

## 东吴证券晨会纪要

### 东吴证券晨会纪要 2025-04-29

#### 宏观策略

2025 年 04 月 29 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。

## 行业

### 推荐个股及其他点评

#### 一心堂（002727）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：利润短期承压，省外扩张成效显著

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年实现收入 180.00 亿元（+3.57%，同比，下同），归母净利润 1.14 亿元（-79.23%），扣非归母净利润 2.50 亿元（-65.83%）。2025 年一季度实现收入 47.67 亿元（-6.53%），归母净利润 1.60 亿元（-33.83%），扣非归母净利润 1.57 亿元（-36.27%）。

#### 汉钟精机（002158）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩短期承压，看好半导体真空泵放量

盈利预测与投资评级：考虑到下游验收节奏，我们下调 2025-2026 年公司归母净利润分别为 8.67/9.22（原值 10.76/13.02 亿元），预计 2027 年公司归母净利润为 10.35 亿元，当前股价对应 PE 为 10.7/10.1/9.0 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，客户拓展不及预期，原材料价格波动等。

#### 卫星化学（002648）：2024 年年报&2025 年一季报点评：业绩大幅增长，高端新材料项目有序推进

事件 1：公司发布 2024 年报和 2025 年一季报。2024 年，公司实现营业总收入 456.5 亿元（同比+10%）；实现归母净利润 60.7 亿元（同比+27%）。2025Q1，公司实现营业总收入 123.3 亿元（同比+40%，环比-8%）；实现归母净利润 15.7 亿元（同比+53%，环比-34%）。公司 2024 年业绩大幅提升，主要系 10 万吨乙醇胺、80 万吨多碳醇项目投产。事件 2：2025 年 4 月 25 日，公司首次回购 35 万股，最高成交价为人民币 18.90 元/股，最低成交价为人民币 18.76 元/股，成交总金额为人民币 659 万元（不含交易费用）。C2 原材料乙烷价格下降，盈利能力提升：原材料端：美国天然气价格走低，带动乙烷价格大幅降低，2024 年，乙烷均价 143 美元/吨（同比-35 美元/吨）。新项目稳步推进，助力公司业绩增长：1）C2 方面：公司连云港  $\alpha$ -烯烃高端新材料产业园一阶段项目已全面开工，项目总投资 266 亿元，公司预计该项目将于 2025 年底建成，2026 年初正式投产；二阶段项目公司预计会在 2024 年下半年完成项目开工等手续办理，2026 年底建成，2027 年初投产。两个项目部分公用工程可共用，进

一步降低成本并提升公司规模化效益。2) C3 方面: 卫星能源三期 80 万吨多碳醇项目一阶段投产, 实现 C3 产业链耦合闭环, 产业链韧性进一步增强。 盈利预测与投资评级: 基于 C2、C3 板块当前景气度情况, 我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 70、91 亿元 (此前为 64、90 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测值为 107 亿元。按 2025 年 4 月 25 日收盘价, 对应 PE 分别 9、7、6 倍。我们看好公司未来成长性, 维持“买入”评级。 风险提示: 项目建设不及预期, 需求表现疲弱, 原材料价格大幅波动。

### **芯源微 (688037): 2024 年报点评: 24Q4 业绩改善, 看好公司打造化学清洗+涂胶显影双主打产品**

湿法设备营收高增, 24Q4 收入表现超预期: 2024 年公司营收 17.54 亿元, 同比+2.1%, 其中涂胶显影设备营收 10.5 亿元, 同比-1.52%; 单片湿法设备营收 6.4 亿元, 同比+7.43%, 主要系清洗机&去胶机收入增长。期间归母净利润为 2.03 亿元, 同比-19%; 扣非归母净利润为 0.73 亿元, 同比-61%, 利润下滑主因系研发费用和人员成本增加, 2024 年公司研发费用达 2.97 亿元, 同比增长 50%。2024Q4 单季公司营收 6.49 亿元, 同比+27%, 环比+58%, 重回高增。Q4 归母净利润 0.95 亿元, 同比+213%, 环比+202%; 扣非归母净利润 0.33 亿元, 同比+514%, 环比+679%。 盈利能力受高研发支出及期间费用拖累, 2024Q4 迎来改善: 2024 年毛利率为 37.7%, 同比-0.9pct; 净利率为 11.49%, 同比-3.1pct, 系公司大幅提升研发费用及公司规模扩张导致人员成本增加所致; 期间费用率为 36.8%, 同比+6.0pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率为 5.1/14.2/16.9/0.5%, 同比-3.2/+3.6/+5.4/+0.1pct, Q4 单季毛利率为 29.5%, 同比+0.31pct; 销售净利率为 14.9%, 同比+8.99pct, 环比+7.48pct。 存货&合同负债同比增长, 2024 年签单及经营现金流表现良好: 截至 2024Q4 末, 公司合同负债 4.5 亿元, 同比+20%; 存货为 18.16 亿元, 同比+10.9%; 2024 年公司新签订单约 24 亿元(含 Demo 及 LOI, 含税), 同比+10%; 2024 年公司经营活动净现金流为 4.42 亿元, 同比+178.5%。 涂胶显影&清洗设备龙头地位稳固, 看好化学清洗机打造第二主力产品: (1) 前道涂胶显影设备: 成功获得国内头部逻辑、存储、功率客户订单, 高端 offline 机台快速突破, I-line、KrF 机台在多家客户端量产跑片数据良好, 客户认可度持续提升。公司正积极推进 ArF 浸没式涂胶显影机的导入及验证工作; (2) 前道物理清洗设备: 2024 年公司前道物理清洗机获得国内领先逻辑客户批量订单; (3) 前道化学清洗机台: 公司高温 SPM 机台在三大核心指标上对标海外龙头, 打破国外垄断, 已获得国内多家大客户订单。前道清洗设备标准化程度较高, 通过验证后有望快速提升市场份额, 看好公司打造化学清洗+涂胶显影双主打产品。 筹划控制权

### **中金公司 (03908.HK): 2025 年一季报点评: 低基数下, 自营及衍生品业务带动公司净利润增速超 60%**

事件: 中金公司 2025 年一季度实现营业收入 5 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 66.21/70.69/74.47 亿元, 对应增速分别为+16%/+7%/+5%。当前市值对应 2025-2027 年 PB (H) 估值分别为 0.60/0.57/0.55 倍(港股汇率使用中间价, 1 港币=0.9227 元)。看好公司长期在投行及财富管理业务方面的竞争壁垒, 市场交投活跃度及市场行情充分恢复情况下, 公司有望进一步发挥龙头优势, 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。7.2 亿元，同比+47.7%；归母净利润 20.4 亿元，同比+64.9%；对应 EPS 0.38 元，ROE 2.0%，同比+0.8pct。

**太湖远大（920118）：2024 年报&2025 一季报点评：市场需求放缓与竞争加剧致业绩下滑，积极开拓境外市场**

公司发布 2024 年度报告与 2025 年一季报，2024 年实现营收 15.94 亿元，同比+4.64%；归母净利润 0.71 亿元，同比-8.97%；扣非归母净利润 0.64 亿元，同比-12.71%。2025Q1 实现营收 2.94 亿元，同环比-13.14%/-26.13%，归母净利润 0.03 亿元，同环比-79.21%/-87.50%。业绩下滑主要系下游有效需求增速放缓，叠加市场竞争加剧、销售价格承压。公司积极依托品牌优势推出新产品，对外积极开拓市场，建立合作关系的国外客户数量增多，实现境外营收 1.77 亿元，同比+4.21%。2024 年公司销售毛利率同比降低 1.62pct 至 9.15%，销售净利率同比降低 0.66pct 至 4.42%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.53%/1.35%/0.53%/1.68%，同比-0.22/+0.02/-0.29/+0.39pct。公司为环保型线缆用高分子材料专精特新“小巨人”，规模化生产国内领先，募投产产能放量潜力可期，考虑公司业绩短期下滑，调整公司 2025~2026 年实现归母净利润分别为 0.74/0.84 亿元（前值为 0.90/1.09 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 0.97 亿元，对应最新 PE 为 17.34/15.28/13.21x，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。

**大参林（603233）：2024 年报及 2025 一季报点评：25Q1 利润快速增长，门店结构持续优化**

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年实现收入 264.97 亿元（+8.01%，同比，下同），归母净利润 9.15 亿元（-21.58%），扣非归母净利润 8.85 亿元（-22.42%）。2025 年一季度实现收入 69.56 亿元（+3.02%），归母净利润 4.60 亿元（+15.45%），扣非归母净利润 4.55 亿元（+14.82%）。2025Q1 利润超预期。

**宋城演艺（300144）：2024 年报及 2025 一季报点评：新项目贡献利润增量，推进青岛轻资产项目**

盈利预测与投资评级：公司作为中国旅游演艺龙头公司，以“主题公园+文化演艺”模式定位独特形成优秀项目模型，运营迭代保持领先，存量项目盈利能力稳健，新项目快速爬坡。调整 2025/2026 年及新增 2027 年盈利预测，2025-2027 年归母净利润分别为 11.4/13.2/14.2 亿元（2025/2026 年前值为 13.1/15.0 亿元），对应 PE 估值为 23/20/18 倍，维持“增持”评级。风险提示：在建项目建设进度不及预期，新项目业绩爬坡不及预期，行业竞争加剧等。

**道通科技（688208）：2025 年一季报点评：业绩符合预期，期待 AI+多元布局陆续兑现**

投资要点 事件：公司发布一季报，2025Q1 公司实现营收 10.9 亿元，同比+26.7%环比-3.0%；归母净利润 2.0 亿元，同比+59.9%，环比+100.2%；毛利率 56.6%，同比-0.1pct，环比+2.6pct。公司业绩符合市场预期。AI 智能化持续推进，行业应用相继落地。2025Q1 AI 及软件业务营收同比+36%至 1.4 亿元。其中，充电云同比增加约 80%。公司坚定围绕“AI 智能化”战略布局，数字能源方面继“场站 Agents”及“光储充 Agents”后进一步打造“能源交易 Agents”。AI 及机器人方面，持续研发行业应用多模态大模型、AI 平台及作业应用 AI Agents，积极推进以巡检垂域大模型为核心的空地一体解决方案在能源、交通等领域的应用落地，为公司的

未来发展蓄势聚力，有望导入中石油区域油田、河北高速、南网科技、国网智能等潜在客户，积极推进能源、交通等领域应用落地。检修平板新品发布，TPMS 增速可观。2025Q1 数字维修业务营收同比+24%至 7.3 亿元，其中 TPMS 同比增加约 60%。2025Q1 公司发布检修新品 Ultra S2，全面覆盖新能源车与燃油车，有效解决汽车维修传感器定位难、组件数据交互复杂的痛点问题。公司长期深耕北美、欧洲为主的海外汽车后市场，行业地位稳固，近年来全面推进数智维修业务 AI Agents 化，自主开发汽车诊断行业大模型，实现 AI 语音助手、AI 车辆外观损伤识别等功能。AI 赋能逐步提高市场占有率和客户粘性，目前公司以 32.7%的全球市占率超越博世、实耐宝等传统巨头，以近 50%的复购意愿率排名美国第一。我们认为公司检修平板终端将在新品推陈出新、AI 赋能的推动下出货稳定增长，TPMS 产品及 ADAS 产品分别有望受益于各国强制安装法规带来的替换需求及汽车智能化程度提升。数字能源斩获大单，多维机制应对关税风险。2025Q1 数字能源业务营收同比+35%至 2.1 亿元。公司客户趋于多元化，24 年于北美市场签约多家全球头部客户；欧洲市场签约多家全球及区域级大客户，与多家国际知名能源公司建立战略合作伙伴关系；亚太地区与顶级车企及东南亚公共事业单位等战略客户的合作项目陆续落地。继 2025 年 4 月初中标全球石油巨头直流充电解决方案巨额订单后，公司同月斩获北美最大商用停车场运营商 LAZ Parking 首期 2.4 亿元订单，中标量约 5 万个商用交流充电桩。

#### **纽威数控 (688697): 2025 年一季报点评: 业绩短期承压, 五期产能建设打开成长空间**

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 3.60/4.20/4.92 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 18/16/13 倍，公司持续加码研发投入提升产品力，投资建设五期产能打开成长空间，维持公司“增持”评级。风险提示: 制造业复苏不及预期，机床行业需求不及预期，产能建设进度不及预期。

#### **建邦科技 (837242): 2024 年报&2025 年一季报点评: 推进国内线下及跨境电商客户开拓, 业绩保持高速增长**

公司发布 2024 年度报告，实现营收 7.52 亿元，同比+34.71%；归母净利润 1.07 亿元，同比+52.91%；扣非归母净利润 1.03 亿元，同比+48.89%。2025Q1 实现营收 1.75 亿元，同比+22.51%；归母净利润 0.19 亿元，同比+49.72%；扣非归母净利润 0.18 亿元，同比+48.12%。公司营收同比上升主要是公司不断致力于新产品研发，同时积极进行国内外市场开拓，特别是对国内线下客户以及跨境电商类客户开拓下，境内市场营收同比+46.43%。2024 年公司销售毛利率同比增加 0.38pct 至 30.00%，销售净利率同比增加 1.68pct 至 14.15%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.19%/4.64%/-0.59%/3.06%，同比-0.91/-0.57/-0.38/-0.39pct。汽车后市场需求增长，线上市场与汽车电子开拓成效显著，考虑美国关税短期冲击，调整 2025~2026 年归母净利润分别为 1.17/1.47 亿元（前值为 1.19/1.39 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 1.83 亿元，对应最新 PE 为 17.92/14.26/11.48x，维持“增持”评级。风险提示: 1) 国际贸易风险;2) 宏观经济波动;3) 市场竞争加剧。

#### **珀莱雅 (603605): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 业绩增长超预期, 彰显龙头底色**

盈利预测与投资评级: 公司是国内组织灵活、效率领先的化妆品龙头，

2024 年营收突破百亿，展现其强品牌力，未来国货美妆龙头有望晋升为全球化妆品龙头。盈利能力方面公司不断优化，毛利率及净利率持续创新高。考虑到公司基数逐渐提升，以及新赛道处于孵化阶段，我们将公司 2025-26 年归母净利润预测 19.2/23.6 亿元略下调至 18.6/21.6 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 24.8 亿元，分别同比+20%/+16%/+15%，对应 25/4/25 收盘价 PE 分别为 18/16/14X，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、新品推广不及预期等。

**东阿阿胶 (000423): 2025 年一季报点评: 业绩符合预期，高分红，稳增长**

事件：2025 年 Q1，公司实现总营业收入 17.19 亿元（+18.24%，同比增长 18.24%）；归母净利润 4.25 亿（+20.25%），扣非归母净利润为 4.16 亿元（26.69%）。业绩符合我们的预期。阿胶系列产品稳健放量，盈利能力稳中有升。分业务来看，阿胶块启动溯源动销项目，促进终端动销；复方阿胶浆条带状布局线上渠道，持续拓展目标人群；阿胶速溶粉通过数字化营销精准触达用户；桃花姬阿胶糕线上线下齐发力，阿胶系列整体稳健放量。此外，“皇家围场 1619”鹿茸片新品成功上市，持续打造男士滋补产品矩阵。2025 年 Q1，公司经营性现金流受银行承兑托收到账金额较上年同期减少、经营性费用支付及采购资金支付增加等影响有所承压。但公司整体经营质量比较良性，截至 2025Q1，公司存货基本持平，存货周转天数由 2024Q1 的 215.83 天降低至 187.42 天，存货周转率有所提升。2025Q1 的 ROE 提升至 4.04%（+0.79pct，同比提升 0.79 个百分点，下同），销售毛利率提升至 73.62%（+1.83pct），销售净利率为 24.73%（+0.4pct）。从费用率来看，2025 年 Q1，公司销售费用率下降至 36.26%（-2.6pct），管理费用率略有提升至 5.04%（+0.45pct），持续提质增效。盈利预测与投资评级：我们维持预计公司 2025-2027 年归母净利润为 18.64/22.15/25.65 亿元，对应 PE 估值为 19/16/14X。维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧风险，政策风险等。

**香飘飘 (603711): 2024 年报&2025 年一季报点评: 业绩承压，静待经营改善**

综合考虑外部环境以及公司各业务进展，我们下调 2025-2026 年归母净利润为 2.6、3.0 亿元（前值为 3.37/3.85 亿元），分别同比+2.5%/15.2%，新增 2027 年归母净利润为 3.2 亿元，同比+8.1%，当前市值对应 PE 为 22/19/18 倍，期待后续收入逐步恢复，维持“增持”评级。

**科沃斯 (603486): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 2025Q1 归母净利润同比+59%，盈利改善逻辑开始兑现**

盈利预测与投资评级：考虑到关税影响，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 12.02/14.84 亿元（原值为 14.32/17.04 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 18.20 亿元，对应当前市值 PE 分别为 25/21/17x，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期

**古井贡酒 (000596): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 业绩符合预期，延续韧性增长**

一季度销售延续韧性增长，后续依托品牌、渠道优势内生增长动能仍足。参考 25Q1 报表结构，我们更新 2025~2026 年归母净利润预测为 62、70 亿元（前值 63、74 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 78 亿元，当前市值对应 2025~27 年 PE 为 14、13、11X，维持“买入”评级。

**深桑达 A (000032): 2024 年报和 2025 一季报点评: 聚焦自研产品, 云数业务有望加速**

盈利预测与投资评级: 考虑公司持续加大 AI 投入, 我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 0.70/0.86 元下调至 0.39/0.51 元, 预测 2027 年 EPS 为 0.67 元, 我们看好公司背靠中国电子, 在数据基础设施和数据要素创新中的先发优势, 高科技产业工程领军地位稳固, 维持“买入”评级。 风险提示: 政策推进不及预期, 行业竞争加剧。

**神州泰岳 (300002): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 存量游戏稳健运营, 静待新游周期开启**

盈利预测与投资评级: 考虑到公司存量游戏生命周期内流水有所自然回落, 新游有望于年内推广, 但前期收入费用阶段性错配对利润端有所拖累, 我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.59/0.64/0.69 元 (2025-2026 年前值为 0.72/0.80 元), 对应当前股价 PE 分别为 19/18/17 倍。我们看好公司计算机业务前瞻布局逐步兑现, 游戏业务维稳同时新游储备充沛, 维持“买入”评级。 风险提示: 老游长线运营不及预期风险, 新游流水不及预期风险, 计算机业务进展不及预期风险, 行业监管风险

**千味央厨 (001215): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 逐步度过压力期, 25 年以新客户和提质为抓手**

我们下调 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 1.0/1.2/1.3 亿元 (此前 2025-2026 年盈利预测为 1.7/1.8 亿元), 同比+21%/+16%/+11%, 对应 PE 为 26/22/20X。我们认为公司经营压力点逐步度过, 市场对盈利预测下修已有预期, 2025 年增长抓手清晰, 维持“买入”评级。

**赛特新材 (688398): 2024 年年报、2025 年一季报点评: 收入增速回升、毛利率承压拖累利润**

收入增速回升, 新应用开拓成果显现。(1) 公司 2024 年营收增长主要来自于真空绝热板主业的驱动, 真空绝热板实现收入 9.15 亿元、销量 997 万平, 同比分别+11.4%/+13.1%, 除了受益于产品渗透率提升以及公司产能增长外, 公司开拓动力电池保温等新应用领域也持续取得进展。(2) 分季度来看, 2024Q4/2025Q1 分别实现营收 2.65 亿元/2.46 亿元, 分别同比+6.9%/+10.1%, 收入增速回升, 预计得益于下游家电等领域景气上升对需求的带动。 盈利预测与投资评级: 公司是真空绝热节能领域系统解决方案的提供商和真空绝热板龙头企业, 产品和工艺迭代、新应用场景拓展取得新进展, 培育新产品真空玻璃。基于毛利率承压, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.98/1.37/1.83 亿元 (2025/2026 年预测前值为 2.37/3.16 亿元), 对应市盈率分别为 25/18/13 倍, 但考虑冰箱能效标准提升有望推动真空绝热板渗透率加速提升, 公司拓展新产品新应用取得突破, 维持“买入”评级。 风险提示: 真空绝热板渗透率提升不及预期、市场竞争加剧、新应用开拓不及预期的风险。

**聚和材料 (688503): 2024 年报及 2025 一季报点评: 出货环比提升, 新技术有望突破**

盈利预测和投资评级: 考虑行业竞争加剧, 下调盈利预测并新增 2027 年盈利预测, 我们预计 2025-2027 年归母净利润 4.96/6.23/8.12 (2025/2026 年前值为 7.2/8.3) 亿元, 同比 19%/26%/30%, 维持“买入”评级。 风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等。

**欧普泰 (836414): 2024 年报&2025 一季报点评: 2024 年光伏需求放缓盈利承压, 2025 年随新产品放量高增可期**

盈利预测与投资评级: 考虑公司新产品逐步放量, 我们上调 2025 年及 2026 年盈利预测, 新增 2027 年盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.20/0.27/0.39 亿元 (2025-2026 年前值为 0.10/0.12 亿元), 同增 222%/36%/44%, 对应 PE 为 47/35/24 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 竞争加剧, 需求不及预期。

**秋乐种业 (831087): 2024 年报&2025 一季报点评: 盈利短期承压, 2025 年有望恢复增长**

盈利预测与投资评级: 考虑玉米种行业价格竞争激烈, 我们下调 2025 年及 2026 年盈利预测, 新增 2027 年盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.53/0.60/0.70 亿元 (2025-2026 年前值为 0.80/0.90 亿元), 同增 5%/14%/16%, 对应 PE 为 57/50/43 倍, 考虑公司玉米、小麦等新品种持续推广, 花生加大渠道转型拓展力度, 未来有望逐步稳增, 因此维持“增持”评级。风险提示: 竞争加剧, 需求不及预期。

**金科环境 (688466): 2024 年报&2025 一季报点评: 25Q1 业绩同增 33%, AI 产品化升级&工业应用场景持续拓展**

推出 AI 智能体“水萝卜”提升产品力, 新水岛项目工业应用场景持续拓展。1) 产品升级: 公司自主研发水萝卜 AI 智能体, 用 AI 重构运营逻辑。以无锡区域运营项目为例, 上线“水萝卜 AI 智能体”后, 与传统 5000 吨/天处理规模水厂相比, 运维团队精简 60-70%, 药耗和电耗降低 15%, 设备故障率下降 10%, 综合运营成本减少 35%。“水萝卜 AI 智能体”通过工信部工业文化发展中心“AI 产业创新场景应用案例”评估, 成为水行业首家获得 AI 运营应用认证的标杆企业。2) 订单拓展: 2024 年应用新水岛 2.0 的订单持续落地, 包括无锡龙亭项目 (规模 5,000m<sup>3</sup>/天, 出水主要回用于健鼎电子、统盟电子、高德电子及能达热电等)、舟山项目 (规模 5,000m<sup>3</sup>/天, 供给异质结电池企业生产用水)、开封兰考项目 (规模 5,000m<sup>3</sup>/天, 出水用于手机背板企业生产用水)、太原阳曲项目 (规模共 2,500m<sup>3</sup>/天, 处理锂电池隔膜及芯片硅片废水) 等。盈利预测与投资评级: 考虑订单拓展及执行进展, 我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 1.25/1.62 亿元下调至 0.86/1.04 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 1.25 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 22/18/15 倍, 公司为污废水资源化专家, 随着政策驱动、产品升级、销售渠道打开, 订单有望加速复制, 维持“买入”评级。风险提示: 订单执行进展不及预期, 政策风险, 行业竞争加剧等。

**云赛智联 (600602): 2024 年年报和 2025 年一季报点评: 上海算力建设风来, 算力领军云赛启航**

盈利预测与投资评级: 国内 AI 算力基建时代到来, 上海率先加快算力建设投入。云赛智联是上海算力建设的主力军, 有望充分受益于上海算力建设加快。由于 2024 年公司部分业务调整, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润预期从 2.38/2.63 亿元下调至 2.22/ 2.44 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 2.62 亿元, 维持“买入”评级。风险提示: 政策推进不及预期; 技术研发不及预期; 行业竞争加剧。

**西域旅游 (300859): 2024 年报及 2025 一季报点评: 利润端承压, 关注资源整合进展**

盈利预测与投资评级: 西域旅游作为新疆自治区唯一的文旅上市平台, 资源禀赋稀缺, 自治区国资委入主有望整合资源。新疆文旅市场持续高景

气,公司多元业务稳健增长,未来新项目投运和控股股东资源协同赋能成长。由于成本费用同比显著增加,我们调整 2025/2026 年并新增 2027 年盈利预测,归母净利润分别为 1.0/1.3/1.5 亿元(2025/2026 年前值为 1.5/1.8 亿元),对应 PE 估值为 57/48/41 倍,维持“增持”评级。风险提示:宏观经济波动、资源整合进度不及预期、新项目建设进度不及预期、自然灾害和极端天气影响经营等风险。

### **奥锐特(605116): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 一体化转型成效显著, 看好多肽与寡核苷酸放量**

**投资要点** 事件:公司发布 2024 年年报及一季报,2024 年实现收入 14.76 亿元(+16.89%,括号内为同比,下同),归母净利润 3.55 亿元(+22.59%),扣非归母净利润 3.51 亿元(+34.25%)。2025 年一季度实现收入 4.02 亿元(+19.78%),归母净利润 1.19 亿元(+45.30%),扣非归母净利润 1.13 亿元(+37.51%)。业绩基本符合我们预期。原料药板块稳健增长,新品放量可期:2024 年原料药中间体板块合计收入 11.41 亿元(+7.73%),其中:心血管类收入 4.32 亿元(+43.81%),抗肿瘤类收入 2.12 亿元(-13.31%),女性健康类收入 1.26 亿元(-33.11%),呼吸系统类收入 1.91 亿元(+16.8%),神经系统类收入 0.68 亿元(-7.46%),抗感染类收入 2.49 亿元(+34.49%),其他类收入 0.87 亿元(+24.28%)。多肽类原料药在特定市场的开拓取得了一定的进展,我们看好多肽原料药与寡核苷酸成为原料药板块的新增长极。地屈孕酮制剂收入快速增长,深化与源道医药合作布局创新药:公司制剂品种为地屈孕酮片,2024 年实现收入 2.20 亿元(+144.87%),销售量 581 万盒。公司对全国的经销商网络不断完善和优化,加速推进终端覆盖,核心标杆医院开发的同时加强县域级渠道的下沉覆盖及推广。线上销售也取得良好进展,已入驻京东、阿里、美团等主流线上销售平台。截至 2024 年底,地屈孕酮片已经在 31 个省市自治区和新疆建设兵团挂网,进院 6660 家(含社区门诊)。2024 年公司对参股公司源道医药增资。源道医药聚焦慢病领域,致力于 FIRST-IN-CLASS 原创新药的自主研发;利用研究团队在人工智能药物设计方面特有的技术优势,通过精准药物设计高效地发现新药先导物,充分分析临床数据快速推进慢病个性化和精准化治疗药物的发现。盈利预测与投资评级:考虑到存量品种竞争加剧、地屈孕酮片预计 2026 年集采,我们调整公司 2025-2026 年归母净利润由 4.94/6.21 亿元至 4.77/5.98 亿元,2027 年归母净利润预计为 7.32 亿元;对应当前市值 P/E 估值 18/14/12X,维持“买入”评级。风险提示:原料药下游需求不及预期;产品价格波动风险;地缘政治风险

### **滨江集团(002244): 2024 年报点评: 销售排名稳步提升, 业绩实现逆市增长**

**盈利预测与投资评级:**公司作为深耕杭州的龙头民企,销售投资财务状况在行业中均处于领先地位,后续业绩有望持续修复。考虑到近年来房地产市场下行,公司销售及结转规模短期受到影响,我们调整公司 2025-2026 年的归母净利润预测为 28.0/30.2 亿元(原预测为 34.1/37.9 亿元),预计 2027 年归母净利润为 33.2 亿元。对应的 EPS 为 0.90/0.97/1.07 元,对应的 PE 为 11.1X/10.3X/9.4X,公司土储优质,经营稳健,具备穿越中长期周期的能力,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;房价下跌超预期。

**长安汽车(000625): 2025 年一季报点评: 业绩符合预期, 三大计划齐头**

## 并进

盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧，我们下调公司 2025/2026/2027 年归母净利润至 88/106/123 亿元（原为 97/109/138 亿元），对应 PE 分别为 14/12/10 倍。考虑公司深蓝/阿维塔/启源三大品牌向上，智能化/全球化持续推进，我们仍维持长安汽车“买入”评级。风险提示：海外汽车行业销量不及预期；国内乘用车价格战超预期。

## 五粮液（000858）：2024 年报及 2025 一季报点评：24 年稳健收官，25 年改革风劲

事件：公司披露 2024 年报及 2025 一季报。2024 年营收、归母净利润分别为 891.8、318.5 亿元，同比+7.1%、+5.4%；对应 24Q4 营收、归母净利润分别为 212.6、69.2 亿元，同比+2.5%、-6.2%，利润下滑主因销售费用显著增长。25Q1 营收、归母净利润 369.4、148.6 亿元，同比+6.1%、+5.8%，增速符合我们预期。盈利预测与投资建议：2025 年公司年报披露，营业总收入增长目标与宏观经济指标保持一致，考虑需求复苏进程缓和，我们相应更新 2025~26 年归母净利润预测为 338、365 亿元（前值 343、383 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 403 亿元，当前市值对应 2025~27 年 PE 为 15、14、12X，维持“买入”评级。风险提示：宏观表现不及预期、高端竞争加剧而需求疲弱、渠道改革进程偏慢。

## 中伟股份（300919）：2025 年一季报点评：Q1 前驱体盈利稳中有升，镍冶炼盈利好转贡献增量

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 18.6/24.9/31.9 亿元，同比+27%/+34%/+28%，对应 PE 为 16x/12x/9.4x，考虑公司为国内第一大前驱体厂商，且镍自供率持续提升，给予 25 年 22x PE，目标价 44 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动超市场预期，销量及政策不及预期。

## 明阳智能（601615）：2024 年报及 2025 年一季报点评：Q1 业绩符合预期，风机毛利率开始改善

事件：公司 24 年营收 271.6 亿元，同比-3.4%，归母净利润 3.5 亿元，同比-8.1%，毛利率 8.1%，同比-3.1pct，归母净利率 1.3%，同比-0.1pct。25Q1 营收 77 亿元，同环比+51.8%/11.3%，归母净利润 3 亿元，同环比-0.7%/-165.3%，毛利率 13.2%，同环比-7.4/+25.9pct，归母净利率 3.9%，同环比-2.1/+10.6pct。24 年拆分：①风机及相关配件销售收入 208.3 亿元，同比-12.4%，毛利率-0.5%，主要系质保金调入营业成本准则变化，同比-3.6pct，对外销售 10.82GW，同比+12%，折算单价 1925 元/kW，同比-21%，其中上下半年分别为 1976、1896 元/kW；实现新增风机订单 27.1GW 创新高；②风电场发电收入 17.3 亿元，同比+15.4%，毛利率 57.1%，同比-5.9pct。③电站产品销售 27.9 亿元，同比+34.2%，总转让 1.45GW，毛利率 43.2%，同比+12.2pct。质保金变化致费用率下降：公司 24 年期间费用 27 亿元，同比-11.3%，费用率 10%，同比-1pct，其中 Q4 期间费用-3.1 亿元，主要系质保金变化，费用率-4.5%；24 年经营性净现金流-24 亿元，同比增加 1.9 亿元。公司 25Q1 期间费用 7.4 亿元，同环比-9.6%/-337.5%，费用率 9.6%，同环比-6.5/+14.1pct；25Q1 资本开支 7.6 亿元，同环比-70.3%/+46.9%；25Q1 末存货 142.9 亿元，较年初+5.6%。

## 福斯特（603806）：2025 一季报点评：胶膜盈利修复，感光干膜已至爆发前夕

盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，我们预计公司 2025-2027

年归母净利润为 16.3/22.3/29.5 亿元，同增 25%/37%/32%，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧，政策不及预期。

**微导纳米 (688147): 2024 年报点评: 营收保持增长, 看好半导体设备加速放量**

立足 ALD 布局光伏&半导体, 拓展 CVD 打开成长空间: (1) 半导体领域: 进入产业化验证阶段的 ALD 和 CVD 工艺种类不断增加, 目前已开发工艺包括了 HKMG 技术、柱状电容器、金属化薄膜沉积技术及高深宽比 3D DRAM、TSV 技术等, 并还在持续开发客户需求的 IGZO、Nb2O5 等新工艺。客户类型涵盖了逻辑、存储、化合物半导体、硅基 OLED 等, 其中超过 75% 的增量订单来自存储领域(新型存储、3D NAND、FERAM、RRAM 和 DRAM), 形成批量的重复订单合计已超过 7.5 亿元。(2) 光伏领域: 公司在 XBC、钙钛矿及钙钛矿叠层等电池技术领域均已建立了完善的技术储备、能够覆盖电池生产整线的关键工艺设备, 产品已取得订单并出货至客户端。盈利预测: 考虑到公司订单验收节奏与研发投入情况, 我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 2.8(原值 5.2)/3.7(原值 7.1) 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 4.8 亿元, 当前市值对应动态 PE 分别为 47/36/27 倍, 考虑到公司成长性, 维持“增持”评级。风险提示: 下游扩产不及预期, 新品拓展不及预期。

**苏州高新 (600736): 2024 年报点评: 收入企稳, 产业运营及投资积极布局新兴方向**

盈利预测与投资评级: 考虑到公司产城开发业务仍受房地产市场下行影响, 同时考虑减值计提因素, 我们下调其 2025/2026 年归母净利润至 1.5/1.7 亿元(前值为 2.2/2.4 亿元), 新增 2027 年归母净利润为 1.8 亿元, 对应 EPS 为 0.13/0.14/0.16 元, 对应 PE 分别为 42.3X/38.4 X /35.0 X。公司产业园区运营及产业投资两大业务稳中有增, 发挥“新兴产业投资运营和产城综合开发服务商”作用, 成为苏州高新区产业转型升级的重要载体, 我们看好公司的长期价值, 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。

**旗滨集团 (601636): 2024 年年报、2025 年一季报点评: Q1 毛利率改善, 静待供需平衡进一步修复**

浮法玻璃、光伏玻璃盈利持续承压, 2025Q1 毛利率有所改善。(1) 浮法玻璃: 我们测算公司 2024 年浮法原片销量同比-6%, 对应单箱毛利 13.4 元, 同比-8.3 元, 主要因地产竣工端需求下滑加剧行业供需矛盾, 2024 年年内浮法玻璃下跌至底部后低位震荡。(2) 光伏玻璃: 2024 年销售光伏玻璃加工片 4.35 亿平, 同比+124%, 实现收入 57.53 亿元, 同比+68.6%, 单平毛利 1.2 元, 同比-2.6 元, 虽然随着公司产能爬坡, 单位成本得到压缩, 但光伏玻璃行业产能过剩矛盾加剧导致均价出现明显下跌。(3) 2024Q4/2025Q1 单季毛利率为 5.5%/12.0%, 分别同比-23.6pct/-14.1pct, 预计是浮法玻璃、光伏玻璃单位毛利同比均显著下滑所致, 但随着光伏玻璃价格企稳反弹, 2025Q1 毛利率环比回升 6.5pct。公司多元产业布局成型, 浮法、光伏压延玻璃成本、国际化布局综合竞争优势强化, 享有超额利润。当前产能过剩矛盾下浮法、光伏玻璃盈利承压, 但盈利底部位置行业供给出清有望持续, 行业有望进一步洗牌, 龙头企业有望持续提升份额, 估值有望率先修复。基于浮法、光伏玻璃供给过剩矛盾尚未充分化解, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 6.0/7.6/11.3 亿元(2025、2026 年预测前值为 6.5/11.2 亿元), 对应市盈率 25/20/13 倍, 维持“增持”

评级。风险提示：地产竣工下行超预期、光伏玻璃竞争格局恶化、新业务开拓不及预期的风险。

**欧科亿（688308）：2024 年报点评：营收稳健增长，费用提升&资产减值拖累利润水平**

盈利预测与投资评级：考虑到数控刀具下游行业需求平淡，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 1.05（原值 1.81）/1.48（原值 2.48）亿元，给予 2027 年归母净利润预测 1.88 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 26/18/14 倍，考虑到公司持续拓展产品矩阵，维持公司“增持”评级。风险提示：下游行业需求不及预期，研发进展不及预期，宏观经济风险。

**泸州老窖（000568）：2024 年报及 2025 一季报点评：经营稳健，分红上修凸显长期价值**

事件：公司发布 2024 年报、2025 一季报及《2024~2026 年度股东分红回报规划公告》。24FY 及 25Q1 报表增速符合预期，合同负债表现好于预期。24FY 降速保质，Q4 控货调整及时纾压。2024 作为公司的“数字化攻坚年”，公司在扫码开瓶及会员数据资产方面实现快速积累，核心单品扫码开瓶率已达到近 30%，消费场景建设及渠道全链路管理更加得心应手。分产品看，①2024 年中高档酒收入同比+2.8%，量/价分别同比+14.4%、-10.2%，估算特曲 60 保持同比双位数以上增长，国窖同比实现低单增长，老字号特曲、窖龄收入同比下滑。②2024 年其他酒收入同比+7.2%，量/价分别同比+3.5%、+3.5%，光瓶头曲经过前期库存消化，Q4 增速环比修复。24Q4 公司整体营收同比下滑 16.9%，主系销售公司 10 月扎帐后持续停货，以便渠道去库纾压，更好巩固价格体系。25Q1 开局稳健，主销区开瓶氛围保持活跃。1）收入端：25Q1 公司收入同比+1.8%，其中估算头曲同比增长较快，国窖、特曲 60 同比略增，窖龄、老字号特曲同比阶段性承压。伴随公司 C 端营销策略日益精进，餐酒融合、AC/BC 联动等营销工具应用渐入佳境，2025 春节公司华北、四川主销区开瓶氛围保持积极，3 月以来春雷行动对终端及 VIP 客户抓抢一马当先，进一步推动渠道下沉及单点提升。目前伴随春雷行动收官，公司全系产品及时停货消化，以便为端午宴席季回款动销打好基础，节奏把握从容有序。2）收现端：25Q1 期末公司合同负债同比增长 5.3 亿元，24Q4+25Q1 收入+△合同负债合计同比下滑-2.3%，好于收入端的-7.1%。盈利预测与投资评级：公司立足健康可持续发展，短期降速，不掩后劲潜力。2025 年公司规划全年营业收入稳中求进，参考 25Q1 报表结构，我们更新 2025~26 年归母净利润预测为 138、149 亿元（前值 133、149 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 165 亿元，当前市值对应 2025~27 年 PE 为 13、12、11X。公司 2024~2026 年分红率规划不低于 65%、70%、75%，且不低于 85 亿元人民币（含税），对应 2024 年股息率达 4.7%，保底股息率 4.6%，长期持股价值凸显，维持“买入”评级。风险提示：经济向好不确定性，成本及费用支出超预期，低档酒增长不及预期。

**鼎智科技（873593）：2024 年报点评：市场需求不及预期致业绩承压，战略合作赋能机器人业务**

公司发布 2024 年度报告，实现营收 2.24 亿元，同比-20.80%；归母净利润 0.39 亿元，同比-52.17%；扣非归母净利润 0.30 亿元，同比-53.22%。公司营收同比下滑是由于音圈电机前期主要用于有创呼吸机，2024 年该业务板块受终端市场及原有库存消耗影响，销量同比大幅下降。利润端同

比降幅大于营收端主要系公司本期政府补助减少，同时公司加大销售渠道拓展与建设，叠加新品研发投入扩大，销售/管理/财务/研发费用率分别同比+4.75/+3.20/-0.47/+3.11pct，拖累销售净利率同比-11.48pct至17.04%。公司海外市场销售渠道建设逐步完善，实现营收1.05亿元（同比+14.96%），占比+14.55pct至46.77%。考虑业绩承压下滑，调整2025~2026年归母净利润为0.45/0.52亿元（前值为0.61/0.68亿元），新增2027年预测为0.64亿元，对应最新PE为144.90/123.57/101.85x，公司在机器人领域布局成果有望逐步兑现，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。

**兔宝宝（002043）：2024年报&2025年一季报点评：装饰板材稳健增长，减值影响业绩表现**

公司是装饰板材行业龙头，公司在巩固经销渠道优势的同时，应对行业趋势变化公司积极拓展家具厂、家装公司等渠道，并积极进行乡镇市场的渠道下沉，定制家居业务零售业务坚持中高端定位、工程业务优化客户结构稳健经营。我们调整公司2025-2026年并新增2027年归母净利润预测为7.54/8.77/9.58亿元（2025-2026年前值为8.39/9.49亿元），对应PE分别为12.2X/10.5X/9.6X，考虑到公司装饰材料业务稳健发展，维持“增持”评级。风险提示：下游房地产竣工不及预期的风险、行业竞争加剧的风险、应收账款回款风险。

**尚太科技（001301）：2025年一季报点评：Q1业绩符合市场预期，盈利水平持续可期**

盈利预测：我们维持25-27年归母净利润预测为10.3/14.3/17.5亿元，同比+22%/+39%/+23%，对应14/10/8倍PE，给予25年20倍pe，目标价78.8元，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。

**宝立食品（603170）：2024年报及2025年一季报点评：空刻调整成功，B端稳健性凸显**

考虑到下游需求仍疲软，行业竞争仍在持续，我们略下调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2.7/3.1/3.5亿元（此前2025-2026年盈利预测为2.8/3.2亿元），同比+15%/+15%/+12%，对应PE为20/17/16X。公司经营能力稳健，维持“买入”评级。

**爱尔眼科（300015）：2024年报&2025年一季报点评：24年各业务增速稳健，25Q1恢复高增**

事件：2024年，公司实现营业收入209.83亿元（+3.02%，同比，下同），归母净利润35.56亿元（+5.87%），扣非归母净利润30.99亿元（-11.82%）；2025Q1实现营业收入60.26亿元（+15.97%），归母净利润10.50亿元（+16.71%），扣非归母净利润10.60亿元（+25.78%）。25Q1业绩超我们预期，24年扣非利润低于预期。

**骄成超声（688392）：2025年一季报点评：Q1业绩符合预期，线束+IGBT步入收获期**

盈利预测与投资评级：我们基本维持公司25-26年归母净利润1.2/2.5亿元的预期（此前预期1.4/2.7亿元），给予27年归母净利润4.5亿元的预期，25-27年同比+42%/+106%/+80%，对应PE47/23/13x，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，技术迭代不及预期，原材料价格波动风险。

**南极电商 (002127): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 品牌升级持续推进, 营销开支影响短期利润**

盈利预测与投资评级: 公司品牌升级进展顺利, 看好公司通过品牌升级实现持续成长。考虑费用投放影响, 我们将公司 2025-26 年的归母净利润预测由 3.0/ 6.0 亿元调整至 2.5/ 5.6 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 7.5 亿元, 2025-27 年同比扭亏/+126%/+34%, 考虑公司新品牌表现良好、销售费用率或将得到改善, 仍维持“买入”评级。

**润本股份 (603193): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 业绩延续高增, 看好新品扩充持续驱动高增长**

盈利预测与投资评级: 公司深耕驱蚊及婴童护理细分赛道, 产品定位“质高价优”, 凭借大品牌小品类的经营战略及极致性价比战略下空间广阔, 同时公司推新顺利, 持续精细化拓宽品牌矩阵, 产品结构升级推动毛利率、净利率处于上升通道。我们维持公司 2025-26 年归母净利润 4.0/5.0 亿元预测, 新增 27 年归母净利润预测 6.1 亿元, 分别同比+33%/+26%/+22%, 对应 PE 分别为 36/29/24X, 维持“买入”评级。 风险提示: 行业竞争加剧, 新品推广进展不及预期, 宏观经济波动。

**开发科技 (920029): 2024 年报点评: 以色列/沙特市场需求放量, 全年业绩同比增长 21%**

公司发布 2024 年度报告, 实现营业收入 29.33 亿元, 同比+15.02%; 归母净利润 5.89 亿元, 同比+21.11%; 扣非归母净利润 5.85 亿元, 同比+17.29%。公司业绩同比上升主要系公司开拓境内外市场, 特别是在以色列、沙特等地区主要客户收入增加所致。2024 年公司销售毛利率同比+2.35pct 至 36.03%, 销售净利率同比+0.93pct 至 20.06%, 销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.26%/2.73%/-1.16%/5.53%, 同比+0.20/+0.35/-0.24/+0.84pct。伴随公司募投项目打破产能瓶颈, 持续夯实技术优势, 并扩展营销网络, 业绩有望获得良好支撑, 预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 7.29/8.57/9.76 亿元, 对应最新 PE 为 18.90/16.09/14.12x, 首次覆盖, 给予“增持”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。

**翔楼新材 (301160): 2025 年一季报点评: 淡季业绩表现优异, 进口替代稀缺材料标的价值凸显**

盈利预测与投资评级: 2025 年为新工厂第一年投产阶段, 费用投放及固定资产折旧较高, 我们调整公司 2025-26 年 EPS 为 2.9/3.8 (前值为 3.4/4.4) 元/股, 新增 2027 年 EPS 为 5.4 元/股, 对应公司 PE37/28/19X, 我们仍看好公司作为进口替代钢材龙头地位, 维持“增持”评级。 风险提示: 原材料价格波动风险;经济波动导致下游行业需求不足风险;募投项目产能释放不及预期风险。

**若羽臣 (003010): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 绽家快速放量, 保健品斐萃打造第二成长曲线**

盈利预测与投资评级: 若羽臣作为国内头部数字化品牌管理公司, 及时挖掘把握机遇布局家清、保健品行业, 绽家、斐萃从 0 到 1 破茧成蝶验证品牌孵化力, 新兴业务双轮驱动, 长期发展前景明朗。原有代运营及品牌管理业务持续深耕, 加强品牌方合作。考虑到自有品牌成长超预期, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润预测由 1.4/1.9 亿元上调至 1.9/2.8 亿元, 新增 2027 年归母净利润预测 4.0 亿元, 同比+80%/+48%/+40%, 对应 PE 分别为 43/29/21X, 维持“买入”评级。 风险提示: 品牌商解约或产品

质量不佳、自有品牌销售不及预期、行业竞争加剧等。

### 舍得酒业 (600702): 2025 一季报点评: 收入环比趋稳, 降本减支推进坚决

事件: 公司发布 2025 年第一季度财报。25Q1 实现营收 15.8 亿元, 同比-25.1%; 实现归母净利 3.5 亿元, 同比-37.1%; 单季净利率为 21.9%, 同比回落 4.2pct。25Q1 净利率表现略好于此前预期, 主系税金率及毛利率表现好于预期。25Q1 收入基本符合预期, 产品结构仍待修复。25Q1 公司实现酒类收入 14.4 亿元, 同比-26.5%; 剔除夜郎古分部影响, 估算舍得内生收入同比下滑约 25%。分产品看, 中高档酒/普通酒收入分别为 12.2、2.0 亿元, 分别同比-29.3%、-16.3%。其中, 藏品舍得、品味舍得价在量前, 河南、四川主销区价格整治持续推进, 以便渠道利润企稳修复、市场培育动作更好落地; 舍之道、T68 动销开拓稳扎稳打, 25Q1 在高基数基础上, 销售相对保持稳健。25Q1 净利率好于预期, 费用同比收缩, 税金率及毛利率表现好于预期。1) 收现端, 25Q1 期末合同负债 2.1 亿元, 同比/环比分别-0.3/+0.4 亿元, 回款进度仍然承压。2) 利润端, 25Q1 净利率同比-4.2pct 至 21.9%, 其中估算舍得本部净利率同比下滑约 4.5pct 至 23.5%。①25Q1 综合毛利率 69.4%, 同比-4.8pct, 高基数下同比回落, 但环比已有明显改善, 预计与货折费用管控收紧有关。②25Q1 销售费用与管理费用 (含研发) 分别为 3.1 亿、1.5 亿, 同比下降 11.2%、25.3%, 公司持续推进总部减支, 同时销售培育费用落地管理更趋精细。③25Q1 税金及附加比率同比-2.6pct 至 11.6%, 拉动公司净利率表现好于预期。剔除税金影响, 公司净利率为 20.0%, 同比-6.1pct。盈利预测与投资评级: 行业需求筑底阶段, 次高端需求修复仍面临较大挑战, 期待公司以更拼搏进取的经营姿态, 取得好于行业的业绩表现。考虑公司控费降本规划坚决, 25Q1 毛利率环比修复, 我们上调 2025~27 年归母净利润预测为 7.3、9.4、12.2 亿元 (前值为 5.8、8.1、10.7 亿元), 当前市值对应 2025~27 年 PE 为 26、20、16X, 维持“增持”评级。风险提示: 经济向好不确定性, 成本及费用支出超预期, 低档酒增长不及预期。

### 博众精工 (688097): 2024 年报&2025 年一季报点评: 业绩稳中有进, 多元化业务布局潜力可期

盈利预测与投资评级: 考虑到公司收入结构变化, 且 26 年有望迎来 3C 设备迭代拐点, 我们下调公司 2025 年归母净利润预测为 4.95 (原值 5.34) 亿元, 上调 2026 年归母净利润预测为 6.60 (原值 6.40) 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 8.36 亿元。当前市值对应 PE 分别为 23/18/14 倍, 考虑公司多下游布局, 维持公司“增持”评级。风险提示: 技术迭代风险, 行业竞争加剧, 关税不确定性风险。

### 广汽集团 (601238): 2025 一季报点评: 业绩表现基本符合预期, 静待改革成效显现

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期为 35/47/56 亿元, 对应公司 2025-2027 年的 PE 为 23/17/15 倍。考虑公司合资品牌逐步触底, 集团改革加速, 我们认为公司应该享受更高估值, 仍维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧风险; 对外合作进展低预期等。

### 易华录 (300212): 2024 年报和 2025 一季报点评: 持续战略转型, 深耕数据要素

盈利预测与投资评级: 考虑公司转型期资产减值计提, 以及转型期新业务

收入节奏影响，我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 0.09/0.23 元下调至 -0.13/0.22 元，预测 2027 年 EPS 为 0.55 元，我们看好公司背靠中电科，未来有望通过数据资产服务，突破地市级客户，开展数据基础设施和数据授权运营服务，维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期，市场拓展不及预期，订单落地不及预期，资产减值风险。

**完美世界 (002624): 2024 年年报及 2025 年一季报点评:《诛仙世界》开启利润释放，关注《异环》上线进展**

盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 为 0.36/0.67/0.81 元，对应当前股价 PE 为 34/18/15 倍，看好公司新游周期推动业绩重启增长，维持“买入”评级。风险提示：老游流水超预期下滑，新游流水不及预期，行业监管风险。

**璞泰来 (603659): 2025 年一季报点评: Q1 业绩拐点已现，多业务板块持续向好**

盈利预测与投资评级：考虑公司负极业务盈利弹性，我们调整公司 25-26 年归母净利 25.2/30.9 亿元（原 25-26 年归母净利预期 25.1/33.2 亿元），新增 27 年归母净利预期 40 亿元，同比+112%/+22%/+30%，对应 PE 为 15x/12x/9x，给予 25 年 20x PE，目标价 23.6 元，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

**阳光电源 (300274): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 储能持续高增，逆变器稳增，尽显全球龙头风范**

事件：公司 24 年营收 778.6 亿元，同比+7.8%，归母净利润 110.4 亿元，同比+16.9%，毛利率 29.9%，同比-0.4pct；其中 24Q4 营收 279.1 亿元，同环比+8%/+47.5%，归母净利润 34.4 亿元，同环比+55%/+30.2%，毛利率 27.5%。25Q1 营收 190.4 亿元，同环比+50.9%/-31.8%，归母净利润 38.3 亿元，同环比+82.5%/+11.3%，毛利率 35.1%。光伏逆变器格局维持稳定：24 年光伏逆变器营收 291.3 亿元，同增 5.3%，毛利率 30.9%，同降 1.9pct；24 年发货 147gw，同增 13%，格局及盈利稳定。国内光伏抢装+海外春节后开始补库，25Q1 发货同比稳增。储能海外需求高增，Q1 发货超预期：24 年储能营收 249.6 亿元，同增 40.2%，毛利率 36.7%，同增 4pct；24 年发货 28gwh，同增 167%。25Q1 公司中东、欧洲、亚太、美国均正常发货，且关税不确定性较高情况下公司 25Q1 抢发货美储产品，致 Q1 发货实现较高增速。当前节点来看，美国在关税确定前暂停发货，通过投建海外储能厂+采购海外电芯来规避，我们预计在今年底或者明年初将逐步打通。欧洲、亚太等均是翻倍增长的市场，盈利高且阳光市占率遥遥领先，户储+工商储也开始发力。风电高增，电站电驱等继续协同发展：24 年新能源投资开发营收 210 亿元，同降 15%，毛利率 19.4%，同增 3pct。风电变流器 24 年发货约 44gw，同增 37.5%。公司也在积极布局 AIDC 相关的电源系统，微电网、海外充电桩、电驱、氢能等一直在前瞻布局和协同发展。

**养元饮品 (603156): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 营收仍承压，高比例分红延续**

考虑当前消费环境和公司最新业绩，我们下调 2025~2026 年归母净利润为 13.56、13.93 亿元(前值为 15.7、17.3 亿元)，新增 2027 年归母净利润为 15.05 亿元，静待后续环境好转，公司收入企稳回升，维持“增持”评级。

**苑东生物 (688513): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 获批新品陆续放**

### 量，国际化与创新驱动增长

公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报，2024 年实现营业收入 13.50 亿元（+20.82%，括号内为同比，下同），实现归母净利润 2.38 亿元（+5.15%），实现扣非归母净利润 1.75 亿元（+10.90%），剔除股权激励费用影响，归母净利润同比+13.47%，扣非归母净利润同比+22.87%。

### 财通证券（601108）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：投资收益拖累整体表现，经纪业务实现双位数增长

盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年及 2025 年经营情况，预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为 24.85/26.31 亿元（前值分别为 26.32/31.68 亿元），对应同比增速分别为 6.21%/5.86%。预计 2027 年公司归母净利润为 27.61 亿元，同比增长 4.94%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 11.87x/11.21x/10.68x。公司财富管理转型成效显著，资产管理业务特点鲜明，维持“买入”评级。风险提示：1）证券市场系统性风险；2）行业竞争加剧。

### 天孚通信（300394）：2024 年报及 2025 一季报点评：业绩符合预期，期待高端产品放量

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩，2024 年公司实现营收 32.5 亿元，同比+67.7%；归母净利润 13.4 亿元，同比+84.1%。4Q24 公司实现营收 8.6 亿元，同比+17.0%，环比+2.2%；归母净利润 3.7 亿元，同比+26.2%，环比+13.9%。1Q25 公司实现营收 9.4 亿元，同比+29.1%，环比+10.2%；归母净利润 3.4 亿元，同比+21.1%，环比-8.0%。受益于下游高速光模块需求高景气，光通信元器件量价齐升。2024 年光有源器件/光无源器件实现营收 16.6/15.8 亿元，同比+121.9%/33.2%；毛利率为 46.7%/68.4%，同比+1.9/+8.2pct。国内/海外收入分别为 7.8/24.7 亿元，同比+124.8%/55.3%。受益于全球数据中心建设提速，2024 年公司光通信元器件销量同比+15.2%至 20876.7 万个，ASP 同比+45.4%至 15.5 元/个，实现量价齐升。4Q24/1Q25 毛利率 54.4%/53.0%，同比-2.1/-2.5pct，环比-4.6/-1.4pct，我们认为主要系产品结构变化、泰国工厂爬产。海外总部和泰国产能投运，加大研发投入推进新品落地。2024 年公司新加坡海外总部平台及泰国生产基地已投运，光通信元器件产能同比+4.0%至 59200 万个，全球资源配置能力和人才团队国际化能力显著提升。公司加大研发投入积极布局硅光、CPO 等前沿领域核心技术，2024 年研发投入同比+62.1%至 2.3 亿元。2025 年公司有望继续扩大海外产能，提升泰国基地交付能力，扩充更多新产品线落地。公司无源、有源产品将受益于后续需求扩张与技术发展。我们认为 25 年产业需求有以下趋势：1）云厂在推理需求凸显+算力卡供应扩张+自建以太网结构迭代三重趋势下，25 年对 800G 的需求将充分释放；2）英伟达继续保持软硬件系统在训练、训推一体上的优势，同时自身客户结构持续优化，将进一步引领 1.6T 等前沿产品的迭代与应用；3）硅光模块具备缓解光芯片等物料短缺、承接硅基共封装趋势、降低成本三层产业逻辑，有望加速渗透。同时 CPO 应用前景渐显，有望在后续逐步技术落地、开启产业化应用。公司作为光模块上游核心器件优质供应商，与大客户深度绑定，我们认为公司绑定下游各大头部厂商，将受益于 25 年 800G、1.6T 的放量，以及 CPO 的长期渗透趋势。

### 开特股份（832978）：2024 年报点评：新能源汽车产销稳步增长与新品放量，驱动全年扣非业绩同比+23%

公司发布 2024 年度报告,实现营业收入 8.26 亿元,同比+26.5%;归母净利润 1.38 亿元,同比+21.24%;扣非归母净利润 1.28 亿元,同比+22.89%。公司业绩同比上升主要是新能源汽车产销量和第一大客户比亚迪汽车整体产量稳步增长,带动公司传感器类、执行器类产品收入稳步增长且执行器类新产品的销售持续量产。2024 年销售毛利率同比-0.79pct 至 32.65%,销售净利率同比-0.68pct 至 16.67%,利润率有所下滑主要系产品销售结构变化和公司购进机器设备的增加,以及 2023 年末生产人员工资调整,人工成本增加。期间费率基本保持稳定,销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.04%/5.73%/0.14%/4.95%,同比-0.20/+0.14/+0.01/+0.34pct。公司执行器类新产品销售持续量产,上调 2025-2026 年归母净利润预测分别为 1.78/2.39 亿元(前值为 1.75/2.21 亿元),新增 2027 年归母净利润预测为 3.09 亿元,对应动态 PE 分别为 24.55/18.27/14.12 倍,考虑公司具备长期成长性,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。

#### **学大教育(000526): 2024 年报及 2025 一季报点评: 营收维持高增,教育培训业务稳步扩张**

盈利预测与投资评级: 学大是我国头部的 1V1 个性化教培机构,教培行业政策趋稳,竞争格局改善明显,需求刚性。考虑公司进一步布局新业务需培育期,我们调整 2025/2026 年归母净利润分别为 2.6/3.3 亿元(2025/2026 年前值为 2.8/3.7 亿元),并新增 2027 年归母净利润 4.0 亿元,对应 2025-2027 年 PE 估值为 26/20/17 倍,估值仍处行业中较低水平,维持“买入”评级。风险提示:政策风险,网点开拓不及预期,行业竞争加剧等。

#### **湘财股份(600095): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 证券业务稳健运行, 25Q1 利润下滑预计系自营拖累**

盈利预测与投资评级: 结合公司 2024 年及 2025 年一季度经营情况,我们下调此前盈利预测,预计湘财股份 2025-2026 年归母净利润分别为 2.37/2.85 亿元(原值分别为 2.93/3.70 亿元),对应同比增速分别为 116.69%/20.29%。预计公司 2027 年归母净利润为 3.12 亿元,同比增长 9.60%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 101.16x/84.10x/76.74x。我们看好公司在财富管理、金融科技方向的展业潜力,维持“增持”评级。风险提示:1)收购事项推进不及预期;2)权益市场大幅震荡。

#### **路斯股份(832419): 2024 年报&2025 一季报点评: 2024 年境外发力盈利稳健增长, 2025 年有望持续提升**

盈利预测与投资评级: 考虑美国关税不确定性或有一定影响,我们下调 2025 年及 2026 年盈利预测,新增 2027 年盈利预测,我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.96/1.14/1.34 亿元(2025-2026 年前值为 1.06/1.25 亿元),同增 22%/20%/17%,对应 PE 为 24/20/17 倍,维持“增持”评级。风险提示:竞争加剧,需求不及预期。

#### **恺英网络(002517): 2024 年年报及 2025 一季报点评: 业绩超我们预期,新游储备丰富,关注 AI 应用进展**

盈利预测与投资评级: 公司于 2025/4/8 公告相关诉讼终局裁决,被申请人应向公司支付赔偿金 2.245 亿元等,我们预计该非经常性收益有望于 2025 年内确认,同时公司新游储备充沛,因此上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测,预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.01/1.10/1.17 元(2025-

2026 年前值为 0.96/1.08 元), 对应当前股价 PE 分别为 16/15/14 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 老游流水超预期下滑, 新游流水不及预期, 行业监管风险。

**禾昌聚合 (832089): 2024 年报&2025 一季报点评: 受益汽车轻量化与家电换新升级, 业绩同比稳步增长**

公司发布 2024 年度报告和 2025 年一季报, 2024 年实现营业收入 16.13 亿元, 同比+13.84%; 归母净利润 1.21 亿元, 同比+4.39%; 扣非归母净利润 1.16 亿元, 同比+3.00%。25Q1 实现营收 4.35 亿元, 同比+32.23%; 归母净利润 0.34 亿元, 同比+12.54%; 扣非归母净利润 0.33 亿元, 同比+10.55%。公司业绩同比上升主要受益于下游汽车与家电等行业政策利好带动改性塑料市场需求的持续提升。2024 年, 公司销售毛利率同比降低 1.52pct 至 16.27%, 销售净利率同比降低 0.68pct 至 7.50%, 主要系原材料受宏观经济影响价格上涨。公司积极降本增效, 销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.92%/1.59%/0.13%/4.24%, 同比-0.12/-0.25/+0.05/-0.08pct。其中, 财务费用发生额同比+132.84%, 主要系银行借款利息支出增加所致。

“汽车+家电”需求驱动产能持续释放, 考虑公司毛利率承压下滑, 调整 2025~2026 年归母净利润为 1.46/1.66 亿元 (前值为 1.58/1.97 亿元), 新增 2027 年归母净利润为 1.89 亿元, 对应最新 PE 为 16.33/14.32/12.61 倍, 公司业绩有望长期稳健增长, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 原材料价格波动; 2) 宏观经济波动; 3) 市场竞争加剧。

**思源电气 (002028): 2025 年一季报点评: 业绩符合市场预期, 看好全年业绩超目标增长**

事件: 发布 25 年一季报, 公司 25 年 Q1 实现营收 32.3 亿元, 同比+21.4%, 归母净利润 4.5 亿元, 同比+22.9%, 扣非归母净利润 4.4 亿元, 同比+28%; 毛利率 30.3%, 同比-0.4pct, 归母净利率 13.8%, 同比+0.2pct。Q1 业绩符合市场预期。网内超高压市场实现突破、网外静待新品扩大市场天花板。1) 网内市场, 电网投资高速增长, Q1 电网基础设施建设完成额 956 亿元, 同比+25%, 我们预计公司网内收入实现 20-30% 的增长; 订单方面, 公司成功中标 9 间隔国网输变电物资招标 750kV 组合电器, 实现 750kV 产品市场 0-1 突破, 看好高端产品份额持续提升, 进一步提高网内业务毛利率水平。2) 网外市场, 24 年公司 SSC 等构网型产品开始交付并投入使用, 随着新能源装机占比的提高, 构网型储能、SSC 等产品有望成为新能源并网运行的刚需, 公司卡位领先, 配合变压器、高压开关以及继电保护等传统产品, 进一步扩大公司网外市场天花板。海外电网建设需求高涨、关税对公司业务无影响。海外电网建设需求保持高景气, Q1 我国变压器/高压开关出口金额同比+40%/30%, 公司 24 年海外收入占比提升至 20%, 订单占比我们预计提升至 30% 以上。美国关税对我国出口产品层层加码, 但由于美国内部制造业回流需求+AI 发展拉动新增负荷+老旧电力设备亟待更新, 我们认为高压电力设备在国际市场供应仍偏紧, 西门子、日立能源等头部企业扩产周期长, 展望全年, 我们认为公司海外收入有望维持高速增长。控费降本持续进行、存货+合同负债显著增长。公司 25 年 Q1 期间费用 4.8 亿元, 同比+10%, 费用率 14.8%, 同比-1.5pct, 控费效果较好; 经营性现金流-5.6 亿元, 较上年同期增加 11.71 亿元, 主要系报告期内购买商品、接受劳务支付的现金较上年同期增加 9.02 亿元, 支付给职工及为职工支付的现金较上年同期增加 1.66 亿元; 25 年 Q1 末存货 41 亿元, 同比+18%, 合同负债 28.4 亿元, 同比+20%, 均有

显著增长，增长基础扎实。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年归母净利润分别为 27.3/35.4/45.6 亿元，同比+33%/30%/29%，对应 PE 分别为 21x/16x/12x，维持“买入”评级。 风险提示：电网投资不及预期，海外市场拓展不及预期，竞争加剧等。

**佐力药业 (300181)：2024 年报&2025 一季报点评：盈利能力稳健提升，收入及利润创单季度新高**

事件：2024 年，公司全年实现营业收入 25.78 亿元 (+32.71%，同比增长 32.71%，下同)；归母净利润 5.08 亿元 (+32.60%)，扣非归母净利润 5.08 亿元 (+35.89%)。单 Q4 季度来看，公司实现营收 5.33 亿元 (+11.62%)，归母净利润 0.86 亿元 (-10.18%)，扣非归母净利润 0.93 亿元 (-0.17%)。2025 年 Q1，公司收入 8.24 亿元 (+22.52%)，归母净利润为 1.81 亿元 (+27.2%)，扣非归母净利润 1.81 亿元 (+26.16%)。业绩符合此前预告预期。 盈利预测与投资评级：考虑到股权激励费用及客观政策的影响，我们将 2025-2026 年公司归母净利润的预测由 7.14/8.94 亿元下调至 6.55/8.41 亿元，2027 年预计为 10.41 亿元，对应 PE 估值为 17/13/11X。公司紧抓集采机遇，深耕等级医院及基层市场开拓，积极往 OTC 拓展，业绩增速可期，同时保持较高的分红率，维持“买入”评级。 风险提示：集采后放量不及预期风险，行业政策风险，市场竞争加剧风险等。

**科达利 (002850)：2025 年一季报点评：Q1 高利润率维持，盈利水平持续亮眼**

盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利润 18.8/23.2/27.9 亿元，同比增 28%/24%/20%，对应 PE 为 20x/16x/13x，给与 25 年 25x，对应目标价 172 元，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

**三星医疗 (601567)：2024 年年报及 2025 年一季报点评：海外配电进展顺利，业绩符合市场预期**

发布 24 年年报及 25 年一季报，公司 24 年营收 146 亿元，同比+27.4%，归母净利润 22.6 亿元，同比+18.7%，24Q4/25Q1 营收分别为 41.7/36.3 亿元，同比+33%/20%，归母净利润分别为 4.4/4.9 亿元，同比+7%/34%。24 年实现毛利率 34.7%，同比+0.7pct，归母净利率 15.5%，同比-1.1pct，24Q4/25Q1 实现毛利率分别为 31%/28.9%，同比-4/-2.3pct，归母净利率分别为 10.7%/13.5%，同比-2.6/+1.4pct。汇兑损失+私募股权基金公允价值波动导致利润略承压，业绩符合市场预期。24 年公司海外市场营收 27.14 亿元，同比+38%，毛利率 35.45%，同比+2.6pct，24 年海外在手订单 57.48 亿元，同比+27%，其中海外配电产品不断实现突破，截至 25Q1 在手海外配电订单 16.67 亿元，同比+134%，公司配电出海进入加速阶段。海外市场依托本土化产能+原有渠道复用的策略推进用电及配电业务，24 年海外产能出货占海外收入占比约 50%。展望 25 年，海外用电：发达国家市场提份额保增长、新兴市场 AMI 系统总包项目占比提高，收入有望保持 20%+增长；海外配电：迎来 1-10 加速阶段，随着德国等欧洲各国电网基建的大规模投入，收入&订单有望持续高增。24 年公司国内配用电营收 84.07 亿元，同比+30%，毛利率 34.6%，同比+0.1pct。国内基本盘稳固，我们预计国内用电实现 10-15%的稳健增长，通过降本和规模效应维持毛利率的稳中有升。24 年国内配用电在手订单 74.54 亿元，同比+25%，展望 25 年，1) 智能用电：24 版新款智能电表推出+持续降本有望提高国内用电业务毛利率。2) 智能配电：网内受益于区域集采有望实

现份额的进一步提升，网外拓展风电、省级能源集团及央国企等市场提升增长持续性，国内配电营收有望实现 20-25% 的稳健增长。24 年公司康复医疗服务营收 32.58 亿元，同比+17%，毛利率 34.30%，同比+2.57pct。展望 25 年，随着公司聚集提升医院运营效率，我们预计医疗服务业务收入稳增。盈利预测：我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 29.4/35.9/43.2 亿元，同比+30%/22%/20%，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，海外市场拓展不及预期，竞争加剧等。

#### **北方华创（002371）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩持续高增，看好平台型半导体设备龙头**

存货同比持续增长，在手订单充足：截至 2025Q1 末公司合同负债为 57.5 亿元，同比-37.8%，存货为 252.1 亿元，同比+40.9%，存货取得较快增长，表明公司在手订单充足。2025Q1 经营活动净现金流为-17.3 亿元，同环比转负，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加较多。本土半导体设备平台型公司，将长期受益国产替代浪潮：北方华创平台化布局持续加速，2025 年 SEMICON 展会上公司推出了首款离子注入机 Sirius MC 313 和首款电镀（ECP）设备 Ausip T830。此外，公司计划获取芯源微的控制权，进一步拓展其在涂胶显影、清洗及多款后道封装设备等优质资产的布局。公司产品线已涵盖薄膜沉积、干法刻蚀/去胶、涂胶显影、离子注入、清洗、电镀、热处理的氧化/RTP 等多种设备。投资建议：考虑到后续股权激励费用影响，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 73.4（原值 78.0）/93.0（原值 100.2）亿元，预计 2027 年归母净利润为 112.7 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 33/26/21 倍，考虑到公司平台化布局持续推进，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂资本开支不及预期，新品产业化进展不及预期等。

#### **有友食品（603697）：2025 一季报点评：成长性凸显，新品节奏加快**

我们基本维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.99/2.34/2.71 亿元，同比+26.2%/+17.8%/+15.7%，对应 PE 为 29/25/21X。我们认为公司新品势能良好，积极开拓新兴渠道，成长性在板块中靠前，维持“买入”评级。

#### **西麦食品（002956）：2024 年报及 2025 年一季报点评：持续稳健增长，2025Q1 成本红利释放**

公司综合能力优秀，股权激励目标 2025-2027 年营收复合增速为 15%，营收增速确定性较高，2025 年成本红利释放，利润弹性可期。我们上调 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 1.8/2.3/2.8 亿元（此前 2025-2026 年盈利预测为 1.6/2.0 亿元），同比+36%/+27%/+20%，对应 PE 为 23/18/15X，维持“买入”评级。

#### **南网科技（688248）：2025 年一季报点评：智能设备+储能双轮驱动，业绩符合市场预期**

事件：发布 25 年一季报，公司 25 年 Q1 营收 5.1 亿元，同比+0.9%，归母净利润 0.6 亿元，同比+35.7%，毛利率 32.5%，同比+0.4pct，归母净利率 11.2%，同比+2.9pct。业绩符合市场预期。在手储能订单充沛，智能设备业务成长性值得期待。1）储能板块，24 年末公司储能业务在手订单 8 亿，储能国研院已备案项目超 60 亿元，储能业务成长空间极大，我们预计 25 年公司储能业务营收有望实现大幅增长。2）智能设备板块，公司前瞻布局新型电力系统中多环节产品，其中无人机、机器人业务想象空

间大，与云深处等头部机器人公司合作，未来巡检机器狗、人形机器人等在电网中逐步落地应用，公司有望成为重要的产品或解决方案的供应商。

3) 业务拓展方面，公司通过资本运作已完成3省检测业务的并购，储能成立国研院，完成粤储能、新疆粤水电参股。南网旗下未上市优质资产丰富，有望与公司业务形成协同效应。董事长换届、开启公司新起点。新任董事长姜总履历丰富，曾任职于南网集团办公厅、广东电网及地市供电局，具有较强的行业及市场影响力。在公司任职7年，主抓经营，期间营收、利润实现十倍增长。目前正处当打之年，职业生涯重要发展阶段，干事创业动力足、创新意识强，牵头组建广东省新型能研究院公司，获批全国唯一制造业创新中心，现兼任国研院董事长。Q1费用整体较少，经营性现金流净流出有所增加。公司25年Q1期间费用1.1亿元，同比-0.8%，费用率22.4%，同比-0.4pct；经营性现金流净流出3.7亿元，比去年同期多流出1.3亿元，我们预计主要系支付供应商款项较多所致；25年Q1末存货8.7亿元，较年初+9%。盈利预测与投资评级：我们维持公司25-27年归母净利润分别为4.59/6.29/8.61亿元，同比+26%/37%/37%，对应PE分别为36x/27x/19x，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，储能业务进展不及预期，竞争加剧等。

**广厦环能 (873703)：24 年报&25 一季报点评：24 年换热器业务稳健增长，25 年有望保持稳增长**

盈利预测与投资评级：我们基本维持2025年及2026年利润预测，新增2027年盈利预测，我们预计公司2025-2027年归母净利润为1.73/1.93/2.18亿元，同增12%/12%/13%，对应PE为17/15/14倍，维持“增持”评级。风险提示：竞争加剧，需求不及预期。

**容知日新 (688768)：2024 年年报和 2025 年一季报点评：业绩重回高增，现金流大幅改善**

盈利预测与投资评级：2024年公司管理体系变革，业绩重回高增。PHM是广阔的蓝海市场，在AI技术快速发展背景下，有望加速发展。容知日新是中国PHM行业龙头企业，积极构建合作伙伴生态、加速拓展新行业、布局AI技术。基于此，我们维持公司2025-2026年归母净利润预测为1.42/1.94亿元，给予2027年归母净利润预测为2.79亿元，维持“买入”评级。风险提示：技术发展不及预期；中美地缘政治风险；行业竞争加剧。

**科思股份 (300856)：2024 年报及 2025 年一季报点评：短期业绩承压，看好新品放量驱动长期成长**

盈利预测与投资评级：公司是稀缺的化妆品原料全球龙头，24年业绩增速受下游库存周期、价格调整等因素短期扰动，但新型防晒剂渗透率提升是长期行业演变趋势，公司新型防晒剂大客户壁垒依旧较高，产能布局充分，且未来氨基酸表活、PO、卡波姆等新品类推广顺利有望放量。考虑到短期需求波动和去库影响，我们将公司2025-2026年归母净利润由9.4/11.8亿元下调至4.1/5.6亿元、新增2027年归母净利润预测7.0元，对应PE分别为17/13/10X，下调至“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧导致产品价格下降；原材料价格波动影响成本控制；新产能释放不及预期。

**灵鸽科技 (833284)：2024 年报&2025 一季报点评：24 年盈利承压，25 年锂电需求有望回升**

盈利预测与投资评级：考虑锂电行业需求下滑较多，我们下调2025年及

2026 年盈利预测, 新增 2027 年盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.25/0.34/0.44 亿元 (2025-2026 年前值为 0.32/0.45 亿元), 同增 157%/35%/30%, 对应 PE 为 90/67/51 倍, 考虑公司锂电需求开始逐步回升, 25 年有望高增, 精细化工等传统行业维持稳健增长, 因此维持“增持”评级。 风险提示: 竞争加剧, 需求不及预期。

**中矿资源 (002738): 2024 年报及 2025 一季报点评: Q1 铜冶炼导致净利承压, 26 年铜锗放量贡献利润弹性**

盈利预测与投资评级: 由于锂价底部区间震荡, 铜冶炼业务阶段性亏损, 我们下调公司 25-26 年盈利预测, 预计公司 25-27 年归母净利润 6.0/12.1/21.2 亿元 (25-26 年原预测为 15.1/19.3 亿元), 同比 -20%/+100%/+75%, 对应 PE 为 34x/17x/10x, 考虑公司铜锗即将放量, 铷铯维持稳定增速, 小金属利润将大幅增厚业绩, 维持“买入”评级。 风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期

**东方财富 (300059): 2025 年一季报点评: 整体业绩稳健, 经纪及两融市占率仍在提升**

盈利预测与投资评级: 据公司 2025 年一季度经营情况, 我们基本维持此前预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 115/135/158 亿元, 对应 PE 分别为 31/27/23 倍。我们看好公司不断巩固零售券商龙头地位, 并借助金融 AI 优势重构传统证券业务存量份额, 维持“买入”评级。 风险提示: 公募费改幅度超预期; 权益市场大幅波动; 行业竞争加剧

**长城汽车 (601633): 2025 年一季报点评: 全球化持续推进, 产品周期波动业绩短期承压**

盈利预测与投资评级: 考虑到行业竞争加剧, 我们下调公司 2025/ 2026/ 2027 年营业收入预期分别为 2195/ 2376/ 2538 亿元 (原值为 2250/ 2491/ 2656 亿元), 同比+8.57%/ +8.25%/ +6.82%。考虑到公司销售和研发投入增加, 我们下调 2025/ 2026/ 2027 年归母净利润预期分别为 123/ 139/ 144 亿元 (原值为 129/ 143/ 148 亿元), 同比-3.33%/ +12.91%/ +3.70%。2025~2027 年对应 EPS 分别为 1.43/ 1.62/ 1.68 元, 对应 PE 估值分别为 18/ 16/ 16 倍。考虑公司智能化与全球化持续加速, 维持“买入”评级。 风险提示: 海外市场需求低于预期; 国内乘用车价格战演绎超预期。

**指南针 (300803): 2025 一季报点评: 软件销售拉升业绩, 麦高证券稳健前行**

盈利预测与投资评级: 基于公司 2025Q1 的经营情况, 我们上调对公司的盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.06/4.14/5.39 亿元 (前值为 1.53/2.11/2.82 亿元), 对应 PE 分别为 113/83/64 倍, 上调公司评级为“买入”, 期待麦高证券的发展, 看好公司长期成长性。 风险提示: 业务发展不及预期, AI 技术及应用发展不及预期。

**科锐国际 (300662): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 灵活用工高增, AI 拓宽想象空间**

盈利预测与投资评级: 产业升级趋势推动国内招聘市场迎结构性复苏, 带动科锐国际营收提速, AI 技术提效拓宽公司业务想象空间。我们上调公司 2025-2026 年归母净利润从 2.2/2.4 亿元至 2.68/3.17 亿元, 新增 2027 年公司归母净利润 3.55 亿元, 最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 25/21/19 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 行业需求较弱, 下游客户订单增长不及预期风险等。

**易德龙 (603380): 2024 年报&2025 年一季报点评: 强化全球制造能力,**

## 全球化布局助力成长

事件：24 年营收 21.61 亿元，yoy+12.74%，归母净利润 1.84 亿元，yoy+38.16%，扣非归母净利润 1.81 亿元，yoy+75.56%；25Q1 营收 5.49 亿元，yoy+21.68%，归母净利润 0.42 亿元，yoy+34.19%，扣非归母净利润 0.40 亿元，yoy+36.24%，符合我们预期！ 盈利预测与投资评级：我们调整 25/26 年利润，新增 27 年预测，预计公司 2025-2027 年营业收入为 25.0/28.5/32.1 亿元（25/26 年前值 25.0/28.5 亿元），归母净利润为 2.42/2.83/3.34 亿元（25/26 年前值 2.29/2.70 亿元），对应 P/E 为 15/12/11 倍，维持“买入”评级。

## 同惠电子（833509）：2024 年报&2025 年一季报点评：消费电子行业复苏拉动需求攀升，25Q1 业绩同比+125%

公司发布 2024 年报与 2025 一季报，2024 年实现营收 1.94 亿元，同比+14.54%；归母净利润 0.50 亿元，同比+30.46%；扣非归母净利润 0.45 亿元，同比+43.30%。25Q1 实现营收 0.39 亿元，同比+23.84%；归母净利润 0.10 亿元，同比+125.39%。业绩增长主要系国家促消费、稳增长政策落地背景下，消费电子行业在技术创新与市场需求的驱动下实现明显复苏，电子测量仪器产品销量大幅提升。同时公司持续优化经营、销售、盈利模式，增强全流程成本管控，2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.02%/8.90%/16.17%/-0.80%，同比-0.41/-4.60/-2.46/-0.36pct，在销售毛利率小幅下滑 1.08pct 至 56.01%的情况下，带动销售净利率同比+3.16pct 至 25.95%。新兴市场消费能力提升与数字化进程加速，调整公司 2025~2026 年归母净利润分别为 0.62/0.75 亿元（前值为 0.58/0.76 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 0.91 亿元，对应最新 PE 为 66.26/54.45/45.00x，考虑公司具备长期成长性，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。

## 江苏金租（600901）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：不良率保持稳定，2025Q1 净利差走阔

盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年及 2025Q1 经营情况，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 32.4/36.0/39.8 亿元，当前市值对应 2025E PB 1.2x。我们认为，公司作为 A 股唯一上市金租企业具有稀缺性，历史业绩与分红表现稳定，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：宏观经济增长不及预期；社会信用风险水平大幅提升。

## 北京人力（600861）：2024 年报及 2025 一季报点评：营收降速，政府扶持力度加大

盈利预测与投资评级：北京人力是我国人力资源服务行业龙头，有 40 多年丰富的经验，规模优势突出，有丰富的客户资源，在薪酬管理，人事管理服务等领域有较强的优势，与德科成立的外企德科合资公司在灵活用工行业内享有较好的口碑。考虑近两季度营收降速，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润至 8.9/9.7 亿元（此前为 9.6/10.7 亿元），新增 2027 年公司归母净利润预测 10.5 亿元，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 14/13/12 倍，维持“买入”评级。 风险提示：用工需求不及预期，招聘需求不及预期等。

## 拓荆科技（688072）：2024 年报点评：Q4 业绩高速增长，薄膜沉积&先进封装设备进入收获期

PECVD 领域持续扩张，平台化产品陆续放量：（1）PECVD：已实现全系列 PECVD 介质薄膜材料的覆盖，通用介质薄膜材料和先进介质薄膜材

料均已实现产业化应用。基于新平台（PF-300T Plus 和 PF-300M）及新型反应腔（pX 和 Supra-D）相关工艺产品已累计出货超 220 腔。（2）ALD：是国产 ALD 工艺覆盖度第一的厂商，首台 PE-ALD SiN 工艺设通过客户验证，实现了产业化应用；公司 Thermal-ALD 设备持续获得订单并实现交付。（3）先进封装设备：公司在国内键合领域的设备装机量与键合相关工艺覆盖率均位居第一（HBM 应用），其中晶圆对晶圆键合产品 Dione 300 及芯片对晶圆混合键合前表面预处理产品 Propus 均实现产业化；公司自主研发了键合套准精度量测产品，其中 Crux 300 已获得客户订单。公司先进封装设备 2024 年实现营收 9567 万元，同比+48.8%。 盈利预测与投资评级：考虑到设备交付节奏，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 10.0（原值 10.6）/15.5（原值 13.5）亿元，预计 2027 年归母净利润为 22.1 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 45/29/20 倍，维持“买入”评级。 风险提示：晶圆厂资本开支下滑、国产化率提升不及预期等。

**安琪酵母（600298）：2025 年一季报点评：海外高增兑现，环比修复明显**  
安琪酵母发布 2025 年一季度报告，2025Q1 公司实现营收/归母净利润 37.94/3.70 亿元，同比增长 8.95%/16.02%，略超我们此前预期，达成调整后的目标，预计 3 月提速明显。

**兴业证券（601377）：2024 年报及 2025 年一季报点评：自营连续两个季度实现高盈利，驱动业绩高增长**

事件：兴业证券公告 2024 年年报及 2025 年一季报。公司 2024 年实现营业收入 123.5 亿元，同比+16.2%；归母净利润 21.6 亿元，同比+10.2%；对应 EPS 0.24 元，ROE 3.8%，同比+0.1pct。2024Q4 实现营业收入 35.4 亿元，同比+100.1%，环比+3.6%；归母净利润 8.4 亿元，同比+120.3%，环比+123.1%。2025Q1 实现营业收入 27.9 亿元，同比+17.5%；归母净利润 5.2 亿元，同比+57.3%；对应 EPS 0.06 元，ROE 0.9%，同比+0.3pct。 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 25.99/29.90/33.62 亿元，分别同比+20%/+15%/+12%，对应 2025-2027 年 PB 为 0.84/0.81/0.77 倍。公司自营弹性较大，财富管理大资管业务均有亮点，首次覆盖，给予“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

**信捷电气（603416）：2024 年报及 2025 年一季报点评：大客户战略将迎收获期，机器人打造第二增长极**

25Q1 营收同比+14%、归母净利润同比+3%、扣非净利润同比+8%、业绩符合市场预期。公司发布 24 年报及 25 年一季报，24 年实现营收 17.08 亿元，同比+13.5%，归母净利润 2.29 亿元，同比+14.8%，扣非净利润 2.03 亿元，同比+25.8%。25Q1/24Q4 实现营收 3.88/4.98 亿元，同比+14.3%/+17.5%，归母净利润 0.46/0.54 亿元，同比+3.5%/+22.3%，扣非净利润 0.40/0.46 亿元，同比+8.2%/+32.8%，业绩整体符合预期。 产品结构变化带动利润率波动、销售人员布局带动期间费用率短期上涨。24 年/25Q1 毛利率为 37.7%/38.1%，同比+1.9/-0.9pct，销售净利率为 13.4%/11.85%，同比+0.2/-1.2pct，主要系产品结构变化导致，24 年 PLC 产品毛利率提升而 25Q1 低毛利驱动系统收入增速较快。24 年/25Q1 期间费用率为 25.8%/27.9%，同比+2.4/+2.3pct，25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.0%/5.0%/9.2%/-0.3%，同比+3.8/-0.2/-1.3/+0.1pct，主要系公司 24H2 加大销售人员招聘，预计 25 年将有效控制。 PLC 市占率稳步提升、大客户战略将迎收获期。分产品看，24 年公司驱动系统（伺服

为主) 营收 8.06 亿元, 同比+10.57%, 毛利率 24.46%, 同比+0.21pct, 其中变频产品营收超 4500 万元, 同比+40%, 公司现已形成“PLC+伺服+HMI 变频”完整方案, 深耕细分行业及大客户。PLC 营收 6.48 亿元, 同比+21.09%, 毛利率 56.25%, 同比+2.23pct, 公司 PLC 产品优势明显, 根据 MIR, 公司 24 年小型 PLC 市占率 9.5%, 同比+2.0pct, 同时 24 年中型 PLC 销售 1000+万元, 大型 PLC 在研, 我们预计未来市占率持续提升。人机界面 1.95 亿元, 同比+9.50%, 毛利率 32.18%, 同比+1.72pct。分销售渠道看, 公司 24 年直销收入 2.5 亿元, 同比+26%, 公司围绕大客户战略, 已有 S 级以上客户立项 80+家, 涵盖矿山、电动车、3C、物流、光伏、包装、半导体、机器人等下游。全年看, 公司销售体系变革或将迎来收获期, 我们预计 25 年主业营收同比+20~30%。

#### 北特科技 (603009): 2025 年一季报点评: 业绩符合市场预期, 机器人贡献第二曲线

营收+10%、归母净利润+40%、业绩符合市场预期。公司发布 2025 年一季报, 实现营收 5.42 亿元, 同比+10.73%, 归母净利润 0.23 亿元, 同比+40.31%, 扣非净利润 0.21 亿元, 同比+40.75%, 业绩整体符合市场预期。主业稳健增长、盈利水平持续好转。公司底盘&压缩机&铝合金业务整体稳健增长, 部分新项目逐步量产, 规模效应渐显, 25Q1 毛利率 18.17%, 同环比-0.87/+3.06pct, 销售净利率 4.32%, 同环比+0.91/+2.39pct。公司与耐世特、比亚迪、博世等下游头部客户长期稳定合作, 同时高精密产品逐步进入收获期, 铝合金产能释放, 我们预计 25 年主业汽零收入维持 5~15% 稳健增长。行星滚柱丝杠加速布局、贡献第二增长曲线。公司深耕汽车零部件加工, 材料&加工工艺领域积累深厚, 并在上海嘉定&江苏昆山设立子公司相应投资建设, 其中 2024 年 12 月子公司江苏北特机器人科技公司取得昆山项目土地, 建设行星滚柱丝杠研发基地, 总投资达 18.5 亿元。我们认为公司凭借“技术深厚+前瞻布局+大力投资”, 未来将伴随下游优质客户快速增长, 贡献公司第二增长曲线。期间费用管控效果显著、经营现金流改善。公司 25Q1 期间费用 0.68 亿元, 期间费用率 12.43%, 同比-2.38pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率同比-1.09/-0.12/-0.67/-0.50pct, 期间费用管控效果显著。25Q1 经营性净现金流-0.33 亿元, 同比增加 0.1 亿元, 存货 5.21 亿元, 较年初-2%。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 25-27 年归母净利润分别为 1.22/2.02/5.65 亿元, 同比+70%/+66%/+180%, 对应现价 PE 分别为 128x、77x、28x, 考虑到机器人行业空间广阔, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济下行, 机器人业务发展不及预期等。

#### 比亚迪 (002594): 2025 年一季报点评: Q1 业绩表现亮眼, 三电核心技术再突破

投资建议: 我们维持公司 25-27 年归母净利 550/683/821 亿元的预期, 同增 37%/24%/20%, 对应 PE 20/17/14x, 给予 25 年 28x, 目标价 507 元, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格波动, 销量不及预期。

#### 柳工 (000528): 2025 年一季报点评: 归母净利润同比+32%超预期, 大股东增持彰显长期发展信心

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 20.72/28.93/37.95 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 11/8/6x, 维持“买入”评级。风险提示: 国内行业需求不及预期, 政策不及预期, 出海不及预期等

**中国平安 (601318): 2025 年一季报点评: 归母营运利润稳健增长, 价值率提升推动 NBV 同比+35%**

盈利预测与投资评级: 结合公司 2025Q1 经营情况, 我们维持此前盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润为 1352/1544/1770 亿元。当前市值对应 2025E PEV 0.62x、PB 0.89x, 仍处低位。我们看好公司改革成果逐步释放, 以及稳定分红回报价值, 维持“买入”评级。风险提示: 长端利率趋势性下行; 新单保费增长不达预期。

**中闽能源 (600163): 福建海风核心运营平台, 集团资产注入**

盈利预测与投资评级: 考虑 2025 年永泰抽蓄资产注入, 我们预计公司 2024 至 2026 年归母净利润为 7.1/9.2/10.0 亿元, 对应当前 PE 15.2/11.7/10.8 倍 (估值日期: 2025/4/25)。考虑福建优质海风项目的获取以及集团资产注入, 成长性突出, 首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 项目建设不及预期, 电改推进下电价波动, 项目竞争加剧

**第一创业 (002797): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 固收为公司核心业务特色, 业绩与债市关联度高**

事件: 第一创业公告 2024 年年报及 2025 年一季报。公司 2024 年实现营业收入 35.3 亿元, 同比+41.9%; 归母净利润 9.0 亿元, 同比+173.3%; 对应 EPS 0.22 元, ROE 5.8%, 同比+3.6pct。2024Q4 实现营业收入 11.3 亿元, 同比+96.2%, 环比+28.9%; 归母净利润 2.6 亿元, 同比+9860.1%, 环比+8.9%。2025Q1 实现营业收入 6.6 亿元, 同比-1.9%; 归母净利润 1.2 亿元, 同比-17.6%; 对应 EPS 0.03 元, ROE 0.72%, 同比-0.2pct。公司业务以固收为特色, 因此 2024 年在债券牛市下取到超高增长, 而今年一季度由于债市波动较大, 公司业绩有所下滑。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 7.55/8.57/9.56 亿元, 分别同比-16%/+13%/+12%, 对应 2025-2027 年 PB 为 1.74/1.66/1.58 倍。公司固收业务在行业内具有独特优势, 具有一定稀缺性, 首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 交易量持续走低, 权益及债券市场波动加剧致投资收益持续下滑。

**中国太保 (601601): 2025 年一季报点评: 银保渠道发力带动 NBV 同比+39%, COR 同比改善**

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 489/469/461 亿元 (前值为 491/472/464 亿元)。当前市值对应 2025E PEV 0.50x、PB 0.90x, 仍处低位。我们看好公司长航二期“北极星计划”的落地实施, 维持“买入”评级。风险提示: 长端利率趋势性下行, 权益市场波动, 新单保费承压

**迈信林 (688685): 2024 年报点评: 航空航天业务订单持续增加, 归母净利润同比大增近两倍**

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合预期, 我们基本维持先前的预期, 预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 1.35/1.94 亿元, 前值 1.31/2.11 亿元, 新增 2027 年预期 2.35 亿元, 对应 PE 分别为 70/49/40 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 受航空航天装备领域发展影响较大的风险; 2) 设备进口比例较高的风险; 3) 暂定价格与审定价格差异导致业绩波动的风险; 4) 与主要客户合作关系变化的风险。

**视声智能 (870976): 2024 年报暨 2025 年一季报点评: 业绩增速超预期, 智能产品出海势头强劲**

盈利预测与投资评级: 公司业绩基本符合我们此前预期, 我们预测公司

2025-2026 年归母净利润预测至为 0.66/0.80 亿元 (原 0.67/0.80 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测为 0.98 亿元, 对应 PE 分别 27.19/22.35/18.30 倍。公司是北交所科技板块中处于估值较低位置, 我们看好未来公司的估值抬升, 维持“买入”评级。

**凯德石英 (835179): 2024 年年报点评: 营收保持高增长, 大力推进技术创新**

盈利预测与投资评级: 公司营收基本符合我们此前预期, 归母净利润由于管理费用端扰动出现下滑。考虑到公司近期新厂房的折旧增加和股权激励费用的支付, 我们向下调整公司 2025-2026 年归母净利润预测至为 0.44/0.60 亿元 (原 0.68/0.90 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测为 0.77 亿元, 对应 PE 分别 59.88/43.51/33.79 倍, 维持“买入”评级。

**华秦科技 (688281): 2024 年年报点评: 业绩稳健增长, 新领域积极布局**

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合预期, 但出于谨慎考虑, 我们下调先前过高的预测, 预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 4.98/5.29 亿元, 前值 6.74/8.67 亿元, 新增 2027 年预期 6.56 亿元, 对应 PE 分别为 29/27/22 倍, 目前公司处于行业竞争有利地位, 随着未来隐身材料应用领域的拓展, 下游市场有望不断扩大, 因此维持“买入”评级。 风险提示: 1) 客户集中度较高及主要客户依赖的风险; 2) 丧失核心竞争力风险; 3) 军品定价方式对公司盈利造成波动的风险。

**智明达 (688636): 2024 年年报点评: 下游多型号订单恢复, 看好今年为业绩拐点**

盈利预测与投资评级: 公司业绩承压, 我们基本维持先前的预期, 预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 1.11/1.42 亿元, 前值 1.24/1.50 亿元, 新增 2027 年预期 1.65 亿元, 对应 PE 分别为 40/31/27 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 1) 对国家重点领域集团依赖程度较高的风险; 2) 技术开发的风险; 3) 客户集中度较高的风险。

**国光电气 (688776): 2024 年年报点评: 下游项目合同签订延迟, 今年有望恢复**

盈利预测与投资评级: 公司业绩阶段性承压, 我们基本维持先前的预测, 预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 1.23/1.56 亿元, 前值 1.28/1.67 亿元, 新增 2027 年预期 2.09 亿元, 对应 PE 分别为 70/55/41 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 1) 外部环境变化带来的宏观经济的风险; 2) 国家政策的风险; 3) 用户议价采购的风险; 4) 产品交付的风险。

## 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型再贷款, 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 亿支持重大项目建设的政策性、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）

## 行业

### 推荐个股及其他点评

**一心堂（002727）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：利润短期承压，省外扩张成效显著**

**投资要点** 事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年实现收入 180.00 亿元（+3.57%，同比，下同），归母净利润 1.14 亿元（-79.23%），扣非归母净利润 2.50 亿元（-65.83%）。2025 年一季度实现收入 47.67 亿元（-6.53%），归母净利润 1.60 亿元（-33.83%），扣非归母净利润 1.57 亿元（-36.27%）。门店扩张迅速，短期利润承压。公司 2024 年实现销售毛利率 31.79%（-1.21pp），销售净利率 0.61%（-2.61pp），原因系新店占比较高、云南以外门店拓展速度快导致运营成本增加。2024 销售/管理/研发/财务费用率分别为 26.11%/2.59%/0.05%/0.58%，同比变化 +1.75/+0.13/-0.01/+0.22pp。2025Q1 实现销售毛利率 31.84%（+1.45pp），销售净利率 3.45%（-1.28pp）。药品零售稳健增长，非药泛健康类产品助力客流提升。分行业看，2024 年公司实现药品零售 129.38 亿元（+2.46%），毛利率 37.02%（-0.95pp）；药品批发 40.87 亿元（+4.78%），毛利率 10.47%（-1.85pp）；便利品销售 4.36 亿元（+25.52%）。分产品看，2024 年公司实现中西成药 136.01 亿元（+4.32%），毛利率 28.71%（+0.44pp）；医疗器械及计生/消毒用品 11.81 亿元（-6.89%）；中药 15.26 亿元（+4.91%）。公司将大力发展非药泛健康类产品，已在云南区域将改造出五百多家三代门店，试点门店非药占比从 15%提升至 40%左右，预计客流至少增加 50%以上。省外扩张成效显著，聚焦门店提质增效：截至 2025Q1，公司拥有直营门店 11451 家，较年初新开业 124 家、搬迁 46 家、闭店 125 家。2024 年底，公司拥有直营门店 11498 家，较年初净增 1243 家，云南省外门店数量占比 51.51%（+4.14pp）。2025 年，公司以提升存量门店经营质量为主，新开店聚焦搬迁和改造门店。盈利预测与投资评级：考虑公司门店扩张迅速带来营运成本增加，我们将公司 2025-2026 年归母净利润由 7.75/9.49 亿元下调至 6.42/7.17 亿元，2027 年为 7.98 亿元，对应当前市值 PE 为 13/12/11X。考虑未来公司聚焦存量门店提质增效，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧的风险，门店扩张或不及预期的风险，加盟店发展或不及预期的风险。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 冉胜男)

证券分析师: 苏丰)

**汉钟精机 (002158): 2024 年报&2025 年一季报点评: 业绩短期承压, 看好半导体真空泵放量**

**投资要点** 受光伏行业需求影响, 公司业绩略有下滑。2024 年公司实现营收 36.74 亿元, 同比-4.62%, 其中压缩机营收 20.30 亿元, 同比+4.31%, 占比 55.26%; 真空产品营收 13.46 亿元, 同比-18.04%, 占比 36.63%; 零配件及维修营收 2.58 亿元, 同比+21.91%, 占比 7.02%。归母净利润 8.43 亿元, 同比-0.28%; 扣非归母净利润 8.21 亿元, 同比-2.24%。我们认为主要系光伏行业景气度下滑, 公司真空泵业务承压。2025Q1 单季公司营收 6.06 亿元, 同比-19.09%, 环比-25.85%; 归母净利润 1.18 亿元, 同比-19.58%, 环比-16.64%; 扣非归母净利润 1.11 亿元, 同比-18.71%, 环比-15.93%。24 年盈利能力有所下滑, 25Q1 毛利率环比提升。2024 年公司毛利率为 38.31%, 同比-2.01pct, 压缩机毛利率为 33.09%, 同比-0.74pct, 真空产品毛利率 45.83%, 同比-0.85pct, 零配件及维修毛利率 44.46%, 同比+1.39pct; 销售净利率为 23.53%, 同比+1.02pct; 期间费用率为 11.34%, 同比-3.08pct, 其中销售费用率为 3.84%, 同比-1.32pct, 管理费用率为 4.03%, 同比+0.35pct, 财务费用率为-1.48%, 同比-1.53pct, 研发费用率为 4.95%, 同比-0.58pct。2024 年研发费用达 1.82 亿元, 同比-14.59%。2025Q1 单季毛利率为 35.66%, 同比-1.42pct, 环比+5.86pct; 销售净利率为 19.55%, 同比-0.04pct, 环比+2.25pct。 存货&合同负债同比下滑, 25Q1 现金流同环比回正。截至 2024Q4 末, 公司合同负债 1.17 亿元, 同比-64.77%; 存货为 8.19 亿元, 同比-31.34%, Q4 公司经营活动净现金流为-3.57 亿元, 同比-227.19%, 环比-533.76%; 截止 2025Q1 末, 公司存货为 8.37 亿元, 同比-32.07%, 合同负债为 1.16 亿元, 同比-66.13%, 2025Q1 公司经营性现金流 0.76 亿元, 同环比回正。 半导体真空泵国产替代前景广阔, 看好公司成长性。目前半导体真空泵市场仍由 Edwards 等欧美日龙头主导, 国产化率仅 10%左右。公司为国内领先的半导体真空泵供应商, 目前已通过部分 8-12 寸国内头部晶圆厂、先进封装厂以及半导体设备制造商的认可, 并已开始批量交付。随着下游晶圆厂客户的扩产和设备商客户新工艺的持续验证, 该业务增长前景广阔。 盈利预测与投资评级: 考虑到下游验收节奏, 我们下调 2025-2026 年公司归母净利润分别为 8.67/9.22 (原值 10.76/13.02 亿元), 预计 2027 年公司归母净利润为 10.35 亿元, 当前股价对应 PE 为 10.7/10.1/9.0 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 下游扩产不及预期, 客户拓展不及预期, 原材料价格波动等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 李文意)

**卫星化学 (002648): 2024 年年报&2025 年一季报点评: 业绩大幅增长, 高端新材料项目有序推进**

**投资要点** 事件 1: 公司发布 2024 年报和 2025 年一季报。2024 年, 公司实现营业总收入 456.5 亿元 (同比+10%); 实现归母净利润 60.7 亿元 (同比+27%)。2025Q1, 公司实现营业总收入 123.3 亿元 (同比+40%, 环比-8%); 实现归母净利润 15.7 亿元 (同比+53%, 环比-34%)。公司 2024 年业绩大幅提升, 主要系 10 万吨乙醇胺、80 万吨多碳醇项目投产。 事件 2: 2025 年 4 月 25 日, 公司首次回购 35 万股, 最高成交价为人民币 18.90 元/股, 最低成交价为人民币 18.76 元/股, 成交总金额为人民币 659 万元 (不含交易费用)。 C2 原材料乙烷价格下降, 盈利能力提升: 原材料端: 美国天然气价格走低, 带动乙烷价格大幅降低, 2024 年, 乙烷均价 143 美元/吨 (同比-35 美元/吨)。 新

项目稳步推进，助力公司业绩增长：1）C2 方面：公司连云港  $\alpha$ -烯烃高端新材料产业园一阶段项目已全面开工，项目总投资 266 亿元，公司预计该项目将于 2025 年底建成，2026 年初正式投产；二阶段项目公司预计会在 2024 年下半年完成项目开工等手续办理，2026 年底建成，2027 年初投产。两个项目部分公用工程可共用，进一步降低成本并提升公司规模效益。2）C3 方面：卫星能源三期 80 万吨多碳醇项目一阶段投产，实现 C3 产业链耦合闭环，产业链韧性进一步增强。盈利预测与投资评级：基于 C2、C3 板块当前景气度情况，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 70、91 亿元（此前为 64、90 亿元），新增 2027 年归母净利润预测值为 107 亿元。按 2025 年 4 月 25 日收盘价，对应 PE 分别 9、7、6 倍。我们看好公司未来成长性，维持“买入”评级。风险提示：项目建设不及预期，需求表现疲弱，原材料价格大幅波动。

（证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟）

### **芯源微（688037）：2024 年报点评：24Q4 业绩改善，看好公司打造化学清洗+涂胶显影双主打产品**

**投资要点** 湿法设备营收高增，24Q4 收入表现超预期：2024 年公司营收 17.54 亿元，同比+2.1%，其中涂胶显影设备营收 10.5 亿元，同比-1.52%；单片湿法设备营收 6.4 亿元，同比+7.43%，主要系清洗机&去胶机收入增长。期间归母净利润为 2.03 亿元，同比-19%；扣非归母净利润为 0.73 亿元，同比-61%，利润下滑主因系研发费用和人员成本增加，2024 年公司研发费用达 2.97 亿元，同比增长 50%。2024Q4 单季公司营收 6.49 亿元，同比+27%，环比+58%，重回高增。Q4 归母净利润 0.95 亿元，同比+213%，环比+202%；扣非归母净利润 0.33 亿元，同比+514%，环比+679%。盈利能力受高研发支出及期间费用拖累，24Q4 迎来改善：2024 年毛利率为 37.7%，同比-0.9pct；销售净利率为 11.49%，同比-3.1pct，系公司大幅提升研发费用及公司规模扩张导致人员成本增加所致；期间费用率为 36.8%，同比+6.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率为 5.1/14.2/16.9/0.5%，同比-3.2/+3.6/+5.4/+0.1pct，Q4 单季毛利率为 29.5%，同比+0.31pct；销售净利率为 14.9%，同比+8.99pct，环比+7.48pct。存货&合同负债同比增长，2024 年签单及经营现金流表现良好：截至 2024Q4 末，公司合同负债 4.5 亿元，同比+20%；存货为 18.16 亿元，同比+10.9%；2024 年公司新签订单约 24 亿元(含 Demo 及 LOI，含税)，同比+10%；2024 年公司经营活动净现金流入 4.42 亿元，同比+178.5%。涂胶显影&清洗设备龙头地位稳固，看好化学清洗机打造第二主力产品：（1）前道涂胶显影设备：成功获得国内头部逻辑、存储、功率客户订单，高端 offline 机台快速突破，I-line、KrF 机台在多家客户端量产跑片数据良好，客户认可度持续提升。公司正积极推进 ArF 浸没式涂胶显影机的导入及验证工作；（2）前道物理清洗设备：2024 年公司前道物理清洗机获得国内领先逻辑客户批量订单；（3）前道化学清洗机台：公司高温 SPM 机台在三大核心指标上对标海外龙头，打破国外垄断，已获得国内多家大客户订单。前道清洗设备标准化程度较高，通过验证后有望快速提升市场份额，看好公司打造化学清洗+涂胶显影双主打产品。筹划控制权变更，有望与北方华创形成协同发展：如控制权变更事项进展顺利，北方华创将成为公司第一大股东，双方可推动不同设备的工艺整合，提供更完整高效的集成电路装备解决方案，也可在研发、供应链、客户资源等方面加强协同效应。盈利预测与投资评级：考虑到设备交付节奏，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 2.33/3.75 亿元（原值为 3.3/5.0 亿元），新增 2027 年归母净利润

预测为 5.92 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 82/51/32 倍。我们看好公司化学清洗设备迎来放量贡献业绩，维持“增持”评级。风险提示：半导体行业投资下滑，新品研发&产业化不及预期等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

**中金公司 (03908.HK): 2025 年一季报点评: 低基数下, 自营及衍生品业务带动公司净利润增速超 60%**

**投资要点** 事件：中金公司 2025 年一季度实现营业收入 57.2 亿元，同比+47.7%；归母净利润 20.4 亿元，同比+64.9%；对应 EPS 0.38 元，ROE 2.0%，同比+0.8pct。市场活跃背景下，经纪收入同比大幅增长，预计佣金率继续下滑。公司 2025 年一季度实现经纪业务收入 13.0 亿元，同比+56.3%，占营业收入的 22.7%。全市场日均股基交易额 17031 亿元，同比+70.3%。公司客户规模稳定增长，截至 2024 年中金公司财富管理总客户数近 850 万户，客户总资产达 3.18 万亿元。公司持续加大普惠性金融产品推动力度，“公募 50”保有量同比+139%。截至 2025 年一季度末公司两融余额 453 亿元，较年初+32%，市场份额 2.4%，较年初+0.1pct。政策引导下股权承销业务延续下滑趋势，但公司龙头地位仍稳固。公司 2025 年一季度实现投行业务收入 4.0 亿元，同比-10.5%。股权主承销规模 43.8 亿元，同比-48.0%，排名第 7；其中 IPO 1 家，募资规模 12 亿元；再融资 1 家，承销规模 32 亿元。债券主承销规模 2898 亿元，同比+34.0%，排名第 3；其中地方政府债、金融债、公司债承销规模分别为 1218 亿元、693 亿元、444 亿元。截至 25Q1 IPO 储备项目 19 家，排名第 4，其中两市主板 10 家，北交所 1 家，创业板 4 家，科创板 4 家。大资管业务行业领先，规模稳步扩大。2025 年一季度实现资管业务收入 3.1 亿元，同比+15.2%。截至 2024 年末资产管理规模 5520 亿元，同比-0.1%。中金基金管理公募规模 2073.3 亿元，同比+62%。私募股权平台中金资本整体资产管理规模 3516 亿元，同比+18%，行业领先。权益市场呈结构性行情，公司自营及衍生品业务高增。2025 年一季度实现投资净收益（含公允价值）34.0 亿元，同比+83.3%；调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）36.1 亿元，同比+48.3%。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 66.21/70.69/74.47 亿元，对应增速分别为+16%/+7%/+5%。当前市值对应 2025-2027 年 PB (H) 估值分别为 0.60/0.57/0.55 倍(港股汇率使用中间价，1 港币=0.9227 元)。看好公司长期在投行及财富管理业务方面的竞争壁垒，市场交投活跃度及市场行情充分恢复情况下，公司有望进一步发挥龙头优势，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)

**太湖远大 (920118): 2024 年报&2025 一季报点评: 市场需求放缓与竞争加剧致业绩下滑, 积极开拓境外市场**

**投资要点** 市场需求放缓与竞争加剧，业绩下滑承压。公司发布 2024 年度报告与 2025 年一季报，2024 年实现营收 15.94 亿元，同比+4.64%；归母净利润 0.71 亿元，同比-8.97%；扣非归母净利润 0.64 亿元，同比-12.71%。2025Q1 实现营收 2.94 亿元，同环比-13.14%/-26.13%，归母净利润 0.03 亿元，同环比-79.21%/-87.50%。业绩下滑主要系下游有效需求增速放缓，叠加市场竞争加剧、销售价格承压。公司积极依托品牌优势推出新产品，对外积极开拓市场，建立合作关系的国外客户数量增多，实现境外营收 1.77 亿元，同比+4.21%。2024 年公司销售毛利率同比降低 1.62pct 至 9.15%，销售净利率同比降低 0.66pct 至 4.42%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.53%/1.35%/0.53%/1.68%，同比-

0.22/+0.02/-0.29/+0.39pct。化学交联产品为主要增长来源，较 2023 年同比增长 13.19%。1)化学交联: 实现营收 5.85 亿元, 同比+13.19%, 在总营收占比 36.71%。受其主要原材料低密度聚乙烯 (LDPE) 价格上涨的影响, 毛利率同比-5.12pct 至 5.30%。2) 硅烷交联: 营收同比-0.35%至 6.49 亿元, 在总营收占比 40.74%, 毛利率同比-0.50pct 至 7.81%。3) 低烟无卤: 营收同比-1.81%至 1.89 亿元, 在总营收占比 11.87%, 毛利率同比+2.97pct 至 23.84%。4) 屏蔽料: 屏蔽料营收同比+5.87%至 1.66 亿元, 在总营收占比同比+0.12pct 至 10.44%, 毛利率同比+1.59pct 至 10.65%。乘绿色环保与国产替代东风, 募投产能放量潜力可期。1) 产品: 国内少数实现产品系列化生产的企业之一, 包括硅烷交联聚乙烯电缆料、化学交联聚乙烯电缆料、低烟无卤电缆料和屏蔽料, 在品种多样性、性能稳定性和质量可靠性等方面均位于行业前列。2) 客户: 2023 年入选中国电线电缆行业最具竞争力企业前 20 强中有 19 家为公司的合作客户, 公司市占率在国产企业梯队位于前列, 在同类供应商中竞争力较强。此外, 公司已拥有 70 家境外合作客户, 覆盖 24 个国家及地区。3) 募投项目: 募投项目将新增 35kV 及以下过氧化物可交联电缆料 1.2 万吨、新能源特种材料 3.8 万吨的产能, 有望进一步提高公司生产能力; 公司计划研发 500KV 及以下过氧化物可交联电缆料, 高压超高压技术有望打破垄断, 助力产品结构升级。募投项目 100%达产后预计贡献营收超 9 亿元, 贡献净利润近 7 千万。盈利预测与投资评级: 公司为环保型线缆用高分子材料专精特新“小巨人”, 规模化生产国内领先, 募投产能放量潜力可期, 考虑公司业绩短期下滑, 调整公司 2025~2026 年实现归母净利润分别为 0.74/0.84 亿元 (前值为 0.90/1.09 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测为 0.97 亿元, 对应最新 PE 为 17.34/15.28/13.21x, 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)

**大参林 (603233): 2024 年报及 2025 一季报点评: 25Q1 利润快速增长, 门店结构持续优化**

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报, 2024 年实现收入 264.97 亿元 (+8.01%, 同比, 下同), 归母净利润 9.15 亿元 (-21.58%), 扣非归母净利润 8.85 亿元 (-22.42%)。2025 年一季度实现收入 69.56 亿元 (+3.02%), 归母净利润 4.60 亿元 (+15.45%), 扣非归母净利润 4.55 亿元 (+14.82%)。2025Q1 利润超预期。25Q1 各项费用率下降。公司 2024 年实现销售毛利率 34.33% (-1.57pp), 销售净利率 3.70% (-1.32pp), 原因系消费力下降、新店爬坡及销售费用率增加。2024 销售/管理/研发/财务费用率分别为 23.37%/4.65%/0.20%/0.76%, 同比变化 +0.45/-0.18/-0.13/-0.02pp。2025Q1 销售毛利率 34.98% (-0.48pp), 销售净利率 7.15% (+0.43pp), 控费成效显著, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 20.88%/3.95%/0.13%/0.62%, 同比变化 -0.87/-0.22/-0.06/-0.14pp。2024 年: 加盟业务及中西成药产品快速增长。①分行业: 零售实现收入 219.21 亿元 (+6.88%), 毛利率 36.62% (-1.53pp); 加盟及分销实现收入 39.40 亿元 (+15.12%), 毛利率 11.17% (-0.07pp)。②分产品: 中西成药实现收入 199.68 亿元 (+12.82%), 毛利率 30.00% (-1.16pp); 中参药材实现收入 29.45 亿元 (-0.99%), 毛利率 42.32% (-0.56pp); 非药实现收入 29.48 亿元 (-9.52%), 毛利率 41.72% (-1.80pp)。2025Q1: 中西成药需求稳定。①分行业: 零售实现收入 56.18 亿元 (-

1.27%)，毛利率 37.72% (+0.21pp)，原因系 25Q1 公司优化布局闭店 174 家且 24Q1 因流感因素基数较高；加盟及分销实现收入 11.30 亿元 (+25.34%)，毛利率 9.43% (-1.75pp)。②分产品：中西成药实现收入 53.24 亿元 (+5.80%)，毛利率 30.59% (-0.69pp)；中参药材实现收入 7.14 亿元 (-9.38%)，毛利率 42.34% (+0.07pp)；非药实现收入 7.09 亿元 (-8.04%)，毛利率 41.51% (-0.97pp)。门店布局持续优化，赋予利润增长动能。截至 2025Q1，公司门店已覆盖全国 21 省（自治区、直辖市），公司拥有门店 16622 家，其中加盟 6239 家。2025Q1 公司净增门店 69 家，其中自建 54 家、并购 0 家、加盟 189 家、闭店 174 家。公司 2024 全年净增门店 2479 家，其中自建 907 家、并购 420 家、加盟 1885 家、闭店 733 家。随着部分亏损门店闭店优化后，公司整体利润承压可控，有望实现稳健增长。盈利预测与投资评级：考虑公司门店扩张节奏放缓，我们将公司 2025-2026 年归母净利润由 11.98/13.84 下调至 10.84/12.52 亿元，2027 年预计为 14.45 亿元，对应当前市值的 PE 估值为 19/16/14X。考虑公司门店结构优化后释放盈利潜力，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧的风险，门店扩张或不及预期的风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男  
证券分析师：苏丰)

#### 宋城演艺 (300144)：2024 年报及 2025 一季报点评：新项目贡献利润增量，推进青岛轻资产项目

投资要点 事件：2025 年 4 月 24 日，宋城演艺发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年营收为 24.17 亿元，yoy+25%，处于预告区间中位。归母净利润 10.49 亿元，同比扭亏，处于预告区间中位，不考虑 2023 年花房集团相关减值影响，同比+25%。扣非归母净利润为 10.32 亿元，同比扭亏。24Q4/25Q1 归母净利润同比扭亏/-2%：2024Q4 公司实现营收 4.04 亿元，yoy+31%；归母净利润 0.41 亿元，同比扭亏；扣非归母净利润 0.39 亿元，同比扭亏。2025Q1 营收为 5.61 亿元，yoy+0.3%；归母净利润为 2.46 亿元，yoy-2%；扣非归母净利润 2.40 亿元，yoy-4%。2024 年现金分红 5.2 亿元，分红率提高至 50%。新项目贡献利润增量：2024 年千古情存量项目杭州/三亚/丽江/九寨/桂林/张家界收入分别为 6.37/1.76/2.91/0.96/2.05/0.37 亿元，yoy-2.7%/-8.7%/-9.7%/+8.4%/+7.9%/-46.5%，桂林项目团客优化，九寨项目受益于高铁开通，其余项目由于外部环境变化收入下滑。2024 年新项目西安/上海/广东收入为 1.45/1.16/2.56 亿元，yoy+6.0%/+4.8%/+10.6%，归母净利润为 0.35/0.92/-0.16 亿元，新项目贡献增量。签约青岛轻资产项目：2024 年电子商务手续费/设计策划费收入为 2.73/1.85 亿元，yoy+56.6%/118.6%。2025 年 1 月，公司签约青岛轻资产项目，一揽子费用总计 2.6 亿元，已于 Q1 确认 5000 万元管理费收入。推进成熟项目优化，扩大新项目份额：公司将加强精细化运营，迭代升级内容，发挥经营弹性。对成熟项目，持续拓展业务边界，扩大客群覆盖，深挖市场空间；对新项目，扩大品牌营销，抢占市场份额，激活增长潜力。盈利预测与投资评级：公司作为中国旅游演艺龙头公司，以“主题公园+文化演艺”模式定位独特形成优秀项目模型，运营迭代保持领先，存量项目盈利能力稳健，新项目快速爬坡。调整 2025/2026 年及新增 2027 年盈利预测，2025-2027 年归母净利润分别为 11.4/13.2/14.2 亿元（2025/2026 年前值为 13.1/15.0 亿元），对应 PE 估值为 23/20/18 倍，维持“增持”评级。风险提示：在建项目建设进度不及预期，新项目业绩爬坡不及预期，行业竞争加剧等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄)

研究助理：王琳婧）

### 道通科技（688208）：2025 年一季报点评：业绩符合预期，期待 AI+多元布局陆续兑现

**投资要点** 事件：公司发布一季报，2025Q1 公司实现营收 10.9 亿元，同比+26.7%环比-3.0%；归母净利润 2.0 亿元，同比+59.9%，环比+100.2%；毛利率 56.6%，同比-0.1pct，环比+2.6pct。公司业绩符合市场预期。 AI 智能化持续推进，行业应用相继落地。2025Q1 AI 及软件业务营收同比+36%至 1.4 亿元。其中，充电云同比增加约 80%。公司坚定围绕“AI 智能化”战略布局，数字能源方面继“场站 Agents”及“光储充 Agents”后进一步打造“能源交易 Agents”。AI 及机器人方面，持续研发行业应用多模态大模型、AI 平台及作业应用 AI Agents，积极推进以巡检垂域大模型为核心的空地一体解决方案在能源、交通等领域的应用落地，为公司的未来发展蓄势聚力，有望导入中石油区域油田、河北高速、南网科技、国网智能等潜在客户，积极推进能源、交通等领域应用落地。 检修平板新品发布，TPMS 增速可观。2025Q1 数字维修业务营收同比+24%至 7.3 亿元，其中 TPMS 同比增加约 60%。2025Q1 公司发布检修新品 Ultra S2，全面覆盖新能源车与燃油车，有效解决汽车维修传感器定位难、组件数据交互复杂的痛点问题。公司长期深耕北美、欧洲为主的海外汽车后市场，行业地位稳固，近年来全面推进数智维修业务 AI Agents 化，自主开发汽车诊断行业大模型，实现 AI 语音助手、AI 车辆外观损伤识别等功能。AI 赋能逐步提高市场占有率和客户粘性，目前公司以 32.7%的全球市占率超越博世、实耐宝等传统巨头，以近 50%的复购意愿率排名美国第一。我们认为公司检修平板终端将在新品推陈出新、AI 赋能的推动下出货稳定增长，TPMS 产品及 ADAS 产品分别有望受益于各国强制安装法规带来的替换需求及汽车智能化程度提升。 数字能源斩获大单，多维机制应对关税风险。2025Q1 数字能源业务营收同比+35%至 2.1 亿元。公司客户趋于多元化，24 年于北美市场签约多家全球头部客户；欧洲市场签约多家全球及区域级大客户，与多家国际知名能源公司建立战略合作伙伴关系；亚太地区与顶级车企及东南亚公共事业单位等战略客户的合作项目陆续落地。继 2025 年 4 月初中标全球石油巨头直流充电解决方案巨额订单后，公司同月斩获北美最大商用停车场运营商 LAZ Parking 首期 2.4 亿元订单，中标量约 5 万个商用交流充电桩。公司现有越南、深圳及美国工厂并持续优化全球布局，美国产品备库量已提升至 6-9 个月需求水平。自 2025 年 5 月起公司美国区域数字能源产品提价 7%-10%，通过多维机制有效应对关税扰动风险。 盈利预测与投资评级：公司三项业务全面铺开，AI 有望对新、老业务全面赋能，我们维持公司 2025/2026/2027 年预期归母净利润 7.9/9.6/11.4 亿元，2025 年 4 月 28 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 22.2/18.3/15.5 倍，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求不及预期；竞争加剧；公司产品扩张不及预期。

（证券分析师：张良卫 研究助理：李博韦）

### 纽威数控（688697）：2025 年一季报点评：业绩短期承压，五期产能建设打开成长空间

**投资要点** 营收稳步增长，归母净利润短期承压 2025Q1 公司实现营收 5.69 亿元，同比+3.80%；实现归母净利润 0.61 亿元，同比-11.78%；实现扣非归母净利润 0.49 亿元，同比-18.34%。公司 2025Q1 营业收入实现稳健增长，归母净利润下滑主要系毛利率有所下降，我们判断系机床行业需求整体偏弱，行业价格竞争激烈，公司产品售价降低压缩毛利率空间。 毛利率下滑系会计准则变更影响，汇兑损益影响财务

费用 2025Q1 公司毛利率为 21.11%，同比-4.84pct。公司毛利率有所下降，我们判断系：①会计政策变更，质保相关销售费用计入营业成本，影响毛利率下降；②机床行业需求偏弱，行业价格竞争激烈，公司产品降价压缩毛利率空间。2025Q1 公司销售净利率为 10.78%，同比-1.90pct，主要系毛利率下降拖累。2025Q1 公司期间费用率为 11.70%，同比 -1.69pct，销售/管理/财务/研发费用率为 4.76%/1.56%/5.16%/0.22%，同比-1.76pct/-0.01pct/+0.31pct/-0.23pct。销售费用率降低系会计政策变更，公司持续加大研发投入，研发费用率持续提升。持续加码研发提升产品竞争力，五期项目投资建设打开成长空间：1) 公司研发投入持续加码：2024 年公司研发费用 1.12 亿元，同比+10.35%，2025Q1 公司研发费用 0.29 亿元，同比+10.43%，公司持续加码研发投入。截至 2024 年末，公司累计获得发明专利 26 件，实用新型专利 184 件，外观设计专利 25 件，软件著作权 41 件。公司持续保持高强度研发投入，提升产品竞争力，推动核心零部件国产化。2) 投资建设五期高端智能数控装备项目：根据公司公告，公司计划自筹投资 8.5 亿元建设纽威数控五期高端智能数控装备项目。项目计划建设约 4.75 万平方米生产厂房及配套设施，用于数控立车、数控磨床、专机等高端智能数控装备生产，预计 2027 年 6 月建成投产。公司持续投资建设产能，打开长期成长空间。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 3.60/4.20/4.92 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 18/16/13 倍，公司持续加码研发投入提升产品力，投资建设五期产能打开成长空间，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，机床行业需求不及预期，产能建设进度不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天)

#### 建邦科技(837242)：2024 年报&2025 年一季报点评：推进国内线下及跨境电商客户开拓，业绩保持高速增长

投资要点 积极推进国内线下客户及跨境电商客户开拓，业绩保持高速增长。公司发布 2024 年度报告，实现营收 7.52 亿元，同比+34.71%；归母净利润 1.07 亿元，同比+52.91%；扣非归母净利润 1.03 亿元，同比+48.89%。2025Q1 实现营收 1.75 亿元，同比+22.51%；归母净利润 0.19 亿元，同比+49.72%；扣非归母净利润 0.18 亿元，同比+48.12%。公司营收同比上升主要是公司不断致力于新产品研发，同时积极进行国内外市场开拓，特别是对国内线下客户以及跨境电商类客户开拓下，境内市场营收同比+46.43%。2024 年公司销售毛利率同比增加 0.38pct 至 30.00%，销售净利率同比增加 1.68pct 至 14.15%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.19%/4.64%/-0.59%/3.06%，同比-0.91/-0.57/-0.38/-0.39pct。传动及转向系统营收占比过半，汽车电子新品增速显著。1) 传动与转向系统分别实现营收 2.16/1.63 亿元，同比增速+21.85%/+87.10%，在总营收占比为 28.73%/21.68%，毛利率分别同比-0.05pct/+1.31pct 至 30.53%/28.06%。其中，转向系统增速显著主要系公司积极推进相关产品迭代升级，订单同比增长，同时产品销售结构有所优化。2) 电子电气系统：公司积极研发“软硬件”相结合产品，新产品实现大量销售，带动该业务营收同比+37.96%至 1.11 亿元，在总营收占比+0.35pct 至 14.71%，毛利率同比+1.19pct 至 31.76%。3) 汽车电子：公司近年来致力于汽车电子新产品开发，顺应了市场需求变化，该业务营收同比+107.15%至 0.72 亿元，在总营收占比同比+3.37pct 至 9.62%。5) 制动与发动系统：分别实现营收 0.72/0.59 亿元，同比增速为-0.47%/+10.80%。高端汽车电子产品自产转型，跨境电商订单增长可期。1) 产品优势：将多品种、小批量、多批次、高

要求的需求汇总,涵盖境内外近 400 家供应商的成熟供应体系保障了产品质量和交货稳定性。截至 2024 年底,公司合计管理 SKU 3 万余个,每年投放新品 SKU 2-3 千个。2) 自产转型:积极布局汽车电子领域,推动生产方式微转型,截至 2024 年底共管理汽车电子 SKU 300 余项,子公司拓曼电子自产 100 余项。3) 渠道拓展:推动“线上、线下、境内、境外”协同发展,加大对国内线下客户及跨境电商客户开拓,与国内诸多大型知名汽车零部件连锁企业,如三头六臂汽配、康众汽配、途虎养车以及汽配跨境电商企业扬腾科技、晟沐贸易等开展合作,订单量稳步增加,2024 年中国大陆收入占总收入的比重进一步提升至 46.44%,形成了境内和境外两个市场平衡兼顾。盈利预测与投资评级:汽车后市场需求增长,线上市场与汽车电子开拓成效显著,考虑美国关税短期冲击,调整 2025~2026 年归母净利润分别为 1.17/1.47 亿元(前值为 1.19/1.39 亿元),新增 2027 年归母净利润预测为 1.83 亿元,对应最新 PE 为 17.92/14.26/11.48x,维持“增持”评级。风险提示:1) 国际贸易风险;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)

#### **珀莱雅(603605): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 业绩增长超预期, 彰显龙头底色**

**投资要点** 公司公布 2024 年及 2025Q1 业绩: 2024 年 营收 107.8 亿元(+21.0%, 代表同比增速, 下同), 归母净利 15.5 亿元(+30%)。2025Q1 营收 23.6 亿(+8.1%), 归母净利 3.9 亿(+28.9%), 利润增速大幅高于收入主要系毛利率提升&销售费用率改善。主品牌延续增长, 线上维持高增。①分品牌, 24 年珀莱雅/彩棠/OR/悦芙媿营收同增 20%/19%/71%/9%, 占比分别为 80%/11%/3%/3%, 主品牌珀莱雅延续高增。②分渠道, 线上/线下 24 年增速分别为 24%/-14%, 占比分别为 95%/5%, 主品牌维持较高增长, 线上延续高增。毛利率持续创新高, 费用率优化主要系子品牌经营改善+达播占比下降。①毛利率: 2024 年为 71.4%, 同比+1.5pct, 2025Q1 毛利率 72.8%, 同比+2.7pct, 毛利率持续创新高, 主要系原材料成本下降; ②期间费用率: 2024 年为 52.9%, 同比+1.9pct, 其中销售费用率同比+3.3pct。2025Q1 期间费用率同比-1.8pct 至 51.2%, 主要系 OR 等子品牌经营改善+主品牌达播占比下降; ③归母净利率: 结合毛利率及费用率, 2024 年归母净利率为 14.4%, 同比+1 pct, 2025Q1 同比+2.7pct 至 16.5%; ④现金流: 2024 经营性现金流同比+57.5%, 25Q1 经营性现金流+56.8%, 现金流表现优秀。2025 年大单品系列继续升级, 美白、油皮等新系列有望贡献增量。公司致力于在护肤不同赛道打造适合中国人的产品矩阵, 2024 年首款持有美白特证的单品“光学瓶”携专研独家成分“光学 335”上市, 2025 年 4 月公司核心大单品系列之一“双抗系列”更新双抗精华 4.0, 官宣品牌全球代言人易烊千玺, 持续夯实大单品系列。未来油皮赛道、底妆、胶原蛋白、术后修复、男士等多个赛道均有望贡献增长。更长期看, 公司公布“双十”计划, 即有望在 10 年内跻身全球化妆品行业前十, 锚定长期增长目标。盈利预测与投资评级: 公司是国内组织灵活、效率领先的化妆品龙头, 2024 年营收突破百亿, 展现其强品牌力, 未来国货美妆龙头有望晋升为全球化妆品龙头。盈利能力方面公司不断优化, 毛利率及净利率持续创新高。考虑到公司基数逐渐提升, 以及新赛道处于孵化阶段, 我们将公司 2025-26 年归母净利润预测 19.2/23.6 亿元略下调至 18.6/21.6 亿元, 新增 2027 年归母净利润预测 24.8 亿元, 分别同比+20%/+16%/+15%, 对应 25/4/25 收盘价 PE 分别为 18/16/14X, 维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争

加剧、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)

### **东阿阿胶 (000423): 2025 年一季报点评: 业绩符合预期, 高分红, 稳增长**

**投资要点** 事件: 2025 年 Q1, 公司实现总营业收入 17.19 亿元 (+18.24%, 同比增长 18.24%); 归母净利润 4.25 亿 (+20.25%), 扣非归母净利润为 4.16 亿元 (26.69%)。业绩符合我们的预期。 阿胶系列产品稳健放量, 盈利能力稳中有升。分业务来看, 阿胶块启动溯源动销项目, 促进终端动销; 复方阿胶浆条带状布局线上渠道, 持续拓展目标人群; 阿胶速溶粉通过数字化营销精准触达用户; 桃花姬阿胶糕线上线下齐发力, 阿胶系列整体稳健放量。此外, “皇家围场 1619” 鹿茸片新品成功上市, 持续打造男士滋补产品矩阵。2025 年 Q1, 公司经营性现金流受银行承兑托收到账金额较上年同期减少、经营性费用支付及采购资金支付增加等影响有所承压。但公司整体经营质量比较良性, 截至 2025Q1, 公司存货基本持平, 存货周转天数由 2024Q1 的 215.83 天降低至 187.42 天, 存货周转率有所提升。2025Q1 的 ROE 提升至 4.04% (+0.79pct, 同比提升 0.79 个百分点, 下同), 销售毛利率提升至 73.62% (+1.83pct), 销售净利率为 24.73% (+0.4pct)。从费用率来看, 2025 年 Q1, 公司销售费用率下降至 36.26% (-2.6pct), 管理费用率略有提升至 5.04% (+0.45pct), 持续提质增效。 再次启动中期分红, 股权激励方案获得批复。2025 年公司再次实施中期分红, 以总股本为基数, 派发现金红利总额度不超过当期归母净利润。2024 年分红比例高达 99.7%。此外, 截至 2024 年 4 月, 公司股票激励计划获得批复, 业绩考核条件中, 要求 2025-2027 年的归母净利润以 2023 年为基准, 年均复合增长率分别不低于 15%, 且不低于对标企业的 75 分位或不低于同行业平均水平, 且不出现负增长。公司当前业绩增长稳健, 且分红比例位居医药标的前列。 盈利预测与投资评级: 我们维持预计公司 2025-2027 年归母净利润为 18.64/22.15/25.65 亿元, 对应 PE 估值为 19/16/14X。维持“买入”评级。 风险提示: 市场竞争加剧风险, 政策风险等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 李倩)

### **香飘飘 (603711): 2024 年报&2025 年一季报点评: 业绩承压, 静待经营改善**

**投资要点** 事件: 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报, 2024 年实现营业收入 32.87 亿元, 同比下降 9.32%, 归母净利润 2.53 亿元, 同比下降 9.67%, Q4 实现营业收入 13.49 亿元, 同比下降 18.06%, 实现归母净利润 2.35 亿元, 同比下降 14.94%; 25Q1 营业收入 5.80 亿元, 同比下降 19.98%, 归母净利润-1877.50 万元, 同比下降 174.47%。冲泡主业承压下滑, 即饮产品稳步增长。1) 分产品看, 24 年冲泡业务营收 22.71 亿元, 同比下降 15.42%, 主系礼赠市场相对疲软, 且公司旺季减少压货, 注重库存健康, 短期出货承压, 即饮业务收入 9.7 亿元, 同比+8%, 其中 Meco 果茶收入 7.80 亿元, 同比增长 20.69%, 冻柠茶逐步理顺, 聚焦核心区域, 增速慢于整体。2) 分渠道看: 2024 年经销商/电商/出口/直营渠道收入分别同比 -9.1%/-25.4%/+9.9%/+22.8%, 电商下滑主系公司对电商业务策略主动调整, 将电商平台由原来单一的销售职能转型为品销合一及新品牌培育的定位。并将电商平台原有的部分 SKU 的销售转移到经销商的线上渠道。 原料成本下降推动毛利率提升, 净利率保持平稳。24 年归母净利率 7.7%, 同比-0.03pct, 正贡献主要来自于毛利率提升及销售费率

优化。1) 毛利率: 24 年毛利率 38.3%, 同比+0.81pct, 主因原材料价格回落; 2) 费用端: 24 年销售/管理(含研发)费率分别同比-0.58、+0.76pct, 公司年内优化费用推广支出结构, 销售费率同比小幅下滑。Q1 冲泡业务仍承压, 盈利能力下滑。25Q1 冲泡/即饮业务分别实现收入 3.05/2.66 亿元, 分别同比-37.18%、+13.89%。盈利端, 25Q1 归母净利率-3.2%, 同比-6.71pct: ①毛利率: 25Q1 毛利率 31.2%/同比-2.4pct, 预计主系旺季货折力度放大; ②销售/管理(含研发)费用率分别同比+2.83/+2.45pct, 主系规模效应弱化、旺季费用投入有所增加。盈利预测与投资评级: 综合考虑外部环境以及公司各业务进展, 我们下调 2025-2026 年归母净利润为 2.6、3.0 亿元(前值为 3.37/3.85 亿元), 分别同比+2.5%/15.2%, 新增 2027 年归母净利润为 3.2 亿元, 同比+8.1%, 当前市值对应 PE 为 22/19/18 倍, 期待后续收入逐步恢复, 维持“增持”评级。风险提示: 经济向好不确定性, 成本费用支出超预期, 食品安全问题。

(证券分析师: 苏铖 研究助理: 于思淼)

**科沃斯(603486): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 2025Q1 归母净利润同比+59%, 盈利改善逻辑开始兑现**

投资要点 事件: 2025 年 4 月 25 日, 公司发布 2024 年年度报告及 2025 年一季报。受益于国补带动需求扩张, Q4 收入及利润实现大幅增长。2024 年公司实现营业收入 165.4 亿元, 同比+6.7%, 归母净利润 8.1 亿元, 同比+31.7%, 单 Q4 公司实现收入 63.1 亿元, 同比+27.1%, 归母净利润 1.9 亿元, 同比+2178%, Q4 公司受益于国补带来的市场需求扩张, 公司收入利润均实现大幅增长。分国内外来看, 2024 年公司实现国内收入 94.3 亿元, 同比+5.0%, 2024 年全年来看国内需求较弱, 内销温和增长; 海外收入 71.1 亿元, 同比+9.1%, 欧洲市场表现优于其他地区, 擦窗机器人与割草机器人在海外销量营收增长强劲, 2024 年科沃斯和添可在欧洲地区收入同比分别+52%/+64%。分产品看, ①服务机器人: 2024 年实现收入 80.8 亿元, 同比+4.4%。X8 系列为代表的新品推出, 不断扩大高端市场领先地位。②智能生活电器: 2024 年实现收入 83.2 亿元, 同比+8.6%, 高端市场渗透不断加速。2025Q1 公司实现营业收入 38.6 亿元, 同比+11.1%, 实现归母净利润 4.7 亿元, 同比+59.4%, 超市场预期。展望 2025 年, 我们预计随着以旧换新政策深入实施, 国内家电行业需求有望迎来明显复苏, 公司作为行业龙头有望充分受益。2025Q1 销售净利率同比提升 4pct, 盈利改善逻辑开始兑现。2024 年公司销售毛利率为 46.52%, 同比+1.9pct, 销售净利率为 4.87%, 同比+1.0pct, 分国内外来看, 2024 年公司国内毛利率 44.5%, 同比+3.4pct; 海外毛利率 49.27%, 同比-0.1pct, 海外收入占比提升带动毛利率持续提升。分产品看, ①服务机器人业务毛利率 44.5%, 同比+4.3pct。②智能生活电器业务毛利率 48.6%, 同比-0.3pct。费用端来看, 2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 30.3%/3.4%/5.4%/0.2%, 同比-3.84/-0.36/+0.03/+0.33pct, 费用控制表现优异。我们预计随着公司降本增效持续推进、高端新品占比逐渐提升, 盈利能力有望继续提升。2025Q1 公司销售毛利率 49.7%, 同比提升 4.4pct, 环比提升 6.2pct; 销售净利率实现 12.3%, 同比+3.7pct, 环比提升 9.3pct, 我们判断主要系 T80/X8/X9 等高毛利新品占比提升, 盈利改善逻辑开始兑现。国内关注政策刺激弹性, 出口关注全球产能布局。国内: 2024Q4 国补大幅提振市场需求, 根据奥维云网数据, 2024Q4 扫地机行业整体线上销量/销额分别同比+76%/+87%; 洗地机行业整体线上销量/销额分别同比+42%/+32%。2025 年以旧换新政策深入实施后行业有望延续需求高景气, 公司作为龙头充分受益。此外,

公司继续积极推出新品以应对加剧的市场竞争，产品结构日益改善。海外：公司积极布局全球产业链，越南基地建成后将有效规避关税风险。盈利预测与投资评级：考虑到关税影响，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 12.02/14.84 亿元（原值为 14.32/17.04 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 18.20 亿元，对应当前市值 PE 分别为 25/21/17x，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期

（证券分析师：周尔双）

#### 古井贡酒（000596）：2024 年报及 2025 年一季报点评：业绩符合预期，延续韧性增长

投资要点 事件：公司公告 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年营收 235.78 亿元，同比+16.41%，归母净利润 55.17 亿元，同比+20.22%；其中 24Q4 营收 45.09 亿元，同比+4.85%，归母净利润 7.71 亿元，同比-0.74%。25Q1 实现营收 91.46 亿元，同比+10.38%，归母净利润 23.30 亿元，同比+12.78%。2024 年稳健收官，安徽省内维持强势表现。白酒行业经历“先热后冷”，春节白酒需求旺盛，随后整体动销放缓，下半年强分化态势愈发明显。1) 分产品来看，24 年年份原浆、古井贡酒、黄鹤楼及其他营收分别同比+17.31%、+11.17%、+15.08%，我们预计古 16、古 8/古 7 实现高增，古 20、大众价位古 5 稳健增长。2) 分地区来看，24 年华中、华北、华南营收分别同比+17.80%、+7.40%、+11.16%，我们预计安徽省内增势延续，省外山东、河北表现较好。结构升级、费用优化带动盈利能力持续提升。24 年销售净利率同比+0.87pct 至 24.20%，其中毛利率同比+0.84pct 至 79.90%、税金及附加率同比+0.80pct 至 15.86%、销售费用率同比-0.63pct 至 26.22%，管理费用率同比-0.63pct 至 6.12%。过去三年古井盈利能力持续抬升，销售净利率从 21 年的 17.89%提升至 24 年的 24.20%，主要系同期毛利率从 75.10%提升至 79.90%，销售费用率从 30.20%下降至 26.22%，结构升级、费用优化成效明显。25Q1 延续韧性增长，经营节奏稳健务实。一季度销售延续韧性增长，我们预计古 16/古 7 增速持续领先，古 8/古 5 维持双位数增长，古 20 维持稳健；省内古 8/古 5 支撑基本盘，持续发力宴席市场，省外重点聚焦古 7+古 5，省外增速与省内相当。25Q1 销售净利率同比+0.47pct 至 26.12%，其中毛利率同比-0.67pct 至 79.68%、与产品结构下移/货折力度加大相关，税金及附加率同比+0.93pct 至 15.97%，销售费用率同比-0.57pct 至 26.60%，管理费用率同比-0.43pct 至 4.37%，财务费用率同比-1.15pct 至-1.98%。此外，25Q1 末合同负债 36.74 亿元，同减 9.43 亿元/环增 1.59 亿元，维持相对高位水平。盈利预测与投资评级：一季度销售延续韧性增长，后续依托品牌、渠道优势内生增长动能仍足。参考 25Q1 报表结构，我们更新 2025~2026 年归母净利润预测为 62、70 亿元（前值 63、74 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 78 亿元，当前市值对应 2025~27 年 PE 为 14、13、11X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济不及预期；食品安全风险；次高端升级不及预期

（证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东）

#### 深桑达 A（000032）：2024 年报和 2025 一季报点评：聚焦自研产品，云数业务有望加速

事件：公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，公司 2024 年营收 673.89 亿元，同比+19.73%，归母净利润 3.30 亿元，同比+0.03%；2025 年 Q1 公司营收 125.45 亿元，同比-18.41%，归母净利润亏损 0.34 亿元，由盈转亏，符合市场预期。投资要点 2024 年高科技产业工程业务收入快速增长，数字与信息服务盈利质量改善：分业务来看，公

司 2024 年高科技产业工程服务收入 629.69 亿元，同比增长 21.66%，毛利率 9.1%（同比-1.01pct），主要系公司在半导体、新型显示等优势行业龙头地位稳固，在半导体、大健康、新能源等多个行业落地订单，此外公司积极拓展海外市场；2024 年数字与信息服务收入 20.59 亿元，同比下滑 7.02%，毛利率 34.64%（同比+3pct），主要系公司收缩低毛利业务，聚焦自研产品及服务，持续推进产品型及科技公司转型，盈利质量持续改善。云业务前瞻布局，加强 AI 落地应用：公司中国电子云涉密服务器虚拟化系统已获得国家保密科技测评中心首批认证，可为党政、央国企等对信息安全要求极高的客户提供更加可靠的选择。同时，公司还结合客户需求新增建设实施了一批运营型云项目，作为公司云服务的主要交付方式之一。公司旗下 CECSTACK 专属云平台支撑了北京亦庄人工智能公共算力中心、山东德州“德智未来”智算中心、石家庄鹿泉区智算中心等智算中心项目运营。公司已快速上线了 MoE 架构的 671B 全量 DeepSeek-R1/V3 模型，以及 DeepSeek-R1 的蒸馏系列 Qwen/Llama 模型，推出 DeepSeek 大模型一体机，为党政、央国企以及关键行业用户提供安全的私有化部署方案。公司已经在上海、浙江等地公安系统、武汉大学人民医院等行业落地垂直大模型应用产品，政务大模型已经在武汉、郑州、海南等多地应用。我们预计随着 DeepSeek 推动地方政府和央国企加速 AI 应用，公司有望持续受益。持续推进公共数据授权运营：公司已获得了 17 个省市的公共数据授权，面向数据应用场景孵化并自营“蚝保宝”“积信宝”“婚信宝”等十余项“宝系列”基础数据产品，服务多个行业超 20 个企业用户。2024 年公司中标及签约数据创新相关项目 80 余个。盈利预测与投资评级：考虑公司持续加大 AI 投入，我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 0.70/0.86 元下调至 0.39/0.51 元，预测 2027 年 EPS 为 0.67 元，我们看好公司背靠中国电子，在数据基础设施和数据要素创新中的先发优势，高科技产业工程领军地位稳固，维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：黄诗涛  
证券分析师：张文佳）

### 神州泰岳（300002）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：存量游戏稳健运营，静待新游周期开启

投资要点 事件：2024 年公司实现营收 64.52 亿元，yoy+8.22%，归母净利润 14.28 亿元，yoy+60.92%，扣非归母净利润 11.47 亿元，yoy+38.29%。2025Q1 公司实现营收 13.23 亿元，yoy-11.07%，qoq-31.74%，归母净利润 2.39 亿元，yoy-19.09%，qoq-28.53%，扣非归母净利润 2.26 亿元，yoy-21.10%，qoq-27.96%。此外，2024 年度公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税）。游戏业务：存量游戏流水表现稳健，新游储备充沛。2024 年公司游戏业务实现营收 46.62 亿元，yoy+3.66%，毛利率 72.70%，yoy+1.56pct，净利润 15.52 亿元，yoy+40.47%，净利率 33.28%，yoy+8.72pct，业绩高增主要系主力游戏《Age of Origins》《War and Order》延续稳健表现，实现流水达 34.54、10.62 亿元，yoy+4.98%、-7.70%，同时随着产品步入成熟生命周期，公司逐步缩减销售费用投放规模，对应 2024 年公司总体销售费用率 15.60%，yoy-9.05pct。2025Q1 我们预计公司存量产品生命周期内流水有所自然回落，对应 2025Q1 公司整体营收同比下降 11.07%。展望后续，1）存量游戏方面，我们看好公司延续长线运营思路，持续更新迭代主力产品内容，《AOO》《WAO》流水有望维稳；2）新游方面，《Stellar Sanctuary》《Next Agers》已于 2024 年末前后上线海外地区，目前尚处于调试阶段，公司预计将于 2025 年年中至下半年先后进行大规模推

广，且两款新游均已获得国内游戏版号，将择机上线国内市场，此外公司还储备有《FS-Project》等 RPG、SLG 游戏，期待公司新游陆续上线，贡献业绩增量。 计算机业务：创新引擎稳步兑现，物联网/通讯、创新业务、AI/ICT 高增。2024 年公司计算机及其他业务实现收入 17.90 亿元，yoy+22.21%，其中：1) AI/ICT 运营管理 14.78 亿元，yoy+20.53%；2) 物联网/通讯 1.33 亿元，yoy+62.30%；3) 创新服务 1.50 亿元，yoy+27.05%。公司前瞻投入的云增值服务、跨境数据流量服务等业务持续高增，同时公司积极推动 AI 与各业务线融合，如落地智能催收、智能电销的“泰岳智呼”平台，为客户提供模型选择、模型调优、AI 应用集成开发等功能的云服务等，看好公司计算机业务持续增长，盈利能力不断提升。 盈利预测与投资评级：考虑到公司存量游戏生命周期内流水有所自然回落，新游有望于年内推广，但前期收入费用阶段性错配对利润端有所拖累，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.59/0.64/0.69 元（2025-2026 年前值为 0.72/0.80 元），对应当前股价 PE 分别为 19/18/17 倍。我们看好公司计算机业务前瞻布局逐步兑现，游戏业务维稳同时新游储备充沛，维持“买入”评级。 风险提示：老游长线运营不及预期风险，新游流水不及预期风险，计算机业务进展不及预期风险，行业监管风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖  
证券分析师：陈欣）

#### 千味央厨（001215）：2024 年报及 2025 年一季报点评：逐步度过压力期，25 年以新客户和提质为抓手

投资要点 事件：2024 年实现营收 18.7 亿元，同比-1.7%；实现归母净利 0.8 亿元，同比-37.7%；实现扣非归母净利 0.8 亿元，同比-32.6%。2024Q4 实现营收 5.0 亿元，同比-11.9%；实现归母净利 0.02 亿元，同比-94.7%；实现扣非归母净利 0.01 亿元，同比-96.4%。2025Q1 实现营收 4.7 亿元，同比+1.5%；实现归母净利 0.2 亿元，同比-38.0%；实现扣非归母净利 0.2 亿元，同比-37.7%。 小 B 端有承压，大 B 积极开拓新客户。2024 年公司主食类/小食类/烘焙甜品类/冷冻调理菜肴类及其他分别实现营收 9.1/4.4/3.7/1.4 亿元，同比 -6.9%/-13.8%/+0.0%/+273.4%。2024 年直营/经销分别实现营收 8.1/10.5 亿元，同比+4.3%/-6.0%。在直营渠道中，前五大客户依次实现营收 3.6/1.1/1.0/0.2/0.2 亿元，同比-10.7%/-15.2%/+51.7%/+195.4%/+302.0%。结合产品和渠道数据，公司在小 B 端因为需求疲软、竞争加剧有一定承压，大 B 端积极开拓新客户，增量贡献显著。 渠道结构变动、费用投放等略拖累盈利表现。2024Q4/2024/2025Q1 公司分别实现毛利率 22.0%/23.7%/24.4%，同比-3.4/-0.0/-1.0pct。2024 年直营/经销分别实现毛利率 20%/26%，同比-1.0pct/+0.9pct。渠道结构（直营占比提升）、产品结构变动对公司毛利率都有一定影响。2024 年销售/管理费用率同比+0.7/+1.2pct，公司业务推广费用有增加，其次员工薪酬有增加。2025Q1 销售/管理费用率同比+2.1/+0.4pct，销售费用率增加存在季度因素，全年预计维稳。2024Q4/2024/2025Q1 公司分别实现销售净利率 0.4%/4.4%/4.5%，同比-6.5/-2.5/-2.9pct。 Q2 有望环比改善，2025 年以新客户和产品质量为抓手。2025Q1 头部客户销售情况基本企稳，得益于新品上市，我们预计公司整体 4 月的收入表现相比 Q1 有改善。2025 年主要在新零售渠道、调改 KA 上寻求增量；产品端以提升产品质量为主，减少价格竞争。 盈利预测与投资评级：我们下调 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 1.0/1.2/1.3 亿元（此前 2025-2026 年盈利预测为

1.7/1.8 亿元), 同比+21%/+16%/+11%, 对应 PE 为 26/22/20X。我们认为公司经营压力点逐步度过, 市场对盈利预测下修已有预期, 2025 年增长抓手清晰, 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)

#### 赛特新材 (688398): 2024 年年报、2025 年一季报点评: 收入增速回升、毛利率承压拖累利润

**投资要点** 公司披露 2024 年年报及 2025 年一季报: 公司 2024 年全年/2025 年一季报实现营收 9.34 亿元/2.46 亿元, 分别同比+11.2%/+10.1%, 实现归母净利润 7716 万元/976 万元, 分别同比-27.3%/-66.0%。收入增速回升, 新应用开拓成果显现。(1) 公司 2024 年营收增长主要来自于真空绝热板主业的驱动, 真空绝热板实现收入 9.15 亿元、销量 997 万平, 同比分别+11.4%/+13.1%, 除了受益于产品渗透率提升以及公司产能增长外, 公司开拓动力电池保温等新应用领域也持续取得进展。(2) 分季度来看, 2024Q4/2025Q1 分别实现营收 2.65 亿元/2.46 亿元, 分别同比+6.9%/+10.1%, 收入增速回升, 预计得益于下游家电等领域景气上升对需求的带动。外销占比下降与成本上升拖累毛利率。(1) 公司 2024 年综合毛利率 29.1%, 同比-3.9pct, 一方面 2024 年受海外去库存以及部分跨国客户增加其在中国境内制造基地产能配置的影响, 毛利率较高的外销收入同比-13.0%, 占比下降 12pct 至 43%; 另一方面受到部分原材料价格上涨以及子公司安徽赛特处于产能爬坡期的影响。(2) 2025Q1 毛利率为 25.1%, 同比-9.4pct, 仍受产品单价下降和原材料价格上涨的影响, 但环比 2024Q4+1.5pct, 预计得益于安徽赛特效率提升等因素。(3) 2024 年期间费用率为 18.0%, 同比增加 2.3pct, 主要是管理费用率/财务费用率分别同比+0.8/+1.6pct, 管理费用率的增加与维爱吉运营费用增加有关, 财务费用率的增加主要是可转债发行导致计提利息支出增加所致。2025Q1 期间费用率为 19.5%, 同比+0.8pct, 主要因管理费用率同比+1.9pct。(4) 2024 年全年/2025Q1 销售净利率为 8.3%/4.0%, 同比-4.4/-8.9pct。持续推进扩产项目建设和产品工艺优化迭代。2024 年经营活动产生的现金流量净额为 6565 万元, 同比-12.7%, 主要是盈利下降所致。2025Q1 经营活动产生的现金流量净额为 511 万元, 同比-82.3%, 主要是收到的税收返回同比下降所致。公司 2024 年全年/2025Q1 购建固定无形资产支付的现金分别为 3.24/0.58 亿元, 分别同比+22.4%/-35.2%, 公司持续推进扩产项目建设, 壳式四边封新型工艺已进入首套量产设备安装调试阶段, 有望于 2025 年上半年与芯材设备实现串线试产。盈利预测与投资评级: 公司是真空绝热节能领域系统解决方案的提供商和真空绝热板龙头企业, 产品和工艺迭代、新应用场景拓展取得新进展, 培育新产品真空玻璃。基于毛利率承压, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.98/1.37/1.83 亿元 (2025/2026 年预测前值为 2.37/3.16 亿元), 对应市盈率分别为 25/18/13 倍, 但考虑冰箱能效标准提升有望推动真空绝热板渗透率加速提升, 公司拓展新产品新应用取得突破, 维持“买入”评级。风险提示: 真空绝热板渗透率提升不及预期、市场竞争加剧、新应用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)

#### 聚和材料 (688503): 2024 年报及 2025 一季报点评: 出货环比提升, 新技术有望突破

**投资要点** 事件: 公司 2024 年营收 124.9 亿元, 同 21.4%, 归母净利润 4.2 亿元, 同-5.4%, 毛利率 8.7%, 同-1.1pct, 归母净利率 3.3%, 同-0.9pct; 其中 24Q4 营收 26.6 亿元, 同环比-7.9%/-13.1%, 归母净

利润 0 亿元, 同环比-340.6%/-102.5%, 毛利率 7.9%, 同环比 1.2/3.3pct, 归母净利率-0.1%, 同环比-0.2/-4.1pct。公司 2025 年 Q1 营收 29.9 亿元, 同环比 1.4%/12.5%, 归母净利润 0.9 亿元, 同环比 18.2%/-3012%, 毛利率 6.3%, 同环比-1.9/-1.5pct, 归母净利率 3%, 同环比 0.4/3.1pct。业绩符合市场预期。 出货环比提升、盈利保持坚挺: 公司 2024 年浆料出货为 2024 吨, 继续保持行业领先地位, 其中 N 出货量 1576 吨, 占比达 77.87%。公司 2025 年 Q1 银浆出货约 440 吨+, 环增 10%/同降 20%, 我们预计 N 型占比 95%+。Q1 受益于下游排产提升, 出货量环比增长。测算 Q1 单 kg 毛利约 431 元/kg (毛利率 6.33%), 环降约 93 元/kg(Q4 受银价上升影响略高), 测算单吨净利约 20 万/吨, 保持坚挺。Q2 看抢装结束排产或有所回落, 预计全年出货 2400 吨+, 保持领先市占率。 新技术持续突破、铜浆年底或有望量产: 2024 年公司研发投入达 8.42 亿元, 占营收 6.74%, 研发持续投入; BC 浆料出货实现进展突破, 下游市占率有望提升。同时公司首创光伏铜浆产品, 包括纯铜浆料及银包铜浆料。已对接主流一体化组件及配套设备厂商, 铜浆产品在多轮可靠性测试中性能表现优异, 并已实现小批量出货, 2025 年 H2 或有望量产。 费用环比提升、现金分红回馈股东: 公司 2025 年 Q1 期间费用 1.1 亿元, 同环比-7.7%/58.2%, 费用率 3.8%, 同环比-0.4/1.1pct; 经营现金-1.2 亿元, 同环比-90.7%/21.8%; 2025 年 Q1 资本开支 0.9 亿元, 同环比 206.6%/39.2%; 2025 年 Q1 末存货 8.9 亿元, 较年初-33.2%。公司拟每 10 股派发现金红利 4.3447 元, 合计拟派发约 1 亿元, 股利支付率 24%回馈股东。 盈利预测和投资评级: 考虑行业竞争加剧, 下调盈利预测并新增 2027 年盈利预测, 我们预计 2025-2027 年归母净利润 4.96/6.23/8.12 (2025/2026 年前值为 7.2/8.3) 亿元, 同比 19%/26%/30%, 维持“买入”评级。 风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男

证券分析师: 徐铖嵘)

#### **欧普泰 (836414): 2024 年报&2025 一季报点评: 2024 年光伏需求求放缓盈利承压, 2025 年随新产品放量高增可期**

**投资要点** 事件: 公司 2024 年实现营收 0.82 亿元, 同比-54%, 归母净利润-0.16 亿元, 同比-148%; 其中 2024Q4 营收 0.12 亿元, 同环比-74%/-35%, 归母净利润-0.15 亿元, 同环比-389%/-566%。2025Q1 实现营收 0.16 亿元, 同环比-36%/+40%, 实现归母净利润-0.02 亿元, 同环比-182%/+87%。 光伏行业竞争激烈, 24 年需求有所下滑, 电站业务开始起量。分业务看 2024 年公司光伏检测设备/配件及升级改造分别实现 0.65/0.12 亿元, 同比 -63%/+144%, 毛利率分别为 27.52%/58.96%, 同比-13/-14pct, 主要系光伏行业产能过剩, 竞争激烈, 营收及毛利率均有所下滑, 2024 年公司新增电站业务实现营收 0.04 亿元, 毛利率为 46.21%。 24 年营收下滑较多致期间费率波动明显。公司 2024 年期间费用 0.4 亿元, 同比-5%, 费用率 49%, 同比+26pct, 主要系营收大幅下滑致费率提升明显, 其中 2024Q4 期间费用 0.09 亿元, 同环比-30%/-12%, 费用率 80.2%, 同环比+50.6/+21.3pct。25Q1 期间费用 0.08 亿元, 同环比-24%/-16%, 期间费率 48%, 同环比+8/-32pct。 光伏需求有望逐步恢复, 电站业务加速放量贡献增长点。展望 2025 年, 随光伏行业停止价格内卷, 需求有望回升, 同时公司积极调整业务发展重点, 大力发展电站 AI 运维业务, 24 年逐步投入市场, 25 年有望提升市场渗透率, 成为公司新增长引擎。公司积极加强研发巩固技术优势的同时加大海外市场开拓, 随新产品逐步放量, 未来公司业绩有望持续稳健增长。 盈利预测与投资评级: 考虑公司新产品

逐步放量，我们上调 2025 年及 2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.20/0.27/0.39 亿元（2025-2026 年前值为 0.10/0.12 亿元），同增 222%/36%/44%，对应 PE 为 47/35/24 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）

#### 秋乐种业（831087）：2024 年报&2025 一季报点评：盈利短期承压，2025 年有望恢复增长

**投资要点** 事件：公司 2024 年实现营收 3.9 亿元，同比-27%，归母净利润 0.50 亿元，同比-36%；其中 2024Q4 营收 2.3 亿元，同环比-25%/+104%，归母净利润 0.41 亿元，同环比-33%/+206%。2025Q1 实现营收 0.19 亿元，同环比-45%/-92%，实现归母净利润-0.04 亿元，同环比-382%/-111%。2024 年玉米种及花生种受市场竞争激烈影响有所下滑。分业务看 2024 年公司玉米种/小麦种/花生种分别实现营收 1.96/1.41/0.49 亿元，同比 -42%/+6%/-12%，毛利率分别为 35.5%/22.66%/14.05%，同比-4.6/+2.7/+1.2pct，玉米种营收及毛利率下滑主要系玉米种子市场供过于求，且市场竞争激烈，价格低迷，花生种营收主要系公司调整销售渠道，增加新渠道及新市场开发致花生种销量有所下滑。2024 年期间费率略有提升。公司 2024 年期间费用 0.77 亿元，同比-0.3%，费用率 19.8%，同比+5.3pct，其中 2024Q4 期间费用 0.32 亿元，同环比-14%/+94%，费用率 13.9%，同环比+1.8/-0.7pct。25Q1 期间费用 0.14 亿元，同环比+13%/-55%，期间费率 74.3%，同环比-38.4/+60.5pct。持续加强种类研发，以高质量品种与市场差异化竞争。公司持续加大种类研发，2024 年玉米品种秋乐 368 入选“2024 年农业主导品种”，秋乐 999 入选“国家玉米核心展示综合表现优良品种”，吉农玉 1669 入选吉林省 2024 年农业主导玉米品种，云瑞 408 入选云南省 2024 年农业主导玉米品种；花生品种豫花 22 号入选“全国推广面积前十大品种”，且排名位居前五；小麦品种百农 307 入选“河南省农业主导品种”。同时公司在研项目丰富，持续巩固公司技术优势，满足市场需求，增强公司竞争力，2025 年随优势品种推广有望恢复增长。盈利预测与投资评级：考虑玉米种行业价格竞争激烈，我们下调 2025 年及 2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.53/0.60/0.70 亿元（2025-2026 年前值为 0.80/0.90 亿元），同增 5%/14%/16%，对应 PE 为 57/50/43 倍，考虑公司玉米、小麦等新品种持续推广，花生加大渠道转型拓展力度，未来有望逐步稳增，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）

#### 金科环境（688466）：2024 年报&2025 一季报点评：25Q1 业绩同增 33%，AI 产品化升级&工业应用场景持续拓展

**投资要点** 2024 年水处理技术解决方案业务放缓，中长期业务收入高增。2024 年公司实现营收 6.17 亿元（同比+7.74%，下同），归母净利润 0.67 亿元（-5.62%），销售毛利率 36.17%（-2.97pct）。1）按业务类型分类：①水处理技术解决方案：营收 3.37 亿元（-10.94%），占总收入 54.60%，毛利率 32.28%（-8.96pct），主要系水处理技术解决方案项目进展有所放缓所致。②中长期业务：营收 2.79 亿元（+43.90%），占总收入 45.22%，其中污废水资源化产品生产与销售营收 1.07 亿元（-0.17%），毛利率 30.61%（-2.90pct）；运维技术服务营收 1.72 亿元

(+98.74%)，毛利率 46.88% (+10.35pct)，主要系运维技术服务项目增加。2) 按服务行业分类：To B 业务收入 1.51 亿元 (-51.38%)，占总收入 24.53% (-29.83pct)；To G 业务收入 4.65 亿元 (+78.16%)，占总收入 75.31% (+29.77pct)。3) 按服务领域分类：污废水资源化收入 3.89 亿元 (-16.94%)，占总收入 63.10% (-18.75pct)，高品质饮用水收入 2.26 亿元 (+119.06%)，占总收入 36.70% (+18.65pct)。2025Q1 业绩同增 33%，B 端业务收入同比大增 153%。2025Q1 营收同增 17% 至 1.29 亿元，归母净利润同增 33% 至 0.12 亿元，主要系 24Q4 公司收购对公司影响重大的子公司少数股东股权，少数股东损益同比下降，归母净利润增加，销售毛利率 28.13% (-6.66pct)，销售净利率 8.41% (-1.10pct)。1) 按业务类型：水处理技术解决方案：收入 0.57 亿元 (+13.16%)，占总收入 44.17%。中长期业务：营收 0.72 亿元 (+20.53%)，占总收入 55.82%。2) 按服务行业：To B 业务收入 0.88 亿元 (+153.48%)，占总收入 67.74%；To G 业务收入 0.42 亿元 (-44.98%)，占总收入 32.25%。3) 按服务领域：污废水资源化收入 1.14 亿元 (+60.15%)，占总收入 87.74%，饮用水深度处理收入 0.16 亿元 (-59.91%)，占总收入 12.25%。截至 2025Q1 在手订单同增 3% 至 7.09 亿元，B 端订单稳健增长。截至 2024 年底公司在手订单合计 6.71 亿元 (-8.84%)，截至 2025Q1 在手订单 7.09 亿元 (+3.06%)。2025Q1，1) 按业务类型分类：水处理技术解决方案/污废水资源化产品/运维技术服务在手订单 2.87/2.51/1.71 亿元，分别同比+3.51%/+8.82%/-5.02%；2) 按服务行业分类：To B、To G 业务在手订单分别为 3.71 亿元 (+8.54%)、3.38 亿元 (-2.36%)；3) 按业务领域分类：污废水资源化、高品质饮用水在手订单 5.98 亿元 (+2.68%)、1.11 亿元 (+5.16%)。推出 AI 智能体“水萝卜”提升产品力，新水岛项目工业应用场景持续拓展。1) 产品升级：公司自主研发水萝卜 AI 智能体，用 AI 重构运营逻辑。以无锡区域运营项目为例，上线“水萝卜 AI 智能体”后，与传统 5000 吨/天处理规模水厂相比，运维团队精简 60-70%，药耗和电耗降低 15%，设备故障率下降 10%，综合运营成本减少 35%。“水萝卜 AI 智能体”通过工信部工业文化发展中心“AI 产业创新场景应用案例”评估，成为水行业首家获得 AI 运营应用认证的标杆企业。2) 订单拓展：2024 年应用新水岛 2.0 的订单持续落地，包括无锡龙亭项目（规模 5,000m³/天，出水主要回用于健鼎电子、统盟电子、高德电子及能达热电等）、舟山项目（规模 5,000m³/天，供给异质结电池企业生产用水）、开封兰考项目（规模 5,000m³/天，出水用于手机背板企业生产用水）、太原阳曲项目（规模共 2,500m³/天，处理锂电池隔膜及芯片硅片废水）等。盈利预测与投资评级：考虑订单拓展及执行进展，我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 1.25/1.62 亿元下调至 0.86/1.04 亿元，预计 2027 年归母净利润为 1.25 亿元，对应 2025-2027 年 PE 22/18/15 倍，公司为污废水资源化专家，随着政策驱动、产品升级、销售渠道打开，订单有望加速复制，维持“买入”评级。风险提示：订单执行进展不及预期，政策风险，行业竞争加剧等。

(证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文)

### 云赛智联 (600602)：2024 年年报和 2025 年一季报点评：上海算力建设风来，算力领军云赛启航

事件：2025 年 3 月 27 日和 4 月 26 日，公司公布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年，公司实现营收 56.23 亿元，同比增长 6.82%；归母净利润 2.02 亿元，同比增长 4.92%。2025 年 Q1 公司实现营收 14.10 亿元，同比减少 2.07%；归母净利润 0.42 亿元，同比减少 29.03%。业绩符合市场预期。投资要点 云计算大数据营收稳步增长，智算科

技业绩高增：分业务看，2024 年，公司云计算大数据业务实现营收 29.98 亿元，同比增长 13%；行业解决方案业务实现营收 23.81 亿元，同比增长 8%；智能产品 4.12 亿元。毛利率方面，云计算大数据业务毛利率为 18.55%，同比增长 0.06pct。2024 年，公司参股 11%的上海智能算力科技有限公司实现营收 6.45 亿元，同比增长 90%；净利润 0.15 亿元，同比扭亏为盈。上海算力建设不断加快：2025 年 3 月 26 日，上海发布《上海市关于促进智算云产业创新发展的实施意见（2025-2027 年）》（以下简称《实施意见》）。其中提出：到 2027 年，本市智算云产业规模力争突破 2000 亿元，云边端协同、产业链条完备的生态体系基本形成。智算规模力争达到 200EFLOPS，其中自主可控算力占比超 70%。云赛是上海算力建设领军：2 月 22 日，2025 全球开发者先锋大会在上海西岸开幕。智算科技携手云赛智联、无问芯穹、基流科技等 9 家创新企业，进行了平台生态合作联盟共建签约。2024 年，公司顺利完成上海市大数据中心 2023 年数据运营服务项目的交付验收，并再度中标 2024-2025 年度数据运营服务项目，这是公司连续第六年承接市大数据中心数据运营服务。盈利预测与投资评级：国内 AI 算力基建时代到来，上海率先加快算力建设投入。云赛智联是上海算力建设的主力军，有望充分受益于上海算力建设加快。由于 2024 年公司部分业务调整，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预期从 2.38/2.63 亿元下调至 2.22/2.44 亿元，预计 2027 年归母净利润为 2.62 亿元，维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期；技术研发不及预期；行业竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：王世杰）

#### 西域旅游（300859）：2024 年报及 2025 一季报点评：利润端承压，关注资源整合进展

投资要点 24Q4/25Q1 归母同降 51%/147%：2024 年营收为 3.04 亿元，yoy-0.5%；归母净利润 0.87 亿元，yoy-18%；扣非归母净利润 0.86 亿元，yoy-18%。单 Q4 营收 0.34 亿元，yoy-7.6%；归母净利润-0.29 亿元，yoy-50.6%；扣非归母净利润 0.29 亿元，yoy-54.8%。2025 年 Q1 营收 0.16 亿元，yoy-0.7%；归母净利润-0.30 亿元，yoy-147.2%；扣非归母净利润-0.30 亿元，yoy-146.0%。新项目成本和营销费用增加拖累利润表现：2024 年公司毛利率为 55.6%，yoy-4.4pct，新增运营车辆和设备，折摊和人工成本增加拖累毛利率表现；销售费用率 1.2%，yoy+0.7pct，淡季加大营销推广；管理费用率 20.2%，yoy-0.1pct；财务费用率 0.2%，yoy+1.6pct，遇见喀什和遇见赛湖贷款利息增加；归母净利率为 28.5%，yoy-6.1pct。客运业务收入同比持平，游船业务收入显著增长：分业务看，2024 年旅游客运/索道运输/游船业务收入分别为 1.95/0.46/0.44 亿元，yoy+1%/-21%/+31%；毛利率分别为 67.68%/73.36%/74.09%，yoy-3.1/-4.7/+3.8pct。温泉酒店/旅行社业务收入为 415/365 万元，yoy-18%/-20%。关注新项目扩张和资源整合进展：公司未来将拓增量、调结构，稳住发展大盘；聚焦天山天池核心景区，开展营销活动，扩大市场份额。新增区间车拓展接待能力，遇见喀什等项目爬坡贡献增量。亿航智能 OC 证获批助力低空旅游。公司探索“景区运营+项目开发”模式，积极推动区域内旅游资源整合，打造第二增长曲线。盈利预测与投资评级：西域旅游作为新疆自治区唯一的文旅上市平台，资源禀赋稀缺，自治区国资委入主有望整合资源。新疆文旅市场持续高景气，公司多元业务稳健增长，未来新项目投运和控股股东资源协同赋能成长。由于成本费用同比显著增加，我们调整 2025/2026 年并新增 2027 年盈利预测，归母净利润分别为 1.0/1.3/1.5 亿元（2025/2026 年前值为 1.5/1.8 亿元），对应 PE 估值为

57/48/41 倍，维持“增持”评级。 风险提示：宏观经济波动、资源整合进度不及预期、新项目建设进度不及预期、自然灾害和极端天气影响经营等风险。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻瑄

研究助理：王琳婧)

### **奥锐特 (605116): 2024 年年报及 2025 年一季报点评：一体化转型成效显著，看好多肽与寡核苷酸放量**

**投资要点** 事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年实现收入 14.76 亿元(+16.89%，括号内为同比，下同)，归母净利润 3.55 亿元(+22.59%)，扣非归母净利润 3.51 亿元(+34.25%)。2025 年一季度实现收入 4.02 亿元(+19.78%)，归母净利润 1.19 亿元(+45.30%)，扣非归母净利润 1.13 亿元(+37.51%)。业绩基本符合我们预期。原料药板块稳健增长，新品放量可期：2024 年原料药中间体板块合计收入 11.41 亿元(+7.73%)，其中：心血管类收入 4.32 亿元(+43.81%)，抗肿瘤类收入 2.12 亿元(-13.31%)，女性健康类收入 1.26 亿元(-33.11%)，呼吸系统类收入 1.91 亿元(+16.8%)，神经系统类收入 0.68 亿元(-7.46%)，抗感染类收入 2.49 亿元(+34.49%)，其他类收入 0.87 亿元(+24.28%)。多肽类原料药在特定市场的开拓取得了一定的进展，我们看好多肽原料药与寡核苷酸成为原料药板块的新增长极。 地屈孕酮制剂收入快速增长，深化与源道医药合作布局创新药：公司制剂品种为地屈孕酮片，2024 年实现收入 2.20 亿元(+144.87%)，销售量 581 万盒。公司对全国的经销商网络不断完善和优化，加速推进终端覆盖，核心标杆医院开发的同时加强县域级渠道的下沉覆盖及推广。线上销售也取得良好进展，已入驻京东、阿里、美团等主流线上销售平台。截至 2024 年底，地屈孕酮片已经在 31 个省市自治区和新疆建设兵团挂网，进院 6660 家(含社区门诊)。 2024 年公司对参股公司源道医药增资。源道医药聚焦慢病领域，致力于 FIRST-IN-CLASS 原创新药的自主研发；利用研究团队在人工智能药物设计方面特有的技术优势，通过精准药物设计高效地发现新药先导物，充分分析临床数据快速推进慢病个性化和精准化治疗药物的发现。截至 2024 年底，源道医药 FIRST-IN-CLASS 小分子新药已取得了一定的进展：抗心衰候选新药已提交 Pre-IND 申请；自免新药的合作开发谈判进程已开启。盈利预测与投资评级：考虑到存量品种竞争加剧、地屈孕酮片预计 2026 年集采，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润由 4.94/6.21 亿元至 4.77/5.98 亿元，2027 年归母净利润预计为 7.32 亿元；对应当前市值 P/E 估值 18/14/12X，维持“买入”评级。 风险提示：原料药下游需求不及预期；产品价格波动风险；地缘政治风险

(证券分析师：朱国广)

### **滨江集团 (002244): 2024 年报点评：销售排名稳步提升，业绩实现逆市增长**

**投资要点** 事件：公司发布 2024 年年度报告。2024 年公司营收 691.5 亿元，同比下降 1.8%；归母净利润 25.5 亿元，同比增长 0.7%。 毛利率短期承压，减值计提大幅缩减。2024 年受项目结转规模影响，公司营业收入同比下降 1.8%，由于结算项目主要为 2020-2021 年获取的项目，由于涉及自持等因素导致毛利率较低，公司房地产业务毛利率同比下滑 4.2pct 至 12.5%，随低毛利项目逐步交付，未来毛利率有望逐步修复。公司营业收入及毛利率下滑而归母净利润正增的主要原因为：1) 2024 年公司信用减值损失/资产减值损失分别为-2.6 亿元/-8.7 亿元，较 2023 年的-5.3 亿元/-37.8 亿元大幅收窄；2) 税金及附加同比下降 57.1%至 6.5 亿元。 销售排名提升，TOP10 梯队中唯一民营房

企。2024 年公司实现全口径销售额 1116.3 亿元，同比下降 27.3%。根据克而瑞口径，公司销售排名同比提升 2 位，首次进入 TOP10 梯队并成为 TOP10 梯队中唯一民营房企，连续 7 年获杭州市场销冠。2025 年公司销售目标为销售额维持千亿水平，全国销售份额占比 1%以上。深耕核心区域，土储资源优质。2024 年公司共获取 23 宗土地，其中 22 宗位于杭州，杭州土地市场占有率 37%。2024 年公司新增土储面积 187 万平方米，同比下降 43.8%；全口径土地款 448.5 亿元，同比下降 22.2%；权益口径地价款 224.4 亿元，同比下降 12.3%。截至 2024 年底，公司总土储中杭州占比 70%，浙江省内其他城市占比 20%，浙江省外占比 10%，优质的土地储备为公司发展提供坚实基础。2025 年公司投资金额控制在权益销售回款 50%水平，保持并增加杭州投资占比。财务稳健，融资规模及融资成本压降。截至 2024 年底，公司权益有息负债规模同比下降 55 亿元至 305 亿元，权益货币资金余额同比提升 10.5%至 327 亿元，公司历史上首次权益货币资金余额大于权益有息负债。公司并表有息负债规模同比下降 41 亿元至 374 亿元，其中银行贷款/直接融资占比分别为 83.2%/16.8%，近年来公司融资成本持续下降，2024 年公司平均融资成本同比下降 0.8pct 至 3.4% 盈利预测与投资评级：公司作为深耕杭州的龙头民企，销售投资财务状况在行业中均处于领先地位，后续业绩有望持续修复。考虑到近年来房地产市场下行，公司销售及结转规模短期受到影响，我们调整公司 2025-2026 年的归母净利润预测为 28.0/30.2 亿元（原预测为 34.1/37.9 亿元），预计 2027 年归母净利润为 33.2 亿元。对应的 EPS 为 0.90/0.97/1.07 元，对应的 PE 为 11.1X/10.3X/9.4X，公司土储优质，经营稳健，具备穿越中长期周期的能力，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；房价下跌超预期。

（证券分析师：房诚琦）

#### 长安汽车（000625）：2025 年一季报点评：业绩符合预期，三大计划齐头并进

**投资要点** 公司公告：公司披露 2025 年一季报，2025Q1 实现营收 341.61 亿元，同环比分别-7.7%/-30.0%，归母净利润 13.5 亿元，同环比分别+16.8%/-63.8%，扣非后归母净利润 7.8 亿元，同环比分别+601.31%/-13.6%。2025Q1 业绩符合我们预期。 Q1 业绩符合预期，汇兑增量明显。1) 营收层面：并表销量同比提升。销量维度，公司 25Q1 实现并表销量 49.8 万台，同环比+2.7%/-2.7%；折算 Q1 并表单车均价 6.9 万元，同环比分别-10.2%/-28.0%，同环比下滑主因为 Q1 折扣力度加大。2) 毛利率层面：公司 Q1 毛利率为 13.9%，同环比分别-0.5/-2.3pct，环比下降主因包括①深蓝科技 Q1 销量 10.1 万台，环比下降 30.4%，毛利率下降；②Q1 一般为确认降本较少季度。3) 费用率层面：公司 Q1 销管研费用率分别 4.9%/3.0%/4.4%，同比分别-0.6/-0.5/+0.2pct，环比分别-0.9/+1.2/+0.2pct。Q1 财务费用为-10.7 亿元，财务费用率为-3.1%，同环比分别-2.5/-2.7pct，主要来自汇兑贡献。4) 投资收益层面：公司 Q1 投资收益为 0.8 亿元，环比下滑。阿维塔 Q1 销量环比-44%。6) 最终公司 Q1 实现归母净利润 13.5 亿元，同环比分别+16.8%/-63.8%。 新能源“香格里拉”计划、智能化“北斗天枢”计划、全球化“海纳百川”计划齐头并进。2024 年 10 月公司发布自主研发的高阶自动驾驶系统“长安智驾”，智能化持续推进，阿维塔作为首家车企入股深圳引望智能技术有限公司，与华为共同支持其未来发展；出口方面在独联体国家/欧洲/中东非/东南亚/中南美五大战略市场均积极开拓，海外产品谱系趋于完善。 盈利预测与投资评级：考

虑行业竞争加剧，我们下调公司 2025/2026/2027 年归母净利润至 87/95/109 亿元（原为 97/109/138 亿元），对应 PE 分别为 14/13/11 倍。考虑公司深蓝/阿维塔/启源三大品牌向上，智能化/全球化持续推进，我们仍维持长安汽车“买入”评级。风险提示：海外汽车行业销量不及预期；国内乘用车价格战超预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

### 五粮液（000858）：2024 年报及 2025 一季报点评：24 年稳健收官，25 年改革风劲

**投资要点** 事件：公司披露 2024 年报及 2025 一季报。2024 年营收、归母净利润分别为 891.8、318.5 亿元，同比+7.1%、+5.4%；对应 24Q4 营收、归母净利润分别为 212.6、69.2 亿元，同比+2.5%、-6.2%，利润下滑主因销售费用显著增长。25Q1 营收、归母净利润 369.4、148.6 亿元，同比+6.1%、+5.8%，增速符合我们预期。24H2 降速调控，承压普五实现量价弱平衡。2024 年公司紧扣“抓动销、稳价格、提费效、转作风”方针，通过丰富五粮液产品矩阵、核心终端扩容提质等手段，帮助推动八代普五量价基本保持稳定，经销商库存更趋良性。1) 分产品看：24FY 公司酒类收入同增 8.7%，①五粮液全年收入同增 8.1%，量价分别同比+7.1%/+0.9%。其中，1618 在扫码红包及宴席投入驱动下，估算同比实现双位数增长；八代普五伴随宏观需求趋冷，估算全年同比实现低单增长，24H2 出货管控收紧，但提价贡献有所放大（24H1、H2 五粮液收入分别同比+11.4%、+3.8%，吨价分别同比-0.6%、+3.0%）。②其他酒全年收入同增 11.8%，量价分别同比+0.1%、11.7%，其中 H1、H2 分别同比价增 54.7%、-21.3%，上下半年产品结构波动较大。2) 分渠道看：24FY 公司酒类经销、直销收入贡献占比分别为 54.6%、38.6%，收入分别同增 6.0%、12.9%。24FY 为优化供需匹配，公司一方面对普五传统渠道配额减量，经销渠道增速相对趋缓；另一方面加大力度拓展专卖店等直销渠道，期末共有专卖店 1786 家，同比+7.5%。24FY 净利率同比回落，Q4 市场投入显著加大。24FY 销售净利率同比回落 0.6pct 至 37.2%，主因销售费用投入加大。①24FY 公司酒类毛利率同比+0.3pct 至 82.2%，其中五粮液、其他酒毛利率分别同比+0.4、0.7pct，前者吨价、吨成本均同比改善。②24FY 公司销售费用同比增长 37.1%（对应 Q4 同增 85.1%），销售费率同比提升 2.6pct 至 12.0%，1 是为应对市场变化，公司加大渠道返利、终端建设及消费者培育力度，全年促销费用同增 48.9%；2 是为提升配送效率，全年仓储物流费用同增 35.5%。2025 年考虑公司控费挺价，预计销售费率增幅或同比收窄。25Q1 改革风劲，聚合力，应变局。公司于 2025 年 1 月初即宣布对传统渠道停货，随后要求按统一规则调减传统渠道配额，减量部分转由新成立的专营公司承接，以直销形式开拓团购销量，帮助强化公司销售主导权、优化资源统筹和厂商利益绑定，以更好实现精准营销。1) 收入端：25Q1 收入同增 6.1%，增速基本与全年增长中枢预期保持一致，期间虽然经销渠道停货调整，线下商超、专卖店及其他直销渠道保持顺畅投放，销售专营公司 3 月成立后也对五粮液收入实现一定补充。2) 收现端：25Q1 收现比为 1.04，同比明显回升，主因公司主动控制经销渠道票据打款额度，开门红后不再给予票据支持。3) 盈利端：25Q1 销售净利率同降 0.4pct，主因毛利率同比-0.7pct，税金及附加比率同增 0.7pct。普五提价全面执行基础上，毛利率波动预计主要与其他酒及其他业务有关。盈利预测与投资建议：行业低谷既是酒企降速调整的压力期，也是不破不立、干事创业的机遇期，期待公司通过破釜沉舟的营销体系改革，推动营销运营焕发生机。2025 年公司年报披露，营业总收入增长目标与宏观经济指标保持一

致，考虑需求复苏进程缓和，我们相应更新 2025~26 年归母净利润预测为 338、365 亿元（前值 343、383 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 403 亿元，当前市值对应 2025~27 年 PE 为 15、14、12X，维持“买入”评级。风险提示：宏观表现不及预期、高端竞争加剧而需求疲弱、渠道改革进程偏慢。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜）

**中伟股份（300919）：2025 年一季报点评：Q1 前驱体盈利稳中有升，镍冶炼盈利好转贡献增量**

**投资要点** Q1 业绩符合市场预期。公司 25 年 Q1 营收 107.9 亿元，同环比+16.1%/+7.2%，归母净利润 3.1 亿元，同环比-18.9%/+114.7%，扣非归母净利 2.6 亿元，同环比-22.6%/+88.1%，非经主要为政府补助和金融资产收益；毛利率 11.9%，同环比-1.6/+1.1pct，归母净利率 2.9%，同环比-1.2/+1.4pct。Q1 三元前驱体出货环增 35%+，盈利水平稳中有升。我们预计 Q1 三元前驱体出货约 4.8 万吨，同减 15%+，环增 35%+，四氧化三钴出货约 0.7 万吨，同增 40%，环比略降；我们预计 25 全年出货 22-24 万吨，同增 10-20%。盈利端，我们测算 Q1 汇兑损失约 6700 万元，若加回，前驱体单吨净利约 0.6 万元+，环比略增，3 月起钴涨价，公司低价库存受益，单吨盈利有望进一步提升。Q1 磷酸铁出货同比高增，有望持续减亏。我们预计 Q1 磷酸铁出货约 2.8 万吨，同增近 500%，环减 30%左右；Q1 末公司磷酸铁产能 20 万吨，我们预计 25 年出货有望达 15 万吨+，同比翻倍增长。盈利端，我们测算 Q1 磷酸铁亏损约 2500 万，环比减亏 60%+。NNI 项目 Q1 爬坡完成成本下降，25 年出货预期翻倍增长。我们预计 Q1 镍产品出货 3 万金吨以上，权益量约 2 万金吨，同增 200%+，环增 10%左右。公司印尼建成及在建产能共 19.5 万金吨，其中 NNI 共 8 万金吨于 25 年初全面达产，中青首剩 4 条线 4 万金吨于 25H1 开始逐步爬坡；我们预计 25 年镍产品出货 16-18 万金吨，权益量 10 万金吨左右，同比翻倍增长。盈利端，Q1 镍价维持低位，高冰镍价格小幅回升，NNI 项目成本环比有所回落，我们预计 Q1 镍冶炼贡献利润 1 亿元左右，25 年镍冶炼项目成本预计维持 1.4-1.5 万美金。Q1 费用控制良好，经营性现金流下滑。公司 25 年 Q1 费用率 8.3%，同环比+1/-0.3pct；计提资产减值损失 0.1 亿元，环减 78%，信用减值损失 0.3 亿元，环增 329%；经营性现金流 1.1 亿元，同环比-86.1%/-89.9%，主要系未到期应收款项增加；25 年 Q1 资本开支 11.7 亿元，同环比-3%/-55%；25 年 Q1 末存货 98.2 亿元，较年初持平。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 18.6/24.9/31.9 亿元，同比+27%/+34%/+28%，对应 PE 为 16x/12x/9.4x，考虑公司为国内第一大前驱体厂商，且镍自供率持续提升，给予 25 年 22x PE，目标价 44 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动超市场预期，销量及政策不及预期。

（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）

**明阳智能（601615）：2024 年报及 2025 年一季报点评：Q1 业绩符合预期，风机毛利率开始改善**

**投资要点** 事件：公司 24 年营收 271.6 亿元，同比-3.4%，归母净利润 3.5 亿元，同比-8.1%，毛利率 8.1%，同比-3.1pct，归母净利率 1.3%，同比-0.1pct。25Q1 营收 77 亿元，同环比+51.8%/11.3%，归母净利润 3 亿元，同环比-0.7%/-165.3%，毛利率 13.2%，同环比-7.4/+25.9pct，归母净利率 3.9%，同环比-2.1/+10.6pct。24 年拆分：①风机及相关配件销售收入 208.3 亿元，同比-12.4%，毛利率-0.5%，主要系质保金

调入营业成本准则变化, 同比-3.6pct, 对外销售 10.82GW, 同比+12%, 折算单价 1925 元/kW, 同比-21%, 其中上下半年分别为 1976、1896 元/kW; 实现新增风机订单 27.1GW 创新高; ②风电场发电收入 17.3 亿元, 同比+15.4%, 毛利率 57.1%, 同比-5.9pct。③电站产品销售 27.9 亿元, 同比+34.2%, 总转让 1.45GW, 毛利率 43.2%, 同比+12.2pct。质保金变化致费用率下降: 公司 24 年期间费用 27 亿元, 同比-11.3%, 费用率 10%, 同比-1pct, 其中 Q4 期间费用-3.1 亿元, 主要系质保金变化, 费用率-4.5%; 24 年经营性净现金流-24 亿元, 同比增加 1.9 亿元。公司 25Q1 期间费用 7.4 亿元, 同环比-9.6%/-337.5%, 费用率 9.6%, 同环比-6.5%/+14.1pct; 25Q1 资本开支 7.6 亿元, 同环比-70.3%/+46.9%; 25Q1 末存货 142.9 亿元, 较年初+5.6%。盈利预测与投资评级: 考虑风机供应链成本具备不确定性, 以及风电电价全面入市后风场盈利具备不确定性, 我们下调 25~26 年盈利预测, 预计 25~26 年归母净利润为 23.7/28.7 亿元 (前值为 28.5/34.3 亿元), 同比增长 585%/21%; 预计 27 年归母净利润为 36.4 亿元, 同比增长 26.6%, 25-27 年归母净利润对应 PE 为 10.0/8.2/6.5x, 考虑公司风机龙头地位、海风出货修复优化盈利, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧、行业需求和公司出货不及预期、电站业务盈利下滑风险等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男)

证券分析师: 胡隽颖)

#### **福斯特 (603806): 2025 一季报点评: 胶膜盈利修复, 感光干膜已至爆发前夕**

**投资要点** 事件: 公司 2025Q1 营收 36.2 亿元, 同环比-31.9%/-8.8%, 归母净利润 4 亿元, 同环比-23.1%/+709.8%, 毛利率 13.1%, 同环比-2.2%/+1.5pct, 归母净利率 11.1%, 同环比+1.3%/+9.8pct, 2025Q1 资产减值 0.37 亿, 信用减值冲回 1.7 亿。胶膜涨价+海外出货+高端产品占比提升、盈利修复。2025Q1 胶膜出货 6.3 亿平, 同比略降, 我们测算单平净利 5-6 毛, 环比提升 1 毛, 主要是 1) 2025 年 3 月起国内抢装拉动排产提升, 多次涨价, 价格累计上涨 10%+; 2) 海外产能供不应求带来涨价, 出货占比提升至 15%, 海外盈利更高; 3) POE 类占比超 50%。2025Q2 排产高增, BC 绝缘胶等新品已进入量产, 即高端产品出货亦在提升, 出货和毛利率均将继续提升。2025 年海外产能进一步加码, 2025 年 5 月初泰国二期产能释放, 泰+越基地产能达 6 亿平米, 向中东印度市场供货。2025 年我们预计胶膜出货 31 亿平+, 同增 10%+。第二曲线快速发展、感光干膜已达爆发前夕。2025Q1 背板出货约 1700 万平, 环增 31%。2025Q1 铝塑膜出货约 300 万平, 2025Q1 感光干膜出货约 4000 万平, 同增 30%, 环比持平, 产品结构持续向中高端提升, 适用于高多层、HDI、类载板等产品需求, 并围绕 AI 等芯片高端需求拓展至封装基板领域, 2025 年有望保持 30%+ 增长。费用率略有提升、现金流同比大幅改善。2025Q1 期间费用 2 亿元, 同环比-15.7%/+61.8%, 费用率 5.4%, 同环比+1/+2.4pct; 经营性现金流-4.4 亿元, 同环比+1199.2%/-146.4%; 资本开支 0.8 亿元, 同环比-67.2%/-62%。盈利预测与投资评级: 我们维持此前盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 16.3/22.3/29.5 亿元, 同增 25%/37%/32%, 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)

#### **微导纳米 (688147): 2024 年报点评: 营收保持增长, 看好半导体设备加速放量**

**投资要点** 2024 年营收大幅增长，利润受研发投入+减值计提影响略降：2024 年公司实现营收 27.0 亿元，同比+60.7%，其中光伏设备营收 22.9 亿元，同比+52.9%，占比 84.8%；半导体设备营收 3.3 亿元，同比+168.4%，占比 12.2%。期间归母净利润为 2.3 亿元，同比-16.2%；扣非净利润为 1.9 亿元，同比-0.5%，主要系研发投入增加和计提了 1.4 亿元信用减值与 2.4 亿元资产减值损失。Q4 单季营收为 11.6 亿元，同比+75.6%，环比+52.6%；归母净利润为 0.8 亿元，同比-34.1%，环比-29.6%；扣非净利润为 0.7 亿元，同比持平，环比-28.6%。控费能力强，持续加大半导体领域的研发投入：2024 年毛利率为 40.0%，同比-3.7pct，其中光伏设备毛利率为 40.7%，同比-3.1pct；半导体设备毛利率为 27.7%，同比+0.4pct；我们认为后续随着更多设备批量交付，毛利率有望修复。期间销售净利率为 8.4%，同比-7.7pct；期间费用率为 20.3%，同比-4.9pct，其中销售费用率为 2.5%，同比-2.4pct；管理费用率为 6.6%，同比-3.1pct；研发费用率为 9.9%，同比-0.7pct，财务费用率为 1.3%，同比+1.2pct。2024 年公司研发投入 4.2 亿元，同比+36.0%，三年累计的研发投入超过 60%投向半导体领域。Q4 单季毛利率为 42.2%，同环比-3.4pct/+3.9pct；销售净利率为 6.6%，同环比-11.0pct/-7.7pct。存货&合同负债持续增长，半导体设备在手订单同比+65.9%：截至 2024Q4 末公司合同负债为 20.5 亿元，同比+4.9%；存货为 37.2 亿元，同比+15.7%；公司在手订单 67.7 亿元，其中光伏、半导体及新兴应用领域分别为 51.9/15.1/0.8 亿元，半导体在手订单同比增长 65.9%。Q4 公司经营性现金流为-0.1 亿元，现金净流出环比继续收窄。立足 ALD 布局光伏&半导体，拓展 CVD 打开成长空间：（1）半导体领域：进入产业化验证阶段的 ALD 和 CVD 工艺种类不断增加，目前已开发工艺包括了 HKMG 技术、柱状电容器、金属化薄膜沉积技术及高深宽比 3D DRAM、TSV 技术等，并还在持续开发客户需求的 IGZO、Nb2O5 等新工艺。客户类型涵盖了逻辑、存储、化合物半导体、硅基 OLED 等，其中超过 75%的增量订单来自存储领域（新型存储、3D NAND、FERAM、RRAM 和 DRAM），形成批量的重复订单合计已超过 7.5 亿元。（2）光伏领域：公司在 XBC、钙钛矿及钙钛矿叠层等电池技术领域均已建立了完善的技术储备、能够覆盖电池生产整线的关键工艺设备，产品已取得订单并出货至客户端。盈利预测：考虑到公司订单验收节奏与研发投入情况，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 2.8（原值 5.2）/3.7（原值 7.1）亿元，预计 2027 年归母净利润为 4.8 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 47/36/27 倍，考虑到公司成长性，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新品拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

### **苏州高新（600736）：2024 年报点评：收入企稳，产业运营及投资积极布局新兴方向**

**投资要点** 事件：公司发布 2024 年年报。2024 年实现营收 73.0 亿元，同比下降 6.6%；归母净利润 1.3 亿元，同比下降 35.4%。收入逐渐企稳，毛利率及减值拖累业绩。2024 年公司营收降幅较 2023 年大幅收窄，但归母净利润仍有较大幅度的下滑，主要原因为：1）房地产项目存货跌价准备带来的资产减值损失为 5.8 亿元，较 2023 年同期大幅增加；2）投资收益为 3.1 亿元，同比下降 36.1%，主要受到联营企业影响；3）产业园区运营业务和产业投资业务的毛利率分别较 2023 年下降 8.3pct、3.2pct。产业园运营：传统优势产业稳步推进，加快筹建低空经济产业园。公司 2024 年产业园运营业务实现营收 7.5 亿元，同比增长 27.1%。公司在绿色低碳和医疗器械两大传统优势方向

稳健发展，绿色低碳产业园年内招引落地 30 余个项目；医疗器械产业园招引落地 209 个产业项目。此外，公司通过东菱振动切入低空经济赛道，配合苏州战略规划成为高新区发展低空经济产业的重要平台。产业投资：打造“产、融、投”一体化能力，积极布局新兴产业。年内公司落地多项战略及产业投资，出资 21.2 亿元受让江苏国信 2.8 亿股股份（占总股本 7.4%）；参与景嘉微定增，出资额 8800 万元；完成长川科技定增项目退出，收益率近 20%。一级投资方面，年内参控股基金累计投资 31 个项目，出资金额共计 3.5 亿元，投资范围包括医疗器械、绿色低碳、AI 应用等。截至 2024 年底，公司存量投资项目累计出资金额近 50 亿元。持续丰富融资渠道，融资成本继续下行。公司 2024 年发行直融产品 20 单，发行金额达 83 亿元，其中发行江苏省首单房地产并购中票 3 亿元；环保集团 1 亿元的永续中票为全国首批“两新”债务融资工具。公司 2024 年综合融资成本为 3.16%，较 2023 年继续下行 45 个 bp。盈利预测与投资评级：考虑到公司产城开发业务仍受房地产市场下行影响，同时考虑减值计提因素，我们下调其 2025/2026 年归母净利润至 1.5/1.7 亿元（前值为 2.2/2.4 亿元），新增 2027 年归母净利润为 1.8 亿元，对应 EPS 为 0.13/0.14/0.16 元，对应 PE 分别为 42.3X/38.4 X /35.0 X。公司产业园区运营及产业投资两大业务稳中有增，发挥“新兴产业投资运营和产城综合开发服务商”作用，成为苏州高新区产业转型升级的重要载体，我们看好公司的长期价值，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）

#### **旗滨集团（601636）：2024 年年报、2025 年一季报点评：Q1 毛利率改善，静待供需平衡进一步修复**

**投资要点** 公司披露 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年实现营业收入 156.49 亿元，同比-0.2%，实现归母净利润/扣非后归母净利润 3.83/2.89 亿元，同比-78.1%/-82.6%。2025Q1 实现营业收入 34.84 亿元，同比-9.7%，实现归母净利润/扣非后归母净利润 4.70/-0.03 亿元，同比+6.4%/-100.7%。浮法玻璃、光伏玻璃盈利持续承压，2025Q1 毛利率有所改善。（1）浮法玻璃：我们测算公司 2024 年浮法原片销量同比-6%，对应单箱毛利 13.4 元，同比-8.3 元，主要因地产竣工端需求下滑加剧行业供需矛盾，2024 年年内浮法玻璃下跌至底部后低位震荡。（2）光伏玻璃：2024 年销售光伏玻璃加工片 4.35 亿平，同比+124%，实现收入 57.53 亿元，同比+68.6%，单平毛利 1.2 元，同比-2.6 元，虽然随着公司产能爬坡，单位成本得到压缩，但光伏玻璃行业产能过剩矛盾加剧导致均价出现明显下跌。（3）2024Q4/2025Q1 单季毛利率为 5.5%/12.0%，分别同比-23.6pct/-14.1pct，预计是浮法玻璃、光伏玻璃单位毛利同比均显著下滑所致，但随着光伏玻璃价格企稳反弹，2025Q1 毛利率环比回升 6.5pct。财务费用增加致期间费用率小幅上升，资产减值计提影响利润。（1）公司 2024 年期间费用率为 12.2%，同比增加 1.0pct，因财务费用同比增加 1.66 亿元，主要是光伏生产线投入运营，借款和费用化的利息支出增加所致。（2）2025Q1 单季期间费用率同比+0.6pct 至 12.6%，主要因财务费用率同比增加 1.6pct，管理费用率延续压缩的趋势。（3）2024 年资产减值损失 2.57 亿元，主要因计提存货跌价准备 2.38 亿元。2025Q1 确认资产处置收益 5.29 亿元，主要因绍兴老厂区搬迁相关资产处置所致。2025Q1 现金流改善，资本开支节奏显著放缓。（1）公司 2024 年经营活动现金流量净额 9.12 亿元，同比-6.31 亿元，主要是盈利下滑所致，2025Q1 经营活动现金流量净额 0.17 亿元，同比+3.34 亿元，主要得益于大宗原材料价

格下降、采购支付的现金减少，以及上年同期生产线商业化运营初期营运资本增加导致基数较低。(2) 2024Q4、2025Q1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 3.90 亿元、5.76 亿元，分别同比-77.2%/-51.1%，反映资本开支节奏明显放缓。(2) 2025 年一季报资产负债率为 59.0%，同比上升 4.5pct。盈利预测与投资评级：公司多元产业布局成型，浮法、光伏压延玻璃成本、国际化布局综合竞争优势强化，享有超额利润。当前产能过剩矛盾下浮法、光伏玻璃盈利承压，但盈利底部位置行业供给出清有望持续，行业有望进一步洗牌，龙头企业有望持续提升份额，估值有望率先修复。基于浮法、光伏玻璃供给过剩矛盾尚未充分化解，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 6.0/7.6/11.3 亿元（2025、2026 年预测前值为 6.5/11.2 亿元），对应市盈率 25/20/13 倍，维持“增持”评级。风险提示：地产竣工下行超预期、光伏玻璃竞争格局恶化、新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）

#### **欧科亿（688308）：2024 年报点评：营收稳健增长，费用提升&资产减值拖累利润水平**

**投资要点** 营收稳步增长，费用率&减值提升拖累归母净利润 2024 年公司实现营收 11.27 亿元，同比+9.81%；归母净利润 0.57 亿元，同比-65.48%；扣非归母净利润 0.26 亿元，同比-79.71%。其中 24Q4 单季度实现营收 2.32 亿元，同比+4.70%；归母净利润-0.33 亿元，同比转亏。分产品看：数控刀具产品实现营收 5.98 亿元，同比+3.35%；硬质合金制品实现营收 5.01 亿元，同比+12.50%；其他产品实现营收 0.14 亿元，2024 年公司主业数控刀具与硬质合金制品营收均实现正增长。分海内外看：国内营收 9.04 亿元，同比+2.28%；国外营收 2.09 亿元，同比+49.22%，公司海外渠道布局持续兑现，2024 年海外收入实现可观增长。毛利率有所下滑，期间费用率有所提升 2024 年公司销售毛利率为 22.66%，同比-6.66pct，其中 Q4 销售毛利率为 10.43%，同比-7.20pct。毛利率同比下降我们判断系：①2024 年数控刀具原材料碳化钨与钴粉价格有所上涨；②数控刀具下游需求偏弱，公司数控刀具产能利用率有所下滑，单位生产成本提升。2024 年公司销售净利率为 4.87%，同比-11.30pct，销售净利率降幅大于毛利率降幅主要系公司期间费用率提升叠加资产减值损失增加。2024 年公司期间费用率为 18.06%，同比+3.74pct，其中销售/管理/财务/研发费用率为 4.68%/4.49%/1.27%/7.62%，同比+0.48pct/+0.91pct/+0.95pct/+1.40pct。管理费用提升系职工薪酬增加及新增研发办公楼折旧，财务费用提升系贷款利息增加。2024 年公司持续开发新产品，研发费用率增幅较大。库存有所提升，经营活动净现金流有所改善 截至 2024 年末，公司存货为 6.31 亿元，同比+27.70%，系原材料与库存商品增加。2024 年公司经营活动净现金流为 0.38 亿元，相比于 2023 年的-0.09 亿元同比转正，回款情况有所改善。持续保持高研发投入，不断丰富产品矩阵 2024 年公司研发费用为 0.86 亿元，同比+34.50%，研发费用率达到 7.62%。公司近年来持续增加研发投入，产品矩阵得到拓展。2024 年公司新增整硬刀具品种 4470 多种，数控刀片及刀体刀具品种 5000 多种；截至 2024 年 12 月 31 日，公司已累计获得国内授权的各类专利共计 187 项，包括发明专利 29 项，实用新型专利 82 项。公司持续投入研发费用正逐步拓展公司产品矩阵并提升产品竞争力，未来有望逐步兑现业绩。盈利预测与投资评级：考虑到数控刀具下游行业需求平淡，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 1.05（原值 1.81）/1.48（原值 2.48）亿元，给予 2027 年归母净利润预测 1.88 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 26/18/14 倍，考虑到公司持续拓展

产品矩阵，维持公司“增持”评级。风险提示：下游行业需求不及预期，研发进展不及预期，宏观经济风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

### 泸州老窖（000568）：2024 年报及 2025 一季报点评：经营稳健，分红上修凸显长期价值

**投资要点** 事件：公司发布 2024 年报、2025 一季报及《2024~2026 年度股东分红回报规划公告》。2024 全年实现收入 312.0 亿元，同增 3.2%；归母净利 134.7 亿元，同增 1.7%；对应 24Q4 收入、归母净利同比分别为 -16.9%、-29.9%。25Q1 实现收入 93.5 亿元，同增 1.8%；归母净利 45.9 亿元，同增 0.4%。24FY 及 25Q1 报表增速符合预期，合同负债表现好于预期。24FY 降速保质，Q4 控货调整及时纾压。2024 作为公司的“数字化攻坚年”，公司在扫码开瓶及会员数据资产方面实现快速积累，核心单品扫码开瓶率已达到近 30%，消费场景建设及渠道全链路管理更加得心应手。分产品看，①2024 年中高档酒收入同比 +2.8%，量/价分别同比 +14.4%、-10.2%，估算特曲 60 保持同比双位数以上增长，国窖同比实现低单增长，老字号特曲、窖龄收入同比下滑。②2024 年其他酒收入同比 +7.2%，量/价分别同比 +3.5%、+3.5%，光瓶头曲经过前期库存消化，Q4 增速环比修复。24Q4 公司整体营收同比下滑 16.9%，主系销售公司 10 月扎帐后持续停货，以便渠道去库纾压，更好巩固价格体系。24FY 盈利符合预期，销售费率显著收缩。1) 收现端：24FY 期末公司合同负债 39.8 亿元，同比增加 13.1 亿元，全年营收+△预收同比增长 7.1%，回款表现好于收入。2) 利润端：24FY 公司销售净利率同降 0.7pct 至 43.3%，主系税金比率回升拖累。①全年毛利率同比 -0.8pct 至 87.5%，其中中高档酒、其他酒毛利率分别同降 0.4、2.5pct，其他酒吨成本同比上涨 9.5%，与智能化包装中心投产转固有关。②全年公司销售、管理（含研发）费用分别同比下降 11.0%、0.3%，费率分别同比 -1.8pct、-0.2pct。数字化推行背景下，公司销售随量费用管控趋严，C 端费用落地也更加精准；管理费改善则是来自股权激励摊销费用回落。③全年税金及附加比率同比 +1.6pct 至 15.2%，与产量投放节奏修复有关。25Q1 开局稳健，主销区开瓶氛围保持活跃。1) 收入端：25Q1 公司收入同比 +1.8%，其中估算头曲同比增长较快，国窖、特曲 60 同比略增，窖龄、老字号特曲同比阶段性承压。伴随公司 C 端营销策略日益精进，餐酒融合、AC/BC 联动等营销工具应用渐入佳境，2025 春节公司华北、四川主销区开瓶氛围保持积极，3 月以来春雷行动对终端及 VIP 客户抓抢一马当先，进一步推动渠道下沉及单点提升。目前伴随春雷行动收官，公司全系产品及及时停货消化，以便为端午宴席季回款动销打好基础，节奏把握从容有序。2) 收现端：25Q1 期末公司合同负债同比增长 5.3 亿元，24Q4+25Q1 收入+△合同负债合计同比下滑 -2.3%，好于收入端的 -7.1%。3) 利润端：25Q1 公司销售净利率同降 0.5pct 至 49.3%，主系毛销差拖累。①毛利率同比 -1.9pct 至 86.5%，销售费率同比 +0.4pct 至 8.2%，主因产品结构略有下移，且瓶均红包投放加大。②管理（含研发）费率同比 -0.4pct，或与股权激励摊销费用进一步回落有关。盈利预测与投资评级：公司立足健康可持续发展，短期降速，不掩后劲潜力。2025 年公司规划全年营业收入稳中求进，参考 25Q1 报表结构，我们更新 2025~26 年归母净利润预测为 138、149 亿元（前值 133、149 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 165 亿元，当前市值对应 2025~27 年 PE 为 13、12、11X。公司 2024~2026 年分红率规划不低于 65%、70%、75%，且不低于 85 亿元人民币（含税），对应 2024 年股息率达 4.7%，保底股息率 4.6%，长期持股价值凸显，维持“买入”评级。风险提示

示：经济向好不确定性，成本及费用支出超预期，低档酒增长不及预期。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜）

### 鼎智科技(873593): 2024 年报点评：市场需求不及预期致业绩承压，战略合作赋能机器人业务

**投资要点** 市场需求不及预期致营收利润双降承压，境外业务扩张拉动毛利回升。公司发布 2024 年度报告，实现营收 2.24 亿元，同比-20.80%；归母净利润 0.39 亿元，同比-52.17%；扣非归母净利润 0.30 亿元，同比-53.22%。公司营收同比下滑是由于音圈电机前期主要用于有创呼吸机，2024 年该业务板块受终端市场及原有库存消耗影响，销量同比大幅下降。利润端同比降幅大于营收端主要系公司本期政府补助减少，同时公司加大销售渠道拓展与建设，叠加新品研发投入扩大，销售/管理/财务/研发费用率分别同比+4.75/+3.20/-0.47/+3.11pct，拖累销售净利率同比-11.48pct 至 17.04%。公司海外市场销售渠道建设逐步完善，实现营收 1.05 亿元（同比+14.96%），占比+14.55pct 至 46.77%。线性执行器稳步增长占比提升，音圈电机大幅下滑拖累整体结构。1）线性执行器：医疗领域客户前期库存消耗完毕，本年逐步增加采购量，带动该业务营收同比+4.24%至 1.35 亿元，在总营收占比+14.50pct 至 60.37%，毛利率同比-5.06pct 至 59.19%。2）混合式步进电机：受工控领域终端市场需求的不利影响，该业务营收同比-22.55%至 0.39 亿元，在总营收占比同比-0.40pct 至 17.60%，毛利率同比+1.11pct 至 46.67%。3）音圈电机：由于公司音圈电机前期主要用于有创呼吸机，今年该业务板块受终端市场及原有的库存消耗影响，营收同比大幅降低 91.31%至 0.05 亿元，在总营收占比同比-19.83pct 至 2.44%，毛利率同比-9.50pct 至 25.95%。4）直流电机：由于公司加大了该类新产品在市场的推广应用，效果良好，市场需求增加，该业务营收同比+32.78%至 0.19 亿元，在总营收占比同比+3.49pct 至 8.65%，毛利率同比-9.03pct 至 36.70%。微电机海外业务持续开展，研发投入增加，机器人业务前景广阔。1）微电机海外业务：公司利用自有资金投资韦尔智能控制系统(常州)有限公司 300 万元，主营驱动器、电机、运动控制系统及组件、专用控制系统的开发、生产、销售等，未来有望在拓宽海外渠道的基础上持续兑现营收。2）战略合作赋能：2024 年 2 月，公司与 AIDIN Robotics 达成合作，将负责其部分传感器产品在中国的进口和经销，携手开拓国内机器人市场。2024 年 10 月，公司与苏州大学签约产研合作，将针对下一代新能源汽车驱动电机、人形机器人、低空经济、航空航天等不同应用场景下的新型直线传动单元联合开发，提升设计及工艺验证能力。盈利预测与投资评级：考虑业绩承压下滑，调整 2025~2026 年归母净利润为 0.45/0.52 亿元（前值为 0.61/0.68 亿元），新增 2027 年预测为 0.64 亿元，对应最新 PE 为 144.90/123.57/101.85x，公司在机器人领域布局成果有望逐步兑现，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：周尔双

证券分析师：易申申 证券分析师：余慧勇 研究助理：武阿兰）

### 兔宝宝(002043): 2024 年报&2025 年一季报点评：装饰板材稳健增长，减值影响业绩表现

**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 91.89 亿元，同比+1.39%；归母净利润 5.85 亿元，同比-15.11%；2025Q1 公司实现营收 12.71 亿元，同比-14.3%；归母净利 1.01 亿元，同比+14.22%。装饰板材稳健增长，加速推进渠道下沉。24 年

公司装饰材料业务实现收入 74.04 亿元，同比+7.99%，其中板材产品收入为 47.7 亿元，同比+7.57%，板材品牌使用费（含易装品牌使用费）4.93 亿元，同比+14.18%。门店零售方面公司持续推动渠道下沉，加速推进乡镇市场布局，24 年公司装饰材料业务完成乡镇店建设 1413 家，截至年末乡镇店 2152 家；同时公司大力推动各地区家具厂业务的开拓快速抢占市场份额，期末公司经销商体系合作家具厂客户约 2 万多家。定制家居业务方面，24 年全屋定制实现收入 7.07 亿元，同比+18.49%；裕丰汉唐实现收入 6.1 亿元，同比-46.81%。期间费用率有所下降，减值增加影响当期业绩。2024 年公司销售毛利率 18.1%，同比变动-0.32pct，分品类来看定制家居业务毛利率同比下降 2.29pct。期间费用率方面，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比变动+0.18/-0.7/-0.06/-0.2pct，管理费用有所摊薄。2024 年公司信用减值损失-2.8 亿元、资产减值损失-1.45 亿元，合计较上年多计提 1.89 亿元，主要受到商誉减值的影响。经营性现金流有所下滑，继续保持高分红。2024 年公司经营活动现金净流量 11.52 亿元，上年同期为+19.1 亿元，现金流净额的下降主要系购买商品和劳务支付的现金增加。2024 年报拟每 10 股派发现金红利 3.2 元（含税），叠加 2024 年中期分红，2024 年合计分红率达到 84%。盈利预测与投资评级：公司是装饰板材行业龙头，公司在巩固经销渠道优势的同时，应对行业趋势变化公司积极拓展家具厂、家装公司等渠道，并积极进行乡镇市场的渠道下沉，定制家居业务零售业务坚持中高端定位、工程业务优化客户结构稳健经营。我们调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 7.54/8.77/9.58 亿元（2025-2026 年前值为 8.39/9.49 亿元），对应 PE 分别为 12.2X/10.5X/9.6X，考虑到公司装饰材料业务稳健发展，维持“增持”评级。风险提示：下游房地产竣工不及预期的风险、行业竞争加剧的风险、应收账款回款风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊）

#### 尚太科技（001301）：2025 年一季报点评：Q1 业绩符合市场预期，盈利水平持续可期

**投资要点** Q1 业绩符合市场预期。公司 25 年 Q1 营收 16.3 亿元，同环比 89%/1.1%，归母净利润 2.4 亿元，同环比 60.9%/-8.2%，毛利率 26.3%，同环比-0.4/-0.6pct，扣非归母净利 2.5 亿元，同环比+73%/4%，处于业绩预告中值，符合市场预期。非经常性损益主要系非流动性资产处置损益。Q1 出货预计近 7 万吨、25 年销量预期 30 万吨。我们预计公司 Q1 负极出货近 7 万吨，同增 111%，环比微增，河北 10 万吨产能项目逐步投产，产能开始爬坡，25 年有望出货 30 万吨，同增 40%。公司新增马来西亚 5 万吨产能规划，我们预计 26H2 有望投产，助力海外客户开拓及长期出货增长，同时公司确定山西四期 20 万吨一体化产能，拟发行 25 亿可转债投资建设。Q1 单位盈利基本稳定、原材料涨价已部分传导、盈利预计可维持。公司 Q1 均价 2.65 万/吨（含税），环比持平，Q1 单吨毛利 0.63 万/吨，单吨净利预计 0.35 万元，环比微降，好于预期。我们预计 2 季度盈利仍可维持 0.3 万元/吨+，主要原因：1）石油焦已回落超 1000 元/吨，近期价格走稳；2）部分客户涨价近期已落地，缓解成本上涨压力。因此，全年单吨净利可维持 0.3 万元+。费用控制良好、低价原材料库存增加。公司 25 年 Q1 期间费用 0.9 亿元，同环比 47.2%/-17.6%，费用率 5.4%，同环比-1.5/-1.2pct；经营性现金流-10.3 亿元，环比转负，主要系票据贴现较少所致；25 年 Q1 资本开支 1 亿元，同环比-43.1%/-59%；25 年 Q1 末存货 20 亿元，较年初 28.9%，在建工程 0.6 亿元，较年初大幅减少，主要系河北产能转固所致。盈利预测：我们维持 25-27 年归母净利润

润预测为 10.3/14.3/17.5 亿元, 同比+22%/+39%/+23%, 对应 14/10/8 倍 PE, 给予 25 年 20 倍 pe, 目标价 78.8 元, 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: 阮巧燕  
证券分析师: 岳斯瑶)

### 宝立食品 (603170): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 空刻调整成功, B 端稳健性凸显

投资要点 事件: 2024 年公司实现营收 26.5 亿元, 同比+11.9%; 归母净利润 2.3 亿元, 同比-22.5%。2024Q4 实现营收 7.2 亿元, 同比+18.2%; 归母净利润 0.6 亿元, 同比-0.5%。2025Q1 实现营收 6.7 亿元, 同比+7.2%; 归母净利润 0.6 亿元, 同比-4.2%。空刻调整成功, B 端保持稳健增长。2024 年公司复合调味料/轻烹解决方案/饮品甜点配料分别实现营收 13.0/11.3/1.5 亿元, 同比+13.2%/10.4%/3.0%。直销/非直销分别实现营收 21.4/4.3 亿元, 同比+12.4%/+6.6%。拆分 BC 端来看, 空刻实现营收 9.2 亿元, 同比+6.0%, 走出调整期实现营收正增; 剔除空刻, 预计 B 端业务实现营收 17.3 亿元, 同比+15.3%, 依旧保持稳健增长, 其中百胜实现营收 3.8 亿元, 同比略下降 4.6%。不考虑非经影响, 2024 年盈利能力相对稳定。2024Q4/2024/2025Q1 公司实现毛利率 35.5%/32.8%/32.6%, 同比+4.6/-0.3/+0.6pct。2024 年全年毛利率、费用率都相对稳定。2025Q1 销售/管理费用率同比-0.5/-0.2pct。24Q4/2024/25Q1 公司实现销售净利率 9.9%/10.1%/10.1%, 同比-1.0/-3.1/-0.7pct。实现扣非归母净利率 7.8%/8.1%/8.6%, 同比+1.5/-1.2/+0.2pct。扣非与非扣非利润增速的差异主要是 2023 年非流动性资产处置有约 8600 万元贡献。盈利预测与投资评级: 考虑到下游需求仍疲软, 行业竞争仍在持续, 我们略下调 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 2.7/3.1/3.5 亿元 (此前 2025-2026 年盈利预测为 2.8/3.2 亿元), 同比+15%/+15%/+12%, 对应 PE 为 20/17/16X。公司经营能力稳健, 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)

### 爱尔眼科 (300015): 2024 年报&2025 年一季报点评: 24 年各业务增速稳健, 25Q1 恢复高增

投资要点 事件: 2024 年, 公司实现营业收入 209.83 亿元 (+3.02%, 同比, 下同), 归母净利润 35.56 亿元 (+5.87%), 扣非归母净利润 30.99 亿元 (-11.82%); 2025Q1 实现营业收入 60.26 亿元 (+15.97%), 归母净利润 10.50 亿元 (+16.71%), 扣非归母净利润 10.60 亿元 (+25.78%)。25Q1 业绩超我们预期, 24 年扣非利润低于预期。24 年门诊及手术量双增, 各项业务营收个位数增长, 毛利率有所下降。2024 年公司实现门诊量 1694.07 万人次 (+12.14%), 手术量 129.47 万例 (+9.38%)。分业务看, 2024 年屈光实现收入 76.03 亿元 (+2.31%), 毛利率 55.11% (-2.28pp); 视光收入 52.79 亿元 (+6.42%), 毛利率 54.49% (-2.56pp); 白内障收入 34.89 亿元 (+4.87%), 毛利率 34.73% (-3.25pp); 眼前段 18.98 亿元 (+5.95%), 毛利率 41.21% (-4.46pp); 眼后段 14.99 亿元 (+8.22%), 毛利率 31.36% (-3.31pp)。我们估计随着屈光新术式推广, 毛利率有望企稳回升。25Q1 净利率回升, 收入规模增长与精细化管理带来费用率下降。2024 年公司销售毛利率/销售净利率分别为 48.12%/17.81%, 同比变化-2.67/-0.14pp; 销售/管理/研发/财务费用率分别为 10.25%/14.25%/1.53%/1.02%, 同比变化 +0.60/+1.14/-0.11/+0.66pp。2025Q1 公司销售毛利率/销售净利率分别为

48.02%/19.36%，同比变化-0.27/+0.65pp；销售/管理/研发/财务费用率分别为 9.03%/12.63%/1.31%/0.70%，同比变化 -0.32/-0.82/-0.13/-0.49pp。随着收入规模恢复较快增长，各项费用率略有下降。加快“AI+眼科”应用布局，构建数字眼科新质生产力。公司不断加强、拓展与中科院计算技术研究所数字技术领域的战略合作，探索构建“爱尔 AI 眼科医院”，积极布局 AI 在眼科医疗服务中的应用，进一步提升医院服务的智能化水平。公司自主研发的眼科垂直大模型 AierGPT 于 2024 年 9 月在世界近视眼大会上正式发布，有效赋能眼健康科普、诊疗、培训及健康管理，助力打造“AI 数字眼科医生”。预计随着公司“AI+眼科”应用的布局及成果落地，未来有望进一步提高眼病的诊疗效率，加强眼健康科普的同时提升眼病治疗渗透率。

**盈利预测与投资评级：**考虑宏观环境及消费下滑等因素影响，我们将公司 2025-2026 年归母净利润由 44.70/51.44 亿元下调至 40.98/46.80 亿元，2027 年为 53.50 亿元，对应当前市值的 PE 估值分别为 30/26/23 倍。考虑公司为民营眼科龙头，行业仍受益消费复苏及老龄化需求等因素，维持“买入”评级。

**风险提示：**医院扩张或整合不及预期的风险，行业政策变化不确定性风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男  
 证券分析师：苏丰)

#### **骄成超声（688392）：2025 年一季报点评：Q1 业绩符合预期，线束+IGBT 步入收获期**

**投资要点** Q1 业绩符合市场预期。公司 25 年 Q1 营收 1.5 亿元，同环比+22%/-16%，归母净利润 0.24 亿元，同环比+2153%/-64%，扣非净利润 0.20 亿元，同环比+1068%/-63%，毛利率 64.9%，同环比+9.3/-4.7pct，归母净利率 16.0%，同环比+15.1/-21.1pct。Q1 毛利率表现亮眼，锂电订单开启恢复。根据我们测算，公司 25 年 Q1 收入 1.5 亿元中，锂电池设备 2.8 千万元，线束+IGBT 收入 5 千万元，配件耗材收入 5 千万元，非金属+服务及其他收入 2 千万元，整体毛利率维持 65%，表现亮眼符合市场预期。25 年看，我们预计锂电设备收入 1.5 亿元，下游电池厂恢复扩产，订单持续恢复，配件耗材收入 2.7 亿元，同增 50%，电池厂开工率同比提升，存量订单稳健增长，线束+IGBT 收入 2.5 亿元，同比翻倍增长，非金属+服务及其他收入 6 千万元，自动化业务大幅减少，整体毛利率维持 55-60%水平。线束+IGBT 高速增长，打开后续增长空间。新业务看，①高压线束+IGBT 国产化率低，单台价格和盈利相比极耳焊更高，我们预计毛利率近 60%，且耗材用量大、损耗更快。公司已独家突破 120 平焊接技术，在快充/高压端逐渐成熟后，公司产品有望充分收益，目前已获主流线束厂订单，25-26 年预计收入翻倍增长；②复合集流体滚焊机已获头部锂电池厂订单，铝箔滚焊设备已开启放量，单 gwh 价值量 300-400 万元，毛利率预计超 50%，25 年我们预计出货 10gwh+，铜箔滚焊设备或于今年开启放量。

**盈利预测与投资评级：**我们基本维持公司 25-26 年归母净利润 1.2/2.5 亿元的预期（此前预期 1.4/2.7 亿元），给予 27 年归母净利润 4.5 亿元的预期，25-27 年同比+42%/+106%/+80%，对应 PE 47/23/13x，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，技术迭代不及预期，原材料价格波动风险。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕  
 证券分析师：朱家佟)

#### **南极电商（002127）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：品牌升级持续推进，营销开支影响短期利润**

**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 33.6 亿元，同比+24.8%；归母净利润-2.4 亿元，同比-312%；扣非净利润为-2.9 亿元，同比-485%。2024 年公司本部收入 5.58 亿元，同比+57%；净利润为-2.77 亿元，同比转亏。时间互联实现收入为 28.0 亿元，同比+20%；净利润为 0.33 亿元，同比-28%。本部收入增速较好，主要是南极人轻奢品牌升级、百家好持续增长。但因为销售费用增长，净利润受到短期影响。2025Q1，公司收入 7.29 亿元，同比+2.03%；归母净利润-0.14 亿元，同比-129%。扣非净利润为-0.19 亿元，同比-150%。其中，本部实现收入 1.01 亿元，同比+20%；时间互联收入 6.29 亿元，同比-0.3%。品牌升级阶段短期营销投放较高，2025Q1 已有环比改善：2024 年公司销售费用率为 17.5%，同比+13.4pct；2025Q1 公司销售费用率为 12.5%，同比+7.5pct。主要为分众及营销推广的增加所致，公司南极人品牌及产品进行较大规模营销方面的投入，活动包括邀约代言人、机场推广、梯媒推广及投流等，品牌进入高增阶段。2025Q1 公司销售费用率环比已经有所下降，我们认为后续随着硬广投放逐渐到期结束，业务规模发展与成本管控优化，公司盈利能力有望逐步改善。南极人品牌升级，实现“大牌平替”：公司南极人推进品牌升级，产品设计团队对标奢品，启用曾在国内外 Top 品牌任职的版师、品控师等核心团队，采用英国高士、YKK 等高原辅料打造好产品。南极人也新增自营销售业态，公司实现从原料、研发、加工、销售全链路管控，打造南极人品牌升级之后的新的品质标杆。百家好品牌抖音排名靠前，通过扩渠道等方式实现增长：百家好定位“美学风格化 SPA 品牌零售商”，通过“快返小单”的模式及高效周转实现了近年来 GMV 同比快速增长。2025 年 3 月，根据第三方数据平台，百家好品牌在抖音平台女装销售额排名第 4。未来随着百家好品牌在抖音上的份额提升，以及积极开拓天猫等外部平台，还有较大增长空间。盈利预测与投资评级：公司品牌升级进展顺利，看好公司通过品牌升级实现持续成长。考虑费用投放影响，我们将公司 2025-26 年的归母净利润预测由 3.0/ 6.0 亿元调整至 2.5/ 5.6 亿元，预计 2027 年归母净利润为 7.5 亿元，2025-27 年同比扭亏/+126%/+34%，考虑公司新品牌表现良好、销售费用率或将得到改善，仍维持“买入”评级。风险提示：行业需求波动，行业竞争加剧，销售费用控制，新品牌/新模式的发展目前仍然存在不确定性。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

#### **润本股份（603193）：2024 年报及 2025 年一季报点评：业绩延续高增，看好新品扩充持续驱动高增长**

**投资要点** 公司公布 2024 年和 2025Q1 业绩：公司 2024 全年营收 13.18 亿元，yoy+27.6%；归母净利润 3.0 亿元，yoy+32.8%，扣非归母净利润 2.89 亿元，yoy+32.3%。25Q1 营收 2.4 亿，yoy+44.0%，归母净利润 4419.7 万元，yoy+24.6%，扣非归母净利润 3861.7 万元，yoy+22.9%。毛利率提升，盈利能力稳中有进。①毛利率：公司 2024 年毛利率同比提高 1.8pct 至 58.2%，2025Q1 同比提高 2pct 至 57.7%，婴童/驱蚊/精油三大品类毛利率普遍提升。②期间费用率：公司 2024 年期间费用率 31.2%，同比+1.4pct，主要系销售费用率同比+2.8pct；25Q1 期间费用率为 37.7%，同比+5.3pct，主要系存款利率下降导致财务费用率同比+5.6pct。③归母净利率：公司 2024 年归母净利率 22.8%，同比+0.9pct，盈利稳中有进；25Q1 归母净利率 18.4%，同比-2.9pct，主因利率下降导致财务费用率提升。全渠道收入高增，线上持续发力。24 年公司线上直销/线上经销/线上代销/非平台经销分别收入 7.74/1.65/0.31/3.47 亿元，同比+24.8%/+23.4%/+4.1%/+40%，分别占总收入的 58.7%/12.5%/2.3%/26.3%，线上直销在天猫、京东、抖音等电

商平台均保持较高的市场占有率，线上平台经销/线上平台代销/非平台经销等渠道，实现全面高增。同时，公司在线下渠道积极开拓与胖东来、名创优品等特通渠道的合作，进一步扩大影响力。新品放量驱动婴童护理与驱蚊品类均高增。2024 年婴童护理/驱蚊/精油三大品类收入同比分别+35%/+32%/+8%，占比分别为 52%/33%/13%，毛利率均有所提升，尤其是驱蚊类受益于高毛利产品收入占比提升，毛利率增加 3.9pct。25Q1 婴童护理收入高增至 1.8 亿元（同比+65.5%），婴童防晒啫喱等产品矩阵持续扩充；驱蚊系列收入 0.4 亿元（同比+10.5%）；精油系列收入 0.11 亿元（同比-6.2%）。盈利预测与投资评级：公司深耕驱蚊及婴童护理细分赛道，产品定位“质高价优”，凭借大品牌小品类的经营战略及极致性价比战略下空间广阔，同时公司推新顺利，持续精细化拓宽品牌矩阵，产品结构升级推动毛利率、净利率处于上升通道。我们维持公司 2025-26 年归母净利润 4.0/5.0 亿元预测，新增 27 年归母净利润预测 6.1 亿元，分别同比+33%/+26%/+22%，对应 PE 分别为 36/29/24X，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，新品推广进展不及预期，宏观经济波动。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇  
证券分析师：郝越）

#### 开发科技（920029）：2024 年报点评：以色列/沙特市场需求放量，全年业绩同比增长 21%

投资要点 以色列、沙特等地区主要客户需求放量，全年业绩同比增长 21%。公司发布 2024 年度报告，实现营业收入 29.33 亿元，同比+15.02%；归母净利润 5.89 亿元，同比+21.11%；扣非归母净利润 5.85 亿元，同比+17.29%。公司业绩同比上升主要系公司开拓境内外市场，特别是在以色列、沙特等地区主要客户收入增加所致。2024 年公司销售毛利率同比+2.35pct 至 36.03%，销售净利率同比+0.93pct 至 20.06%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.26%/2.73%/-1.16%/5.53%，同比+0.20/+0.35/-0.24/+0.84pct。智能计量终端仍为主要营收来源，AMI 系统软件毛利率显著提升至 88.41%。1) 智能计量终端：在全球电力需求稳定增长背景下，各国能源体系变革加快，全球智能配用电解决方案和产品采购量随之显著增加，带动该业务营收同比+15.70%至 28.89 亿元，在总营收占比同比+0.58pct 至 98.51%，毛利率同比+2.24pct 至 35.26%。2) AMI 系统软件：随着能源系统数字化进程加速，AMI 在数据精度、响应速度及功能集成上的升级需求持续攀升，带动该业务营收同比+33.51%至 0.24 亿元，在总营收占比+0.11pct 至 0.83%，毛利率同比+44.27pct 至 88.41%。3) 服务收入：该业务营收同比-46.29%至 0.17 亿元，在总营收占比-0.68pct 至 0.59%，毛利率同比+24.08pct 至 85.11%。欧洲市场先发布局筑品牌壁垒，受益能源数字化转型存量与新增双重红利。1) 技术与产品：自研多项核心技术，在可靠性、稳定性、安全性等指标优于相关标准，平台化设计方案储备丰富，能够实现快速高效的设计、生产及交付。2) 欧洲市场：公司在欧洲部署的第一代智能电表经历了完整的产品生命周期验证，是唯一打入英国市场的中国自主品牌企业。2021-2023 年公司智能电表在欧洲市占率为 9.46%/10.41%/12.14%，市场地位稳步提升。3) 其他市场：凭借多年成熟市场积累的经验、口碑、资质及本地化服务等优势，成功参与沙特阿拉伯、乌拉圭、乌兹别克斯坦等地的智能电表部署；对于境内市场，国家电网 2020 版智能电表定型后，公司总中标金额超 6 亿元。4) 在手订单：截至 2024 年 9 月 30 日，公司所有已经签署的约定具体金额的合同及订单中，尚未实现收入的金额超过 52 亿元，充足的在手订单和稳定的市场需求为公司发展奠定坚实基础。盈利

预测与投资评级：伴随公司募投项目打破产能瓶颈，持续夯实技术优势，并扩展营销网络，业绩有望获得良好支撑，预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 7.29/8.57/9.76 亿元，对应最新 PE 为 18.90/16.09/14.12x，首次覆盖，给予“增持”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)

**翔楼新材 (301160)：2025 年一季报点评：淡季业绩表现优异，进口替代稀缺材料标的价值凸显**

投资要点 事件：2025Q1 公司实现营收 3.3 亿元，同比-5.2%，归母净利润 0.52 亿元，同比+3.1%，业绩略超市场预期。公司 2025Q1 销售淡季产销同比持平，新工厂产能释放可期：1)量：从历史角度来看，Q1 为每年淡季，Q2-Q3 主要跟随汽车行业发展表现为旺季，我们预计 2025Q1 产品销量接近去年同期水平，预计为 4.2 万吨，在 2024 年公司苏州工厂满负荷生产状态下、叠加经济环境较弱现实情境，我们认为公司表现优异。2)价及盈利：2025 年 Q1 我们预计公司产品均价为 7907 元/吨，yoy-5%，虽然公司吨价有所下滑导致收入下滑，但由于公司为赚取加工费企业，成本受钢价影响波动属于正常情况，盈利主要指标看吨毛利，2025Q1 公司产品吨毛利超 2000 元/吨，毛利率 25.8%，yoy+0.8pct，体现公司良好盈利水平，预计 2025 年伴随安徽新工厂轴承及其他高毛利产品逐步产能释放，公司毛利率有望持续提升。公司主要产品 2025 年伴随新工厂结构有所升级，且为机器人减速器柔轮材料领域领军者：1)根据公司新工厂规划，未来产量具有 80%+空间，2024 年公司产品销量为 18 万吨，伴随安徽一期 15 万吨产能释放，2027 年或达到 33 万吨产量，增长约 80%+；2)轴承领域 2025 年开始放量，预计毛利率有进一步提升空间：公司苏州工厂 2024 年 83%为汽车领域产品，总体毛利率稳定在 25%+，我们预计轴承材料售价更高，成本随规模效应或逐年降低，后续安徽工厂一期产能预计汽车、轴承各一半，毛利率或有进一步提升空间。3)机器人柔轮材料技术变革引领者：公司正与机器人零部件公司对接研发减速器柔轮材料，改变传统机加工工艺，采用冲压一次成型，用板材替换棒材，效率显著提升同时减少材料损耗，未来伴随机器人放量公司或率先受益。公司 2025Q1 费用控制良好，新工厂费用暂未释放：1)2025 年 Q1 公司销售/管理/研发费用率分别 yoy-0.3/0.5/0.2/0.1pct，公司产品吨净利超 1200 元/吨，yoy+3%，体现公司高薪研发人员已基本配齐，费用端得到合理控制。我们预计 2025 年总体股权激励费用较去年下降将近 2000 万元，但新工厂伴随产能释放，预计 Q2 开始固定资产计提折旧，对今年业绩略有负面影响。盈利预测与投资评级：2025 年为新工厂第一年投产阶段，费用投放及固定资产折旧较高，我们调整公司 2025-26 年 EPS 为 2.9/3.8 (前值为 3.4/4.4) 元/股，新增 2027 年 EPS 为 5.4 元/股，对应公司 PE37/28/19X，我们仍看好公司作为进口替代钢材龙头地位，维持“增持”评级。风险提示：原材料价格波动风险；经济波动导致下游行业需求不足风险；募投项目产能释放不及预期风险。

(证券分析师：孟祥文 证券分析师：米宇)

**若羽臣 (003010)：2024 年报及 2025 年一季报点评：婴童快速放量，保健品斐萃打造第二成长曲线**

投资要点 公司披露 2024 年年报及 2025Q1 业绩：2024 年公司实现营收 17.66 亿元 (+29.26%，代表同比增长，下同)，归母净利 1.06 亿元 (+94.58%)，扣非归母净利润 1.06 亿元 (+97.46%)。2025 年 Q1 营

收 5.74 亿元 (+54.16%)，归母净利 0.27 亿元 (+113.88%)，扣非归母净利润 0.25 亿元 (+107.62%)。自有品牌增长驱动盈利能力提升。

1) 盈利能力：2024 年毛利率/归母净利率 44.57%/5.98%，同比 +4.33/+2.01pct，2025Q1 毛利率/归母净利率 53.94%/4.78%，同比 +29.29/+1.33pct，高毛利绽家全渠道高增长带动毛利率提升。2) 费用端：2024 年期间费用率 36.15%，同比 +0.68pct，2025 年 Q1 期间费用率 49.82%，同比 +28.27pct，其中，销售费用率 45.89%，同比 +29.72pct，主因自由品牌营销投入加码。

自有品牌：绽家高端化+斐萃精准抗衰双轮驱动，全渠道持续放量。2024 年营收 5.01 亿元，同比 +90.28%，占公司营收的 28.37%。

1) 绽家：2024 年全渠道实现翻倍增长，天猫、抖音、小红书等多渠道 GMV 同比增长超 100%。大单品香氛洗衣液，上线数月销量破亿。双十一期间，荣登天猫家清新品牌成交总榜第一名，GMV 同比增长 139%。地板清洁剂、内衣洗衣液等爆款产品位列 TOP 榜单。

2) 斐萃：2024 年 9 月上线，2025Q1 增长迅猛。天猫店铺访客流量居行业第一梯队，截至 3 月，位列口服美容营养品类店铺第 2 名，天猫国际平台直播榜第 10 名，营养补充食品各榜前列，成为公司第二增长曲线。

品牌管理业务全链路赋能能力凸显，代运营聚焦精细化服务。

1) 品牌管理：24 年营收 5.01 亿元，同比 +212.24%，占比提升至 28.38%。公司深化与拜耳、强生等合作，赋能全链路增长，新引入 DHC、Herbs of Gold 等新品牌，聚焦保健品与个护领域。

2) 代运营：24 年营收 7.64 亿元，同比 -18.95%，毛利率约 +5pct，合作客户健康度持续提升。

盈利预测与投资评级：若羽臣作为国内头部数字化品牌管理公司，及时挖潜把握机遇布局家清、保健品行业，绽家、斐萃从 0 到 1 破茧成蝶验证品牌孵化力，新兴业务双轮驱动，长期发展前景明朗。原有代运营及品牌管理业务持续深耕，加强品牌方合作。考虑到自有品牌成长超预期，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预测由 1.4/1.9 亿元上调至 1.9/2.8 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 4.0 亿元，同比 +80%/+48%/+40%，对应 PE 分别为 43/29/21X，维持“买入”评级。

风险提示：品牌商解约或产品质量不佳、自有品牌销售不及预期、行业竞争加剧等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇  
证券分析师：郝越)

### 舍得酒业 (600702)：2025 一季报点评：收入环比趋稳，降本减支推进坚决

投资要点 事件：公司发布 2025 年第一季度财报。25Q1 实现营收 15.8 亿元，同比 -25.1%；实现归母净利 3.5 亿元，同比 -37.1%；单季净利率为 21.9%，同比回落 4.2pct。25Q1 净利率表现略好于此前预期，主系税金率及毛利率表现好于预期。25Q1 收入基本符合预期，产品结构仍待修复。25Q1 公司实现酒类收入 14.4 亿元，同比 -26.5%；剔除夜郎古分部影响，估算舍得内生收入同比下滑约 25%。

1) 分产品看，中高档酒/普通酒收入分别为 12.2、2.0 亿元，分别同比 -29.3%、-16.3%。其中，藏品舍得、品味舍得价在量前，河南、四川主销区价格整治持续推进，以便渠道利润企稳修复、市场培育动作更好落地；舍之道、T68 动销开拓稳扎稳打，25Q1 在高基数基础上，销售相对保持稳健。

2) 分区域看，省内市场销售 4.9 亿元，同比下滑 9.0%，公司基地市场渠道下沉及产品布局更趋完善，遂宁、成都等核心市场表现趋稳；省外市场销售 9.5 亿元，同比下滑 33.2%，次高端承压背景下，渠道回款普遍偏弱。25Q1 公司新增经销商 215 家，退出经销商 257 家，期末共有经销商 2621 家，公司对经销商队伍进行梳理优化，同时也对舍之道、沱牌等进行了一定的新商补充。25Q1 净利率好于预期，费用同

比收缩，税金率及毛利率表现好于预期。1) 收现端，25Q1 期末合同负债 2.1 亿元，同比/环比分别-0.3/+0.4 亿元，回款进度仍然承压。2) 利润端，25Q1 净利率同比-4.2pct 至 21.9%，其中估算舍得本部净利率同比下滑约 4.5pct 至 23.5%。①25Q1 综合毛利率 69.4%，同比-4.8pct，高基数下同比回落，但环比已有明显改善，预计与货折费用管控收紧有关。②25Q1 销售费用与管理费用（含研发）分别为 3.1 亿、1.5 亿，同比下降 11.2%、25.3%，公司持续推进总部减支，同时销售培育费用落地管理更趋精细。③25Q1 税金及附加比率同比-2.6pct 至 11.6%，拉动公司净利率表现好于预期。剔除税金影响，公司净利率为 20.0%，同比-6.1pct。 聚焦基地市场培育，推动渠道向下。2025 年，公司对重点市场继续聚焦 7 个有 2-3 亿规模基础的城市（成都、绵阳、遂宁、廊坊、德州、唐山等），成立专项工作组推动完善渠道网格化覆盖及产品多价位布局，旨在不利环境下优先打造业绩护城河，以夯实未来发展基石；对培育型市场规划“以点带面”，深耕杭嘉湖、苏锡常等地区以打造桥头堡市场，并梳理 200 个重点区县，以挖掘下沉市场消费潜力。25Q1 公司回款节奏环比趋稳，期待年内核心市场对公司收入持续发挥稳定托底作用。 盈利预测与投资评级：行业需求筑底阶段，次高端需求修复仍面临较大挑战，期待公司以更拼搏进取的经营姿态，取得好于行业的业绩表现。考虑公司控费降本规划坚决，25Q1 毛利率环比修复，我们上调 2025~27 年归母净利润预测为 7.3、9.4、12.2 亿元（前值为 5.8、8.1、10.7 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 26、20、16X，维持“增持”评级。 风险提示：经济向好不确定性，成本及费用支出超预期，低档酒增长不及预期。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜）

#### **博众精工 (688097): 2024 年报&2025 年一季报点评: 业绩稳中有进, 多元化业务布局潜力可期**

**投资要点** 2024 年业绩稳中有进，海外业务表现可观 2024 年公司实现营收 49.54 亿元，同比+2.36%；实现归母净利润 3.98 亿元，同比+2.05%；实现扣非归母净利润 3.19 亿元，同比-2.66%。其中 2024Q4 单季度实现营收 16.80 亿元，同比+5.32%；实现归母净利润 1.45 亿元，同比-10.17%。分产品看：2024 年自动化设备实现营收 42.73 亿元，同比+2.98%；治具及零配件实现营收 5.92 亿元，同比+3.18%；核心零部件实现营收 0.82 亿元，同比-27.11%。分海内外收入看：国内实现营收 28.29 亿元，同比-14.71%。海外区域实现营收 21.19 亿元，同比+39.42%，公司海外业务表现可观，主要系苹果产业链客户出口报关业务收入增加。 2025Q1 单季度公司实现营收 7.37 亿元，同比-0.80%；归母净利润-0.31 亿元，亏幅同比略有扩大（2024Q1 归母净利润-0.21 亿元）。 2024 年毛利率略有提升，研发投入持续加码 2024 年公司毛利率为 34.38%，同比+0.59pct，2024Q4 毛利率为 33.61%，同比-1.53pct，2025Q1 毛利率为 31.90%，同比-0.76pct，环比-1.70pct。分产品看，2024 年自动化设备/治具及零配件/核心零部件毛利率分别为 33.73%/40.84%/21.11%，同比分别+0.50pct/+0.15pct/+4.38pct。2024 年公司销售净利率 7.85%，同比-0.09pct，2024Q4 净利率为 8.34%，同比-1.76pct，2025Q1 净利率为-4.81%，同比-2.52pct，环比-13.16pct。2024 年公司期间费用率为 24.41%，同比+0.71pct，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 7.95%/5.47%/0.62%/10.38%，同比分别+0.66pct/-0.26pct/+0.21pct/+0.10pct。 存货&合同负债同比增加，经营活动净现金流明显改善 截至 2024 年末公司合同负债 2.58 亿元，同比+20.16%，表明公司在手订单充足；存货 26.97 亿元，同比+10.78%，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 3.19 亿元，同比由负转正（2023 年为-0.57 亿元），公司现金流回款情况有所改善。产品不断迭代提升，积极布局机器人赛道 1) 消费电子领域：坚持“横向拓宽、纵向延伸”战略方向，继续拓宽自动化设备在消费电子终端产品的应用范围，深度绑定大客户。2) 新能源领域：以产品为导向，专注于细分市场主流工艺，打造拳头产品，推动新能源业务成为公司业绩增长第二极。3) 半导体领域：2024 年公司的高精度共晶机产品继续获得国际客户订单，同时积极拓展其他光通信领域客户，已在 4 家新的客户进行样机测试。4) 机器人领域：公司积极布局人形机器人赛道，2024 年公司已给国际知名机器人公司独家提供一些用于机器人组装的工作台、工作桌、导轨及治具等生产辅助设备。盈利预测与投资评级：考虑到公司收入结构变化，且 26 年有望迎来 3C 设备迭代拐点，我们下调公司 2025 年归母净利润预测为 4.95（原值 5.34）亿元，上调 2026 年归母净利润预测为 6.60（原值 6.40）亿元，预计 2027 年归母净利润为 8.36 亿元。当前市值对应 PE 分别为 23/18/14 倍，考虑公司多下游布局，维持公司“增持”评级。风险提示：技术迭代风险，行业竞争加剧，关税不确定性风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

#### 广汽集团（601238）：2025 一季报点评：业绩表现基本符合预期，静待改革成效显现

投资要点 公司公告：广汽集团发布 2025 年一季度业绩，2025Q1 公司营收为 198.8 亿元，同环比分别-8%/-40%，归母净利润为-7.3 亿元（2024Q1 为 12.2 亿元，2024Q4 为 7 亿元），扣非后归母净利润为-8.9 亿元（2024Q1 为 6.9 亿元，2024Q4 为-24.8 亿元）。业绩表现基本符合我们预期。1) 营收层面：销量下滑影响公司 Q1 营收。公司 Q1 自主品牌销量同环比下降明显，其中广汽乘用车/广汽埃安 Q1 批发销量分别为 6.9/4.7 万辆，同比分别-19%/-4%，环比分别-50%/-68%；广汽自主品牌 Q1 ASP 为 17.1 万元，同环比分别+6%/+48%。2) 毛利率：公司 Q1 销售毛利率为 0.2%，同环比为-7%/-4.8%，主因是 Q1 降库批发下滑较多。3) 投资收益：广汽本田/广汽丰田 Q1 销量分别为 9.3/16.2 万辆，同比分别-21%/+4%，环比分别-43%/-27%。公司 Q1 投资收益总额为 11.7 亿元，同环比分别-36%/-68%，环比下滑主因为 Q4 有巨湾部分股权转让收益。4) 最终公司 Q1 实现归母净利润为-7.3 亿元（2024Q1 为 12.2 亿元，2024Q4 为 7 亿元）。设立 GH 项目公司，与华为合作加速落地。2025 年 1 月 10 日广汽集团发布公告，公司将投资设立 GH 项目公司，注册资本为 15 亿元。计划以此项目公司为载体，与华为深度融合各自优势，通过联合定义和设计，在产品开发、营销策略以及生态服务等多个领域展开全面合作，打造基于全新架构、技术领先的全新的汽车品牌，首款产品定位于 30 万级豪华智能新能源车。公司加速推动回购，增强投资信心。公司截至一季度完成回购股份 2.99 亿股。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期为 35/47/56 亿元，对应公司 2025-2027 年的 PE 为 23/17/15 倍。考虑公司合资品牌逐步触底，集团改革加速，我们认为公司应该享受更高估值，仍维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧风险；对外合作进展低预期等。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

#### 易华录（300212）：2024 年报和 2025 一季报点评：持续战略转型，深耕数据要素

事件：公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，公司 2024 年营收 4.65 亿元，同比下滑 39.24%，归母净利润亏损 28.65 亿元，同比下滑 51.59%；

2025 年 Q1 公司营收 2.04 亿元, 同比增长 5.22%, 归母净利润亏损 1.2 亿元, 同比增长 35.51%, 符合市场预期。 投资要点 转型期业绩承压: 公司 2024 年营收和净利润同比下滑, 主要由于 1) 智能交通业务建设期长, 新签订单收入确认体现在以后年度; 数据要素业务增速快, 但是基数较小。2) 存量政企数字化项目在加强回款, 压降“两金”的过程中, 存在部分项目结算审减的情况; 3) 公司已暂停新增数据湖项目投资, 随着前期合同验收结算, 部分项目经结算审减; 4) 参股公司经营业绩不佳, 减值计提及投资收益占当期亏损额约 78%。 持续深耕数据要素: 公共数据授权运营方面, 公司打造“公共数据运营平台产品体系”, 为数据供方、数据需方和数据服务商提供合规、可信、安全的流通平台。公司为江苏某地级市建设政采贷数据产品, 为政府采购供应商融资搭建专属通道, 中小微企业通过政府采购合同信用进行融资; 联合江苏省某县级市数据局, 建立数字经济统计测度和评价指标体系, 并编写《城市数据资产报告》, 全面盘点城市全域数字化成果。易华录服务内蒙古数据交易中心建设数据交易中心门户等基础设施平台, 服务江西公共资源交易集团打造数据资产登记平台。企业数据资产化方面, 公司服务成都金牛城投集团完成数据资产评估入表工作, 打造全国首批率先完成实质落地的“企业数据资源入表案例”; 成功落地浙江交投、江苏交控、贵州高速、阳泉车城网等一系列数据资产化项目。部委数据资产化方面, 公司深入参与交通运输部、农业农村部和卫健委数据资产化工作。公司深耕数据要素前瞻布局, 我们预计未来将有望在订单和收入上逐步体现。 回归智慧交通主业: 公司承建了新疆喀什、福建厦门、四川遂宁、湖南邵阳、吉林公主岭、河北邯郸、海外阿尔及利亚、塔吉克斯坦、巴基斯坦等多地智慧交通项目建设, 我们预计未来公司将围绕“一带一路”、“车路云一体化”, 持续拓展国内外市场。 盈利预测与投资评级: 考虑公司转型期资产减值计提, 以及转型期新业务收入节奏影响, 我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 0.09/0.23 元下调至-0.13/0.22 元, 预测 2027 年 EPS 为 0.55 元, 我们看好公司背靠中电科, 未来有望通过数据资产服务, 突破地市级客户, 开展数据基础设施和数据授权运营服务, 维持“买入”评级。 风险提示: 政策推进不及预期, 市场拓展不及预期, 订单落地不及预期, 资产减值风险。

(证券分析师: 王紫敬 证券分析师: 张文佳)

#### 完美世界(002624): 2024 年年报及 2025 年一季报点评:《诛仙世界》开启利润释放, 关注《异环》上线进展

投资要点 事件: 2024 年公司实现营收 55.70 亿元, yoy-28.50%, 归母净利润-12.88 亿元, yoy-362%, 扣非归母净利润-13.13 亿元, yoy-724%。2025Q1 营收 20.23 亿元, yoy+52.22%, qoq+35.08%, 归母净利润 3.02 亿元, 扣非归母净利润 1.63 亿元, 均同环比大幅扭亏为盈。此外, 公司宣布拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.3 元(含税)。 游戏业务:《诛仙世界》释放利润, 重点关注《异环》进展。2024 年及 2025Q1 公司游戏业务实现营收 51.81、14.18 亿元, yoy-22.32%, +10.37%, 归母净利润-7.25、2.92 亿元, 扣非净利润-6.85、1.63 亿元。2024 年公司游戏业绩转亏, 主要系 1) 对旗下项目进行系统性梳理, 针对不符合发展方向、运营不及预期的项目, 采取关停、优化团队、缩减规模等措施, 产生研发费用及人员优化补偿金支出、资产减值损失等, 对应亏损约 7.4 亿元; 2) 确认对外投资的联营企业投资损失、长期股权投资减值损失等, 对应归母净亏损约 3.11 亿元; 3) 部分在营游戏流水在生命周期内自然回落, 对应在营游戏业绩贡献下降; 4)《诛仙世界》于 2025 年 12 月 19 日上线, 收入与费用阶段性错配对

2024 年业绩产生负向影响。2025Q1《诛仙世界》利润开启释放，同时出售乘风工作室产生非经收益，对应 2025Q1 游戏业务归母及扣非归母净利润同环比均大幅扭亏为盈。影视业务：聚焦“提质减量”策略，发力短剧赛道。2024 年及 2025Q1 公司影视业务实现营收 3.50、5.96 亿元，yoy-66.17%、+1616.29%，归母净利润-4.02、0.26 亿元，扣非净利润-5.10、0.16 亿元。2024 年亏损较大主要系：1）播出的部分影视剧实际销售价格低于预期，确认归母净亏损约 1.08 亿元，同时部分库存影视剧计提存货跌价准备，对应归母净利润约 0.75 亿元；2）应收账款坏账损失约 0.44 亿元；3）确认对外投资的联营企业投资损失、长期股权投资减值损失等，对应归母净亏损约 1.25 亿元；4）公司预计部分子公司难以在税法规定的有效期内实现足够利润，据此冲销部分递延所得税资产，对应归母净亏损约 0.63 亿元。展望后续，公司影视业务聚焦“提质减量”策略，缩减影视业务整体投入规模，加大毛利率更高、确定性更强的短剧赛道，2025Q1 多部影视剧集确收，对应收入、归母及扣非归母净利润回升。费用优化效果开始兑现。2024 年公司精简人员，对办公场所进行集约化整合，2024 年末员工总人数 3905 人，较 2023 年末减少 1849 人，2025Q1 费用端降本效果已有显现，销售/管理/研发费用率为 8.36%、7.22%、24.71%，yoy-8.96pct/-12.25pct/-12.77pct，qoq-3.77pct/-6.68pct/-11.43pct。盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 为 0.36/0.67/0.81 元，对应当前股价 PE 为 34/18/15 倍，看好公司新游周期推动业绩重启增长，维持“买入”评级。风险提示：老游流水超预期下滑，新游流水不及预期，行业监管风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖

证券分析师：陈欣）

### 璞泰来（603659）：2025 年一季报点评：Q1 业绩拐点已现，多业务板块持续向好

**投资要点** 公司业绩符合市场预期。公司 24 年营收 134 亿元，同比-12%，归母净利润 12 亿元，同比-38%，毛利率 27.5%，同-5pct；公司 25Q1 营收 32 亿元，同环比 6%/-11%，归母净利润 4.9 亿元，同比 10%，环比扭亏，毛利率 32%，同环比 1/9pct。24Q4 计提 5 亿元资产减值损失，25Q1 计提 0.9 亿元，主要系设备及负极存货跌价。负极 Q1 减亏、预计 H2 扭亏贡献利润弹性。负极端，公司 24 年全年出货 13.2 万吨，同降 15%，我们预计 25Q1 出货 3.1 万吨，同比持平微增，25 年出货我们预计 18-20 万吨，同增 40%+；盈利端，24 年负极业务亏损，我们预计 25Q1 仍微亏，当前公司库存减值完毕，我们预计 25 年 H2 起可扭亏为盈。此外公司布局 CVD 硅碳，安徽紫宸 25Q2 投产，25 年有效产能预计 500 吨，单吨盈利可期。隔膜及 PVDF 稳定贡献利润增量。涂覆膜 24 年出货 70 亿平，同增 33%，25Q1 我们预计出货 22 亿平，同增 70%，我们预计 25 年出货 90-100 亿平，同增 30%+；盈利端，公司单平净利稳定，25 年我们预计可维持；基膜端，公司 24 年出货 5.7 亿平，翻倍以上增长，我们预计 25Q1 出货 2 亿平，全年我们预计出货 12-13 亿平，连续翻倍增长；盈利端，我们预计公司基膜单平 0.1 元/平+，25 年我们预计可维持。PVDF 及衍生品 24 年销售 2.1 万吨，同增 95%，我们预计 24 年贡献 2 亿归母净利，我们预计 25Q1 出货 0.5 万吨+，25 年出货我们预计提升至 2.5-3 万吨，全年贡献 3 亿左右净利。设备贡献净利稳定增长。设备业务 24 年收入 37.7 亿元，同增 5%，毛利率 25%，同增 1pct，我们预计 24 年计提减值 2 亿元左右，24 年归母净利实现 1 亿元左右，我们预计 25Q1 微利，我们预计 25 年贡献 1.5-2 亿元利润。公司拓展复合集流体及极片加

工业业务、贡献新增长点。公司可根据客户电池设计方案提供极片加工服务，公司 8GWh 制浆和极片涂布线已经投入使用，部分海内外客户已表示合作意向。公司复合铜箔的工艺技术已获国内头部客户认可，预计量产后成本将低于传统铜箔；复合铝箔通过了头部企业认可，已在消费类客户实现小批量出货。费用控制良好、存货逐步消化。公司 24 年期间费用 15.8 亿元，同-17%，费用率 11.7%，同-0.7pct，25Q1 期间费用 3.8 亿元，费用率 11.7%，同环比-1/0.1pct；24 年经营性净现金流 23.7 亿元，同 112.2%，25Q1 经营性现金流 5.3 亿元，同比转正；24 年资本开支 32.4 亿元，同-18%，25Q1 资本开支 2.7 亿元，同环比大幅下降；25 年 Q1 末存货 82.4 亿元，较年初-1.5%。盈利预测与投资评级：考虑公司负极业务盈利弹性，我们调整公司 25-26 年归母净利 25.2/30.9 亿元（原 25-26 年归母净利预期 25.1/33.2 亿元），新增 27 年归母净利预期 40 亿元，同比+112%/+22%/+30%，对应 PE 为 15x/12x/9x，给予 25 年 20x PE，目标价 23.6 元，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶）

#### 阳光电源（300274）：2024 年报及 2025 年一季报点评：储能持续高增，逆变器稳增，尽显全球龙头风范

投资要点 事件：公司 24 年营收 778.6 亿元，同比+7.8%，归母净利润 110.4 亿元，同比+16.9%，毛利率 29.9%，同比-0.4pct；其中 24Q4 营收 279.1 亿元，同环比+8%/+47.5%，归母净利润 34.4 亿元，同环比+55%/+30.2%，毛利率 27.5%。25Q1 营收 190.4 亿元，同环比+50.9%/+31.8%，归母净利润 38.3 亿元，同环比+82.5%/+11.3%，毛利率 35.1%。光伏逆变器格局维持稳定：24 年光伏逆变器营收 291.3 亿元，同增 5.3%，毛利率 30.9%，同降 1.9pct；24 年发货 147gw，同增 13%，格局及盈利稳定。国内光伏抢装+海外春节后开始补库，25Q1 发货同比稳增。储能海外需求高增，Q1 发货超预期：24 年储能营收 249.6 亿元，同增 40.2%，毛利率 36.7%，同增 4pct；24 年发货 28gwh，同增 167%。25Q1 公司中东、欧洲、亚太、美国均正常发货，且关税不确定性较高情况下公司 25Q1 抢发货美储产品，致 Q1 发货实现较高增速。当前节点来看，美国在关税确定前暂停发货，通过投建海外储能厂+采购海外电芯来规避，我们预计在今年底或者明年初将逐步打通。欧洲、亚太等均是翻倍增长的市场，盈利高且阳光市占率遥遥领先，户储+工商储也开始发力。风电高增，电站电驱等继续协同发展：24 年新能源投资开发营收 210 亿元，同降 15%，毛利率 19.4%，同增 3pct。风电变流器 24 年发货约 44gw，同增 37.5%。公司也在积极布局 AIDC 相关的电源系统，微电网、海外充电桩、电驱、氢能等一直在前瞻布局 and 协同发展。规模效应下费用率稳步下降，现金流改善明显，在手订单再创新高：公司 24 年期间费用 84.2 亿元，同比-1.1%，费用率 10.8%，同比-1pct，25Q1 期间费用 20.3 亿元，同环比-4.4%/-4.6%，费用率 10.7%，同环比-6.2/+3pct，部分规模效应部分因为会计准则要求部分费用进入营业成本。优化应收账款管理和提升订单质量，24 年经营性净现金流 120.7 亿元，同比+72.9%，其中 Q4 经营性现金流 112.6 亿元，同增 364%；25Q1 经营性现金流 17.9 亿元，同比转正。25Q1 存货 312 亿元，相较年初增长 7.4%。25Q1 合同负债 113 亿元，相较年初增长 12%，在手订单持续新高。盈利预测与投资评级：考虑到公司美国相关业务可能受关税影响，我们下调 25~26 年盈利预测，预计 25~26 年归母净利润分别为 120/141 亿元（前值为 130/155 亿元），

同比增长 8.9%/17.6%，预计 27 年归母净利润为 161 亿元，同比增长 14.0%，25~27 年对应 PE 为 10.1/8.6/7.6x，考虑公司逆变器、储能业务毛利率表现较好，全球储能出货继续高增，盈利能力维持高位，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：胡隽颖)

### 养元饮品 (603156): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 营收仍承压, 高比例分红延续

事件: 24 年营收 60.58 亿元, 同比-1.69%; 归母净利润 17.22 亿元, 同比+17.35%, 24Q4 营收 18.29 亿元, 同比+16.14%; 实现归母净利润 4.93 亿元, 同比+177.02%, 25Q1 营收 18.6 亿元, 同比-19.7%; 归母净利润 6.42 亿元, 同比-26.95%。2024 全年收入符合预期, 春节错期下 Q4 核桃乳增速预计同环比均转正。分产品看: 1) 24 年核桃乳收入 53.43 亿元, 同比-5.86%, 我们估算 Q4 收入高个位数增长, 主系春节备货提前影响; 2) 功能性饮料收入 6.5 亿元, 同比+45.02%, 我们估算 Q4 兑现翻倍以上增长。毛利率保持平稳, 公允价值变动收益拉升净利率表现。24 年全年归母净利率 28.43%, 同比+4.61pct, 主系公允价值变动影响: 1) 毛利率: 24 年毛利率 46.53%, 同比+0.82pct, 其中 Q4 毛利率同比-0.35pct, 成本端保持平稳, 旺季为拉动渠道备货、货折力度有所放大; 2) 费用端: 24 年销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.19、-0.32、-0.13、0.69pct, 保持相对平稳, Q4 销售/管理费用率同比分别-3.34、-1.55pct, 主系规模效应放大。3) 公允价值变动: 24 年公允价值变动收益 2.6 亿元, 同比增加约 2 亿元, 主系期内购买理财产品增加。Q1 收入符合预期, 销售费率拖累净利率表现。1) 收入端: 25Q1 公司营收 18.6 亿元, 同比-19.7%, 估算主业核桃乳双位数下滑, 红牛双位数增长, 合并 Q1+Q4 收入同比-5.2%, 消费需求相对疲软、行业竞争加剧下, 春节表现相对平淡。2) 利润端: ①Q1 毛利率 46.21%, 同比-0.96pct, 主系旺季销售折让增加; ②费用率: 25Q1 销售/管理费用率分别 8.94%、1.15%, 同比分别+1.68、+0.2pct, 主系低基数影响及规模效应减弱。综合来看, 25Q1 归母净利率 34.53%, 同比-3.43pct。现金分红和回购兼具, 持续回报股东。2024 年公司合计现金分红 17.14 亿元 (含税), 现金分红比率约 100%, 回购+现金分红总额 18.22 亿元, 广义分红率达 105.85%, 持续分红意愿高且现金流保障性强。公司公告子公司泉泓投资以货币出资方式对长江存储科技控股有限责任公司增资 16 亿元, 认缴金额为 11.11 亿元。长江存储为中国存储芯片龙头企业之一, 其母公司 23 年净利润为 5.3 亿元, 净资产为 1325.5 亿元。本次交易完成后, 泉泓投资持有长控集团 0.99% 的股份, 公司目前为纯财务投资, 该笔投资会计计量方式为 FVOCI、不影响合并报表利润。盈利预测与投资评级: 考虑当前消费环境和公司最新业绩, 我们下调 2025~2026 年归母净利润为 13.56、13.93 亿元 (前值为 15.7、17.3 亿元), 新增 2027 年归母净利润为 15.05 亿元, 静待后续环境好转, 公司收入企稳回升, 维持“增持”评级。风险提示: 宏观承压消费提振不及预期, 食品安全风险等。

(证券分析师: 苏钺 研究助理: 于思淼)

### 苑东生物 (688513): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 获批新品陆续放量, 国际化与创新驱动增长

投资要点 事件: 公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报, 2024 年实现营业收入 13.50 亿元 (+20.82%, 括号内为同比, 下同), 实现归母净利润 2.38 亿元 (+5.15%), 实现扣非归母净利润 1.75 亿元 (+10.90%), 剔除股权激励费用影响, 归母净利润同比+13.47%, 扣

非归母净利润同比+22.87%。25Q1 单季度实现营业收入 3.06 亿元 (-2.97%)，实现归母净利润 0.61 亿元 (-19.22%)，实现扣非归母净利润 0.46 亿元 (-10.79%)，25Q1 利润受股权激励费用短期承压。各业务板块快速增长，积极拓展海外市场：分产品来看，2024 年公司化学制剂板块营收 10.77 亿元 (+22.25%)，原料药板块营收 1.21 亿元 (+28.65%)，CMO/CDMO 业务营收 0.65 亿元 (+111.59%)，技术服务及转让营收 0.63 亿元 (-42.81%)。分地区看，国内实现收入 13.24 亿元 (+20.04%)，海外实现收入 0.25 亿元 (+84.66%)。化学制剂板块增长主要系存量产品和近年新产品均贡献增量，2024 年已获批 13 个高端制剂产品，包括盐酸纳布啡注射液、酒石酸布托啡诺注射液、比索洛尔氨氯地平片等，有望后续贡献业绩增量。原料药及 CDMO 增长主要系加大国内外客户的拓展力度和资源的投入。公司出海制剂盐酸尼卡地平注射液已获美国 FDA 批准且快速实现发货，制剂国际化初显成效。聚焦麻醉镇痛，创新研发驱动：1) 2024 年公司研发投入约 2.9 亿元，占营收比例为 21.31%，新药研发投入为 0.83 亿元，占总研发投入 30%。公司在研产品储备丰富，自主研发的多项药物取得进展，其中糖尿病领域 1 类新药优格列汀片 III 期单药临床试验已取得临床试验报告，且达到预期目标；1 类创新药 EP-0108 胶囊已获 CDE 临床试验许可；麻醉镇痛领域 1 类生物药 EP-9001A 单抗注射液已完成 Ib 临床试验。2) 公司已成功上市麻醉镇痛产品 16 个，在研 20 余个，精麻镇痛产品丰富，竞争格局良好，有望成为重要增长点驱动公司长期发展。盈利预测与投资评级：考虑到股权激励费用摊销及集采的影响，我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 3.21/4.00 亿元调整至 2.81/3.35 亿元，预计 2027 年为 4.01 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 21/18/15 倍，公司具备较强成长性且新品陆续获批放量，维持“买入”评级。风险提示：集采风险；新品研发进展与市场开拓不及预期；出海商业化不及预期；医药行业政策性风险等。

(证券分析师：朱国广)

#### 财通证券 (601108)：2024 年年报及 2025 年一季度点评：投资收益拖累整体表现，经纪业务实现双位数增长

投资要点 事件：财通证券发布 2024 年年报及 2025 年一季度。1) 2024 年公司实现营业收入 62.9 亿元，同比-3.6%；归母净利润 23.4 亿元，同比+3.9%；对应 EPS 0.50 元，ROE 6.6%，同比-0.1pct。第四季度实现营业收入 18.4 亿元，同比+18.0%，环比+30.3%；归母净利润 8.68 亿元，同比+15.5%，环比+59.2%。2) 2025 年一季度公司实现营业收入 10.7 亿元，同比-24.2%；归母净利润 2.9 亿元，同比-36.5%；对应 EPS 0.06 元，ROE 0.8%，同比-0.5pct。经纪业务收入增长显著：2024 年公司经纪业务收入 14.1 亿元，同比+17.7%，占营业收入（扣除其他业务收入）比重 22.5%。25Q1 经纪业务收入 4.2 亿元，同比+41.4%，占营业收入（扣除其他业务收入）比重 39.4%。25Q1 全市场日均股基交易额 17031 亿元，同比+70.3%。2024 年末公司两融余额 211 亿元，较 2024 年初+11%，市场份额 1.1%，同比持平。25Q1 公司两融余额 212 亿元，较年初+0.2%，市场份额 1.1%，较上年同期-0.1pct。受政策影响，股权投行业务延续下滑趋势：2024 年投行业务收入 5.2 亿元，同比-31.3%。25Q1 投行业务收入 1.1 亿元，同比-24.2%。1) 股权投资：2024 年股权主承销规模 14.2 亿元，同比-83.3%，排名第 31；其中 IPO 1 家，募资规模 4 亿元；再融资 3 家，承销规模 10 亿元。2025Q1 股权主承销规模 7.0 亿元。公司 IPO 储备项目 2 家，排名第 23，储备项目均为北交所项目。2) 债券投行：2024 年债券主承销规模 1033 亿元，排名第 24；其中公司债、金融债、ABS 承销规模分别

为 822 亿元、98 亿元、58 亿元。25Q1 债券主承销规模 224 亿元，排名第 23；其中公司债、ABS、金融债承销规模分别为 165 亿元、46 亿元、8 亿元。资产管理规模稳步增长，财通资管 2024 年业绩增势稳健：2024 年公司资管业务收入 15.5 亿元，同比-0.3%。25Q1 资管业务收入 2.6 亿元，同比-17.5%。2024 年末资产管理规模 2822 亿元，同比+2.0%。从子公司情况来看，2024 年财通资管实现净利润 5.2 亿元，同比+12%；财通基金实现净利润 1.5 亿元，同比-13%。自营业务拖累整体业绩：2024 年公司投资收益（含公允价值）15.0 亿元，同比-14.5%；第四季度投资收益（含公允价值）3.2 亿元，同比-8.4%。25Q1 投资收益（含公允价值）0.2 亿元，同比-94.5%。盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年及 2025 年经营情况，我们下调此前盈利预测，预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为 24.85/26.31 亿元（前值分别为 26.32/31.68 亿元），对应同比增速分别为 6.21%/5.86%。预计 2027 年公司归母净利润为 27.61 亿元，同比增长 4.94%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 11.87x/11.21x/10.68x。公司财富管理转型成效显著，资产管理业务特点鲜明，维持“买入”评级。风险提示：1）证券市场系统性风险；2）行业竞争加剧。

（证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康）

#### **天孚通信（300394）：2024 年报及 2025 一季报点评：业绩符合预期，期待高端产品放量**

**投资要点** 事件：公司发布 2024 年业绩，2024 年公司实现营收 32.5 亿元，同比+67.7%；归母净利润 13.4 亿元，同比+84.1%。4Q24 公司实现营收 8.6 亿元，同比+17.0%，环比+2.2%；归母净利润 3.7 亿元，同比+26.2%，环比+13.9%。1Q25 公司实现营收 9.4 亿元，同比+29.1%，环比+10.2%；归母净利润 3.4 亿元，同比+21.1%，环比-8.0%。受益于下游高速光模块需求高景气，光通信元器件量价齐升。2024 年光有源器件/光无源器件实现营收 16.6/15.8 亿元，同比+121.9%/33.2%；毛利率为 46.7%/68.4%，同比+1.9/+8.2pct。国内/海外收入分别为 7.8/24.7 亿元，同比+124.8%/55.3%。受益于全球数据中心建设提速，2024 年公司光通信元器件销量同比+15.2%至 20876.7 万个，ASP 同比+45.4%至 15.5 元/个，实现量价齐升。4Q24/1Q25 毛利率 54.4%/53.0%，同比-2.1/-2.5pct，环比-4.6/-1.4pct，我们认为主要系产品结构变化、泰国工厂爬产。海外总部和泰国产能投运，加大研发投入推进新品落地。2024 年公司新加坡海外总部平台及泰国生产基地已投运，光通信元器件产能同比+4.0%至 59200 万个，全球资源配置能力和人才团队国际化能力显著提升。公司加大研发投入积极布局硅光、CPO 等前沿领域核心技术，2024 年研发投入同比+62.1%至 2.3 亿元。2025 年公司有望继续扩大海外产能，提升泰国基地交付能力，扩充更多新产品线落地。公司无源、有源产品将受益于后续需求扩张与技术发展。我们认为 25 年产业需求有以下趋势：1）云厂在推理需求凸显+算力卡供应扩张+自建以太网结构迭代三重趋势下，25 年对 800G 的需求将充分释放；2）英伟达继续保持软硬件系统在训练、训推一体上的优势，同时自身客户结构持续优化，将进一步引领 1.6T 等前沿产品的迭代与应用；3）硅光模块具备缓解光芯片等物料短缺、承接硅基共封装趋势、降低成本三层产业逻辑，有望加速渗透。同时 CPO 应用前景渐显，有望在后续逐步技术落地、开启产业化应用。公司作为光模块上游核心器件优质供应商，与大客户深度绑定，我们认为公司绑定下游各大头部厂商，将受益于 25 年 800G、1.6T 的放量，以及 CPO 的长期渗透趋势。盈利预测与投资评级：考虑到国际形势不确定性，我们将公司 2025/2026 年归母净利润由 22.7/27.2 亿元调整为 20.4/26.0 亿元，并预

测 2027 年归母净利润为 31.2 亿元，2025 年 4 月 25 日收盘价对应 PE 分别为 19.1/15.0/12.5 倍。公司无源有源业务双线发展，承接下游主流客户算力需求，维持“买入”评级。风险提示：高速光模块需求不及预期；客户开拓与份额不及预期；产品研发落地不及预期；行业竞争加剧；原材料供应紧缺。

（证券分析师：张良卫 研究助理：李博韦）

#### 开特股份（832978）：2024 年报点评：新能源汽车产销稳步增长与新品放量，驱动全年扣非业绩同比+23%

**投资要点** 新能源汽车产销量稳步增长与新品放量，驱动全年扣非业绩同比+23%。公司发布 2024 年度报告，实现营业收入 8.26 亿元，同比+26.5%；归母净利润 1.38 亿元，同比+21.24%；扣非归母净利润 1.28 亿元，同比+22.89%。公司业绩同比上升主要是新能源汽车产销量和第一大客户比亚迪汽车整体产量稳步增长，带动公司传感器类、执行器类产品收入稳步增长且执行器类新产品的销售持续量产。2024 年销售毛利率同比-0.79pct 至 32.65%，销售净利率同比-0.68pct 至 16.67%，利润率有所下滑主要系产品销售结构变化和公司购进机器设备的增加，以及 2023 年末生产人员工资调整，人工成本增加。期间费率基本保持稳定，销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.04%/5.73%/0.14%/4.95%，同比-0.20/+0.14/+0.01/+0.34pct。分业务营收均稳步增长，传感器类与控制器类毛利率有所下降。1) 传感器类：全年营收同比+14.30%至 2.95 亿元，在总营收占比 35.65%（同比-3.81pct），其中毛利率高的传感器类产品的收入占比有所下滑，毛利率同比-1.89pct 至 49.64%。2) 控制器类：营收同比+11.25%至 1.99 亿元，在总营收占比 24.04%（同比-3.3pct），毛利率同比-0.37pct 至 18.22%。3) 执行器类：公司执行器类产品收入稳步增长且执行器类新产品的销售持续量产，且毛利率较高的执行器类产品如水阀电机、格栅电机等产品销售比重提高，带动该业务营收同比+55.40%至 3.27 亿元，在总营收占比+7.37pct 至 39.60%，毛利率同比+2.30pct 至 25.61%。高质稳定的客户群体与强硬的研发能力是公司发展两大支柱。1) 研发能力突出：公司致力于满足整车需求的平台化产品，掌握传感器类产品所有核心环节的制造工艺流程，专业技术在国内处于领先地位。2) 客户资源优质：产品经过近 30 年长期配套市场检验，且具备就近配套、就近服务、性价比高等特点，客户涵盖大众、比亚迪、上汽集团、吉利集团等汽车整车厂，以及蔚来、理想、小鹏等新能源汽车造车新势力。3) 受益汽车三化趋势：随着汽车智能化、电动化、网联化的发展，使得汽车对半导体、传感器、车载电子系统等需求大增，乘用车汽车电子在整车成本中占比不断提升，公司业务具备长期成长性。4) 产能保障：车用执行器建设项目楼房主体结构的首层已完成封顶，云梦电子二期扩建项目预计 2025 年中开展试运行工作，该两项目预计达产后将新增 5,000 万只温度传感器和 1,300 万只执行器产能，显著提升公司生产能力。盈利预测与投资评级：公司执行器类新产品销售持续量产，上调 2025-2026 年归母净利润预测分别为 1.78/2.39 亿元（前值为 1.75/2.21 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 3.09 亿元，对应动态 PE 分别为 24.55/18.27/14.12 倍，考虑公司具备长期成长性，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）

#### 学大教育（000526）：2024 年报及 2025 一季报点评：营收维持高增，教育培训业务稳步扩张

**投资要点** 事件: 2025 年 4 月 26 日, 学大教育发布 2024 年报及 2025 一季报, 2024 年全年公司实现营收 27.86 亿元, yoy+26%, 归母净利润 1.80 亿元, yoy+17%, 扣非归母净利润 1.64 亿元, yoy+16%。营收高增持续, 利润受股权激励及一次性计提影响波动: 2024Q4 公司实现收入 5.39 亿元, yoy+29%; 归母净利润 0.04 亿元, yoy-89%, 扣非归母净利润 0.03 亿元, yoy-88%, 剔除股权激励费用的归母净利润为 0.17 亿元。2024Q4 利润下滑主因计提了 0.18 亿元的信用减值损失及营业外支出(支付各项罚金等) 0.11 亿元。2025Q1 收入为 8.64 亿元, yoy+22%; 归母净利润 0.74 亿元, yoy+47%; 扣非归母净利润 0.59 亿元, yoy+28%。剔除股权激励费用的归母净利润为 0.88 亿元, 同比增长 50%。核心教育业务稳健增长但成本承压: 分业务看, 2024 年教育培训服务费/房屋租赁/设备租赁/其他业务收入分别为 27.00/0.01/0.04/0.84 亿元, yoy+26%/-92%/-20%/+55%, 毛利率分别为 33.8%/70.6%/-82.2%/64.4%, yoy-2.6/+0.0/-33.0/+18.4pct, 公司在“双减”政策后聚焦高中个性化教育, 需求刚性较强, 网点扩张提速, 推动教培这一核心业务收入增长。截至 2025Q1 公司合同负债达 11.39 亿元, yoy+14%。25 年持续立足个性化教育领域, 并开拓新业务增长点: 公司立足个性化教育, 同时深入推进职业教育、文化阅读、医教结合等业务。个性化教育方面, 2024 年公司个性化学习中心从 240 余所增加至超过 300 所, 专职教师超过 4000 人; 在全国多省市布局超过 30 所全日制培训基地; 在大连、宁波等地兴办具有个性化教育特色的全日制双语学校。职业教育方面, 2024 年收购沈阳国际商务学校和珠海工贸技工学校, 2025 年收购东莞市鼎文职业技术学校、大连通才中等职业技术学校, 托管西安市西咸新区丝路艺术职业学校等。文化阅读方面开业文化空间共计 13 所。医教融合方面, 成立千翼健康子品牌正式步入医教融合领域, 聚焦儿童青少年健康管理。盈利预测与投资评级: 学大是我国头部的 1V1 个性化教培机构, 教培行业政策趋稳, 竞争格局改善明显, 需求刚性。考虑公司进一步布局新业务需培育期, 我们调整 2025/2026 年归母净利润分别为 2.6/3.3 亿元(2025/2026 年前值为 2.8/3.7 亿元), 并新增 2027 年归母净利润 4.0 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 估值为 26/20/17 倍, 估值仍处行业中较低水平, 维持“买入”评级。风险提示: 政策风险, 网点开拓不及预期, 行业竞争加剧等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石琦瑄  
研究助理: 王琳婧)

#### **湘财股份(600095): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 证券业务稳健运行, 25Q1 利润下滑预计系自营拖累**

**投资要点** 事件: 湘财股份发布 2024 年年报及 2025 年一季报。1) 2024 年公司实现营业总收入 21.92 亿元, 同比下降 5.6%; 归母净利润 1.09 亿元, 同比下降 8.6%。对应 EPS 为 0.04 元, ROE 为 0.92%, 同比-0.08pct。第四季度实现营业总收入 6.43 亿元, 同比+38.1%; 归母净利润-0.36 亿元, 同比续亏, 主要系年末计提未决诉讼预计负债, 导致营业外支出大幅增长。2) 2025 年一季度公司实现营业总收入 6.21 亿元, 同比增长 5.4%; 归母净利润 0.49 亿元, 同比下降 45.8%。对应 EPS 为 0.02 元, ROE 为 0.42%。同比-0.35pct。公司归母净利润下降, 主要系湘财证券持有的金融资产的公允价值下降。 证券板块: 费类业务整体表现良好。1) 证券业务: 2024 年实现营业收入 7.7 亿元, 同比增长 13.4%, 占营收比重为 35.1%。2024 年全市场日均股基交易额 11853 亿元, 同比+23.1%。2) 自营业务: 2024 年公司自营业务继续保持稳健的投资风格, 全年实现营业收入 4.5 亿元, 同比增长 22.6%,

占营收比重为 20.5%。3) 投行业务: 2024 年实现营业收入 0.85 亿元, 同比下降 46.1%。公司 2024 年债券承销规模 88.9 亿元, 同比下降 52%。4) 资管业务: 2024 年实现营业收入 0.33 亿元, 同比增长 30.9%。2024 年末公司资产管理规模达到 126.04 亿元, 较上年同期增长 149.44%。5) 信用交易业务: 2024 年实现营业收入 0.16 亿元, 同比下降 6.4%。6) 2025Q1 情况: 2025Q1 公司手续费及佣金收入 2.73 亿元, 同比增长 56%, 我们预计 25Q1 费类业务整体展业情况良好。公司投资收益 (含公允价值) 0.39 亿元, 同比下降 79%, 我们预计系湘财证券自营业务投资收益下降。实业板块: 规模持续压降。公司实业板块资产规模相对有限, 2024 年末占总资产比重不足 2%。2024 年公司一方面施盘活存量资产, 另一方面精细化运营手段提升资产效益, 实业板块实现营业收入 4.36 亿元, 同比下降 24.5%, 占营收比重为 19.9%。因该业务毛利率较低, 其对归母净利润的影响程度有限。2025Q1, 公司营业收入 (以实业板块收入为主) 为 1.35 亿元, 同比下降 30.4%。盈利预测与投资评级: 结合公司 2024 年及 2025 年一季度经营情况, 我们下调此前盈利预测, 预计湘财股份 2025-2026 年归母净利润分别为 2.37/2.85 亿元 (原值分别为 2.93/3.70 亿元), 对应同比增速分别为 116.69%/20.29%。预计公司 2027 年归母净利润为 3.12 亿元, 同比增长 9.60%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 101.16x/84.10x/76.74x。我们看好公司在财富管理、金融科技方向的展业潜力, 维持“增持”评级。风险提示: 1) 收购事项推进不及预期; 2) 权益市场大幅震荡。

(证券分析师: 孙婷 研究助理: 罗宇康)

#### 路斯股份 (832419): 2024 年报&2025 一季报点评: 2024 年境外发力盈利稳健增长, 2025 年有望持续提升

投资要点 事件: 公司 2024 年实现营收 7.8 亿元, 同增 12%, 归母净利润 0.78 亿元, 同增 15%; 其中 2024Q4 营收 2.03 亿元, 同环比+4%/-9%, 归母净利润 0.19 亿元, 同环比+13%/-23%。2025Q1 实现营收 1.8 亿元, 同环比+18%/-9%, 实现归母净利润 0.17 亿元, 同环比+17%/-13%。宠物零食快速增长, 海外加速拓展占比持续提升。分业务看 2024 年公司肉干/肉粉/主粮/罐头/饼干/洁牙骨分别实现 4.8/1.1/1.0/0.5/0.2/0.05 亿元, 同比+11%/-17%/+53%/+60%/-3%/+10%, 毛利率分别为 26.8%/7.4%/18.9%/27.7%/23.6%/48.9%, 同比+3.0/+1.4/+0.8/+10.8/-10.1/-0.8pct, 主要系罐头产品境外收入快速增长, 且境外毛利率高于境内, 带动罐头产品整体毛利率上升; 分境内外看, 境内/境外销售分别为 2.9/4.8 亿元, 同比+4%/+17%, 毛利率分别为 14.6%/28.0%, 同比+2.2/3.0pct, 主要原因系大客户订单增长明显, 以及主粮新客户开发取得成效。加速市场拓展, 期间费用略有提升。公司 2024 年期间费用 0.81 亿元, 同比+25%, 费用率 10.4%, 同比+1.1pct, 其中 2024Q4 期间费用 0.21 亿元, 同环比-16/-13%, 费用率 10.2%, 同环比-2.4/-0.4pct。2025Q1 期间费用 0.21 亿元, 同环比+34/+2%, 期间费率 11.4%, 同环比+1.4/+1.2pct。境内外持续加大拓展, 宠物零食持续高增。2024 年公司柬埔寨二期宠物食品 10500 吨均已投产帮助公司更好辐射海外需求, 同时 25 年公司持续加大国内市场开拓, 境内外同步发力, 随主粮及零食产能提升, 公司有望进一步增长。盈利预测与投资评级: 考虑美国关税不确定性或有一定影响, 我们下调 2025 年及 2026 年盈利预测, 新增 2027 年盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.96/1.14/1.34 亿元 (2025-2026 年前值为 1.06/1.25 亿元), 同增 22%/20%/17%, 对应 PE 为 24/20/17 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)

### 恺英网络(002517): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 业绩超我们预期, 新游储备丰富, 关注 AI 应用进展

投资要点 事件: 2024 年公司实现营收 51.18 亿元, yoy+19.16%, 归母净利润 16.28 亿元, yoy+11.41%, 扣非归母净利润 15.99 亿元, yoy+18.43%。2025Q1 实现营收 13.53 亿元, yoy+3.46%, qoq+13.62%; 归母净利润 5.18 亿元, yoy+21.57%, qoq+48.71%, 扣非归母净利润 5.16 亿元, yoy+21.66%, qoq+62.19%, 业绩超我们预期。2024 年公司合计分红 4.26 亿元, 股利支付率 26.18%。 复古情怀品类稳健, 创新品类持续兑现。公司存量游戏表现稳健, 新游《龙之谷世界》等表现出色, 驱动营收增长, 同时积极布局出海, 出海收入高增。2024 年公司收入 51.18 亿元, 同比增长 19.16%, 毛利率 81.28%, yoy-2.20pct, 分业务: 1) 移动游戏收入 40.55 亿元, yoy+13.39%, 毛利率 79.45%, yoy-2.75pct; 2) 信息服务收入 9.41 亿元, yoy+41.62%, 毛利率 89.43%, yoy-3.32pct; 3) 网页游戏收入 1.22 亿元, yoy+123.87%, 毛利率 78.98%, yoy+25.19pct。分地区: 1) 境内收入 47.43 亿元, yoy+13.51%, 毛利率 82.82%, yoy-1.50pct, 境外收入 3.75 亿元, yoy+221.48%, 毛利率 61.67%, yoy+8.53pct。2025Q1 营收延续增长态势, 同比增长 3.46%, 毛利率 83.57%, yoy+1.53pct, qoq+5.39pct, 费用端管控良好, 2025Q1 销售/管理/研发费用率 33.92%、2.97%、7.44%, yoy -3.16pct、-0.84pct、-1.03pct, qoq+4.03pct、-2.28pct、-9.31pct。 多元新游储备充沛, 关注新游上线节奏。新游《数码宝贝: 源码》已于 2025/4/25 公测上线, 公司后续还储备有《斗罗大陆: 诛邪传说》《盗墓笔记: 启程》《热血江湖: 归来》《王者传奇 2》《三国: 天下归心》等新游, 涵盖复古情怀 IP、MMO、ARPG、卡牌、开放世界冒险 RPG、SLG 等多元赛道, 持续关注新游上线进展及表现, 期待公司持续夯实复古情怀 IP 领先优势, 同时探索新品类, 不断增厚业绩。 积极布局 AI, 关注 AI 智能陪伴应用《EVE》上线进展。公司深度探索 AI 应用, “形意”大模型涵盖从游戏动画、地图设计到设计开发等多个环节, 大幅提升游戏研发效率, 织梦大模型能处理复杂文本、生成故事脚本, 应用于多场景并完成备案, 有望深度赋能公司内外业务发展。此外, 公司领投“自然选择”, 孵化全球首款 3D AI 智能陪伴应用《EVE》, 产品已于 2025/4/25 发布 PV, 持续关注产品上线进度。 盈利预测与投资评级: 公司于 2025/4/8 公告相关诉讼终局裁决, 被申请人应向公司支付赔偿金 2.245 亿元等, 我们预计该非经常性收益有望于 2025 年内确认, 同时公司新游储备充沛, 因此上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.01/1.10/1.17 元 (2025-2026 年前值为 0.96/1.08 元), 对应当前股价 PE 分别为 16/15/14 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 老游流水超预期下滑, 新游流水不及预期, 行业监管风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖)

证券分析师: 陈欣)

### 禾昌聚合(832089): 2024 年报&2025 一季报点评: 受益汽车轻量化与家电换新升级, 业绩同比稳步增长

投资要点 受益汽车与家电行业政策利好, 24 全年及 25Q1 业绩稳步增长。公司发布 2024 年度报告和 2025 年一季报, 2024 年实现营业收入 16.13 亿元, 同比+13.84%; 归母净利润 1.21 亿元, 同比+4.39%; 扣非归母净利润 1.16 亿元, 同比+3.00%。25Q1 实现营收 4.35 亿元,

同比+32.23%；归母净利润 0.34 亿元，同比+12.54%；扣非归母净利润 0.33 亿元，同比+10.55%。公司业绩同比上升主要受益于下游汽车与家电等行业政策利好带动改性塑料市场需求的持续提升。2024 年，公司销售毛利率同比降低 1.52pct 至 16.27%，销售净利率同比降低 0.68pct 至 7.50%，主要系原材料受宏观经济影响价格上涨。公司积极降本增效，销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.92%/1.59%/0.13%/4.24%，同比-0.12/-0.25/+0.05/-0.08pct。其中，财务费用发生额同比+132.84%，主要系银行借款利息支出增加所致。超八成收入来自改性聚乙烯，全年营收同比+17%。1) 改性聚丙烯：公司在汽车领域提供免喷涂系列、高光类系列产品，用于汽车保险杠、格栅饰条等，软触感材料用于汽车内饰件。2024 年，在一系列促消费政策举措下，绿色升级类消费需求不断释放，以旧换新相关商品销售向好，该业务全年营收同比+17.07%至 13.52 亿元，在总营收占比同比+2.32pct 至 83.84%，毛利率同比-1.41pct 至 15.53%。2) 其他改性塑料：主要是销售原材料的增加，带动该业务营收同比+4.39%至 2.06 亿元，在总营收占比-1.16pct 至 12.75%，毛利率同比-4.06pct 至 23.50%。3) 塑料片材：公司的子公司和记荣达厂区搬迁、部分老旧设备出售导致订单量减少导致该业务营收同比-30.06%至 0.42 亿元，在总营收占比-1.64pct 至 2.61%，毛利率同比+3.74pct 至 6.44%。改性塑料行业小巨头，“汽车+家电”需求驱动产能持续释放。1) 汽车：1kg 改性塑料可替代 2-3kg 钢等密度较大的材料，而整车重量每降低 10%，油耗降低 6%-8%，我国乘用车单车的改性塑料使用率提升至 13%，使用量达到 130-160kg/辆，随着国内汽车产量回暖+新能源车渗透率提升+轻量化需求提升，车用塑料需求有望持续扩容，预计 2026 年将增加到 210 千克/辆；2) 家电：改性塑料被广泛用于洗衣机、冰箱、彩电等各类家电产品的罩盖、壳体等配件，伴随国内家电消费升级和换新需求落地，家电用塑料需求亦有望边际回升。盈利预测与投资评级：

“汽车+家电”需求驱动产能持续释放，考虑公司毛利率承压下滑，调整 2025~2026 年归母净利润为 1.46/1.66 亿元(前值为 1.58/1.97 亿元)，新增 2027 年归母净利润为 1.89 亿元，对应最新 PE 为 16.33/14.32/12.61 倍，公司业绩有望长期稳健增长，维持“买入”评级。风险提示：1) 原材料价格波动；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：陈淑嫻

证券分析师：易申申 证券分析师：余慧勇 研究助理：武阿兰)

**思源电气 (002028)：2025 年一季报点评：业绩符合市场预期，看好全年业绩超目标增长**

**投资要点** 事件：发布 25 年一季报，公司 25 年 Q1 实现营收 32.3 亿元，同比+21.4%，归母净利润 4.5 亿元，同比+22.9%，扣非归母净利润 4.4 亿元，同比+28%；毛利率 30.3%，同比-0.4pct，归母净利率 13.8%，同比+0.2pct。Q1 业绩符合市场预期。网内超高压市场实现突破、网外静待新品扩大市场天花板。1) 网内市场，电网投资高速增长，Q1 电网基础建设完成额 956 亿元，同比+25%，我们预计公司网内收入实现 20-30%的增长；订单方面，公司成功中标 9 间隔国网输变电物资招标 750kV 组合电器，实现 750kV 产品市场 0-1 突破，看好高端产品份额持续提升，进一步提高网内业务毛利率水平。2) 网外市场，24 年公司 SSC 等构网型产品开始交付并投入使用，随着新能源装机占比的提高，构网型储能、SSC 等产品有望成为新能源并网运行的刚需，公司卡位领先，配合变压器、高压开关以及继电保护等传统产品，进一步扩大公司网外市场天花板。海外电网建设需求高涨、关税对公司业务无影响。海外电网建设需求保持高景气，Q1 我国变压器/高压开

关出口金额同比+40%/30%，公司 24 年海外收入占比提升至 20%，订单占比我们预计提升至 30%以上。美国关税对我国出口产品层层加码，但由于美国内部制造业回流需求+AI 发展拉动新增负荷+老旧电力设备亟待更新，我们认为高压电力设备在国际市场供应仍偏紧，西门子、日立能源等头部企业扩产周期长，展望全年，我们认为公司海外收入有望维持高速增长。控费降本持续进行、存货+合同负债显著增长。公司 25 年 Q1 期间费用 4.8 亿元，同比+10%，费用率 14.8%，同比-1.5pct，控费效果较好；经营性现金流-5.6 亿元，较上年同期增加 11.71 亿元，主要系报告期内购买商品、接受劳务支付的现金较上年同期增加 9.02 亿元，支付给职工及为职工支付的现金较上年同期增加 1.66 亿元；25 年 Q1 末存货 41 亿元，同比+18%，合同负债 28.4 亿元，同比+20%，均有显著增长，增长基础扎实。盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年归母净利润分别为 27.3/35.4/45.6 亿元，同比+33%/30%/29%，对应 PE 分别为 21x/16x/12x，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，海外市场拓展不及预期，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)

### 佐力药业 (300181)：2024 年报&2025 一季报点评：盈利能力稳健提升，收入及利润创单季度新高

**投资要点** 事件：2024 年，公司全年实现营业收入 25.78 亿元 (+32.71%，同比增长 32.71%，下同)；归母净利润 5.08 亿元 (+32.60%)，扣非归母净利润 5.08 亿元 (+35.89%)。单 Q4 季度来看，公司实现营收 5.33 亿元 (+11.62%)，归母净利润 0.86 亿元 (-10.18%)，扣非归母净利润 0.93 亿元 (-0.17%)。2025 年 Q1，公司收入 8.24 亿元 (+22.52%)，归母净利润为 1.81 亿元 (+27.2%)，扣非归母净利润 1.81 亿元 (+26.16%)。业绩符合此前预告预期。核心产品稳健放量，盈利能力有所提升。分产品来看，2024 年乌灵系列营业收入 14.38 亿元 (+17.14%)，其中，乌灵胶囊销售量同比增长 22.62%；灵泽片销售量同比增长 23.17%；百令系列实现收入 1.88 亿元 (-6.78%)，其中百令片的销售数量增长 15.17%，但由于集采价格的下降，收入有所下滑；中药饮片系列营收 6.73 亿元 (+46.02%)；中药配方颗粒营业收入 1.02 亿元 (+143.19%)。从收入来看，四季度在医保控费的大背景下，产品增速有所放缓。2024 年，受集采降价影响，公司毛利率有所下滑，但基于销售费用率的控制，公司销售净利率保持基本稳定，销售净利率为 20.01%，扣非销售净利率提升至 19.69% (+0.46pct，同比提升 0.46 个百分点，下同)。2025 年 Q1，公司增长态势良好，配方颗粒及中药饮片业务表现亮眼。其中乌灵系列营业收入同比增长 8.77%，主要是乌灵胶囊的销售数量和销售金额较上年同期分别增长了 8.07%和 6.24%；灵泽片的量及收入同比增长了 22.49%和 23.39%。百令片的销售数量和销售金额同比增长了 15.72%和 11.20%；中药配方颗粒收入同比增长 50.64%；中药饮片收入同比增长 26.39%；佐力医药公司商业销售收入较上年同期增长了 204.69%。公司盈利能力同环比均有所改善。2025 年 Q1，公司销售净利率为 22.24% (+0.82pct)，销售费用率为 31.09% (-6.14pct)，管理费用率为 2.85% (-0.99pct)，提质增效效果明显。盈利预测与投资评级：考虑到股权激励费用及客观政策的影响，我们将 2025-2026 年公司归母净利润的预测由 7.14/8.94 亿元下调至 6.55/8.41 亿元，2027 年预计为 10.41 亿元，对应 PE 估值为 17/13/11X。公司紧抓集采机遇，深耕等级医院及基层市场开拓，积极往 OTC 拓展，业绩增速可期，同时保持

较高的分红率，维持“买入”评级。风险提示：集采后放量不及预期风险，行业政策风险，市场竞争加剧风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：李倩）

### 科达利（002850）：2025 年一季报点评：Q1 高利润率维持，盈利水平持续亮眼

**投资要点** 公司业绩符合预期。公司 25 年 Q1 营收 30.2 亿元，同环比 20.5%/-12.1%，归母净利润 3.9 亿元，同环比 25.5%/-14.9%，扣非归母净利 3.5 亿元，同环比 20%/-23%，毛利率 22.2%，同环比 0/-5.1pct，归母净利率 12.8%，同环比 0.5/-0.4pct。公司非经主要系客户补偿款 0.2 亿及政府补助，扣非归母净利率 11.7%，业绩符合市场预期。结构件降本增效盈利稳定，25 年持续高增可期。25Q1 公司收入同增 20%+，行业份额稳定，我们预计 Q1 结构件行业价格环比稳定，25 年降价压力较小，我们预计公司 25 年结构件收入有望实现 20-30%增长，对应 150 亿收入左右；盈利端，Q1 毛利率 22%，环比略降主要系 Q1 稼动率波动所致，扣非净利率仍维持接近 12%，充分彰显公司竞争力，我们预计后续盈利可仍有提升空间，一方面规模化效应降本，另一方面 24 年欧洲基地仍小幅亏损，25-26 年随着欧洲新车型推出，我们预计增长提速，实现扭亏，且 25Q3 马来基地投产，可贡献利润增量。机器人多产品储备，孵育第二成长曲线。公司与台湾盟立合资成立科盟布局谐波减速器，一期 5 万台产能即将完全投产，产品已获得数千万元工业领域订单。同时公司创新性推出 Peek 材料谐波减速器，可减重 70%，适合用于人形机器人手臂等部位，目前积极送样国内外客户。凭借公司的生产制造能力、品控管理能力和客户服务能力，预计公司产品放量空间大。此外，公司有望拓展人形其他零部件，包括关节总成，第二成长曲线可期。费用控制良好、现金流亮眼。公司 25 年 Q1 期间费用 2.8 亿元，同环比 22.1%/-25.9%，费用率 9.2%，同环比 0.1/-1.7pct；经营性现金流 6.8 亿元，同环比 198.9%/88.2%；25 年 Q1 资本开支 1.9 亿元，同环比 -55.7%/-50.6%；25 年 Q1 末存货 8.5 亿元，较年初 1.9%；此外，公司 Q1 资产减值损失 0.1 亿元，冲回信用减值损失 0.2 亿元。盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利润 18.8/23.2/27.9 亿元，同比增 28%/24%/20%，对应 PE 为 20x/16x/13x，给与 25 年 25x，对应目标价 172 元，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕  
证券分析师：岳斯瑶）

### 三星医疗（601567）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：海外配电进展顺利，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 146 亿元，同比+27.4%，归母净利润 22.6 亿元，同比+18.7%，24Q4/25Q1 营收分别为 41.7/36.3 亿元，同比+33%/20%，归母净利润分别为 4.4/4.9 亿元，同比+7%/34%。24 年实现毛利率 34.7%，同比+0.7pct，归母净利率 15.5%，同比-1.1pct，24Q4/25Q1 实现毛利率分别为 31%/28.9%，同比-4/-2.3pct，归母净利率分别为 10.7%/13.5%，同比-2.6/+1.4pct。汇兑损失+私募股权基金公允价值波动导致利润略承压，业绩符合市场预期。海外本土化战略步步为营、配电出海进入加速阶段。24 年公司海外市场营收 27.14 亿元，同比+38%，毛利率 35.45%，同比+2.6pct，24 年海外在手订单 57.48 亿元，同比+27%，其中海外配电产品不断实现突破，截至 25Q1 在手海外配电订单 16.67 亿元，同比+134%，公司配电出海进入加速阶段。海外市场依托本土化产能+原有渠道复用的策略推进用电及配电业务，24 年海外产能出货占海外收入占比约

50%。展望 25 年，海外用电：发达国家市场提份额保增长、新兴市场 AMI 系统总包项目占比提高，收入有望保持 20%+ 增长；海外配电：迎来 1-10 加速阶段，随着德国等欧洲各国电网基建的大规模投入，收入&订单有望持续高增。国内基本盘稳健增长、降本+新客户挖掘增长潜力。24 年公司国内配用电营收 84.07 亿元，同比+30%，毛利率 34.6%，同比+0.1pct。国内基本盘稳固，我们预计国内用电实现 10-15% 的稳健增长，通过降本和规模效应维持毛利率的稳中有升。24 年国内配用电在手订单 74.54 亿元，同比+25%，展望 25 年，1) 智能用电：24 版新款智能电表推出+持续降本有望提高国内用电业务毛利率。2) 智能配电：网内受益于区域集采有望实现份额的进一步提升，网外拓展风电、省级能源集团及央国企等市场提升增长持续性，国内配电营收有望实现 20-25% 的稳健增长。连锁康复医院初具规模、聚焦特色康复打造独特竞争力。24 年公司康复医疗服务营收 32.58 亿元，同比+17%，毛利率 34.30%，同比+2.57pct。截至 24 年末公司下属医院数量达到 38 家，其中康复医院 32 家，总床位数超万张，实现在长三角和珠三角的全面布局；在重症康复领域持续打造呼吸机脱机、昏迷促醒两大专科中心，解决传统 ICU 或普通病房脱机困难、促醒手段不足的问题。展望 25 年，随着公司聚集提升医院运营效率，我们预计医疗服务业务收入稳增，盈利能力有望持续提升。控费效果显著、存货&合同负债有所增长。公司 24 年期间费用 26.1 亿元，同比+23%，费用率 17.9%，同比-0.6pct，控费效果显著；24 年经营性净现金流 18.4 亿元，同比-3.4%，24 年末存货 40.8 亿元，同比+25.2%，合同负债 15.54 亿元，同比+13%，均有所增长。盈利预测与投资评级：考虑到汇率波动具有不确定性，我们下修公司 25-26 年归母净利润分别为 29.4/35.9 亿元（前值为 30.2/37.7 亿元），预计公司 27 年归母净利润为 43.2 亿元，分别同比+30%/22%/20%，现价对应 PE 分别为 13x/10x/9x，我们认为海外配电市场空间大、公司布局多年竞争力强，因此维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，海外市场拓展不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：朱国广  
 证券分析师：冉胜男 证券分析师：司鑫尧）

#### **北方华创（002371）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩持续高增，看好平台型半导体设备龙头**

**投资要点** 业绩持续高增，半导体设备表现亮眼：2024 年公司实现营收 298.4 亿元，同比+35.1%，其中电子工艺设备（半导体设备+真空及新能源设备）收入 277.1 亿元，同比+41.3%，占比 88.8%，2024 年公司刻蚀设备收入 80 亿元+，薄膜沉积设备收入 100 亿元+，热处理设备收入 20 亿元+，湿法设备收入 10 亿元+；电子元器件收入 20.9 亿元，同比-13.9%，占比 11.0%。2024 年实现归母净利润 56.2 亿元，同比+44.2%；扣非归母净利润为 55.7 亿元，同比+55.5%。公司 2025Q1 单季营收为 82.1 亿元，同比+37.9%，环比-13.5%；归母净利润为 15.8 亿元，同比+38.8%，环比+36.4%；扣非归母净利润 15.7 亿元，同比+44.8%。盈利能力持续改善，持续加大研发投入：2024 年毛利率为 42.9%，同比+1.8pct，其中电子工艺装备毛利率为 41.5%，同比+3.8pct，电子元器件毛利率为 60.3%，同比-5.3pct。期间销售净利率为 19.1%，同比+0.8pct；扣非销售净利率为 18.7%，同比+2.5pct；期间费用率为 23.2%，同比-0.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.6%/7.1%/12.3%/0.2%，同比-1.3/-0.9/+1.1/+0.3pct。公司持续加大新产品新技术研发投入，期间研发投入达 53.7 亿元，同比+21.8%，双大马士革 CCP 刻蚀机、HDPCVD 设备等多款高端装备实现客户端量产，

工艺覆盖度及市场占有率进一步提升，产品矩阵完整性显著增强。Q1 单季毛利率为 43.0%，同比-0.4pct，环比+3.1pct；销售净利率为 19.1%，同比持平，环比+6.1pct。 存货同比持续增长，在手订单充足：截至 2025Q1 末公司合同负债为 57.5 亿元，同比-37.8%，存货为 252.1 亿元，同比+40.9%，存货取得较快增长，表明公司在手订单充足。2025Q1 经营活动净现金流为-17.3 亿元，同环比转负，主要系购买商品、接受劳务支付的现金增加较多。 本土半导体设备平台型公司，将长期受益国产替代浪潮：北方华创平台化布局持续加速，2025 年 SEMICON 展会上公司推出了首款离子注入机 Sirius MC 313 和首款电镀（ECP）设备 Ausip T830。此外，公司计划获取芯源微的控制权，进一步拓展其在涂胶显影、清洗及多款后道封装设备等优质资产的布局。公司产品线已涵盖薄膜沉积、干法刻蚀/去胶、涂胶显影、离子注入、清洗、电镀、热处理的氧化/RTP 等多种设备。 投资建议：考虑到后续股权激励费用影响，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 73.4（原值 78.0）/93.0（原值 100.2）亿元，预计 2027 年归母净利润为 112.7 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 33/26/21 倍，考虑到公司平台化布局持续推进，维持“买入”评级。 风险提示：晶圆厂资本开支不及预期，新品产业化进展不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

**有友食品（603697）：2025 一季报点评：成长性凸显，新品节奏加快**  
**投资要点** 事件：2025Q1 公司实现营收 3.8 亿元，同比+39.2%；实现归母净利 0.5 亿元，同比+16.2%；实现扣非归母净利 0.4 亿元，同比+25.8%。 2025Q1 实现高增，新兴渠道贡献主要增量。分产品来看，肉制品实现营收 3.54 亿元，同比+45%；其中禽类/畜类制品分别实现营收 3.25/0.29 亿元，同比+47%/+21%。蔬菜制品及其他实现营收 0.21 亿元，同比-19%。分区域来看，东南/西南/其他区域分别实现营收 2.10/1.35/0.32 亿元，同比+151%/-9%/-20%。分渠道来看，线下/线上分别实现营收为 3.52/0.24 亿元，同比+35.91%/+87.66%；线下渠道中，会员制商超、零食量贩等新兴渠道贡献主要增量，传统渠道由于春节错峰预计有一定压力。 渠道结构略拉低净利率，后续依托规模效应有望改善。2025Q1 实现毛销差 18.2%，同比-1.5pct。成本基本稳定，主要系渠道结构变动所致，新兴渠道占比提升，净利率略低于传统渠道。其次 2025Q1 管理费用率同比-0.6pct，预计系规模效应。2025Q1 实现净利率 13.1%，同比-2.6pct；实现扣非归母净利率 11.4%，同比-1.2pct。2025Q1 投资收益较 2024Q1 减少约 500 万元，存在季节波动，全年维度看预计平稳。后续随着产能利用率提升，公司净利率有望提升，可平滑渠道结构的影响。 新品节奏加快，新兴渠道在 2025 年大有可为。2024 年下半年公司推出畅销单品“脱骨鸭掌”，2025 年以来公司在会员制商超渠道已经推出第二款新品；以上折射的是公司内部经营思路的转变，表现在更加积极拥抱新兴渠道，同时重视内部效率的提升。展望 2025 年，电商渠道、零食量贩、会员制商超渠道有望继续贡献增量。 盈利预测与投资评级：我们基本维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.99/2.34/2.71 亿元，同比+26.2%/+17.8%/+15.7%，对应 PE 为 29/25/21X。我们认为公司新品势能良好，积极开拓新兴渠道，成长性在板块中靠前，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）

**西麦食品（002956）：2024 年报及 2025 年一季报点评：持续稳健增长，2025Q1 成本红利释放**

**投资要点** 事件：2024 年公司实现营收 18.96 亿元，同比+20.2%；实

现归母净利 1.33 亿元，同比+15.4%。2024Q4 公司实现营收 4.63 亿元，同比+4.0%；实现归母净利 0.25 亿元，同比+8.2%。2025Q1 公司实现营收 6.56 亿元，同比+15.9%；实现归母净利 0.55 亿元，同比+21.2%。产品结构持续升级，线下线上都实现稳健增长。1) 产品端：2024 年公司纯燕麦片/复合燕麦片/冷食燕麦片/其他/其他业务收入分别实现营收 7.1/8.5/1.5/1.4/0.5 亿元，同比+10%/29%/24%/24%/25%。各品类都保持良好增速，复合燕麦片增速最快，体现行业结构升级的趋势。2) 渠道端：线下/线上分别增长 14%/17%以上。线下业务中零食量贩渠道增长超过 50%，新零售渠道 GMV 销售规模超亿元，同比增长 35%。2025Q1 净利率环比提升，成本红利开始释放。1) 2024 年公司实现毛利率 41.3%，同比-3.2pct，主要系成本压力。2024 年销售/管理费用率同比-3.5/+0.2pct，销售费用率控制较好。最终实现销售净利率 7.0%，同比-0.3pct。2) 2024Q4 公司实现毛利率 37.4%，同比-8.3pct，环比-5.5pct，同比有成本压力，环比走弱主要系年末有促销活动，以及新产能投产产能利用率较低。2024Q4 销售/管理费用率同比-12.3/+1.4pct。公司销售费用季度间波动较大，但全年维度较为稳定，上半年适当多投费用，进入 Q4 有收缩。最终实现销售净利率 5.3%，同比+0.1pct。3) 2025Q1 公司实现毛利率 43.7%，同比-0.1pct，相比 2024 年+2.3pct，环比来看成本红利已经释放。同比不明显主要系 24Q1 还在使用偏低价的库存原料。2025Q1 销售/管理费用率同比-1.0/-0.2pct，费用端较为稳定。最终实现销售净利率 8.3%，同比+0.3pct，相比 2024 年+1.3pct。盈利预测与投资评级：公司综合能力优秀，股权激励目标 2025-2027 年营收复合增速为 15%，营收增速确定性较高，2025 年成本红利释放，利润弹性可期。我们上调 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 1.8/2.3/2.8 亿元（此前 2025-2026 年盈利预测为 1.6/2.0 亿元），同比+36%/+27%/+20%，对应 PE 为 23/18/15X，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）

#### 南网科技（688248）：2025 年一季报点评：智能设备+储能双轮驱动，业绩符合市场预期

投资要点 事件：发布 25 年一季报，公司 25 年 Q1 营收 5.1 亿元，同比+0.9%，归母净利润 0.6 亿元，同比+35.7%，毛利率 32.5%，同比+0.4pct，归母净利率 11.2%，同比+2.9pct。业绩符合市场预期。在手储能订单充沛，智能设备业务成长性值得期待。1) 储能板块，24 年末公司储能业务在手订单 8 亿，储能国研院已备案项目超 60 亿元，储能业务成长空间极大，我们预计 25 年公司储能业务营收有望实现大幅增长。2) 智能设备板块，公司前瞻布局新型电力系统中多环节产品，其中无人机、机器人业务想象空间大，与云深处等头部机器人公司合作，未来巡检机器狗、人形机器人等在电网中逐步落地应用，公司有望成为重要的产品或解决方案的供应商。3) 业务拓展方面，公司通过资本运作已完成 3 省检测业务的并购，储能成立国研院，完成粤储能、新疆粤水电参股。南网旗下未上市优质资产丰富，有望与公司业务形成协同效应。董事长换届、开启公司新起点。新任董事长姜总履历丰富，曾任职于南网集团办公厅、广东电网及地市供电局，具有较强的行业及市场影响力。在公司任职 7 年，主抓经营，期间营收、利润实现十倍增长。目前正处当打之年，职业生涯重要发展阶段，干事创业动力足、创新意识强，牵头组建广东省新型能研究院公司，获批全国唯一制造业创新中心，现兼任国研院董事长。Q1 费用整体较少，经营性现金流净流出有所增加。公司 25 年 Q1 期间费用 1.1 亿元，

同比-0.8%，费用率 22.4%，同比-0.4pct；经营性现金流净流出 3.7 亿元，比去年同期多流出 1.3 亿元，我们预计主要系支付供应商款项较多所致；25 年 Q1 末存货 8.7 亿元，较年初+9%。盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年归母净利润分别为 4.59/6.29/8.61 亿元，同比+26%/37%/37%，对应 PE 分别为 36x/27x/19x，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，储能业务进展不及预期，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）

### 广厦环能（873703）：24 年报&25 一季报点评：24 年换热器业务稳健增长，25 年有望保持稳增

**投资要点** 事件：公司 2024 年实现营收 5.4 亿元，同增 3%，归母净利润 1.54 亿元，同增 23%；其中 2024Q4 营收 1.3 亿元，同环比+119%/+86%，归母净利润 0.32 亿元，同环比+1619%/+18%。2025Q1 实现营收 0.6 亿元，同环比-62%/-53%，实现归母净利润 0.15 亿元，同环比-61%/-53%，主要系短期项目交付周期影响。高通量管系列换热器持续高增带动业绩增长。2024 年公司换热器业务实现 5.4 亿元，同比略增，毛利率基本持平，主要系高通量管系列及换热器产品增长所致，波纹管系列及蒸发器有所下滑。期间费用略有波动。公司 2024 年期间费用 0.68 亿元，同比-3%，费用率 12.6%，同比-0.8pct，其中 2024Q4 期间费用 0.14 亿元，同环比-42%/-12%，费用率 10.9%，同环比-30.2/-12.1pct。25Q1 期间费用 0.15 亿元，同环比-5%/+6%，期间费率 24.4%，同环比+15/+13pct。持续加大技术研发，积极开拓海外市场。2024 年公司取得“壳管式冷凝器”“LNG 气化器”“一种立式蒸发器”等六项实用新型专利授权，并在 LNG、二氧化碳捕集封存及利用、工业热泵以及精细化工等领域形成新增收入。公司深耕国内市场同时，积极开拓国外市场，24 年成功中标乌兹别克斯坦 MTO 项目，首次获得直接出口订单，同时公司签订福建中沙石化芒果项目环氧乙烷/乙二醇（EO/EG）装置的高效换热器合同，该装置引进美国科学设计公司（SD）的最新专利技术，合同的签署表明公司产品和服务受到了市场和客户认可，对公司未来经营业绩的提升产生积极影响，有利于公司长期稳定发展。同时公司也在积极拓展新型应用领域，25 年公司业绩有望持续稳健增长。盈利预测与投资评级：我们基本维持 2025 年及 2026 年利润预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.73/1.93/2.18 亿元，同增 12%/12%/13%，对应 PE 为 17/15/14 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）

### 容知日新（688768）：2024 年年报和 2025 年一季报点评：业绩重回高增，现金流大幅改善

事件：2025 年 4 月 25 日，公司公布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年，公司实现营业收入 5.84 亿元，同比增长 17.21%；归母净利润 1.08 亿元，同比增长 71.49%。2025 年 Q1，公司实现营业收入 0.84 亿元，同比增长 37.51%；归母净利润-0.06 亿元，同比增长 66.89%。业绩超出市场预期。投资要点 经营性现金流大幅改善，高毛利服务收入高增：2024 年和 2025 年 Q1，公司经营性现金流分别为 0.72/0.07 亿元，2023 年和 2024 年 Q1 分别为-0.74/-0.25 亿元。公司经营性现金流大幅改善主要系报告期内公司加强应收账款管理，降本增效，推行供应链金融工具，进一步提升资金管理效率。2024 年，公司高毛利服

务收入 2283 万元，同比增长 73%。冶金、煤炭、有色行业营收增速亮眼：分行业来看，2024 年电力/石化/冶金/水泥/煤炭/其他行业分别实现营收 2.29/0.84/1.05/0.29/0.80/0.50 亿元，同比增长 18%/-13%/41%/13%/64%/43%。煤炭行业收入高增，主要系推动合作伙伴战略的执行；冶金行业收入增加，主要系营销组织变阵和聚焦优质客户，实现收入稳步增长；石化行业收入下降，主要系下游纳入智能运维的设备类型增加，招标流程较长，客户提货窗口期较短，收入成本同步下降；其他行业收入增加，主要系有色金属行业拓展良好。接入设备数量快速增长，AI 布局正在加快：公司实时接入数据中心远程监测的重要设备超 18 万台，智能推送设备体检报告超 280 万份，成功诊断了多种类型工业设备的严重故障和早期故障，积累各行业故障案例超 3 万例。依托数据优势，结合公司常年在 AI 算法上的投入，公司目前已打造出 PHMGPT 垂直领域大模型 V1.0 版本，通过运用深度学习技术在图像、声音、视频等数据中监测设备关键故障，与公司的传统测温监测的优势相结合形成深厚的技术壁垒和强劲的市场竞争力。盈利预测与投资评级：2024 年公司管理体系变革，业绩重回高增。PHM 是广阔的蓝海市场，在 AI 技术快速发展背景下，有望加速发展。容知日新是中国 PHM 行业龙头企业，积极构建合作伙伴生态、加速拓展新行业、布局 AI 技术。基于此，我们维持公司 2025-2026 年归母净利润预测为 1.42/1.94 亿元，给予 2027 年归母净利润预测为 2.79 亿元，维持“买入”评级。风险提示：技术发展不及预期；中美地缘政治风险；行业竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：王世杰）

#### **科思股份（300856）：2024 年报及 2025 年一季报点评：短期业绩承压，看好新品放量驱动长期成长**

**投资要点** 公司披露 2024 年年报及 2025Q1 业绩：2024 年公司实现营收 22.76 亿元（同比-5.16%，下同），归母净利润 5.62 亿元（-23.33%），扣非归母净利润 5.30 亿元（-25.89%）。单 Q4 看，公司实现营收 4.18 亿元（-10.35%），归母净利润 0.48 亿元（-46.39%）。2025Q1，公司营收 3.97 亿元（-44.29%），归母净利润 0.48 亿元（-78.15%），主要受欧洲等部分区域天气及客户库存较高的影响。防晒剂及境外业务短期承压，国内实现增长。按品类拆分，化妆品活性成分及其原料业务与合成香料业务分别实现营收 19.04 亿元/3.52 亿元，分别同比-8.05%/+14.16%，占总营收 83.65%/15.47%，防晒剂原料下滑主要因客户去库存及欧洲北美阴雨天气影响导致需求受到压制，部分产品价格有所调降。按地区拆分，境内与境外营收分别为 2.97 亿元/19.79 亿元，分别同比+22.87%/-8.30%，占总营收 13.03%/86.97%，国内市场实现增长。部分产品价格调价导致盈利能力有所波动。①盈利能力：2024 年及 2025Q1 毛利率分别为 44.40%/34.04%，分别同比-4.43pct/-13.78pct，主要系防晒剂部分产品价格有所调降所致，归母净利率分别为 24.65%/12.11%，分别同比-5.92pct/-18.76pct，净利率下滑幅度较大，主要因毛利率下降，同时费用投入相对刚性所致。②费用端：2024 年与 2025Q1 期间费用率分别为 15.5%/20.6%，同比分别+3.2/+7.0pct，主要系管理费用率分别同比+1.9pct/+6.4pct。新增产能储备较为充足，马来西亚工厂全面推进。公司积极推进项目建设与新品扩产，P-M 产线完成扩产，年产 2000 吨 HS 产线建成投产。马来西亚年产 1 万吨防晒系列产品项目建设按计划全面推进，建成后将提升公司抗风险能力和国际化水平。公司新品研发涵盖物理防晒剂二氧化钛系列产品、卡波姆系列产品、洗护原料、新型防晒剂、高端合成香料产品等。盈利预测与投资评级：公司是稀缺的化妆品原料全球龙头，24 年业绩

增速受下游库存周期、价格调整等因素短期扰动，但新型防晒剂渗透率提升是长期行业演变趋势，公司新型防晒剂大客户壁垒依旧较高，产能布局充分，且未来氨基酸表活、PO、卡波姆等新品类推广顺利有望放量。考虑到短期需求波动和去库影响，我们将公司 2025-2026 年归母净利润由 9.4/11.8 亿元下调至 4.1/5.6 亿元、新增 2027 年归母净利润预测 7.0 元，对应 PE 分别为 17/13/10X，下调至“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧导致产品价格下降；原材料价格波动影响成本控制；新产能释放不及预期。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇

证券分析师：郝越)

### **灵鸽科技 (833284)：2024 年报&2025 一季报点评：24 年盈利承压，25 年锂电需求有望回升**

**投资要点** 事件：公司 2024 年实现营收 2.1 亿元，同比-20%，归母净利润-0.44 亿元，同比-354%；其中 2024Q4 营收 0.63 亿元，同环比+2%/-2%，归母净利润-0.37 亿元，同环比-1168%/-2960%。2025Q1 实现营收 0.39 亿元，同环比+52%/-38%，实现归母净利润 0.04 亿元，同环比+157%/110%。 新能源业务承压，25 年有望逐步回暖。分业务看，物料自动化处理/配件类业务 24 年分别实现营收 1.63/0.35 亿元，同比-23%/+12%，主要系 24 年锂电行业需求有所放缓所致，25 年随行业复苏有望回暖。 期间费用略有波动。公司 2024 年期间费用 0.53 亿元，同比+6%，费用率 25.1%，同比+6.3pct，其中 2024Q4 期间费用 0.09 亿元，同环比-38%/-44%，费用率 14.6%，同环比-9.2/-10.7pct。25Q1 期间费用 0.10 亿元，同环比-29%/+10%，期间费率 25.7%，同环比-29/+11pct。 锂电行业需求逐步回暖，精细化工等传统行业需求稳健增长。展望 2025 年，锂电行业需求逐步复苏，公司订单逐步提升，25 年有望回升；精细化工等传统行业 25 年有望保持稳健增长，公司盈利有望触底回升。 盈利预测与投资评级：考虑锂电行业需求下滑较多，我们下调 2025 年及 2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.25/0.34/0.44 亿元（2025-2026 年前值为 0.32/0.45 亿元），同增 157%/35%/30%，对应 PE 为 90/67/51 倍，考虑公司锂电需求开始逐步回升，25 年有望高增，精细化工等传统行业维持稳健增长，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)

### **中矿资源 (002738)：2024 年报及 2025 一季报点评：Q1 铜冶炼导致净利承压，26 年铜锗放量贡献利润弹性**

**投资要点** 年报和一季报业绩基本符合预期。公司 24 年营收 53.6 亿元，同-11%，归母净利润 7.6 亿元，同-66%；其中 24Q4 营收 17.9 亿元，同环比+78%/+56%，归母净利润 2.1 亿元，同环比+53%/+190%；此前预告 24 年归母净利 7.5-8.5 亿元，业绩符合预期。公司 25 年 Q1 营收 15.4 亿元，同环比+36%/-14%，归母净利润 1.3 亿元，同环比-47%/-36%，扣非归母净利 0.4 亿元，同环比-81%/-77%，非经主要为非流动性资产处置和政府补助。 25Q1 锂盐受检修影响，销量环减 25%，成本环比稳定。出货端，24 年锂盐销量 4.3 万吨，同增 145%，其中自有矿实现锂盐销量 3.9 万吨，同增 164%，24Q4 锂盐销量 1.2 万吨左右，环比略增；25Q1 锂盐销量 8964 吨，同增 13%，环减 25%，主要受检修影响，我们预计 25 全年销量有望达 4.5 万吨。盈利端，24 年锂盐含税均价约 8.3 万元，单吨营业成本约 6 万元，随着原料供给结构调整、市政和光伏供电能力提升，生产成本逐季下降；25Q1 销售

均价约 7.5 万元，单吨生产成本约 5.5 万元，含税全成本 7 万元+，环比持平，基本盈亏平衡。25Q1 铯铷毛利同比高增，25 全年维持稳定增速。24 年铯盐销量 844 吨，同减 16%，甲酸铯销量 2320bbl，同减 21%，实现营收 14 亿元，同增 24%，贡献归母净利润约 4.5 亿元。25Q1 铯盐销量 265 吨，同增 78%，铯铷实现营收 3.5 亿元，同增 94%，毛利 2.3 亿元，同增 92%，我们预计贡献归母净利润 1.5 亿元左右，环比持平，25 全年铯铷利润将维持 10-20%增速。25Q1 铜冶炼亏损 1 亿元，预计 Q2 亏损开始缩小。Q1 纳米比亚 Tsumeb 铜冶炼业务受全球铜精矿供应紧张导致行业加工费显著下降影响，造成净利润亏损 1 亿元，我们预计 Q2 亏损幅度缩小。Tsumeb 锗业务预计 25Q4 开始放量，形成新的利润增长点。Q1 经营性现金流承压，资本开支放缓。公司 24Q4 费用率 4%，同环比-10/-19pct，25Q1 费用率 9.6%，同环比-10/+6pct；24Q4 经营性现金流 6.7 亿元，同环比+81%/+1193%，25Q1 经营性现金流-8 亿元，同环比-652%/-219%；24Q4 资本开支 4.2 亿元，同环比-42%/+215%，25Q1 资本开支 0.4 亿元，同环比-86%/-90%；25Q1 末存货 31 亿元，较年初+47%。盈利预测与投资评级：由于锂价底部区间震荡，铜冶炼业务阶段性亏损，我们下调公司 25-26 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润 6.0/12.1/21.2 亿元（25-26 年原预测为 15.1/19.3 亿元），同比-20%/+100%/+75%，对应 PE 为 34x/17x/10x，考虑公司铜锗即将放量，铯铷维持稳定增速，小金属利润将大幅增厚业绩，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）

#### **东方财富（300059）：2025 年一季报点评：整体业绩稳健，经纪及两融市占率仍在提升**

事件：公司发布 2025 年一季报，营业总收入同比+42%至 35 亿元，归母净利润同比+39%至 27 亿元，归母净资产 833 亿元，较 2024 年末+3%。投资要点 经纪及两融：受益于活跃的市场。A 股市场持续活跃，据 Wind，2025Q1 日均 A 股成交额同比 2024Q1+70%至 1.52 万亿元，环比 2024Q4 -18%，①手续费及佣金净收入同比+66%至 20 亿元，环比 24Q4 -23%，西藏地区股基交易额市占率在 2025 年一季度持续增长。②利息净收入同比+37%至 7 亿元，环比 24Q4 -18%，融出资金较 2024 年末+3.7%至 610 亿元，市占率同比+0.3pct 至 3.2%，融资利息收入增加。基金代销：业务趋势向好。2025 年一季度，公司营业收入同比+8.0%至 8 亿元，环比 24Q4 -6.6%（该项数据可用于参考季度基金代销收入），我们预计公司基金代销业务仍受到基金管理费下降、渠道端费率下滑等因素影响，体现于环比值下滑，但同比值增长说明业务趋势逐步向好。自营业务：投资收益表现稳健。2025Q1A 股权及债市表现稳健（截至 2025/03，Wind 全 A/中债综合指数分别环比+1.90%/-0.78%）。公司自营业务收益（投资收益-联营合营企业投资收益+公允价值变动净收益，不包含在营业总收入中）同比-14%至 7 亿元，环比 24Q4 -27%，其中投资收益同比+13%，公允价值变动净收益同比-75%。成本端：各项费用控制较强。2025 年一季度，公司营业总成本同比+0.2%至 10 亿元，其中：①营业成本同比+2.8%至 1.3 亿元。②销售费用同比-16%至 0.7 亿元，销售费用率同比-1.4pct 至 2%。③研发费用同比-13%至 2.5 亿元，研发费用率同比-4.5pct 至 7%。④管理费用同比+5.6%至 5.9 亿元，管理费用率同比-5.9pct 至 17%。⑤所得税费用同比+44%至 4.2 亿元（应税利润增加）。我们继续看好东方财富：①坐拥东方财富网、天天基金网等头部平台，C 端客户的

粘性且需求多元化。②AI 赋能金融：持续深化“AI+金融”战略布局，借力人工智能浪潮，以自主研发的“妙想”大模型开放应用，推动金融业务智能化升级，在多模态衍生、金融智能体构建等前沿技术领域取得突破性进展。③证券业务基于自身流量优势+低佣金策略+平台高效能仍在快速扩张，经纪及两融市占率持续稳步提升。④尽管基金费改第三阶段箭在弦上，基金销售环节费用面临下调压力，但公司基金代销业务仍具有先发优势，龙头地位稳固。盈利预测与投资评级：据公司 2025 年一季度经营情况，我们基本维持此前预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 115/135/158 亿元，对应 PE 分别为 31/27/23 倍。我们看好公司不断巩固零售券商龙头地位，并借助金融 AI 优势重构传统证券业务存量份额，维持“买入”评级。风险提示：公募费改幅度超预期；权益市场大幅波动；行业竞争加剧。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝)

### 长城汽车 (601633)：2025 年一季报点评：全球化持续推进，产品周期波动业绩短期承压

**投资要点** 公告要点：公司公布 2025Q1 业绩。2025Q1 公司实现营收 400.19 亿元，同环比-6.6%/-33.2%，实现归母净利润 17.51 亿元，同环比-45.7%/-22.7%，归母净利润同比下降主要系：1) 产品周期波动导致季度销量下降；2) 销售费用同比增长；3) 俄罗斯报废税返还因新车认证后延所致。盈利能力方面，公司 Q1 毛利率为 17.84%，同环比分别-2.2/+1.3pct，受俄罗斯报废税后延约影响。费用率方面，Q1 公司销售费用为 22.96 亿元，同环比分别+34.6%/+44.6%，主要系：1) 直营体系加速投入的影响；2) 新车型上市和预热的影响，如高山、坦克 300、二代枭龙 max 等。魏品牌放量，出海持续推进。销量结构上，长城汽车 Q1 批发销量 25.68 万辆，同环比分别-6.7%/-32.3%。分品牌来看，哈弗/魏牌/坦克/欧拉/皮卡销量分别为 14.46/1.33/4.20/0.69/5.00 万辆，同比-8.4%/+38.7%/-14.6%/-54.3%/+15.0%。公司 Q1 新能源销量 6.26 万辆，同环比分别+5.7%/-43.3%，Q1 新能源渗透率 24.4%，同环比+2.9/-4.7pct。出口方面，公司 Q1 共出口 9.09 万辆，同环比分别-2.0%/-29.5%，出口占比达到 35.4%，同环比+1.7/+1.4pct。2025 年公司将推出多款新车，产品矩阵进一步完善。分品牌来看，哈弗品牌：新款哈弗猛龙、新款哈弗二代大狗 Hi4 版 (2025Q2 上市)、二代大狗 PHEV 版；坦克品牌：坦克 500 中改款 (2025Q2 上市)，升级全新座舱和端到端辅助驾驶城市 NOA；欧拉品牌：2025 款欧拉好猫优化焕新；长城皮卡：山海炮 Hi4-T (上海车展上市)。2025H2，公司还将推出中型 5 座轻越野 SUV 哈弗猛龙 PLUS、魏牌新系列智能旗舰 SUV、欧拉紧凑级纯电 SUV、中大型越野 SUV 坦克 400Hi4-Z 等多款新车，完善产品结构。盈利预测与投资评级：考虑到行业竞争加剧，我们下调公司 2025/2026/2027 年营业收入预期分别为 2195/2376/2538 亿元 (原值为 2250/2491/2656 亿元)，同比+8.57%/+8.25%/+6.82%。考虑到公司销售和研发投入增加，我们下调 2025/2026/2027 年归母净利润预期分别为 123/139/144 亿元 (原值为 129/143/148 亿元)，同比-3.33%/+12.91%/+3.70%。2025~2027 年对应 EPS 分别为 1.43/1.62/1.68 元，对应 PE 估值分别为 18/16/16 倍。考虑公司智能化与全球化持续加速，维持“买入”评级。风险提示：海外市场需求低于预期；国内乘用车价格战演绎超预期。

(证券分析师：黄细里)

### 指南针 (300803)：2025 一季报点评：软件销售拉升业绩，麦高证券稳健前行

事件：2025 年一季度，公司实现总营收同比+85%至 5.42 亿元，归母

净利润同比+726%至 1.39 亿元；归母净资产 22 亿元，较 2024 年末-0.63%。投资要点 软件端：资本市场活跃+集中营销高端产品，业绩增长显著。受益于国内资本市场 2024 年四季度以来景气度持续回暖，2025Q1 日均 A 股成交额同比 2024Q1+70%至 1.52 万亿元，环比 2024Q4 -18%。公司持续扩大品牌推广及客户拓展力度，广告宣传及网络推广费用同比呈较大幅度增长，新增注册及付费用户数量同比亦有较大幅度增长。2025 年一季度，公司营业收入（金融信息服务业务为主）同比+76%至 4.24 亿元，主要系公司一季度集中营销高端产品私享家版软件，销售商品、提供劳务收到的现金 5.08 亿元，同比+93%。券商端：经纪及自营业务保持快速发展。2025 年一季度，①手续费及佣金净收入（经纪业务为主）同比+143%至 0.97 亿元，麦高证券客户规模稳定增长，公司代理买卖证券款较 2024 年末+7.74%至 66 亿元。②净利息收入同比+67%至 0.21 亿元。③投资收益同比+259%至 1.06 亿元，报告期末交易性金融资产较 2025 年初+32%至 12 亿元；除证券自营业务形成的投资收益外，本期因先锋基金公允价值重估计入 6,554 万元投资收益。成本端：各项费用均有增长，费用率下降。2025 年一季度，①营业成本同比+45%至 0.42 亿元，主要系职工薪酬及 IDC 邮电通信费同比增长；②研发费用同比+49%至 0.51 亿元，研发费用率同比-2pct 至 9%，主要系公司加大研发投入，扩充研发团队，增加研发人员的薪酬；③销售费用同比+80%至 2.6 亿元，销售费用率同比-1pct 至 48%，主要系公司持续加大广告宣传投入，以及销售部门的职工薪酬增加；④管理费用同比+49%至 1.22 亿元，管理费用率同比-5pct 至 22%，主要系管理费用包括麦高证券的业务及管理费，本期增加主要系麦高证券为经营发展持续增加投入。逐步从工具软件商向综合金融服务商转型突破。①回应投资者需求，公司正探索类似同花顺“问财”的智能选股工具，结合深度学习优化投资策略推荐。②公司“一体两翼”战略深化，先后收购先锋基金股权，当前持股比例提升至 95%。③在 3 月 12 日临时股东大会中，其控股股东广州展新为公司提供借款，助力业务扩张、增强资金流动性，且公司承诺未来三年内通过分红、回购等方式提升回报，增强投资者信心。盈利预测与投资评级：基于公司 2025Q1 的经营情况，我们上调对公司的盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.06/4.14/5.39 亿元（前值为 1.53/2.11/2.82 亿元），对应 PE 分别为 113/83/64 倍，上调公司评级为“买入”，期待麦高证券的发展，看好公司长期成长性。风险提示：业务发展不及预期，AI 技术及应用发展不及预期。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝）

#### 科锐国际（300662）：2024 年报及 2025 年一季报点评：灵活用工高增，AI 拓宽想象空间

投资要点 事件：公司披露 2024 年年报和 2025 年一季报，公司 2024 年营收 117.9 亿元，同比+20.55%，归母净利润 2.05 亿元，同比+2.42%，扣非归母净利润 1.39 亿元，同比+3.57%。2025Q1 营收 33.03 亿元，同比+25.1%，归母净利润 5778 万元，扣非归母净利润 4620 万元。营收提速，归母净利润转增：2024Q4/2025Q1 营收 32.72/33.03 亿元，yoy+25.4%/25.1%，较前三季度营收累计 18.8%的增速有所提升。归母净利润 0.7/0.58 亿元，yoy+44.3%/42.2%，扭转前两个季度的下滑趋势。主要由于收到政府补贴加大，2024Q4/2025Q1 营业外收入分别为 0.5/0.12 亿元；其他收益分别为 0.13/0.52 亿元。灵活用工拉动营收提速：2024 年全年分业务板块来看，公司灵活用工 2024 年收入 111.4 亿元，yoy+22.4%，中高端人才访寻收入 3.75 亿元，yoy-11.6%，招聘流程外包收入 0.55 亿元，yoy-18.3%。顺周期的招聘类业务同比下降

但降幅收窄，灵活用工派出人次达 50 万，较上年 38 万提升 30%，其中以技术驱动为导向的 IT 研发岗是主要增长点。2024 年末公司在册灵活用工业务的岗位外包员工 4.55 万余人，同比+28.16%，技术研发类岗位占比增长至 68.2%，较 2023 年末提升 6.67pct。灵活用工维持高增，AI 技术拓宽业务想象空间：2025Q1 公司灵活用工累计派出 14.57 万人次，截至 2025 年 3 月末在册灵活用工业务的岗位外包员工 4.74 万余人，同比+31%，其中技术研发类岗位占比达 68.3%新高，同比提升 5.43pct。公司加速 AI 技术的行业应用及数字化转型，推动交付效率和管理效能优化，产业互联平台禾蛙累计交付岗位 1.5 万个，同比增长 120%。盈利预测与投资评级：产业升级趋势推动国内招聘市场迎结构性复苏，带动科锐国际营收提速，AI 技术提效拓宽公司业务想象空间。我们上调公司 2025-2026 年归母净利润从 2.2/2.4 亿元至 2.68/3.17 亿元，新增 2027 年公司归母净利润 3.55 亿元，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 25/21/19 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业需求较弱，下游客户订单增长不及预期风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

研究助理：王琳婧）

### **易德龙（603380）：2024 年报&2025 年一季报点评：强化全球制造能力，全球化布局助力成长**

**投资要点** 事件：24 年营收 21.61 亿元，yoy+12.74%，归母净利润 1.84 亿元，yoy+38.16%，扣非归母净利润 1.81 亿元，yoy+75.56%；25Q1 营收 5.49 亿元，yoy+21.68%，归母净利润 0.42 亿元，yoy+34.19%，扣非归母净利润 0.40 亿元，yoy+36.24%，符合我们预期！工控业务增速较快，精细化管理助力利润率明显提升。2024 年公司工业控制增速较快，实现营收 10.25 亿元，占公司整体业务比例超过 47%，同比增长 32%，主要是受益于全球经济的复苏，电动工具等高单价耐用品市场需求恢复，同时公司在客户端的份额不断提升。同时公司通讯设备行业实现营收 3.69 亿元，同比增长 40%，也是公司增速较快的板块，主要得益于 AI 带来的资本开支的大幅提升，公司越南工厂已经实现了服务器主板和服务器整机组装等项目的量产。从利润率看，2024 年公司整体毛利率 25.10%，相比 2023 年的 22.01%提升 3.1pct，公司通过精细化的供应链管理，充分利用了原材料价格走低、外部需求不足和产能过剩的时机，优化了采购成本，进而提高了毛利率，此外材料和零部件推进替代方案实现了客户和公司的双赢。外资客户占比大，全球化布局抓住产能转移机遇 2024 年公司海外工厂成效显著：越南工厂和墨西哥工厂产能快速提升，罗马尼亚工厂顺利实现量产，目前进入产能爬坡及运营优化阶段，海外产值整体显著增长。公司服务超过 300 家客户，覆盖工控、医疗、通信设备、汽车电子、高端消费电子等领域，产品超过 6000 种，其中外资客户占比超过 65%，并与多个细分行业头部客户形成长期战略合作。作为服务全球的 EMS 服务商，公司依托海外高质量大客户需求，提前进行了海外工厂的布局。墨西哥工厂服务北美市场，越南服务东南亚市场，罗马尼亚服务欧洲市场，三大海外制造基地，支持客户“就近交付”需求，同时通过统一部署 SAP、EWM 自动化仓储管理系统及 QTS 质量追溯系统等信息化系统，实现全球工厂生产数据实时监控与库存高效调度。在贸易摩擦的背景下，公司有望凭借海外产能抢占客户更多份额，不确定中蕴含着进一步成长更多机遇。盈利预测与投资评级：我们调整 25/26 年利润，新增 27 年预测，预计公司 2025-2027 年营业收入为 25.0/28.5/32.1 亿元（25/26 年前值 25.0/28.5 亿元），归母净利润为 2.42/2.83/3.34 亿元（25/26 年前值 2.29/2.70 亿元），对应 P/E 为 15/12/11

倍，维持“买入”评级。 风险提示：需求不及预期；竞争加剧；原材料成本增加等

（证券分析师：陈海进 证券分析师：陈妙杨）

### 同惠电子（833509）：2024 年报&2025 年一季报点评：消费电子行业复苏拉动需求攀升，25Q1 业绩同比+125%

**投资要点** 消费电子行业复苏拉动市场需求，24 全年与 25Q1 扣非归母净利润同比高速增长。公司发布 2024 年报与 2025 一季报，2024 年实现营收 1.94 亿元，同比+14.54%；归母净利润 0.50 亿元，同比+30.46%；扣非归母净利润 0.45 亿元，同比+43.30%。25Q1 实现营收 0.39 亿元，同比+23.84%；归母净利润 0.10 亿元，同比+125.39%。业绩增长主要系国家促消费、稳增长政策落地背景下，消费电子行业在技术创新与市场需求的驱动下实现明显复苏，电子测量仪器产品销量大幅提升。同时公司持续优化经营、销售、盈利模式，增强全流程成本管控，2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.02%/8.90%/16.17%/-0.80%，同比-0.41/-4.60/-2.46/-0.36pct，在销售毛利率小幅下滑 1.08pct 至 56.01%的情况下，带动销售净利率同比+3.16pct 至 25.95%。 元件参数测试仪与安规线材测试仪增速稳健，合计贡献近七成营收。1) 元件参数测试仪：国家增量政策落地显效，消费电子领域复苏明显，拉动产品销量增长，2024 年该业务营收同比+14.80%至 0.88 亿元，占比同比+0.11pct 至 45.62%，毛利率同比-1.31pct 至 63.75%。2) 安规线材测试仪器：公司成功研发推出一系列新仪器，聚焦于新能源充电储能产品的分析测试，依托新能源汽车行业迅猛发展，有效提升了市场份额和核心竞争力。2024 年该业务营收同比+15.71%至 0.44 亿元，占比同比+0.23pct 至 22.79%，毛利率同比+0.28pct 至 44.10%。3) 其他：微弱信号检测仪器/电力电子/仪器附件业务营收分别为 0.34/0.13/0.09 亿元，同比+5.03%/+24.16%/+28.73%。先进技术打造多元产品矩阵，显著受益政策利好叠加市场复苏。1) 完善产品矩阵：公司多年来持续优化产品结构，不断推出具有核心竞争力且适应市场的新产品，向中高端领域迈进，2017-2020H1 高端产品收入占比由 21.1%升至 29.0%。2024 年，公司推出包括电池包电芯内阻测试系统、小电感脉冲式线圈测试仪、模块化线束线缆综合测试系统和电池绝缘电阻测试仪等在内共 7 款新品，并进入小批量生产阶段。2) 产能充足：公司自 2021 年 9 月整体搬迁至新竹路新厂区，满产可达到年产 65000 台套智能化电子测量仪器的能力，有效突破产能瓶颈，未来可通过天山路 3 号厂区改造满足更大空间的市场需求。 盈利预测与投资评级：新兴市场消费能力提升与数字化进程加速，调整公司 2025~2026 年归母净利润分别为 0.62/0.75 亿元（前值为 0.58/0.76 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 0.91 亿元，对应最新 PE 为 66.26/54.45/45.00x，考虑公司具备长期成长性，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）

### 江苏金租（600901）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：不良率保持稳定，2025Q1 净利差走阔

**投资要点** 【事件】江苏金租发布 2024 全年及 2025Q1 业绩：1) 2024 年实现营业收入 52.8 亿元，同比+10.3%；归母净利润 29.4 亿元，同比+10.6%，对应 ROE 14.7%。Q4 单季营收 13.2 亿元，同比+15.0%；归母净利润 7.2 亿元，同比+15.6%。2) 2024 年末归母净资产 241 亿元，较年初+35.2%，主要受转债转股影响，较 Q3 末+3.4%。3) 2025Q1 单季营业收入 15.4 亿元，同比+20.5%；归母净利润 7.7 亿元，同比

+8.4%。归母净资产 249 亿元，较年初+3.2%。2024 年业绩：融资租赁三大核心板块收入保持较快增长。1) 2024 年营收同比+10.3%，其中利息净收入同比+8.5%。2) 融资租赁业务收入同比+7.1%，前三大板块清洁能源/交通运输/工业装备分别占比 20%/19%/15%，分别同比+20%/+10%/+21%。农业装备同比+47%，增速最高，民生保障和工程装备分别同比-38%和-30%，降幅较大。投放资产规模稳步增长，净利差及不良水平均表现稳定。1) 2024 年末融资租赁资产规模 1278 亿元，较年初+12%。新增投放 829 亿元，同比+14.5%。2) 2024 年租赁业务净利差为 3.62%，同比+0.01pct。不良率为 0.91%，同比持平。坚持厂商+区域双线展业模式，零售属性持续显著。1) 2024 年末合作厂商数量 5847 家，同比+62%，区域小微投放规模超过 20 亿元。直租投放金额同比+22%，直租占比达 47%。2) 零售特征持续显著，存量客户数超过 11 万，其中中小微客户数(含个人)占比超 99%，存量单笔合同金额 105 万元，年内投放合同数量 6.2 万单，单笔小于 100 万的合同占比 92%。分红率稳中有升。2024 年每股股息 0.27 元，分红比例 53% (23 年为 51%)，对应股息率约 5.2%。2025Q1 业绩：净利差扩大，不良率保持稳定。1) 2025Q1 营收同比+20.5%，其中利息净收入同比+23.7%，经营租赁业务收入同比+2.9%。营业支出同比+54.1%，其中信用减值损失同比+74.8%，预计主要是投放规模增加所致。2) 2025Q1 租赁业务净利差 3.91%，同比+0.28pct。不良率 0.91%，同比持平。盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年及 2025Q1 经营情况，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 32.4/36.0/39.8 亿元，当前市值对应 2025E PB 1.2x。我们认为，公司作为 A 股唯一上市金租企业具有稀缺性，历史业绩与分红表现稳定，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：宏观经济增长不及预期；社会信用风险水平大幅提升。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟)

#### 北京人力 (600861): 2024 年报及 2025 一季报点评: 营收降速，政府扶持力度加大

投资要点 事件：公司披露 2024 年年报和 2025 年一季报，公司 2024 年实现营收 430.3 亿元，同比+12.3%，归母净利润 7.9 亿元，同比+44.4%，扣非归母净利润 5.3 亿元，同比+106.9%。2025Q1 营收 108.4 亿元，同比+2.7%，归母净利润 5.9 亿元，同比+180.4%，扣非归母净利润 1.4 亿元，同比-22.1%。营收稳定，利润因政府补贴高增：24Q4/25Q1 营收 98.5/108.4 亿元，yoy+2.9%/2.7%，较前几季度降速；实现归母净利润 1.5/5.9 亿元，yoy-25%/+180%；扣非归母净利润为 1.3/1.4 亿元，yoy+48%/-22%。主要由于其他收益(政府补贴)及投资收益波动，不考虑其他收益、投资收益和减值损失等非经营性成本的经营利润 24Q4/25Q1 分别为 2.1/1.8 亿元，yoy+10%/-34%，Q1 扣非业绩下滑系由于当季毛利率下滑 0.72 个百分点。2024 年外包和人事管理服务贡献近 8 成毛利：2024 全年人事管理服务/薪酬福利服务/业务外包服务/招聘及灵活用工服务/其他服务营收分别实现 9.9/12.0/360.5/43.4/4.5 亿元，yoy-9%/+5%/+14%/+13%/-25%；毛利率分别为 82.9%/18.4%/3.2%/3.2%/45%，毛利贡献分别为 32%/9%/46%/5%/8%。由于业务外包服务收入增速较高，但毛利率相对较低，带动全年综合毛利率下滑 1 个百分点。持续深化与德科的合资合作，助力中国企业“走出去”。2024 年上海公司与德科集团、华为技术有限公司签订全球合作协议，借助德科集团在全球 60 余个国家和地区的业务网络，为中国企业“走出去”提供配套人力资源服务咨询和落地保障。2024 年获得政府扶持资金从上期 3.5 亿元提升至 5.1

亿元。 盈利预测与投资评级：北京人力是我国人力资源服务行业龙头，有 40 多年丰富的经验，规模优势突出，有丰富的客户资源，在薪酬管理，人事管理服务等领域有较强的优势，与德科成立的外企德科合资公司在灵活用工行业内享有较好的口碑。考虑近两季度营收降速，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润至 8.9/9.7 亿元（此前为 9.6/10.7 亿元），新增 2027 年公司归母净利润预测 10.5 亿元，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 14/13/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：用工需求不及预期，招聘需求不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

研究助理：王琳婧）

### 拓荆科技（688072）：2024 年报点评：Q4 业绩高速增长，薄膜沉积&先进封装设备进入收获期

**投资要点** Q4 收入&扣非归母净利润高速增长：2024 年公司营业收入为 41.0 亿元，同比+51.7%；期间归母净利润为 6.9 亿元，同比+3.9%；扣非净利润为 3.6 亿元，同比+14.1%；剔除股权支付后扣非净利润为 5.95 亿元，同比+11.1%。Q4 单季营业收入 18.3 亿元，同比+82.1%，环比+80.6%；归母净利润 4.2 亿元，同比+6.5%，环比+193.2%；扣非归母净利润 2.9 亿元，同比+113.0%，环比+538.4%。新产品导致毛利率略有下降，研发投入持续增加：2024 年公司毛利率为 41.7%，同比-9.3pct，主要系新产品新工艺等；销售净利率为 16.8%，同比-7.8pct；期间费用率为 32.2%，同比-6.0pct，其中销售费用率为 7.1%，同比-3.4pct，管理费用率为 5.1%，同比-1.9pct，研发费用率 18.4%，同比-2.9pct，财务费用率为 1.6%，同比+2.0pct。公司 2024 年研发投入 7.6 亿元，同比+31.3%；用于拓展新产品及新工艺，并持续进行设备平台及反应腔的优化升级。Q4 单季度毛利率为 39.3%，同比-12.8pct，环比+0.04pct；销售净利率 23.4%，同比-15.9pct，环比+9.8pct。 存货&合同负债持续高增，现金流 2023 年以来首次转正：截至 2024Q4 末，公司合同负债为 29.8 亿元，同比+115.9%；存货为 72.2 亿元，同比+58.4%，公司在手订单约 94 亿元，在手订单充沛。2024Q4 经营活动净现金流为 7.2 亿元，2023 年以来首次转正。 PECVD 领域持续扩张，平台化产品陆续放量：（1）PECVD：已实现全系列 PECVD 介质薄膜材料的覆盖，通用介质薄膜材料和先进介质薄膜材料均已实现产业化应用。基于新平台（PF-300T Plus 和 PF-300M）及新型反应腔（pX 和 Supra-D）相关工艺产品已累计出货超 220 腔。（2）ALD：是国产 ALD 工艺覆盖度第一的厂商，首台 PE-ALD SiN 工艺设通过客户验证，实现了产业化应用；公司 Thermal-ALD 设备持续获得订单并实现交付。（3）先进封装设备：公司在国内键合领域的设备装机量与键合相关工艺覆盖率均位居第一（HBM 应用），其中晶圆对晶圆键合产品 Dione 300 及芯片对晶圆混合键合前表面预处理产品 Propus 均实现产业化；公司自主研发了键合套准精度量测产品，其中 Crux 300 已获得客户订单。公司先进封装设备 2024 年实现营收 9567 万元，同比+48.8%。 盈利预测与投资评级：考虑到设备交付节奏，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 10.0（原值 10.6）/15.5（原值 13.5）亿元，预计 2027 年归母净利润为 22.1 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 45/29/20 倍，维持“买入”评级。 风险提示：晶圆厂资本开支下滑、国产化率提升不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

### 安琪酵母（600298）：2025 年一季报点评：海外高增兑现，环比修复明显

**投资要点** 事件：安琪酵母发布 2025 年一季度报告，2025Q1 公司实

现营收/归母净利润 37.94/3.70 亿元，同比增长 8.95%/16.02%，略超我们此前预期，达成调整后的目标，预计 3 月提速明显。海外市场符合预期高增，国内市场受事业部调整影响略有承压，但预计 3 月改善明显。25Q1 海外市场收入同比增长 22.94%至 16.84 亿元；国内市场同比-0.26%至 20.99 亿元，国内微幅下滑主要受事业部调整影响：年初公司对组织架构进行调整，将十个事业部整合成为三大部分：面食、食品与发酵工业、生物农业（动物营养、水产营养、植物营养、微生物营养），虽对 1-2 月造成短期影响，但中长期而言利好资源集中、梳理提效，且我们预计 3 月提速明显、同比增速或近 20%。25Q1 国内/海外经销商期间分别净增 40/151 家，海外市场仍为公司增长引擎。主业增长稳健，制糖业务加速剥离。（1）分品类，25Q1 酵母及深加工/制糖/包装/食品原料营收分别为 27.73/1.57/0.95/4.34 亿元，同比+13.17%/-60.68%/-4.37%/新增。（2）分渠道，25Q1 线上/线下渠道分别 27.07/10.76 亿元，同比分别+15.46%/-4.76%，我们预计线上表现较好或由于 C 端家用产品带动。成本红利继续兑现：25 年糖蜜价格（注：采购价）约 1150 元左右（同比下降 15%+）；其他原料如煤、液氨等价格同比均有下滑，2025 年 Q1 公司毛利率/销售净利率 25.97%/10.20%，同比分别+1.31/+0.72pct。费用端，2025Q1 销售费用率/管理费用率/研发费用率同比 +0.74/-0.20/-0.54pct 至 5.58%/3.49%/3.61%。2025 年展望：（1）国内自然增长为主，主要靠食品原料、相关衍生品增长实现；国际市场的增长潜力更大，持续推进生产全球化。（2）价格战略：根据市场变化调整价格，不会主动降价。（3）关于事业部调整：预计截至目前影响已近消除、多数业务单元已经走上正轨。盈利预测与投资评级：短期调整结束，国内业务重回正轨；海外业务扬帆起航，引领增长。我们维持 2025-2027 年公司归母净利润为 15.59/18.69/21.34 亿元，同比增长 17.74%/19.82%/14.23%，对应当前 PE18.77x、15.66x、13.71x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁）

#### 兴业证券（601377）：2024 年报及 2025 年一季报点评：自营连续两个季度实现高盈利，驱动业绩高增长

投资要点 事件：兴业证券公告 2024 年年报及 2025 年一季报。公司 2024 年实现营业收入 123.5 亿元，同比+16.2%；归母净利润 21.6 亿元，同比+10.2%；对应 EPS 0.24 元，ROE 3.8%，同比+0.1pct。2024Q4 实现营业收入 35.4 亿元，同比+100.1%，环比+3.6%；归母净利润 8.4 亿元，同比+120.3%，环比+123.1%。2025Q1 实现营业收入 27.9 亿元，同比+17.5%；归母净利润 5.2 亿元，同比+57.3%；对应 EPS 0.06 元，ROE 0.9%，同比+0.3pct。经纪市占及佣金率小幅下滑，财富管理有效户首破百万。2024 年实现经纪业务收入 21.3 亿元，同比-5.5%，占营业收入（扣除其他业务收入）的 21.7%。经纪市占 1.32%，同比-0.12pct，佣金率由 2023 年的 0.026%下滑至 2024 年的 0.023%。25Q1 经纪业务收入 6.6 亿元，同比+41.9%，占营业收入的 28.3%（扣除其他业务收入）。全市场日均股基交易额 1.7 万亿元，同比+70%。截至 2024 年末公司两融余额 337 亿元，同比+12%，市场份额 1.8%，同比持平。截至 25Q1 公司两融余额 331 亿元，同比+17%，市场份额 1.7%，同比-0.1pct。受政策影响，股权投行业务延续下滑趋势。2024 年实现投行业务收入 7.0 亿元，同比-32.9%。25Q1 实现投行业务收入 1.3 亿元，同比+8.0%。2024 年股权主承销规模 19.1 亿元，同比-83.6%，排名第 23；其中 IPO 3 家，募资规模 9 亿元；再融资 4 家，承销规模

10 亿元。25Q1 未完成股权业务承销。2024 年债券主承销规模 1758 亿元，同比+5.5%，排名第 19；其中公司债、金融债、ABS 承销规模分别为 632 亿元、478 亿元、422 亿元。25Q1 债券主承销规模 411 亿元，同比+33.1%，排名第 18；其中公司债、ABS、金融债承销规模分别为 158 亿元、116 亿元、78 亿元。截至 25Q1，IPO 储备项目 4 家，排名第 20，其中两市主板 2 家，科创板 2 家。资管业务规模创近五年新高。2024 年实现资管业务收入 1.6 亿元，同比+7.6%。25Q1 资管业务收入 0.4 亿元，同比+1.8%。2024 年末资产管理规模 1010 亿元，同比+19.7%，创近五年管理规模新高。自营同比显著增长。2024 年实现投资收益（含公允价值）28.2 亿元，同比+370.1%；第四季度投资收益（含公允价值）6.2 亿元，同比扭亏为盈。25Q1 投资收益（含公允价值）6.0 亿元，同比+82.3%。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 25.99/29.90/33.62 亿元，分别同比+20%/+15%/+12%，对应 2025-2027 年 PB 为 0.84/0.81/0.77 倍。公司自营弹性较大，财富管理大资管业务均有亮点，首次覆盖，给予“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）

#### **信捷电气（603416）：2024 年报及 2025 年一季报点评：大客户战略将迎收获期，机器人打造第二增长极**

**投资要点** 25Q1 营收同比+14%、归母净利润同比+3%、扣非净利润同比+8%、业绩符合市场预期。公司发布 24 年报及 25 年一季报，24 年实现营收 17.08 亿元，同比+13.5%，归母净利润 2.29 亿元，同比+14.8%，扣非净利润 2.03 亿元，同比+25.8%。25Q1/24Q4 实现营收 3.88/4.98 亿元，同比+14.3%/+17.5%，归母净利润 0.46/0.54 亿元，同比+3.5%/+22.3%，扣非净利润 0.40/0.46 亿元，同比+8.2%/+32.8%，业绩整体符合预期。产品结构变化带动利润率波动、销售人员布局带动期间费用率短期上涨。24 年/25Q1 毛利率为 37.7%/38.1%，同比+1.9/-0.9pct，销售净利率为 13.4%/11.85%，同比+0.2/-1.2pct，主要系产品结构变化导致，24 年 PLC 产品毛利率提升而 25Q1 低毛利驱动系统收入增速较快。24 年/25Q1 期间费用率为 25.8%/27.9%，同比+2.4/+2.3pct，25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.0%/5.0%/9.2%/-0.3%，同比+3.8/-0.2/-1.3/+0.1pct，主要系公司 24H2 加大销售人员招聘，预计 25 年将有效控制。PLC 市占率稳步提升、大客户战略将迎收获期。分产品看，24 年公司驱动系统（伺服为主）营收 8.06 亿元，同比+10.57%，毛利率 24.46%，同比+0.21pct，其中变频产品营收超 4500 万元，同比+40%，公司现已形成“PLC+伺服+HMI 变频”完整方案，深耕细分行业及大客户。PLC 营收 6.48 亿元，同比+21.09%，毛利率 56.25%，同比+2.23pct，公司 PLC 产品优势明显，根据 MIR，公司 24 年小型 PLC 市占率 9.5%，同比+2.0pct，同时 24 年中型 PLC 销售 1000+万元，大型 PLC 在研，我们预计未来市占率持续提升。人机界面 1.95 亿元，同比+9.50%，毛利率 32.18%，同比+1.72pct。分销售渠道看，公司 24 年直销收入 2.5 亿元，同比+26%，公司围绕大客户战略，已有 S 级以上客户立项 80+家，涵盖矿山、电动车、3C、物流、光伏、包装、半导体、机器人等下游。全年看，公司销售体系变革或将迎来收获期，我们预计 25 年主业营收同比+20~30%。布局人形机器人赛道、打造第二增长极。公司目前正在开发空心杯电机、无框力矩电机及配套驱动系统零部件，并进行相关产线规划，在驱动器、光编、“小脑”控制等领域具备相关技术储备。同时公司投资长春荣德光学（编码器及传感器），后续将继续根据市场

及客户需求，组建人形机器人团队加大市场&产品拓展，打造公司第二增长极。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-26 年归母净利润 2.99/3.62 亿元，预计 27 年为 4.39 亿元，同比+31%/+21%/+21%，对应现价 PE 为 24x、20x、16x，考虑到机器人赛道空间广阔，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)

#### 北特科技 (603009): 2025 年一季报点评: 业绩符合市场预期, 机器人贡献第二曲线

投资要点 营收+10%、归母净利润+40%、业绩符合市场预期。公司发布 2025 年一季报，实现营收 5.42 亿元，同比+10.73%，归母净利润 0.23 亿元，同比+40.31%，扣非净利润 0.21 亿元，同比+40.75%，业绩整体符合市场预期。 主业稳健增长、盈利水平持续好转。公司底盘&压缩机&铝合金业务整体稳健增长，部分新项目逐步量产，规模效应渐显，25Q1 毛利率 18.17%，同环比-0.87/+3.06pct，销售净利率 4.32%，同环比+0.91/+2.39pct。公司与耐世特、比亚迪、博世等下游头部客户长期稳定合作，同时高精产品逐步进入收获期，铝合金产能释放，我们预计 25 年主业汽车收入维持 5~15%稳健增长。 行星滚柱丝杠加速布局、贡献第二增长曲线。公司深耕汽车零部件加工，材料&加工工艺领域积累深厚，并在上海嘉定&江苏昆山设立子公司相应投资建设，其中 2024 年 12 月子公司江苏北特机器人科技公司取得昆山项目土地，建设行星滚柱丝杠研发基地，总投资达 18.5 亿元。我们认为公司凭借“技术深厚+前瞻布局+大力投资”，未来将伴随下游优质客户快速增长，贡献公司第二增长曲线。 期间费用管控效果显著、经营现金流改善。公司 25Q1 期间费用 0.68 亿元，期间费用率 12.43%，同比-2.38pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比-1.09/-0.12/-0.67/-0.50pct，期间费用管控效果显著。25Q1 经营性净现金流-0.33 亿元，同比增加 0.1 亿元，存货 5.21 亿元，较年初-2%。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年归母净利润分别为 1.22/2.02/5.65 亿元，同比+70%/+66%/+180%，对应现价 PE 分别为 128x、77x、28x，考虑到机器人行业空间广阔，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济下行，机器人业务发展不及预期等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里  
证券分析师：阮巧燕 研究助理：许钧赫)

#### 比亚迪 (002594): 2025 年一季报点评: Q1 业绩表现亮眼, 三电核心技术再突破

投资要点 Q1 业绩符合市场预期。公司 25 年 Q1 营收 1704 亿元，同环比+36%/-38%，归母净利润 92 亿元，同环比+100%/-39%，扣非净利润 82 亿元，同环比+118%/-41%，毛利率 20.1%，同环比-1.8/+3.1pct (24Q4 会计调整基数低)，归母净利率 5.4%，同环比+1.7/-0.1pct。25Q1 销量 100 万辆且出口占比提升，全年我们预计 25-30%增长。公司 25 年 Q1 销 100 万辆，同环比+60%/-34%，国内市占率 35%，基本维持稳定，出口 21 万辆，同环比+110%/+72%，高端车 5.3 万辆，同环比+37%/-16%，其中腾势/仰望/方程豹销 3.3/0.05/1.9 万辆，同比+37%/-85%/+74%，环比-8%/-42%/-26%，出海+高端化合计占比 26%，同环比+4/+14pct。公司 25 年推出超级 e 平台，打造 10C 兆瓦级快充，叠加智驾平权+dmi 出海，我们预计全年销量 550 万辆，同增 25-30%，出口翻倍至 80 万辆+。 Q1 结构优化单车盈利亮眼，25 年预计维持 9k+。我们预计 25Q1 单车价格 15.1 万元(含税)，同环比-6%/-7%，单车毛利 3.2 万元，同环比-20%/+12%，单车净利 0.87 万元，同环比

+31%/-6%，合计贡献利润 87 亿元，同环比+110%/-39%。25 年公司全面普及智驾车型，我们预计单车成本增加 4 千元左右，但出口+高端化占比有望升至 25%+，叠加规模效应带动单车折旧下降，我们预计单车利润维持 9 千元+。 比亚迪电子 Q1 利润同增 2%。比亚迪电子 Q1 收入 369 亿元，同环比+1%/-33%，毛利率 6.3%，同环比-0.6/+0.4pct，权益净利 4 亿元，同环比+2%/-48%。 资本开支同比高增，存货较年初大幅增长。公司 25 年 Q1 期间费用 234 亿元，同环比+12%/-12%，费用率 13.7%，同环比-3.1/+4.1pct；经营性现金流 86 亿元，同环比-16%/-89%；25 年 Q1 资本开支 370 亿元，同环比+42%/+35%，我们预计为海外产能扩建；25 年 Q1 末存货 1544 亿元，较年初+33%，我们预计为出海在途发货，老车型去库已接近尾声。 投资建议：我们维持公司 25-27 年归母净利润 550/683/821 亿元的预期，同增 37%/24%/20%，对应 PE 20/17/14x，给予 25 年 28x，目标价 507 元，维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动，销量不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里  
证券分析师：阮巧燕 证券分析师：朱家佟）

### 柳工 (000528): 2025 年一季报点评: 归母净利润同比+32%超预期, 大股东增持彰显长期发展信心

**投资要点** 2025Q1 归母净利润同比+32%，公司土方占比高 $\alpha$ 凸显 2025Q1 公司实现营业收入 91.5 亿元，同比+15.2%。2025 年一季度公司国内土方&非土方工程机械产品表现优异，好于行业；海外非洲、中东、亚洲、东南亚、南亚等地区收入均保持高速增长。利润端，公司 2025Q1 实现归母净利润 6.6 亿元，同比+32%，扣非归母净利润 6.1 亿元，同比+34%，业绩好于预告中值。展望 2025 年，国内土方机械开启向上周期，公司是国内土方机械收入占比最高的公司，2024 年公司国内土方机械收入占比约 50%，产品结构优异，有望充分受益于行业周期向上。 盈利能力持续提升，看好公司业绩释放确定性 2025Q1 公司实现销售毛利率 22.0%，同比-0.8pct，毛利率下滑主要是会计准则调整影响；销售净利率 7.0%，同比提升 0.5pct，盈利能力持续提升。费用端，2025Q1 公司期间费用率为 12.0%，同比下降 1.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.5%/2.5%/3.2%/-0.2%，同比分别-0.8/+0.2/+0.4/-0.9pct，费用管控能力优异。我们预计随着公司采购端持续降本、生产效率提升、大型化&电动化产品占比提高、海外渠道建设推进，公司盈利能力有望持续提升。2024 年 12 月，公司发布 2025 年经营展望，预算营业收入 346 亿元，同比+15%，销售净利率提高 1pct 以上，看好公司业绩释放确定性。 混改充分释放成长活力，股份回购增持彰显长期发展信心 （1）混改释放成长活力：2022 年公司完成混改并实现整体上市，混改完成后陆续发布股权激励和定增，有效扩张产能、升级智慧工厂、激发员工积极性，综合竞争力大幅增强。此外，公司于 2025 年 4 月 25 日发布新版薪酬方案，混改后公司已经基本实现市场化机制，完备的薪酬制度与股权激励政策将有效提升公司内部活力。 （2）回购增持彰显长期发展信心：2024 年公司实施两期股份回购，截至 25 年 2 月 28 日累计已回购 5523 万股，占公司总股本 2.7%；2025 年 4 月 25 日，公司公告称柳工集团将增持 2.5-5 亿元，回购及增持均彰显长期发展信心。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 20.72/28.93/37.95 亿元，对应当前市值 PE 分别为 11/8/6x，维持“买入”评级。 风险提示：国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期等

（证券分析师：周尔双）

### 中国平安 (601318): 2025 年一季报点评: 归母营运利润稳健增长, 价值率提升推动 NBV 同比+35%

**投资要点** 【事件】中国平安披露 2025 年一季报: 1) 归母净利润 270 亿元, 同比-26.4%, 主要受到债市下跌以及平安好医生并表等因素影响, 剔除平安好医生并表影响后同比约-17%。分业务归母净利润增速: 寿险-23%、产险-16%、银行-6%、资管+19%、金融赋能亏幅扩大。2) 归母营运利润 379 亿元, 同比+2.4%。其中, 寿险及健康险营运利润同比+5.0%。3) 一季度末净资产 9397 亿元, 较年初+1.2%。4) NBV 达 129 亿元, 可比口径下同比+34.9%。 寿险: 价值率提升带动 NBV 快速增长, 银保渠道贡献持续提升。1) 2025Q1 用于计算 NBV 的首年保费同比-19.5%, NBV 可比口径下同比+34.9%, 其中个险、银保分别同比+11.5%、+170.8%。2) 可比口径下按首年保费计算 NBV margin 同比+11.4pct 至 28.3%, 我们预计主要受产品结构改善、报行合一以及预定利率下调等因素影响。3) Q1 末寿险代理人数量 33.3 万, 较年初-6.9%, 人均 NBV 同比+14%。 产险: 综合成本率明显改善, 业务品质保持良好。1) Q1 产险保费同比+7.7%, 其中车险、非车险分别+3.7%、+15.1%。2) 综合成本率达 96.6%, 同比-3.0pct, 预计主要受大灾赔付减少、信保业务风险基本出清影响。 投资: 综合投资收益率同比提升。1) 非年化净投资收益率 0.9%, 同比持平; 非年化综合投资收益率 1.3%, 同比+0.2pct。2) Q1 末公司投资资产超 5.92 万亿元, 较年初+3.3%。其中债权计划和债权型理财产品占比较年初-0.3pct 降至 6.1%, 不动产投资余额占比 3.5%, 物权、债权、股权分别占比 82%、14%、4%。 综合金融及康养生态: 持续赋能主业发展。1) 个人客户数较年初+1.0%, 客均合同数较年初+0.3%。2) 集团个人客户中近 63%享有医疗养老生态服务, 客均合同数和客均 AUM 是普通客户的 1.6 倍、4.0 倍。 资本实力有望持续增强。平安寿险 25Q1 核心、综合偿付能力充足率分别较年初提升 47pct、39pct 至 164%、228%, 主要是对持有至到期债券进行重分类和价值重估影响。集团拟未来三年发行不超过 500 亿元境内债券融资工具, 资本实力有望继续增强。 盈利预测与投资评级: 结合公司 2025Q1 经营情况, 我们维持此前盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润为 1352/1544/1770 亿元。当前市值对应 2025E PEV 0.62x、PB 0.89x, 仍处低位。我们看好公司改革成果逐步释放, 以及稳定分红回报价值, 维持“买入”评级。 风险提示: 长端利率趋势性下行; 新单保费增长不达预期。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 曹锟)

### 中闽能源 (600163): 福建海风核心运营平台, 集团资产注入

**投资要点** 福建海风核心运营平台。中闽能源是由福建省投资开发集团控股的福建省省属电力平台。截至 2024/6/30, 公司控股装机容量 95.73 万千瓦, 其中海风 29.6 万千瓦、陆风 61.1 万千瓦、光伏 2 万千瓦及生物质 3 万千瓦。公司装机风电为主, 聚焦优质海风开发, 海风作为最核心资产, 2020 年以来海风净利润占比超 60%。公司风电电价及利用小时数优势明显, 2023 年公司 ROE11.3%, 其中福建海风项目 ROE 达 22.7%, 显著高于绿电行业平均收益率水平, 彰显优质绿电资产  $\alpha$ 。 福建享最优海风资源, 福建海风开发成长空间广阔。1) 福建省享最佳海风资源: 受台湾海峡“狭管效应”影响, 福建海域风能资源得天独厚, 利用小时全国最高, 近海水深适中地质稳定具备规模化开发条件。2) 围绕负荷消纳无忧: 海风项目紧邻需求, 2021 年以来福建弃风率保持 0%, 2024 年福建用电同比+7.8%高于全国, 有效装机容量同比+5.9%低于用电增速, 为海风消纳提供有利供需环境。3) 福建十四五规划新增开发海风 1030 万千瓦, 十五五有望接棒延续。截至

2024 年底，福建省已完成竞配/直配项目分别 660 万/141 万千瓦，海风开发有望再提速。竞配/直配电价落地，海风依然是最优质的绿电资产。海风在绿电电价体系中相对独立，早期项目电价较高且固定。2021 年福建省开启省内海风竞配，竞争激烈导致竞配上网电价显著折价，引发市场对于福建项目海风收益率担忧，也限制了海风项目的开发节奏。随着市场回归理性，2023 年以来竞配电价逐步回升，部分项目通过直配，由企业和政府协商确定电价，电价优势明显。电价担忧逐步落地，从消纳、利用小时数、投资成本综合来看，海上风电依然是最优质的绿电资产。中性假设下（中性的利用小时数、中性的投资成本），直配/竞配海风项目的全投资 IRR 分别为 7.2%/2.5%，单位 GW 净利润为 4.5/1.0 亿元。竞配项目收益率相对承压，随投资成本/利用小时数优化，有望逐步提升，直配项目收益率突出，中闽能源等地方国有企业有望在直配项目上彰显项目获取竞争力。福建投资集团资产优质，新一轮资产注入推进。2019 年控股股东福建投资集团所注入的 29.6 万千瓦优质海风，已成为公司最核心利润基石。根据集团承诺，集团内电力资产稳定投产、一个完整会计年度实现盈利、不存在合规性稳定后将启动注入程序。2025 年 1 月永泰抽水蓄能 51%股权注入程序已启动。1) 存量项目：集团优质资产充沛，其中平海湾三期（海风，30.8 万千瓦，已投运等待补贴核查结果），霞浦 B 区（海风，29.6 万千瓦，已核准），霞浦 A/C 区（海风，60 万千瓦，待核准），即将迎来新一轮优质资产注入。2) 增量项目：关注集团与上市公司项目获取的突出竞争力。盈利预测与投资建议：考虑 2025 年永泰抽蓄资产注入，我们预计公司 2024 至 2026 年归母净利润为 7.1/9.2/10.0 亿元，对应当前 PE 15.2/11.7/10.8 倍（估值日期：2025/4/25）。考虑福建优质海风项目的获取以及集团资产注入，成长性突出，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：项目建设不及预期，电改推进下电价波动，项目竞争加剧

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

### **第一创业（002797）：2024 年报及 2025 年一季报点评：固收为公司核心业务特色，业绩与债市关联度高**

**投资要点** 事件：第一创业公告 2024 年年报及 2025 年一季报。公司 2024 年实现营业收入 35.3 亿元，同比+41.9%；归母净利润 9.0 亿元，同比+173.3%；对应 EPS 0.22 元，ROE 5.8%，同比+3.6pct。2024Q4 实现营业收入 11.3 亿元，同比+96.2%，环比+28.9%；归母净利润 2.6 亿元，同比+9860.1%，环比+8.9%。2025Q1 实现营业收入 6.6 亿元，同比-1.9%；归母净利润 1.2 亿元，同比-17.6%；对应 EPS 0.03 元，ROE 0.72%，同比-0.2pct。公司业务以固收为特色，因此 2024 年在债券牛市下取得超高增长，而今年一季度由于债市波动较大，公司业绩有所下滑。打造投顾平台，稳步推进财富管理转型。2024 年实现经纪业务收入 3.8 亿元，同比+8.1%，占营业收入的 11.4%。25Q1 实现经纪业务收入 1.2 亿元，同比+46.9%，占营业收入的 19.0%。截至 2024 年末公司两融余额 76 亿元，同比+6%，市场份额 0.4%，同比基本持平。截至 25Q1 末公司两融余额 81 亿元，同比+19%，市场份额保持在 0.4%。权益投行非公司优势，受政策影响较小；2024 年债券市场表现较好期间，投行业务逆势增长。2024 年投行业务收入 2.8 亿元，同比+46.4%。25Q1 投行业务收入 0.6 亿元，同比-5.8%。2024 年 IPO 承销规模 10.7 亿元，同比-60.1%，排名第 14。25Q1 无股权项目。2024 年债券主承销规模 262 亿元，同比+80.9%，排名第 49；其中公司债、企业债承销规模分别为 257 亿元、6 亿元。25Q1 债券主承销规模 85 亿元，同比+823.0%。排名第 41。资管收入小幅增长。2024 年实现资管业务收

入 9.2 亿元，同比+1.8%。25Q1 实现资管业务收入 2.4 亿元，同比+8.4%。截至 2024 年末资产管理规模 536 亿元，同比-12.3%。公司 ESG、FOF 投资具先发优势，ABS 业务具有特色，同时参控股创金合信基金与银华基金，稳定贡献收入。 自营与债市关系度高。2024 年实现投资净收益（含公允价值）14.4 亿元，同比+143.3%；2024Q4 投资净收益（含公允价值）4.5 亿元，同比+175.1%。2025Q1 实现投资净收益（含公允价值）1.5 亿元，同比-33.7%。 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 7.55/8.57/9.56 亿元，分别同比-16%/+13%/+12%，对应 2025-2027 年 PB 为 1.74/1.66/1.58 倍。公司固收业务在行业内具有独特优势，具有一定稀缺性，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：交易量持续走低，权益及债券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）

### **中国太保（601601）：2025 年一季报点评：银保渠道发力带动 NBV 同比+39%，COR 同比改善**

**投资要点** 事件：中国太保公布 2025Q1 业绩。1) 营业收入 937 亿元，同比-1.8%。2) 归母净利润 96.3 亿元，同比-18.1%。3) 归母净资产 2636 亿元，较年初-9.5%。4) 加权 ROE 为 3.5%，同比-1.1pct。 我们认为一季度归母净资产下降较多主要是因为：1) 一季度利率回暖，FVOCI 类债券公允价值下降导致资产减少。2) 负债准备金采用移动平均曲线导致保险合同准备金增加。 寿险：银保新单保费大增带动 NBV 同比正增长。1) NBV 57.8 亿元，非可比口径下同比+11.3%，可比口径下同比+39.0%。2) 保费：个险新单保费 137 亿元，同比-15.2%。银保渠道新单保费 201 亿元，同比+130.7%；其中新保期缴保费 45.1 亿元，同比增长 86.1%。我们认为个险渠道新保承压主要是受到销售端转向分红险所致。3) 人力：季末人力 18.8 万人，同比+1.1%；其中增员人数同比增长 18.9%。核心队伍产能保持稳定，核心人力月人均首年规模保费 8.3 万元。4) 产品结构：新单保费中，分红险占比 18.2%，同比+16.1pct。 财险：综合成本率改善。1) 综合成本率 97.4%，同比-0.6pct。2) 保费：产险实现原保费收入 631 亿元，同比+1%。其中车险保费 268 亿元，同比+1.3%；非车保费 363 亿元，同比+0.7%。3) 我们认为，COR 的改善主要得益于车险进一步强化费用精细化管理水平同时不断完善新能源车经营模式，以及今年一季度大灾较少利好财险公司降低赔付。 投资：市场利率持续走低环境下，净投资收益率保持稳定。1) 集团投资资产达 28102 亿元，较年初+2.8%。2) 未年化净投资收益率 0.8%，同比持平；未年化总投资收益率 1.0%，同比-0.3pct。 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 489/469/461 亿元（前值为 491/472/464 亿元）。当前市值对应 2025E PEV 0.50x、PB 0.90x，仍处低位。我们看好公司长航二期“北极星计划”的落地实施，维持“买入”评级。 风险提示：长端利率趋势性下行，权益市场波动，新单保费承压。

（证券分析师：孙婷）

### **迈信林（688685）：2024 年报点评：航空航天业务订单持续增加，归母净利润同比大增近两倍**

**事件：**公司发布 2024 年报。2024 年实现营业收入 4.77 亿元，同比+62.35%；归母净利润 4554.29 万元，同比+198.73%。 **投资要点** 航空航天零部件业务板块的来料加工订单持续增加：迈信林 2024 年业绩表现亮眼，营业总收入达到 4.77 亿元，相比 2023 年的 2.94 亿元，同比增长 62.35%；归属于上市公司股东的净利润为 0.46 亿元，

较 2023 年的 0.15 亿元，大幅增长 198.73%。业绩增长主要得益于两方面：一是下游行业需求旺盛，航空航天零部件业务板块来料加工订单持续增加，且公司通过工艺技术与设备升级，产能及加工效率显著提升；二是公司开拓算力相关服务及销售业务，为收入增长注入新动力。其他重要财务指标方面，总资产从 2023 年的 8.68 亿元增至 2024 年的 21.74 亿元，增长 150.54%；基本每股收益和稀释每股收益均为 0.31 元，同比增长 210%；研发投入占营业收入比例为 6.32%，虽较 2023 年下降 2.29 个百分点，但研发支出仍保持一定规模，为公司技术创新提供支撑。2024 年，迈信林在航空航天零部件制造领域斩获颇丰，产品积累和技术突破成果显著：公司在航空发动机零部件和飞机起落架领域取得关键进展，成功掌握机匣、整体涡轮盘等航空发动机零部件以及起落架主架体的加工制造技术，进一步巩固了其在航空航天零部件制造领域的技术领先地位。这些技术突破不仅丰富了公司的产品种类，提升了产品附加值，还增强了公司综合配套加工能力，使其成为同时具备机体零部件、发动机零部件和机载设备零部件综合配套加工能力的民营航空航天零部件制造商。新业务积极布局，推动公司迈向新高度：首先，公司积极面向人工智能领域开展算力相关服务与销售业务，通过建设高性能算力中心，为科研机构和企业提供高效、稳定的算力支持。其次，公司在报告期内实施了 2023 年度利润分配方案，向全体股东每 10 股派发现金红利 1.57 元（含税），合计派发现金红利 2.28 亿元。此外，公司还进行了多次对外投资，新设了苏州瑞盈智算科技有限公司和苏州瑞芯智能科技有限公司等子公司，进一步拓展了公司的业务范围。盈利预测与投资评级：公司业绩符合预期，我们基本维持先前的预期，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 1.35/1.94 亿元，前值 1.31/2.11 亿元，新增 2027 年预期 2.35 亿元，对应 PE 分别为 70/49/40 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 受航空航天装备领域发展影响较大的风险；2) 设备进口比例较高的风险；3) 暂定价格与审定价格差异导致业绩波动的风险；4) 与主要客户合作关系变化的风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：王紫敬

证券分析师：许牧 研究助理：高正泰）

#### 视声智能（870976）：2024 年报暨 2025 年一季报点评：业绩增速超预期，智能产品出海势头强劲

事件：公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年实现营收为 2.49 亿元，同比增长 5.35%，实现归母净利润 0.48 亿元，同比增长 21.76%。2025 一季度实现营收为 6146.59 万元，较去年同期增长 27.65%，实现归母净利润 1522.74 万元，较去年同期增长 53.10%。投资要点 2024 年公司经营业绩稳健增长，结构优化特征显著。营业收入 2.49 亿元，同比增长 5.35%，毛利率 51.54%；归母净利润 0.48 亿元，同比增 21.76%，盈利能力持续增强。收入结构方面，智能家居收入同比增 21.20%（增加 2857.44 万元），得益于定制项目批量销售及海外市场拓展，可视对讲业务受房地产调控及市场复苏滞后影响同比降 15.38%。公司产品销售结构调整成效显著，2025 年一季度业绩保持高增长势头，显示出公司产品广受市场认可。智能家居与智慧建筑行业发展动能强劲，多维度驱动前景广阔。Statista 数据显示，2024 年全球智能家居市场规模达 2229 亿美元（约 1.6 万亿人民币），提前三年完成原 2027 年目标，中国贡献率超 35%。2024 年政策密集，围绕绿色转型、智能制造等主线：1 月支持绿色智能家电下乡；3 月推进国标制修订及以旧换新；8 月工信部深化移动物联网“万物智联”；12 月中央经济工作会议明确“智能家居”为消费增长点，推动场景融合。

家庭应用上，预计 2028 年中国智能家居活跃用户达 1.91 亿户，占比 39.2%。智能控制安全受关注，行业需突破跨设备兼容等技术瓶颈。AI 正在重构行业生态，赋能产品创新与全球化，推动企业从“产品出海”向“生态出海”升级，构建智能生活新范式。多领域卓越进取，成就品牌影响力。2024 年，品牌方面，GVS 视声接任 KNX 中国 2025 轮值主席，拥 GVS KNX+CNAS 双认证检测中心，揽十大智能家居品牌第三等荣誉，KNX 方案入选广州“人工智能+”优秀册。案例方面，其总部大厦方案落地中海等项目，深圳项目获阿拉丁神灯奖数字奖，语音中控屏获广东人工智能典型案例。新品推出方面，公司推出 20 余款新品，如 S7 语音控全屋、S32 获国际奖、S10 采用 10.1 寸大屏等。综合来看，公司重视自身品牌建设，并成效颇丰，为将来产品在全球的推广蓄力。盈利预测与投资评级：公司业绩基本符合我们此前预期，我们预测公司 2025-2026 年归母净利润为 0.66/0.80 亿元（原 0.67/0.80 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 0.98 亿元，对应 PE 分别 27.19/22.35/18.30 倍。公司在北交所科技板块中处于估值较低的位置，我们看好未来公司的估值抬升，维持“买入”评级。风险提示：1）海外业务风险；2）原材料价格波动风险；3）对政府补助依赖的风险；4）汇率变动风险；5）存货余额较大以及减值的风险

（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）

#### 凯德石英（835179）：2024 年年报点评：营收保持高增长，大力推进技术创新

事件：公司发布 2024 年年报，2024 年实现营收 3.06 亿元，同比增长 17.95%；实现归母净利润 3290.59 万元，同比减少 13.31%。投资要点 公司业务量保持提升，2024 年度营收同比增长 17.95%：2024 年度公司营收 3.06 亿元，增长主要因光伏与半导体市场火热，公司化合物半导体与 12 英寸半导体业务收入提升所致。公司 2024 年归母净利润 3290.59 万元，同比减少 13.31%，主要由于 2024 年公司高端石英制品产业化等项目新增折旧金额较大，且完成了股权激励首次授予，使得本年度公司整体费用金额较大，为当期利润带来阶段性压力。2024 年公司毛利率为 41.67%，同比增加 2.77 个百分点。半导体行业形势良好，产业政策提供支持：受益于下游半导体产能转移、5G 光纤需求增长、光伏产业持续发展，石英材料行业有望加速进口替代，进入快速上行趋势。根据中国半导体协会发布数据，中国集成电路产业销售额近年来持续增长，2023 年达 12,276.9 亿元。2024 年 1 月，工业和信息化部等七部门联合发布《关于推动未来产业创新发展的实施意见》，强调发展先进半导体等关键战略材料。预计下游需求端景气度的持续提升将为公司未来的经营发展提供较明显的政策保障和支持。子公司产能建设顺利，产品认证稳步推进：子公司凯德芯贝积极推进其半导体精密配件研发生产基地建设项目，预计投产后将实现产能的进一步提升。2024 年该项目已取得 ISO:9001 质量管理体系认证，获得多家高端石英制品客户青睐，未来将为公司高端石英制品提供创新推动力。公司与通美石英投资成立凯美石英，其项目目前进展顺利，第一期石英玻璃管已进行试生产，2024 年共实现营业收入 1,310.81 万元，预计未来将为母公司带来原材料自主供应，进一步优化成本增添助力。大力推动技术创新，产品领衔石英领域。2024 年，公司获得 9 项发明专利，并获得中国电子材料行业协会石英材料专业前十企业奖牌、北京市企业创新信用领跑企业等荣誉。公司半导体立式炉用高纯石英工艺管等 5 项研发项目已于 2024 年完成。目前公司研发中的亮点项目还有：集成电路用超高纯耐高温石英零部件产业化

项目、晶圆级高纯立式石英晶舟等7项研发项目，创新能力在国产厂商居于前列。盈利预测与投资评级：公司营收基本符合我们此前预期，归母净利润由于管理费用端扰动出现下滑。考虑到公司近期新厂房的折旧增加和股权激励费用的支付，我们向下调整公司2025-2026年归母净利润预测至为0.43/0.55亿元（原0.68/0.90亿元），新增2027年归母净利润预测为0.70亿元，对应PE分别60.35/47.15/37.41倍，维持“买入”评级。风险提示：1）下游行业波动风险；2）原材料价格波动风险；3）应收账款发生坏账风险；4）存货跌价风险；5）关联销售占比较高的风险。

（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）

### **华秦科技（688281）：2024 年报点评：业绩稳健增长，新领域积极布局**

事件：公司发布2024年报。公司2024年实现营业收入11.39亿元，同比+24.17%；归母净利润4.14亿元，同比+23.56%。投资要点 华秦科技2024年业绩表现强劲：营业收入达到11.39亿元，同比增长24.17%，归属于上市公司股东的净利润为4.14亿元，同比增长23.56%。这种增长主要得益于公司航空航天业务的拓展以及特种功能材料销售收入的增加，同时，公司在产品结构调整和成本控制方面的努力也对业绩提升起到了积极作用。此外，航空航天领域对高端材料需求的增长为公司提供了良好的市场环境，推动了公司业务的快速发展。其他重要财务指标也呈现出积极变化，如研发投入占营业收入的比例达到8.01%，与上一年持平，显示出公司对研发的持续重视；经营活动产生的现金流量净额为3.18亿元，同比增长326.63%，反映出公司经营效率和资金管理能力的提升。在产品积累和技术突破方面取得了显著进展：2024年，公司在特种功能材料领域，成功开发出新型宽温域、多频谱兼容的特种功能材料，并实现了在航空航天装备中的应用，进一步巩固了其在国内该领域的领先地位。此外，华秦科技还研发出高性能的高温结构材料和轻质高强金属复合材料，这些材料在航空航天、国防等高端装备领域具有广泛的应用前景，能够有效提升装备的性能和可靠性。公司还积极布局智能化材料和多功能一体化材料的研发，成功推出具有自感知、自适应功能的智能材料，以及集结构、隔热、电磁兼容等多种功能于一体的复合材料，为未来产品的升级换代奠定了基础。公司董事会审议通过了年度利润分配及资本公积转增股本预案：公司计划向全体股东每10股派发现金红利5.2元，预计派发现金红利总额为1.01亿元，同时以资本公积转增股本的方式向全体股东每10股转增4股，这不仅体现了公司良好的经营状况和财务实力，也彰显了公司对未来发展的信心。此外，华秦科技还积极拓展业务领域，与多家航空航天企业签订了合作协议，进一步巩固了其在航空航天材料市场中的地位。公司在技术研发方面也取得了重要突破，成功研发出多种新型特种功能材料，并获得了多项专利授权，为公司的持续发展提供了有力支撑。盈利预测与投资评级：公司业绩符合预期，但出于谨慎考虑，我们下调先前过高的预测，预计公司2025-2026年归母净利润分别为4.98/5.29亿元，前值6.74/8.67亿元，新增2027年预期6.56亿元，对应PE分别为29/27/22倍，目前公司处于行业竞争有利地位，随着未来隐身材料应用领域的拓展，下游市场有望不断扩大，因此维持“买入”评级。风险提示：1）客户集中度较高及主要客户依赖的风险；2）丧失核心竞争力风险；3）军品定价方式对公司盈利造成波动的风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研

究助理：高正泰）

**智明达（688636）：2024 年报点评：下游多型号订单恢复，看好今年为业绩拐点**

事件：公司发布 2024 年报。2024 年实现营业收入 4.38 亿元，同比-33.95%；归母净利润 1945.50 万元，同比-79.79%。投资要点 受行业环境影响，多型号订单延后：智明达 2024 年实现营业收入 4.38 亿元，同比下降 33.95%；归属于上市公司股东的净利润 1945.50 万元，同比下降 79.79%。业绩下滑主要受以下因素影响：一是市场需求放缓，部分客户项目进度延迟，导致公司订单减少；二是原材料价格上涨，增加了生产成本；三是公司加大研发投入，研发费用有所增加。此外，宏观经济环境的不确定性以及市场竞争加剧也对公司的经营业绩产生了不利影响。在产品研发和技术创新方面持续投入，取得了多项技术突破和产品积累：2024 年，公司持续加大研发投入，不断优化和完善嵌入式计算机技术，产品种类日益丰富，参与的型号项目和分系统不断增加。公司先后建立了基于嵌入式处理器+嵌入式实时操作系统等多种架构的软硬件一体嵌入式技术平台，为客户提供定制化产品和服务。在机载、弹载、商业航天、无人机等主要领域，公司的产品性能和可靠性不断提升，满足了客户在不同应用场景下的需求。同时，公司紧跟行业技术发展动态，积极开展新技术、新方向的研究与开发，为未来承接更多重大研制任务进行技术储备。这些技术积累和突破有助于增强公司的核心竞争力，提升其在行业内的影响力。继续深耕机载、弹载嵌入式计算机应用相关领域：智明达未来将继续专注于嵌入式计算机的研发、生产和销售，致力于为国家重点领域客户提供优质的产品和服务。公司计划加大研发投入，持续提升技术创新能力，拓展产品应用领域，进一步提高市场份额。同时，公司将加强与上下游企业的合作，优化产业链布局，共同推动行业发展。此外，公司还将关注行业政策和市场动态，积极应对市场变化，寻找新的发展机遇。驱动公司未来发展的因素主要包括：国防信息化建设的推进，国家重点领域的持续投入，嵌入式计算机技术的不断发展，以及国家相关政策的支持。随着这些驱动因素的逐步释放，公司有望在未来实现持续稳定的发展。盈利预测与投资评级：公司业绩承压，我们基本维持先前的预期，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 1.11/1.42 亿元，前值 1.24/1.50 亿元，新增 2027 年预期 1.65 亿元，对应 PE 分别为 40/31/27 倍，维持“增持”评级。风险提示：1）对国家重点领域集团依赖程度较高的风险；2）技术开发的风险；3）客户集中度较高的风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研

究助理：高正泰）

**国光电气（688776）：2024 年报点评：下游项目合同签订延迟，今年有望恢复**

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营业收入 5.37 亿元，同比-28.01%；归母净利润 4705.10 万元，同比-47.93%。投资要点 下游项目延迟致使业绩相对承压，但经营活动现金流净额表现良好：国光电气 2024 年业绩下滑，公司实现营业收入 5.37 亿元，同比下降 28.01%；归属于上市公司股东的净利润为 0.47 亿元，同比下降 47.93%；扣非归母净利润 0.45 亿元，同比降幅 45.80%。业绩下滑的主要原因是受国际 ITER 总部对技术要求更改的影响，多个项目合同签订延迟，同时国家磁约束可控核聚变项目在工程建设的推进过程中，由于前期试验论证的节点延期，造成订单延迟下发，导致核工业设备及部件收入下降。不过，公司经营活动现金流净额表现良好，达 1.16 亿元，同

比增长 36.79%。此外，研发投入占比达 6.82%，较上年提升 1.58 个百分点，显示出对技术创新的持续重视。在微波器件和核工业领域均取得显著技术成果：2024 年，在微波器件方面，公司研发的行波管、磁控管等产品性能持续提升，空间行波管等产品在卫星通信领域应用拓展顺利。核工业领域，公司为 ITER 项目配套的偏滤器、屏蔽模块热氦检漏设备等关键部件性能达到国际先进水平。此外，公司研制的核工业用全金属涡旋泵、耐辐照小型阀门等产品成功打破国外垄断，实现国产化替代，进一步巩固公司在核工业领域的技术领先地位，为未来业务拓展提供有力支撑。未来将围绕微波器件和核工业两大核心领域拓展：微波器件业务，公司将提升产品性能，拓展航空、航天等领域市场份额。核工业领域，公司将推进核聚变部件和核电设备研发，加强与国内项目合作。同时，公司积极布局压力容器测控组件等民用产品市场。未来增长动力源于技术创新、市场需求增长及国产化替代趋势。公司将加大研发投入，提升技术水平与产品质量，拓展市场渠道，实现持续发展。盈利预测与投资评级：公司业绩阶段性承压，我们基本维持先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 1.23/1.56 亿元，前值 1.28/1.67 亿元，新增 2027 年预期 2.09 亿元，对应 PE 分别为 70/55/41 倍，维持“买入”评级。风险提示：1) 外部环境变化带来的宏观经济的风险；2) 国家政策的风险；3) 用户议价采购的风险；4) 产品交付的风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研究助理：高正泰)

## 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>