

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-30

宏观策略

2025 年 04 月 30 日

宏观深度报告 20250428: 25Q1 固收+基金转债持仓十大亮点

特征 1: 2025Q1, 固收+基金规模整体为净申购, 其中二级债基和可转债基金的基金规模增幅相对更明显, 受益于优异的净值表现, 尤其是可转债基金在 2025Q1 表现突出, 整体跑赢其他固收+基金和中证转债指数, 与等权指数相当。特征 2: 观察大类资产配置情况, 固收+基金多数降低了杠杆率以及含权资产整体仓位, 对其中转债、股票的配置变化不一。具体来看, 一级债基和二级债基相对稳健, 降低了整体含权仓位的比例; 转债基金降低了股票仓位但提高转债仓位; 而偏债混和灵活配置型基金则降低了转债仓位, 增加了股票仓位, 弹性诉求或更强。按照基金波动性划分看, 高波基金提高了转债仓位, 略微降低股票仓位; 中低波基金的含权仓位整体下降。

宏观量化经济指数周报 20250427: 如何理解新的结构性货币政策工具和新型政策性金融工具

从“量”和“价”两个方面拓宽流动性投放空间, 结构性政策工具的“量增、价降”也是“适度宽松”的重要内容。

海外周报 20250427: 25Q1 美国 GDP 会转负吗? ——五一假期海外市场前瞻

本周特朗普暂停威胁更换鲍威尔且对华贸易态度有所缓和, 市场情绪因此回暖, 美元资产普遍上涨, 黄金价格上破 3500 美元/盎司后有所回落。最新公布的彭博海外分析师调查再度大幅下修今年各季度美国增长预期, 小幅上调通胀预期, 并维持年内首次降息在 25Q3 不变。向前看, 我们认为特朗普未来或将重心从关税政策转移至减税政策, 叠加美联储存在 6 月降息的可能, 美国经济或于 25H2 企稳回升。同时进口链上各部门对商品成本的分摊和未来可能下行的工资和能源通胀或令美国 25H2 通胀反弹幅度有限。五一假期期间关注美国 25Q1 GDP 和 4 月非农就业等重要经济数据。25Q1 美国 GDP 存在转负的可能, 虽然这并不意味着美国经济陷入实质性衰退, 但仍将进一步加大当前市场的衰退担忧情绪。风险提示: 特朗普政策超预期; 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机。

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

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

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

中集集团 (000039): 2025 年一季报点评: 归母净利润 5.4 亿同比提升 550%, 核心板块经营稳健

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 30/38/46 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 14/11/9X, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等

广发证券 (000776): 2025 年一季报点评: 各业务板块收入均有增长, 自营及经纪表现亮眼

事件: 广发证券发布 2025 年一季度业绩, 实现营业收入 72.4 亿元, 同比 +46.3%; 归母净利润 27.6 亿元, 同比 +79.2%; 对应 EPS 0.33 元, ROE

2.1%，同比+0.9pct。经纪及两融市占率稳健提升：2025年一季度实现经纪业务收入20.5亿元，同比+50.7%，占营业收入的28.8%。全市场日均股基交易额17031亿元，同比+70.3%。公司两融余额1113亿元，同比+28%，市场份额5.8%，同比+0.1pct。AI部署全面赋能经纪业务，专注开发应用场景：2025年3月20日广发证券易淘金App鸿蒙版上线“AI语音指令”功能。目前广发证券已接入了DeepSeek、清华智谱、阿里千问等多个十亿至千亿参数规模的大模型基础设施矩阵，其中DeepSeek-R1模型的思维链（Chain-of-Thought, CoT）能力被重点应用于投顾业务，赋能客服营销与运营。投行整体稳健，一季度投行收入小幅增长。2025年一季度实现投行业务收入1.5亿元，同比+4.2%。完成股权主承销规模6.3亿元，同比-89.9%，排名第25；其中IPO1家，募资规模5亿元；再融资1家，承销规模2亿元。债券主承销规模695亿元，同比+0.4%，排名第14；其中公司债、金融债、中期票据承销规模分别为265亿元、230亿元、91亿元。截至2025年一季度末，IPO储备项目6家，排名第13，其中两市主板4家，北交所2家。资管受降费影响下滑，广发及易方达规模持续增长。2025年一季度实现资管业务收入16.9亿元，同比+5.3%。截至2024年末，①广发资管管理规模2535亿元，同比+23.9%。其中，集合、定向和专项规模分别同比+30.1%/+1.3%/+205.3%②广发基金管理公募规模同比+20%至1.5万亿元；非货规模8404亿元，排名第3。③易方达管理公募规模同比+22%至2.1万亿元，非货规模1.4万亿元，排名第1。自营业务表现亮眼：2025年一季度实现投资收益（含公允价值）23.3亿元，同比+106.5%；调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）22.9亿元，同比+24.7%。权益投资方面，坚持价值投资思路，利用多策略投资工具降低投资收益波动；固收交易方面，较好的控制了债券投资组合的久期、杠杆和投资规模，有效把握市场结构性机会，实现较好的投资业绩。

东方证券（600958）：2025年一季报点评：净利润增速超60%，自营业务弹性释放

盈利预测与投资评级：结合公司2025年一季度经营情况，我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为36.93/39.83/43.00亿元，对应增速分别为10.22%/7.87%/7.95%，当前市值对应2025-2027年PB估值分别为0.90x/0.87x/0.84x。看好交投活跃度回升背景下公司在财富管理转型及基金管理方面的增量，维持“买入”评级。风险提示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

奥泰生物（688606）：2024及2025Q1业绩点评：小而美POCT龙头，业绩持续超预期

事件：公司于2025年4月29日公布2024年及2025Q1财报。2024年公司实现总营业收入8.67亿元，同比增长14.83%；实现归母净利润3.02亿元，同比增长67.5%；扣非归母净利润2.38亿元，同比增长61.7%；2025Q1实现总营业收入2.08亿元，同比增长4.3%；实现归母净利润0.61亿元，同比增长36.7%；实现扣非归母净利润0.58亿元，同比增长54.5%。

聚焦客户、销售增长稳中有升。从业务拆分来看，传染病类检测产品收入3.66亿元，同比增长33.07%；毒品及药物滥用类检测产品收入2.32亿元，同比增长率13.70%；妇女健康类检测产品收入0.76亿元，同比增长率7.72%；肿瘤类检测产品收入0.33亿元，同比增长64.16%。公司积极参与了国内外包括Medica、CMEF、FIME等在内的数十个国际知名行

业展会，通过多渠道拓展净增客户 500 多个。公司始终坚持以客户为先，不断提升公司产品以及服务质量，实现了销售的稳步增长。公司客户群体不断扩大，市场份额持续提升。 专注 POCT，国际市场影响力强：公司采取全球化布局以及分散型客户战略，产品远销全球 170 多个国家和地区，境外合作客户超 2000 个，境外销售占比超过 90%。公司新产品在欧美等高端市场具有较强的市场竞争力，在欧洲市场毒品检测产品具有绝对优势。在 POCT 毒品检测、传染病检测等细分领域，能与国际巨头相竞争；传染病检测试剂被用于东南亚等地区的政府、海军医院；心肌肌钙蛋白 I、A 族链球菌等检测试剂销往世界 500 强企业，公司客户在体外诊断领域具有一定的影响力。公司具备参与国际市场的竞争优势，有助于未来在国内市场的拓展。 创新能力优势显著，产品种类丰富：公司每年持续研发投入以及研发创新，坚持依靠技术创新开发新产品，提升产品质量和增强企业竞争力。截至报告期末，公司累计获得授权专利/软件著作权 196 项，其中发明专利 35 项、实用新型专利 78 项、外观设计专利 73 项、软件著作权 10 项。2024 年公司新增上市产品 107 项。公司具备较强的科研成果转化能力，能在短时间内将科研成果迅速转化为产品，实现产业化规模，推动 POCT 快速诊断技术不断创新突破，为体外诊断试剂行业向中高端领域发展作出积极贡献。

三一重工 (600031)：2025 年一季度点评：业绩持续超预期，工程机械龙头充分受益于国内外需求共振

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测值为 85.0/111.4/127.2 亿元，对应当前市值 PE 分别为 19/15/13x，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

华中数控 (300161)：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩短期承压，持续高研发投入助力数控系统国产化

盈利预测与投资评级：考虑到公司智能产线确收放缓，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 0.87 (原值 1.01) /1.54 (原值 1.82) 亿元，预计 2027 年归母净利润为 2.37 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 63/35/23 倍，考虑到公司属于高端数控系统领域稀缺资产，维持公司“增持”评级。 风险提示：机床行业复苏不及预期，研发不及预期，市场竞争加剧风险。

中国银河 (601881)：2025 年一季报点评：低基数下，投资净收益翻番，带动净利润增速超 80%

事件：中国银河发布 2025 年一季度业绩：实现营业收入 75.6 亿元，同比+4.8%；归母净利润 30.2 亿元，同比+84.9%；对应 EPS 0.25 元，ROE 2.4%，同比+1.1pct。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 126/135/142 亿元，分别同比+26%/+7%/+5%，对应 2025-2027 年 PB 为 1.14/1.08/1.04 倍。资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，大型券商控制风险能力更强，能更大程度的享受政策红利，维持“买入”评级。 风险提示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

天顺风能 (002531)：2024 年报及 2025 年一季报点评：业绩承压，静待出货起量

事件：公司 24 年营收 48.6 亿元，同比-37.1%，归母净利润 2 亿元，同比-74.3%，毛利率 19.5%，同比-3.3pct，归母净利率 4.2%，同比-6.1pct；其

中 24Q4 营收 13 亿元，同环比-1.5%/-0.1%，归母净利润-0.9 亿元，同环比-215.8%/-215.2%，毛利率 3.8%，同环比-22.7/-19pct，归母净利率-6.7%，同环比-12.4/-12.5pct。25Q1 营收 9.3 亿元，同环比-12.1%/-28.8%，归母净利润 0.4 亿元，同环比-76%/-140.9%，毛利率 23.5%，同环比-6.9/19.7pct，归母净利率 3.8%，同环比-10.2/+10.6pct。24 年拆分：分业务来看，公司海工装备实现收入 4.3 亿元，同比-71.6%，毛利率 3.1%，同比-13.3pct；对应 6.2 万吨，同比-49.0%。截至 24 年底，海上风电项目进展已进入加速期，公司在手项目青洲六、华能临高等项目已陆续实现完工交付。国核院海洋牧场、青洲五/七导管架、华润苍南升压站项目相继启动施工，计划于 25 年上半年陆续发运。陆塔业务实现营收 16.7 亿元，同比-48.0%，毛利率 7.2%，同比-5.6pct；对应 27.5 万吨，同比-39.2%，交付量较差主要系公司保持以往竞争优势基础上转向高质量发展，不再以规模扩产为主要目标，交付下降所致。叶片类产品收入 12.5 亿元，同比-20.6%，毛利率-0.7%，同比-11.9pct。发电收入 12.7 亿元，同比+2.1%，毛利率 62.5%，同比-2.3pct。

同庆楼（605108）：2024 年报及 2025 一季报点评：宴会需求回暖，关注新店业绩释放

盈利预测与投资评级：同庆楼依托老字号品牌深耕宴会餐饮市场，高效运营的餐饮门店和富茂酒店持续扩张，随着新开门店爬坡，公司有望释放业绩弹性。基于新开门店亏损等因素，我们下调公司 2025/2026 年、新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 2.2/3.6/4.8 亿元（前值为 3.2/4.3 亿元），对应 PE 估值为 24/15/11 倍，维持“增持”评级。风险提示：需求走弱下同店表现承压、开店节奏不及预期、新店爬坡期拖累业绩等。

万辰集团（300972）：2025 一季报点评：Q1 业绩超预期，行业进入净利率上升通道

量贩业务净利率环比大幅改善，我们认为得益于竞争趋缓、规模效应提升，再次验证行业本身具备净利率上升通道；叠加省钱超市新业态，继续看好公司成长性。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 9.44/12.57/16.08 亿元（此前盈利预测分别为 7.0/9.7/12.3 亿元），同比+221.68%/+33.18%/+27.85%，对应 PE 为 22/16/13X。维持“买入”评级。

华图山鼎（300492）：2024 年报及 2025 一季报点评：业绩进入兑现期，发布员工持股计划

事件：2025 年 4 月 29 日，华图山鼎发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年公司实现营业收入 28.33 亿元，同比+1,046%；归母净利润 0.53 亿元，同比+158%，扣非归母净利润 0.24 亿元，同比+123%。2025 年 Q1 营收 8.27 亿元，同比+19%，归母净利润 1.21 亿元，同比+67%。2025 年 Q1 公司业绩进入兑现期：2024Q4/2025Q1 营收 7.02/8.27 亿元，yoy+246%/+19%，归母净利润-0.76/1.21 亿元，yoy-/ +67%，扣非归母净利润-0.78/1.18 亿元，yoy+22%/+107%。公司净利润显著提升，盈利能力增强。2024 年非学历培训业务规模显著释放：2024 年非学历培训和建筑设计营收分别为 27.91/0.41 亿元，yoy+1309%/-16%，非学历培训毛利率 54%，同比+0.26pct。国家及地方公务员招录考试培训是公司营业收入的重要来源，华东、华中、华北地区收入占总体比例达 53%。公司发布 2025 年员工持股计划：计划受让股份 272.3 万股，占公司总股本 1.94%，

包括 13 位高管的不超过 275 名核心员工参与，资金总额上限不超过 1.25 亿元。股份来源为公司回购，截至目前尚未开始回购，计划以 45.91 元/股为受让价格。考核目标为 2025/2026 年归母扣非净利润分别为 3.2/4.0 亿元。盈利预测与投资评级：作为深耕公考培训 20 年的职业教育龙头，华图教育以线下面授为主要形式，提供培训课程产品和全流程咨询服务。目前是经营主体实现上市的第二年，待员工持股完成、经营理顺后有望进一步释放利润。基于业绩释放节奏调整华图教育盈利预期，2025-2026 年归母净利润分别为 3.7/4.5 亿元（前值为 6.2/7.7 亿元），新增 2027 年盈利预测 4.9 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 35/28/26 倍，在公考行业中估值相对合理，维持“买入”评级。风险提示：行业政策风险，应收账款增加和发生坏账的风险，产业调整与风险控制带来的毛利率下降风险，市场竞争加剧风险等。

百润股份（002568）：2024 年报及 2025 年一季报业绩点评：全年业绩符合预期，期待威士忌动能释放

展望全年，预调酒业务方面，将继续打造 358 度产品矩阵，强爽维持势能、微醺/清爽实现有策略的放量，同时预计开发 8~20 度新品满足强酒感度客户需求，预计亦有望带来一定增量贡献，全年目标力争实现正增长；威士忌业务方面，25 年 3 月推出“百利得”单一调和威士忌 22 和 66，预计 Q2 将推出“嵊州”单一麦芽威士忌系列，当前招商进展顺利，锚定全年目标奋进。结合 24 年业绩表现以及后续规划综合分析，我们调整 2025-2026 年营收为 35、40 亿元（前值为 37.5/43.5 亿元），同比+15%、14%，新增 2027 年营收为 47 亿元，同比+18%，归母净利润为 8.1、9.7 亿元（前值为 8.3/10.0 亿元），同比+12%、20%，新增 2027 年归母净利润为 11.8 亿元，同比+22%，对应 PE 为 34、28、23 倍，维持“买入”评级。

豪迈科技（002595）：2025 年一季报点评：业绩持续快速增长，业务布局多点开花

盈利预测与投资评级：考虑公司各项业务进展顺利，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 24.55（原值 23.35）/29.89（原值 27.63）/35.46（原值 31.90）亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 19/15/13 倍，维持公司“买入”评级。风险提示：轮胎模具需求不及预期，原材料价格波动，研发进度不及预期。

宝通科技（300031）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：工业端前瞻布局具身智能，移动端新游储备充沛

盈利预测与投资评级：考虑到公司新产品周期开启略晚于我们预期，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 为 0.73/0.93/1.12 元（2025-2026 年前值为 1.14/1.39 元），对应当前股价 PE 分别为 31/24/20 倍。我们看好公司前瞻布局并落地 AI、具身智能等先进技术，维持“买入”评级。风险提示：新游表现不及预期，工业智能化不及预期，政策监管风险。

新锐股份（688257）：2025 年一季报点评：业绩稳步提升，加速拓展布局海外市场

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.25/2.75/3.32 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 17/14/11 倍，公司产品矩阵不断完善，海外渠道布局进展顺利，具有优质成长性，维持公司“增持”评级。风险提示：凿岩工具需求不及预期，原材料价格波动，海外

拓展不及预期。

奥浦迈 (688293): 2024 年报&2025 年一季报点评: 培养基业绩增速亮眼, 放量逻辑持续验证

事件: 2024 年公司实现营收 2.97 亿元 (括号内为同比增速, 下同, +22.26%), 归母净利润 0.21 亿元 (-61.04%), 扣非归母净利润 659 百万元 (-81.03%), 销售毛利率 53.03% (-5.82pct)。2025Q1 公司实现营收 83.68 百万元 (+4.98%), 归母净利润 14.67 百万元 (-25.08%), 扣非归母净利润 10.80 百万元 (-33.06%), 销售毛利率 60.09% (-5.91pct)。2024Q1 培养基业务增速亮眼, CDMO 业务受投融资影响承压: 分业务来看, ① 2024 年培养基业务营收 2.44 亿元 (+44.0%), 其中 CHO 培养基营收 1.99 亿元 (+49.0%), 293 培养基营收 17.5 百万元 (-22.3%), 293 培养基下滑主要系 IVD 客户新冠相关技术影响; 2025Q1 培养基营收 73.34 百万元 (+2.5%), 在 2024Q1 基数较高的情况下仍然强劲增长。② 2024 年 CDMO 业务营收 52.6 百万元 (-25.7%), 2025Q1 营收 10.23 百万元 (+27.1%)。③ 分地区来看, 2024 年境内营收 2.02 亿元 (-1.0%), 境外营收 94.5 百万元 (+144%); 2025Q1 境外增速高于境内, 我们预判全年境外将实现较高增长。④ 毛利率下滑主要系产品结构变化影响, CDMO 业务毛利率较低且相关固定资产折旧摊销增加, 主业培养基产品毛利率依旧稳定在 70% 左右。净利率系受到高新技术企业资格取消带来的所得税税率上升影响, 我们判断此影响在该资质重申后出清。风险提示: 下游需求持续下行; 大项目落地不及预期; 市场竞争加剧等。

中信证券 (600030): 2025 年一季报点评: 各项业务稳定增长, 投资净收益亮眼

事件: 中信证券发布 2025 年一季报业绩: 实现营业收入 177.6 亿元, 同比+29.1%; 归母净利润 65.5 亿元, 同比+32.0%; 对应 EPS 0.42 元, ROE 2.4%, 同比+0.5pct。盈利预测与投资评级: 我们小幅调整对公司的盈利预测, 2025-2027 年的归母净利润为 257/260/292 亿元 (前值为 256/261/290 亿元), 同比分别 18%/1.4%/+12%, 对应 2025-27 年 PB 为 1.20/1.14/1.08 倍。考虑到资本市场改革持续优化, 头部券商能更大程度的享受政策红利, 中信证券作为龙头券商有望抓住机遇强者恒强, 维持“买入”评级。风险提示: 交易量持续走低, 权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

药康生物 (688046): 2024 年报&2025 年一季报点评: 利润短期承压, 海外业务维持高增长

事件: 2024 年, 公司实现营收 6.87 亿元 (+10.39%, 括号内为同比增速, 下同), 归母净利润 1.10 亿元 (-30.89%), 扣非 0.76 亿元 (-29.33%); 销售毛利率 61.99% (-5.62pct), 归母净利率 15.99% (-9.55pct), 销售费用率 15.6% (+0.3pct), 研发费用率 12.7% (-2.8pct), 管理费用率 19.3% (+0.4ct)。2025Q1, 公司实现营收 1.71 亿元 (+8.76%), 归母净利润 29.98 百万元 (+1.70%), 扣非 25.11 百万元 (+9.80%); 销售毛利率 63.05%, 归母净利率 17.55%, 销售费用率 14.5% (+0.3pct), 研发费用率 10.7% (-4.0pct), 管理费用率 18.1% (-1.7pct)。利润短期承压, 海外业务保持高增长: ① 分业务来看, 24FY 商品化小鼠模型销售营收 4.0 亿元 (+9.0%), 功能药效营收 1.5 亿元 (+14.6%), 定制繁育营收 0.85 亿元 (+8.0%), 模型定制营收 0.34 亿元 (-3.4%)。受投融资下行引起的需求不振等因素影响, 商品化小鼠模型尤其人源化小鼠增速有所放缓; 但随着公司小鼠品系丰富、药效服务体系完善, 功能药效业务保持了快速增长。② 分区域来

看，海外营收 1.14 亿元（+22.5%，业务占比 18.3%），国内营收 5.72 亿元（+8.3%）。③报告期内毛利率有所下降，主要系商品化小鼠模型销售中毛利率较低的品类占比提升，以及功能药效开拓项目价格较低的科研客户，同时也有部分人员成本、设施折旧与租金增加原因；25Q1 毛利率随着价格竞争情况有所好转，我们判断未来趋势向好。费用方面，销售费用提升主要系海外市场拓展，研发费用缓和主要系斑点鼠平台搭建工作基本准备就绪。风险提示：需求持续下行；海外市场拓展不及预期；市场竞争加剧等。

三只松鼠（300783）：2025 一季报点评：分销稳步推进，利润端有优化空间

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 4.9/7.1/11.1 亿元，同比+21%/+44%/+56%，对应 PE 为 22/15/10X。维持“买入”评级。

天味食品（603317）：2025 年一季报点评：短期调整致业绩承压，轻装上阵改善可期

25Q1 业绩低于预期，我们下调 25-27 年收入预期为 36.6/40.2/44.4 亿元（此前预期为 38.5/42.3/46.7 亿元），同比+5%/+10%/+11%；下调 25-27 年归母净利润预期为 6.3/7.1/8.0 亿元（此前预期为 7.1/7.8/8.6 亿元），同比+0.3%/+13%/+13%，对应 PE 分别为 20/18/16x，维持“买入”评级。

起帆电缆（605222）：2024 年报及 2025 年一季报点评：营收业绩短期承压，海缆增长等候时机

盈利预测与投资评级：考虑陆缆竞争激烈，公司毛利率下滑，叠加公司海缆拓展短期不及预期，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 2.9/3.7/4.5 亿元（2025-2026 年前值为 7.3/9.2 亿元），同增 111%/30%/21%，对应 PE 为 21/16/13 倍，由于公司工艺技术领先，生产、销售规模位居行业前列，维持“买入”评级

安井食品（603345）：2024 年报及 2025 年一季报点评：龙头韧性依旧，25 年稳中前进

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 16.2/18.3/19.6 亿元，同比+9%/+12%/+7%，对应 PE 为 13/12/11X。维持“买入”评级。

赛恩斯（688480）：2024 年报&2025 一季报点评：业务结构改善，出海&紫金合作持续推进

盈利预测与投资评级：考虑到公司 2024 年实际归母净利润比业绩快报数（1.91 亿元）略低，我们下调公司 2025-2026 年、引入 2027 年归母利润预测至 1.96（原值 2.15）/2.45（原值 2.67）/2.88 亿元，同比增加 8.32%/25.21%/17.64%，对应 PE 16.0/12.8/10.9 倍（估值日期 2025/4/29）。维持“买入”评级。

华锐精密（688059）：2024 年报&2025 年一季报点评：25Q1 业绩重回增长区间，股权激励结束费用边际改善

盈利预测与投资评级：考虑到刀具行业需求偏弱，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 1.57（原值 1.83）/2.11（原值 2.49）亿元，预计 2027 年归母净利润为 2.73 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 23/17/13 倍，考虑到公司产品矩阵不断拓展，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，原材料价格波动，刀具需求不及预期。

汇川技术 (300124): 2024 年报及 2025 一季报点评: 25Q1 业绩大超预期, 战略布局 “AI+人形”

盈利预测与投资评级: 预计公司 25-27 年归母净利润 56.3/70.8/86.9 亿元, 同比+31%/+26%/+23%, 较前期对 25/26 年预测的 60.1/71.8 亿元有所下调, 27 年为本期新增预测, 对应现价 PE 分别为 31x、25x、20x, 给予 25 年 40 倍 PE, 目标价 83.6 亿元, 维持 “买入” 评级。

固德威 (688390): 2024 年报&2025 一季报点评: 25Q1 环比略有改善, Q2 持续环增, 全年出货有望高增

盈利预测与投资评级: 考虑国内逆变器占比较高毛利率较低, 费用率水平依旧较高, 我们下调此前盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 3.5/5.0/7.0 亿元, (2025-2026 年前值为 6.1/8.7 亿元), 同比+672%/+43%/+39%, 对应 PE 为 28/20/14 倍, 考虑公司储能及并网出货明显改善, 2025 年有望高增, 维持 “买入” 评级。 风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期。

伟创电气 (688698): 2025 年一季报点评: 业绩符合预期, 战略布局 “机器人+数字能源” 业务

25Q1 营收+18%、归母净利润+6%、业绩符合市场预期。公司发布 2025 年一季报, 实现营收 3.87 亿元, 同比+18.16%, 归母净利润 0.57 亿元, 同比+5.60%, 扣非净利润 0.55 亿元, 同比+4.34%, 毛利率 37.71%, 同比-2.39pct, 销售净利率 14.41%, 同比-1.99pct, 主要系下游低毛利行业交付进展较快, 我们预计全年毛利率仍将维持稳定。综合看, 公司业绩整体稳健增长, 符合市场预期。 下游行业持续拓展、战略布局智慧能源。1) 25Q1 变频器收入 2.32 亿元, 同比+17.95%, 公司变频器产品矩阵完善, 港口起重、船舶、石油石化积极拓展, 后续增势有望延续; 2) 伺服系统及控制系统 1.33 亿元, 同比+9.76%, 公司产品功率范围覆盖全面, 随着 “大平原业务” 战略实施, 将逐步拓宽至毛利率较低但规模较大的行业, 但公司将凭借规模效应&零部件自制, 实现规模增长同时利润率稳定; 3) 数字能源收入 0.1 亿元, 同比+1216%, 公司拓展以电源技术为基础的产品, 重点实施智慧能源新生态战略, 后续将凭借综合解决方案, 板块营收有望持续高增。 光伏扬水增势持续、独联体新机会有望起量。1) 25Q1 国内收入 2.80 亿元, 同比+15.33%, 核心下游起重 (通用)、机床、纺织、印包等市占率仍较小, 国产替代空间大, 公司围绕大客户战略, 拓宽下游机型, 我们预计市占率将持续稳步提升, 我们预计 25 年公司国内收入有望同增 20%+。2) 25Q1 海外营收 0.99 亿元, 同比+28.74%, 光伏扬水高景气持续, 一带一路地区持续拓展, 同时把握独联体国家石油、电梯、造船等机会点, 有望于 25 年开始放量。综合看, 我们预计公司 25 年海外收入有望同比+20~40%。

万兴科技 (300624): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 持续研发投入, AI 原生应用收入高增

盈利预测与投资评级: 考虑到公司加大 AI 布局投入, 相应销售费用、研发费用有所提升, 我们下调 2025 年、上调 2026 年并新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.31/0.56/0.84/元 (2025-2026 年前值为 0.40/0.44 元), 对应当前股价 2025 年 PS 为 6.75 倍。我们看好公司投入 AI 提升产品力, 业绩潜力有望逐步兑现, 维持 “买入” 评级。 风险提示: 投流竞争加剧风险, AI 进展不及预期风险, 市场竞争风险。

国茂股份 (603915): 2024 年报&2025 年一季报点评: 业绩短期承压, 新

产品加速研发推广

盈利预测与投资评级：考虑到减速机行业需求偏弱，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 3.00（原值 4.21）/3.43（原值 4.90）亿元，预计 2027 年归母净利润为 4.00 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 33/29/24 倍，考虑到公司持续推出新产品增强竞争力，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，下游需求不及预期，研发进度不及预期。

纳科诺尔（832522）：2024 年报&2025 一季报点评：2024 年辊压设备稳健增长，2025 年有望持续稳增长

盈利预测与投资评级：考虑公司 2024 年受行业需求影响订单增速相对放缓，我们下调 2025 年及 2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.8/2.4/3.2 亿元（2025-2026 年前值为 2.6/3.2 亿元），同增 11%/36%/32%，对应 PE 为 33/24/18 倍，考虑公司 2025 年订单回暖，对应 2026 年业绩有望恢复高增，因此维持“增持”评级。风险提示：竞争加剧，需求不及预期。

宏发股份（600885）：2025 年一季报点评：业绩符合市场预期，新品动能多元化

25Q1 营收同比+15%、归母净利润同比+15%、业绩符合市场预期。公司 25Q1 营收 39.83 亿元，同比+15.35%，归母净利润 4.11 亿元，同比+15.47%，扣非净利润 3.81 亿元，同比+14.22%。25Q1 毛利率为 33.77%，同比-1.17pct，主要系原材料价格上涨、部分产品价格竞争加剧，但公司通过规模优势&产品结构优化部分对冲，销售净利率 13.68%，同比+0.02pct，25Q1 整体经营实现“开门红”，业绩符合市场预期。高压直流&汽车增势延续、新能源超预期增长。1）高压直流/汽车继电器：公司高压直流&汽车产品充分受益于国内新能源车增长，核心客户小米、零跑、小鹏销量高增。同时欧洲&北美市场需求恢复带动全球汽车产销逐步复苏。我们预计高压直流/汽车继电器 25 年增速维持同增 30%+/15%。2）新能源继电器：24H2 复苏延续，我们预计 25Q1 景气度逐月上升，Q2 增势有望延续，我们预计全年同增 20%+。工业&信号快速增长、家电&电力表现稳健。1）工业继电器：行业需求触底复苏，光伏、电源、工业等下游需求上涨，预计工业继电器有望保持较快增长。2）信号继电器：公司产品优势明显，下游安消行业需求稳定，温控&医疗&新能源需求增长，行业整体增速有望持续。3）家电功率继电器：政策刺激下，下游旺季提前，但家电产品价格竞争较为激烈，公司紧抓市场份额实现稳增。4）电力继电器：高基数导致需求放缓下，国内增量渐显同时新兴市场回暖，有望保持稳定增长。“75+”战略新阶段、增长动力多元化。1）低压电器：全球暖通旺季、新能源强装潮、电力行业需求复苏共同带动，随公司产品导入国内外标杆客户，增势有望延续。2）其他新品：电流传感器领域，海外需求整体不高，国内回暖；连接器领域，充电领域标杆客户稳固，储能&数据中心快速拓展。电容器领域，新能源车客户项目逐步启动，电机客户订单落地、车载项目逐步商量，新能源&电子客户进程加速，增长动力多元化。未来公司将进一步拓展新品类、新领域、新客户，业务规模有望达 5 亿元。

盛新锂能（002240）：2025 年一季报点评：Q1 费用高企导致亏损，印尼冶炼厂即将放量

盈利预测与投资评级：由于锂价底部区间震荡，我们下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润-1.5/3.6/9.0 亿元（25-26 年原

预期为 0.8/4.6 亿元)，同比+76%/+335%/+152%，对应 26-27 年 PE 为 29x/11x，由于公司持有锂矿资源禀赋优异，且海外印尼工厂即将放量，维持“买入”评级。 风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

海天味业 (603288): 2025 年一季报点评: 成本红利释放, 盈利能力显著提升

2025Q1 业绩符合预期，维持 25-27 年收入预期为 297/328/363 亿元，同比+10%/+11%/+11%；基本维持 25-27 年归母净利润预期为 70/78/86 亿元，同比+11%/+11%/+11%，对应 25-27 年 PE 分别为 33/29/27x，维持“增持”评级。

迈瑞医疗 (300760): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 短期承压, 期待逐季改善

投资要点 事件：公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报，2024 年全年，公司实现营业收入 367.26 亿元（+5.14%，同比，下同），实现归母净利润 116.68 亿元（+0.74%）。2024Q4 单季度实现营业收入 72.41 亿元（-5.08%），实现归母净利润 10.31 亿元（-40.99%）。2025Q1 单季度实现营业收入 82.37 亿元（-12.12%），实现归母净利润 26.29 亿元（-16.81%）。2025Q1 季报业绩略低于我们预期。 2024 年及 2025Q1 国内短期承压，期待 2025 年迎来拐点。分业务来看，1）2024 年公司生命信息与支持业务实现收入 135.57 亿，同比减少 11.11%，其中微创外科业务同比增长超过 30%，国际生命信息与支持业务实现了同比双位数增长。国内市场监护仪、除颤仪、呼吸机、输液泵等相关产品的市场规模在 2024 年出现了大幅度下滑。国际市场生命信息与支持业务全年实现同比双位数增长。2）体外诊断业务实现收入 137.65 亿，同比增长 10.82%，收入体量首次超过生命信息与支持业务，其中国际体外诊断业务同比增长超过 30%。国内市场部分试剂的检测量和价格均一定幅度下滑。根据公司统计，公司化学发光业务的市场排名首次实现国内第三，生化业务的市场占有率首次超过 15%，并仍在持续提升。3）医学影像类实现收入 74.98 亿，同比增长 6.60%，其中国际医学影像业务同比增长超 15%，超高端超声系统 ResonaA20 上市首年实现超 4 亿元收入。4）电生理与血管介入类实现收入 14.39 亿，公司于 2024 年完成对惠泰医疗控制权的收购，快速布局心血管领域细分赛道。 盈利预测与投资评级：考虑到国内新品推广及海外市场开拓费用增加，我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 153.63/180.68 亿元，调整至 119.60/131.31 亿元，预期 2027 年为 152.80 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 22/20/17 倍，考虑到公司产品线丰富，竞争力强，维持“买入”评级。 风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险等，并购整合不及预期风险。

新宙邦 (300037): 2025 年一季报点评: Q1 业绩符合市场预期, 25 年氟化工+电解液拐点将至

盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利预测为 13.1/16.2/20 亿元，同比+39%/+23%/+24%，对应 PE 为 17x/14x/11x，考虑公司氟化工可贡献高增长，我们给予 25 年 25xPE，目标价 43.5 元，维持“买入”评级。风险提示：销量和盈利水平不及预期，原材料价格波动，新项目进度不及预期。

苏州银行 (002966): 2024 年年报&2025 年一季报点评: 业绩增长稳健, 资产质量持续优异

盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年一季度经营情况，我们小幅下调

2025-2027 年归母净利润预测至 55.4/53.2/59.1 亿元（前值为 57.1/63.5/-亿元）。当前市值对应 2025E PB 0.70x，仍处低位。我们看好公司实现五项能力全面提升：基于集团综合金融服务的一体化经营能力、以客为尊的获客活客能力、线上线下并重的数字化协同能力、以人为本干事创业的队伍建设能力、基于全面风险管理的价值创造能力。维持“买入”评级。风险提示：1）经济承压，贷款规模增长受阻；2）息差下行超出预期；3）尾部不良风险暴露。

科华数据（002335）：2025 年一季报及 2024 年年报点评：营收+业绩稳健齐升，出海+AIDC 有望贡献增量

盈利预测与投资评级：考虑到公司新能源业务正在加大海外拓展力度，同时数据中心业务有望带来业绩弹性，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 6.9/10.5/14.0 亿元（2025-2026 年前值为 7.1/9.7 亿元），同增 118%/52%/34%，对应 PE 为 30/20/15x，维持“买入”评级。

帝科股份（300842）：2025 一季报点评：N 型保持高占比，25H2 高铜浆有望量产突破

盈利预测与投资评级：考虑竞争加剧，下调盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利 3.9/5.2/6.7 亿元（前值 4.5/5.6/7.0 亿元），同增 9%/33%/28%；高铜浆量产有望突破，光伏行业有望底部回暖，给予 25 年 20X，对应目标价 55.9 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料上涨超预期、需求增长不及预期、竞争加剧等。

新奥股份（600803）：2025 年一季度业绩点评：核心利润稳定，资产重组推进

盈利预测与投资评级：顺价持续推进，零售气价差有望修复；直销气气量稳定，价差或高位回落。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 51.47/58.96/68.44 亿元，同比 +14.56%/+14.54%/+16.08%，EPS 1.66/1.90/2.21 元，对应 PE 12.1/10.6/9.1 倍（估值日期 2025/4/28），维持“买入”评级。

绿色动力（601330）：2025 一季报点评：归母同增 33%超预期，提质增效成果显著

盈利预测与投资评级：公司进入稳定运营期，提分红+提 ROE 逻辑兑现，激励锁定持续成长，自由现金流增厚可保障长期高分红。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 6.50/7.18/7.60 亿元，对应 16/15/14 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：应收风险，危废项目减值风险，资本开支超预期上行等。

富临精工（300432）：2024 年报及 2025 一季报点评：业绩符合市场预期，铁锂+机器人双轮驱动

投资建议：考虑江西升华股权比例变动，我们下修 25-26 年归母净利预期至 9.6/15.4 亿元（原预期 10.2/17.1 亿元），新增 27 年归母净利预期 20.4 亿元，同增 142%/60%/32%，对应 PE 为 23/14/11 倍。我们给予 26 年 25xPE，目标价 31.5 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，产能建设速度不及预期。

德瑞锂电（833523）：2024 年报&2025 一季报点评：2024 年碳酸锂价格回落带动盈利回升，2025 年有望保持稳增

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，我们略微下调 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 1.73/2.03/2.36 亿元（2025-2026 年前值为

1.81/2.18 亿元), 同增 15%/17%/16%, 对应 PE 为 15/13/11 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 竞争加剧, 需求不及预期。

保利发展 (600048): 2024 年报点评: 行业龙头地位稳固, 积极布局核心城市

盈利预测与投资评级: 公司作为房地产行业龙头央企, 经营稳健, 融资渠道畅通, 估值有望逐步修复。考虑到近年来房地产市场下行, 公司销售规模受到影响并进一步影响结转规模, 我们维持公司 2025-2026 年的归母净利润预测为 55.2/65.5 亿元, 新增 2027 年归母净利润为 74.8 亿元。对应的 EPS 为 0.46/0.55/0.62 元, 对应的 PE 为 18.0X/15.2X/13.3X, 维持“买入”评级。 风险提示: 毛利率修复不及预期; 市场景气度恢复不及预期。

湖南裕能 (301358): 2025 年一季报点评: Q1 单吨盈利触底, 涨价落地拐点将至

投资建议: 考虑铁锂原材料成本影响, 我们下修 25-27 年归母净利至 15.4/22.6/30.2 亿元 (原预期 23/32/40 亿元), 同比+160%/+46%/+34%, 对应 PE 为 15/10/8 倍, 我们给予 25 年 20x, 对应目标价 40.8 元, 公司估值安全边际高, 考虑后续涨价盈利弹性, 维持“买入”评级。 风险提示: 电动车销量不及预期, 原材料价格大幅波动, 产业竞争加剧。

星源材质 (300568): 2024 年报及 2025 一季报点评: 单平盈利见底, 25 年盈利稳中有升

投资建议: 考虑湿法隔膜价格下降, 我们下修 25-26 年公司归母净利预期 4/5.1 亿元 (原预期 5.7/8.1 亿元), 新增 27 年归母净利预期 6.9 亿, 同比增 11%/25%/37%, 对应 PE 为 30x/24x/18x, 维持“买入”评级。 风险提示: 销量和盈利水平不及预期, 行业竞争加剧。

三一重能 (688349): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 风机毛利率短期承压, 静待盈利能力恢复

事件: 公司 24 年营收 177.9 亿元, 同比+19.1%, 归母净利润 18.1 亿元, 同比-9.7%, 毛利率 16.9%, 同比-0.1pct; 其中 24Q4 营收 87.2 亿元, 同环比+17.1%/+130.3%, 归母净利润 11.3 亿元, 同环比+15.5%/+348.6%, 毛利率 18.3%, 同环比+4/+3.5pct。25Q1 营收 21.9 亿元, 同环比+26.6%/-74.9%, 归母净利润-1.9 亿元, 同环比-172%/-117%, 毛利率 6.5%, 同环比-13.2/-11.8pct。 24 年拆分: ①风机及配件收入 136 亿元, 同比增长 14%, 出货量约 9.5GW, 同比+31%; 毛利率 10.99%, 调整同一质保金口径后同比基本持平; 其中, 海外风机业务毛利率 21.71%, 领先国内风机业务毛利率 10pct+。②发电收入 2.9 亿元, 同比-38%, 毛利率 68.1%, 同比-5.0pct; ③风电服务 2.7 亿元, 同比-85%, 毛利率 7.8%, 同比+1.8pct; ④电站产品销售 35 亿元, 同比+446%, 毛利率 36.4%, 同比+0.4pct; 此外, 投资净收益 7.7 亿元, 主要也是风场转让收益。24 年公司对外转让容量 700MW, 在建风场容量 2.6GW。 25Q1 风机毛利率偏低, 静待盈利改善: 25Q1 公司毛利率 6.5%, 无风场转让, 风机毛利率偏低主要系: ①Q1 部分出货为 24 年库存产品, 未享受到供应链降本带来的成本改善; ②部分交付 10MW 订单为低价订单, 叠加 10MW 机型尚未量产, 毛利率水平偏低。往后看, 我们判断伴随着两海机型出货占比提升、10MW 逐步规模化以及 25 年初供应链谈价有所降本, 预计风机毛利率有望逐季改善。 在手订单继续创新高: 24 年公司国内新增订单超 20GW, 创历史新高。海外方面, 24 年全年新签项目合同近 2GW。

上峰水泥（000672）：2024 年年报、2025 年一季报点评：主业盈利企稳回升，分红比例显著提升

水泥主业降本增效、盈利企稳回升，两翼业务持续推进。（1）公司 2024 年实现水泥及熟料销量 2075 万吨，同比-3%，对应吨毛利 55 元，同比-6 元，但 2024 年下半年吨毛利较上半年回升 5 元，得益于水泥行业供给自律改善、供需平衡修复，价格明显反弹。同时降本增效成果明显，2024 年公司熟料能耗成本可比口径同比下降 2.12 元/吨，水泥生产优化原材料配比，制造成本同比实现下降。（2）两翼业务稳步拓展，光、储新能源项目陆续并网投产，全年光伏发电同比增长 206%，物流业务供应链与生态链效率效益稳步提升；新经济股权投资翼聚焦半导体、新能源、新材料产业链优质标的稳健推进。（3）公司 2024 年全年/2025Q1 毛利率分别为 26.2%/27.4%，分别同比-1.6/+5.1pct，Q1 的毛利率改善预计主要因核心水泥市场价格反弹。提升中长期分红回报，五年规划谋划新增长极。（1）2024-2026 年分红回报规划提出分红比例原则上不低于 35%，现金分红金额原则上不低于 4 亿元，当年净利润低于当年现金分红金额时，将采取特别分红由未分配利润中补足，充分保障股东分红回报。（2）2025-2029 年五年规划在建材基石类业务、股权投资资本型业务基础上规划布局新质材料增长型业务，规划 2029 年新质业务占营收比重超过 20%，形成“三驾马车”共驱稳固增长。盈利预测与投资评级：行业景气底部但公司水泥主业盈利持续优于同行，同时积极提升股东回报，五年规划谋划新增长极。随着水泥行业自律改善，景气筑底反弹，公司估值有望迎来修复。基于行业供给自律成效显著，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 7.62/8.97/9.96 亿元（2025、2026 年预测前值 6.61/6.97 亿元），对应市盈率 12/10/9 倍，维持“增持”评级。风险提示：水泥行业竞合态势恶化；两翼业务开拓不及预期的风险。

国电南瑞（600406）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：维持高强度研发投入，业绩符合市场预期

公司 24 年营收 574.2 亿元，同比+11%，归母净利润 76.1 亿元，同比+6%，24Q4/25Q1 实现营收 251/89 亿元，同比+9%/16%，归母净利润分别为 31.4/6.8 亿元，同比+4%/14%；24 年毛利率 26.7%，同比-0.1pct，归母净利率 13.3%，同比-0.7pct，24Q4/25Q1 毛利率 23.3%/24.2%，同比-0.4/-0.5pct，归母净利率 12.5%/7.6%，同比-0.6/-0.1pct。业绩符合市场预期。24 年公司网内业务收入 392 亿元，同比+9%，全年新签订单 663 亿元，同比+14%，奠定了良好的增长基础。24 年实现电网投资 6083 亿，同比+15%，网内市场稳中向好，1）特高压项目方面，中标甘肃-浙江特高压柔直换流阀+控保、陕北-安徽换流阀+控保等项目，金额约 33 亿元，份额遥遥领先，展望 25 年，我们预计有望开工“6 直 5 交”+5 条背靠背，公司作为直流换流阀及直流控保的龙头公司，新签订单方面有望实现大幅增长；2）传统主网方面，公司新一代调控中标超 16 亿元，调度优势进一步凸显，保护、调度、监控等主业预计保持稳健增长，展望 25 年，新一轮大规模设备更新+配网升级等有望为公司传统主业带来新的需求增量。24 年公司网外业务收入 181 亿元，同比+16%，其中国际业务收入 33 亿元，同比+135%，毛利率 19.02%，同比-4.23pct。1）国内网外聚焦电源侧和大型央企国企，调相机、储能、新能源电站解决方案等拳头产品在网外市场实现突破，构网型储能、SVG 等产品开始批量化投放市场，公司能源低碳/工业互联板块营收同比+26%/-10%，电源侧需求维持高景气。展望

25 年，我们预计公司电源侧优势稳固，工业侧缓慢复苏，整体保持稳健增长。2) 国际业务发力“一带一路”重点国家，在沙特市场实现比沙储能投运，中南、中西柔直项目中标柔直换流阀等核心设备，巴西、智利和墨西哥等拉美市场均有斩获。展望 25 年，公司计划设立亚太、中东及欧非、美洲境外三个区域中心，兵团作战有望提升海外市场运营效率及盈利能力。盈利预测：我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 83.7/93.9/105.3 亿元，同比+10%/12%/12%，现价对应 PE 分别为 22x/20x/18x，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，特高压建设不及预期，竞争加剧等。

永辉超市 (601933): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 经营趋势向好, 供应链改造及关店影响短期利润

盈利预测与投资评级: 公司整体经营基本面在持续得到改善, 包括采购、商品结构、供应链改善, 以及门店端调改店加速开店、长期亏损门店关停等。考虑公司供应链改造的短期利润影响和关店成本, 我们下调公司短期业绩指引, 并给予较高的远期业绩预期。我们将公司 2025-26 年归母净利润从 2.7/5.6 亿元, 调整至-8.7/2.4 亿元; 预计 2027 年归母净利润为 14.3 亿元。考虑调改店推进和关闭长尾门店之后公司远期业绩有望展现较好弹性, 仍维持“增持”评级。

2025 年一季报点评: 业绩环比大幅改善, 化工板块同比减亏

盈利预测与投资评级: 根据公司稳油增气战略的推进情况, 以及成品油需求情况, 我们维持 2025-2027 年归母净利润分别 546、603、655 亿元。根据 2025 年 4 月 28 日收盘价, 对应 A 股 PE 分别 12.7、11.5、10.6 倍, 对应 H 股 PE 分别 8.1、7.4、6.8 倍。我们看好油价基本见底情况下, 公司下游炼化板块盈利提升, 且公司炼化一体化产业链优势明显, 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。

德赛西威 (002920): 外延内生并驱, 走向 AI 时代

盈利预测与投资评级: 德赛西威凭借出色卡位优势是 A 股智驾产业链最受益智驾平权的标的, 我们维持公司 2025~2027 年营收预测为 369/462/565 亿元, 同比分别+34%/+25%/+22%; 维持 2025~2027 年归母净利润为 27.6/36.7/47.1 亿元, 同比分别+37%/+33%/+28%, 对应 PE 分别为 21/16/12 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 下游乘用车需求复苏不及预期, 乘用车价格战超出预期。

四方股份 (601126): 2025 年一季报点评: 盈利能力提升, 业绩略超市场预期

事件: 发布 25 年一季报, 公司 25 年 Q1 营收 18.3 亿元, 同比+18%, 归母净利润 2.4 亿元, 同比+33%, 扣非归母净利润 2.3 亿元, 同比+30%。25Q1 公司毛利率 31.8%, 同比-2.1pct, 归母净利率 13.2%, 同比+1.5pct。业绩略超市场预期。立足电网基本盘稳中有增, 配网市场实现新突破。1) 主网方面, 25Q1 电网投资完成额约 956 亿元, 同比+25%, 电网建设仍将聚焦网架、特高压、老旧设备更新等基础设施环节, 二次设备是其中重要的一环。25 年国网输变电第一批&第二批设备招标, 继电保护/变电监控招标量同比+47%/22%。我们预计公司 Q1 网内订单确收较多, 从招标结构来看, 设备更新项目占比持续提升, 公司作为国内二次设备领军企业之一, 有望充分收益, 展望 25 年, 我们预计公司网内业务有望实现 10-15%稳健增长。2) 配网方面, 公司配网业务主要以南网市场为主, 国网

市场主要集中在华东区域，25 年区域联合采购公司实现西南省份的市场突破。随着公司湖州智能工厂建成投产，配电产能有望充分释放，依托智能化一次设备产线+二次技术优势，我们预计 25 年公司配电业务有望实现 15-20%增长。网外市场空间广阔，AIDC 等新市场有望成为重要新增量。1) 发电侧，公司网外二次系统解决方案份额稳固，我们预计公司 Q1 新能源侧订单同比维持较高增速增长，我们认为 136 号文后，部分地面电站抢装带来订单加速增长。全年来看，受配套特高压通道建设推进，新能源风光大基地开工有望加速，我们预计公司新能源侧订单有望维持稳健增长；2) 工业及用户侧，公司与 AIDC 主流运营商保持了紧密沟通合作，依托在电力电子技术+“源网荷储”综合能源解决方案以及乌兰察布等大型项目经验的基础，有望实现在基地型 AIDC 场景下的市场突破。规模效应导致费用率下降，现金流显著改善。公司 25 年 Q1 期间费用 3.5 亿元，同比+10%，费用率 19.1%，同比-1.4pct；经营性现金净流入 1.9 亿元，同比 118.5%；25 年 Q1 末存货 20.4 亿元，同比+8%。盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利润分别为 8.8/10.6/12.4 亿元，同比+24%/19%/17%，现价对应 PE 分别为 15x/13x/11x，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，竞争加剧等。

怡合达 (301029): 2024 年报&2025 年一季报点评: 营收结构优化调整, 业绩拐点已至

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 5.53/6.65 亿元，预计 2027 年归母净利润为 7.91 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 23/19/16 倍，基于公司的业绩拐点，我们上调公司评级至“买入”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，原材料价格波动，FB 业务进展不及预期。

奔朗新材 (836807): 2024 年报&2025Q1 点评: 陶瓷/石材行业竞争加剧致业绩下滑, 期待稀土永磁元器件与先进陶瓷材料放量增长

公司发布 2024 年度&2025 年一季度报告，2024 年与 2025Q1 分别实现营业收入 5.73/1.17 亿元，同比-0.24%/+2.41%；归母净利润 0.24/0.06 亿元，同比-36.46%/-37.32%；扣非归母净利润 0.23/0.05 亿元，同比-32.55%/-43.93%。业绩下滑主要系受到全球经济增速放缓和下游陶瓷、石材行业竞争加剧的双重压力，市场需求收缩，公司回款能力下降，信用减值损失较 2023 年增加 136.23%；同时存货跌价准备和商誉减值损失均计提增加，利息收入减少，销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.03%/9.03%/4.59%/-1.22%，同比-0.51/0.11/-0.45/0.82pct；2024 年销售毛利率同比+0.71pct 至 30.33%，销售净利率同比-2.38pct 至 3.79%。考虑下游需求放缓致公司业绩短期承压，调整 2025~2026 年归母净利润为 0.27/0.32 亿元（前值为 0.38/0.44 亿元），新增 2027 年归母净利润为 0.38 亿元，对应 PE 为 66.14/56.58/46.93x，考虑公司在金刚石工具领域具备技术优势与领先地位，维持“增持”评级。风险提示：1) 市场需求不及预期；2) 宏观经济波动；3) 市场竞争加剧。

鱼跃医疗 (002223): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 25Q1 季报高基数下好于预期, 期待新品快速增长

投资要点 事件：公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报，2024 年全年，公司实现营业收入 75.66 亿元（-5.09%，同比，下同），实现归母净利润 18.06 亿元（-24.63%）。2024Q4 单季度实现营业收入 15.38 亿元（+17.51%），实现归母净利润 2.74 亿元（+33.60%）。2024 年业绩符合我

们预期。2025Q1 单季度实现收入 24.36 亿元 (+9.17%)，归母净利润 6.25 亿元 (-5.26%)，2025 年一季报业绩好于我们预期。2024 年部分产品受 23 年疫情高基数影响，新产品表现亮眼。分业务来看，1) 2024 年公司呼吸治疗解决方案实现收入 25.97 亿，公司呼吸治疗解决方案板块业务由于受到 23 年社会公共需求波动影响，24 年同比有所下降。其中制氧机、高流量呼吸湿化治疗仪等相关产品因高基数影响同比下降，家用呼吸机、雾化器同比增长。2) 临床器械及康复解决方案实现收入 20.93 亿，其中针灸针、轮椅、手术器械产品增长趋势良好，而感染控制产品因 2023 年同期需求波动影响，同比有所下降。3) 家用健康检测解决方案实现收入 15.64 亿，其中电子血压计在现有规模下仍实现同比双位数增长，板块内部分产品（如红外测温仪等）较 23 年高基数相比，营收有所回落。4) 血糖管理及 POCT 解决方案实现收入 10.30 亿，其中 CGM 实现翻倍以上增长。5) 急救解决方案及其他实现收入 2.39 亿，同比 2023 年实现高速增长。2025Q1 高基数影响下收入同比实现增长，利润降幅收窄，业绩超我们预期。2025Q1 单季度实现收入 24.36 亿元 (+9.17%)，归母净利润 6.25 亿元 (-5.26%)，25Q1 实现销售毛利率 50.30%，销售净利率 25.58%，环比 24Q4 分别提升 0.13pct、7.97pct，同比 24Q1 分别提升 0.36pct、-4.05pct。盈利预测与投资评级：考虑到国内新品推广及海外市场开拓费用增加，我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 23.05/26.09 亿元，调整至 19.54/22.11 亿元，预期 2027 年为 25.40 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 17/15/13 倍，考虑到公司 CGM 有望带来第二曲线，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险等。

凯伦股份 (300715)：2024 年报&2025 年一季报点评：大额减值影响业绩，外延并购开拓新增长点

公司在应对需求承压和竞争加剧积极调整客户结构和渠道结构，控制风险同时积极寻找业务增长，并通过外延并购尝试新业务的拓展。我们调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 0.71/1.06/1.47 亿元（2025-2026 年前值为 1.37/1.98 亿元），对应 PE 分别为 57X/38X/27X，考虑到公司主业盈利有望恢复和外延并购业务增长预期，维持“增持”评级。风险提示：房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；应收账款风险；股权质押风险。

米奥会展 (300795)：2024 年报及 2025 年一季报点评：努力打造贸易展会新形态

2024 年收入下降主要原因是出海展会竞争加剧，尤其是东南亚市场，政府补贴不到位等。2024 年公司分别在波兰、阿联酋、巴西、日本、印尼、越南、墨西哥、南非、美国共九个国家举办 14 场展会。总 7500 家企业参展，总办展面积近 30 万平方米，到展买家近 24 万人。2025 年自办展节奏变动导致一季度收入大幅下降，合同负债显示二季度收入有保障。公司 2025 年越南展会调整为 5 月份，导致一季度没有自办展收入，仅有代理收入 0.17 亿元。2025 年一季度合同负债 1.93 亿元，同比增长 13.5%。公司坚持转型专业展会，同时拥抱新质生产力、“AI+数据”驱动赋能，坚持高质量发展，努力打造贸易展会的新形态。我国贸易增量结构上转向一带一路的趋势已成，公司积极拥抱新科技，努力打造新型贸易展会形态。基于贸易的压力，我们下调 2025-2026 年归母净利润预测为 2.66/3.4 亿元（此前为 4.1/5.5 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 4.0 亿元，4 月 28 日收盘价对应 PE 为 16/13/11 倍，调整为“增持”评级。风险提示

示：宏观经济波动、汇率波动、境外办展地政治经济风险、投资并购项目实施风险。

迎驾贡酒（603198）：2024 年报及 2025 一季报点评：中低档酒降速消化，洞藏势能保持积极

事件：公司发布财报，2024 全年实现收入 73.4 亿元，同增 8.5%；归母净利 25.9 亿元，同增 13.4%；对应 24Q4 收入、归母净利同比分别为-5.0%、-4.9%。25Q1 实现收入 20.5 亿元，同比-12.3%；归母净利 8.3 亿元，同比-9.5%。24FY、25Q1 报表增速低于市场预期，主因金银星、普酒销售显著降速。盈利预测与投资评级：公司作为省内大众消费的主力品牌，消费认知积累深厚，洞藏系列拾级而上路径清晰，看好未来仍有广阔空间。短期考虑中低档酒收入拖累影响，我们调整 2025-26 年归母净利润预测至 26.2、28.4 亿元（前值为 32.7、40.0 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 32.1 亿元，当前市值对应 2025-27 年 PE 为 14.9、13.7、12.2X，维持“买入”评级。风险提示：省内消费升级不及预期、省外竞争加剧、食品安全问题。

传音控股（688036）：2024 年报&25 年一季报点评：营收稳健增长，看好新市场&高端化&AI 多重成长

事件：24 年营收 687 亿元，归母净利润 55.49 亿元，同比分别为 +10.31%/+0.22%。25Q1 营收 130 亿元，同比-25.45%，归母净利润 4.90 亿元，同比-69.87%，主要系 2024 年 Q1 基数较高。盈利预测与投资评级：考虑短期外部环境波动，我们下调 25-26 年盈利预测并新增 27 年盈利预测，预计公司 2025-2027 归母净利润为 62.78/73.10/84.92 亿元（此前预测 25-26 年 63.9/79.0 亿元），对应 P/E 为 15/13/11 倍，外部风险已充分释放，维持“买入”评级。

青岛啤酒（600600）：2025 年一季报点评：跨过一季度压力位，后续量价有望提速

短期受益于餐饮修复 β +换届落地管理强化 α 的青啤具备较强的弹性空间，中期维度青啤属于攻守兼备的优质标的，升级韧性、股息率提升是抓手。参考 25Q1 报表节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 48.45、53.50、57.36 亿元（前值为 48.57、52.55、56.75 亿元），对应当前 PE 分别为 22、20、18X，维持“买入”评级。

新华都（002264）：2025 一季报点评：费率优化积极，盈利提升稳步兑现

事件：公司发布 2025 一季报。25Q1 实现营收 11.1 亿元，同比-21.1%；实现归母净利 0.9 亿元，同比-0.6%。利润表现符合市场预期，收入不及市场预期主因跨期确认和净额法确认差异导致。盈利预测与投资评级：不同于其他线上酒类流通商，公司兼具品牌服务商及流通商的双重属性，能够与品牌方实现更紧密的合作绑定，在白酒新零售浪潮中有望持续受益，盈利稳定性相对更强。在原有预期基础上（预计汾酒、老窖品牌销售收入实现 15~20%增长，另有古井新增京东旗舰店贡献积极增量），考虑收入跨期确认差异及非标品利润贡献影响，我们略调整 2025~27 年归母净利润预测为 3.4、4.5、6.0 亿元（前值为 3.4、4.5、5.9 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 13、10、8X，维持“买入”评级。风险提示：宏观需求不及预期；电商平台流量增长趋缓；品牌代理授权变化较难预测。

锦浪科技（300763）：2024 年报&2025 一季报点评：2025Q1 并网及储能环比改善，全年有望恢复高增

盈利预测与投资评级：考虑电站业务增长略有放缓，我们略微下调此前盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 11.6/15.1/19.1 亿元（2025-2026 年前值为 14.4/19.1 亿元），同增 67%/30%/27%，对应 PE 为 18/14/11 倍，考虑公司储能及并网出货明显改善，2025 年有望高增，给予 2025 年 25 倍 PE，对应目标价 72 元，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期。

大商股份（600694）：2024 年年报、2025 年一季报点评：业绩符合预期，期待后续调改进展

盈利预测与投资评级：公司是百货板块内盈利稳定、PE 估值较低 PB<1、分红率 50%、近期推进调改业绩增速较快的低估值高成长标的。考虑公司新帅上任、调改计划推进后的利润率提升，我们基本维持公司 2025~26 年归母净利润预期为 6.5/7.2 亿元，新增 2027 年归母净利润预期为 7.7 亿元，2025~27 年利润同比+11%/10%/7%，对应 4 月 25 日收盘价为 13/12/11 倍 P/E。

上海家化（600315）：2024 年报&2025 一季报点评：经营拐点初显，发布员工持股计划激励成长

盈利预测与投资评级：公司作为国内知名日化品牌企业，品牌矩阵完善且渠道覆盖广泛。2024 年公司因海外业务计提减值及战略调整等因素影响，业绩出现亏损。25 年以来公司在品牌、产品、营销端积极调整，由于 25Q1 公司经营拐点初显，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预测 2.6/3.4 亿元上调至 3.2/4.1 亿元，预计 2027 年归母净利润为 5.4 亿元，2025-2027 年 PE 对应 25/4/25 收盘价分别为 48/38/29 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、战略改革不及预期、新品推广不及预期等。

招商证券（600999）：2025 年一季报点评：费类业务驱动业绩增长，自营投资收益有所回落

盈利预测与投资评级：基于公司 2025 年一季度经营情况，我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 123/131/140 亿元，分别同比+18%/7%/7%，对应 2025-2027 年 PB 为 1.27x/1.16x/1.07x。资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，大型券商控制风险能力更强，能更大程度的享受政策红利，维持“买入”评级。风险提示：1）交易量持续走低；2）权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

华密新材（836247）：2024 年报&2025Q1 点评：成本端增加致业绩下滑，特种工程料项目开启小批量生产

公司发布 2024 年度报告与 2025 年一季报，2024 年实现营收 4.11 亿元，同比+2.51%；归母净利润 0.39 亿元，同比-25.42%；扣非归母净利润 0.35 亿元，同比-25.19%。2025Q1 实现营收 0.96 亿元，同环比+6.47%/-20.00%，归母净利润 0.09 亿元，同环比-11.19%/+28.57%。在国家政策及行业规划的双重推动下，营收同比保持增长主要系公司对橡塑材料的持续研发投入推动产品快速升级换代；净利润同比下降主要系公司投资的高温硅橡胶项目、设立长春分公司投资生产研发产线等项目短期内未带来收益时消耗利润，叠加公司为拓展市场，在异地设立分中心，研发与销售费用增长较多，导致销售毛利率同比降低 0.03pct 至 31.08%，销售净利率同比降低 3.48pct 至 9.46%。材料与制品双业务并驾齐驱，考虑到公司短期业绩下滑承压，调整公司 2025~2026 年实现归母净利润分别为 0.47/0.58 亿元（前值为 0.79/1.21 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 0.74 亿元，对应最新 PE 为 62.78/50.43/39.49x，考虑公司具备长期成长性，维持“增

持”评级。风险提示：1）研发不及预期；2）新品放量不及预期；3）市场竞争加剧。

首旅酒店（600258）：2025 一季报点评：利润端超预期，开店结构优化
 盈利预测与投资评级：首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团，背靠首旅集团协同整合资源，25 年公司继续优化开发经营，开店提速叠加结构升级。维持 2025-2027 年盈利预测，归母净利润分别为 9.1/9.9/10.6 亿元，对应 2025-2027 年 PE 估值为 18/17/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：门店扩张不及预期、市场竞争加剧带来的单房均价下滑等。

克萊特（831689）：2024 年报&2025Q1 点评：市场竞争加剧及成本增加致净利下滑，有望受益中高端风机市场需求增长

公司发布 2024 年度报告&2025 年一季报，2024 年与 2025Q1 分别实现营收 5.29/1.25 亿元，同比+4.06%/+7.11%；归母净利润 0.55/0.11 亿元，同比-9.76%/-14.84%；扣非归母净利润 0.52/0.10 亿元，同比-6.36%/-26.07%。营收同比增长主要系产品订单稳定增加，外销规模扩大，冷却系统、通风机等产品营收同比提升。净利润同比下滑主要系受市场竞争等因素影响导致收入增长不及预期，成本增幅较大，销售毛利率同比-1.74pct 至 28.07%，叠加研发投入与管理费用增加，销售净利率同比-1.58pct 至 10.33%。公司致力于提供高可靠性工业装备环境综合解决方案，考虑公司业绩短期下滑，调整 2025~2026 年归母净利润为 0.66/0.81 亿元（前值为 0.76/0.83 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 1.01 亿元，对应最新 PE 为 43.90/35.65/28.64x，考虑公司坚持以中高端市场为目标，多个下游领域共驱动具备长期成长性，维持“买入”评级。风险提示：1）技术迭代不及预期；2）宏观经济波动；3）市场竞争加剧。

科德数控（688305）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩稳步增长，产能建设进展顺利

盈利预测与投资评级：考虑到制造业景气度复苏不及预期，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 1.70（原值 1.78）/2.15（原值 2.59）亿元，预计 2027 年归母净利润为 2.76 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 45/36/28 倍，考虑到公司在五轴机床领域龙头地位，维持公司“增持”评级。风险提示：机床需求不及预期，产能建设不及预期，研发进展不及预期。

帝尔激光（300776）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩稳健增长，看好泛半导体领域业务布局

立足光伏激光设备，积极推进泛半导体领域布局：1）光伏电池激光设备：TOPCon 电池激光诱导烧结（LIF）设备有效提升光电转换效率 0.3%以上；背接触电池（BC）的激光微蚀刻系列设备通过大面积高精细化蚀刻降低生产成本；激光诱导退火（LIA）设备通过激光对电池进行整幅面高光强均匀光注入显著提高电池转化效率和稳定性；激光转印技术可以大幅节约银浆耗量、提升印刷一致性。2）光伏组件激光设备：全自动高速激光无损划片/裂片机采用无损技术将电池片裂片成指定规格，提高组件整体输出功率。3）消费电子，新型显示和集成电路等领域的激光设备：TGV 激光微孔设备通过精密控制系统及激光改质技术，实现对不同材质的玻璃基板进行微孔、微槽加工，广泛应用于半导体芯片封装、显示芯片封装等领域，报告期内公司已完成面板级玻璃基板通孔设备的出货，实现了晶圆级和面板级 TGV 封装激光技术的全面覆盖。盈利预测与投资评级：考虑到订单收入确认节奏，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分

别至 6.4 (原值 7.7) / 7.2 (原值 9.1) 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 7.6 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 24/21/20 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 下游需求波动风险、市场竞争加剧风险。

科兴制药 (688136): 2024 年报&2025 年一季报点评: 创新药潜力浅露头角, 出海业务维持较高增速

事件: 2024 年, 公司全年实现营收 14.07 亿元 (括号内为同比增速, 下同+11.8%), 归母净利润 31.48 百万元 (+117%), EBITDA 2.0 亿元 (+259%), 扣非归母净利润 35.25 百万元 (+120%), 经营性现金流 1.07 亿元 (+222%), 期间费用减少 2.6 亿元 (-23%)。2025Q1, 公司实现营收 3.54 亿元 (-1.97%), 归母净利润 25.58 百万元 (+106%), 扣非归母净利润 22.60 百万元 (+124%), 经营性现金流 25.58 百万元 (扭亏)。销售费用率同比-8.8pct, 管理费用率-0.03pct, 研发费用率+0.76pct (研发投入 4.19 千万元, 同增+20%)。创新药平台估值待显: 潜力管线较为丰富, 其中①GB18 (GDF15, 适用于肿瘤恶病质), 恶病质在癌症患者中发病率 30%, 恶性肿瘤患者发病率高达 40-70%, 由此推算中美欧市场超 200+亿美元。靶同适应症临床阶段管线, 公司进度较快, 全球格局良好。对标辉瑞 Ponesimab, 根据临床前数据显示, 公司产品有助于控制肌肉流失、脂肪流失, 维护肌纤维能力或将超越辉瑞产品。②TL1A 靶点 (GB20 单抗和 GB24 双抗, 适用于炎症性肠病 IBD), 压制炎症的同时抑制纤维化。③GB12 (IL-4/IL-31 双抗, 适用于特应性皮炎 AD), 抑制炎症的同时缓解瘙痒; 该 PCC 分子体外活性为竞品的 10 倍。④GB10 (VEGF/Ang2, 眼底疾病): 已完成 GMP 中试生产, 非临床动物实验和临床申报稳步推进。商业化加速兑现期: ①2024 年实现外销营收 2.2 亿元 (+62%), 并根据股权激励目标, 2025 年海外目标 6 千万-1 亿美金, 公司将实现白紫、英夫利西、贝伐珠、利拉鲁肽等商业化销售。②平台集群化优势体现, 截至 2024 年底, 累计引进 16 项产品, 覆盖 70 个国家, 110+个项目注册进程; 巴西 墨西哥 新加坡 埃及 越南 德国 6 地子公司, 外派+本地化营销团队深度辐射各大区。③四大拳头产品收入稳定, 2024 年国内整体营收 11.8 亿元 (+6%), EPO 营收 6.5 亿元 (+7.6%), 干扰营收 3.2 亿元 (+1.9%), 升白素营收 1.6 亿元 (+1.6%), 益生菌常乐康营收 1.3 亿元 (-12.4%), 主要系集采后提升覆盖率, 销量实现大幅增长。风险提示: 海外商业化进展, 新药研发失败, 地缘政治风险等。

广脉科技 (838924): 2024 年年报暨 2025 年一季报点评: 深化主营根基, 开辟算力新赛道

盈利预测与投资评级: 公司业绩由于项目确认问题低于我们此前预期, 但高铁信息化业务增长势头强劲, 总体盈利能力仍有抬升。综合来看, 我们向下调整公司 2025-2026 年归母净利润预测至为 0.38/0.50 亿元 (原 0.63/0.74 亿元), 新增 2027 年预测为 0.66 亿元, 对应 PE 分别为 79.85/61.31/46.03 倍。考虑到公司未来几年有望保持高增长态势, 维持“买入”评级。

威贸电子 (833346): 2024 年报暨 2025Q1 季报点评: 营收净利双增, 新老业务齐驱并进

盈利预测与投资评级: 公司业绩基本符合我们预期, 在外贸摩擦不断加剧的大环境下, 我们保守估计, 略下调 2025-2026 年归母净利润盈利预测至 0.53/0.62 亿元 (原 0.55/0.70 亿元), 新增 2027 年预测为 0.74 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 为 42.80/37.14/30.73 倍。考虑到公司业务多点开花, 估

宏观策略

宏观深度报告 20250428: 25Q1 固收+基金转债持仓十大亮点

观点 透过 2025Q1 基金持仓数据,观察到如下 10 点特征: 特征 1: 2025Q1, 固收+基金规模整体为净申购, 其中二级债基和可转债基金的基金规模增幅相对更明显, 受益于优异的净值表现, 尤其是可转债基金在 2025Q1 表现突出, 整体跑赢其他固收+基金和中证转债指数, 与等权指数相当。 特征 2: 观察大类资产配置情况, 固收+基金多数降低了杠杆率以及含权资产整体仓位, 对其中转债、股票的配置变化不一。具体来看, 一级债基和二级债基相对稳健, 降低了整体含权仓位的比例; 转债基金降低了股票仓位但提高转债仓位; 而偏债混和灵活配置型基金则降低了转债仓位, 增加了股票仓位, 弹性诉求或更强。按照基金波动性划分看, 高波基金提高了转债仓位, 略微降低股票仓位; 中低波基金的含权仓位整体下降。 特征 3: 就转债资产仓位而言, 公募基金整体基本维持稳定、略微下降 0.01pct, 固收+基金整体下降 0.6pct, 只有可转债基金环比增加 0.33pct。转债市场在一季度的赚钱效应较好但整体仓位下降, 原因或有: 一是 3 月转债估值、主线行情成交情绪均达到相对高位, 部分资金趋于谨慎, 降低了权益仓位; 二是固收+基金规模大幅增加, 转债仓位被动下降。 特征 4: 公募基金持仓集中度进一步提升, 超配有色、农林牧渔、交运、汽车、国防军工、机械设备居前, 与 2024Q4 趋势一致且超配比例均扩大, 此外超配了基础化工和电子; 低配金融、公用事业、环保等红利板块, 继续低配建筑装饰、石油石化、钢铁、电力设备、医药生物且低配比例扩大; 通信、计算机、传媒变化不大, 配置比例稳定, 其中通信和计算机小幅低配、传媒小幅超配; 食品饮料、美护、商贸零售等消费板块同样变化不大, 配置比例稳定, 小幅低配。 特征 5: 公募基金超配以两端策略为主, 超配偏股型和偏债型个券, 尤其是偏债券超配比例进一步提升。 特征 6: 可转债型基金风格略偏进攻, 提高了转债仓位, 降低了债券仓位, 在品种选择上, 整体以平衡和偏股型品种为主, 且偏股券超配比例进一步提升, TMT、机械设备和汽车等与 AI 相关标的较多的行业均有超配, 可转债型基金规模大部分相对偏小, 操作更为灵活。 特征 7: 转债持仓降低了低评级、临期个券的配置比例, 对 30 亿以下小市值转债仍继续低配, 或是临近年报披露, 公募对公司信用资质趋于谨慎。 特征 8: 金融底仓券配置比例大幅下降, 但兴业和上银仍获较大幅度增持, 整体集中度有提升。苏行转债、中信转债均在一季度到期退出, 缩量明显。兴业、浦发、上银仍为前三大重仓券, 合计持有比例提升, 但浦发有一定减配, 或是受年内即将到期影响。 特征 9: 非金融重仓券中, 光伏、有色、猪肉获大幅加仓, 少有红利券且减仓明显。光伏转债包括晶澳、隆 22、晶能等加仓明显; 多只有色金属券包括华友、金诚、中金加仓明显; 此前在 2024Q4 中减仓较多的猪肉例如牧原、温氏、希望转 2 本季度再次获加仓; 重仓券中少有红利券且减仓明显。 特征 10: 增持靠前的个券主要是分为四类: (1) 光伏和猪肉底仓券, 季初转债绝对价格具有性价比。其中多只转债下修; (2) AI 相关方向 (机器人、算力、PCB、垃圾焚烧 AIDC 等), 包括环旭等; (3) 业绩具有边际向好预期 (风电、宠物、工程机械、有色涨价、军工等), 包括华友等; (4) 低位顺周期板块龙头标的, 包括本钢等, 评级均较高、盘子较大。 风险提示: (1) 数据统计偏差; (2) 历史数据为滞后数据, 指导性有限。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 董含星)

宏观量化经济指数周报 20250427: 如何理解新的结构性货币政策工具和新型政策性金融工具

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2025 年 4 月 27 日, 本周 ECI 供给指数为 50.32%, 较上周回落 0.02 个百分点; ECI 需求指数为 49.92%, 较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.96%, 较上周回升 0.03 个百分点; ECI 消费指数为 49.75%, 较上周回升 0.03 个百分点; ECI 出口指数为 50.21%, 较上周回落 0.06 个百分点。 月度 ECI 指数: 从 4 月前三周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.35%, 较 3 月回落 0.02 个百分点; ECI 需求指数为 49.92%, 较 3 月回落 0.02 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.94%, 较 3 月回落 0.04 个百分点; ECI 消费指数为 49.72%, 较 3 月回升 0.02 个百分点; ECI 出口指数为 50.26%, 较 3 月回落 0.05 个百分点。从 ECI 指数来看, 4 月份经济形势整体仍旧延续较为平稳的态势, 供需两端环比动能虽有所减弱, 但消费、基建等方面的高频数据仍高于去年同期, 需要注意的是对等关税对全球出口的影响已初步显现。地产方面, 30 大中城市商品房销售面积环比延续回落, 指向今年地产小阳春整体偏弱。截至 4 月前 26 日, 30 大中城市商品房销售面积同比增速录得-17.1%, 较 3 月份的 2.5% 明显回落; 出口方面, 对等关税对我国出口以及全球出口的影响已逐步显现, 韩国 4 月前 20 日出口增速较上月同期回落近 10 个百分点, 我国监测港口货物吞吐量在近两周也有所回落, 但在去年同期偏低基数下, 四月出口增速或不会出现明显下滑, 需进一步关注后续贸易摩擦走势对出口造成的扰动。 ELI 指数: 截至 2025 年 4 月 27 日, 本周 ELI 指数为-1.10%, 较上周落 1.14 个百分点。新结构性政策工具和政策性金融工具将迎来“扩量、降价”。在外部冲击影响加大、国内经济回升向好基础还需要稳固的形势下, 4 月 25 日中央政治局会议明确提出创设新的结构性货币政策工具, 并设立新型政策性金融工具, 具体来看: (1) 结构性货币政策工具一般指人民银行创设再贷款工具, 以“报销机制”定向扶持重点领域和行业, 截至 3 月末各项结构性货币政策工具共存续 10 项, 余额合计 5.9 万亿元, 各项再贷款利率维持在 1.75%, 预计人民银行将基于已经到期的科技创新再贷款等工具经验, 创设支持科技创新、稳定外贸等领域的新增再贷款, 在消费领域, 本月政治局会议进一步明确设立“服务消费与养老再贷款”, 意味着本次新设立的再贷款或将重点支持服务消费, 预计再贷款方面或逐步创设“服务消费再贷款”、“养老再贷款”、“稳定消费再贷款”、“科技创新再贷款”以及“稳定外贸再贷款”等多种工具, 拓宽再贷款额度和使用规模, 同时再贷款利率或适度下调, 以当前 6 万亿再贷款余额计算, 再贷款利率下调 25bps 也将为商业银行节省 150 亿利息, 实现结构性降息也是降息的政策效果。(2) 政策性金融工具始创于 2022 年中旬约 7400 亿支持重大项目的政策性、开发性金融工具, 从其诞生之初即发挥着“准财政”工具职能, 能够填补银行贷款因收益不足而不愿或无法进入, 但亟需金融支持的重点领域和薄弱环节, 政治局会议部署创设新型政策性工具, 或意味着将继续由国开行、农发行和进出口行主导, 创设定向支持外贸、科创和消费等领域的“准财政”工具, 同时央行通过 PSL 等常设结构性工具为其提供资金支持。无论是新型结构性货币政策工具, 还是设立新型政策性金融工具, 对当前亟需金融资源支持的科创、外贸、消费等于领域的支持, 本身也属于“超常规逆周期调节”组成成本, 从“量”和“价”两个方面拓宽流动性投放空间, 结构性政策工具的“量增、价降”也是“适度宽松”的重要内容。 风险提示: 短期出现“抢出口”现象; 政策出台力度低于市场预期; 房地产改善的持续性待观察。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李昌萌 证

券分析师: 王洋)

海外周报 20250427: 25Q1 美国 GDP 会转负吗? ——五一假期海外市场前瞻

核心观点: 本周特朗普暂停威胁更换鲍威尔且对华贸易态度有所缓和, 市场情绪因此回暖, 美元资产普遍上涨, 黄金价格上破 3500 美元/盎司后有所回落。最新公布的彭博海外分析师调查再度大幅下修今年各季度美国增长预期, 小幅上调通胀预期, 并维持年内首次降息在 25Q3 不变。向前看, 我们认为特朗普未来或将重心从关税政策转移至减税政策, 叠加美联储存在 6 月降息的可能, 美国经济或于 25H2 企稳回升。同时进口链上各部门对商品成本的分摊和未来可能下行的工资和能源通胀或令美国 25H2 通胀反弹幅度有限。五一假期期间关注美国 25Q1 GDP 和 4 月非农就业等重要经济数据。25Q1 美国 GDP 存在转负的可能, 虽然这并不意味着美国经济陷入实质性衰退, 但仍将进一步加大当前市场的衰退担忧情绪。

大类资产: 特朗普暂停威胁更换鲍威尔, 对华贸易态度有所缓和, 美元资产普涨, 金价上破 3500 后回落。本周 (4 月 21 日至 25 日) 伊始, 特朗普再度批评鲍威尔降息行动“过于迟缓”, 对美联储独立性的担忧一度引起美元资产的抛售, 而黄金价格则突破 3500 美元/盎司再创历史新高。但随后特朗普于周中表示将不会提前更换美联储主席, 并对我国贸易态度首次“松口”, 称当前 145% 的关税水平将“大幅下降”。受益于贸易局势缓和的预期, 大类资产在本周后半段普遍上涨。整体来看, 全周 10 年美债利率降 8.96bps 至 4.235%, 2 年美债利率降 5.02bps 至 3.748%, 美元指数升 0.24%; 标普 500、纳斯达克指数分别涨 4.59%、6.73%; 现货黄金价格在突破 3500 美元/盎司后回落至 3320 美元/盎司, 全周收跌 0.21%, 但年初至今涨幅仍有 26.64%。

海外经济: 美国经济数据延续走弱趋势, 分析师和美联储模型大幅下调 25Q1 美国 GDP 增长预期。本周公布的美国经济数据延续走弱趋势: 景气指标方面, 美国 3 月咨商会经济领先指标环比-0.7%, 预期-0.5%, 前值-0.3%。美国 4 月标普全球制造业 PMI 初值 50.7, 预期 49, 前值 50.2; 服务业 PMI 初值 51.4, 预期 52.6, 前值 54.4。虽然制造业 PMI 意外好于预期, 但从分项来看, 交货延期情况依旧存在, 且就业指数创下去年 10 月以来最低水平。此外 3 月耐用品订单环比+0.9%, 预期-1%, 前值+3.3%, 商用飞机订单激增是环比大超预期的主要贡献者。而扣除运输类耐用品订单环比为 0%, 不及预期+0.3%和前值+0.7%。商业活动疲软和关税政策扰动令市场对美国经济走弱的预期再度升温。增长方面, 分析师大幅下修今年美国增长预期。

①模型: 截至 4 月 24 日, 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 最新预测值为-2.5%, 经黄金进口修正后的增速预测为-0.4%; 截至 4 月 25 日, 纽约联储 Nowcast 模型对 25Q1 美国 GDP 预测值为+2.63%。

②分析师: 根据彭博在 4 月 18-23 日对 82 名分析师的调查问卷, 当前分析师一致预期 25Q1-25Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 0.5→0.8→0.6→1.1%, 均较上月预测值大幅下修, 其中 25Q3 预测值下修 1.1%; 预期未来 1 年美国陷入衰退概率 45%, 较前值 30%大幅上升。向前看, 年内美国 GDP 同比增速料逐步下行, 但由于目前关税政策引发的市场波动和选民支持率下降, 未来特朗普或逐步调整当前激进的关税政策并转向减税政策以刺激经济并争取选票。此外在当前美国经济数据延续走弱趋势的情形下, 美联储或于 6 月进行“预防式降息”。两种因素共同作用或令 25H2 美国经济存在企稳回升的可能。通胀方面, 分析师小幅上修未来几个季度通胀预期。

③分析师: 最新分析师一致预期 25Q2-26Q1 美国 CPI

同比增速分别为 2.9→3.4→3.5→3.2%，PCE 同比增速分别为 2.7→3.1→3.2→3.1%，其中，对 25Q2-25Q4 的 CPI 和 PCE 预测值上修 0.1%-0.5%不等。②交易员：最新通胀掉期显示，交易员预期 4-5 月 CPI 同比分别为+2.34%、+2.56%，即预期通胀在 4 月触底后开始反弹。向前看，通胀同比将于今年剩余时间内逐步上行，但关税带来的美国核心商品通胀存在被大幅抵消的可能。从通胀传导来看，关税带来的进口商品成本增加将部分被外国制造商、汇率和美国贸易商分摊；从通胀结构看，企业减少招工带来的工资通胀下行和经济不景气抑制原油需求带来的能源通胀下行或抵消部分关税带来的核心商品通胀。货币政策方面，分析师维持首次降息在 2025Q3 的预测。①模型：参考分析师对失业率与通胀率的最新预测，我们的泰勒规则指引 25Q2-25Q4 美联储政策利率上限分别为 4.18→4.58→4.48%。②分析师：最新分析师一致预期 25Q2-25Q4 美联储政策利率上限分别为 4.50→4.25→4.00%，即预期下一次降息在 25Q3。从分布来看，预测 25Q2 降息 0 次、1 次的分数分别为 44、24 人。③交易员：最新联邦基金期货模型显示，交易员预期 2025 年 6 月降息概率为 69.8%，到 12 月累计降息 3.57 次/89.3bps，相较分析师对年内降息节奏和幅度更为乐观。下周展望：五一假期期间关注美国 25Q1 GDP 和 4 月非农就业等重要经济数据。下周五一假期期间将公布美国 25Q1 GDP（4 月 30 日）、美国 3 月 PCEPI（4 月 30 日）、美国 4 月 ISM PMI（5 月 1 日）、美国 4 月非农就业（5 月 2 日）等多项重要经济数据。目前市场对美国 25Q1 GDP 增速预期分歧较大：截至最新，亚特兰大联储 GDPNow 模型预测增速为-0.4%（剔除黄金进口影响），彭博分析师预测中值为+0.4%，而纽约联储 Nowcast 模型预测增速为+2.63%。不过从亚特兰大联储模型分项来看，消费分项预期拉动+0.91%、投资分项预期拉动+1.04%，对应的核心 GDP（PDEF，私人国内最终购买）增速为+1.95%，仍接近+2%。但如果 25Q1 美国 GDP 增速最终转负，则将为 22Q1 以来最低水平。虽然 GDP 转负仅为经济衰退的必要而非充分条件，但这仍将进一步加剧当前市场对美国经济衰退的担忧。此外，彭博一致预期显示当前 51 名分析师对 4 月新增非农中值预测 13 万，标准差 2.9 万，失业率预测中值 4.2%。从供给侧来看，需关注特朗普驱赶非法移民的政策影响能否在非农数据中进一步体现；而从需求侧来看，需关注对当前特朗普关税政策不确定性的担忧是否令企业减少招聘，同时在马斯克表示将大幅减少参与政府效率部工作并将重心转移至特斯拉运营后，政府裁员人数还有多大的空间。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎 研究助理：王茁）

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。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 月非农月薪增速及 Q1 GDP 初值：若月薪环比低于 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

中集集团（000039）：2025 年一季报点评：归母净利润 5.4 亿同比提升 550%，核心板块经营稳健

投资要点 事件：2025 年 4 月 28 日，公司发布 2025 年一季度报告。Q1 营收同比增长 11%，核心板块增速稳健 2025 年 Q1 公司实现营业总收入 360 亿元，同比增长 11%，归母净利润 5.4 亿元，同比增长 550%，扣非归母净利润 5.2 亿元，同比增长 132%。公司业绩增速稳健，其中：（1）集装箱产销同比稳健增长，2025 年 Q1 公司千箱销量 53 万 TEU，同比增长 7%，冷箱 3.6 万 TEU，受益于南美水果出口，同比增长 291%，（2）中集世联达营收、盈利指标同比稳健增长，（3）能化板块核心公司中集安瑞科 Q1 实现营收 58 亿元，同比增长 24%。（4）截至 Q1 末，海工板块累计在手订单 63 亿美元，同比增长 34%，其中油气业务占比 2/3，后续有望持续受益深海油气增产。 盈利水平稳中有升，费控能力维持稳定 2025 年 Q1 公司实现销售毛利率 12.1%，同比提升 1.0pct，销售净利率 2.0%，同比提升 1.3pct，盈利能力稳中有升。2025 年 Q1 公司期间费用率 8.5%，同比提升 0.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.7%/4.5%/1.4%/1.0%，同比分别变动-0.6/+0.3/-0.1/+0.5pct，费控能力维持稳定。 全球领先物流&能源行业设备及解决方案供应商，看好中长期稳健增长 展望未来，集装箱量价有支撑，海工、能化设备订单饱满，将助力公司稳健发展：（1）集装箱：集运贸易量增加、旧箱更新背景下，公司核心板块集装箱制造量价仍有支持，（2）能化设备：订单饱满，趋势向好，中集安瑞科截至 2025 年 Q1 末在手订单 283 亿元，（3）海工板块：排产已至 2027 年，订单兑现将支持业绩增长。同时，深海科技为新质生产力，且深海油气开采具有战略意义，公司为高端海工装备领军企业，将持续受益。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 30/38/46 亿元，当前市值对应 PE 分别为 14/11/9X，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

广发证券（000776）：2025 年一季报点评：各业务板块收入均有增长，自营及经纪表现亮眼

投资要点 事件：广发证券发布 2025 年一季度业绩，实现营业收入

72.4 亿元，同比+46.3%；归母净利润 27.6 亿元，同比+79.2%；对应 EPS 0.33 元，ROE 2.1%，同比+0.9pct。经纪及两融市占率稳健提升：2025 年一季度实现经纪业务收入 20.5 亿元，同比+50.7%，占营业收入的 28.8%。全市场日均股基交易额 17031 亿元，同比+70.3%。公司两融余额 1113 亿元，同比+28%，市场份额 5.8%，同比+0.1pct。AI 部署全面赋能经纪业务，专注开发应用场景：2025 年 3 月 20 日广发证券易淘金 App 鸿蒙版上线“AI 语音指令”功能。目前广发证券已接入了 DeepSeek、清华智谱、阿里千问等多个十亿至千亿参数规模的大模型基础设施矩阵，其中 DeepSeek-R1 模型的思维链（Chain-of-Thought, CoT）能力被重点应用于投顾业务，赋能客服营销与运营。投行整体稳健，一季度投行收入小幅增长。2025 年一季度实现投行业务收入 1.5 亿元，同比+4.2%。完成股权主承销规模 6.3 亿元，同比-89.9%，排名第 25；其中 IPO 1 家，募资规模 5 亿元；再融资 1 家，承销规模 2 亿元。债券主承销规模 695 亿元，同比+0.4%，排名第 14；其中公司债、金融债、中期票据承销规模分别为 265 亿元、230 亿元、91 亿元。截至 2025 年一季度末，IPO 储备项目 6 家，排名第 13，其中两市主板 4 家，北交所 2 家。资管受降费影响下滑，广发及易方达规模持续增长。2025 年一季度实现资管业务收入 16.9 亿元，同比+5.3%。截至 2024 年末，①广发资管管理规模 2535 亿元，同比+23.9%。其中，集合、定向和专项规模分别同比+30.1%/+1.3%/+205.3%②广发基金管理公募规模同比+20%至 1.5 万亿元；非货规模 8404 亿元，排名第 3。③易方达管理公募规模同比+22%至 2.1 万亿元，非货规模 1.4 万亿元，排名第 1。自营业务表现亮眼：2025 年一季度实现投资收益（含公允价值）23.3 亿元，同比+106.5%；调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）22.9 亿元，同比+24.7%。权益投资方面，坚持价值投资思路，利用多策略投资工具降低投资收益波动；固收交易方面，较好的控制了债券投资组合的久期、杠杆和投资规模，有效把握市场结构性机会，实现较好的投资业绩。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，带动市场投资热情回升；长期来看，证券行业未来发展的政策环境良好，公司抓住机遇有望进一步突破。我们维持对公司的盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 121/145/170 亿元，当前市值对应 PB 分别为 0.91/0.84/0.77 倍，维持“买入”评级。风险提示：监管趋严抑制行业创新，行业竞争加剧，经营管理风险。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

东方证券（600958）：2025 年一季报点评：净利润增速超 60%，自营业务弹性释放

投资要点 事件：东方证券发布 2025 年一季报。2025 年一季度公司实现营业收入 53.8 亿元，同比+49.1%；归母净利润 14.4 亿元，同比+62.0%；对应 EPS 0.16 元，ROE 1.8%，同比+0.7pct。交投活跃度回升背景下，公司经纪业务收入同比高增：25Q1 经纪业务收入 7.0 亿元，同比+44.6%，占营业收入比重 18.1%。全市场日均股基交易额 17031 亿元，同比+70.3%。公司金融产品代销业务不断调整和丰富产品池，截至 2024 年末公司非货产品销售规模为 209.56 亿元，同比增长 26.20%；2024 年末公司非货产品保有规模 558.24 亿元，较年初增长 8.12%。截至 2025Q1，公司两融余额 282 亿元，较上年同期+35%，较年初+0.4%；市场份额 1.5%，较年初基本持平；全市场两融余额 19187 亿元，较上年同期+24.8%，较年初+2.9%。投行业务收入逆势提升，债券主承销规模同比实现翻番：25Q1 投行业务收入 3.2 亿元，同比+17.0%。1）股权投行：25Q1 公司股权主承销规模 80.2 亿元，排

名第 4，较上年同期大幅提升（24Q1 公司未有股权项目发行）；其中 IPO 1 家，募资规模 7 亿元；再融资 5 家，承销规模 73 亿元。公司 IPO 储备项目 5 家，排名第 15，其中两市主板 4 家，科创板 1 家。2）债券投行：25Q1 债券主承销规模 1210 亿元，同比+105.1%，排名第 8；其中地方政府债、金融债、公司债承销规模分别为 583 亿元、267 亿元、210 亿元。资管业务收入有所下滑，产品矩阵持续拓展：25Q1 公司资管业务收入 3.0 亿元，同比-16.5%。2024 年末资产管理规模 2822 亿元，同比+19.7%。截至 2025Q1，汇添富基金管理规模 8787 亿元，环比 24 年末+1%。自营业务表现亮眼：25Q1 公司投资收益（含公允价值）21.1 亿元，同比+163.8%；调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）19.2 亿元，同比+47.4%。公司权益自营业务严格控制和灵活调整仓位，积极择时，把握交易机会；固收自营保持规模稳定，持仓结构继续优化。盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年一季度经营情况，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 36.93/39.83/43.00 亿元，对应增速分别为 10.22%/7.87%/7.95%，当前市值对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 0.90x/0.87x/0.84x。看好交投活跃度回升背景下公司在财富管理转型及基金管理方面的增量，维持“买入”评级。风险提示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

（证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康）

奥泰生物（688606）：2024 及 2025Q1 业绩点评：小而美 POCT 龙头，业绩持续超预期

投资要点 事件：公司于 2025 年 4 月 29 日公布 2024 年及 2025Q1 财报。2024 年公司实现总营业收入 8.67 亿元，同比增长 14.83%；实现归母净利润 3.02 亿元，同比增长 67.5%；扣非归母净利润 2.38 亿元，同比增长 61.7%；2025Q1 实现总营业收入 2.08 亿元，同比增长 4.3%；实现归母净利润 0.61 亿元，同比增长 36.7%；实现扣非归母净利润 0.58 亿元，同比增长 54.5%。聚焦客户、销售增长稳中有升。从业务拆分来看，传染病类检测产品收入 3.66 亿元，同比增长 33.07%；毒品及药物滥用类检测产品收入 2.32 亿元，同比增长率 13.70%；妇女健康类检测产品收入 0.76 亿元，同比增长率 7.72%；肿瘤类检测产品收入 0.33 亿元，同比增长 64.16%。公司积极参与了国内外包括 Medica、CMEF、FIME 等在内的数十个国际知名行业展会，通过多渠道拓展净增客户 500 多个。公司始终坚持以客户为先，不断提升公司产品以及服务质量，实现了销售的稳步增长。公司客户群体不断扩大，市场份额持续提升。专注 POCT，国际市场影响力强：公司采取全球化布局以及分散型客户战略，产品远销全球 170 多个国家和地区，境外合作客户超 2000 个，境外销售占比超过 90%。公司新产品在欧美等高端市场具有较强的市场竞争力，在欧洲市场毒品检测产品具有绝对优势。在 POCT 毒品检测、传染病检测等细分领域，能与国际巨头相竞争；传染病检测试剂被用于东南亚等地区的政府、海军医院；心肌肌钙蛋白 I、A 族链球菌等检测试剂销往世界 500 强企业，公司客户在体外诊断领域具有一定的影响力。公司具备参与国际市场的竞争优势，有助于未来在国内市场的拓展。创新能力优势显著，产品种类丰富：公司坚持依靠技术创新开发新产品，提升产品质量和增强企业竞争力。截至 2024 年，公司累计获得授权专利/软件著作权 196 项，其中发明专利 35 项、实用新型专利 78 项、外观设计专利 73 项、软件著作权 10 项。2024 年公司新增上市产品 107 项。公司具备较强的科研成果转化能力，推动 POCT 快速诊断技术不断创新突破，为体外诊断试剂行业向中高端领域发展作出积极贡献。盈利预测与投资评

级：公司整体经营持续向好，因此我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.61/4.89/6.33 亿元（前值 25-26 年 3.51/4.51 亿元，新增 27 年预测值为 6.33 亿元），营业收入分别为 11.30/14.91/19.81 亿元（新增 27 年预测值为 19.81 亿元），EPS 分别为 4.55/6.17/7.99 元（前值 25-26 年 4.42/5.69，新增 27 年预测值为 7.99），当前股价对应 P/E 分别为 14.26/10.52/8.13 倍，维持“买入”评级。风险提示：新产品延期获批及推广不及预期的风险；经销商管理风险；经营规模扩大带来的战略与管理风险。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：赵骁翔）

三一重工（600031）：2025 年一季度点评：业绩持续超预期，工程机械龙头充分受益于国内外需求共振

投资要点 事件：2025 年 4 月 29 日，公司发布 2025 年一季度报告。业绩持续超预期，工程机械龙头充分受益于国内外需求共振 2025 年一季度公司实现营业收入 210.5 亿元，同比+19.2%，归母净利润 24.7 亿元，同比+56.4%。扣非归母净利润 24.0 亿元，同比+78.5%，业绩持续超预期。我们认为主要由于：①2025Q1 挖掘机内销同比+38%，景气度维持高位，出口同比+5%，海外需求温和复苏，公司作为全球挖掘机龙头率先受益；②2025Q1 小挖内销销量占比 70%-80%，是挖机销量增长的主要推动力量。小挖下游较为零散，覆盖农村、水利、城镇化建设各大下游，对经销商资质要求较高。三一重工作为国内工程机械龙头，经销商数量、质量均处于行业头部水平，充分受益于小挖需求的持续提升；③2025Q1 非挖有所复苏，起重机械/混凝土机械/道路机械筑底维稳趋势明显。展望 2025 年，工程机械行业有望迎来国内外周期共振、需求边际回暖，公司作为国内&全球工程机械龙头，收入规模及盈利质量有望在上行周期进一步扩张。费用管控优异，规模效应释放费用率快速下降 2025Q1 公司销售毛利率为 26.8%，同比基本持平；销售净利率为 11.9%，同比+2.7pct。费用端来看，2025Q1 公司期间费用率 12.7%，同比-7.1pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 6.4%/3.0%/5.0%/-1.8%，同比-1.4/-0.7/-2.3/-2.6pct，费用管控优异。继 2024 年研发费用率大幅下降后，公司继续严格降本增效，截至 2024 年底研发人员数量从 8057 人下降至 5867 人，2025Q1 研发费用同比下降 18.2%，公司作为民企制度优势明显，管理效率领先。随着上行周期来临，我们认为在规模效应下，公司费用率有望进一步下降。内需景气度维持高位，全球化+电动化逻辑持续兑现 2025 年 3 月国内挖机销量 19517 台，同比+29%；25Q1 挖掘机累计内销达 36562 台，同比+38%，在更新替换+机器替人等多重逻辑支撑下，我们认为国内工程机械新一轮上行周期已开启。公司作为国内挖掘机龙头，内需复苏带动公司产能利用率提升，公司盈利弹性有望加速释放。公司全球化、电动化逻辑持续兑现。全球化：公司海外产能布局完善，在印尼、美国均有产能布局且印尼二期工厂、南非工厂正在有序建设之中，本土化优势明显。电动化：2024 年公司实现新能源产品收入 40.3 亿元，同比+23%，电动搅拌车、电动挖掘机、电动起重机、电动泵车市占率均居行业第一。长期来看，随着全球化&电动化逻辑的持续兑现，公司产品、渠道、服务竞争力凸显，逐步迈向全球龙头。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测值为 85.0/111.4/127.2 亿元，对应当前市值 PE 分别为 19/15/13x，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）

华中数控（300161）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩短期承压，

持续高研发投入助力数控系统国产化

投资要点 业绩短期承压，费用率提升&减值增加拖累利润水平 2024 年公司实现营收 17.82 亿元，同比-15.71%；实现归母净利润-0.55 亿元，同比转亏；实现扣非归母净利润-1.77 亿元，同比亏幅扩大。2024 年公司归母净利润同比转亏，主要系：①收入端有所下滑；②费用率有所提升；③信用/资产减值损失有所提升。分产品看：数控系统与机床实现营收 9.79 亿元，同比+9.82%，机器人与智能产线实现营收 7.11 亿元，同比-36.39%，特种装备业务实现营收 0.54 亿元，同比-14.78%，新能源汽车配套业务实现营收 0.11 亿元，同比-49.92%，其他业务实现营收 0.27 亿元，同比+37.34%。公司业绩下滑主要系机器人与智能产线业务收缩，2024 年 10 月公司被美国列入 SDN 清单，导致海外项目验收及结算不及预期，机器人与智能产线业务收入下滑。2025Q1 公司实现营收 2.02 亿元，同比-16.76%；实现归母净利润-0.58 亿元，亏幅同比收窄；实现扣非归母净利润-0.70 亿元，亏幅同比收窄。毛利率因产品结构优化上升，营收下降导致费用率上升 2024 年公司毛利率为 33.48%，同比+0.56pct，2025Q1 单季度毛利率为 35.01%，同比+0.24pct。分业务看，数控系统与机床业务毛利率为 41.47%，同比+2.82pct；机器人与智能产线业务毛利率为 20.63%，同比-6.25pct。公司毛利率提升主要系公司收入结构变化。2024 年公司销售净利率-4.02%，同比转负，2025Q1 销售净利率为-31.34%，同比+2.16pct。2024 年公司期间费用率为 42.15%，同比+8.80pct，销售/管理/财务/研发费用率为 11.00%/10.66%/2.35%/18.14%，同比+1.90pct/+2.57pct/+0.75pct/+3.58pct。存货同比增加，经营活动净现金流有所改善 截至 2024 年末公司存货 11.56 亿元，同比+28.36%，主要系在产品与发出商品增加，我们判断系智能产线相关产品。2024 年公司经营活动净现金流为 3.65 亿元，同比+72.54%，现金流周转有所改善。研发投入持续加码，AI 赋能数控系统提质增效 1) 研发投入持续加码：2024 年研发费用 3.23 亿元，同比+5.03%。2024 年公司取得授权专利 175 项，其中发明专利 68 项、实用新型专利 89 项、外观设计专利 18 项；获得计算机软件著作权 84 项，研发投入不断兑现。2) AI 入局赋能数控系统提质增效：公司自主研发的“华中 10 型”智能数控系统，深度融合数控机床的数理模型与 AI 数据模型，通过智能编程和工艺优化，大幅提升了加工精度并缩短加工周期。另外通过切削动力学仿真功能，可以在生产前对加工过程进行模拟，提高加工良率。盈利预测与投资评级：考虑到公司智能产线确收放缓，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 0.87（原值 1.01）/1.54（原值 1.82）亿元，预计 2027 年归母净利润为 2.37 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 63/35/23 倍，考虑到公司属于高端数控系统领域稀缺资产，维持公司“增持”评级。风险提示：机床行业复苏不及预期，研发不及预期，市场竞争加剧风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

中国银河（601881）：2025 年一季报点评：低基数下，投资净收益翻番，带动净利润增速超 80%

投资要点 事件：中国银河发布 2025 年一季度业绩：实现营业收入 75.6 亿元，同比+4.8%；归母净利润 30.2 亿元，同比+84.9%；对应 EPS 0.25 元，ROE 2.4%，同比+1.1pct。受益于市场交投活跃，经纪及两融业务同比均增长。2025 年一季度实现经纪业务收入 19.2 亿元，同比+53.1%，占营业收入的 30.4%。全市场日均股基交易额 17031 亿元，同比+70.3%。公司两融余额 1054 亿元，较年初+25%，市场份额 5.5%，较年初基本持平。公司零售业务依托庞大的客群基础以及广泛的线下

网点, 加快将网点优势转化为胜势。截至 2024 年末公司客户总数超过 1730 万户, 注册投顾 4056 人, 同比+ 6.8%。公司金融产品保有规模 2111 亿元, 同比+7.8%, 个人养老金累计开户超 10 万户。 债券承销表现亮眼, 投行收入逆市提升。2025 年一季度投行业务收入 1.5 亿元, 同比+59.5%。完成股权主承销规模 15.4 亿元, 排名第 13; 其中 IPO 1 家, 募资规模 4 亿元; 再融资 1 家, 承销规模 11 亿元。债券主承销规模 1486 亿元, 同比+83.4%, 排名第 6; 其中地方政府债、金融债、中期票据承销规模分别为 990 亿元、242 亿元、86 亿元。截至 2025 年一季度末 IPO 储备项目 6 家, 排名第 13, 其中两市主板 3 家, 北交所 1 家, 创业板 1 家, 科创板 1 家。 资管业务收入提升, 产品谱系进一步完善。2025 年一季度实现资管业务收入 1.3 亿元, 同比+19.3%。2024 年末资产管理规模 852 亿元, 同比-9.9%。其中集合资产管理计划、单一资产管理计划、专项资产管理计划规模分别为 618 亿元、230 亿元、4 亿元, 分别同比+52%、-56%、-10%。 自营表现出色, 坚持绝对收益策略。2025 年一季度实现投资收益(含公允价值) 31.6 亿元, 低基数下同比+93.7%; 调整后投资净收益(含公允价值、汇兑损益、其他综合收益) 18.8 亿元, 同比-25.9%。 盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 126/135/142 亿元, 分别同比+26%/+7%/+5%, 对应 2025-2027 年 PB 为 1.14/1.08/1.04 倍。资本市场改革持续优化, 宏观经济逐渐复苏, 大型券商控制风险能力更强, 能更大程度的享受政策红利, 维持“买入”评级。 风险提示: 交易量持续走低, 权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 何婷)

天顺风能(002531): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 业绩承压, 静待出货起量

投资要点 事件: 公司 24 年营收 48.6 亿元, 同比-37.1%, 归母净利润 2 亿元, 同比-74.3%, 毛利率 19.5%, 同比-3.3pct, 归母净利率 4.2%, 同比-6.1pct; 其中 24Q4 营收 13 亿元, 同环比-1.5%/-0.1%, 归母净利润-0.9 亿元, 同环比-215.8%/-215.2%, 毛利率 3.8%, 同环比-22.7/-19pct, 归母净利率-6.7%, 同环比-12.4/-12.5pct。25Q1 营收 9.3 亿元, 同环比-12.1%/-28.8%, 归母净利润 0.4 亿元, 同环比-76%/-140.9%, 毛利率 23.5%, 同环比-6.9/19.7pct, 归母净利率 3.8%, 同环比-10.2/+10.6pct。 24 年拆分: 分业务来看, 公司海工装备实现收入 4.3 亿元, 同比-71.6%, 毛利率 3.1%, 同比-13.3pct; 对应 6.2 万吨, 同比-49.0%。截至 24 年底, 海上风电项目进展已进入加速期, 公司在手项目青洲六、华能临高等项目已陆续实现完工交付。国核院海洋牧场、青洲五/七导管架、华润苍南升压站项目相继启动施工, 计划于 25 年上半年陆续发运。陆塔业务实现营收 16.7 亿元, 同比-48.0%, 毛利率 7.2%, 同比-5.6pct; 对应 27.5 万吨, 同比-39.2%, 交付量较差主要系公司保持以往竞争优势基础上转向高质量发展, 不再以规模扩产为主要目标, 交付下降所致。叶片类产品收入 12.5 亿元, 同比-20.6%, 毛利率-0.7%, 同比-11.9pct。发电收入 12.7 亿元, 同比+2.1%, 毛利率 62.5%, 同比-2.3pct。 25Q1 海工交付较淡, 静待出货起量: Q1 行业开工较淡, 收入、毛利率表现较差。25Q1 期间费用 1.9 亿元, 同环比+2%/+8.8%, 费用率 20%, 同环比+2.8/+6.9pct。 盈利预测与投资评级: 考虑公司的海风项目订单交付可能存在不确定性, 我们下调 25~26 年盈利预测, 预计 25~26 年归母净利润为 7.1/10.1 亿元(前值为 18.0/22.3 亿元), 同比增长 248%/42%; 预计 27 年归母净利润为 12.7 亿元, 同比增长 26%, 25-27 年归母净利润对应 PE 为 16.4/11.6/9.2x, 考虑公司在国内海风行业的龙头地位, 历史上因项目延期导致公司业

绩难以释放，我们预计 Q2 项目开工后将进入业绩拐点，维持“买入”评级。风险提示：产能扩张不及预期，原材料价格大幅上涨，行业竞争格局恶化。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：胡隽颖)

同庆楼 (605108): 2024 年报及 2025 一季报点评: 宴会需求回暖, 关注新店业绩释放

投资要点 24 年归母净利超预告区间上沿: 2024 年公司营收为 25.3 亿元, yoy+5%; 2024 年“无春年”影响婚宴需求, 高基数下同店营收下滑。2024 年归母净利润 1.0 亿元, yoy-67%; 扣非归母净利润 0.9 亿元, yoy-63%。利润端超过预告区间上沿, 主要因为业绩预告口径计提了嘉南投资增值的递延所得税费用 2650 万元。利润下滑的原因有, 2023 年同期有拆迁补偿及处置收益 5048 万元, 2024 年新开 8 家大店亏损 4458 万元, 资本开支增加导致财务费用增加 2524 万元, 以及高基数下婚宴等需求承压, 同店收入同比下滑。25Q1 归母净利同降 21%; 24Q4 营收为 6.60 亿元, yoy-8.2%; 归母净利润 0.17 亿元, yoy-83%; 扣非归母净利润 0.18 亿元, yoy-81%。25Q1 营收为 6.92 亿元, yoy+0.2%; 归母净利润 0.52 亿元, yoy-21%; 扣非归母净利润 0.48 亿元, yoy-26%。无春年和春节提前影响需求, 2025 年 1-2 月营收同比下滑, 3 月起婚宴需求释放, 营收同比转正, Q1 收入端不及预期, 成本费用刚性, 利润端下滑。25 年开店计划稳健: 2024 年公司新开餐饮门店 4 家, 其中酒楼 3 家/婚礼宴会中心 1 家; 富茂 4 家, 公司门店总面积同增 46%。截至 2024 年底, 公司直营门店 127 家, 同庆楼/富茂/新品牌为 56/8/63 家。截至 4 月底, 富茂共开业 11 家。2025 年公司资本开支计划 5~7 亿元, 计划新增 3-5 家餐饮门店, 升级改造 20 家老店; 新开 3-4 家直营富茂酒店, 5 家酒店客房部营业, 加盟实现 0 突破。婚宴需求回暖, 新开店爬坡减少利润拖累: 2024 年餐饮及住宿/食品销售收入分别为 22.0/3.1 亿元, yoy+13%/86%, 毛利率 18.3%/25.6%, yoy-2.5/-10.1pct。2025 年为双春年, 婚宴预订回暖, 随着新开门店爬坡, 对利润端拖累将有所改善。后续观察包厢等业务需求情况, 以及消费刺激政策的传导作用。盈利预测与投资评级: 同庆楼依托老字号品牌深耕宴会餐饮市场, 高效运营的餐饮门店和富茂酒店持续扩张, 随着新开门店爬坡, 公司有望释放业绩弹性。基于新开门店亏损等因素, 我们下调公司 2025/2026 年、新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 2.2/3.6/4.8 亿元 (前值为 3.2/4.3 亿元), 对应 PE 估值为 24/15/11 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 需求走弱下同店表现承压、开店节奏不及预期、新店爬坡期拖累业绩等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄
研究助理：王琳婧)

万辰集团 (300972): 2025 一季报点评: Q1 业绩超预期, 行业进入净利率上升通道

投资要点 事件: 2025Q1 实现营收 108.2 亿元, 同比+124.0%; 实现归母净利润 2.1 亿元, 同比+3344.1%; 实现扣非归母净利润 2.1 亿元, 同比+10562.3%。零食量贩业务保持翻倍增势。2025Q1 零食量贩业务实现营收 106.88 亿元, 同比+127.6%。预计 Q1 门店新增不多, 对应单店营收我们测算为 300 万元 (年化), 同比下降 17%, 环比下降 21%, 主要是春节效应体现在 Q4 较多, 以及门店加密带来的分流。其次 2025Q1 食用菌业务实现营收 1.3 亿元, 同比-1.8%。零食量贩净利率环比大幅改善。量贩业务剔除计提的股份支付费用后净利润为

4.12 亿元，对应净利率为 3.85%，实现大幅环比提升。2024Q1-4 分别为 2.49%/2.73%/2.73%/2.74%。2025Q1 毛利率为 11.0%，同比+1.2pct，销售/管理费用率同比-0.7/-0.5pct。最终实现销售净利率为 3.6%，同比+2.2pct。扣非归母净利率为 2.0%，同比+1.9pct。2025Q1 归母净利/净利润的占比为 55.4%，得益于少数股东权益的收回。盈利预测与投资评级：量贩业务净利率环比大幅改善，我们认为得益于竞争趋缓、规模效应提升，再次验证行业本身具备净利率上升通道；叠加省钱超市新业态，继续看好公司成长性。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 9.44/12.57/16.08 亿元（此前盈利预测分别为 7.0/9.7/12.3 亿元），同比+221.68%/+33.18%/+27.85%，对应 PE 为 22/16/13X。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：苏铖 证券分析师：李茵琦）

华图山鼎（300492）：2024 年报及 2025 一季报点评：业绩进入兑现期，发布员工持股计划

投资要点 事件：2025 年 4 月 29 日，华图山鼎发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年公司实现营业收入 28.33 亿元，同比+1,046%；归母净利润 0.53 亿元，同比+158%，扣非归母净利润 0.24 亿元，同比+123%。2025 年 Q1 营收 8.27 亿元，同比+19%，归母净利润 1.21 亿元，同比+67%。2025 年 Q1 公司业绩进入兑现期：2024Q4/2025Q1 营收 7.02/8.27 亿元，yoy+246%/+19%，归母净利润-0.76/1.21 亿元，yoy-/+67%，扣非归母净利润-0.78/1.18 亿元，yoy+22%/+107%。公司净利润显著提升，盈利能力增强。2024 年非学历培训业务规模显著释放：2024 年非学历培训和建筑设计营收分别为 27.91/0.41 亿元，yoy+1309%/-16%，非学历培训毛利率 54%，同比+0.26pct。国家及地方公务员招录考试培训是公司营业收入的重要来源，华东、华中、华北地区收入占总体比例达 53%。公司发布 2025 年员工持股计划：计划受让股份 272.3 万股，占公司总股本 1.94%，包括 13 位高管的不超过 275 名核心员工参与，资金总额上限不超过 1.25 亿元。股份来源为公司回购，截至目前尚未开始回购，计划以 45.91 元/股为受让价格。考核目标为 2025/2026 年归母扣非净利润分别为 3.2/4.0 亿元。盈利预测与投资评级：作为深耕公考培训 20 年的职业教育龙头，华图教育以线下面授为主要形式，提供培训课程产品和全流程咨询服务。目前是经营主体实现上市的第二年，待员工持股完成、经营理顺后有望进一步释放利润。基于业绩释放节奏调整华图教育盈利预期，2025-2026 年归母净利润分别为 3.7/4.5 亿元（前值为 6.2/7.7 亿元），新增 2027 年盈利预测 4.9 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 35/28/26 倍，在公考行业中估值相对合理，维持“买入”评级。风险提示：行业政策风险，应收账款增加和发生坏账的风险，产业调整与风险控制带来的毛利率下降风险，市场竞争加剧风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

研究助理：王琳婧）

百润股份（002568）：2024 年报及 2025 年一季报业绩点评：全年业绩符合预期，期待威士忌动能释放

投资要点 事件：公司公告 2024 年营业收入 30.48 亿元，同比减少 6.61%；归属于母公司所有者的净利润 7.19 亿元，同比减少 11.15%；24Q4 营业收入 6.62 亿元，同比减少 17.97%；归属于母公司所有者的净利润 1.45 亿元，同比增长 0.48%。25Q1 营业收入 7.37 亿元，同比-8.11%，归母净利润 1.81 亿元，同比+7.03%。24 年业绩符合预期，经营稳扎稳打。1)分产品看，24 年预调酒收入 26.77 亿元，同比-7.17%，

公司通过“358”产品矩阵，持续推出新品，如强爽系列零糖新品“春雪蜜桃”口味、清爽系列 500mL 罐装新品等，有效提升消费黏性和市场占有率，我们估算强爽占比约 40~50%、微醺+清爽收入占比 40%+，2) 分渠道看，线下/数字零售/即饮渠道收入同比-1.5%/-31%/-43.6%，数字零售渠道定位为品牌露出、价格维护以及新品宣传阵地，预计 25 年内同比表现或有好转。3) 盈利端，毛利率同比+2.97pct 至 69.7%，销售费用同比+2.92pct 至 24.6%，其中广宣活动同比+34%，综合影响下，归母净利率同比-1.21pct 至 23.6%。Q1 收入小幅下滑，毛销差改善助推盈利能力提升。1) Q1 收入 7.3 亿元，同比-8.11%，考虑到 3 月末公司威士忌产品陆续发货，Q1 报表收入贡献相对有限，预计预调酒增速与整体保持相当，分产品看，Q1 增速表现清爽>微醺>强爽，渠道库存处于良性区间。2) 利润端，25Q1 归母净利率同比+3.48pct 至 24.6%，主系毛销差显著提升（同比+9.5pct）：① 25Q1 毛利率同比+2.87pct 至 68%；② 销售费用率 21.3%，同比-8.1pct，主系 24 年同期基数较高（龙罐投放较大），25 年恢复正常投入节奏。盈利预测与投资评级：展望全年，预调酒业务方面，将继续打造 358 度产品矩阵，强爽维持势能、微醺/清爽实现有策略的放量，同时预计开发 8~20 度新品满足强酒感度客户需求，预计亦有望带来一定增量贡献，全年目标力争实现正增长；威士忌业务方面，25 年 3 月推出“百利得”单一调和威士忌 22 和 66，预计 Q2 将推出“崂州”单一麦芽威士忌系列，当前招商进展顺利，锚定全年目标奋进。结合 24 年业绩表现以及后续规划综合分析，我们调整 2025-2026 年营收为 35、40 亿元（前值为 37.5/43.5 亿元），同比+15%、14%，新增 2027 年营收为 47 亿元，同比+18%，归母净利润为 8.1、9.7 亿元（前值为 8.3/10.0 亿元），同比+12%、20%，新增 2027 年归母净利润为 11.8 亿元，同比+22%，对应 PE 为 34、28、23 倍，维持“买入”评级。风险提示：预调酒销售不及预期、新品威士忌渠道拓展和动销可能低于预期、食品安全问题。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东 研究助理：于思淼）

豪迈科技（002595）：2025 年一季报点评：业绩持续快速增长，业务布局多点开花

投资要点 业绩持续快速增长，2025Q1 单季度营收同比+29.1%：2025Q1 公司实现营收 22.79 亿元，同比+29.1%；归母净利润 5.20 亿元，同比+30.0%；扣非归母净利润 5.01 亿元，同比+33.7%。2025Q1 公司营收与归母净利润均快速增长，我们判断系：1) 公司核心业务轮胎模具、大型零部件、数控机床、硫化机均稳步实现收入增长；2) 公司期间费用率管控得当，经营管理进一步提质增效。毛利率小幅下滑，费用管控得当经营管理提质增效：2025Q1 公司毛利率为 33.8%，同比-1.7pct；2025Q1 公司销售净利率为 22.8%，同比+0.1pct，毛利率小幅下滑我们判断主要系：1) 轮胎模具内销占比进一步提升，带动综合毛利率水平有所下滑；2) 会计政策变更，质保费从销售费用中转至主营业务成本。2025Q1 公司期间费用率为 7.78%，同比-2.19pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.80%/2.66%/5.60%/-1.28%，同比分别-0.68pct/-0.62pct/+0.13pct/-1.02pct。公司经营管理提质增效，销售/管理费用率均有所下降，财务费用率大幅下降主要系汇率变动导致的汇兑收益增多。另外公司持续加大研发投入，研发费用率不断提升，夯实产品实力助推公司竞争力再上台阶。业务布局多点开花，共同贡献公司优质成长性：1) 轮胎模具业务：公司继续推动国际产能建设，泰国工厂于 2023 年 10 月扩建完毕投入使用；墨西哥工厂于 2024 年 4 月正式开业并投入生产运营，公司全球生产服务体系日趋完善。

善,有利于更便捷的实现近距离服务客户。 2)大型零部件机械产品:受益于全球燃气轮机市场的持续增长和 2024 年全球及中国风电行业的快速增长,公司燃气轮机业务订单饱满,风电业务订单也有所恢复,有望持续兑现业绩。 3)数控机床业务:2024 年,公司新推出了多种五轴产品,专注于复杂零件的高精高效加工。公司于 2024 年投资建设机床实验室,该实验室将开展技术攻关、新产品测试等工作,公司预计将于 2025 年下半年投入使用。 4)硫化机业务:公司电加热硫化机研发成功,节能效果良好。目前已经中标了风神轮胎与万力轮胎电加热硫化机采购与改造项目,合计中标金额 1.35 亿元。电加热硫化机未来有望构筑公司第四增长曲线。 盈利预测与投资评级:考虑公司各项业务进展顺利,我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测为 24.55 (原值 23.35) /29.89 (原值 27.63) /35.46 (原值 31.90) 亿元,当前股价对应动态 PE 分别为 19/15/13 倍,维持公司“买入”评级。风险提示:轮胎模具需求不及预期,原材料价格波动,研发进度不及预期。

(证券分析师:周尔双 证券分析师:钱尧天)

宝通科技(300031): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 工业端前瞻布局具身智能, 移动端新游储备充沛

投资要点 段落提要: 2024 年公司实现营业收入 33.02 亿元, yoy-9.67%, 归母净利润 2.10 亿元, yoy+97.93%, 扣非归母净利润 2.25 亿元, yoy+44.01%。2025Q1 实现营业收入 7.59 亿元, yoy-9.62%, qoq-11.18%, 归母净利润 0.55 亿元, yoy-36.47%, 2024Q4 为-0.28 亿元, 扣非归母净利润 0.59 亿元, yoy-40.59%, 2024Q4 为-0.36 亿元。此外, 2024 年公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元(含税)。 新游推广及资产减值损失, 致 2024Q4 业绩承压。2024 年公司双主业营收端受产品周期、订单确认等影响, 同比有所回落, 但受益于费用端良好的管控, 归母及扣非归母净利润高增, 2024 年销售/管理/研发费用率 14.03%/9.16%/4.28%, yoy-5.28pct/-0.40pct/+0.51pct, 对应归母/扣非归母净利率 6.36%/6.80%, yoy+3.46pct/+2.54pct。其中 2024Q4 归母/扣非归母净利润环比扭亏, 我们预计主要系 2024 年 11 月上线新游《圣斗士星矢: 重生 2》, 销售费用率环比提升 7.86pct 至 18.83%, 以及计提资产减值损失 0.20 亿元, 2024Q3 为-0.05 亿元。2025Q1 随着销售费用投放缩减, 以及资产减值损失影响消退, 归母/扣非归母净利润已环比扭亏。 工业互联网: 出海延续强劲增长, 关注具身智能订单落地。2024 年公司工业互联网业务实现营收 18.66 亿元, yoy-8.10%, 毛利率 25.26%, yoy-5.72pct, 其中智能输送数字化产品制造收入 13.92 亿元, yoy-16.59%, 毛利率 22.77%, yoy-5.80pct, 智能输送系统产品服务收入 4.73 亿元, yoy+31.15%, 毛利率 32.58%, yoy-9.57pct。公司坚定推进全球化战略, 2024 年海外服务业务同比增长超 20%, 全球技术服务中心在澳洲珀斯正式揭牌, 2025 年 3 月泰国(宝通)智慧制造基地已试产成功第一条输送带, 看好后续随着泰国产线产能释放, 出海业务将驱动公司工业互联网重启增长。新技术应用方面, 公司持续推进智能化系统优化升级, 已实现 AI 技术加持的清扫、巡检机器人系统在复杂工业场景的成功落地, 期待年内机器人订单开始落地。 移动互联网: 多元新游储备充沛, 静待新游业绩释放。2024 年公司移动互联网业务营收 14.36 亿元, yoy-11.63%, 毛利率 54.60%, yoy+4.86pct, 同比下降主要系《马赛克英雄》等游戏生命周期内流水自然回落。展望后续, 公司存量游戏有望延续长线运营, 我们预计《马赛克英雄》2025Q1 流水已环比趋稳, 此外公司储备有《代号 M》《代号 ZS》《代号 SS》《代号 D8》等涵盖日韩头部 IP 的新游, 有望于年

内陆续上线贡献业绩增量。 盈利预测与投资评级：考虑到公司新产品周期开启略晚于我们预期，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 为 0.73/0.93/1.12 元（2025-2026 年前值为 1.14/1.39 元），对应当前股价 PE 分别为 31/24/20 倍。我们看好公司前瞻布局并落地 AI、具身智能等先进技术，维持“买入”评级。风险提示：新游表现不及预期，工业智能化不及预期，政策监管风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：陈欣）

新锐股份（688257）：2025 年一季报点评：业绩稳步提升，加速拓展布局海外市场

投资要点 营收稳步增长，归母净利润同步提升： 2025Q1 公司实现营收 5.28 亿元，同比+33.94%；实现归母净利润 0.46 亿元，同比+7.45%；实现扣非归母净利润 0.44 亿元，同比+13.96%。公司 2025Q1 营业收入实现稳健增长，主要系公司加大市场拓展，硬质合金、油服类产品等收入取得稳健增长，同时 2025Q1 新增铈玛工具和 Drillco 公司并表收入（剔除该因素收入同比+15.89%）。归母净利润增速低于营收增速，主要系费用端销售/管理/研发费用同比增速较快。 毛利率小幅下滑，期间费用率有所提升： 2025Q1 公司毛利率为 32.02%，同比-0.97pct。公司毛利率小幅下降，我们判断系收入结构变化与在建工程转固导致折旧提升。 2025Q1 公司销售净利率为 10.66%，同比-2.01pct，主要系费用率提升。2025Q1 公司期间费用率 20.70%，同比+2.87pct，销售/管理/财务/研发费用率为 6.84%/8.52%/1.24%/4.10%，同比+1.49pct/+0.90pct/+0.35pct/+0.13pct，2025Q1 公司销售费用率提升较多，我们判断系公司加大市场开拓投入。 加速完善产品矩阵打造增长曲线，海外渠道加速布局 （1）加速完善产品矩阵：①2025 年 2 月公司并表 Drillco，实现拥有牙轮钻头、顶锤式凿岩钎具、潜孔钻具三大主流凿岩工具自有品牌；②2024 年 5 月公司并表铈玛，持续深化切削刀具产品布局。（2）海外渠道加速布局：公司 2024 年全年共参加 13 个国际性展会，增强国际影响力，并在迪拜设立子公司，销售服务网络覆盖中东及非洲，海外品牌知名度与影响力持续增强。 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 2.25/2.75/3.32 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 17/14/11 倍，公司产品矩阵不断完善，海外渠道布局进展顺利，具有优质成长性，维持公司“增持”评级。 风险提示：凿岩工具需求不及预期，原材料价格波动，海外拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

奥浦迈（688293）：2024 年报&2025 年一季报点评：培养基业绩增速亮眼，放量逻辑持续验证

投资要点 事件：2024 年公司实现营收 2.97 亿元（括号内为同比增速，下同，+22.26%），归母净利润 0.21 亿元（-61.04%），扣非归母净利润 659 百万元（-81.03%），销售毛利率 53.03%（-5.82pct）。2025Q1 公司实现营收 83.68 百万元（+4.98%），归母净利润 14.67 百万元（-25.08%），扣非归母净利润 10.80 百万元（-33.06%），销售毛利率 60.09%（-5.91pct）。 2024Q1 培养基业务增速亮眼，CDMO 业务受投融资影响承压：分业务来看，①2024 年培养基业务营收 2.44 亿元（+44.0%），其中 CHO 培养基营收 1.99 亿元（+49.0%），293 培养基营收 17.5 百万元（-22.3%），293 培养基下滑主要系 IVD 客户新冠相关技术影响；2025Q1 培养基营收 73.34 百万元（+2.5%），在 2024Q1 基数较高的情况下仍然强劲增长。②2024 年 CDMO 业务营收 52.6 百万元（-25.7%），2025Q1 营收 10.23 百万元（+27.1%）。③分地区来看，2024 年境内营收 2.02 亿元（-1.0%），境外营收 94.5 百万元（+144%）；2025Q1 境外

增速高于境内，我们预判全年境外将实现较高增长。④毛利率下滑主要系产品结构变化影响，CDMO 业务毛利率较低且相关固定资产折旧摊销增加，主业培养基产品毛利率依旧稳定在 70%左右。净利率系受到高新技术企业资格取消带来的所得税税率上升影响，我们判断此影响在该资质重申后出清。培养基放量逻辑持续验证，逐渐步入收获期：①培养基业务保持高增长，2025Q1 持续放量，同时在手订单情况良好。截至 2025Q1 共有 258 个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中临床前项目 147 个，临床 I 期项目 44 个，临床 II 期项目 26 个，临床 III 期项目 32 个（2021 年仅有 12 个），商业化生产阶段项目 9 个。培养基产品具备随下游客户管线推进而快速放量的属性，我们认为公司 III 期管线与商业化项目持续增加，正逐步迈入收获期，2025Q1 数据已进一步验证，培养基业务高增长值得期待。②公司 CDMO 业务由于投融资下行，biotech 等客户需求仍在逐步恢复，需伴随行业需求回暖。③持续开发细胞培养及生物制药相关产品，在转染试剂、琼脂糖、细胞冻存液、干细胞培养基等新领域取得突破，新产品系列有望实现较高增速。盈利预测与投资评级：考虑行业整体增速情况，我们将公司 2025-2026 年营收从 4.62/5.80 亿元下调至 3.91/5.18 亿元，归母净利润从 1.15/1.51 亿元下调至 0.67/1.09 亿元，并预测 2027 年营收和归母净利润分别为 6.56 亿元和 1.41 亿元；2025-2027 年对应当前股价 PE 分别为 70/43/33×。看好公司业务模式及成长空间，维持“买入”评级。风险提示：下游需求持续下行；大项目落地不及预期；市场竞争加剧等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：刘若彤）

中信证券（600030）：2025 年一季报点评：各项业务稳定增长，投资净收益亮眼

投资要点 事件：中信证券发布 2025 年一季报业绩：实现营业收入 177.6 亿元，同比+29.1%；归母净利润 65.5 亿元，同比+32.0%；对应 EPS 0.42 元，ROE 2.4%，同比+0.5pct。一季度交易额大增，带动经纪业务收入大幅增长；利息支出同比增加较多，利息净亏损。2025 年一季度全市场日均股基交易额 17031 亿元，同比+70.3%；全市场两融余额 19187 亿元，同比+24.8%。此背景下公司经纪业务收入 33.3 亿元，同比+36.2%，占营业收入（剔除其他业务收入）的 20.5%。利息净亏损 2.2 亿元，主要是由于货币资金及结算备付金利息收入减少及卖出回购利息支出增加。公司两融余额 1498 亿元，较年初+31%，市场份额 7.8%，较年初+0.4pct。截至 2024 年末，客户数超 1580 万户，同比+12%，客户资产超 12 万亿元，同比+18%。投行收入逆势小幅增长，优势地位依然稳固。2025 年一季度实现投行业务收入 9.8 亿元，同比+12.2%。一季度完成股权主承销规模 303.5 亿元，同比+67.8%，排名第 1；其中 IPO 3 家，募资规模 13 亿元；再融资 9 家，承销规模 291 亿元。债券主承销规模 4303 亿元，同比+4.6%。排名第 1；其中地方政府债、公司债、金融债承销规模分别为 1642 亿元、1005 亿元、725 亿元。截至 25Q1 末，IPO 储备项目 41 家，排名第 1，其中两市主板 27 家，北交所 0 家，创业板 8 家，科创板 6 家。资管业务收入小幅增长，华夏基金保持龙头地位。2025 年一季度实现资管业务收入 25.6 亿元，同比+8.7%。2024 年末资产管理规模 15424 亿元，同比+11.1%。公司私募资产管理规模 1.5 万亿元，同比+11%，公司持续推进主动管理转型，私募资管市场份额 13.43%，排行业第一。公司控股子公司华夏基金 2024 年末管理规模 2.5 万亿元，其中公募规模 1.8 万亿元，机构及国际业务规模 0.7 万亿元，ETF 规模保持行业龙头地位。投资净收益同比大幅增长。2025 年一季度实现投资收益（含公允价值）

88.6 亿元，同比+62.3%；调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）89.8 亿元，同比+35.6%。 盈利预测与投资评级：我们小幅调整对公司的盈利预测，2025-2027 年的归母净利润为 257/260/292 亿元（前值为 256/261/290 亿元），同比分别 18%/1.4%/+12%，对应 2025-27 年 PB 为 1.20/1.14/1.08 倍。考虑到资本市场改革持续优化，头部券商能更大程度的享受政策红利，中信证券作为龙头券商有望抓住机遇强者恒强，维持“买入”评级。 风险提示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

药康生物 (688046): 2024 年报&2025 年一季报点评: 利润短期承压, 海外业务维持高增长

投资要点 事件：2024 年，公司实现营收 6.87 亿元（+10.39%，括号内为同比增速，下同），归母净利润 1.10 亿元（-30.89%），扣非 0.76 亿元（-29.33%）；销售毛利率 61.99%（-5.62pct），归母净利率 15.99%（-9.55pct），销售费用率 15.6%（+0.3pct），研发费用率 12.7%（-2.8pct），管理费用率 19.3%（+0.4ct）。2025Q1，公司实现营收 1.71 亿元（+8.76%），归母净利润 29.98 百万元（+1.70%），扣非 25.11 百万元（+9.80%）；销售毛利率 63.05%，归母净利率 17.55%，销售费用率 14.5%（+0.3pct），研发费用率 10.7%（-4.0pct），管理费用率 18.1%（-1.7pct）。 利润短期承压，海外业务保持高增长：①分业务来看，24FY 商品化小鼠模型销售营收 4.0 亿元（+9.0%），功能药效营收 1.5 亿元（+14.6%），定制繁育营收 0.85 亿元（+8.0%），模型定制营收 0.34 亿元（-3.4%）。受投融资下行引起的需求不振等因素影响，商品化小鼠模型尤其人源化小鼠增速有所放缓；但随着公司小鼠品系丰富、药效服务体系完善，功能药效业务保持了快速增长。②分区域来看，海外营收 1.14 亿元（+22.5%，业务占比 18.3%），国内营收 5.72 亿元（+8.3%）。③报告期内毛利率有所下降，主要系商品化小鼠模型销售中毛利率较低的品类占比提升，以及功能药效开拓项目价格较低的科研客户，同时也有部分人员成本、设施折旧与租金增加原因；25Q1 毛利率随着价格竞争情况有所好转，我们判断未来趋势向好。费用方面，销售费用提升主要系海外市场拓展，研发费用缓和主要系斑点鼠平台搭建工作基本准备就绪。 我们认为公司具备较强成长性，主要体现在：①国内设施布局完成，合计约 28 万笼（+40%），是唯一实现生产设施全国布局的国内模式动物企业，23Q4 其陆续投产，未来随着笼位从基础代繁育向斑点鼠等基因编辑鼠业务转化，有望带来利润端增量；②海外市场规模数倍于国内市场，且中国模式动物企业依靠工程师红利具备全球竞争力，23-24 年需求下行的情况下海外依旧实现了高增长，随着海外产能自 24Q1 启用，海外团队目前扩充至 40 多人，海外新增租赁笼位设施已就位，海外有望继续保持高增长；③公司为小鼠模型最齐全的企业，并持续推出野化鼠、药筛鼠、无菌鼠等品类以及全人源抗体转基因模型平台，24 年入股灵康生物（基因编辑猪），并将纽迈生物平台推向市场（基于 NeoMab 的抗体发现服务），持续挖掘实验动物相关需求，引入增量市场。 盈利预测与投资评级：考虑行业整体增速情况，我们将公司 2025-2026 年营收从 9.60/11.52 亿元下调至 8.15/9.35 亿元，归母净利润从 2.20/2.64 亿元下调至 1.33/1.61 亿元，并预测 2027 年营收和归母净利润分别为 10.68 亿元和 1.96 亿元；2025-2027 年对应当前股价 PE 分别为 35/29/24×。看好公司业务模式及成长空间，维持“买入”评级。 风险提示：需求持续下行；海外市场拓展不及预期；市场竞争加剧等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：刘若彤）

三只松鼠 (300783): 2025 一季报点评: 分销稳步推进, 利润端有优化空间

投资要点 事件: 2025Q1 公司实现营收 37.2 亿元, 同比+2.1%; 实现归母净利 2.3 亿元, 同比-22.4%; 实现扣非归母净利 1.6 亿元, 同比-38.3%。2025Q1 线下分销初步放量。2024Q4 和 2025Q1 合计来看, 公司实现 16.2% 的增长。2025Q1 线上渠道营收占比约 70%, 线下分销及商超占比近 30%; 线下渠道增长较快, 2025Q1 分销渠道同比增长超过 150%, 日销品占比达 40%。分销导入阶段, 费用端有一定压力。2025Q1 实现毛利率 26.7%, 同比-0.7pct, 坚果成本有一定上涨, 但公司毛利率波动不大。销售/管理费用率同比+2.4/0.4pct。销售费率方面, 主要是抖音渠道的营销费用增加, 以及线下分销处于发力阶段, 需要新增市场费用和人员储备; 管理费率方面, 新增固定资产有一些摊销折旧影响。实现销售净利率 6.4%, 同比-2.1pct。线下分销与供应链发力, 有望带动净利率回升。线下分销期望提升日销品、乳饮料占比, 以此优化盈利能力; 此外坚果自产比例也在逐步提升; 中长期盈利改善逻辑清晰。盈利预测与投资评级: 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 4.9/7.1/11.1 亿元, 同比+21%/+44%/+56%, 对应 PE 为 22/15/10X。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)

天味食品 (603317): 2025 年一季报点评: 短期调整致业绩承压, 轻装上阵改善可期

投资要点 公司发布 2025 年一季报: 25Q1 公司实现营收 6.42 亿元, 同比减少 24.8%; 实现归母净利润 0.75 亿元, 同比减少 57.53%; 实现扣非归母净利润 0.51 亿元, 同比减少 65.41%。业绩低于预期。春节前置+主动清库, 25Q1 各品类收入下滑。25Q1 火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料收入分别同比-41%/-12%/-56%, 其中, 我们预计 25Q1 子公司食萃食品和加点滋味同比正增长, 协同效应释放下子公司发展良性。25Q1 各品类收入下滑较多预计主因 24Q4 春节前置下经销商备货较多, 降低了经销商 25Q1 进货意愿, 同时公司主动清库存, 未采取激进市场动作, 24Q4+25Q1 公司收入同比-0.8%, 整体表现相对稳健。线上表现亮眼, 经销商团队持续扩张。2025Q1 公司线下/线上渠道收入分别同比-39.5%/+54%, 线上高增预计主因公司 24 年底并购加点滋味后增厚了 25Q1 收入。分地区看, 25Q1 公司东部/南部/西部/北部/中部地区收入分别同比+9.3%/-22.8%/-26.9%/-43.6%/-41.1%, 东部地区增长稳健。截止到 25Q1 末, 公司经销商数量较 24 年末增加 98 家, 经销商团队持续扩张。成本费投规模效应削弱, 盈利能力承压。2025Q1 毛利率同比-3.3pct, 预计主因收入下滑但固定成本刚性, 我们判断 25Q1 公司原材料成本仍处于低位, 且搭赠力度较小。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+5.2/+2.0/+0.1/+0.2pct, 销售费用率提升预计主因收入下滑后费率被动提升+子公司加点滋味费用率较高, 25Q1 公司销售费用额同比-1.7%, 整体费投理性。综合看 25Q1 归母净利率同比-9pct, 盈利能力承压。渠道库存良性, 轻装上阵看好后续改善。25Q1 公司主动调整致业绩承压, 当前公司渠道库存良性, 4 月以来整体经营向好, 我们判断轻装上阵下未来业绩有望逐步改善。盈利预测与投资评级: 25Q1 业绩低于预期, 我们下调 25-27 年收入预期为 36.6/40.2/44.4 亿元(此前预期为 38.5/42.3/46.7 亿元), 同比+5%/+10%/+11%; 下调 25-27 年归母净利润预期为 6.3/7.1/8.0 亿元(此前预期为 7.1/7.8/8.6 亿元), 同比+0.3%/+13%/+13%, 对应 PE 分别为 20/18/16x, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格大幅

波动，行业竞争格局恶化，渠道建设不及预期，消费力复苏不及预期，并购整合不及预期

(证券分析师: 苏铖 证券分析师: 周韵)

起帆电缆(605222): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 营收业绩短期承压, 海缆增长等候时机

投资要点 事件: 公司 24 年营收 227.6 亿元, 同比-2.5%, 归母净利润 1.4 亿元, 同比-68%; 其中 24Q4 营收 64 亿元, 同环比-0.6%/5.3%, 归母净利润-0.7 亿元, 同环比-514.4%/-423%。25Q1 营收 41.2 亿元, 同环比-14.1%/-35.6%, 归母净利润 0.7 亿元, 同环比-17.7%/-193.6%。陆缆需求放缓, 海缆放量待观。据我们测算, 2024 年公司陆缆营收占比 90%-95%, 海缆营收占比 5%-10%; 2024 年海缆订单超 13 亿元, 确认收入约 3 亿元。由于基建结构性调整导致配套的传统陆缆需求有所放缓, 订单量减少, 导致公司销售收入下滑。24 年公司销售毛利率 4.7%, 同比-1.1pc, 其中 24Q4, 毛利率 2.6%, 同环比-2.1/-1.7pct。25Q1, 毛利率 7.3%, 同环比 0.7/4.7pct, 归母净利率 1.7%, 同环比-0.1/2.9pct, 主要由于行业市场竞争愈发激烈, 企业面临以价换量的困境, 客户降本需求层层传递, 致使公司产品售价下降, 综合毛利率下滑, 同时叠加计提信用减值损失增加等因素影响, 导致公司整体利润有所下滑。24 年期间费用率稳定, 经营性现金流增加。公司 24 年期间费用 7.9 亿元, 同比-3.2%; 费用率 3.5%, 同比持平, 费用控制优秀; 经营性净现金流 5 亿元, 同比+9.3%, 主要由于公司进一步加强应收账款管理以及加强对客户信用考核, 销售回款增加。25Q1 期间费用 1.9 亿元, 同环比-3.1%/-12.8%, 费用率 4.6%, 同环比+0.5/+1.2pct, 主要由于主动采取收缩战略, 适当增加产品毛利, 导致收入下降, 而费用刚性所致。 **盈利预测与投资评级:** 考虑陆缆竞争激烈, 公司毛利率下滑, 叠加公司海缆拓展短期不及预期, 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 2.9/3.7/4.5 亿元 (2025-2026 年前值为 7.3/9.2 亿元), 同增 111%/30%/21%, 对应 PE 为 21/16/13 倍, 由于公司工艺技术领先, 生产、销售规模位居行业前列, 维持“买入”评级。 **风险提示:** 竞争加剧, 陆缆需求及海缆客户拓展不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男

证券分析师: 胡隽颖)

安井食品(603345): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 龙头韧性依旧, 25 年稳中前进

投资要点 事件: 2024 年实现营收 151.3 亿元, 同比+7.7%; 实现归母净利 14.9 亿元, 同比+0.46%; 实现扣非归母净利润 13.6 亿元, 同比-0.45%。24Q4 实现收入 40.5 亿元, 同比+7.3%; 实现归母净利 4.4 亿元, 同比+22.8%; 实现扣非归母净利润 3.6 亿元, 同比+5.9%。25Q1 实现收入 36.0 亿元, 同比-4.1%, 实现归母净利 3.9 亿元, 同比-10.0%。实现扣非归母净利 3.4 亿元, 同比-18.3%。 火锅料制品体现出龙头韧性, 表现好于行业大盘。2024 年速冻调制食品/速冻米面制品/速冻菜肴制品/农副产品分别实现营收 78.4/24.6/43.5/4.5 亿元, 同比+11%/-3%/+11%/-12%。2025Q1 分别实现营收 20.1/6.6/8.4/0.9 亿元, 同比-2%/+3%/-12%/-4%。2024 年火锅料依旧保持不错的增速, 2025Q1 有错期的影响。2024 年新宏业、新柳伍合计实现营收 25.9 亿元, 同比基本持平; 新宏业净利率从 5.3%下降至 2.6%, 新柳伍净利率维稳。 盈利表现好于预期, 2025Q1 扣非净利率环比提升。2024 年毛利率 23.3%, 同比+0.1pct; 销售/管理费用率同比-0.1/+0.6pct, 管理费用主要受激励费用影响。实现销售净利率 10.0%, 同比-0.7pct; 实现扣非归母净利率

9.0%，同比-0.7pct。2025Q1 实现毛利率 23.3%，同比-3.2pct；销售/管理费用率同比-0.7/-0.3pct。毛利率受促销影响，销售费用有所控制，管理费用主要是激励费用同比减少。实现销售净利率 10.9%，同比-0.8pct；实现扣非归母净利率 9.6%，同比-1.7pct。2025Q1 扣非净利率相比 2024 年提升 0.5pct。产品思路清晰，利润率保持稳健。2024 年火锅料及锁鲜装的表现体现出龙头的韧性，2025 年的产品规划也相对清晰（比如烤肠、嫩鱼丸等）；利润方面，虽然原材料成本、促销有一定压力，但是积极推进结构升级（锁鲜装保持高增长、烤肠也积极推出 C 端产品等）。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 16.2/18.3/19.6 亿元，同比+9%/+12%/+7%，对应 PE 为 13/12/11X。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）

赛恩斯（688480）：2024 年报&2025 一季报点评：业务结构改善，出海&紫金合作持续推进

投资要点 事件：公司发布 2024 年、2025 年一季度业绩报告。2024 年公司实现营业收入 9.27 亿元，同比增长 14.69%；归母净利润 1.81 亿元，同比增长 100.11%；扣非归母净利润 1.16 亿元，同比增长 54.68%；加权平均 ROE 同比提高 8.09pct，至 18.08%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6.3 元（含税），分红比例 33.22%。2025 年一季度公司实现营业收入 1.7 亿元，同比增长 63.46%；归母净利润 0.18 亿元，同比减少 77.68%；扣非归母净利润 0.17 亿元，同比增长 10.06%。产品销售、运营服务收入占比提升，业务结构改善、毛利率提升。2024 年公司实现归母净利润 1.81 亿元，同比增长 100.11%，略低于业绩快报数（1.91 亿元），其中龙立化学 2024Q1 并表带来 0.59 亿元投资收益；扣非归母净利润 1.16 亿元，同比增长 54.68%，主因产品销售、运营服务业务发展良好。2025 年一季度公司实现营业收入 1.7 亿元，同比增长 63.46%；归母净利润 0.18 亿元，同比减少 77.68%；扣非归母净利润 0.17 亿元，同比增长 10.06%。2024 年毛利率同比提升 5.91pct 至 34.74%，主因高毛利率的产品销售、运营服务业务发展良好；分业务来看：1）重金属污染防治综合解决方案实现营收 3.03 亿元，同比下降 34.18%；毛利率为 25.40%，同增 2.69pct，毛利贡献 23.86%。2024 年营收下滑主因下游铜冶炼行业矿端资源稀缺叠加加工费持续低迷，部分存量项目推进周期延长。2）产品销售实现营收 2.69 亿元，同比增加 96.00%；毛利率 49.29%，同增 3.99pct，毛利贡献 41.19%。主要包含环保药剂、铜萃取剂产品及一体化重金属废水处理设备产品销售。2024 年公司收购龙立化学，全年龙立化学营业收入同比增长超 36%，净利润增长 121%至 0.38 亿元，市场竞争力和盈利能力提升明显。3）运营服务实现营收 3.21 亿元，同比增加 66.06%；毛利率 32.51%，下降 0.27pct，毛利贡献 32.42%，期待解决方案业务进一步转化带来运营业务的持续增长。紫金合作持续深化，海外收入高速增长。2024 年公司紫金矿业相关收入 2.55 亿，占总收入比例为 27.5%。2024 年公司海外业务实现收入 0.83 亿元，同比增加 25.5%；毛利率达 42.5%，高于国内业务的 33.9%；期待公司海外业务持续发展，带动整体毛利率稳步提升。2024 年主营业务分地区统计的境外收入 0.83 亿元为直接对境外客户取得的收入，叠加通过贸易公司签订合同最终使用者为境外客户的收入 1.41 亿元，合计境外收入 2.24 亿元，占主营业务收入 24.27%。盈利预测与投资评级：考虑到公司 2024 年实际归母净利润比业绩快报数（1.91 亿元）略低，我们下调公司 2025-2026 年、

引入 2027 年归母净利润预测至 1.96（原值 2.15）/2.45（原值 2.67）/2.88 亿元，同比增加 8.32%/25.21%/17.64%，对应 PE 16.0/12.8/10.9 倍（估值日期 2025/4/29）。维持“买入”评级。风险提示：行业政策变化，下游行业扩产进度不及预期

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

华锐精密（688059）：2024 年报&2025 年一季报点评：25Q1 业绩重回增长区间，股权激励结束费用边际改善

投资要点 2024 年业绩符合预期，2025Q1 业绩重回增长区间 2024 年公司实现营收 7.59 亿元，同比-4.43%；实现归母净利润 1.07 亿元，同比-32.26%；实现扣非归母净利润 1.04 亿元，同比-31.68%。公司 2024 年整体业绩有所下滑主要系制造业整体景气度偏低，刀具需求偏弱，公司产能利用率不足平均成本提升导致业绩承压。2024Q4 公司实现营收 1.75 亿元，同比-15.57%，实现归母净利润 0.30 亿元，同比-42.78%。分产品看：车削刀片实现营收 4.80 亿元，同比-8.35%，铣削刀片实现营收 1.44 亿元，同比-18.93%，钻削刀片实现营收 0.2 亿元，同比-6.40%，整体刀具实现营收 0.93 亿元，同比+57.08%。公司整刀产能与业绩正逐步释放。分海内外看：2024 年国内实现营收 7.00 亿元，同比-5.73%。海外实现营收 0.50 亿元，同比+6.73%，公司海外业务进展顺利。2025Q1 公司实现营收 2.22 亿元，同比+30.48%；实现归母净利润 0.29 亿元，同比+70.00%；实现扣非归母净利润 0.28 亿元，同比+71.29%。2025Q1 公司归母净利润实现高增，主要系费用端优化叠加股权激励结束不再产生费用。毛利率受产能利用率下降影响有所下滑，费用率略有下降 2024 年公司毛利率为 39.46%，同比-6.01pct，2025Q1 单季度毛利率为 35.49%，同比-1.75pct。公司毛利率有所下降，主要系产能利用率不足。分产品看，车削刀片/铣削刀片/钻削刀片/整体刀具的毛利率分别为 42.65%/49.45%/70.92%/1.10%，同比分别-5.41pct/-1.98pct/-3.07pct/-1.71pct。2024 年公司销售净利率为 14.09%，同比-5.79pct，2025Q1 单季度销售净利率为 13.16%，同比+3.06pct。2024 年公司期间费用率为 20.51%，同比-0.63pct，销售/管理/财务/研发费用率为 4.35%/4.52%/4.96%/6.69%，同比-0.37pct/-0.66pct/+1.37pct/-0.98pct。其中销售/管理/研发费用率减少系公司层面业绩考核未达标，股权激励费用冲回；财务费用率提升系利息支出增加。存货有所提升，经营活动净现金流显著改善 截至 2024 年末公司存货 3.97 亿元，同比+28.77%，主要系原材料与库存商品增加。2024 年公司经营活动净现金流为 1.18 亿元，同比+4576.64%，现金流周转显著改善。渠道拓展加速，募投建设项目结项综合金属切削服务能力不断提升 1）加强渠道布局：国内方面公司积极参加展会推广产品，海外方面公司新设孙公司德国华锐完善海外渠道布局。渠道建设加速有望兑现业绩。2）募投建设项目结项：2024 年 12 月，公司 2022 年可转债募投项目“高效钻削刀具生产线建设项目”顺利结项，公司产品布局、产品结构进一步丰富完善，综合金属切削服务能力不断提升。盈利预测与投资评级：考虑到刀具行业需求偏弱，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 1.57（原值 1.83）/2.11（原值 2.49）亿元，预计 2027 年归母净利润为 2.73 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 23/17/13 倍，考虑到公司产品矩阵不断拓展，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，原材料价格波动，刀具需求不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

汇川技术（300124）：2024 年报及 2025 一季报点评：25Q1 业绩大超预期，战略布局“AI+人形”

投资要点 25Q1 业绩大超预期。24 年营收 370.4 亿元，同比+22%，归母净利润 42.9 亿元，同比-10%。24Q4/25Q1 营收 116.4/89.8 亿元，同比+13%/+38%，归母净利润 9.3/13.2 亿元，同-35%/+63%。24 年毛利率 28.7%，同比-4.9pct，归母净利率 11.6%，同比-4pct，24Q4/25Q1 毛利率 23.7%/31.0%，同比-5.5/-3.7pct，系会计政策变更（质保金等由销售费用归为营业成本），低毛利的新能源车收入超过工控；归母净利率 8.0%/14.7%，同比-5.8/+2.2pct。24 年非经常性损益项中股权类投资项目的公允价值变动损益同降（24 年非经常性损益 2.5 亿，同-4.2 亿）。25Q1 工控、电车双主业，叠加入形战略业务的表述均超预期。公司 25 年目标为：收入同比+10-30%，归母净利润同比+5-25%。通用自动化：再现强劲 α 、Q1 收入同比接近 30% 增长。24 年/25Q1 工控收入 152/41 亿元，同比+1%/+29%。行业端，24/25Q1 OEM 行业销售额同比-1.7%/+3.3%（11 个季度同降后转正）。分产品看，25Q1 变频/伺服/PLC&HMI/工业机器人收入同比+10%/+25%/+35%/+60%，25Q1 变频/伺服/小型 PLC/中大型 PLC MIR 口径市占率 20.8%/28.9%/1.8%/4.3%，同比+2.8/+3.1/持平/+0.4pct。新品类方面，高效电机、气动元件订单较快增长。分行业看，24 年剔除光伏锂电后整体订单增长约 20%，OEM 市场 24 年抓住纺织、注塑、机床等结构性机会，25Q1 能源、机床、印包、物流等增长较快（光伏仍同降较多）；项目型市场挖掘 EU、央企国产替代机会，增长较好；散单市场下沉区域细分产业集群，综合 SBU 订单增长超 40%；25 年展望，工控弱复苏下、行业预计同比+0-3%；公司依靠上顶下沉提份额，营收有望达 180 亿元，同比+20% 左右。新能源汽车：收入持续 60%+ 高增、规模效应有望进一步打开净利率空间。收入端：24 年/25Q1 新能源车收入 160/39 亿元，同比+70%/+66%；根据 GGII，25Q1 插混车型销量同比+50%，联合动力电控整体市占率达 13.4%、延续创新高（24H1/24H2 为 10.0%/11.9%）。25Q1 看，国内 TOP 客户理想/广汽埃安/奇瑞/小鹏销量同比+16%/持平/+172%/+331%，小米 Q1 销量 7.6 万辆 对公司 Q1 收入较大贡献；海外客户沃尔沃、大众、奥迪等也开始提供增量，公司在泰国、匈牙利布局产能，提升海外响应能力。利润端：24 年子公司联合动力实现净利润 9.4 亿元，净利率为 5.9%；预计今年电动车收入有望达 225-240 亿元，同比+40-50%，随规模效应进一步提升，依靠研发费率缩减，净利率有望达到 7-8%。电梯：依靠出海及大配套业务保持稳健增长。24 年/25Q1 电梯收入 49/9.6 亿元，同比-7%/+2%。25Q1 国内房屋竣工面积累计同比-14%，压力较大，但依靠海外市场及大配套业务（预计占电梯收入比重）仍实现同增。我们预计 25 年电梯板块收入有望达 49-52 亿元，同比+0-5%。战略业务：首提“AI+人形”重大战略布局。公司继续推进前期国际化、数字化、能源管理业务以外，新的战略表述是，25 年基于新一轮战略规划，公司将加大对人形机器人的投入力度：1）持续开展小脑研发（结合 AI 技术研发肢体的运控）；2）将零部件推向市场，前期已与部分人形整机厂及工业客户沟通并获得后续试机意愿（关节样机 24 年已研发出，涵盖驱动器、无框电机及模组、行星滚柱丝杠，内部测试性能表现超预期）；3）产品组合方面，融合电机、驱动器、编码器、力传感器、多轴臂、丝杠等优势品类，为客户打造定制化解决方案；4）依托对工业场景理解，开发具身智能解决方案。期间费用管控得当、现金流改善明显。公司 24 年/25Q1 期间费用 61.6/16.0 亿元，同比+5.1%/+4.6%，期间费用率 16.6%/17.8%，同比 -2.6/-5.8pct，25Q1 销售/管理/研发/财务费用率 3.63%/4.47%/9.91%/-0.17%，同比变动-2.88/-0.73/-2.20/+0.05pct。25Q1 末公司存货 78.0 亿元，较 25 年初+12%，合同负债 9.41 亿元，较 25

年初+4%。25Q1 经营性现金流净额为 2.63 亿元，同比增加 2.36 亿元。
盈利预测与投资评级：预计公司 25-27 年归母净利润 56.3/70.8/86.9 亿元，同比+31%/+26%/+23%，较前期对 25/26 年预测的 60.1/71.8 亿元有所下调，27 年为本期新增预测，对应现价 PE 分别为 31x、25x、20x。公司主业拐点已至，机器人星辰大海，给予 25 年 40 倍 PE，目标价 83.6 亿元，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
研究助理：许钧赫）

固德威（688390）：2024 年报&2025 一季报点评：25Q1 环比略有改善，Q2 持续环增，全年出货有望高增

投资要点 事件：公司 2024 年实现营收 67.4 亿元，同比-8%，归母净利润-0.62 亿元，同比-107%，其中 2024Q4 实现 17.9 亿元，同环比+5.4%/-0.1%，归母净利润-0.7 亿元，同环比-73%/-317%。2025Q1 公司实现营收 18.8 亿元，同环比+67%/5%，实现归母净利润-0.28 亿元，同环比+3%/+60%。2024 年并网出货略增，2025 年国内抢装+海外需求旺盛出货恢复高增长。公司 24 年并网实现营收 22.2 亿元，出货约 55 万台，同比略增，其中 24Q4 我们预计出货约 13-14 万台，环比略有下滑，其中国内占比约 65%，受低毛利率的国内市场占比提升影响，毛利率环比有所下降。25Q1 我们预计并网出货约 18 万台，环增 30%，国内占比约 2/3，Q2 国内抢装叠加海外需求改善出货有望环比高增，25 年有望实现出货 80 万台，同增 30%+。2024 年储能出货有所下滑，2025Q2 出货逐步改善，全年有望翻倍增长。公司 2024 全年储能实现营收 4.6 亿元，出货约 5 万台，其中 2024Q4 出货约 1 万台，环降约 50%，主要系 10、11 月需求放缓，2025Q1 我们预计出货约 1 万台，环比基本持平，主要系确收因素有所延迟，随东南亚、巴西及欧洲需求逐步起量，公司 4、5 月排产逐步提升，2025Q2 有望环比翻多倍增长，25 年全年我们预计出货约 10+万台，同比翻倍增长。24 年储能电池实现营收 4.7 亿元，出货约 217MWh，同比下滑 36%，2025Q1 我们预计出货约 50-100MWh，全年看电池有望翻倍增长至 0.5gwh+。2025 年户用系统稳健增长。公司 2024 年户用系统实现营收 30.6 亿元，同增 85%，确收约 1GW，同比翻倍增长，2025Q1 我们预计实现营收约 10 亿元，全年预计出货 1gw+，同比略增。2024 年期间费率略有增长、2025Q1 存货略有下滑、合同负债有所增长。公司 2024 年期间费用 14.4 亿元，同增 27%，期间费率 21.3%，同比+6pct。2025Q1 期间费用 3.6 亿元，同环比+9%/-10%，期间费率 19.1%，同环比-10/-3pct。2025Q1 末公司存货为 21.8 亿元，较 2025 年初下降约 17%，公司合同负债为 4.4 亿元，较 25 年初增长 28%。2025Q1 经营性净现金为-2.5 亿元，同比去年同期增加 4.6 亿元。盈利预测与投资评级：考虑国内逆变器占比较高毛利率较低，费用率水平依旧较高，我们下调此前盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 3.5/5.0/7.0 亿元，（2025-2026 年前值为 6.1/8.7 亿元），同比+672%/+43%/+39%，对应 PE 为 28/20/14 倍，考虑公司储能及并网出货明显改善，2025 年有望高增，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：余慧勇）

伟创电气（688698）：2025 年一季报点评：业绩符合预期，战略布局“机器人+数字能源”业务

投资要点 25Q1 营收+18%、归母净利润+6%、业绩符合市场预期。

公司发布 2025 年一季报，实现营收 3.87 亿元，同比+18.16%，归母净利润 0.57 亿元，同比+5.60%，扣非净利润 0.55 亿元，同比+4.34%，毛利率 37.71%，同比-2.39pct，销售净利率 14.41%，同比-1.99pct，主要系下游低毛利行业交付进展较快，我们预计全年毛利率仍将维持稳定。综合看，公司业绩整体稳健增长，符合市场预期。下游行业持续拓展、战略布局智慧能源。1) 25Q1 变频器收入 2.32 亿元，同比+17.95%，公司变频器产品矩阵完善，港口起重、船舶、石油石化积极拓展，后续增势有望延续；2) 伺服系统及控制系统 1.33 亿元，同比+9.76%，公司产品功率范围覆盖全面，随着“大平原业务”战略实施，将逐步拓宽至毛利率较低但规模较大的行业，但公司将凭借规模效应&零部件自制，实现规模增长同时利润率稳定；3) 数字能源收入 0.1 亿元，同比+1216%，公司拓展以电源技术为基础的产品，重点实施智慧能源新生态战略，后续将凭借综合解决方案，板块营收有望持续高增。光伏扬水增势持续、独联体新机会有望起量。1) 25Q1 国内收入 2.80 亿元，同比+15.33%，核心下游起重（通用）、机床、纺织、印包等市占率仍较小，国产替代空间大，公司围绕大客户战略，拓宽下游机型，我们预计市占率将持续稳步提升，我们预计 25 年公司国内收入有望同增 20%+。2) 25Q1 海外营收 0.99 亿元，同比+28.74%，光伏扬水高景气持续，一带一路地区持续拓展，同时把握独联体国家石油、电梯、造船等机会点，有望于 25 年开始放量。综合看，我们预计公司 25 年海外收入有望同比+20~40%。深度赋能机器人行业、“内生+开放合作”共建未来。1) 公司聚焦执行器解决方案，产品涵盖关节模组、空心杯/无框电机、灵巧手解决方案；2) 合资子公司定位关节模组，产品性能优异；3) 灵巧手方案开放合作旨在聚拢资源，目前整体进展较快，已或小批量订单；4) 超微距视觉应用于外观检测，广泛应用于 3C、半导体、锂电等下游行业；5) 通过内生+外延，以搬运场景为最初抓手，推动工厂场景落地。盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利润 3.06/3.79/4.59 亿元，同比+25%/+24%/+21%，对应现价 PE 分别为 33x、27x、22x，长期看，工控行业国产替代空间大，机器人带来大幅弹性，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
研究助理：许钧赫）

万兴科技（300624）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：持续研发投入，AI 原生应用收入高增

投资要点 事件：2024 年公司实现营收 14.40 亿元，yoy-2.78%，归母净利润-1.63 亿元，yoy-289.61%，扣非归母净利润-1.61 亿元，yoy-279.80%。2025Q1 公司实现营收 3.80 亿元，yoy+6.06%，qoq-1.89%，归母净利润-0.33 亿元，yoy-227.93%，2024Q4 为-1.58 亿元，扣非归母净利润-0.38 亿元，yoy-265.49%，2024Q4 为-1.42 亿元。加大投入及计提商誉减值，致业绩短期承压。2024 年及 2025Q1 公司归母及扣非归母净利润有所承压，主要系：1) AI 服务器费用增长对应 2024 年及 2025Q1 毛利率 93.22%、92.26%，yoy-1.55pct、-2.24pct；2) 市场竞争加剧、流量成本上升及增加新产品、新渠道投放，2024 年及 2025Q1 公司销售费用率 58.95%、62.78%，yoy+10.14pct、+15.15pct；3) 加大研发投入以及算力投入和设备等折旧摊销增加，2024 年及 2025Q1 研发费用率 30.73%、27.79%，yoy+3.55pct、-1.14pct。此外，2024 年部分子公司产品创新转型期利润有所下滑，相应计提商誉减值 0.59 亿元，致 2024 年业绩短期有所承压。持续优化产品能力，营收有望延续增势。公司持续深耕数字创意软件主业，坚定全面拥抱 AIGC，引

入外部 AI 与提升自研 AI 垂类技术能力并重，不断创新 AI 功能，优化用户体验，提升产品竞争力。2024 年公司主要产品万兴喵影/Filmora、亿图脑图/EdrawMind、万兴 PDF/PDFelement 等推出版本更新，升级 AIGC 功能点，有效推动产品用户增长与产品口碑提升，对应月活用户、付费转化率、用户客单价等指标的增长。2024Q4/2025Q1 公司营收同比增长 0.43%、6.06%，已实现连续两个季度的同比增长，展望后续，我们看好公司各产品线产品力提升后，叠加前期营销投入和渠道建设，营收有望延续增长态势。AI 商业价值初显，AI 原生应用收入高增。公司全面拥抱 AI，对内赋能经营管理，引入 AI 代码工具提升代码撰写效率，应用 AI 技术提升图片、音乐、视频和特效等素材创作效率，有效降低运营成本。对外，持续推进产品 AI 功能丰富，2024 年 AI 服务器累计调用 5 亿次，并加大对 AI 商业化的探索与尝试，通过 AI 会员、AI 加量包、AI 功能付费等提升用户价值，2024 年 AI 原生应用（不含已有应用 AI 功能付费部分）收入约 6700 万，同比增长超 100%，持续关注公司 AI 商业化潜力释放。盈利预测与投资评级：考虑到公司加大 AI 布局投入，相应销售费用、研发费用有所提升，我们下调 2025 年、上调 2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.31/0.56/0.84/元（2025-2026 年前值为 0.40/0.44 元），对应当前股价 2025 年 PS 为 6.75 倍。我们看好公司投入 AI 提升产品力，业绩潜力有望逐步兑现，维持“买入”评级。风险提示：投流竞争加剧风险，AI 进展不及预期风险，市场竞争风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：陈欣）

国茂股份（603915）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩短期承压，新产品加速研发推广

投资要点 业绩短期承压，海外业务进展顺利 2024 年公司实现营收 25.89 亿元，同比-2.67%；实现归母净利润 2.94 亿元，同比-25.78%；实现扣非归母净利润 2.06 亿元，同比-42.18%。公司 2024 年业绩短期承压，主要系宏观经济弱复苏状态下众多企业在生产设备的资本开支上保持谨慎态度，减速机市场整体需求偏弱。分产品看：齿轮减速机实现营收 19.51 亿元，同比-4.95%，摆线针轮减速机实现营收 3.56 亿元，同比-7.50%，GNORD 减速机实现营收 0.89 亿元，同比-26.57%，摩多利减速机实现营收 0.97 亿元，其他配件实现营收 0.65 亿元，同比-10.87%。分海内外收入看：国内实现营收 25.35 亿元，同比-3.00%。海外区域实现营收 0.22 亿元，同比+28.54%。2025Q1 公司实现营收 6.02 亿元，同比+2.8%；实现归母净利润 0.43 亿元，同比-33.4%；实现扣非归母净利润 0.38 亿元，同比-33.3%。毛利率有所下滑，净利率波动较大，汇兑损益影响财务费用 2024 年公司毛利率为 21.13%，同比-4.88pct，2025Q1 单季度毛利率为 19.63%，同比-3.37pct。公司毛利率有所下降，主要系减速机行业需求偏弱，产品价格竞争激烈，另外会计政策变更对公司毛利率也略有影响。分产品看，齿轮减速机/摆线针轮减速机/GNORD 减速机/摩多利减速机/其他配件毛利率分别为 18.93%/25.11%/12.09%/29.24%/39.18%，同比分别-6.02pct / +0.97pct / -9.65pct / 不适用 / +3.68pct。2024 年公司销售净利率为 11.48%，同比-3.31pct，主要系毛利率下降叠加 2024 年收购的摩多利公司业绩未达到预期带来 0.21 亿元商誉减值。2025Q1 单季度销售净利率为 7.23%，同比-3.78pct。2024 年公司期间费用率为 9.84%，同比-0.30pct，销售/管理/财务/研发费用率为 2.53%/2.84%/-0.06%/4.54%，同比-0.23pct/-0.11pct/+0.27pct/-0.24pct。财务费用率提升系利息收入减少。存货&合同负债同比增加，经营活动净现金流有所改善 截至 2024 年末公司合同负债 0.72 亿元，同比+2.04%；存货 6.24 亿元，同

比+14.52%，主要系在产品与库存商品增加。2024 年公司经营活动净现金流为 5.94 亿元，同比+11.53%，现金流周转有所改善。新产品加速研发推广，增强品牌竞争力。2024 年公司各事业部加大产品开发力度，通用减速机事业部完成模块化减速机 GR-129 系列化开发，捷诺推出 DHI 系列电预塑齿轮箱、TEH 系列齿轮箱等新产品，国茂精密自研的四轴谐波减速器可用于高端数控机床，摩多利开发出 MVR 系列，形成行星减速机加无刷电机的集成方案。公司加大新产品研发与推广力度，有望逐步兑现品牌竞争力。盈利预测与投资评级：考虑到减速机行业需求偏弱，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 3.00（原值 4.21）/3.43（原值 4.90）亿元，预计 2027 年归母净利润为 4.00 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 33/29/24 倍，考虑到公司持续推出新产品增强竞争力，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，下游需求不及预期，研发进度不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

纳科诺尔（832522）：2024 年报&2025 一季报点评：2024 年辊压设备稳健增长，2025 年有望持续稳增

投资要点 事件：公司 2024 年实现营收 10.5 亿元，同比+11%，归母净利润 1.62 亿元，同比+31%；其中 2024Q4 营收 2.0 亿元，同环比-14%/-31%，归母净利润 0.11 亿元，同环比+42%/-78%。2025Q1 实现营收 2.33 亿元，同环比-20%/+16%，实现归母净利润 0.31 亿元，同环比-37%/+177%。2024 年轧机业务稳健增长，持续加强研发创新。2024 年公司轧机业务实现营收 9.86 亿元，同比+13.4%，毛利率为 23.11%，同比-0.21pct，24 年公司持续研发创新。2024 年 4 月，公司获批设立国家级博士后科研工作站；2024 年 9 月，公司建设运行的“河北省电池极片辊压设备技术创新中心”获评省级优秀技术创新中，公司牵头建设运行的“河北省高精密智能化辊压装备创新联合体”入选 2024 年度首批省级创新联合体，公司获评 2024 年优秀省级企业技术中心。2024 年期间费率略有下降。公司 2024 年期间费用 0.64 亿元，同比-33%，费用率 6.03%，同比-3.95pct，其中 2024Q4 期间费用 0.13 亿元，同环比-53%/-21%，费用率 6.43%，同环比-5.3/+0.8pct。2025Q1 期间费用 0.19 亿元，同环比-13%/+51%，期间费率 8.33%，同环比+0.7/+1.9pct。干法电极进入测验阶段，负极有望初步放量。公司 2024 年已推出多套干法电极设备，目前正在进行终端电芯厂商测试，若进展顺利，我们预计负极设备有望在 2025H2 初步放量，正极有望 2026 年逐步打通。盈利预测与投资评级：考虑公司 2024 年受行业需求影响订单增速相对放缓，我们下调 2025 年及 2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.8/2.4/3.2 亿元（2025-2026 年前值为 2.6/3.2 亿元），同增 11%/36%/32%，对应 PE 为 33/24/18 倍，考虑公司 2025 年订单回暖，对应 2026 年业绩有望恢复高增，因此维持“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）

宏发股份（600885）：2025 年一季报点评：业绩符合市场预期，新品动能多元化

投资要点 25Q1 营收同比+15%、归母净利润同比+15%、业绩符合市场预期。公司 25Q1 营收 39.83 亿元，同比+15.35%，归母净利润 4.11 亿元，同比+15.47%，扣非净利润 3.81 亿元，同比+14.22%。25Q1 毛利率为 33.77%，同比-1.17pct，主要系原材料价格上涨、部分产品价格竞争加剧，但公司通过规模优势&产品结构优化部分对冲，销售净利

率 13.68%，同比+0.02pct，25Q1 整体经营实现“开门红”，业绩符合市场预期。高压直流&汽车增势延续、新能源超预期增长。1) 高压直流/汽车继电器：公司高压直流&汽车产品充分受益于国内新能源车增长，核心客户小米、零跑、小鹏销量高增。同时欧洲&北美市场需求恢复带动全球汽车产销逐步复苏。我们预计高压直流/汽车继电器 25 年增速维持同增 30%/+15%。2) 新能源继电器：24H2 复苏延续，我们预计 25Q1 景气度逐月上升，Q2 增势有望延续，我们预计全年同增 20%+。工业&信号快速增长、家电&电力表现稳健。1) 工业继电器：行业需求触底复苏，光伏、电源、工业等下游需求上涨，预计工业继电器有望保持较快增长。2) 信号继电器：公司产品优势明显，下游安消行业需求稳定，温控&医疗&新能源需求增长，行业整体增速有望持续。3) 家电功率继电器：政策刺激下，下游旺季提前，但家电产品价格竞争较为激烈，公司紧抓市场份额实现稳增。4) 电力继电器：高基数导致需求放缓下，国内增量渐显同时新兴市场回暖，有望保持稳定增长。“75+”战略新阶段、增长动力多元化。1) 低压电器：全球暖通旺季、新能源强装潮、电力行业需求复苏共同带动，随公司产品导入国内外标杆客户，增势有望延续。2) 其他新品：电流传感器领域，海外需求整体不高，国内回暖；连接器领域，充电领域标杆客户稳固，储能&数据中心快速拓展。电容器领域，新能源车客户项目逐步启动，电机客户订单落地、车载项目逐步商量，新能源&电子客户进程加速，增长动力多元化。未来公司将进一步拓展新品类、新领域、新客户，我们预计业务规模有望达 5 亿元。盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利润为 19.9/23.2/26.9 亿元，同比+22%/+17%/+16%，对应 PE 分别为 18x、15x、13x，宏发为继电器全球龙头，给予 25 年 25x PE，目标价 47.5 元，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，原材料涨价超市场预期等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
研究助理：许钧赫)

盛新锂能 (002240)：2025 年一季报点评：Q1 费用高企导致亏损，印尼冶炼厂即将放量

投资要点 Q1 业绩符合预期。公司 25 年 Q1 营收 6.9 亿元，同环比-43.4%/-36.7%，归母净利润-1.5 亿元，同环比-7.7%/+3.2%，扣非归母净利润-2 亿元，同环比-29%/+35%，非经常性损益主要为政府补助和套保收益；毛利率 3.2%，同环比-0.7/+2.8pct，归母净利率-22.5%，同环比-10.7/-7.8pct。

Q1 费用高企导致亏损，印尼冶炼厂即将大规模出货，预计全年出货有望高增。我们预计 Q1 锂盐出货约 1.1 万吨，环减 35%左右，主要受检修影响；国内冶炼产能 7 万吨，印尼冶炼厂一期 6 万吨预计 Q2 开始出货，我们预计 25 全年锂盐出货 8-10 万吨，同增 30%+。盈利端，我们测算 Q1 含税均价约 7.1 万元，单吨毛利约 0.2 万元，净利亏损主要由于印尼冶炼厂前期投入高且尚未形成收入，导致财务费用和管理费用影响近 2 亿元。Q2 自有矿开始恢复生产，全年矿端自供率 30-40%。由于 Q1 业隆沟尚未恢复生产、萨比星技改中，自有矿产量几乎无贡献。萨比星已于 4 月复产，预计全年产量 15-20 万吨；业隆沟将于 Q2 复产，全年产量维持 7 万吨左右。总体来看，25 年有望产近 25 万吨精矿，折 3 万吨 LCE，矿端自供率 30-40%。

Q1 费用率提升明显，经营性现金流下滑。公司 25 年 Q1 期间费用率 29.4%，同环比+15.9/+22.6pct，其中管理费用率环比+5.6pct，财务费用率环比+17pct；经营性现金流 3.5 亿元，同环比-23.5%/-36.5%；25 年 Q1 资本开支 5.2 亿元，同环比-32.4%/+80.4%；25 年 Q1 末存货 21.7 亿元，较年初+0.5%。盈利预测与投资评

级：由于锂价底部区间震荡，我们下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润-1.5/3.6/9.0 亿元（25-26 年原预期为 0.8/4.6 亿元），同比+76%/+335%/+152%，对应 26-27 年 PE 为 29x/11x，由于公司持有锂矿资源禀赋优异，且海外印尼工厂即将放量，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）

海天味业（603288）：2025 年一季报点评：成本红利释放，盈利能力显著提升

投资要点 公司发布 2025 年一季报：2025Q1 公司实现营业收入 83.15 亿元，同比+8.1%；实现归母净利润 22.02 亿元，同比+14.8%；实现扣非归母净利润 21.5 亿元，同比+15.4%。业绩符合预期。主要品类增长稳健，线上渠道表现亮眼。分产品看，2025Q1 酱油/蚝油/调味酱类/其他业务收入分别同比+8.2%/+6.1%/+14%/+21%，酱油等主要品类稳健增长，醋、料酒、复合调味汁等其他品类增速相对较快。分渠道看，2025Q1 公司线下/线上渠道收入分别同比+9%/+43%，线上渠道表现亮眼预计主因公司线上渠道体系化能力逐步释放。基地市场稳健，经销商团队优化。分地区看，25Q1 东部/南部/中部/北部/西部收入同比+14%/+16%/+8%/+5.8%/+9%，东南基地市场增速较快，外部市场稳步开拓。截止到 2025Q1 末，公司经销商较 24 年末减少 39 家，其中东部/南部/中部/北部/西部经销商分别较 24 年末+29/+23/-21/-25/-45 家，经销商团队持续优化。成本红利释放，盈利能力提升显著。25Q1 毛利率 40%，同比+2.7pct，预计主因大豆等原材料价格下降，次因精益管理和智能制造升级等带动内部效率提升。25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.4/+0.3/-0.2/+0.2pct，销售费用率略有提升主因行业需求疲软加剧市场竞争，公司加大费投力度以提升市占率。综合看，25Q1 公司归母净利率同比+1.5pct，盈利能力提升显著。25 年开局稳健，全年 BC 双轮驱动可期。25Q1 开局稳健，我们预计公司 25 年有望通过 BC 双轮驱动持续提升市场份额，其中 B 端有望依托餐饮经销商发展、定制化业务扩张及新品类对餐饮渠道渗透实现稳健增长，C 端有望依托小品类培育和渠道下沉实现快速增长。盈利预测与投资评级：2025Q1 业绩符合预期，维持 25-27 年收入预期为 297/328/363 亿元，同比+10%/+11%/+11%；基本维持 25-27 年归母净利润预期为 70/78/86 亿元，同比+11%/+11%/+11%，对应 25-27 年 PE 分别为 33/29/27x，维持“增持”评级。风险提示：原材料价格大幅上涨、行业竞争加剧、消费复苏不及预期、食品安全问题，改革进展不及预期

（证券分析师：苏铖 证券分析师：周韵）

迈瑞医疗（300760）：2024 年报及 2025 年一季报点评：短期承压，期待逐季改善

投资要点 事件：公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报，2024 年全年，公司实现营业收入 367.26 亿元（+5.14%，同比，下同），实现归母净利润 116.68 亿元（+0.74%）。2024Q4 单季度实现营业收入 72.41 亿元（-5.08%），实现归母净利润 10.31 亿元（-40.99%）。2025Q1 单季度实现营业收入 82.37 亿元（-12.12%），实现归母净利润 26.29 亿元（-16.81%）。2025Q1 季报业绩略低于我们预期。2024 年及 2025Q1 国内短期承压，期待 2025 年迎来拐点。分业务来看，1）2024 年公司生命信息与支持业务实现收入 135.57 亿，同比减少 11.11%，其中微创外科业务同比增长超过 30%，国际生命信息与支持业务实现了同比双位数增长。国内市场监护仪、除颤仪、呼吸机、输液泵等相关产品

的市场规模在 2024 年出现了大幅度下滑。国际市场生命信息与支持业务全年实现同比双位数增长。2) 体外诊断业务实现收入 137.65 亿, 同比增长 10.82%, 收入体量首次超过生命信息与支持业务, 其中国际体外诊断业务同比增长超过 30%。国内市场部分试剂的检测量和价格均一定幅度下滑。根据公司统计, 公司化学发光业务的市场排名首次实现国内第三, 生化业务的市场占有率首次超过 15%, 并仍在持续提升。3) 医学影像类实现收入 74.98 亿, 同比增长 6.60%, 其中国际医学影像业务同比增长超 15%, 超高端超声系统 ResonaA20 上市首年实现超 4 亿元收入。4) 电生理与血管介入类实现收入 14.39 亿, 公司于 2024 年完成对惠泰医疗控制权的收购, 快速布局心血管领域细分赛道。持续创新, 驱动成长。2024 年, 公司在生命信息与支持领域推出了瑞智重症决策辅助系统、UX7 系列 4K 三维荧光内窥镜摄像系统、4K 三维电子胸腹腔内窥镜系统、腔镜吻合器、A3/A1 麻醉系统、BeneHeart E/L/H 系列半自动体外除颤器、BeneHeart R900/R700/R300 全数字多道心电图机、NH9 系列高流量呼吸湿化治疗仪、SV700/SV900 呼吸机、一次性使用双极闭合器械等。AI 医疗方面, 公司推出基于启元重症大模型的瑞智重症决策辅助系统, 提升患者救治质量, 帮助医生快速、准确输出病历, 提升文书效率。盈利预测与投资评级: 考虑到国内新品推广及海外市场开拓费用增加, 我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 153.63/180.68 亿元, 调整至 119.60/131.31 亿元, 预期 2027 年为 152.80 亿元, 对应当前市值的 PE 分别为 22/20/17 倍, 考虑到公司产品线丰富, 竞争力强, 维持“买入”评级。风险提示: 地缘政治风险, 新产品市场推广或不及预期的风险等, 并购整合不及预期风险。

(证券分析师: 朱国广)

新宙邦 (300037): 2025 年一季报点评: Q1 业绩符合市场预期, 25 年氟化工+电解液拐点将至

投资要点 业绩符合市场预期。公司 25 年 Q1 营收 20 亿元, 同环比 +32.1%/-8.1%, 归母净利润 2.3 亿元, 同环比 +39.3%/-4.5%, 毛利率 24.6%, 同环比 -2.7/-0.4pct, 归母净利率 11.5%, 同环比 +0.6/+0.4pct。电解液 25Q1 出货高增长、海外订单逐步起量。我们预计 25Q1 电解液出货 5.8 万吨+, 同增 75%+, 25 年美国电池客户开始起量, 我们预计出货维持 30%增长, 出货 25-30 万吨。盈利看, 我们预计 Q1 电解液板块微利, 且我们预计后续维持。此外公司收购 42%石磊股权, 可实现六氟自供, 满足公司 40-50%电解液需求。氟化工 Q1 利润同增 10%+, 电容器和半导体稳健增长。我们预计氟化工 25Q1 利润 1.7-1.8 亿元, 同比增长 10%+, Q1 海德福仍亏损 0.2 亿元左右, 全年看我们预计海德福亏损收窄至 0.6 亿元, 我们预计氟化工增长 20%贡献 8-9 亿利润。电容器和半导体化学品我们预计全年贡献 1.5-2 亿元利润, 其中 Q1 合计贡献利润 0.4-0.5 亿元, 环比持平左右。费用管控良好、Q1 经营性净现金流承压。公司 25 年 Q1 期间费用 2.3 亿元, 同环比 +6%/-5.3%, 费用率 11.5%, 同环比 -2.8/+0.3pct; 经营性现金流 -2.9 亿元, 同环比 -28.8%/-128.4%; 25 年 Q1 资本开支 2.3 亿元, 同环比 -39.7%/-11.1%; 25 年 Q1 末存货 11.3 亿元, 较年初 +13.1%。盈利预测与投资评级: 我们维持 25-27 年归母净利预测为 13.1/16.2/20 亿元, 同比 +39%/+23%/+24%, 对应 PE 为 17x/14x/11x, 考虑公司氟化工可贡献高增长, 我们给予 25 年 25xPE, 目标价 43.5 元, 维持“买入”评级。风险提示: 销量和盈利水平不及预期, 原材料价格波动, 新项目进度不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕)

证券分析师：岳斯瑶）

苏州银行（002966）：2024 年年报&2025 年一季报点评：业绩增长稳健，资产质量持续优异

投资要点 事件：苏州银行公布 2024&2025Q1 业绩：1) 24 年营业收入 122 亿元，同比+3.0%；其中 Q4 单季同比+9.6%。25Q1 营业收入 32.5 亿元，同比+0.8%。2) 24 年归母净利润 50.7 亿元，同比+10.2%；其中 Q4 单季同比+6.0%。25Q1 归母净利润 15.5 亿元，同比+6.8%。3) 24 年末归母净资产 529 亿元，较年初+16.3%，较 Q3 末+9.7%。25Q1 归母净资产 577 亿元，较年初+9.1%。4) 24 年加权 ROE 为 11.7%，同比-0.3pct。25Q1 加权 ROE 为 3.1%，同比-0.2pct。受债牛影响，24Q4 非息收入大幅增长。1) 24 年、24Q4、25Q1 利息净收入分别同比-6.8%、-7.7%、-0.6%，主要是 LPR 下行和贷款重定价导致的净息差持续收窄。但得益于贷款规模的持续扩张，一定程度上缓解了利息净收入的压力，我们认为利息收入已有边际改善迹象。2) 非息收入表现亮眼，24 年、24Q4、25Q1 分别同比+27.6%、+71.1%、+3.3%。24Q4 非息收入显著改善主要是得益于债券牛市下，公允价值变动收益等其他非息收入的大幅增长。受资产端收益持续下行影响，净息差持续承压。1) 24 年、25Q1 贷款较各年初增速分别为+13.6%、+8.9%。25Q1 贷款规模占总资产比例环比+1.9pct 至 49.9%。2) 贷款结构上，24 年末公司贷款占比继续提升，占比同比+5.6pct 至 72.4%；其中制造业、租赁和商务服务业是主要投向。24 年末个人贷款中住房贷、经营贷占总资产比例均下滑，消费贷占总贷款比例同比+0.1pct 至 6.5%。3) 2024 年净息差 1.38%，同比下降 30bps，环比 24Q3 下降 3bps，25Q1 净息差季度环比继续下降 4bps 至 1.34%。4) 资负两端来看，24 年生息资产收益率 3.6%，同比下降 38bps。24 年计息负债付息率 2.2%，同比下降 10bps。不良率、拨备覆盖率稳定，资产质量优异。1) 25Q1 不良率季度环比持平于 0.83%。2) 25Q1 拨备覆盖率季度环比下降 36pct 至 447%。我们认为主要是由于 25Q1 不良余额增长较快。3) 不良生成率有所提高，经测算，25Q1 加回核销不良生成率环比增加 6bps 至 0.20%。4) 前瞻指标方面，25Q1 关注贷款率较年初下降 20bps 至 0.68%，24 年逾期率同比上升 32bps 至 1.04%。盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年一季度经营情况，我们小幅下调 2025-2027 年归母净利润预测至 54.4/53.2/59.1 亿元（前值为 57.1/63.5/-亿元）。当前市值对应 2025E PB 0.70x，仍处低位。我们看好公司实现五项能力全面提升：基于集团综合金融服务的一体化经营能力、以客为尊的获客活客能力、线上线下并重的数字化协同能力、以人为本干事创业的队伍建设能力、基于全面风险管理的价值创造能力。维持“买入”评级。风险提示：1) 经济承压，贷款规模增长受阻；2) 息差下行超出预期；3) 尾部不良风险暴露。

（证券分析师：孙婷）

科华数据（002335）：2025 年一季报及 2024 年年报点评：营收+业绩稳健齐升，出海+AIDC 有望贡献增量

投资要点 事件：公司 24 年营收 77.6 亿元，同比-4.7%，归母净利润 3.2 亿元，同比-37.9%；其中 24Q4 营收 23.6 亿元，同环比-10.4%/+42.2%，归母净利润 0.8 亿元，同环比 23.7%/519.7%。25Q1 营收 12.2 亿元，同环比 2.7%/-48.5%，归母净利润 0.7 亿元，同环比-6.3%/-10.6%。智算中心业务涨势强劲，智慧电能盈利能力持续提升。24 年智算中心业务营收 31.52 亿，同比+14.70%，占总营收比例首次突破 40%，毛利率 28.77%，同比-1.25pct。其中 1) 产品端：24 年营收 19.21 亿元，毛利率 32.25%，重点服务运营商、互联网大客户、银行金融等

客户；24Q4 及 25Q1 互联网大客户业务爆发增长，如腾讯方面，高压直流产品获 80% 份额，订单超 3 亿元并交付；阿里方面，完成入围测试，Q2 起将成重要增量市场；字节方面，中标多个 UPS 和微模块预制舱订单；银行金融类预计今年订单同比增长 70-100% 以上；2) IDC 租赁端：24 年营收 12.31 亿元，毛利率 23.32%，25Q1 营收同增 4.6%。25 年新增算力合同增长到约 2 亿，预计全年业务营收增长 15-30%。智慧电能业务营收 9.22 亿，同比-9.01%，毛利率 41.06%，同比+6.82pct。公司聚焦核心产品，注重产品升级，虽收入有所下降，但盈利能力持续提升。24 年光储承压下滑，25 年逐步恢复增长。24 年新能源实现营收 36.08 亿，同比-15.98%，毛利率 16.78%，同比-4pct，主要是国内竞争加剧、盈利承压所致，目前公司正加大海外业务拓展，与欧美重要客户签订三年战略框架，预计最晚 Q3 末交付新产品，依靠海外增长拉动新能源修复。费用率稳中有降、经营性现金流大幅提升。公司费用控制能力优秀，24 年期间费用 14.5 亿元，同比-5.7%，费用率 18.7%，同比-0.2pct，其中 Q4 期间费用 4.5 亿元，同环比-19%/12.3%，费用率 19.2%，同环比-2/-5.1pct；24 年经营性净现金流 15.1 亿元，同比+7.8%，其中 Q4 经营性现金流 13.2 亿元，同环比+79.5%/+1091.5%。Q1 期间费用 3 亿元，同环比+0.3%/-33.2%，费用率 24.9%，同环比-0.6/+5.7pct；经营性现金流 0.5 亿元，同比+121.1%。盈利预测与投资评级：考虑到公司新能源业务正在加大海外拓展力度，同时数据中心业务有望带来业绩弹性，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 6.9/10.5/14.0 亿元（2025-2026 年前值为 7.1/9.7 亿元），同增 118%/52%/34%，对应 PE 为 30/20/15x，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、数据中心需求不及预期、关税风险等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男）

帝科股份（300842）：2025 一季报点评：N 型保持高占比，25H2 高铜浆有望量产突破

投资要点 事件：公司 2025 年 Q1 营收 40.6 亿元，同环比 11.3%/5.6%，归母净利润 0.35 亿元，同环比-80.3%/-48.4%；扣非归母净利润 0.65 亿元，同比-66.7%/环比 104.9%。毛利率 6.9%，同环比-3.7/-1.4pct，归母净利率 0.9%，同环比-4/-0.9pct。N 型市占率领先、盈利保持稳定：公司 2025 年 Q1 银浆出货 425 吨，同降 26%/环降 7%；其中 TPC 出货约 400 吨，占比 94%+；公司 TPC 银浆市占率约 40%+，保持行业领先。2025 年 Q1 毛利率约 6.9%，环降 1.42pct；测算单 kg 毛利约 596 元/kg，环降约 38 元/kg；整体加工费保持平稳。我们预计公司 2025 年股权激励费用约 1.6 亿元，较 2024 年提升约 9 千万元，各季度费用端有所增加，考虑实际单吨净利保持平稳。2025 年看随行业自律持续推进，TPC 盈利有望保持稳定；2025 年 H2 随 BC 电池放量+高铜浆逐步量产，出货及盈利具备业绩弹性。技术全面布局、高铜浆下半年有望量产突破：公司在银浆领域全面布局：TPC 正背面全套银浆维持领导地位；HJT 发力低温银浆及低温银包铜浆迭代；BC 产品性能处于行业领先地位。公司开发的 TPC 高铜浆已取得显著进展，背面银种子层+高铜浆实现效率打平银浆；预计头部厂商 4 月完成单线工艺，6-7 月启动车间级量产验证，计划年底 50% 产线切换；2025 年 H2 有望逐步量产，成为 TPC 实质降本增效技术方向，拉动公司净利提升。费用有所提升、经营现金保持净流入：2025 年 Q1 期间费用 2.4 亿元，同环比 29.5%/6.3%，费用率 5.9%，同环比+0.8/+0pct；经营现金 3.1 亿元，同环比-20.5%/-14.2%；2025 年 Q1 末存货 4.3 亿元，较年初-29.2%。盈利预测与投资评级：考虑竞争加剧，下调盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利 3.9/5.2/6.7 亿元（前值

4.5/5.6/7.0 亿元), 同增 9%/33%/28%; 高铜浆量产有望突破, 光伏行业有望底部回暖, 给予 25 年 20X, 对应目标价 55.9 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 原材料上涨超预期、需求增长不及预期、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: 徐铨嵘)

新奥股份 (600803): 2025 年一季度业绩点评: 核心利润稳定, 资产重组推进

投资要点 事件: 公司发布 2025 年一季度报告, 2025 年一季度公司实现营业收入 337.29 亿元, 同比减少 1.4%; 归母净利润 9.76 亿元, 同比减少 9.64%; 扣非归母净利润 9.89 亿元, 同比增长 9.89%; 核心利润 10.83 亿元, 同比增加 0.1%。 零售气气量稳增, 平台交易气气量稳定, 智家&泛能业务经营数据良好。2025 年一季度公司核心利润 10.83 亿元, 同比+0.1%, 符合我们预期。分业务来看: 1) 天然气业务: 2025 年 Q1, 零售/批发/平台交易气量分别+0.3%/+34.5%/-1.4%至 72.58/20.90/11.96 亿方。工商业零售气量同比+0.1%至 52.29 亿方, 居民零售气量同比+1.1%至 19.69 亿方; 平台交易气海外气量+31.8%至 5.01 亿方, 国内气量-16.7%至 6.94 亿方。2) 工程建造与安装: 2025 年 Q1 居民接驳户数同比-16.3%。3) 基础设施运营: 2025 年 Q1 舟山接收站共接卸 55.17 万吨, 同增 28.6%。4) 泛能业务: 2025 年 Q1, 实现 100.39 亿 kWh 的泛能销售量, 同增 9.9%; 投运项目 367 个, 在建项目 73 个, 在建项目支撑业务发展。5) 智家业务: 2025 年 Q1, 智家存量交易客户客单价由去年同期 300.3 元/户增加 16.0%至 348.4 元/户; 增量用户渗透率 49.8%、存量用户渗透率 3.7%, 仍有拓展空间。 私有化新奥能源并赴港上市, EPS 有望增厚&一体化优势凸显; 2026-2028 维持高分红: 2025/3/26, 新奥股份 (A)、新奥能源 (H) 发布重组方案公告。新奥股份 (当前持股新奥能源 34.28%股权) 将对新奥能源进行私有化, 并在港股上市; 交易完成后新奥能源将退市并成为新奥股份的全资子公司, 本次交易对价 599.24 亿港元, 其中股份支付 415.72 亿港元, 现金支付 183.52 亿港元; 新奥能源计划股东每股股份可获得 2.9427 股新奥股份发行的 H 股股份及 24.50 港元现金付款。首次公告后, 公司已完成上交所预案问询回复、国家市场监督管理总局反垄断局商谈、重组报告书披露, 并积极推进交易后续各项程序。以 2024 年归母净利润进行测算, 私有化完成后新奥股份每股基本收益将从 1.46 元增加 7%至 1.56 元。2024-2025 年, 基本现金分红叠加特别分红后, 每股现金分红 (含税) 分别不低于 1.03/1.14 元; 2026-2028 年, 每年现金分红比例不少于当年归母核心利润的 50%, 分红比例保持较高水平; 对应 2025 股息率为 5.7% (估值日 2025/4/28)。 盈利预测与投资评级: 顺价持续推进, 零售气价差有望修复; 直销气气量稳定, 价差或高位回落。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 51.47/58.96/68.44 亿元, 同比 +14.56%/+14.54%/+16.08%, EPS 1.66/1.90/2.21 元, 对应 PE 12.1/10.6/9.1 倍 (估值日期 2025/4/28), 维持“买入”评级。 风险提示: 经济复苏不及预期、安全经营风险, 汇率波动

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 谷玥)

绿色动力 (601330): 2025 一季报点评: 归母同增 33%超预期, 提质增效成果显著

投资要点 事件: 2025Q1, 公司实现营收 8.28 亿元, 同增 2.90%, 归母净利润 1.85 亿元, 同增 33.21%。 发电效率提升&供热拓展污泥协同增收, 25Q1 收入稳步提升。2025Q1 公司实现营业收入 8.28 亿元

(同比增加 0.23 亿元, 同比+2.90%), 从运营数据来看, 2025Q1 垃圾处理量 343.86 万吨 (同比-0.73%), 发电量 12.36 亿度 (同比-0.33%), 上网电量 10.31 亿度 (同比+3.19%), 吨发电量 359 度 (同比+0.41%), 吨上网电量 300 度 (同比+3.95%), 厂自用电率 16.56% (同比-2.84pct), 供热量 22.51 万吨 (同比+97.11%)。1) 电费收入增量测算: 2025Q1 上网电量较上年同期高 3187 万度, 按 0.4 元/度电价测算电费收入增量为 0.13 亿元。2) 供热收入增量测算: 2025Q1 供汽量较上年同期增加 11.09 万吨, 按 150 元/吨蒸汽价格测算, 供热收入增量为 0.17 亿元。公司通过提升发电效率、供热拓展、污泥协同处置等方式增加收入, 在对冲建造下滑的同时拉动收入进一步提升。降本增效, 财务费用同降 20%。2025Q1 营业成本 4.21 亿元 (同比减少 0.29 亿元, 同比-6.39%), 期间费用 1.51 亿元 (同比减少 0.21 亿元, 同比-12.39%), 其中财务费用 0.97 亿元 (同比减少 0.24 亿元, 同比-20.02%, 较 24Q4 环比-5.97%), 单季度财务费用从 2023Q3 以来持续下行。销售毛利率同增 5pct 至 49%, 归母净利和 ROE 双升。2025Q1 公司销售毛利率 49.21% (同比+5.04pct), 销售净利率 23.60% (同比+5.34pct), 归母净利润 1.85 亿元 (同比+33.21%), 加权平均 ROE 达 2.27% (同比+0.51pct)。经营性现金流净额同增 21%, 自由现金流大增 94%。2025Q1 经营性现金流净额为 2.72 亿元 (同比+21.49%), 购建固定无形其他资产支付现金 1.16 亿元 (-19.36%), 简易自由现金流为 1.57 亿元 (+94%) 步入稳定运营期, 提分红+提 ROE 核心逻辑验证! 固废板块的重点逻辑在于: 1) 资本开支下降, 自由现金流大幅改善, 分红提升! 建造高峰已过, 资本开支持续下降, 2024 年公司自由现金流为 10.7 亿元 (同比+318%), 2025Q1 为 1.57 亿元 (同比+94%), 24 年每股派息翻倍, 分红比例 71.5% (同比+38.2pct), 远超分红承诺, 对应 2024 年 A 股股息率 4.0%, 港股股息率 7.6% (估值日期 2025/4/28)。2) 成熟期提质增效! 2025Q1 公司加权平均 ROE 同比增幅 29%, 随着固废产能爬坡、经营提效及供汽拓展, 盈利水平有望持续提升。公司项目广泛布局于京津冀、长三角、珠三角等经济发达区域, 供汽及 IDC 合作潜力大。公司股权激励考核目标为 2026-2028 年扣非归母净利润不低于 7.11/7.42/7.73 亿, 对应 2024-2026 年扣非复增 10.9%, 2027 年/2028 年扣非同增 4.4%/4.2%。盈利预测与投资评级: 公司进入稳定运营期, 提分红+提 ROE 逻辑兑现, 激励锁定持续成长, 自由现金流增厚可保障长期高分红。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 6.50/7.18/7.60 亿元, 对应 16/15/14 倍 PE, 维持“买入”评级。风险提示: 应收风险, 危废项目减值风险, 资本开支超预期上行等。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 陈孜文)

富临精工 (300432): 2024 年报及 2025 一季报点评: 业绩符合市场预期, 铁锂+机器人双轮驱动

投资要点 公司业绩符合市场预期。公司 24 年营收 84.7 亿元, 同比+47%, 归母净利润 4 亿元, 同比+173.1%, 毛利率 12.4%, 同比+6.9pct; 其中 24Q4 营收 25.9 亿元, 同环比+63.5%/+13.1%, 归母净利润 0.9 亿元, 同环比-161.2%/-51.9%, 毛利率 11.2%, 同环比+20.3/-2.6pct。公司 25 年 Q1 营收 27 亿元, 同环比+80.3%/+4.2%, 归母净利润 1.2 亿元, 同环比+211.9%/+43.7%, 毛利率 10.1%, 同环比-2.9/-1.1pct, 扣非利润 0.8 亿元, 同环比+171%/+17%。25 年铁锂出货有望翻倍增长、降本落地单吨净利弹性显著。公司 24 年铁锂出货 12.6 万吨, 同增近 179%, 其中 24Q4 出货 4.4 万吨, 环增 26%, 我们预计 25Q1 公司新产能释放, 出货近 5 万吨, 同比高增 170%。今年中产能 30 万吨、年底产能 50 万吨, 我们预计 25 年出货 25 万吨+, 同比翻倍增长。盈

利端，公司 24 年铁锂单价 4.3 万元/吨（含税），单吨毛利 0.15 万元/吨，升华亏损 0.3 亿元，对应铁锂单吨净利微亏，我们预计 25Q1 铁锂单吨净利 0.07 万元/吨，环比转盈，贡献 0.3 亿元归母净利。公司主供高压密产品，加工费较市场高 2000 元/吨+，公司下半年起自供磷酸二氢锂及硫酸亚铁，可实现成本下降，预计 25 年单吨净利有望恢复至 0.2 万元/吨。 汽零业务维持 20%增长、贡献稳定利润增量。公司 24 年汽零业务收入 36 亿元，同增 23%，其中新能源零部件收入 11 亿元，同增 99%，热管理产品 6.5 亿元，同增 72%，贡献主要增量。24 年汽零业务毛利率 23.7%，同比-3pct，贡献毛利 8.6 亿元，我们预计贡献利润 4.2 亿元。我们预计 25Q1 汽零业务贡献扣非净利 0.8 亿元，同比基本持平，25 年需求稳定增长，预计贡献 5 亿元+利润，同增 20%左右。 机器人布局旋转关节总成、业务率先卡位头部客户。公司具有零部件机械加工及机电一体化能力，已积累 2 年+机器人零部件研发经验，平移现有编码器、电机热管理、电磁阀等技术，将拓展谐波减速器和行星减速器两个平台的电关节产品，整合减速器、智能控制及电机技术，编码器、电机电控等部件全部自制，公司与智元成立合资公司深度绑定，计划供应电关节模组，此外公司多家车企核心客户均有机人计划，后续有望导入车企自研机器人供应链。 费用控制良好、资本开支大幅增加。公司 24 年期间费用 6.2 亿元，同比+15.3%，费用率 7.3%，同比-2pct，25Q1 期间费用 1.7 亿元，同环比+18.9%/-4.7%，费用率 6.2%，同环比-3.2/-0.6pct；24 年经营性净现金流 5.8 亿元，同比+88.6%，经营性现金流-1.5 亿元，同环比-233.3%/-179.3%；24 年资本开支 8.1 亿元，同比-32.3%，25 年 Q1 资本开支 3 亿元，同环比+93.7%/+96.9%；25 年 Q1 末存货 9.9 亿元，较年初+14.5%。 投资建议：考虑江西升华股权比例变动，我们下修 25-26 年归母净利预期至 9.6/15.4 亿元（原预期 10.2/17.1 亿元），新增 27 年归母净利预期 20.4 亿元，同增 142%/60%/32%，对应 PE 为 23/14/11 倍。我们给予 26 年 25xPE，目标价 31.5 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，产能建设速度不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶）

德瑞锂电（833523）：2024 年报&2025 一季报点评：2024 年碳酸锂价格回落带动盈利回升，2025 年有望保持稳增

投资要点 事件：公司 2024 年实现营收 5.2 亿元，同增 50%，归母净利润 1.5 亿元，同增 182%；其中 2024Q4 营收 1.36 亿元，同环比+35%/-13%，归母净利润 0.44 亿元，同环比+104%/+3%。2025Q1 实现营收 1.2 亿元，同环比+7%/-13%，实现归母净利润 0.34 亿元，同环比+19%/-23%。 24 年公司锂一次电池销售持续提升，毛利率同比高增。公司 2024 年锂一次电池实现营收 5.2 亿元，同比+50%，毛利率为 42.79%，同比+12.6pct，分境内外看，境内/境外分别实现营收 1.8/3.4 亿元，同比+34%/60%，毛利率分别为 38.6%/45.0%，同比+12.6/12.2pct，主要系 2024 年碳酸锂价格回落，成本下行带动毛利率提升。 营收大幅增长带动期间费率有所下行。公司 2024 年期间费用 0.37 亿元，同比+1%，费用率 7.1%，同比-3.5pct，其中 2024Q4 期间费用 0.04 亿元，同环比-65/-69%，费用率 3.2%，同环比-9.1/-5.8pct。2025Q1 期间费用 0.08 亿元，同环比-20%/+81%，期间费率 6.7%，同环比-2.3/+3.5pct。 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，我们略微下调 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 1.73/2.03/2.36 亿元（2025-2026 年前值为 1.81/2.18 亿元），同增 15%/17%/16%，对应 PE

为15/13/11倍，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）

保利发展（600048）：2024 年报点评：行业龙头地位稳固，积极布局核心城市

投资要点 事件：公司发布 2024 年年度报告。2024 年公司营收 3116.7 亿元，同比下降 10.1%；归母净利润 50.0 亿元，同比下降 58.6%。结转规模拖累营收，业绩受多因素影响承压。2024 年公司受房地产项目结转规模下降影响，营业收入同比下滑 10.1%。公司归母净利润下滑幅度远超营业收入降幅的原因为：1）房地产销售业务毛利率同比下降 2.5pct 至 13.9%；2）投资收益同比下降 19.1%至 17.9 亿元；3）2024 年公司计提信用减值损失/资产减值损失分别为-6.7 亿元/-50.6 亿元，较 2023 年的-0.4 亿元/-50.5 亿元有所增加。销售额连续两年稳居行业第一，核心城市市占率提升。2024 年公司实现销售面积 1796.6 万平方米，同比下降 24.7%；销售额 3230.3 亿元，同比下降 23.5%，销售额连续两年稳居行业第一。公司积极推进存量项目去化，全年 2022 年以前获取的存量项目签约面积 1078 万平方米。公司深耕核心城市，2024 年核心 38 城销售占比同比提升 2pct 至 90%；核心 38 城销售市占率达 7.1%，其中 14 个核心城市市占率超 10%，16 个城市连续 3 年位列 TOP3 梯队。新增土储规模居行业前列，土储结构进一步优化。2024 年公司新增全口径土地面积 329 万平方米，获取土地总地价 683 亿元，投资强度 21.1%，权益地价 602 亿元，位居行业第二名。2022-2024 年，公司累计新增项目总地价约 4000 亿元，总货值约 7350 亿元，位居行业第一。公司进一步提升土储质量，2024 年公司核心 38 城投资额占比达 99%，北上广一线城市的核心区域核心板块占比达 74%。经营稳健，融资成本压降。2024 年公司有息负债规模同比压降 54 亿元至 3488 亿元，两年债务规模收缩。资产负债率同比下降 2.2pct 至 74.3%，连续四年下降。公司新增融资中直接融资占比提升，2024 年公司新增有息负债 1664 亿元，其中直接融资新发行 359 亿元，占比达 21.6%。公司加大创新融资工具探讨，市场首单纯现金融资的定向可转换公司债券已获证监会同意注册批复，计划融资规模 85 亿元。融资成本持续下降，2024 年公司新增有息负债综合成本下降 22bp 至 2.92%，有息负债综合融资成本同比下降 46bp 至 3.1%。盈利预测与投资评级：公司作为房地产行业龙头央企，经营稳健，融资渠道畅通，估值有望逐步修复。考虑到近年来房地产市场下行，公司销售规模受到影响并进一步影响结转规模，我们维持公司 2025-2026 年的归母净利润预测为 55.2/65.5 亿元，新增 2027 年归母净利润为 74.8 亿元。对应的 EPS 为 0.46/0.55/0.62 元，对应的 PE 为 18.0X/15.2X/13.3X，维持“买入”评级。风险提示：毛利率修复不及预期；市场景气度恢复不及预期。

（证券分析师：房诚琦）

湖南裕能（301358）：2025 年一季报点评：Q1 单吨盈利触底，涨价落地拐点将至

投资要点 25Q1 业绩低于市场预期。公司 25 年 Q1 营收 67.6 亿元，同环比 49.6%/0.6%，归母净利润 0.9 亿元，同环比-40.6%/-8.4%，毛利率 5.5%，同环比-2/-2.3pct，扣非归母净利 0.8 亿元，同环比-44%/-10%，低于市场预期。25Q1 出货高增、25 年有望维持 30-40%增长。公司 25Q1 铁锂出货 22.3 万吨，同增 64%，环比-5%，其中高端产品出货 8.2 万吨，占比 37%，环降 11pct，但仍维持较高水平，此外公司

25Q1 储能占比达 38%。公司 4、5 月已满产满销，在铁锂行业份额持续提升，我们预计 25 年出货 90-100 万吨，同比维持 30-40% 增长，其中公司 YN-13 产品逐步起量，我们预计高端产品占比提升至 40% 左右。Q1 单吨盈利受原材料涨价影响、Q2 起加工费上涨落地贡献盈利弹性。公司 25Q1 铁锂售价 3.4 万/吨（宁德时代部分以净额法计算），环比微增，单吨毛利 0.17 万元/吨，环比下滑 0.05 万元/吨，单吨盈利 0.04 万元/吨，环比持平，主要系 Q1 磷酸一铵、硫酸亚铁等原材料价格上涨，我们预计影响接近 0.1 万/吨净利。3 月第一大客户及其他客户全系产品涨价落地，我们预计 Q2 公司单位盈利预计进一步提升至 0.1-0.2 万元/吨，盈利拐点明确。25 年我们预计公司高端产品占比有望提升至 40%+，我们预计 25 年单吨利润有望达 0.15 万元/吨左右。单吨费用控制良好、经营性现金流承压。公司 25 年 Q1 期间费用 2.4 亿元，同环比 50.2%/-12.7%，单吨费用 0.11 万元/吨，环比微降；经营性现金流-5.3 亿元，同环比 447%/-33.3%；25 年 Q1 资本开支 4.6 亿元，同环比 14%/82.6%；25 年 Q1 末存货 32.3 亿元，较年初 15.3%。投资建议：考虑铁锂原材料成本影响，我们下修 25-27 年归母净利至 15.4/22.6/30.2 亿元（原预期 23/32/40 亿元），同比+160%/+46%/+34%，对应 PE 为 15/10/8 倍，我们给予 25 年 20x，对应目标价 40.8 元，公司估值安全边际高，考虑后续涨价盈利弹性，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，原材料价格大幅波动，产业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧璠
 证券分析师：岳斯瑶）

星源材质（300568）：2024 年报及 2025 一季报点评：单平盈利见底，25 年盈利稳中有升

投资要点 业绩符合市场预期。公司 24 年营收 35.4 亿元，同比+17.5%，归母净利润 3.6 亿元，同比-36.9%，毛利率 29.1%，同比-15.3pct；其中 24Q4 营收 9.4 亿元，同环比+16.6%/-1.7%，归母净利润 0.1 亿元，同环比-115.8%/-86.5%，利润下降系计提 Northvolt 0.65 亿元减值损失所致，Q4 毛利率 25.9%，同环比-12.4/-2pct。公司 25 年 Q1 营收 8.9 亿元，同环比+24.4%/-5%，归母净利润 0.5 亿元，同环比-56.4%/+223.2%，毛利率 25.5%，同环比-10.5/-0.4pct。25Q1 出货高增长、25 年预计可维持 25% 增长。24 年出货 40 亿平，同增 58%，其中我们预计干法出货接近 18 亿平，湿法比例 50%+，我们预计 25Q1 出货 11 亿平，同增 70%+，公司当前需求旺盛，25 年佛山新增 4 条湿法线，对应约 11 亿平母卷产能，我们预计 25 年出货增长 25% 至 50 亿平，湿法份额有望进一步提升至 60%+，海外占比维持稳定。单平盈利受降价及产能利用率影响、25 年预计恢复至 0.05-0.1 元/平。我们测算 24 年均价 1 元/平（含税），25Q1 均价 0.9 元/平（含税），主要系大客户 Q1 进一步降价 10-15%，24 年单位毛利 0.25 元/平，单位净利 0.09 元/平，其中 Q4 加回减值后单平净利 0.08 元/平，环比持平。25Q1 单位毛利 0.2 元/平，环比持平，单位净利 0.03 元/平，环比下降主要系大客户降价及产能利用率下降影响，且财务费用环增明显。当前隔膜价格基本见底，Q1 干法价格已上涨 30% 左右，我们预计单平盈利由盈利平衡提升至 0.05 元/平+，且公司湿法占比提升，我们预计 25 年公司单平利润可维持 0.05 元/平+。Q1 财务费用增加、经营性现金流改善。公司 24 年期间费用 6 亿元，同比+2.3%，费用率 17.1%，同比-2.5pct，公司 25 年 Q1 期间费用 1.9 亿元，同环比+33.9%/+26.1%，费用率 20.8%，同环比+1.5/+5.1pct；24 年经营性净现金流 3.7 亿元，同比-67.5%，25Q1 经营性现金流 2 亿元，同环比+52.9%/+495.9%；24 年资本开支 45.4 亿元，同比+7.7%，25 年 Q1 资本开支 11.4 亿元，同

环比+13.5%/-20.8%；25年Q1末存货6.1亿元，较年初18.1%。投资建议：考虑湿法隔膜价格下降，我们下修25-26年公司归母净利润预期4/5.1亿元（原预期5.7/8.1亿元），新增27年归母净利润预期6.9亿，同比增11%/25%/37%，对应PE为30x/24x/18x，维持“买入”评级。风险提示：销量和盈利水平不及预期，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）

三一重能（688349）：2024年报及2025年一季报点评：风机毛利率短期承压，静待盈利能力恢复

投资要点 事件：公司24年营收177.9亿元，同比+19.1%，归母净利润18.1亿元，同比-9.7%，毛利率16.9%，同比-0.1pct；其中24Q4营收87.2亿元，同环比+17.1%/+130.3%，归母净利润11.3亿元，同环比+15.5%/+348.6%，毛利率18.3%，同环比+4/+3.5pct。25Q1营收21.9亿元，同环比+26.6%/-74.9%，归母净利润-1.9亿元，同环比-172%/-117%，毛利率6.5%，同环比-13.2/-11.8pct。24年拆分：①风机及配件收入136亿元，同比增长14%，出货量约9.5GW，同比+31%；毛利率10.99%，调整同一质保金口径后同比基本持平；其中，海外风机业务毛利率21.71%，领先国内风机业务毛利率10pct+。②发电收入2.9亿元，同比-38%，毛利率68.1%，同比-5.0pct；③风电服务2.7亿元，同比-85%，毛利率7.8%，同比+1.8pct；④电站产品销售35亿元，同比+446%，毛利率36.4%，同比+0.4pct；此外，投资净收益7.7亿元，主要也是风场转让收益。24年公司对外转让容量700MW，在建风场容量2.6GW。25Q1风机毛利率偏低，静待盈利改善：25Q1公司毛利率6.5%，无风场转让，风机毛利率偏低主要系：①Q1部分出货为24年库存产品，未享受到供应链降本带来的成本改善；②部分交付10MW订单为低价订单，叠加10MW机型尚未量产，毛利率水平偏低。往后看，我们判断伴随着两海机型出货占比提升、10MW逐步规模化以及25年初供应链谈价有所降本，预计风机毛利率有望逐季改善。在手订单继续创新高：24年公司国内新增订单超20GW，创历史新高。海外方面，24年全年新签项目合同近2GW。24年费用率显著改善，合同负债维持高位：公司24年期间费用18亿元，同比-21.8%，费用率10.1%，同比-5.3pct，其中Q4期间费用5.6亿元，同环比-30.5%/+28.2%，费用率6.4%，同环比-4.4/-5.1pct；24年经营性净现金流-4亿元，经营性现金流转负。公司25Q1期间费用4.8亿元，同环比+8.8%/-14.6%，费用率21.8%，同环比-3.6/+15.4pct；25Q1末存货70亿元，较年初+35.6%；25Q1末合同负债67.8亿元，较年初+10.7%。盈利预测与投资评级：考虑公司风机短期内毛利率表现一般，且风电场电价存在下行的可能性，从而影响公司风机及风场转让业务的盈利，我们下调25~26年盈利预测，预计25~26年归母净利润为21.3/26.6亿元（前值为23.9/27.4亿元），同比增长17.3%/25.1%；预计27年归母净利润为31.6亿元，同比增长19.0%，25~27年归母净利润对应PE为13.9/11.1/9.3x。基于公司成本控制优势凸显，同时双海战略进入加速期，有较大上升空间，维持“买入”评级。风险提示：需求不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：胡隽颖）

上峰水泥（000672）：2024年年报、2025年一季报点评：主业盈利企稳回升，分红比例显著提升

投资要点 公司披露2024年年报及2025年一季报，公司2024年全年/2025Q1分别实现营业总收入54.48亿元/9.51亿元，分别同比-

14.8%/+4.6%，分别实现归母净利润 6.27 亿元/0.80 亿元，分别同比-15.7%/+447.6%。公司拟每 10 股派发现金红利 6.3 元（含税），年度分红比例 95.7%。水泥主业降本增效、盈利企稳回升，两翼业务持续推进。（1）公司 2024 年实现水泥及熟料销量 2075 万吨，同比-3%，对应吨毛利 55 元，同比-6 元，但 2024 年下半年吨毛利较上半年回升 5 元，得益于水泥行业供给自律改善、供需平衡修复，价格明显反弹。同时降本增效成果明显，2024 年公司熟料能耗成本可比口径同比下降 2.12 元/吨，水泥生产优化原材料配比，制造成本同比实现下降。（2）两翼业务稳步拓展，光、储新能源项目陆续并网投产，全年光伏发电同比增长 206%，物流业务供应链与生态链效率效益稳步提升；新经济股权投资翼聚焦半导体、新能源、新材料产业链优质标的稳健推进。（3）公司 2024 年全年/2025Q1 毛利率分别为 26.2%/27.4%，分别同比-1.6/+5.1pct，Q1 的毛利率改善预计主要因核心水泥市场价格反弹。费用端控制良好，投资板块贡献盈利增量。（1）公司 2024 年期间费用率 15.9%，同比+0.8pct，对应水泥单吨费用 42 元，同比-3 元，其中财务费用同比增加 0.72 亿元，主要因理财与委托贷款收益计入投资收益，但管理费用同比下降 21.5%，得益于部分停产费用计入成本、日常管理费用下降等因素。（2）2025Q1 期间费用率 20.2%，同比-4.3pct，主要得益于管理费用率同比-4.4pct。（3）2024 年全年/2025Q1 公允价值变动损益分别为 1.46 亿元/0.19 亿元，主要得益于二级市场投资股票市值的增长。2024 年全年/2025Q1 分别实现投资净收益 0.48/0.04 亿元，主要是新经济股权投资等贡献。资本开支节奏放缓，资产负债率有所下降。（1）公司 2024 年全年/2025Q1 分别实现经营活动净现金流 10.39 亿元/0.84 亿元，同比-6.9%/+686.3%，好于盈利表现；（2）2024 年全年/2025Q1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 2.45/0.21 亿元，同比-73.2%/-58.9%，反映公司审慎调整资本开支节奏；（3）2025 年一季度末资产负债率为 43.1%，同比-5.4pct。提升中长期分红回报，五年规划谋划新增长极。（1）2024-2026 年分红回报规划提出分红比例原则上不低于 35%，现金分红金额原则上不低于 4 亿元，当年净利润低于当年现金分红金额时，将采取特别分红由未分配利润中补足，充分保障股东分红回报。（2）2025-2029 年五年规划在建材基石类业务、股权投资资本型业务基础上规划布局新质材料增长型业务，规划 2029 年新质业务占营收比重超过 20%，形成“三驾马车”共驱稳固增长。盈利预测与投资评级：行业景气底部但公司水泥主业盈利持续优于同行，同时积极提升股东回报，五年规划谋划新增长极。随着水泥行业自律改善，景气筑底反弹，公司估值有望迎来修复。基于行业供给自律成效显现，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 7.62/8.97/9.96 亿元（2025、2026 年预测前值 6.61/6.97 亿元），对应市盈率 12/10/9 倍，维持“增持”评级。风险提示：水泥行业竞争态势恶化；两翼业务开拓不及预期的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源）

国电南瑞（600406）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：维持高强度研发投入，业绩符合市场预期

投资要点 事件：发布 24 年年报及 25 年一季报，公司 24 年营收 574.2 亿元，同比+11%，归母净利润 76.1 亿元，同比+6%，24Q4/25Q1 实现营收 251/89 亿元，同比+9%/16%，归母净利润分别为 31.4/6.8 亿元，同比+4%/14%；24 年毛利率 26.7%，同比-0.1pct，归母净利率 13.3%，同比-0.7pct，24Q4/25Q1 毛利率 23.3%/24.2%，同比-0.4/-0.5pct，归母净利率 12.5%/7.6%，同比-0.6/-0.1pct。业绩符合市场预期。网内业务稳中向好，特高压建设高峰即将到来。24 年公司网内业务收入 392

亿元，同比+9%，全年新签订单 663 亿元，同比+14%，奠定了良好的增长基础。24 年实现电网投资 6083 亿，同比+15%，网内市场稳中向好，1) 特高压项目方面，中标甘肃-浙江特高压柔直换流阀+控保、陕北-安徽换流阀+控保等项目，金额约 33 亿元，份额遥遥领先，展望 25 年，我们预计有望开工“6 直 5 交”+5 条背靠背，公司作为直流换流阀及直流控保的龙头公司，新签订单方面有望实现大幅增长；2) 传统主网方面，公司新一代调控中标超 16 亿元，调度优势进一步凸显，保护、调度、监控等主业预计保持稳健增长，展望 25 年，新一轮大规模设备更新+配网升级等有望为公司传统主业带来新的需求增量。网外市场快速突破，国际市场再创佳绩。24 年公司网外业务收入 181 亿元，同比+16%，其中国际业务收入 33 亿元，同比+135%，毛利率 19.02%，同比-4.23pct。1) 国内网外聚焦电源侧和大型央国企，调相机、储能、新能源电站解决方案等拳头产品在网外市场实现突破，构网型储能、SVG 等产品开始批量化投放市场，公司能源低碳/工业互联板块营收同比+26%/-10%，电源侧需求维持高景气。展望 25 年，我们预计公司电源侧优势稳固，工业侧缓慢复苏，整体保持稳健增长。2) 国际业务发力“一带一路”重点国家，在沙特市场实现比沙储能投运，中南、中西柔直项目中标柔直换流阀等核心设备，巴西、智利和墨西哥等拉美市场均有斩获。展望 25 年，公司计划设立亚太、中东及欧非、美洲境外三个区域中心，兵团作战有望提升海外市场运营效率及盈利能力。持续加大研发投入，全年指引预期稳健。公司 24 年期间费用 64.7 亿元，同比+15.8%，费用率 11.3%，同比+0.4pct，其中研发费用 22.61 亿元，同比+19%，主要系公司持续加大研发投入，引进高端人才所致，25 年我们预计销售/管理费用率有望有所压降，研发费用率仍将维持增长；25 年公司预计实现营收 645 亿元，同比+12%，期间费用 77 亿元，同比+20%，我们预计利润将保持 5-10%的稳健增长。盈利预测与投资评级：考虑到公司持续加大研发投入，我们下修公司 25-26 年归母净利润分别为 83.7/93.9 亿元（前值为 88.9/101.5 亿元），预计 27 年归母净利润为 105.3 亿元，同比+10%/12%/12%，现价对应 PE 分别为 22x/20x/18x，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，特高压建设不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋

证券分析师：司鑫尧）

永辉超市（601933）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：经营趋势向好，供应链改造及关店影响短期利润

投资要点 事件：永辉超市发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年，公司实现收入 676 亿元，同比-14.1%；归母净利润-14.7 亿元，同比-10.3%。扣非净利润-24.1 亿元，同比-22%。2025Q1，公司收入为 175 亿元，同比-19.3%；归母净利润 1.5 亿元，同比-80%；扣非净利润 1.4 亿元，同比-77%。公司收入下降主要是受关店影响。采购改革、关店计提、公允价值损益影响短期业绩：①采购改革影响短期毛利率，2024 年/2025Q1 公司毛利率同比-0.78pct/-1.35pct，主要是公司在门店调改过程中主动优化商品结构和采购模式，在淘汰旧品、引入新品的过程中主动推动裸价和控后台的策略，此过程中，公司整体毛利率短期受到了一定的影响。②2024 年对集团长期亏损或准备闭店门店的相关资产计提减值准备 2.08 亿元。③2025Q1 公司持有的 Advantage solutions 股票本期产生的公允价值变动损益同比减少 2.49 亿元。④营业外支出有所增长，主要是闭店门店同比增加，长期待摊费用报废所致。采购改造影响毛利率：2025Q1，公司毛利率/净利率为 21.50%/0.76%，同比-1.35pct/-2.59pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为

16.63%/2.45%/0.24%/1.46%，同比+1.04/+0.43/-0.10/+0.01pct。研发费用下降主要是因为前期信息系统爱发已基本完成。门店调改和关店在快速推进，关店影响短期收入：①2024 年底公司门店数为 775 家，同比净减-225 家；经营面积同比-21%。2025Q1 继续关闭长尾门店，门店数同比减少 273 家。门店和经营面积的减少使公司收入下降，但这也是未来要扭亏为盈的必经之路。②调改店仍在快速开店，2024 年底/2025Q1/一季报披露日，公司调改店数量分别为 31/47/61 家，看好调改店推广后助力公司业绩改善。③未来公司或仍保持较高的门店调改/关闭的步伐，根据 3 月 17 日公司的股东大会，公司成立改革领导小组，目标 2025 年年底调改门店数量将达到 200 家，并关闭 250-330 家；到 2026 年全部存量门店完成调改。盈利预测与投资评级：公司整体经营基本面在持续得到改善，包括采购、商品结构、供应链改善，以及门店端调改店加速开店、长期亏损门店关停等。考虑公司供应链改造的短期利润影响和关店成本，我们下调公司短期业绩指引，并给予较高的远期业绩预期。我们将公司 2025-26 年归母净利润从 2.7/5.6 亿元，调整至-8.7/2.4 亿元；预计 2027 年归母净利润为 14.3 亿元。考虑调改店推进和关闭长尾门店之后公司远期业绩有望展现较好弹性，仍维持“增持”评级。风险提示：消费需求波动、调改效果和复制不确定性，行业竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

2025 年一季报点评：业绩环比大幅改善，化工板块同比减亏

投资要点 事件：2025Q1，公司实现营收 7354 亿元，同比-7%，环比+4%；归母净利润 133 亿元，同比-28%，环比+119%，业绩符合我们预期。上游板块盈利缩窄：2025Q1，勘探及开发板块经营利润 117 亿元，同比-10 亿元（同比-8%）。（1）价：2025Q1，油实现价格为 71.5 美元/桶（同比-5.2%）；自产气实现价格 1.91 元/方（同比-3.5%）。（2）量：天然气贡献油气产量增量。2025Q1，油气当量产量 131 百万桶油当量（同比+1.7%），其中石油净产量 70 百万桶（同比-1.2%），天然气 104 亿立方米（同比+5.1%）。下游炼油景气度尚未恢复，化工板块同比减亏：（1）炼油：2025Q1，炼油板块经营利润 20 亿元，同比-44 亿元（同比-69%），主要系成品油价格随原油价格下降。成品油产量 3719 万吨，同比-164 万吨（同比-4%）。（2）化工：2025Q1，化工板块经营利润-14 亿元，同比减亏 4 亿元。公司坚持低成本“油转化”、高价值“油转特”，持续优化装置负荷和产品结构。成品油销售板块盈利下降：2025Q1，营销及分销板块经营利润 40 亿元，同比-40 亿元（同比-50%），主要系成品油需求下降。柴油消费疲弱，以及电动汽车快速发展，替代部分汽油需求。成品油总销量 5559 万吨，同比-422 万吨（同比-7%）。公司注重股东回报：我们预计公司 2025 年归母净利润 546 亿元，按 73%的派息率，按 2025 年 4 月 28 日收盘价，中石化 A 股股息率为 5.8%；中石化 H 股税前股息率为 9.0%，按 20%扣税，中石化 H 股税后股息率为 7.2%。盈利预测与投资评级：根据公司稳油增气战略的推进情况，以及成品油需求情况，我们维持 2025-2027 年归母净利润分别 546、603、655 亿元。根据 2025 年 4 月 28 日收盘价，对应 A 股 PE 分别 12.7、11.5、10.6 倍，对应 H 股 PE 分别 8.1、7.4、6.8 倍。我们看好油价基本见底情况下，公司下游炼化板块盈利提升，且公司炼化一体化产业链优势明显，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）

德赛西威（002920）：外延内生并驱，走向 AI 时代

投资要点 2030 战略启新程，科技生态人文协同。公司于 2025 年 4

月发布 2030 战略，以“智新境，向远大”为主题，围绕“科技×生态×人文”三维协同新范式展开，科技是底层引擎，生态是价值放大器，人文是终极目标，让技术回归「为人服务」的本质。智能化领域，构建了“量产一代、研发一代、储备一代”的矩阵策略，在辅助驾驶领域，已经具备“硬件平台+软件算法+系统集成”的全栈能力；全球化布局方面采用「走进去、属地化」战略，利用技术基因+本土化适配模式，更好地服务全球客户，也能够规避地缘风险。用户分类以需定品，需求导向引领技术演进。公司于 2025 年 4 月发布《德赛西威 AI 出行趋势研究报告》，将用户群体分为三大类，AI 辅助一族年龄相对较大持保守渐进态度，AI 协同一族对 AI 技术接受度高，AI 共生一族对技术依赖程度高，对未来发展持乐观态度；技术演进与设计革新方面，通过 AR-HUD 案例，展现从需求出发进行技术融合的全新设计力体系，为后续研发提供「需求洞察-技术验证-商业落地」范式；报告推演出需求驱动下 AI-Space 六大趋势，全息守护：AI 感知。自然调律：捕捉情绪，智能化调节。原生觉知：同理心交互，调整驾驶模式。场域展开：将座舱扩展为“第三生活空间”。端云共生：数据协同+多终端协作。时空无界：融合虚拟与现实，丰富感官体验。近期，公司推出行业首个 8775 舱驾一体方案，助推智驾平权；第五代智能座舱 G10PH 硬件平台首发点亮，充分印证公司研发与工程化落地能力。25Q1 业绩超预期兑现。公司公布 2025 年一季度报。2025 年 Q1，公司实现总营业收入 67.92 亿元，同比增长 20.26%；2025 年 Q1，公司毛利率 20.52%，同环比+1.6pct/+2.1pct；实现归母净利润 5.82 亿元，同比增长 51.32%；实现扣非归母净利润 4.97 亿元，同比+34.08%。25Q1 归母净利率为 8.6%，同环比+1.8pct/+1.7pct，主要为投资收益较多及毛利率提升所致。从费用端来看，25 年 Q1 公司期间费用率 13.27%，同环比+0.31pct/+3.22pct，其中销售费用/管理费用/研发费用/财务费用分别为 0.71/1.47/6.55/0.28 亿元，同比分别+47.20%/+46.61%/+25.30%/-22.76%，环比分别+167.51%/-12.47%/+8.41%/-59.86%，考虑到 2024 年公司员工工数及员工薪酬提升较多，工资较为刚性，以及公司还处于扩张阶段，费用端增速较快。盈利预测与投资评级：德赛西威凭借出色卡位优势是 A 股智驾产业链最受益智驾平权的标的，我们维持公司 2025~2027 年营收预测为 369/462/565 亿元，同比分别+34%/+25%/+22%；维持 2025~2027 年归母净利润为 27.6/36.7/47.1 亿元，同比分别+37%/+33%/+28%，对应 PE 分别为 21/16/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，乘用车价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

四方股份（601126）：2025 年一季报点评：盈利能力提升，业绩略超市场预期

投资要点 事件：发布 25 年一季报，公司 25 年 Q1 营收 18.3 亿元，同比+18%，归母净利润 2.4 亿元，同比+33%，扣非归母净利润 2.3 亿元，同比+30%。25Q1 公司毛利率 31.8%，同比-2.1pct，归母净利率 13.2%，同比+1.5pct。业绩略超市场预期。立足电网基本盘稳中有增，配网市场实现新突破。1) 主网方面，25Q1 电网投资完成额约 956 亿元，同比+25%，电网建设仍将聚焦网架、特高压、老旧设备更新等基础设施环节，二次设备是其中重要的一环。25 年国网输变电第一批&第二批设备招标，继电保护/变电监控招标量同比+47%/22%。我们预计公司 Q1 网内订单确收较多，从招标结构来看，设备更新项目占比持续提升，公司作为国内二次设备领军企业之一，有望充分收益，展望 25 年，我们预计公司网内业务有望实现 10-15%稳健增长。2) 配网

方面，公司配网业务主要以南网市场为主，国网市场主要集中在华东区域，25 年区域联合采购公司实现西南省份的市场突破。随着公司湖州智能工厂建成投产，配电产能有望充分释放，依托智能化一次设备产线+二次技术优势，我们预计 25 年公司配电业务有望实现 15-20% 增长。网外市场空间广阔，AIDC 等新市场有望成为重要新增量。

1) 发电侧，公司网外二次系统解决方案份额稳固，我们预计公司 Q1 新能源侧订单同比维持较高增速增长，我们认为 136 号文后，部分地面电站抢装带来订单加速增长。全年来看，受配套特高压通道建设推进，新能源风光大基地开工有望加速，我们预计公司新能源侧订单有望维持稳健增长；2) 工业及用户侧，公司与 AIDC 主流运营商保持了紧密沟通合作，依托在电力电子技术+“源网荷储”综合能源解决方案以及乌兰察布等大型项目经验的基础，有望实现在基地型 AIDC 场景下的市场突破。规模效应导致费用率下降，现金流显著改善。公司 25 年 Q1 期间费用 3.5 亿元，同比+10%，费用率 19.1%，同比-1.4pct；经营性现金净流入流 1.9 亿元，同比 118.5%；25 年 Q1 末存货 20.4 亿元，同比+8%。盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利润分别为 8.8/10.6/12.4 亿元，同比+24%/19%/17%，现价对应 PE 分别为 15x/13x/11x，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
证券分析师：司鑫尧)

怡合达 (301029)：2024 年报&2025 年一季报点评：营收结构优化调整，业绩拐点已至

投资要点 2024 年收入结构调整业绩下滑，25Q1 业绩拐点已至 2024 年公司实现营收 25.04 亿元，同比-13.08%；实现归母净利润 4.04 亿元，同比-25.87%；实现扣非归母净利润 3.98 亿元，同比-26.25%。2024 年公司业绩短期承压，主要系下游光伏、锂电收入减少。分行业看：锂电行业实现营收 4.63 亿元，同比-48.03%，占比 19%；3C 行业实现营收 7.21 亿元，同比+21.67%，占比 29%；光伏行业实现营收 1.91 亿元，同比-54.70%，占比 8%；汽车行业实现营收 2.51 亿元，同比+29.94%，占比 10%；半导体行业实现营收 1.35 亿元，同比+9.38%，占比 5%；其他行业实现营收 7.43 亿元，同比+12.66%，占比 29%。分海内外收入看：国内实现营收 24.92 亿元，同比-12.98%。海外实现营收 0.12 亿元，同比-29.57%。2025Q1 公司实现营收 6.20 亿元，同比+14.8%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比+26.5%；实现扣非归母净利润 1.22 亿元，同比+27.8%。分行业看：3C 行业实现营收 1.67 亿元，同比+12%，占比 27%；锂电行业实现营收 1.18 亿元，同比+16%，占比 19%；汽车行业实现营收 0.74 亿元，同比+56%，占比 12%；半导体行业实现营收 0.37 亿元，同比+19%，占比 6%；金属制品行业实现营收 0.31 亿元，同比+40%，占比 5%；其他行业实现营收 1.92 亿元，同比+3%，占比 31%。毛利率有所下滑，管理费用率有所提升 2024 年公司毛利率为 35.26%，同比-2.69pct，2025Q1 单季度毛利率为 38.10%，同比+3.07pct。公司毛利率有所下降，我们判断一方面系低毛利光伏行业占比有所下滑；另一方面系公司从营收导向转变为利润导向，主动放弃部分低毛利的新能源订单。分行业看，3C/新能源锂电/汽车毛利率分别为 35.43%/25.98%/38.31%，同比分别-2.05pct/-8.55pct/-3.08pct。2024 年公司销售净利率为 16.15%，同比-2.79pct，主要系毛利率下降。2025Q1 公司销售净利率为 19.64%，同比+1.82pct。2024 年公司期间费用率为 16.62%，同比+0.79pct，销售/管理/财务/研发费用率为 5.47%/8.10%/-1.26%/4.31%，同比+0.50pct/+1.52pct/-

1.08pct/-0.15pct。2024 年公司管理费用率提升主要系管理岗位薪酬提升及股份支付差异。应收账款同比减少，经营活动净现金流大幅改善。截至 2024 年末公司应收账款 7.68 亿元，同比-5.61%；2024 年公司经营活动净现金流为 7.29 亿元，同比+93.56%。公司经营回款有所改善。FA 业务持续深化产品开发，FB 业务升级开辟增长新曲线。1) 公司不断深化 FA 业务布局：公司已成功开发涵盖 196 个大类、4437 个小类、230 余万个 SKU 的 FA 工厂自动化零部件产品体系。2024 年，公司成交客户数量近 4 万家，较 2023 年新增客户数量约 3000 家。2) FB 业务有望迎快速增长期：“智能报价系统 + 自动智能编程 + 柔性智能产线”生产模式能满足市场上大量存在的“长尾订单”，公司持续加大 FB 业务布局。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 5.53/6.65 亿元，预计 2027 年归母净利润为 7.91 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 23/19/16 倍，基于公司的业绩拐点，我们上调公司评级至“买入”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，原材料价格波动，FB 业务进展不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天)

奔朗新材 (836807)：2024 年报&2025Q1 点评：陶瓷/石材行业竞争加剧致业绩下滑，期待稀土永磁元器件与先进陶瓷材料放量增长

投资要点 陶瓷/石材行业竞争加剧，业绩同比承压下滑。公司发布 2024 年度&2025 年一季度报告，2024 年与 2025Q1 分别实现营业收入 5.73/1.17 亿元，同比-0.24%/+2.41%；归母净利润 0.24/0.06 亿元，同比-36.46%/-37.32%；扣非归母净利润 0.23/0.05 亿元，同比-32.55%/-43.93%。业绩下滑主要系受到全球经济增速放缓和下游陶瓷、石材行业竞争加剧的双重压力，市场需求收缩，公司回款能力下降，信用减值损失较 2023 年增加 136.23%；同时存货跌价准备和商誉减值损失均计提增加，利息收入减少，销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.03%/9.03%/4.59%/-1.22%，同比-0.51/0.11/-0.45/0.82pct；2024 年销售毛利率同比+0.71pct 至 30.33%，销售净利率同比-2.38pct 至 3.79%。金刚石业务占比超七成，新业务稳步增长，占比逐步提高。1) 金刚石工具：受国内基建投资增速放缓影响，陶瓷、石材行业需求持续疲软，业务规模小幅收缩；但公司通过技术创新和降本增效并举，叠加国外市场开拓与国内整合，有效保持了品牌竞争力与市场份额，2024 年该业务营收同比-5.44%至 4.32 亿元，占比同比-4.15pct 至 75.52%，毛利率稳中有升。2) 稀土永磁元器件：为着力培育的“第二增长曲线”，原材料价格逐渐止跌企稳，公司成本控制能力增强，业务毛利率同比提高，经营质量持续改善，2024 年营收同比+20.03%至 0.71 亿元，占比同比+2.09pct 至 12.36%，毛利率同比+7.77pct 至 0.20%。3) 碳化硅工具：主要用于瓷砖、石材、微晶石等材料的抛光处理，2024 年营收同比-14.72%至 0.20 亿元，占比同比-0.60pct 至 3.53%，毛利率同比+1.94pct 至 23.13%。深化金刚石工具国际化布局，积极培育稀土永磁元器件等领域，打造“第二增长曲线”。1) 金刚石工具：加快金刚石工具生产制造“走出去”，生产型海外子公司土耳其奔朗投入生产运营，形成未来向中东/非洲/欧洲等战略性重点市场辐射的支撑点。同时国内产能进一步整合，提高生产规模效应，集中资源服务头部优质客户，有望保持品牌竞争力及市场份额。2) 新业务拓展：持续拓展在稀土永磁元器件、先进陶瓷材料、高精度超硬精密加工技术及设备等领域的研发、生产及应用，2024 年公司先进陶瓷材料业务完成了从研发、供应商验证及导入、到量产并实现销售的重要突破，业务收入同比大幅增长。盈利预测与投资评级：考虑下游需求放缓致公司业绩短期承压，调整 2025~2026 年归母净利润为 0.27/0.32 亿元(前值为 0.38/0.44

亿元)，新增 2027 年归母净利润为 0.38 亿元，对应 PE 为 66.14/56.58/46.93x，考虑公司在金刚石工具领域具备技术优势与领先地位，维持“增持”评级。风险提示：1) 市场需求不及预期;2) 宏观经济波动;3) 市场竞争加剧。

(证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申)

证券分析师：余慧勇 研究助理：薛路熹 研究助理：武阿兰)

鱼跃医疗 (002223): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 25Q1 季报高基数下好于预期，期待新品快速增长

投资要点 事件：公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报，2024 年全年，公司实现营业收入 75.66 亿元 (-5.09%，同比，下同)，实现归母净利润 18.06 亿元 (-24.63%)。2024Q4 单季度实现营业收入 15.38 亿元 (+17.51%)，实现归母净利润 2.74 亿元 (+33.60%)。2024 年业绩符合我们预期。2025Q1 单季度实现收入 24.36 亿元 (+9.17%)，归母净利润 6.25 亿元 (-5.26%)，2025 年一季报业绩好于我们预期。2024 年部分产品受 23 年疫情高基数影响，新产品表现亮眼。分业务来看，1) 2024 年公司呼吸治疗解决方案实现收入 25.97 亿，公司呼吸治疗解决方案板块业务由于受到 23 年社会公共需求波动影响，24 年同比有所下降。其中制氧机、高流量呼吸湿化治疗仪等相关产品因高基数影响同比下降，家用呼吸机、雾化器同比增长。2) 临床器械及康复解决方案实现收入 20.93 亿，其中针灸针、轮椅、手术器械产品增长趋势良好，而感染控制产品因 2023 年同期需求波动影响，同比有所下降。3) 家用健康检测解决方案实现收入 15.64 亿，其中电子血压计在现有规模下仍实现同比双位数增长，板块内部分产品（如红外测温仪等）较 23 年高基数相比，营收有所回落。4) 血糖管理及 POCT 解决方案实现收入 10.30 亿，其中 CGM 实现翻倍以上增长。5) 急救解决方案及其他实现收入 2.39 亿，同比 2023 年实现高速增长。2024 年海外市场稳步推进。2024 年公司实现外销收入 9.49 亿元，同比增长 30.42%。随着公司众多产品的海外注册工作逐步落地、海外团队属地化布局日益完善、产品力与品牌影响力日益增强，公司与海外客户进一步建立起良好的信任与合作关系，各重点国家和地区的业务实现了较全面的推进。公司新款 CGM 产品正在 MDR 注册中，2025 年 Q1，公司公告拟认购 Inogen9.9%普通股，加码出海布局。2025Q1 高基数影响下收入同比实现增长，利润降幅收窄，业绩超我们预期。2025Q1 单季度实现收入 24.36 亿元(+9.17%)，归母净利润 6.25 亿元(-5.26%)，25Q1 实现销售毛利率 50.30%，销售净利率 25.58%，环比 24Q4 分别提升 0.13pct、7.97pct，同比 24Q1 分别提升 0.36pct、-4.05pct。盈利预测与投资评级：考虑到国内新品推广及海外市场开拓费用增加，我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 23.05/26.09 亿元，调整至 19.54/22.11 亿元，预期 2027 年为 25.40 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 17/15/13 倍，考虑到公司 CGM 有望带来第二曲线，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险等。

(证券分析师：朱国广)

凯伦股份 (300715): 2024 年报&2025 年一季报点评: 大额减值影响业绩，外延并购开拓新增长点

投资要点 事件：公司发布 2024 年报和 2025 年一季报。2024 年公司实现营收 23.80 亿元，同比-15.02%；归母净利润-5.39 亿元；2025Q1 公司实现营收 4.66 亿元，同比-11.83%；归母净利 0.07 亿元，同比-15.89%。需求承压下主动管控地产直销，毛利率同比有所下降。24 年公司收入同比下滑，主要是公司在需求压力和地产信用风险暴露

下，主动压缩回款周期较长的地产商直销业务规模导致直销渠道收入下降，同时地产业务相关收入占比进一步下降；分产品来看，防水卷材收入同比下降 24.3%，防水涂料业务同比下降 31.5%，防水施工业务同比增长 25.5%；毛利率方面，24 年公司整体毛利率 19.9%，同比下降了 2.15pct，需求承压和行业竞争加剧是毛利率下降主要原因，分品类来看，防水卷材业务毛利率下降了 1.52pct，防水涂料业务同比提高了 1.72pct，同时低毛利率的施工业务占比增加也是拉低毛利率的因素。期间费用率上升，大额减值影响当期业绩。2024 年公司期间费用率提高了 5.3pct，其中销售费用率同比提高了 1.6pct，主要是公司广告宣传费增加所致，管理费用率同比提高了 2.4pct，主要是期内公司新设子公司投入运营、抵债资产折旧及处置费用增加所致；2024 年公司信用减值损失-4.81 亿元（上年同期为-1.41 亿元）、资产减值损失-1.06 亿元（上年同期为 613 万元），主要是公司对应收账款的坏账计提和对客户以房抵债的房产计提减值。收购佳智彩，外延开拓新业务增长点。公司此前公告以现金方式收购苏州佳智彩光电科技有限公司 51%股权，通过并购方式积极开拓新的增长点。根据苏州佳智彩公司官网信息，公司成立于 2017 年 11 月，是一家专业从事显示面板、新能源及半导体行业光、机、电测试及生产解决系统、工艺设备和软硬件研发、集成生产、销售与服务的“一站式”提供商，长期专注与深耕显示面板检测及修复设备的研发制造。根据交易公告，佳智彩公司 25-27 年业绩承诺为分别不低于 5500 万元、7500 万元、11000 万元，即累积净利润为 2.4 亿元，有望成为新的业绩增长点。盈利预测与投资评级：公司在应对需求承压和竞争加剧积极调整客户结构和渠道结构，控制风险同时积极寻找业务增长，并通过外延并购尝试新业务的拓展。我们调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 0.71/1.06/1.47 亿元（2025-2026 年前值为 1.37/1.98 亿元），对应 PE 分别为 57X/38X/27X，考虑到公司主业盈利有望恢复和外延并购业务增长预期，维持“增持”评级。风险提示：房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；应收账款风险；股权质押风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊）

米奥会展（300795）：2024 年报及 2025 年一季报点评：努力打造贸易展会新形态

投资要点 事件：公司发布业绩，2024 年总营收 7.51 亿元(yoy-10%)；归母净利润 1.55 亿元（yoy-18%）。分配方面，拟 10 转增 3 派 3.5 元（含税）。2025 年一季度总营收 0.17 亿元(yoy-77%)；归母净利润 0.37 亿元（yoy-864%）。2024 年收入下降主要原因是出海展会竞争加剧，尤其是东南亚市场，政府补贴不到位等。2024 年公司分别在波兰、阿联酋、巴西、日本、印尼、越南、墨西哥、南非、美国共九个国家举办 14 场展会。总 7500 家企业参展，总办展面积近 30 万平方米，到展买家近 24 万人。2025 年自办展节奏变动导致一季度收入大幅下降，合同负债显示二季度收入有保障。公司 2025 年越南展会调整为 5 月份，导致一季度没有自办展收入，仅有代理收入 0.17 亿元。2025 年一季度合同负债 1.93 亿元，同比增长 13.5%。公司坚持转型专业展会，同时拥抱新质生产力、“AI+数据”驱动赋能，坚持高质量发展，努力打造贸易展会的新形态。1)数字化：公司加快布局数智化展览，不仅仅以“AI+数据”驱动赋能展会，同时将重构参展范式。公司将 AI 眼镜硬件与展会及外贸出海场景深度耦合，打造出全球首款 AI 数智化参展解决方案。公司已发布 AI 慧展产品，该产品以买卖家智能推荐和匹配算法为核心，为出海企业提供展前、展中、展后的全链路、

全场景的商机赋能。 2) 专业化: 在公司 Homelife 专业展逐渐成熟落地的基础上, 公司加大对 Machinex 工业机械各个细分行业的深耕与开拓。2025 年公司工业机械巡展将覆盖 8 个国家, 举办 9 场展会, 重点聚焦“一带一路”、RCEP 以及金砖国家等关键市场区域。 3) 本土化: 公司已在迪拜、印尼、大阪完成战略布点, 境外办展体系初步形成。与此同时, 公司立足境外本地资源, 推动自办展会的展商来源本土化, 目前在迪拜、印尼已组建专业团队负责展商招募工作, 成效初显。 4) 平台化: 公司以服务出海为己任, 打造展会平台为目标。一方面, 公司将进一步深化与现有合作展览平台的战略合作, 另一方面, 公司将积极加强与国内主流展览平台的沟通与交流, 积极寻求合作契机, 整合优质品牌展会办展单位的力量, 依托公司强大的办展平台, 孵化更多专业展会项目, 打造融合内外贸服务的展览服务平台。 盈利预测与投资评级: 我国贸易增量结构上转向一带一路的趋势已成, 公司积极拥抱新科技, 努力打造新型贸易展会形态。基于贸易的压力, 我们下调 2025-2026 年归母净利润预测为 2.66/3.4 亿元 (此前为 4.1/5.5 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测为 4.0 亿元, 4 月 28 日收盘价对应 PE 为 16/13/11 倍, 调整为“增持”评级。 风险提示: 宏观经济波动、汇率波动、境外办展地政治经济风险、投资并购项目实施风险。

(证券分析师: 黄诗涛)

迎驾贡酒 (603198): 2024 年报及 2025 一季报点评: 中低档酒降速趋缓, 洞藏势能保持积极

投资要点 事件: 公司发布财报, 2024 全年实现收入 73.4 亿元, 同增 8.5%; 归母净利 25.9 亿元, 同增 13.4%; 对应 24Q4 收入、归母净利同比分别为-5.0%、-4.9%。25Q1 实现收入 20.5 亿元, 同比-12.3%; 归母净利 8.3 亿元, 同比-9.5%。24FY、25Q1 报表增速低于市场预期, 主因金银星、普酒销售显著降速。 24FY 洞藏保持快速增长, 中低档酒疲态显现。24FY 公司酒类收入同增 9.4%, Q3/Q4 单季同比+3.3%、-4.8%, 下半年优先去库纾压, 保证渠道利润及库存周转健康。 1) 分产品看: 24FY 中高档酒收入同增 13.8%, 其中估算洞藏保持约 20%+ 增速, 金银星同比低单下滑; 普酒收入同降 6.5%。24Q4 中高档、普酒收入同比+1.7%、-28.5%, 系金银星、普酒降幅加深拖累。 2) 分区域看: 24FY 省内、省外收入分别同增 12.8%、1.3%, 省外产品结构偏低, 伴随普酒产品老化, 增速自 24H2 以来有所承压。 24FY 放缓收款主动纾压, 毛销差保持积极升势。 1) 收现端: 24FY 公司收现比为 106.7%, 同比-6.5pct, 主系预收同比回落 1.6 亿元, 票据打款则同比增长 2.0 亿元。年末公司放缓回款节奏, 优先保证渠道利润稳定及库存周转健康。 2) 利润端: 24FY 销售净利率同比+1.5pct 至 35.3%, 主因: ①毛利率同比+2.9pct, 主要受益结构优化, 中高档酒、普酒毛利率同比+1.8、2.6pct。②销售、管理(含研发)费率分别同比+0.5、-0.1pct, 主因广告宣传费及职工薪酬带动费用增长。 25Q1 中低档酒降幅加深, 洞藏高基数下兑现稳健增势。2025 年迎驾洞藏系列围绕网点开发、销售结构及宴席场次等制定专项考核, 继续推进优商强商、包量店签约、酒店开拓等动作, 目前核心市场动销保持良好增势, 皖北终端开拓局面向好。 1) 收入端: 25Q1 公司酒类收入同比-12.3%, 估算金银星、普酒同比下滑明显(普酒同比-32.1%), 洞藏保持中高单增速 (24Q1 增幅偏高)。中低档酒收入降幅加深, 1 是产品老化且大众需求不振, 2 是公司主动调整出清部分低端品项。 2) 收现端: 25Q1 公司收现比为 107.9%, 同比+8.2pct, 主系 24Q4-25Q1 期间公司回款节奏先抑后扬, 3 月开展春耕行动保证终端动销及回款份额稳中有进。 3) 利润端:

25Q1 销售净利率同比+1.3pct 至 40.6%，主因：①毛利率同比+1.5pct，产品结构保持提升。②财务利息收入增加对利润增速贡献约 2pct。③销售、管理(含研发)费用分别同增 0.8%、2.6%，费投保持严谨。盈利预测与投资评级：公司作为省内大众消费的主力品牌，消费认知积累深厚，洞藏系列拾级而上路径清晰，看好未来仍有广阔空间。短期考虑中低档酒收入拖累影响，我们调整 2025-26 年归母净利润预测至 26.2、28.4 亿元（前值为 32.7、40.0 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 32.1 亿元，当前市值对应 2025-27 年 PE 为 14.9、13.7、12.2X，维持“买入”评级。风险提示：省内消费升级不及预期、省外竞争加剧、食品安全问题

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

传音控股（688036）：2024 年报&25 年一季报点评：营收稳健增长，看好新市场&高端化&AI 多重成长

投资要点 事件：24 年营收 687 亿元，归母净利润 55.49 亿元，同比分别为+10.31%/、+0.22%。25Q1 营收 130 亿元，同比-25.45%，归母净利润 4.90 亿元，同比-69.87%，主要系 2024 年 Q1 基数较高。新市场增长较好，未来利润率有望恢复 2024 年公司整体毛利率 21.28%，下滑 3.17pct，销售净利率 8.15%，下滑 0.82pct，显示公司 2024 年整体费用率控制良好。2024 年及 2025 年 Q1 毛利率有所下滑主要是供应链价格波动和竞争原因。分地区看，2024 年非洲实现营收 227 亿元，同比增加 2.97%，毛利率 28.59%，相比 23 年减少 1.46pct。亚洲等其他地区实现营收 447 亿元，同比增加 13.96%，毛利率 17.66%，相比 23 年减少 2.52pct。从营收看非洲以外等新区域继续承担增长助力，我们认为由于前期新开拓市场且叠加供应链因素，毛利率较低有利于提升份额，未来有望提升盈利能力。智能机份额持续提升，以用户价值为导向的本土化创新在新兴市场大有可为 传音立足于本土化的创新和专注用户体验的产品定位，是公司独特的竞争优势，也是公司在非洲以外市场成功开疆拓土的重要原因。根据 IDC，公司 2024 年整体手机出货 2.01 亿部，市占率 14%；其中智能手机 1.07 亿部，同比增长 12.7%远好于行业整体 6.4%增速，市占率 8.7%，其中非洲/巴基斯坦智能机市占率超过 40%，排名第一；孟加拉市占率 29.2%，排名第一；尽管智能机全球市场较为成熟，但是公司聚焦的新兴市场依然处在“功能及向智能机切换”的发展趋势中，从公司 2024 年近 1 亿部的功能机出货也反映市场智能化的巨大机遇。全球新兴市场潜力巨大但并不统一，需求多样，我们认为传音强大的本土化创新能力是抓住这类市场的重要优势，未来有望持续提升新兴市场份额，中东欧/南美洲/东南亚等市场预计成为公司未来增长动力。同时折叠屏/摄像等创新功能有望进一步加速公司手机产品高端化。AI+多品类有望进一步提升用户体验，公司有望进一步提升产品力加速成长。公司“手机+移动互联网服务+家电、数码配件”的商业生态已初步成型，尽管当前手机之外的营收占比不大，但是对公司用户的生态体验意义巨大，从手机用户到“传音生态用户”，公司的竞争优势将会进一步强化，我们认为未来扩品类业务也会加快发展。2024 年开始 AI 在端侧逐渐部署，预计未来将会进一步成熟。公司凭借强大的用户需求洞察能力有望在 AI 能力加持下发展更多的新场景/新应用，作为品牌厂商在用户更大的价值创造中和产品力提升中得到进一步的成长。盈利预测与投资评级：考虑短期外部环境波动，我们下调 25-26 年盈利预测并新增 27 年盈利预测，预计公司 2025-2027 归母净利润为 62.78/73.10/84.92 亿元（此前预测 25-26 年 63.9/79.0 亿元），对应 P/E 为 15/13/11 倍，外部风险已充分释放，维持“买入”评级。风险提示

示：需求不及预期；竞争加剧；汇率波动风险等

(证券分析师：陈海进 证券分析师：陈妙杨)

青岛啤酒 (600600): 2025 年一季报点评: 跨过一季度压力位, 后续量价有望提速

投资要点 事件：公司公告 2025 年一季报，25Q1 营收 104.46 亿元，同比+2.91%，归母净利润 17.10 亿元，同比+7.08%，扣非后归母净利润 16.03 亿元，同比+5.95%。一季度销量稳健增长，白啤、经典维持较好增势。销量角度来看，全年压力位在 25Q1，25Q2、25Q3 均为低基数，一季度销量同比+3.53%至 226.1 万吨，韧性兑现开门红，后续二季度、三季度判断大方向是销量增速有望边际加快，但斜率有赖于餐饮政策力度、高温天气等。品牌角度来看，整体/青岛主品牌/中高端以上销量分别同比+3.5%/+4.1%/+5.3%，中高端占比持续提升，而吨酒营收同比-0.59%至 4619.88 元/吨，推测主要系抢占份额下低端价盘扰动/货折力度小幅加大所致，属正常经营节奏，预计经典中个位数增长，白啤增速更快，结构升级仍延续。毛利率提升、费用率有所优化，净利率持续抬升。25Q1 净利率同比+0.65pct 至 16.64%。其中毛利率同比+1.20pct 至 41.64%(吨酒营收-0.59%、吨酒成本-2.59%)，销售费用率同比-0.29pct 至 12.53%，管理费用率同比-0.20pct 至 3.20%，此外投资净收益、公允价值变动净收益小幅下滑。综合来看，毛销差明显改善带动净利率持续抬升。啤酒是攻守兼备的优质主线，重点关注青啤 α 兑现度。短期来看，库存低位轻装上阵，同时内部提拔新任董事长姜总，未来将保持中长期战略延续性，营销节奏将积极有力，受益于餐饮修复 β+换届落地管理强化 α 的青啤具备较强的弹性空间。中期来看，借鉴海外啤酒巨头的发展路径，我们认为中国啤酒赛道是攻守兼备的优质主线，进攻层面来自升级的韧性及持续性，需求多元化的大众价位是中档放量核心支撑；防御层面来自啤酒产业处于资本开支相对稳健、现金流表现优秀的阶段，未来股息率的明显提升值得期待。盈利预测与投资评级：短期受益于餐饮修复 β+换届落地管理强化 α 的青啤具备较强的弹性空间，中期维度青啤属于攻守兼备的优质标的，升级韧性、股息率提升是抓手。参考 25Q1 报表节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 48.45、53.50、57.36 亿元（前值为 48.57、52.55、56.75 亿元），对应当前 PE 分别为 22、20、18X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济不及预期；升级不及预期；非基地市场竞争加剧。

(证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东)

新华都 (002264): 2025 一季报点评: 费率优化积极, 盈利提升稳步兑现

投资要点 事件：公司发布 2025 一季报。25Q1 实现营收 11.1 亿元，同比-21.1%；实现归母净利 0.9 亿元，同比-0.6%。利润表现符合市场预期，收入不及市场预期主因跨期确认和净额法确认差异导致。25Q1 白酒主销品牌增势保持引领，非标品反响积极。25Q1 公司收入 11.1 亿元，同比-21.1%，收入不及预期，主因：①收入跨期确认较此前预期略有差异，②24Q4 以来公司根据净额法会计准则实施导致部分产品寄售收入确认体量下降。分品牌看，25Q1 线上白酒销售仍然承压背景下，公司白酒主销品牌老窖、汾酒保持双位数增长；古井自 24Q4 深化合作以来，25Q1 增量积极；其他品牌开店有部分调整，销售占比有所下降。分产品看，25Q1 公司非标品销售保持积极势能，六年窖头曲升级产品、老窖特曲传承礼盒、五粮液头曲五灵祥瑞礼盒均保持较快增长。收现端，25Q1 公司收现比达 139%，主因应收及预付账款显著改善。25Q1 利润表现好于收入，主因费率优化及其他收益确认错

期。25Q1 公司销售净利率同比+1.9pct 至 8.6%，主因销售费率优化及其他收益贡献。①25Q1 综合毛利率 22.2%，同比-0.3pct，主因低毛利的白酒标品销量占比略高。②25Q1 销售与管理（含研发）费用同比-28.0%、12.9%，费率同比-1.1、+0.2pct，影响利润增速约 11pct，1 是费用在高基数基础上同比回落，2 是公司经营货架电商头部门店，规模效应有所体现。③25Q1 其他收益（主要是政府补贴）同增约 0.1 亿元，影响利润增速约 8pct。考虑 24Q4、25Q1 收入确认错期及净额法准则影响，并剔除其他收益影响，我们估算 24Q4+25Q1 收入合计同比持平左右，净利润同比+15%，净利率同比提升约 0.9pct，主因费率改善，并且非标品销售占比提升拉升净利。盈利预测与投资评级：不同于其他线上酒类流通商，公司兼具品牌服务商及流通商的双重属性，能够与品牌方实现更紧密的合作绑定，在白酒新零售浪潮中有望持续受益，盈利稳定性相对更强。在原有预期基础上（预计汾酒、老窖品牌销售收入实现 15~20%增长，另有古井新增京东旗舰店贡献积极增量），考虑收入跨期确认差异及非标品利润贡献影响，我们略调整 2025~27 年归母净利润预测为 3.4、4.5、6.0 亿元（前值为 3.4、4.5、5.9 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 13、10、8X，维持“买入”评级。风险提示：宏观需求不及预期；电商平台流量增长趋缓；品牌代理授权变化较难预测。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

锦浪科技（300763）：2024 年报&2025 一季报点评：2025Q1 并网及储能环比改善，全年有望恢复高增

投资要点 事件：公司发布 2024 年报及 2025 一季报，2024 年公司实现营收 65.4 亿元，同增 7%，实现归母净利润 6.9 亿元，同比-11%；其中 24Q4 实现营收 13.8 亿元，同环比-5%/-24%，25Q1 实现营收 15.2 亿元，同环比+9%/+10%，实现归母净利润 1.95 亿元，同环比+860%/+774%。2024 年需求放缓并网出货同比略增，2025 有望恢复高增。我们预计公司 2024 年并网实现出货约 80 万台+，同比略增，实现营收约 37.9 亿元，同比-7%，其中 2024Q4 出货我们预计约 16 万台，环降约 20%-30%，2025Q1 国内抢装叠加欧洲、东南亚需求恢复带动并网出货提升，我们预计 2025Q1 出货 17 万台，环比略增，2025Q2 国内抢装+海外需求起量，有望推动并网出货环比高增，全年我们预计并网出货 110-120 万台，同增 40%。2024 年储能出货稳健增长，2025 年需求回暖出货有望翻倍增长。我们预计公司 2024 年储能实现出货约 8-9 万台，同增 40%，实现营收 5.7 亿元，同增 30%，其中 2024Q4 我们预计出货 2-3 万台，2025 年欧洲及新兴市场需求逐步恢复，2025Q1 我们预计出货 3-4 万台，环增 70%+，公司在手订单充足，2025Q2 明显向好，全年我们预计出货可达 20-30 万台，同比翻倍以上增长。公司户用及工商业电站规模略增、持续贡献稳定现金流及利润。2024 年公司户用光伏发电系统及新能源电力生产实现营收 20.8 亿元，同增约 40%，其中分布式电站自持运营量达 1.36GW，同比增加 0.18GW，实现营收 6.17 亿元，同增 111%；户用电站自持运营量为 3.69GW，同比基本持平，实现营收约 14.6 亿元，同增 23%，公司持续滚动开发，整体我们预计贡献利润 6-7 亿元。2025Q1 户用及工商业电站业务我们预计实现营收约 4 亿元，贡献利润约 1 亿元。期间费率略有波动、公司存货略有下行、合同负债有所提升。公司 2024 年期间费用 13.6 亿元，同比+22%，期间费率 20.8%，同比+2.6pct。25Q1 期间费用 3.1 亿元，同环比-1%/+4%，期间费率 20.6%，同环比-2/-1pct。25Q1 末公司存货为 17.6 亿元，较 25 年初下降约 8%，公司合同负债为 1.9 亿元，较 25 年初增长 182%。25Q1 经营性净现金为 2.5 亿元，

同比去年同期增加 2.6 亿元。 盈利预测与投资评级：考虑电站业务增长略有放缓，我们略微下调此前盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 11.6/15.1/19.1 亿元（2025-2026 年前值为 14.4/19.1 亿元），同增 67%/30%/27%，对应 PE 为 18/14/11 倍，考虑公司储能及并网出货明显改善，2025 年有望高增，给予 2025 年 25 倍 PE，对应目标价 72 元，维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧，政策不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：余慧勇）

大商股份（600694）：2024 年年报、2025 年一季报点评：业绩符合预期，期待后续调改进展

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年，公司收入 69.5 亿元，同比-5%；归母净利润 5.86 亿元，同比+16%；扣非净利润 5.4 亿元，同比+17.4%。公司拟每 10 股派发现金红利 10 元（含税），每 10 股送 1 股。公司分红率为 54%，对应 4 月 25 日收盘价股息率为 3.8%。2025Q1，公司收入 19.25 亿元，同比-8.0%；归母净利润 2.65 亿元，同比+0.7%。扣非净利润 2.5 亿元，同比+8.2%。收入下滑主要是公司 2024 年关闭尾部门店，优化门店结构：2024 年底公司百货/超市/电器业态门店数为 63/19/9 家，同比减少 5/8/3 家。超市、电器门店的面积同比减少 53%、28%，因此造成收入下滑。但公司持续优化经营，改善利润率，因此利润实现增长。经营结构优化，公司利润率增长：2025Q1，公司毛利率/销售净利率为 44.8%/15.0%，同比+1.0pct/+1.3pct。销售/管理/财务费用率分别为 11.1%/9.9%/0.94%，同比-0.27pct/+0.06pct/-0.77pct。新帅上任、股权激励落地，期待公司调改取得进展：2024 年 12 月公司新任董事长&总经理陈总上任；2025 年 4 月股权激励落地。2025 年公司将重点完成 20 家主力门店调改，优化动线设计与体验业态布局；商品端，强化黄金珠宝、进口生鲜等高毛利品类自营能力，生鲜直采比例提升至 65%，自有品牌销售占比突破 20%，打造差异化供应链壁垒；电器业务通过“智能体验馆+全屋设计”服务提升客单价，新增 12 家加盟店下沉三四线市场；管理端启动“数字大商”一期工程，优化库存周转效率 15%，推行“一店一策”分类考核，空柜率压降至 2%以下，实现“总部赋能+区域敏捷响应”的高效协同。 盈利预测与投资评级：公司是百货板块内盈利稳定、PE 估值较低 PB<1、分红率 50%、近期推进调改业绩增速较快的低估值高成长标的。考虑公司新帅上任、调改计划推进后的利润率提升，我们维持公司 2025~26 年归母净利润预期为 6.5/ 7.2 亿元（前值为 6.5/ 7.2 亿元），新增 2027 年归母净利润预期为 7.7 亿元，2025~27 年利润同比+11%/ 10%/ 7%，对应 4 月 25 日收盘价为 13/ 12/ 11 倍 P/E。维持“买入”评级。 风险提示：调改进度和效果不确定，行业竞争加剧，消费需求波动等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

上海家化（600315）：2024 年报&2025 一季报点评：经营拐点初显，发布员工持股计划激励成长

投资要点 公司公布 2024 年及 2025Q1 业绩：2024 年公司实现营收 56.79 亿元（-13.93%，代表同比增速，下同），归母净利润-8.33 亿元（-266.60%），扣非归母净利润-8.38 亿元（-366.41%）。2025Q1 实现营收 17.04 亿元（-10.59%），归母净利润 2.17 亿元（-15.25%），扣非归母净利润 1.92 亿元（-34.49%）。线上渠道更具韧性，线下调整持续优化：2024 年线上/线下分别收入 25.39/31.36 亿元，同比分别-10%/-17%，占比分别 44.74%/55.26%，线上/线下毛利率分别 64%/53%，同

比分别+1.8pct/-4.1pct。公司持续优化线下门店结构，如关闭低效门店、降低社会库存等，线上渠道毛利率提升受益于精准营销、优化物流及客服效率。个护板块较为稳健，美妆业务竞争承压。24 年个护/美妆/创新/海外分别实现营收 23.79/10.49/8.30/14.15 亿元，同比-3%/-30%/-19%/-11%，占比 42%/19%/15%/25%，毛利率分别 64%/70%/41%/48%，同比分别+2.6pct/-2.7pct/-5.4pct/-3.0pct。个护板块表现相对稳健；美妆业务毛利率下滑，主因公司业务调整与竞争加剧；创新及海外业务受海外出生人口下滑承压明显。25 年以来核心品牌推陈出新，品牌焕新在即。六神 2025 年推出升级版驱蚊蛋及高端香型，持续破圈；玉泽聚焦屏障修护，25Q1 发布二代面霜与大分子防晒霜；佰草集升级新七白系列并推出太极啵啵乳。公司持续推进核心品牌大单品迭代及渠道结构优化，有望重塑品牌声量。战略转型期盈利能力有所下滑。①毛利率：2024 年毛利率 57.60%（同比-1.37pct）；25Q1 毛利率 63.40%（同比+0.14pct），产品结构优化和成本管控措施初见成效。②期间费用率：24 年/25Q1 期间费用率分别为 60.6%/51.0%，同比分别+7/+5pct，其中 24 年销售费用率 46.7%（同比+4.7pct），25Q1 销售费用率 40.4%（同比+3.2pct）。③归母净利率：24 年归母净利率为-14.67%，主要受商誉减值计提及战略调整影响；25Q1 归母净利率 12.75%（同比-0.70pct）。发布股权激励，绑定核心人员长期成长。公司同步发布 25 年员工持股计划，参与员工人数 45 名，包括董事长林海总、首席财务官罗总，以及中层及骨干等，业绩考核目标为 2025-2027 年净利润分别扭亏/同增 10%/同增 10%+，每期解锁比例分别为 30%/30%/40%，不断吸引和留住优秀人才。盈利预测与投资评级：公司作为国内知名日化品牌企业，品牌矩阵完善且渠道覆盖广泛。2024 年公司因海外业务计提减值及战略调整等因素影响，业绩出现亏损。25 年以来公司在品牌、产品、营销端积极调整，由于 25Q1 公司经营拐点初显，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预测 2.6/3.4 亿元上调至 3.2/4.1 亿元，预计 2027 年归母净利润为 5.4 亿元，2025-2027 年 PE 对应 25/4/25 收盘价分别为 48/38/29 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、战略改革不及预期、新品推广不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇
证券分析师：郝越）

招商证券（600999）：2025 年一季报点评：费类业务驱动业绩增长，自营投资收益有所回落

投资要点 事件：招商证券发布 2025 年一季报，公司 2025Q1 实现营业收入 47.1 亿元，同比+9.6%；归母净利润 23.1 亿元，同比+7.0%；对应 EPS 0.25 元，ROE 1.9%，同比基本持平。市场交投活跃度上行，公司经纪业务收入同比大幅增长。25Q1 公司经纪业务收入 19.7 亿元，同比+49.0%，占营业收入比重 42.5%（剔除其他业务收入）。25Q1 全市场日均股基交易额 17031 亿元，同比+70.3%。2）公司两融余额 1001 亿元，较年初+24%，市场份额 5.2%，较年初+0.1pct，全市场两融余额 19187 亿元，较年初+2.9%。监管环境趋紧，投行业务收入持续下滑。25Q1 公司投行业务收入 1.9 亿元，同比+112.0%。1）股权投行：25Q1 公司股权主承销规模 35.1 亿元，同比-57.5%，排名行业第 8；其中 IPO 1 家，募资规模 5 亿元；再融资 1 家，承销规模 30 亿元。公司 IPO 储备项目 5 家，排名行业第 15，其中两市主板 3 家，创业板 1 家，科创板 1 家。2）债券投行：25Q1 公司债券主承销规模 751 亿元，同比-10.0%，排名第 13；其中金融债、ABS、公司债承销规模分别为 298 亿元、243 亿元、166 亿元。资管业务收入大幅提升。25Q1 公司资管业务收入 2.2 亿元，同比+42.9%。2024 年末公

司资产管理规模 2822 亿元，同比-4.3%。截至 2025 年一季度末，招商基金管理规模 9154 亿元，环比 24 年末+4.3%；博时基金管理规模 9788 亿元，环比 24 年末-5.6%。24Q1 高基数下，公司自营投资收益有所回落。24Q1 高基数下，25Q1 公司投资收益（含公允价值）15.1 亿元，同比-26.2%；调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）6.0 亿元，同比-73.3%。公司自营业务积极完善和健全投研体系，拓展多元化投资策略。盈利预测与投资评级：基于公司 2025 年一季度经营情况，我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 123/131/140 亿元，分别同比+18%/7%/7%，对应 2025-2027 年 PB 为 1.27x/1.16x/1.07x。资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，大型券商控制风险能力更强，能更大程度的享受政策红利，维持“买入”评级。风险提示：1）交易量持续走低；2）权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

（证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康）

华密新材（836247）：2024 年报&2025Q1 点评：成本端增加致业绩下滑，特种工程料项目开启小批量生产

投资要点 新设研发产线与分支中心，成本端增加致业绩同比下滑。公司发布 2024 年度报告与 2025 年一季报，2024 年实现营收 4.11 亿元，同比+2.51%；归母净利润 0.39 亿元，同比-25.42%；扣非归母净利润 0.35 亿元，同比-25.19%。2025Q1 实现营收 0.96 亿元，同环比+6.47%/-20.00%，归母净利润 0.09 亿元，同环比-11.19%/+28.57%。在国家政策及行业规划的双重推动下，营收同比保持增长主要系公司对橡塑材料的持续研发投入推动产品快速升级换代；净利润同比下降主要系公司投资的高温硅橡胶项目、设立长春分公司投资生产研发产线等项目短期内未带来收益时消耗利润，叠加公司为拓展市场，在异地设立分中心，研发与销售费用增长较多，导致销售毛利率同比降低 0.03pct 至 31.08%，销售净利率同比降低 3.48pct 至 9.46%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.81%/6.51%/0.31%/7.80%，同比+0.54/+0.66/+0.39/+1.36pct。橡塑材料研发投入效果逐步显现，营收增长与毛利同比提升。1）橡塑材料：国家政策及行业规划推动下，公司持续加大橡塑材料的研发投入，实现产品快速升级换代，橡塑材料营收同比+4.50%至 3.02 亿元，在总营收占比同比+1.40pct 至 73.65%。毛利率同比+2.31pct 至 25.88%。2）橡塑制品：橡塑制品订单稳定，新开发客户增量尚未体现，实现营收 1.08 亿元，同比-2.78%，在总营收占比同比-1.43pct 至 26.32%。毛利率同比-5.12pct 至 45.62%。3）工程塑料：公司特种工程塑料生产线从 2022 年开始有小批量收入，仍处于产品开发和客户试用认可的阶段。材料与制品双业务并驱筑基，合资设立控股子公司扩大优势。1）材料与制品双业务并驾齐驱：公司在材料端具备较强配方实力，在制品端具备丰富的设计经验，技术指标已达到或超过知名汽车厂商的要求，部分特种橡胶配方成功应用在高铁、航空航天、石油石化等高端领域，参与起草、修订多项国家标准和行业标准，并服务于中国中车、三一重工、长城汽车等国内知名企业。2）合资设立控股子公司：公司以特种橡塑材料及制品业务为核心，积极寻求与产业链上下游优质企业的战略合作以扩大竞争优势。2024 年 8 月，公司以自有资金 1020 万元与河北盛密企业管理咨询合伙企业（有限合伙）合资设立子公司河北车安新材料科技有限公司，并持股 51%，后续该子公司有望借助合作方较为丰富的客户资源优势，扩大公司在特种橡塑制品领域的产销优势。盈利预测与投资评级：材料与制品双业务并驾齐驱，考虑到公司短期业绩下滑承压，调整公司 2025~2026 年实现归母净利润分别为 0.47/0.58 亿元（前值为 0.79/1.21

亿元)，新增 2027 年归母净利润预测为 0.74 亿元，对应最新 PE 为 62.78/50.43/39.49x，考虑公司具备长期成长性，维持“增持”评级。
 风险提示：1) 研发不及预期；2) 新品放量不及预期；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)

首旅酒店 (600258)：2025 一季报点评：利润端超预期，开店结构优化

投资要点 业绩超出我们此前预期：单 Q1 公司营收为 17.7 亿，yoy-4%，归母净利润 1.4 亿，yoy+18%，业绩超出预期。Q1 毛利率为 35.4%，yoy+1.2pct；销售费用率 7.9%，yoy-0.4pct；管理费用率 13.0%，yoy-0.4pct；财务费用率 4.1%，yoy-1.1pct。归母净利率 8.1%，同比+1.6pct。开店结构持续优化：Q1 新开店 300 家，去年同期为 206 家；净开店为 82 家，去年同期为 32 家；新开店中标准店占比提升至 64%，同比+14pct。截至 Q1 末，公司门店总计 7084 家，yoy+13%；房量达 52.3 万间，yoy+8%；pipeline 为 1719 家，2025 年计划新开店 1500 家，签约门店覆盖全年开店需求。Q1 平均 RevPAR 同降 5%：单 Q1 平均 RevPar 为 124 元，yoy-5.3%，降幅环比走阔。其中入住率为 58.3%，yoy-1.8pct，ADR 为 212，yoy-2.5%。成熟店同店 RevPar 为 125 元，yoy-8.5%。平均 RevPar 不含轻管理同比-4.6%。盈利预测与投资评级：首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团，背靠首旅集团协同整合资源，25 年公司继续优化开发经营，开店提速叠加结构升级。维持 2025-2027 年盈利预测，归母净利润分别为 9.1/9.9/10.6 亿元，对应 2025-2027 年 PE 估值为 18/17/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：门店扩张不及预期、市场竞争加剧带来的单房均价下滑等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻瑄)

研究助理：王琳婧)

克莱特 (831689)：2024 年报&2025Q1 点评：市场竞争加剧及成本增加致净利下滑，有望受益中高端风机市场需求增长

投资要点 外销扩张与产品放量驱动营收稳增，市场竞争加剧及成本攀升致净利同比下滑。公司发布 2024 年度报告&2025 年一季报，2024 年与 2025Q1 分别实现营收 5.29/1.25 亿元，同比+4.06%/+7.11%；归母净利润 0.55/0.11 亿元，同比-9.76%/-14.84%；扣非归母净利润 0.52/0.10 亿元，同比-6.36%/-26.07%。营收同比增长主要系产品订单稳定增加，外销规模扩大，冷却系统、通风机等产品营收同比提升。净利润同比下滑主要系受市场竞争等因素影响导致收入增长不及预期，成本增幅较大，销售毛利率同比-1.74pct 至 28.07%，叠加研发投入与管理费用增加，销售净利率同比-1.58pct 至 10.33%。2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.40%/6.80%/5.09%/0.25%，同比-1.75/+0.87/+1.14/+0.20pct。深入挖掘中高端应用市场及应用领域，冷却系统及通风机营收均稳步增长。公司专业从事通风机、通风冷却系统等通风与空气处理系统装备及配件的设计研发和生产制造，长期聚焦轨道交通、新能源、核电装备、舰船海工等中高端装备行业，为相关领域龙头企业提供通风冷却产品配套服务。分业务来看，1) 冷却系统：2024 年该业务营收同比+5.54%至 1.10 亿元，营收占比 20.71%，毛利率同比+0.21pct 至 29.21%。2) 通风机：2024 年该业务营收同比+3.59%至 4.09 亿元，营收占比 77.33%，毛利率同比+0.31pct 至 3.59%。轨交装备、新能源及海工领域需求扩增，中高端风机市场三重动能驱动公司成长。1) 轨道交通：建设投资力度继续保持高位，政策推动绿色交通转型，叠加动车组高级修进入密集期，有望持续为轨交设备相关需求贡献增量；2) 新能源：我国大力发展清洁能源，风电光伏跃升

发展,重大水电项目有序推进,核电在运在建规模升至世界第一,2024年公司在核电市场突破地域限制走出山东,具备与已经从事核电产业几十年的竞争对手同等竞争的能力。此外,公司产品高效率、高可靠性这一特性正与燃机的低排放、高效能的特性相吻合,亦有望持续受益。3) 海洋工程与舰船:随着国家对海洋经济的重视,海洋工程装备行业将迎来广阔市场需求空间,公司与中船、招商、中集和芜湖造船等船厂保持良好合作,船用订单充足,部分项目排产可到2027年。盈利预测与投资评级:公司致力于提供高可靠性工业装备环境综合解决方案,考虑公司业绩短期下滑,调整2025~2026年归母净利润为0.66/0.81亿元(前值为0.76/0.83亿元),新增2027年归母净利润预测为1.01亿元,对应最新PE为43.90/35.65/28.64x,考虑公司坚持以中高端市场为目标,多个下游领域共驱动具备长期成长性,维持“买入”评级。风险提示:1)技术迭代不及预期;2)宏观经济波动;3)市场竞争加剧。

(证券分析师:朱洁羽 证券分析师:易申申)

证券分析师:余慧勇 研究助理:薛路熹 研究助理:武阿兰)

科德数控(688305):2024年报&2025年一季报点评:业绩稳步增长,产能建设进展顺利

投资要点 业绩稳步增长,各产品线收入齐头并进 2024年公司实现营收6.05亿元,同比+33.88%;实现归母净利润1.30亿元,同比+27.37%;实现扣非归母净利润1.05亿元,同比+36.13%。2024年航天军工需求良好,带动公司五轴机床、数控系统、关键零部件三大业务收入高增。分产品看:高端数控机床实现营收5.14亿元,同比+20.66%,高档数控系统实现营收0.02亿元,同比+54.56%,关键功能部件实现营收0.21亿元,同比+56.76%,自动化生产线实现营收0.50亿元,同比+1109.05%,其他业务实现营收0.18亿元,同比+158.60%。2025Q1公司实现营收1.31亿元,同比+29.40%;实现归母净利润0.21亿元,同比+40.09%;实现扣非归母净利润0.16亿元,同比+48.23%。毛利率受会计准则变更影响下滑,期间费用率管控优秀 2024年公司毛利率为42.87%,同比-3.16pct,2025Q1单季度毛利率为39.86%,同比-3.64pct。公司毛利率有所下降,一方面系会计政策变更,0.05亿元销售费用计入营业成本,影响毛利率下降0.83pct,另一方面系毛利率偏低的自动化生产线收入占比提升。分业务看,高端数控机床/高档数控系统/关键功能部件/自动化生产线毛利率分别为44.48%/54.85%/35.83%/34.50%,同比分别-0.69pct/+6.65pct/-11.81pct/+3.84pct。2024年公司销售净利率21.44%,同比-1.05pct,2025Q1单季度销售净利率为16.11%,同比+1.25pct。2024年公司期间费用率为18.12%,同比-4.14pct,销售/管理/财务/研发费用率为7.59%/5.33%/-0.42%/5.62%,同比-3.08pct/-0.85pct/+0.09pct/-0.30pct。销售费用率降低部分系会计政策变更影响,2024年公司费用管控卓有成效。存货同比增加,经营活动净现金流有所改善 截至2024年末公司存货5.41亿元,同比+14.76%,主要系在产品增加,表明公司订单进展良好。2024年公司经营活动净现金流为0.70亿元,同比+56.64%,现金流有所改善。扎根航天军工积极拓展其他下游,产能建设进展顺利 1)持续拓展下游应用:公司已与航发集团、中航工业、航天科工、航天科技四大集团下50余家用户单位建立合作关系。另外公司积极提升自身产品适用度,持续加大对能源、高校、汽车、医疗、半导体等应用领域渗透。2)产能建设进展顺利:公司大连/银川/沈阳三大厂区募投项目建设进展顺利,其中大连厂区的立加/卧加/龙门生产线已于2025年启动试运行,银川/沈阳厂区建设稳步推进中,预计

2025Q2 陆续投入使用。盈利预测与投资评级：考虑到制造业景气度复苏不及预期，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 1.70(原值 1.78)/2.15(原值 2.59) 亿元，预计 2027 年归母净利润为 2.76 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 45/36/28 倍，考虑到公司在五轴机床领域龙头地位，维持公司“增持”评级。风险提示：机床需求不及预期，产能建设不及预期，研发进展不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天)

帝尔激光(300776)：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩稳健增长，看好泛半导体领域业务布局

投资要点 业绩稳健增长：2024 年公司实现营收 20.1 亿元，同比+25.2%；归母净利润 5.3 亿元，同比+14.4%；扣非净利润为 4.9 亿元，同比+14.0%。25Q1 单季营收为 5.6 亿元，同比+24.6%，环比-2.3%；归母净利润为 1.6 亿元，同比+20.8%，环比+13.2%。Q1 盈利能力显著好转，公司控费能力强劲：2024 年毛利率为 46.9%，同比-1.4pct；销售净利率为 26.2%，同比-2.5pct；期间费用率为 17.0%，同比-4.2pct，其中销售费用率为 1.0%，同比-2.6pct，管理费用率为 3.6%，同比-0.6pct，研发费用率为 14.0%，同比-1.6pct，财务费用率为-1.6%，同比+0.5pct。25Q1 单季毛利率为 47.9%，同环比-0.8pct/+4.4pct；销售净利率为 29.1%，同环比-0.9pct/+4.0pct。存货&合同负债略降，现金流回款短期承压：截至 2025Q1 末公司合同负债为 17.5 亿元，同比-11%，其中公司于 2024 年 10 月获得光伏龙头企业 12 亿元 BC 激光微蚀刻设备订单；存货为 17.6 亿元，同比-13%。Q1 公司经营性现金流为-1.8 亿元，负现金流加大，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少以及股份回购所致。立足光伏激光设备，积极推进泛半导体领域布局：1) 光伏电池激光设备：TOPCon 电池激光诱导烧结(LIF)设备有效提升光电转换效率 0.3%以上；背接触电池(BC)的激光微蚀刻系列设备通过大面积高精细化蚀刻降低生产成本；激光诱导退火(LIA)设备通过激光对电池进行整幅面高光强均匀光注入显著提高电池转化效率和稳定性；激光转印技术可以大幅节约银浆耗量、提升印刷一致性。2) 光伏组件激光设备：全自动高速激光无损划片/裂片机采用无损技术将电池片裂片成指定规格，提高组件整体输出功率。3) 消费电子，新型显示和集成电路等领域的激光设备：TGV 激光微孔设备通过精密控制系统及激光改质技术，实现对不同材质的玻璃基板进行微孔、微槽加工，广泛应用于半导体芯片封装、显示芯片封装等领域，报告期内公司已完成面板级玻璃基板通孔设备的出货，实现了晶圆级和面板级 TGV 封装激光技术的全面覆盖。盈利预测与投资评级：考虑到订单收入确认节奏，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 6.4(原值 7.7)/7.2(原值 9.1) 亿元，预计 2027 年归母净利润为 7.6 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 24/21/20 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求波动风险、市场竞争加剧风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

科兴制药(688136)：2024 年报&2025 年一季报点评：创新药潜力浅露头角，出海业务维持较高增速

投资要点 事件：2024 年，公司全年实现营收 14.07 亿元(括号内为同比增速，下同+11.8%)，归母净利润 31.48 百万元(+117%)，EBITDA 2.0 亿元(+259%)，扣非归母净利润 35.25 百万元(+120%)，经营性现金流 1.07 亿元(+222%)，期间费用减少 2.6 亿元(-23%)。2025Q1，公司实现营收 3.54 亿元(-1.97%)，归母净利润 25.58 百万元(+106%)，扣非归母净利润 22.60 百万元(+124%)，经营性现金流 25.58 百万元(扭亏)。销售费用率同比-8.8pct，管理费用率-0.03pct，研发费用率

+0.76pct (研发投入 4.19 千万元, 同增+20%)。创新药平台估值待显: 潜力管线较为丰富, 其中①GB18 (GDF15, 适用于肿瘤恶病质), 恶病质在癌症患者中发病率 30%, 恶性肿瘤患者发病率高达 40-70%, 由此推算中美欧市场超 200+亿美元。靶同适应症临床阶段管线, 公司进度较快, 全球格局良好。对标辉瑞 Ponesimab, 根据临床前数据显示, 公司产品有助于控制肌肉流失、脂肪流失, 维护肌纤维能力或将超越辉瑞产品。②TL1A 靶点 (GB20 单抗和 GB24 双抗, 适用于炎症性肠病 IBD), 压制炎症的同时抑制纤维化。③GB12 (IL-4/IL-31 双抗, 适用于特应性皮炎 AD), 抑制炎症的同时缓解瘙痒; 该 PCC 分子体外活性为竞品的 10 倍。④GB10 (VEGF/Ang2, 眼底疾病): 已完成 GMP 中试生产, 非临床动物实验和临床申报稳步推进。商业化加速兑现期: ①2024 年实现外销营收 2.2 亿元 (+62%), 并根据股权激励目标, 2025 年海外目标 6 千万-1 亿美金, 公司将实现白紫、英夫利西、贝伐珠、利拉鲁肽等商业化销售。②平台集群化优势体现, 截至 2024 年底, 累计引进 16 项产品, 覆盖 70 个国家, 110+个项目注册进程; 巴西 墨西哥 新加坡 埃及 越南 德国 6 地子公司, 外派+本地化营销团队深度辐射各大区。③四大拳头产品收入稳定, 2024 年国内整体营收 11.8 亿元 (+6%), EPO 营收 6.5 亿元 (+7.6%), 干扰营收 3.2 亿元 (+1.9%), 升白素营收 1.6 亿元 (+1.6%), 益生菌常乐康营收 1.3 亿元 (-12.4%), 主要系集采后提升覆盖率, 销量实现大幅增长。盈利预测与投资评级: 考虑行业整体增速情况, 我们将公司 2025-2026 年营收从 17.79/23.69 亿元下调至 17.20/20.10 亿元, 归母净利润从 1.41/2.33 亿元下调至 1.21/2.03 亿元, 并预测 2027 年营收和归母净利润分别为 23.54 亿元和 2.80 亿元; 2025-2027 年对应当前股价 PE 分别为 49/29/21×。看好创新药潜力+出海商业化平台, 维持“买入”评级。风险提示: 海外商业化进展, 新药研发失败, 地缘政治风险等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 刘若彤)

广脉科技 (838924): 2024 年年报暨 2025 年一季报点评: 深化主营根基, 开辟算力新赛道

事件: 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报, 2024 年实现营收为 4.02 亿元, 同比下降 4.49%, 实现归母净利润 2730.12 万元, 同比增长 7.96%。2025 年一季度实现营收 0.81 亿元, 较去年同期增长 10.86%, 实现归母净利润 704.99 万元, 较去年同期增长 0.94%。投资要点
 优化业务结构, 业绩稳中有升: 2024 年度公司实现营收 4.02 亿元, 同比下降 4.49%。营收下滑主要原因是政府财政预算缩减, ICT 行业应用业务市场下滑。公司通过 5G 新基建、高铁信息化等存量业务基本弥补了此收入下降, 逆势实现归母净利润 2730.12 万元, 同比增长 7.96%。2024 年公司中标金额较上年增长 34.47%。截至 2024 年末, 公司在手订单较去年同期增加 10.43%。2025 年一季度重拾增长态势, 实现营收 0.81 亿元, 较去年同期增长 10.86%。2024 年公司 5G 新基建业务实现营收 1.46 亿元, 同比增长 4.83%, 毛利率 11.98%, 同比增长 2.49pct。2024 年公司在全国范围内大力拓展高铁业务, 高铁信息化业务实现营收 1.25 亿元, 同比增长 44.61%, 毛利率 34.79%。通信业基建不断完善, 新兴业务增长强劲: 根据工信部发布的《2024 年通信业统计公报》, 2024 年我国通信业全行业实现稳步增长, 2024 年电信业务收入累计完成 1.74 万亿元, 比上年增长 3.2%。按照上年价格计算的电信业务总量同比增长 10%。其中, 2024 年包括云计算、大数据等在内的新兴业务收入 4,348 亿元, 比上年增长 10.6%, 在电信业务收入中占比由上年的 21.6%提升至 25%。切入算力新赛道, 紧

跟时代脚步：2024 年公司积极参与算力基础设施建设与服务，承接了杭州西湖大学 GPU 集群计算系统及其相关项目、广州联通算力服务项目等。与西湖大学的合作项目合同金额达到 1.78 亿元。除此之外，2025 年初公司又中标中国移动（浙江）创新研究院有限公司的人工智能教学服务平台（高校版）等项目，从算力基础设施建设向算力租赁及技术服务方向延伸发展。盈利预测与投资评级：公司业绩由于项目确认问题低于我们此前预期，但高铁信息化业务增长势头强劲，总体盈利能力仍有抬升。综合来看，我们向下调整公司 2025-2026 年归母净利润预测至为 0.38/0.50 亿元（原 0.63/0.74 亿元），新增 2027 年预测为 0.66 亿元，对应 PE 分别为 79.85/61.31/46.03 倍。考虑到公司未来几年有望保持高增长态势，维持“买入”评级。风险提示：1）主要业务集中风险；2）税收优惠无法持续的风险；3）市场竞争加剧风险。

（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：武阿兰 研究助理：薛路熹）

威贸电子（833346）：2024 年报暨 2025Q1 季报点评：营收净利双增，新老业务齐驱并进

事件：公司发布 2024 年年报和 2025Q1 季报，2024 年实现营收为 2.60 亿元，同比增长 13.69%，实现归母净利润 0.45 亿元，同比增长 14.28%。2025 一季度实现营收 7251.82 万元，较去年同期增长 19.02%，实现归母净利润 1100.66 万元，较去年同期增长 18.02%。投资要点 2024 年公司经营业绩稳健增长，出口产品广受青睐。营业收入达 2.60 亿元，同比增长 13.69%，毛利率 30.32%；归属于上市公司股东的净利润 0.45 万元，同比增长 14.28%，盈利能力持续提升。从收入构成看，积极拓展国外市场成效突出，外销营业收入同比增长 34.11%，其中注塑集成件因国外客户电熨斗、热泵等产品销量增加，营业收入同比大幅增长 48.95%。公司通过积极开拓市场，动态调整业务布局，以结构优化为未来发展持续夯实基础，为业绩的稳健增长提供有力支撑。2025 一季度实现营收较去年同期增长 19.02%，实现归母净利润 1100.66 万元，较去年同期增长 18.02%。汽车线束与家用电器行业发展态势良好，基本盘稳健。2024 年汽车行业销量为 3,143.6 万辆（同比增 4.5%），其中新能源汽车销量达 1,286.6 万辆（同比增 35.5%），新能源汽车对线束需求更高，且飞行汽车等新兴领域为行业开拓了更广阔空间。国内本土线束企业凭借技术积累与同步开发经验，逐步融入国际配套体系。家电行业 2024 年全品类（不含 3C）零售额 9,071 亿元（同比增 6.4%），出口额 1,124 亿美元（同比增 14.0%），政策助力下内销出口双增，清洁电器、智能家电等品类突出，电子线束在机械、电气等方面指标严格。国内企业虽与国外有差距但在自主研发、生产工艺等方面持续提升。以市场需求为导向，聚焦主营业务稳健发展，多维度发力成效显著。公司持续推进技术创新，获多项专利授权，研发支出同比增 14.93%；业务发展积极开拓国内外市场，汽车领域宝马 G48 车线束等项目量产，家电领域蒸汽电熨斗结构组件等贡献突出，还斩获新能源汽车、家电等多个战略客户项目定点，新兴市场打入数据中心建设核心供应链。低空经济板块，公司与小鹏汇天的合作持续深入，有望于今年逐步放量。盈利预测与投资评级：公司业绩基本符合我们预期，在外贸摩擦不断加剧的大环境下，我们保守估计，略下调 2025-2026 年归母净利润盈利预测至 0.53/0.62 亿元（原 0.55/0.70 亿元），新增 2027 年预测为 0.74 亿元，对应 2025-2027 年 PE 为 42.80/37.14/30.73 倍。考虑到公司业务多点开花，估值仍有抬升空间，维持“买入”评级。风险提示：1）市场竞争风险；2）主要客户相

对集中风险；3）税收优惠政策改变的风险；4）原材料价格波动的风险；5）汇率波动风险

（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：武阿兰 研究助理：薛路熹）

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>