新增专利 78 项，13GHz 编码器、微型伺服系统等产品性能对标国际一线。

积极布局移动机器人辅航道，推出通用机器人运动控制系统。公司从 2018 年起持续耕耘机器人行业（AGV/AMR、协作机器人等），并于 2023 年底成功研发出高密度无框力矩电机、伺服驱动器、中空编码器、空心杯电机及配套的微型伺服系统等核心产品。2024 年公司推动通用机器人运动控制系统相关产品进入研发阶段，子公司上海雷赛及灵巧驱控在无框力矩电机和空心杯电机领域进展顺利。2025 年公司规划加快人形机器人关节模组量产，并推出通用机器人运动控制系统，有望进一步打开成长空间。

投资建议：公司是智能运动控制领域领先企业，智能制造主航道发展良好；人形机器人产品拓展至高密度无框力矩电机、灵巧手及关节模组，逐渐成长为人形机器人核心部件及解决方案领航者。我们预计 2025 年-2027 年归属母公司净利润分别为 2.69/3.60/4.69 亿元，对应 PE 52/39/30 倍，一年期合理估值为

52.62-61.27 元（对应 2025 年 PE 60-70x），首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：行业竞争加剧的风险；客户突破不及预期；新产品拓展不及预期；下游需求波动可能拖累短期业绩。

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

◆ 华阳集团(002906.SZ) 财报点评:一季度收入同比增长 25%，汽车电子和精密压铸产品持续放量

2025Q1 公司营收同比增长 25%。公司 2025Q1 实现营收 24.89 亿元，同比增加 25.03%，环比减少 24.95%，归母净利润 1.55 亿元，同比增加 9.27%，环比减少 16.71%。汽车电子和精密压铸持续放量，支撑收入高增长。

2025Q1 公司净利率环比提升 0.6pct，四费率稳中有降。2025Q1 公司毛利率 18.2%，同比-2.7pct，环比-0.8pct，净利率 6.3%，同比-0.9pct，环比+0.6pct，毛利率下降主要受会计政策变更、客户年降公司采购价格传导存在时间差、产品销售结构变化等影响，公司加大成本低减工作力度并已取得明显成效，改善销售结构、拓展高附加值新产品等多种举措改善盈利能力。2025Q1 公司四费率为 12.6%，同比-0.9pct，环比+2.3pct。

华阳与华为、小米深度合作，问界 M5、M7、小米 SU7 Ultra 搭载华阳座舱产品。华阳为 M5、M7 提供 HUD、液晶仪表、无线充电及 NFC 钥匙模块等。此外，公司为 SU7 Ultra 配套翻转式仪表屏、50W 大功率无线充电产品，

聚焦汽车智能化和轻量化，产品持续升级，客户结构优化。1) 汽车电子：产品维度，2024 年公司 HUD 产品出货量突破 100 万套，率先实现 5.1 寸 SR-HUD 量产，推出 3D AR-HUD、VPD 产品（预计 2025 年量产）；2024 年公司座舱域控产品出货量超 30 万套，已推出基于高通 8255 芯片的舱泊一体域控和基于高通 8775 芯片的舱驾一体域控，预研中央计算单元产品，2025 年 4 月，华阳通用与芯驰科技共同开启 AI 座舱与车身域控合作的崭新篇章。客户维度，截至 2025 年一季度，大客户数量明显增多，前五大客户分布均衡、集中度下降。今年以来，公司在合资及国际车企客户开拓上再获诸多定点项目，包括 Stellantis 集团、福特、大众安徽、上汽大众、长安福特、东风悦达起亚、北京现代、上汽奥迪等，并持续获得奇瑞、吉利、长安、长城、比亚迪、赛力斯、北汽、蔚来、理想等客户的新项目，为国内自主车企及新势力车企客户配套的产品品类进一步增加，一季度新接订单总额同比增长幅度较大。2) 精密压铸：2024 年，公司精密压铸业务中新能源三电系统、智能驾驶系统、光通讯模块及汽车高速高频连接器等零部件项目订单额大幅增加。

风险提示：原材料价格波动风险、新产品渗透率不及预期风险。

投资建议：维持收入预测，小幅下调利润预测，维持优于大市评级。维持收入预测，预计 25/26/27 年营收 125.2/154.3/190.3 亿，考虑客户年降等因素，下调利润预测，预计 25/26/27 年净利润 8.5/11.0/14.2 亿（原 25/26/27 年净利润预计 8.8/11.8/15.3 亿），维持优于大市评级。

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

◆ 星宇股份(601799.SH) 财报点评:一季度净利润同比增长 33%，车灯产品量价双升

2025Q1 公司归母净利润 3.2 亿元，同比增长 33%。公司 2025Q1 实现营收 30.95 亿，同比增加 28.28%，环比减少 23.16%，归母净利润 3.22 亿，同比增加 32.68%，环比减少 25.28%，扣非净利润 3.13 亿，同比增加 34.83%，环比减少 27.57%。2025Q1，伴随存量客户持续增长叠加下游新车型项目放量（问界/享界/智界/极氪等），公司营收创历史新高，营收表现超越乘用车行业 12.17pct（乘用车产量增速同比+16.11%）。总结来说，星宇经历了 2021-2023 年的客户转型阵痛，2024 年已实现了客户结构的全面调整（从德系日系等合资客户为主-自主品牌及新能源客户为主），进入全新成长周期。

2025Q1，公司净利率同比提升。2025Q1，公司毛利率 18.83%，同比+0.27pct，环比+1.23pct，净利率为 10.41%，同比+0.35pct，环比-0.29pct。2025Q1，公司四费率为 8.74%，同比-0.42pct，环比+3.23pct。前大灯从 LED-ADB-DLP 持续升级，车灯产品均价提升。车灯作为汽车核心视觉件具备产品升级空间，行

业均价逐年提升。2024 年前照灯、后组合灯、小灯、三角警示牌、控制器销量分别 903/1770/3458/36/51 万只，同比分别变动+18.4%/+22.8%/-7.0%/-70.3%/+374.3%，公司车灯产品 24 年均价 203 元（23 年 162 元），同比+25%，预计公司前灯 2024 年在国内市占率 16%。

全球化布局推进，新订单、新产能、新产品持续突破。订单方面，2024 年上半年，公司承接共 69 个车型的新品研发项目，实现 40 个车型项目批产。产能方面，公司塞尔维亚星宇产能逐步释放，协同总部承接客户全球化项目，此外公司注册成立墨西哥星宇和美国星宇，进一步完善海外布局。产品方面，公司持续迭代基于 MicroLED 及相关控制技术的智能前照灯、基于 MiniLED、OLED 及相关控制技术的像素式显示化交互灯、基于创新材料和光源技术的智能数字格栅的研发、灯具控制器 HCM/RCM/LCU 及感知车灯自闭环系统的研发、车灯造型美学与智能交互融合的场景应用。2025 年 4 月 23 日，星宇股份、欧冶半导体与晶能光电正式签署战略合作协议，将围绕“全系自主产业链生态”展开深度合作，共同开发 iVISION 智眸大灯。

风险提示：原材料价格波动风险、芯片紧缺导致下游排产风险。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。我们维持盈利预测，预计 25/26/27 年营收 163.2/203.2/255.4 亿元，预计 25/26/27 年归母净利润 17.0/22.2/29.8 亿元，维持优于大市评级。

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

◆ 新泉股份(603179.SH) 财报点评:海外工厂加速投产，座椅布局正式落地

2024 年收入 132.6 亿元，规模效应持续兑现。新泉股份 2024 年实现营业收入 132.64 亿元，同比增长 25.46%，归母净利润 9.77 亿元，同比增长 21.24%；扣非归母净利润 9.69 亿元，同比增长 20.46%。单季度看，2024Q4 公司实现营业收入 36.59 亿元，同比增长 12.5%；归母净利润 2.91 亿元，同比增长 19%；2025Q1 公司实现营业收入 35.19 亿元，同比增长 15.49%；归母净利润 2.13 亿元，同比增长 4.44%。其中斯洛伐克工厂 2024 年因前期人员招聘等费用前置亏损 4248 万元，2025 年一季度亏损 910 万元；墨西哥二期新工厂同样存在前期人员招聘、产能利用率爬坡初期带来的负向影响。

25Q1 毛利率环比提升 2.02pct。2024 年公司销售毛利率为 19.64%，同比微降 0.38pct，销售/管理/研发费用率分别 0.60%/5.21%/4.14%，同比-1.08/+0.93/-0.18pct。25Q1 公司毛利率 19.50%，同比-0.6pct，环比+2.02pct；销售/管理/研发/财务费用率分别 0.64%/6.68%/4.75%；同比-1.05/+1.20/+0.12pct，公司全球化布局加速，管理费用短期波动。

收购安徽瑞琪 70%股权，座椅布局加速。公司 25 年 4 月获安徽瑞琪 70%股权。安徽瑞琪前身是上海李尔汽车系统有限公司芜湖分公司，具备前后排整椅能力及奇瑞等客户资源，公司有望通过收购加速奇瑞等自主客户整椅拓展。自此，公司整车大内饰产品布局完善，当前乘用车内饰单车价值约 6500 元，商用车内饰单车价值约 4500 元，仪表板总成在国内市占率达 23%，扩展保险杠总成等外饰产品，单车价值约 2700 元；拓展座椅产品，单车价值增量有望从 2000 元-4000 元-上万元水平提升。

全球化布局持续推进，产能释放打开成长空间。公司围绕主机厂持续推进合肥、安庆、常州、上海、墨西哥等地产能建设，在建预计新增 210 万套仪表板总成、95 万套门内护板、90 万套座椅背板等产能配套。公司进一步在斯洛伐克投资 6500 万欧元设立子公司，并于 25 年初建成投产；在美国投资 5000 万美元（加利福尼亚州投资 400 万美元，得克萨斯州投资 4600 万）、德国投资 3600 万欧元设立子公司，用于研发、制造、销售，海外市场持续拓展。

风险提示：行业销量下滑风险，新客户拓展不达预期风险。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。公司客户结构持续拓展，全球产能陆续释放，核心产品竞争力强悍，考虑收购子公司盈利不确定性，我们下调盈利预测，预测公司 25-27 年归母净利润为 13.64/17.46/20.50 亿元（原 25/26 年为 13.8/17.9 亿元）；维持“优于大市”评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）

联系人： 余珊

◆ 李宁(02331.HK) 海外公司快评:第一季度流水增长低单位数，折扣率同比改善

公司公告：1、零售表现：截至 2025 年 3 月 31 日止第一季度，李宁销售点（不包括李宁 YOUNG）于整个平台之零售流水按年录得低单位数增长。就渠道而言，线下渠道（包括零售及批发）录得低单位数增长，其中零售（直接经营）渠道录得低单位数下降，批发（特许经营商）渠道录得低单位数增长；电子商务虚拟店铺业务录得 10~20%低段增长。2、销售点数量：截至 2025 年 3 月 31 日，于中国，李宁销售点数量（不包括李宁 YOUNG）共计 6088 个，较上年末净减少 29 个，其中零售业务净减少 6 个，批发业务净减少 23 个。李宁 YOUNG 销售点数量共计 1453 个，较上年末净减少 15 个。

国信纺服观点：1) 2025 第一季度：第一季度李宁大货流水增长低单位数，其中电商流水增长低双位数，线上线下折扣均有改善，库销比小幅增长至 5 个月；2) 全年指引：根据公开电话会交流，管理层维持 2025 年收入增长持平，净利率高单位数的指引；3) 风险提示：消费需求不及预期；品牌形象受损；市场的系统性风险；4) 投资建议：短期品牌投入加大盈利压力，期待营销带动规模增长。2025 年一季度公司在具有挑战的经营环境、以及持续收缩线下渠道带来负面影响下，实现了稳健的流水增速，同时保证良好的经营质量，折扣率、毛利率改善，库存维持在健康水平，管理层维持此前全年收入和利润指引。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 25.1/28.3/30.4 亿元，同比-16.8%/12.8%/7.6%。我们看好公司当前高度健康的渠道库存和公司现金运营情况，以及营销发力对品牌重启增长的潜力，维持 17.9-19.2 港元的目标价，对应 2025PE17.2-18.5x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 新和成(002001.SZ) 财报点评:营养品板块景气度提升,公司一季度归母净利润创历史新高

公司单季度归母净利润创历史新高。新和成于 2025 年 4 月 28 日晚间发布 2025 年一季报，一季度公司实现营业收入 54.40 亿元，同比增长 20.91%，环比下降 6.66%；归母净利润 18.80 亿元，同比增长 116.18%，环比增长 0.05%，单季度归母净利润创公司历史新高；扣非归母净利润 18.80 亿元，同比增长 119.22%，环比下降 3.44%。

费用率下降使得净利率提升，研发费用率保持较高水平。2025 年一季度公司的销售毛利率为 46.70%，同比提升 11.66 pcts，环比下降 1.14 pcts；销售净利率为 34.70%，同比提升 15.30 pcts，环比提升 2.30 pcts；销售期间费用率 7.04%，同比下降 2.45 pcts，环比下降 2.13 pcts，主要来自财务费用率的下降。值得一提的是，公司一季度的研发费用率 4.72%，同比提升 0.21 pcts，公司延续了较高的研发投入水平。

蛋氨酸量价齐升，公司生产规模不断扩大。据博亚和讯，2024 年国内蛋氨酸市场均价约 20995.19 元/吨，较 2023 年均价提升 14.01%。截止 2025 年 4 月 28 日，蛋氨酸市场价格年内已上涨约 12.47%，预计将对公司 2025 年业绩增长起到积极作用。公司现有固体蛋氨酸产能 30 万吨/年，另有 7 万吨/年技改扩产计划正在建设中，与中石化合作的年产 18 万吨液体蛋氨酸（折纯）项目将于 2025 年内投产，届时公司蛋氨酸的权益产能将达到 46 万吨/年，产能将跃居全球第三。

VA 价格承压，VE 价格高位运行，VD3 价格上涨。受海外突发事件影响，2024 年 VA、VE 市场价格大幅上涨，据博亚和讯，2024 年国内 VA 市场均价 133.47 元/千克，较 2023 年均价上涨 59.91%；VE 市场均价 100.93 元/千克，较 2023 年均价上涨 44.11%。截至 2025 年 4 月 28 日，国内 VA、VE 市场价格分别为 75、115 元/千克，VA 价格承压，VE 价格高位运行。4 月 25 日 VD3 价格为 242.50 元/千克，较 4 月初上涨 3.19%。整体来看，2025 年一季度 VA、VE、VD3 的市场均价较 2024 年一季度均有所提升，支撑公司业绩增长。

风险提示：行业竞争加剧、产品价格下降、新项目投产进度低于预期等。

投资建议：维持“优于大市”评级。公司各项目间产业协同和技术协同效应显著，多项业务经营稳健，考虑到公司各业务板块均有充分挖掘自身技术优势而规划的新项目，我们看好公司长期专注研发而内生的成长潜力。我们维持公司的盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 64.89/70.86/76.19 亿元，每股收益 2.11/2.31/2.48 元/股，对应当前 PE 分别为 10.6/9.7/9.0 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）

联系人： 王新航

◆ 安迪苏(600299.SH) 财报点评:蛋氨酸量价齐升,一季度归母净利润同环比增长

公司一季度营收及归母净利润实现同环比增长。安迪苏于 2025 年 4 月 28 日晚间发布 2025 年一季度报,一季度公司实现营业收入 42.99 亿元,同比增长 22.99%,环比增长 3.38%;归母净利润 4.65 亿元,同比增长 67.85%,环比增长 131.19%;扣非归母净利润 4.67 亿元,同比增长 23.46%,环比增长 91.72%。公司的毛利润同比增长 14%至 12.7 亿元,功能性产品销售收入增长 29%,特种产品销售收入增长 7%。

公司持续高效开展卓越运营项目和成本节约举措,不断降本增效。2025 年一季度公司的销售毛利率为 29.64%,同比下降 2.32 pcts,环比提升 0.43 pcts;销售净利率为 10.82%,同比提升 2.90 pcts,环比提升 5.96 pcts;销售期间费用率 15.31%,同比下降 4.66 pcts,环比下降 2.98 pcts,主要来自管理费用率的下降。

蛋氨酸量价齐升、维生素表现良好,公司功能性产品业务实现增收增利。2025 年第一季度,公司的蛋氨酸业务销售收入取得+29%的同比增长,主要源于:液体蛋氨酸单季销量同比增长 24%,在一季度对蛋氨酸产品进行了提价,保持高产能利用率,抵消了原材料价格上涨带来的不利影响等。据百川盈孚,截止 4 月 28 日,蛋氨酸市场价格年内已上涨约 12.47%,预计将对公司 2025 年业绩增长起到积极作用。此外,安迪苏的维生素业务在 2025 年第一季度也表现良好,其中维生素 A 价格承压,但销量增长强劲。维生素 E 市场需求强劲,产品价格处于较高水平。

实施“双支柱”战略,特种产品稳健发展。2025 年第一季度,公司的特种产品业务的营业收入(+7%)和毛利润(+5%)保持增长。稳定的增长势头主要归功于下列产品线销售收入的持续增长:单胃动物产品系列,尤其是喜利硒(+21%)、提升消化性能产品(+12%)以及适口性产品(+24%);北美奶业市场的持续反弹带动反刍动物产品(+10%)的销售增长。

风险提示:激烈竞争导致产品价格下降、毛利下滑的风险;跨国经营和业务扩张风险;环保政策相关的风险;下游需求不及预期的风险等。

投资建议:我们看好公司作为全球领先的动物营养添加剂供应商的经营韧性和长期成长性,维持公司 2025-2027 年盈利预测,预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 16.25/17.95/20.40 亿元,同比增长 35.0%/10.4%/13.6%;摊薄 EPS 分别为 0.61/0.67/0.76 元,对应当前股价 PE 分别为 16.0/14.5/12.7X。维持“优于大市”评级。

证券分析师: 杨林(S0980520120002)

联系人: 王新航

◆ 口子窖(603589.SH) 财报点评:2025Q1 稳健增长,关注后续兼系列表现和营销改革成效

2024 全年实现正增,净利率略有承压。2024 年公司实现收入 60.15 亿元/同比+0.9%,归母净利润 16.55 亿元/同比-3.8%;2024Q4 收入 16.53 亿元/同比+9.0%,归母净利润 3.45 亿元/同比-7.5%;2025Q1 收入 18.10 亿元/同比+2.4%,归母净利润 6.10 亿元/同比+3.6%。2024Q4+2025Q1 看,收入同比+5.5%,净利润同比-0.7%,需求承压背景下依旧展现韧性。

2024 年平稳落地,兼系列加快布局。分产品看,2024 年高档/中档/低档白酒收入 56.81/0.68/1.26 亿元,同比+0.1%/-10.4%/+33.0%,价格带两头表现较好;其中高档酒销量同比+5.4%/吨价同比-5.0%,系兼系列培育初期加大市场费用投入冲减收入。我们预计 100-200 元价位表现较好,其中口子 5 年、兼 5 实现稳健增长,兼 8 自 2024 年 5 月上市以来在高渠道利润和产品口碑下较快起量。分市场看,2024 年省内/省外市场收入+1.1%/-2.9%,省内营销模式改革后渠道分工专业化、积极性向上,报告期省内经销商数量净增 6 个。分渠道看,2024 年批发/直销渠道同比-0.8%/+55.7%。2024 年毛利率同比-0.60pcts,税金/销售费用/管理费用率/所得税率同比+0.10/+1.40/持平/+1.10pcts,净利率同比-1.35pcts 至 27.5%。

2025Q1 收入及净利润正增长,结合 2024Q4 看收现表现较好。2024Q4/2025Q1 高档酒收入分别+9.4%/+3.5%,公司主销产品受益于高性价比和县乡级市场备货需求,预计春节销售展现较强韧性。2025Q1 毛利率同比-0.28pcts,销售费用率+0.39pcts,系旺季加大市场投入促进动销、抢占份额。2025Q1 税金/管理费用/财务费用/所得税率同比+0.65/+0.29/-1.58/-1.28pcts,综合净利率+0.38pcts 至

33.7%。结合 24Q4+25Q1 看，销售收现同比+9.6%，经营性现金流量净额同比+119.2%，节前备货节奏较快；截至 2025Q1 末合同负债环比-2.9 亿元，主因春节后需求回落，县乡级市场商务场景用酒限制，公司为经销商回款纾压。

投资建议：2025 年白酒行业消费需求延续压力，公司面对竞争，将聚焦“市场升级、结构升级、品牌升级”的阶段目标，不断强化举措，加强重点工作落实力度。兼系列渠道利润高于竞品、预计动销势能延续，但客观上受制于安徽省白酒消费需求退频降次，且新品体量较小，下调此前收入及净利润预测并引入 2027 年预测，预计 2025-2027 年公司收入 61.26/63.79/67.30 亿元，同比 1.8%/+4.1%/+5.5%（前值 25/26 年收入+8.0%/+8.4%）；归母净利润 16.93/17.85/18.96 亿元，同比+2.3%/+5.5%/+6.2%（前值 25/26 年净利润+9.9%/+10.4%），当前股价对应 25/26 年 12.4/11.7 倍 P/E。2024 年公司现金分红率 47%，该水平对应 25 年 3.8%股息率，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；新品铺市及推广不及预期；库存影响批价上挺等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 张未艾

◆ 厦钨新能(688778.SH) 财报点评: 钴酸锂行业领先地位稳固，固态电池材料加速布局

公司 2024 年实现归母净利润 4.94 亿元，同比-6%；2025Q1 实现归母净利润 1.17 亿元，同比+5%、环比-8%。公司 2024 年实现营收 132.97 亿元，同比-23%；实现归母净利润 4.94 亿元，同比-6%。公司 2024Q4 实现营收 34.14 亿元，同比-18%、环比-5%；实现归母净利润 1.27 亿元，同比+10%、环比-1%。公司 2025Q1 实现营收 29.77 亿元，同比-10%、环比-13%；实现归母净利润 1.17 亿元，同比+5%、环比-8%；毛利率为 9.59%、同比+1.99pct、环比-0.45pct；净利率为 3.85%、同比+0.50pct、环比+0.22pct。

公司正极销量快速提升，盈利能力稳中向好。2024 年公司正极销量 9.86 万吨，同比+37%；其中 2024Q4 正极销量为 2.75 万吨，同比+13%、环比+4%。我们估计 2024Q4 公司三元与钴酸锂正极吨扣非净利近 0.50 万元，环比微降，主要系 2024Q4 计提较多资产减值损失等影响。公司 2025Q1 正极材料出货量 2.48 万吨，同比+2%、环比-10%。我们估计公司 2025Q1 三元与钴酸锂正极吨扣非净利约为 0.60 万元，环比稳中向好。

公司钴酸锂领先地位稳固，三元正极销量稳步增长。2024 年公司钴酸锂销量为 4.62 万吨，同比+34%；2025Q1 销量为 1.23 万吨，同比+46%、环比+11%。根据鑫锂锂电数据，2024 年公司在全球钴酸锂正极市场占有率为 44%，稳居行业榜首。2024 年公司三元正极销量 5.14 万吨，同比+37%，磷酸铁锂销量近 1000 吨。2025Q1 公司三元正极出货量 1.09 万吨，同比-30%、环比-15%；磷酸铁锂出货量约 0.16 万吨，环比显著提升。公司已完成多款高电压三元正极产品开发并批量供应；高安全性高镍三元材料通过针刺试验；多款无人机用三元材料转入量产。

公司积极进行前沿技术研发，加速布局固态电池材料产品。固态电池正极领域，公司匹配氧化物路线固态电池的正极材料已批量供货，硫化物路线固态电池正极材料正与下游客户进行密切的技术交流。固态电解质方面，公司依托技术积淀，已开发出新的硫化锂合成工艺。此外，公司积极进行新材料、新技术布局，公司高能量密度的 NL 全新结构正极材料产业化进展顺利，未来有望实现快速应用。

风险提示：电动车销量不及预期；原材料价格大幅波动；三元需求不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 7.43/8.95/10.45 亿元，同比+50%/+21%/+17%，EPS 为 1.76/2.13/2.48 元，动态 PE 为 27.1/22.5/19.3 倍。

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

◆ 唐源电气(300789.SZ) 财报点评: 智慧交通市场领导者，相关业务放量在即

2024 年收入同比持平，一季度净利润同比增长 4.59%。2024 年公司实现营业总收入 6.4 亿元，同比增长 0.06%，实现归母净利润 0.73 亿元，同比减少 32.45%。近年来，公司收入高速增长，2020-2024 年期间 CAGR 达 24.18%。分季度来看，25Q1 公司实现营业总收入 0.8 亿元，同比减少 12.26%，实现归母净利润

0.07 亿元，同比增长 4.59%。公司业绩波动主要受公司新产品市场培育周期长，叠加宏观环境变化及重要客户项目延期等多重因素影响。

智慧交通：数字化、智能化加速渗透，相关市场快速增长。随着轨交线网流量和运营里程快速增长，城市轨道交通网络的复杂性日渐增加，我国轨道交通行业逐步进入建设与运营并重的转换期，视觉 AI、机器人等新技术成为赋能轨交运维的重要方式。随着城市化进程加速和交通需求增长，传统公路的交通拥堵治理、出行体验提升等需求促使市场向智慧公路发展。交通管理与服务实现智能化升级，智能流量调控、无感支付收费普及，部分区域车路协同与自动驾驶技术开始试用，相关市场前景广阔。公司经过多年研发和技术沉淀，已在多个智慧交通关键技术领域形成了技术壁垒，同时积累了丰富的客户资源，为智慧交通业务扩张提供基础。

机器人：制造业数字化推进，下游需求带动市场拓展。全球新一轮科技革命和产业变革发展，智能制造成为各国竞争焦点，全球产业链加速重构。当前我国劳动人口占总人口比重逐渐下降，制造业企业积极推动工业机器人发展，以提升企业生产效率、减少生产成本。在国内密集出台的政策和需求端的双重刺激下，我国工业机器人市场增长迅速。公司当前在机器人领域已形成丰富的产品线，可为下游提供智慧轨交系列、智能制造系列多种类型机器人产品，公司车辆智能巡检机器人获天津地铁 6 号线示范应用，替代人工完成 80%重复性巡检工作，公司正依托天津成功案例，积极拓展其他市场。

风险提示：产业政策调整风险、行业竞争加剧、关键技术人才流失风险等。

投资建议：预计 2025-2027 年公司实现收入 6.56/8.28/10.9 亿元，实现归母净利润 1.04/1.29/1.63 亿元，对应当前 PE 为 36/29/23 倍。我们采用 PE 估值法，选取与公司业务相似的航天智装、佳讯飞鸿以及思维列控作为可比公司，按照 Wind 一致预期，2026 年可比公司平均 PE 为 39 倍。考虑到公司产品业务矩阵逐渐丰富，下游数字化需求快速增长，我们给予唐源电气 2026 年 38-39 倍 PE，对应估值区间 48.87-50.15 亿元市值。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

证券分析师： 熊莉 (S0980519030002)

◆ 药康生物(688046.SH) 财报点评:海外市场收入同比增长 22.5%，国内新设施接近满产

营收稳健增长，利润端短期承压。2024 全年，公司实现营收 6.87 亿元（+10.4%），主要系随着国内新产能释放及海外市场拓展，公司各业务条线均稳健增长，其中海外市场实现收入 1.14 亿元（+22.5%），占收入比重上升至 16.6%；归母净利润 1.10 亿元（-30.9%），扣非归母净利润 0.76 亿元（-29.3%），主要系公司目前仍处业务扩张期，持续加大海外市场开拓力度、生产人员扩招、新产能投产后折旧摊销增加等原因致使公司利润短期承压。

分季度看，2024Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 1.57/1.83/1.69/1.77 亿元（分别同比 +12.0%/+17.8%/+6.7%/+5.7%，Q2/Q3/Q4 分别环比 +16.7%/-7.6%/+4.6%）、归母净利润 0.29/0.47/0.22/0.12 亿元（分别同比 -5.1%/+0.7%/-45.5%/-71.8%，Q2/Q3/Q4 分别环比 +59.0%/-53.3%/-47.0%）。

毛/净利率承压，研发费用率改善。2024 全年公司毛利率为 62.0%（同比-5.6pp）、净利率 16.0%（同比-9.6pp）；销售费用率 15.6%（同比+2.4pp）、管理费用率 19.3%（同比+0.4pp）、研发费用率 12.7%（同比-2.8pp）、财务费用率-1.7%（同比+0.6pp），期间费用率整体为 45.9%（同比+0.6pp）。

国内新设施接近满产，欧洲产能已进入规划。公司目前在江苏南京、江苏常州、广东佛山、四川成都、北京大兴、上海宝山运营七大型生产设施，合计产能约 28 万笼，国内设施布局完成，其中北京药康大兴设施、上海药康宝山设施、广东药康二期设施均于 2023 年下半年陆续建成投产，合计产能约 8 万笼，目前产能利用率已逐步提升至接近满产状态；海外产能方面，除美国 San Diego 设施外，欧洲区域产能已进入规划，将在欧洲合适地点租赁动物设施。

投资建议：根据公司 2024 年报，我们对盈利预测进行调整，预计 2025-2026 年净利润分别为 1.32/1.66 亿元（前值为 1.76/2.16 亿元），新增 2027 年净利润为 1.88 亿元，目前股价对应 PE 分别为 35/28/25x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新模型研发不及预期的风险、市场竞争加剧的风险，海外市场拓展不及预期的风险等。

证券分析师： 马千里（S0980521070001）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

◆ 智翔金泰-U(688443.SH) 财报点评:赛立奇单抗实现商业化,在研管线有序推进

赛立奇单抗获批上市,迈入商业化新阶段。2024 全年,公司实现营收 3009 万元,较上年同期大幅增长,主要系公司赛立奇单抗注射液(商品名:金立希)获批上市,正式开展商业化拓展并产生销售收入,而上年同期仅有对外提供技术服务等产生的少量营业收入;实现归母净利润-7.97 亿元,亏损较上年同期小幅收窄,主要系公司赛立奇单抗注射液获批上市并产生销售收入,财务费用较上年同期下降,确认股份支付费用较上年同期减少等。

完善营销体系建设,积极推动商业化布局。公司已组建近 200 人的自身免疫性疾病产品线商业化团队,团队人员具备丰富的创新药和自身免疫领域药品商业化经验,目前已经实现赛立奇单抗注射液全国渠道网络覆盖;同时,为进一步加速赛立奇单抗注射液的市场渗透,根据产品和区域药品流通特点,公司积极推动跟国内头部经销商与平台的战略合作,利用优质渠道资源快速实现市场覆盖和渗透。

保持高水平研发投入,在研管线有序推进。2024 全年,公司研发投入达到 6.10 亿元,保持较高投入水平,多个在研项目取得积极进展:1)赛立奇单抗(IL-17 抗体):银屑病及强直性脊柱炎适应症分别于 2024 年 8 月及 2025 年 1 月获批上市;2)GR1802 注射液(IL-4R α 抗体):中重度特应性皮炎适应症于 2024 年 8 月完成 Ph3 临床入组,慢性鼻窦炎伴鼻息肉及慢性自发性荨麻疹适应症分别于 2024 年 8 月及 2025 年 2 月启动 Ph3 临床研究,过敏性鼻炎适应症于 2024 年 3 月启动 Ph2 临床入组;3)斯乐韦米单抗注射液(GR1801):上市申请于 2025 年 1 月获受理;4)GR2001 注射液:Ph3 临床入组于 2024 年 11 月完成;5)GR1803 注射液(BCMA x CD3 双抗):Ph2 临床于 2024 年 7 月启动。

投资建议:根据公司 2024 年报,我们对公司盈利预测进行调整,预计 2025-2026 年公司营收为 2.05/5.11 亿元(前值为 2.51/6.18 亿元),新增 2027 年营收为 10.18 亿元,预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为-6.70/-4.40 亿元(前值为-7.26/-4.63 亿元),新增 2027 年归母净利润为-0.47 亿元,维持“优于大市”评级。

风险提示:估值的风险、盈利预测的风险、在研产品研发失败的风险、产品商业化不达预期的风险等。

证券分析师： 马千里（S0980521070001）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

◆ 招商证券(600999.SH) 财报点评:业绩稳步回暖

招商证券发布 2025 年一季度报。2025 年一季度公司实现营业收入 47.13 亿元,同比提升 9.64%;实现归母净利润 23.08 亿元,同比提升 6.97%;ROE 为 1.87%,同比持平;EPS 为 0.25 元/股,同比提升 8.7%。公司业绩上涨主要因政策提振市场信心,市场行情上行、交投活跃度回升,融资利息支出减少等因素影响,经纪、资管与信用业务收入成为业绩增长的关键因素。

资本市场回暖,经纪业务表现亮眼,客户资金持续增长。2025 年一季度,公司实现经纪业务手续费净收入 19.66 亿元,同比上涨 49.01%。公司期末货币资金 1,112.43 亿元、同比增长 24%,主因客户资金增加。资金增加背后主因是公司加大互联网等渠道导流,实现客户规模增长,一季度弹性明显。

公允价值变动影响,自营业务收入受拖累。2025 年一季度,公司实现投资收益(含公允价值变动收益)15.12 亿元,同比下滑 26.19%,主要因金融工具公允价值变动影响;公司金融资产规模 3644 亿元,同比小幅下降 1.16%。

投行、资管、信用业绩回暖。2025 年一季度,市场债券融资规模较去年同期持续增长,股权融资总规模同比明显回暖,公司投行业务收入 1.87 亿元,同比提升 1.1 倍。股权融资方面,公司股权承销金额 35.08 亿元,同比下滑 58%,行业排名第 13;IPO 储备项目 1 单;债券融资规模约为 744.84 亿元,同比下滑 10.72%。资管业务发展良好,2025 年一季度,公司资管业务手续费净收入 2.22 亿元,同比提升 42.91%。2025 年一季度,公司利息净收入 2.08 亿元,同比提升 75.02%,主要因公司债务融资利息支出减少。

投资建议:我们对公司的盈利预测维持不变,预测 2025 年-2027 年公司归母净利润分别为 108.14 亿元、116.38 亿元、120.34 亿元,同比增长 4.1%/7.6%/3.4%,当前股价对应的 PE 为 15.4/14.3/13.8x, PB 为 1.4/1.3/1.2x。在市场活跃度提升的情况下,公司核心业务优势继续保持,展现出良好的发展韧性,

维持“优于大市”评级。

风险提示：市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性，政策风险等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、林珊珊（S0980518070001）

◆ 中金公司(601995.SH) 财报点评:金融资产增长，投资收益高增

公司公布 2025 年一季报。2025 年 Q1 实现营收 57.21 亿元，同比+47.69%，环比-27.44%；归母净利润 20.42 亿元，同比+64.85%，环比-29.00%；加权平均 ROE 1.98%，同比+0.77pct。分部来看，Q1 营收同比：经纪+56.27%、投行-10.27%、资管+15.25%、利息-13.36%、投资+83.22%，Q1 营收占比：经纪 22.69%、投行 7.05%、资管 5.39%、利息-8.99%、投资 59.36%。公司投行业务、国际业务实力保持行业领先，财富管理持续转型突破，杠杆水平保持稳健，用资能力显著领先同业。Q1 末杠杆率 4.92 倍，保持平稳。

自营投资：金融投资收益增长推动营收增长。2025 年 Q1，公司实现投资收入 33.96 亿元，同比+83.32%。截至 2025Q1 末，公司金融资产配置结构：FVTPL 资 2,854.34 亿元，同比+11.55%，环比+2.32%；FVOCI 权益工具投资 94.20 亿元，同比+486.92%，环比+19.79%；FVOCI 债权工具投资 854.00 亿元，同比+36.15%，环比+0.59%。各项金融投资资产均保持扩张。

投行业务：境内境外同步拓展，整体实力行业领先。2024 年，公司服务中资企业全球 IPO28 单（其中 A 股 6 单，港股 19 单，美股 3 单），募资 44.24 亿美元，排名市场第一。全年公司境内债券承销规模排名市场第四。此外，公司并购业务在中国并购市场连续十年保持第一，领先低位稳固。2025 年初至今，公司完成 A 股 IPO 承销 11.62 亿元、居行业第 7，再融资承销 33.79 亿元、居行业第 7。港股 IPO 承销 17.56 亿港元、居行业第 4。

财富管理：继续拥抱公募化、指数化、全球化，以买方投顾为核心转型持续。2024 年，公司财富管理产品保有规模增至 3,700 亿元，其中，由“中国 50”、“微 50”、“公募 50”等产品组成的买方投顾产品规模增至 870 亿元，均稳居同业前列。截至年末，公司财富管理客户近 850 万户，客户 AUM3.18 万亿元，“股票 50”等创新服务 AUM 超 2,500 亿元，均保持行业领先。

国际业务：矩阵式管理架构推进业务发展，收入占比稳定。2024 年，公司境外业务收入 53.08 亿元，占比 24.88%。公司在跨境投行、跨境交易及互联互通等领域已取得一定优势地位，资本市场双向开放下跨境业务或持续受益。

风险提示：市场景气度下滑，股权融资低迷，财富管理业务不及预期等。

投资建议：基于公司一季报及资本市场近况，我们上调了公司经纪业务及投资收益假设，并基于此将公司 2025-27 年归母净利润分别上调 12.72%、16.46%及 18.77%。考虑到公司在业务创新方面理念领先，投行优势稳固，跨境业务发展良好，看好公司未来在新业务领域构建护城河，维持公司“优于大市”评级。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、王德坤（S0980524070008）

◆ 恺英网络(002517.SZ) 财报点评:新品储备丰富，AI 应用值得期待

业绩稳步增长。1) 公司 24 实现营业收入 51.18 亿元，同比增长 19.16%；实现归母净利润 16.28 亿元，同比增长 11.41%，对应全面摊薄 EPS 0.77 元；实现扣非归母净利润 15.99 亿元，同比增长 18.43%；2) 25 年 Q1 单季度营业收入 13.53 亿元，同比增长 3.46%；归母净利润 5.18 亿元，同比增长 21.57%，对应摊薄 EPS 0.24 元；扣非归母净利润 5.16 亿元，同比增长 21.66%，3) 公司 24 年利润分配预案拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税）。

产品组合良好，出海增速显著。1) 公司产品现主要由复古情怀品类和创新精品构成。复古情怀品类方面，《原始传奇》《天使之战》《梁山传奇》等经典产品持续焕发活力、保持稳定；创新品类方面，《仙剑奇侠传：新的开始》等开启全平台公测，《龙之谷世界》、《诸神劫：影姬》上线表现良好。2) 海外业务方面，《仙剑奇侠传》在港澳台地区上线，《天使之战》成功进入东南亚市场；《诸神劫影姬》和《怪物联萌》也在港澳台市场取得了优异成绩；通过深挖核心用户，精准引流，口碑拓圈等组合推广方式，在亚太地区实现了流水翻倍的突破；同时，积极布局欧美市场；24 年公司海外营业收入 3.75 亿

元，同比增长 221.48%；此外《数码宝贝：源码》于 4 月 25 日公测，25 年出海业务营收有望继续保持较好增速。

AI 应用持续落地，产品储备丰富。1) AI 方面，公司自研“形意”大模型，形成了爱动（动画师）、树懒（策划师）、仙术（场景师）、羽扇（架构师）、绘界（设计师）与跃迁（自动化）的恺英 AI-电子智能体系，从而将大模型深度融入游戏研发全流程，“AI 工业化管线”已初见成效；同时一季度完成对 AI 公司自然选择海外控制主体投资，持股比例超 16%。自然选择旗下《EVE》是全球首款 3D AI 智能陪伴应用，为用户提供高度拟真的情感陪伴体验；2) 新品方面，《斗罗大陆：诛邪传说》《盗墓笔记：启程》《热血江湖：归来》《王者传奇 2》《三国：天下归心》等涵盖 MMO、ARPG、卡牌、开放世界冒险 RPG、SLG 等多元赛道，传奇 IP 之外，公司新品周期正在持续展现。

风险提示：新游戏不及预期；政策监管风险等。

投资建议：我们维持 2025/26 年盈利预测为 22.68/24.32 亿元、新增 27 年盈利预测 26.61 亿元，对应摊薄 EPS=1.05/1.13/1.24 元，当前股价对应 PE=15/14/13x。我们持续看好公司游戏新品拓展所带来的第二成长曲线潜力以及 AIGC 前瞻布局潜力，继续维持“优于大市”评级。

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

◆ 分众传媒(002027.SZ) 财报点评:营收及利润增长稳健，竞争格局改善助力经营向上

营收及利润增长稳健。1) 24 年公司实现营业收入 122.62 亿元、归母净利润 51.55 亿元，同比分别增长 3.01%、6.80%；对应摊薄 EPS 0.36 元；实现扣非归母净利润 46.68 亿元、同比增长 6.73%；2) 25 年 Q1 单季度公司实现营收 28.58 亿元、归母净利润 11.35 亿元，同比分别增长 4.70%、9.14%，对应摊薄 EPS 0.08 元；营收与归母净利润增速相对行业整体表现稳健；3) 2024 年度公司计划每 10 股派发现金 2.30 元（含税）。

毛利率及净利率稳定向上。24 年公司毛利率达到 66.3%、相比去年同期提升 0.8 个百分点；净利率则达到 41.4%，同比提升 1.0 个百分点，处于近年来的较高水平；25 年 Q1 毛利率和净利率分别达到 64.7%、37.1%，同比分别提升 3.0/2.4 个 pct；考虑到公司自 23 年以来点位持续扩张，毛利率及净利率持续改善充分展现展现出公司良好的产业链议价能力；未来若宏观周期向上，公司业绩有望基于较高的经营杠杆展现更快的增长势能。

资源点位优势稳固、收购新潮优化竞争格局；客户结构优良，有望率先受益内需预期改善。1) 截至 Q1 公司的生活圈媒体网络覆盖包括香港特别行政区在内的中国 340 余个城市以及韩国、泰国、新加坡、印度尼西亚、马来西亚、越南、印度和日本等国约 100 个主要城市。其中电视媒体自营设备 126 万台（包括境外子公司的媒体设备约 15 万台）、电梯海报媒体自营设备约 180 万台，影院媒体合作影院 2459 家，约 1.7 万个影厅，媒体资源点位领先优势显著；2) 公司近期公告计划 83 亿元收购新潮传媒，若能顺利落地，有望进一步优化行业竞争格局，扩展媒体及客户资源，充分发挥规模优势；3) 客户结构来看，日用消费品仍是主要收入来源且表现稳健（24 年收入占比 59%，同比增长 14.6%），有望受益于内需市场改善。

风险提示：宏观经济波动；竞争加剧；技术进步导致媒体环境变化等。

投资建议：考虑到外部宏观及内需状况，我们略微下调 25/26 年盈利预测至 59.69/65.66 亿元（原预测为 65.87/69.76 亿元），新增 27 年盈利预测为 68.10 亿元，当前股价对应同期摊薄 EPS=0.41/0.45/0.47 元，当前股价对应 PE=17/15/15x。公司为国内最大的生活圈媒体平台，点位优势显著，收购新潮进一步优化行业竞争格局；宏观预期若能改善有望带动增速向上、AI 技术有望推动公司运营效率提升，维持“优于大市”评级。

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

◆ 芒果超媒(300413.SZ) 财报点评:内容投入压制短期利润，会员业务表现良好

营收及利润下滑，内容投入持续加大。1) 24 年公司实现营业收入 140.8 亿元、归母净利润 13.64 亿元，同比分别下滑 3.75%、61.63%，对应全面摊薄 EPS 0.73 元；实现扣非归母净利润 16.45 亿元，同比下滑

2.99%；业绩大幅下滑主要在于一方面运营业务受电视行业治理影响下滑，另一方面所得税免税政策调整所带来的基数效应（24年所得税费用为4.2亿元，23年为-16.2亿元）；2）25年Q1公司实现营业收入29亿元、归母净利润3.79亿元，同比分别下滑12.76%、19.80%；扣非归母净利润3.0亿元，同比下滑35.0%；营业同比下降主要是传统电视购物业务板块收缩；归母净利润同比下降主要是由于公司加大头部影视剧内容、生态布局及技术应用等方面的投入。

会员业务表现良好、广告业务稳定、运营业务下滑明显。1）24年芒果TV会员规模达7331万，全年会员业务收入达到51.48亿元、同比增长19.3%；得益于优质内容和会员权益体系：《歌手2024》《再见爱人4》为代表的爆款综艺和以《小巷人家》《与凤行》为代表的热门剧集有力拉动会员规模的快速增长；全面升级会员权益体系，推出高阶会员专属权益，构建IP定制节目、单点直播、剧综联动、超前售后四大增收矩阵，提高用户价值感知和付费意愿，稳步提升ARPPU值；2）24年广告业务实现营业收入34.38亿元、同比下滑3%；基于多平台融合的生态优势和持续增长的用户规模，打造IP直播+线下营销新业态，促进品牌广告“品效合一”，广告业务基本盘基本稳定；3）运营业务收入为15.93亿元，同比下滑42%，主要受行业治理等因素影响，长期有望逐步修复改善。

内容生态持续完善，综艺与剧集持续表现亮眼。1）24年芒果TV上线各类综艺节目160档，其中创新综艺占比40%，综艺有效播放量稳居行业第一，持续巩固综艺领先优势。在云合数据2024年全网网络综艺有效播放TOP10中十占其五，在电视综艺有效播放TOP10榜单中十占其四；2）剧集方面，24年上线重点影视剧27部，储备影视剧超100部。2025年一季度上线播出的《国色芳华》《五福临门》连续登顶云合剧集榜单。

风险提示：会员增长不及预期；技术发展低于预期；新业务拓展低于预期等。

投资建议：考虑广告业务压力及内容投入，我们下调25/26年归母净利润为18.62/23.53亿元（前值为21.9/24.4亿元），新增27年盈利预测28.39亿元，对应EPS为1.00/1.26/1.52元，同期PE=23/18/15x，持续看好公司内容与平台运营优势以及AIGC时代成长可能，维持“优于大市”评级。

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

◆ 华策影视(300133.SZ) 财报点评:Q1 同比大幅向上，关注内容储备表现

25年Q1营收及净利润同比大幅向上。1）24年公司实现营业收入年营收19.39亿元，归母净利润2.43亿元，同比分别下滑14.48%、36.41%，对应全面摊薄EPS0.13元；实现扣非归母净利润1.70亿元，同比下滑41.55%；营收与业绩大幅下滑主要在电视剧业务下滑拖累（制作、发行收入同比分别下滑24.91%、6.99%）；2）25年Q1公司实现营业收入5.86亿元，归母净利润0.92亿元，同比分别增长231.96%、206.90%，主要得益于电视剧业务的拉动；3）2024年度公司计划每10股派发现金股利人民币0.20元（含税）。

24年电视剧业务下滑明显，关注内容储备落地及电影、IP动漫进展。1）24年公司电视剧制作、发行业务分别实现营收11.94、3.79亿元、同比分别下滑24.91%、6.99%，是营收及业绩下滑的主要原因；主要在于开机与上映数量较往期减少（全年共开机7部222集，首播7部249集）；2）内容质量保持良好，《我是刑警》《承欢记》《锦绣安宁》等剧集播收视率和口碑双丰收，《国色芳华》成为2025年开年极具影响力的文化现象级剧集；《花好》《从善》等剧集陆续上映，将为2025年的发展奠定较好基础；3）电影业务方面，《出走的决心》、《误判》等均有不错表现；同时与全球知名IP《小猪佩奇》合作推出的《小猪佩奇·完美假期》，通过快闪店、举办粉丝主题活动等创新活动形式和广泛的市场推广，进一步拓展动漫业务的边界。

关注第二增长曲线表现及AIGC、算力业务布局。1）国际业务：有效运营账号超200个，华剧场已设立15种语言，覆盖东南亚、中东、拉美地区及欧美地区，海外用户订阅数超4000万人；2）版权运营：整合森联公司，实现了版权储备超5万小时，为公司的长期发展提供了坚实的内容基础；3）短剧业务：成功打造了“她见四季”和“万千星辰”两大厂牌；《21和31》正片总播放量超过2亿；2025年春节档《以爱之名》上线以来，登上抖音短剧榜第一、DataEye热播榜周冠霸榜一周、WETURE品牌播放榜周冠霸榜两周，正片总播放量已破5.1亿，集均播放量超3000万，点赞量458万；4）AIGC方面：两款影视行业垂类大模型通过国家“生成式人工智能服务备案”；探索布局算力业务，已有算力规模

2000P。

风险提示：影视剧销售风险；监管政策风险；票房低于预期风险等。

投资建议：维持 25/26 盈利预测，新增 27 年预测，预计 25/26/27 年归母净利润分别为 4.43/5.16/5.43 亿元；摊薄 EPS=0.23/0.27/0.29 元，当前股价对应 PE=30/26/25x。公司影视剧行业龙头地位稳固，电影、版权运营、AIGC、算力服务有望打造新增长曲线，继续维持“优于大市”评级。

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

◆ 圣农发展(002299.SZ) 财报点评:养殖成本优化，C 端快速拓展，Q1 归母净利润同比+338%

养殖成本优化，C 端快速拓展，Q1 归母净利润同比+338%。公司 2025Q1 实现营业收入 41.15 亿元，环比-14.69%，同比-2.38%，主要原因系 Q1 白羽肉鸡行情维持低迷。公司 2025Q1 实现归母净利润 1.48 亿元，环比-56.80%，同比+338.28%，主要得益于两方面原因：（1）公司新一代自研种鸡“圣泽 901Plus”在料肉比等关键指标上持续优化，内部自用比例不断提升，叠加经营管理的精益化，公司 2025Q1 综合造肉成本较去年同期下降约 10%；（2）公司基于全渠道策略，凭借优质服务和过硬产品力，打开主业增长空间，尤其是 C 端零售领域相关业务收入逆势实现 30%+同比增长。另外，2025Q1 联营企业安徽太阳谷维持盈利使公司投资收益同比+1995 万元；鸡肉成本下降使存货减值计提同比-2950 万元。

Q1 肉鸡行情维持低迷，公司深加工肉制品销量增长较快。参考销售月报口径，公司 2025Q1 家禽饲养板块鸡肉销量为 30.26 万吨，同比+3.10%，收入为 29.53 亿元，同比-1.01%，对应销售均价 9.76 元/kg，同比-3.98%；深加工肉制品板块销量为 9.47 万吨，同比+17.49%，收入为 18.85 亿元，同比-1.72%，对应销售均价 19.90 元/kg，同比-16.35%。

费用率整体保持平稳，利润率同比改善明显。公司 2025Q1 销售毛利率 12.17%，同比+4.48pct，销售净利率 3.74%，同比+5.43pct，主要得益于主业成本下降。公司 2025Q1 销售费用率 3.48%（同比+0.15pct），管理费用率 2.40%（-0.02pct），财务费用率 0.86%（-0.28pct），三项费用率合计 6.74%，同比-0.15pct，整体维持平稳。

得益于主业成本下降，经营现金流同比改善明显。公司 2025Q1 经营性现金流净额为 5.57 亿元，同比+60.52%；经营性现金流净额占营业收入比例为 13.55%（同比+5.32pct）；销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 110.92%（同比+2.97pct）。资产周转方面，2025Q1 公司存货天数 72 天（同比-0.95%），应收账款周转天数 24.15 天（同比+37.61%）。

风险提示：养殖疫病风险；饲料原料价格大幅波动风险；食品安全风险等。

投资建议：维持公司盈利预测，2025-2027 年归母净利润预测分别为 9.4/12.1/14.8 亿元，对应 2025-2027 年每股收益分别为 0.8/1.0/1.2 元。公司作为国内白羽肉鸡一体化自养龙头，中长期有望保持成本优势并受益白羽肉鸡板块景气修复，维持“优于大市”评级。

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

◆ 电投能源(002128.SZ) 财报点评:煤价下行拖累业绩，关注铝业务弹性及新能源业务成长性

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报：2024 年公司实现营收 298.6 亿元（+11.2%），归母净利润 53.4 亿元（+17.2%），扣非归母净利润 51.0 亿元（+17.5%）；其中 2024Q4 公司实现营收 80.5 亿元（+13.1%），归母净利润 9.4 亿元（-3.4%），扣非归母净利润 8.1 亿元（-4.7%）。2025Q1 公司实现营收 75.4 亿元（+2.6%），归母净利润 15.6 亿元（-19.8%），扣非归母净利润 15.3 亿元（-20.2%），一季度利润下滑主要系煤价下行。

煤炭业务：2024 年吨煤售价逆势上涨，煤炭业务营收、毛利实现增长。2024 年公司原煤产/销量为 4799.6/4776.0 万吨，同比+3.1%/+2.8%。吨煤售价 213.5 元/吨，同比逆势上涨 17.2 元/吨，吨煤成本 89.3 元/吨，同比持平。煤炭业务实现营收/毛利为 106/63 亿元，分别同比+11.6%/+19.5%。

铝业务：2024 年满产满销，售价上涨幅度大于成本，毛利增加；产能增长可期。2024 年公司电解铝产/销量为 90/90 万吨，同比+2.9%/+2.7%。2024 年吨铝售价/成本分别为 17401/14325 元/吨，分别同比增加 1089/542 元/吨，铝业务板块实现营收/毛利 159/28 亿元，同比+9.0%/+20.6%。2024 年 11 月，通辽市扎哈淖尔 35 万吨绿电铝项目（扎铝二期）正式开工建设，公司电解铝产能增加可期。

电力业务：2024 年火电业务受电价下行影响毛利同比减少；随着装机量的快速增长，新能源业务大幅增长。2024 年公司火电发/售电量为 55.3/50.3 亿千瓦时，同比-1.4%/-1.5%，火电业务实现营收/毛利为 17/4 亿元，分别同比-4.8%/-21.1%，主要系电价下行。2024 年光伏风电合计发/售电量为 60.3/59.6 亿千瓦时，同比+94.7%/+95.0%；风电实现/毛利为 13/6 亿元，分别同比+123%/+62%；太阳能发电实现/毛利为 3/1 亿元，分别同比-19%/-30%。截至 2024 年底，公司新能源装机 499.94 万千瓦（不含储能），2025 年计划投产规模约 200 万千瓦。

分红水平提高，积极回报投资者。2024 年公司合计分红金额约 19.1 亿元，同比增加 25%，分红率为 35.7%，同比+2.2pct。以 4 月 28 日收盘价计算，对应股息率为 4.6%。

投资建议：维持“优于大市”评级。

考虑 2025 年煤价中枢下行幅度超过此前预期，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 56/58/60 亿元（2025-2026 年前值为 61/67 亿元）。考虑公司新能源发电、铝业务均具备较好的成长性；长协煤占比较高，煤炭下行对煤炭业务影响相对有限，且中长期集团煤炭资产有望注入，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司产能释放不及预期、公司分红率不及预期。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、胡瑞阳（S0980523060002）

金融工程

◆ 金融工程日报：市场低量震荡，PEEK 材料概念大涨、电力板块承压

市场表现：今日（20250429）规模指数中中证 2000 指数表现较好，板块指数中北证 50 指数表现较好，风格指数中中证 500 成长指数表现较好。轻工制造、传媒、机械、家电、基础化工行业表现较好，综合、电力公用事业、综合金融、消费者服务、石油石化行业表现较差。PEEK 材料、动物保健精选、染料、黄酒、PVC 地板等概念表现较好，水电、火电、钒钛、港口精选、纯碱等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 76 只股票涨停，有 62 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 1.74%，昨日跌停股票今日收盘收益为-4.15%。今日封板率 70%，较前日提升 4%，连板率 17%，较前日下降 1%。

市场资金流向：截至 20250428 两融余额为 18038 亿元，其中融资余额 17927 亿元，融券余额 111 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.3%，两融交易占市场成交额比重为 8.4%。

折溢价：20250428 当日 ETF 溢价较多的是 1000 增强 ETF，ETF 折价较多的是科创综指 ETF 嘉实。近半年来大宗交易日均成交金额达到 15 亿元，20250428 当日大宗交易成交金额为 9 亿元，近半年来平均折价率 5.41%，当日折价率为 2.55%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.51%，2.38%，7.90%，11.00%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 6.76%，处于近一年来 19%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 9.79%，处于近一年来 17%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 15.44%，处于近一年来 13%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 16.16%，处于近一年来 25%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是中科飞测、天孚通信、中坚科技、鱼跃医疗、鼎阳科技、铂科新材、若羽臣、深南电路等，中科飞测被 239 家机构调研。20250429 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是大叶股份、海联金汇、信邦智能、金力泰、永安药业、新金路、夏厦精密、平治信息、潮宏基、宏景科技等，机构专用席位净流出较多的股票是邵阳液压、柳钢股份、东方通、众信旅游、长源电力、利欧股份、博创科技、新元科技、洪田股份、新瀚新材等。陆股通净流入较多的股票是利欧股份、博创科技、海联金汇、长源电力、鸿博股份、大位科技、美利云、韶能股份、连云港、

江苏吴中等，陆股通净流出较多的股票是东方通、众信旅游、潮宏基等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	785.62	0.65	ICE 布伦特原油	65.86	-1.51
白银	8215.00	0.21	铜	77780.00	0.28
铝	19990.00	0.02	铅	16940.00	0.05
豆一	4148.00	-0.90	锌	22795.00	0.08
豆粕	2855.00	-1.55	镍	124300.00	0.06
玉米	2318.00	0.52	锡	261230.00	-0.12
螺纹钢	3048.00	-0.39	SR505	6156.00	-0.40

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	99.8	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
301093.SZ	华兰股份	3782.78	13466.66	100.00	2025-04-30
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05

300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16
301138.SZ	不适用	9000.00	12000.00	100.00	2024-12-16
603216.SH	梦天家居	16600.00	22136.00	100.00	2024-12-16
603071.SH	不适用	32026.96	55795.44	100.00	2024-12-16
002074.SZ	国轩高科	38416.33	156267.38	79.01	2024-12-16
301101.SZ	不适用	8456.60	13434.14	100.00	2024-12-16
300678.SZ	中科信息	381.96	12858.48	5.95	2024-12-10

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日涨跌幅(%)	1周涨跌幅(%)	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)	30天波动率(%)
道琼斯工业平均指数	40527.61	0.745830	43.16	43.16	43.16	43.16	45.67
德国 DAX 指数	22425.83	0.692180	76.06	-0.15	3.64	23.77	52.89
法 CAC40 指数	7555.87	-0.236210	3.13	-4.55	-4.02	-6.31	48.57
恒生指数	22008.11	0.164528	2.06	-6.05	8.81	24.01	74.50
沪深 300 指数	3775.07	-0.173000	-0.23	-3.57	-1.10	4.17	70.15
美国 SP500 指数	5560.83	0.580240	5.16	-0.36	-7.92	8.69	51.68
纳斯达克综合指数	17461.32	0.548136	7.12	0.79	-11.05	9.24	57.04
日经 225 指数	35839.99	0.375990	4.55	-3.44	-8.14	-5.52	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	603501.SH	韦尔股份	128.4100	5.0131	无数据	603501.SH	韦尔股份	128.4100	5.0131	无数据
2	300750.SZ	宁德时代	232.0300	-1.2008	无数据	300750.SZ	宁德时代	232.0300	-1.2008	无数据
3	603259.SH	药明康德	60.4500	4.0627	无数据	603259.SH	药明康德	60.4500	4.0627	无数据
4	601318.SH	中国平安	51.0000	-0.4101	无数据	601318.SH	中国平安	51.0000	-0.4101	无数据
5	601288.SH	农业银行	5.5900	-0.3565	无数据	603986.SH	兆易创新	126.7200	10.0000	无数据
6	688256.SH	寒武纪-U	705.0000	-0.8160	无数据	601288.SH	农业银行	5.5900	-0.3565	无数据
7	000333.SZ	美的集团	74.2000	1.3246	无数据	688256.SH	寒武纪-U	705.0000	-0.8160	无数据

8	600900.SH	长江电力	29.4600	-0.8748	无数据	000333.SZ	美的集团	74.2000	1.3246	无数据
9	002475.SZ	立讯精密	30.5300	-1.3570	无数据	600900.SH	长江电力	29.4600	-0.8748	无数据
10	002594.SZ	比亚迪	355.0000	-1.3889	无数据	002594.SZ	比亚迪	355.0000	-1.3889	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	1801.HK	信达生物	53.6500	-0.01014760	32976.51	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	371396.09
2	0941.HK	中国移动	81.4500	-0.00183824	43264.51	0700.HK	腾讯控股	473.0000	-0.01087411	252287.21
3	0981.HK	中芯国际	45.7500	0.00770925	44386.86	9988.HK	阿里巴巴-W	115.0000	-0.00173611	200179.26
4	9992.HK	泡泡玛特	197.9000	0.02538860	44602.12	1810.HK	小米集团-W	47.4500	-0.00105263	155179.89
5	0883.HK	中国海洋石油	16.7400	-0.01529412	65991.56	3690.HK	美团-W	132.1000	0.02881620	150273.69
6	9868.HK	小鹏汽车-W	73.6000	-0.04477612	93335.04	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	125169.15
7	1810.HK	小米集团-W	47.4500	-0.00105263	122420.42	9868.HK	小鹏汽车-W	73.6000	-0.04477612	103620.98
8	0700.HK	腾讯控股	473.0000	-0.01087411	154462.20	0883.HK	中国海洋石油	16.7400	-0.01529412	95572.91
9	9988.HK	阿里巴巴-W	115.0000	-0.00173611	205793.32	0941.HK	中国移动	81.4500	-0.00183824	49982.37
10	3690.HK	美团-W	132.1000	0.02881620	275497.10	9992.HK	泡泡玛特	197.9000	0.02538860	38543.43

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032