

2025 年 4 月 29 日 星期二

分析师推荐

【东兴交通运输】快递 3 月数据点评：顺丰件量增速超预期，通达系价格竞争依旧激烈（20250428）

事件：快递行业 3 月件量同比增长 20.3%，行业增速维持较高水平，价格竞争依旧激烈。

点评：

3 月快递件量增速维持高位，顺丰增速超预期：3 月全国快递服务企业业务完成量 166.56 亿件，同比增长 20.3%，增速较 1-2 月累计的增长 22.4%略有放缓，但依旧维持在较高水平。分类型看，3 月同城件业务量同比增长 4.3%，异地件业务量增长 21.9%。

3 月顺丰业务量增速提升至 25.4%，高于其他通达系上市公司；公司市场份额同比提升 0.3pct。公司公告称其高增长主要得益于公司凭借丰富的产品矩阵及综合物流解决方案能力，持续渗透生产制造和生活消费各类物流场景，有效满足客户多元化业务需求。

通达系中，圆通、申通及韵达的增速与行业均值都较为接近，其中圆通增速略高，结合其单票收入的变化看，圆通近期对于市场份额的诉求较为强烈。3 月圆通市场份额同比提升 0.3pct；申通市场份额同比基本持平，韵达份额下降 0.3pct。

圆通单票收入降幅较大，价格竞争依旧激烈：价格方面，行业的价格竞争依旧激烈。通达系方面，申通、韵达与圆通 3 月单票收入同比降幅分别为 4.3%、5.8%和 7.6%，同比降幅较 2 月有所收窄，主要是由于 24 年同期单价就已经较低。环比看，圆通单票收入环比下降 0.14 元至 2.18 元/票，主要是出于提升市场份额的考虑。申通单票收入环比下降 0.03 元，韵达单票收入环比提升 0.01 元，申通与韵达的单票收入维持在较低水平，且不排除继续小幅下探的可能性。

顺丰 3 月单票收入同比下降 11.7%，环比下降 3.7%，我们认为主要系公司拓展物流场景，电商件占比上升，导致件均收入有所下降。

去年下半年通达系公司的单票收入有筑底回升趋势，但开年以来价格竞争激烈度超出我们预期。行业龙头对市场份额的诉求依旧较为强烈，预计上半年价格竞争激烈度会维持较高水平。

本期编辑

分析师：刘嘉玮

010-66554043

执业证书编号：

liujw_yjs@dxzq.net.cn

S1480519050001

东兴证券研究所金股推荐

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

数据来源：《五月金股汇》2025 年 04 月 28 日，东兴证券研究所

投资建议：随着行业竞争的加剧，电商件内部的分化已经较为明显。低端电商件领域，单纯的成本优势能够为企业带来利润贡献会越来越有限，而中高端的电商件对服务质量提出更高的要求。行业的变化在倒逼企业重视服务质量，走向转型升级的道路，“生存靠份额，赚钱靠服务”会是行业趋势。因此我们建议重点关注服务品质领先的行业龙头中通和圆通。

风险提示：行业价格战加剧；人力成本攀升；政策面变化等

（分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904）

【东兴银行】江苏银行（600919.SH）：量价双优、净利息收入高增，资产质量保持优异——2025 年一季报点评（20250429）

事件：4 月 28 日，江苏银行公布 2025 年一季报。营收、归母净利润同比增速分别为+6.2%、+8.2%，年化加权平均 ROE 为 16.5%，同比提高 1.12pct。一季度末不良率 0.86%，环比下降 3bp；拨备覆盖率 343.5%，环比下降 6.4pct。

点评：

量价双优、净利息收入实现高增，债市调整下其他非息有所拖累。1Q25 江苏银行营收、净利润同比+6.2%、+8.2%，增速较 2024 年均下降 2.6pct。营收主要正向贡献来自规模高增+净息差企稳回升带来的净利息收入较快增长（yoy+21.9%，相较 24 年提升 15.7pct）；手续费及佣金净收入实现较快增长（yoy+21.8%，相较 24 年提升 18.5pct）。主要拖累项为其他非息收入，在一季度债市波动调整下，公允价值变动净损失 16.5 亿，投资收益 50.8 亿形成一定对冲，两项合计同比-40.2%；另外，其他综合收益较 24 年末下降 29.0 亿。

一季度信贷实现高增，对公实体投放力度加大。1Q25 江苏银行总资产、贷款较年初+12.8%、+8%，增速处于上市银行前列；单季度新增贷款规模 1668 亿、超去年全年增量的八成。从细分类别来看，对公、零售、票据贴现较年初分别+13.5%、2.5%、27.4%；反映公司一季度主动压降票据贴现，加大实体投放力度、特别是对公贷款，零售信贷需求复苏仍需时间。

测算一季度净息差环比提升，负债成本改善明显。测算 1Q25 单季净息差（期初期末口径）为 1.58%，环比 4Q24 提高 12bp、同比 1Q24 提高 2bp；主要得益于负债成本大幅下降。测算 1Q25 计息负债付息率 1.93%，环比、同比分别下降 19bp、54bp；显示随着长期限存款陆续到期，存款挂牌利率下调红利加速释放。生息资产收益率 3.29%，环比、同比分别下降 3bp、48bp，环比降幅相对较小。

资产质量整体改善，拨备计提充足审慎。1Q25 江苏银行不良贷款率 0.86%，环比下降 3bp；前瞻指标方面，关注贷款占比 1.33%，环比下降 7bp，逾期贷款占比 1.11%，环比下降 1bp，资产质量整体改善。2024 年逾期 90 天以上贷款/不良贷款为 71.4%，第三阶段贷款占比等于不良率，反映不良确认较为审慎。从 24 年不良核销处置和生成情况来看，全年核销不良贷款 248.8 亿，同比多核 78.5 亿；加回核销转出后的不良净生成率为 1.41%，同比上升 24bp，判断主要与零售风险阶段上行有关。拨备方面，1Q25 公司加大拨备计提力度，信用减值损失同比+28.2%；期末拨备覆盖率 343.5%，环比下降 6.4pct，依然处在高位。

投资建议：江苏银行一季度规模增速、息差等核心指标表现亮眼，资产质量优异，风险抵补能力充足，业绩实现稳健增长。24 年分红比例稳定在 30%，现价（2025 年 4 月 28 日收盘）对应 2024 年股息率为 5.14%。结合一季度经营情况和全年趋势，预计 2025-2027 年净利润增速分别为 10.9%、11.5%、11.7%，对应 BVPS 分别为 14.68、16.86、19.28 元/股。2024 年 4 月 28 日收盘价 10.13 元/股，对应 0.69 倍 2025 年 PB。考虑公司区位优势，资产质量优异，及较高股息价值，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期；信贷规模扩张不及预期；资产质量出现预期外大幅波动；行业净息差大幅收窄。

（分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013）

重要公司资讯

1. **立方数科：**公司因定期报告涉嫌信息披露违法违规，被证监会立案。（资料来源：同花顺）
2. **艾艾精工：**公司股票将被实施退市风险警示，股票简称变更为*ST 艾艾。（资料来源：同花顺）
3. **葫芦娃：**公司被实施其他风险警示，股票停牌。（资料来源：同花顺）
4. **天茂集团：**公司预计无法按期披露 2024 年年报和 2025 年一季报。（资料来源：同花顺）
5. **药明康德：**公司 2025 年第一季度归母净利润 36.72 亿元，同比增长 89.06%。（资料来源：同花顺）

经济要闻

1. **中证协：**拟规范证券从业人员投资行为，防范从业人员违规买卖股票、内幕交易、利用未公开信息交易、市场操纵、利益冲突和利益输送等违法违规投资行为。（资料来源：同花顺）
2. **中国人民银行副行长邹澜：**4 月 28 日在国新办新闻发布会上表示，将根据国内外经济形势和金融市场运行情况，适时降准降息，保持流动性充

裕，发挥好货币政策工具箱总量和结构双重功能，创设新的结构性货币政策工具，围绕稳就业、稳增长的重点领域精准发力，做好金融支持。还在研究丰富政策工具箱，将适时推出增量政策，助力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。（资料来源：同花顺）

3. **国家发改委**：发布公告，关于《教育强国和就业促进（就业技能提升培训设施方向）中央预算内投资专项管理办法（征求意见稿）》公开征求意见。其中指出，对于公共实训基地建设项目，中央预算内投资采取直接投资方式，实行投资比例并投资限额管理，原则上按照东、中、西、东北地区（含根据国家相关政策享受中、西部政策的地区）分别不超过总投资（不含土地费用、市政费用，仅为工程建设投资，下同）50%、70%、80%、80%的比例进行支持。西藏自治区、南疆四地州、四省涉藏州县项目最高可在中央预算内投资限额内全额支持。享受特殊区域发展政策地区按照具体政策要求执行。省级公共实训基地项目的支持上限为1亿元，市级公共实训基地项目的支持上限为7000万元，县级公共实训基地项目的支持上限为3000万元。对改扩建项目的资金支持上限为同级别新建项目支持上限的50%。国家另有规定的，执行相关规定。对于企业实训基地建设项目，中央预算内投资采取投资补助等方式，按照支持资金不超过项目核定总投资的20%控制，单个项目支持资金原则上不超过1亿元。国家另有规定的，执行相关规定。（资料来源：同花顺）
4. **国家发展改革委副主任赵辰昕**：4月28日在国新办新闻发布会上表示，近期已经下达今年第二批消费品以旧换新资金，前两批下达资金近1600亿元，后续还要下达1400亿元左右资金，会根据各地支付进度陆续下达。（资料来源：同花顺）
5. **据财联社**，多家基金公司收到指数公司调降指数授权费的通知。调降方案分为三部分：一是下调年化基点费率。下调后，股票指数ETF、场外基金基点费率为0.024%、0.016%，债券指数ETF、场外基金基点费率均为0.008%。增强型产品基点费率为对应产品类型的八折。二是下调季度收取下限，季度收取下限超过2万元者，统一调降至2万元。三是其他类别指数（债券指数、同业存单指数、公募基金指数、多资产指数等）产品以及季度日均资产净值小于1亿元的股票指数产品，不设季度收取下限，仅根据基点费率计提的实际金额收取。此次调降前，指数使用费普遍为3个BP，调降后，指数使用费普遍打八折。（资料来源：同花顺）
6. **深圳市商务局**：4月27日发布“2025年深圳服务企业拓展国内市场支持政策要点十条”。在发展壮大支持电商平台企业方面，深圳实施电商平台营收增长奖励项目，对年营业收入达到一定规模的电子商务平台主体按照营业收入增长额的0.5%给予奖励，每家企业最高奖励300万元；对首次纳入“四上”企业库并于入库次年实现营业收入、零售额正增长的批发零售企业给予支持。深圳支持企业触网上线开店，对首次纳入限额以上网络零售统计且达到相关条件的企业给予一次性最高50万元奖励；对年度限额以上网络零售额增长达到一定规模的，按网络零售增长额的0.5%给予最高2500万元奖励。（资料来源：同花顺）
7. **市场监管总局（国家标准委）**：近日批准发布了新修订的《旅游信息咨询服务》和《旅游餐馆设施与服务要求》两项旅游服务国家标准。新版《旅游信息咨询服务》国家标准根据旅游信息咨询服务的新变化、新需求进行了修订，明确了总体要求、服务内容、服务方式、服务人员、服务设施设备、服务改进等多个方面内容，重点强化了线上服务方式、无障碍和可持续等要求。新版《旅游餐馆设施与服务要求》国家标准明确了旅游餐馆的术语和定义，并在旅游餐馆的设施、菜品、对客服务、管理制度等方面提出具体要求，重点更新了文旅融合、智能服务、绿色消费等内容。两项国家标准的发布，将进一步完善旅游服务标准体系，为旅游信息咨询、餐馆设施建设与服务提供技术指导，有助于加快优质旅游公

共服务供给。(资料来源：同花顺)

8. **商务部:**服贸司负责人介绍 2025 年一季度服务贸易发展情况。2025 年一季度,我国服务贸易较快增长,服务进出口总额 19741.8 亿元(人民币,下同),同比增长 8.7%。其中,出口 8351.5 亿元,增长 12.2%;进口 11390.3 亿元,增长 6.2%。服务贸易逆差 3038.8 亿元,比上年同期减少 244.6 亿元。主要呈现以下特点:知识密集型服务贸易保持增长。一季度,知识密集型服务进出口 7524.9 亿元,增长 2.6%。其中,其他商业服务、电信计算机和信息服务进出口规模较大,金额分别为 3204.8 亿元、2623.4 亿元,增速分别为 0.8%、4.8%。知识密集型服务出口 4363.4 亿元,增长 2.1%;知识密集型服务进口 3161.5 亿元,增长 3.4%。旅行服务出口增长最快。一季度,旅行服务继续保持高速增长,进出口达 5849 亿元,增长 21.8%,为服务贸易第一大领域。其中,出口增长 97.5%,进口增长 14.9%。(资料来源:同花顺)
9. **中国物流与采购联合会:**公布今年一季度物流运行数据。一季度,我国宏观经济延续温和复苏态势,供应链上下游恢复基础进一步巩固,物流运行开局稳中向好,需求结构持续优化。今年一季度,全国社会物流总额,即物流运行中的实物价值量总和为 91 万亿元,同比增长 5.7%,比 1—2 月份加快 0.4 个百分点。从结构看,随着新发展理念扎实推进、新发展格局加快构建,物流需求结构整体改善,新引擎拉动作用逐步显现。一季度工业品物流总额同比增长 5.9%,占社会物流总额的比重超过八成,仍是物流需求增长的主要动力。(资料来源:同花顺)
10. **国家数据局局长刘烈宏:**在第八届数字中国建设峰会开幕式上表示,当前,加快推进数字中国建设,要紧紧抓住人工智能发展带来的前所未有的机遇,推动数据要素市场化配置改革和“人工智能+”行动同频共振。为此,国家数据局将统筹做好如下三方面工作。一是持续推进高质量数据供给。加快推动数据要素与人工智能、科技创新、产业发展和赋能应用相结合,推动行业高质量数据集建设,推动数据产业高质量发展,为人工智能技术创新和产业应用提供坚实的数据基础,确保“人工智能+”行动到哪里,高质量数据集的建设和推广就到哪里。二是持续推进算力基础设施建设。系统推进全国一体化算力网建设,创新算力电力协同机制,推动算力设施一体化、集约化、绿色化发展,确保 60%以上新增算力在国家枢纽节点集聚,新建大型数据中心使用绿电占比超过 80%。三是持续推进数据流通交易。大力推进数据要素市场化价值化,细化数据产权三权分置方案,加快培育全国一体化数据市场,构建数据流通交易标准体系,细化流通交易规则,推动发布数据流通交易标准示范合同,加强数据基础设施建设和应用,推动跨主体、跨行业、跨领域数据协同复用融合新路径,不断丰富数据开发利用和开放共享的工具箱方法论,更好地助力“人工智能+”行动,扎实推动数字中国建设走深走实。(资料来源:同花顺)

每日研报**【东兴策略】总量双周报：认清形势，积极应对（20250429）**

主要观点：

宏观：外部冲击影响加大，充分备足预案。4月25日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。

经济形势：会议指出“经济呈现向好态势，社会信心持续提振”，同时指出“经济回升向好的基础还需要进一步稳固”。一季度实际GDP同比增5.4%，超出市场预期。从产业看，第二产业，特别是制造业，增速继续上行，第三产业有所回落。从需求看，一季度出口略超预期，消费平稳。从消费细分项价格看，直接受益于以旧换新补贴的消费受到明显提振，刺激消费的政策仍需时间扩散到其他商品和服务类消费。考虑到海外地缘政治特别是全球产业链的不确定性，全球经济衰退风险提升，我国出口或在二季度开始有所承压，今年经济增速目标虽与去年的GDP持平，但仍需积极的宏观政策支持。

本次政治局会议是4月2日美国关税政策落地后的首次政治局会议，会议明确了当前的国际经贸斗争状态，以及内外的应对政策原则，指出当前外部负面冲击加大，将充分备足预案。服务消费地位明显提升，科技、消费和外贸是关注重点，后续政策的响应速度可能加快。

策略：认清形势，积极应对。中央政治局会议于4月25日召开，会议分析研究当前的经济形势。会议针对当前的内外部形势，提出总的方针，坚定不移办好自己的事，当前外部国际形势不确定性增大，内部增长处于新旧动能转换时期，保持战略定力，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。在政策应对上，明确提出既定政策要加紧上市，用好用足，早出台早见效，增量政策要充分备足预案，根据形势变化及时推出。在政策目标上，提出了稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，尤其把稳就业放在首位。在货币政策上，延续了政府工作报告表述，强调了适时降准降息，新提出创新新的结构性货币政策工具，设立服务消费与养老再贷款，指向生活性服务业和养老产业。在政策重点上，促销费进一步向服务消费倾斜，大力发展服务消费，一方面继续加大服务性消费补贴，尤其在餐饮住宿旅游等方面，另一方面，增加文化、养老等新消费。会议强调加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用，设立新型政策性金融工具，财政政策持续发力。同时，对资本市场提法继续加码，首提持续稳定和活跃资本市场，对股市的重视程度增加，本次会议对资本市场形成了更加稳定的预期，以我为主，认清形势，积极应对，市场随着外部因素逐步明朗将逐步活跃。

从A股近期走势来看，市场基本消除贸易战对指数的影响，市场重新步入常态化走势，在业绩披露期即将结束的阶段，市场阶段性业绩风险释放，展望政策未来指向更加清晰，对资本市场的稳定和活跃给予较高定位，我们倾向于指数未来将会呈现出稳中有升的格局。高质量发展未来仍将是市场的主线，我们继续看好大科技的主线地位，中美博弈仍是主旋律，自主可控受消息面影响出现调整可视为布局机会。从政策角度，消费是下一步关注重点，提高中低收入者福利和生育养老等方面政策支持，服务消费为代表的政策红利将会逐步释放，重点关注生育、教育、文旅等政策扶持方向。

投资建议：中美贸易领域继续博弈可能性大，政策做好充分应对，短期市场风险偏好稳步回升，业绩风险逐步

兑现，可逐步提升仓位比例。首选人工智能、机器人为代表的大科技板块，经历了业绩兑现期之后，市场关注度有望重回行业发展层面，主题性投资热度有望恢复。其次关注消费，未来政策红利充足，重点关注商贸零售、生育、文旅以及符合新消费理念的细分赛道。再次，以券商为代表的绩优指标板块值得关注，随着指数稳中有升，绩优权重板块有望重拾升势。

债券市场：4月政治局会议促存量政策落实注重优化经济结构，更多增量对冲政策可期。会议指出“我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大”，对经济形势判断进一步明确。结合“不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面”的表述看，在前期存量政策基础上，更多增量对冲政策将在中美关税谈判落地前后出台。当前存量政策注重加快落实，调优结构。生产端注重优化新质生产力和帮扶困难企业，“培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业”，包括创新推出债券市场的“科技板”等；需求端，强调提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。

投资策略：4.2以后，债券收益率急速下行至近1.60%，反映出债市交易的核心逻辑由一季度大行负债偏紧和央行谨慎投放转向中美关税政策博弈影响下的基本面现实影响和国内政策对冲下的货币宽松预期。整体来看，外需的压力与不确定性、叠加国内基本面的基础仍不牢靠。一季度基本面弱修复态势在二季度或遇到挑战，使得二季度国内的对冲政策有望进一步发力。

短期来看，当前实际基本面影响仍有待于贸易谈判的落地与政策对冲效果的确认。而当前债券收益率已隐含一定降息预期，10Y国债收益率距离前低（1.6%左右）并不远，降息落地或带来利率回调。中期维度，我们继续维持债券收益率震荡下行的观点，主要是在地产、人口等结构性问题尚难根本性解决；叠加关税政策博弈推动央行态度重回呵护，后续货币政策易松难紧；从机构行为来看，国有大行资本补充到位，年内银行体系资产负债两端矛盾将逐步缓解。资金面、基本面对债市仍偏利好。

策略上，目前债市赔率空间相对有限，建议10Y国债在1.60%-1.75%区间波段交易；品种上，建议选择高流动性的10Y活跃券。

银行：一季度业绩韧性强，关注板块高股息配置价值。近两周（2025.4.14-2025.4.25），在外部扰动下市场风险偏好回落，市场风格倾向防御、红利资产，且作为宽基指数权重股，银行持续获得ETF资金增配，银行指数相对跑赢。申万银行指数+3.62%，跑赢沪深300指数2.65pct。截至4月25日，银行板块PB估值为0.68x，处于2015年以来36.1%的分位数水平。个股方面，部分业绩超预期银行涨幅靠前，包括青岛银行、渝农商行、重庆银行等；另外，部分国有大行前期回调后股息率吸引力凸显，吸引长期资金配置、涨幅靠前并创新高。

银行经营层面来看，一季度银行业绩韧性强。（1）量：一季度信贷规模增长平稳，信贷实现同比多增，好于市场年初预期；部分优质区域性银行保持较快扩表，对公贷款仍是主要支撑。（2）价：在一季度信贷集中重定价影响下，净息差继续承压；但存款成本持续改善形成一定对冲，部分银行息差降幅收窄或企稳，预计银行整体净利息收入延续负增长、部分量价表现优异的银行率先转正。（3）非息：随着降费带来的基数效应消退，一季度中收降幅有望继续收窄，部分银行中收增速已经回正。另外，在债市调整及较高基数下，其他非息收入有压力，交易盘公允价值净亏损，但考虑2024年四季度银行积累较多其他综合收益浮盈，或在一季度部分兑现、对冲营收压力。（4）质：银行整体资产质量保持平稳，零售风险预计仍在上行但斜率放缓，拨备有望继续释放反哺利润。信贷需求相对旺盛、扩表能力强，资产质量处于改善周期，拨备厚实的优质城商行利润增速有望继

续领跑。

投资建议：基本面韧性+中长线资金，推动板块配置价值增强。展望全年，银行资产规模增长有望保持平稳，净息差降幅有望收窄，房地产、经营贷等重点领域风险预期改善，预计银行盈利有望保持平稳。中期来看，在利率中枢下行趋势下，低利率、资产荒矛盾依然存在，看好银行高股息的配置价值。资金层面，政策持续鼓励中长线资金入市，预计未来保险资金、ETF 被动资金将延续稳定增长，有助于支撑银行估值。我们建议关注两条投资主线：（1）中长期资金入市、指数化投资推动银行配置价值增强。在利率中枢下行趋势下，高股息标的配置价值增强。（2）逆周期调节政策成效逐步显现之下，银行个股基本面预期改善带来估值进一步修复，建议关注有业绩释放空间的优质区域行。

地产：新房销售当月同比转负，二手房成交增速回落。46城新房年内累计销售面积(1/1-04/26)同比增速为6.1%，前值(1/1-04/19)为5.6%。当月累计销售面积同比增速为-8.1%，上个月整月为13.7%。23城二手房年内累计销售面积(1/1-04/26)同比增速为22.1%，前值(1/1-04/19)为27.9%。当月累计销售面积同比增速为7.8%，上个月整月为71.9%。21城新房及二手房年内累计销售面积(1/1-04/26)同比增速为1.1%，前值(1/1-04/19)为10.6%。当月累计销售面积同比增速为-7.1%，上个月整月为54.1%。

中共中央政治局4月25日召开会议，我们认为，本次政策会议提出了持续化解行业风险，以城中村改造为核心抓手，以高品质住房为发展方向的基调。政策短期聚焦行业流动性修复和城中村改造发力，长期推动行业向高质量发展转型。

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

证券：近两周权益市场交易活跃度企稳回升，其中沪深京三市成交额自4月18日的0.95万亿回升至4月25日的1.14万亿；两融余额亦企稳于1.8万亿。美国加征关税对全球贸易产生不可估量的风险，国内多行业受到直接或间接影响，或令上市公司盈利承压。但从国内政策层面看仍旧是“以我为主”的主基调，中共中央政治局4月25日召开会议分析研究当前经济形势和经济工作时表示，将“持续稳定和活跃资本市场”、“创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具”，继续明确维护资本市场稳定的政策目标。我们认为，基于未来积极的政策预期，证券行业业绩受到资本市场波动的影响亦有望得到缓解。同时，伴随着国家对于科技创新的日益重视，证券行业有望持续受益于科技企业全方位的成长，多项业务增量空间打开。多家券商陆续接入DeepSeek等AI模型，或意味着券商金融科技投入进入新阶段，更多创新业态有望加速形成，行业ROE提升空间打开。其中，头部券商的资本优势和平台优势在业务和AI高度对接的时代有望更为充分的体现。建议持续关注头部券商和行业ETF的投资价值。

保险：考虑到2024年负债投资两端的较高基数，2025年保险公司的业绩增速和价值增速大概率较2024年收窄。险企负债端和宏观经济及居民可支配收入增速有较高的正向相关性，亦会受到居民大类资产配置结构的影响，相较之下，投资端方面的催化更为直接和迅速。我们认为，随着权益市场的逐步回暖，叠加险资对高成长优质企业的投资力度加大，权益及股权投资收益率有望持续提升，进而平抑固定收益市场调整对投资端的影响，险企长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到缓解。同时，险企通过举牌高股息上市公司等方式，有望有效降低投资端收益率波动，推动自身核心价值指标稳健增长。建议持续重点关注上市头部险企的投资价值。

风险提示：经济数据大幅低于预期，外部环境恶化。

(分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572 分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911 分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013 分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043)

【东兴】五月金股汇（20250428）

以下汇总东兴证券行业组 5 月推荐标的及简要推荐理由：

贵州茅台（600519.SH）：24 年顺利收官，看好 25 年公司经营稳定增长

泡泡玛特（09992.HK）：25Q1 高速增长，欧美地区增速靓丽

珀莱雅（603605.SH）：龙头地位持续巩固，享国潮崛起之风

西部矿业（601168.SH）：矿选冶项目持续优化，冶炼端利润有望修复

川环科技（300547.SZ）：业绩符合预期，服务器、储能等业务有望催生增长新势能

中广核技（000881.SZ）：非动力核技术龙头迈向高端

兴森科技（002436.SZ）：深耕 PCB 行业，受益于 AI+国产替代双轮驱动

中科创达（300496.SZ）：业绩持续改善，端侧智能逐步构筑新增长极

风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，政策变化超预期。

(分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041 分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142 分析师：任天辉 执业编码：S1480523020001 电话：010-66554037 分析师：刘航 执业编码：S1480522060001 电话：021-25102913 分析师：张永嘉 执业编码：S1480523070001 电话：010-66554016)

【东兴化工】华峰化学（002064.SZ）：一季度业绩承压，增强一体化优势（20250429）

华峰化学发布 2025 年 1 季报：公司 1 季度实现营业收入 63.14 亿元，YoY-5.15%，归母净利润 5.04 亿元，YoY-26.21%。

产品价格下滑致业绩短期承压。从收入端看，氨纶、己二酸市场价格同比下滑，造成公司营收小幅下滑。但氨纶市场价格自 2025 年以来有所回升，预计氨纶企业经营压力将有所缓和。从利润端看，受到产品价格下滑的影响，1 季度公司综合毛利率同比下降 2.66 个百分点至 13.47%，拖累净利润增长。

产能持续扩张，强化规模优势。公司深耕聚氨酯行业多年，主要产品规模较大，其中氨纶产能与产量均位居全球第二、中国第一，聚氨酯原液和己二酸产量均为全国第一，拥有较强的规模优势。根据公司 2024 年年报数据，公司氨纶产能 32.5 万吨，目前仍有 15 万吨产能在建；己二酸产能 135.5 万吨；聚氨酯原液产能 52 万吨。2024 年公司氨纶产能利用率高达 109.98%、己二酸产能利用率达到 94.96%，均保持在较高水平。未来，随着在建氨纶等项目的顺利推进，预计公司有望进一步提升规模优势。

投建上游原料项目，增强产业链一体化成本优势。公司在建年产 110 万吨天然气一体化项目（一期）和年产 24 万吨 PTMEG 氨纶产业链深化项目，布局氨纶上游原料，有望增强公司氨纶的成本优势。

公司盈利预测及投资评级：公司是氨纶、己二酸和聚氨酯原液的龙头企业，规模、技术、成本优势明显，未来将继续深耕行业，强化规模优势。我们维持公司 2025~2027 年盈利预测，2025~2027 年净利润分别为 21.33、24.03 和 26.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.43、0.48 和 0.54 元，当前股价对应 P/E 值分别为 16、14 和 12 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品价格下滑；行业新增产能投放过快；行业需求下滑。

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

【东兴化工】华鲁恒升（600426.SH）：一季度业绩承压，项目建设持续推进（20250429）

华鲁恒升发布 2025 年 1 季报：公司 1 季度实现营业收入 77.72 亿元，YoY-2.59%，实现归母净利润 7.07 亿元，YoY-33.65%。

产品价格下滑，拖累公司整体收入增长。2025 年 1 季度，公司主要产品尿素、异辛醇、尼龙 6、己二酸、己内酰胺、醋酸、碳酸二甲酯等价格同比均有所下滑。公司新能源新材料相关产品销量同比增长 23%，营收同比下滑 1%；化学肥料销量同比增长 37%，营收同比增长 5%；有机胺系列产品销量同比下滑 1%，营收同比下滑 9%；醋酸及衍生品销量同比下滑 8%，营收同比下滑 16%。从利润端看，受到产品价格下滑的不利影响，公司 1 季度综合毛利率同比下滑 5.54 个百分点至 16.35%，拖累净利润增长。

持续推进新项目建设，为公司后续发展提供新动能。公司统筹存量优化和增量升级，积极推进项目建设。2024 年内，公司蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目、尼龙 66 高端新材料项目己二酸装置相继投产，实现公司产品扩能增产。目前，公司酰胺原料优化升级项目、20 万吨/年二元酸项目、BDO 和 NMP 一体化项目及其它技改在建项目如期推进，为公司后继发展提供新动能。

公司盈利预测及投资评级：公司充分发挥“一头多线”循环经济柔性多联产的优势，不断提升降本增效能力，同时未来新产品相继落地，提升公司盈利能力。我们维持公司 2025~2027 年盈利预测，2025~2027 年净利润

分别为 40.08、45.87 和 53.51 亿元，对应 EPS 分别为 1.89、2.16 和 2.52 元，当前股价对应 P/E 值分别为 11、9 和 8 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：项目建设进度不及预期；原材料和产品价格大幅波动；下游需求不及预期。

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

【东兴化工】国瓷材料（300285.SZ）：一季度业绩稳步增长，重点板块发展空间大（20250429）

国瓷材料发布 2025 年 1 季报：公司 1 季度实现营业收入 9.75 亿元，YoY+17.94%，归母净利润 1.36 亿元，YoY+1.80%。

核心业务稳健发展。①电子材料板块：强化 MLCC 介质粉体车规、AI 等领域应用拓展，电子浆料保持高增长；②催化材料板块：持续推进国产替代，天然气、非道路等领域份额提升；③生物医疗材料板块：强化高端齿科粉体开发及推广力度，持续满足市场需求；④新能源材料板块：隔膜涂覆材料原材料上涨，导致阶段性盈利承压；⑤精密陶瓷板块：新能源汽车用陶瓷球高速增长，市场开拓进展积极；国瓷赛创基于新材料平台新产品开发提速，部分产品已进入批量销售阶段；⑥陶瓷墨水：受益于新产品逐步释放业绩，营收压力得到部分缓解。从利润端看：公司 2025 年 1 季度综合毛利率同比下降 2.05 个百分点至 39.67%，拖累净利润增速。

重点板块发展前景较好。①电子材料板块：MLCC 介质粉体延续复苏趋势，MLCC 用电子浆料业务市场开拓顺利，已配合客户成功开发并量产了多种规格型号的高容浆料、车规级专用浆料、射频专用浆料等产品。②催化材料板块：公司成功突破超薄壁、低热膨胀载体技术壁垒，可以满足国六、欧六的商用车、乘用车全场景应用需求，并配合客户完成国七、欧七标准产品储备。③生物医疗板块：公司加强快速烧结、分层渐变、荧光等新品的研发投入，其中部分新品已在客户端逐步应用。④新能源材料板块：公司以高纯氧化铝、勃姆石为战略支点卡位新能源赛道，陆续推出多款锂电池正极添加剂的核心辅材，成功将滴定法氧化锆微珠的应用延伸至正负极研磨领域。⑤精密陶瓷板块：公司将围绕氮化铝、氮化硅、高纯氧化铝等核心材料打造综合性的陶瓷基板产业平台，持续推进国内陶瓷基板的进口替代进程和产业链的国产自主可控。未来，我们认为公司重点业务板块市场前景较好，公司产品销售有望持续提升。

公司盈利预测及投资评级：国瓷材料目前已成长为陶瓷材料行业的平台型公司，目前已形成包括电子材料、催化材料、生物医疗材料、新能源材料、精密陶瓷和数码打印及其他材料在内的六大业务板块，产品的市场容量和行业天花板逐渐打开，市场竞争力不断增强。我们维持公司 2025~2027 年盈利预测，2025~2027 年净利润分别为 7.44、8.24 和 9.25 亿元，对应 EPS 分别为 0.75、0.83 和 0.93 元，当前股价对应 P/E 值分别为 22、20 和 18 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：原料价格大幅波动；新产品推广不及预期；下游需求不及预期。

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

【东兴化工】新洋丰（000902.SZ）：一季度销量强劲增长，毛利率仍存修复空间（20250429）

新丰发布 2025 年 1 季报：公司 1 季度实现营业收入 46.68 亿元，YoY+39.98%，归母净利润 5.15 亿元，YoY+49.61%。

复合肥销量增长强劲，推动 1 季度业绩大幅增长。从销售端看，今年 1 季度，公司复合肥销量同比增长 35% 左右，新型肥销量增速更高，是公司有史以来同期最高的销量，为全年实现销售目标打下了很好的基础。从利润端看，公司 1 季度综合毛利率同比提升 0.19 个百分点至 18.17%，带动净利润增长。

复合肥毛利率仍有继续修复的空间。2023 年 7 月份开始原料单质肥价格结束单边下跌，行业会回到正轨，但完全修复仍需要时间。公司复合肥和新型肥的毛利率在 2023 年和 2024 年连续两年提升，但目前对比历史水平仍偏低，未来仍存在提升空间。

新型肥料快速增长，带动公司产品结构持续优化升级。近年来，公司着力开拓新型肥料市场，大力推进产品创新战略，针对新型肥料的研发、技术推广和市场营销分别打造了高效的研发团队、技术服务团队和市场营销团队。新型肥料销量由 2018 年的 54.85 万吨增长至 2024 年的 138.00 万吨，6 年时间增长了 151.60%，年复合增长率达 16.63%。新型肥料占复合肥整体销量的比例从 2018 年的 16.56% 提升至 2024 年的 31.67%，新型肥料实现的收入占复合肥整体销售收入的比例从 2018 年的 19.65% 提升至 2024 年的 38.18%。新型肥料占比的大幅提升，也带动了复合肥整体毛利率的逐步提升。

持续完善产业链一体化布局。借复合肥业务强劲且稳定的现金流入，公司近几年加大了资本开支力度，主要包括磷酸铁及其上游配套项目、上游磷化工、收购集团的磷矿等。这些新产能的投入，有助于进一步强化公司的产业链一体化优势，也将拓展新的产品种类，拓宽公司的成长空间。

公司盈利预测及投资评级：公司是国内磷复肥行业龙头企业，凭借多年打造的一体化成本优势、渠道客户黏性和产品自主创新，构筑了稳固的经营护城河，近年来复合肥销量连续稳定增长；同时公司布局精细磷化工产业，打开长期发展空间。我们维持公司 2025~2027 年盈利预测，2025~2027 年净利润分别为 14.70、16.81 和 19.08 亿元，对应 EPS 分别为 1.15、1.31 和 1.49 元，当前股价对应 P/E 值分别为 12、10 和 9 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：原料单质肥价格大幅波动；下游农产品价格大幅波动；新建产能投放进度不及预期。

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

【东兴汽车和汽车零部件】中原内配 (002448.SZ)：费用管控能力持续提升，利润端受商誉减值影响——2024 年年报及 2025 年一季报点评 (20250429)

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。24 年全年公司实现营收 33.10 亿元，同比+15.6%；归母净利润 2.04 亿元，同比-34.4%。25Q1 公司实现营收 9.50 亿元，同比+13.8%；归母净利润 1.11 亿元，同比+25.9%。

点评：

毛利率受业务结构变化波动，各项费用管控能力持续提升。公司 24 全年/25Q1 毛利率 25.7%/27.8%，同比 -0.5pct/+1.5pct，公司毛利率波动主要受国内与海外业务占比变化影响，24 年公司海外业务受海外经济下行影响，营收同比-8%，国内业务同比+49%，海外业务占比-5.7pct，国外业务毛利率近年来维持 36%+而国内业务维持 24~25%，海外业务占比下降导致公司毛利率略有波动下降。费用端方面，公司 24 全年/25Q1 期间费用率 14.5%/12.6%，同比-0.6pct/-2.0pct，连续 5 年维持下降趋势，费用管控能力持续提升。

利润端受商誉减值影响，海外基地加速建设。24 年由于美国当前关税政策不确定性较大，公司基于审慎性原则对收购在美全资孙公司 IncodelHoldingLLC 时形成的商誉计提 1.20 亿元减值准备，对公司全年利润存在较大冲击，24 年公司实现归母净利率 6.2%，同比-4.7pct。据我们测算，剔除商誉减值以及其对所得税的影响，公司 24 年归母净利润同比约实现 10%增长。针对海外业务布局，公司计划未来将相关产品的生产地逐步转移至泰国，目前正加速推进其位于泰国的年产 700 万只气缸套生产基地的产线建设工作。

客户合作稳定，新业务拓展进行时。公司在气缸套、活塞产品方面与潍柴、玉柴、重汽、康明斯与卡特彼勒等国内外行业头部客户维持稳定合作关系，电控执行器产品进入盖瑞特、博格华纳与博马科技等国际主流涡轮增压器供应商体系，24 年公司气缸套与电控执行器销量同比+17%/+23%。新业务方面，24 年为恒久制动并表第一个完整财年，全年恒久制动实现营收 4.73 亿元，实现净利润 3373.51 万元，净利率 7.1%，双金属复合制动鼓销量达 90 万只，同比实现 487%的大幅增长。同时公司坚持“汽车发动机及车身零部件”和“氢能源动力系统及零部件”双线并行的发展路线，继续推进氢能等新业务发展，24 年内与 GKN 氢能事业部在固态储氢系统方面达成深度战略合作。此外，在数据中心备用电源环节，公司积极应对市场变化，通过下游优质客户资源，继续抢占大缸径柴油发电机组市场。

盈利预测及投资评级：公司传统主业具备长期稳定发展的基础，有望贡献稳定收益，新业务制动系统持续发力，氢能业务仍具潜力，我们看好公司发展前景。预计公司 2025~2027 年有望实现营收 37.60/42.44/47.84 亿元，同比+13.6%/+12.9%/+12.7%，实现归母净利 3.77/4.33/4.90 亿元，同比+84.7%/+14.8%/+13.3%，对应 EPS0.64/0.74/0.83 元，当前股价对应 PE12x/10x/9x，维持“推荐”评级。

风险提示：汽车等行业终端需求不及预期、能源与原材料价格上涨超预期、海外政策影响超预期等风险。

（分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142 分析师：吴征洋 执业编码：S1480525020001 电话：010-66554045 研究助理：曹泽宇 执业编码：S1480124040003 电话：17512502830）

【东兴食品饮料】千味央厨（001215.SZ）：短期承压，新兴渠道为亮点（20250429）

事件：公司 2024 年实现营收 18.68 亿元，同比-1.71%；归母净利润 0.84 亿元，同比-37.67%，扣非归母净利润 0.83 亿元，同比-32.57%。公司股权激励对净利润的影响金额为 1676.91 万元，不考虑股权激励的影响，公司 2024 年归母净利润为 1.00 亿元，同比下降 31.99%。25 年 Q1 公司实现营业总收入 4.70 亿元，同比+1.50%；实现归母净利润 0.21 亿元，同比-37.98%，扣非归母净利润 0.21 亿元，同比-37.71%。

新渠道带动直营增长，经销渠道竞争压力依然较大。24 年公司直营/经销渠道营收分别为 8.09/10.51 亿元，分

别同比+4.34%/-6.04%。因 23 年基数较高，24 年餐饮环境较疲软，公司对第一大客户及第二大客户销售有所下滑，但公司通过拓展调改商超、新兴渠道等大客户，直营渠道依然获得小幅增长。24 年公司大客户数量为 173 家，同比增加 8.81%。小 B 渠道（经销）相对来说抗风险能力较弱，同比有所下滑。公司持续推进市场部、行销部的人员建设，进一步发展经销商，经销商数量同比+26.74%，达到 1953 家，为来年的增长奠定了良好的基础，我们预计今年公司经销业务增长较为平稳。

部分传统大单品销售有所下降，预制菜稳健增长。2024 年公司油炸类产品营收 7.67 亿元，同比-11.87%，烘焙类营收 3.40 亿元，同比-4.28%。公司油炸类核心单品主食油条、芝麻球、春卷以及烘焙类单品蛋挞皮均有所下滑。蒸煮类营收 3.93 亿元，同比+5.41%，主因公司咸包产品增幅较大，同时子公司味宝食品自 2023 年 4 月起纳入公司合并报表范围。菜肴类及其他营业收入为 3.60 亿元，同比增长 21.84%。菜肴类高增长主要由预制菜带动，下游餐饮企业对预制菜需求增加。我们认为，尽管烘焙产品短暂下滑，但烘焙和预制菜在商超调改以及新兴渠道中均为重点培育产品，我们依旧看好烘焙及预制菜的发展。

毛利率及费用率均有所承压。2024/25Q1，公司毛利率分别为 23.66%/24.42%，分别同比-0.04/-1.03pct。24 年公司销售费用率同比+0.72pct 至 5.40%，由于竞争激烈，公司增加了销售市场的人员投入，持续推行厂商联合项目制服务模式，协助经销商拓展当地的各类渠道用户，开拓网点，致销售费用率提升。24 年管理费用率提升 1.23pct 至 9.66%。25Q1 公司销售/管理费用率分别同比+2.12/+0.39 至 8.01%/8.74%。由于行业竞争并未明显好转，若直营占比提升，且部分商超逐步采用低毛利率和低费用策略，我们推测未来公司毛利率存在下降压力，费用率的提升有望缓解。

盈利预测及投资评级：短期来看，虽然新渠道的客户获取有望平抑收入的波动，但行业竞争依然较激烈，公司对前几大客户增长存在压力，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 年净利润分别为 0.93、1.04 和 1.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.95、1.07 和 1.16 元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 值分别为 28、25 和 23 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：消费能力及消费需求下降，餐饮业复苏不及预期；前三大客户的经营风险间接影响公司对大客户销售额；食品安全风险等。

（分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041 分析师：王洁婷 执业编码：S1480520070003 电话：021-25102900）

【东兴金属及金属新材料】宝武镁业(002182.SZ)：镁铝合金有效放量，行业成长共振或增厚利润(20250429)

事件：公司发布 2024 年年度报告及 2025 年一季度报告。公司 2024 年实现营业收入 89.83 亿元，同比增长 17.39%；实现归母净利润 1.6 亿元，同比减少 47.91%；实现基本每股收益 0.16 元/股，同比减少 50.93%。至 2025 年 Q1，公司年内实现营业收入 20.33 亿元，同比增长 9.08%；实现归母净利润 0.28 亿元，同比减少 53.58%。镁铝合金产品持续放量，降本增效有效进行，推动公司业绩增长，但镁价低迷叠加期间费用提升使公司利润端承压。

镁铝合金产品持续放量，铝板块盈利能力提升。2024 年公司镁铝合金及深加工产品产销量双增长，其中产量+27.81%至 46 万吨，销量+23.54%至 45 万吨，产销率达 98%。从产能观察，公司现有镁合金产能 20 万吨，

铝合金产能 15 万吨，2024 年公司于安徽宝镁建成 30 万吨镁合金产能，目前产能持续爬坡中，其完全达产后将使公司镁合金产能+150%至 50 万吨。公司新建产能的投产或帮助公司业绩弹性持续释放。从公司主营构成观察，2024 年公司铝板块结构进一步优化，铝合金深加工产品实现营收+66.78%至 30.57 亿元，主营占比由 23 年的 13.9%提升至 34%。而铝合金材料占比主动削减，24 年实现营收-15.07%至 8.93 亿元，营收占比由 23 年的 13.74%降至 9.94%。铝合金深加工产品毛利率由 23 年的 10.27%提升至 11.28%，铝合金产品毛利率由 23 年的 6.29%升至 11.23%，铝合金板块整体盈利能力大幅提升。由于公司原镁自给率较高，镁价低迷对公司镁板块业绩影响较大，公司 24 年镁合金产品营收-4.09%至 24.25 亿元，压铸件营收-3.78%至 10.15 亿元，镁合金产品毛利-39.09%至 2.78 亿元，压铸件毛利-25.91%至 0.97 亿元。此外，子公司云信铝业于 2024 年完成 10 万吨铝中间合金产能技改升级（包含 3.5 万吨铝钛硼、1.5 万吨铝丝和 5 万吨其他铝合金材料），预计满产后可实现年销售收入 17 亿元。24 年公司中间合金营收+63.06%至 10.98 亿元，毛利+102.07%至 0.44 亿元。综合观察，受益于各板块的产销量增长与降本增效有效进行，公司 24 年毛利润同比+2.18%至 10.51 亿元。

公司加大研发投入，带动镁合金下游应用有效发展。公司持续加大研发投入，研发费用由 21 年的 3.09 亿元增至 24 年的 4.55 亿元，占营收比例由 21 年的 3.8%增至 24 年的 5.1%，公司客户优势及技术优势不断夯实，镁下游应用得到有效推广及发展。汽车轻量化方面，公司与塞力斯合作取得重大突破。2025 年 4 月 23 日，塞力斯联合重庆大学、宝武镁业、北京科技大学共同研发面向量产的全球最大一体化压铸镁合金后车体正式发布，该组件或推动镁合金的单车应用由现在的 20kg 级升至 50kg+级别，且未来将通过更多技术突破向 100kg+、200kg+应用迈进。2024 年全球汽车行业镁需求量为 38.5 万吨，占镁合金消费需求比例达到 70%，新能源汽车的单位用镁增长将有效推动镁需求提升。机器人方面，2024 年 12 月 20 日，在 2024 年世界智能制造大会上，公司与埃斯顿发布了镁合金机器人新品“ER4-550-MI”，相较铝合金版本减重 11%，节拍速度提升 5%，能耗降低 10%。此外，公司在镁合金下游行业全面布局，与汽车轻量化、建筑模版、机器人、低空经济、固态储氢、消费电子等多重领域的头部产商均有开展合作。

期间费用增长利润承压。从成本方面观察，2024 年产品销量增长推动销售费用同比增长 38.11%至 0.28 亿元；由于借款利息支出增加，本期财务费用同比增长 8.14%至 1.07 亿元；由于公司目前处于投产期，产能的提升推动公司人工成本增长，使本期管理费用同比增长 24.32%至 2.11 亿元；此外，公司持续深入研发，加强镁下游应用研究与冶炼技术升级，本期研发费用同比增长 29.19%至 4.55 亿元。公司期间费用增长导致归母净利润承压下行，同比减少 47.91%至 1.6 亿元。叠加镁价受损，公司销售毛利率由 23 年的 13.44%降至 23 年的 11.70%，销售净利率由 23 年的 4.66%降至 24 年的 1.76%。公司 2024 年 ROE 同比下降 54.8%至 3.01，盈利能力有所弱化。另一方面，受产能持续增长，营收规模上升及相应营运资金占用增加影响，公司经营活动产生的现金流量净额同比下降 96.99%至 0.11 亿元。同期公司资产负债率由 23 年的 47.40%升至 24 年的 54.5%。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 109.16 亿元、143.98 亿元、158.64 亿元；归母净利润分别为 4.52 亿元、7.86 亿元和 9.05 亿元；EPS 分别为 0.46 元、0.79 元和 0.91 元，对应 PE 分别为 26.84、15.46 和 13.41，维持“推荐”评级。

风险提示：全球矿山资本开支计划不及预期；项目国政治风险；客户集中度偏高风险；应收账款风险；公司矿端项目产出不及预期。

（分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 研究助理：闵泓朴 执业编码：S1480124060003 电话：021-65462553）

【东兴银行】齐鲁银行 (601665.SH): 业绩保持高增, 资产质量改善——2024 年年报及 2025 一季报点评 (20250428)

事件: 4 月 25 日, 齐鲁银行公布 2024 年年报及 2025 年一季报。2024 年、1Q25 营收同比增速分别为+4.6%、+4.7%; 归母净利润同比增速分别为+17.8%、16.5%。一季度末不良贷款率 1.17%、环比下降 2bp; 拨备覆盖率 324.1%、环比提高 1.68pct。

点评:

1Q25 规模支撑营收平稳增长, 拨备反哺净利润保持双位数增长。1Q25 齐鲁银行营收同比+4.7%, 增速环比 2024 年提升 0.1pct。主要是净利息收入实现较快增长 (yoy+7.9%), 一季度规模保持较快增长, 净息差降幅收窄、拖累减小。非息收入方面, 手续费及佣金净收入保持正增长 (yoy+8.6%), 占营收比重提升至 12.2%。在一季度债市波动下, 其他非息收入贡献减弱 (yoy-14%), 其中公允价值变动损失 2.61 亿, 投资收益 5.83 亿形成一定对冲; 另外, 其他综合收益较 24 年末下降 12.8 亿。在营收平稳增长和资产质量改善下, 拨备持续反哺利润实现双位数增长, 1Q25 净利润同比+16.5%, 增速环比放缓 1.3pct。分红方面, 2024 年公司提高分红比例 0.89pct 至 27.62%, 测算现价 (2025 年 4 月 25 日收盘) 对应 2024 年股息率为 4.22%。

信贷保持较快投放, 对公为主要支撑。2024 年齐鲁银行新设菏泽、淄博两家分行, 省内异地分支机构数量进一步增加, 推动信贷保持高增长。24 年、1Q25 齐鲁银行贷款同比增速分别为+12.6%、+12.3%, 保持高增、处于上市银行前列。从细分贷款来看, 对公贷款仍是主要支撑, 24 年、1Q25 齐鲁银行对公贷款同比增速分别为 15.5%、18.1%, 24 全年对公贷款投向前三的行业分别是基建类、批发零售业、建筑业, 分别占全年新增贷款的 44.8%、15.8%、15.1%。24 年、1Q25 零售贷款同比增速分别为+3.2%、-2.3%, 零售需求偏弱。

负债成本下降, 息差降幅收窄。齐鲁银行 2024 年净息差为 1.51%, 同比下降 23bp, 较 1H24 下降 3bp, 降幅明显收窄。其中, 生息资产收益率、计息负债付息率同比分别下降 34bp、12bp。预计随着存款逐步到期续作, 近两年存款挂牌利率下调红利将持续释放推动负债成本进一步改善, 息差降幅有望收窄。

资产质量整体延续改善趋势, 零售风险有所上行。1Q25 齐鲁银行不良贷款率 1.17%, 环比下降 2bp; 关注贷款占比 1.03%, 环比下降 4bp, 近三年不良、关注率呈持续下降趋势。24 年逾期贷款占比 0.98%, 逾期 90 天以上贷款/不良贷款为 56.7%; 第三阶段贷款占比等于不良率, 反映不良确认审慎。从不良核销处置和生成情况来看, 全年核销不良贷款 16.8 亿, 同比基本持平; 加回核销转出后的不良净生成率为 0.63%, 同比下降 18bp, 不良生成相较同业处于较低水平。拨备安全垫持续夯实, 1Q25 拨备覆盖率 324.1%, 环比提高 1.7pct。

从细分行业资产质量来看, 对公主要行业不良率保持平稳, 零售不良率有所上升。24 年末对公贷款不良率 0.95%, 较 1H24 下降 31bp; 其中基建、制造业、批发零售业等主要行业不良率均有所下降, 房地产不良率上升主要是受个别客户下迁不良的影响, 房地产行业贷款占比较低 (1.08%) 不良波动对整体资产质量影响较小。零售贷款不良率较年中上升 68bp 至 2%, 属于行业共性, 后续趋势仍需关注居民资产负债表修复进程。

投资建议: 深耕经济大省, 高扩表、资产质量改善、业绩释放具有潜力。齐鲁银行一季度业绩延续高增长。展望全年, 公司高速扩表有支撑, 净息差降幅有望收窄, 资产质量处于改善周期、信用成本有下降空间, 以上三

点有望支撑公司盈利保持高增。预计齐鲁银行 2025-2027 年归母净利润同比增速分别为 16.9%、15.2%、14.9%，BVPS 分别为 9.45、10.80、12.36 元/股。2025 年 4 月 25 日收盘价为 6.3 元/股，对应 2025 年 PB 为 0.67 倍。考虑到齐鲁银行扩表速度快、资产质量持续改善、盈利能力稳步提升，具有较好成长性，维持“推荐”评级。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期；信贷规模扩张不及预期；资产质量出现预期外大幅波动；行业净息差大幅收窄。

（分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013）

【东兴化工】万润股份（002643.SZ）：业绩短期承压，新品布局拓展空间（20250428）

万润股份发布 2024 年年报：公司 2024 年实现营业收入 36.93 亿元，YoY-14.22%，归母净利润 2.46 亿元，YoY-67.72%。

公司业绩短期承压。①功能性材料板块：2024 年营收同比下滑 10.30%至 30.19 亿元，公司沸石系列环保材料受到部分地区市场需求下降影响导致销量减少，但公司仍保持全球领先的柴油车用沸石系列环保材料供应商地位。②生命科学与医药产品板块：2024 年营收同比下滑 28.65%至 6.29 亿元，主因部分 2023 年阶段性需求的客户定制医药中间体产品需求变化，对公司医药产品业务产生相应影响。从利润端看，2024 年公司综合毛利率同比下滑 2.68 个百分点至 39.81%，拖累公司净利润水平。

2025 年 1 季度业绩环比扭亏。公司同时发布 2025 年 1 季报。公司 2025 年 1 季度实现营业收入 8.61 亿元，YoY-8.17%，归母净利润 0.80 亿元，YoY-18.76%，环比 2024 年第 4 季度扭亏。2025 年 1 季度公司毛利率为 35.57%，同比下滑 4 个百分点、环比下滑 1.42 个百分点；公司净利率为 12.59%，同比下滑 1.64 个百分点，但较 2024 年报整体水平改善 2.21 个百分点。

OLED 业务发展良好。子公司三月科技目前已有多个自主知识产权的 OLED 成品材料通过多家下游客户验证并实现供应；子公司九目化学的 OLED 升华前材料业务继续保持业内领先供应商地位。三月科技于 2023 年启动的“综合技术研发中心暨新型光电材料高端生产基地项目”以及九目化学于 2023 年启动的“九目化学生产基地 A04 项目”、于 2024 年启动的“九目化学生产基地 A05 项目”，均处于积极推进阶段。

丰富新产品，拓展新增长点。近年来，公司积极布局聚酰亚胺材料、半导体制造材料等其他电子信息材料领域，持续丰富公司产品线。目前，包括 PEI、TPI、PI-5218 在内的产品均已实现销售。此外，公司还在开发聚醚醚酮（PEEK）及高温尼龙（PA46）等产品的研发工作，目前处于前期阶段。随着公司各类高端材料的持续推进，公司发展空间有望打开。

公司盈利预测及投资评级：公司依托在化学合成领域的科技创新与技术积累及延伸，通过持续的研发和技术创新，目前公司在液晶材料、OLED 材料、沸石材料等多个领域已取得了业内领先地位，这些核心业务发展较为稳定，并有较好的发展前景。未来，公司将继续做大做强现有优势产品，并积极布局更多新材料领域（如聚酰亚胺材料、半导体制造材料等），从而实现长远发展。基于公司 2024 年年报，我们相应调整公司 2025-2027

年盈利预测。我们预测公司 2025~2027 年净利润分别为 3.56、4.04 和 4.62 亿元，对应 EPS 分别为 0.38、0.43 和 0.50 元，当前股价对应 P/E 值分别为 28、24 和 21 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：客户订单下滑，市场开拓进度不及预期，产能建设进度不及预期。

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

【东兴金属及金属新材料】金诚信（603979.SH）：矿产品产量爆发式增长，资源弹性仍在提升（20250428）

事件：公司发布 2024 年年度报告及 2025 年一季度报告。公司 2024 年实现营业收入 99.42 亿元，同比增长 34.37%；实现归母净利润 15.84 亿元，同比增长 53.59%；实现基本每股收益 2.57 元/股，同比增长 50.29%。至 2025 年 Q1，公司业绩持续攀高，年内实现营业收入 28.11 亿元，同比增长 42.49%；实现归母净利润 4.22 亿元，同比增长 54.10%。矿山服务业务稳中有进，矿山资源开发业务持续爆发式扩张，公司业务规模与盈利能力已进入加速成长期。

矿山服务业务稳中有进。2024 年公司实现矿服业务收入 65.44 亿元（同比减少 0.96%），占主营收入比例由 23 年的 91.3%降至 65.8%；实现矿服利润 17.5 亿元（同比减少 8%），毛利率由 23 年的 28.95%减少 2.19 个百分点至 26.75%，毛利占比由 23 年的 86.3%降至 55.9%。由于个别矿山工程建设项目受到生产作业环境变化和施工工序转换阶段影响，公司矿山工程建设毛利率略有下滑。从公司矿服业务完成情况观察，公司在境内外承担 35 个大型矿山工程建设和采矿运营管理项目，2024 年掘进量与采供矿量分别达到 417.17 万立方米（同比减少 9%）与 4149.18 万吨（同比增长 5.5%）。公司矿服业务稳健发展，全年新签及续签合同金额约人民币 115 亿元，续签普朗铜矿 10 年期采矿承包合同、卡莫阿-卡库拉铜矿 5 年期地下开拓和采矿承包合同。公司在海外市场亦维持强竞争优势，2024 年公司海外矿服完成营收 41.25 亿元，同比基本持平，占矿服板块营收比重由 23 年的 62.96%增至 63.04%。此外，公司矿服业务市场开发模式实现突破，自 2022 年以 EPC 模式承接贵州锦麟化工摩天冲磷矿项目总承包工程后，2024 年成功承接该项目采矿生产业务，并于 24 年底提前完成 80 万吨原矿石年度生产目标。公司充分发挥矿山服务业务产业链一体化优势，深挖业务潜能，有助公司业绩规模稳定扩大。

矿山资源开发业务快速成长。2024 年公司实现矿山资源开发业务收入 32.09 亿元，同比增长 412.85%，占主营比例由 23 年的 8.7%升至 32.3%。矿山资源开发业务拥有高毛利率特点，24 年贡献毛利 13.56 亿元，毛利占比由 23 年的 13.7%升至 43.3%。由于公司于 24 年 7 月份完成对 Lubambe 铜矿收购后，对其逐步进行技改和管理升级以提升产能利用率，期间 Lumbambe 铜矿仍呈现亏损状态，因此资源板块整体毛利率同比减少 6.12 个百分点至 42.25%。随着技改方案逐步推进，Lumbabe 铜矿经营水平或将改善，公司盈利能力或将持续优化。从公司现有矿石资源储量观察，截止 2024 年底，公司共保有益资源储量铜金属 342 万吨，银金属 179 吨，金金属 19 吨，磷矿石 2134 万吨（@31.00%）。年内，通过收购赞比亚 Lubambe 铜矿 80%股权及 Lonshi 铜矿与两岔河磷矿增储，公司铜金属、磷矿石储量同比分别+185%及 12%。从公司现有矿山产能及未来增产计划观察，年内公司已建成铜产能 5 万吨，五氧化二磷产能 30 万吨；实际铜金属产量 4.87 万吨（同比增长 146%），磷矿石产量 35.65 万吨（同比增长 116%）。其中，公司位于刚果（金）的 Dikulushi 铜矿已稳定达产，年内产铜约 1.48 万吨。公司位于刚果（金）的 Lonshi 铜矿分为东西两大采区，其西采区已建成年产能 4 万吨，年内产能持续爬坡，实现铜产量 2.61 万吨，完成全年生产目标。Lonshi 铜矿东矿区已完成采选工程建设开发方案的可行性论证，拟投资 7.5 亿美元建设东区采选工程，预计基建工期 4.5 年，计划于矿山投产

后的第四年达产，达产后 Lonshi 铜矿东西区合计年产能将达 10 万吨铜金属。公司年内收购赞比亚 Lubambe 铜矿 80% 股权，该矿设计规模为 250 万吨/年，结合 1.98% 铜品位测算，铜金属年产能可达近 5 万吨。但该矿山迄今未能达产，公司于 24 年 6 月份接管后，持续对其进行技改优化，以使矿山具备达产条件。2024 年 7-12 月，Lubambe 铜矿产铜 0.78 万吨。磷矿山方面，贵州两岔河项目南采区已正式投产，年产能 30 万吨，其北采区也已进入下掘阶段，计划建设期 3 年，建成后将实现年产能 50 万吨。公司矿山资源不断扩储，叠加技改项目的持续投入加速产能释放，我们预计公司从 2028 年起或逐步形成铜年产能约 16 万吨（较当前+220%），以及五氧化二磷年产能约 80 万吨（较当前+167%），公司业绩成长弹性巨大。

公司现金流明显改善，盈利能力持续提升。公司矿服业务工程回款较好及矿产品销售增加推动报告期内公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 89.24% 至 20.53 亿元；由于公司 Lonshi 铜矿基建工程和两岔河磷矿南采区基建投资均已完成，矿山建设投资减少，公司投资活动产生的现金流量净额同比减少 62.83% 至 -7.26 亿元；筹资活动也因 Lonshi 铜矿和两岔河磷矿基建工程完工，由流入 7.22 亿元转为流出 5.17 亿元。公司整体现金流动性提升，经营能力优化。鉴于 23 年 lonshi 项目美元借款于 24 年生产期费用化，而汇兑损益在人民币升值背景下由 23 年的盈利至今年转为亏损，公司年内财务费用同比增长 109.5% 至 1.99 亿元，其中利息费用同比增长 52.4% 至 2.18 亿元。同期，由于 lonshi 项目 24 年生产期费用化，且公司补发了 22 年的部分考核，导致公司年内管理费用升至 5 亿元，同比增长 27.74%。同期公司销售费用受产品销量增加影响，同比增长 8.85% 至 0.3 亿元。得益于提质增效方案的持续有效执行，公司销售净利率由 23 年的 13.94% 升至 24 年的 15.80%，销售毛利率同期由 30.35% 升至 31.51%，有效显示公司整体盈利能力及回报能力的持续提升。

公司成长性将受益于：矿业资本开支仍处强景气周期（行业强成长性），公司主营矿服项目的持续稳定扩张及海外市场市占率的持续攀升（提升公司成长性），公司自身矿山项目的逐步释放（提升公司业绩及估值弹性）。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 128.77 亿元、148.13 亿元、168.50 亿元；归母净利润分别为 23.47 亿元、28.25 亿元和 32.86 亿元；EPS 分别为 3.76 元、4.53 元和 5.27 元，对应 PE 分别为 10.19、8.47 和 7.28，维持“推荐”评级。

风险提示：全球矿山资本开支计划不及预期；项目国政治风险；客户集中度偏高风险；应收账款风险；公司矿端项目产出不及预期。

（分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 研究助理：闵泓朴 执业编码：S1480124060003 电话：021-65462553）

【东兴汽车和汽车零部件】溯联股份（301397.SZ）2024 年报及 2025 一季度点评：营收端持续高增长，新市场开拓可期（20250428）

近日，公司发布 2024 年财报及 2025 年一季报：2024 年公司实现营业收入 124,182.22 万元，同比增长 22.89%，实现归母净利润 12,252.67 万元，同比下降 18.72%。2025 年一季度实现营收 33,946.01 万元，同比增长 47.22%，归母净利润 3,351.22 万元，同比增长 3.08%，对此，我们点评如下：

市场、新产品开拓持续发力，营收端维持高速增长。分业务看，2024 年公司汽车流体管路及总成业务实现营收 108,259.26 万元，同比增长 22.93%；汽车流体控制件及精密注塑件实现营收 14,197.73 万元，同比增长

31.93%。公司受益新能源汽车行业持续增长带来的热管理管路需求提升，2024 年，公司新能源汽车流体管路总成实现销量 2,916.46 万件，营收 67,567.79 万元，销量占比（分母为汽车流体管路总成）61.3%，营收占比 62.4%。且该业务增长迅速，销量较 2023 年增长 118.5%，营收增长 76.6%。

公司新产品开拓顺利，2024 年公司新增 1,000 余项产品定点，结合前期在开发项目共 2,000 余项。项目包括燃油及新能源整车、电池、油箱，也包括商用车辆、工程设备、储能及充换电设备、空气悬架、低空飞行等领域，是公司积极开拓新市场领域的成果，也为后续业务持续增长提供了有力保障。较强的市场、产品开拓能力是公司营收端持续增长的关键，2025 年一季度公司营收端同样呈现了快速增长趋势。

市场竞争加剧，公司产品盈利能力承压。2024 年及 2025Q1 公司综合毛利率分别为 22.86%、21.73%，低于 2023 年的 28.11%。分产品看，主销产品汽车流体管路及总成业务毛利率 2024 年为 21.81%，同比下降 5.78pct。我们依据其营收及销量测算该业务平均单价，2024 年该业务产品单价较 2023 年下降 3.0%。期间费用稳步下降，2024 年期间费用率（销售+管理+研发）合计为 12.7%，较 2023 年下降 1.1pct。2025Q1 降为 12.5%。我们认为，公司持续在成本、费用端加大控制力度，包括通过提升生产效率、降低采购成本等，随着新产品的持续导入，公司盈利能力有望复苏。受毛利率下降影响，2024、2025Q1 公司净利润率分别为 9.87%和 9.86%，2024 年较 2023 年下降 5.05pct。

主要受净利润率下降影响，公司 ROE 持续下行。2024 年公司加权平均净资产收益率为 6.3%，同比下降 5.4pct。

持续深耕尼龙管路行业，新市场拓展可期：公司在尼龙管路及相关核心部件（接头、阀件）等领域积累较大核心技术。2024 年，公司保持了较高强度的技术研发投入，研发费用率 5.29%。技术部门完成了空气悬挂高压气路接头、DIN 标准水路快速接头、液冷服务器用 UQD 快速接头、新型储能球阀等多款新品研发任务。其中，UQD（应用于数据中心液冷的通用快速断开接头）产品已经开发成功。2024 年 11 月 22 日公司成立子公司溯联智控，独立发展储能及算力热管理液冷产品业务，积极为公司开拓第二增长曲线。

公司盈利预测及投资评级：公司在新产品、市场拓展中具备优势，公司营收端持续保持较高的增速。数据中心、储能等新市场方兴未艾，其将加大对液冷管路的需求，公司在技术端具备较深的技术积累，市场开拓能力强，我们看好其中长期发展。预计公司 2025-2027 年归母净利润 1.52/1.92/2.38 亿元，对应 EPS1.27/1.60/1.99 元。按照当前股价对应 PE27x/21x/17x，维持“推荐”评级。

风险提示：汽车需求不及预期、公司产品推广不及预期、主要原材料价格大幅上涨风险等。

（分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142 分析师：吴征洋 执业编码：S1480525020001 电话：010-66554045 研究助理：曹泽宇 执业编码：S1480124040003 电话：17512502830）

分析师承诺

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

风险提示

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

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

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

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。