

晨会纪要

数据日期: 2025-04-25	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3295.06	9917.05	3786.99	11007.02	2675.23	1004.57
涨跌幅度(%)	-0.06	0.39	0.06	0.45	0.24	0.12
成交额(亿元)	4454.17	6681.49	2205.35	2466.36	2916.34	202.73

晨会主题

【常规内容】

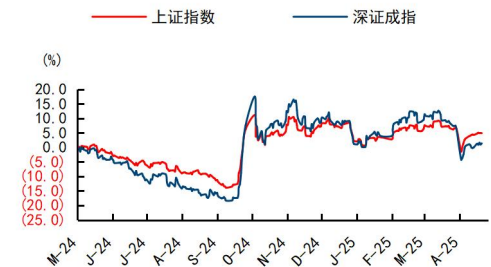
宏观与策略

宏观周报:高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数走平
宏观周报:宏观经济宏观周报-高频指标环比改善,房地产景气上升
固定收益周报:超长债周报——超长债30-10期限利差走阔
策略专题:估值周观察(4月第4期)-全球权益市场回暖,估值温和扩张

行业与公司

海外市场专题:港股选股策略研究-自由现金流策略初探
海外市场专题:美股市场速览-科技巨头带动资金回流市场
海外市场专题:港股市场速览-医药和电子带动市场稳健上行
非银行业专题:证券公司资产配置专题暨2024年报综述-固收为基,发力权益:券商自营的资产轮动攻略
房地产行业2025年5月投资策略:销售数据窄幅波动,后续政策仍值得期待
房地产行业快评:4月中央政治局会议地产表述解读-地产相关表述虽有更新,政策发力方向基调延续
农业行业周报:农产品研究跟踪系列报告(157)-鸡蛋中期供给压力增加,肉牛淡季不淡表现坚挺
医药行业快评:ASCO年会标题发布,多项国产创新药成果入选口头报告
周大福(01929.HK)公司快评:高毛利定价产品占比提升,新形象门店提振店效
爱美客(300896.SZ)财报点评:业绩一季度增长承压,海外并购有望打开新增长空间
家家悦(603708.SH)财报点评:一季度扣非净利润实现稳健增长,持续推进门店提质增效
巨化股份(600160.SH)财报点评:2024年业绩快速增长,制冷剂价格持续提升
广汇能源(600256.SH)财报点评:广汇能源(600256.SH)-煤炭以量补价,静待煤化工项目建设落地
云图控股(002539.SZ)财报点评:云图控股(002539.SZ)-2025年一季度业绩高增,拟投建贵港项目填补华南产能空白
新东方-S(09901.HK)海外公司财报点评:新东方-S(09901.HK):留学业务及下期收入展望谨慎,未来聚焦经营效能提升
宋城演艺(300144.SZ)财报点评:宋城演艺(300144.SZ)-2024年新项目培育突出,推动存量优化与轻资产扩张

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 04月28日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	21980.74	0.32

基金指数 04月28日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3238.56	-0.01
股票基金指数	9790.65	-0.25
混合基金指数	9063.44	-0.33

汇率 04月28日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.13	-0.24
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.75	-0.02
美元兑日元	143.66	0.72

非流通股解禁 04月28日

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

学大教育(000526.SZ) 财报点评:2025 年开局良好,旺季产能有望加速爬坡

乐歌股份(300729.SZ) 财报点评:四季度收入延续高增长,盈利暂时承压

极米科技(688696.SH) 财报点评:推新品调结构,四季度盈利拐点显现

伟星新材(002372.SZ) 财报点评:零售基本盘稳固,高分红进一步提升

广大特材(688186.SH) 财报点评:风电铸件迎来量价齐增,齿轮箱业务进入收获期

亿纬锂能(300014.SZ) 财报点评:储能电池出货快速增长,海外布局扎实推进

明泰铝业(601677.SH) 财报点评:克服市场不利因素,产销量稳步提升

金诚信(603979.SH) 财报点评:矿服业务保持稳定,铜矿业务产销量快速提升

中矿资源(002738.SZ) 财报点评:多金属布局抵御锂行业下行压力,未来成长可期

谷歌(ALPHABET)-A(GOOG.L) 海外公司财报点评:广告与云稳健增长,利润率持续提升,宏观波动下维持 Capex 指引

世运电路(603920.SH) 财报点评:智驾与 AI 算力需求增长,产品结构快速优化

常熟银行(601128.SH) 财报点评:微贷阶段性承压不改长期高成长属性

中国平安(601318.SH) 财报点评:投资端波动,价值指标增长

兴业证券(601377.SH) 财报点评:投资收益贡献业绩增长

珠江啤酒(002461.SZ) 财报点评:2025 年第一季度销量双位数增长,盈利能力延续改善

洽洽食品(002557.SZ) 财报点评:2024 年收入恢复正增长,2025 年第一季度盈利能力受损

五粮液(000858.SZ) 财报点评:2025 年全面推进营销改革,第一季度实现开门红

燕京啤酒(000729.SZ) 财报点评:2024 年盈利能力延续改善,2025 年一季度 U8 销量增速超 30%

甘源食品(002991.SZ) 财报点评:2025 年第一季度收入同比下滑,盈利能力有所弱化

舍得酒业(600702.SH) 财报点评:2025Q1 继续释放风险,收入和净利润降幅环比 2024H2 收窄

中宠股份(002891.SZ) 财报点评:自主品牌拓展提速,海外业务维持景气,Q1 归母净利润同比+62%

福能股份(600483.SH) 财报点评:归母净利润进一步增长,在手电源项目资源较为充足

英维克(002837.SZ) 财报点评:机房温控业务受益 AI 算力发展,加大投入为扩产做准备

拱东医疗(605369.SH) 财报点评:技术创新+产能释放,全球化战略成效突显

金融工程

金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点(第 191 期)

金融工程周报:多因子选股周报-超额全线回暖,三大指增组合年内超额均逾 3%

金融工程周报:主动量化策略周报-小盘成长领涨,四大主动量化组合本周均战胜股基指数

金融工程周报:港股投资周报-港股医药领涨,港股精选组合年内上涨 17.82%

金融工程周报:基金周报-个人养老金基金规模突破百亿,蚂蚁基金发布
“指数+”平台

金融工程日报:-沪指横盘整理,电力股走强、地产板块冲高回落

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观周报:高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数走平

国信周频高技术制造业扩散指数走平。截至 2025 年 4 月 19 日当周,国信周频高技术制造业扩散指数 A 录得 0;国信周频高技术制造业扩散指数 B 为 51.6,较上期持平。从分项看,6-氨基青霉烷酸、动态随机存储器价格上升,医药、半导体景气度上升;丙烯腈、六氟磷酸锂价格下降,航空航天、新能源行业景气度下降;中关村电子产品价格指数不变,计算机行业景气度不变。

高技术产业跟踪方面:

高技术制造业高频数据跟踪上,6-氨基青霉烷酸价格 310 元/千克,较上周上升;丙烯腈价格 8700 元/吨,较上周下降 450 元/吨;动态随机存储器(DRAM)价格 0.8720 美元,较上周上升 0.009 美元;晶圆(Wafer)价格最新一期报 2.77 美元/片,较上周下降 0.01 美元/片;六氟磷酸锂价格 5.75 万元/吨,较上周下降 0.25 万元/吨;中关村电子产品价格指数:液晶显示器最新一期报 91.04,与上周持平。

高技术制造业政策动向上,4 月 24 日,《市场准入负面清单(2025 年版)》今天(24 日)对外公布,我国市场准入限制进一步放宽。与此前实施的 2022 年版清单相比,《市场准入负面清单(2025 年版)》事项数量由 117 项缩减到 106 项。《清单(2025 年版)》坚决守住“管得住”的底线。依据相关法律、行政法规,将无人驾驶航空器运营、电子烟等新型烟草制品生产批发零售等新业态新领域纳入负面清单,对部分社会民生等领域管理措施进行了完善调整。

高技术制造业前沿动态上,4 月 23 日,2025 上海车展开幕。小鹏汽车携机器人 IRON 现身小鹏汽车展台,与观众进行招手、打招呼、点赞等操作。据小鹏汽车董事长、CEO 何小鹏介绍,小鹏人形机器人已进入工厂实训阶段,目标是在 2026 年实现规模化工业量产。

风险提示:高技术制造业发展和结构调整带来指标失灵;经济政策和产业政策干预;经济增速下滑。

证券分析师: 邵兴宇(S0980523070001)、董德志(S0980513100001)

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-高频指标环比改善,房地产景气上升

主要结论:高频指标环比改善,房地产景气上升。

经济增长方面,本周(4 月 25 日所在周)国信高频宏观扩散指数 A 由负转正,指数 B 有所回升。从分项来看,本周房地产领域景气回升,消费领域景气变化不大,投资领域景气回落;本周房地产领域表现较优。从季节性比较来看,春节后 2-3 个月内指数 B 均会季节性上行,平均每周上升 0.17,本周指数 B 标准化后上升 0.14,表现与历史平均水平相差不大,明显高于上周,指向国内经济增长动能环比出现改善。

基于国信高频宏观扩散指数对资产价格进行预测,显示当前国内利率偏低,上证综合指数偏高,从均值回归的角度看,预计下周(2025 年 5 月 2 日所在周)十年期国债利率将上行,上证综合指数将下行。

周度价格高频跟踪方面:

(1) 本周食品价格小幅上涨,非食品价格下跌。预计 4 月 CPI 食品价格环比约为 0.5%,非食品价格环比约为 0.1%,整体 CPI 环比约为 0.2%,CPI 同比上升至零。

(2) 4 月上、中旬流通领域生产资料价格定基指数继续下跌。预计 4 月 PPI 环比约为-0.5%,PPI 同比回落至-2.8%。

风险提示:海外市场动荡,存在不确定性。

证券分析师: 李智能(S0980516060001)、田地(S0980524090003)、董德志(S0980513100001)

◆ 固定收益周报:超长债周报——超长债 30-10 期限利差走阔

超长债复盘：上周特朗普表示要和中国谈判，关税情况有所缓和。4 月政治局会议召开，提出加强超常规逆周期调节。另外 4 月 MLF 继续超额续作，资金面总体平稳，债市依然处于横盘状态，超长债小幅回调。成交方面，上周超长债交投活跃度小幅上升，交投非常活跃。利差方面，上周超长债期限利差走阔，品种利差走阔。

超长债投资展望：

30 年国债：截至 4 月 25 日，30 年国债和 10 年国债利差为 27BP，处于历史偏低水平。从国内经济数据来看，开年经济不错。一季度 GDP 为 5.4%，显著高于今年全年 5% 的经济目标。通胀方面，3 月 CPI 为 -0.1%，通缩风险依然明显。综合基本面数据，我们认为经济依然处于底部区域。在全球贸易摩擦加剧的背景下，4 月政治局会议提出加强超常规逆周期调节，我们预计二季度降准降息可期，收益率下行概率更大。不过当前 30 年国债期限利差依然偏低，期限利差保护度有限。

20 年国开债：截至 4 月 25 日，20 年国开债和 20 年国债利差为 2BP，处于历史极低位置。从国内经济数据来看，开年经济不错。一季度 GDP 为 5.4%，显著高于今年全年 5% 的经济目标。通胀方面，3 月 CPI 为 -0.1%，通缩风险依然明显。综合基本面数据，我们认为经济依然处于底部区域。在全球贸易摩擦加剧的背景下，4 月政治局会议提出加强超常规逆周期调节，我们预计二季度降准降息可期，收益率下行概率更大。不过当前 20 年国开债品种利差依然偏低，品种利差保护度有限。

一级发行：上周超长债发行量较多。和上上周相比，超长债总发行量大幅上升。

成交量：上周超长债交投非常活跃。和上上周相比，上周超长债交投活跃度小幅上升。

收益率：上周特朗普表示要和中国谈判，关税情况有所缓和。4 月政治局会议召开，提出加强超常规逆周期调节。另外 4 月 MLF 继续超额续作，资金面总体平稳，债市依然处于横盘状态，超长债小幅回调。

利差分析：上周超长债期限利差走阔，绝对水平偏低。上周超长债品种利差走阔，绝对水平偏低。

风险提示：海外市场动荡，全球不确定性上升。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）、季家辉（S0980522010002）

◆ 策略专题:估值周观察(4 月第 4 期)-全球权益市场回暖，估值温和扩张

•近一周(2025.4.21-2025.4.25)海外市场悉数上涨，其中前期下跌幅度更高的美股涨幅更大，纳斯达克指数、纳斯达克 100 分别上涨 6.73%、6.43%，领涨全球核心宽基。纳斯达克指数、纳斯达克 100、道琼斯指数 PE 扩张超过 1x，分别较 2025 年 4 月 18 日扩张 1.28x、1.15x、1.30x；其他宽基方面，罗素 1000、罗素 3000、德国 DAX、恒生科技指数估值扩张幅度在 0.7x 到 0.8x 之间。分位数方面，美股科技反弹后仍位于近一年较低估值分位数水平，港股除恒生科技 PE 口径下的分位数为 20%-30%外，其余口径一年、三年分位数均在 75%以上。•A 股核心宽基估值整体稳定，各风格指数估值分化。近一周(2025.4.21-2025.4.25)，A 股核心宽基估值整体稳定。具体来看，规模上，中证 1000 和国证 2000 的估值扩张较为显著，其中 PE 扩张幅度分别为 0.86x 和 2.51x，PCF 扩张幅度分别为 0.34x 和 0.39x。风格上，小盘成长 PE 扩张显著，扩张幅度为 4.09x，但 PCF 缩减 1.97x。截至 4 月 25 日，A 股主要宽基指数 PE、PB、PS 均位于近一年 45%-70%分位数，PCF 位于近三年 80%-85%分位数。大盘成长中短期分位数水平占优，其中 PE、PB、PS、PCF 滚动一年分位数水平分别为 19.83%、27.27%、50.41%、31.40%。三年分位数视角，PB 分位数水平整体低于 PE、PS、PCF，大盘成长估值分位数水平依然占优。五年分位数视角，大盘价值估值分位数水平较高，均在 67%以上。•一级行业涨多跌少，估值温和扩张。本周一级行业股价涨多跌少，大金融、下游必选消费部分细分行业跌幅超过 1%，其中食品饮料行业跌幅最大(周跌 1.36%)。估值方面，一级行业估值变化不一，通信、食品饮料估值收缩幅度最大，国防军工、美容护理 PE 扩张幅度最大，分别扩张 4.41x、3.48x。•必选消费行业估值性价比占优。综合看 PE、PB、PS、PCF 分位数，以钢铁、煤炭为代表的上游资源，以银行、房地产为代表的大金融，以及以通信、传媒为代表的 TMT 行业近期估值边际扩张幅度较大，短期关注业绩兑现度与预期差弥合程度。下游必选消费（尤其食品饮料、农林牧渔）估值继续处于历史低位区间，安全边际与配置吸引力突出，其中食品饮料三年分位数四项均值仅为 13.72%，五年分位数四项均值仅为 8.25%；农林牧渔三年分位数四项均值仅为

13.07%，五年分位数四项均值仅为 13.68%。•新兴产业估值扩张，人形机器人再拾升势。新兴产业各板块股价整体上涨，智能汽车、绿色生产力板块涨幅相对较大，汽车电子涨幅达 4.84%，风电涨幅达 3.73%。估值方面，新兴产业估值多数扩张，光伏受年报一季报披露影响，业绩下修导致估值被动扩张；IDC 整体业绩较好，股价上涨同时 PE 收缩幅度达 8.58x。热门概念方面，机器人再拾升势，领涨概念包括宇树机器人、光芯片、光模块、人形机器人、高速铜连接等。风险提示：海外货币政策节奏和幅度的不确定性；文中所列指数、个股产品仅作为历史复盘，不构成投资推荐的依据

证券分析师：王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

行业与公司

◆ 海外市场专题：港股选股策略研究-自由现金流策略初探

自由现金流：新兴的价值蓝筹策略

年初，自由现金流策略在 A 股市场兴起，两只自由现金流策略 ETF 已经登陆市场；恒生指数公司也发布了港股市场的自由现金流策略指数。就此，我们对自由现金流策略以及其在港股的潜在应用展开研究。我们观察了中国、美国市场上的自由现金流策略产品，发现它们的核心选股逻辑多为自由现金流比率（自由现金流/企业价值）。这个指标总体上可以被分解为一个价值指标（低估值）和一个质量指标（低杠杆、高盈利价值），因此我们认为自由现金流策略是一个兼顾价值与质量的蓝筹股策略。

港股自由现金流因子：有效性显著，具备单向性

我们以自由现金流比率从高到低排序，测试该因子在港股的有效性。我们发现：自由现金流因子：1）带来显著的超额收益；2）具备单向性。

经过调节，我们发现 TTM 口径的财务数据优于分析师预期数据；分母端采用企业价值和市值对有效性的影响不大。最终，基于 TTM 口径的自由现金流比率从高到低排序，我们制定了“港股 FCF30”策略，它在过去 23 年的回测历史上实现了 8% 的年化超额收益和 9% 的年化 Alpha。经各类加权的尝试，我们发现市值加权和自由现金流加权均不会动摇该策略的有效性，唯需防止持仓过于集中，以确保超额收益的稳定性。

港股 FCF30 策略拆解：选股能力优秀

我们进一步拆解研究了港股 FCF30 策略，以及它带来超额收益的原因。将超额收益来源拆分为配置（选择跑赢全指的行业）和选股（选择跑赢行业的个股），我们发现 FCF30 策略没有突出的中观配置能力，但有突出的微观选股能力。分行业看，FCF30 策略在多数行业能稳定创造超额收益，但在材料板块则遭遇了稳定的相对损失，这些特征给我们进一步优化 FCF30 策略提供了空间。

最后，我们将 2025 年上半年 FCF30 的选股清单列示在正文末尾，供投资者参考。

风险提示：策略回测用历史数据错漏的风险；历史规律在未来不能重现的风险；偶然现象被错误认定为特定规律的风险；市场行为发生重大转变的风险。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 海外市场专题：美股市场速览-科技巨头带动资金回流市场

价格走势：市场总体回升，科技巨头领先

本周，美股总体有所回升，标普 500 涨 4.6%，纳斯达克涨 6.7%。

风格：大盘成长（罗素 1000 成长+6.8%）>小盘成长（罗素 2000 成长+4.9%）>小盘价值（罗素 2000 价值+3.2%）>大盘价值（罗素 1000 价值+2.3%）。

20 个行业上涨，4 个行业下跌。涨幅居前的行业：汽车与汽车零部件（+16.7%）、半导体产品与设备（+10.3%）、媒体与娱乐（+8%）、软件与服务（+7.4%）、技术硬件与设备（+6.4%）；下跌的行业：电信业务（-4.8%）、家庭与个人用品（-4.5%）、保险（-1%）、食品饮料与烟草（-0.8%）。

资金流向：资金显著回流，多数行业受益

本周，美股资金显著回流。标普 500 成分股本周估算资金流为+227.4 亿美元，上周为-89.3 亿美元，近 4 周为-27.9 亿美元，近 13 周为-884.8 亿美元。

17 个行业资金流入，7 个行业资金流出。资金流入量较大的行业：汽车与汽车零部件（+70 亿美元）、半导体产品与设备（+43.1 亿美元）、软件与服务（+41.3 亿美元）、媒体与娱乐（+27.8 亿美元）、技术硬件与设备（+14.9 亿美元）；资金流出量较大的行业：电信业务（-4.5 亿美元）、保险（-2.2 亿美元）、家庭与个人用品（-2.1 亿美元）、食品饮料与烟草（-1.4 亿美元）、医疗保健设备与服务（-1.1 亿美元）。

盈利预测：总体下修暂止，地产上修突出

本周，标普 500 成分股动态 F12M EPS 预期上调 0.1%，上周下调 0.2%。

12 个行业盈利预期上升，12 个下降。上修幅度领先的行业有：媒体与娱乐（+3.1%）、房地产（+1.5%）、综合金融（+0.3%）、技术硬件与设备（+0.3%）、商业和专业服务（+0.3%）；下修幅度领先的行业有：汽车与汽车零部件（-6.4%）、家庭与个人用品（-2.6%）、材料（-1.5%）、耐用消费品与服装（-1.4%）、能源（-1.4%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 海外市场专题：港股市场速览-医药和电子带动市场稳健上行

股价表现：市场稳健上行，创新药表现强势

本周，恒生指数涨 2.7%，恒生科技涨 2%。风格方面，小盘（恒生小型股+3.8%）>大盘（恒生大型股+3.2%）>中盘（恒生中型股+2.5%）。

概念指数均有所上涨，涨幅较大的有：恒生创新药（+10.3%）、恒生汽车（+4.7%）；涨幅较小的有：恒生互联网（+1%）、恒生高股息（+1.6%）。

港股通行业中，27 个行业上涨，3 个行业下跌。上涨的主要有：电子（+10.8%）、综合（+9.3%）、医药（+8.9%）、轻工制造（+8%）、汽车（+5.6%）；下跌的主要有：消费者服务（-3.2%）、通信（-2.9%）、食品饮料（-0.5%）。

资金强度：资金加速回流，电子与医药主要受益

本周，资金加速回流，港股通总体日均资金强度（日均涨跌 × 日均成交量）为+10.7 亿港元/日，上周为+3.3 亿港元/日，近 4 周平均为-7 亿港元/日；近 13 周为+3.9 亿港元/日。

分行业看，23 个行业资金流入，7 个行业资金流出。资金流入的主要有：电子（+3 亿港元/日）、医药（+2.9 亿港元/日）、传媒（+1.4 亿港元/日）、商贸零售（+1.3 亿港元/日）、汽车（+1.2 亿港元/日）；资金流出的主要有：消费者服务（-1.2 亿港元/日）、通信（-0.2 亿港元/日），其余不显著。

盈利预测：业绩上修持续

本周，港股通总体法 EPS 预期上修 0.2%，上周上修 0.2%。

结构上，20 个行业 EPS 预期上修，6 个行业 EPS 预期下修，3 个基本持平。上修的行业主要有：电力设备及新能源（+1.2%）、消费者服务（+0.9%）、汽车（+0.8%）、基础化工（+0.8%）、计算机（+0.6%）；下修的行业主要有：钢铁（-8.9%）、煤炭（-0.8%）、农林牧渔（-0.3%）、石油石化（-0.2%）、交通运输（-0.2%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 非银行业专题：证券公司资产配置专题暨 2024 年报综述-固收为基，发力权益：券商自营的资产轮动攻略

年报概述：2024 年全年，上市券商实现营收 3,623.88 亿元，同比+7.7%；实现归母净利润 1,383.87 亿元，同比+16.3%。2024Q4 单季度营收 1,136.25 亿元，同比+47.2%、环比+24.6%；单季度归母净利润 400.31 亿元，同比+93.1%、环比+3.8%。股票市场热度提升，经纪及两融弹性释放推动业绩增长。

资产配置概览：金融投资资产成为证券公司的主要扩表方向。截至 2024 年末，上市券商金融投资资产约 5.5 万亿元，占总资产比重超 50%、占净资产比重近 250%。重要变化：OCI 权益投资、固收资产投资占比提升。截至 2024 年末，OCI 权益资产占投资资产比重 7.0%，固收资产占比 62.9%。

资产配置差异：金融投资资产规模越大的券商，投资资产杠杆越高、权益资产配置占比越高、投资收益率稳定性越好。一是大券商资本更充足，对权益资产价值波动的吸收能力更强，增加权益资产配置有望提高预期收益率；二是大券商业务条线更广泛，配置权益资产是打通条线桎梏、实现协同发展的重要一环，比如开展场外衍生品业务时即需要权益持仓做对冲。具体来看，增加 OCI 权益投资、增加非方向性投资、基于股债收益率负相关性构建股债平衡配置组合等是近年券商投资收益降波的主要方式。

资产配置方向：债务融资成本下降、监管引导和市场环境变化将共同影响证券公司未来的资产配置方向，优质权益资产配置、做市业务、另类资产及多资产配置将是重点方向。证券公司扩表模式更倾向于资产驱动负债，好资产、好模式是推动其扩表的重要原因。2020-2024 年，证券公司发债规模每年约 1 万亿元，票面利率从约 3%持续下降至约 2%，发行债券期限约为 3 年。证券公司股权融资近年来受监管、市场影响而大幅下降。因此，债务融资成为证券公司最主要的融资方式。融资成本下降有助于减轻证券公司投资时的资金成本压力，有助于证券公司扩大可投资资产范围，以便更好地平衡收益和风险。同时，监管优化券商风控指标体系和引导中长期资金入市的背景下，优质权益资产、做市业务、多资产配置或是下一阶段券商扩表方向。

资管产品配置：截至 2024 年末，证券私募资管规模约 5.5 万亿元、公募资管规模约 1.1 万亿元。证券私募资管产品资金来源以银行自有资金和银行理财资金为主，二者合计占比超 60%。受委托机构投资风格及风险偏好影响，证券私募资管产品资产配置以固收类为主，配置占比超 70%。公募资管以货币基金及主动股基、主动债基为主，被动产品发展相对滞后。

投资建议：维持行业“优于大市”评级。重点推荐：一是资金使用效率高、业务条线全面的券商，如中信证券、华泰证券；二是并购整合落地后推进券商，如国联民生；三是流量充足、变现牌照充足的互联网券商，如东方财富。

风险提示：盈利预测偏差较大的风险；二级市场大幅波动风险；政策风险等。

证券分析师：孔祥（S0980523060004）、王德坤（S0980524070008）、陈莉（S0980522080004）、林珊珊（S0980518070001）

◆ 房地产行业 2025 年 5 月投资策略：销售数据窄幅波动，后续政策仍值得期待

行业：销售数据窄幅波动，投融资修复趋势减弱。从日频跟踪来看，30 城新建商品房成交量同比走弱。截至目前，30 城新建商品房当年累计成交 2423 万 m^2 ，同比+2%；其中，北京、上海、广州、深圳新建商品房成交面积累计同比分别为-6%、+11%、+24%、+62%；一线城市、二线城市、三线城市新建商品房成交面积累计同比分别为+15%、-5%、+3%。

18 城二手住宅成交量保持平稳。截至目前，18 城二手住宅当年累计成交 24.7 万套，同比+28%；其中，北京、深圳、成都、杭州二手住宅当年成交套数累计同比分别为+30%、+56%、+31%、+48%；一线城市、二线城市、三线城市二手住宅当年成交套数累计同比分别为+36%、+25%、+23%。

从统计局数据看，观察相对历史同期数据，2025 年 3 月，商品房的销售额和销售面积分别相当于 2019 年同期的 74%和 71%，较 1-2 月表现有所回落，但与 2023 年以来的季节性波动趋势一致。房地产开发投资和房企到位资金分别相当于 2019 年同期的 78%和 63%，投资延续 2022 年以来的季节性前高后低，而融资自 2024 年 10 月以来的修复趋势减弱。房屋新开工面积和竣工面积分别相当于 2019 年同期的 32%和 72%，月度指标虽有波动，但新开工始终处于较低水平，竣工作为滞后指标下行趋势确定。

板块：本月跑赢沪深 300 指数 2.9 个百分点。自上期策略报告发布至今，房地产板块下跌 0.3%，跑赢沪

深 300 指数 2.9 个百分点，在 31 个行业中排 7 名。根据 Wind 一致预期，按最新收盘日计，板块 2025 年动态 PE 为 34.1 倍。

投资策略：当前房地产销售基本面仍在窄幅区间波动，量价虽有一定程度的季节性回落，但总体看已连续多月保持平稳，仍保持在去年四季度以来的向上通道。我们预期，为实现房地产市场止跌回稳目标，后续地产政策出台的节奏和力度值得期待，存量土储回购、城中村改造等去库存政策有望稳步推进，地产股仍然具备博弈机会。个股端，5 月推荐我爱我家、贝壳-W。

风险提示：政策落地效果不及预期、行业基本面超预期下行、房企信用风险事件超预期冲击。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 房地产行业快评：4 月中央政治局会议地产表述解读-地产相关表述虽有更新，政策发力方向基调延续

2025 年 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。会议指出，要持续用力防范化解重点领域风险。继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题。加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。持续稳定和活跃资本市场。

国信地产观点：1) 房地产表述更新为持续巩固市场稳定态势，肯定了此前政策带来的企稳效果。2) 城改变棚改趋势渐明，城中村改造是 2025 年房地产最明确的政策方向。3) 加大高品质住房供给适应人民居住需要，也避免新房与二手房同质化竞争。4) 投资建议：4 月中央政治局会议地产相关表述虽有更新，但政策发力方向整体延续此前基调，一方面城中村改造拉动购房需求，另一方面高品质住宅改善新房供给。我们预期，为实现持续巩固房地产市场稳定态势的目标，后续地产政策出台的节奏和力度值得期待，地产股仍然具备博弈机会。个股端，推荐贝壳 W、我爱我家、绿城中国、中国海外宏洋集团等。5) 风险提示：政策落地效果不及预期；外部环境变化等因素致行业基本面超预期下行；房企信用风险事件超预期冲击。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 农业行业周报：农产品研究跟踪系列报告（157）-鸡蛋中期供给压力增加，肉牛淡季不淡表现坚挺

周度农产品价格跟踪：牛肉价格淡季不淡，橡胶价格短期调整。

生猪：产能维持低波动，预计 2025 年猪价景气有望延续。4 月 25 日生猪价格 14.87 元/公斤，周环比-0.20%；7kg 仔猪价格约 524 元/头，周环比-0.18%。

白鸡：中期父母代同比减量且存在结构变化，消费或逐步上移。4 月 25 日，鸡苗价格 2.66 元/羽，周环比-4.66%；毛鸡价格 7.36 元/千克，周环比-0.54%。

黄鸡：供给维持底部，有望率先受益内需改善。4 月 23 日浙江快大三黄鸡/青脚麻鸡/雪山草鸡斤价为 4.3/4.6/7.4 元，周环比-14.0%/-9.8%/-14.9%。

鸡蛋：祖代引种充裕，远月供给压力较大。4 月 25 日，鸡蛋主产区价格 3.32 元/斤，环比-6.21%，同比-32.93%。

肉牛：牛肉价格淡季不淡，看好 2025 年牛周期反转上行。4 月 25 日，国内牛肉市场价为 59.25 元/kg，环比+0.00%，同比+21.54%。

豆粕：新季美豆种植面积调减，中长期供需支撑走强。4 月 25 日大豆现货价 3887 元/吨，周度环比持平；豆粕现货价 3580 元/吨，周度环比+2.23%。

玉米：价格底部已现，远期供需宽松有望收紧。4 月 25 日国内玉米现货价 2281 元/吨，周环比+0.97%，较去年同期下降 2.81%。

白糖：短期海外供给趋紧催化，中期关注南半球天气。4 月 25 日，国内广西南宁糖现货价为 6180 元/吨，较上周环比+0.32%。

橡胶：贸易战施压需求，中期看好景气向上。4月25日，泰标现货价为1720美元/吨，周环比-1.15%；全乳胶山东市价为14400元/吨，周环比+1.05%。

核心观点：看好饲料白马海大集团与猪禽养殖龙头，关注粮价景气对种植链提振。1) 宠物：稀缺成长赛道，国产消费保持高增长，出口维持较好表现。2) 种植链：关注转基因变革下的种业成长机会；看好玉米、豆粕低位修复，天然橡胶中长期景气上行。3) 生猪：产能预计维持低波动，拥抱高ROE价值标的。4) 黄鸡：上游补栏谨慎，供给维持底部，需求有望随宏观修复。5) 白鸡：中期父母代同比减量且存在结构变化，消费中枢或稳步上移。6) 动保：关注宠物疫苗等新品研发进展。7) 肉制品：看好双汇发展现金高分红。8) 饲料：饲料会向技术服务类企业集中，核心看好海大集团等。

投资建议：推荐肉牛及猪禽养殖、饲料、种业。1) 生猪：牧原股份、华统股份、温氏股份、神农集团、新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等；2) 禽：立华股份、益生股份、圣农发展等；3) 饲料：海大集团等；4) 种业：看好荃银高科、隆平高科、丰乐种业、大北农等；5) 宠物：乖宝宠物、中宠股份、瑞普生物等；6) 动保：科前生物、回盛生物等。

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；不可控动物疫情引发的潜在风险

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 医药行业快评：ASCO 年会标题发布，多项国产创新药成果入选口头报告

事项：

2025 ASCO 年会发布摘要标题，多项国产创新药研究成果入选口头报告。

国信医药观点：1) 美国临床肿瘤学会（ASCO）年会是全球规模最大、最具权威性的临床肿瘤学会议之一，2025 ASCO 年会将于5/30-6/3在芝加哥举行，会议摘要的标题已于近日挂网，国产创新药产品将在会上展示一系列高质量的研究成果；2) 多个具有同类首创/同类最佳潜力的国产创新药分子将有数据读出，包括：信达生物的PD1xIL2双抗IBI363、科伦博泰的TROP2 ADC SKB264、百济神州的CDK2i BG-68501、百利天恒的EGFRxHER3双抗ADC BL-B01D1、三生制药的PD1xVEGF双抗707、泽璟制药的DLL3xCD3三抗ZG006、迪哲医药的四代EGFR TKI DZD6008、再鼎医药的DLL ADC ZL-1301和复宏汉霖的PD-L1 ADC HLX43等；3) 投资建议：国产创新药的研发进度和临床数据越来越在全球范围内占到优势，建议关注具备高质量创新能力的公司：信达生物、科伦博泰生物、康方生物、三生制药、和黄医药、泽璟制药等。

风险提示：研发进度不及预期、临床数据不及预期、商业化不及预期。

评论：

多个国产创新药分子将在ASCO年会读出重要临床数据

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、陈益凌（S0980519010002）

◆ 周大福(01929.HK) 公司快评：高毛利定价产品占比提升，新形象门店提振店效

公司发布2025年1-3月未经审核的主要经营数据，整体零售值同比下降11.6%，其中中国（不含港澳台）市场零售值同比下降10.4%，中国香港、中国澳门及其他市场同比下降20.7%，环比均实现跌幅收窄。

国信零售观点：1) 同店方面，中国（不含港澳台）市场同店销售下降13.2%，降幅较10-12月收窄2.9pct。中国香港、中国澳门及其他市场同店销售下降22.5%，整体仍受到金价高位抑制短期终端需求等因素影响。

2) 产品销售结构方面，毛利率较高的定价产品继续实现较强增长表现，中国（不含港澳台）市场定价产品零售值占比从去年同期的9.4%占比提升至25.6%，支撑公司毛利率保持韧性。标志性的周大福传福和周大福故宫系列2025财年整体销售额均达到约40亿港元。

3) 门店方面，公司继续贯彻强化单店效益的规划，季度内对低效门店进行调整，净关店406家，其中周大福主品牌净关店397家，期末门店总数6643家。此外，公司强化门店转型升级，中国（不含港澳台）市场2025财年新形象门店数量达到5家，开业前几个月实现了高于同店平均水平的表现。

今年一季度黄金珠宝行业社零增速6.9%，环比改善明显，二季度在进入行业低基数下景气度有望进一步

回升。而中长期看，在消费者保值型需求支撑，以及产品设计感持续提升下，仍有望维持平稳趋势。公司作为黄金珠宝龙头，其产品迭代及渠道布局领先市场，通过对渠道结构调整优化，在未来行业品牌力竞争日益重要的趋势下，公司仍有望保持较强的品牌竞争力。我们维持公司 2025-2027 财年归母净利润预测为 52.51/61.54/68.84 亿港元，对应 PE 分别 18.3/15.6/14 倍，维持“优于大市”评级。

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

◆ 爱美客(300896.SZ) 财报点评:业绩一季度增长承压，海外并购有望打开新增长空间

一季度整体业绩增长承压。公司 2025 年一季度收入 6.64 亿元，同比-17.9%，归母净利润 4.44 亿元，同比-15.87%，扣非净利润 4.02 亿元，同比-24.02%。非经常性收益主要系对外投资公允价值变动及理财收益同比增加 2821 万元。一季度在整体医美终端景气度承压下公司业绩亦有所下滑，未来海外并购有望打开新成长空间。公司 3 月公告拟收购并表韩国 REGEN Biotech 公司 59.5%股权，强化再生类医美产品布局及借助收购打开国际市场的销售。

毛利率略有下降，研发投入强度进一步提升。公司 2025 年一季度毛利率 93.85%，同比略降 0.7pct，受产品结构变化影响。销售费用率/管理费用率分别为 9.86%/4.73%，分别同比+1.52pct/+0.65pct。研发投入进一步提升，研发费用率 8.82%，同比+1.7pct。一季度经营性现金流净额 3.33 亿元，同比-37.99%，受净利润同比下降及营运资金变动所致。

风险提示：在研项目进度不及预期；终端销售不及预期；竞争环境恶化。

投资建议：中长期维度看，行业层面医美消费渗透率仍有较大提升空间，随着优质产品供给增加及合规市场完善，行业仍处于增长趋势。其中产品矩阵完善、拥有外延布局能力的合规龙头更具竞争优势。公司层面短期积极依托现有产品矩阵，拓展渠道占有率；中长期自研+外延结合，持续丰富的产品管线储备，以及打开国际化业务，为业绩增长提供新的增量。

出于对医美消费景气度的谨慎考量及行业短期竞品增加，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 21.23/24.3/28.03 亿元（前值分别为 22.37/26.18/30.17 亿元），对应 PE 分别为 24.6/21.5/18.6 倍，维持“优于大市”评级。

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

◆ 家家悦(603708.SH) 财报点评:一季度扣非净利润实现稳健增长，持续推进门店提质增效

一季度收入略有下滑，扣非净利润实现增长。公司 2025 年一季度实现营收 49.41 亿元，同比-4.77%，归母净利润 1.42 亿元，同比-3.59%，扣非归母净利润 1.41 亿元，同比+3.92%。整体收入在线下消费承压及相对高基数下有所下滑，但扣非净利润实现稳定增长，反映各业态门店提质增效的成效。

山东省外地区收入增长，零售店及折扣店在内的其他业态实现增长。分区域看，公司山东省主营业务收入 35.72 亿元，同比-6.93%，省外主营业务收入 8.76 亿元，同比+2.34%。分业态看，综合超市/社区生鲜食品超市主营业务收入分别同比-3.37%/-6.66%。乡村超市主营业务收入同比-12.95%，主要系部分门店因商圈及商品构成变化影响。其他业态则实现主营业务收入 5564 万元，同比+3.91%，包括零食店、好惠星折扣店、便利店等。

毛利率稳步提升，费用率控制良好。2025 年一季度毛利率 24.29%，同比+0.25pct，表现稳中有进，受益于商品组合优化等。销售费用率同比-0.14pct 至 16.78%，管理费用率基本持平，为 1.84%，整体费用率实现优化。经营性现金流净额 7.73 亿元，同比+10.06%，整体现金流状况良好。

风险提示：门店拓展不及预期；同店不及预期；门店调改不及预期。

投资建议：公司近年来积极进行门店业态升级调整以及商品组合优化，中长期将持续夯实供应链建设能力，在多变的零售业态竞争中增强核心壁垒。考虑到公司业态调整优化的成效，我们略上调公司 2025-2026 年归母净利润至 2.23/2.33 亿元（前值分别为 2.03/2.22 亿元），新增 2027 年预测为 2.42 亿元，对应 PE 分别为 32.6/31.2/30.1 倍，维持“优于大市”评级。

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

◆ 巨化股份(600160.SH) 财报点评:2024 年业绩快速增长，制冷剂价格持续提升

公司 2024 年实现归母净利润 19.60 亿元，同比增长 107.69%。2025 年 4 月 24 日晚，公司发布 2024 年年度报告。公告显示，2024 年公司实现营业收入 244.62 亿元，同比增长 18.43%；实现归母净利润 19.60 亿元，同比增长 107.69%；实现扣非后归母净利润 19.03 亿元，同比增长 131.23%。公司归母净利润同比增长主要与公司制冷剂产品外销量及价格上行，带动主营业务收入、产品毛利率上升有关。

制冷剂步入长期景气周期，公司制冷剂板块量价齐升。公司 2024 年全年制冷剂销量达 35.30 万吨，同比提升 22.61%；公司实现制冷剂销售均价逐季提升，2024 年全年均价为 2.68 万元，同比提升 32.69%，其中 2024 年第四季度制冷剂均价为 2.94 万元。随着制冷剂产品价格回升，公司制冷剂业务在主营业务结构、盈利结构中的占比大幅提升，由 2023 年的收入占比 36.73%提升至 2024 年的 46.23%，对公司盈利提升起到了正面影响。进入 2025 年，二代制冷剂配额同比大幅削减，其中 R22 生产配额削减 18%，R142b 生产配额削减 64%；三代制冷剂于 2024 年起实行配额制，下游需求旺盛，制冷剂进入长期景气周期。预计公司制冷剂品种营业收入、产品毛利率将持续提升。2024 年公司含氟聚合物等非制冷剂化工产品总体呈现“供强需弱”格局，2025 年行业新增产能有限，产品价格企稳。含氟聚合物四大主要品种 PTFE、PVDF、FEP、FKM，近两年供给端持续性增加，需求增速不及供给增量，而出现失衡状态。在此影响下，2024 年公司含氟聚合物销量虽逐季递增，但售价逐季下行，对公司收入、利润贡献有限。2025 年行业整体扩产周期进入尾声，产品价格原材料上涨的背景下企稳回升，预计后续随着需求端逐渐起量，行业供需格局有望持续优化。

风险提示：氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

投资建议：公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著。制冷剂方面，公司制冷剂配额居国内第一，将直接受益制冷剂长期景气度提升。含氟聚合物方面，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。从公司自身内生效益来看，多年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。维持 2025-2026 年归母净利润 41.14/48.23 亿元的预测，新增 2027 年 51.70 亿元的预测；对应 EPS 为 1.52/1.79/1.92 元，对应当前股价对应 PE 为 16.2/13.8/12.9X。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 广汇能源(600256.SH) 财报点评:煤炭以量补价，静待煤化工项目建设落地

煤炭以量补价，主动缩减天然气贸易，公司 2024 年营收利润同比下滑。2025 年 4 月 24 日，广汇能源发布 2024 年年报及 2025 年一季报。公告显示，2024 年公司总资产 568.36 亿元，同比下降 3.24%；实现营业收入 364.41 亿元，同比下降 40.72%；实现归母净利润 29.61 亿元，同比下降 42.60%；实现扣非后归母净利润 29.52 亿元，同比下降 46.41%；实现经营活动产生的现金流量净额 56.75 亿元，同比下降 16.64%。2025 年一季度，公司实现营业收入 89.02 亿元，同比减少 11.34%；实现归母净利润 6.94 亿元，同比减少 14.07%；实现扣非后归母净利润 70.09 亿元，同比减少 9.48%；实现经营活动产生的现金流量净额 7.54 亿元，同比减少 55.94%。公司营收、利润下滑主要与煤炭价格下滑、公司在进口 LNG 市场价格倒挂背景下主动缩减天然气贸易量有关。

港口煤炭价格同比下滑，公司吨煤利润回调，但全年煤炭量增显著，实现煤炭板块营收增长。煤炭价格方面，根据 wind 数据，2024 年 5500K 山西产动力煤秦皇岛港口均价为 854.92 元/吨，同比下滑 11.44%；公司销售煤价据公司披露口径测算，同比下滑 15.85%，公司吨煤利润回调。2025 年一季度，港口煤均价为 721.22 元/吨，环比下滑 12.32%。煤炭产销量方面，2024 年随着马朗煤矿的开采，公司实现原煤产量 3983.29 万吨，同比增长 78.52%，实现煤炭销量 4723.40 万吨，同比增长 52.39%。2025 年一季度公司实现原煤产量 1406.65 万吨，同比增长 138.75%，实现原煤销量 1335.77 万吨，同比提升 71.19%。

自产气产量同比增长，贸易气销量受 LNG 进口市场价倒挂影响，公司主动削减销量。2024 年进口 LNG 市场价格持续倒挂，为规避市场价格风险公司主动缩减业务规模，2024 年公司实现自产气产量 6.82 亿

方，同比提升 17.58%；实现贸易气销量 32.44 亿方，同比下降 51.65%。2025 年一季度实现天然气销量 8.65 亿方，同比下滑 26.75%。

煤化工板块整体稳定生产，主要产品产量有所提升。煤制甲醇为公司煤化工板块的核心收入、利润构成，2024 年甲醇全年产量 107.88 万吨，同比增长 18.43%；2025 年一季度产量 27.79 万吨，因汽化炉轮检同比下跌 3.51%，目前已恢复正常。清洁炼化公司产品价格下跌及环保科技公司亏损对板块利润形成拖累。此外，公司将投建伊吾广汇 1500 万吨/年煤炭分质分级利用示范项目，本项目产品包括提质煤 714 万吨、煤焦油 150 万吨、LNG77.7660 万吨、燃料电池氢气 2 万吨（量可调节）、液体二氧化碳 50 万吨等，并围绕产业链延伸规划建设下游高端化学品、新材料等。根据公司测算，本项目投资额约 164.8 亿元，建设周期为 30 个月，项目建成后年均税后利润可达 16.4 亿元，未来将进一步延伸公司煤化工产业链。

风险提示：新疆铁路运力不足的风险；煤炭价格大幅下跌的风险；天然气价差进一步缩窄的风险。

投资建议：下调 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，维持“优于大市”评级。

公司在新疆及中亚拥有丰富的煤炭、天然气、石油资源，马朗煤矿当前已获得国家发改委核准批复，马朗煤矿的产能释放将带动公司盈利上行，后续东部矿区产能释放有望在十四五末期完成，公司煤炭产能增长具备可持续性。

2024 年受天然气海内外价格下降、价差收窄等影响，公司主动缩减天然气贸易量，此外，煤炭售价也在 2024 年出现一定幅度的下滑。2025 年我们下调了煤炭销售价格；随着马朗煤矿的产能提升，我们上调了煤炭销量。基于此，我们谨慎下调公司 2025-2026 年的盈利预测，预计 2025-2026 年营业收入分别为 538/602 亿元（前值为 560/722 亿元），新增 2027 年营收预测 620 亿元。预计公司归母净利润分别为 36/36 亿元（前值为 58/71 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 38 亿元，其中 2025 年或将确认由东部矿区 40%股权转让带来的投资收益约 10 亿元。当前股价对应 PE 分别为 10.3/10.2/9.6X，考虑到公司煤炭产能将持续提升，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 云图控股(002539.SZ) 财报点评:2025 年一季度业绩高增,拟投建贵港项目填补华南产能空白

2025 年一季度为复合肥传统旺季，公司营收及归母净利润同比增长明显。公司 2025 年一季报显示，当期公司实现营业收入 57.12 亿元（同比+15.28%），归母净利润 2.54 亿元（同比+18.99%），毛利率及净利率分别为 11.69%和 4.56%，同比分别上升 2.1 个百分点及 0.23 个百分点。扣非归母净利润为 2.50 亿元，同比大幅增长 61.44%。由于春耕备肥需求，一季度为传统复合肥消费旺季，公司主营业务盈利能力显著提升。

2025 年一季度复合肥、磷酸一铵及黄磷等价格均有不同程度上升，拉动公司业绩上行，二季度公司主营产品有望维持小幅涨价趋势。2025 年一季度，氯基复合肥市场均价为 2394 元/吨，环比上涨 2.48%，硫基复合肥市场均价为 2813 元/吨，环比上涨 2.89%；磷酸一铵 55%粉状市场均价为 3126 元/吨，环比提升 0.94%；黄磷平均价格为 23283 元/吨，环比上涨 0.84%；纯碱一季度平均价格为 1410 元/吨，环比下跌 3.22%。公司大部分主要产品一季度价格上行带动业绩上行。截至 4 月 25 日，氯基复合肥价格为 2560 元/吨；硫基复合肥价格为 2985 元/吨；磷酸一铵 55%粉状市场均价为 3276 元/吨；黄磷价格为 24519 元/吨；轻质纯碱市场均价为 1319 元/吨。进入二季度后公司主要产品价格保持上行，涨价趋势有望维持。

公司拟在广西贵港投资建设绿色化工新能源材料项目，以填补华南地区产能空白。公司与广西贵港市人民政府、贵港市覃塘区人民政府签署了合作协议，拟在广西贵港市投资建设云图智领绿色化工新能源材料项目。该项目分三期建设，主要建设年产 120 万吨高效复合肥、200 万吨合成氨、300 万吨尿素、50 万吨液体及颗粒硝铵、42 万吨硝酸、30 万吨磷酸铁、15 万吨磷酸铁锂、25 万吨精制酸、60 万吨尾气清洁剂、21 万吨双氧水、25 万吨空分液体产品、25 万吨液体 CO₂、6 万吨硫酸等装置，并配套建设相关辅助设置。该项目可填补公司在华南地区的产能空白，扩大产业规模，提升公司的盈利能力和抗风险能力。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；项目进度不及预期等。

投资建议：公司目前复合肥产能 745 万吨，同时配套磷酸一铵产能，产能较为领先。公司构建了从上游磷矿资源到下游除尿素外的氮肥完整产业链，并在积极建设合成氨项目及上游磷矿，产业链持续完善。目前复合肥成本支撑明显，下游需求刚性，公司复合肥产销量有望持续增长，后续利润空间预期回升，但受纯碱价格预期承压，我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，分别为 8.53/9.72/11.19 亿元，同比增长 6.0%/14.0%/15.1%，对应 EPS 分别为 0.71/0.80/0.93 元，对应当前股价 PE 为 11.2/9.8/8.5。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、董丙旭（S0980524090002）

◆ 新东方-S(09901.HK) 海外公司财报点评:留学业务及下期收入展望谨慎，未来聚焦经营效能提升

FY2025Q3 非甄选业务收入同增 21.2%，略优于管理层指引。FY2025Q3，公司收入 11.83 亿美元/-2.0%，系 2024 年 7 月“与辉同行”出表影响，其中非甄选业务收入 10.38 亿美元/+21.2%，位于前期指引(18-21%)区间上限；经营利润 1.25 亿美元/+9.8%，其中非甄选部分经营利润 1.26 亿美元/+5.0%，经营利润率 12.1%/-1.9pct，主因高毛利留学业务增速走低；经调增净利润 1.13 亿美元/-14.3%，系税率提升扰动（WFOE 公司资金出境）。2025 年 2 月底，公司递延收入 17.50 亿美元/+15.0%，环比 FY25Q1/Q2 (24%/19%) 降速。

K9 教育新业务&高中培训增速良好，留学增速边际继续走低且展望谨慎。K9 教育新业务同增 35%，其中非学科素养培训人次 40.8 万/+14.9%，学习机付费活跃用户 30.9 万人/+64.4%，维持韧性增长、但基数效应影响下增速也有所放缓（FY25Q1/Q2 增速为 50%/43%）；大学生业务同增 17%；高中培训同增 19%需求韧性较强；留学考培/咨询同增 7%/21%，受消费力下行及国际关系变化影响，增速仍在降速且展望谨慎；电商及文旅业务收入同比-49%，系 2024 年剥离“与辉同行”扰动为主。

FY2025Q3 产能扩张环比 4%，新财年聚焦网点利用率提升。截至报告期末，公司网点数量达 1189 家、环比上年末已同增 16%，维持全年 20-25%产能扩张计划。2026 财年网点计划同增 10-15%，聚焦网点的利用率提升。

毛利率结构性走高，销售及费率同比走高。FY2025Q3，毛利率为 55.1%/+8.5pct，主因低毛利率的电商业务占比下降；管理/销售费率 29.1%，分别同比+5.3/+2.0pct，系受文旅整合及教培费用投放影响。

FY25Q4 预计非甄选收入同增 10-13%。FY2025Q4，公司预计净营收同比增长 10-13%（人民币口径 12-15%），增速降速系留学需求阶段仍有压力以及 K12 教培高基数上增长放缓。股份回购计划期内，公司累计股份回购已达到 6.96 亿美元，公司已计划未来采取更多元股东回报方式。

风险提示：政策趋严、行业竞争加剧、业务渗透率提升缓慢、股东减持等。

投资建议：考虑到留学需求阶段压力及 K12 业务高基数下的降速，我们下调 2025-2027 年经调整净利润至 4.7/5.7/6.9 亿美元（调整方向-3%/-14%/-22%），对应 PE 估值为 16/14/11x。目前公司已积极内部降本增效提升经营效能，叠加网点利用率提升，未来季度经营利润率有望重回扩张通道，进而部分抵消留学业务对利润的边际拖累。若基于上述假设，公司经调净利润 CAGR（2025-2027 年）约 20%，PEG 角度已具备性价比，故维持公司中线“优于大市”评级，建议密切关注调整效果以及留学需求企稳进程。

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

联系人： 周瑛皓

◆ 宋城演艺(300144.SZ) 财报点评:2024 年新项目培育突出，推动存量优化与轻资产扩张

2024 年超额完成股权激励目标，分红率提升至 50%。公司 2024 年业绩处于处于预告区间中值，其中营业收入 24.17 亿元，同比增长 25.49%，超额完成股权激励；归母净利润 10.49 亿元，扣非净利润 10.32 亿元，同比扭亏为盈，主要系上年受花房集团减值损失低基数。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元（含税），合计派发 5.25 亿元，分红率 50.01%，估算股息率 2.0%。

新项目爬坡贡献主要增量，传统存量项目有所承压。2024 九大自营项目收入 19.6 亿元/+17.5%，归母净利润 6.9 亿元/+15.4%。新项目贡献主要增量，其中佛山项目首个营业年份表现突出，全年实现归母净

利润 0.9 亿元；西安项目暑期开启双剧院模式，全年收入同比增长 178%，归母净利润 0.35 亿元/扭亏为盈；上海项目全年归母亏损 0.16 亿元，减亏 0.18 亿元。传统存量项目整体承压，其中桂林项目表现相对突出，全年归母净利 0.5 亿元/+2%，较 2019 年翻倍增长，市场份额持续提升；杭州/丽江/三亚/九寨/张家界项目归母净利润为 2.7/1.7/0.8/0.5/-0.3 亿元，同比-1%/-15%/-27%/-10%/-365%，除九寨沟外均不及 2019 年水平，预计主要受消费力渐进、出行团散偏好变化、免票景区分流等影响，跟踪后续老项目产品优化与市场策略调整的效果。

轻资产三峡项目暑期开业，线上直销渠道进展良好，花房贡献正收益。2024 年设计策划费收入达 1.85 亿元/+118.6%。其中三峡千古情景区于 7 月开业，全年确认一揽子服务费超 1.6 亿元。2024 年公司电子商务手续费 2.7 亿元/+56.56%，线上官方直销渠道预订占比超 50%。花房集团已于 2024 年 12 月退市，2024 年贡献投资收益 1001 万元，长远来看不排除做进一步灵活规划。

2025Q1 收入与净利润平稳，青岛项目确认 5000 万服务费。公司 25Q1 收入 5.60 亿元/+0.26%，归母净利润 2.46 亿元/-2.18%，其中拟 2026 年 7 月开业的轻资产青岛项目确认前期服务费 5000 万，与 24Q1 三峡项目确认金额一致。Q1 销售费率/管理费率同比+2.3/-1.5pct，加大营销投放但优化管理效率。

风险提示：消费复苏不及预期，存量项目优化不及预期，股东减持等。

投资建议：今年以来存量成熟项目仍面临挑战，同时考虑公司 2025 年起调整轻资产管理费率，我们下调公司 2025-2027 年收入至 25.9/29.3/31.8 亿元（此前 25-26 年为 27.3/31.2 亿元），归母净利润至 11.4/13.0/14.3 亿元（此前为 12.8/14.8 亿元），对应动态 PE 为 23/20/18x。当前存量成熟项目面临竞争增加与消费变迁两重挑战，跟踪内容优化与线上渠道强化效果；培育项目 2024 年取得较大进展，后续进一步爬坡及轻资产签约有望贡献业绩增量；良好现金下公司提升分红彰显积极姿态，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 学大教育(000526.SZ) 财报点评:2025 年开局良好，旺季产能有望加速爬坡

2024 年公司全年实现归母净利润 1.80 亿元。2024 年，公司实现收入 27.86 亿元/+25.9%，实现归母净利 1.80 亿元/+16.8%，扣非后归母净利 1.64 亿元/+16.3%。全年收入符合我们预期（27.6 亿元），归母净利润低于预期（2.2 亿元），系下半年网点扩张及股权激励费用影响被淡季经营负杠杆放大。2024Q4，实现收入 5.4 亿元/+28.6%，归母净利 0.04 亿元/-89.2%，扣非后归母净利 0.03 亿元/-88.2%，公司积极备战旺季，加大成本、费用投放。

下半年加速网点扩张、教师储备、成本投放增加，净利率承压下滑。2024 年，公司归母净利率为 6.5%/-0.5pct。毛利率为 34.6%/-1.9pct，主要系网点扩张及教师储备增长，人效下滑，报告期内教学网点由 240 余家提升至 300 余家，全职教师人数由 3215 人提升至 4394 人。期间费用率为 25.7%/+2.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.8%/15.7%/1.3%/1.9%，分别同比-0.6/持平/持平/-0.8pct。财务费用率下滑系公司逐步还清紫光卓远借款。

2025 年开局良好，一季度扣非归母净利同比增长 28%。2025Q1 公司实现收入 8.64 亿元/+22.6%，实现归母净利润 0.73 亿元/+47.0%，实现扣非后的归母净利润 0.59 亿元/+27.9%，差值主要系公司处置部分已减值股权，形成 1328 万元收益，单季利润重回增长，系受益于逐步进入业务旺季，网点爬坡提速。2025Q1 归母净利率 8.6%/+1.5pct，毛利率 32.1%/-0.2pct 期间费率为 23.0%/-0.5pct，销售/管理/研发/财务费率分别为 6.1%/14.5%/0.9%/1.5%，分别同比+0.7/-0.7/-0.2/-0.3pct。此外，公司拟以不超过 66.8 元/股回购 1.1-1.5 亿元股份，截至期末已投入约 0.6 亿元，均价约 49.7 元/股。

风险提示：股东破产处置、政策变动、人才流失、课程技术研发不及预期。

投资建议：2025 年上半年逐步进入高中个性化辅导业务旺季，经营正杠杆下，网点扩张及师资储备增加对业绩的影响有望边际减弱，关注到公司 25Q1 业绩已重回正增长，归母净利率也同比提升。但预计公司中期仍会继续扩张网点并储备师资，叠加股权激励费用也会持续在 2025-2026 年对公司业绩造成影响，基于此我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 2.51/3.01 亿元（-10%/-14%），同时新增 2027 年归母净利润预测 3.63 亿元，25-27 年 CAGR 约为 20%，对应 EPS 为 2.04/2.44/2.95 元，对应 PE 为 27x/22x/18，估值处于合理范围。K12 教培为内需强刚需方向，且疫后高中 1V1 市场竞争格局向好。综

合来看公司聚焦主业、发展稳扎稳打，系 A 股较稀缺、质地较好且纯正的 K12 教培龙头，维持“优于大市”评级。

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

联系人： 周瑛皓

◆ 乐歌股份(300729.SZ) 财报点评:四季度收入延续高增长，盈利暂时承压

四季度收入延续高增，盈利短期承压。公司发布 2024 年年报，2024 年实现收入 56.70 亿/+45.33%；归母净利润 3.36 亿/-46.99%；扣非归母净利润 2.00 亿/-20.45%。其中 2024Q4 收入 16.95 亿/+39.38%；归母净利润 0.70 亿/-39.71%；扣非归母净利润 0.61 亿/-38.63%，公司拟每 10 股派发现金红利 3 元。2024Q4 跨境电商旺季，海外需求高景气，公司收入维持高增长；海外仓扩仓与新业务开拓短期影响盈利。

Q4 跨境电商旺季海外仓保持高增长，新开仓短期拖累盈利。2024 年海外仓业务收入 24.2 亿/+154.8%，其中 Q4 预计增速更高。截至 2024 年末，公司在全球共拥有 21 个海外仓，面积 66.2 万平，新增英国、加拿大与德国三方仓布点。盈利方面，2024 年海外仓业务毛利率 10.4%/-2.3pct，主因 2024H2 海外新开仓较多，库容利用率爬坡与租金前置拖累盈利。公司已提前储备了 5000 亩工业物流用地，首个自建仓 Ellabelle 仓在 2024 年内已动工，预计 2025 年底将投入使用，有望降低运营成本。

独立站表现优异，新品逐渐起量。2024 年公司跨境电商收入 20.3 亿/+14.3%，其中独立站收入 8.2 亿/+22.0%，增速高于亚马逊等三方平台，公司现有独立站 12 个，占跨境电商的收入比例约 4 成，新品开拓卓有成效，凭借高性价比与多价位段覆盖，电动沙发、人体工学椅等新品逐渐起量。代工业务方面，公司 2B 业务稳健，宜家等大客户稳步增长。

全年毛利率下降，费率有效控制。2024 年毛利率 29.1%/-7.4pct，净利率 5.9%/-10.3pct，销售/管理/研发/财务费用率为 15.4%/4.1%/3.4%/1.1%，分别同比-4.7pct/-0.1pct/-0.3pct/+0.2pct。净利率下滑主要系：1）2024 年小仓换大仓处于收尾阶段，出售海外仓的非经常性收益同比大幅下降；2）新模式、新业务与新产品相关投入较多；2）2024 年海外仓面积大幅增加，租金前置与库容处于爬坡期；4）前期高企的海运费影响跨境电商利润。

风险提示：海外需求不及预期；原材料价格与海运费上涨；海内外竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

跨境电商维持景气、新品放量，代工订单充足；海外仓需求旺盛。考虑到关税扰动、新业务投入期与海外仓库容利用率正在爬坡，下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 3.6/4.5/5.4 亿元（前值 4.9/5.7/-亿），同比+7%/24%/19%，当前股价对应 PE=14/11/9 倍。维持“优于大市”评级。

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

联系人： 李晶

◆ 极米科技(688696.SH) 财报点评:推新品调结构，四季度盈利拐点显现

Q4 收入增速企稳，盈利明显改善。公司 2024 年实现营收 34.0 亿/-4.3%，归母净利润 1.2 亿/-0.3%，扣非归母净利润 0.9 亿/34.9%。其中 Q4 收入 11.2 亿/-1.0%，归母净利润 1.6 亿/+367.3%，扣非归母净利润 1.6 亿/+499.0%。Q4 在国补的带动下，公司营收降幅环比 Q3 明显收窄；随着库存去化及产品结构调整到位，公司毛利率及净利率明显回升，创下 Q4 单季度净利率新高。

智能投影量增价减，公司推新品应对新趋势。根据洛图科技的数据，2024 年全球投影机市场出货量达到 2016.7 万台，同比增长 7.5%；销售额为 92.7 亿美元，同比下降 6.2%。中国智能投影市场（不含激光电视）销量为 604.2 万台，同比上涨 3.0%；销额为 100.1 亿元，同比下降 3.5%。面对量增价减的趋势，公司积极调整产品结构，推出定价低于 2000 元的便携投影 Play 5、覆盖多价格段的三色激光投影 RS 10 系列、轻薄投影 Z7X 高亮版、及 Z6X 第五代等新品。2024 年公司投影整体收入同比下降 6.6%至 30.0 亿，其中长焦投影收入下降 3.7%至 27.7 亿，销量增长 10.3%；创新产品收入下降 35.8%至 1.2 亿，销量下降 20.4%；超短焦投影收入下降 26.8%至 1.1 亿，销量下降 17.7%。公司入门级长焦投影占比提升，整机同样量增价减。公司配件收入增长 0.3%至 1.7 亿，互联网增值服务收入下降 1.2%至 1.5 亿。

内销收入有所承压，外销延续较快增长趋势。2024 年公司内销收入下降 14.8%至 22.3 亿，外销收入增长 18.9%至 10.9 亿。公司持续开拓海外市场，在欧洲、日本、北美等市场不断完善线下渠道，已进入 Best Buy、Sam's Club、Walmart 等海外零售渠道。2024 年公司首次推出搭载 Google TV(含正版 Netflix)系统的海外产品，解决了内容端的限制，外销有望延续较快增长。

Q4 盈利大幅提升，经营拐点显现。受老品去库存影响，公司前三季度毛利率同比下降 4.0pct；Q4 供应链体系提质增效及产品结构调整到位后，毛利率同比提升 8.2pct，全年毛利率微降 0.2pct 至 31.2%。公司优化各项费用投放，全年销售/管理/研发/财务费用率分别-0.7/-0.8/+0.1/-0.6pct 至 17.6%/3.4%/10.8%/-1.5%。公司全年净利率同比+0.1pct 至 3.5%，Q4 净利率同比+11.3pct 至 14.3%，Q4 盈利能力出现明显改善，盈利拐点显现。

风险提示：行业竞争加剧；海外发展不及预期；国内需求复苏不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

公司系全球智能微投龙头，家用投影业务积极改善，车载业务快速突破。考虑到公司降本增效下产品结构调整到位、车载业务有望起量并摊薄费用投入，上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 3.2/4.0/4.6 亿（前值 2.0/2.9/-亿），同比+171%/+22%/+16%，对应 PE 为 27/22/19 倍，维持“优于大市”评级。

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

联系人： 李晶

◆ 伟星新材(002372.SZ) 财报点评:零售基本盘稳固，高分红进一步提升

收入同比相对韧性，多因素影响利润承压。2024 年公司实现营收 62.7 亿元，同比-1.8%，归母净利润 9.5 亿元，同比-33.5%，扣非归母净利润 9.2 亿元，同比-28.1%，EPS 为 0.61 元/股，并拟 10 派 5 元（含税）；其中 Q4 单季度实现营收 24.9 亿元，同比-5.26%，Q1-Q3 分别同比+11.19%/+0.41%/-5.24%，归母净利润 3.3 亿元，同比-41.1%，扣非归母净利润 3.1 亿元，同比-28.7%。利润同比下滑明显主因公司加大市场投入销售费用同比增加 1.17 亿元，以及东鹏合立投资收益同比减少 1.67 亿元和商誉减值影响 0.74 亿元。

零售基本盘稳固、份额稳步提升，海外有序拓展。分产品看，2024 年全年实现管道销量 30.0 万吨，同比+2.3%，其中 PPR/PE/PVC 分别实现收入 29.4/14.2/8.3 亿元，同比-1.7%/-6.9%/-8.1%，收入占比 46.9%/22.7%/13.2%，毛利率分别为 56.5%/31.4%/21.8%，同比-1.6pp/-2.9pp/-6.0pp，管道产品销量逆势增长，市场份额稳步提升彰显公司产品渠道和品牌力，但受需求疲弱叠加竞争加剧影响，收入和毛利率均有不同程度下滑；同时“同心圆”产业链持续拓展，防水业务快速渗透，其他产品实现收入 10.3 亿元，同比+12.9%，收入占比 16.5%，毛利率 31.5%，同比-2.7pp。分区域看，海外业务呈现良好发展态势，实现收入 3.6 亿元，同比+26.7%，其中新加坡捷流年内扭亏为盈。

深化营销增加销售投入，现金流良好奠定高分红基础。毛利率 2024 年综合毛利率 41.7%，同比-2.6pp，其中 Q4 单季度 40.6%，同比/环比-0.9pp/-2.6pp，期间费用率 22.2%，同比+2.3pp，主因收入规模同比下降影响，其中销售/管理/财务/研发费用率同比+2.1pp/-0.1pp/+0.4pp/-0.1pp，销售费用率明显增加主因加大市场投入和品牌推广，销售费用同比+14%。2024 年实现经营性现金流净额 11.5 亿元，同比-16.5%，收现比和付现比分别为 1.09 和 1.02，上年同期为 1.11 和 1.09；截至 2024 年末，应收票据及账款合计 5.4 亿元，上年同期 5.5 亿元，受利润承压影响，现金流有所下滑，但收现比依旧良好、回款健康，应收规模同比减少，奠定高分红基础，2024 合计分红 9.43 亿元，高分红比例进一步提升至 99%。

风险提示：地产竣工不及预期；新业务拓展不及预期；原材料价格大幅上涨

投资建议：深耕零售端韧性强，高分红进一步提升，维持“优于大市”

公司坚守高质量发展，深耕零售基本盘，逆势提升市占率，并持续重视投资者回报，高分红慷慨并积极实施中期分红，2024 年分红率达 99%。考虑到需求端依旧疲软，叠加费用投入增加影响，下调 25-26 年盈利预测，预计 25-27 年 EPS 为 0.66/0.73/0.80 元/股，对应 PE 为 18.7/16.8/15.3x，综合公司经营质量和持续高分红，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、陈颖（S0980518090002）、朱家琪（S0980524010001）

◆ 广大特材(688186.SH) 财报点评:风电铸件迎来量价齐增，齿轮箱业务进入收获期

特钢材料老牌企业，风电业务快速成长。公司成立于 2006 年，专注特钢材料，下游应用领域广阔；2008 年进入风电领域，陆续开辟主轴、铸件、齿轮箱零部件等产品。2020 年以来公司特钢材料销量和收入稳中有增，以风电相关产品为主的特钢制品业务快速增长。2024 年公司核聚变超导线圈铠甲用材料实现批量化供应，同时配套开发的低活化马氏体钢 CLAM 已成功交付，可用于聚变堆内部结构件。

重资产投入压制公司业绩，铸件和齿轮箱业务走出低谷。2019 年以来，公司陆续投资合计超 50 亿元用于风电铸件和齿轮箱零部件产能建设，2021-2024 年多重因素影响项目效益，折旧与摊销快速增长，公司业绩持续承压。截至一季度末，公司固定资产转固进入尾声，铸件和齿轮箱业务触底复苏，后续经营压力有望缓解。

风电迎来海陆景气共振，中国主机出海加速。24 年以来我国陆风招标保持高增态势，25 年新增装机有望达 100GW；22-24 年多重因素压制海风装机，24-27 年新增装机 CAGR 有望达 42%， “十五五”海风新增装机有望超 100GW。行业景气需求下国内风机价格战趋缓，中国主机企业凭借价格等优势出海加速，上游零部件企业价格压力有望缓解。

风电铸件承压多年，25 年迎来量价齐增。21-24 年国内风电铸件价格持续下行，相关企业经营持续承压；展望未来，全球大兆瓦轮毂底座产能整体偏紧，主轴“锻改铸”背景下技术壁垒持续提升，25 年风电铸件迎来量价齐增。24 年以来公司主动优化产品结构、推动技术降本，下半年铸件业务扭亏为盈。25 年公司风电铸件价格有所修复，铸造主轴产品开始批量交付。

齿轮箱零部件业务取得重要进展，25 年起有望进入收获期。齿轮箱是风电核心零部件，而齿轮箱零部件技术难度高、工艺流程复杂。公司坚持布局风电齿轮箱精密零部件系列产品，24 年以来在设备调试、技术工艺、产品结构和客户开拓等方面取得重要进展，有望逐步进入收获期。公司依托齿轮箱零部件项目，积极拓展相关产品在工业齿轮、矿山机械齿轮、机器人等领域应用。

风险提示：公司产能爬坡不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。

预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 3.37/4.05/4.64 亿元（+194%/20%/15%）。通过多角度估值，预计公司合理估值 30.56-32.47 元，相对目前股价有 18%-25%溢价，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

证券分析师： 王晓声（S0980523050002）

◆ 亿纬锂能(300014.SZ) 财报点评:储能电池出货快速增长，海外布局扎实推进

公司 2024 年实现归母净利润 40.76 亿元，同比+1%；2025Q1 实现归母净利润 11.01 亿元，同比+3%、环比+24%。公司 2024 年实现营收 486.15 亿元、同比基本持平；实现归母净利润 40.76 亿元、同比+1%。2024 年公司毛利率为 17.41%、同比+0.77pct；净利率为 8.68%、同比-0.59pct。公司 2024Q4 实现营收 145.65 亿元，同比+10%、环比+18%；实现归母净利润 8.87 亿元，同比+42%、环比-16%。公司 2025Q1 实现营收 127.96 亿元，同比+37%、环比-12%；实现归母净利润 11.01 亿元，同比+3%、环比+24%。

公司储能电池快速增长，海外工厂稳步推进。2024 年公司储能电池营收 190.27 亿元，同比+16%；毛利率为 14.72%，同比-2.30pct；储能电池销量为 50.45GWh，同比+92%。2025Q1 公司储能电池销量 12.67GWh，同比+81%、环比-14%。根据 SNE Research 数据，公司 2024 年在全球储能电池市场份额为 13.3%、同比+2.0pct，市场排名提升至全球第二。公司马来西亚工厂储能项目稳步推进，预计 2026 年初开始量产，支持海外全球交付。

公司动力电池盈利能力稳中向好，新客户持续开拓。2024 年公司动力电池营收 191.67 亿元，同比-20%；毛利率为 14.21%，同比+0.63pct；动力电池销量为 30.29GWh，同比+8%。公司 2025Q1 动力电池销量 10.17GWh，同比+58%、环比+6%。乘用车领域，公司与小鹏、零跑、广汽等客户深入合作，新增公告的多款配套车型将陆续交货进入市场。商用车领域，2024 年公司在国内商用车电池领域份额为 12.15%、

排名第二。展望 2025 年，公司动力电池产能利用率有望持续提升，盈利能力有望稳中向好。

公司消费电池业务稳健发展。2024 年公司消费电池营收 103.22 亿元，同比+23%；毛利率为 27.58%，同比+3.85pct。公司锂原电池业务发展稳健，小圆柱电池出货量快速提升、单月产销量突破 1 亿只。同时，公司积极开拓新兴市场领域，在 BBU 数据中心备电、无人机、eVTOL、机器人等领域与行业领先客户建立合作关系。

公司 CLS 合作模式快速推进，驱动全球化业务发展。公司针对海外市场推出合作研发+技术授权+服务支持的 CLS 全球合作经营模式，有效构建全球化产业协同网络、完善产业链布局并推动技术迭代。CLS 合作模式首个落地项目 ACT 公司已经取得阶段性成果，目前公司正进行国内外多个项目的合作洽谈。

风险提示：电动车销量不及预期；投产进度不及预期；原材料涨价超预期。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 54.15/70.19/83.71 亿元，同比+33%/+30%/+19%，EPS 为 2.65/3.43/4.09 元，当前股价对应动态 PE 为 15.5/11.9/10.0 倍。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）

◆ 明泰铝业(601677.SH) 财报点评:克服市场不利因素，产销量稳步提升

2024 年公司归母净利润同比增加 30%。2024 年实现营收 323.2 亿元（+22.2%），归母净利润 17.5 亿元（+29.8%），扣非归母净利润 14.5 亿元（+37.7%），经营性净现金流 6.6 亿元。其中 2025Q1 营业收入 81.2 亿元（同比+13.1%，环比-6.2%），归母净利润 4.4 亿元（同比+21.5%，环比+30.4%），扣非归母净利润 3.8 亿元（同比+41.7%，环比+33.4%）。最近两个季度研发费用波动较大，主因研发物料消耗减少。

产销量平稳增长。2024 年公司铝板带箔销量 146.7 万吨，同比增长 18.8%。近半年来铝加工行业面临诸多变动，如去年 12 月以来取消部分铝材出口退税政策，以及近期的关税战。2025Q1 板带箔销量 37.5 万吨，同比增长 10.3%，环比增长 1.9%。单位盈利方面，2025Q1 单吨毛利润 1438 元/吨，同比减少约 900 元/吨，单吨净利润 1173 元/吨，同比增加 100 元/吨，主因研发费用波动。

强化再生铝优势。近几年公司不断扩大再生铝生产规模和使用比率，目前拥有再生铝保级应用产能 100 余万吨，十余种产品完成 SGS 碳足迹认证。2024 年末中国海关放开再生变形铝进口后，公司成立了再生铝国际采购部，进一步扩大废铝采购来源。当前公司废旧铝金属供货商渠道稳定，来源充足，加工工艺领先，再生铝产品逐步丰富。

风险提示：铝价大幅波动风险，市场竞争加剧风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。

参照年初以来板带箔国内外需求情况及加工费，预计 2025/2026/2027 年公司的营业收入分别为 365/386/409 亿元，归母净利润分别为 18.52/19.10/20.83 亿元，同比增速 5.9/3.1/9.1%，EPS 分别为 1.49/1.54/1.67 元，当前股价对应 PE 倍数分别为 8.7/8.4/7.7。近几年铝板带箔行业产能扩张较多，加工费承压，明泰铝业成本控制能力强，能在保证销量的情况下维持较高盈利水平。近年来构筑了再生铝保级利用优势，在铝加工产品降碳的大趋势下优势凸显，市场空间广阔，维持“优于大市”评级。

证券分析师：刘孟峦（S0980520040001）、焦方冉（S0980522080003）

◆ 金诚信(603979.SH) 财报点评:矿服业务保持稳定，铜矿业务产销量快速提升

公司发布 2024 年报：全年实现营收 99.4 亿元，同比+34.4%；实现归母净利润 15.8 亿元，同比+53.6%；实现扣非净利润 15.7 亿元，同比+52.7%。

公司发布 2025 年一季报：实现营收 28.1 亿元，同比+42.5%；实现归母净利润 4.2 亿元，同比+54.1%；实现扣非净利润 4.1 亿元，同比+51.6%。

矿服业务：2024 年矿服实现营收 65.4 亿元，同比-1.0%，实现毛利 17.5 亿元，同比-8.5%，毛利率 26.75%，同比减少 2.2 个百分点；2024 年矿服营收同比略有下降主要还是受到非洲赞比亚和刚果（金）电力供应紧

张影响。25Q1 矿服实现营收 15.0 亿元，同比-3.3%，实现毛利 3.5 亿元，同比-14.6%，毛利率 23.10%，同比减少 3.1 个百分点；25Q1 矿服营收同比略有下降主因是 Lubambe 由矿服业务调整为自有资源业务。展望全年预计公司矿服业务有望实现稳健增长。

矿山资源：2024 年资源实现营收 32.1 亿元，同比+412.9%，实现毛利 13.6 亿元，同比+347.9%，毛利率 42.25%，同比减少 6.1 个百分点。公司 2024 年实现铜金属(当量)产量 4.87 万吨，销量 4.92 万吨，库存 1.15 万吨，产销量大幅超出全年的指引。25Q1 资源实现营收 13.0 亿元，同比+232.7%，实现毛利 5.9 亿元，同比+247.3%，毛利率 45.39%，同比提升 1.9 个百分点。25Q1 实现铜金属(当量)产量 1.75 万吨，销量 1.89 万吨。另外公司 2025 年生产计划是：生产铜金属(当量)7.94 万吨，销售铜金属(当量)7.89 万吨。

矿山资源项目持续取得突破：①Dikulushi 铜矿 24 年产铜(当量)1.48 万吨，实际产量大幅超出额定 1 万吨产能。②Lonshi 铜矿 24 年产铜(当量)2.61 万吨，实际产量大幅超出年初 2 万吨计划，二期前期准备工作也稳步推进。③ Lubambe 7-12 月产铜(当量)0.78 万吨，由于该项目产能利用率低、矿山综合管理存在诸多事项有待逐步解决。④San Matias 目前正在等待环评批复。⑤两岔河磷矿 24 年磷矿石产量 35.65 万吨。

风险提示：公司资源开发进展不达预期；铜价下跌超预期；安全环保风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营收 123.3/131.4/157.8(原预测 124.6/144.1/-)亿元，同比增速 24.0%/6.6%/20.2%；归母净利润 22.5/23.7/34.5(原预测 23.9/26.7/-)亿元，同比增速 42.0%/5.3%/45.8%；摊薄 EPS 为 3.60/3.80/5.54 元，当前股价对应 PE 为 10.6/10.1/6.9X。公司矿山服务业务优势明显，毛利率高且保持稳健增长，矿山资源业务已布局优质铜矿、磷矿项目，有增储前景，扩产扩能稳步推进，从中长期角度来说，公司仍是国内铜矿企业中成长性最快的企业之一，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦(S0980520040001)、杨耀洪(S0980520040005)

◆ 中矿资源(002738.SZ) 财报点评:多金属布局抵御锂行业下行压力，未来成长可期

公司发布 2024 年报：实现营收 53.6 亿元，同比-10.8%；实现归母净利润 7.6 亿元(预告 7.5-8.5 亿元)，同比-65.7%；实现扣非净利润 6.0 亿元(预告 6.0-7.0 亿元)，同比-71.7%。

公司发布 2025 年一季报：实现营收 15.4 亿元，同比+36.4%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比-47.4%；实现扣非净利润 4273 万元，同比-81.3%。25Q1 扣非净利低于归母净利，主要是因为纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂铜冶炼业务因加工费 TC/RC 水平显著下降，造成约 1 亿元人民币亏损。

铯业务：2024 年，公司稀有轻金属(以铯为主)实现营收 14.0 亿元，同比+24.2%，实现毛利 10.9 亿元，同比+51.0%，毛利率达 78.3%。今年 Q1 铯盐实现营收 3.45 亿元，同比+94%，实现毛利 2.31 亿元，同比+92%。公司铯盐业务实现营收和利润的大幅增长，进一步夯实行业龙头地位。

锂业务：2024 年，公司锂盐产量约 4.37 万吨，同增 138%；锂盐销量约 4.26 万吨，同增 145%；其中，公司自有矿共实现锂盐销量 3.95 万吨，同增 164%。今年 Q1 公司锂盐销量 8964 吨，同增 13%，预计全年产销量规模在 5 万吨左右。另外，面对锂行业下行压力，公司积极践行各项降本增效措施，其中今年计划于津巴布韦逐步启动 3 万吨/年硫酸锂产能布局。

铜业务：公司启动投资建设 Kitumba 采选冶一体化项目，采选工程项目设计规模为原矿 350 万吨/年，冶炼项目设计产能为阴极铜 6 万吨/年。目前项目已完成初步设计工作，采矿工程已于 2025 年 3 月 1 日开工，选矿、冶炼厂房建设计划于 5 月上旬开工。项目预计将于 2026 年三季度建成投产。

锆业务：纳米比亚 Tsumeb 项目已启动投资建设 20 万吨/年多金属综合循环回收项目，设计产能锆锭 33 吨/年、工业级 11 吨/年、锌锭 1.09 万吨/年。目前，第一条回转窑主体设备已经从天津港发运，项目进度符合预期，预计今年或有部分锆产品贡献。

风险提示：市场需求不达预期；公司扩产进度低于预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营收分别为 58.61/78.10/115.29 (原预测 68.10/87.87/-) 亿元，同比增速 9.3%/33.2%/47.6%；归母净利润分别为 10.11/16.95/28.05 (原预测 13.71/19.09/-) 亿元，同比增速 33.6%/67.7%/65.5%；摊薄 EPS 分别为 1.40/2.35/3.89 元，当前股价对应 PE 为 21/12/7X。考虑到公司拥有强大的地勘能力，能够赋能矿山开发，铯铷盐业务稳步发展，锂矿&锂盐业务降本增效成果显著，同时打造铜领域新的成长曲线，中长期成长性强，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、杨耀洪（S0980520040005）

◆ 谷歌 (ALPHABET)-A (GOOGL. 0) 海外公司财报点评：广告与云稳健增长，利润率持续提升，宏观波动下维持 Capex 指引

业绩总览：广告业务稳健，云业务供不应求。FY24Q4 公司营收 965 亿美元（同比+12%），符合一致预期，搜索业务的出色表现被云的不及预期抵消。GAAP 毛利率 57.9%（环比-80bps），营业利润 310 亿美元（营业利润率 32.1%）。

广告：维持双位数稳健增长，关税对业绩影响有待观察，AI 继续赋能搜索增长。2024Q4 谷歌搜索广告收入同比+10%，主要得益于保险、零售、医疗保健和旅游行业的持续增长，以及随着 AI Overview 的推出搜索量有所增加。YouTube 广告收入同比+10%，主要得益于直接反应广告和品牌广告，Shorts 的活跃观看次数增长 20%+。Q1 各垂直领域普遍增长，二季度情况有待观察，APAC 零售商（关税政策下）可能带来轻微阻力。AI 继续赋能搜索增长，AI Overview 已达到 15 亿月活。

云：云业务维持高增速，关注 25 年产能部署节奏。谷歌云收入 123 亿美元（同比+28%，环比+3%），规模效应下 OPM 为 18%、环比持平。一季度增速远超云业务整体平均水平，主要得益于 AI 的强劲需求与 Workspace 业务的席位收入增加。云业务仍然供给紧张，收入增长与新产能的部署时间紧密相关、存在波动，预计 25 年底将有较高的产能部署。

CAPEX：25 年资本支出目标维持 750 亿美元，彰显 AI 投入信心。25Q1 CAPEX 为 172 亿美元，同比+43%，公司指引表示即使宏观经济出现变化，25 年 CAPEX 仍然维持 750 亿美元不变。投资源于 AI 产品旺盛的需求。

分红回购：25Q1 进行了 151 亿美元股票回购和 24 亿美元的股息支付，董事会宣布股息提高 5%，批准 700 亿美元的股票回购授权。

投资建议：考虑近期关税政策对广告投放带来的不确定性影响，我们小幅下调 2025-2027 财年公司收入预测为 3911/4378/4793 亿美元（前值为 4000/4506/4962），下调幅度 2%/3%/3%。考虑到近几年公司处于 AI 投资周期，小幅调整 2025-2026 年净利润预测为 1091/1197/1353 亿美元（1092/1244/1369 亿美元），下调幅度 0%/3%/1%。维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观压力与 IT 支出放缓；云与 AI 竞争加剧；产品落地低于预期。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、张昊晨（S0980525010001）

联系人： 刘子谭

◆ 世运电路 (603920. SH) 财报点评：智驾与 AI 算力需求增长，产品结构快速优化

营收同比增长 11%，产品结构优化推动盈利能力提升。公司 2024 年实现营收 50.22 亿元 (YoY +11.13%)，归母净利润 6.75 亿元 (YoY +36.17%)，毛利率 23.09 (YoY +1.77pct)。1Q25 公司实现营收 12.17 亿元 (YoY +11.33%，QoQ -9.60%)，归母净利润 1.80 亿元 (YoY +65.61%，QoQ -6.25%)。公司归母净利润同比快速增长主要系：1) 公司通过导入高附加值产品，优化产品结构，产品平均单价提高；2) 公司海外销售占比较高，收入以美元结算，汇兑收益增加；3) 公司以募集资金进行现金管理以及以自有资金进行委托理财，获得理财收益。

汽车电子领域，高端新品顺利交付推动产品结构优化。2024 年，公司汽车新产品量产交付顺利，其中汽车用高速 3 阶、4 阶 HDI 和 HDI 软硬结合板实现量产，主要应用于美国 and 韩国知名汽车智能驾驶和车联网领域；耐离子迁移电高压厚铜 PCB 实现量产，可应用于新能源汽车能量管理系统和高压快充充电桩等。此外，在自动驾驶方面，公司紧跟成功研发了自动驾驶 77GHz 毫米波雷达 PCB、4D 高精度毫米波雷达 PCB

及自动驾驶服务器 PCB 等。

AI 算力需求增长，公司服务器领域新品量产顺利。2024 年，公司开拓高频高速高层高阶 PCB 业务取得进展，云端数据中心、AI 大算力模组、边缘计算等多层超低损 PCB 已实现量产，已实现 28 层 AI 服务器用线路板、24 层超低损耗服务器和 5G 通信类 PCB 的量产，并且在多层 PCB 制作中成功应用精密 HDI 和传统多层混压技术、超准层间对位偏差管控技术、高精度背钻技术、高速高频信号特性和损耗控制技术。目前公司已通过 OEM 方式进入了多个国际头部客户供应链。

募投项目进展顺利，产能有序扩张。公司于 2020 年筹划了年产 300 万平方米线路板新建项目。项目分三期开发，项目一期对应产能 100 万 m^2 ，是公司发行可转换公司债券的募投项目，目前产能稳步爬坡中；二期对应产能为 150 万 m^2 ，通过向特定对象发行股票的方式募集资金建设，预计 2025 年开始投产；项目三期对应产能为 50 万平方米，将按照后续客户订单需求推进。项目完全达产后，公司鹤山本部的产能将提升至 700 万平方米。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。由于公司盈利水平提升超出此前预期，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 8.7、10.6、12.3 亿元（25-26 年前值为 7.3、8.2 亿元），同比增长 28.6%、21.9%、16.5%，对应当前市值 PE 为 20/17/14 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期的风险、新产品拓展不及预期的风险。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）

联系人： 连欣然

◆ 常熟银行(601128.SH) 财报点评:微贷阶段性承压不改长期高成长属性

业绩实现较好增长。公司此前已披露业绩快报，2025 年一季度实现营收 29.71 亿元，同比增长 10.0%，归母净利润 10.83 亿元，同比增长 13.8%。

非息收入高增带来营收实现 10%的增长。一季度净利息收入同比增长 0.9%，非息收入同比增长 62.0%，非息收入占营收比重提升至 22.0%。其中，实现手续费净收入 0.7 亿元，去年同期仅为 0.1 亿元，主要是公司代理贵金属和保险等手续费大幅增长；其他非息收入合计为 5.8 亿元，同比增长了 48.8%，主要是投资收益和汇兑收益高增，公允价值变动收益为负。

净息差同比降幅扩大，存款成本管控效果明显。公司披露的净息差为 2.61%，同比收窄 22bps，较 2024 全年收窄 10bps，2025 年一季度净息差压力较大是行业共性。同时，由于公司高利率的微贷占比下降，也拖累贷款收益率进一步下行，期末贷款收益率为 5.42%，较年初下降了 21bps。资产端承压情况下，公司持续加强存款成本管控，期末活期存款占比为 19.2%，较年初提升了 1.1 个百分点，其中，储蓄存款中两年期及以下占比为 50.7%，较年初提升了 3.7 个百分点。期末存款成本率为 2.01%，较年初下降了 19bps，存贷利差基本保持稳定。

零售贷款需求依然疲软。期末资产总额 3890 亿元，贷款总额 2496 亿元，存款总额 3090 亿元（存贷款均不含应计利息），较年初分别增长了 6.6%、3.6%和 7.9%，贷款增速放缓。一季度新增信贷 87.8 亿元，其中对公贷款、个人贷款、票据贴现分别新增约 65.5 亿元、3.3 亿元和 19.0 亿元，其中，个人经营性贷款新增约 3.2 万亿元。个人贷款投放持续承压，一方面是零售信贷需求依然疲软，另一方面是公司更加注重优质客群筛选，主动降低规模扩张。

不良率低位，拨备覆盖率依然处在同业前列。期末不良率 0.76%，较年初下降 1bp。资产减值损失同比增长 13.4%，但期末拨备覆盖率降至 490%，较年初下降了约 11 个百分点，我们判断一季度依然在大力度核销处置不良。

投资建议：维持 2025-2027 年归母净利润至 44/52/62 亿元的预测，对应同比增速为 15.7%/18.1%/18.4%，当前股价对应 2025-2027 年 PB 值为 0.68x/0.60x/0.52x。当前经济复苏缓慢，微贷阶段性承压。但继续看好公司中长期投资价值，公司小微模式竞争力强，且网点在江苏布局比较全面，加上村镇银行进一步打开其省外扩张空间，未来公司的成长性明显好于同业，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

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

◆ 中国平安(601318.SH) 财报点评:投资端波动, 价值指标增长

2025 年一季度, 中国平安营运归母净利润同比增长 2.4%。公司持续深化“综合金融+医疗养老”战略, 整体业绩表现稳健。其中, 集团每股营运收益 2.16 元, 同比增长 3.3%。公司归母净利润受一季度债券市场波动及平安好医生并表影响, 同比下降 26.4%。受此前平安好医生出表估值较高等因素影响, 本次并表产生 34 亿元减值影响, 预计为一次性影响因素, 公司基本面业绩表现稳健。

寿险新业务价值延续高增, 渠道改革持续深化。2025 年, 公司各渠道综合实力持续夯实, 可比口径下寿险及健康险 NBV 同比大幅增长 34.9%, 增幅较年初进一步扩大。(1) 个险: 构建客户服务场景、拓展“产品+服务”等举措持续提升代理人人均产能。截至一季度末, 渠道 NBV 同比增长 11.5%, 代理人人均 NBV 同比增长 14.0%。(2) 银保: 公司持续巩固与大行业务合作, 通过“5+5+N”战略持续深化与 5 家国有行、5 家股份行及 N 家城商行的增量机会。一季度公司银保渠道 NBV 同比大幅增长 170.8%, 价值贡献显著提升。(3) 社区金融: 公司已在全国 93 个城市铺设 131 个网点, 组建超 2.4 万人销售团队, 一季度 NBV 同比增长 171.3%。

财险 COR 同比大幅优化, 承保盈利能力提升。截至 2025 年一季度末, 公司实现财险原保险保费收入 851.38 亿元, 同比增长 7.7%, 其中非车险保费收入同比增长 15.1%。一季度平安财险实现综合成本率 96.6%, 同比优化 3.0pt。截至一季度末, 受债券市场波动等因素影响, 公司财险业务实现净利润 32.5 亿元, 同比下降 16.5%。公司持续深化以 DeepSeek 为核心的 AI 技术赋能, 加大科技转型, 推动财险业务高效化运营的“新引擎”。

一季度公司实现非年化综合投资收益率 1.3%, 同比增长 0.2pt。今年一季度, 债券市场收益率大幅波动, 导致公司固定收益类资产投资收益承压。截至一季度末, 公司非年化净投资收益率为 0.9%, 同比持平。其中, 公司不动产类资产投资规模余额为 2066.15 亿元, 占总资产比例降至 3.5%。其中, 物权投资占比较高, 为 81.9%, 资产风险可控, 匹配中长期稳定资金需求。此外, 公司持续加大港股优质高分红资产布局, 把握 FVOCI 资产布局机会, 平滑中长期投资收益波动。

投资建议: 公司践行“综合金融+医疗养老”战略, 叠加 AI 科技赋能, 巩固中长期发展壁垒。我们维持公司 2025 年至 2027 年盈利预测, 预计 2025 年至 2027 年公司 EPS 为 7.72/8.57/9.26 元/股, 当前股价对应 P/EV 为 0.60/0.55/0.50x, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 保费不及预期; 自然灾害导致 COR 上升; 资产收益下行等。

证券分析师: 孔祥 (S0980523060004)

联系人: 王京灵

◆ 兴业证券(601377.SH) 财报点评:投资收益贡献业绩增长

兴业证券公布 2024 年年度报告与 2025 年一季度报告。2024 年公司实现营业收入 123.54 亿元, 同比提升 16.25%; 实现归母净利润 21.64 亿元, 同比提升 10.16%; 扣除非经常性损益后的净利润为 20.23 亿元, 同比提升 8.51%, 对应 EPS0.24 元, 同比提升 4.35%; ROE 为 3.81%, 同比增加 0.11pct。业绩上涨主要因资本市场交投活跃度提升和政策落地等因素的影响, 公司投资收益、资管业务收入及其他收益同比有所提升。公司同时披露 2025 年一季报, 一季度实现营业收入 27.92 亿元, 同比提升 17%; 归母净利润 5.16 亿元, 同比提升 57%, 主因公司财富管理、投资交易等业务发展良好, 提升公司业绩。

经纪业绩承压, 财富转型初见成效。2024 年, 资本市场交投活跃度提升, 但由于佣金率下调影响, 经纪业务收入 21.3 亿元, 同比下降 5.47%; 公司股基交易额 7.57 万亿元, 同比提升 13%, 市占率 1.29%。公司持续推进数智化转型, 聚焦“两高”客户经营, 以数字金融工具提升普惠金融服务质量。

投行景气下行, 债承规模持续增长。2024 年, 市场股票融资总规模持续下降, 公司实现投行业务收入 7.01 亿元, 同比下滑 32.87%。2024 年, 公司股权承销金额 19.06 亿元, 同比下滑 89%; 债券承销金额 1758 亿元, 同比提升 32%, 公司债券承销规模持续增长。

金融资产规模提升, 投资收益成业绩主要驱动力。2024 年, 公司投资规模大幅提升, 金融资产规模同比

增长 18.28%至 1534 亿元，实现投资业务收入（含公允价值变动）28.24 亿元，同比大幅度提升 3.7 倍，主因监管层多措并举稳定市场预期，资本市场景气度恢复，衍生金融工具投资收益同比增加。

资管业务提升，海外业务持续发力。2024 年资管业务手续费实现净收入 1.59 亿元，同比提升 7.6%；AUM 达 1009.95 亿元，同比提升 20%。兴证全球基金 AUM 达 6972.32 亿元，其中公募基金规模达 6514.23 亿元，较 2023 年末增长 16%；公募 FOF 管理规模保持行业第一，养老基金份额规模位居行业第二。境外业务成亮点，公司海外业务实现收入 4.8 亿元，同比提升 26.24%。

风险提示：市场波动对券商业绩与估值修复带来不确定性；政策风险等。

投资建议：基于权益市场波动与监管新规对证券业务的影响，我们对公司 2025 年和 2026 年的盈利预测分别上调 0.96%和 0.34%，预测 2025-2027 年公司归母净利润分别为 23.93 元、26.77 亿元、28.96 亿元，同比增长 10.6%/11.9%/8.2%，当前股价对应的 PE 为 22.6/20.2/18.7x，PB 为 0.9/0.9/0.8x。随着权益市场活跃度稳步回升，公司将持续深化“双轮联动”战略，深入打造国际化专业平台，对公司维持“优于大市”评级。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、林珊珊（S0980518070001）

◆ 珠江啤酒(002461.SZ) 财报点评:2025 年第一季度销量双位数增长,盈利能力延续改善

珠江啤酒披露 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告，2024 年营业总收入 57.3 亿元，同比+6.6%；归母净利润 8.1 亿元，同比+29.9%；扣非归母净利润 7.6 亿元，同比+36.8%。2025 年第一季度营业总收入 12.3 亿元，同比+10.7%；归母净利润 1.6 亿元，同比+29.8%；扣非归母净利润 1.5 亿元，同比+39.4%。

2024 年啤酒业务量价齐升，中高档产品销量增速显著快于平均。2024 年啤酒销量 144.0 万吨，同比+2.6%，销量增速高于啤酒行业平均水平，啤酒吨价同比+4.3%，主要系公司高档价格带大单品 97 纯生的放量对于销量及吨价的拉动效果明显。2024 年中高端产品销量增速 14.0%，显著高于整体销量增速，显示公司产品结构实现较大幅度优化。

受益于产品结构优化叠加成本下行，2024 年公司盈利能力提升明显。2024 年毛利率 46.3%，系产品结构升级及原材料成本下行共同影响所致，啤酒吨成本同比-2.4%。全年盈利能力改善，归母净利率/扣非归母净利率分别为 14.1%/13.3%，同比+2.5/+2.9 p.p.。

2025 年第一季度销量实现双位数增长，盈利能力延续改善。2025 年第一季度销量 29.5 万千升，同比+11.7%。2024 年第四季度公司渠道库存去化至低位，2025 年首季进入补库存周期，叠加 97 纯生维持强成长势能，帮助公司在第一季度销量实现突破性的双位数增长，显著高于啤酒行业平均水平。千升酒收入同比-0.9%，预计与货折增多有关。利润端，受益于啤酒原料价格下行且公司强化采购管理，千升酒成本同比-5.8%，此外，规模效益放大且“降本提质增效”专项行动帮助公司提升费用使用效率，2025 年第一季度归母净利率/扣非归母净利率 12.8%/11.9%，同比+1.9/+2.4 p.p.。

盈利预测与投资建议：考虑到公司核心单品 97 纯生渠道渗透能力持续提升，且内部管理优化加速效益释放，我们上调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 61.3/65.1/68.8 亿元（2025/2026 年前预测值 60.6/63.9 亿元），同比+6.9%/+6.2%/+5.8%；实现归母净利润 9.7/10.9/12.1 亿元（2025/2026 年前预测值 9.1/10.2 亿元），同比+19.6%/+12.1%/+11.0%；当前股价对应 PE 分别为 24/22/20 倍。看好公司高档产品持续较快增长，公司在广东省市场有望获得份额持续提升，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增速显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）

◆ 洽洽食品(002557.SZ) 财报点评:2024 年收入恢复正增长,2025 年第一季度盈利能力受损

洽洽食品披露 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告，2024 年度营业总收入 71.3 亿元，同比+4.8%；归母净利润 8.5 亿元，同比+5.8%；扣非归母净利润 7.7 亿元，同比+8.9%。2025 年第一季度营业总收入

15.7 亿元，同比-13.8%；归母净利润 0.8 亿元，同比-67.9%；扣非归母净利润 0.6 亿元，同比-73.8%。公司通过优化产品组合及营销方式，2024 年收入恢复正增长。分品类看，2024 年葵花子收入同比+2.6%，其中主推产品打手瓜子、高端品种葵珍增长较快，经典大单品红袋瓜子、原香瓜子无明显增长，蓝袋瓜子在“加量不加价”活动帮助下恢复增长。2024 年坚果收入同比+9.7%，其中坚果礼盒实现双位数增长，每日坚果系列收入略有下滑。

2024 年葵花子原料成本回落，盈利能力有所修复。2024 年公司毛利率/净利率分别同比+2.0/+0.1 p.p.，盈利能力小幅改善主要受益于前三季度葵花子品类原料成本回落，其中 2024 年葵花子毛利率恢复至 29.7%，同比+4.4 p.p.。销售费用率 10.0%，同比+0.9 p.p.，主要系促销、广告费用投放增多，管理费用率、研发费用率、财务费用率同比变化不大。

2025 年第一季度春节错期因素致收入同比下滑，成本压力再度增大。2025 年第一季度收入同比-13.8%，一方面系受到春节错期、去年同期高基数的影响，另一方面也受到了传统渠道流量下滑、坚果炒货市场竞争激烈的影响。2025 年第一季度毛利率/净利率分别为 19.5%/4.9%，同比-11.0/-8.3 p.p.，毛利率大幅下滑成为盈利能力的主要拖累。葵花子原料因受内蒙产区遭遇雨水天气影响，2024 年 10 月至 12 月市场采购价同比上涨超 10%，导致公司 2025 年第一季度葵花子毛利率再度降至 20-25%区间，同时巴旦木、腰果原料价格也有一定程度的上升，故 2025 年第一季度成本压力显著提升。除此之外，为应对市场激烈竞争，公司在坚果业务方面增加毛利率较低的性价比产品投放，也对毛利率造成拖累。

盈利预测与投资建议：考虑到公司目前处于产品及渠道调整期，且成本上涨、竞争激烈均对盈利能力形成压制，我们下调 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 74.6/78.0/81.4 亿元（2025/2026 年前预测值 81.9/89.7 亿元），同比+4.7%/+4.4%/+4.5%；归母净利润 6.9/8.7/9.8 亿元（2025/2026 年前预测值 10.5/11.7 亿元），同比-19.3%/+26.7%/+13.1%；当前股价对应 PE 分别为 18/14/12 倍。公司产品品质及品牌认知处于行业领先地位，业务基础较好，当前估值低位，维持“优于大市”评级。

风险提示：国人消费习惯变化导致葵花子、坚果品类需求萎缩；行业竞争加剧；原材料成本价格大幅上涨；公司的策略调整动作执行不到位。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）

◆ 五粮液(000858.SZ) 财报点评:2025 年全面推进营销改革，第一季度实现开门红

2024 年稳健收官，2025Q1 实现开门红。2024 年公司实现营业总收入 891.8 亿元/同比+7.1%，归母净利润 318.5 亿元/同比+5.4%；2024Q4 营业总收入 212.6 亿元/同比+2.5%，归母净利润 69.2 亿元/同比-6.2%，净利润增速略慢于收入端主要系下半年增投费用反哺渠道；全年现金分红率 70%，符合股东回报规划。2025Q1 实现营业总收入 369.4 亿元/同比+6.1%，归母净利润 148.6 亿元/同比+5.8%。

2024 年酒类业务毛利率稳中有升，公司适时反哺渠道提振信心。分产品看，2024 年五粮液产品收入 831.3 亿元/同比+8.1%（量+7.1%，价+0.9%），普五传统渠道减量，提价和其他渠道增量补充收入缺口；五粮液 1618、39 度五粮液贡献较大增量、两者收入占比预计 12%+。系列酒收入 152.5 亿元/同比+11.8%（量+0.1%，价+11.7%），2024 年公司聚焦大单品，其中五粮春增加宴席场景投入、开瓶增长 40%。毛利率看，2024 年公司整体毛利率 77.1%/同比+1.26pcts，酒类业务/五粮液/系列酒毛利率分别+0.29/+0.38/+0.65pcts。费用率看，2024 年销售费用率同比+2.60pcts，单 2024Q4 同比+6.09pcts，白酒消费需求进一步走弱，公司在 11 月增加费用补贴渠道、扩大“1218 奖励”覆盖面，春节前期调整宴席和红包激励，提振经销商信心、提前抢占市场份额。

2025Q1 开启营销改革，现金收款表现较好。第一季度公司改革决心坚定，旺季对普五停货，实际动销需求展现韧性，批价企稳 930-935 元。普五线上渠道小基数下高增，批发渠道节后精准化小批量发货，我们预计 2025Q1 整体动销个位数下滑。五粮液 1618、39 度五粮液以及系列酒在宴席政策力度支撑下预计延续较快增长。产品结构略有下降，2025Q1 毛利率同比-0.68pcts。销售费用率同比-1.02pcts，主因公司营销改革、管理精益化。第一季度现金流表现强劲，销售收现同比+75.6%，主因今年收款中银行汇票占比下降，预计也和专营公司增加打款有关；截至 2025Q1 末合同负债环比-15.2 亿元/同比翻倍，预计后续专营公司承担调节市场供需、增进终端消费的作用。

2025 年主要发展目标为营业总收入与宏观经济指标保持一致，我们预计收入目标增长 5% 左右。公司营销改革以消费者为中心进行顶层设计、组织配称、厂商分工，销售公司以东、北、南三大区运作市场，组建专营公司绑定经销商利益、开拓直营和团购增量，专卖店精细化运作、引入市场化考核机制。当前公司已按照新体制运营，经销商积极性提升，以消费者开瓶驱动的模式也有望反哺渠道、带来增量。

投资建议：白酒消费需求仍然偏弱，商务场景延续压力，宴席及大众饮酒量下降；公司以消费者为中心的营销改革稳步推进，收效需要时间。下调此前收入及净利润预测并引入 2027 年预测，预计 2025-2027 年公司收入 938.3/991.5/1049.1 亿元，同比+5.2%/+5.7%/+5.8%（前值 25/26 年收入+8.2%/+10.6%）；归母净利润 334.6/355.6/377.2 亿元，同比+5.0%/+6.3%/+6.1%（前值 25/26 年净利润+5.3%/+13.6%），当前股价对应 25/26 年 15.0/14.1 倍 P/E，70% 分红率对应 4.7% 股息率，维持“优于大市”评级。

风险提示：白酒需求复苏不及预期；食品安全问题；库存影响批价上挺等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 张未艾

◆ 燕京啤酒(000729.SZ) 财报点评:2024 年盈利能力延续改善, 2025 年一季度 U8 销量增速超 30%

燕京啤酒披露 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告，2024 年营业总收入 146.7 亿元，同比+3.2%；归母净利润 10.6 亿元，同比+63.7%；扣非归母净利润 10.4 亿元，同比+108.0%。2025 年第一季度营业总收入 38.3 亿元，同比+6.7%；归母净利润 1.7 亿元，同比+61.1%；扣非归母净利润 1.5 亿元，同比+49.1%。2024 年啤酒业务量价齐升，大单品 U8 销量增速超 30%。2024 年啤酒业务收入分别同比+1.0%，啤酒销量同比+1.6%，主要系 U8 销量增速超 30%，贡献主要增量。啤酒吨价同比-0.6%，拆分来看，上半年/下半年啤酒吨价分别同比+4.0%/-5.9%，预计系公司在第三季度旺季及第四季度春节前备货时期加大货折力度所致。

2024 年成本红利与改革红利齐释放，盈利水平显著提高。2024 年啤酒业务毛利率 42.6%，同比+3.7 p.p.，主要受益于原材料成本下降，以及生产、供应链及管理运营效率的全面提升，啤酒吨成本同比-6.6%。费用方面，销售/管理/研发费用率全面降低，主要受益于费用管控及组织架构优化等改革举措。2024 年归母净利率/扣非归母净利率 7.2%/7.1%，分别同比+2.7/+3.6 p.p.，盈利水平加速追赶前三大啤酒龙头。

2025 年第一季度 U8 延续 30% 以上高增速，原料成本下行、提质增效促进毛利率显著提升。2025 年第一季度公司啤酒销量 99.5 万千升，同比+6.5%，主要系 U8 延续强势增长，销量增速超 30%。千升酒收入同比+0.2%，主要受益于 U8 对于整体产品结构的向上拉动。毛利率 42.8%，同比+5.6 p.p.，主要受益于原料成本下行、生产体系效率显著提升，千升酒成本同比-8.8%。销售费用率 15.7%，同比+3.7 p.p.，预计系公司为首季开门红及核心单品的渠道扩张匹配了更多的市场费用所致。得益于毛利率的大幅提升，2025 年第一季度净利率/归母净利率 4.3%/4.0%，同比+1.5/+1.1 p.p.。

盈利预测与投资建议：因目前酒水市场需求仍较为疲弱，我们小幅下调 2025-2026 年收入预测，但因公司改革动作执行力强、利润率改善速度快于我们此前预期，我们小幅上调 2025-2026 年利润预测，同时我们新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司营业总收入 155.8/165.0/173.9 亿元（2025/2026 年前预测值 158.4/168.6 亿元），同比+6.2%/+5.9%/+5.4%；归母净利润 14.5/16.9/18.9 亿元（2025/2026 年前预测值 12.9/15.3 亿元），同比+37.0%/+16.9%/+12.0%；当前股价对应 PE 分别为 25/22/19 倍。公司处于利润快速释放期、业绩成长性居啤酒行业前列，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济增长受到外部环境的负面影响；中高端啤酒需求增速显著放缓；公司核心产品的渠道渗透受到竞品阻击；原料、辅料成本大幅上涨。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）

◆ 甘源食品(002991.SZ) 财报点评:2025 年第一季度收入同比下滑, 盈利能力有所弱化

甘源食品披露 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告，2024 年度营业总收入 22.6 亿元，同比+22.2%；

归母净利润 3.8 亿元，同比+14.3%；扣非归母净利润 3.4 亿元，同比+16.9%。2025 年第一季度营业总收入 5.0 亿元，同比-14.0%；归母净利润 0.5 亿元，同比-42.2%；扣非归母净利润 0.5 亿元，同比-45.1%。

2024 年量贩零食渠道、海外渠道贡献主要收入增量。分渠道看，2024 年经销/电商/其他渠道收入 19.3/2.4/0.8 亿元，同比+22.6%/+10.8%/+65.5%，收入占比分别为 85.4%/10.6%/3.6%。经销渠道中：1) 量贩零食渠道全年延续快速增长趋势，预计实现翻倍式增长，收入占比提升至 20%以上；2) 海外渠道全年实现接近 2 亿收入，主要系越南市场产品导入顺利、市场拓展取得较大突破。其他渠道收入高增长主要系品牌代工业务增长。

2024 年产品结构变化、销售团队扩张、促销推广费用增加导致盈利能力下滑。2024 年毛利率 35.5%，同比-0.8 p.p.，主要系受到 2024 年初年货节期间线上售卖礼盒进行低价促销、2024 年下半年棕榈油原材料价格上涨、毛利率偏低的综合果仁及豆果系列收入占比提升三大因素的综合影响。2024 年费用投入亦有增多，主要系员工人数增加导致员工薪酬总额增长，以及促销及推广费用增加所致。

2025 年第一季度收入面临高基数压力，成本上升、费用集中投放加剧利润端压力。2025 年第一季度收入同比-14.0%，主要系受到电商渠道主动收缩低价礼盒产品、传统商超渠道收入下滑，以及春节错期导致去年同期高基数的影响。利润端，毛利率同比-1.1 p.p.，主要系 2024 年第四季度以来棕榈油原材料价格维持高位，给公司造成较大成本压力；销售费用率/管理费用率同比+4.2/+1.4 p.p.，主因：1) 收入负增长致规模效益弱化；2) 公司海外业务团队扩张，相关薪酬福利费用支出增加；3) 新增明星代言费、线上平台推广费。2025 年第一季度归母净利率同比-5.1 p.p. 至 10.5%。

盈利预测与投资建议：考虑到 2025 年第一季度海外市场拓展进度慢于我们此前的预期、全年前置性费用投放或增多，我们下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测：预计 2025-2027 年公司实现营业收入 26.1/30.0/34.6 亿元（2025/2026 年前预测值 27.1/32.5 亿元），同比+15.5%/+15.3%/+15.0%；实现归母净利润 4.0/4.6/5.5 亿元（2025/2026 年前预测值 4.6/5.5 亿元），同比+5.9%/+16.3%/+17.8%；当前股价对应 PE 分别为 17/15/13 倍。公司仍处于多渠道发力增长阶段，持续巩固细分赛道龙头优势，且加强股东回报，维持“优于大市”评级。

风险提示：消费者购物习惯变化导致传统渠道流量大幅下滑；行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；海外市场开拓遭遇较大阻力。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）

◆ 舍得酒业(600702.SH) 财报点评:2025Q1 继续释放风险,收入和净利润降幅环比 2024H2 收窄

公司发布一季报，2025Q1 公司实现营业收入 15.76 亿元/同比-25.1%，归母净利润 3.46 亿元/同比-37.1%。

2025Q1 毛利率环比提升，渠道结构得到优化。分产品看，2025Q1 中高档酒收入 12.34 亿元/同比-28.5%，普通酒收入 2.08 亿元/同比-12.6%。品味舍得 2024Q1 收入基数较高，在经历 2024 年去库存后渠道包袱有所减轻，预计 2025Q1 动销有所改善，2025Q1 毛利率 69.4%/同比-4.9pcts/环比 2024H2 改善明显。舍之道前期库存偏高、2025Q1 控制发货节奏；低档酒延续产品聚焦，沱牌 T68 表现稳健。分区域看，2025Q1 省内收入 4.94 亿元/同比-9.0%，省外收入 9.49 亿元/同比-33.2%。省内市场韧性相对强，2024 年打造遂宁基地市场、增速表现好于整体，预计 2025Q1 延续领跑趋势；另外成都市场在 2024 年推动渠道、产品治理，小基数下逐步改善。分渠道看，2025Q1 批发渠道收入 12.37 亿元/同比-31.8%；截至第一季度末经销商 2621 家，较 2024 年末减少 42 家（新增 215，减少 257），我们认为核心客户比较稳定，中小经销商结构得到改善、引入和公司理念一致的客户。电商渠道 2.05 亿元/同比+36.7%，白酒线上化趋势下，类标品、专销品销量增长明显。

旺季保持积极的费用投入，合同负债环比增加。2025Q1 税金及附加率同比-2.6pcts，销售费用率+3.03pcts，管理费用率同比持平，归母净利率 22.0%/同比-4.18pcts。旺季公司仍然保持积极的费用投放促进动销，整体开瓶数据实现较好增长，品味舍得渠道利润有所改善，批价稳定在 330 元。2025 年费用投放政策加大现金返利和兑现，但同时奖优罚劣、提升经销商积极性。2025Q1 销售收现 16.23 亿元/同比-15.3%/降幅小于收入端，经营性现金流量净额 2.24 亿元/同比+106.8%，合同负债环比+0.41 亿元。

再推股权激励，解锁目标具有较强激励性。3月27日公司发布限制性股票激励计划，拟向168名激励对象授予股票数量不超过203.66万股，占公司总股本0.61%，授予价格为28.78元/股。考核条件为2025-2027年公司、个人业绩达标，解除限售比例为40%/30%/30%。其中公司层面考核条件为以2024年为基期，2025-2027年收入增长率不低于20%/36%/55%，或净利润增长率不低于164%/231%/309%，解锁目标具有较强激励性，彰显公司员工进取态度和发展信心。

盈利预测与投资建议：伴随第二季度进入同比低基数期，收入和业绩或将逐步迎来拐点；2024年公司额外增投很多费用帮助经销商去化库存、提振动销，渠道包袱已有减轻，我们预计今年费投精细化下销售费用率、税率有改善空间，利润率视角或可相对乐观。维持此前盈利预测，预计2025-2027年公司收入50.8/53.8/57.6亿元，同比-5.1%/+5.8%/+7.1%；预计归母净利润4.2/4.5/5.1亿元，同比+21.9%/+7.0%/+12.6%；当前股价对应25/26年45.0/42.1倍PE，维持“中性”评级。

风险提示：白酒需求恢复不及预期，增投费用下利润率承压，渠道库存增加等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 张未艾

◆ 中宠股份(002891.SZ) 财报点评: 自主品牌拓展提速，海外业务维持景气，Q1归母净利润同比+62%

自主品牌拓展提速，海外业务维持景气，Q1归母净利润同比+62%。公司2025Q1实现营业收入11.01亿元，环比-13.71%，同比+25.41%，一方面得益于顽皮、领先品牌快速增长，另一方面受益于公司海外工厂订单景气维持。公司2025Q1实现归母净利润0.91亿元，环比-18.50%，同比+62.13%，主要得益于自主品牌收入增长及毛利率提升。

2025Q1利润率同环比均有提升。公司2025Q1销售毛利率31.87%，环比+2.11pct，同比+4.02pct，主要原因系Q1自主品牌业务增速较快且毛利率更高；2025Q1销售净利率9.30%，环比+0.34pct，同比+1.89pct，受自主品牌业务营销费用增加影响，净利率同环比增幅小于毛利率。

加大自主品牌营销投入，销售费用增长较快。公司2025Q1销售费用为1.25亿元，同比+37.55%，对应销售费用率11.38%（同比+1.00pct），目前公司针对自主品牌业务的国内外拓展，继续加大宣传投入；2025Q1管理费用0.68亿元，同比+51.00%，对应管理费用率6.14%（同比+1.04pct），主要原因系职工薪酬及员工持股计划费用增加；2025Q1财务费用为0.04亿元，同比-32.02%，对应财务费用率0.36%（同比-0.30pct）。

经营现金流同比改善，但销售回款有所放缓。2025Q1公司经营性现金流净额1.90亿元，同比+1541.54%，经营性现金流净额占营业收入比例为17.30%（同比+18.81pct），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为117.30%（同比-17.57pct）。在主要流动资产周转方面，2025Q1公司存货天数达68天（同比-21.66%），应收账款周转天数达51天（同比+1.91%）。

自主品牌快速推向市场，正持续增厚公司业绩表现。近年公司基于“聚焦国内市场、聚焦品牌、聚焦主粮”战略、“顽皮+领先+ZEAL”三大品牌切入国产主粮赛道，“产品研发+品牌运作+渠道管理”能力正快速得到验证。2024年，公司境内收入同比+30.26%至14.14亿元，毛利率同比+4.00pct至35.18%；主粮收入同比+91.85%至11.07亿元，毛利率同比+5.53pct至34.59pct。未来随自主品牌业务规模扩张，有望逐步贡献可观业绩增量。

风险提示：汇率波动风险；中美贸易冲突风险；品牌推广不及预期风险。

投资建议：考虑到公司顽皮、领先品牌收入保持较快增长，我们上调公司2025-2026年归母净利润预测为4.4/4.8亿元（原为3.1/3.5亿元），预测2027年归母净利润为5.5亿元，对应2025-2027年EPS分别为1.5/1.6/1.9元，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 福能股份(600483.SH) 财报点评: 归母净利润进一步增长，在手电源项目资源较为充足

营业收入同比小幅下降，归母净利润实同比增长。2024年，公司实现营收145.63亿元（-0.90%），归

母净利润 27.93 亿元（+6.47%），扣非归母净利润 27.58 亿元（+6.84%）。2024 年，公司营业收入同比下降系电价和电量下降影响，公司发电量 241.46 亿千瓦时（-0.18%），上网电量为 229.07 亿千瓦时（-0.09%）；公司归母净利润同比增长的原因：一是福建省风况好于去年同期水平，风力发电机组发电量同比增加，盈利同比增加；二是热电联产机组发电量、供热量同比增加，以及燃煤成本同比有所下降，盈利同比增加。

公司持续推进电源项目建设，未来装机规模增长空间较大。公司持续推进热电联产、风电、光伏、抽水蓄能等电源项目建设，公司电源发展规划提出，力争 2025 年末控股运营、建设发电装机 1500 万千瓦，2030 年末控股运营、建设发电装机 2000 万千瓦。目前，公司在建/待建的项目有泉惠石化工业区 2X660MW 超超临界热电联产项目、长乐外海 J 区项目（65.6 万千瓦）、泉惠热电二期项目（130 万千瓦）、木兰、花山、南安抽水蓄能电站等项目，电源项目资源较为丰富，未来项目投运将驱动公司业绩进一步增长。

股东增持公司股份，彰显未来发展信心。公司股东能源集团及其一致行动人福建永安煤业公司、福煤（漳平）煤业公司和福建省福能兴业股权投资管理有限公司基于对公司内在价值的认可和未来持续稳定发展的坚定信心，拟增持总金额 1-2 亿元。公司股东能源集团一致行动人于 2025 年 3 月 14 日完成首次增持，增持公司股份 302.28 万股，约占公司总股本 0.11%，成交金额 2755.02 万元。

风险提示：电量下降；电价下滑；煤价上涨；项目投运不及预期。

投资建议：由于电价下降，下调盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 29.3/30.2/33.5 亿元（2025-2026 年原预测值为 30.3/32.8 亿元），分别同比增长 5.0%/3.1%/10.9%；EPS 分别为 1.06、1.09、1.21 元，当前股价对应 PE 为 9.3/9.0/8.1X。维持“优于大市”评级。

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人：崔佳诚

◆ 英维克(002837.SZ) 财报点评:机房温控业务受益 AI 算力发展，加大投入为扩产做准备

英维克 2024 年总营业收入 45.89 亿元，同比上升 45.89%；归母净利润 4.53 亿元，同比上升 31.59%；扣非归母净利润 4.30 亿元，同比上升 35.87%。公司 2024 年 ROE（摊薄）创历史新高，达 15.5%。公司 2025 年一季度单季营收 9.33 亿元，同比上升 25.07%；归母净利润 0.48 亿元，同比下降 22.53%。

机房温控业务快速增长，机柜温控业务稳健发展。2024 年公司机房温控和机柜温控业务同比分别增长 48.8%/17.0%，收入分别达到 24.4 亿元/17.2 亿元。在 AI 算力功耗大幅提升背景下，机房温控的液冷技术加速导入。公司作为全链条液冷开创者，率先推出高可靠 Coolinside 全链条液冷解决方案，持续受益数据中心发展，截止 2025 年 3 月公司液冷链条累计交付已达 1.2GW。公司是最早涉足电化学储能系统温控的厂商，在储能温控行业处于领导地位，是众多储能系统提供商重要的温控产品供应商，机柜温控业务稳步发展。分区域看，公司国内和国外业务在 2024 年同比分别增长 35.7%/4.0%。公司积极拓展海外数据中心业务，不断扩大客户基础。

上游原材料价格上涨影响毛利率，公司持续加大投入。2024 年公司毛利率 28.75%，同比下降 3.6pct。2024 年大宗商品价格上涨导致公司成本有所上升；此外，公司根据变更会计政策进行了产品成本修订也有一定影响。2024 年销售/管理/研发费用率分别为 4.51%/4.31%/7.62%，同比分别变化 -0.43pct/-0.05pct/+0.17pct。公司 2024 年在华南和中原总部基地陆续投产，成本费用逐步提高，2025 年一季度销售/管理/研发费用率同比分别提升 33.8%/38.6%/43.2%。

公司未来持续深耕设备散热与环境控制领域全链条产品，并拥有头部客户资源。公司拥有英伟达、字节、腾讯、阿里、运营商、华为、比亚迪等大客户资源。特别是液冷 AI 算力领域，公司的 UQD 产品已进入英伟达 MGX 生态系统合作伙伴，公司将继续巩固其在数据中心的既有技术创新和品牌优势，扩大销售规模，发挥液冷“全链条”平台优势。同时，公司积极拓展海外市场，在液冷领域加大海外合作与推广力度。

风险提示：AI 发展不及预期、技术创新发展不及预期、行业竞争加剧。

投资建议：公司新基地建成投产并持续加大投入，短期成本费用有所上升，下调盈利预测，预计公司

2025-2027 年归母净利润分别为 6.1/7.8/9.9 亿元（前次预测 2025-2026 年归母净利润分别为 7.0/8.9 亿元），当前股价对应 PE 分别为 32/25/20X，维持“优于大市”评级。

证券分析师：袁文翀（S0980523110003）

◆ 拱东医疗(605369.SH) 财报点评:技术创新+产能释放，全球化战略成效突显

库存影响消退，2024 年业绩恢复性高增长。2024 年全年公司实现营收 11.15 亿元（+14.37%），归母净利润 1.72 亿元（+57.28%），扣非归母净利润 1.68 亿元（+56.18%），销售毛利率 32.79%（+0.14pp），销售净利率 15.39%（+4.2pp）。

境外市场：全球化布局打开增长空间。2024 年公司境外业务表现亮眼，实现营收 6.76 亿元（+27.41%），占公司营收比重提升至 60.63%，境外业务毛利率 31.53%（+4.72pp）。美国子公司 TPI 经过整合后经营大幅改善，营收同比增长 41.37%，成为海外增长核心引擎，并有望依托 TPI 的属地化生产布局对冲关税风险。2024 年 7 月，公司以自有资金 1,000 万美元对 TPI 进行增资，主要用于增加运营资金和扩大经营规模，进一步深化属地化供应链能力。

境内市场：集采价格承压，结构性调整应对增速放缓。2024 年公司国内业务营收 4.38 亿元（+3.00%），增速显著低于海外业务，主营毛利下滑至 34.54%（-4.11pp）。真空采血管、细胞培养皿等品类中标集采后价格承压，凭借成本优势实现以价换量。公司加速向中高值耗材领域延伸，渠道端通过经销商网络下沉至中西部县级市场。

研发创新、智能化布局及高标准质量体系共同构建公司长期竞争力。2024 年公司研发费用 0.53 亿元（+10.93%），逐步打破外资企业在部分耗材领域的垄断，加速向高附加值创新产品升级。GMP 车间管理等多项认证，已经取得 31 项国内医疗器械备案，且部分产品通过 FDA510(k) 和 CE 认证。完善的质量管理体系确保公司产品在大批量生产智能制造方面，通过 AI 驱动的自动化生产线优化生产流程，提升生产效率和产品一致性。截至 2024 年底，公司已通过 ISO13485 过程中质量稳定可靠，为全球市场的深化布局提供坚实保障。

风险提示：竞争加剧风险；地缘政治风险；原料价格波动；价格风险。

投资建议：全球化战略成效突显，维持“优于大市”评级。

基于公司较高的美国收入占比及中美关税政策的不确定性，下调公司 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 1.61/1.89/2.14 亿元（2025-2026 年原值 2.50/3.03 亿元），同比-6.2%/+17.1%/+13.7%，当前股价对应 PE=24.7/21.1/18.5x。

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

金融工程

◆ 金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点（第 191 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 4 月 25 日，上证指数、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50 指数 250 日新高距离分别为 5.58%、13.73%、11.02%、11.11%、10.17%、10.84%、23.65%、10.85%。中信一级行业指数中银行、电力及公用事业、汽车、商贸零售、农林牧渔行业指数距离 250 日新高较近，煤炭、石油石化、医药、电力设备及新能源、房地产行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，银行精选、银行、黄金、万得微盘股日频等权、农业、汽车等概念指数距离 250 日新高较近。

见微知著：利用创新高个股进行市场监测：截至 2025 年 4 月 25 日，共 456 只股票在过去 20 个交易日间创出 250 日新高。其中创新高个股数量最多的是基础化工、机械、医药行业，创新高个股数量占比最高的是银行、农林牧渔、交通运输行业。按照板块分布来看，本周制造、周期板块创新高股票数量最多；按照指数分布来看，中证 2000、中证 1000、中证 500、沪深 300、创业板指、科创 50 指数中创新高个股数量占指数成份股个数比例分别为：9.05%、8.30%、7.80%、8.00%、6.00%、8.00%。

平稳创新高股票跟踪：我们根据分析师关注度、股价相对强弱、趋势延续性、股价路径平稳性、创新高持续性等角度，本周从全市场创新高股票中筛选出了包含双林股份、万辰集团、中宠股份等 28 只平稳创新高的股票。按照板块来看，创新高股票数量最多的是消费、制造板块，分别有 10、7 只入选。其中，消费板块中创新高最多的是食品饮料行业；制造板块中创新高最多的是机械行业。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险，本报告基于历史客观数据统计，不构成任何投资建议，历史股价表现不代表未来股价表现。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、胡志超（S0980524070001）

◆ 金融工程周报:多因子选股周报-超额全线回暖，三大指增组合年内超额均逾 3%

国信金工指数增强组合表现跟踪

- 沪深 300 指数增强组合本周超额收益 0.77%，本年超额收益 3.14%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益 1.14%，本年超额收益 3.91%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益 0.79%，本年超额收益 5.21%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，3 个月盈利上下调、标准化预期外盈利、单季净利同比增速等因子表现较好，而三个月反转、特异度、一个月波动等因子表现较差。最近一月，非流动性冲击、DELTAROE、单季盈利同比增速等因子表现较好，而 SPTTM、特异度、单季 ROE 等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，预期 PEG、BP、标准化预期外收入等因子表现较好，而股息率、预期净利润环比、标准化预期外盈利等因子表现较差。最近一月，非流动性冲击、预期净利润环比、三个月机构覆盖等因子表现较好，而单季 EP、预期 EPTTM、EPTTM 等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，预期净利润环比、预期 PEG、单季超预期幅度等因子表现较好，而三个月反转、单季 ROE、标准化预期外盈利等因子表现较差。最近一月，一个月换手、非流动性冲击、三个月换手等因子表现较好，而一个月反转、SPTTM、单季 SP 等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，一年动量、3 个月盈利上下调、单季净利同比增速等因子表现较好，而三个月波动、一个月波动、股息率等因子表现较差。最近一月，非流动性冲击、预期净利润环比、DELTAROA 等因子表现较好，而 SPTTM、预期 EPTTM、EPTTM 等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 67 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 778 亿元。中证 500 指数增强产品共有 69 只，总规模合计 452 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 150 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 2.02%，最低-0.56%，中位数 0.45%。最近一月：超额收益最高 2.16%，最低-3.94%，中位数 0.08%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.36%，最低-0.28%，中位数 0.59%。最近一月：超额收益最高 2.29%，最低-2.25%，中位数 0.50%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.44%，最低-0.17%，中位数 0.78%。最近一月：超额收益最高 3.96%，最低-0.38%，中位数 1.00%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报:主动量化策略周报-小盘成长领涨，四大主动量化组合本周均战胜股基指数

国信金工主动量化策略表现跟踪：

本周，优秀基金业绩增强组合绝对收益 2.71%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.81%。本年，优秀

基金业绩增强组合绝对收益-1.09%，相对偏股混合型基金指数超额收益-2.75%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 59.79%分位点（2074/3469）。

本周，超预期精选组合绝对收益 3.55%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.65%。本年，超预期精选组合绝对收益 5.45%，相对偏股混合型基金指数超额收益 3.79%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 20.09%分位点（697/3469）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益 3.79%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.89%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 4.65%，相对偏股混合型基金指数超额收益 2.99%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 23.21%分位点（805/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益 3.90%，相对偏股混合型基金指数超额收益 2.00%。本年，成长稳健组合绝对收益 10.73%，相对偏股混合型基金指数超额收益 9.07%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 7.61%分位点（264/3469）。

本周，股票收益中位数 1.36%，65%的股票上涨，35%的股票下跌；主动股基中位数 1.59%，89%的基金上涨，11%的基金下跌。

本年，股票收益中位数-0.53%，48%的股票上涨，52%的股票下跌；主动股基中位数 0.23%，52%的基金上涨，48%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合：

在构建量化组合时，从传统地对标宽基指数，转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上，采用量化方法进行增强，达到优中选优的目的。

超预期精选组合：

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池，接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选，挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票，构建超预期精选股票组合。

券商金股业绩增强组合：

以券商金股股票池为选股空间和约束基准，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离，构建券商金股业绩增强组合。

成长稳健组合：

采用“先时序、后截面”的方式，构建成长股二维评价体系。以研报标题超预期及业绩大增为条件筛选成长股股票池，根据距离正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择距离财报预约披露日较近的股票，当样本数量较多时，采用多因子打分精选优质个股，构建 100 只股票等权组合。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报：港股投资周报-港股医药领涨，港股精选组合年内上涨 17.82%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 4.52%，相对恒生指数超额收益 1.79%。

本年，港股精选组合绝对收益 17.82%，相对恒生指数超额收益 8.24%。

港股市场创新高热点板块跟踪

我们根据分析师关注度、股价相对强弱、股价路径平稳性、创新高连续性等角度在过去 20 个交易日创出过 250 日新高的股票池中筛选出平稳创新高股票。

近期，荣昌生物等股票平稳创出新高。

按照板块来看，创新高股票数量最多的是医药板块，其次为消费、大金融、科技、周期和制造板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面,本周恒生小型股指数收益最高,累计收益 3.81%;恒生科技指数收益最低,累计收益 1.96%。行业指数方面,本周医疗保健业行业收益最高,累计收益 8.37%;电讯业行业收益最低,累计收益-2.73%。概念板块方面,本周智能家居概念板块收益最高,累计收益 13.70%;黄金珠宝概念板块收益最低,累计收益-5.31%。

南向资金监控

南向资金整体方面,本周港股通累计净流出 4 亿港元,近一个月以来港股通累计净流入 1891 亿港元,今年以来港股通累计净流入 6041 亿港元,总体来看近期南向资金呈现出整体流入的走势。

本周港股通资金中,阿里巴巴-W、腾讯控股和美团-W 流入金额最多,小米集团-W、中国移动和中国平安流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周,港股通股票收益中位数 2.81%,投资港股的主动基金收益中位数 2.63%。

本年,港股通股票收益中位数-1.09%,投资港股的主动基金收益中位数 8.99%。

风险提示:市场环境变动风险,模型失效风险。

证券分析师: 张欣慰(S0980520060001)、张宇(S0980520080004)

◆ 金融工程周报:基金周报-个人养老金基金规模突破百亿,蚂蚁基金发布“指数+”平台

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数走势出现分化,中小板指、中证 1000、创业板指指数收益靠前,收益分别为 2.13%、1.85%、1.74%,科创 50、沪深 300、上证综指指数收益靠后,收益分别为-0.40%、0.38%、0.56%。

从成交额来看,除科创 50、沪深 300、上证综指外,上周主要宽基指数成交额均有所上升。行业方面,上周综合金融、汽车、电力设备及新能源收益靠前,收益分别为 5.06%、4.98%、3.09%,食品饮料、消费者服务、房地产收益靠后,收益分别为-1.42%、-1.34%、-1.20%。

截至上周五,央行逆回购净投放资金 740 亿元,逆回购到期 8080 亿元,净公开市场投放 8820 亿元。不同期限的国债利率均有所上行,利差缩窄 0.88BP。

上周共上报 36 只基金,较上上周申报数量有所下降。申报的产品包括 5 只 FOF,国证通用航空产业 ETF、国投瑞银中证全指自由现金流指数基金、嘉实中证港股通创新药 ETF 等。

4 月 24 日,首程控股发布公告,首程控股与中国人寿、财信人寿等大型险资机构联合发起设立北京平准基础设施不动产股权投资基金。该基金目标规模 100 亿元,首期规模为 52.37 亿元,是目前市场单只规模最大的公募 REITs 专项投资基金。

4 月 22 日,蚂蚁基金正式发布了“指数+”平台,旨在为投资者提供一站式指数投资服务。

开放式公募基金表现。上周主动权益、灵活配置型、平衡混合型基金收益分别为 1.63%、0.88%、0.77%。今年以来另类基金业绩表现最优,中位数收益为 8.63%,主动权益型、灵活配置型和平衡混合型基金的中位数收益分别为 0.42%、-0.35%、-1.48%。

上周指数增强基金超额收益中位数为 0.51%,量化对冲型基金收益中位数为 0.18%。今年以来,指数增强基金超额中位数为 1.31%,量化对冲型基金收益中位数为 0.52%。

截至上周末,开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 241 只、目标日期基金 117 只、目标风险基金 157 只。今年以来,目标日期基金中位数业绩表现最优,累计收益率为 0.43%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 28 只,合计发行规模为 240.79 亿元,较前一周有所增加。此外,上周有 28 只基金首次进入发行阶段,本周将有 6 只基金开始发行。

风险提示:市场环境变动风险,风格切换风险。

证券分析师: 张欣慰(S0980520060001)、陈梦琪(S0980524070009)

◆ 金融工程日报:沪指横盘整理, 电力股走强、地产板块冲高回落

市场表现: 今日(20250425) 规模指数中中证 500 指数表现较好, 板块指数中创业板指表现较好, 风格指数中沪深 300 成长指数表现较好。通信、电力公用事业、纺织服装、钢铁、计算机行业表现较好, 综合金融、煤炭、医药、农林牧渔、房地产行业表现较差。黄酒、水电、家纺、光通信、动物保健精选等概念表现较好, 维生素、头盔、PEEK 材料、肝素钠、阿尔兹海默等概念表现较差。

市场情绪: 今日收盘时有 76 只股票涨停, 有 35 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 0.17%, 昨日跌停股票今日收盘收益为-4.52%。今日封板率 66%, 较前日提升 3%, 连板率 19%, 较前日下降 8%。

市场资金流向: 截至 20250424 两融余额为 18082 亿元, 其中融资余额 17969 亿元, 融券余额 114 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.3%, 两融交易占市场成交额比重为 8.3%。

折溢价: 20250424 当日 ETF 溢价较多的是可选消费 ETF, ETF 折价较多的是科创 50ETF 指数。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 15 亿元, 20250424 当日大宗交易成交金额为 7 亿元, 近半年以来平均折价率 5.43%, 当日折价率为 5.43%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.44%, 2.22%, 7.66%, 11.00%, 当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 5.46%, 处于近一年来 24%分位点, 当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 8.76%, 处于近一年来 20%分位点; 当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 15.87%, 处于近一年来 11%分位点; 当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 17.88%, 处于近一年来 18%分位点。

机构关注与龙虎榜: 近一周内调研机构较多的股票是天孚通信、晶盛机电、京东方 A、铂科新材、深南电路、中际联合、芯动联科、国瓷材料等, 天孚通信被 163 家机构调研。20250425 披露龙虎榜数据中, 机构专用席位净流入较多的股票是拓维信息、卫星化学、明星电力、九洲集团、仕佳光子、浙江华远、永安药业、汉嘉设计、红宝丽、金力泰等, 机构专用席位净流出较多的股票是青岛金王、贝因美、先达股份、新金路、三木集团、江苏吴中、华电能源、博菲电气、立方制药、富士莱等。陆股通净流入较多的股票是卫星化学、拓维信息、韶能股份、仕佳光子、致尚科技、江苏吴中等, 陆股通净流出较多的股票是双成药业、华电能源、超讯通信等。

风险提示: 市场环境变动风险; 本报告基于历史客观数据统计, 不构成投资建议。

证券分析师: 张欣慰 (S0980520060001)

联系人: 李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	790.68	-0.05	ICE 布伦特原油	66.87	0.48
白银	8292.00	0.06	铜	77870.00	0.00
铝	20025.00	0.27	铅	17000.00	0.44
豆一	4236.00	-0.46	锌	22960.00	0.74
豆粕	2982.00	-2.00	镍	125580.00	-0.09
玉米	2289.00	0.26	锡	262210.00	0.90
螺纹钢	3034.00	-0.19	SR505	6169.00	0.60

本月国内重要信息披露

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

近期非流通股解禁明细

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

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

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日涨跌幅(%)	1周涨跌幅(%)	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)	30天波动率(%)
道琼斯工业平均指数	40113.50	0.050134	41.69	41.69	41.69	41.69	46.15
德国 DAX 指数	22242.45	0.806453	74.62	-3.75	3.96	24.13	53.33
法 CAC40 指数	7536.26	0.446235	3.43	-7.05	-4.93	-5.99	48.70
恒生指数	21980.74	0.323965	2.73	-5.84	9.54	27.16	74.60
沪深 300 指数	3786.99	0.069700	0.38	-3.69	-1.19	7.27	69.93
美国 SP500 指数	5525.21	0.737314	4.59	-4.35	-9.44	9.44	52.01
纳斯达克综合指数	17382.94	1.263541	6.73	-4.86	-12.88	11.34	57.30
日经 225 指数	35705.74	1.902415	2.80	-5.49	-10.58	-5.10	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	601899.SH	紫金矿业	17.6500	-0.1132	无数据	601899.SH	紫金矿业	17.6500	-0.1132	无数据
2	601318.SH	中国平安	51.3300	0.2148	无数据	601318.SH	中国平安	51.3300	0.2148	无数据
3	603259.SH	药明康德	57.3600	1.6661	无数据	603259.SH	药明康德	57.3600	1.6661	无数据
4	601288.SH	农业银行	5.5500	-0.7156	无数据	300750.SZ	宁德时代	236.6000	-0.1140	无数据
5	600276.SH	恒瑞医药	50.2700	-1.6820	无数据	601288.SH	农业银行	5.5500	-0.7156	无数据
6	600988.SH	赤峰黄金	27.1000	-1.9892	无数据	600276.SH	恒瑞医药	50.2700	-1.6820	无数据
7	688256.SH	寒武纪-U	689.9600	-0.2890	无数据	600988.SH	赤峰黄金	27.1000	-1.9892	无数据

8	600519.SH	贵州茅台	1550.0000	-0.1450	无数据	688256.SH	寒武纪-U	689.9600	-0.2890	无数据
9	600900.SH	长江电力	29.5200	0.2037	无数据	600519.SH	贵州茅台	1550.0000	-0.1450	无数据
10	002475.SZ	立讯精密	31.6100	2.7633	无数据	002475.SZ	立讯精密	31.6100	2.7633	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	0700.HK	腾讯控股	453.40	-4.10	155,698.96	0700.HK	腾讯控股	453.40	-4.10	112,426.88
2	0700.HK	腾讯控股	453.40	-4.10	144,278.52	0700.HK	腾讯控股	453.40	-4.10	96,188.66
3	0189.HK	东岳集团	24.75	4.43	46,562.12	3690.HK	美团-W	234.00	-4.49	60,746.36
4	0388.HK	香港交易所	504.50	0.00	43,037.69	0027.HK	银河娱乐	39.15	-20.02	37,141.13
5	1918.HK	融创中国	15.46	-5.15	21,967.12	1211.HK	比亚迪股份	258.40	-1.75	30,556.14
6	3690.HK	美团-W	234.00	-4.49	20,282.15	2600.HK	中国铝业	6.75	-0.44	25,146.41
7	1918.HK	融创中国	15.46	-5.15	18,806.20	3690.HK	美团-W	234.00	-4.49	23,114.90
8	3690.HK	美团-W	234.00	-4.49	18,289.24	0168.HK	青岛啤酒股份	59.45	-3.33	22,434.73
9	1171.HK	兖州煤业股份	16.32	-0.49	17,666.96	1918.HK	融创中国	15.46	-5.15	18,050.38
10	2269.HK	药明生物	117.40	0.09	14,832.12	1810.HK	小米集团-W	23.20	-0.22	18,033.19

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032