

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-28

宏观策略

2025 年 04 月 28 日

宏观点评 20250425: 增量政策的 6 条线索——学习 4 月政治局会议精神

4 月 25 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和經濟工作。从时间来看，比去年（4 月 30 日）和前年（4 月 28 日）都要早。

会议客观判断经济形势，充分肯定一季度的经济成绩，同时看到“我国經濟持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大”。一季度 5.4% 的超预期增长来之不易，同时关税带来的外部冲击也不容忽视，对外部影响的判断从 12 月的“不利影响加深”，到“外部冲击影响加大”。

政策基调方面，强调“加紧实施更加积极有为的宏观政策”、“既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节”。为应对正在到来的关税冲击，一方面需要抓好 3 月两会部署的政策落实，另一方面择机出台新的增量政策，加大逆周期调节力度。对于增量政策的判断，4 月 17 日国务院第十三次专题学习，对政策的时机、力度有具体阐述，“要讲究政策时机，在一些关键的时间窗口，推动各方面政策措施早出手、快出手，对预期形成积极影响。要把握政策力度，必要时敢于打破常规，打好‘组合拳’，让市场真正有获得感”。风险提示：房地产市场风险；关税事件反复和出口下行压力；以旧换新政策后续不及预期的风险。

晨会编辑 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20250421: 建议关注泛科技双低转债

国内方面数据面总量优于结构，市场一方面受外围压制，另一方面期待政策的有效性能体现在数据结构上，整体横盘震荡，成交量有所萎缩。转债指数等权重跌幅大于加权，风格上中价优于低价优于高价，大盘底仓表现受光伏、猪拖累，银行标的则受益于资金护盘，形成支撑，不过我们也看到伴随 ytm 抬升，光伏标的在下半周出现反弹回升，独立于正股行情，表现出光伏转债特有的控回撤能力及一定的稀缺性。观点上一方面我们延续前期大盘权重择机抢筹的思路，同时建议关注目前估值回落较多的泛科技双低标的

固收周报 20250420: 债市窄幅震荡格局难打破

我们认为债券市场窄幅震荡的格局较难打破。目前的博弈点仍然在降准，5 月是重要的观察窗口，但更大级别的债市机会需要等待下半年的降息，以及观察诸如经济数据和金融数据等复苏的持续性。

固收点评 20250419: 绿色债券周度数据跟踪（20250414-20250418）

本周（20250414-20250418）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 14 只，合计发行规模约 108.70 亿元，较上周减少 671.05 亿元。绿色债券周成交额合计 562 亿元，较上周增加 79 亿元。

固收点评 20250419: 二级资本债周度数据跟踪（20250414-20250418）

本周（20250414-20250418）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级资本债周成交量合计约 1554 亿元，较上周减少 1038 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

箭牌家居 (001322): 2024 年报&2025 年一季报点评: 经营阶段性承压, 积极调整期待盈利修复

需求压力仍在, 下半年同比降幅有所收窄, 智能坐便器保持量增。分季度看, 2024Q1-Q4 公司营收分别同比+2.26%/-15.96%/-5.55%/-2.89%, 需求总体偏弱之下, 下半年同比降幅有所收窄, 预计主要受益于国补政策。分渠道看, 2024 年公司经销零售门店/电商/家装/工程渠道分别实现营收 27.89/15.29/11.82/15.51 亿元, 分别同比-5.54%/-4.92%/+3.25%/-17.42%, 零售门店收入受到行业竞争加剧影响同比有所下滑, 家装渠道开拓效果明显, 同比有所增长, 工程渠道管控风险, 下滑幅度较大。分区域看, 2024 年公司境外收入 3.09 亿元, 同比增长 137.73%, 公司持续推进国际化战略, 加速海外市场多元化布局。智能坐便器方面, 2024 年销售数量同比增长 8.94%, 智能坐便器收入同比下降 2.49%, 主要系轻智能销量占比提升及全智能产品价格竞争加剧的影响。公司是国内卫浴龙头, 在品牌力、产品力和渠道力方面均有较为深厚的积累。行业需求承压和竞争加剧情况下, 公司积极调整, 未来将在零售渠道重点发力并带动全渠道扩张, 通过提升产品力和品牌营销有望实现产品结构优化和门店店效增长。我们调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 3.05/3.56/4.2 亿元 (2025-2026 年前值为 4.31/5.26 亿元), 对应 PE 分别为 26X/22X/19X, 维持“增持”评级。风险提示: 下游需求波动的风险、市场竞争加剧的风险、原材料及能源价格大幅波动的风险等。

诺泰生物 (688076): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 多肽 API 持续放量, 定制类业务与小核酸蓄势待发

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年实现收入 16.25 亿元 (+57.21%, 括号内为同比, 下同), 归母净利润 4.04 亿元 (+148.19%)。2025 年一季度实现收入 5.66 亿元 (+58.96%), 归母净利润 1.53 亿元 (+130.10%)。2025 年一季度业绩落于此前预告中枢, 基本符合预期。自主选择产品收入高速增长, 多肽 API 景气度不减: 2024 年自主选择产品板块实现收入 11.29 亿元 (+79.49%), 其中多肽 API 实现收入 9.48 亿元 (+127.72%), 制剂产品实现收入 1.81 亿元 (-15.12%)。多肽 API 收入的高增长主要得益于司美格鲁肽、利拉鲁肽等品种的放量。2026 年起司美在部分地区专利到期, 仿制药上市将驱动 API 继续放量, 公司技术领先、产能布局领先, 601、602 车间年内全部投产后产能将达到 11.6 吨, 有望受益; 制剂由于 2024 年流感相对弱, 需求萎缩, 奥司他韦收入受损, 但公司后续有依折麦布阿托伐他汀钙片等 7 个品种正在审批中, 另有司美注射液等品种在研, 有望为制剂板块提供新增量。定制类产品保持较高增速, XDC 与小核酸业务蓄势待发: 2024 年定制类产品实现收入 4.94 亿元 (+22.34%)。主要得益于公司与欧洲某大型药企的 1.02 亿美金大订单金额相比原采购量指引实现较大增长, 原计划第一年采购金额为 576 万美元, 实际发生采购金额为 1188 万美元。公司目前服务对象包括美国吉利德的重磅抗艾滋病新药 Biktarvy、美国因赛特重磅创新药 Ruxolitinib、前沿生物的多肽类抗艾滋病新药艾博韦泰等知名产品, 赢得了客户的高度认可。目前公司也在积极布局合成生物学、光化学、基因治

疗、AI-driven 等前沿技术平台，将公司优势延伸至 XDC、寡核苷酸领域。我们预计 CDMO 板块将维持较高增速。 盈利预测与投资评级：考虑到多肽 API 行业依然高景气，我们维持原有预测，2025-2026 年归母净利润为 5.59/7.11 亿元，2027 年归母净利润预计为 8.73 亿元；对应当前市值 P/E 估值 21/17/14X，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；研发进度不及预期

广电计量 (002967)：2025 年一季报点评：营收同比+5%增速稳健，战略新兴板块支持成长

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 4.0/4.5/5.2 亿元，当前市值对应 PE 为 27/24/21X，维持“增持”评级。 风险提示：宏观经济波动、竞争格局恶化等

苏试试验 (300416)：2025 年一季报点评：营收同比-3%基本符合预期，静待后续需求&业绩修复

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 3.0/3.8/4.5 亿元，当前实在对应 PE 分别为 28/22/18X，维持“增持”评级。 风险提示：宏观经济波动、竞争格局恶化等

太极集团 (600129)：2025 年一季报点评：短期业绩承压，持续营销变革下期待触底反弹

事件：2025 年 Q1，公司实现总营业收入 28.28 亿元 (-32.79%，同比减少 32.79%，下同)；归母净利润 0.75 亿 (-69.8%)，扣非归母净利润为 0.8 亿元 (-63.16%)。多种因素影响下，业绩有所承压，但环比 2024 年 Q4，收入及利润端均有所改善。 盈利预测与投资评级：考虑到客观环境及公司持续改革的影响，我们将 2025-2026 年归母净利润下调由 8.2/10.3 亿元下调为 5.1/6.5 亿元，2027 年预计为 8.2 亿元，对应当前市值的 PE 估值为 23/18/14X。随着公司逐步消化 2025 年上半年的业绩高基数，业绩有望触底反弹，维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧风险，政策风险等。

贵州三力 (603439)：2024 年报&2025 年一季报点评：短期有所承压，渠道多维扩张为中长期蓄能

事件：2024 年，公司全年实现营业收入 21.44 亿元 (+31.16%，同比增长 31.16%，下同)，主要系公司销售增长及合并范围变化所致，归母净利润 2.74 亿元 (-6.38%)，扣非归母净利润 2.68 亿元 (+9.08%)。单 Q4 季度，公司营收 6.97 亿元 (+4.78%)，归母净利润 0.8 亿元 (-40.70%)，扣非归母净利润 0.81 亿元 (-12.56%)。2025 年 Q1，公司实现营业收入 4.09 亿元 (-3.18%)，归母净利润 0.42 亿元 (-25.16%)，扣非归母净利润 0.39 亿元 (-31.56%)。短期业绩有所承压。 盈利预测与投资评级：考虑到客观因素的影响，我们将 2025-2026 年的归母净利润预测由 4.22/5.06 亿元下调到 3.20/3.81 亿元，2027 年预计为 4.48 亿元，对应当前市值的估值为 15/13/11X。考虑到公司核心产品竞争力较强，且渠道覆盖不断开拓，维持“买入”评级。 风险提示：行业政策风险，市场拓展不及预期风险，产品研发不及预期风险等。

国安达 (300902)：2025 年一季报点评：业绩符合市场预期，低空+机器人双驱动

：公司机器人+低空经济应用场景双布局。我们维持公司 2025-2026 年 EPS0.23/0.47 元，预测 2027 年 EPS 为 0.79 元。维持“买入”评级。

远航精密 (833914)：2024 年报点评：24 年盈利修复业绩高增，25 年多

业务高增可期

盈利预测与投资评级：考虑公司精密结构件及柔性印刷电路组件加速放量，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 0.81/1.05/1.33 亿元（2025-2026 年前值为 0.74/0.86 亿元），同增 20%/30%/26%，对应 PE 为 26/20/16 倍，维持“增持”评级。风险提示：竞争加剧，需求不及预期。

再升科技（603601）：2024 年年报&2025 年一季报点评：毛利率企稳回升，新产品新应用拓展成效显著

新产品新应用拓展成效显著，对冲传统业务市场波动。2024 年干净空气材料/高效节能材料/无尘空调产品分别实现收入 5.37/7.76/1.28 亿元，同比分别-2.2%/+19.1%/-70.2%，其中干净空气材料受市场需求波动影响，无尘空调产品收入下降受悠远环境不再纳入合并范围影响。但公司新产品新应用开拓取得显著成效，无尘空调产品加速构建全国市场网络，扣除悠远环境影响后收入同比增长 39.7%，高效节能材料积极开拓绿色建筑应用领域和家电市场应用的增长。2025Q1 收入承压主要是干净空气材料收入同比下降 11.5%，高效节能材料收入受 VIP 板收入下降影响同比下降 5.1%所致，但 PTFE 膜材、AGM 隔板收入同比增长较快。Q1 毛利率改善，但期间费用率有所增加，影响盈利改善幅度。公司作为聚焦于洁净节能领域的细分龙头企业，持续拓展新产品新应用，通过调结构、提高度、扩赛道等举措对冲传统市场波动、开辟新增长点，成效逐步显现。基于传统市场需求波动，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.20/1.46/1.75 亿元（2025-2026 年预测前值为 1.49/1.85 亿元），维持“增持”评级。风险提示：新产品新应用拓展不及预期的风险、市场竞争加剧的风险。

罗博特科（300757）：2024 年报点评：业绩短期承压，光模块&电镀铜设备开启第二曲线

持续完善电镀铜整体布局，铸就稳健增长新动能：（1）图形化：2024 年初立项并实施了高效 N 型电池铜电极制备设备开发研究、高效 N 型电池图形化制备设备开发研究等研发项目。（2）金属化：2023 年 6 月推出了单体 GW 级太阳能电池铜电镀设备并向合作客户完成出货；2023 年 12 月初向另一家光伏电池片的头部企业出货的单体 GW 级铜电镀设备已于 2024 年年初完成设备的安装调试。推进收购 ficonTEC，硅光模块设备龙头未来可期：子公司 ficonTEC 是光电子封测行业重要的设备提供商，在全球范围内累计交付设备超过 1000 台，客户涵盖 Intel、Cisco、Broadcom、NVIDIA、Ciena、Velodyne、Lumentum、华为等一批全球知名的半导体、光通信、激光雷达等行业龙头企业。2024 年公司新增订单约 1982 万欧元，剔除期后已 SAT 金额后截至 2024 年 12 月 13 日在手订单金额约为 4800 万欧元，且处于持续增加中；除已签约订单外，客户已表达采购意向并计划在近期签署的订单金额约为 2198 万欧元，英伟达、法雷奥等客户将根据自身生产计划，持续下单，预计 2025 年一季度将会有较多新增订单。盈利预测：考虑到公司订单交付节奏及子公司 FiconTEC 后续并表，我们调整公司 2025-2026 年的归母净利润至 1.3/1.9（原值 1.4/1.7）亿元，预计 2027 年归母净利润为 2.4 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 170/115/93 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期

中微公司（688012）：2025 一季报点评：业绩快速增长，平台化布局加速

刻蚀产品持续领先，镀膜产品拓展顺利。(1) CCP 设备：在逻辑领域已对 28nm 以上的绝大部分 CCP 刻蚀应用和 28nm 及以下的大部分 CCP 刻蚀应用形成较为全面的覆盖，且已有大量机台进入国际 5nm 及以下逻辑；截至 2024Q4 已交付 4000 个反应台。在存储领域，超高深宽比刻蚀机已在客户端验证出 $\geq 60:1$ 深宽比结构的能力，成功进入 2D&3D 存储芯片产线。同时，公司积极布局超低温刻蚀技术，积极储备 $\geq 90:1$ 深宽比刻蚀技术。(2) ICP 设备：公司 ICP 设备在客户端安装腔体数量近四年 CAGR 超 100%，截至 2024 年已累计安装超 1025 个反应台，覆盖超 50 个逻辑、DRAM、3D NAND 等客户；公司的 TSV 刻蚀设备也已应用于先进封装。此外，公司正在研发用于 5-3nm 逻辑芯片的 ICP 刻蚀机。(3) MOCVD 设备：积极布局第三代半导体设备，现已在 LED 等 GaN 基设备市场占据领先地位，并在 Micro-LED 领域的 MOCVD 设备开发上取得良好进展。用于 SiC 器件的外延设备已付运样机至国内领先客户开展验证测试。(4) 薄膜沉积设备：公司首台 CVD 钨设备付运到关键存储客户端验证评估，已通过客户现场验证，并获得客户重复量产订单，公司开发的应用于高端存储和逻辑器件的 ALD 氮化钛、钛铝、氮化钽设备也已完成多个逻辑/存储客户验证；EPI 设备也已完成多家先进逻辑器件与 MTM 器件客户的工艺验证，并获得了客户的高度认可。(5) 量检测设备：成立子公司超微公司引入电子束检测设备领军人才，已规划覆盖多种量检测设备。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 24.3/34.0/44.5 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 48/34/26 倍，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂扩产节奏不及预期，新品研发&产业化不及预期等。

海油发展 (600968)：2024 年年报&2025 年一季报点评：聚焦油气领域核心技术，业绩稳健增长

盈利预测与投资评级：基于公司三大产业&建设项目推进情况，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 42、46 亿元（此前为 39、43 亿元），新增 2027 年归母净利润预测值为 50 亿元。按 2025 年 4 月 24 日收盘价，对应 PE 分别 10、9、8 倍。公司业务多元发展，盈利能力显著，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济波动和油价大幅波动风险；行业竞争加剧；下游需求不及预期；项目建设进度不及预期。

伯特利 (603596)：2024 年年报点评：新产品放量与海外拓展齐驱，业绩超预期

盈利预测与投资评级：由于公司新产品利润率提升超预期，墨西哥工厂产能爬坡利润率有望提升，我们维持公司 2025/2026 年营收为 129.2/155.0 亿元，预计 2027 年营收为 183.8 亿元，同比分别+30%/+20%/+19%；上调 2025/2026 年归母净利润为 15.5/18.8 亿元（原为 14.6/18.2 亿元），预计 2027 年归母净利润为 22.9 亿元，同比分别+28%/+22%/+21%，对应 PE 分别为 23/19/16 倍，维持“买入”评级。 风险提示：乘用车需求不及预期，海外工厂建设不及预期。

当升科技 (300073)：2025 年一季报点评：Q1 三元盈利恢复，铁锂盈利持续好转

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 6.0/7.3/10.2 亿元，同比+27%/+21%/+40%，对应 PE 为 31x/26x/19x，公司盈利仍好于市场平均水平，且 25 年海外客户占比有望进一步提升，维持“买入”评级。 风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

巴比食品 (605338): 2025 一季报点评: 单店营收企稳, 加快拓店步伐
我们略上调此前盈利预测, 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.8/3.1/3.4 亿元 (此前为 2.7/3.0/3.3 亿元), 同比+2.5%/+9.7%/+7.7%, 对应 PE 为 16/15/14X。维持“买入”评级。

精测电子 (300567): 2024 年报&2025 一季报点评: 25Q1 迎业绩拐点, 看好先进量检测设备突破

半导体量检测业务高增, 25Q1 收入表现超预期: 2024 年公司实现营收 25.65 亿元, 同比+5.6%, 其中平板显示检测业务营收 15.9 亿元, 同比-8.98%; 半导体量检测业务营收 7.7 亿元, 同比+94.65%; 新能源检测业务营收 1.7 亿元, 同比-34.38%。期间归母净利润为-0.98 亿元, 同比-165%; 扣非归母净利润为-1.59 亿元, 同比-582%。2025Q1 单季公司营收 6.89 亿元, 同比+64.9%, 其中半导体设备/显示/新能源收入为 2.12/3.82/0.78 亿元, 同比+63.7/+42.5/+429.71%; 一季度归母净利润 0.38 亿元, 同比+336%; 扣非归母净利润 0.12 亿元, 同比+149%。盈利能力受显示及新能源业务疲软及高研发支出拖累, 25Q1 盈利能力大幅改善: 2024 年毛利率为 40.0%, 同比-9.0pct; 净利率为-8.7%, 同比-12.4pct, 系公司下调显示产品价格导致显示领域毛利率承压及半导体业务尚处于高投入期所致; 期间费用率为 50.6%, 同比+0.4pct, 其中销售费用率为 7.3%, 同比-2.1pct, 管理费用率为 12.0%, 同比-0.3pct, 研发费用率为 28.2%, 同比+1.9pct, 主要系半导体领域研发加大, 财务费用率为 3.0%, 同比+0.9pct。2025Q1 单季毛利率为 41.7%, 同比 5.3pct, 环比+10.4pct; 销售净利率为 4.4%, 同比+13.97pct, 环比+40.83pct。半导体业务在手订单同比增加, 24 年经营现金流表现较好: 截至 2024Q4 末, 公司合同负债 3.87 亿元, 同比-0.6%; 存货为 19.28 亿元, 同比+29.4%; 在手订单 28.4 亿元, 其中半导体约 16.67 亿元, 同比+4.12%; 2024 年公司经营活动净现金流为 1.97 亿元, 同比+721.7%; 截止 2025Q1 末, 公司存货为 18.46 亿元, 同比+5.1%, 合同负债为 2.93 亿元, 同比-29.4%, 2025Q1 公司经营性现金流-2.88 亿元, 同比-243.9%。先进制程设备批量交付, 半导体量检测设备加速贡献: (1) 半导体设备: 公司膜厚系列产品、OCD 设备、电子束设备已取得国内先进制程重复性订单, 14nm 先进制程明场缺陷检测设备已正式交付客户, 其他部分主力产品已完成 7mm 制程的交付及验收, 目前更加先进制程的产品正在验证中。

捷佳伟创 (300724): 2024 年报&2025 年一季报点评: 业绩高增, 逐步完善专用设备平台化布局

光伏设备: 实现 TOPCon、HJT、钙钛矿及钙钛矿叠层路线全覆盖。(1) TOPCon 路线: 公司行业的产线升级改造、新建产能需求以及海外扩产仍以 TOPCon 技术为主, 继续保持领先的市场份额; (2) HJT 路线: 公司常州中试线上的 HJT 电池片平均转换效率达到 25.6%, 并且公司的大腔室射频双面微晶技术全面量产; (3) 钙钛矿技术路线: 公司的大规格涂布设备、大尺寸闪蒸炉 (VCD) 以及磁控溅射立式真空镀膜设备顺利出货给下游客户, 钙钛矿中试线也正式投产运营。拓展半导体&锂电领域, 逐步完善专用设备平台化布局。(1) 半导体设备: 子公司创微电子中标

碳化硅整线湿法设备订单, 标志着公司 6/8 吋槽式及单片全自动湿法刻蚀清洗设备已经覆盖了碳化硅器件刻蚀清洗全段工艺, 具备替代进口设备的能力, 公司半导体湿法设备积极开拓欧亚市场不断取得订单; (2) 锂

电真空专用设备: 公司自主研发的双面卷绕铜箔溅射镀膜设备成功下线, 并且已向客户成功交付了一步法复合集流体真空卷绕铝箔镀膜设备、新型薄膜电容器卷绕镀膜设备。 盈利预测与投资评级: 考虑到公司订单交付节奏, 我们下调公司 2025-2026 年的归母净利润至 21.4/10.9 (原值 24.3/34.0) 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 9.5 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 9/17/20 倍。但考虑公司逐步完善专用设备平台化布局, 故维持“增持”评级。 风险提示: 下游扩产不及预期, 新品拓展不及预期。

盛弘股份 (300693): 2025 年一季报点评: 营收+业绩稳健齐升, 出海+AIDC 有望贡献增量

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 5.6/6.8/8.2 亿元, 同增 31.3%/21.4%/19.7%, 对应 PE 为 16/13/11x。考虑到充电桩、储能行业正处于高速发展阶段, 公司将充分受益高增, 同时公司产品、研发、渠道上具有多方优势, 盈利弹性较大, 同时 AIDC 带来业绩弹性, 维持“买入”评级。 风险提示: 行业竞争加剧、政策不及预期、关税风险。

国网英大 (600517): 2024 年年报点评: “金融+制造”双主业并行发展, 全年业绩符合预期

盈利预测与投资评级: 结合公司 2024 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 17.11 亿元、18.09 亿元 (前值分别为 17.68 亿元、18.19 亿元), 对应增速分别为+8.67%、+5.76%。预计 2027 年公司归母净利润为 19.11 亿元, 对应增速为+5.61%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 16.24/15.36/14.54 倍。国网英大金融业务呈现稳健发展态势, 碳资产业务潜能有待释放, 电力装备制造业务延续高增长, 看好公司长期成长空间, 维持“增持”评级。 风险提示: 1) 信托行业监管趋严; 2) 碳资产业务发展不及预期。

恒力石化 (600346): 2024 年年报&2025 年一季报点评: 盈利能力稳健, 打造“成长+回报”型企业

事件: 公司发布 2024 年报和 2025 年一季报。2024 年, 公司实现营业总收入 2364 亿元 (同比+0.65%); 实现归母净利润 70.4 亿元 (同比+2.01%)。2025Q1, 公司实现营业总收入 570.24 亿元 (同比-2.34%, 环比-2.56%); 实现归母净利润 20.51 亿元 (同比-4.13%, 环比+5.79%)。 无惧行业竞争加剧, 公司经营情况保持稳健: 2025Q1, 行业处于供需淡季且延续去年下半年以来宏观整体需求复苏转弱的影响, 下游新材料产品的价格价差承压, 内卷式竞争加剧, 导致下游产品盈利同比有所下滑。上游炼化和 PTA 产品盈利则相对稳定, 且公司灵活调整产品结构, 加强成本管控, 应对市场价格波动影响, 净利润仍然保持行业内较高水准。 在建项目稳步推进, 实现产业“优链、延链、补链”: 2024 年, 1) 公司 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目全面建成投产; 2) 恒力化纤年产 40 万吨高性能特种工业丝智能化生产项目全线投产, 工业丝总产能达 80 万吨/年; 3) 功能性薄膜苏州汾湖基地 12 条线全面投产, 可年产 47 万吨, 南通基地另外 12 条线功能性薄膜项目和锂电隔膜项目稳步推进中, 预计 2025 年逐线投产。汾湖和南通基地的建成投产, 将推动康辉新材成为全球产能规模和工艺领先的功能性膜材料企业。 现金流稳健, 资本开支进入尾声, 保持高分红回馈股东: 2025Q1, 公司经营活动现金净流量 77 亿元 (2024Q1 为 79 亿元), 公司投资活动现金净流量-35 亿元 (2024Q1 为-88 亿元), 现金流水平稳健。2024 年, 公司拟每股派发现金红利 0.45 元, 预计 2024

年派发现金红利约 31.7 亿元，分红比例约 45%。公司后续经营重心将更加突出精细化成本管控下的“优化运营、降低负债和强化分红”，持续打造价值“成长+回报”型上市企业。 盈利预测与投资评级：基于公司产能投放进度以及后续战略规划，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 80、93 亿元（此前为 106、123 亿元），新增 2027 年归母净利润预测值为 107 亿元。按 2025 年 4 月 24 日收盘价，对应 PE 分别 14、12、10 倍。考虑公司仍具有成长性，后续资本开支较少，且保持高分红政策，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济波动和油价大幅波动风险；行业竞争加剧；下游需求不及预期；项目建设进度不及预期。

国金证券（600109）：2024 年报及 2025 年一季报点评：单季度净利润增速均超 50%，经纪市占小幅提升

事件：国金证券公告 2024 年年报及 2025 年一季报。公司 2024 年实现营业收入 66.6 亿元，同比-1.0%；归母净利润 16.7 亿元，同比-2.8%；对应 EPS 0.45 元，ROE 5.0%，同比-0.4pct。2024Q4 实现营业收入 23.7 亿元，同比+39.5%，环比+46.9%；归母净利润 7.8 亿元，同比+61.0%，环比+77.0%。2025Q1 实现营业收入 18.9 亿元，同比+27.1%；归母净利润 5.8 亿元，同比+58.8%；对应 EPS 0.16 元，ROE 1.7%，同比+0.6pct。 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 18.50/19.85/21.62 亿元，分别同比+11%/+7%/+9%，对应 2025-2027 年 PB 为 0.83/0.80/0.76 倍。资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，公司经纪市占小幅提升，客户群体不断优化，互联网金融布局较早且持续投入，首次覆盖，给予“买入”评级。

寒武纪-U（688256）：2024 年报&25Q1 季报点评：第一大客户营收贡献高，存货持续大增

业绩基本符合预期，Q1 净利率持续提升。24 年公司实现营收 11.7 亿元，yoy+66%，25Q1 营收 11.1 亿元，yoy+4230%，qoq+12%。24 年实现归母净利润-4.5 亿元，yoy+47%，25Q1 归母 3.6 亿元，yoy+257%，qoq+32%。盈利能力方面，24Q4/25Q1 公司毛利率为 56.99%/55.99%，公司净利率为 27.45%/31.96%，在毛利率环比略降的情况下，净利率实现较大幅度的提升，或体现规模效应。 资产负债表再超预期，25 年业绩可期。存货方面，24Q2/24Q3/24Q4/25Q1 存货分别达到 2.4/10.2/17.7/27.6 亿元。货币资金方面，24Q4/25Q1 货币资金分别达到 19.9/6.5 亿元。假设该产品毛利率对应 55.99%（以公司 25Q1 毛利率计算），或对应 62.7 亿潜在营收贡献。展望全年，我们认为公司营收有望逐季释放，规模效应有望逐季增强。 第一大客户贡献较高，占据客户资源优势。据公司 24 年年报，前五大客户合计贡献 11.1 亿营收，占总营收比重达到 94.6%。其中第一大客户为公司长期合作伙伴，24 年贡献 9.3 亿营收，占总营收比重达到 79%。主要由于公司的智能芯片产品竞争力不断提升，在长期合作过程中得到客户认可，因此该客户于 24 年增加采购。我们认为寒武纪占据客户资源优势，有望支撑营收再上新台阶，并且凭借技术优势和产品布局，有望在新一轮增长周期中获得显著市场份额。

巨人网络（002558）：2024 年年报点评：业绩表现亮眼，积极布局 AI 全产业链

盈利预测与投资评级：考虑到新游储备丰富，且合同负债有望逐步释放业绩，我们上调并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.85/0.92/0.99 元（2025-2026 年前值为 0.82/0.89 元），对应当前股价 PE

分别为 16/14/13 倍，维持“买入”评级。 风险提示：老游流水超预期下滑，新游表现不及预期，行业监管风险。

旭升集团 (603305): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 业绩符合预期, 机器人量产在即

公司发布 2024 年年度报告和 2025 年一季度报告。2024 年公司实现营收 44.09 亿元，同比-8.79%；归母净利润 4.16 亿元，同比-41.71%，符合我们预期。24Q4 公司营收达 11.35 亿元，同比-9.86%/环比+0.85%；24Q4 公司归母净利润达 0.93 亿元，同比-37.48%/环比+60.25%。25Q1 营收达 10.46 亿元，同比-8.12%/环比-7.76%，归母净利润达 0.96 亿元，同比-39.15%/环比+2.53%。机器人业务拓展卡位 T 链，海外版图持续扩张：公司在锚定主业根基的同时积极布局人形机器人赛道，全力投入关节壳体、躯干结构件等关键产品研发，并斩获多家海内外客户项目定点，迎来收获期。海外方面，公司于 2023H2 推进墨西哥生产基地建造，当前已进入调试阶段预计 2025 年投产；2024 年末，公司宣告泰国生产基地的计划，部署智能机械/人形机器人铝镁合金零部件、新能源汽车关键核心部件。通过泰国和墨西哥基地的部署，公司正式搭建起“中国 + 北美 + 东南亚”三角产能网络，加快向全球轻量化零部件供应商的转型。 盈利预测与投资评级：考虑到公司下游大客户销量下滑和降本需求，我们将公司 2025-2026 年归母净利润的预测下调为 5.54 亿元、6.83 亿元（2025-2026 年前值为 6.92 亿元、8.93 亿元），27 年预计为 8.03 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.58 元、0.72 元、0.84 元（2025-2026 年前值为 0.74 元、0.96 元），市盈率分别为 22 倍、17 倍、15 倍，但公司海外业务及机器人业务将迎来收获期，维持“买入”评级。

景津装备 (603279): 2024 年报点评: 配套设备收入高增 92%，现金流大幅改善&持续高分红

盈利预测与投资评级：压滤机领域龙头，下游需求多元，成套化+出海新成长。考虑宏观经济形势及降价等因素影响，我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 11.31/12.45 亿元调降至 8.86/9.57 亿元，预计 2027 年归母净利润为 10.38 亿元，对应 2025-2027 年 PE 为 11/10/9 倍。受国内经济环境影响，公司业绩短期承压，期待顺周期需求修复、配套设备产能爬坡及海外市场突破，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，行业竞争加剧等。

雷赛智能 (002979): 24 年报及 25 年一季报点评: 业绩基本符合预期, 灵巧手方案积极对接客户

24 年/25Q1 营收同比+12%/+2%、归母净利润同比+45%/+2%，业绩符合市场预期。公司 24 年实现营收 15.8 亿元，同比+12%，归母净利润 2.0 亿元，同比+45%，扣非 2.0 亿元，同比+58%。25Q1/24Q4 营收 3.9/4.3 亿元，同比+2%/+19%，归母 0.6/0.6 亿元，同比+2%/+21%，扣非 0.5/0.5 亿元，同比+1%/+15%。24 年及 25Q1 业绩整体符合预期。 运控产品稳步增长、变革红利逐步体现。1) 分产品看，伺服表现最为亮眼：公司 24 年伺服系统类收入 7.1 亿元，同比+12%，毛利率 27.99%，同比-0.49pct，公司持续通过“步进+伺服+PLC”解决方案深耕细分行业工艺及终端大客户，24 年市占率达 4%（内资仅次于龙头汇川）；步进系统类收入 6.1 亿元，同比+3%，毛利率 39.06%，同比-0.37%，公司持续研发中高端产品并拓展新行业新应用，打开份额天花板；控制技术类收入 2.5 亿元，同比+47%，其中 PLC 在先进制造行业进一步拓展，相关收入同比+88%，整

体毛利率 66.18%，同比-1.57%，凭借深厚运控底蕴，推出大/中/小型 PLC 及远程 IO 模块等系列，实现较好市场突破。2）分销售模式，经销开始发挥显著贡献。公司 24 年直销收入 8.2 亿元，同比-20%，经销收入 7.7 亿元，同比+93%，公司秉承“渠道为主，直销为辅，互补共赢”策略，广铺渠道，24 年底已引进优质经销商 200 余家，建立办事处 30 余个，我们预计 25 年经销商将进一步发挥优势，带动业绩增长。3）分行业看，3C 半导体行业 24 年/25Q1 贡献明显，但新能源行业因产能过剩、CAPEX 大幅下滑，对订单及收入仍有一定拖累。25Q1 因同期高基数、叠加部分新能源订单尚未交付影响收入增速。全年看，公司通过深耕 3C&半导体优势行业，拓展包装&经销弥补缺口，我们预计 25 年主业营收同比+20~30%。

同花顺（300033）：2025 年一季报点评：整体业绩稳健，成本控制较强
盈利预测与投资评级：基于资本市场活跃度持续向好，利好公司 C 端各项业务收入增长，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 24/31/39 亿元，分别同比+31%/+28%/+26%，对应 PE 分别为 59/46/36 倍，维持“买入”评级。风险提示：业务发展不及预期，AI 技术及应用发展不及预期。

洽洽食品（002557）：2024 年报及 2025 年一季报点评：25Q1 低点已过，关注边际改善

考虑到成本上涨，我们下调 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 7.6/10.9/11.6 亿元（此前 2025-2026 年盈利预测为 11.5/12.8 亿元），同比-11%/+43%/+6%，对应 PE 为 16/11/10X。公司经营承压期已过，且盈利预测下修市场已经有所反应，维持“买入”评级。

儒竞科技（301525）：2024 年报及 2025 年一季报点评：Q1 业绩符合预期，热泵恢复增长，人形新品小批量

盈利预测与投资评级：我们预计 25-27 年归母净利润 2.3/3.2/4.1 亿元，同比+35%/+39%/+31%，较前期预测 25/26 年归母净利润 2.8/3.6 亿元有所下调，27 年为本期新增预测。对应现价 PE 分别为 29x/21x/16x，公司暖通边际恢复，新能源车高增，机器人业务新品迭代中，维持“买入”评级。风险提示：海外热泵需求不及预期，机器人业务不及预期等。

东土科技（300353）：2025 年一季报点评：业绩略超市场预期，自主可控+机器人操作系统双驱动

公司前瞻布局机器人操作系统，凭借在工业操作系统领域的技术积累和行业 know-how，有望在机器人行业开启新的增长极。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测为 0.86/1.52/2.02 亿元，维持“买入”评级。

纽威数控（688697）：2024 年报点评：业绩保持增长，持续加码研发提升产品竞争力

盈利预测与投资评级：考虑到关税对全球制造业的潜在影响，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 3.60（原值 3.73）/4.20（原值 4.45）亿元，给予 2027 年归母净利润预测 4.92 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 16/14/12 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游行业需求不及预期、核心部件依赖外购、市场竞争加剧。

北方导航（600435）：2024 年报点评：下游需求恢复，业绩拐点将至

盈利预测与投资评级：公司业绩虽然阶段性承压，但考虑到下游需求已经恢复，而公司作为国内制导控制平台领军企业，随着远火订单释放，经营

情况有望显著改善。出于谨慎考虑,我们下调先前的预测,预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 1.99/2.53 亿元,前值 3.03/4.12 亿元,新增 2027 年预期 3.18 亿元,对应 PE 分别为 83/66/52 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。

振华科技 (000733): 2024 年报点评: 国防预算结构性倾斜, 有望注入长期增长动能

盈利预测与投资评级: 公司业绩相对承压,我们下调先前的预测,预计公司 2025-2026 年的归母净利润分别为 10.83/12.52 亿元,前值 23.67/29.19 亿元,新增 2027 年预期 14.47 亿元,对应 PE 分别为 28/24/21 倍,考虑到高新装备列装速度提升,高新电子元件转向自主化,公司将深度受益,因此维持“买入”评级。风险提示:1) 宏观经济风险;2) 民航业相关需求受其他交通方式发展冲击的风险;3) 市场竞争加剧的风险;4) 商誉减值风险。

钢研高纳 (300034): 2024 年报点评: 受益于我国航空领域扩张, 下游需求有望恢复

盈利预测与投资评级: 公司业绩相对承压,我们下调先前的预测,预计公司 2025-2026 年归母净利润预测值分别为 2.65/3.29 亿元,前值 5.29/6.30 亿元,新增 2027 年预期 3.76 亿元,对应 PE 分别为 45/37/32 倍,考虑到公司作为高温合金研发和生产的龙头公司,生产和研发实力行业领先,同时新建项目陆续投产生产规模持续扩大,有力支撑公司把握高温合金不断增长的市场机会,因此维持“买入”评级。风险提示:1) 新产品拓展不及预期;2) 原材料价格波动;3) 技术创新风险;4) 宏观政策风险。

宏观策略

宏观点评 20250425: 增量政策的 6 条线索——学习 4 月政治局会议精神

4 月 25 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。从时间来看，比去年（4 月 30 日）和前年（4 月 28 日）都要早。会议客观判断经济形势，充分肯定一季度的经济成绩，同时看到“我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大”。一季度 5.4% 的超预期增长来之不易，同时关税带来的外部冲击也不容忽视，对外部影响的判断从 12 月的“不利影响加深”，到“外部冲击影响加大”。政策基调方面，强调“加紧实施更加积极有为的宏观政策”、“既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节”。为应对正在到来的关税冲击，一方面需要抓好 3 月两会部署的政策落实，另一方面择机出台新的增量政策，加大逆周期调节力度。对于增量政策的判断，4 月 17 日国务院第十三次专题学习，对政策的时机、力度有具体阐述，“要讲究政策时机，在一些关键的时间窗口，推动各方面政策措施早出手、快出手，对预期形成积极影响。要把握政策力度，必要时敢于打破常规，打好‘组合拳’，让市场真正有获得感”。具体来看，增量政策有以下 6 条线索：

1、财政政策方面，会议指出“加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。兜牢基层‘三保’底线。”今年财政支出进度并不慢，比如今年是 4 月 24 日开始发行超长期特别国债，而去年是 5 月 17 日，早了近一个月。再比如从赤字进度来看，今年一季度实际赤字率达到 4%，是过去十年里仅次于 2020 年的水平，表明财政支出进度较快。接下来应对外部冲击的财政政策可能会分三步走，目前还在第一步，即财政支出前置，继续加快专项债发行、加快支出落地。第二步是必要时可以调整支出用途，如去年 7 月将 1 万亿超长期特别国债里的 3000 亿用于“两新”，发挥了更好的稳增长作用。第三步是赤字、特别国债、专项债进一步扩张。应对外部冲击，有足够的财政政策空间。化债方面，会议指出“继续实施地方政府一揽子化债政策”。今年 Q1 基建增长 11.5%，其中市政投资增速由负转正贡献很大，去年代表市政的公共设施投资下降 3.1%，而今年 Q1 增长 4.9%，反映出的是 5 年 10 万亿化债计划减轻地方财政压力后，地方基建项目增速回升。

2、货币政策方面，总量操作适时降准降息，结构性货币政策将发挥更大作用。二季度货币政策“降准降息”正随基本面而打开操作窗口，但是在落地节奏上则取决于经济数据、市场预期和外部冲击的实时研判。结构性货币政策将发挥更大作用，会议指出“创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等”，对科创企业、服务业、出口企业的融资支持政策在二季度将逐步落地，实现更精准的支持效果。

3、扩内需方面，服务消费的重要性提高，金融支持政策开始落地，期待下一步启动财政支持。会议指出“要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。尽快清理消费领域限制性措施，设立服务消费与养老再贷款。”会议对服务消费的重视程度有所提高，本次明确设立服务消费和养老再贷款，通过结构性货币政策支持服务消费的发展，未来可能将消费的财政补贴扩围至服务消费。再贷款支持可能相对更偏向供给侧，供给侧的支持可以更好保住就业，但仅靠供给侧支持是不够的，最终还是依赖于需求支持，才能驱动行业持续复苏，因此需要尽快出台补贴服务消费的财政政策。促消费政策接

下来也有三方面期待：一是服务消费再贷款跟“以旧换新”形成互补；二是生育补贴落地；三是未来可能适时推出服务消费补贴，实现激发内需、提振就业的多重效果。

4、房地产方面，巩固稳定态势，加大政策支持以避免市场边际走弱。相比于此前“止跌回稳”的表述，本次会议表述改为“持续巩固房地产市场稳定态势”，“巩固稳态”体现了对当前市场形势的认可，也包含对未来的要求，意味着房地产政策的力度和持续性不会弱。去年四季度以来，房地产市场确实出现了边际企稳的信号，如一线城市房价在过去6个月里有5个月都是环比上涨，但4月以来动能有所走弱，截至4月24日，30大中城市商品房销售面积平均为20.1万平，低于去年同期的23.7万平。未来“巩固稳态”的房地产政策空间体现为三个方面，一是收储商品房政策存在优化空间，如4月15日李强总理北京调研时明确指出“在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权，并及时研究推出新的支持措施”；二是用货币化安置的方式支持城中村和危旧房改造；三是常规的降低公积金利率、降低商贷利率、推出购房税费优惠、放松核心城市限购限售等。

5、出口企业纾困。会议指出“要多措并举帮扶困难企业。加强融资支持。”出口企业纾困有两个思路，一是通过出口退税、融资支持等政策帮助企业暂时渡过难关。二是支持打开市场，如出口转内销、内外贸一体化建设。后者最根本的依靠在于提振国内需求，使得消费市场扩容，能够消化掉转内销的出口。2024年我国对美出口3.7万亿，如果下降30%-60%意味着出口减少1.1-2.2万亿；而居民消费体量大约54万亿，如果消费额外扩容1-2个点，就能消化掉一半左右的出口冲击，剩下部分依靠其他非美市场。今年Q1社零增速4.6%，较去年全年3.5%提高了1个点，未来需要稳定在4.5%以上，需要宏观政策大力支持。

6、保民生就业。会议指出“要着力保民生。对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例”稳岗返还政策是政府为了稳定企业就业岗位，对足额缴纳失业保险费、且上年度未裁员或裁员率低于一定标准的企业，给予其实际缴纳失业保险费一定比例的返还。我们此前报告指出，出口冲击带来的再就业压力，主要靠建筑业和服务业解决。商务部曾测算2018年我国每百万美元出口拉动的就业人数约为40.2人次，由于劳动生产率的提升，近年来该数据可能降至29.1人次，2024年我国出口3.57亿美元，拉动就业约1.04亿，出口每下降1个点，带来的就业压力约为104万人次。极端情况下，出口增速可能下降6.6个点，只要我国5个就业弹性最大的行业名义经济增速从Q1的4.5%提高到5.6%-7.0%，就能额外吸纳686万就业，基本能消化掉关税冲击带来的就业压力。这五个行业依次是：住宿餐饮（22.1人）、居民服务（14.6人）、水利环境和公共设施（11.4人）、建筑业（10.3人）、批发零售业（9.7人），因此建筑业的以工代赈和服务业的扩容提质，对缓解就业压力十分关键。

风险提示：房地产市场风险；关税事件反复和出口下行压力；以旧换新政策后续不及预期的风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

固收金工

固收周报 20250421：建议关注泛科技双低转债

上周（0413-0418）美债长短端收益率同时回调下行，幅度上长端回调约18bp，短端回调约14bp，边际趋平，2Y/10Y期限利差边际收窄至约53bp。新增信息一方面联储担忧转向中期滞胀风险，这意味着短期降息概率边际收敛，支持我们前期判断，另一方面特朗普政府关税

政策似乎有所摇摆，不过不透明感边际有增无减，因此整体观点延续前周观点，即美债长端或偏向箱体震荡，同时短端收益率易跌难涨，期限利差将震荡在 30—50bp 范围以内。国内方面数据面总量优于结构，市场一方面受外围压制，另一方面期待政策的有效性能体现在数据结构上，整体横盘震荡，成交量有所萎缩。转债指数等权重跌幅大于加权，风格上中价优于低价优于高价，大盘底仓表现受光伏、猪拖累，银行标的则受益于资金护盘，形成支撑，不过我们也看到伴随 ytm 抬升，光伏标的在下半周出现反弹回升，独立于正股行情，表现出光伏转债特有的控回撤能力及一定的稀缺性。观点上一方面我们延续前期大盘权重择机抢筹的思路，同时建议关注目前估值回落较多的泛科技双低标的。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：伟测转债、安集转债、鼎龙转债、博杰转债、利群转债、希望转债、希望转 2、海亮转债、鹰 19 转债、美锦转债。风险提示：(1) 正股退市和信用违约风险；(2) 流动性环境收紧风险；(3) 权益市场超跌风险；(4) 地缘政治危机影响；(5) 行业政策调控超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收周报 20250420：债市窄幅震荡格局难打破

观点 债券市场进入窄幅震荡状态，后续有何交易主线？2025 年 4 月 14 日-4 月 18 日当周，债券收益率进入窄幅震荡状态，10 年期国债活跃券收益率围绕 1.65% 上下波动。一方面，宽松的货币政策环境将延续，低利率环境难以扭转；另一方面，诸如超长期特别国债发行计划的公布对债市造成边际利空。对于超长期特别国债的发行计划，暂时只公布了各期限的只数及发行的时间，并未涉及到各期限的总共及每一期规模。期限方面，仍然保持 20Y、30Y 和 50Y，只数分别为 6 只、12 只和 3 只，2024 年分别为 7 只、12 只和 3 只，大致相同。有所不同的是，超长期特别国债的发行时间较 2024 年提前一个月，由 5-11 月提前至 4-10 月，且最后一个发行月份较 2024 年减少一只 20Y 债券发行，意味着整体发行的节奏将更加前置和集中。我们假定各个期限的超长期特别国债比例与去年相同，则 20Y、30Y 和 50Y 国债的规模分别为 4000 亿元、7000 亿元和 2000 亿元。根据此前发布报告《财政发力先行下的国债供给测算》，结合最新的发行计划，国债供给规模较大的时期为 5-6 月和 8-9 月，但整体来看全年节奏依然较为平滑，无需过度忧虑供给冲击。此外，对于即将公布的 4 月 LPR 报价，产生了下调的预期。LPR 的定价由两部分决定，一是政策利率，二是银行负债成本所决定的加点。而作为银行负债的主要组成部分，存款利率的下调是降低负债成本的重要方式。2022 年至今，每一次 LPR 的下调时间点附近，都会伴随着大行的存款利率下调。近期并未出现大行下调存款利率的情况，仅有部分不在 LPR 报价行的中小银行进行存款利率的下调，因此 LPR 的下调大概率仍需要等待，一是政策利率的下调，我们预计时间点或在下半年，二是大行先行的存款利率下调。综上所述，我们认为债券市场窄幅震荡的格局较难打破。目前的博弈点仍然在降准，5 月是重要的观察窗口，但更大级别的债市机会需要等待下半年的降息，以及观察诸如经济数据和金融数据等复苏的持续性。美国 2025 年 3 月产出指数、4 月失业金领取、3 月新屋开工等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？本周 (0413—0418) 美债长短端收益率同时回调下行，幅度上长端回调约 18bp，短端回调约 14bp，边际趋平，2Y/10Y 期限利差边际收窄至约 53bp。新增信息一方面联储担忧转向中期滞胀风险，这意味着短期降息概率边际收敛，支持我们前期判断，另一方面特朗普政府关税政策

似乎有所摇摆，不过不透明感边际有增无减，因此整体观点延续前周观点，即美债长端或偏向箱体震荡，同时短端收益率易跌难涨，期限利差将震荡在 30—50bp 范围以内。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国 3 月制造业产出指数、工业产出指数环比均较前期有所下降。美国 3 月制造业产出环比为 0.3%，高于预期 0.2%，前值为 1%；3 月工业产出环比同样较前值 0.8% 进一步下降，为 0.3%，低于预期 -0.2%。美国 3 月制造业和工业产出增长乏力，环比增速均显著低于市场预期，表明经济活动扩张动能有所减弱。这可能反映出需求放缓或供应链问题仍在制约生产复苏。（2）美国 4 月 12 日当周首次申请失业救济人数有所回落，4 月 5 日当周持续领取失业金人数上升；美国 3 月新屋开工不及预期。从领取失业金数据来看，4 月 12 日当周美国首次申请失业救济人数为 21.5 万人（前值 22.3 万人），低于预测值 22.5 万人，表明美国劳动力市场仍具韧性；4 月 5 日当周持续申请失业救济人数为 188.5 万人（前值 185 万人），高于预测值 187 万人。3 月新屋开工数为 132.4 万户，较前期 150.1 万户下降明显，且不及预期 142 万户。这一定程度上显示高利率环境持续抑制房地产活动，需求端和开发商信心均有所减弱。（3）美联储在 3 月 FOMC 会议上如期维持利率不变，政策路径分歧持续发酵，5 月降息概率较上周有所下降。全年降息预期存显著分歧：交易员维持 2 次基准预测，但高盛等机构因 4 月核心 PCE 通胀连续两月持平 3.1% 且关税冲击扩散至消费端，将预期下调至 1 次，警告“2025 年或仅降息一次”。美联储内部分歧白热化：鸽派援引 3 月失业率意外升至 4.2% 及制造业 PMI 跌破荣枯线的数据，呼吁三季度前启动降息；鹰派则强调企业库存回补与财政赤字扩张可能形成“通胀二次脉冲”，主张将高利率维持至年底。鲍威尔在 4 月 15 日 IMF 论坛表态趋谨慎，称“当前数据不支持立即行动”，并首次警告“地缘政治与贸易壁垒正在重塑通胀中枢”。市场剧烈震荡：纳指周跌 1.2%，但美元指数突破 105 创年内新高，2/10 年期美债收益率曲线倒挂加深至 50bp，反映衰退担忧与政策不确定性共振。未来两周关键变量为 4 月非农时薪增速及 Q1 GDP 初值：若时薪环比低于 0.2% 且 GDP 下修至 1.5% 以下，6 月降息概率或反弹至 50%；反之，若关税效应推动核心 PCE 环比再超 0.4%，首次降息时点恐推迟至 12 月。截至 4 月 18 日，Fedwatch 预期 2025 年 5 月降息 25bp 的概率为 13.2%，上周为 39.8%；6 月份降息的可能性为 7.4%，上周为 19.1%；7 月份在 6 月份降息的基础上再次降息的可能性为 30.4%，上周为 18.6%。风险提示：外部政策冲击风险；国内政策调整风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250419：绿色债券周度数据跟踪（20250414-20250418）

观点 一级市场发行情况：本周（20250414-20250418）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 14 只，合计发行规模约 108.70 亿元，较上周减少 671.05 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、央企子公司；主体评级多为 AAA、AA+、A-级；发行人地域为浙江省、河北省、湖南省、吉林省、广东省、北京市、天津市、福建省、山东省、云南省；发行债券种类为中期票据、企业 ABS、商业银行普通债、超短期融资债、私募公司债、一般公司债、中国农业发展银行债、一般企业债。二级市场成交情况：本周（20250414-20250418）绿色债券周成交额合计 562 亿元，较上周增加 79 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 253 亿元、241 亿元和 51 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿

色债券成交量最高，占比约 85.57%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 269 亿元、102 亿元和 16 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、福建省、广东省，分别为 153 亿元、99 亿元和 47 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20250414-20250418）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度大于溢价成交，折价成交的比例小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 22 万科 GN003（-2.3974 %）、22 万科 GN001（-0.9765 %）、G22 南控 1（-0.7534 %），其余折价率均在 -0.70% 以内。主体行业以房地产、建筑、公用事业为主，中债隐含评级以 AA+、AA、AA（2）评级为主，地域分布以广东省、山东省、江苏省、江西省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 19 四川 75（0.5606 %）、GC 风电 KV（0.4902 %）、22 广东债 10（0.3566 %），其余溢价率均在 0.33% 以内。主体行业以金融、公用事业为主，中债隐含评级以 AA+、AA、AAA 评级为主，地域分布以广东省、天津市、北京市居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250419：二级资本债周度数据跟踪（20250414-20250418）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20250414-20250418）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至 2025 年 4 月 18 日，二级资本债存量余额达 44563.05 亿元，较上周末（20250411）减少 28.0 亿元。二级市场成交情况：本周（20250414-20250418）二级资本债周成交量合计约 1554 亿元，较上周减少 1038 亿元，成交量前三个券分别为 25 工行二级资本债 01BC（195.89 亿元）、25 建行二级资本债 01BC（105.48 亿元）和 20 建设银行二级（46.80 亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和浙江省，分别约为 1135 亿元、167 亿元和 51 亿元。从到期收益率角度来看，截至 4 月 18 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.00BP、0.01BP、0.02BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.05BP、0.04BP、0.05BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.02BP、0.01BP、0.02BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250414-20250418）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 21 九台农商二级（-4.5960 %）、21 花溪农商二级 01（-1.0261 %）、20 修文农商二级 01（-0.9891 %），其余折价率均在 -0.72% 以内。中债隐含评级以 AA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以浙江省、山东省、陕西省居多。溢价个券方面，溢价率前二的个券为 20 南昌农商二级 01（5.8553 %）、24 四川银行二级资本债（0.2941 %），其余溢价率均在 0.26% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA、AA- 评级为主，地域分布以北京市、浙江省、四川省居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

行业

推荐个股及其他点评

箭牌家居 (001322): 2024 年报&2025 年一季报点评: 经营阶段性承压, 积极调整期待盈利修复

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 71.31 亿元, 同比-6.76%; 归母净利 0.67 亿元, 同比-84.28%; 2025Q1 公司实现营收 10.5 亿元, 同比-7.46%; 归母净利-0.73 亿元。需求压力仍在, 下半年同比降幅有所收窄, 智能坐便器保持量增。分季度看, 2024Q1-Q4 公司营收分别同比+2.26%/-15.96%/-5.55%/-2.89%, 需求总体偏弱之下, 下半年同比降幅有所收窄, 预计主要受益于国补政策。分渠道看, 2024 年公司经销零售门店/电商/家装/工程渠道分别实现营收 27.89/15.29/11.82/15.51 亿元, 分别同比-5.54%/-4.92%/+3.25%/-17.42%, 零售门店收入受到行业竞争加剧影响同比有所下滑, 家装渠道开拓效果明显, 同比有所增长, 工程渠道管控风险, 下滑幅度较大。分区域看, 2024 年公司境外收入 3.09 亿元, 同比增长 137.73%, 公司持续推进国际化战略, 加速海外市场多元化布局。智能坐便器方面, 2024 年销售数量同比增长 8.94%, 智能坐便器收入同比下降 2.49%, 主要系轻智能销量占比提升及全智能产品价格竞争加剧的影响。价格竞争加剧导致毛利率下滑, 期间费用率有所增加。2024 年公司销售毛利率 25.24%, 同比变动-3.1pct, 主要系行业竞争加剧致产品价格下降, 分渠道来看, 经销和直销毛利率同比分别变动-2.99/4.97pct, 直销毛利率下滑幅度高于整体。期间费用率方面, 2024 年公司期间费用率同比增加了 1.95pct, 主要系收入规模下滑和折旧摊销增加导致费用摊薄减少。2025Q1 公司毛利率同比提升了 4.62pct, 同比改善预计主要系国补政策和产品结构优化的影响。经营活动现金净流量同比下滑。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为 5.14 亿元, 同比减少 55.90%, 主要系公司销售商品收到的现金减少、支付购买材料和职工薪酬增加所致。2025Q1 公司经营性净现金流净额-6.83 亿元, 上年同期为-9.39 亿元, 同比改善主要系付现比的下降。盈利预测与投资评级: 公司是国内卫浴龙头, 在品牌力、产品力和渠道力方面均有较为深厚的积累。行业需求承压和竞争加剧情况下, 公司积极调整, 未来将在零售渠道重点发力并带动全渠道扩张, 通过提升产品力和品牌营销有望实现产品结构优化和门店店效增长。我们调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 3.05/3.56/4.2 亿元(2025-2026 年前值为 4.31/5.26 亿元), 对应 PE 分别为 26X/22X/19X, 维持“增持”评级。风险提示: 下游需求波动的风险、市场竞争加剧的风险、原材料及能源价格大幅波动的风险等。

(证券分析师: 黄诗涛 证券分析师: 房大磊)

诺泰生物 (688076): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 多肽 API 持续放量, 定制类业务与小核酸蓄势待发

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年实现收入 16.25 亿元(+57.21%, 括号内为同比, 下同), 归母净利润 4.04 亿元(+148.19%)。2025 年一季度实现收入 5.66 亿元(+58.96%), 归母净利润 1.53 亿元(+130.10%)。2025 年一季度业绩落于此前预告中枢, 基本符合预期。自主选择产品收入高速增长, 多肽 API 景气度不减: 2024 年自主选择产品板块实现收入 11.29 亿元(+79.49%), 其中多肽 API 实现收入 9.48 亿元(+127.72%), 制剂产品实现收入 1.81 亿元(-15.12%)。多肽 API 收入的高增长主要得益于司美格鲁肽、利拉鲁肽等品种的放量。2026 年起司美在部分地区专利到期, 仿制药上市将驱动 API 继续放量, 公司技术领先、产能布局领先, 601、602 车间年内全部投产后产能将达到 11.6 吨, 有望受益; 制剂由于 2024 年流感相对弱, 需求萎缩, 奥司他韦收入受损, 但公司后续有依折麦布

阿托伐他汀钙片等 7 个品种正在审批中,另有司美注射液等品种在研,有望为制剂板块提供新增量。定制类产品保持较高增速,XDC 与小核酸业务蓄势待发:2024 年定制类产品实现收入 4.94 亿元(+22.34%)。主要得益于公司与欧洲某大型药企的 1.02 亿美金大订单金额相比原采购量指引实现较大增长,原计划第一年采购金额为 576 万美元,实际发生采购金额为 1188 万美元。公司目前服务对象包括美国吉利德的重磅抗艾滋病新药 Biktarvy、美国因赛特重磅创新药 Ruxolitinib、前沿生物的多肽类抗艾滋病新药艾博韦泰等知名产品,赢得了客户的高度认可。目前公司也在积极布局合成生物学、光化学、基因治疗、AI-driven 等前沿技术平台,将公司优势延伸至 XDC、寡核苷酸领域。我们预计 CDMO 板块将维持较高增速。盈利预测与投资评级:考虑到多肽 API 行业依然高景气,我们维持原有预测,2025-2026 年归母净利润为 5.59/7.11 亿元,2027 年归母净利润预计为 8.73 亿元;对应当前市值 P/E 估值 21/17/14X,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;研发进度不及预期

(证券分析师:朱国广)

广电计量(002967): 2025 年一季报点评: 营收同比+5%增速稳健, 战略新兴板块支持成长

投资要点 Q1 为检测服务传统淡季,公司营收同比+5%增长稳健 2025 年 Q1 公司实现营业总收入 6.2 亿元,同比增长 5%,归母净利润 482 万,同比增长 303%。Q1 为检测服务传统淡季,实验室产能利用率偏低影响盈利水平,业绩增速普遍低于其他季度,且还受到土壤三普检测基数影响。公司凭借特殊行业、集成电路等战略板块的快速增长,业绩增速维持稳健。考虑到特殊行业、新能源汽车与半导体等下游景气度,我们判断公司 Q2 起收入增速有望持续上行。盈利水平、费控能力总体维持稳定 2025 年 Q1 公司实现销售毛利率 38.7%,同比持平,销售净利率 0.08%,同比扭亏,盈利水平维持稳定。2025 年 Q1 公司期间费用率 43.2%,同比提升 2.5pct,其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 19.3%/8.4%/13.8%/1.6%,同比分别变动 -0.4/-0.8/+1.9/+1.7pct,精益管理推进,销售、管理费用率略有下降。战略新兴板块成长性凸显,看好公司发展前景 公司为国有计量检验检测龙头,品牌公信力、技术水平领先。2023 年末管理层换届以来,公司战略转型成果初现,看好长期成长:(1) 将战略重点从综合性检测机构转向聚焦于服务国家产业战略、科技创新的偏物理类检测业务,积极布局包括低空经济、民用航空、人工智能、深海工程、先进核能等前沿业务领域,培育未来发展动力,受益下游技术迭代和需求持续增长。2025 年 1 月公司发布公告,拟投资 3.3 亿元用于实验室技术改造(其中 2.9 亿元用于仪器设备购置),反映发展信心及转型决心。(2) 将考核重点从收入转向利润导向,推动精细化管理,全面实施降本增效策略,人效提升明显,2024 年人均创利 5.4 万元,同比增长 71%。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 4.0/4.5/5.2 亿元,当前市值对应 PE 为 27/24/21X,维持“增持”评级。风险提示:宏观经济波动、竞争格局恶化等

(证券分析师:周尔双 证券分析师:韦译捷)

苏试试验(300416): 2025 年一季报点评: 营收同比-3%基本符合预期, 静待后续需求&业绩修复

投资要点 营收同比-3%基本符合预期, Q2 起增速有望持续修复 2025 年 Q1 公司实现营业总收入 4.3 亿元,同比下降 3%,归母净利润 0.41 亿元,同比下降 3%,Q1 为检测行业传统淡季,且春节放假,产能利用率偏低影响净利润,公司业绩增速低于其他季度。全年看随特

殊行业需求持续增长、芯片检测新投产能爬坡，公司业绩增速有望修复。产能爬坡+竞争形势影响，毛利率略有下降。2025年Q1公司销售毛利率40.4%，同比下降2pct，销售净利率10.5%，同比提升0.3pct。受新建产能爬坡、新能源汽车检测下游竞争加剧等影响，毛利率略有下降。2025年Q1公司期间费用率31.4%，同比提升0.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为8.5%/12.5%/8.9%/1.6%，同比分别+0.4/-0.7/+1.0/-0.4pct，费控能力维持稳定。卡位高壁垒、成长性赛道，看好公司发展前景。我们看好公司作为环境与可靠性试验龙头的发展前景：（1）根据市场监管总局数据，2023年我国检验检测行业全年实现营业收入约4700亿元，同比增长超9%，市场空间广阔。（2）公司卡位高壁垒检测赛道，下游覆盖特殊行业、半导体、新能源汽车三大板块，同时积极拓展5G等高端领域，打造新增长引擎。未来随特殊行业需求修复，芯片国产化及分工专业化，检测需求将持续提升，公司前期扩产的苏州、西安、青岛、成都等实验室和宜特释放产能，成长空间、利润弹性可期。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3.0/3.8/4.5亿元，当前实在对应PE分别为28/22/18X，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、竞争格局恶化等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

太极集团（600129）：2025年一季报点评：短期业绩承压，持续营销变革下期待触底反弹

投资要点 事件：2025年Q1，公司实现总营业收入28.28亿元（-32.79%，同比减少32.79%，下同）；归母净利润0.75亿（-69.8%），扣非归母净利润为0.8亿元（-63.16%）。多种因素影响下，业绩有所承压，但环比2024年Q4，收入及利润端均有所改善。分业务来看，2025年Q1，医药工业实现销售收入14.67亿元（-45.52%），主要受去年同期高基数及部分产品社会库存较高所致。分产品来看，消化及代谢用药实现收入3.5亿元（-48.75%），其中，藿香正气口服液下滑较多；呼吸系统产品实现收入5.13亿元（-48.95%），主要系急支糖浆、散列通等产品下滑所致。神经系统用药表现相对较好，2025年Q1实现收入1.8亿元（+14.52%）。此外，2025年Q1公司医药商业实现销售收入16.18亿元（-15.31%）；中药材资源板块实现销售收入1.87亿元（-24.10%）；大健康及国际板块实现销售收入0.63亿元（-49.98%）。截至2025年Q1，公司存货为25.07亿元，较2024Q1下滑16%，渠道库存逐步消化。全面深化改革，积极应对市场环境变化。2024年，受2023年同期高基数及部分产品社会库存较高，以及下属子公司补税影响，致公司营业收入和净利润较同期下降。公司持续深化改革，重点夯实学术赋能及品牌打造。2024年，公司13个品种成功进入10项用药指南、19项专家共识、11项用药/防治方案；其中公司主推的重点核心产品获得了28项推荐证据，为院内学术推广夯实基础。品牌打造方面，公司一方面进行年轻化宣传，另一方面全媒体矩阵宣传，精准受众触达。公司持续组织变革，为提高管理效能，重塑营销组织，撤销原营管中心，成立市场中心和销售中心，整合普药产品群和新零售部；将本部职能部门精简至16个。公司的营销改革叠加外部环境，短期业绩有所阵痛，但我们认为2025年有望边际改善。盈利预测与投资评级：考虑到客观环境及公司持续改革的影响，我们将2025-2026年归母净利润下调由8.2/10.3亿元下调为5.1/6.5亿元，2027年预计为8.2亿元，对应当前市值的PE估值为23/18/14X。随着公司逐步消化2025年上半年的业绩高基数，业绩有望触底反弹，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)

贵州三力 (603439): 2024 年报&2025 年一季报点评: 短期有所承压, 渠道多维扩张为中长期蓄能

投资要点 事件: 2024 年, 公司全年实现营业收入 21.44 亿元 (+31.16%, 同比增长 31.16%, 下同), 主要系公司销售增长及合并范围变化所致, 归母净利润 2.74 亿元 (-6.38%), 扣非归母净利润 2.68 亿元 (+9.08%)。单 Q4 季度, 公司营收 6.97 亿元 (+4.78%), 归母净利润 0.8 亿元 (-40.70%), 扣非归母净利润 0.81 亿元 (-12.56%)。2025 年 Q1, 公司实现营业收入 4.09 亿元 (-3.18%), 归母净利润 0.42 亿元 (-25.16%), 扣非归母净利润 0.39 亿元 (-31.56%)。短期业绩有所承压。 补益用药表现相对较好, 毛利率受产品结构及上游原材料价格影响有所承压。分产品来看, 2024 年, 公司呼吸系统用药营收 14.55 亿元 (+11.89%), 毛利率 70.48% (-3.04pct, 同比下滑 3.04 个 pct, 下同); 心脑血管用药营收 0.43 亿元(+3.31%), 毛利率 63.33% (-5.70pct); 补益类用药营收 3.79 亿元 (+138.49%), 妇科用药营收 1.13 亿元 (+46.05%), 骨伤科用药营收 0.50 亿元 (+40.84%), 表现亮眼。汉方药业盈利能力有所提升, 2024 年全年营收 5.32 亿元, 净利润 0.66 亿元, 净利率提升至 12.3%(+2.8pct)。德昌祥实现收入 2.06 亿元(+59%), 净利润 0.38 亿元 (+153%), 表现较好。 渠道扩张持续推进, OTC 渠道精细化运营, 线上线下渠道协同发展。2024 年度公司新增覆盖百强连锁 27 家, 新增开发中小连锁药店 800 余家及第三终端超 6 万家, 完成全国 OTC 直营网络布局, 新增分公司 13 家。2024 年公司成立电商中心同步推进电商渠道布局, 依托公司产品积累的良好口碑, 与主流医药电商平台京东健康、阿里健康等建立深度合作。截至 2024 年, 公司核心产品开喉剑喷雾剂(儿童型)覆盖 99%以上儿童专科医院, 成人型覆盖 71%专科医院。此外, 公司深入核心产品的二次开发及上市后安全性再评价、药理毒理学研究等, 进一步优化和提升产品的质量安全性和疗效稳定性, 为学术推广夯实产品基础。 盈利预测与投资评级: 考虑到客观因素的影响, 我们将 2025-2026 年的归母净利润预测由 4.22/5.06 亿元下调到 3.20/3.81 亿元, 2027 年预计为 4.48 亿元, 对应当前市值的估值为 15/13/11X。考虑到公司核心产品竞争力较强, 且渠道覆盖不断开拓, 维持“买入”评级。 风险提示: 行业政策风险, 市场拓展不及预期风险, 产品研发不及预期风险等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 李倩)

国安达 (300902): 2025 年一季报点评: 业绩符合市场预期, 低空+机器人双驱动

事件: 公司发布 2025 年一季报, Q1 实现营收 0.59 亿元, 同比-8.28%, 归母净利润 0.03 亿元, 同比+4.87%, 扣非净利润 0.02 亿元, 同比+196.90%。业绩符合市场预期。 **投资要点** 深耕低空科技和工业机器人赛道: 2025 年, 公司将继续坚持“一体两翼六领域”, 实现“三化两量”。按照“稳中求进, 先破后立”的总基调, 统筹推进公司整体产业布局。公司始终以为行业提供高质量科技产品+服务、行业需求的消防安全总体技术解决方案等举措为整体发展战略, 除了传统主业的电力电网、新能源锂电池(含储能)、交通运输、城乡社区智能应急救援等业务继续稳步推进之外, 公司将继续在低空科技及工业机器人领域市场应用集中深耕发力。 低空经济业务有望率先落地: 2025 年, 公司通过战略投资深圳科卫泰, 实现双方在应急救援、消防安全、森林火灾察打等方面的资源整合与互补。未来, 公司将利用科卫泰研制的无人机, 在森林消防领域, 打造一种“天-空-地一体化联合协同的智能防控系统”, 应用低空星链数据结合无人机智能平台系统技术, 进行

森林安全巡查和低空灭火，能够及时有效发现森林火情，并及时扑灭森林早期火灾，构建森林灾害及时监测预警和高效处置的安全体系，可以有效减少火灾损失和对灭火人员的危害。未来，公司将进一步推动无人机技术在应急救援、消防灭火、公共安全、农林植保、物流运输、城际生活、体育赛事、文旅娱乐等多场景应用发展等，为公司创造新的业绩增长点。积极探索机器人的应用场景落地：公司在机器人业务领域的布局包括研发高机动举高消防灭火机器人，已广泛应用于石油化工、电力变电站等高危场所。该产品已得到行业和用户的高度认可，并被国家消防局列入试点应用推广目录中。同时，公司正在研发可替代消防员进行接驳消防水带及火场灭火的机器人，旨在提升机器人在危险作业中的自主执行能力。公司已经和国内主要的机器人企业建立了技术交流，正在探讨在人形和四足机器人这块的落地，以便达到优化我们现有的机器人产品。盈利预测与投资评级：公司机器人+低空经济应用场景双布局。我们维持公司 2025-2026 年 EPS0.23/0.47 元，预测 2027 年 EPS 为 0.79 元。维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期；技术推进不及预期；竞争加剧影响；利润亏损风险。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

远航精密（833914）：2024 年报点评：24 年盈利修复业绩高增，25 年多业务高增可期

投资要点 事件：公司 2024 年实现营收 8.5 亿元，同增 5%，归母净利润 0.67 亿元，同增 113%；其中 2024Q4 营收 2.45 亿元，同环比 +37%/+12%，归母净利润 0.25 亿元，同环比 +519%/+107%。2025Q1 实现营收 2.16 亿元，同环比 +26%/-12%，实现归母净利润 0.16 亿元，同环比 +12%/-35%。全年出货稳健增长，镍价下行毛利率有所回升。分业务看 2024 年公司镍带/精密结构件分别实现 6.15/2.0 亿元，同比 -3%/+29%，毛利率分别为 14.93%/19.99%，同比 +5.8/+3.2pct，主要系镍价格较 23 年回落，24 年镍带出货同比增长 15%+，受价格影响营收略有回落，毛利率受益有所回升。期间费用略有波动。公司 2024 年期间费用 0.69 亿元，同比 +12%，费用率 8.05%，同比 +0.5pct，其中 2024Q4 期间费用 0.2 亿元，同环比 -4%/+20%，费用率 8.11%，同环比 -3.4/+0.6pct。25Q1 期间费用 0.18 亿元，同环比 +16%/-10%，期间费率 8.23%，同环比 -0.7/+0.1pct。镍带业务稳健增长，精密结构件及柔性印刷电路组件加速放量。展望 2025 年，镍带出货有望保持 20%左右增长，随公司精密结构件新产能释放及新老客户加速开拓，精密结构件有望高增，柔性印刷电路组件 25 年开始放量，未来有望逐步翻番，逐步为公司贡献业绩增量，精密结构件及柔性印刷电路组件将为公司重要增长引擎。盈利预测与投资评级：考虑公司精密结构件及柔性印刷电路组件加速放量，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 0.81/1.05/1.33 亿元（2025-2026 年前值为 0.74/0.86 亿元），同增 20%/30%/26%，对应 PE 为 26/20/16 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：易中申 研究助理：薛路熹 研究助理：武阿兰）

再升科技（603601）：2024 年年报&2025 年一季报点评：毛利率企稳回升，新产品新应用拓展成效显著

投资要点 公司披露 2024 年年报&2025 年一季报，2024 年全年/2025Q1 分别实现营收 14.76 亿元/3.24 亿元，同比分别 -10.9%/-4.6%，2024 年全年/2025Q1 分别实现归母净利润 9075 万元/3356 万元，同比

分别+138.0%/+3.7%。新产品新应用拓展成效显著,对冲传统业务市场波动。2024 年干净空气材料/高效节能材料/无尘空调产品分别实现收入 5.37/7.76/1.28 亿元,同比分别-2.2%/+19.1%/-70.2%,其中干净空气材料受市场需求波动影响,无尘空调产品收入下降受悠远环境不再纳入合并范围影响。但公司新产品新应用开拓取得显著成效,无尘空调产品加速构建全国市场网络,扣除悠远环境影响后收入同比增长 39.7%,高效节能材料积极开拓绿色建筑应用领域和家电市场应用的增长。2025Q1 收入承压主要是干净空气材料收入同比下降 11.5%,高效节能材料收入受 VIP 板收入下降影响同比下降 5.1%所致,但 PTFE 膜材、AGM 隔板收入同比增长较快。Q1 毛利率改善,但期间费用率有所增加,影响盈利改善幅度。(1)2024 年全年综合毛利率为 22.0%,同比基本持平,其中干净空气材料/高效节能材料/无尘空调产品分别为 36.2%/13.7%/14.6%,分别同比+3.7/-1.3/-4.1pct,高效节能产品毛利率承压,受单位产品价格有所下降、新投产项目产能释放不足、能源成本上涨等多种因素影响,此外低毛利的无尘空调产品收入扩张,拖累了毛利率的改善,但过滤材料产品毛利率呈现企稳回升的态势。2025Q1 毛利率 25.1%,同比/环比分别增加 3.9/4.4pct,预计得益于产品价格的回升以及前期新增产能爬坡。(2)公司 2024 年期间费用率为 16.0%,同比-0.8pct,主要得益于管理费用率同比压缩 0.6pct。2025Q1 期间费用率 16.6%,同比+2.1pct,主要是销售费用率/研发费用率分别同比+1.9/+1.4pct 所致。(3)公司 2024 年销售净利率 7.1%,同比+4.3pct,得益于期间费用率的压缩以及资产/信用减值损失的减少。2025Q1 销售净利率 10.9%,同比+0.9pct。经营性现金流大幅改善,资本开支有所加快。(1)公司 2024 年全年、2025Q1 经营活动产生的现金流量净额分别为 2.24 亿元、0.71 亿元,分别同比+2.22/+0.42 亿元。2024 年经营性现金流的改善主要得益于收回的贷款增加、支付的贷款采用票据结算,以及悠远环境不再纳入合并减少了其现金流净流出对公司的影响。2025Q1 现金流的改善主要因预付能源费用同比减少。(2)公司 2024 年全年、2025Q1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 0.95 亿元/0.29 亿元,分别同比+59%/+203%,反映公司资本开支有所加快。盈利预测与投资评级:公司作为聚焦于洁净节能领域的细分龙头企业,持续拓展新产品新应用,通过调结构、提高度、扩赛道等举措对冲传统市场波动、开辟新增长点,成效逐步显现。基于传统市场需求波动,我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.20/1.46/1.75 亿元(2025-2026 年预测前值为 1.49/1.85 亿元),维持“增持”评级。风险提示:新产品新应用拓展不及预期的风险、市场竞争加剧的风险。

(证券分析师:黄诗涛 证券分析师:石峰源)

罗博特科(300757): 2024 年报点评: 业绩短期承压, 光模块&电镀铜设备开启第二曲线

投资要点 受光伏行业景气度影响,业绩有所下滑: 2024 年公司实现营收 11.06 亿元,同比-29.6%,其中光伏行业营收 10.5 亿元,同比-31.8%,占比 95%; 光电子业务营收 0.5 亿元,占 2024 年度营业收入比重为 4.54%,主要项目为公司会同 ficonTEC 为法雷奥提供的车载相机装配站项目的收入。期间归母净利润为 0.64 亿元,同比-17.2%;扣非归母净利润为 0.63 亿元,同比-16.5%。Q4 单季营收 0.90 亿元,同比-81.7%,环比-69.6%;归母净利润为-0.07 亿元,同环比转亏。持续贯彻“提质增效”经营方针,盈利能力提升: 2024 年毛利率为 28.7%,同比+5.9pct; 自动化设备毛利率为 28.7%,同比+7.0%;净利率为 5.7%,同比+0.9pct; 期间费用率为 17.7%,同比+3.7pct,其中销售费用率为

4.9%，同比+0.8pct，管理费用率为 3.5%，同比-0.3pct，研发费用率为 7.6%，同比+2.2pct，财务费用率为 1.7%，同比+1.0pct。Q4 单季毛利率为 20.7%，同比-2.8pct，环比-10.5pct，净利率为-8.9%，同环比转负。存货&合同负债降低，在手订单同比有所下滑：截至 2024Q4 末公司合同负债为 1.0 亿元，同比-51.6%，存货为 2.1 亿元，同比-59.0%。截至 2024Q4 末，公司在手订单金额约 5.7 亿元。2024Q4 经营性净现金流为 0.58 亿元，自 2024 年初以来首次转正。持续完善电镀铜整体布局，铸就稳健增长新动能：（1）图形化：2024 年年初立项并实施了高效 N 型电池铜电极制备设备开发研究、高效 N 型电池图形化制备设备开发研究等研发项目。（2）金属化：2023 年 6 月推出了单体 GW 级太阳能电池铜电镀设备并向合作客户完成出货；2023 年 12 月初向另一家光伏电池片的头部企业出货的单体 GW 级铜电镀设备已于 2024 年年初完成设备的安装调试。推进收购 ficonTEC，硅光模块设备龙头未来可期：子公司 ficonTEC 是光电子封测行业重要的设备提供商，在全球范围内累计交付设备超过 1000 台，客户涵盖 Intel、Cisco、Broadcom、NVIDIA、Ciena、Velodyne、Lumentum、华为等一批全球知名的半导体、光通信、激光雷达等行业龙头企业。2024 年公司新增订单约 1982 万欧元，剔除期后已 SAT 金额后截至 2024 年 12 月 13 日在手订单金额约为 4800 万欧元，且处于持续增加中；除已签约订单外，客户已表达采购意向并计划在近期签署的订单金额约为 2198 万欧元，英伟达、法雷奥等客户将根据自身生产计划，持续下单，预计 2025 年一季度将会有较多新增订单。盈利预测：考虑到公司订单交付节奏及子公司 FiconTEC 后续并表，我们调整公司 2025-2026 年的归母净利润至 1.3/1.9（原值 1.4/1.7）亿元，预计 2027 年归母净利润为 2.4 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 170/115/93 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

中微公司（688012）：2025 一季报点评：业绩快速增长，平台化布局加速

投资要点 营收&扣非归母净利润稳健增长。公司 2025 年一季度营收 21.7 亿元，同比+35.4%，营收显著增长主要得益于公司高端刻蚀设备付运量显著提升，LPCVD、ALD 等新产品形成重复订单。2025Q1 归母净利润为 3.1 亿元，同比+25.7%；扣除非经常性损益后的净利润为 3.0 亿元，同比+13.4%，主要得益于营收增长带来的毛利增加。公司毛利率环比改善，研发投入持续提升。2025Q1 毛利率为 41.5%，环比+2.2pct；销售净利率为 14.2%，同环比-1.3/-5.5pct；扣非净利率为 13.7%，同比-2.7pct。期间费用率为 28.8%，同比+4.5pct，其中销售费用率为 4.3%，同比-4.2pct，管理费用率为 4.1%，同比-0.4pct，研发费用率为 21.4%，同比+8.0pct，财务费用率为-0.9%，同比+1.1pct。目前公司在研项目涵盖六类设备和 20 多个新设备，Q1 研发投入为 6.9 亿元，同比大增 90.5%。存货&合同负债同比高增，在手订单充足。截至 2025Q1 末公司合同负债为 30.7 亿元，同比+162.4%；存货为 74.5 亿元，同比+33.4%；2025Q1 公司经营性现金流为 3.8 亿元。刻蚀产品持续领先，镀膜产品拓展顺利。（1）CCP 设备：在逻辑领域已对 28nm 以上的绝大部分 CCP 刻蚀应用和 28nm 及以下的大部分 CCP 刻蚀应用形成较为全面的覆盖，且已有大量机台进入国际 5nm 及以下逻辑；截至 2024Q4 已交付 4000 个反应台。在存储领域，超高深宽比刻蚀机已在客户端验证出 ≥60:1 深宽比结构的能力，成功进入 2D&3D 存储芯片产线。同时，公司积极布局超低温刻蚀技术，积极储备 ≥90:1 深宽比刻蚀技术。（2）ICP 设备：公司 ICP 设备在客户端安装腔体数量

近四年 CAGR 超 100%，截至 2024 年已累计安装超 1025 个反应台，覆盖超 50 个逻辑、DRAM、3D NAND 等客户；公司的 TSV 刻蚀设备也已应用于先进封装。此外，公司正在研发用于 5-3nm 逻辑芯片的 ICP 刻蚀机。（3）MOCVD 设备：积极布局第三代半导体设备，现已在 LED 等 GaN 基设备市场占据领先地位，并在 Micro-LED 领域的 MOCVD 设备开发上取得良好进展。用于 SiC 器件的外延设备已付运样机至国内领先客户开展验证测试。（4）薄膜沉积设备：公司首台 CVD 钨设备付运到关键存储客户端验证评估，已通过客户现场验证，并获得客户重复量产订单，公司开发的应用于高端存储和逻辑器件的 ALD 氮化钛、钛铝、氮化钽设备也已完成多个逻辑/存储客户验证；EPI 设备也已完成多家先进逻辑器件与 MTM 器件客户的工艺验证，并获得了客户的高度认可。（5）量检测设备：成立子公司超微公司引入电子束检测设备领军人才，已规划覆盖多种量检测设备。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 24.3/34.0/44.5 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 48/34/26 倍，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂扩产节奏不及预期，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）

海油发展（600968）：2024 年年报&2025 年一季报点评：聚焦油气领域核心技术，业绩稳健增长

投资要点 事件：公司发布 2024 年报和 2025 年一季报。2024 年，公司实现营业总收入 525.17 亿元（同比+6.51%）；实现归母净利润 36.56 亿元（同比+18.66%）。2025Q1，公司实现营业总收入 100.74 亿元（同比+9.42%）；实现归母净利润 5.94 亿元（同比+18.48%）。三大主业稳步推进：1）能源技术服务：2024 年，营业收入 217.33 亿元（同比+15%）。公司抢抓油田增储上产的有利时机，持续强化核心能力建设，着力提升油气生产领域核心技术和高端装备产品的供给能力。通过能力建设，有效挖掘市场增量，井下工具业务工作量同比+15.45%，人工举升服务工作量同比+6.27%，油田化学服务工作量同比+16.75%，装备设计制造及运维服务工作量同比+7.75%；2）能源物流服务：2024 年，营业收入 232.10 亿元（同比+0.6%）。公司作业支持保障能力进一步提升，产业发展韧性不断增强。加快推进协调服务“扩基延链”，实现五海八基地数智化服务全覆盖，综合效率提升 30%以上，外输协调、智能基地、智能仓储和供应链一体化服务能力不断增强，全年协调支持服务工作量同比增长 4.97%，码头装卸工作量同比增长 3.08%；3）低碳环保与数字化：2024 年，营业收入 100.60 亿元（同比+0.9%）。公司重点围绕绿色低碳、数字化、新材料等战略性新兴产业主动布局，制定“六大领域、118 项产品及服务”的战新产业目录，蓄能打造“新增长极”。积极开拓新材料业务市场，通过“可研+工艺包+技术使用许可+专有催化剂+专有设备”一体化、定制化推广模式，实现化工催化剂材料销量增长，功能膜材料在海上稠油热采锅炉补给水处理系统成功应用，水处理业务工作量同比+18.47%。“双碳”服务能力持续增强，2024 年全国温室气体自愿减排交易市场启动首日完成全国首单 CCER 碳资产交易。2025Q1 业绩向好，继续高质量发展：1）能源技术服务：得益于核心能力建设成效以及持续开展降本增效行动，有力支持保障上游增储上产，贡献了主要利润增量；2）能源物流服务：协调服务、港口岸基、海上配餐等服务工作量和石油化工品销售量增长，抵消商品销售价格随国际油价波动的影响，业务发展符合预期。3）低碳环保与数字化：新能源技术服务项目及管道涂敷工作量提升，克服市场周期波动影响，实现业绩稳健增长。重视股东回报，高分红政策延续：2024 年，公司派发现金红利约 13.72 亿元，分红比例约 37.53%，

继续保持高分红比例，注重股东回报。 盈利预测与投资评级：基于公司三大产业&建设项目推进情况，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 42、46 亿元（此前为 39、43 亿元），新增 2027 年归母净利润预测值为 50 亿元。按 2025 年 4 月 24 日收盘价，对应 PE 分别 10、9、8 倍。公司业务多元发展，盈利能力显著，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动和油价大幅波动风险；行业竞争加剧；下游需求不及预期；项目建设进度不及预期。

（证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟）

伯特利（603596）：2024 年年报点评：新产品放量与海外拓展齐驱，业绩超预期

投资要点 公告要点：公司公布 2024 年年报，业绩超我们预期。2024 年全年公司营业收入 99.37 亿元，同比+33.0%，归母净利润 12.09 亿元，同比+35.6%，扣非归母净利润 11.13 亿元，同比+30.2%。其中 2024Q4 公司实现营收 33.58 亿元，同环比+41.8%/+28.8%；实现归母净利润 4.31 亿元，同环比+45.3%/+34.4%；实现扣非归母净利润 4.04 亿元，同环比+28.9%/+40.6%。重点客户需求放量，线控制动及轻量化产品快速增长。公司核心客户奇瑞汽车/吉利汽车 2024 年产量同比+38%/+30%，驱动公司业绩增长。分子公司看，24 年伯特利电子收入 14.7 亿元，同比+47%，威海伯特利收入 18.7 亿，同比+37%。墨西哥产值提升压制整体毛利率，线控制动及机械转向业务盈利中枢提升。2024 年毛利率 21.14%，同比-1.4pct，主要为墨西哥工厂尚处于爬坡期所致。分子公司：24 年伯特利电子净利率 11%，同比+5.4pct，线控制动盈利提升明显；威海伯特利净利率 13%，同比-4.5pct，轻量化业务盈利下降；浙江万达净利率 7%，同比+2.3pct，转向业务盈利提升；墨西哥工厂净利润-1.2 亿元。2024 年公司期间费用率为 7.90%，同比-1.08pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 0.40%/2.39%/5.79%/-0.68%，同比分别-0.03pct/+0.05pct/-0.23pct/-0.19pct，期间费用率稳中有降。订单获取顺利，海外战略持续推进。2024 年公司新增定点项目 416 项，其中盘式制动器/轻量化产品/EPB/WCBS/EPB/ADAS/MSG/机械转向管柱分别新增定点项目 72/39/156/72/21/18/13 项。海外产能建设加速，墨西哥产能扩建顺利推进中。墨西哥产能扩建，国际化战略持续深入。公司墨西哥生产基地于 2021 年动工，年产能 400 万件轻量化零部件产品的一期项目已于 2023 年三季度末投产。结合在手订单及发展趋势，公司正积极推进墨西哥年产 720 万件轻量化零部件及 200 万件制动钳项目，我们预计墨西哥工厂 2025 年有望实现量利齐升。盈利预测与投资评级：由于公司新产品利润率提升超预期，墨西哥工厂产能爬坡利润率有望提升，我们维持公司 2025/2026 年营收为 129.2/155.0 亿元，预计 2027 年营收为 183.8 亿元，同比分别+30%/+20%/+19%；上调 2025/2026 年归母净利润为 15.5/18.8 亿元（原为 14.6/18.2 亿元），预计 2027 年归母净利润为 22.9 亿元，同比分别+28%/+22%/+21%，对应 PE 分别为 23/19/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车需求不及预期，海外工厂建设不及预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

当升科技（300073）：2025 年一季报点评：Q1 三元盈利恢复，铁锂盈利持续好转

投资要点 Q1 业绩符合预期。公司 25 年 Q1 营收 19.1 亿元，同环比 25.8%/-7.7%，归母净利润 1.1 亿元，同环比+0.2%/+1366%，扣非归母净利润 0.7 亿元，同环比-36%/+236%，非经常性损益主要为政府补助，毛利率 10.9%，同环比-4/0.6pct，归母净利率 5.8%，同环比-1.5/+5.4pct。

三元：Q1 出货环比持平，Q2 起海外订单放量，盈利逐步恢复。出货端，25Q1 三元正极出货约 1 万吨，同环比持平，海外销量占比约 50%，和 24Q4 持平。公司 3 月公告与 LGES、SK On 签订长期供货协议，预计在 2025 年至 2027 年分别向 LGES、SK On 出货 11、1.7 万吨正极材料；我们预计 25 年公司三元正极出货近 6 万吨，同增 40-50%，海外订单占比将由 24 年的 50% 提升至 25 年的 60%。盈利端，我们测算 Q1 三元正极单吨扣非利润约 0.6 万元，环比扭亏，我们预计随着 Q2 起海外订单释放，25 年盈利水平逐季恢复。铁锂：Q1 单吨盈利环比提升，25 年出货同比翻倍，盈利将进一步好转。出货端，25Q1 铁锂正极出货约 2.4 万吨，环减 15% 左右；公司现有 4 万吨自有产能+7-8 万吨代工厂产能，25H2 公司自有产能新增 8 万吨，25 全年有效产能预计达 15 万吨（自有+代工厂），我们预计 25 年铁锂出货 12 万吨+，同比翻倍。盈利端，25Q1 铁锂单吨盈利环比略有提升，但由于向攀枝花子公司收取部分研发费用，导致子公司净利润环比略有下滑，少数股东损益表现为负，我们预计 Q2 起铁锂盈利有望进一步好转。Q1 经营性现金流下滑，资本开支放缓。公司 25 年 Q1 期间费用 1.4 亿元，同环比+27.4%/+14.6%，费用率 7.3%，同环比+0.1/+1.4pct；经营性现金流 3.6 亿元，同环比-344%/-19%；25 年 Q1 资本开支 1.1 亿元，同环比-69.2%/-51.5%；25 年 Q1 末存货 13.7 亿元，较年初+29%。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 6.0/7.3/10.2 亿元，同比+27%/+21%/+40%，对应 PE 为 31x/26x/19x，公司盈利仍好于市场平均水平，且 25 年海外客户占比有望进一步提升，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
研究助理：胡锦芸）

巴比食品（605338）：2025 一季报点评：单店营收企稳，加快拓店步伐

投资要点 事件：2025Q1 实现营收 3.7 亿元，同比+4.5%；实现归母净利 0.37 亿元，同比-6.1%；实现扣非归母净利 0.39 亿元，同比+3.3%。外延拓店速度加快，单店营收基本企稳。面米类/馅料类/外购食品类/包装及辅料/服务费收入分别同比+2.6%/+11.4%/+3.7%/+3.4%/-14.7%。分销售模式来看，特许加盟/直营门店/团餐分别同比+2.7%/-10.2%/+11.7%。团餐保持较快的增长。2025Q1 加盟门店数量达到 5644 家，净增 501 家（其中合并的“蒸全味”、“青露”品牌共新增 504 家），我们测算单店营收同比下滑 3.4%。剔除“蒸全味”、“青露”品牌的门店，我们预计巴比品牌的门店，2025Q1 平均单店营收下滑幅度和 2024Q4 相当，但同店营收下滑幅度在收窄。补贴费用收缩、规模效应提升，利润率优化。2025Q1 公司实现毛利率 25.5%，同比-0.4pct，主要系武汉工厂的折旧影响；2025Q1 销售/管理费用率同比-0.9/-0.1pct，主要系收入端规模效应。2025Q1 实现销售净利率 10.0%，同比-1.3pct；实现扣非归母净利率 10.5%，同比-0.1pct（扣非与非扣非的差异主要来自投资收益减少）。单店营收企稳，加快拓店步伐。2025 年公司指引新开 1000 家门店，且对于并购、翻牌的态度更加积极。“蒸全味”品牌收购项目在 2024 年上半年已顺利落地，2024 年末推进的“青露”品牌项目目前完成供应链切换和股权收购事项。结合公司单店表现已经企稳，我们认为基本面已经触底，向上拐点可期。盈利预测与投资评级：我们略上调此前盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.8/3.1/3.4 亿元（此前为 2.7/3.0/3.3 亿元），同比+2.5%/+9.7%/+7.7%，对应 PE 为 16/15/14X。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）

精测电子（300567）：2024 年报&2025 一季报点评：25Q1 迎业绩拐点，看好先进量检测设备突破

投资要点 半导体量检测业务高增，25Q1 收入表现超预期：2024 年公司实现营收 25.65 亿元，同比+5.6%，其中平板显示检测业务营收 15.9 亿元，同比-8.98%；半导体量检测业务营收 7.7 亿元，同比+94.65%；新能源检测业务营收 1.7 亿元，同比-34.38%。期间归母净利润为-0.98 亿元，同比-165%；扣非归母净利润为-1.59 亿元，同比-582%。2025Q1 单季公司营收 6.89 亿元，同比+64.9%，其中半导体设备/显示/新能源收入为 2.12/3.82/0.78 亿元，同比+63.7/+42.5/+429.71%；一季度归母净利润 0.38 亿元，同比+336%；扣非归母净利润 0.12 亿元，同比+149%。盈利能力受显示及新能源业务疲软及高研发支出拖累，25Q1 盈利能力大幅改善：2024 年毛利率为 40.0%，同比-9.0pct；净利率为-8.7%，同比-12.4pct，系公司下调显示产品价格导致显示领域毛利率承压及半导体业务尚处于高投入期所致；期间费用率为 50.6%，同比+0.4pct，其中销售费用率为 7.3%，同比-2.1pct，管理费用率为 12.0%，同比-0.3pct，研发费用率为 28.2%，同比+1.9pct，主要系半导体领域研发加大，财务费用率为 3.0%，同比+0.9pct。2025Q1 单季毛利率为 41.7%，同比 5.3pct，环比+10.4pct；销售净利率为 4.4%，同比+13.97pct，环比+40.83pct。半导体业务在手订单同比增加，24 年经营现金流表现较好：截至 2024Q4 末，公司合同负债 3.87 亿元，同比-0.6%；存货为 19.28 亿元，同比+29.4%；在手订单 28.4 亿元，其中半导体约 16.67 亿元，同比+4.12%；2024 年公司经营活动净现金流为 1.97 亿元，同比+721.7%；截止 2025Q1 末，公司存货为 18.46 亿元，同比+5.1%，合同负债为 2.93 亿元，同比-29.4%，2025Q1 公司经营性现金流-2.88 亿元，同比-243.9%。先进制程设备批量交付，半导体量检测设备加速贡献：（1）半导体设备：公司膜厚系列产品、OCD 设备、电子束设备已取得国内先进制程重复性订单，14nm 先进制程明场缺陷检测设备已正式交付客户，其他部分主力产品已完成 7mm 制程的交付及验收，目前更加先进制程的产品正在验证中。公司在半导体领域在手订单约 16.68 亿元，占公司整体订单 58.65%。半导体领域已成为公司经营业绩的核心支撑；（2）平板显示检测设备：2025 年平板显示行业正逐渐走出周期性底部，LCD 大尺寸、超大尺寸预计仍存在扩线投资需求，后续随着消费领域头部客户产品逐步使用 OLED 屏幕叠加端侧 AI 设备放量，看好显示面板业务持续向好。盈利预测与投资评级：我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 2.20/3.57 亿元（原值为 3.77/5.04 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 5.60 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 83/51/32 倍。出于对公司半导体业务快速发展的乐观预期，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）

捷佳伟创（300724）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩高增，逐步完善专用设备平台化布局

投资要点 订单持续验收，业绩高增。2024 年公司实现营收 188.87 亿元，同比+116.26%，其中工艺设备营收 162.74 亿元，同比+130.44%，占比 86.16%；自动化设备营收 20.13 亿元，同比+76.99%，占比 10.66%；配件营收 6.00 亿元，同比+12.40%，占比 3.18%。归母净利润 27.64 亿元，同比+69.18%；扣非归母净利润 25.66 亿元，同比+68.23%。2025Q1 单季公司营收 40.99 亿元，同比+58.95%，环比-37.35%；归母净利润

7.08 亿元，同比+22.42%，环比-4.42%；扣非归母净利润 6.37 亿元，同比+15.49%，环比+2.47%。盈利能力略有下滑，研发投入维持高位。2024 年公司毛利率为 26.46%，同比-2.49pct，主要系光伏设备行业市场竞争激烈，工艺设备毛利率为 26.59%，同比-1.19pct；销售净利率为 14.65%，同比-4.12pct；期间费用率为 4.73%，同比-3.18pct，其中销售费用率为 0.88%，同比-1.75pct，管理费用率为 1.14%，同比-0.93pct，财务费用率为-0.73%，同比+1.41pct，研发费用率为 3.44%，同比-1.91pct。期间公司研发投入维持高位，2024 年研发费用达 6.49 亿元，同比+38.94%。2025Q1 单季毛利率为 27.52%，同比-5.42pct，环比+3.60pct；销售净利率为 17.28%，同比-5.21pct，环比+5.93pct。存货&合同负债同比下降，Q1 经营现金流表现较好。截至 2024Q4 末，公司合同负债 131.07 亿元，同比-27.63%；存货为 140.07 亿元，同比-34.18%，Q4 公司经营活动净现金流为 10.50 亿元，同比+269.23%；截止 2025Q1 末，公司存货为 115.8 亿元，同比-47%，合同负债为 121.2 亿元，同比-33%，2025Q1 公司经营性现金流 8 亿元，较上年同期转正，同比+710%。光伏设备：实现 TOPCon、HJT、钙钛矿及钙钛矿叠层路线全覆盖。（1）TOPCon 路线：公司行业的产线升级改造、新建产能需求以及海外扩产仍以 TOPCon 技术为主，继续保持领先的市场份额；（2）HJT 路线：公司常州中试线上的 HJT 电池片平均转换效率达到 25.6%，并且公司的大腔室射频双面微晶技术全面量产；（3）钙钛矿技术路线：公司的大规格涂布设备、大尺寸闪蒸炉（VCD）以及磁控溅射立式真空镀膜设备顺利出货给下游客户，钙钛矿中试线也正式投产运营。拓展半导体&锂电领域，逐步完善专用设备平台化布局。（1）半导体设备：子公司创微电子中标碳化硅整线湿法设备订单，标志着公司 6/8 吋槽式及单片全自动湿法刻蚀清洗设备已经覆盖了碳化硅器件刻蚀清洗全段工艺，具备替代进口设备的能力，公司半导体湿法设备积极开拓欧亚市场不断取得订单；（2）锂电真空专用设备：公司自主研发的双面卷绕铜箔溅射镀膜设备成功下线，并且已向客户成功交付了一步法复合集流体真空卷绕铝箔镀膜设备、新型薄膜电容器卷绕镀膜设备。盈利预测与投资评级：考虑到公司订单交付节奏，我们下调公司 2025-2026 年的归母净利润至 21.4/10.9（原值 24.3/34.0）亿元，预计 2027 年归母净利润为 9.5 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 9/17/20 倍。但考虑公司逐步完善专用设备平台化布局，故维持“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）

盛弘股份（300693）：2025 年一季报点评：营收+业绩稳健齐升，出海+AIDC 有望贡献增量

投资要点 事件：公司发布 2025 年一季度报告，25Q1 营业收入 6.04 亿元，同环比+0.87%/-35.77%，归母净利润 0.73 亿元，同环比+9.87%/-53.98%，扣非归母净利润 0.68 亿元，同环比+14.26%/-56.48%。主营业务稳健，净利润稳步增长。据我们测算，公司 2025 年一季度 1）储能 PCS 营收约下滑 30%；2）电动汽车充电桩营收约增长 28%-30%；3）电能质量设备营收约增长 28%-30%；4）电池化成与检测设备约有 10%以内增长。公司 25Q1 毛利率 39.6%，同环比+0.1/+2.6pct；归母净利率 12.1%，同环比+1/-4.8pct，盈利能力稳定，同比小幅提升。期间费用稳中有降，经营性现金流同比好转。公司 25Q1 期间费用 1.7 亿元，同环比-2.5%/-12%，其中财务费用由正转负，主要由于汇兑收益增加。费用率 27.8%，同环比-0.9/7.5pct；经营性现金流-0.8 亿元，同环比-36.9%/-206.4%，较 24Q1 增加 0.5 亿元，同比改善。出海+AIDC

布局,有望贡献新增量 1) 公司电动汽车充换电服务业务 计划全面覆盖行业客户,海外市场重点突破,将以突破重点国家的大客户或行业大客户为关键任务目标,保证海外充电设备业务的稳步增长。2) AIDC 带动电能质量相关产品的放量。25 年因国内外数据中心建设加速,收入占比有望进一步提升。此外,公司自主开发 HVDC 以及海外数据中心的能源配套产品,有望开发新增量。 盈利预测与投资评级: 我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 5.6/6.8/8.2 亿元,同增 31.3%/21.4%/19.7%,对应 PE 为 16/13/11x。考虑到充电桩、储能行业正处于高速发展阶段,公司将充分受益高增,同时公司产品、研发、渠道上具有多方优势,盈利弹性较大,同时 AIDC 带来业绩弹性,维持“买入”评级。 风险提示: 行业竞争加剧、政策不及预期、关税风险。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男)

国网英大 (600517): 2024 年年报点评: “金融+制造”双主业并行发展, 全年业绩符合预期

投资要点 事件: 国网英大发布 2024 年年报。公司 2024 年实现营业收入 112.88 亿元, 同比+3.60%; 归母净利润 15.74 亿元, 同比+15.39%; 对应 EPS 0.275 元, ROE 7.55%, 同比+0.52pct。 金融板块: 信托业务保持稳健, 证券期货业务利润大幅提升。2024 年国网英大利息收入/手续费及佣金收入分别同比-25.5%、+6.8%至 5.6、32.8 亿元。1) 信托业务: 2024 年英大信托实现营业总收入 29.9 亿元, 同比增长 7.29%; 实现净利润 17.76 亿元, 同比增长 10.63%。英大信托 2024 年营业收入、净利润分别位列行业第 3 名、第 4 名, 较上年提升 8 名、2 名。公司信托总资产规模达到 1.09 万亿元, 同比增长 32.8%。2) 证券期货业务: 2024 年英大证券实现营业总收入 8.60 亿元, 同比下降 25.64%, 主要受债权投资利息收入下降、期货基差贸易业务暂停所致; 实现净利润 1.76 亿元, 同比增长 64.43%, 主要系自营业务投资收益提升。 实业板块: 电力装备业务延续高增长态势。2024 年国网英大实现营业收入 (主要为电力装备业务收入) 74.45 亿元, 同比+5.29%。置信电气强基固本、转型提质, 持续巩固电工装备领先优势, 稳步提升核心竞争力, 经营发展取得良好成效。2024 年置信电气实现营业收入 73.75 亿元, 同比增长 6.86%; 净利润 1.49 亿元, 同比增长 45.18%。 盈利预测与投资评级: 结合公司 2024 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 17.07 亿元、18.05 亿元 (前值分别为 17.68 亿元、18.19 亿元), 对应增速分别为+8.45%、+5.73%。预计 2027 年公司归母净利润为 19.05 亿元, 对应增速为+5.56%。公司当前市值对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 16.28/15.40/14.59 倍。国网英大金融业务呈现稳健发展态势, 碳资产业务潜能有待释放, 电力装备制造业务延续高增长, 看好公司长期成长空间, 维持“增持”评级。 风险提示: 1) 信托行业监管趋严; 2) 碳资产业务发展不及预期。

(证券分析师: 孙婷 研究助理: 罗宇康)

恒力石化 (600346): 2024 年年报&2025 年一季报点评: 盈利能力稳健, 打造“成长+回报”型企业

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年, 公司实现营业总收入 2364 亿元 (同比+0.65%); 实现归母净利润 70.4 亿元 (同比+2.01%)。2025Q1, 公司实现营业总收入 570.24 亿元 (同比-2.34%, 环比-2.56%); 实现归母净利润 20.51 亿元 (同比-4.13%, 环比+5.79%)。 无惧行业竞争加剧, 公司经营情况保持稳健: 2025Q1, 行业处于供需淡季且延续去年下半年以来宏观整体需求复苏转弱的

影响，下游新材料产品的价格价差承压，内卷式竞争加剧，导致下游产品盈利同比有所下滑。上游炼化和 PTA 产品盈利则相对稳定，且公司灵活调整产品结构，加强成本管控，应对市场价格波动影响，净利润仍然保持行业内较高水准。在建项目稳步推进，实现产业“优链、延链、补链”：2024 年，1) 公司 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目全面建成投产；2) 恒力化纤年产 40 万吨高性能特种工业丝智能化生产项目全线投产，工业丝总产能达 80 万吨/年；3) 功能性薄膜苏州汾湖基地 12 条线全面投产，可年产 47 万吨，南通基地另外 12 条线功能性薄膜项目和锂电隔膜项目稳步推进中，预计 2025 年逐线投产。汾湖和南通基地的建成投产，将推动康辉新材成为全球产能规模和工艺领先的功能性膜材料企业。现金流稳健，资本开支进入尾声，保持高分红回馈股东：2025Q1，公司经营活动现金净流量 77 亿元（2024Q1 为 79 亿元），公司投资活动现金净流量-35 亿元（2024Q1 为-88 亿元），现金流水平稳健。2024 年，公司拟每股派发现金红利 0.45 元，预计 2024 年派发现金红利约 31.7 亿元，分红比例约 45%。公司后续经营重心将更加突出精细化成本管控下的“优化运营、降低负债和强化分红”，持续打造价值“成长+回报”型上市企业。盈利预测与投资评级：基于公司产能投放进度以及后续战略规划，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 80、93 亿元（此前为 106、123 亿元），新增 2027 年归母净利润预测值为 107 亿元。按 2025 年 4 月 24 日收盘价，对应 PE 分别 14、12、10 倍。考虑公司仍具有成长性，后续资本开支较少，且保持高分红政策，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动和油价大幅波动风险；行业竞争加剧；下游需求不及预期；项目建设进度不及预期。

（证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟）

国金证券（600109）：2024 年报及 2025 年一季报点评：单季度净利润增速均超 50%，经纪市占小幅提升

投资要点 事件：国金证券公告 2024 年年报及 2025 年一季报。公司 2024 年实现营业收入 66.6 亿元，同比-1.0%；归母净利润 16.7 亿元，同比-2.8%；对应 EPS 0.45 元，ROE 5.0%，同比-0.4pct。2024Q4 实现营业收入 23.7 亿元，同比+39.5%，环比+46.9%；归母净利润 7.8 亿元，同比+61.0%，环比+77.0%。2025Q1 实现营业收入 18.9 亿元，同比+27.1%；归母净利润 5.8 亿元，同比+58.8%；对应 EPS 0.16 元，ROE 1.7%，同比+0.6pct。经纪市占小幅提升，佣金率继续下滑。2024 年实现经纪业务收入 19.1 亿元，同比+15.7%，占营业收入的 28.6%。经纪市占 1.5%，同比+19bps，佣金率由 2023 年的 0.02%下滑至 2024 年的 0.018%。2025 年一季度经纪业务收入 6.1 亿元，同比+58.3%，占营业收入的 32.2%。2024 年，公司财富管理业务累计客户数同比增长 21%，客户资产总额同比增长 27%，在新开客户中，90 后、00 后占比由 48%提升至 53%，客群更年轻化。截至 2024 年末公司两融余额 308 亿元，同比+24%，市场份额 1.6%，同比+0.1pct。截至 25Q1 公司两融余额 311 亿元，同比+32%。受政策影响，投行业务延续下滑趋势。2024 年投行业务收入 9.1 亿元，同比-32.0%。2025Q1 投行业务收入 1.2 亿元，同比-44.8%。2024 年股权主承销规模 122.3 亿元，同比-37%，排名第 7；其中 IPO 3 家，募资规模 21 亿元；再融资 12 家，承销规模 101 亿元。2025Q1 股权业务仅完成 3.5 亿元可转债，同比-95%，排名行业第 31 位。2024 年债券主承销规模 1154 亿元，同比+8%，排名第 22。2025Q1 债券主承销规模 227 亿元，同比-13%，排名第 22。截至 2025Q1 IPO 储备项目 11 家，排名第 7，其中两市主板 3 家，北交所 4 家，科创板 4 家。资管业务规模及收入双双两位数增长。2024

年实现资管业务收入 1.1 亿元，同比+14.7%。截至 2024 年资产管理规模 1511 亿元，同比+22.4%。2025Q1 实现资管业务收入 0.3 亿元，同比+35.7%。 自营同比显著回暖。2024 年实现投资净收益（含公允价值）19.2 亿元，同比+17.2%；2024Q4 投资净收益（含公允价值）7.9 亿元，同比+79.6%。2025Q1 投资净收益（含公允价值）6.1 亿元，同比+43.0%。 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 18.50/19.85/21.62 亿元，分别同比+11%/+7%/+9%，对应 2025-2027 年 PB 为 0.83/0.80/0.76 倍。资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，公司经纪市占小幅提升，客户群体不断优化，互联网金融布局较早且持续投入，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）

寒武纪-U (688256): 2024 年报&25Q1 季报点评: 第一大客户营收贡献高, 存货持续大增

投资要点 业绩基本符合预期，Q1 净利率持续提升。24 年公司实现营收 11.7 亿元，yoy+66%，25Q1 营收 11.1 亿元，yoy+4230%，qoq+12%。24 年实现归母净利润-4.5 亿元，yoy+47%，25Q1 归母 3.6 亿元，yoy+257%，qoq+32%。盈利能力方面，24Q4/25Q1 公司毛利率为 56.99%/55.99%，公司净利率为 27.45%/31.96%，在毛利率环比略降的情况下，净利率实现较大幅度的提升，或体现规模效应。 资产负债表再超预期，25 年业绩可期。存货方面，24Q2/24Q3/24Q4/25Q1 存货分别达到 2.4/10.2/17.7/27.6 亿元。货币资金方面，24Q4/25Q1 货币资金分别达到 19.9/6.5 亿元。假设该产品毛利率对应 55.99%（以公司 25Q1 毛利率计算），或对应 62.7 亿潜在营收贡献。展望全年，我们认为公司营收有望逐季释放，规模效应有望逐季增强。 第一大客户贡献较高，占据客户资源优势。据公司 24 年年报，前五大客户合计贡献 11.1 亿营收，占总营收比重达到 94.6%。其中第一大客户为公司长期合作伙伴，24 年贡献 9.3 亿营收，占总营收比重达到 79%。主要由于公司的智能芯片产品竞争力不断提升，在长期合作过程中得到客户认可，因此该客户于 24 年增加采购。我们认为寒武纪占据客户资源优势，有望支撑营收再上新台阶，并且凭借技术优势和产品布局，有望在新一轮增长周期中获得显著市场份额。 盈利预测与投资评级：公司为国内 AI 芯片领军者，随着 AI 芯片市场规模的快速增长，公司有望依托不断扩展的产品布局和生态建设逐步抢占市场。基于公司 2024 年&25Q1 季度业绩公告，我们上调 2025-2026 年归母净利润分别为 13.1/22.1 亿元（前值：2.1/4.1 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 30.6 亿元。维持“买入”评级。 风险提示：AI 需求不及预期风险，公司持续稳定经营风险，客户集中度较高风险，供应链稳定相关风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

巨人网络 (002558): 2024 年年报点评: 业绩表现亮眼, 积极布局 AI 全产业链

投资要点 事件：2024 年公司实现营收 29.23 亿元，yoy-0.05%；归母净利润 14.25 亿元，yoy+31.15%；扣非归母净利润 16.23 亿元，yoy+18.23%。其中 2024Q4 实现营收 7.04 亿元，yoy+7.23%，qoq-10.97%；归母净利润 3.54 亿元，qoq+0.28%，2023Q4 为 0.02 亿元；扣非归母净利润 3.49 亿元，yoy+35.96%，qoq-10.58%。此外，公司宣布现金分红，拟每 10 股派发现金红利 1.40 元，叠加 2024 年中期分红，2024 年股利支付率 37.16%。 征途 IP 成功突破小程序渠道，合同负债同环比高增。2024 年公司归母/扣非归母净利润同比高增 31.15%、18.23%，我们认为主要系：1）征途 IP 系列产品延续长线运

营，休闲竞技赛道流水稳健回升，对应 2024 年营收同比基本持平；2) 投资收益同比显著改善，2024 年公司投资净收益、公允价值变动净收益为 6.86、0.16 亿元，2023 年为 4.77、-1.91 亿元。公司征途 IP 已实现小程序端突破，2024 年《王者征途》小程序引入新增用户超 2500 万，贡献流水 6 亿元，我们预计其部分流水因道具摊销、玩家生命周期等递延，尚未确认为收入，对应 2024Q4 合同负债 6.34 亿元，同环比增长 1.99、1.44 亿元，看好后续业绩释放。同时《原始征途》小程序版本于 2025 年 1 月开启推广，亦有客观的流水增量。多元新游蓄势待发，积极关注产品上线进展。公司积极投入研发，拓宽产品矩阵，新游储备丰富且玩法多元，看好新游相继上线贡献业绩增量。新游中进展较快、玩法较成熟的有：1) 多人组队游戏《超自然行动组》已于 2025 年初开启不删档付费测试，在没有宣发助力的情况下，iOS 游戏免费榜、iOS 冒险游戏畅销榜排名最高至 16、18 名，公司计划于 2025 年内正式上线推广；2) 中国历史题材 SLG《五千年》、休闲竞技类策略对抗游戏《口袋斗蛐蛐》均已获得版号；3) 策略卡牌《代号杀》（尚未取得版号）于 2025/3/27 开启限量不删档测试。打造游戏+AI 生态，积极布局全产业链。公司 AI 技术沿着“前期聚焦研发提效，中期突破体验优化，终局指向玩法创新”持续落地：1) 研发提效方面，公司已搭建一系列内部 AI 工具平台，降低研运成本；2) 体验优化及玩法创新方面，《太空杀》中陆续落地“AI 残局挑战”“AI 内鬼挑战”等 AI 原生玩法，期待公司更多 AI 玩法的探索与落地。自研之外，公司也积极拓展 AI 产业链上下游合作和投资布局，2025 年 2 月深化与阿里云 AI 合作、参与 AI 图像生成平台 LiblibAI 最新融资。盈利预测与投资评级：考虑到新游储备丰富，且合同负债有望逐步释放业绩，我们上调并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.85/0.92/0.99 元（2025-2026 年前值为 0.82/0.89 元），对应当前股价 PE 分别为 16/14/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：老游流水超预期下滑，新游表现不及预期，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）

旭升集团（603305）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：业绩符合预期，机器人量产在即

投资要点 事件：公司发布 2024 年年度报告和 2025 年一季度报告。2024 年公司实现营收 44.09 亿元，同比-8.79%；归母净利润 4.16 亿元，同比-41.71%，符合我们预期。24Q4 公司营收达 11.35 亿元，同比-9.86%/环比+0.85%；24Q4 公司归母净利润达 0.93 亿元，同比-37.48%/环比+60.25%。25Q1 营收达 10.46 亿元，同比-8.12%/环比-7.76%，归母净利润达 0.96 亿元，同比-39.15%/环比+2.53%。2024 业绩承压，2025Q1 盈利能力得到改善。收入端，2024Q4 营收 11.35 亿元，同比-9.86%/环比+0.85%；2025Q1 营收 10.46 亿元，同比-8.12%/环比-7.76%。从主要下游客户来看，特斯拉 2024Q4 交付 49.6 万辆，环比+2.3%；2025Q1 交付 33.7 万辆，环比-32.1%。公司 2024Q4 和 2025Q1 营收规模基本与下游大客户销量变化趋势相匹配。毛利率方面，公司 2024Q4 毛利率达 17.55%，同比-3.30pct/环比-0.67pct；公司 25Q1 毛利率达 20.80%，同比-3.01pct/环比+3.25pct，改善明显。费用率方面，2024Q4 公司三费费用率达 6.22%，同比+3.16pct/环比+0.07pct，其中销售费用/管理费用/财务费用率分别达-1.17%/5.00%/2.39%，研发费用率达 3.25%；25Q1 公司三费费用率达 6.39%，同比+2.70pct/环比+0.17pct，其中销售费用/管理费用/财务费用率分别达 0.26%/4.65%/1.47%，研发费用率达 4.79%。净利润方面，2024Q4 公司归母净利润达 0.93 亿元，

同比-37.48%/环比+60.25%，对应归母净利率 8.22%，同比-3.63%/环比+3.05%；2025Q1 公司归母净利润达 0.96 亿元，同比-39.15%/环比+2.53%，对应归母净利率 9.14%，同比-4.66%/环比+0.92%。机器人业务拓展卡位 T 链，海外版图持续扩张：公司在锚定主业根基的同时积极布局人形机器人赛道，全力投入关节壳体、躯干结构件等关键产品研发，并斩获多家海内外客户项目定点，迎来收获期。海外方面，公司于 2023H2 推进墨西哥生产基地建造，当前已进入调试阶段预计 2025 年投产；2024 年末，公司宣告泰国生产基地的计划，部署智能机械/人形机器人铝镁合金零部件、新能源汽车关键核心部件。通过泰国和墨西哥基地的部署，公司正式搭建起“中国 + 北美 + 东南亚”三角产能网络，加快向全球轻量化零部件供应商的转型。盈利预测与投资评级：考虑到公司下游大客户销量下滑和降本需求，我们将公司 2025-2026 年归母净利润的预测下调为 5.54 亿元、6.83 亿元（2025-2026 年前值为 6.92 亿元、8.93 亿元），27 年预计为 8.03 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.58 元、0.72 元、0.84 元（2025-2026 年前值为 0.74 元、0.96 元），市盈率分别为 22 倍、17 倍、15 倍，但公司海外业务及机器人业务将迎来收获期，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车行业销量不及预期；铝压铸行业竞争加剧超预期；铝合金原材料价格上涨超预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

景津装备（603279）：2024 年报点评：配套设备收入高增 92%，现金流大幅改善&持续高分红

投资要点 业绩短期承压，2024Q4 末合同负债同环比向上。2024 年公司营收 61.29 亿元（同比-1.92%，下同），主要系压滤机产品价格调整所致，归母净利润 8.48 亿元（-15.86%），销售毛利率 29.06%（-2.69pct），期间费用率 9.44%（-0.71pct），销售净利率 13.84%（-2.29pct）。2024Q4 末合同负债 26.16 亿元（同比 2023Q4 末+1.55%，环比 2024Q3 末+1.67%）。分下游：矿物加工领域收入稳步提升，新能源下滑，生物食品高增。2024 年，1）矿物加工：收入 18.45 亿元（+11%），占比 30.24%（+3.62pct）；2）环保：收入 16.17 亿元（+1%），占比 26.51%（+0.75pct）；3）新能源：收入 11.75 亿元（-23%），占比 19.26%（-5.37pct）；4）新材料：收入 1.24 亿元（+3%），占比 2.04%（+0.11pct）；5）化工：收入 5.50 亿元（-10%），占比 9.01%（-0.79pct）；6）砂石：收入 3.24 亿元（-17%），占比 5.31%（-0.98pct）；7）生物食品：收入 3.89 亿元（+60%），占比 6.37%（+2.48pct）；8）医药保健品：收入 0.77 亿元（+15%），占比 1.27%（+0.19pct）。分产品：压滤机销量保持增长，配套设备收入高增 92%。1）压滤机整机：收入 43.38 亿元（-11.20%），毛利率 27.83%（-1.27pct），压滤机销量 1.64 万台（+2.64%），单台均价 26.40 万元（-13.48%）。其中隔膜压滤机收入 33.12 亿元（-16.04%），毛利率 30.66%（-0.45pct），厢式压滤机收入 10.26 亿元（+9.12%），毛利率 18.67%（-1.98pct）；2）配件：收入 9.57 亿元（+3.22%），毛利率 43.76%（-3.87pct），其中滤板收入 4.78 亿元（-3.28%），毛利率 52.21%（-1.21pct），滤板销量 140 万块（-0.59%）；滤布收入 3.33 亿元（+12.87%），毛利率 28.00%（-1.88pct），滤布销量 420 万套（+16.44%）；其他配件收入 1.45 亿元（+5.90%），毛利率 52.09%（-12.84pct）；3）配套设备：收入 8.06 亿元（+91.71%），毛利率 19.11%（-9.62pct）。分区域：海外收入同增 6%，毛利率提至 56%。2024 年海外收入 3.36 亿元（+5.50%），占比 5.48%（+0.39pct），毛利率 55.66%（+1.29pct）；国内收入 57.64 亿元（-2.52%），毛利率 27.63%（-2.98pct）。现金流大幅改善，派息总额稳定&持续高分红。2024 年经营性现金流

净额 10.41 亿元 (+288.21%)，主要系加强采购管理，以及产能增加导致存货周转加快，减少存货资金占用所致。2024 年分红总额 6.11 亿元（同比持平），2019-2024 年公司分红比例分别为 116%、56%、51%、69%、61%、72%。盈利预测与投资评级：压滤机领域龙头，下游需求多元，成套化+出海新成长。考虑宏观经济形势及降价等因素影响，我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 11.31/12.45 亿元调降至 8.86/9.57 亿元，预计 2027 年归母净利润为 10.38 亿元，对应 2025-2027 年 PE 为 11/10/9 倍。受国内经济环境影响，公司业绩短期承压，期待顺周期需求修复、配套设备产能爬坡及海外市场突破，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，行业竞争加剧等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

雷赛智能（002979）：24 年报及 25 年一季报点评：业绩基本符合预期，灵巧手方案积极对接客户

投资要点 24 年/25Q1 营收同比+12%/+2%、归母净利润同比+45%/+2%，业绩符合市场预期。公司 24 年实现营收 15.8 亿元，同比+12%，归母净利润 2.0 亿元，同比+45%，扣非 2.0 亿元，同比+58%。25Q1/24Q4 营收 3.9/4.3 亿元，同比+2%/+19%，归母 0.6/0.6 亿元，同比+2%/+21%，扣非 0.5/0.5 亿元，同比+1%/+15%。24 年及 25Q1 业绩整体符合预期。运控产品稳步增长、变革红利逐步体现。1) 分产品看，伺服表现最为亮眼：公司 24 年伺服系统类收入 7.1 亿元，同比+12%，毛利率 27.99%，同比-0.49pct，公司持续通过“步进+伺服+PLC”解决方案深耕细分行业工艺及终端大客户，24 年市占率达 4%（内资仅次于龙头汇川）；步进系统类收入 6.1 亿元，同比+3%，毛利率 39.06%，同比-0.37%，公司持续研发中高端产品并拓展新行业新应用，打开份额天花板；控制技术类收入 2.5 亿元，同比+47%，其中 PLC 在先进制造行业进一步拓展，相关收入同比+88%，整体毛利率 66.18%，同比-1.57%，凭借深厚运控底蕴，推出大/中/小型 PLC 及远程 IO 模块等系列，实现较好市场突破。2) 分销售模式，经销开始发挥显著贡献。公司 24 年直销收入 8.2 亿元，同比-20%，经销收入 7.7 亿元，同比+93%，公司秉承“渠道为主，直销为辅，互补共赢”策略，广铺渠道，24 年底已引进优质经销商 200 余家，建立办事处 30 余个，我们预计 25 年经销商将进一步发挥优势，带动业绩增长。3) 分行业看，3C 半导体行业 24 年/25Q1 贡献明显，但新能源行业因产能过剩、CAPEX 大幅下滑，对订单及收入仍有一定拖累。25Q1 因同期高基数、叠加部分新能源订单尚未交付影响收入增速。全年看，公司通过深耕 3C&半导体优势行业，拓展包装&经销弥补缺口，我们预计 25 年主业营收同比+20~30%。灵巧手方案发布、机器人电机风正时济。公司在人形机器人领域定位核心零部件、组件和解决方案提供商。24 年成立子公司上海雷赛机器人/深圳灵巧驱控分别专注于无框力矩电机及关节模组/空心杯电机及灵巧手解决方案的研发生产制造，打造公司第二曲线。同时，25 年 3 月发布 DH 系列灵巧手解决方案，包含 11/20/24 自由度多款型号，覆盖工业、商业与家庭等，首款型号将于 25Q2 试产试销，正积极对接下游客户。此外，通用机器人运动控制系统正在研发，与公司运控产品共同性强，后续有望拓宽机器人产品矩阵。盈利预测与投资评级：我们维持 25-26 年归母净利润 2.8/3.7 亿元，预计 27 年为 4.8 亿元，同比+40%/+31%/+31%，对应现价 PE 50x、38x、29x，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，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）

同花顺（300033）：2025 年一季报点评：整体业绩稳健，成本控制较强

事件：2025 年一季度，公司实现营业总收入同比+21%至 7.48 亿元，归母净利润同比+16%至 1.20 亿元。投资要点 市场持续活跃，预计互联网广告业务收益明显：2025 年一季度，市场交投持续活跃，据 Wind，2025Q1 A 股日均成交额同比 2024Q1+70%至 1.52 万亿元，环比 2024Q4-18%，资本市场企稳回升，投资者信心逐步恢复，基于此，公司网站及 APP 的用户活跃度明显回升，用户粘性和停留时长持续改善，且金融机构宣传的投放力度显著增强，公司广告及互联网推广服务业务销售收款快速增长，推动 25Q1 经营活动产生的现金流量净额同比+720%至 3.13 亿元，销售商品、提供劳务收到的现金同比+80%至 11.82 亿元。我们预计以下几点原因对本期业绩造成影响：①云软件处罚影响，24 年 11 月中至 25 年 4 月初暂停了增值电信业务中的部分 C 端软件产品销售，但业务向好趋势不改。②部分业务收入还未计入表内，2025Q1 公司合同负债同比+67%至 18.68 亿元。③2025Q1 公司支付了 2024 年公司员工的年终奖，应付职工薪酬同比-72%至 0.62 亿元。成本控制较强，仅销售费用增长：2025 年一季度，公司营业总成本同比+22%至 6.35 亿元。①营业成本同比+9%至 1.17 亿元；②研发费用同比-4%至 2.91 亿元，研发费用率同比-9.9pct 至 39%；③销售费用同比+47%至 1.66 亿元，销售费用率同比+4.0pct 至 22%，主要系公司加大销售推广力度，销售人员薪酬及广告宣传费增加所致；④管理费用同比-2%至 0.63 亿元，管理费用率同比-2.0pct 至 8%。构建 AI+金融全新生态，巩固金融科技领先地位：①问财 2.0 重磅升级：注入“慢思考”智慧，打造更理性的投资决策助手，标志着 AI 投顾进入“理性思考”新纪元。②虚拟人技术突破：获得虚拟人手语生成系统专利，通过深度学习与知识图谱技术实现高精度手语翻译，已落地金融营销领域。③智能投研产品 AiFinD 优化，利用 AI 技术对海量金融数据进行深度挖掘和分析，为机构投资者提供更全面、精准的投研服务。盈利预测与投资评级：基于资本市场活跃度持续向好，利好公司 C 端各项业务收入增长，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 24/31/39 亿元，分别同比+31%/+28%/+26%，对应 PE 分别为 59/46/36 倍，维持“买入”评级。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：张良卫 证券分析师：武欣姝）

洽洽食品（002557）：2024 年报及 2025 年一季报点评：25Q1 低点已过，关注边际改善

投资要点 事件：2024 年实现营收 71.3 亿元，同比+4.8%，归母净利润 8.5 亿元，同比+5.8%。2024Q4 实现营收 23.7 亿元，同比+2.0%，归母净利润 2.2 亿元，同比-24.8%。2025Q1 实现营收 15.7 亿元，同比-13.8%，归母净利润 0.8 亿元，同比-67.9%。2024 年稳健收官，2025 年年货节有一定承压。2024 年葵花子/坚果分别实现营收 43.8/19.2 亿元，同比+2.6%/9.7%。南方区/北方区/东方区/电商/海外分别实现营收 22.7/13.4/21.1/7.8/5.7 亿元，同比+3.9%/-3.3%/+9.5%/+8.9%/+10.3%。2025Q1 公司营收同比出现下滑，主要系同期年货节基数较高，以及竞争加剧。新采购季葵花籽成本上涨拖累盈利表现。2024/2024Q4/2025Q1 分别实现毛利率 28.8%/25.8%/19.5%，同比+2.0/-3.5/-11.0pct，进入 2024Q4 因为新采购季葵花籽成本上涨，导致 2024Q4、2025Q1 毛利率承压。2024 年葵花籽/坚果毛利率分别为

29.7%/27.2%，同比+4.5/-4.4pct。费用端，2024 年销售/管理费用率分别同比+0.9/+0.1pct，2024 年销售费用增加主要系广告促销费增加。2025Q1 销售/管理费用率分别同比-1.7/+0.9pct，销售费用有主动控制，管理费用预计系收入端规模效应减弱。2024/2024Q4/2025Q1 分别实现销售净利率 11.9%/9.4%/4.9%，同比+0.1/-3.3/-8.3pct。2025Q1 预计系业绩低点，关注后续边际改善。公司春节后葵花籽采购价格环比有回落，我们预计 2025Q1 是全年净利率低点。收入端来看，2025Q1 存在高基数和行业竞争加剧等问题，我们预计进入 Q2 收入表现也会边际好转。盈利预测与投资评级：考虑到成本上涨，我们下调 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 7.6/10.9/11.6 亿元（此前 2025-2026 年盈利预测为 11.5/12.8 亿元），同比-11%/+43%/+6%，对应 PE 为 16/11/10X。公司经营承压期已过，且盈利预测下修市场已经有所反应，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）

儒竞科技（301525）：2024 年报及 2025 年一季报点评：Q1 业绩符合预期，热泵恢复增长，人形新品小批量

投资要点 公司业绩符合预期。公司 24 年营收 13 亿元，同比-16%，归母净利润 1.7 亿元，同比-22.2%，24Q4/25Q1 营收 2.9/3.5 亿元，同比-16%/+19%，归母净利润 0.2/0.5 亿元，同比+21%/+23%。24 年公司毛利率为 24.3%，同比-0.8pct，归母净利率 13%，同比-1pct，24Q4/25Q1 毛利率分别为 24.1%/25.8%，同比-0.1/+2pct，归母净利率分别为 6.8%/15.1%，同比+2.1/+0.4pct。业绩符合市场预期。暖通板块预计恢复正增长、新能源车维持高增。1）暖通方面，公司 24 年收入 8.2 亿元，同比-32%。其中热泵业务受市场高库存影响、出货同比大幅减小，但 24H2 基本已经见底；25Q1 我们预计暖通收入同比持平略增，热泵我们预计同比增长 30%+，非热泵领域低毛利的家电业务持续降低、商用贡献增量（数据中心、半导体等）。2）新能源车方面，24 年收入 4.5 亿元，同比+47%。除热泵渗透率提升外，公司增量客户开始持续放量，同时品类新增多合一电池管理控制器等。25Q1 我们预计收入同比+40%-60%，保持高速增长，下半年高 ASP 的新品类收入占比有望继续提升。工控期待机器人驱动器/控制器新品。工控方面，24 年收入 0.3 亿元，同比-32%，收入及利润贡献刚起步。在研产品方面，公司人形机器人业务相关的旋转关节驱动系统、一体化伺服驱动器已进入小批量阶段。我们认为，公司有望从主业优势的电机驱动器出发，进一步延伸至整车及机器人小脑域控制器，丰富品类布局。费用端加大投入、经营性现金流有所改善。公司 24 年期间费用 1.7 亿元，同比+27.9%，费用率 13.1%，同比+4.5pct，费用端持续加大投入；24 年经营性净现金流 1 亿元，同比+21.3%，其中 Q4 经营性现金流 0.5 亿元，同环比+186.6%/+328.4%，现金流有所改善。24 年末存货 3.42 亿元，同比-1.88%，合同负债 0.05 亿元，同比+43%。盈利预测与投资评级：我们预计 25-27 年归母净利润 2.3/3.2/4.1 亿元，同比+35%/+39%/+31%，较前期预测 25/26 年归母净利润 2.8/3.6 亿元有所下调，27 年为本期新增预测。对应现价 PE 分别为 29x/21x/16x，公司暖通边际恢复，新能源车高增，机器人业务新品迭代中，维持“买入”评级。风险提示：海外热泵需求不及预期，机器人业务不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：周尔双

证券分析师：谢哲栋 研究助理：许钧赫）

东土科技（300353）：2025 年一季报点评：业绩略超市场预期，自主可控+机器人操作系统双驱动

事件: 公司发布 2025 年一季报, Q1 实现营收 1.40 亿元, 同比+3.08%, 归母净利润-0.50 亿元, 同比减亏 44.03%, 扣非净利润-0.57 亿元, 同比减亏 37.33%。业绩略超市场预期。 投资要点 产品全系列自研国产化方案自主可控: 公司坚持自主创新, 核心产品均由公司自主设计和生产制造, 实现了从芯片、软件研发到硬件生产制造全自主可控, 形成了工业网络、工业控制、AUTBUS 总线协议, 工业操作系统等工业互联网“根技术”体系, 凭借全栈自研的优势, 在自主可控方面, 能打造全国产化方案, 从而降低技术引进带来的风险。公司的鸿道 (Intewell) 工业操作系统是目前国内唯一与恩智浦、英特尔、高通三家国际芯片巨头签署战略合作协议并覆盖国内主流芯片的工业操作系统。鸿道 (Intewell) 工业操作系统广泛构建生态, 目前已建立全球 300 多家软硬件伙伴, 覆盖了具身机器人、半导体、数控机床、能源电力、航天航空、船舶车辆、轨道交通、核电等国家安全和国计民生重点领域; 广泛支持全球和国产化 CPU/GPU/NPU 芯片生态, 支持包括 X86、ARM、PowerPC、RiscV、MIPS、Loongarch 体系架构。 机器人操作系统有序推进: 机器人行业正处于从功能性向实用性 (规模化) 迈进的阶段, 未来机器人公司对于软件尤其是操作系统在安全性、可靠性、实时性等方面的要求会提高。公司作为国内在安全性、可靠性、实时性等方面领先的企业, 目前积极构建了以自主可控鸿道 AI 机器人操作系统和宽带工业神经网络体系为核心的 AI 驱动具身机器人方案, 未来将紧密联合机器人上下游企业, 致力于解决国产机器人控制关键技术瓶颈问题。目前, 公司 AI 机器人操作系统相关的测试工作已在有序进行中。 盈利预测与投资评级: 公司前瞻布局机器人操作系统, 凭借在工业操作系统领域的技术积累和行业 know-how, 有望在机器人行业开启新的增长极。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测为 0.86/1.52/2.02 亿元, 维持“买入”评级。 风险提示: 政策推进不及预期; 生态建设不及预期; 技术研发不及预期。

(证券分析师: 王紫敬 证券分析师: 戴晨)

纽威数控 (688697): 2024 年报点评: 业绩保持增长, 持续加码研发提升产品竞争力

投资要点 业绩持续增长, 海外业务受环境影响有所下滑: 2024 年公司实现营收 24.62 亿元, 同比+6.08%; 归母净利润 3.25 亿元, 同比+2.36%; 扣非归母净利润 2.79 亿元, 同比+1.24%。其中 Q4 单季度实现营收 6.28 亿元, 同比+7.95%; 归母净利润 0.98 亿元, 同比+19.39%; 扣非归母净利润 0.77 亿元, 同比+17.10%。机床行业需求复苏不及预期背景下, 公司蓄势待发积极开拓市场, 实现营收增长。①分产品看: 大型加工中心实现收入 10.80 亿元, 同比+12.64%, 立式数控机床实现收入 7.46 亿元, 同比+15.44%, 卧式数控机床实现收入 6.04 亿元, 同比-12.71%。大型加工中心和立式数控机床的收入增长显著, 主要受益于公司在高端产品领域的持续研发与技术升级。②分海内外看: 国内收入 21.2 亿元, 同比+31.15%; 海外收入 3.42 亿元, 同比-51.42%, 系海外通胀环境市场需求减弱影响。 销售毛利率基本保持稳定, 销售净利率略有下滑: 2024 年公司销售毛利率为 23.68%, 同比-2.78pct, 毛利率下降主要系: ①主要原材料受国际贸易纠纷导致采购成本增加; ②机床行业整体处于弱复苏阶段, 行业价格竞争加剧; ③高毛利率的海外业务占比下降。2024 年公司销售净利率为 13.21%, 同比-0.48pct。期间费用整体呈现优化态势, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.15%/1.71%/4.57%/0.16%, 同比-1.78/+0.06/+0.18/-0.01pct。 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%。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：考虑到关税对全球制造业的潜在影响，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 3.60(原值 3.73)/4.20(原值 4.45) 亿元，给予 2027 年归母净利润预测 4.92 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 16/14/12 倍，维持“增持”评级。

风险提示：下游行业需求不及预期、核心部件依赖外购、市场竞争加剧。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天)

北方导航 (600435): 2024 年报点评: 下游需求恢复, 业绩拐点将至

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营业收入 27.48 亿元，同比-22.91%；归母净利润 5903.74 万元，同比-69.29%。

投资要点 受部分产品受技术状态变更、订货合同延迟签订等因素影响，业绩有所波动：2024 年北方导航业绩出现下滑，营业收入约为 27.48 亿元，同比降低 22.91%；归属于上市公司股东的净利润约为 0.59 亿元，同比降低 69.29%。导致业绩变化的原因主要有以下几方面：一是受国际局势等多种因素影响，公司面临的经营环境承压，市场需求有所波动，使得产品销量受到影响，进而导致营业收入下滑。二是公司为保持竞争力，持续加大研发投入，2024 年研发投入同比增速达 10.19%，科技投入 2.8 亿元，较高的研发支出在一定程度上挤压了利润空间。三是公司所处的军品配套行业与国际军事、政治环境密切相关，在行业处于发展上升阶段的同时，也面临着成本管控等方面的挑战。

紧跟兵器集团科技创新发展步伐，在产品积累和技术突破方面取得积极成果：2024 年，在核心技术领域，公司围绕导航控制和弹药信息化技术，发展导航与控制、军事通信和智能集成连接 3 个产业生态，申请专利 36 项，其中发明专利 31 项、实用新型专利 5 项，这些专利涉及公司的关键技术环节，有助于提升产品的技术含量和竞争力。同时，公司完成了 64 个项目研制、38 项技术创新与工艺攻关，涵盖环境控制、制导控制、探测控制、稳定控制等多个系列，进一步丰富了产品种类和技术储备。

积极应对复杂多变的市场环境，全面完成了年度重点装备保供任务：首先，公司圆满完成装备建设任务，牢固树立服务强军胜战导向，集中力量推动制导系列、探测系列产品按节点生产交付，为国防建设提供了有力保障。其次，科技创新取得稳步升级，构建了三大产业生态项目库，加大了与院所高校的协同创新力度，推动了科技成果转化，并荣获兵器集团年度国军标贯标优秀单位。

盈利预测与投资评级：公司业绩虽然阶段性承压，但考虑到下游需求已经恢复，而公司作为国内制导控制平台领军企业，随着远火订单释放，经营情况有望显著改善。出于谨慎考虑，我们下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 1.99/2.53 亿元，前值 3.03/4.12 亿元，新增 2027 年预期 3.18 亿元，对应 PE 分别为 83/66/52 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)

振华科技 (000733): 2024 年报点评: 国防预算结构性倾斜, 有望注

入长期增长动能

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营业收入 52.19 亿元，同比-32.99%；归母净利润 9.70 亿元，同比-63.83%。投资要点 新型电子元器件市场竞争激烈，营业收入和净利润均出现一定下滑：振华科技 2024 年实现营业收入 52.19 亿元，同比下降 32.99%；归属于上市公司股东的净利润为 9.70 亿元，同比下降 63.83%。这一业绩变化主要受到地缘政治因素及行业价格管控的影响，高新电子元器件领域市场出现阶段性量价齐跌，导致公司经营发展面临较大挑战。此外，国防预算结构性倾斜、装备信息化需求增长等因素虽然为行业注入了增长动能，但新型电子集中采购、单价下调等政策调整也加剧了市场竞争，压缩了公司利润率。公司持续加大研发投入，推动技术创新和产品升级：2024 年，振华科技在产品研发和技术创新方面取得了显著成果，在基础元器件领域，公司不断优化二极管、晶体管等产品的性能，提高了产品的可靠性和稳定性；在电子功能材料方面，MLCC 介质材料、微波铁氧体及吸波材料等的研发取得进展，满足了市场对高性能材料的需求；混合集成电路业务上，公司成功开发了多种电源模块、电机驱动模块等产品，提升了在相关领域的竞争力。这些产品积累和技术突破，为公司未来业务拓展和市场份额提升奠定了基础。振华科技未来发展计划明确，将以技术创新和市场需求为导向，推动产业升级：公司将继续深耕新型电子元器件领域，加大在基础元器件、电子功能材料、混合集成电路等方面的研发投入，提升产品技术含量和附加值。同时，积极拓展现代服务业业务，优化产业结构，增强公司的综合竞争力。未来发展的驱动因素主要包括：一是技术创新的推动。公司将不断加大研发力度，推出更多符合市场需求的高附加值产品；二是市场需求的增长。随着科技的不断进步，电子元器件市场需求将持续增长，为公司提供广阔的发展空间；三是产业协同的促进。公司通过加强与产业链上下游企业的合作，实现资源共享、优势互补，推动产业协同发展。盈利预测与投资评级：公司业绩相对承压，我们下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年的归母净利润分别为 10.83/12.52 亿元，前值 23.67/29.19 亿元，新增 2027 年预期 14.47 亿元，对应 PE 分别为 28/24/21 倍，考虑到高新装备列装速度提升，高新电子元件转向自主化，公司将深度受益，因此维持“买入”评级。风险提示：1) 宏观经济风险；2) 民航业相关需求受其他交通方式发展冲击的风险；3) 市场竞争加剧的风险；4) 商誉减值风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研究助理：高正泰)

钢研高纳 (300034)：2024 年报点评：受益于我国航空领域扩张，下游需求有望恢复

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营业收入 35.24 亿元，同比+3.40%；归母净利润 2.49 亿元，同比-22.08%。投资要点 业绩变化的主要原因是原材料价格波动导致成本增加，以及部分产品价格因市场需求变化而调整：钢研高纳 2024 年营业收入为 35.24 亿元，同比增长 3.40%，归属于上市公司股东的净利润为 2.49 亿元，同比下降 22.08%。业绩变化的原因可能是多方面的，一方面，高温合金行业市场竞争激烈，产品售价及利润空间可能受到一定程度的挤压；另一方面，原材料价格波动、人力成本上升等生产要素成本的增加，以及公司在研发投入等方面的支出，都可能对利润产生影响。此外，宏观经济环境、下游行业需求变化等因素也可能会对公司的经营业绩产生综合性的效应，导致业绩指标出现上述变化。继续深化其在高温合金领域的积累，成功研发了多项新技术和产品：2024 年，钢研高纳在产

品和技术方面持续积累并取得诸多突破。公司已形成北京为总部的“七市十厂”产业布局,拥有年生产 5000 吨航空航天用高温合金母合金的能力以及航空航天发动机用精铸件的能力,年生产 1000 余吨变形合金原材料和 10000 余件航空航天用盘环类锻件的能力,并掌握制造先进航空发动机亟需的多种新型合金制品的生产技术和能力。在产品系列上,涵盖铸造合金制品、变形合金制品、新型合金制品等,如面向航空航天的高温母合金、发动机精密铸件、航空发动机盘环锻件等,还拓展了铝、镁、钛铸锻件领域。 致力于成为世界一流的高端装备制造业所需金属新材料与制品产研一体化的高科技公司:公司将继续深耕镍基高温合金领域,拓展铝、镁、钛铸锻件业务,完善产业布局,提升生产技术和产品品质,以满足航空航天、燃气轮机、核电等领域对高端和新型高温合金不断增长的需求。同时,公司将加大研发投入,加强与高校、科研机构的合作,积极开发新技术、新产品,提高自主创新能力,进一步打破国外同类产品在国内高端市场的垄断局面。此外,公司还将借助“一带一路”倡议等机遇,积极拓展海外市场,扩大产品出口,提升国际市场份额。 盈利预测与投资评级:公司业绩相对承压,我们下调先前的预测,预计公司 2025-2026 年归母净利润预测值分别为 2.65/3.29 亿元,前值 5.29/6.30 亿元,新增 2027 年预期 3.76 亿元,对应 PE 分别为 45/37/32 倍,考虑到公司作为高温合金研发和生产的龙头公司,生产和研发实力行业领先,同时新建项目陆续投产生产规模持续扩大,有力支撑公司把握高温合金不断增长的市场机会,因此维持“买入”评级。 风险提示:1) 新产品拓展不及预期; 2) 原材料价格波动; 3) 技术创新风险; 4) 宏观政策风险。

(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>