



2025年04月28日

晨会纪要20250428

证券分析师:

张晶磊 S0630524090001

zjlei@longone.com.cn

证券分析师:

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师:

王洋 S0630513040002

wangyang@longone.com.cn

重点推荐

- 1.资产均衡配置，聚焦发展服务消费——资产配置周报（2025/04/21-2025/04/25）
- 2.存量政策巩固落实，储备政策蓄势待发——国内观察：2025年4月政治局会议学习
- 3.国际医学（000516）：亏损收窄，积极布局非医保业务——公司简评报告
- 4.佩蒂股份（300673）：自主品牌持续高增，产能布局完善——公司简评报告
- 5.预定利率研究值下调至2.13%，预计动态调整机制三季度启动——保险业态观察（二）
- 6.华润材料（301090）：瓶片承压前行，新材料有的放矢——公司简评报告
- 7.工商银行（601398）：息差压力缓解，资产质量整体稳定——公司简评报告
- 8.一季度叉车外销表现优于内销，国内龙头国际化实现新跨越——机械设备行业简评
- 9.高技术、装备制造业支撑明显——国内观察：2025年3月工业企业利润数据

财经要闻

- 1.国家主席习近平：人工智能作为新技术新领域，政策支持很重要
- 2.六部门进一步优化离境退税政策扩大入境消费

正文目录

1. 重点推荐	3
1.1. 资产均衡配置，聚焦发展服务消费——资产配置周报（2025/04/21-2025/04/25）	3
1.2. 存量政策巩固落实，储备政策蓄势待发——国内观察：2025 年 4 月政治局会议学习	4
1.3. 国际医学（000516）：亏损收窄，积极布局非医保业务——公司简评报告 ..	5
1.4. 佩蒂股份（300673）：自主品牌持续高增，产能布局完善——公司简评报告	6
1.5. 预定利率研究值下调至 2.13%，预计动态调整机制三季度启动——保险业态观察（二）	7
1.6. 华润材料（301090）：瓶片承压前行，新材料有的放矢——公司简评报告 ..	8
1.7. 工商银行（601398）：息差压力缓解，资产质量整体稳定——公司简评报告	8
1.8. 一季度叉车外销表现优于内销，国内龙头国际化实现新跨越——机械设备行业简评	10
1.9. 高技术、装备制造业支撑明显——国内观察：2025 年 3 月工业企业利润数据	11
2. 财经新闻	13
3. A 股市场评述	14
4. 市场数据	16

1.重点推荐

1.1.资产均衡配置，聚焦发展服务消费——资产配置周报 (2025/04/21-2025/04/25)

证券分析师：刘思佳，执业证书编号：S0630516080002；证券分析师：谢建斌，执业证书编号：S0630522020001；证券分析师：王鸿行，执业证书编号：S0630522050001；
证券分析师：张季恺，执业证书编号：S0630521110001

联系人：陈伟业，cwylongone.com.cn

投资要点

全球大类资产回顾。4月25日当周，全球股市整体收涨；主要商品期货中铝、铜收涨，黄金、原油收跌；美元指数小幅上涨，人民币小幅升值，日元、欧元贬值。1) 权益方面：纳指 > 德国 DAX30 > 标普 500 > 法国 CAC40 > 日经 225 > 恒生指数 > 道指 > 恒生科技指数 > 创业板指 > 英国富时 100 > 深证成指 > 上证指数 > 沪深 300 指数 > 科创 50。2) 避险需求回落，黄金价格高位回落；OPEC+考虑 6 月增产，原油价格当周下跌。3) 工业品期货：南华工业品价格指数上涨，但炼焦煤、螺纹钢、水泥、混凝土皆小幅回落；高炉开工率环比改善 0.77pct；乘用车日均零售 4.49 万辆，环比上升 13.13%，同比 12.00%；BDI 上升 8.88%。4) 央行超额续作 MLF，但当周来看国内利率债收益率小幅上涨，全周中债 1Y 国债收益率上行 2.01BP 至 1.45%，10Y 国债收益率上行 1.13BP 收至 1.6606%。5) 欧美国债收益率下行，2Y 美债收益率当周下行 7BP 至 3.74%，10Y 美债收益率下行 5BP 至 4.29%。6) 美元指数小幅反弹，收于 99.5689，周上涨 0.34%；离岸人民币对美元升值 0.20%；日元对美元贬值 1.06%。

国内权益市场：至 4 月 25 日当周，风格方面，周期 > 成长 > 消费 > 金融，日均成交额为 11177 亿元（前值 10770 亿元）。申万一级行业中，共有 24 个行业上涨，7 个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为汽车（+4.87%）、美容护理（+3.80%）、基础化工（+2.71%）；跌幅靠前的行业为食品饮料（-1.36%）、房地产（-1.31%）、煤炭（-0.63%）。

资产均衡配置，聚焦发展服务消费。4 月 25 日当周，在白宫与美联储关系缓和，及美国释放对华高关税不可持续信号背景下，全球大类资产整体在估值修复与风险回落之间平衡。中国经济回暖，2025 年 1-3 月份全国规模以上工业企业利润增长 0.8%，摆脱了 PPI 下降的不利因素，但是仍面临外部不确定性。4 月 25 日中共中央政治局会议指出，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。从美国服务业 PMI 与制造业 PMI 的走势来看，过去两年美国的经济走强由服务业带动作用明显。我们认为政治局会议强调以内部的“确定性”应对外部的“不确定性”，从保障民生到储备政策“蓄势待发”，投资方向上建议大类资产均衡配置，内需+科技仍是主线。

新的一周市场关注，预计欧美商业放缓，日本服务业增长。新的一周，美国将发布包括 GDP、PCE 价格指标、ISM 和 PMI 数据，以及非农就业数据。全球 PMI 数据还将揭示美国 4 月 2 日宣布关税后全球制造业的表现，而日本和泰国将公布央行的政策决定。市场也将密切关注美国 4 月份的就业报告，特别是评估与 DOGE 相关的裁员的影响。PMI 预览调查显示，欧元区 4 月商业活动小幅下降，结束了连续四个月的温和增长，制造业生产连续第二个月增长。在日本，au Jibun Bank 日本综合 PMI 预览值 4 月份为 51.1，高于 3 月份的 48.9，表明日本私人部门在 3 月份短暂下滑后，已恢复扩张。预计日本央行将维持利率在 0.5% 的 16 年高位不变，月度消费者信心和失业率可能会保持相对稳定，零售销售预计会加速，而工业生产可能会放缓。

风险提示：周度基金仓位为预估，存在偏差风险；关税政策存在不确定性；特朗普政策不确定性；国内价格走弱的影响等。

1.2.存量政策巩固落实，储备政策蓄势待发——国内观察： 2025 年 4 月政治局会议学习

证券分析师：刘思佳，执业证书编号：S0630516080002；证券分析师：谢建斌，执业证书编号：S0630522020001

联系人：李嘉豪，lijiah@longone.com.cn

投资要点

事件：中共中央政治局 4 月 25 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。

核心观点：2025 年一季度经济实现开门红，但由于关税政策在 4 月后明显升级，当前数据并未反映贸易战升级后的影响。同时 90 天豁免期以及对美国对中国关税政策出现缓和的态度，或缓解二季度出口下行的压力。4 月政治局会议定调仍然积极，指出外部冲击的影响加大，要以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。从短期来看，贸易战存在阶段性缓和的可能，增量政策密集出台的可能性有所回落，或仍以前期政策的巩固落地为主，体现政策的持续性；但从中长期来看，外需仍有明显下滑的可能，积极政策基调方向明确，关注以内部确定性为代表的投资方向。

以内部的“确定性”应对外部的“不确定”。会议指出，“各项宏观政策协同发力，经济呈现向好态势”，肯定了一季度经济的“开门红”。同时也指出“外部冲击影响加大”，并明确“要强化底线思维、充分备足预案，扎实做好经济工作”，强调“统筹国内经济工作和国际经贸斗争”。以“斗争”来定义贸易战，或隐含长期性，相对于外部环境的不确定性，内部高质量发展的确定性更为重要，政策方向上扩内需+科技仍是主线。

加强超常规逆周期调节。会议指出，“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”。超常规逆周期调节在去年 12 月政治局会议中首次提出，今年两会政府工作报告中并未出现，此次重提，并强调“加强”，积极的政策基调有望延续。

储备政策“蓄势待发”。当前尚处美国关税 90 天豁免期内，贸易谈判的结果仍存较大不确定性，同时从近期白宫的表态来看，对中国的关税税率存在下降的可能。4 月开始中国对美国的出口可能明显回落，但由于豁免期的存在，转出口反而会加强，类似于此前抢出口的逻辑，一定程度上可能缓解出口下行压力。这可能影响推出增量政策的节奏，但储备政策“蓄势待发”的方向不会变。

财政政策“更加积极”。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”。截至 4 月 25 日，据 wind 数据，年内已发行用于置换存量隐性债务的再融资专项债规模 1.78 万亿元，已发行地方政府新增专项债规模 1.14 万亿元；4 月 24 日，年内超长期特别国债首次开启发行。预计后续新增专项债（非化债）以及用于“两新”及“两重”的超长期特别国债发行节奏将加速，财政支持力度有望加强。

关注降准以及结构性降息的可能，新的结构性也是亮点。“适时降准降息”的提法延续，当前国内经济复苏延续以及稳汇率约束仍存的情况下，短期降准以及以再贷款为代表的结构性降息可能先落地，但美联储降息预期已提前至 6 月，或将影响“适时”的节奏，不过这一点也同样受到关税政策的不确定性影响。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”，对应可能扩大科技创新和

技术改造再贷款的规模,设立服务消费与养老再贷款,前者在两会经济主题记者会上已宣布,后者在本次会议上也已明确;而新型的政策性金融工具或与稳外贸有关。

投资与人,稳民生、稳就业。“投资与人”是2025年两会政府工作报告中的新词,本次会议中提出的“兜牢基层‘三保’底线”,“要提高中低收入群体收入”、“要着力保民生”、以及“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”,均凸显“投资于人”的政策方向。稳定预期,提高居民收入以及消费意愿,是扩大消费的前提。此外,会议指出,“大力发展服务消费”,在扩内需上,尤其是消费中,服务消费可能是重点。

持续稳股市、稳楼市。会议指出,“持续巩固房地产市场稳定态势,持续稳定和活跃资本市场”。此前4月18日国常会上也曾指出“要持续稳定股市,持续推动房地产市场平稳健康发展”。楼市方面,春节后新房、二手房销售整体表现相对较好,不过进入4月以来新房增速有所回落,关注后续政策加码的可能性,加快收储以及城市更新的推进节奏或是重点。资本市场方面,若后续仍有风险事件引起的超预期波动,央行提供再贷款支持,中央汇金发挥类“平准基金”的作用,以及其他稳市场措施或将发挥充分作用。

风险提示:政策落地不及预期;国内消费恢复不及预期;美国关税政策超预期风险。

1.3.国际医学(000516):亏损收窄,积极布局非医保业务——公司简评报告

证券分析师:杜永宏,执业证书编号:S0630522040001;证券分析师:伍可心,执业证书编号:S0630522120001, dyh@longone.com.cn

投资要点

2024年&2025Q1:亏损持续缩窄。2024年,公司实现营收48.15亿元,同比增长4.28%;归母净利润与扣非归母分别亏损2.54、2.87亿元,同比缩窄31.0%、42.5%。其中,Q4实现营收12.09亿元,同比下降5.1%;归母净利润与扣非归母分别亏损0.42、0.67亿元,同比缩窄71.2%、54.9%;收入端稳健,加速减亏。2025Q1,公司实现营收9.97亿元,同比下降15.0%,增速放缓预计主要是DRG控费及去年同期基数影响;归母净利润亏损1.06亿元,同比下降1.4%。剔除非经营因素影响,2025Q1扣非归母亏损1.2亿元,同比下降33.3%。

高新医院:规模效应持续显现,积极布局非医保业务。1)经营稳健,规模效应持续显现。2024年高新医院实现收入15.25亿元(YoY+2.7%),净利润0.85亿元(YoY+21.6%);经营稳健,规模效应凸显。2)满负荷运营下,关键医疗质量指标稳步提升。2024年,高新医院门急诊服务量达115.45万人次(YoY+0.3%),住院服务量6.60万人次(YoY+1.8%);最高日门急诊服务量4185人次,最高日在院患者1713人,基于设置床位数为1500张,高新医院预计已进入满负荷运营。3)学科布局持续优化,满足多样化消费者需求。2024年公司学科布局持续优化,多科室开诊或病床数量显著扩容,开设消化道早癌筛查、头痛专病、围绝经期专病等10个特色门诊,整形医院自在山院区扩建投用,同时提供VIP服务,为患者提供差异化的医疗服务,提升专科竞争力与非医保业务收入占比。

中心医院:业务规模持续扩大,构建多层次诊疗体系。1)收入快速增长,大幅减亏。2024年中心医院实现收入32.74亿元,同比增长7.6%;净利润亏损1.65亿元,同比减亏36.7%。2)诊疗规模再创新高。2024年,中心医院门急诊服务量达141.82万人次(YoY+18.9%),住院服务量13.97万人次(YoY+15.3%),体检服务量7.98万人次(YoY+21.0%),最高日门急诊服务量5193人次,最高日在院患者4046人,核心医疗指标稳增,业务规模再创新高。3)构建多层次诊疗体系,质子中心年内有望投入运营。①南院完善学科架构:新设六大特色诊疗中心,增设综合多临床科室,新增6个中医综合治疗室及45个专病门诊;多个科室/医院获权威认证。②北院区学科建设取得里程碑式进展,服务能

力持续提升：新设国内首家神经修复科及中医经典医院，并新增 11 个特色科室及 8 个病区。同步开创省内首个儿科夜间门诊、中医 VIP 门诊及围产期心理门诊。成立 3 个国医大师传承工作室，深化中医药传承创新与区域人才培养，推动中西医协同发展。③质子中心：有望于年底投入运营。

投资建议：公司持续发展“严肃医疗+类消费医疗”的综合医疗创新业务模式，积极探索非医保业务，伴随诊疗量加速攀升，收入结构不断优化，利润端有望持续改善。考虑到医保控费等行业政策的影响，我们适当下调公司 2025/2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为-1.37、-0.80、1.33 亿元（2025-2026 年原预测值为-0.40/0.96 亿元），EPS 分别是-0.06、-0.04、0.01 元。维持“买入”评级。

风险提示：诊疗规模增长不及预期风险，管理运营风险，医护资源短缺风险等。

1.4.佩蒂股份（300673）：自主品牌持续高增，产能布局完善——公司简评报告

证券分析师：姚星辰，执业证书编号：S0630523010001，yxc@longone.com.cn

投资要点

事件：公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报，2024 年实现营业收入 16.59 亿元，同比+17.56%；归母净利润 1.82 亿元，同比扭亏。2025 年一季度实现营业收入 3.29 亿元，同比-14.4%；归母净利润 2222.92 万元，同比-46.71%。

2024 年自主品牌收入快速增长，海外市场表现稳健。分产品来看，2024 年公司畜皮咬胶/植物咬胶/营养肉质零食/主粮和湿粮分别实现营收 5.05 亿元/6.08 亿元/4.03 亿元/1.18 亿元，同比分别+19.1%/+43.7%/+26.6%/-43.6%。其中植物咬胶等新产品的表现亮眼，出口订单高增。公司加大主粮产品业务的投入，预计收入规模将保持快速增长。分地区来看，2024 年国外市场实现营收 13.71 亿元，同比+29.1%。国外市场毛利率 28.94%，同比+11.04pct。主要由于海外市场需求恢复，柬埔寨和越南工厂产能利用率提升，叠加新品放量带动盈利能力提升。国内市场实现营收 2.88 亿元，同比-17.6%，主要由自主品牌贡献，代理品牌收缩，自主品牌收入规模同比+33%，其中爵宴品牌同比+52%。国内市场毛利率达到 31.72%，同比+8.04pct。预计今年自主品牌继续维持较快增长。

品类加快拓展，渠道多样化布局。品牌策略方面，爵宴专注高端狗食品，并向高端猫食品延伸。爵宴今年将推出高端猫食品，拓宽消费群体覆盖。好适嘉目标占领猫狗性价比市场，填补爵宴在中端价格带的空白，新品快速上量。新西兰主粮品牌 SmartBalance 预计下半年将进入国内。新西兰主粮已进入出货阶段，预计二季度产能释放加快，2025 年将有 20%-30%产能释放。渠道方面，自主品牌在深耕传统电商渠道的同时，锁定超头部主播 KOL，拓展超垂类达人及 KOC 矩阵，加大在内容电商的投放。线下渠道重点拓展山姆、沃尔玛等，计划货架覆盖量大幅增长。海外方面，已把美国订单基本全面转至东南亚工厂交付。

一季度受关税影响业绩同比下滑，2025 年有望逐步恢复。公司 2025Q1 毛利率 28.62%，同比+4.26pct；净利率 7.07%，同比-3.82pct。一季度净利率下滑主要受到新西兰业务开展和海外关税波动的影响。2025Q1 销售、管理费率分别为 8.45%（同比+3.81pct）、9.31%（同比+2.98pct）。一季度销售费用率增加，主要由于自主品牌营销推广费用增加。随着公司海外工厂产能利用率的提升以及新品高端主粮的推广，预计费用端将逐步改善。

投资建议：考虑到关税波动的影响以及自主品牌的营销推广，我们调整 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.94/2.31/2.66 亿元（2025-2026 年前值分别为 2.02/2.54 亿元），对应 EPS 分别为 0.78/0.93/1.07 元（2025-

2026 年前值分别为 0.81/1.02 元)，对应当前股价 PE 分别为 19/16/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险、关税波动风险、国内市场需求不及预期。

1.5. 预定利率研究值下调至 2.13%，预计动态调整机制三季度启动——保险业态观察（二）

证券分析师：陶圣禹，执业证书编号：S0630523100002，tsy@longone.com.cn

投资要点：

事件：保险业协会于 4 月 21 日组织召开了人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会 2025 年一季度例会，对宏观经济形势、市场利率走势和行业发展情况进行研究，认为当前普通型人身保险产品预定利率研究值为 2.13%，环比上季度下降 21bps。

预定利率与市场利率挂钩，最新研究值 2.13% 已低于产品上限 25bps。预定利率动态调整机制最早始于去年 8 月 2 日金监总局下发的《关于健全人身保险产品定价机制的通知》，明确建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制，其中研究值综合 5Y-LPR、5Y 定存利率、10Y 国债收益率而定；今年 1 月 10 日金监总局发布的《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》进一步明确，若普通型人身险产品预定利率最高值连续 2 个季度高于/低于预定利率研究值 25bps，则需下调/上调但不得高于研究值。据保险业协会披露的最新研究值为 2.13%，环比 1 月数据 2.34% 下降了 21bps，且与现阶段人身险预定利率最高值 2.5% 相比超过 25bps 的差值，为突破阈值的第一个季度。

二季度研究值有望进一步下调，动态调整机制或于三季度启动。研究值三大影响因素中，5Y-LPR 和 5Y 定存利率保持相对稳定，自去年 10 月起即分别保持 3.60% 和 1.55% 不变，而 10Y 国债收益率 2024Q4 和 2025Q1 区间分别变化 -48bps 和 +14bps。虽然近两个季度长债利率走势分化，但研究值的设定已考虑到对收益率的长期平滑，测算时采用移动平均值。从今年 4 月数据来看，截至 4 月 24 日，10Y 国债收益率较 2025Q1 未进一步下滑 15bp，反映了为应对持续波动的外部经济政治环境，而采取的相对谨慎的应对方式。我们预计二季度研究值有望进一步下调，进而导致第二个季度突破阈值，触发动态调整机制，人身险产品预定利率大概率在三季度实现下调。

利差损风险大幅降低，“报行合一”深化推动费差益改善。上一轮预定利率下调为 2024 年 9 月，彼时普通型和分红型人身险产品预定利率分别调降 50bps 至 2.5% 和 2.0%，“炒停售”催化也带动保费收入大幅增长，2024 年 7-9 月人身险单月同比增速分别为 14.9%、52.8%、11.9%，其中同期寿险单月同比增速分别为 16.1%、68.5%、15.7%。我们认为在长端利率持续低位震荡的背景下，主动调降预定利率有望显著降低负债成本，进而缓释利差损风险；同时“炒停售”催化可能在三季度进一步提振保单销售，对销售节奏保持乐观。同时，近期个险渠道代理人改革和“报行合一”的深化也在持续推进，佣金激励机制的完善与长期化、职业化服务的引导，有利于队伍留存和渠道价值率提升，进而共同推进费差益改善和三差均衡。

投资建议：1) 寿险负债转型仍在推进，队伍规模下滑幅度边际减弱，产能提升成效显著，我们认为应持续关注在稳定规模下的产能爬坡，以及保障意识激活后的需求释放；2) 投资端来看，“国九条”明确资本市场新起点，对权益市场展望乐观，长端利率处于历史绝对低位，预定利率下调有望缓解利差损风险。板块处历史低估值区间，重视板块配置机遇，建议关注拥有明显护城河的大型上市险企。

风险提示：新单销售不及预期，长端利率下行，权益市场波动，股权投资计提减值风险，财产险风险减量力度不及预期，政策风险。

1.6. 华润材料（301090）：瓶片承压前行，新材料有的放矢——公司简评报告

证券分析师：吴骏燕，执业证书编号：S0630517120001；证券分析师：谢建斌，执业证书编号：S0630522020001；证券分析师：张季恺，执业证书编号：S0630521110001，
wjyan@longone.com.cn

投资要点

事件：2025 年 4 月 23 日，公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。公司 2024 年实现营业总收入 180.55 亿元，同比上升 4.82%；实现归属于上市公司股东的净利润-5.70 亿元，同比由盈转亏。2025 年第一季度营业收入 30.36 亿元，同比下降 16.20%。净亏损 1942.55 万元，去年同期净亏损 7850.16 万元，亏损面有所收窄。

2024 年瓶片产能继续扩张，2025 年产能投放或近尾声，挑战与机会并存：我国聚酯瓶片产能从 2023 年末的 1661 万吨提升至 2043 万吨，同比增加近 23%。供给增量远大于需求增长，新产能的供应冲击导致行业效益进一步下滑。CCF 统计数据显示，2024 年 1-12 月聚酯瓶片内外盘平均加工区间分别为 505.2 元/吨和 89.5 美元/吨，较 2023 年同期分别下滑 34.81%和 10.5%。2025 年聚酯瓶片行业新增产能预计投放有限，部分落后装置或将面临淘汰或转产，行业集中度有望进一步提升。需求端看，主要驱动力来自饮料及饮用水行业新增产能释放带来的需求增量，整体延续增长态势；依靠产业链和成本优势，我国瓶片海外竞争优势明显，贸易保护等政策影响预计有限。

公司产能利用率和产销量保持高位：公司共拥有瓶片产能 210 万吨/年，具备规模优势，品牌价值高，客户基础良好，2024 年全年产能利用率 103.54%，产销率 106.47%，仍维持高位水平。公司 2024 年海外销售额占比 32.11%，份额保持稳定，毛利情况略优于内销。

优化新材料业务布局：1）公司特种聚酯 PETG 现有产能 5 万吨，2024 年 PETG 产品销售额同比增加 10.4%，毛利同比增加 111.65%。重点定位日化包材市场，在 3D 打印、医疗、家电、薄膜等新应用市场也实现了批量销售；公司成功开发国际品牌客户，成为国产 PETG 日化包材领域的重要供应商。2）再生瓶片 rPET 产品实现了两万吨级规模的商品化销售。3）基于公司整体战略规划，对低效、亏损的业务进行优化调整，关闭退出热塑性复合材料、PET 泡沫两个投资项目。

盈利预测及投资建议：2025 年瓶片行业仍处于产能消化阶段，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.19、1.16、3.92 亿元，对应 EPS 分别为 0.01、0.08、0.26 元，对应 2025 年 4 月 24 日收盘价 PE 为 560.67X、92.52X、27.38X。公司背靠大央企华润集团，聚酯瓶片业务基石稳固，静待行业周期复苏。维持“买入”评级。

风险提示：原料能源价格等大幅波动；贸易保护等政策影响；新材料如 PETG 竞争加剧。

1.7. 工商银行（601398）：息差压力缓解，资产质量整体稳定——公司简评报告

证券分析师：王鸿行，执业证书编号：S0630522050001，whxing@longone.com.cn

投资要点

事件：公司公布 2024 年度报告。公司实现营业收入 8218.03 亿元（-2.52%，YoY），归属于母公司普通股股东净利润 3658.63 亿元（+0.51%，YoY）。年末，公司总资产为 48.82 万亿元（+9.23%，YoY），不良贷款率为 1.34%（-1BP，QoQ），不良贷款拨备覆盖率为 214.91%（-5.39pct，QoQ）。全年净息差为 1.42%，同比下降 19BPs，降幅进一步收窄。

受政府融资力度加大影响，金融投资增长提速；受需求偏弱及隐债置换影响，对公一般贷款增长放缓。2024 年 Q4 总资产增速较 Q3 小幅提升，主要是受非信贷金融资产驱动：一方面同业资产同比由降转增，另一方面受政府融资力度明显加大驱动，债券投资规模继续提速。对公信贷方面，受需求放缓及隐债置换影响，一般贷款增长明显弱于去年同期，带动总贷款增速小幅放缓。虽一般贷款较弱，但票据贴现同比大幅多增，这一特征与 Q2、Q3 类似，反映公司提升票据贴现力度以维持信贷平稳增长。Q4 个人信贷增长明显好于去年同期，较 Q2、Q3 明显改善，一方面是由于房贷利率下降后销售端改善、提前还贷边际放缓；另一方面是公司向阻力较小的信用卡领域发力，透支规模增长较快。今年 Q1 “开门红”信贷超预期，奠定年内信贷稳增长基础。关税压力下信贷对实体支持力度只增不减，叠加政府融资力度仍然较大，预计工行资产规模有望保持较快增长。

存款增速随 M2 回升，反映财政发力对货币供应量的正面影响；关注宏观政策对存款定期化的正面影响。2024 年 Q2，受金融“挤水分”影响工商银行存款环比净流出，明显弱于季节性，致使存款增速回落幅度明显大于 M2。Q3 “挤水分”影响基本消除，存款增长趋于稳定。Q4 存款增速随 M2 回升，反映财政力度加大对货币供应量的正面影响。2024 下半工行存款定期化程度随行业继续上升，一方面是由同业存款定价约束加强对理财活期存款的负面影响较大，另一方面是由于需求较弱背景下个人与企业部门资金循环仍受阻。去年“9.24”以来，积极财政、稳地产、促消费政策持续发力，对存款结构影响正面，今年 Q1 企业活期存款已边际改善，后续关注房地产与消费回暖对存款结构影响的持续性。

存款降息效果显现，促进息差降幅持续收窄。测算 2024 年 Q4 单季息差为 1.39%，环比下降 4BPs，同比下降 5BPs，同比降幅较 Q3 明显收窄。测算 Q4 生息率 2.98%，环比下降 5BPs，同比下降约 20BPs，同比降幅较 Q3 收窄。生息率下降趋势延续，一方面是因为 LPR、存量住房贷款利率下调影响持续，另一方面是因为受近年政府债发行力度较大、利率下行影响，债券投资组合中低息券占比提升。生息率降幅收窄主要是因为 Q4 重定价影响较为平缓。测算 Q4 付息率为 1.78%，环比下降 1BP，同比下降约 17BPs，主要是多轮存款降息、治理“手工补息”及同业存款定价的重定价效果显现。展望后市，资产端，存量住房贷款利率及 LPR 下降的重定价影响将于今年上半年继续显现。目前货币政策对银行息差较为友好，不过关税压力下年内降息可能性较大，或进一步加大资产端压力。负债端，去年 10 月公司较大力度下调存款挂牌利率，叠加此前多轮下调，今年 Q1 存款重定价将较为明显，有望较大程度缓冲资产端下行压力。如果政策降息导致资产端下行压力加大，或触发新一轮存款降息。综合来看，虽然资产端仍面临压力，但由于负债端缓冲效果明显，息差压力趋于平缓。

理财及私人银行、银行卡及托管业务修复，手续费及佣金收入降幅收窄。2024 年 Q4 手续费及佣金收入降幅明显收窄，主要是理财及私人银行业务、银行卡、托管业务明显改善。其中，理财及私人银行业务改善一方面与保险“报行合一”低基数有关，另一方面与理财规模回升有关。银行卡手续费改善或与透支规模较快增长有关。结算、投资银行、担保承诺业务收入明显放缓，或主要是降费及企业融资需求放缓所致。现阶段手续费及佣金收入仍受到资管费率改革的制约。不过，当前监管对资本市场支持力度较大，若市场活跃度持续提升，财富管理业务收入具有复苏弹性。综合影响下，手续费及佣金收入有望弱复苏。

不良率整体稳定，个贷压力持续，对公延续改善。受益于良好客户基础，工行总体资产质量保持稳健。2024 年末不良贷款率为 1.34%，环比下降 1BP，保持近年最低水平。前瞻性指标方面，关注率贷款占比与逾期贷款占比继续上升，主要是受个贷扰动。2024 年银行业个贷风险上升趋势较为明显，反映居民收入及就业压力上升，工行与行业趋势相符。去年

“9.24”以来纾困力度较大，居民还贷压力减轻，叠加工行对风险的处置较为审慎，预计个贷风险可控。然而，鉴于宏观层面仍面临压力，个贷风险拐点仍需要进一步观察。对公方面，制造业、租赁和商业服务业、房地产业等行业不良率继续下降，批发零售业不良率有所反弹，整体资产质量继续稳中向好。综合来看，虽个贷扰动仍存在，但在对公资产质量向好、不良处置审慎等积极因素影响下，预计整体资产质量仍能保持稳定。

盈利预测与投资建议：2024 年 Q4 息差降幅明显收窄，利息收入好于预期。手续费及佣金收入结构分化，整体表现弱于预期。今年以来，债市表现较弱，或对投资收益产生不利影响。我们相应调整盈利预测。预计 2025-2027 年营业收入分别为 8084、8391、8842 亿元（2025-2026 年原预测为 8127、8615 亿元），归母净利润分别为 3695、3767、3847 亿元（2025-2026 年原预测为 3660、3727 亿元），对应同比 0.98%、1.97%与 2.12%。预计 2025-2027 年末普通股每股净资产为 10.90、11.58、12.27 元，对应 4 月 24 日收盘价 PB 为 0.66、0.63、0.59 倍。基于：1）工行客户基础良好、业务多元，预计仍能在压力上升的经营环境中实现稳健经营；2）财政部对国有大行注资将提升市场对国有行信心；3）公司分红稳定、股息率较高，对保险、养老金、被动基金等资金具有较强吸引力，我们维持“增持”评级。

风险提示：个人贷款质量大幅恶化；贷款利率大幅下行与定期化加剧挤压公司净息差。

1.8.一季度叉车外销表现优于内销，国内龙头国际化实现新跨越——机械设备行业简评

证券分析师：谢建斌，执业证书编号：S0630522020001

联系人：商俭，shangjian@longone.com.cn

投资要点：

事件：根据中国工程机械工业协会发布数据，2025 年 3 月叉车整体销量为 15.31 万台，同比增长 11.5%。其中，国内销量 10.78 万台，同比增长 11.6%；海外销量 4.52 万台，同比增长 11.2%。2025 年 1-3 月叉车累计销量为 34.82 万台，同比增长 10.16%。其中，国内销量 22.90 万台，同比增长 8.82%；出口销量 11.91 万台，同比增长 12.82%。

一季度销量增长稳健，外销表现优于内销。2025 年一季度整体销量来看，同比增长 10.16%，呈现出稳健增长态势，其中内销市场保持稳定增长，外销市场表现更为强劲，主要得益于国内叉车企业在海外市场的布局和竞争力提升，以及全球市场对叉车需求的持续增长，同时国内内需逐渐向好。从国内宏观数据看，叉车需求与制造业和仓储物流景气度相关，自从 2024 年 10 月我国制造业 PMI 新订指数处荣枯线以上，2025 年 3 月达 51.80%，制造业景气度良好。从物流数据看，2025 年 2 月社会物流总额同比增长 5.3%。另外，政府工作报告提出今年预期国内生产总值增长 5%左右。宏观指标景气度向好，叉车内需或将回升。

安徽合力：全年销量增速高于行业，国际化实现新跨越。公司 2024 年实现营收 173.25 亿元，同比+0.99%；实现归母净利润达 13.20 亿元，同比+0.18%；毛利率和净利率分别达 23.46%和 8.66%，同比+2.85pct 和+0.56pct；净资产收益率为 12.84%，整体运行平稳。2024 年公司销量 34.02 万台，同比+16.53%，增速高于行业。公司打造“1 个中国总部+N 个海外中心+X 个全球团队”的全球化布局，2024 年公司海外收入 69.28 亿元，同比+13.33%，毛利率 26.20%，海外收入稳步上升；整机出口 12.64 万台，同比+34.08%，增速高于行业。公司加大新兴产业布局，与国内头部企业的生态合作，加快落实数字化转型，稳步推进人工智能、云计算等新技术在业务中的实践应用，可加速实现无人叉车智能化和智能调度系统等解决方案的落地，有望重塑智能物流竞争格局，激发发展新潜能。

杭叉集团：毛利率水平提升，构筑智能制造优势。公司 2024 年实现营收 164.86 亿元，同比+1.15%；实现归母净利润达 20.22 亿元，同比+17.86%；毛利率和净利率分别达 23.55% 和 13.11%，同比+2.77pct 和+1.84pct，盈利水平持续提升；净资产收益率为 19.89%。2024 年公司销量 28.00 万台，同比+14.06%。公司坚定不移推进全球化发展战略，在美国、法国、日本、印度尼西亚、马来西亚、越南、中东等多个国家和地区布局了 10 余家海外公司，销售网络覆盖全球 200 多个国家，实现了自有营销服务网络由点到面质的飞跃。2024 年公司海外产品销量突破 10 万台的历史新高，实现收入 68.46 亿元，同比+4.76%，毛利率高达 30.72%。公司在生产流程中积极引入数字孪生、5G 应用技术、工业互联网等先进技术，实现了从原材料的自动化下料、精准焊接，到精细涂装、高效组装、物流的全流程智能化。公司拥有年产能达 40 万台工业车辆和其他物流设备，形成强大的智能制造能力。

建议关注：叉车下游应用广泛，周期性特征较弱，与制造业景气程度关联度较高。未来制造业复苏和仓储物流量的增长，对国内叉车需求呈现积极作用。同时，国内企业正加速全球化布局，建立海外本土产能与售后服务，全球市场渗透率逐步提升。另外，国内叉车龙头正积极布局智能物流与物流机器人领域，将重塑物流行业竞争格局。建议关注：品牌认可度高，海外已深度布局，研发实力强劲的国产叉车龙头企业，安徽合力、杭叉集团。

风险提示：全球化进程不及预期风险；行业竞争加剧风险；技术迭代不及预期。

1.9.高技术、装备制造业支撑明显——国内观察：2025 年 3 月工业企业利润数据

证券分析师：刘思佳，执业证书编号：S0630516080002

联系人：李嘉豪，lijiah@longone.com.cn

投资要点

事件：4 月 27 日，统计局发布 3 月工业企业利润数据。3 月，规模以上工业企业利润总额累计同比 0.8%，前值-0.3%。

核心观点：3 月利润增速当月同比及累计同比均由负转正，高技术以及装备制造支撑明显。一季度整体经济数据表现较好，是前期政策效果的体现。当前外部风险未消，4 月政治局会议指出外部冲击影响加大，强调要强化底线思维、充分备足预案，内部的确定性更为重要。一方面关注存量政策继续落实对分子端的带动作用，另一方面关注储备增量政策的预期定价。

利润环比略弱于季节性，但基数走低推动当月同比转正。从季节性来看，3 月工业企业利润环比（相对于 1-2 月合并来看）-34.32%，略低于近 5 年同期均值-28.25%。但去年同期基数降至-3.5%，推动 3 月利润当月同比转正至 2.6%。

工业生产带动明显，营收利润率拖累减轻。3 月营收利润率回升至 5.0%，当月同比收窄至-3.2%。从营收增速来看，环比 1-2 月略低于近 5 年同期均值，同比升至 4.42%。拆分来看，虽然价减，但量升具有明显的带动作用，PPI 同比降至-2.5%，但工业增加值较前值上升 1.8 个百分点至 7.7%。费用及成本方面，一升一降，费用率继续回落，成本率继续上升。

中游利润占比较高。利润占比结构上来看，上游原材料开采、下游制造占比回落，中游原材料制造以及中游装备制造占比上升。从近 5 年的平均水平来看，3 月上游原材料开采、中游原材料制造以及中游装备制造的环比变化要强于季节性，下游制造要弱于季节性。

中游装备制造以及高技术行业是重要支撑。1.中游装备制造依然是中坚力量，一季度利润累计同比 6.4%，拉动整体规上工业企业利润增速 2.0 个百分点，边际上 3 月运输设备依然维持在 60%左右的高增速，仪器仪表、专用设备在 10%以上，通用设备、电气设备、电子设备也均较前值有所回升。2.高技术制造业 3 月利润增速 14.3%，包括航空航天器、智能消费设备制造、医疗仪器设备在一季度均有较好表现。3.原材料开采及加工主要行业中，有色金属强、黑色金属弱的趋势尚未改变。

春节对补库的影响暂告段落。3 月末，名义库存累计同比 4.2%，前值 4.2%；实际库存累计同比 6.7%，前值 6.4%。价格降幅的扩大，推动实际库存增速回升，但名义库存未能进一步回升，春节后补库推动以及错位的影响告一段落。

风险提示：政策力度不及预期；需求恢复不及预期；特朗普关税政策的风险；数据测算偏差的风险。

2.财经新闻

1.国家主席习近平：人工智能作为新技术新领域，政策支持很重要

中共中央政治局 4 月 25 日下午就加强人工智能发展和监管进行第二十次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调，人工智能作为新技术新领域，政策支持很重要。要综合运用知识产权、财政税收、政府采购、设施开放等政策，做好科技金融文章。推进人工智能全学段教育和全社会通识教育，源源不断培养高素质人才。完善人工智能科研保障、职业支持和人才评价机制，为各类人才施展才华搭建平台、创造条件。

习近平指出，人工智能带来前所未有发展机遇，也带来前所未有挑战。要把握人工智能发展趋势和规律，加紧制定完善相关法律法规、政策制度、应用规范、伦理准则，构建技术监测、风险预警、应急响应体系，确保人工智能安全、可靠、可控。

（信息来源：中国政府网）

2.六部门进一步优化离境退税政策扩大入境消费

商务部等六部门近日印发通知，进一步优化离境退税政策扩大入境消费。其中提出，鼓励各地区在大型商圈、步行街、旅游景区、度假区、文博场所、机场、客运港口、酒店等增设退税商店，扩大退税商店覆盖面。积极引导国际名品、国货潮品、老字号店铺、文创店、纪念品店、礼品店、特产店等成为退税商店。支持具备条件的地区打造一批离境退税特色街区。下调离境退税起退点，境外旅客同日同店购买退税物品金额达到 200 元人民币，且符合其他相关规定的，可以申请办理离境退税。优化离境退税支付服务，将现金退税限额上调至重要 20000 元人民币。推动退税代理机构与支付机构、清算机构等加强合作在风险可控的前提下，通过移动支付、银行卡、现金等多种方式提供退税服务，更好满足境外旅客多样化支付服务需求。

（信息来源：商务部）

3.A 股市场评述

上交易日上证指数小幅震荡收阴，目前跌破 5 日均线支撑位

证券分析师：王洋，执业证书编号：S0630513040002，wangyang@longone.com.cn

上交易日上证指数延续小幅震荡收阴，收盘下跌 2 点，跌幅 0.07%，收于 3295 点。深成指、创业板双双收涨，主要指数呈现分化。

上交易日上证指数小幅震荡再收小星 K 线，量能略放，大单资金小幅净流入约 6 亿元。指数没有选择向上突破 60 日、30 日均线压力，而是回落向下跌破 5 日均线支撑，5 日均线破位。目前日线 MACD 金叉延续，但日线 KDJ 死叉成立，30 分钟、60 分钟 KDJ、MACD 死叉共振，短线技术条件有所走弱，指数震荡整理尚未出现明显结束迹象。指数下方较近支撑位是 20 日均线及前期下降趋势线，短线关注其支撑力度。

上证指数周线收小实体阳 K 线带小上影线，周涨幅 0.56%。上周指数上破 5 周均线压力位无果，仍收于 5 周均线之下。目前指数已经连续三周收红，波段涨幅超过 8%，周 KDJ、MACD 死叉延续尚未修复，指数在短期周均线压力位附近或因为多空争夺有震荡整理的可能，观察中需适当谨慎。

深成指、创业板双双收涨，收盘分别上涨 0.39%、0.59%，均收星状 K 线。两指数盘中有上破各自 20 日均线压力位的举动，但失败而还，仍收于 20 日均线之下。目前两指数日线 KDJ、MACD 仍呈金叉，但 30 分钟线 KDJ、MACD 死叉共振，分钟线指标走弱需要修复，短线指数或延续震荡整理。

上交易日同花顺行业板块中，收红板块占比 58%，收红个股占比 53%。涨超 9% 的个股 79 只，跌超 9% 的个股 35 只。上交易日市场情绪相对活跃。

上交易日同花顺行业板块中，电力板块收涨居首，收盘上涨 2.94%，明显有大单资金介入支持。其次，白色家电、旅游及酒店、小家电、影视院线、IT 服务等板块活跃居前。而贵金属、能源金属、化学制药、生物制品等板块回落调整居前。软件开发板块大单资金净流入两市居首，电力、通信设备、元件、汽车零部件等板块，大单资金净流入居前。而化学制药、贵金属、银行、半导体等板块，大单资金净流出居前。

软件开发板块，上一交易日收盘上涨 0.41%，表现活跃。指数前一交易日大跌超过 3%，上一交易日下跌力道缓解，震荡收了小星 K 线，收于日线均线体系之下。日线 MACD 虽金叉延续，但日线 KDJ 死叉成立，指数日线指标矛盾不强势，震荡整理尚无明确结束迹象。但指数上交易日大单资金大幅净流入超 25 亿元，金额可观。5 日均线金叉 20 日均线，短期均线仍有向好迹象。短线指数即便回落整理，回落动能或不强。震荡中仍可观察量价指标变化，关注技术条件进一步向好后的可做多机会。

表1 行业涨跌幅情况

行业涨跌幅前五			
行业	涨幅前五 (%)	行业	跌幅前五 (%)
通信设备	1.97	贵金属	-1.81
元件	1.87	化学制药	-1.70
非白酒	1.82	渔业	-1.51
动物保健 II	1.79	饲料	-1.15
化妆品	1.70	个护用品	-0.98

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.市场数据

表2 市场表现

2025/4/25	名称	单位	收盘价	变化
资金	融资余额	亿元,亿元	17969	-29.16
	逆回购到期量	亿元	0	/
	逆回购操作量	亿元	900	/
国内利率	1 年期 MLF	%	2	/
	1 年期 LPR	%	3.1	/
	5 年期以上 LPR	%	3.6	/
	DR001	%,BP	1.6084	2.67
	DR007	%,BP	1.7130	7.72
国外利率	10 年期中债到期收益率	%,BP	1.6607	0.01
	10 年期美债到期收益率	%,BP	4.2900	-3.00
	2 年期美债到期收益率	%,BP	3.7400	-3.00
股市	上证指数	点,%	3295.06	-0.07
	创业板指数	点,%	1947.19	0.59
	恒生指数	点,%	21980.74	0.32
	道琼斯工业指数	点,%	40113.50	0.05
	标普 500 指数	点,%	5525.21	0.74
	纳斯达克指数	点,%	17382.94	1.26
	法国 CAC 指数	点,%	7536.26	0.45
	德国 DAX 指数	点,%	22242.45	0.81
	英国富时 100 指数	点,%	8415.25	0.09
	美元指数	/,%	99.5689	0.27
外汇	美元/人民币(离岸)	/,BP	7.2890	5.00
	欧元/美元	/,%	1.1380	0.18
	美元/日元	/,%	143.75	0.76
国内商品	螺纹钢	元/吨,%	3101.00	-0.48
	铁矿石	元/吨,%	709.00	-1.87
国际商品	COMEX 黄金	美元/盎司,%	3330.20	-0.93
	WTI 原油	美元/桶,%	63.02	0.37
	LME 铜	美元/吨,%	9360.00	-1.00

资料来源：同花顺，东海证券研究所，注：资金和国内利率数据时间为 4 月 27 日

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：Http://www.longone.com.cn
座机：(8621) 20333275
手机：18221959689
传真：(8621) 50585608
邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：Http://www.longone.com.cn
座机：(8610) 59707105
手机：18221959689
传真：(8610) 59707100
邮编：100089