

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-25

宏观策略

2025 年 04 月 25 日

宏观深度报告 20250424: “十四五”收官之年的机遇与挑战

一、“十四五”规划目标哪些仍待完成？ 1.在经济社会发展主要指标方面，2025 年每千人口拥有 3 岁以下婴幼儿托位数、单位 GDP 能源消耗降低 2 项指标可能需要重点突破。 2.从细分领域发展目标看，加大基础研究经费投入与加快建设战略性新兴产业、新增民用运输机场、提高核电运行装机容量 3 个领域可能仍有较大发展压力。 二、“中国制造 2025” 哪些重点领域的发展仍需突破？ 在航空航天、机器人、农机设备、半导体 4 个行业，我国可能仍有较大发展空间。具体而言： 1.航空航天：未来或需进一步降低发射成本、提高发射次数； 2.半导体：10nm 以下的高端芯片生产能力亟需提升； 3.机器人：具身智能的应用场景仍需拓展、工业机器人国产化率仍待提升； 4.农机设备：跻身全球市场份额前 10 的国内企业数量仍需提高。

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

海量数据 (603138): 2024 年年报和 2025 年一季报点评: 数据库自主产

晨会编辑 陈刚
执业证书: S0600523040001
cheng@dwzq.com.cn
研究助理 蒋琚逸
执业证书: S0600123040067
jiangjiy@dwzq.com.cn
研究助理 林煜辉
执业证书: S0600124060012
linyh@dwzq.com.cn
研究助理 孔思迈
执业证书: S0600124070019
kongsm@dwzq.com.cn

品营收增亮眼，搭乘党政信创新风

盈利预测与投资评级：海量数据业务转型效果显著，数据自主产品和服务业务营收增速明显，毛利率大幅提升。2025 年是党政信创大年，公司作为华为 openGauss 数据库头部生态合作伙伴，有望迎来加速成长。由于党政信创行业景气度提升，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预期从-0.24/-0.04 亿元上调至 0.03/0.96 亿元，预计 2027 年归母净利润为 1.89 亿元，维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期；技术研发不及预期；行业竞争加剧。

光线传媒 (300251)：2024 年报及 2025 年一季报点评：《哪吒》贡献业绩增量，期待后续动画电影潜力

我们看好公司储备的优质电影上映后释放业绩，我们将公司 2025-2026 年归母净利润从 12.97/14.45 亿元预测调整至 24.97/14.45 亿元，新增 2027 年利润预测 16.03 亿元，对应 2025-2027 年 PE 约 23/40/36 倍，维持“买入”评级。

上能电气 (300827)：2024 年年报及 2025 年一季报点评：海外光储起量，在手订单较多

事件：公司 24 年营收 47.7 亿元，同比-3.2%，归母净利润 4.2 亿元，同比+46.5%，毛利率 22.9%，同比+3.7pct，归母净利率 8.8%，同比+3pct；其中 24Q4 营收 17 亿元，同环比+5.1%/+49.1%，归母净利润 1.2 亿元，同环比+51%/-17.2%，毛利率 18.6%，同环比-0.1/-10.7pct。公司 25Q1 营收 8.3 亿元，同环比+16.8%/-51.3%，归母净利润 0.9 亿元，同环比+71.6%/-25%，毛利率 24.3%，同环比+0.7/5.7pct。海外光储起量，毛利率提升：公司 24 年光伏逆变器实现营收 27.5 亿元，同比-4.5%，毛利率 22.6%，同比+5.1pct；储能 PCS 实现营收 19.3 亿元，同比+0.1%，毛利率 22.0%，同比+7.1pct，因交付中东非及美国项目，盈利显著提升，海外综合毛利率 30%以上。期间费用率维持稳定、合同负债显著提升：公司 24 年期间费用 6 亿元，同比+0.8%，费用率 12.7%，同比+0.5pct，其中 Q4 期间费用 1.5 亿元，费用率 9.1%；24 年经营性净现金流 1.2 亿元，同比转正，其中 Q4 经营性现金流 7.7 亿元；公司 25Q1 期间费用 1.2 亿元，同环比-2.6%/-25.7%，费用率 13.9%，同环比-2.8/+4.8pct；经营性净现金流-7.1 亿元；25Q1 末合同负债 1.3 亿元，较年初+77%，证明公司在手订单较多；25Q1 存货 17 亿元，较年初+16.5%。盈利预测与投资评级：考虑关税问题影响，公司海外储能产品出货可能存在不确定性，我们下调 25~26 年盈利预测，预计归母净利润为 5.7/7.4 亿元（原预期为 9.4/12.8 亿元），同增 35%/30%；预计 27 年归母净利润为 9.3 亿元，25~27 年归母净利润对应 PE 为 17.9/13.8/10.9x，考虑全球光储市场高增，同时公司光伏逆变器及储能 PCS 加速海外拓展，全球多点开花，已进入加速放量阶段，预计今年出货持续高增，盈利能力随海外拓展有望继续提升，维持“买入”评级。

理邦仪器 (300206)：2024 年报及 25Q1 季报点评：业绩符合预期，海外市场稳步推进

投资要点 事件：公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报，2024 年全年，公司实现营业收入 18.34 亿元（-5.35%，同比，下同），实现归母净利润 1.62 亿元（-26.75%）。2024Q4 单季度实现营业收入 4.52 亿元（+9.14%），实现归母净利润-0.0979 亿元（+36.90%）。2025Q1 单季度实现收入 4.20 亿元（-5.25%），归母净利润 0.65 亿元（+68.98%），业绩符

合我们预期。 2024 年聚焦六大医疗领域，海外市场表现突出。公司业务涵盖病人监护、心电诊断、妇幼健康、超声影像、体外诊断及智慧健康六大领域。公司通过全球 22 个子公司的布局，产品覆盖 170 多个国家和地区，并在国内为超过 50,000 家医疗机构提供服务。分业务来看，2024 年病人监护线收入 5.27 亿（-15.56%），体外诊断线 3.74 亿（+5.14%），妇幼保健线 3.00 亿（-5.02%），心电图机 2.84 亿（-3.25%），B 超整机 2.75 亿（+2.35%）。分地区看，国内实现收入 7.36 亿元（-24.82%），海外收入 10.98 亿元（+14.54%）。2024 年公司通过在印尼、法国等市场设立子公司，进一步完善了全球营销网络。2025Q1 受国内设备招采影响，收入略微下滑。2025Q1 单季度实现收入 4.20 亿元（-5.25%），归母净利润 0.65 亿元（+68.98%）。25Q1 实现毛利率 58.34%，净利率 15.51%。尽管原材料成本有所上升，但公司通过优化供应链管理和提高生产效率，有效控制成本，保持较高的毛利率。 盈利预测与投资评级：考虑到国内招采短期承压的影响，我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 2.92/3.54 亿元，调整至 2.03/2.54 亿元，预期 2027 年为 3.04 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 32/26/22 倍，考虑到公司海外市场推广顺利，维持“买入”评级。 风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险，医药行业政策风险。

金盘科技 (688676): 2025 年一季报点评: 国内新增长极显现，海外积极应对关税

盈利预测与投资评级：我们预计 25-27 年归母净利润 7.8/10.4/13.2 亿元，同比+36%/+32%/+27%，对应现价 PE 分别为 18x/14x/11x，维持“买入”评级。 风险提示：关税提升超预期，原材料涨价超预期，竞争加剧等。

仙乐健康 (300791): 2025 年一季报点评: 积极调整，稳扎稳打

2025Q1 公司实现营收 9.54 亿元，同比增加 0.28%；实现归母净利润 0.69 亿元，同比+8.90%；扣非归母净利润 0.65 亿元，同比+0.21%。

上海电影 (601595): 2024 年报及 2025Q1 季报点评: 电影大盘复苏，《小妖怪的夏天》定档暑期

盈利预测与投资评级：我们看好 25 年电影市场大盘复苏和公司的内容储备（例如《小妖怪的夏天》定档 25 年暑期），维持 2025-2026 年归母净利润为 2.5/3.7 亿元，并预计 2027 年为 4.4 亿元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 52/35/30 倍，维持“买入”评级。 风险提示：内容上线不及预期风险，电影大盘复苏不及预期风险，商业授权进展不及预期风险。

松原安全 (300893): 2024 年年报点评: 2024Q4 经营整体稳健，自主被动安全龙头持续成长

盈利预测与投资评级：我们基本维持公司 2025-2026 年归母净利润为 3.92 亿元、5.21 亿元的预测，新增 2027 年归母净利润预测值 6.98 亿元，对应的 EPS 分别为 1.73 元、2.30 元、3.09 元，2025-2027 年市盈率分别为 19.21 倍、14.46 倍、10.79 倍，维持“买入”评级。 风险提示：乘用车行业销量不及预期；新客户及新产品开拓不及预期；原材料价格波动导致盈利不及预期。

爱博医疗 (688050): 2024 年报及 25Q1 季报点评: 25Q1 短期承压，期待 PR 晶体新品放量

投资要点 事件：公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报，公司 2024 年实现收入 14.10 亿元（+48.24%，同比，下同），归母净利润 3.88 亿元（+27.77%），扣非归母净利润 3.90 亿元（+35.08%）。2024Q4 单季度实

现收入 3.35 亿元 (+18.26%)，归母净利润 0.71 亿元 (+36.15%)，扣非归母净利润 0.86 亿元 (+71.75%)，25Q1 归母净利润低于我们预期。2024 年主营业务增长稳健：公司人工晶体实现收入 5.88 亿 (+17.66%)，其中销量 17.38 万片 (+44.94%)，每片晶体均价 338 元 (-18.82%)；OK 镜收入 2.36 亿元 (+8.03%)，销量 40.29 万片 (+2.40%)；其他近视防控产品收入 9718 万 (+69.43%)；隐形眼镜实现快速增长，收入达 4.26 亿元 (+211.84%)，其中代工 2.78 亿元 (+207.04%)，销量 2.14 亿片；其他手术产品收入 2802 万元 (+32.65%)；视力保健产品收入 2429 万元 (+87.7%)。分地区看，境内实现收入 13.57 亿元 (+49.52%)，境外收入 4613 万元 (+16.73%)。2025Q1 受人工晶体集采影响，短期承压：2025Q1 公司实现营收 3.57 亿元 (+15.07%)，归母净利润 0.93 亿元 (-10.05%)，扣非净利润 0.86 亿元 (-12.83%)。盈利预测与投资评级：考虑到人工晶体集采及前期新产品市场推广费用增加影响，我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 5.09/6.89 亿元，调整至 4.66/5.84 亿元，预期 2027 年为 7.17 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 35/28/23 倍。维持“买入”评级。风险提示：新产品研发失败的风险，新产品市场推广或不及预期的风险，医药行业政策风险。

华辰装备 (300809)：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩短期承压，拓产品构筑新增长曲线

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2026 年归母净利润预测为 0.99/1.44 亿元，预计 2027 年归母净利润为 2.19 亿元。当前市值对应 PE 分别为 106/73/48 倍，考虑公司积极布局丝杠加工设备与半导体精密磨削领域，维持公司“增持”评级。风险提示：人形机器人量产进展不及预期，磨床需求不及预期，行业竞争加剧。

永安期货 (600927)：2024 年年报及 2025 年一季报点评：2024 年与 2025Q1 净利润承压，公司拟回购股份

盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年经营情况，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 4.7/5.9/6.6 亿元，当前市值对应 2025E PE 38x。我们认为公司作为行业龙头应享有更高估值溢价，拟启动股份回购亦有助于提升市场信心，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：大宗商品价格波动超预期，国内期货市场监管政策变化。

纽威股份 (603699)：2024 年报点评：归母净利润+60%近预告中值，分红提升超预期

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2026 年归母净利润预测为 14.5/17.7 亿元，新增 2027 年归母净利润预测为 20.6 亿元，对应当前市值 PE 分别为 13/11/9x，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化、原材料价格波动等

吉比特 (603444)：2025 年一季报点评：业绩超我们预期，新游表现出色

盈利预测与投资评级：考虑到公司新游表现出色，且存量游戏流水趋稳，我们略上调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 14.47/15.26/16.82 元 (前值为 13.62/15.05/16.82 元)，对应当前股价 PE 分别为 15/14/13 倍。公司持续高额分红回报股东，业绩稳健且新品周期开启兑现，维持“买入”评级。风险提示：新游表现不及预期风险，存量游戏流水超预期下滑风险，行业竞争加剧风险

中宠股份 (002891)：2024 年报及 2025 年一季报点评：业绩延续高增，自有品牌进入增长快车道

盈利预测与投资评级：中宠股份作为全球宠物食品行业领跑者，境内业务自有品牌顽皮、ZEAL 经历调整后重拾增长，领先品牌势能持续强劲，境外业务与多家客户长期合作关系，客户基础稳定，同时完备全球产能布局且产能持续扩产保障长期稳定成长。我们维持公司 2025-2026 年归母净利润预测 4.5/5.5 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 6.5 亿元，同比 +14%/+22%/+18%，对应 PE 分别为 32/26/22X，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，贸易摩擦，汇率波动，原材料价格波动等。

国际医学（000516）：2024 年报及 2025 年一季报点评：核心业务稳健运行，深耕精细化管理

事件：2024 年，公司实现营业收入 48.15 亿元（+4.28%，同比+4.28%，下同）；归母净利润-2.54 亿元（+31.01%），扣非归母净利润-2.87 亿元（+42.50%），亏损有所收窄。单季度来看，2024 年 Q4，公司实现营收 12.09 亿元（-5.1%），归母净利润-0.42 亿元（+71.23%），扣非归母净利润为-0.67 亿元（+54.90%）。2025 年 Q1，公司实现营收 9.97 亿元（-14.99%），归母净利润-1.06 亿元（-1.37%），扣非归母净利润为-1.20 亿元（-33.27%），业绩有所承压，主要系政策影响下次均费用下滑。盈利预测与投资评级：考虑到客观环境及政策对公司业务的影响，我们将 2025-2026 年公司的营业收入预测由 72.30/84.63 亿元下调至 48.23/55.33 亿元，2027 年预计为 61.47 亿元，当前市值对应的 PS 估值分别为 2.4/2.1/1.9 倍。公司当前仍处于业绩爬坡成长阶段，随着核心医院床位稳步爬坡，估值将会逐步消化，维持“买入”评级。风险提示：床位爬坡或不及预期、医院盈利提升或不及预期、核心医生流失、政策不确定性等风险。

中国巨石（600176）：2025 年一季报点评：扣非盈利逐季提升，龙头优势巩固

量价齐升下收入加速增长，单季扣非盈利逐季提升。（1）公司 Q1 营业收入同比增长 32.4%，较 2024Q4 的增速加快 10.0pct，得益于 2025 年初以来风电、热塑市场延续高景气、电子布需求景气改善，预计 Q1 粗纱、电子布销量同比保持较快增长，均价同比明显反弹。（2）Q1 毛利率为 30.5%，同比/环比分别提升 10.4/2.0pct，扣非后销售净利率为 16.6%，同比/环比分别提升 11.6/1.7pct，得益于 Q1 风电纱等中高端粗纱品类复价落地，电子布推动新一轮提价，同时单位成本持续压缩，预计粗纱、电子布单位净利环比进一步改善。量价齐升下公司 Q1 扣非后归母净利润 7.44 亿元，环比增长 17.8%，延续逐季提升的趋势。费用控制成效显著，存货周转天数环比减少，资产负债率持续下降。行业供给释放有望显著放缓，景气有韧性，公司作为龙头优存量调结构、有序扩张，盈利能力有望持续改善。一季度以来，行业之中前期推迟点火的生产线陆续投产，阶段性供给冲击逐步消化，但行业库存上升的压力可控。同时当前行业盈利仍处历史低位，二三线企业盈利承压，持续制约资本开支节奏，行业中长期供给扩张仍受到明显约束。尽管短期随着全球贸易摩擦反复，外需不确定性增强，但产能投放的显著收缩有望支撑景气的韧性，若下游需求景气延续，有望进一步打开盈利上升空间。公司持续推动产品结构优化，中高端占比提升，实施粗纱产线冷修技改，扩张细纱电子布产能，中长期盈利能力有望持续改善。基于一季度量价表现超预期，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 32.6/39.8/46.3 亿元（前值为 30.5/39.8/45.8 亿元），对应市盈率为 15/12/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：内需回升幅度不及预期、外需衰退的风险，全球贸易摩擦加剧的风险。

承德露露 (000848): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 春节错配年报大超预期, 兼顾分红回购推新

: 基于正向激励和强回购准备, 2025 年推新坚决而 2026 年重回大年 (春节充分受益), 我们认为公司虽然 25 年表观营收增长承压, 但新品贡献不容小觑, 如若铺货动销好于预期, 则市场对公司中期成长看法改观。我们调整 2025/2026 年公司营收为 33.07/38.16 亿元 (前值为 33.3/35.5 亿元), 新增 2027 年营收为 41.37 亿元, 归母净利润 6.80/8.27 亿元 (前值为 7.1、7.7 亿元), 新增 2027 年归母净利润为 9.03 亿元, 当前市值对应 PE 为 15.3x/12.6x/11.5x, 维持“买入”评级。

瑞鹄模具 (002997): 2025 年一季报点评: 25Q1 净利润高增, 可转债扩产放量

公司发布 2025 年一季报, 2025Q1 公司营收达 7.47 亿元, 同比+47.76%/环比+6.98%, 主要系模具 Q1 交付多 + 智界 R7 Q1 集中交付; 25Q1 公司归母净利润达 0.97 亿元, 同比+28.49%/环比-0.31%。公司拟发行 8.8 亿可转债, 扩充新能源汽车轻量化以及智能机器人与智能制造系统整体解决方案研发及产业化项目, 并补充流动资金, 满足客户需求。盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 4.50 亿元、5.70 亿元、7.13 亿元, 对应 2025-2027 年 EPS 分别为 2.15 元、2.72 元、3.41 元, 市盈率分别为 18 倍、14 倍、11 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 乘用车价格战超预期; 铝价上涨超预期; 核心客户放量不及预期。

拓普集团 (601689): 2024 年年报点评: 业绩稳健向好, 机器人打开成长空间

公司发布 2024 年年报, 2024 年公司实现营收 266 亿元, 同比+35.02%, 归属于上市公司股东的净利润 30 亿元, 同比+39.52%, 利润高增长。考虑到公司大客户产线调整影响, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润的预测下调为 35.54 亿元、44.60 亿元 (2025-2026 年前值为 37.15 亿元、45.58 亿元), 27 年预计为 56.52 亿元, 对应 2025-2027 年 EPS 分别为 2.05 元、2.57 元、3.25 元 (2025-2026 年前值为 2.20 元、2.70 元), 市盈率分别为 25 倍、20 倍、16 倍, 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。

芯碁微装 (688630): 2024 年报及 25 年一季报点评: 业绩符合预期, AI 带来 PCB 机遇+先进封装共振

24 年营收 9.54 亿元, 归母净利润 1.61 亿元, 同比分别为+15.09%/-10.38%。25Q1 营收 2.42 亿元, 同比+22.31%, 归母净利润 0.52 亿元, 同比+30.45%, 扣非归母净利润 0.52 亿元, 同比+40.23%, 符合我们预期! 盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 16.1/19.7/23.5 亿元 (此前预测 25-26 年 14.0/18.7 亿), 归母净利润为 3.33/4.34/5.25 亿元 (此前预测 25-26 年 3.17/4.51 亿), 对应 P/E 为 31/24/19 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 需求不及预期; 竞争加剧; 地缘政治风险等

斯菱股份 (301550): 2024 年年报点评: 业绩符合市场预期, 机器人业务培育第二曲线

营收同比+5%, 归母净利润同比+27%, 扣非净利润同比+23%。公司 24 年度实现营收 7.74 亿元, 同比+4.91%; 归母净利润 1.90 亿元, 同比+26.91%;

扣非归母净利润 1.80 亿元，同比+22.52%；24Q4 营收 2.18 亿元，同环比+4.51%/+10.43%；归母净利润 0.53 亿元，同环比+23.86%/+25.62%；扣非归母净利润 0.52 亿元，同环比+22.56%/+27.30%，主要系公司不断调整产品&客户结构。整体看，公司业绩符合市场预期。车后市场稳健增长、持续加快全球产能布局。分产品看，公司 24 年制动系统类轴承/传动系统类轴承营收分别为 6.11/0.91 亿元，同比+7.7%/-4.4%，毛利率分别为 31.19%/34.85%，同比+0.15/+2.15pct。公司目前已具备售后市场和主机配套市场能力，产品型号已达 6000 余种并成功研发并量产低能耗轴承、自锁式轮毂轴承等高性能新产品。全球布局方面，24 年公司泰国工厂第二期投资完成，产能持续释放，同时第三期投资建设积极开展，为未来新增市场需求进行储备。此外，公司已建立北美本地服务能力，全球化布局进一步深入。布局机器人零部件、产线投建规模化生产在即。2023 年公司组建团队开始研发，24 年成立事业部重点研发谐波减速器等核心零部件，产品方案具备比重轻、噪音低的优势，并已完成核心产品的研发和小批量试制，产品性能指标可达行业标准。同时，公司正积极推进自动化产线建设，完整产线投资超 1 亿元（部分设备与主业共用），24 年完成了谐波减速器第一条生产线投产工作并预计 25 年可以实现规模化量产。利息收入带动期间费用率大幅下降、经营现金流大幅增长。公司 24 年期间费用 0.32 亿元，期间费用率 4.14%，同比-3.55pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比+0.06/-0.23/-3.66/+0.28pct，财务费用率大幅下降系利息收入大幅提升。24 年经营性净现金流 2.15 亿元，同比+77.11%，其中 Q4 经营性现金流 0.63 亿元，同比+18.56%。盈利预测与投资评级：我们维持 25-26 年公司归母净利润为 2.2/2.6 亿元，考虑到机器人业务放量，预计 27 年为 3.4 亿元，同比+16%/16%/31%，对应现价 PE 分别为 50x、43x、32x，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，机器人业务不及预期等。

祥鑫科技 (002965)：2024 年报点评：基本盘营收稳健增长，入场新兴产业优化布局

费用率控制稳中有降、Q4 经营性现金流大幅提升。公司 24 年期间费用 5.51 亿元，同比+6.63%，期间费用率 8.17%，同比-0.89pct，其中销售/管理/财务/研发费用同比+20.09%/+8.58%/-160.91%/+17.34%，主要系公司持续加大研发投入，且销售规模扩张，人员薪酬、折旧摊销及办公费用、差旅费等增加所致。24 年经营性净现金流 2.94 亿元，同比-19.92%，其中 Q4 经营性现金流 4.18 亿元，同环比+100.5%/+651.0%。盈利预测与投资评级：考虑新能源车零部件竞争激烈，公司毛利率下滑，我们下调 2025 年及 2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.6/5.7/6.9 亿元（2025-2026 年前值为 5.1/6.2 亿元），同增 27%/24%/22%，对应 PE 为 20/16/13 倍，由于公司光储零部件供应能力领先，新兴业务成长性突出，维持“买入”评级

新华都 (002264)：白酒线上化乘东风起，定制品打造沐春雨新

白酒电商龙头，深耕线上零售业务。公司此前是福建省大卖场及综合商超连锁经营龙头，自 2016 年收购久爱致和以来，逐步聚焦互联网营销业务，并于 2022 年彻底剥离线下零售资产，全面转型聚焦线上业务。酒类互联网全渠道销售是公司聚焦发展的主要方向，推动近年公司互联网营销收入同比增速基本保持在 30%左右，其中淘宝、天猫和京东等货架电商平台的官旗、自营店销售为公司营收基本盘，抖音、快手、拼多多等兴趣与

社交电商平台店铺基于直播及短视频营销带动的销售贡献也在逐步提升。白酒电商渗透率仍有提升空间，平台竞争从同质化转向精细化。近年白酒电商销售规模快速增长，估算 2024 年已达到 1200 亿元，电商渗透率达 15%。对标大牌美护等成熟奢侈品，我们认为白酒的线上渗透率或达到 20%，销售额增速或边际趋缓。线上平台营销竞争要素也正从同质化价格逐步转向差异化运营策略，以更好拓展线上优势客户。白酒线上购买主要有 2 类优势场景，1 是由新消费群体线上购买习惯带动的白酒网购，通常由电商大促的价格优势刺激购买。考虑平台低价内卷趋于缓和，头部品牌以京东、淘天等头部平台为主的销售格局基本稳定成型。2 是新线城市（三线及以下）的 85 后、95 后客群，线上相比线下渠道更具有客群覆盖和触达优势，这类客群通常关注 300 元以内价位用酒，并且对于自饮用酒存在一定的尝新接受度。抖音、快手等平台基于下沉市场客群覆盖优势，依托直播、短视频的强营销、强内容互动属性，成为 300 元以内高性价比白酒产品爆发增长的核心阵地。盈利预测与投资评级：不同于其他线上酒类流通商，公司兼具品牌服务商及流通商的双重属性，能够与品牌方实现更紧密的合作绑定，在白酒新零售浪潮中有望持续受益，盈利稳定性相对更强：一方面在数据积累驱动下，公司能帮助品牌方更好运营平台官方店，自身也可持续享受到头部大店的流量分发优势；另一方面，公司与知名品牌合作打造定制开发品，既帮助品牌方有效补强品宣及价格带布局短板，也能为自身带来差异化的业绩增量。我们预计公司 2025~2027 年归母净利为 3.4、4.5、5.9 亿元，同比+32%、30%、32%，对应 PE 为 13、10、8x，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：宏观需求不及预期；电商平台流量增长趋缓；品牌代理授权变化较难预测。

宏观策略

宏观深度报告 20250424: “十四五”收官之年的机遇与挑战

2025 年是“十四五”规划与“中国制造 2025”共同的收官之年，目前我国在哪些领域距离目标值仍有较大差距或将指引今年各地政府与资本市场的部分投资主线。 一、“十四五”规划目标哪些仍待完成？

1.在经济社会发展主要指标方面，2025 年每千人口拥有 3 岁以下婴幼儿托位数、单位 GDP 能源消耗降低 2 项指标可能需要重点突破。 一方面，每千人口拥有 3 岁以下婴幼儿托位数计划在 2021 年至 2025 年增长 2.7 个，截至 2024 年实际增长仅为 1.9 个（年均 0.475 个），因此为确保完成“十四五”目标，2025 年每千人口拥有 3 岁以下婴幼儿托位数需同比增长 0.8 个，相关托位数建设压力可能相对较大。 另一方面，单位 GDP 能源消耗计划在 2021 年至 2025 年累计下降 13.5%，为确保完成“十四五”目标，2025 年国内需完成 3%左右的目标降幅。虽然这一数字较上年扣除原料用能和非化石能源消费量后的单位国内生产总值能耗同比降幅（3.8%）略有下降，但仍高于上年同期 2.5%左右的政策目标值，因此相关任务完成压力仍然较大。 2.从细分领域发展目标看，加大基础研究经费投入与加快建设战略性新兴产业、新增民用运输机场、提高核电运行装机容量 3 个领域可能仍有较大发展压力。 二、“中国制造 2025”哪些重点领域的发展仍需突破？

2015 年，国务院印发《中国制造 2025》明确指出，我国力争通过“三步走”实现制造强国的战略目标。到 2025 年，要力争迈入制造强国行列，要形成一批具有较强国际竞争力的跨国公司和产业集群，在全球产业分工和价值链中的地位明显提升。其中，新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械是文件明确的 10 个“主攻方向”。我们将上述领域落地至半导体、机器人、航空航天、造船、高铁、新能源汽车、光伏发电、农机装备、新材料、生物医药 10 个具体行业。经分析，目前在造船、新能源汽车、光伏发电、新材料、高铁、生物医药 6 个行业，我国已处于国际领先地位；但在航空航天、机器人、农机设备、半导体 4 个行业，我国可能仍有较大发展空间。具体而言：

（1）航空航天：未来或需进一步降低发射成本、提高发射次数；（2）半导体：10nm 以下的高端芯片生产能力亟需提升；（3）机器人：具身智能的应用场景仍需拓展、工业机器人国产化率仍待提升；（4）农机设备：跻身全球市场份额前 10 的国内企业数量仍需提高。 风险提示：（1）“十四五”规划提出的部分目标目前官方尚未公布最新进展；（2）“中国制造 2025”明确的重点发展领域发展现状可能分析不充分；（3）国际贸易形势等外部因素变化可能导致国内战略目标相应调整。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：刘子博）

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

海量数据（603138）：2024 年年报和 2025 年一季报点评：数据库自主产品营收增亮眼，搭乘党政信创新风

投资要点 事件：2025 年 4 月 18 日，海量数据发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年，公司实现营收 3.72 亿元，同比增长 42.26%；归母净利润-0.63 亿元，同比增长 21.99%。2025 年第一季度，公司实现营业收入 8,133.21 万元，同比增长 25.20%；归母净利润-1,768.76 万元。业绩符合市场预期。数据库自主产品营收高增，毛利率大幅提升：分产品来看，2024 年公司数据库自主产品和服务实现收入 1.40 亿元，同比增长 35%；毛利率 74.11%，同比增长 11.64pct，主要系公司标准化程度较高的数据库软件产品营收增长所致。数据基础设施解决方案业务实现营收 2.30 亿元，同比增长 47%；毛利率 14.93%。研发投入加大，产品性能提升：2024 年度，公司研发投入 1.97 亿元，同比增长 33.31%，2024 年度发布的 Vastbase G100 V3.0 版本产品实现了数据库技术性能的全面升级，实现了基于共享存储的资源池化高可用部署形态，大幅节约存储资源及备机支持实时一致性只读功能。面向人工智能应用场景整合了向量数据库能力，为多维大数据量场景提供多种近似、最近邻搜索算法索引，明显提高了召回率和高并发场景下的 QPS（即每秒查询率）。持续获得优质客户，生态体系愈加繁荣：2024 年，公司核心产品海量数据库 Vastbase 于政务、制造、金融、通信、能源、交通等多个重点行业持续取得突破，如党政领域的农业农村部、大数据发展中心、深圳防灾减灾技术研究院、天津地震局等；制造行业的比亚迪、东风汽车等；金融行业的上海证券交易所、承德银行等；通信行业的中国联通、中国铁塔等；能源行业的南瑞集团、中国电建等；交通行业的宁夏高速、首发集团等。生态方面，截止 2024 年底，公司数据库产品 Vastbase 已与 1100 余家合作伙伴的 1700 多款产品完成兼容适配工作。盈利预测与投资评级：海量数据业务转型效果显著，数据自主产品和服务业务营收增速明显，毛利率大幅提升。2025 年是党政信创大年，公司作为华为 openGauss 数据库头部生态合作伙伴，有望迎来加速成长。由于党政信创行业景气度提升，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预期从-0.24/-0.04 亿元上调至 0.03/ 0.96 亿元，预计 2027 年归母净利润为 1.89 亿元，维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期；技术研发不及预期；行业竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：王世杰）

光线传媒（300251）：2024 年报及 2025 年一季报点评：《哪吒》贡献业绩增量，期待后续动画电影潜力

投资要点 公司发布业绩公告：2024 年收入 15.86 亿元，同比增长 2.58%；归母净利润同比下滑至 2.92 亿元，扣非归母净利润同比下滑至 2.44 亿元，计提减值准备对利润影响为-1.18 亿元。2025 年一季度收入同比增长 177.87%至 29.75 亿元，扣非归母净利润同比增长 380.71%至 20.00 亿元。2024 年度利润分配预案，公司派发现金股利 5.85 亿元。《哪吒之魔童闹海》成现象级 IP，期待后续更多衍生品开发释放 IP 价值。受益于春节档上映的《哪吒之魔童闹海》亮眼票房成绩，2025 年春节档电影票房实现 95.10 亿元，观影人次为 1.87 亿，创下春节档票房和观影人次新纪录，公司 Q1 的电影及衍生业务收入及利润亦实现同比大幅增长。公司提前着手规划、开发哪吒 IP 潮玩、手办、卡牌、出版物等多元衍生品，并筹划海外发行，进一步挖掘 IP

价值，推动衍生品收入高增。我们看好哪吒 IP 后续衍生品开发潜力。公司内容储备亦值得期待，真人电影方面，公司主投、发行的电影《独一无二》将于 5 月 1 日上映，公司参投、发行的电影《东极岛》预计将于暑期档上映；其他储备有《花漾少女杀人事件》《“小”人物》《她的小梨涡》《透明侠侣》《墨多多谜境冒险》《莫尔道嘎》《四十四个涩柿子》等众多电影项目。动画电影方面，《三国的星空》《非人哉：限时玩家》预计将于年内上映，我们期待其为公司贡献增量业绩；《去你的岛》《罗刹海市》《大鱼海棠 2》《相思》《朔风》《外婆，我的耳朵里有鱼》在制作中，《涿鹿》《姜子牙 2》《茶啊二中 2》《昨日青空 2》《大鱼海棠 3》《八仙过大海》《大理寺日志》《妲己》《二郎神》《陆判》等在前期策划中。电视剧及艺人经纪业务稳步推进。1) 电视剧业务方面，2024 年公司电视剧/网剧业务实现收入与利润双增长，后续古装武侠剧《山河枕》有望于 2025 年播出；《春日宴》的前期策划工作正在重点推进。2) 艺人经纪及内容相关业务方面，Q1 公司艺人经纪、版权、音乐等内容关联业务利润实现增长，特别是艺人经纪业务持续向好，未来公司将延续特色化艺人培育体系，通过系统性选拔与定制化培养，持续挖掘和孵化演艺新人，夯实艺人经纪业务的长期竞争力。盈利预测与投资评级：我们看好公司储备的优质电影上映后释放业绩，考虑到《哪吒之魔童闹海》给公司带来显著利润增量，我们将公司 2025-2026 年归母净利润从 12.97/14.45 亿元预测调整至 24.97/14.45 亿元，新增 2027 年利润预测 16.03 亿元，对应 2025-2027 年 PE 约 23/40/36 倍，维持“买入”评级。风险提示：电影票房不及预期、政策风险、项目进度不及预期

(证券分析师：张良卫 证券分析师：郭若娜)

上能电气 (300827)：2024 年年报及 2025 年一季报点评：海外光储起量，在手订单较多

投资要点 事件：公司 24 年营收 47.7 亿元，同比-3.2%，归母净利润 4.2 亿元，同比+46.5%，毛利率 22.9%，同比+3.7pct，归母净利率 8.8%，同比+3pct；其中 24Q4 营收 17 亿元，同环比+5.1%/+49.1%，归母净利润 1.2 亿元，同环比+51%/-17.2%，毛利率 18.6%，同环比-0.1/-10.7pct。公司 25Q1 营收 8.3 亿元，同环比+16.8%/-51.3%，归母净利润 0.9 亿元，同环比+71.6%/-25%，毛利率 24.3%，同环比+0.7/5.7pct。海外光储起量，毛利率提升：公司 24 年光伏逆变器实现营收 27.5 亿元，同比-4.5%，毛利率 22.6%，同比+5.1pct；储能 PCS 实现营收 19.3 亿元，同比+0.1%，毛利率 22.0%，同比+7.1pct，因交付中东非及美国项目，盈利显著提升，海外综合毛利率 30%以上。期间费用率维持稳定、合同负债显著提升：公司 24 年期间费用 6 亿元，同比+0.8%，费用率 12.7%，同比+0.5pct，其中 Q4 期间费用 1.5 亿元，费用率 9.1%；24 年经营性净现金流 1.2 亿元，同比转正，其中 Q4 经营性现金流 7.7 亿元；公司 25Q1 期间费用 1.2 亿元，同环比-2.6%/-25.7%，费用率 13.9%，同环比-2.8/+4.8pct；经营性净现金流-7.1 亿元；25Q1 末合同负债 1.3 亿元，较年初+77%，证明公司在手订单较多；25Q1 存货 17 亿元，较年初+16.5%。盈利预测与投资评级：考虑关税问题影响，公司海外储能产品出货可能存在不确定性，我们下调 25~26 年盈利预测，预计归母净利润为 5.7/7.4 亿元（原预期为 9.4/12.8 亿元），同增 35%/30%；预计 27 年归母净利润为 9.3 亿元，25~27 年归母净利润对应 PE 为 17.9/13.8/10.9x，考虑全球光储市场高增，同时公司光伏逆变器及储能 PCS 加速海外拓展，全球多点开花，已进入加速放量阶段，预计今明年出货持续高增，盈利能力随海外拓展有望继续提升，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、国际贸易及行业政策变动风险

险、全球化拓展不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男)

证券分析师: 胡隽颖)

理邦仪器 (300206): 2024 年报及 25Q1 季报点评: 业绩符合预期, 海外市场稳步推进

投资要点 事件: 公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报, 2024 年全年, 公司实现营业收入 18.34 亿元 (-5.35%, 同比, 下同), 实现归母净利润 1.62 亿元 (-26.75%)。2024Q4 单季度实现营业收入 4.52 亿元 (+9.14%), 实现归母净利润-0.0979 亿元 (+36.90%)。2025Q1 单季度实现收入 4.20 亿元 (-5.25%), 归母净利润 0.65 亿元 (+68.98%), 业绩符合我们预期。 2024 年聚焦六大医疗领域, 海外市场表现突出。公司业务涵盖病人监护、心电诊断、妇幼健康、超声影像、体外诊断及智慧健康六大领域。公司通过全球 22 个子公司的布局, 产品覆盖 170 多个国家和地区, 并在国内为超过 50,000 家医疗机构提供服务。分业务来看, 2024 年病人监护线收入 5.27 亿 (-15.56%), 体外诊断线 3.74 亿 (+5.14%), 妇幼保健线 3.00 亿 (-5.02%), 心电图机 2.84 亿 (-3.25%), B 超整机 2.75 亿 (+2.35%)。分地区看, 国内实现收入 7.36 亿元 (-24.82%), 海外收入 10.98 亿元 (+14.54%)。2024 年公司通过在印尼、法国等市场设立子公司, 进一步完善了全球营销网络。 持续推动创新, AI 医疗赋能发展。公司新推出的 i500 湿式血气分析仪实现了技术突破, 在临床大样本高通量检测中以高精度和智能化设计显著缩短检测时间, 优化了样本处理流程, 确保了检测结果的稳定可靠。这不仅提升了医疗效率, 更为患者带来了更安全便捷的诊疗体验。在共享层, 为积极响应医联体医共体建设, 公司以“理邦云+AI”为载体, 以互联网及云技术为媒介, 提供网络平台及诊断服务, 以远程心电、远程胎监等业务模式, 辅助医疗机构进行智能诊断, 有效提升各级医疗单位的诊疗水平, 云平台+诊断资源+售后运维的一站式云服务打破地域限制, 让患者在最短的时间内得到准确的医疗建议。2025Q1 受国内设备招采影响, 收入略微下滑。2025Q1 单季度实现收入 4.20 亿元 (-5.25%), 归母净利润 0.65 亿元 (+68.98%)。25Q1 实现毛利率 58.34%, 净利率 15.51%。尽管原材料成本有所上升, 但公司通过优化供应链管理和提高生产效率, 有效控制成本, 保持较高的毛利率。 **盈利预测与投资评级:** 考虑到国内招采短期承压的影响, 我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 2.92/3.54 亿元, 调整至 2.03/2.54 亿元, 预期 2027 年为 3.04 亿元, 对应当前市值的 PE 分别为 32/26/22 倍, 考虑到公司海外市场推广顺利, 维持“买入”评级。 **风险提示:** 地缘政治风险, 新产品市场推广或不及预期的风险, 医药行业政策风险。

(证券分析师: 朱国广)

金盘科技 (688676): 2025 年一季报点评: 国内新增长极显现, 海外积极应对关税

投资要点 公司业绩符合预期。 公司 25Q1 营收 13.4 亿, 同比+3%, 归母净利润 1.1 亿, 同比+13%, 归母扣非净利润 1.0 亿, 同比-3%。25Q1 毛利率 24.9%, 同比-0.5pct; 净利率 7.9%, 同比+0.8pct。其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别 4.9%/6.2%/4.7%/0.7%, 同比持平/+0.4/持平/-0.6pct。同时 Q1 经营活动现金流净额+1.3 亿, 同比大幅改善 4.7 亿。国内外在手订单淡季发货平稳, Q1 业绩基本符合市场预期。 国内订单恢复快速增长, #海外淡季交付和利润率平稳、已多地布局产能应对关税影响。我们预计 Q1 国内外收入均同比略增, 延续历史淡季交付趋势。订单角度, Q1 末合同负债 8.7 亿, 同比+45% (较

年初+2.2 亿)。1) 国内: 数据中心、风能等下游收入增长明显, 同时 25Q1 内销订单同比+27% (去年 Q4 才恢复同比正增, 25Q1 加速), 我们认为 AIDC 订单贡献较大, 输配电 (电网) 也有望开始贡献增量。2) 海外: 行业需求仍处于中高景气阶段, 驱动力我们认为仍是数据中心、新能源等新兴行业 (新能源背后也有数据中心贡献), 我们预计公司 Q1 海外订单仍由 AIDC 干变贡献, 油变后续也有望更多进入海外电网公司供应体系。公司多地布局产能应对贸易战影响。公司按原预期推进墨西哥、波兰、马来西亚工厂, 分别辐射北美、欧盟、东盟市场。前期关税对公司的影响市场已经有预期, 公司通过多地产能布局、原材料供应链多样化、非美市场拓展等方式降低美国局部影响, 我们认为对利润影响相对可控。盈利预测与投资评级: 我们预计 25-27 年归母净利润 7.8/10.4/13.2 亿元, 同比+36%/+32%/+27%, 较前期预测 25-27 年归母净利润 8.1/10.4/13.5 亿元有所下调。对应现价 PE 分别为 19x/14x/11x, 维持“买入”评级。风险提示: 关税提升超预期, 原材料涨价超预期, 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)

仙乐健康 (300791): 2025 年一季报点评: 积极调整, 稳扎稳打

投资要点 事件: 2025Q1 公司实现营收 9.54 亿元, 同比增加 0.28%; 实现归母净利润 0.69 亿元, 同比+8.90%; 扣非归母净利润 0.65 亿元, 同比+0.21%。毛利率进一步提升, 费用投放力度略有加大。2025Q1 公司毛利率为 33.09%, 同比+2.47pct; 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别 +1.65/+2.18/-0.19/+0.64pct 至 9.33%/11.85%/3.05%/2.33%, 营销投入略有加大。2025Q1 公司销售净利率为 5.92%, 同比+0.26pct。国内市场峰回路转, 柳暗花明, 在去年高基数的基础上, 中国地区仍实现收入正增长, 符合此前预期, 或主要由于新零售客户开拓顺利。2023Q3 以来为应对市场的结构性转变, 公司优化销售策略和团队结构 (资源及重心向新零售倾斜), 现有专门的团队覆盖私域、MCN、跨境等客户, 简化报价和审批机制, 提高快速响应的能力; 同时通过标准化解决方案和爆品策略抓住新零售产品侧机会, 提高中长尾客户的服务能力: (1) MCN 渠道营收同比增长 32 倍, 新增千万级营收客户 2 家; (2) 跨境电商营收突破 3 千万, 同比增长超 100%, 新增客户 12 家; (3) 私域渠道通过探索微信小店生态, 开拓社交零售新增量, 深耕 5 家战略客户, 新增客户 4 家; (4) 新零售业务: MT-ODM 业务同比增速超 50%, 深化 4 家重点客户合作。美洲市场预计同比小个位数下滑, 出口业务受到高基数扰动及关税影响, BF 收入端或更显稳健。24Q1 美洲区域由于刚结束去库周期、且存在季度间结算节奏差异, 致单季度增速较高, 25Q1 出口业务或同比呈小双位数下滑, BF 个护业务仍有负累, 但核心业务趋势预计环比转好。欧洲市场表现超预期, 预计本地+出口收入同比增速 35%+。据公司披露, 25Q1 欧洲区域订单总量增长超 30%, 新兴产品如肌酸营养软糖市场机会涌现。多元化的产品组合与大订单 SKU 驱动落地项目数量持续增长。亚太及新兴市场或由于基数原因表现承压, 我们预计 25Q1 或出现下滑。国内市场拐点或至, 海外市场改善在途: 国内新零售业务逐步起势, 有望持续贡献增量, 25H2 国内市场进入低基数状态, 届时传统客户或进入补库周期, 数据端有望进一步转好。盈利预测与投资评级: 国内新零售业务平稳启航, 期待增量。我们维持 2025-2027 年公司归母净利润为 3.92/4.97/5.86 亿元, 同比增长 20.56%/26.73%/17.90%, 对应当前 PE14.88x、11.74x、9.96x, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格波动风险、食品安全风

险、行业竞争加剧的风险。

(证券分析师: 苏铖 证券分析师: 邓洁)

上海电影 (601595): 2024 年报及 2025Q1 季报点评: 电影大盘复苏, 《小妖怪的夏天》定档暑期

投资要点 事件: 公司发布 2024 年报及 2025Q1 季报。2024 年收入 6.90 亿元人民币, 同比-13.19%; 毛利 1.61 亿元人民币, 同比 -11.05%; 毛利率 23.39%, 同比+0.56pct; 期间费用合计 1.28 亿元人民币, 同比+13.27%; 期间费用率 18.51%, 同比+4.32pct; 归母净利润 0.90 亿元, 同比下降 29.08%; 扣非归母净利润 0.17 亿元, 同比下降 72.32%。2025Q1 收入 2.48 亿元人民币, 同比+17.90%; 毛利 0.82 亿元人民币, 同比 +26.0%; 毛利率 32.95%, 同比+2.11pct; 期间费用合计 0.20 亿元人民币, 同比-16.7%; 期间费用率 8.10%, 同比-3.42pct; 归母净利润 0.65 亿元人民币, 同比+41.55%。扣非归母净利润 0.51 亿元人民币, 同比+77.34%。 电影主业 2024 年受大盘影响较大, 而 25Q1 边际改善。2024 年中国电影市场相较于高基数的 2023 年有所回落, 且明显低于疫情前水平。但进入 2025 年第一季度, 在春节档的强力带动下, 市场迎来了非常显著的同比增长, 开局表现强劲。24 年公司的电影主业 (放映、广告、发行) 收入受到大盘影响比较明显。2024 年公司的电影放映业务收入 4.54 亿元, yoy-17.33%; 毛利率-2.66%, yoy-4.23pct。广告业务收入 0.42 亿元, yoy+9.87%; 毛利率 92.03%, yoy+5.2pct。电影发行业务收入 0.20 亿元, yoy-38.04%; 毛利率 97.61%, yoy+13.73pct。商品销售业务收入 0.61 亿元, yoy-13.58%; 毛利率 57.35%, yoy+0.39pct。 大 IP 业务多点开花, 成果显著。24 年公司的知识产权转授权业务收入 0.66 亿元, yoy+62.74%; 毛利率 90.87%, yoy+6.45pct。上影元子公司 24 年收入为 0.94 亿元, 销售净利润为 0.28 亿元, 销售净利率达 30%。在内容焕新与孵化方面: 24 年启动了《中国奇谭》第二季、《小妖怪的夏天》大电影等内容的制作; 通过抖音、快手等新媒体矩阵常态化焕新经典 IP (如葫芦兄弟、黑猫警长等), 积累粉丝, 扩大影响力; 推出原创 IP “救五家族”。商业授权和联动方面: 24 年与星巴克、宝马、安利纽崔莱、光明、雀巢、瑞幸咖啡、中国国家队、李宁、泡泡玛特等众多国内外知名品牌展开跨界联名合作, 覆盖食品饮料、汽车出行、服饰、美妆、贵金属、游戏、宠物、图书等多个行业; 与《光遇》《蛋仔派对》《永劫无间》《决战平安京》《王者荣耀》等多款热门游戏进行 IP 联动或授权合作, 有效提升 IP 曝光度和游戏数据; 合作开发或授权原生手游如《葫芦娃大作战》、《代号: 黑猫警长》等; 推出互动影游《谍影成双》。 盈利预测与投资评级: 我们看好 25 年电影市场大盘复苏和公司的内容储备 (例如《小妖怪的夏天》定档 25 年暑期), 维持 2025-2026 年归母净利润为 2.5/3.7 亿元, 并预计 2027 年为 4.4 亿元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 52/35/30 倍, 维持 “买入” 评级。 风险提示: 内容上线不及预期风险, 电影大盘复苏不及预期风险, 商业授权进展不及预期风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖
研究助理: 张文雨)

松原安全 (300893): 2024 年年报点评: 2024Q4 经营整体稳健, 自主被动安全龙头持续成长

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年度报告。2024 年公司实现营业收入 19.71 亿元, 同比增长 53.94%; 实现归母净利润 2.60 亿元, 同比增长 31.65%。其中, 2024Q4 单季度公司实现营业收入 6.61 亿元, 同比增长 41.93%, 环比增长 30.41%; 实现归母净利润 0.70 亿元, 同比下降 13.66%, 环比增长 3.37%。公司 2024Q4 业绩稍低于我们此前的

预期。2024Q4 营收同环比大幅增长，减值损失短期拖累业绩。营收端，公司 2024Q4 单季度实现营业收入 6.61 亿元，同比增长 41.93%，环比增长 30.41%。从主要下游 2024Q4 表现来看：奇瑞批发 82.68 万辆，环比增长 31.09%；吉利批发 68.69 万辆，环比增长 28.63%；上汽通用五菱批发 50.01 万辆，环比增长 85.22%；长城批发 37.95 万辆，环比增长 29.04%。毛利率方面，公司 2024Q4 单季度毛利率 26.56%，环比下降 2.45 个百分点，预计主要系产品结构变化+年底部分客户返利所致。期间费用方面，公司 2024Q4 单季度期间费用率为 9.77%，环比下降 2.40 个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.49%/3.06%/4.36%/0.86%，环比分别-0.40/-0.93/-0.91/-0.16 个百分点，公司 2024Q4 期间费用率环比明显下降主要系公司 2024Q4 收入环比大幅增长带来的规模效应所致。减值损失方面，公司 2024Q4 计提信用减值损失 0.35 亿元，预计主要系公司对部分客户应收账款计提减值所致。归母净利润方面，公司 2024Q4 单季度实现归母净利润 0.70 亿元，环比增长 3.37%；对应归母净利润 10.54%，环比下降 2.76 个百分点。安全带业务量价齐升，气囊+方向盘成为第二曲线。安全带方面，公司凭借技术、成本和服务响应等方面的竞争优势，有望持续提升安全带产品的市场份额，实现对外资的国产替代；此外，高性能安全带的功能复杂，安全性更好，价值量更高，特别是集成主被动可逆预紧式安全带（电动安全带）的价值量更是大幅提升，公司安全带业务有望实现量价齐升。而方向盘+气囊业务则是公司的第二曲线，公司于 2021 年实现方向盘+气囊产品的量产，目前已经突破吉利、上通五菱、奇瑞等客户，后续有望持续为公司业绩贡献增量。盈利预测与投资评级：我们基本维持公司 2025-2026 年归母净利润为 3.92 亿元、5.21 亿元的预测，新增 2027 年归母净利润预测值 6.98 亿元，对应的 EPS 分别为 1.73 元、2.30 元、3.09 元，2025-2027 年市盈率分别为 19.21 倍、14.46 倍、10.79 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；新客户及新产品开拓不及预期；原材料价格波动导致盈利不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

爱博医疗（688050）：2024 年报及 25Q1 季报点评：25Q1 短期承压，期待 PR 晶体新品放量

投资要点 事件：公司近期发布 2024 年及 2025 年一季度财报，公司 2024 年实现收入 14.10 亿元（+48.24%，同比，下同），归母净利润 3.88 亿元（+27.77%），扣非归母净利润 3.90 亿元（+35.08%）。2024Q4 单季度实现收入 3.35 亿元（+18.26%），归母净利润 0.71 亿元（+36.15%），扣非归母净利润 0.86 亿元（+71.75%），25Q1 归母净利润低于我们预期。2024 年主营业务增长稳健：公司人工晶体实现收入 5.88 亿元（+17.66%），其中销量 17.38 万片（+44.94%），每片晶体均价 338 元（-18.82%）；OK 镜收入 2.36 亿元（+8.03%），销量 40.29 万片（+2.40%）；其他近视防控产品收入 9718 万（+69.43%）；隐形眼镜实现快速增长，收入达 4.26 亿元（+211.84%），其中代工 2.78 亿元（+207.04%），销量 2.14 亿片；其他手术产品收入 2802 万元（+32.65%）；视力保健产品收入 2429 万元（+87.7%）。分地区看，境内实现收入 13.57 亿元（+49.52%），境外收入 4613 万元（+16.73%）。2025Q1 受人工晶体集采影响，短期承压：2025Q1 公司实现营收 3.57 亿元（+15.07%），归母净利润 0.93 亿元（-10.05%），扣非净利润 0.86 亿元（-12.83%）。2024 年 5 月起，人工晶状体国家集采政策陆续落地实施，受此影响，终端医院手术量减少，手术价格下降，人工晶状体出厂价格也出现下滑，这直接导致了公司 2025 年第一季度手术业务收入和毛利的增速

放缓。在近视防控领域，市场竞争日益激烈，竞品不断增多，公司角膜塑形镜出厂价格因此略有下调，对公司业绩增长的贡献也有所减弱。此外，公司的隐形眼镜业务板块尚处于培育阶段，目前对公司利润的贡献较小，未来还有较大的待提升空间。我们认为随着双焦点晶体及 PR 晶体逐步放量，公司人工晶体业务有望企稳回升。 盈利预测与投资评级：考虑到人工晶体集采及前期新产品市场推广费用增加影响，我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 5.09/6.89 亿元，调整至 4.66/5.84 亿元，预期 2027 年为 7.17 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 35/28/23 倍。维持“买入”评级。 风险提示：新产品研发失败的风险，新产品市场推广或不及预期的风险，医药行业政策风险。

（证券分析师：朱国广）

华辰装备（300809）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩短期承压，拓产品构筑新增长曲线

投资要点 业绩短期承压，出口业务起步进展顺利 2024 年公司实现营收 4.46 亿元，同比-6.92%；实现归母净利润 0.62 亿元，同比-47.36%；实现扣非归母净利润 0.18 亿元，同比-81.03%。其中 2024Q4 单季度实现营收 1.53 亿元，同比+18.16%；实现归母净利润 0.04 亿元，同比-81.90%。分业务看，2024 年全自动数控轧辊磨床实现营收 3.79 亿元，同比-6.16%；备件产品实现营收 0.34 亿元，同比-11.22%；维修改造业务实现营收 0.31 亿元，同比-12.54%。分海内外看，2024 年海外收入 0.35 亿元，同比+4159.86%；国内收入 4.11 亿元，同比-14.17%。2024 年公司营收下滑主要系部分订单安装调试验收周期较长，暂未能确认收入；归母净利润降幅大于营收降幅主要系公司加大研发投入，且 2024 年计提较多资产/信用减值损失。 2025Q1 公司实现营收 1.26 亿元，同比+0.89%；实现归母净利润 0.24 亿元，同比-13.11%。 毛利率有所下滑，加大研发投入拓展新产品 2024 年公司毛利率为 28.54%，同比-5.76pct，2025Q1 公司毛利率为 34.4%，同比+2.6pct。2024 年毛利率下降系轧辊磨床市场竞争加剧，公司产品售价降低。分产品看，2024 年数控轧辊磨床毛利率为 28.43%，同比-5.62pct；维修改造业务毛利率为 35.82%，同比+2.32pct；备件业务毛利率为 21.49%，同比-14pct。2024 年公司销售净利率 14.41%，同比-11.20pct，主要系研发费用率提升及资产/信用减值损失增加。2025Q1 公司销售净利率为 18.8%，同比-3.6pct。 2024 年公司期间费用率为 18.20%，同比+3.68pct，销售/管理/财务/研发费用率为 4.73%/5.79%/-1.45%/9.14%，同比+0.64pct/+0.19pct/+0.73pct/+2.13pct。2025Q1 公司期间费用率为 18.4%，同比+4.1pct。2024 年公司积极布局内/外螺纹产品以及半导体精密磨削领域，研发费用率同比提升较多。 合同负债同比提升，经营活动现金流改善 截至 2024 年末公司合同负债为 2.48 亿元，同比+3.65%，表明公司目前在手订单情况良好，未来有望兑现业绩。2024 年公司经营活动净现金流为 1.26 亿元，同比+421.50%，销售回款有所改善。投资活动产生的现金流量净额为-4.61 亿元，同比下降 308.43%。主要原因是公司增加了固定资产投资。 轧辊磨床业务为基础，切入内/外螺纹磨床与半导体精密磨削领域 1）切入丝杠加工设备领域：2025 年 3 月 25 日华辰装备与福立旺签订合同，华辰装备将在未来一年内向福立旺提供精密内/外螺纹磨床及高速外圆磨床共 100 台，用于加工行星滚柱丝杠相关部件。 2）布局半导体精密磨削领域：2024 年 12 月 19 日，公司公告拟与长光太仪共设合资公司，合资公司主要从事超精密光学元件磨床、超精密导轨磨床的应用验证，以及承接光学元件、半导体等超精密零部件磨削加工服务业务。其中华辰装备负责生产制造超精密光学元件磨床、超精密导轨磨床。 盈利预测与投资

评级：我们维持公司 2025-2026 年归母净利润预测为 0.99/1.44 亿元，预计 2027 年归母净利润为 2.19 亿元。当前市值对应 PE 分别为 106/73/48 倍，考虑公司积极布局丝杠加工设备与半导体精密磨削领域，维持公司“增持”评级。风险提示：人形机器人量产进展不及预期，磨床需求不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

永安期货（600927）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：2024 年与 2025Q1 净利润承压，公司拟回购股份

投资要点 【事件】永安期货发布 2024 全年及 2025Q1 业绩：1) 2024 年营业收入 217 亿元，同比-8.8%。归母净利润 5.8 亿元，同比-21.1%。归母净资产较年初+3.3%，较 Q3 末+1.5%。全年每股分红 0.12 元，同比-20%，分红率约 30.4%，保持稳定。2) 24Q4 单季营收 31 亿元，同比-39.1%，归母净利润 1.6 亿元，同比-7.9%。3) 25Q1 营业收入 23 亿元，同比-47.5%。归母净利润 929 万元，同比-88.1%。归母净资产较年初持平。4) 公司拟通过自有资金回购股份，额度在 0.5-1 亿元，具体方案尚需董事会与股东大会审议。 2024 年业绩：资管和境外业务盈利向好，风险管理业务明显承压。1) 利息净收入 5.0 亿元，同比-26%；手续费及佣金净收入 5.4 亿元，同比-29%，其中经纪、资管和基金销售均下滑；而投资收益为 8.7 亿元，上年同期为-0.29 亿元。2) 分板块来看，期货经纪/资产管理/基金销售/风险管理/境外业务营业利润分别为 4.7 亿元、770 万元、0.2 亿元、0.3 亿元和 1.5 亿元，分别同比-13%、扭亏为盈、-15%、-85%、+7%。 期货经纪业务：代理成交规模下滑，但客户权益仍增长。1) 营业收入 11.0 亿元，同比-3.8%，其中手续费净收入同比-30%。2) 公司境内期货代理交易成交手数 2.01 亿手，同比-14%，成交金额 14.7 万亿元，同比-8%。年末客户权益为 471 亿元，较年初+3%。 资产管理&基金销售业务：资管业务显著改善，规模与营收双升。资管业务和基金销售业务收入分别为 0.26 亿元和 0.53 亿元，分别同比+85%、-12%，其中资管产品总规模达 44.9 亿元，同比+24%。 风险管理&境外业务：风险管理业务短期调整，境外业务快速发展。1) 风险管理业务收入 201 亿元，同比-9.8%，毛利率同比-0.76pct 降至 0.15%。场外衍生品名义本金同比+17%，做市业务份额位居第一。2) 境外业务营业收入为 4.3 亿元，同比+51%，其中期货经纪业务交易量同比+58%，基金销售总额同比+129%。 2025Q1 业绩：净利润短期承压，但风险敞口已有效释放。1) Q1 营收减少受到部分贸易类业务改由净额法确认收入影响，可比口径下同比-17%，其中利息净收入、投资收益分别同比-21%、-35%。2) 归母净利润大幅下滑，主要由于 2023 年开展的部分存续场外衍生品业务受 Q1 市场重大行情波动不利影响而产生亏损，目前该类存续业务已基本了结。 盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年经营情况，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 4.7/5.9/6.6 亿元，当前市值对应 2025E PE 38x。我们认为公司作为行业龙头应享有更高估值溢价，拟启动股份回购亦有助于提升市场信心，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：大宗商品价格波动超预期，国内期货市场监管政策变化。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟）

纽威股份（603699）：2024 年报点评：归母净利润+60%近预告中值，分红提升超预期

投资要点 Q4 营收同比增长 37%，海外市场、新兴领域与大客户拓展兑现业绩 2024 年公司实现营业总收入 62 亿元，同比增长 13%，归母净利润 11.6 亿元，同比增长 60%，扣非归母净利润 11.4 亿元，同比增长 53%。单 Q4 公司实现营业总收入 17.8 亿元，同比增长 37%，

归母净利润 3.3 亿元，同比增长 146%，扣非归母净利润 3.2 亿元，同比增长 183%，公司利润近预告中值，符合市场预期。分区域，（1）外销实现营收 38 亿元，同比增长 26%，占营收比重提升至 61%（+6.5pct），受益于 LNG、海工造船下游景气延续、中东等市场拓展、新品认证和客户突破，增速表现亮眼，（2）内销实现营收 24 亿元，同比下降 3%，在国内化工景气度低迷情况下，公司通过拓展海工、核电等新兴领域表现出一定韧性。此外，公司分红超预期，股利支付率 101%，股息率约 6.9%。受益于结构优化、钢价下行和规模效应，毛利率同比大幅提升 2024 年公司实现销售毛利率 38.10%，同比提升 6.7pct，且呈现逐季提升的趋势。销售净利率 18.7%，同比提升 5.5pct。分区域，（1）内销毛利率 32.8%，同比提升 2.0pct，（2）外销毛利率 41.7%，同比提升 10.0pct。盈利水平提升，主要受益于（1）海工造船、LNG 等高毛利率业务收入占比提升，（2）报告期钢材价格、汇率低位震荡，（3）规模效应摊薄成本、管理效率提升等。2024 年公司期间费用率为 13.1%，同比-0.7pct，费控能力维持稳定，其中销售/管理/研发/财务费用率 7.2%/3.9%/2.7%/-0.6%，同比分别-0.6/+0.5/-0.7/+0.1pct。中东需求能见度高+前瞻布局产能新品，看好业绩稳健增长 展望 2025 年，我们判断公司订单、业绩延续稳健增长：（1）全球地缘政治波动加剧，能源供给格局持续变化，且各国对能源自主可控意识增强+产业格局升级，油气全产业链投资增加，尤其中东区域 FEED 合同增量明显，未来阀门采购需求能见度高。且公司对美敞口低，沙特+越南产能已有布局，受中美贸易冲突影响可控。（2）公司大客户如沙特阿美、ADNOC、三星订单高增，新品扩批、提份额逻辑将持续兑现。（3）新兴核电、水处理增速良好。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2026 年归母净利润预测为 14.5/17.7 亿元，新增 2027 年归母净利润预测为 20.6 亿元，对应当前市值 PE 分别为 13/11/9x，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化、原材料价格波动等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

吉比特（603444）：2025 年一季报点评：业绩超我们预期，新游表现出色

投资要点 事件：2025Q1 公司实现营业收入 11.36 亿元，yoy+22.47%，qoq+29.43%，归母净利润 2.83 亿元，yoy+11.82%，qoq-1.43%，扣非归母净利润 2.75 亿元，yoy+38.71%，qoq+4.11%，业绩超我们预期。存量游戏流水环比回升，同比仍有所承压。2025Q1《问道》端游实现流水 3.21 亿元，yoy-16%，qoq+35%，环比增长我们预计主要系春节活动拉动；《问道手游》实现流水 4.41 亿元，yoy-16%，qoq-4%；《一念逍遥（大陆版）》实现流水 1.30 亿元，yoy-23%，qoq+11%，环比增长我们预计主要系《一念逍遥（大陆版）》于 2025 年 2 月上线周年庆活动，拉动流水回升。2025Q1 三款存量主力游戏合计实现流水 8.92 亿元，yoy-17%，qoq+9%，我们看好公司持续投入产品迭代、用户体验优化等，实现存量产品的长线运营。新游表现出色，驱动 25Q1 业绩超预期。2025Q1 公司营收同比增长 22.47%，环比增长 29.43%，同比增长主要系新游《问剑长生》于 2025/1/2 上线，2025Q1 实现流水 3.63 亿元，部分确认为收入，贡献增量，叠加《封神幻想世界》《Monster Never Cry（境外版）》递延收入确认，部分被老游流水自然回落所抵消。截至 2025Q1，公司尚未摊销的充值及道具余额 4.65 亿元，较 2024 年末减少 0.13 亿元，较 2024Q1 末减少 0.64 亿元。2025Q1 公司营收同环比增长，但归母净利润环比下降 1.43%，主要系：1）2024Q4 公司根据全年经营业绩、项目业绩、员工绩效等情况冲减部分奖金，致

2024Q4 公司期间费用基数较低，而 2025Q1《问剑长生》上线对应当期销售费用增长，公司销售/管理/研发费用率分别为 31.70%、9.74%、15.89%，yoy+0.03pct、-0.33pct、-4.14pct，qoq+9.50pct、+4.47pct、-3.96pct；2）2025Q1 公司因汇率变动产生损失 279 万元，2024Q4 为收益 4112 万元；3）2024Q4 子公司雷霆互动冲销 2023 年度按照 25%计提所得税与实际汇算清缴税额之间的差额，2024Q1、2025Q1 所得税费用为-0.26、0.41 亿元。期待新游相继兑现，贡献业绩增量。公司还储备有自研日式幻想题材放置 MMO 手游《杖剑传说》（计划 2025H1 上线，将于 2025/4/25 开启不删档付费测试），代理的三国题材赛季制 SLG《九牧之野》（计划 2025H2 上线）等产品，期待新游陆续上线增厚业绩。盈利预测与投资评级：考虑到公司新游表现出色，且存量游戏流水趋稳，我们略上调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 14.47/15.26/16.82 元（前值为 13.62/15.05/16.82 元），对应当前股价 PE 分别为 15/14/13 倍。公司持续高额分红回报股东，业绩稳健且新品周期开启兑现，维持“买入”评级。风险提示：新游表现不及预期风险，存量游戏流水超预期下滑风险，行业竞争加剧风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
证券分析师：陈欣）

中宠股份（002891）：2024 年报及 2025 年一季报点评：业绩延续大增，自有品牌进入增长快车道

投资要点 公司披露 2024 年报及 2025 一季报业绩：2024 全年营收 44.65 亿元（+19.2%，代表同比增速，下同），归母净利润 3.94 亿元（+68.9%），扣非归母净利润 3.86 亿（+71.7%）。2024Q4 营收 12.76 亿元（+23.3%），归母净利润 1.1 亿元（+98.2%）。2025Q1 营收 11 亿元（+25.4%），归母净利润 0.9 亿元（+62%），扣非归母净利润 0.88 亿元（+63.8%）。自有品牌快速放量，渠道和产品结构持续优化。分产品看，24 年主粮/零食营收分别为 11/31 亿，同比分别+92%/+5%，占比 25%/70%，主粮占比持续提升，产品结构不断优化。分区域看，24 年境内/境外营收分别为 14/30 亿，同比分别+30%/+15%，占比 32%/68%。分销售模式看，经销/直销/OEM 营收分别为 12/6.5/26 亿元，同比分别+6.3%/+40.5%/+21%，占比 26.8%/14.7%/58.6%。产品结构优化，盈利能力快速提升。①毛利率：2024 年达 28.2%，同比+1.9pct。2025Q1 毛利率 31.9%，同比+4pct，毛利率大幅提升主要系主粮收入占比提升所致；②期间费用率：2024 年销售费用率 11%，同比+0.75pct，主要系品牌宣传投入增加；2025Q1 销售费用率 20%，同比+2.2pct；③归母净利率：结合毛利率及费用率，2024 年归母净利率为 8.8%，同比+2.6pct。2025Q1 归母净利率同比+1.9pct 至 8.3%。国内自有品牌产品升级成效显著，大单品不断丰富。顽皮主品牌，以 100%鲜肉粮为核心的顽皮小金盾系列大单品渐成规模，WANPY 顽皮品牌邀请欧阳娜娜担任品牌代言人加速品牌焕新。新西兰 ZEAL 真致持续深化与天猫头部主播李佳琦知名爱宠 IP “奈娃家族”的联名合作，同时联合全国重点城市宠物社群开展线下宠物活动，精准破圈。Toptrees 领先实现品牌战略升级，以科研合作与 CCTV 权威认证双轮驱动，进一步夯实行业头部地位。盈利预测与投资评级：中宠股份作为全球宠物食品行业领跑者，境内业务自有品牌顽皮、ZEAL 经历调整后重拾增长，领先品牌势能持续强劲，境外业务与多家客户长期合作关系，客户基础稳定，同时完备全球产能布局且产能持续扩产保障长期稳定成长。我们维持公司 2025-2026 年归母净利润预测 4.5/5.5 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 6.5 亿元，同比+14%/+22%/+18%，

对应 PE 分别为 32/26/22X，维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧，贸易摩擦，汇率波动，原材料价格波动等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 苏轸 证

券分析师: 张家璇 证券分析师: 郝越 证券分析师: 李茵琦)

国际医学(000516): 2024 年报及 2025 年一季报点评: 核心业务稳健运行, 深耕精细化管理

投资要点 事件: 2024 年, 公司实现营业收入 48.15 亿元 (+4.28%, 同比+4.28%, 下同); 归母净利润-2.54 亿元 (+31.01%), 扣非归母净利润-2.87 亿元 (+42.50%), 亏损有所收窄。单季度来看, 2024 年 Q4, 公司实现营收 12.09 亿元 (-5.1%), 归母净利润-0.42 亿元 (+71.23%), 扣非归母净利润为-0.67 亿元 (+54.90%)。2025 年 Q1, 公司实现营收 9.97 亿元 (-14.99%), 归母净利润-1.06 亿元 (-1.37%), 扣非归母净利润为-1.20 亿元 (-33.27%), 业绩有所承压, 主要系政策影响下次均费用下滑。 业务规模稳步提升, 核心院区稳扎稳打: 2024 年公司门急诊服务总量达 257.27 万人次, 同比增长 7.70%; 住院服务量 20.57 万人次, 同比增长 10.73%, 公司业务规模稳健扩张。分院区来看, 2024 年, 西安高新医院门急诊服务量达 115.45 万人次 (+0.3%), 住院服务量 6.6 万人次 (+1.8%), 关键医疗质量指标稳步提升, 实现收入 15.25 亿元 (+2.68%), 净利润 0.85 亿元 (+21.63%), 净利率为 5.6%。国际医学中心医院业务规模再创新高, 2024 年, 中心医院(含北院区)门急诊服务量达 141.82 万人次 (+18.88%), 住院服务量 13.97 万人次 (+15.32%), 体检服务量 7.98 万人次 (+20.95%), 服务体系持续升级, 学术影响力不断提升, 2024 年实现营收 32.74 亿元 (+7.60%), 净利润亏损 1.65 亿元, 亏损幅度缩窄 36.67%。 综合医疗服务与特色专科并进, 经营质量不断改善。公司重点培育中西医结合诊疗、高端健康管理、智慧中医养生等特色项目, 延伸发展 VIP 健康管理、特需门诊、医美、口腔等差异化业务。公司辅助生殖医学项目具备每年 4 万例 IVF 周期运行能力, 有望成为国内规模最大的生殖医学中心之一。此外, 公司正在建设的质子治疗中心项目, 将为公司在肿瘤治疗领域带来长期的竞争优势和技术壁垒。公司深入落实国家 DRG 付费改革政策要求, 全面推进 DRG 精细化管理进程, 构建“控费、降本、提质、增效”的管理体系, 通过病种结构优化、日间手术推广等, 实现成本降低与效益提升的良性循环, 通过线上线下结合提升患者满意度和就医体验。2024 年, 公司销售费用率为 0.76% (-0.14pct, 同比下滑 0.14 个百分点, 下同), 管理费用率为 11.22% (-2.38pct), 财务费用率为 3.60% (-1.06pct), 提质增效效果明显。 盈利预测与投资评级: 考虑到客观环境及政策对公司业务的影响, 我们将 2025-2026 年公司的营业收入预测由 72.30/84.63 亿元下调至 48.23/55.33 亿元, 2027 年预计为 61.47 亿元, 当前市值对应的 PS 估值分别为 2.4/2.1/1.9 倍。公司当前仍处于业绩爬坡成长阶段, 随着核心医院床位稳步爬坡, 估值将会逐步消化, 维持“买入”评级。 风险提示: 床位爬坡或不及预期、医院盈利提升或不及预期、核心医生流失、政策不确定性等风险。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 冉胜男

证券分析师: 李倩)

中国巨石(600176): 2025 年一季报点评: 扣非盈利逐季提升, 龙头优势巩固

投资要点 事件: 公司披露 2025 年一季报, Q1 实现营业总收入 44.79 亿元, 同比+32.4%, 实现归母净利润/扣非后归母净利润 7.30/7.44 亿元, 同比分别+108.5%/+342.5%。 量价齐升下收入加速增长, 单季扣

非盈利逐季提升。(1) 公司 Q1 营业收入同比增长 32.4%，较 2024Q4 的增速加快 10.0pct，得益于 2025 年初以来风电、热塑市场延续高景气、电子布需求景气改善，预计 Q1 粗纱、电子布销量同比保持较快增长，均价同比明显反弹。(2) Q1 毛利率为 30.5%，同比/环比分别提升 10.4/2.0pct，扣非后销售净利率为 16.6%，同比/环比分别提升 11.6/1.7pct，得益于 Q1 风电纱等中高端粗纱品类复价落地，电子布推动新一轮提价，同时单位成本持续压缩，预计粗纱、电子布单位净利环比进一步改善。量价齐升下公司 Q1 扣非后归母净利润 7.44 亿元，环比增长 17.8%，延续逐季提升的趋势。费用控制成效显著，存货周转天数环比减少，资产负债率持续下降。(1) 公司 Q1 期间费用率为 9.3%，同比-2.8pct，主要得益于费用总额控制成效和收入快速增长的摊薄，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比压缩 0.3/1.6/0.4/0.6pct。Q1 资产处置收益同比减少 1.70 亿元，主要是去年同期贵金属处置收益基数较高。(2) 公司 Q1 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 2.04 亿元，同比-53%，环比+11%，反映资本开支力度仍处低位。(3) 公司一季度末存货周转天数环比 2024 年末减少 15 天至 118 天，反映公司库存加速去化，趋近近年来的中位水平。(4) 公司一季度末资产负债率 40.2%，同比下降 3.1pct，主要得益于盈利的改善和资本开支的控制。行业供给释放有望显著放缓，景气有韧性，公司作为龙头优存量调结构、有序扩张，盈利能力有望持续改善。一季度以来，行业之中前期推迟点火的生产线陆续投产，阶段性供给冲击逐步消化，但行业库存上升的压力可控。同时当前行业盈利仍处历史低位，二三线企业盈利承压，持续制约资本开支节奏，行业中长期供给扩张仍受到明显约束。尽管短期随着全球贸易摩擦反复，外需不确定性增强，但产能投放的显著收缩有望支撑景气的韧性，若下游需求景气延续，有望进一步打开盈利上升空间。公司持续推动产品结构优化，中高端占比提升，实施粗纱产线冷修技改，扩张细纱电子布产能，中长期盈利能力有望持续改善。盈利预测与投资评级：玻纤行业供给释放放缓，景气底部向上，叠加公司降本调结构下竞争优势巩固，盈利能力有望延续回升态势，股东回报也进一步提升，估值有望继续修复。基于一季度量价表现超预期，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 32.6/39.8/46.3 亿元（前值为 30.5/39.8/45.8 亿元），对应市盈率为 15/12/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：内需回升幅度不及预期、外需衰退的风险，全球贸易摩擦加剧的风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源)

承德露露(000848)：2024 年报及 2025 年一季报点评：春节错配年报大超预期，兼顾分红回购推新

事件：公司披露 2024 年报和 2025 一季报，2024 全年实现营收 32.87 亿元，同比增长 11.26%；实现归母净利润 6.66 亿元，同比增长 4.41%；2025Q1 实现营收 10.02 亿元，同比下滑 18.36%，Q1 归母净利润 2.15 亿元，同比下降 12.53%。2024 年报超预期主因春节提前，高比例解除激励股票和员工持股首期限售。春节提前，公司 2024Q4 实现营收和归母净利 11.28 亿/2.47 亿元，增长 22.69%/26.95%，显著超预期，以致 24 年达成较高考核条件，收入达到目标值，对应解除限售比例 100%，剔除股权支付费用后净利润 6.74 亿元，对应解除限售比例为 90%，结合 6:4 权重，公司层面解除首期限售比例为 96%（含限制性股票和员工持股计划）。本次股票激励和员工持股计划激励效果正面。下半年成本红利突出，盈利显著改善，25 年将延续。公司主要原材料有马口铁，杏仁和糖，2024 年马口铁价格持续低位，杏仁自三季度起

采购价格下降超 30%，带动全年平均采购成本同比略有下降，2024Q3-2025Q1 毛利率分别提升 3.22/2.12/4.38pct.，由于公司杏仁采购储备充足，预计低成本杏仁可持续至 2025Q3。管理层稳定，持续推新决心愈发坚定，草本养生系列新品为近年来最具突破新品。公司 2019 年以来管理层稳定性得到验证，并成功实施股权激励，激励效果显现，既重视短期兑现，亦潜心布局长远。公司近年来加大研发投入，推新面市杏仁奶、杏仁大咖、巴旦木奶、有杏寻茶植物奶茶、汽心动力果汁碳酸饮料和草本养生水，研发储备燕窝杏仁奶和特色品类/地域性饮料，草本养生水市场正在兴起，公司起步及时，春糖招商，现在已经在北方市场加快铺市，随着市场投入同步加大，销售有望起量，建议持续关注梯媒及新媒体曝光和渠道动销。现金流质量高，现金分红和强回购兼具。公司于 2024Q4 推出回购计划，拟回购 3000 万-6000 万股，占总股本比例远超市场均值，截止 3 月末回购约 300 万股，预计回购主要于 2025Q2-Q3 执行。同时公司仍进行 24 年度派息，拟 10 派 3 元，分红比例 47.3%。公司 2024 年经营净现金流 6.30 亿元，3 月末账面现金 33.64 亿元，分红保障高，持续分红意愿强，是较为优质的高股息（含回购）消费品公司。盈利预测与投资评级：基于正向激励和强回购准备，2025 年推新坚决而 2026 年重回大年（春节充分受益），我们认为公司虽然 25 年表观营收增长承压，但新品贡献不容小觑，如若铺货动销好于预期，则市场对公司中期成长看法改观。我们调整 2025/2026 年公司营收为 33.07/38.16 亿元（前值为 33.3/35.5 亿元），新增 2027 年营收为 41.37 亿元，归母净利润 6.80/8.27 亿元（前值为 7.1、7.7 亿元），新增 2027 年归母净利润为 9.03 亿元，当前市值对应 PE 为 15.3x/12.6x/11.5x，维持“买入”评级。风险提示：宏观承压消费提振不及预期，新品推广不及预期，折旧摊销风险，食品安全风险等。

（证券分析师：苏铖 研究助理：于思淼）

瑞鹄模具（002997）：2025 年一季报点评：25Q1 净利润高增，可转债扩产放量

投资要点 事件：公司发布 2025 年一季报，2025Q1 公司营收达 7.47 亿元，同比+47.76%/环比+6.98%，主要系模具 Q1 交付多 + 智界 R7 Q1 集中交付；25Q1 公司归母净利润达 0.97 亿元，同比+28.49%/环比-0.31%。从盈利能力看，公司 25Q1 毛利率达 25.00%，同比+1.26pct/环比-1.82pct；25Q1 净利率 14.88%，同比-1.37pct/环比-2.03%。25Q1 公司三费费用率达 4.49%，同比-1.80pct/环比-1.14pct。其中销售费用/管理费用/财务费用率分别达 0.69%/3.84%/-0.05%，研发费用率达 3.93%。25Q1 投资收益 1337 万，环比减少 1000 万，主要系奇瑞销量 Q1 62 万辆，同比+17%，环比-27%。在奇瑞 Q1 销量环比下滑导致投资收益减少一千万的情况下，公司净利润能保持环比持平，经营持续向好。汽车零部件业务快速放量，发行可转债加速扩产。公司汽车制造装备业务包括冲压模具及检具、焊装自动化生产线及智能专机和 AGV 移动机器人等。公司装备类业务技术开发能力、制造交付能力、以及市场开拓和客户服务等方面持续提升，新承接订单持续增长；截至 2024 年，公司汽车制造装备业务在手订单 38.56 亿元，较上年末增长 12.78%。汽车零部件业务方面主要产品包括冲焊零部件、一体化压铸结构件和铝合金铸造动总件等，公司 2022 年开始介入汽车轻量化零部件业务，2024 年零部件业务产能逐步提升，配套项目陆续量产，为公司经营贡献重要增量。装备业务板块，公司启动 AI 技术赋能模具设计，启动开发智能协作机器人，加快黑灯工厂落地。公司自动化产线和 AGV 移动机器人产能规模进一步提升，产线业务进入

高速增长阶段。 公司拟发行 8.8 亿可转债，扩充新能源汽车轻量化以及智能机器人与智能制造系统整体解决方案研发及产业化项目，并补充流动资金，满足客户需求。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 4.50 亿元、5.70 亿元、7.13 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 2.15 元、2.72 元、3.41 元，市盈率分别为 18 倍、14 倍、11 倍，维持“买入”评级。 风险提示：乘用车价格战超预期；铝价上涨超预期；核心客户放量不及预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙)

拓普集团 (601689)：2024 年年报点评：业绩稳健向好，机器人打开成长空间

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收 266 亿元，同比+35.02%，归属于上市公司股东的净利润 30 亿元，同比+39.52%，实现扣非归母净利润 27.3 亿元，同比+35.0%，利润率方面，2024 年公司实现毛利率 20.8%，实现净利率 11.3%；2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.0%/2.3%/4.6%/0.6%。24Q4 公司实现营收 72.5 亿元，同比+30.63%/环比+1.66%；24Q4 归母净利润达 7.67 亿元，同比+38.47%/环比-1.45%，实现扣非归母净利润 7.1 亿元，同比+35.5%；利润率方面，实现毛利率 19.8%，同比-4.29pct/环比-1.06pct；24Q4 净利率达 10.58%，同比+0.60pct/环比-0.33pct，24Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别 0.6%/2.1%/5.0%/0.7%。 24 年业绩高速增长，汽车电子贡献增量。分业务看，1) 内饰业务营收 84.34 亿元，同比+28.24%，毛利率 18.12%，同比-1.79pct；2) 底盘业务营收 82.03 亿元，同比+33.98%，毛利率 20.42%，同比-2.62pct；3) 减震业务营收 44.02 亿元同比+2.40%，毛利率 21.10%，同比-2.98pct；4) 热管理业务营收 21.30 亿元，同比+38.24%，毛利率 17.11%，同比-1.61pct；5) 汽车电子业务营收 18.20 亿元，同比+907.63%，毛利率 19.42%，同比-2.20pct；贡献主要收入增量；6) 电驱业务营收 0.13 亿元，同比+624.11%，毛利率 50.90%，高毛利率；7) 其他业务营收 15.89 亿元，同比+63.34%。 公司拓展机器人业务，打开新成长曲线。公司研发线控刹车系统 IBS 项目多年，在机械、减速机构、电机、电控、软件等领域形成了深厚的技术积淀，并且横向拓展至热管理系统、线控转向系统、空气悬架系统、智能座舱执行器以及机器人电驱执行器等业务。公司与客户从直线执行器开始合作，又启动了旋转执行器的研发，然后又开始研发灵巧手电机等产品，已经多次向客户送样，项目进展迅速。公司还积极布局机器人躯体结构件、传感器、足部减震器、电子柔性皮肤等，进一步形成机器人业务的平台化产品布局。 盈利预测与投资评级：考虑到公司大客户产线调整影响，我们将公司 2025-2026 年归母净利润的预测下调为 35.54 亿元、44.60 亿元（2025-2026 年前值为 37.15 亿元、45.58 亿元），27 年预计为 56.52 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 2.05 元、2.57 元、3.25 元（2025-2026 年前值为 2.20 元、2.70 元），市盈率分别为 25 倍、20 倍、16 倍，受关税影响，公司股价调整较深，但基本面较好，具备较大发展空间，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)

芯碁微装 (688630)：2024 年报及 25 年一季报点评：业绩符合预期，AI 带来 PCB 机遇+先进封装共振

投资要点 事件：24 年营收 9.54 亿元，归母净利润 1.61 亿元，同比分别为+15.09%/-10.38%。25Q1 营收 2.42 亿元，同比+22.31%，归母净利润 0.52 亿元，同比+30.45%，扣非归母净利润 0.52 亿元，同比

+40.23%，符合我们预期！ AI 带动 PCB 需求大幅增长，24Q4 延迟发货导致 24 年 Q4 业绩承压。 2024 年，全球半导体和 PCB 行业迎来复苏良机。AI 算力爆发带动数据中心相关 PCB 需求大幅增长，同时海外产能建设为公司带来新的发展机遇。2024 年公司 PCB 设备销售量 378 台，其中中高阶占比提升至 60%以上，PCB 实现营收 7.81 亿元，同比增长 32.55%！ 泛半导体实现营收 1.10 亿元，同比-41.65%，主要系半导体行业波动影响。2024 年底，公司 PCB 系列库存量 125 台，比上年增加 127%，主要系延迟发货导致。 PCB：抓住 AI+东南亚扩产 β 机遇，公司持续高端化和全球化追求 α 。 全球 AI 浪潮给 PCB 产业带来了前所未有的发展机遇。PCB 行业本身发展加快，同时高端化加速。根据 Prismark，封装基板/HDI 板和高多层板（18 层及以上）2024 年在 PCB 产业规模占比分别为 17.13%/17.02%/2.48%，2029 年预计分别提升至 19%/18%和 5.3%，产品高端化明显，尤其是高多层板市场持续扩张。同时东南亚成为 PCB 产能转移核心区域，泰国、越南吸引沪电股份、胜宏科技等企业建厂。公司抓住机遇，2024 年东南亚地区营收占比提升至近 20%。同时公司持续深化大客户战略，公司通过鹏鼎控股/日本 VTEC/CMK 等国际客户，推动设备在海外高端市场的验证和批量交付，进一步加快 PCB 业务的发展。 泛半导体：先进封装领域 LDI 潜力巨大，IC 载板景气度恢复+ABF 扩产窗口期。先进封装领域 LDI 潜力巨大：公司深度聚焦先进封装领域，LDI 技术在 AI 芯片内互联速度优化中展现关键价值。公司 WLP 晶圆级封装设备在再布线、智能纠偏等核心环节优势明显，能直接用于 2.5D/3D 封装和 Fan-out 工艺，尤其在大面积芯片曝光环节，解决晶圆偏移和翘曲难题上潜力巨大，让异构集成芯片通过多层 ABF 载板实现高密度互联。IC 载板领域：ABF 载板正在加速国产替代，目前国内纯内资产能占比仅 4%，但扩产幅度已不亚于海外厂商，公司 MAS 系列等设备能有助于加速客户实现国产替代，目前已联合国内主流载板厂商适配优化，抢占 ABF 载板国产化窗口期。同时掩模版制版/功率器件/新型显示等都是公司的潜力领域，有望在未来接力成长。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 16.1/19.7/23.5 亿元（此前预测 25-26 年 14.0/18.7 亿元），归母净利润为 3.33/4.34/5.25 亿元（此前预测 25-26 年 3.17/4.51 亿元），对应 P/E 为 31/24/19 倍，维持“买入”评级。 风险提示：需求不及预期；竞争加剧；地缘政治风险等

（证券分析师：陈海进 证券分析师：陈妙杨）

斯菱股份（301550）：2024 年年报点评：业绩符合市场预期，机器人业务培育第二曲线

投资要点 营收同比+5%，归母净利润同比+27%，扣非净利润同比+23%。公司 24 年度实现营收 7.74 亿元，同比+4.91%；归母净利润 1.90 亿元，同比+26.91%；扣非归母净利润 1.80 亿元，同比+22.52%；24Q4 营收 2.18 亿元，同环比+4.51%/+10.43%；归母净利润 0.53 亿元，同环比+23.86%/+25.62%；扣非归母净利润 0.52 亿元，同环比+22.56%/+27.30%，主要系公司不断调整产品&客户结构。整体看，公司业绩符合市场预期。 车后市场稳健增长、持续加快全球产能布局。分产品看，公司 24 年制动系统类轴承/传动系统类轴承营收分别为 6.11/0.91 亿元，同比+7.7%/-4.4%，毛利率分别为 31.19%/34.85%，同比+0.15/+2.15pct。公司目前已具备售后市场和主机配套市场能力，产品型号已达 6000 余种并成功研发并量产低能耗轴承、自锁式轮毂轴承等高性能新产品。全球布局方面，24 年公司泰国工厂第二期投资完成，产能持续释放，同时第三期投资建设积极开展，为未来新增市场

需求进行储备。此外，公司已建立北美本地服务能力，全球化布局进一步深入。布局机器人零部件、产线投建规模化生产在即。2023 年公司组建团队开始研发，24 年成立事业部重点研发谐波减速器等核心零部件，产品方案具备比重轻、噪音低的优势，并已完成核心产品的研发和小批量试制，产品性能指标可达行业标准。同时，公司正积极推进自动化产线建设，完整产线投资超 1 亿元（部分设备与主业共用），24 年完成了谐波减速器第一条生产线投产工作并预计 25 年可以实现规模化量产。利息收入带动期间费用率大幅下降、经营现金流大幅增长。公司 24 年期间费用 0.32 亿元，期间费用率 4.14%，同比-3.55pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比+0.06/-0.23/-3.66/+0.28pct，财务费用率大幅下降系利息收入大幅提升。24 年经营性净现金流 2.15 亿元，同比+77.11%，其中 Q4 经营性现金流 0.63 亿元，同比+18.56%。盈利预测与投资评级：我们维持 25-26 年公司归母净利润为 2.2/2.6 亿元，考虑到机器人业务放量，预计 27 年为 3.4 亿元，同比+16%/16%/31%，对应现价 PE 分别为 50x、43x、32x，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行，机器人业务不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
研究助理：许钧赫）

祥鑫科技（002965）：2024 年报点评：基本盘营收稳健增长，入场新兴产业优化布局

投资要点 事件：公司发布 2024 年报，24 年实现营收 67.44 亿元，同比+18.25%；归母净利润 3.59 亿元，同比-11.63%；扣非归母净利润 3.48 亿元，同比-10.88%；24Q4 营收 18.66 亿元，同环比+3.84%/+8.24%；归母净利润 0.90 亿元，同环比-30.21%/-2.43%；扣非归母净利润 0.88 亿元，同环比-26.26%/-1.58%，主要系竞争激烈，核心业务新能源车零部件毛利承压。新能源车盈利承压、光储业务强势增长。24 年公司 1）新能源汽车零部件业务营收 38.13 亿元，同比+3.77%，受原材料成本上升及激烈竞争影响，毛利率同比下滑 6pct 至 13.21%；2）光储设备零部件业务爆发式增长，实现营收 12.17 亿元，同比+123.03%，H 客户贡献营收 80%以上，且与宁德时代、英飞特、锦浪等光储强势企业的合作，推动业务规模成倍增长，毛利率 16.15%，同比+1.01pct；3）传统业务贡献营收 24%，同比-0.5pct，基本保持稳定。其中燃油汽车业务营收 11.90 亿元，同比+56.76%，毛利率 8.87%，同比+0.31pct；5G 通讯业务营收 4.17 亿元，同比-33.57%，毛利率 14.36%，同比+3.00pct。优化产业布局、捕捉新兴机会。1）业务结构方面，公司坚持聚焦新能源汽车、光伏逆变器及储能业务构筑基本盘，同时积极布局战略性新兴产业如人形机器人、低空经济、算力服务器等。公司 24 年新兴业务等其它业务营收 1.07 亿元，同比+11.48%，毛利率 80.34%。2）区域结构方面，公司外销收入为 6.29 亿元，同比增长 12.89%，毛利率 30.31%，同比+6.49pct。公司在海外市场的布局逐渐见效，外销收入保持稳定增长。公司在国内建立了覆盖珠三角、长三角、京津冀三大产业集群的生产基地，并在墨西哥蒙特雷建立了生产基地，正在筹建泰国生产基地。这些海外基地不仅有助于公司更好地服务国际客户，还能有效应对国际贸易争端和汇率波动风险，增强公司的全球竞争力。费用率控制稳中有降、Q4 经营性现金流大幅提升。公司 24 年期间费用 5.51 亿元，同比+6.63%，期间费用率 8.17%，同比-0.89pct，其中销售/管理/财务/研发费用同比+20.09%/+8.58%/-160.91%/+17.34%，主要系公司持续加大研发投入，且销售规模扩张，人员薪酬、折旧摊销及办公费用、差旅费等增加所致。24 年经营性净现金流 2.94 亿元，同比-19.92%，其中 Q4 经营性现金流 4.18 亿元，

同环比+100.5%/+651.0%。盈利预测与投资评级：考虑新能源车零部件竞争激烈，公司毛利率下滑，我们下调 2025 年及 2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 4.6/5.7/6.9 亿元（2025-2026 年前值为 5.1/6.2 亿元），同增 27%/24%/22%，对应 PE 为 20/16/13 倍，由于公司光储零部件供应能力领先，新兴业务成长性突出，维持“买入”评级。风险提示：胶膜行业竞争加剧，汽车材料业务需求及客户拓展不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男）

新华都（002264）：白酒线上化乘东风起，定制品打造沐春雨新

投资要点 白酒电商龙头，深耕线上零售业务。公司此前是福建省大卖场及综合商超连锁经营龙头，自 2016 年收购久爱致和以来，逐步聚焦互联网营销业务，并于 2022 年彻底剥离线下零售资产，全面转型聚焦线上业务。公司股权结构多元，实控人为新华都实业集团大股东陈发树，合计穿透持股 30.14%；近年公司先后引入阿里战投及久爱致和创始人倪国涛持股，还推行了多期股权激励及员工持股计划，以更好绑定多方利益。线上全渠道多业态布局，建立酒类销售领先优势。公司目前进行电商代运营服务的品牌有金佰利、伊利、美加净、芳芯、碧缦丝、家安等，进行全渠道销售代理的品牌有泸州老窖、汾酒、五粮液、郎酒、水井坊、古井贡酒、青岛啤酒、云南白药等，在京东、天猫、抖音、唯品会、网易考拉、苏宁、抖音、快手、拼多多、微信小店等多个知名互联网平台拥有百余网店，平台搜索排名靠前，规模领先。酒类互联网全渠道销售是公司聚焦发展的主要方向，推动近年公司互联网营销收入同比增速基本保持在 30% 左右，其中淘宝、天猫和京东等货架电商平台的官旗、自营店销售为公司营收基本盘，抖音、快手、拼多多等兴趣与社交电商平台店铺基于直播及短视频营销带动的销售贡献也在逐步提升。白酒电商渗透率仍有提升空间，平台竞争从同质化转向精细化。近年白酒电商销售规模快速增长，估算 2024 年已达到 1200 亿元，电商渗透率达 15%。对标大牌美护等成熟奢侈品，我们认为白酒的线上渗透率或达到 20%，销售额增速或边际趋缓。线上平台营销竞争要素也正从同质化价格逐步转向差异化运营策略，以更好拓展线上优势客户。白酒线上购买主要有 2 类优势场景，1 是由新消费群体线上购买习惯带动的白酒网购，通常由电商大促的价格优势刺激购买。考虑平台低价内卷趋于缓和，头部品牌以京东、淘天等头部平台为主的销售格局基本稳定成型。2 是新线城市（三线及以下）的 85 后、95 后客群，线上相比线下渠道更具有客群覆盖和触达优势，这类客群通常关注 300 元以内价位用酒，并且对于自饮用酒存在一定的尝新接受度。抖音、快手等平台基于下沉市场客群覆盖优势，依托直播、短视频的强营销、强内容互动属性，成为 300 元以内高性价比白酒产品爆发增长的核心阵地。盈利预测与投资评级：不同于其他线上酒类流通商，公司兼具品牌服务商及流通商的双重属性，能够与品牌方实现更紧密的合作绑定，在白酒新零售浪潮中有望持续受益，盈利稳定性相对更强：一方面在数据积累驱动下，公司能帮助品牌方更好运营平台官方店，自身也可持续享受到头部大店的流量分发优势；另一方面，公司与知名品牌合作打造定制开发品，既帮助品牌方有效补强品宣及价格带布局短板，也能为自身带来差异化的业绩增量。我们预计公司 2025~2027 年归母净利为 3.4、4.5、5.9 亿元，同比 +32%、30%、32%，对应 PE 为 13、10、8x，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：宏观需求不及预期；电商平台流量增长趋缓；品牌代理授权变化较难预测。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

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>