

晨会纪要

数据日期: 2025-04-28	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3288.41	9855.19	3781.61	10896.92	2648.15	1002.83
涨跌幅度(%)	-0.20	-0.62	-0.14	-1.00	-1.01	-0.17
成交金额(亿元)	4419.16	6143.92	2106.35	2299.97	2630.18	186.98

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

固定收益快评: 可交换私募债跟踪 - 私募 EB 每周跟踪 (20250421-20250425)

固定收益周报: 公募 REITs 周报 (第 15 期) - REITs 小幅回调, 消费类逆势收涨

固定收益周报: 转债市场周报 - 转债估值平价易上难下, 择券是当前重点

行业与公司

传媒互联网周报: 一季度谷子交易量创新高, 持续看好 IP 潮玩与 AI 应用

汽车行业周报: 制造成长周报 (第 11 期) - 特斯拉计划五年内量产百万台机器人, 小鹏首次展示全尺寸机器人 Iron

汽车行业周报: 人形机器人行业周报 (第十二期) - 特斯拉展示机器人产线, 小鹏机器人 Iron 亮相上海车展

贝泰妮 (300957.SZ) 财报点评: 多因素致短期业绩承压, 积极管理变革静待拐点出现

珀莱雅 (603605.SH) 财报点评: 一季度归母净利润同比增长 29%, 毛销差持续提升彰显经营质量

丸美生物 (603983.SH) 财报点评: 一季度扣非归母净利润同比增长 29%, 大单品势能持续释放

上海家化 (600315.SH) 财报点评: 一季度业绩降幅收窄, 员工持股绑定核心管理层

科锐国际 (300662.SZ) 财报点评: 2024 年经营效能提升显著, 2025 年开局良好

长沙银行 (601577.SH) 财报点评: 规模高增, 业绩平稳

中煤能源 (601898.SH) 财报点评: 降本增量对冲煤价下行, 提高分红频次积极回报股东

中国神华 (601088.SH) 财报点评: 下游需求疲软致业绩承压, 内增外延仍有成长空间

富安娜 (002327.SZ) 财报点评: 2024 年业绩表现稳健, 分红率维持 95% 以上

新澳股份 (603889.SH) 财报点评: 2024 年全年收入增长 9%, 近两季度增长放缓

伊之密 (300415.SZ) 财报点评: 2024 年归母净利润同比增长 27%, 持续看好公司发展

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 04月29日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	21971.96	-0.03

基金指数 04月29日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3238.77	0.00
股票基金指数	9788.48	-0.02
混合基金指数	9066.39	0.03

汇率 04月29日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.14	0.52
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.75	-0.0
美元兑日元	142.02	-1.14

非流通股解禁 04月29日

名称	解禁数量 (万股)	流通股增加%	解禁日期
深城交	8400.00	100.00	2025-04-28
中科微至	6660.00	100.00	2025-04-28
戎美股份	16800.00	100.00	2025-04-28
成大生物	22766.37	100.00	2025-04-28
汇宇制药-W	11406.67	100.00	2025-04-28
新锐股份	2460.70	100.00	2025-04-28
凯尔达	2837.71	100.00	2025-04-25
可孚医疗	8676.57	100.00	2025-04-24

爱康医疗(01789.HK) 财报点评:2024 年归母净利同比增长 50%，打造骨科数字生态闭环

公牛集团(603195.SH) 财报点评:全年收入利润双增，一季度延续稳健经营

好太太(603848.SH) 财报点评:经营短期承压，期待以旧换新拉动收入与利润改善

格力电器(000651.SZ) 财报点评:一季度收入好转，盈利能力进一步提升

泸州老窖(000568.SZ) 财报点评:2025Q1 录得正增，公司指引 3 年分红率稳步提升

巴比食品(605338.SH) 财报点评:2025 年第一季度收入同比增长 4%，公司经营状况企稳

古井贡酒(000596.SZ) 财报点评:2024 年业绩彰显韧性，2025Q1 顺利开门红

海康威视(002415.SZ) 财报点评:降本增效调结构，大模型产品陆续推出

中国太保(601601.SH) 财报点评:量稳质增，转型持续

永安期货(600927.SH) 财报点评:经纪市占下滑，境外业务增长

东方财富(300059.SZ) 财报点评:市场交易活跃，业绩弹性释放

天下秀(600556.SH) 财报点评:2024 年收入下滑 3%，经营端持续拓展红人营销商业边界

宇通客车(600066.SH) 财报点评:盈利能力稳健，一季度净利润同比增长 15%

科博达(603786.SH) 财报点评:在手订单充沛，打造域控制器平台型企业

科达利(002850.SZ) 财报点评:结构件业务稳步增长，机器人业务加速推进

金融工程

金融工程周报:ETF 周报-自由现金流 ETF 继续集中发行，上周新成立 5 只自由现金流 ETF

【常规内容】

宏观与策略

◆ 固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪 (20250421-20250425)

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

本周新增项目信息如下:(部分项目因合规原因未予列示)

1. 广东顺德控股集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所通过,拟发行规模为 20 亿元,正股为顺控发展(003039.SZ),主承销商为广发证券,交易所更新日期为 2025 年 4 月 25 日;
2. 万安集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所通过,拟发行规模为 6 亿元,正股为万安科技(002590.SZ),主承销商为浙商证券,交易所更新日期为 2025 年 4 月 25 日;
3. 内蒙古霍林河煤业集团有限责任公司 2024 年面向专业投资者非公开发行碳中和绿色可交换公司债券项目获交易所通过,拟发行规模为 5.4 亿元,正股为电投能源(002128.SZ),主承销商为平安证券,交易所更新日期为 2025 年 4 月 25 日;
4. 万泽集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所通过,拟发行规模为 5 亿元,正股为万泽股份(000534.SZ),主承销商为红塔证券,交易所更新日期为 2025 年 4 月 25 日;
5. 中国平煤神马控股集团有限公司 2024 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所反馈,拟发行规模为 10 亿元,正股为神马股份/平煤股份(600810.SH/601666.SH),主承销商为平安证券,交易所更新日期为 2025 年 4 月 23 日;

风险提示

项目获批进度不及预期,经济增速下滑。

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

联系人: 吴越

◆ 固定收益周报:公募 REITs 周报(第 15 期)-REITs 小幅回调,消费类逆势收涨

主要结论:随着一季度业绩发布,REITs 本周定价逐渐回归基本面。消费类与保障房类业绩表现稳健,韧性较强。本周中证 REITs 指数小幅回调,跑输主要股债指数。从主要指数周涨跌幅对比来看:中证转债>沪深 300>中证全债>中证 REITs, REITs 全周日均换手率较前一周略有上升,仓储物流类 REITs 交易活跃度最高。除了消费 REITs 以外,其他各类型 REITs 均收跌。截至 4 月 25 日,公募 REITs 年化现金分派率均值为 7.5%,显著高于当前主流固收资产的静态收益率。当前产权 REITs 股息率比中证红利股股息率均值低 383BP,经营权类 REITs 内部收益率均值与十年期国债收益率利差为 259BP。

中证 REITs 指数周涨跌幅为-1.8%,年初至今涨跌幅为+7.3%。截至 2025 年 4 月 25 日,中证 REITs(收盘)指数收盘价为 847.0 点,整周(2025/4/21-2025/4/25)涨跌幅为-1.8%,表现弱于沪深 300 指数(0.4%)、中证转债指数(0.9%)和中证全债指数(-0.1%)。年初至今,各类主要指数涨跌幅排序为:中证 REITs(+7.3%)>中证转债(+1.8%)>中证全债(+0.3%)>沪深 300(-3.8%)。截至 2025 年 4 月 25 日,近一年中证 REITs 指数回报率为 4.5%,波动率为 6.9%,回报率低于中证转债指数、沪深 300 指数和中证全债指数,波动率低于沪深 300 指数和中证转债指数,高于中证全债指数。REITs 总市值在 4 月 25 日上升至 1895 亿元,较上周增加 14 亿元;全周日均换手率为 0.72%,较前一周上升 0.03 个百分

点。

除消费板块外，其他类型 REITs 均有小幅回调。截至 2025 年 4 月 25 日，从不同项目属性 REITs 来看，产权类 REITs 和特许经营权类 REITs 平均周涨跌幅为-1.1%、-0.7%。从不同项目类型 REITs 来看，除了消费类以外，其他类型 REITs 均收跌。分具体标的来看，周度涨幅排名前三的三只 REITs 分别为中金重庆两江 REIT (+6.35%)、易方达华威市场 REIT (+4.26%)、华安外高桥 REIT (+2.51%)。

仓储物流类 REITs 交易活跃度最高。从不同项目类型来看，仓储物流本周交易最活跃，成交额占比最高。前者区间日均换手率为 1.8%，成交额占 REITs 总成交额 25.2%。从本周不同 REITs 产品资金流向来看，主力净流入额前三名分别为南方顺丰物流 REIT (10785 万元)、华夏华润商业 REIT (1445 万元)、中金安徽交控 REIT (1235 万元)。

公募 REITs 公布 2025 年一季度报告，业绩呈现分化态势。总体来看，消费类与保障房类业绩表现稳健，韧性较强；产业园和仓储物流类面临一定经营压力，能源类、公用事业板块内部分化较为明显。

风险提示：公开资料数据滞后，二级市场价格波动风险，基础设施项目运营风险，税收等政策调整风险，流动性风险等。

证券分析师：戴丹苗 (S0980520040003)、赵婧 (S0980513080004)、董德志 (S0980513100001)

◆ 固定收益周报:转债市场周报-转债估值平价易上难下，择券是当前重点

上周市场焦点 (4 月 21 日-4 月 25 日)

上周转债个券多数上涨，中证转债指数全周+0.90%，价格中位数+0.97%，我们计算的转债平价指数全周+2.45%，全市场转股溢价率与上周相比-1.50%。个券层面，福新（机器人）、振华（铬盐）、中宠转 2（宠物食品&绩优）、利民（农药兽药）、中旗（光刻机概念）转债涨幅靠前；惠城（废催化剂处理）、雪榕（食用菌）、华锋（无人驾驶概念）转债跌幅靠前。

观点及策略 (4 月 28 日-4 月 30 日)

上市公司年报及一季报即将披露完毕，关税冲击后中央“稳股市”决心坚定，权益市场当前位置向下空间不大，若后续政策端持续释放利好、4 月经济数据延续修复、五一假期出游数据亮眼、中美关税谈判取得有利于我国的积极进展等，或将为股市带来进一步上行动力。

转债角度，一方面，债市利率低位下固收投资者配置转债诉求较强，公募基金一季报情况显示，配置可转债的基金产品数量增加 418 只，配置力量充裕对转债形成支撑；另一方面，市场密集的下修案例对偏债型转债估值也形成重要支撑。

近期投资者对于部分行业转债评级调整较为担忧，担心去年 6 月机构出库导致的踩踏式下跌重演，我们认为评级调整影响或相对有限：去年股市已经历多月下跌，导致大多数转债转股无望，转股期权深度虚值；而目前转债市场的股性远强于彼时，破面也只停留在个别行业个别个券，难以出现去年大面积破面破债底的情况。

择券角度，在平价及估值向下风险均可控，向上均有空间的情况下，我们认为主动择券仍为当前重点，应优选行业和个券，重视红利及科技主线：

红利资产方面，在面临较强宏观不确定性、市场容易交易消息的时期，红利资产有较高的夏普比率；此外，年报披露时上市公司多会同时披露分红预案，在除息除权日转债转股价将发生相应调整（减去每股派息的金额）。经测算，部分发行人高额派息、转债转股价调整后，转股价值提升幅度甚至超过 5 个点，高股息转债值得多加关注。

科技方面，产业端持续推进，建议关注（1）机器人领域：下游重要主机厂份额、方案、量产节点的确定，机器人性能提升等或将带来催化；（2）自主可控和半导体设备国产化：国内政策资金支持、海外围堵封锁中国半导体先进制程的大趋势确定，自主可控大趋势不可逆；（3）创新药及相关产业链：受益于全球投融资复苏、国内支付端政策的积极变化、海外授权收入的增加，且相对免疫于地缘政治风险，有较好关注价值。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

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

行业与公司

◆ 传媒互联网周报：一季度谷子交易量创新高，持续看好 IP 潮玩与 AI 应用

传媒板块本周表现：行业上涨 0.14%，跑输沪深 300，跑输创业板指。本周（4.19-4.25）传媒行业上涨 0.14%，跑输沪深 300（0.38%），跑输创业板指（1.74%）。其中涨幅靠前的分别为生意宝、幸福蓝海、横店影视、易点天下等，跌幅靠前的分别为返利科技、冰川网络、芒果超媒、山东出版等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 21 位。

重点关注：AI 大模型和 AI Agent 进展迅速，谷子交易量创新高。1）中国创业公司蝴蝶效应旗下的通用型 AI 智能体 Manus AI 成功完成一轮 7500 万美元的融资，由美国知名风险投资公司 Benchmark 领投，这轮融资使得蝴蝶效应的估值一跃升至接近 5 亿美元，较之前增长了四倍；2）百度发布文心大模型 4.5 Turbo 与 X1 Turbo，相比于之前的版本，其速度提升显著，处理效率更高，同时价格下降了整整 80%。定位价格为 DeepSeek-V3 的 40%；3）字节跳动 AI 应用开发平台扣子“扣子空间”正式启动内测，为 AI Agent 协同办公新利器；4）《2025 闲鱼谷子趋势报告》发布，2024 年谷子消费年交易额同比+105%。2025 年一季度，谷子交易额创新高，国产谷子反超日谷。

本周重要数据跟踪：观影需求持续释放，五一档有 12 部影片定档。1）本周（4 月 20 日-4 月 27 日）电影票房 1.91 亿元。票房前三名分别为《哪吒之魔童闹海》（0.51 亿元，票房占比 26.7%）、《向阳·花》（0.29 亿元，票房占比 14.8%）、《唐探 1900》（0.18 亿元，票房占比 9.5%）；2）综艺节目方面，《无限超越班第三季》、《哈哈哈哈哈第五季》、《乘风 2025》、《这是我的西游》和《奔跑吧第九季》排名居前；3）游戏方面，2025 年 3 月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、腾讯《PUBG Mobile》和柠檬微趣《Gossip Harbor: Merge & Story》。

投资建议：关注业绩表现，中长期持续看好 AI 应用及 IP 潮玩。1）Manus 获得 7500 万美元融资、百度文心大模型双星发布、扣子空间开启内测，持续看好 AI 应端机会（具体标的见正文投资建议部分）。国漫崛起、2025 年一季度闲鱼谷子交易额创新高，IP 谷子产业景气度持续向上，看好 IP、运营、渠道等环节，核心推荐泡泡玛特，关注产业链其他个股机会（广博股份、姚记科技等）。同时关注 VR/AR、数据要素、文化出海等泛科技主题方向主题；2）年报季报密集发布，关注景气度底部改善的游戏板块，推荐恺英网络、巨人网络、吉比特等标的；关注《哪吒 2》带领之下国内影视板块持续复苏，推荐渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒）；顺周期关注经济底部向上带来的媒体端广告投放增长（分众传媒、芒果超媒等）；同时从高分红、低估值以及 AI 教育角度关注出版板块。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

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

◆ 汽车行业周报:制造成长周报（第 11 期）-特斯拉计划五年内量产百万台机器人，小鹏首次展示全尺寸机器人 Iron

行业动态：人形机器人-4 月 23 日，特斯拉计划在五年内实现年产 100 万台 Optimus；4 月 23 日，小鹏首次公开展示全尺寸人形机器人；4 月 21 日，智元发布具身智能一站式开发平台；4 月 22 日，荣耀成立新公司含智能机器人销售业务；4 月 22 日，智元机器人发布并开源仿真评测工具；4 月 25 日，首届具身智能机器人运动会在无锡开幕；低空经济-4 月 22 日，美团自研第四代无人机获运营合格证；4 月 25 日，杭州召开“2025LDTIC 低空经济与科技创新大会”。

政府新闻：人形机器人-4 月 22 日，国家发改委联合多地设立千亿级 AI 母基金。

公司动态：人形机器人-4 月 21 日，荣泰健康与傲意科技达成战略合作；4 月 21 日，英搏尔与丰立智能发布公告签署战略合作；4 月 25 日，卡倍亿与小鹏汽车开展机器人线缆技术合作交流；4 月 25 日，卡倍亿与小鹏汽车开展机器人线缆技术合作交流；低空经济-4 月 23 日，红旗发布首款豪华飞行汽车“天

羸 1 号。

本周重点关注标的-龙溪股份、恒立液压、应流股份、鼎阳科技、汇成真空、广电计量、伊之密。

行业投资观点

1、人形机器人：从价值量和卡位上把握空间及确定性（优选 T 链供应商&实力强卡位好的公司），从股票弹性上重点寻找增量环节，重点关注：1）关节模组：【恒立液压】【汇川技术】【震裕科技】【蓝思科技】；2）灵巧手：【兆威机电】【雷赛智能】【蓝思科技】等；3）减速器环节：【绿的谐波】【国茂股份】【金帝股份】；4）丝杠环节：【恒立液压】【绿的谐波】【震裕科技】；5）关节轴承+连杆：【龙溪股份】；6）电机环节：【兆威机电】【雷赛智能】【伟创电气】【步科股份】【星德胜】等；7）本体及代工：【蓝思科技】【中坚科技】【永创智能】【博众精工】；8）传感器：【汉威科技】；9）设备：【博众精工】【秦川机床】；10）其他：【德马科技】【国机精工】【东华测试】等。

2、AI 基建：AI 需求拉动数据中心资本开支持续增长，燃气轮机和冷水机组等环节将充分受益，重点关注【汉钟精机】【冰轮环境】【应流股份】【豪迈科技】【联德股份】【同飞股份】。

3、自主可控-国产化率低：通用电子测量仪器重点关注【普源精电】【鼎阳科技】【优利德】；光刻机真空镀膜设备重点关注【汇成真空】。

4、低空经济：低空经济产业进展迅速基建先行，全国低空交通“一张网”项目启动，统一标准构建空管网络，整机和核心零部件（发动机/电机）会是产业发展核心环节，重点关注【应流股份】【宗申动力】等。

5、智能焊接机器人：智能焊接在钢结构行业已开始从 0 到 1 放量，长期来看智能焊接机器人市场近千亿元，重点关注【柏楚电子】。

6、3D 打印：3D 打印作为增材制造技术，在制造领域有实现复杂结构、轻量化、缩短研发周期等优势，随技术成熟将在航空航天、3C 等各领域实现应用打开市场空间，重点关注【铂力特】【华曙高科】。

7、深海科技：《2025 年政府工作报告》首提深海科技，标志着从技术探索向产业化应用的战略转型，聚焦方向涉及深海资源开发、深海智能装备、深海信息化等，重点关注【中国船舶】【中集集团】【杰瑞股份】。

8、X 射线检测设备：X 射线检测是高精度的无损检测，医疗健康和工业等领域需求推动行业快速发展，核心零部件如 X 射线探测器、CT 球管存在国产化需求，重点关注【奕瑞科技】。

风险提示：行业下游需求不及预期，技术发展不及预期的风险。

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

联系人： 张宇翔

◆ 汽车行业周报：人形机器人行业周报（第十二期）-特斯拉展示机器人产线，小鹏机器人 Iron 亮相上海车展

市场表现：本周（4.21-4.25）我们构建的国信人形机器人指数上涨 5.99%，强于沪深 300 指数 5.61pct，强于上证综合指数 5.43pct，年初至今上涨 12.9%。拓普集团上涨 9.29%，三花智控上涨 5.69%，中鼎股份上涨 4.4%，银轮股份上涨 7.01%，北特科技上涨 17.04%，双林股份上涨 16.53%，贝斯特上涨 3.46%，祥鑫科技上涨 10.36%，双环传动上涨 7.61%，斯菱股份上涨 21.78%，豪能股份上涨 16.01%，精锻科技上涨 5.2%，蓝黛科技上涨 7%，凌云股份上涨 8.52%，旭升集团上涨 6.14%，肇民科技上涨 41.44%，爱柯迪上涨 10.19%，均胜电子上涨 6.35%。征和工业上涨 11.94%，美力科技上涨 5.31%。

行业动态：1）特斯拉 2025 年第一季度更新报告发布，展示 Optimus 人形机器人试生产线，表示到 25 年底生产数千台，目标 29-30 年年产百万台；2）特斯拉机器人大规模招聘；3）小鹏 Iron 机器人亮相上海车展；4）首届具身智能机器人运动会在无锡开幕；5）智元发布具身智能一站式开发平台 Genie Studio、发布并开源仿真评测工具 Genie Sim Benchmark；6）人形机器人“进军”电网建设；7）人形机器人关键核心部件及工程化创新服务平台在杭州青山湖科技城启用，会上新剑传动董事发布公共服务平台一系列服务内容；8）开普勒 K2 “大黄蜂”在上汽通用完成实景实训；政府新闻：1）国资委：大力培育一批具有核心竞争力的战略性新兴产业和未来产业；2）工信部：深入实施“机器人+”等供需对接

和推广应用行动；3）香港特区行政长官李家超率团访问浙江，莅临宇树科技、强脑科技等企业考察调研；4）东莞市长莅临墨现科技；融资动态：1）BYD 入股帕西尼感知；2）中科航芯完成数千万元 A+轮融资；公告方面：1）拓普集团：灵巧手机电机等已多次向客户送样；积极布局机器人躯体结构件、传感器、足部减震器、电子柔性皮肤等；2）斯菱股份：投建的机器人零部件智能化技术改造项目已实现首条产线投产工作，第二条产线建设正在规划中；3）贝斯特：行星滚柱丝杠工艺不断优化，批量化生产工艺布局不断完善；4）旭升集团：投入关节壳体、躯干结构件等关键产品研发，并斩获多家海内外客户项目定点。

核心观点：特斯拉人形机器人 Optimus 量产节奏逐步清晰，叠加海内外相关巨头的持续布局（Figure、英伟达、华为、宇树、智元等），人形机器人产业有望加速落地，2025 年有望成为行业爆发的起点，看好人形机器人发展带来的产业升级机遇。

投资建议：总成环节：拓普集团、三花智控；减速器环节：双环传动、精锻科技等；其他相关：银轮股份、均胜电子、瑞鹄模具、爱柯迪、美力科技等。

风险提示：机器人量产节奏不及预期，技术发展不及预期的风险。

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

◆ 贝泰妮(300957.SZ) 财报点评:多因素致短期业绩承压，积极管理变革静待拐点出现

多方原因致业绩承压。公司 2024 年实现营收 57.36 亿/yoy+3.87%；归母净利 5.03 亿/yoy-33.53%；扣非归母净利 2.40 亿/yoy-61.12%。归母净利下滑主要由于：1）双十一等大促销售不及预期；2）抖音等平台营销费用较高；非经损失影响主要是 1）悦江业绩对赌未完成，计提 1.15 亿减值准备（其中商品 9000 万，无形资产 2500 万），同时预计将获得 1.4 亿股份补偿；2）政府补贴由费用端计入非经常性损益，2024 年预计 8300 万；3）投资理财收益减少预计近 8700 万。同时公司 2024 年现金分红每 10 股派 6 元，分红率 50%。2025Q1 实现营收 9.49 亿/yoy-13.51%；归母净利 0.28 亿/yoy-83.97%，整体来看，公司仍处于产品及渠道业务调整变革期，因而业绩仍有一定承压。

分品牌看，2024 年薇诺娜主品牌收入 49.1 亿/yoy-2.8%，明星大单品特护霜完成 2.0 升级，在天猫双 11 大促活动期间的敏感肌面霜赛道中蝉联销售榜首，清透防晒乳系列产品在天猫防晒类目市场份额提升至 6.83%；薇诺娜宝贝收入 2 亿/yoy+34.03%；瑗科缙销售达 6000 万/yoy+65.59%。分渠道看，公司 2024 年线上销售渠道实现收入 39.12 亿/yoy+10.13%，阿里/抖音/京东平台分别实现 17.26 亿/8.27 亿/5.27 亿，同比 yoy-2.07%/+30.96%/+40.69%；线上销售毛利率提升 2.23pct 至 73.47%。OMO 渠道实现 5.21 亿/yoy-0.35%，线下渠道实现 12.74 亿/yoy-10.72%，毛利率下降 7.53pct 至 72.70%。

一季度毛利率提升，销售费用率持续高企。2024 年公司毛利率/净利率分别同比-0.16/-5.12pct。2025Q1 分别同比+5.39/-12.43pct，由于公司聚焦核心品类、打造核心大单品及全渠道严格维价，一季度毛利率提升。2024 年销售/管理/研发费用率分别同比+2.71/+1.46/-0.27pct，2025Q1 分别同比+9.30pct/+5.54pct/+3.13pct，收入压力导致费用率持续上行。营运能力方面，公司 2024 年/2025Q1 存货周转天数分别同比减少 15 天/9 天；主要由于新系统完善、自产比例增加及砍掉长尾产品。

风险提示：宏观环境风险，新品销量不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司目前处于品牌矩阵打造以及渠道战略转型期，短期业绩承压明显，但主品牌薇诺娜在敏感肌护肤领域仍有深厚的消费者认可度。同时公司围绕中国皮肤健康生态，积极拓展医美及大健康领域布局，有望带动长期发展。考虑公司新品培育周期拉长，同时转型期各项费用率仍维持高位，我们下调 2025-2026 归母净利至 6.87/8.22（原值为 8.26/9.42）亿，并新增 2027 年预测 9.08 亿元，对应 PE 分别为 25/21/19x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 珀莱雅(603605.SH) 财报点评:一季度归母净利同比增长 29%，毛销差持续提升彰显经营质量

2024 全年及 2025Q1 均实现较快利润增速。公司 2024 年实现营收 107.78 亿/yoy+21.04%，归母净利润

15.52 亿/yoy+30.00%，扣非归母净利润 15.22 亿/yoy+29.60%。公司收入增速在高基数下仍保持稳健，利润端在降本增效下表现更优，进而稳固自身国货美妆龙头地位。同时合计现金分红金额占归母净利润 40.07%。2025 年 Q1 公司实现营收 23.59 亿/yoy+8.13%，归母净利润 3.90 亿/yoy+28.87%，扣非归母净利润 3.79 亿/yoy+29.76%，在原材料成本降低以及渠道自播占比提升下，盈利能力实现持续优化。

分品牌看，2024 年主品牌珀莱雅实现 85.81 亿/yoy+19.55%，其中抖音平台自播/达播占比分别为 4.3:4.5，达播占比有所下降。彩棠品牌 24 年实现收入 11.91 亿/yoy+19.04%。OR 品牌和原色波塔分别实现收入增速 yoy+71.14%/+138.36%，收入占比分别提升至 3.42%/1.06%。公司核心品牌稳健增长与新兴品牌高速崛起形成合力，驱动公司品牌矩阵竞争力持续跃升。分渠道看，2024 年线上渠道实现营收 102.34 亿/yoy+23.68%，线上直营/分销分别实现收入 81.22 亿/21.12 亿，同比 yoy+20.35%/+38.40%，延续此前高增长。线下渠道实现营收 5.32 亿/yoy-13.63%，占比逐年下降至 4.94%。

降本增效提高盈利水平。2024 年/2025 年 Q1 公司毛利率分别同比+1.46/+2.67pct，主要由于公司产品结构优化叠加原材料、运费等下降优化成本。2024 年销售/管理费用率分别+3.27/-1.72pct，销售费用率主要系形象宣传推广费增加，管理费用率主要系限制性股票股权激励费用同比减少；2025 年 Q1 销售费用率同比/环比分别-1.22pct/-4.98pct，主要系 OR、原色波塔等小品牌经营有所改善，同时珀莱雅品牌达播占比下降影响。营运能力方面，公司 2024 年和 2025Q1 存货周转天数分别同比减少 13/32 天，由于优化库存管理，期末备货减少；2024 年经营性现金流净额为 11.07 亿/yoy-24.63%，公司应收增多应付减少导致经营性现金流下滑。

风险提示：宏观环境风险，新产品推出不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司依托主品牌大单品策略与新兴品牌快速起势，已经构建了强大品牌矩阵，逐步向美妆集团化进军；同时利用核心平台运营能力深度挖掘线上渠道增长潜力，强化新品类以及各品类间连带机会。考虑到公司今年二季度开始加大主品牌产品推新力度，以及未来新品牌持续孵化下，相关营销投放预计有所提升，我们略下调 2025-2026 并新增 2027 年归母净利润至 18.69/21.44/23.88（原值为 19.78/23.64）亿，对应 PE 分别为 18/16/14x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 丸美生物(603983.SH) 财报点评:一季度扣非归母净利同比增长 29%，大单品势能持续释放

产品与渠道优化促进业绩增长。公司 2024 年实现营收 29.70 亿/yoy+33.44%；归母净利 3.42 亿/yoy+31.69%；扣非归母净利 3.27 亿/yoy+73.86%。2025Q1 实现营收 8.47 亿/yoy+28.01%；销售商品现现金流同比增长 57.54%；归母净利 1.35 亿/yoy+22.07%；扣非归母净利 1.34 亿/yoy+28.57%；丸美与恋火协同发力，叠加产品结构优化与成本有效管控，驱动营收和利润高增长。

分品牌看，2024 年主品牌丸美实现收入 20.55 亿/yoy+31.69%，，两大单品胜肽小红笔眼霜/胶原小金针次抛精华分别实现 2024 年全年线上 GMV 销售额 5.33 亿/3.5 亿，同比 yoy+146%/+96%，9 月推出的小金针面霜首月 GMV 即突破千万；恋火品牌实现收入 9.05 亿/yoy+40.72%，占比提升 1.58pct 至 30.47%。分品类看，2024 年眼部类实现收入 6.89 亿/yoy+60.78%，主要系主推大单品丸美小红笔眼霜翻倍增长所致；护肤类实现收入 11.25 亿/yoy+21.60%；洁肤类实现收入 2.41 亿/yoy+8.75%；美容及其他类实现收入 9.13 亿/yoy+40.48%，主要系恋火品牌超 40%增长。分渠道看，公司 2024 年线上销售渠道实现收入 25.41 亿/yoy+35.77%，占比提升 1.47pct 至 85.55%，毛利率提升 2.02pct 至 74.94%。其中，丸美天猫旗舰店 GMV 同比增长 28%，TOP3 核心产品销售额占比 64%，产品集中度进一步提高；抖音渠道自播/达播 GMV 分别同比增长 54%/82%。线下渠道实现 4.27 亿/yoy+20.79%，毛利率增加 7.33pct 至 66.29%，运营策略调整业绩向好。

毛利率和销售费用率均不断上行。2024 年毛利率为 73.70%/yoy+3.01pct，2025Q1 毛利率 76.05%/yoy+1.45pct，产品结构优化驱动毛利率持续提升。2024 年销售/管理/研发费用率分别同比+1.19/-1.24/-0.32pct，2025Q1 分别同比+1.88/-0.25/-0.58pct，销售费用率主要系线上流量成本高升叠加品牌营销投放增加。营运能力基本保持稳定。

风险提示：宏观环境风险，销售不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：2024 年公司在进行品牌战略调整后表现优异，主品牌丸美依托在眼霜+重组胶原蛋白赛道多年积累，已经分别成功打造小红笔和小金针两大系列单品，目前产品势能正处于爆发期。而恋火紧抓消费者底妆痛点，并不断升级核心单品同时进行品类延伸，成为公司第二成长曲线。考虑到公司大单品的系列化推新，以及新品牌的孵化，费用投放预计将进一步加大，我们下调 2025-2026 归母净利润至 4.76/6.37（原值为 5.16/6.75）亿，并新增 2027 年预测 8.22 亿元，对应 PE 分别为 35/26/20x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 上海家化(600315.SH) 财报点评:一季度业绩降幅收窄，员工持股绑定核心管理层

公司内部调整致短期业绩承压，一季度降幅有所收窄。公司 2024 年实现营收 56.79 亿/yoy-13.93%；归母净利润-8.33 亿/yoy-266.60%；扣非归母净利润-8.38 亿/yoy-366.41%。24 年业绩大幅下滑主要系对前期收购的海外婴童业务计提商誉减值 6.1 亿元，以及国内业务主动战略调整带来的阶段性影响。2025 年 Q1 实现营收 17.04 亿/yoy-10.59%；归母净利润 2.17 亿/yoy-15.25%；扣非净利润 1.92 亿/yoy-34.49%。主要系公司主动调整六神价格致经销商进货节奏延迟，以及优化渠道库存及非战略合作品牌收缩等。

分品类看，2025 年 Q1 公司美妆部门实现 3.29 亿收入，同比+10.7%，占比提升 3.7pct 至 19.3%，受佰草集部分产品降价及清理库存影响均价下滑 65.4%；个护部门实现收入 7.91 亿，均价下滑 13.4%；创新/海外部门分别实现 2.33 亿/3.47 亿。分渠道看，2025Q1 公司线上渠道实现收入增速 10.4%，收入占比为 29%/yoy+5.5pct，玉泽、六神、佰草集等品牌 Q1 在抖音平台直播业务 GMV 实现三位数增长；同时公司积极拓展新兴渠道，一季度拓店 3.8 万家，新兴渠道销售额同比高两位数增长，并计划上半年完成万店目标。

2024 年调整期盈利水平下滑，2025Q1 毛利率有所提升。盈利能力方面，2024 年公司毛利率/净利率分别同比-1.37/-22.25pct；2025Q1 毛利率/净利率分别同比+0.14/-0.70pct，Q1 净利率小幅下滑主要系库存调整与加大营销投放影响。费用率方面，2024 年和 2025Q1 费用率均有所上升，主要由于收入端压力。Q1 销售/管理/研发费用率分别同比+3.21/+1.36/+0.44pct。

公司新增员工持股计划绑定核心管理层。本次计划总人数不超过 45 人，回购价格 16.03 元/股，其中 CEO 林小海，以及 CFO 罗总共拟认购最多 100.8 万股，占比 20.85%；中层管理及骨干 43 人认购占比 73.09%，并预留股份比例 6.06%。该员工持股分 3 期解锁，对应公司层面考核指标分别为 2025 年归母净利润为正，2026-2027 年归母净利润同比增长不低于 10%。

风险提示：宏观环境风险，销售不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：自 2024 年年中公司进行中高领导层换届后，内部调整持续推进中，从结果看，2024 年战略清理历史包袱导致较多亏损，而 2025 年一季度初具成效，公司美护部门和线上渠道均已实现正增长，后续有望在持续的调整改革中实现品牌矩阵的长期稳定健康发展。考虑到目前公司仍处于内部调整期，且行业竞争压力加大，公司加大品牌投放以维持一定品牌声量，我们下调 2025 年维持 2026 年并新增 2027 年归母净利润至 4.33/5.04/5.81（原值为 4.73/5.03）亿元，对应 PE 分别为 35/30/26x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 科锐国际(300662.SZ) 财报点评:2024 年经营效能提升显著，2025 年开局良好

2024Q4 归母净利润同比+44%，与业绩快报一致。2024 年，公司营收 117.88 亿元/+20.5%，归母净利润 2.05 亿元/+2.4%，扣非后归母净利润 1.39 亿元/+3.6%，与业绩快报基本一致符合预期，但收入利润表现未达到 2023 年限制性股票解锁目标。2024Q4，公司营收 32.72 亿元/+25.4%，归母净利润 0.70 亿元/+44.3%，扣非归母净利润 0.27 亿元/+42.2%，第四季度利润增速转正。

灵活用工维持高周转效率，猎头经营环比继续改善。2024 年，灵活用工业务营收 111.36 亿元/+22.4%，毛利率 5.5%/-0.8pct，期末灵活用工在管人数 4.55 万人/+28.2%，期内累计派出人次 49.95 万人/+30.3%，2025Q1 末技术研发类岗位在职人数占比达 68%/+7pct；猎头业务收入 3.75 亿元/-11.6%，毛利率

26.0%/-0.6pct，环比 24H1（收入同比-15%/毛利率同比-1.1pct）；招聘流程外包收入 0.63 亿元/-6.3%，毛利率为 18.2%/+4.6pct；技术服务收入 0.55 亿元/+44.2%，毛利率 23.7%/-5.2pct。分地区来看，国内实现营收 94.9 亿元/+28.7%，海外收入 23.0 亿元/-4.39%，主因欧美市场招聘用工需求偏渐进复苏。

2024 年聚焦效能提升，期间费率改善。2024 年，毛利率 6.4%/-1.0pct，系低毛利率灵活用工业务占比提升。公司期间费率为 4.4%/-0.5pct，其中销售/管理/研发/财务费率分别同比 -0.5/-0.3/-0.1/+0.2pct，期内公司优化市场投放策略。公司归母净利率为 1.7%/-0.3pct。

2025Q1 归母净利润同增 42%。2025Q1，公司营收 33.03 亿元/+25.1%，归母净利润 0.58 亿元/+42.2%，扣非净利润 0.46 亿元/+103.2%，归母净利润表现优于前瞻预期（+21.5%），主因其他收益科目贡献 5180 万元（24Q1 同期为 814 万），同比高增系公司往年递延的与经营相关的政府补贴于期内到位。

AI 赋能效率提升，分红比例提升至 15%。公司积极开发 AI 系统，据公司 CTO 刘之访谈介绍，系统匹配精确性已超过初中级顾问的水平。2024 年公司宣派现金分红 3149 万元，分红率 15.3%（2023 年为 7.9%），对应股息率约为 0.5%。

风险提示：宏观承压、行业竞争加剧、大客户流失、AI 商业落地风险等。

投资建议：综合考虑灵活用工增长、猎头盈利复苏、新技术按计划减亏以及 25Q1 经营表现，上调 2025-2026 年归母净利润至 2.8/3.4 亿元（调整幅度+3%/+1%），新增 27 年预测 3.9 亿，未来 3 年 CAGR 约 24%，最新动态 PE 为 23.6/19.8/17.2x。在股权激励考核指标指引下，加之内部经营效率提升，2025 年公司有望重回业绩快速增长通道。此外 AI 赋能下，公司业务变革和效能提升也有望受益，公司属于顺周期与估值弹性均有显著看点品种（历史动态 PE 区间为 14-51x，高增期享高估值），维持公司“优于大市”评级。

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

联系人： 周瑛皓

◆ 长沙银行(601577.SH) 财报点评:规模高增，业绩平稳

盈利增速平稳，2024 年分红率提升 1 个百分点。2024 年营收和归母净利润同比分别增长 4.6%和 4.9%，2025 年一季度营收和归母净利润同比均增长 3.8%。2024 年分红率 22.49%，同比提升 2.2 个百分点，对应股息率 4.47%。

规模延续高增态势，县域金融优势凸显。2024 年末和 2025 年 3 月末规模同比分别增长了 12.4%和 14.1%，其中贷款总额同比分别增长了 11.6%和 12.6%，规模延续高增态势。其中，2024 年对公贷款和个人贷款同比分别增长了 19.3%和 2.6%，主要是信用卡贷款和按揭贷款同比分别下降了 12.8%和 3.6%，个人经营性贷款和个人消费贷款同比分别增长了 8.3%和 11.3%。

公司信贷实现较好扩张，主要得益于其县域金融战略下积累的深厚客群基础。2024 年末县域贷款余额达 2014 亿元，同比增长了 18.7%，占贷款总额的 36.9%，较年初提升 2.2 个百分点。2024 年公司县域存贷款新增在全行新增中的占比分别为 45.6%和 59.2%，服务县域客户近 680 万户。

一季度净利息收入增速放缓，债市波动拖累公允价值变动收益。2025 年一季度净利息收入同比增长 1.8%，较 2024 年增速下降了 0.9 个百分点。披露的 2024 年净息差为 2.11%，较上半年下降 1bp，同比下降 20bps。规模高增下，预计一季度净息差同比降幅超过 20bps，一季度净息差承压是行业共性。2024 年和 2025 年一季度其他非息收入同比分别增长了 12.5%和 10.1%，其中其他非息收入 2024 年同比增长 23%，2025 年一季度同比下降了 5%。

不良率指标平稳，拨备覆盖率稳定在约 310%。2024 年末和 2025 年 3 月末不良率分别为 1.17%和 1.18%，关注率分别为 2.63%和 2.61%。测算的 2024 年不良生成率 1.28%，较 2023 年下降约 3bps，资产质量整体稳健。其中，不良压力主要集中在零售领域，2024 年末零售贷款不良率 1.87%，较年初提升了 35bps，期末对公不良率为 0.69%，较年初下降了 12bps。公司拨备计提充足，2025 年 3 月末拨备覆盖率为 310%，较年初小幅下降约 2.98 个百分点。

投资建议：考虑到 2025 年 LPR 大概率进一步下降，下调 2025-2027 年净利润至 811/870/948 亿元（2025-2026 年原预测 842/918 亿元），同比增速分别为 3.6%/7.3%/9.1%，对应 2025-2027 年 PB 值为

0.51x/0.47x/0.43x。公司县域金融经营成效明显，大零售贷款占比处在同业较高水平，未来将充分受益于稳增长政策发力后的经济复苏。考虑到当前估值处在低位，股息率已具备一定吸引力，上调至“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

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

◆ 中煤能源(601898.SH) 财报点评：降本增量对冲煤价下行，提高分红频次积极回报股东

公司发布 2025 年一季报：2025Q1 公司实现营收 383.9 亿元（-15.4%），归母净利润 39.8 亿元（-20.0%），扣非归母净利润 39.4 亿元（-19.4%）。

煤炭业务：自产煤产销稳中有增；成本精益化管理效果显著，吨煤成本下降；毛利受煤价中枢下行影响同比下降。2025Q1 公司商品煤产量 3335 万吨，同比+1.9%，其中动力煤产量 3068 万吨（+2.5%），炼焦煤产量 267 万吨（-5.0%）；商品煤销售量 6414 万吨，同比+0.4%，其中自产商品煤销量 3268 万吨，同比+1.1%。2025Q1 自产动力煤、炼焦煤销售均价分别为 454 元/吨、922 元/吨，分别同比下降 60 元/吨、593 元/吨。2025Q1 自产商品煤单位销售成本 269.8 元/吨，同比下降 21.2 元/吨，主要系①露天矿自营剥离量和井工矿掘进进尺同比减少等使吨煤材料成本同比减少 6.5 元/吨，②大修支出减少等使吨煤维修支出同比减少 2.9 元/吨；③加大安全费和维简费费用化使用力度减少专项基金结余成本等使吨煤其他成本同比减少 19.4 元/吨。最终煤炭板块实现毛利 74.5 亿元，同比减少 26.7 亿元。

煤化工业务：产销量增加，主要产品价格涨跌不一，但单位销售成本均有所下降，整体经营稳健。2025Q1 公司主要煤化工产品产/销量为 155.9/162.5 万吨，同比+10.6%/+12.1%，产销量增加主要系去年同期尿素和甲醇装置大修导致产销量下滑。价格方面，聚烯烃、尿素、甲醇、硝铵分别同比+0.4%/-23.9%/+7.1%/-17.3%。成本端，煤价下行降使聚烯烃、尿素、甲醇、硝铵单位销售成本分别同比-2.1%/-14%/-18.8%/-2.6%。

公司公告 2025 年将继续中期分红，且分红率不低于 30%。公司发布的关于 2025 年度“提质增效重回报”行动方案中提到公司将坚持长期稳定的现金分红，每年按照不低于向资本市场承诺的 20%至 30%的比例分派现金股利，且 2025 年将继续实施中期现金分红，分红比例不低于 30%（以中国企业会计准则和国际财务报告准则下的归母净利润金额孰低者为准）。

投资建议：维持“优于大市”评级。由于 2025 年煤价下跌幅度超过此前预期，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 168/169/177 亿元（前值为 178/179/187 亿元）。考虑公司煤炭、煤化工业务均有增量，业绩稳健性较强，且分红率有较大提升潜力，维持“优于大市”评级。

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

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

◆ 中国神华(601088.SH) 财报点评：下游需求疲软致业绩承压，内增外延仍有成长空间

公司发布 2025 年一季报：2025Q1 公司实现营收 695.9 亿元（-21.1%），归母净利润 119.5 亿元（-18.0%），扣非归母净利润 117.1 亿元（-28.9%）。

2025 年 2 月完成杭锦能源收购，并纳入合并报表。公司于 2025 年 2 月完成收购国家能源集团公司持有的杭锦能源 100%股权的交易，并将杭锦能源纳入合并报表。2025Q1 杭锦能源实现营业收入 10.25 亿元，同比-0.8%，净利润-0.8 亿元，同比减亏约 12 亿元。杭锦能源所属雁南矿、扎泥河露天矿、煤电一体化项目（敏东一矿及鄂温克电厂）生产经营稳定，2025Q1 实现煤炭销售量 324 万吨，同比+54%，售电量 103 万千瓦时，同比+2%。杭锦能源在建煤矿塔然高勒井田（设计产能 1000 万吨/年）工程建设按计划推进。

煤炭业务：下游需求疲软，煤炭销量和售价均有所下滑。2025Q1 公司商品煤产量 82.5 百万吨，同比-1.1%；煤炭销量 99.3 百万吨，同比-15.3%，其中自产商品煤销量 78.5 百万吨，同比-4.7%，外购煤销量 20.8 百万吨，同比-40.4%。价格方面，自产煤、外购煤销售均价分别为 484 元/吨、586 元/吨，分别同比-44

元/吨、-91元/吨。销售结构方面，年度长协/月度长协/现货/坑口直销占比分别为63.9%/27.7%/4.8%/3.6%，分别同比+14.0pct/-3.6pct/-9.0pct/-1.4pct。自产煤单位成本为195.8元/吨，同比增加4.4元/吨，主要系人工成本、修理费、折旧摊销增加所致。受煤价回落和销量下滑的影响，煤炭业务实现毛利152亿元，同比-22.5%。项目进展方面，截至2025Q1新街一井、新街二井立井井筒已开工建设。

电力业务：下游需求疲软，发/售电量下降，售电价格下滑，毛利减少。2025Q1公司发/售电量为504.2/474.7亿千瓦时，分别同比-10.7%/-10.7%；发电机组平均利用小时数为1063小时，同比-13.4%；平均售电价格386元/兆瓦时，同比-5.6%；由于燃煤采购价格下降，公司单位售电成本353.7元/兆瓦时，同比-3.1%。2025Q1电力板块毛利率15.4%，同比-1.3pct。截至2025Q1，公司控制并运营的发电机组装机容量为47505MW，相比2024年底新增装机容量1241MW，其中收购杭锦能源后新增燃煤发电装机容量1200MW。

运输业务：受煤炭销售量下降、航运业务结构调整等的影响，铁路、港口、航运利润总额同比下降。2025Q1铁路/港口/航运分部营收分别为105/16/7亿元，分别同比-10.5%/-7.2%/-41%，毛利率分别同比+1.9pct/-1.2pct/-2.8pct；实现利润总额为35/6/0.3亿元，分别同比-7.6%/-6.1%/-69.6%。项目进展方面，黄骅港（煤炭港区）五期工程全面开工建设。

2025年整体经营目标稳中有增；将适时回购H股增强市场信心；资产注入稳步推进，内增可期。2025年公司计划商品煤产量3.348亿吨，煤炭销售量4.659亿吨，发电量2271亿千瓦时，均高于2024年实际水平。公司董事会已获得股东周年大会授予回购H股股份的一般性授权，公司将适时进行回购。此外，目前公司与控股股东国家能源集团正在协商启动新一批的注资交易，新的煤炭优质资产有望继续注入公司，内增可期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司2025-2027年归母净利润为536/544/553亿元。公司是全球领先的以煤为基的综合能源企业，产运销七板块业务协同，业绩稳定性强，分红率较高，内增外延下仍有成长空间，维持“优于大市”评级。

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

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

◆ 富安娜(002327.SZ) 财报点评:2024年业绩表现稳健，分红率维持95%以上

全年收入基本持平，毛利率小幅提升，分红率维持95%以上。在2024年宏观消费需求疲软的环境下，公司仍保持收入和盈利水平稳健，实现营业收入30.11亿元，同比微降0.6%；归母净利润5.42亿元，同比下降5.2%。毛利率在高基数上同比提升0.43pct至56.05%，主要受益于核心品类毛利率提升以及渠道结构变化；净利率同比下降0.88pct至18.01%，是2018年以来次高水平；净利率同比下滑主要受刚性费用支出影响，销售费用率同比上升1.50个百分点至27.63%，销售费用金额仅同比增加5.1%。经营性现金流净额3.66亿元，净现比0.68，同比下降主要受公司为支持加盟商开店放宽收款时间、应收账款周转天数延长18天影响。分红率保持高位，拟每10股派6.2元，合计派现5.2亿元，分红率95.8%。第四季度实现营收11.24亿元（同比+1.7%），增速转正；归母净利润2.49亿元（同比+10.3%），毛利率57.54%（同比+0.12pct），净利率22.15%（同比+1.71pct）创单季新高。

2025一季度收入下滑双位数，负经营杠杆下盈利承压。2025年第一季度营收5.36亿元（同比-17.8%），归母净利润0.56亿元（同比-54.1%）。毛利率54.47%（同比+0.26pct），净利率大幅下滑至10.47%（同比-8.29pct）主因销售费用率同比+9.61pct至36.44%，销售费用率增长主要系收入下滑以及广告宣传费用支出增加所致。经营现金流同比+147.95%至1.82亿元。

除线上渠道外其他渠道增速稳健，核心品类毛利率持续提升。1）分渠道：2024年直营/加盟/线上/团购渠道收入分别同比+1.8%/+1.4%/-7.4%/+5.1%，其中线下渠道增速稳健、团购保持较快增长，线上渠道有所下滑；线下门店数基本稳定，直营和加盟门店分别+1/-23家，单店收入持续提升。毛利率方面，直营、加盟、团购渠道毛利率分别小幅下滑2.28/0.64/2.21pct，但线上渠道毛利率同比提升2.27pct。2）

分品类：被芯类收入 12.00 亿元（同比-1.6%）仍为第一大品类，毛利率提升 0.98pct 至 55.86%；套件类收入 11.94 亿元（同比-0.17%），毛利率+0.05pct 至 57.87%，基本保持稳定。

风险提示：市场竞争加剧；存货大幅减值；渠道拓展不及预期。

投资建议：看好公司经营韧性及出色盈利能力，2025 年有望受益于婚庆需求反弹。我们看好今年后续几个季度公司业绩回暖，全年有望受益于婚庆需求反弹、家纺补贴政策、消费刺激政策，全年业绩仍有望实现稳健增长，同时维持可观的分红水平和股息率。主要基于一季度销售费用支出略超预期，以及后续宏观环境仍存在不确定性，我们小幅下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025~2027 年净利润分别为 5.5/5.9/6.2 亿元（2025-2026 年前值为 5.7/6.0 亿元），同比+1.4%/6.6%/6.1%。维持 8.9~9.6 元目标价，对应 2025 年 14~15x PE，维持“优于大市”评级。

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

◆ 新澳股份(603889.SH) 财报点评:2024 年全年收入增长 9%，近两季度增长放缓

全年收入增长 9%，汇兑损失影响利润增速。公司是羊毛和羊绒纺纱龙头制造商。2024 年公司实现营业收入 48.41 亿元，同比+9.07%；实现归母净利润 4.28 亿元，同比+5.96%；扣非归母净利润 4.09 亿元，同比+5.23%。收入增长主要受益于羊绒纱线业务的快速放量以及毛精纺、毛条等业务的稳健增长。公司毛利率为 18.98%，同比+0.36pct，主要受益于毛精纺及毛条业务毛利率提升。费用端看，销售费用率基本稳定；管理费用率同比有所提升，主要系职工薪酬支出增加及股权激励计划产生的股份支付费用上升所致；财务费用同比大幅增加，主要系银行借款利息增加以及汇率变动导致的汇兑损失增加所致（2024 年汇兑损失约 919 万元，2023 年同期为汇兑收益约 1824 万元）。综合影响下，净利率同比下降约 0.36 个百分点至 9.34%。经营活动产生的现金流量净额同比下降 33.03%至 3.70 亿元，主要系本期用于贷款结算的银行承兑汇票到期承付金额增加以及购买商品和接受劳务支付的现金金额有所上升。公司分红比例达 51.17%。

近两个季度收入增速放缓，盈利能力有所改善。2024 年四季度单季，公司实现营业收入 9.69 亿元，同比增加 4.50%；实现归母净利润 0.58 亿元，同比增加 9.54%。2025 年一季度单季公司实现营业收入 11.03 亿元，同比增长 0.29%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 5.37%。

毛精纺业务稳健增长盈利改善，羊绒纱线快速增长毛利率下降。

1、毛精纺纱线业务：稳健增长，盈利提升。全年收入 25.43 亿元（+1.83%），销量 1.57 万吨（+5.05%），销售单价约 16.16 万元/吨（-3.1%），毛利率 26.78%（+1.72pct）。2、羊绒纱线业务：收入 15.48 亿元（+26.65%），销量 0.26 万吨（+30.23%），销售单价约 59.57 万元/吨（-2.7%），毛利率 11.13%（-1.55pct），预计受宁夏新澳收购后折旧增加以及部分低毛利订单影响。子公司英国邓肯引入香奈儿旗下 BARRIE 作为战略投资者，有助于深度绑定高端客户，提升品牌形象和盈利能力。3、羊毛毛条业务：收入 6.66 亿元（+0.85%），销量 0.76 万吨（+5.98%），销售单价约 8.76 万元/吨（-4.8%），毛利率 5.22%（+1.63pct）。4、改性处理、染整及羊绒加工业务：收入 0.43 亿元（+33.74%），销量 0.38 万吨（+18.09%），销售单价约 1.15 万元/吨（+13.2%），毛利率 34.58%（+2.32pct）。

毛精纺产能规划明确，今明两年逐步释放。

1、公司“60,000 锭高档精纺生态纱项目”二期所涉及的 1.5 万锭设备已陆续实现全部投产；2、子公司新澳越南“50,000 锭高档精纺生态纱纺织染整项目”按计划稳步推进，项目一期 2 万锭首条生产线已于 2024 年 11 月进入试生产阶段，其他生产线计划于 2025 年陆续投产。越南产能的释放有助于应对贸易环境变化，满足海外客户需求；3、子公司新澳银川“20,000 锭高品质精纺羊毛（绒）纱建设项目”计划于 2025 年陆续投产。

风险提示：海外需求疲软、新客户开拓不及预期、原材料价格波动风险、汇率波动风险、产能建设及爬坡不及预期风险、系统性风险。

投资建议：看好公司中长期市场份额提升的潜力。2024 年公司经营稳健，羊绒业务持续放量，未来产能有序释放将有望进一步提高公司市场份额。近两个季度由于下游品牌对需求判断较为谨慎，公司收入增速放缓，基于当前宏观消费需求的不确定性，我们小幅下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利

润分别为 4.4/4.9/5.6 亿元（原 2025-2026 年为 4.8/5.3 亿元），同比增长 3.6%/11.0%/14.3%；我们看好公司持续拓展品类与产能带动的中长期份额提升的机会，维持目标价 7.9-8.6 元，对应 2025 年 PE 13-14x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 伊之密(300415.SZ) 财报点评:2024 年归母净利润同比增长 27%，持续看好公司发展

2025 年第一季度营业收入同比增长 24.32%，归母净利润同比增长 14.29%。2024 年全年实现营收 50.63 亿元，同比增长 23.61%，归母净利润 6.08 亿元，同比增长 27.42%，扣非归母净利润 5.92 亿元，同比增长 29.85%；分季度看，2024 年第四季度实现营收 13.9 亿元，同比增长 24.32%，归母净利润 1.27 亿元，同比增长 13.49%，扣非归母净利润 1.24 亿元，同比增长 10.93%。利润增长主要系注塑机行业景气度回暖，同时公司产品竞争力强化所致。2025 年一季度实现 11.87 亿元，同比增长 24.32%，归母净利润 1.33 亿元，同比增长 14.29%，扣非归母净利润 1.26 亿元，同比增长 13.57%，利润增长主要系下游汽车、家电、3C 等行业表现较好。

2025 年一季度毛利率小幅下滑，费用率有所节省。2024 年公司毛利率/净利率分别为 31.95%/12.41%，同比变动-1.30/+0.41 个百分点，期间费率 19.32%，同比下滑 1.27 个百分点，销售/管理/研发/财务费率分别变化-1.36/-0.10/-0.33/+0.52 个百分点。2025 年一季度毛利率/净利率分别为 30.64%/11.52%，同比变动-4.16/-0.85 个百分点，毛利率有所下滑主要系个别低毛利率客户确认收入所致；期间费率 18.88%，同比下滑 4.13 个百分点，销售/管理/研发/财务费率分别变化-2.29/-0.91/-0.40/-0.53 个百分点，公司优化内部流程、积极控费，各项费率均有节省。

注塑机景气度持续向好，全球产能持续扩张。2025 年以来，公司下游占比最大的汽车行业继续保持较快发展，3C 行业保持平稳，家电及日用品行业景气度回暖。2025 年 1-3 月我国注塑机出口金额同比增长 28.37%，其中 3 月同比增长 46.58%，出口景气度持续向好。1-3 月出口美国金额占比仅 3.0%，美对华关税对注塑机出口影响小；剔除对美出口后，1-3 月金额同比增长 25.91%，非美出口表现优秀。公司坚持全球化战略，业务覆盖 70+国家和地区，利用“HPM”品牌，开拓北美及欧洲市场，美国、印度均有产能已投入使用，墨西哥工厂用于产品销售、维修及仓储服务，预计 2025 或 2026 年投入使用。

投资建议：公司是国内领先的模压成型设备供应商，注塑机受益行业景气、份额提升及出啦动，压铸机受益中高端 LEAP 系列竞争力强化及镁合金注射产品突破，整体有望保持稳步增长。考虑到下游需求的不确定性，我们小幅下调盈利预测，预计 2025-2026 年归母净利润 7.06/7.98 亿元（前值 7.49/8.57 亿元），新增 2027 年归母净利润 8.95 亿元，对应 PE 值 13/12/11x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品进展不及预期；下游需求不及预期；市场竞争加剧。

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

◆ 爱康医疗(01789.HK) 财报点评:2024 年归母净利同比增长 50%，打造骨科数字生态闭环

2024 年公司实现收入 13.46 亿（+23.1%），归母净利润 2.74 亿（+50.4%）。在集采推动下，人工关节行业进一步加速进口替代，公司产品的手术量需求持续增长，并提升医院覆盖率，也使得带量内产品销售进一步增长。同时，公司通过积极的市场开拓，以及在数字骨科全流程解决方案的带动下，海外手术量提升，海外收入获得显著增长。业绩的强劲复苏主要是由于收入增长以及费用管控。

髌膝关节进口替代成效显著，大力拓展海外市场。分品类来看，2024 年髌关节植入物实现收入 7.29 亿（+23.5%），膝关节植入物实现收入 4.05 亿（+30.1%），髌膝关节植入手术量呈现稳步复苏态势，进口替代进程成效显著，高层级医院手术量贡献呈现持续增长趋势。脊柱和创伤类植入物实现收入 1.27 亿（+3.3%），受政策影响，脊柱业务短期内维持稳定。得益于 3D 脊柱产品的独特优势，公司依靠合作研究与国家级和省级重点医院建立合作，聚焦在头部医院开展业务。定制产品及服务实现收入 0.51 亿（+3.5%），下半年环比改善明显。继 2024H1 在国内成功实现 VTS 可视化智能辅助导航系统销售后，2024 年 9 月实现首台海外销售，成功进军国际市场。截至 2024 年末，VTS 已辅助完成国内外累计超过 1000

台手术。2024 年公司海外收入达 2.74 亿（+20.8%），占比达 20.4%，保持快速增长态势。

净利率同比回升，除财务费用率外的三费率均有所下降。2024 年公司毛利率为 60.0%（同比-1.6pp），主要是由于集采产品占收入比重的增加。销售费用率 17.9%（同比-2.0pp），公司有效开展国内和国际的市场活动。管理费用率 10.7%（同比-1.4pp），研发费用率 10.3%（-2.2pp），公司继续积极进行数字骨科的研发投入、加强研发团队建设、积极推进研发项目及新产品开发。财务费用率-1.4%（同比+0.4pp），主要是受汇率变动的影响。净利率为 20.3%（同比+3.7pp），公司在宏观环境和行业政策承压下积极进行费用管控，推动盈利能力快速回升。

投资建议：公司作为中国第一家将 3D 打印技术商业化的人工关节龙头，产品管线兼具纵深，借助集采巩固行业龙头地位，公司 3D 打印/iCOS/智能设备已形成技术闭环，出海成为新增长点。略下调 2025-26 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-27 年归母净利润为 3.34/4.04/4.84 亿（2024-25 年原为 3.48/4.43 亿元），同比增长 21.9%/20.8%/20.0%，当前股价对应 PE 为 19.2/15.9/13.2 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：关节产品放量低于预期；市场竞争风险；研发不及预期。

证券分析师： 张超（S0980522080001）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

◆ 公牛集团(603195.SH) 财报点评:全年收入利润双增，一季度延续稳健经营

2024 年收入利润双增，2025Q1 延续稳健增长。公司发布 2024 年报和 2025 年一季报，2024 年实现收入 168.3 亿/+7.2%，归母净利润 42.7 亿/+10.4%，扣非归母净利润 37.4 亿/+1.0%；其中 2024Q4 收入 42.3 亿/+3.4%，归母净利润 10.1 亿/-4.6%，扣非归母净利润 9.0 亿/-16.5%。2025Q1 收入 39.2 亿/+3.1%，归母净利润 9.7 亿/+4.9%，扣非归母净利润 8.6 亿/+4.6%。2024 年在消费疲软与地产压力下行业增长乏力，公司收入利润实现双增，基石主业夯实，新业务快速成长，海外有序拓展；2025Q1 延续稳健增长态势。

电连接基本盘业务稳健增长，智能电工照明穿越周期，新能源实现跨越式增长。1) 2024 年电连接业务收入 76.8 亿/+4.0%，销量同比-0.98%，电连接作为公司核心业务，持续推动产品焕新与细分场景创新，上市电动工具新品类，均价提升带来收入稳健增长；2) 智能电工照明收入 83.3 亿/+5.4%，销量同比+6.4%，智能电工业务推进旗舰店与新零售渠道变革，抵御了地产下行压力，表现优于行业；3) 新能源业务收入 7.8 亿/+104.8%，销量同比+119.3%，新能源业务快速丰富产品线，在技术、供应链和渠道等方面建立起综合竞争优势，国内电商平台市占率领先。分区域看，2024 年公司国内收入 165.5 亿/+6.8%，海外收入 2.4 亿/+36.8%，海外业务快速拓展。

费用率有效控制，盈利能力稳健。2024 年公司毛利率 43.2%/+0.04pct，净利率 25.4%/+0.7pct，其中全年投资净收益 5.5 亿，较 2023 年增加 3.5 亿。2025Q1 毛利率 41.0%/-1.1pct，净利率 24.9%/+0.4pct，费用整体控制优异，销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.6%/4.7%/4.0%/-0.7%，同比-0.8pct/+0.5pct/-0.5pct/+0.01pct。

激励计划强化增长信心。公司发布 2025 年特别人才持股和限制性股票激励计划，其中特别人才持股计划的股票规模约 74.08 万股，参与人数 30 人；激励计划拟授予股票数量 309.69 万股，激励对象共 671 人。考核指标均为 2025-2027 年营业收入或净利润不低于前三年的平均水平且不低于前两年的平均水平的 110%。

风险提示：新业务与新渠道开拓不及预期；行业竞争加剧；原材料大幅波动。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

公司核心品类稳居行业第一，品牌效应强、渠道布局完善，新老业务及新老渠道协同并进。考虑到消费需求偏弱与地产深度调整，下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 45.7/49.5/55.0 亿（前值 46.5/51.5/-亿），同比+6.9%/8.4%/11.1%，摊薄 EPS=3.5/3.8/4.3 元，当前股价对应 PE=20/19/17x，维持“优于大市”评级。

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

联系人：李晶

◆ 好太太(603848.SH) 财报点评:经营短期承压, 期待以旧换新拉动收入与利润改善

外部需求疲软, 公司经营短期承压。公司发布 2024 年报与 2025 年一季报, 2024 年实现收入 15.6 亿/-7.8%, 归母净利润 2.5 亿/-24.1%, 扣非归母净利润 2.4 亿/-24.5%; 其中 2024Q4 收入 4.9 亿/-14.7%, 归母净利润 0.6 亿/-34.7%, 扣非归母净利润 0.5 亿/-42.3%, 公司拟每 10 股派发现金红利 2.0 元。2025Q1 实现收入 2.6 亿/-11.4%, 归母净利润 0.3 亿/-39.7%, 扣非归母净利润 0.3 亿/-42.9%。外部经济增长放缓、消费需求疲软, 智能家居行业整体承压, 公司收入同比下滑; 利润端由于行业竞争加剧, 存在以价格战抢占市场份额现象, 叠加规模效应下降, 整体盈利能力下滑。

2024 年智能家居产品销量增长 19.4%, 均价下移影响收入。分产品看, 2024 年智能家居业务收入 13.3 亿/-7.4%, 销量 153.3 万套/+19.4%, 毛利率 49.6%/-2.9pct; 传统晾衣架产品收入 1.7 亿/-18.9%, 销量 60.8 万套/-21.4%, 毛利率 43.5%/+0.1pct。公司智能产品销量维持增长, 收入下滑主要系受到行业价格竞争与低价位段产品销售占比提升带来的均价下移影响; 传统晾衣架市场同质化严重, 量价均受到挤压。

线上渠道相对稳健, 线下收入下滑。2024 年公司线上渠道收入 9.9 亿/-2.0%, 毛利率 50.7%/-2.6pct; 2024 年线下渠道收入 5.3 亿/-20.8%, 其中南区收入 2.6 亿/-30.9%, 北区收入 2.6 亿/-7.2%, 线下毛利率 45.2%/-1.9pct。公司坚持全渠道布局, 线上传统电商渠道稳固, 并挖掘新兴电商渠道增量, 市占率稳居行业第一; 线下继续深耕传统经销商渠道, 持续推进“开疆焕新”行动, 推动经销商完成抖音流量转化; 工程渠道与头部房地产商、央企国企等达成良好合作, 兼顾市场开拓与风险管理。

盈利能力下滑, 规模效应减弱与费率提升影响利润率。2024 年毛利率 48.0%/-3.4pct, 其中 2024Q4 毛利率 37.6%/-15.5pct, Q4 毛利率下降主要系会计准则调整导致部分费用确认至成本端, 预计实际毛利率变化不大。2025Q1 毛利率 47.9%/-4.0pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.3%/8.5%/3.2%/-0.8%, 同比+1.4pct/+1.2pct/-0.3pct/+0.4pct, 净利率 12.9%/-6.1pct, 主要系价格竞争、规模效应减弱与费用投放加大影响盈利。

风险提示: 原材料价格波动, 市场竞争加剧风险, 房地产市场调控风险。

投资建议: 下调盈利预测, 维持“优于大市”评级。

公司是智能晾晒龙头, 品牌认知与全渠道布局领先, 全面发力智能家居赛道。考虑到外部需求疲软与竞争加剧, 下调盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润 3.0/3.6/4.1 亿元(前值 4.1/4.6/-亿), 同比 21.8%/18.3%/13.7%, 当前股价对应 PE=18.5/15.6/13.7 倍。维持“优于大市”评级。

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

联系人: 李晶

◆ 格力电器(000651.SZ) 财报点评:一季度收入好转, 盈利能力进一步提升

Q1 营收止跌反弹, 盈利持续提升。公司 2024 年实现营收 1900.4 亿/-7.3%, 归母净利润 321.8 亿/+10.9%, 扣非归母净利润 301.0 亿/+9.2%。其中 Q4 收入 426.2 亿/-13.4%, 归母净利润 102.2 亿/+14.5%, 扣非归母净利润 89.4 亿/+7.0%。2025Q1 实现营收 416.4 亿/+13.8%, 归母净利润 59.0 亿/+26.3%, 扣非归母净利润 57.2 亿/+26.3%。公司拟每 10 股派发现金股利 20 元, 叠加中期分红每 10 股 10 元, 对应 4 月 25 日收盘价股息率为 6.6%, 现金分红率为 52.1%。国补开展以来, 我国空调零售需求快速好转, Q1 公司营收逆转此前三个季度的下降趋势; 随着渠道变革成效释放, 公司盈利能力持续提升。

空调增长稳健, 外销占比提升。产业在线数据显示, 2024 年及 2025Q1 我国空调内销出货量增长稳健, 外销高景气: 2024 年空调内销量同比增长 4.9%, 外销量同比增长 36.1%; 2025Q1 内销量同比增长 6.2%, 外销量同比增长 24.5%。公司 2024 年消费电器收入同比下降 4.3%至 1485.6 亿, 其中 H1/H2 分别+11.4%/-17.9%。公司外销收入增长 13.3%至 282.0 亿, 其中 H1/H2 分别+15.6%/+10.7%; 内销收入下降 5.4%至 1415.1 亿, H1/H2 分别+9.0%/-17.8%。

其他业务拖累收入增长。公司 2024 年工业制品及绿色能源收入增长 0.8%至 172.5 亿, 其中 H1/H2 分别

-2.6%/+4.0%；智能装备收入下降 36.7%至 4.2 亿，其他主营收入增长 122.3%至 34.9 亿；其他业务收入下降 33.9%至 194.5 亿。

毛利率下降、费用优化，盈利能力持续向好。同口径下，公司 2024 年毛利率同比-0.03pct 至 29.8%，其中家用电器毛利率同比-0.7pct。Q1 毛利率同比-1.4pct 至 27.6%。公司费用率有所优化，全年销售/管理/研发/财务费用率同比分别-2.1/-0.0/+0.3/-0.0pct 至 5.1%/3.2%/3.6%/-1.7%；Q1 同比分别-1.0/-1.4/+0.0/-0.1pct。2024 年公司归母净利率为 16.9%/+2.8pct；24Q4 归母净利率同比+5.8pct 至 24.0%，25Q1 归母净利率同比+1.4pct 至 14.2%。

合同负债规模稳定，Q1 经营现金流好转。公司 Q1 末合同负债规模达到 182 亿，同/环比分别-10.9%/+46.1%；其他流动负债（销售返利等）615 亿，同/环比分别-1.1%/+2.0%；经营活动现金流量净额 110 亿，同比大幅转正。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；空调内外销需求不及预期

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司空调主业领先优势稳固，考虑到各地积极推动家电以旧换新，上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 355/377/394 亿（前值为 351/372/-亿），同比增长 10%/6%/5%，对应 PE=7/7/6x，维持“优于大市”评级。

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

联系人：李晶

◆ 泸州老窖(000568.SZ) 财报点评:2025Q1 录得正增，公司指引 3 年分红率稳步提升

2024 年稳健落地，股东回报指引积极。2024 年公司实现营业总收入 312.0 亿元/同比+3.2%，归母净利润 134.7 亿元/同比+1.7%；2024Q4 营业总收入 68.9 亿元/同比-16.9%，归母净利润 18.8 亿元/同比-29.9%；2025Q1 营业总收入 93.5 亿元/同比+1.8%，归母净利润 45.9 亿元/同比+0.4%。公司发布 2024-2026 年股东分红回报规划，每年度现金分红总额不低于归母净利润的 65%/70%/75%。

2024 年节奏前高后低，净利率同比略-0.63pcts。产品看，2024 年国窖品牌销售超 200 亿元、泸州老窖品牌超 100 亿元。全年中高档酒收入 275.9 亿元/同比+2.8%（量+14.4%，价-10.2%），我们预计国窖 1573 聚焦促进消费者开瓶动销、表现增速放缓；特曲 60 版在川渝、华北地区延续较快增长；老字号下半年去库调整。2024 年其他酒收入 34.7 亿元/同比+7.15%（量+3.5%，价+3.5%），2024H2 消费需求走弱、外部监管趋严，公司顺应时势增加头曲等放量，聚焦大单品也贡献吨价提升，2024H2 其他酒收入+20.8%。渠道看，2024 年传统渠道/新型渠道收入+3.2%/+4.2%，公司积极开拓终端和线上销售。毛利率看，2024 年酒类业务/中高档酒/其他酒毛利率同比-0.80/-0.41/-2.52pcts，国窖打款价降低冲减收入，其他酒毛利率下滑较多主要系智能化包装中心投入分摊至吨成本（制造费用同比+63.3%）。费用端，2024 年税金及附加率/销售费用率/管理费用率/所得税率同比+1.50/-1.80/-0.30/+0.50pcts，费用精细化管理能力仍然较好；其中单四季度税金及附加率+6.94pcts 主因淡旺季节节奏差异扰动，集中进行春节备货。

2025Q1 录得正增，结合第四季度看收现表现良好。收入端看，预计国窖及中腰部产品增速略慢，头曲受益于性价比和渠道下沉增长较快，结构下移致 2025Q1 毛利率同比-1.86pcts。动销端看，经销商出库和消费者开瓶数量均正增长，开瓶率持续提升至 40%+（预计泸系特曲开瓶率更高），也受益于公司持续增加 C 段端投入和培育。2025Q1 销售费用率略+0.36pcts，税金及附加率/管理费用率分别-0.79/-0.42pcts，净利率同比-0.67pcts 至 49.1%。结合 24Q4+25Q1 看，销售收现同比+48.3%，合同负债环比 Q3 末增加 4.12 亿元，报表质量较高。

2025 年目标收入稳中求进，数字化工程长期难而正确。2022 年以来公司推动数字化转型，2024 年部分经销商和终端在开瓶拉动下实现盈利提升的正循环；2025 年定义为数字化执行年，1）进一步强化有开瓶才有配额和费用；2）高度国窖提价 20 元，用以灵活调整费用投入；3）进一步精细划分消费者类型，针对不同等级客户配称不同服务，预计在景气度向上阶段中数字化效能加速跑通。

投资建议：白酒消费需求仍然偏弱，外部环境不确定性因素扰动，商务场景延续压力；数字化转型稳步推进，预计首先在提升内部管理效率体现，远期以消费者为中心的模型跑通后带来收入增量。下调此前

收入及净利润预测并引入 2027 年预测，预计 2025-2027 年公司收入 317.4/334.0/355.4 亿元，同比 +1.7%/+5.2%/+6.4%（前值 25/26 年收入 +5.3%/+10.2%）；归母净利润 135.5/141.6/151.6 亿元，同比 +0.5%/+4.5%/+7.1%（前值 25/26 年净利润 +6.7%/+12.2%），当前股价对应 25/26 年 13.6/13.0 倍 P/E，2025 年 70% 分红率对应 5.5% 股息率，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

证券分析师：张向伟（S0980523090001）

联系人：张未艾

◆ 巴比食品(605338.SH) 财报点评:2025 年第一季度收入同比增长 4%，公司经营状况企稳

巴比食品 2025 年第一季度收入同比增长 4%。巴比食品公布 2025 年第一季度业绩，2025Q1 实现营业总收入 3.70 亿元，同比增长 4.45%；实现归母净利润 0.37 亿元，同比减少 6.13%；实现扣非归母净利润 0.39 亿元，同比增长 3.33%。

单店保持改善趋势，并购贡献增量。2025Q1 面米类/馅料类/外购食品类/包装及辅料/服务费收入分别同比 +2.6%/+11.4%/+3.7%/+3.4%/-14.7%。2025Q1 特许加盟收入同比 +2.7%，剔除青露并表原有门店收入虽然仍存压力，但是单店营收缺口环比减少趋势延续；团餐业务收入同比 +11.7%，主因新零售、餐饮连锁等渠道团餐增速较快。2025Q1 末公司门店数量净增 501 家至 5644 家，其中并购的“蒸全味”、“青露”并表贡献 504 家。

盈利能力维持稳定。2025 年 Q1 公司毛利率约为 25.5%，同比略降 0.4pct，主因季节性收入规模波动叠加武汉工厂折旧摊销增加。公司费用端管控良好，销售费用率/管理费用率同比下降 1.0/0.1pct 至 4.1%/7.5%。公司 2025Q1 实现扣非归母净利润 0.39 亿元，同比增加 3.33%，扣非归母净利率约 10.5%，盈利能力保持稳定。

内部展店企稳，收购项目依序落地。巴比品牌 2025 年计划新开门店 1000 家，闭店率虽在短期维持较高水平，但预计随单店收入修复后有所缓解。另外，公司于 2025Q1 内完成南京青露无双 90% 股权及巴比九江 75% 股权收购并纳入合并报表范围，体现公司在并购整合方面的执行力。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，餐饮需求恢复不及预期等。

投资建议：我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 18.3/19.9/21.4 亿元，同比增长 9.4%/8.6%/8.0%；2025-2027 年公司实现归母净利润 2.5/2.7/3.0 亿元，同比 -8.6%/+8.0%/+8.1%。预计 2025-2027 年公司实现 EPS1.01/1.09/1.18 元，当前股价对应 PE 分别为 18.5/17.1/15.8 倍。维持中性评级。

证券分析师：张向伟（S0980523090001）

联系人：王新雨

◆ 古井贡酒(000596.SZ) 财报点评:2024 年业绩彰显韧性，2025Q1 顺利开门红

2024 年收入、净利润实现双位数增长。2024 年公司实现营业总收入 235.8 亿元/同比 +16.4%，归母净利润 55.2 亿元/同比 +20.2%；2024Q4 收入 45.1 亿元/同比 +4.8%，归母净利润 7.7 亿元/同比 -0.7%；符合此前预告值。结合中期分红 2024 年份合计现金分红占归母净利润比 57.5%，较 2023 年提升 5.66pcts。2025Q1 实现收入 91.5 亿元/同比 +10.4%，归母净利润 23.3 亿元/同比 +12.8%。

2024 年收入增速高于行业，产品结构延续提升。分产品看，2024 年年份原浆收入 180.9 亿元/同比 +17.3%（量 +12.0%，价 +4.8%），我们预计古 7/8/16 增速高于整体，上半年古 16 承接省内升级需求、放量较多，下半年需求转弱后古 8+7 贡献较多增长；古 20 以去化库存为主，增速低于平均；2024 年古井贡酒收入 22.4 亿元/同比 +11.2%（量 +9.0%，价 +2.0%），公司推出贡系列补充收入增量。分区域看，2024 年华中/华北/华南/国际市场收入分别 +17.8%/+7.4%/+11.2%/+2.9%，全年白酒消费需求退频降次，公司凭借渠道精细化运作能力和年份原浆品牌势能，安徽省内市场承担较多增量，另外黄鹤楼从湖北基地开始向华北铺货。

2025Q1 顺利实现开门红，回款留有余力。分产品看，预计结构延续稳中有升，古 16 在合肥区域受益于宴席场景回补和升级需求，预计增速引领；古 8、古 5 在县乡级市场增长稳健；另外公司加大百元内光瓶酒的布局，招商老瓷贡和老玻贡补充增量。2025Q1 毛利率同比-0.67pcts 预计系春节阶段性加大促销力度所致。2024&2025Q1 销售费用率分别同比-0.60/-0.57pcts，管理费用率分别同比-0.70/-0.43pcts，公司管理精益化、费效比提升逻辑仍在稳步兑现。结合 24Q4+25Q1 看，合同负债环比 Q3 末增加 17.38 亿元，同比多增 33.5%，节后以去库存、促动销为主，后续收入留有余力。两个季度销售收现同比-0.6%，经营性现金流量净额同比-0.2%，系回款中票据占比较高所致。

投资建议：2025 年经营计划总收入稳健增长，基本盘优势稳固。近期经营看，库存环比春节后有所去化，五一节庆婚喜宴回补、渠道信心改善，公司逐步推动端午小旺季营销活动。2025 年看，公司省内品牌力和渠道护城河仍在，100-600 元价位带份额领先，通过三通工程和酒店渠道合作推动各级市场结构升级，预计古 8 以上产品仍是增长主力。但考虑到白酒行业整体消费场景减少，安徽省内白酒规模增长边际减弱，公司保持积极费用投入稳固份额优势、培育高端产品；下调此前收入及净利润预测并引入 2027 年预测，预计 2025-2027 年公司收入 255.4/276.3/294.5 亿元，同比+8.3%/+8.2%/+6.6%（前值 25/26 年收入+13.6%/+12.7%）；归母净利润 60.7/66.9/72.2 亿元，同比+10.0%/+10.2%/+7.9%（前值 25/26 年净利润+17.2%/+16.7%），当前股价对应 25/26 年 14.6/13.2 倍 P/E，当前分红率水平对应 4%股息率，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 张未艾

◆ 海康威视(002415.SZ) 财报点评：降本增效调结构，大模型产品陆续推出

1Q25 营收及归母净利润同比增加，温和复苏。公司 24 年实现营收 924.96 亿元 (YoY+3.53%)，归母净利润 119.77 亿元 (YoY-15.1%)，毛利率 43.83 (YoY-0.61pct)。1Q25 公司实现营收 185.3 亿元 (YoY+4.0%)；归母净利润 19.26 亿元 (YoY+9.44%)，毛利率 44.92% (YoY-0.83pct, QoQ+3.28pct)，经营活动产生的现金流量净额同比增长 56.19%，销售回款增加，1Q25 呈现温和复苏态势。

海外与创新业务保持增长，24 年合计占比超 50%。公司海外 24 年收入 318.95 亿元，同比增长 10.1%，占 34.48%，其中非视频产品增速较快，东南亚、中东非等区域项目需增加，伴随海外市场模式整体从产品销售向项目制销售发展未来有望保持稳健增长。创新业务 24 年收入 224.84 亿元，同比增长 21.2%，占 24%。其中，海康机器人 (YoY+20.00%)、萤石网络 (YoY+10.76%)、海康微影 (YoY+27.59%)、海康汽车电子 (YoY+44.81%)、海康存储 (YoY+19.83%) 实现较快增长，创新业务已成为公司重要增长极。

国内主业短期调整，降本增效调结构为主旋律。24 年 PBG 收入 134.67 亿元 (YoY-12.29%)，传统公安、交警等受地方财政压力影响短期承压，水利水务、防灾救灾、应急管理 etc 受益于国债支持实现增长，数字化治理相关业务占比提升。24 年 EBG 收入 176.51 亿元 (YoY-1.09%)，以企业降本增效为目的的数字化转型需求保持活跃，有望推动软硬件需求持续增长。24 年 SMBG 收入 119.71 亿元 (YoY-5.58%)，公司 3Q24 开始主动对经销商降库存，以促进渠道健康发展，为未来增长积蓄弹性。根据公司投资者关系活动记录表，25 年将严控费用并通过考核方式调整尽量将费用做到显性化分摊，1Q25 营业费用增速已低于收入增速；通过降本增效调结构，国内主业盈利能力有望逐步改善。

AI 大模型赋能产品与方案升级，场景数字化持续落地。通过观澜大模型技术提升感知智能的上限、感知能力的边界、认知智能的应用，以文搜 NVR、文搜 CVR 等多模态大模型产品为例，实现自然语言与视频图像的跨模态检索，大幅提升安防业务效率。此外各类数字化新产品在工业制造、能源、交通、医疗等众多行业应用，推动场景数字化逐步落地。

投资建议：我们看好公司的经营韧性与行业智能化带来的长期增长动能，短期考虑宏观经济修复低于预期，下调国内业务收入预期，预计 25-27 年归母净利润 132/145/167 亿元（26-27 年前值：160/180 亿元），对应 25-27 年 PE 为 20/18/16 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长不及预期，海外需求增长不及预期。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋

(S0980524060001)、李书颖(S0980524090005)

联系人：连欣然

◆ 中国太保(601601.SH) 财报点评:量稳质增,转型持续

受一季度债券市场波动等因素影响,公司营业收入同比下降1.8%。2025年,债券市场出现明显震荡,导致公司资产端收益承压。截至一季度末,公司投资类相关收入(利息收入、投资收益及公允价值变动收益)同比下降15.9%,其中公允价值变动收益受资产收益下滑影响,同比下降89.0%。负债端方面,公司进一步推进“长航行动”的转型深度,一季度实现保险服务收入695.5亿元,同比增长3.9%。

寿险个险质态稳增,银保新单增速亮眼。公司持续推进代理人队伍质态优化改革措施,核心人力规模企稳,产能及收入持续提升,叠加银保、职域等多元渠道发力,带动公司整体渠道价值的稳健增长。1)个险:代理人规模企稳,分红险占比提升。2025年,公司个险渠道实现规模保费828.7亿元,其中分红险占新单保费比例提升至18.2%,同比提升16.1pt,产品结构转型成果显著。2)银保:渠道持续夯实合作银行渠道拓展,一季度实现规模保费257.2亿元,同比大幅增长107.8%。其中,新单保费规模45.1亿元,在行业新增放量承压背景下,同比增长86.1%。

财险保费增速放缓,COR同比优化。2024年,太保产险实现原保险保费收入631.08亿元,同比增长1.0%。公司不断优化车险业务费用水平,一季度实现车险保费收入268.3亿元,同比增长1.3%。非车险业务不断强化产品创新,持续推进“农业保险+产业”等产品供给服务,一季度非车险实现保费收入362.8亿元,同比增长0.7%。受一季度自然灾害影响减弱等因素影响,公司COR实现97.4%,同比优化0.6pt。

哑铃策略彰显韧性,净投资收益率同比持平。2025年一季度,权益及债券市场出现一定波动,为交易型金融资产投资收益带来一定压力。公司灵活调整配置策略,加大长久期固收类资产配置,同时强化权益类资产主动管理,把握高股息等资产配置机会。截至一季度末,公司实现净投资收益率(未年化)0.8%,同比持平;实现总投资收益率(未年化)1.0%,同比下降0.3pt。此外,一季度受债券市场波动影响,公司实现归母净资产2636亿元,较年初下降9.5%。

投资建议:2025年一季度,债市震荡为公司投资收益带来一定压力。负债端方面,随着公司“长航”转型战略的稳步推进,经营成果稳健。我们维持公司2025年至2027年盈利预测,预计2025至2027年公司EPS为4.77/4.90/5.08元/股,当前股价对应P/EV为0.46/0.40/0.35x,维持“优于大市”评级。

风险提示:保费不及预期;自然灾害导致COR上升;资产收益下行等。

证券分析师:孔祥(S0980523060004)

联系人:王京灵

◆ 永安期货(600927.SH) 财报点评:经纪市占下滑,境外业务增长

公司发布2024年年报及2025年一季报。2024年全年,公司实现营收19.44亿元(净额法,后同)、同比+3.79%,归母净利润5.75亿元、同比-21.07%。全年加权平均ROE4.56%、同比-1.41pct。2025Q1实现营收2.06亿元、同比-53.39%,归母净利润0.09亿元、同比-88.08%。2024年分部业务增速:期货经纪-3.78%、风险管理(净额法,后同)-20.83%、境外业务+132.21%、基金销售-12.09%、资产管理+85.17%,分部业务占比:期货经纪54.7%、风险管理20.6%、境外业务21.4%、基金销售2.7%、资产管理1.3%。2024年利润下降的主因为期货经纪、风险管理等的利润率有所下降。

期货经纪收入承压,营业利润率下降。2024年全年,公司境内代理期货交易2.01亿手、同比-14.1%,成交额14.71万亿元、同比-7.6%,客户权益470.57亿元、同比+2.9%。期货经纪业务营业利润率42.71%、同比-4.63pct。全年期货市场整体成交呈现“量减额增”,市场竞争趋于激烈。公司期货经纪市占率由2023年的2.80%下降至2024年的2.38%,或是利润率下降的主因。

风险管理收入增长,营业利润率下降。2024全年,公司基差贸易业务仓单注册量28.55万吨、同比+56%,交割仓单量18.68万吨、同比+130%,实现营业利润0.31亿元、同比-84.81%,总额法计算营业利润率0.15%、同比-0.76pct。场外业务及做市业务保持较快发展,全年场外业务累计名义本金超1,900亿元、同比+17%,做市业务累计成交额超1.39万亿元、居行业第1。

境外业务收入持续增长。一是境外期货经纪业务交易量同比+57.64%，客户结构进一步优化，机构客户权益占比提升至80%，机构客户交易量占比提升至75.48%。二是财富销售大幅增长，全年新增基金销售约为1.93亿美元，同比增长128.5%。

衍生品市场扩容持续，公司作为龙头或受益于市场扩张。2024年以来，鸡蛋、玉米淀粉、生猪期权等多个期权品种上市，瓶片期货等期货品种上市，我国衍生品市场持续扩容。公司作为行业龙头，行业扩容或将助力公司期货经纪、做市、风险管理等主业发展，同时，公司在优结构、精服务、育生态等战略指引下，业务发展具备长期竞争优势。

投资建议：基于公司年报数据，我们将公司经纪业务、风险管理业务增速小幅下调，并基于此将2025-26年归母净利润分别下调14.7%、15.9%，预计2027年归母净利润7.27亿元。考虑到期货行业扩容及公司龙头地位和长期竞争优势，我们维持“优于大市”评级。

风险提示：期货市场周期波动风险；监管政策变动风险；境外监管风险

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

◆ 东方财富(300059.SZ) 财报点评:市场交易活跃，业绩弹性释放

公司发布2025年一季报。2025Q1实现营收34.86亿元、同比+41.9%、环比-19.0%，实现归母净利润27.15亿元、同比+39.0%、环比-23.9%。加权平均ROE 3.31%，同比+0.62pct。2024年Q4以来，资本市场交投活跃度显著提升，驱动公司证券业务收入显著增长，尤其是证券经纪业务和两融业务显著增长，带动公司整体业绩同比大幅改善。2025年Q1，A股日均成交额等关键变量略有下降，公司业绩因此呈现环比下降，但绝对数值仍较为可观。此外，公司近年来持续加大债券投资，投资收益对营收贡献度也有所提升。

资本市场景气度提高，公司股票经纪及两融业务市占率提升。公司2024年全年股基交易额24.24万亿元（双边）、市占率4.71%，市占率同比提升0.70pct。公司期末两融余额574.82亿元、市占率3.08%，市占率提升0.36pct。行情热度持续，客户资金流稳定，截至2025Q1末，公司货币资金1,071.74亿元、较年初+5.8%，期末结算备付金205.50亿元、较年初-3.0%、显示客户资金留存情况较好。期末代理买卖证券款1,099.75亿元、较年初-1.6%，显示证券业务、金融电子商务服务业务的代理买卖证券款保持平稳。

基金保有规模业内领先，保有类型以权益基金为主。天天基金代销基金以权益基金为主，2024H2末数据显示，其权益基金保有规模3,493亿元、占非货基金比重高达60.7%（vs 蚂蚁基金50.8%）。其中，权益指数基金保有量925亿元、较H1末增长14.6%，主动权益基金保有量2,568亿元、较H1末下降2.2%。期末公司非货基整体保有量5754亿元、较H1末增长4.2%。受权益市场回暖影响，我们判断公司客户在本轮行情中的基金投资热度较高。费率方面，基金代销费率或将有所下调，但保有规模增长有望缓冲费率下调影响。

流量赋能牌照，竞争力持续，龙头地位稳固。公司手握东方财富网及天天基金两大互联网流量池，社区化运营已较为成熟，用户粘性较高。旗下金融牌照已含证券经纪、基金销售、两融、期货经纪、资产管理、投行等多种类，流量变现链条较长，发展潜力较大。公司AI大模型“妙想”持续迭代升级，凭借用户规模+AI技术+数据储备，或可赋能投顾、投教、投研等领域。

投资建议：根据公司一季报数据及市场表现，我们上调了公司日均股基成交额假设，并基于此将公司2025-27年归母净利润分别上调3.95%、4.00%、4.04%。公司当前PE TTM 34.00x，处近5年48.43%分位。考虑到公司流量优势明显、金融牌照全面、证券业务市占率保持提升、资产投资能力持续提升，我们对公司维持“优于大市”评级。

风险提示：股票场景景气度下降，证券业务市占率下降，基金代销承压等。

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

◆ 天下秀(600556.SH) 财报点评:2024年收入下滑3%，经营端持续拓展红人营销商业边界

市场环境广告主需求，2024 年收入下滑 3%。1) 2024 年，公司营业收入 40.7 亿元，同比下滑 3.2%，主要由于客户结构变化以及市场环境的影响；归母净利润 0.51 亿元，同比下降 44.5%，其中包括 0.76 亿的信用减值损失和 0.1 亿的资产减值损失。毛利率同比下降 0.9 个百分点至 17.2%；费用率整体下降 0.1 个百分点至 13.6%。2) 单看第四季度，公司收入 10.2 亿元，同比下降 1.1%，降幅环比收窄 0.8 个百分点；归母净利润-0.1 亿元，同比增长 29.9%。

红人营销平台效率提升，持续完善红人经济产业布局。1) 主业红人营销平台方面，活跃客户与红人数持续提升；客户方面，截至 2024 年末，WEIQ 累计注册商家客户数 20.8 万，同比增长 8423 个；从红人方面看，红人账户累计数量达 346.6 万，其中专职红人账户数/MCN 机构数分别为 212.7/1.91 万，同比增长 30.9%/9.8%。此外，公司还持续通过数据产品、技术工具提升红人商业化的效率。2) 新业务方面，公司持续完善在红人经济行业的业务布局，构建去中心化的创作者经济商业生态体系，布局了以 IMSOCIAL 加速器、TOPKLOUT 克劳锐、天下秀教育和西五街为代表的红人商业服务等创新业务。此外，公司将 AIGC、MR、VR 等技术运用到数据服务、内容服务等领域，创建 3D 虚拟数字内容呈现应用“虹宇宙”和 AI 内容创作工具“灵感岛”。

公司的 AIGC 商业化逐步落地，海外业务有初步进展。1) AI 方面，公司在 2024 年完成了“灵感岛文本生成算法”备案，灵感岛产品涵盖社媒内容 AI 运营、短视频内容 AI 运营、矩阵营销 AI 运营，赋能品牌方和 MCN 提高其营销效率。2) 跨境业务方面，日本子公司株式会社 MSGROUP 获得了小红书 2025 年度商业化跨境营销代理商资质，开始拓展非中国大陆地区客户，公司旗下 IMsocial 东京孵化器——“幸以”挖掘日本华人内容创作者。同时，天下秀教育持续出海东南亚，利用中国经验引导当地企业。

风险提示：宏观经济下行；创新业务回收周期长；客户压低毛利率。

投资建议：看好公司在红人经济行业的布局，维持“优于大市”评级。由于宏观经济影响广告主需求、公司调整客户结构，我们下调 25~26 年盈利预测、新增 27 年盈利预测，预计 25~27 年归母净利润分别为 1.2/1.4/1.6 亿(原 25~26 年预测为 1.8/2.2 亿)，同比 125.1%/18.5%/17.7%；摊薄 EPS=0.06/0.08/0.09 元，当前股价对应 PE=73x/61.6x/52.3x。公司在红人经济行业具备大量客户、红人、数据等资源积累，海外业务持续拓展，维持“优于大市”评级。

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

◆ 宇通客车(600066.SH) 财报点评:盈利能力稳健，一季度净利润同比增长 15%

一季度整体销量同比提升，净利润同比增长 15%。2025 年一季度宇通客车实现营业收入为 64.2 亿元，同比-3.0%，归母净利润为 7.55 亿元，同比+14.9%，扣非净利润为 6.42 亿元，同比+12.49%；25Q1 宇通客车实现销量 9011 台，同比+16.59%，整体来看，得益于费用管控持续、减值冲回、销量提升等因素，宇通客车业绩持续释放。

盈利能力稳健，销量结构有望逐步优化。具体来看，25Q1 应收回款减值冲回 3.17 亿元，一定程度增厚利润；25Q1 销售毛利率 18.9%，同比有所下滑主要系 1) 会计准则变动影响（销售费用中售后服务费纳入成本核算）；2) 销售结构变化（因订单交付节奏波动原因，25Q1 宇通客车出口 2057 台，同比-20.8%，新能源客车出口 280 台，同比-36.9%），另外 25Q1 轻客产品同比提升近 10pct 至 19.4%，25Q1 公司净利率 11.8%，同比+1.8pct 盈利能力稳定；现金流层面，25Q1 公司经营获得产生的现金流量净额 14.2 亿元；综上，得益于扎实的成本控制能力、规模效应的持续释放及中高端战略演进，公司业绩稳定释放。展望 2025 年全年，一方面叠加出口销量增长（包括新能源占比提升）及国内持续修复（以旧换新政策对公交的催化）、以及场景开拓（城间车、座位客车新能源渗透率提升），公司有望持续获得高质量的增量订单。同时，公司轻客新品已发布，25Q1 销量 1750 台，同比+129%，有望贡献增量；根据公司 2024 年年报，2025 年公司收入计划 421.3 亿元，同比+13%。

展望中长期，周期与成长共振依旧，宇通业绩有望持续释放。行业端：①国内复苏：国内客车需求有望持续修复（以旧换新政策）；②出口放量：当下海外大中客年销量约 28 万辆，新能源渗透率不足 10%，对比国内具较高提升空间，且海外多国指定政策促进新能源客车替换；宇通端：①出口市场宇通打造“技术+服务出口”创新模式，抓住海外新能源发展窗口期持续突破，从“制造+销售产品”→“制造服务型+解决方案”定位升级，竞争力持续攀升，海外布局逐步从亚洲、拉美、非洲等地区，向欧洲等客车工

业发达地区拓展，推动产业价值链迈向中高端，有望充分受益于海外新能源扩张；②国内市场宇通在风险管控+优选市场改善毛利，预计公司国内盈利有望回暖。

风险提示：行业复苏不达预期、海外竞争加剧、宏观经济波动。

投资建议：兼具成长和红利的全球大中客龙头，维持“优于大市”评级。看好公司成长性，维持盈利预测，预计 25/26/27 年净利润 46.6/53.4/60.1 亿元，EPS 2.10/2.41/2.72 元，维持“优于大市”评级。

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

◆ 科博达(603786.SH) 财报点评:在手订单充沛，打造域控制器平台型企业

得益于新产品、新客户项目量产，科博达营收同比高增长。公司 2024 年实现营收 59.68 亿元，同比增长 29.0%，实现归母净利润 7.72 亿元，同比增长 26.8%，2025Q1 实现营收 13.74 亿元，同比减少 3.0%，环比减少 18.9%，归母净利润 2.06 亿元，同比减少 6.0%，环比增长 24.2%。分产品看，2025Q1 电机控制系统、车载电器与电子、能源管理系统业务保持持续增长，电机控制系统营收 2.5 亿元，同比增长 8%，环比减少 16%，车载电器与电子营收 2.2 亿元，同比增长 5%，环比减少 16%，能源管理系统营收 1.6 亿元，同比增长 7%，环比减少 39%。分客户看，客户品类拓展，大众占比下降，2024H1 造车新势力整体销售占比超 15%。

费用率下降，公司盈利能力环比提升。2025Q1 公司毛利率 27.0%，同比-5.0pct，环比-1.3pct，净利率 15.9%，同比-0.4pct，环比+5.7pct。2025Q1 公司四费率 10.3%，同比-5.5pct，环比-4.2pct。在当前车市的内卷现状和年降压力下，公司通过降本增效（四费率下降）维持净利率的环比提升。

聚焦高价值量产品，单车价值量持续提升，持续打造域控制器平台化企业。2024 年，公司将进一步优化产品结构，向域控制器、efuse、区域控制器、中央网关等更高价值产品发展或聚焦。考虑参股公司科博达智能科技智能驾驶域控制器业务，预计最高单车价值量可达 1 万元以上。

加快全球化布局，在手订单充沛。2024 年，公司共获得奔驰、宝马、奥迪、大众、通用、ODM、康明斯、理想、小鹏、一汽红旗、极氪、长城、长安等国内外客户新定点项目预计整个生命周期销量 1.2 亿多只，其中主流客户奔驰、宝马、奥迪、大众等全球项目预计整个生命周期销量 7,300 多万只。首先，大众集团第五代灯控项目定点，使公司获得大众集团包括保时捷、宾利、奥迪、大众、斯柯达、西雅特等多个品牌全球市场未来十年的持续供货。其次，efuse 产品率先在本土实现量产，并陆续获得奔驰全球、德国大众、理想多个主流客户市场份额。此外，还获得了宝马多个车身控制器项目定点。

投资建议：下调盈利预测，维持优于大市评级。考虑到下游客户销量波动，我们下调盈利预测，预期 2025/2026/2027 年营收 72.0/92.7/114.0（原 2025/2026 年营收预计 77.1/93.0 亿），利润 10.1/12.8/15.4 亿（原 2025/2026 年利润预计 11.1/13.2 亿），维持“优于大市”评级。

风险提示：汽车销量不及预期，原材料上涨的风险等。

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

◆ 科达利(002850.SZ) 财报点评:结构件业务稳步增长，机器人业务加速推进

公司归母净利润 2024 年度同比增长 22.5%，2025Q1 同比增长 25.5%。公司 2024 全年实现营收 120 亿元，同比+14.4%，全年实现归母净利润 14.72 亿元，同比+22.5%，其中 2024Q4 实现营收 34.4 亿，同比+25%，环比+9%，实现归母净利润 4.55 亿元，同比+12%，环比+24%。2025Q1 公司实现营收 30.2 亿元，同比+20.5%，环比-12.1%，2025Q1 实现归母净利润 3.87 亿元，同比+25.5%，环比-15%。

结构件盈利能力稳定，费用率控制良好。公司 2024 年毛利率为 24.4%，同比+0.8pct，2024Q4 毛利率 27.3%，同比+3pct，环比+3.8pct，2025Q1 毛利率 22.2%，同比持平，环比-5pct，公司结构件产品盈利能力总体保持稳定，主要在于公司在订单持续增长的同时优化产品结构，着力配套高附加值订单生产，同时公司通过内部管理能力的持续提升和运营效率的不断优化，通过精细化成本管控和供应链协同，提升盈利能力，以缓解可能存在的产品价格下降风险。费用率方面公司 2024 年公司期间费用率 9.43%，同比-0.53pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.37%/2.64%/5.32%/1.1%，2025Q1 公司期间费用率为 9.16%，同比+0.12pct，环比-1.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为

0.43%/2.3%/5.1%/1.3%。

公司持续推进全球化布局。公司 2024 年实现海外地区营收 5.74 亿元，同比+7.37%，占比 4.8%。公司目前已在德国、匈牙利、瑞典布局产能，同时开启美国、马来西亚等地的业务布局，为当地客户提供配套服务，公司持续推进全球化布局，有望进一步提升全球市场份额。

公司机器人业务加速推进。公司于 2024 年已联合台湾盟立，盟英成立深圳科盟，核心技术聚焦于谐波减速器的研发与生产，致力于打造高精度产品，涵盖驱动器、控制器等核心配套组件，目前公司已建立 PEEK 材料体系配方，为客户提供轻量化解决方案。同时公司于 2024 年与伟创电气、盟立合资成立深圳伟达利，专注于多品类关节组件的布局。公司加速推进机器人业务，我们预计机器人业务有望打开新的成长空间。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑公司结构件盈利能力稳定，同时不断开拓海外市场，提升全球市场份额，同时公司加速推进机器人业务。我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 17.87/20.22 亿元（原预测 2025-2026 为 15.8/17.1 亿元），同比+21.4%/11.9%/10%，EPS 分别为 6.53/7.31/8.04 元，对应估值分别为 20.6/18.4/16.7 倍，维持优于大市评级。

风险提示：海外市场拓展不及预期；贸易政策变动；市场竞争加剧。

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

金融工程

◆ 金融工程周报:ETF 周报-自由现金流 ETF 继续集中发行，上周新成立 5 只自由现金流 ETF

ETF 业绩表现

上周（2025 年 04 月 21 日至 2025 年 04 月 25 日，下同）股票型 ETF 周度收益率中位数为 0.81%。宽基 ETF 中，创业板类 ETF 涨跌幅中位数为 2.14%，收益最高。按板块划分，周期 ETF 涨跌幅中位数为 1.61%，收益最高。按主题进行分类，机器人 ETF 涨跌幅中位数为 4.54%，收益最高。

ETF 规模变动及净申购

上周股票型 ETF 净赎回 121.71 亿元，总体规模增加 58.87 亿元。在宽基 ETF 中，上周科创板 ETF 净申购最多，为 27.56 亿元；按板块来看，科技 ETF 净申购最多，为 17.44 亿元；按热点主题来看，机器人 ETF 净申购最多，为 12.39 亿元。

ETF 基准指数估值情况

在宽基 ETF 中，创业板类 ETF 的估值分位数相对较低；按板块来看，消费 ETF 的估值分位数相对温和；按照细分主题来看，酒、医药 ETF 的估值分位数相对较低。与前周相比，机器人、新能源车 ETF 的估值分位数明显提升。

ETF 融资融券情况

上周一至周四股票型 ETF 融资余额由前周的 438.45 亿元下降至 430.76 亿元，融券余量由前周的 21.66 亿份上升至 21.98 亿份。在日均融资买入额、融券卖出量最高的前 10 只 ETF 中，科创板 ETF 和医药 ETF 的日均融资买入额较高，中证 1000ETF 和中证 500ETF 的日均融券卖出量较高。

ETF 管理人

截至上周五，华夏、易方达、华泰柏瑞三家基金公司的已上市、非货币 ETF 总规模排名前三。上周新成立 8 只 ETF，为融通深证 100ETF、摩根沪深 300 自由现金流 ETF、机器人 ETF 基金、中证现金流 ETF、全指现金流 ETF 华安、南方创业板人工智能 ETF、现金流 ETF 全指、现金流 ETF 南方。本周将有广发上证科创板 100ETF 1 只 ETF 发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、杨昕宇（S0980525040001）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	780.54	-1.28	ICE 布伦特原油	66.87	0.48
白银	8197.00	-1.14	铜	77560.00	-0.39
铝	19985.00	-0.19	铅	16930.00	-0.41
豆一	4186.00	-1.18	锌	22775.00	-0.80
豆粕	2900.00	-2.74	镍	124220.00	-1.08
玉米	2306.00	0.74	锡	261560.00	-0.24
螺纹钢	3060.00	0.85	SR505	6181.00	0.19

本月国内重要信息披露

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

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
688211.SH	中科微至	6660.00	13160.86	100.00	2025-04-28
688257.SH	新锐股份	2460.70	9280.00	100.00	2025-04-28
688553.SH	汇宇制药-W	11406.67	42360.00	100.00	2025-04-28
301088.SZ	戎美股份	16800.00	22800.00	100.00	2025-04-28
301091.SZ	深城交	8400.00	16000.00	100.00	2025-04-28
688739.SH	成大生物	22766.37	41645.00	100.00	2025-04-28
688255.SH	凯尔达	2837.71	7841.46	100.00	2025-04-25
301087.SZ	可孚医疗	8676.57	16000.00	100.00	2025-04-24
600926.SH	杭州银行	50408.30	586039.74	87.83	2025-04-24
601009.SH	南京银行	113110.82	1000701.69	100.00	2025-04-23
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13

301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16
301138.SZ	不适用	9000.00	12000.00	100.00	2024-12-16
301101.SZ	不适用	8456.60	13434.14	100.00	2024-12-16
002074.SZ	国轩高科	38416.33	156267.38	79.01	2024-12-16
603071.SH	不适用	32026.96	55795.44	100.00	2024-12-16
603216.SH	梦天家居	16600.00	22136.00	100.00	2024-12-16
300678.SZ	中科信息	381.96	12858.48	5.95	2024-12-10
301168.SZ	通灵股份	7034.70	12000.00	100.00	2024-12-10

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	40227.58	0.284408	42.10	42.10	42.10	42.10	46.01
德国 DAX 指数	22271.67	0.131370	74.85	-0.84	3.92	22.63	53.26
法 CAC40 指数	7573.76	0.497594	3.95	-4.32	-4.09	-6.36	48.46
恒生指数	21971.96	-0.039944	2.69	-6.20	8.63	24.47	74.63
沪深 300 指数	3781.61	-0.141900	-0.08	-3.41	-0.92	5.50	70.03
美国 SP500 指数	5528.75	0.064070	7.18	-0.93	-8.88	8.40	51.98
纳斯达克综合指数	17366.13	-0.096704	9.42	0.24	-11.99	9.02	57.35
日经 225 指数	35839.99	0.375990	4.55	-3.44	-8.14	-5.52	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	601318.SH	中国平安	51.2100	-0.2338	无数据	601318.SH	中国平安	51.2100	-0.2338	无数据
2	300750.SZ	宁德时代	234.8500	-0.7396	无数据	300750.SZ	宁德时代	234.8500	-0.7396	无数据
3	603259.SH	药明康德	58.0900	1.2727	无数据	603259.SH	药明康德	58.0900	1.2727	无数据
4	002371.SZ	北方华创	454.4200	0.2515	无数据	002371.SZ	北方华创	454.4200	0.2515	无数据
5	000858.SZ	五粮液	130.8500	1.3948	无数据	000858.SZ	五粮液	130.8500	1.3948	无数据
6	300274.SZ	阳光电源	62.6000	6.4264	无数据	300274.SZ	阳光电源	62.6000	6.4264	无数据
7	600988.SH	赤峰黄金	26.6800	-1.5498	无数据	600988.SH	赤峰黄金	26.6800	-1.5498	无数据

8	688256.SH	寒武纪-U	710.8000	3.0205	无数据	688256.SH	寒武纪-U	710.8000	3.0205	无数据
9	002261.SZ	拓维信息	31.4000	3.1876	无数据	002261.SZ	拓维信息	31.4000	3.1876	无数据
10	002594.SZ	比亚迪	360.0000	-2.9205	无数据	002475.SZ	立讯精密	30.9500	-2.0879	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	0981.HK	中芯国际	45.4000	0.00776915	87438.11	9988.HK	阿里巴巴-W	115.2000	-0.00346021	258037.90
2	1088.HK	中国神华	29.5000	-0.04220779	103702.18	9926.HK	康方生物	87.2000	-0.11830131	219785.54
3	9988.HK	阿里巴巴-W	115.2000	-0.00346021	115538.36	0700.HK	腾讯控股	478.2000	0E-8	190301.70
4	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	125085.56	1810.HK	小米集团-W	47.5000	-0.00419287	166203.80
5	0700.HK	腾讯控股	478.2000	0E-8	130566.84	9992.HK	泡泡玛特	193.0000	0.12013929	165548.11
6	1810.HK	小米集团-W	47.5000	-0.00419287	140546.36	3690.HK	美团-W	128.4000	0.00626959	127215.60
7	9992.HK	泡泡玛特	193.0000	0.12013929	152337.81	0981.HK	中芯国际	45.4000	0.00776915	101094.57
8	3690.HK	美团-W	128.4000	0.00626959	182901.61	1088.HK	中国神华	29.5000	-0.04220779	51903.53
9	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	207856.64	0941.HK	中国移动	81.6000	0.00927644	43322.80
10	9926.HK	康方生物	87.2000	-0.11830131	297690.00	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	3515.35

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032