

2025 年 4 月 24 日 星期四

分析师推荐

【东兴非银行金融】保险行业：推动代理人体系改革，夯实险企基本盘（20250423）

事件：为贯彻落实《国务院关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》精神，改革完善人身保险行业营销体制，推动行业高质量发展转型，金融监管总局近日印发了《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》。

点评：

本次《通知》主要包含三方面内容。1. 深化个人营销体制改革。提升保险销售人员专业化水平，强化公司对保险销售人员的全流程管理；引导保险销售人员职业化发展，逐步构建支持保险销售人员长期服务的组织架构、晋升体系和佣金薪酬激励制度；鼓励保险公司创新保险销售人员管理体制，支持公司员工依法自愿转换为保险销售顾问；增强长期服务能力，建立以业务品质、服务质量为导向的佣金激励设计和递延发放机制；对于不同类型销售人员，建立平衡合理的激励分配机制。2. 强化管理和监督力度。要求压实保险公司主体责任，明确内部管理职责，深化执行“报行合一”，强化风险监测、预警和干预，建立因保险销售人员违法违规导致经济损失的佣金薪酬追索扣回机制，建立健全适当性管理制度等。监管部门依法严格监管，加强法人监管，落实属地监管责任，对违反监管要求的机构和个人依法依规严肃查处追责。要求保险专业代理机构、保险经纪人等参照《通知》执行，确保对各渠道保险销售人员的监管要求一致。3. 夯实行业发展基础。支持中国保险行业协会建立产品分类和人员分级标准，建立健全保险销售人员诚信信息管理和运用机制，建立有中国特色的保险销售人员职业荣誉评价体系。各保险公司加强人员合规教育、诚信信息登记及管理工作，支持为保险销售人员按照灵活就业人员相关政策参加社会保险、办理居住证等，提升保险销售人员的职业认同感和归属感。

长期以来，庞大的保险代理人队伍一直是险企赖以生存的基本盘。而疫情前数年的快速扩张和疫情以来的持续收缩令代理人队伍的稳定性根基大为动摇，代理人的归属感显著下降，流动性大幅上升，严重影响了险企的人员管理和经营规划。同时，代理人频繁在行业内流动或阶段性离开行业造成了大量“孤儿单”的产生，给保险客户续保和理赔造成一定困难，甚至影响了部分客户的切身利益和获取保障的权益。此次针对保险代理人队伍的制度改革有针对性的改善了代理人渠道生态，有望增强队伍归属感，对于险企自身经营和人员管理大有裨益。当前正是代理人渠道改革的攻坚阶段，保险需求亦

本期编辑

分析师：田馨宇

010-66554013

执业证书编号：

tianxy@dxzq.net.cn

S1480521070003

东兴证券研究所金股推荐

证券代码	证券简称
000881.SZ	中广核技
000975.SZ	山金国际
002436.SZ	兴森科技
002847.SZ	盐津铺子
600486.SH	扬农化工
600519.SH	贵州茅台
603565.SH	中谷物流

数据来源：《四月金股汇》2025 年 03 月 27 日，东兴证券研究所

面临经济增速下行的冲击，代理人队伍趋于稳定有望推动保费增速加快企稳并回升。

投资建议：保险产品需求和经济增速及居民可支配收入增速息息相关，而当前国内经济增速放缓，又面临中美关税战、贸易战的冲击，年内保费增速大概率放缓。但随着代理人稳定性的提升，保费增速企稳回升的周期有望缩短。

整体上看，当前保险行业马太效应不断增强，行业头部机构代理人结构和整体素质均优于行业整体水平，新政实施有望巩固并扩大其优势，进一步提升其投资价值，建议持续重点关注。此外，在 ETF 蓬勃发展的大环境下，出于投资需求的差异化，保险 ETF 的投资价值也应继续重点关注。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

（分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043）

【东兴汽车和汽车零部件】川环科技（300547.SZ）：业绩符合预期，服务器、储能等业务有望催生增长新势能——2024 年年报及 2025 年一季报点评（20250423）

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。24 全年公司实现营收 13.63 亿元，同比+22.9%；归母净利 2.03 亿元，同比+25.2%。25Q1 公司实现营收 3.16 亿元，同比+5.6%；归母净利 0.46 亿元，同比+5.1%。24 年公司业绩增长稳健，符合我们预期。

点评：

控费提效趋势延续，现金流状况表现优异。公司 24 全年期间费用率 8.4%，同比-0.3pct，自上市以来维持长期下降趋势，公司费用端管控能力持续凸显，同时公司持续提升管理效能，24 全年/25Q1 管理费用率同比-0.3pct/-0.2pct，24 全年人均创利 9.1 万元，同比+4.5%。降本增效为公司利润端提升贡献增长势能，公司 24 年实现归母净利率 14.9%，同比+0.3pct，实现 ROE16.9%，同比+2.0pct，25Q1 单季度实现归母净利率 14.7%。此外公司现金流量端表现优异，全年经营性现金流净额 2.01 亿元，同比实现近翻倍增长，亦为上市来最优表现。伴随公司新产能建成投产后的资本开支回落，结合公司当前无有息负债的情况，我们认为未来公司现金流端有望整体维持稳健。

传统业务客户持续扩列，客户覆盖主流新能源品牌。公司凭借自身丰富的产品矩阵以及总成化、集成化的配套供应能力，在传统汽车业务领域持续发力拓展新客户，目前客户充分覆盖比亚迪王朝/海洋系列、华为智选车问界 M

系列、吉利极氪与理想等国内主流新能源车品牌，其中问界 M5/M7/M8 橡胶管路系统为公司独家配套，公司比亚迪配套中标率亦有提升，此外 24 年公司实现新增尊界热管理等管路系统项目定点，并参与智界相关管路项目开发。另一方面，公司还布局氢能燃料电池汽车零部件配套，参与长城未势能源等燃料电池车型配套研发工作。我们认为，公司有望凭借较强的产品力与整体供应优势，持续发力深挖高端汽车软管配套市场，实现在传统业务领域盈利能力的持续提升。

明确三大新业务拓展方向，重点产品已实现批量供应。公司积极拓展管路产品的新市场，目前明确包括储能电气、超算数据中心以及军品三大新业务拓展方向，其中储能领域产品已批量供应国轩高科、弗迪电池、时代星云与奇点科技等客户，数据中心液冷服务器管路产品已经达到 V0 标准并通过了美国 UL 认证，目前已进入 CoolerMaster、AVC、英维克、中航光电、飞荣达等客户供应体系，同时与某大客户的合作持续推进，于 24 年底所获 6 万套服务器液冷管路系统订单在报告期已有批量供货，新开发 Y 客户目前正在开展技术标准沟通中。低空飞行器领域，公司与中航西飞民机开发的管路系统已应用至商用无人运输机，目前已经成功完成首次试飞，后续将按此客户的流程推进。我们认为，公司对各新业务领域的持续拓展，有望不断挖掘其业绩增长势能，同时公司在如液冷服务器领域与重点客户的深入合作，亦将填补过去该领域国产化率不足的空白，推动行业国产化替代进程的同时，有望充分受益我国产业链自主可控大势，实现业务的快速增长。

盈利预测及投资评级：我们维持看好管路行业发展前景以及公司液冷服务器与储能等新业务的拓展进程，公司有望持续获得超额增长。预计公司 2025~2027 年有望实现营收 16.73/20.49/25.04 亿元，同比 +22.7%/+22.5%/+22.2%，实现归母净利 2.48/3.08/3.84 亿元，同比 +22.4%/+24.2%/+24.5%，对应 EPS1.14/1.42/1.77 元，当前股价对应 PE26x/21x/17x，维持“推荐”评级。

风险提示：汽车等行业终端需求不及预期、能源与原材料价格上涨超预期、新业务拓展进程不及预期以及重点客户订单执行不及预期等风险。

（分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142 分析师：吴征洋 执业编码：S1480525020001 电话：010-66554045）

重要公司资讯

- 润泽科技：**公告称，拟 5 亿元-10 亿元回购股份，用于员工持股计划或股权激励或用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券。回购价格不超过 75 元/股。（资料来源：同花顺）
- 拓普集团：**公告称，公司 2024 年实现营业收入 266 亿元，同比增长 35.02%；实现净利润 30.01 亿元，同比增长 39.52%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 5.19 元（含税）。报告期内，受益于公司在智能电动汽车产业的广阔产品线、系统研发能力及创新型商业模式等因素的积极影响，公司销售收入与利润保持快速增长。（资料来源：同花顺）
- 金山办公：**公告称，2025 年第一季度实现营业收入 13.01 亿元，同比增长 6.22%；归属于上市公司股东的净利润为 4.03 亿元，同比增长 9.75%。其中，WPS 个人业务收入 8.57 亿，同比增长 10.86%。（资料来源：同花顺）
- 温氏股份：**公告称，2024 年实现营业收入 1048.63 亿元，同比增长 16.64%；实现归属于上市公司股东的净利润 92.30 亿元，同比扭亏为盈；2024 年肉猪、肉鸡销售量创历史新高。2025 年第一季度实现营业收入 243.18 亿元，同比增长 11.34%；归属于上市公司股东的净利润为 20.01 亿元。（资料来源：同花顺）
- 晶丰明源：**公告称，公司拟通过发行股份及支付现金方式购买四川易冲科技有限公司 100% 股权，同时募集配套资金，交易价格 32.83 亿元。本次交易构成重大资产重组。易冲科技主要从事无线充电芯片、通用充电芯片、汽车电源管理芯片、AC/DC 及协议芯片等高性能模拟芯片及数模混合信号芯片的研发、设计和销售。（资料来源：同花顺）

经济要闻

- 财政部：2025 年超长期特别国债 4 月 24 日起首次发行。**20 年期 500 亿元、30 年期 710 亿元，通过财政部政府债券发行系统招标。超长期特别国债计划今年发行总额 1.3 万亿元，其中 8000 亿元支持“两重”项目建设，5000 亿元用于“两新”政策。（资料来源：同花顺）
- 中国人民银行行长潘功胜：中国将坚持对外开放，推进普惠包容的经济全球化。**潘功胜行长在出席二十国集团财长和央行行长会议时表示，当前全球经济充满不确定性，经济碎片化和贸易紧张局势加剧，扰乱全球产业链供应链，引发金融市场动荡，削弱全球经济增长动能，各方应加强合作，努力避免全球经济滑向“高摩擦、低信任”的轨道。贸易战、关税战没有赢家，单边主义、保护主义没有出路，不符合任何一方利益。中国将坚持对外开放，坚定支持自由贸易规则和多边贸易体制，推进普惠包容的经济全球化，维护全球经济和金融稳定。（资料来源：同花顺）
- 中国人民银行上海总部：4 月 24 日召开 2025 年第二季度新闻发布会，介绍一季度上海金融运行情况。**截至 4 月 21 日，上海辖内金融机构已审批通过股票回购增持贷款项目 117 个，其中涉及高新技术企业超过 60 家、专精特新企业超过 50 家。已披露股票回购增持计划的上市公司 45 家，可用贷款金额超过 130 亿元，政策工具的使用规模持续扩大。（资料来源：同花顺）
- 央行上海总部：上海个人住房贷款需求回升，增速连续半年回升。**央行上海总部最新披露的数据显示，截至 3 月末，上海住户贷款余额同比增长 13.6%，增速较上年同期高 9.1 个百分点。其中，个人住房贷款需求

回升，余额同比增长 6%，增速自去年 10 月转正以来连续六个月回升。从融资成本看，3 月份，上海全市新发放企业贷款加权平均利率为 2.85%，较上年同期下降 38 个基点，环比下降 4 个基点，处于历史低位。其中，小微企业贷款加权平均利率为 3.16%，比上年同期下降 34 个基点。（资料来源：同花顺）

5. **文旅部：发布一季度国内出游抽样调查统计结果。**2025 年一季度，国内出游人次 17.94 亿，比上年同期增加 3.75 亿，同比增长 26.4%。其中，城镇居民国内出游人次 13.18 亿，同比增长 22.4%；农村居民国内出游人次 4.76 亿，同比增长 39.2%。2025 年一季度，国内居民出游总花费 1.80 万亿元，比上年同期增加 0.28 万亿元，同比增长 18.6%。其中，城镇居民出游花费 1.48 万亿元，同比增长 14.8%；农村居民出游花费 0.32 万亿元，同比增长 39.6%。（资料来源：同花顺）
6. **上海：发布 2025 年汽车置换更新补贴细则。**上海市商务委员会等五部门近日印发《2025 年上海市进一步支持汽车置换更新补贴政策实施细则》。细则规定，2025 年内购买 10 万元以上新能源或符合国六 b 排放标准的燃油小客车，并在规定时间内完成旧车转让的个人消费者，可分别获得 1.5 万元和 1.3 万元的定额补贴。每名消费者在一个自然年度内最多可享受一次补贴。补贴资金由国家和市级财政按 85%和 15%的比例承担，申请截止日期为 2026 年 1 月 10 日。（资料来源：同花顺）
7. **工信部：发布一季度我国电信业务总量、收入数据。**一季度，电信业务收入累计完成 4469 亿元，同比增长 0.7%。按照上年不变价计算的电信业务总量同比增长 7.7%。（资料来源：同花顺）
8. **工信部等七部门：印发《医药工业数智化转型实施方案(2025-2030 年)》提出，深化人工智能赋能应用。**支持相关单位建立医药大模型创新平台，协同开展医药大模型技术产品研发、监管科学研究等，强化标准规范、科技伦理、应用安全和风险管理等规则建设。开展“人工智能赋能医药全产业链”应用试点，鼓励龙头医药企业与医疗机构、科研院所、上下游企业、大用户等组成联合体，面向医药全产业链形成一批效果显著的标志性应用场景。鼓励各地建设医药人工智能领域概念验证、中试验证、共性技术、知识产权运营、开源社区等公共服务平台。（资料来源：同花顺）
9. **厦门：优化住宅房屋征收房票补偿安置政策。**厦门市于近日印发《关于进一步优化住宅房屋征收房票补偿安置政策的通知》，此次政策优化有多个亮点。（1）房源选择进一步扩大，房源库涵盖全市各区房源，被征收人自主选择购买房源库内的新房、竞配建房、安置房、安商房，也可以购买二手房。（2）房产用途更多元，类型除了住宅、店面、办公、车位外，还可以购买通用厂房。（3）消费者购买新房、竞配建房可享受购房奖励，房票核发之日起 6 个月内购房奖励 5%，第 7 个月至第 12 个月内购房奖励 2%，部分楼盘还可享受开发商专属折扣。优化升级后的政策自 5 月 15 日起施行，有效期 3 年。（资料来源：同花顺）
10. **关税跟踪：**4 月 24 日外交部举行例行记者会，有记者提问，近来美方不断有消息称中美之间正在谈判，甚至将会达成协议。请问，您能否证实双方有没有开始谈判？外交部发言人郭嘉昆表示，这些都是假消息。据我了解，中美双方并没有就关税问题进行磋商或谈判，更谈不上达成协议。（资料来源：同花顺）

每日研报**【东兴非银行金融】保险行业：推动代理人体系改革，夯实险企基本盘（20250423）**

事件：为贯彻落实《国务院关于加强监管防范风险推动保险业高质量发展的若干意见》精神，改革完善人身保险行业营销体制，推动行业高质量发展转型，金融监管总局近日印发了《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》。

点评：

本次《通知》主要包含三方面内容。1.深化个人营销体制改革。提升保险销售人员专业化水平，强化公司对保险销售人员的全流程管理；引导保险销售人员职业化发展，逐步构建支持保险销售人员长期服务的组织架构、晋升体系和佣金薪酬激励制度；鼓励保险公司创新保险销售人员管理体制，支持公司员工依法自愿转换为保险销售顾问；增强长期服务能力，建立以业务品质、服务质量为导向的佣金激励设计和递延发放机制；对于不同类型销售人员，建立平衡合理的激励分配机制。2.强化管理和监督力度。要求压实保险公司主体责任，明确内部管理职责，深化执行“报行合一”，强化风险监测、预警和干预，建立因保险销售人员违法违规导致经济损失的佣金薪酬追索扣回机制，建立健全适当性管理制度等。监管部门依法严格监管，加强法人监管，落实属地监管责任，对违反监管要求的机构和个人依法依规严肃查处追责。要求保险专业代理机构、保险经纪人等参照《通知》执行，确保对各渠道保险销售人员的监管要求一致。3.夯实行业发展基础。支持中国保险行业协会建立产品分类和人员分级标准，建立健全保险销售人员诚信信息管理和运用机制，建立有中国特色的保险销售人员职业荣誉评价体系。各保险公司加强人员合规教育、诚信信息登记及管理工作，支持为保险销售人员按照灵活就业人员相关政策参加社会保险、办理居住证等，提升保险销售人员的职业认同感和归属感。

长期以来，庞大的保险代理人队伍一直是险企赖以生存的基本盘。而疫情前数年的快速扩张和疫情以来的持续收缩令代理人队伍的稳定性根基大为动摇，代理人的归属感显著下降，流动性大幅上升，严重影响了险企的人员管理和经营规划。同时，代理人频繁在行业内流动或阶段性离开行业造成了大量“孤儿单”的产生，给保险客户续保和理赔造成一定困难，甚至影响了部分客户的切身利益和获取保障的权益。此次针对保险代理人队伍的制度改革有针对性的改善了代理人渠道生态，有望增强队伍归属感，对于险企自身经营和人员管理大有裨益。当前正是代理人渠道改革的攻坚阶段，保险需求亦面临经济增速下行的冲击，代理人队伍趋于稳定有望推动保费增速加快企稳并回升。

投资建议：保险产品需求和经济增速及居民可支配收入增速息息相关，而当前国内经济增速放缓，又面临中美关税战、贸易战的冲击，年内保费增速大概率放缓。但随着代理人稳定性的提升，保费增速企稳回升的周期有望缩短。

整体上看，当前保险行业马太效应不断增强，行业头部机构代理人结构和整体素质均优于行业整体水平，新政实施有望巩固并扩大其优势，进一步提升其投资价值，建议持续重点关注。此外，在ETF蓬勃发展的大环境下，出于投资需求的差异化，保险ETF的投资价值也应继续重点关注。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

(分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043)

【东兴建材】建筑建材行业：内需释放下的新平衡——行业框架报告（20250423）

行业特性：建筑材料行业的下游是基建和房地产等行业，上游是能源、化工品和矿产等。受宏观政策的影响较大，包括财政政策和货币政策。产能控制和优化政策、环保政策和产品品质要求等行业政策，对供给端和需求端进行要求，会直接影响到行业发展。建筑材料行业属于第二产业的制造业，以产品为核心，容易标准化和规模化，壁垒可以存在于产业链的各个环节。从行业五力模型看，行业中的竞争者格局是建筑材料行业集中度提升是长期趋势。建筑材料出口占比总体不高，特别是存在运输半径的产品。建筑材料需求分布在房地产建设的各个阶段以及存量房装修改造的各个环节。水泥存在运输半径，水泥、玻璃和防水材料的地产链需求占比高，受地产景气度影响大。石膏板、装修供水管、瓷砖和涂料等消费属性的建筑材料和新房、存量房地产的关系都非常的紧密。

2025 年房地产持续低迷仍影响建筑材料需求，基建和制造业保持增长和地产回归可期。2025 年专项债和中长期国债加大发行力度，中央超长期特别国债助力地方政府财政保证基建投资增长。作为稳增长重要方向，基础设施投资增速在 2025 年同比增速保持向上。设备更新改造政策和外需拉动下制造业固定资产投资增速较好，但有波动迹象。地产行业固定资产投资下滑在 2025 年还没有改变，但降幅有所收窄。房地产行业负向循环动力减弱，正在向长期健康发展轨道回归过程当中。2025 年房地产的土地购置额、施工、竣工和新开工面积同比下滑幅度均有收窄迹象。在政策组合拳和因城施策的推动下 2025 年房地产销售面积下滑幅度收窄。

2025 年房地产行业继续拖累建筑建材需求，但拖累程度有改善迹象。在制造业固定资产投资和基础设施固定资产投资带动下，总体对冲了地产投资下滑对总投资的影响，全国固定资产投资额持续保持相对稳定的增长。但 2025 年水泥、防水材料产量同比依然下滑，但幅度收窄。水泥价格虽处历史低位，但较 2024 年有所改善。地产产业链长，国家出台各种改善地产投资、释放购房需求和促生产消费调结构等多种政策的效果逐步显现，地产对经济的拖累也在逐季改善，地产的负向循环也正在得到改善。

美国高关税推动内需释放，推动地产止跌企稳带来行业需求改善。2024 年和 2025 年一季度出口对 GDP 拉动作用较强。美国关税税率高，中国对美国出口占比大，高关税落地对 2025 年出口会产生抑制作用。在美国高关税的外部冲击下，推动释放内需相关政策的落地和更大力度发力，从而促进地产止跌回稳，促进基建持续的发力，推动建筑建材行业需求的止跌回稳。

市场和政策共推建筑建材行业供给端优化。从 2022 年到 2025 年 4 月房地产行业处于持续下行的过程当中，受地产影响建筑建材需求大幅减少，行业竞争激烈，优胜劣汰加剧，优化供给端。行业政策上通过对产品标准要求的提升、对建材产品绿色环保要求的提高、对生产污染的环境保护和落后产能的淘汰等在市场淘汰的基础上，进一步发力，更加能够加快行业供给端的优化。

内需释放政策和供给端优化带来行业新平衡和估值修复。在地产拖累和国际贸易保护的冲击下，作为内需的主要驱动力，基建和房地产回归的作用不可忽视。从 2022 年四季度到 2025 年持续低迷的行业环境和不断趋严的行业政策是以前没有过的，是一次持续时间够长的行业供给端优化，也是一次行业政策助推的长时间的供给端优化。随着政策发力起效，市场对于房地产行业的过度悲观的预期也会逐步改善，叠加行业供给端的优化带

来行业格局优化和长期健康发展，推动行业估值的修复。龙头和优秀公司依靠自身更强的综合竞争力和很强的抗风险能力，反而会成为行业环境低迷的受益者，提升市占率，进一步提升自身的护城河和健康发展的确定性，从而提升自身的估值水平。并且在新平衡的行业环境下带来龙头和优秀公司的业绩新弹性。

风险提示：房地产政策调控效果不及预期、财政政策力度和效果低于预期、国际贸易保护发展超出预期和国际外部政策变化超出预期。

（分析师：赵军胜 执业编码：S1480512070003 电话：010-66554088）

【东兴汽车和汽车零部件】川环科技（300547.SZ）：业绩符合预期，服务器、储能等业务有望催生增长新势能——2024 年年报及 2025 年一季报点评（20250423）

事件：公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。24 全年公司实现营收 13.63 亿元，同比+22.9%；归母净利润 2.03 亿元，同比+25.2%。25Q1 公司实现营收 3.16 亿元，同比+5.6%；归母净利润 0.46 亿元，同比+5.1%。24 年公司业绩增长稳健，符合我们预期。

点评：

控费提效趋势延续，现金流状况表现优异。公司 24 全年期间费用率 8.4%，同比-0.3pct，自上市以来维持长期下降趋势，公司费用端管控能力持续凸显，同时公司持续提升管理效能，24 全年/25Q1 管理费用率同比-0.3pct/-0.2pct，24 全年人均创利 9.1 万元，同比+4.5%。降本增效为公司利润端提升贡献增长势能，公司 24 年实现归母净利率 14.9%，同比+0.3pct，实现 ROE16.9%，同比+2.0pct，25Q1 单季度实现归母净利率 14.7%。此外公司现金流量端表现优异，全年经营性现金流净额 2.01 亿元，同比实现近翻倍增长，亦为上市来最优表现。伴随公司新产能建成投产后的资本开支回落，结合公司当前无有息负债的情况，我们认为未来公司现金流端有望整体维持稳健。

传统业务客户持续扩列，客户覆盖主流新能源品牌。公司凭借自身丰富的产品矩阵以及总成化、集成化的配套供应能力，在传统汽车业务领域持续发力拓展新客户，目前客户充分覆盖比亚迪王朝/海洋系列、华为智选车问界 M 系列、吉利极氪与理想等国内主流新能源车品牌，其中问界 M5/M7/M8 橡胶管路系统为公司独家配套，公司比亚迪配套中标率亦有提升，此外 24 年公司实现新增尊界热管理等管路系统项目定点，并参与智界相关管路项目开发。另一方面，公司还布局氢能燃料电池汽车零部件配套，参与长城未势能源等燃料电池车型配套研发工作。我们认为，公司有望凭借较强的产品力与整体供应优势，持续发力深挖高端汽车软管配套市场，实现在传统业务领域盈利能力的持续提升。

明确三大新业务拓展方向，重点产品已实现批量供应。公司积极拓展管路产品的新市场，目前明确包括储能电气、超算数据中心以及军品三大新业务拓展方向，其中储能领域产品已批量供应国轩高科、弗迪电池、时代星云与奇点科技等客户，数据中心液冷服务器管路产品已经达到 V0 标准并通过了美国 UL 认证，目前已进入 CoolerMaster、AVC、英维克、中航光电、飞荣达等客户供应体系，同时与某大客户的合作持续推进，于 24 年底所获 6 万套服务器液冷管路系统订单在报告期已有批量供货，新开发 Y 客户目前正在开展技术标准沟通中。低空飞行器领域，公司与中航西飞民机开发的管路系统已应用至商用无人运输机，目前已经成功完成首次试飞，后续将按此客户的流程推进。我们认为，公司对各新业务领域的持续拓展，有望不断挖掘其业绩增长势

能，同时公司在如液冷服务器领域与重点客户的深入合作，亦将填补过去该领域国产化率不足的空白，推动行业国产化替代进程的同时，有望充分受益我国产业链自主可控大势，实现业务的快速增长。

盈利预测及投资评级：我们维持看好管路行业发展前景以及公司液冷服务器与储能等新业务的拓展进程，公司有望持续获得超额增长。预计公司 2025~2027 年有望实现营收 16.73/20.49/25.04 亿元，同比 +22.7%/+22.5%/+22.2%，实现归母净利 2.48/3.08/3.84 亿元，同比 +22.4%/+24.2%/+24.5%，对应 EPS1.14/1.42/1.77 元，当前股价对应 PE26x/21x/17x，维持“推荐”评级。

风险提示：汽车等行业终端需求不及预期、能源与原材料价格上涨超预期、新业务拓展进程不及预期以及重点客户订单执行不及预期等风险。

（分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142 分析师：吴征洋 执业编码：S1480525020001 电话：010-66554045）

【东兴农林牧渔】佩蒂股份（300673.SZ）：24 年业绩高增，关注出口业务关税扰动（20250423）

事件：公司公布 2024 年报和 2025 年一季报，公司 24 年实现营业收入 16.59 亿元，yoy17.56%，实现归母净利润 1.82 亿元，yoy1742.81%；25 年 Q1 实现营业收入 3.29 亿元，yoy-14.40%，实现归母净利润 0.22 亿元，yoy-46.71%。

24 年海外产能与订单顺利释放，业绩高增。24 年公司海外营收重回增长轨道。公司在海外市场特别是美国外市场积极进行市场拓展，部分客户订单增速明显，提升抗风险能力。出口订单的增量带动越南、柬埔寨产能顺利释放，带动综合毛利率提升。24 年公司实现海外市场销售 13.71 亿元，同比增长 29.12%，海外业务毛利率 28.94%，相比 23 年增长 11.04 个百分点。24 年期间费用率 15.45%，相比 23 年降低 1.99 个百分点，综合作用下公司 24 年业绩实现高增。

25Q1 受关税扰动及费用投入，收入业绩波动。我们判断，公司 25Q1 受关税加征后订单产地转移影响，生产节奏阶段性调整，导致公司收入出现波动。盈利的变化主要受新西兰新业务开拓和国内自主品牌费用投放较多的影响。目前公司已经将美国客户订单全部转移至东南亚工厂交付，国内产能将用于供应国内市场、欧洲和日韩等地客户。公司 ODM 业务在产品创新研发能力上行业领先，与客户建立了长期深度合作，客户黏性强，预计全年海外订单量相对稳定。

爵宴品牌高速增长，品类有望持续拓展。公司 24 年国内市场实现销售收入 2.88 亿元，由于公司国内聚焦自主品牌，压缩代理业务，国内收入出现下滑。自有品牌收入实现 33% 增长，其中爵宴品牌增长 52%。品牌定位方面，爵宴在专注高端狗食品之上，会进一步向高端猫食品延伸，不断推出特色新产品；好适嘉持续聚焦猫狗性价比市场；新西兰主粮 SmartBalance 在进行上市前的准备工作。渠道方面，除传统电商布局之外，公司计划将自有品牌入驻天猫超市、京东自营、唯品会等更多平台；线下渠道会重点拓展中高端商超山姆、沃尔玛等。运营方面，持续锁定超头主播，拓展达人直播和新媒体内容投放。

公司盈利预测及投资评级：公司海外业务受关税扰动，有望通过内部产能调节消化；国内自有品牌有望在新品类新产品的推动下维持高增。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.99、2.33 和 2.86 亿元，EPS 为 0.79、0.92 和 1.13 元，PE 值为 18、15 和 13 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：关税政策波动，国内市场拓展不及预期，汇率波动风险等。

（分析师：程诗月 执业编码：S1480519050006 电话：010-66555458）

【东兴轻工与纺织服装】泡泡玛特（09992.HK）：25Q1 高速增长，欧美地区增速靓丽（20250423）

事件：公司发布 2025 年一季度业务状况：2025 年 Q1 收入同比增长 165%-170%，其中国内收入同比增长 95%-100%，海外收入同比增长 475%-480%。

境内：高速增长，Labubu 新品推出。国内线下渠道同比增长 85%-90%；线上渠道同比增长 140%~145%。受益哪吒 2、TheMonstersx 海贼王等热门新品的拉动，线上线下均继续呈现高速增长。展望后续仍有多增长点：1）品类角度看，Labubu 搪胶毛绒三代前方高能系列于 4 月 24 日发布，视觉与触感均有调整，有望迎合更加大众审美；积木产品 Zsiga 森林漫步系列发布；哪吒盲盒在 Q2 仍在预售；2）渠道角度看，线下继续拓店，预计二线城市为重点。此外，乐园改造项目 4 月启动，二期项目也在规划中，未来客流量提升可期。

境外：延续爆发式增长，欧美增速领跑。海外亚太地区同比增长 345%~350%；美洲同比增长 895%~900%；欧洲同比增长 600~605%，我们推测欧美地区门店数量及店效均有显著增长。泡泡玛特在亚洲保持高增速，在欧美地区快速铺开，增速环比 24H2 进一步提升。我们推测公司已将发展重点转向欧美，效果显著，开店+IP 本地化+线上布局快速提升品牌影响力。欧美市场消费力强，未来空间广阔。美国关税方面我们认为影响较小，主要因关税以成本计算，而海外毛利率在 70%以上，且公司越南工厂已承接部分产能，预计美国区小幅提价即可抵消关税影响，当前已有部分新品实现提价。4 月公司启动全球组织架构调整，在大中华区、美洲区、亚太区、欧洲区设置区域总部，将机构下沉前端有助于提升市场运营效率，加速业务开拓。

盈利预测与投资评级：风格多样的 IP 矩阵+IP 挖掘及运营能力+业内布局最广的线上线下渠道，泡泡玛特已建立远超同业的竞争优势。公司逐步构建出包含衍生品、乐园、游戏的 IP 生态框架，进一步强化 IP 运营能力。海外业务仍处爆发增长期，欧美等高消费地区拓展顺利，海外业务将持续高增；品类的拓展与多业态的孵化打开国内成长空间。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 61.1、79.0、101.7 亿元人民币，股价对应 PE 分别为 38.7、29.9、23.2 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：新市场拓展不及预期；国内外宏观经济不及预期，新品拓展不及预期。

（分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：沈逸伦 执业编码：S1480523060001 电话：010-66554044）

【东兴汽车和汽车零部件】宁波高发（603788.SH）2024 年报点评：经营持续提质增效，现金资产充足（20250423）

近日，公司发布 2024 年财报：2024 年公司实现营业收入 146,065.34 万元，同比增长 15.61%，实现归母净利润 19,058.85 万元，同比增长 17.18%。对此，我们点评如下：

经营持续提质增效。公司主要产品销量持续增长，其中电子换挡器总成销量达 310 万套，同比增加 31.36%，电子加速踏板总成销量达 743 万套，同比增加 29.44%。两产品销量增速明显高于汽车/乘用车行业销量，市场份额持续提升。主要业务营收呈现增长，档位操纵系统总成及软轴营收同比增长 4.68%；电子加速踏板总成营收同比增长 32.3%。档位操纵器业务营收增速低于销量增速，主要与单价下滑有关。我们以各项业务营收除以业务销量近似于产品单价，其中，档位操纵器及软轴单价有所下滑，下降 7.9%，而电子油门踏板和汽车拉索单价分别增长 2.2%和 1.7%。另外，其他业务（非成套部件产品）营收呈现较高增长，2024 年同比增长 66.04%，该业务包括手柄球头、制动踏板以及其他产品。

毛利率上，2024 年公司主营业务毛利率为 22.62%，较 2023 年下降 0.41pct，主要与档位操纵器业务价格下降、传统产品汽车拉索毛利率下降有关。分产品看，档位操纵器业务毛利率为 24.09%，同比下降 1.16pct。汽车拉索毛利率为 13.55%，下降 4.31pct。电子加速踏板总成毛利率为 24.54%，增加 1.72pct。费用率控制依然优秀，期间费率（销售+管理+研发）合计为 9.1%，同比下降 2.51pct。优秀成本、费用的控制能力使得公司 2024 年净利率稳步增长，2024 年公司净利率为 12.98%，好于 2023 年的 12.86%。

受益公司净利率、资产周转率提升，公司 ROE 持续提升。2024 年公司加权平均净资产收益率为 9.41%，同比增长 1.16pct。

现金资产充足与高比例分红：依据公司 2024 年资产负债表，公司货币资产+交易金融资产（以结构性存款及理财产品为主）+一年内到期的非流动资产（为一年内到期的大额存单及利息）+其他债权投资（为大额存单、定期存款及利息）合计为 10.2 亿元。短期借款等有息负债合计仅为 4565 万元。尽管公司自 2023 年以自有资金增加资本开支，但仍然保留有较高的现金储备。公司 2024 年持续保持高比例分红，2024 年分红率为 81.93%，持续回报股东。

公司盈利预测及投资评级：公司具备优秀的成本、费用控制能力。现有业务保持行业领先，且持续开拓合资和海外市场，2024 年公司新增外资及合资客户包括斯特兰蒂斯、雷诺、上汽奥迪、广汽丰田、采埃孚等。新增产品包括汽车制动踏板，并进入上汽、奇瑞和赛力斯供应体系。公司是细分领域领先者，具备较强的公司治理能力和市场开拓力，我们看好其中长期发展。预计公司 2025-2027 年归母净利润 2.21/2.56/2.99 亿元，对应 EPS0.99/1.15/1.34 元。按照当前股价对应 PE15x/13x/11x，维持“推荐”评级。

风险提示：汽车需求不及预期、公司产品推广不及预期、主要原材料价格大幅上涨风险等。

（分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142 分析师：吴征洋 执业编码：S1480525020001 电话：010-66554045 研究助理：曹泽宇 执业编码：S1480124040003 电话：17512502830）

【东兴化工】利安隆（300596.SZ）：核心业务销量增长，多元布局拓宽空间（20250423）

利安隆发布 2024 年年报：公司 2024 年实现营业收入 56.87 亿元，YoY+7.74%，归母净利润 4.26 亿元，YoY+17.61%。

从收入端看，核心业务销量增长，带动营收增长。2024 年，公司主业高分子材料抗老化助剂业务实现增长，产品销量同比提升 6.40%，带动抗氧化剂营收同比增长 7.99%至 17.30 亿元、光稳定剂营收同比增长 11.31%至 20.86 亿元、U-pack 业务营收同比增长-3.77%至 6.14 亿元；润滑油添加剂业务产品销量同比提升 23.23%，营收同比增长 15.40%至 10.64 亿元。从利润端看，2024 年公司综合毛利率同比提升 1.46 个百分点至 21.24%，带动公司净利润增长。

主业发展前景较好，培育多元化发展曲线，拓展成长空间。①公司主业高分子材料抗老化助剂方面，已发展成为国内抗老化行业的龙头企业，全面掌握高分子材料抗老化单剂，如抗氧化剂和光稳定剂等抗老化助剂产品的核心技术，并持续向 U-pack 应用技术领域和高分子材料其他助剂领域进行技术研发拓展。目前公司在全国建有六大生产基地，夯实了单产品双基地生产的保供能力。截至 2024 年末，公司抗老化助剂（含 U-pack）总产能达到 24.07 万吨。下游客户结构方面，公司加大对新能源汽车行业的开拓深度。产品结构方面，公司通过技术改造完成差异化产品生产线建设，开发高毛利产品，进入技术壁垒更高的下游领域。②润滑油添加剂业务方面，公司并购的锦州康泰处于国内第一梯队，该子公司已顺利兑现三年业绩承诺，并完成了锦州二期产能的建设和投产。截至 2024 年末，公司现有润滑油添加剂产能已达到 13.3 万吨，另有 3 万吨单剂扩产项目于 2025 年 1 月投产。随着公司新投产产能的利用率不断提升，公司经营规模将进一步扩大。此外，公司大客户开发初见成效，公司加大在国际油公司、国际添加剂公司、中石油、中石化以及其他市场的开发力度；并与国际四大润滑油添加剂公司、国内具有实力的复合剂企业密切合作，目前已取得良好的合作进展。③生命科学业务方面，公司目前涉及 2 个产业方向，分别是生物砌块和合成生物学。公司建有 6 吨核酸单体中试车间。经过四年的研发积累，产品技术逐步成熟，公司于 2024 年由研发向研发和市场双轨运营转型，全年开发客户近 90 家。④聚酰亚胺（PI）等新材料领域方面，公司于 2024 年并购完成处于 PI 材料领域技术前沿的韩国企业，切入电子级 PI 材料业务，向柔性 OLED 显示屏幕、柔性电路板（FPC）、芯片封装、新能源汽车等制造使用的核心材料产业延伸。我们认为，公司主业和新兴业务领域均具有较好的发展前景，多领域业务布局有助于拓展公司成长空间。

公司盈利预测及投资评级：我们看好公司作为国内高分子材料抗老化助剂龙头企业，借助其在创新、产品、技术、服务等方面的优势，进一步做大做强主营业务，同时积极拓展润滑油添加剂业务和生命科学业务，驱动未来持续发展。基于公司 2024 年年报，我们相应调整公司 2025~2027 年盈利预测。我们预测公司 2025~2027 年净利润分别为 5.28、6.19 和 7.13 亿元，对应 EPS 分别为 2.30、2.69 和 3.11 元，当前股价对应 P/E 值分别为 12、11 和 9 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期；原材料成本大幅波动；项目建设进度不及预期；市场竞争加剧。

（分析师：刘宇卓 执业编码：S1480516110002 电话：010-66554030）

【东兴化工】国瓷材料（300285.SZ）：主业销量增长，重点板块发展较好（20250423）

国瓷材料发布 2024 年年报：公司全年实现营业收入 40.47 亿元，YoY+4.86%，归母净利润 6.05 亿元，

YoY+6.27%。

主要业务板块销量增长，带动公司盈利提升。从收入端看，2024 年公司各产品销量增长，电子材料、蜂窝陶瓷载体、生物医疗材料、新能源材料、精密陶瓷、建筑陶瓷板块的产品销量分别同比增长 19.25%、4.77%、12.68%、110.74%、18.51%、5.00%。公司电子材料板块营收同比增长 4.22%，催化材料板块营收同比增长 10.01%，生物医疗材料板块营收同比增长 6.53%。从利润端看：公司 2024 年综合毛利率同比提升 1.02 个百分点至 39.67%，带动公司净利润实现增长。

公司重点业务板块发展较好。①电子材料板块：MLCC 介质粉体延续复苏趋势，MLCC 用电子浆料业务市场开拓顺利，已配合客户成功开发并量产了多种规格型号的高容浆料、车规级专用浆料、射频专用浆料等产品。②催化材料板块：公司成功突破超薄壁、低热膨胀载体技术壁垒，可以满足国六、欧六的商用车、乘用车全场景应用需求，并配合客户完成国七、欧七标准产品储备。③生物医疗板块：公司加强快速烧结、分层渐变、荧光等新品的研发投入，其中部分新品已在客户端逐步应用。④新能源材料板块：公司以高纯氧化铝、勃姆石为战略支点卡位新能源赛道，陆续推出多款锂电池正极添加剂的核心辅材，成功将滴定法氧化锆微珠的应用延伸至正负极研磨领域。⑤精密陶瓷板块：公司将围绕氮化铝、氮化硅、高纯氧化铝等核心材料打造综合性的陶瓷基板产业平台，持续推进国内陶瓷基板的进口替代进程和产业链的国产自主可控。未来，我们认为公司重点业务板块市场前景较好，公司产品销售有望持续提升。

布局新方向、新技术，拓展成长空间。公司已成长为多元化的新材料平台型企业，实现了从材料到制品的全链条贯通。未来公司将逐步向后道延伸，重点发力布局高端陶瓷制品。目前公司新能源材料板块、精密陶瓷板块已初具规模，为公司持续成长贡献新的增长点。

公司盈利预测及投资评级：国瓷材料目前已成长为陶瓷材料行业的平台型公司，目前已形成包括电子材料、催化材料、生物医疗材料、新能源材料、精密陶瓷和数码打印及其他材料在内的六大业务板块，产品的市场容量和行业天花板逐渐打开，市场竞争力不断增强。基于公司 2024 年年报，我们相应调整公司 2025~2027 年盈利预测。我们预测公司 2025~2027 年净利润分别为 7.44、8.24 和 9.25 亿元，对应 EPS 分别为 0.75、0.83 和 0.93 元，当前股价对应 P/E 值分别为 23、20 和 18 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：原料价格大幅波动；新产品推广不及预期；下游需求不及预期。

（分析师：刘宇卓 执业编码：S1480516110002 电话：010-66554030）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。