

晨会纪要

数据日期: 2025-04-22	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)	3299.75	9870.05	3783.95	10938.30	2659.72	1016.21
涨跌幅度(%)	0.25	-0.35	-0.02	-0.01	-0.43	-0.31
成交额(亿元)	4526.75	6373.26	2102.00	2313.21	2810.85	235.88

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

策略专题: 资金跟踪与市场结构周观察(第六十二期)-交投分化延续
策略快评: 中概股所谓“强制退市”如何看? -信息披露未见信号, 港股上市热度持续

行业与公司

电子行业周报: 一季报彰显行业高景气, 重视电子板块做多窗口
建筑建材双周报(2025年第7期): 基建开工温和复苏, 期待地产增量政策

轻工制造行业周报(25年第16周): 卡游招股说明书梳理: 爆款IP驱动, 线下渠道占位, 全产业链能力夯实优势

商贸零售行业快评: 消费增长新范式思考系列之二-本轮崛起的新消费品牌究竟“新”在何处?

食品饮料周报(25年第16周): 需求仍在磨底, 酒企聚焦C端, 关注一季报业绩兑现

中际旭创(300308.SZ) 财报点评: 2024年及2025年Q1高速光模块出货持续增加

华测检测(300012.SZ) 财报点评: 收入实现稳健增长, 深耕主业持续精进

三一重工(600031.SH) 财报点评: 经营质量持续改善, 降本增效成果显著

柏楚电子(688188.SH) 财报点评: 2025年一季度收入同比增长30%, 看好智能焊接业务拓展

华润置地(01109.HK) 海外公司财报点评: 开发业务保持行业领先, 投资物业经营状况良好

赞宇科技(002637.SZ) 财报点评: 表活新产能稳步释放, 棕榈油涨价释放业绩弹性

金发科技(600143.SH) 财报点评: 2024年业绩稳定增长, 2025年一季度业绩延续高增

宝丰能源(600989.SH) 财报点评: 一季度归母净利高增, 聚烯烃量利齐升

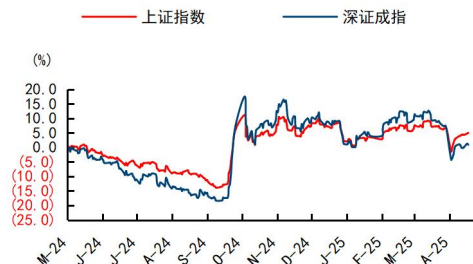
通富微电(002156.SZ) 财报点评: 四季度收入创季度新高, 2024年车载产品增长超200%

长电科技(600584.SH) 财报点评: 2024年收入同比增长21%, 四季度创季度新高

百普赛斯(301080.SZ) 财报点评: 全年营收同比增长18.6%, 单四季度营收及净利润同比大幅改善

天目湖(603136.SH) 财报点评: 一季度净利润同比转增, 2025年业绩目

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23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	21562.32	0.78

基金指数 04月23日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3238.76	0.00
股票基金指数	9758.21	1.01
混合基金指数	9061.07	0.90

汇率 04月23日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.15	1.04
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.75	-0.03
美元兑日元	140.85	-0.93

非流通股解禁 04月23日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
南京银行	113110.82	100.00	2025-04-23
中自科技	3197.51	100.00	2025-04-22
鸿富瀚	3833.55	100.00	2025-04-21
丽臣实业	3072.00	100.00	2025-04-14
星华反光	3856.49	100.00	2025-03-31
匠心家居	6000.00	100.00	2025-03-13
长安汽车	2590.64	45.92	2025-03-05
山水比德	2525.00	100.00	2025-02-13

标积极

海光信息(688041.SH) 财报点评:25Q1 业绩同比高增,DCU 业务全年有望快速增长

华友钴业(603799.SH) 财报点评:一体化布局优势显现,创造历史上最好年度业绩

乖宝宠物(301498.SZ) 财报点评:积极拓展自有品牌直销,Q1 归母净利润同比+32%

立华股份(300761.SZ) 财报点评:受益猪鸡养殖成本下降,公司 Q1 维持较好盈利

金融工程

金融工程定期报告:金融工程季度报告-加仓消费减仓科技,港股配置权重连续五个季度提升——公募基金 2025 年一季报分析

金融工程专题报告:金融工程专题研究-启发式分域视角下的多策略增强组合

金融工程日报:沪指盘中收复 3300 点,零售股活跃、医药板块午后拉升

【常规内容】

宏观与策略

◆ 策略专题:资金跟踪与市场结构周观察(第六十二期)-交投分化延续

市场成交量回落。上周(20250414-20250418)全市场成交量转为下降,沪深两市成交额位于近一年的54.9%分位数水平(前值为72.5%)。市场成交回落,情绪有所降温,但赚钱效应有所上升。

成交额集中度有所下降。上周,行业层面成交额集中度保持下降趋势,个股层面成交额集中度转为下降趋势。行业层面涨跌幅分化度转为下降趋势,个股层面涨跌幅分化度转为上升趋势。

赚钱效应上升。Top10%个股涨跌幅与中位数涨跌幅的差为5.88%,相比前值下降3.29个百分点。全A涨跌中位数为0.48%,较前值上升7.41个百分点。Top25%分位数为2.87%,较前值上升5.57个百分点。Top75%分位数为-1.59%,较前值上升8.27个百分点。

行业换手率下降。上周换手率最高的三个一级行业为:美容护理(25.12%)、社会服务(21.97%)、商贸零售(20.49%)。上周换手率最低的一个一级行业为:银行(1.27%)、石油石化(1.62%)、钢铁(3.60%)。

机构调研强度下降。从行业层面的机构调研强度看,计算机(10.92%)、电子(7.13%)、汽车(6.02%)三个行业的调研强度最高。从宽基指数层面看,中证500的调研强度最大,为1.52。从边际变化看,中证100的调研强度在上周的绝对变化最大,降低了6.20。

股市资金净流入。上周股市资金净流入96.36亿元,较前值少流入973.02亿元。各分项资金为:(1)融资余额减少55.70亿元;(2)重要股东增持16.76亿元;(3)ETF流入457.27亿元;(4)新发偏股基金53.61亿元;(5)IPO48.02亿元;(6)定向增发0.00亿元;(7)重要股东减持14.99亿元;(8)ETF流出312.57亿元。

从资金流入流出来看,较前值,各分项的变化为:(1)融资余额增加881.09亿元;(2)重要股东增持减少58.74亿元;(3)ETF流入减少1471.69亿元;(4)新发偏股基金减少127.94亿元;(5)IPO增加39.31亿元;(6)定向增发不变;(7)重要股东减持减少1.52亿元;(8)ETF流出增加157.95亿元。

资金流出风险下降。上周限售解禁家数为42家,较前值增加6家。限售解禁市值为171.82亿元,较前值减少352.32亿元。预计本周和下周的限售解禁市值为421.17亿元。从行业来看,前两周限售解禁市值最多的三个行业为:基础化工(44.42亿元)、机械设备(26.32亿元)、电子(20.58亿元)。有16个行业没有限售解禁出现。

风险提示:数据更新滞后;数据统计误差;文中个股仅作数据梳理,不构成投资推荐意见。

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

联系人: 郭兰滨

◆ 策略快评:中概股所谓“强制退市”如何看?-信息披露未见信号,港股上市热度持续

近期特朗普政府叫嚣所谓“对等关税”并层层加码,主打单边主义,海外不确定性增强,全球市场对中概股及ADR所谓的“强制退市”风险高度关注。

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

行业与公司

◆ 电子行业周报:一季报彰显行业高景气,重视电子板块做多窗口

一季报彰显行业高景气,重视电子板块做多窗口。过去一周上证上涨1.19%,电子下跌0.64%,子行业

中光学光电子上涨 0.70%，消费电子下跌 2.61%。同期恒生科技、费城半导体、台湾资讯科技下跌 0.27%、3.97%、2.22%。一方面受益于 Deepseek 兴起，端侧创新带来增量需求；一方面受益于家电、手机等国补带来的需求前置，1Q25 陆续发布的亮眼财报显示出电子板块的高景气。与此同时，由于美国所发起的关税战仍面临“90 天缓冲期”，不确定性面前，海外的订单采购及库存储备力度均有所加大，2Q25 行业景气仍延续上行态势。我们认为，在 2019 年 5G 创新周期中已有冒尖趋势的中国科技产业，在直面美国“制裁政策”、经历了逾 5 年的“人财物”快速累积之后，正在新一轮 AI 创新周期中体现出更强的全球竞争力，正在诸多卡脖子环节加速实现自主可控，而历经此轮“关税战”之后的中国科技资产也正在迎来世界范围的重新认知。因此，在强基本面的支撑之下，我们仍然坚定看好 2025 年电子板块在“宏观政策周期、产业库存周期、AI 创新周期”共振下的“估值扩张”行情，建议重视外部不确定性环境下的板块配置窗口。

H20、MI308 被限，继续看好芯片国产替代大趋势。当地时间 4 月 15 日，美国商务部宣布，英伟达和 AMD 特供中国的 H20、MI308 及同类型 AI 芯片，增加新的中国出口许可要求。在 H20、MI308 采购受限的情况下，国产算力芯片需求将增加，建议关注产业链相关企业翱捷科技、杰华特、晶丰明源、澜起科技、龙芯中科、伟测科技等。同时，此次国际关税不论最后落地情况如何，国际关系的不确定性风险已暴露，国内企业芯片国产化意愿将进一步提高，继续推荐模拟芯片企业圣邦股份、思瑞浦、纳芯微、杰华特、南芯科技、艾为电子、芯朋微等，及成熟制程代工企业中芯国际、华虹半导体等。

关税驱动出海电子链备货，被动元件或迎涨价。继 4 月 2 日美国宣布实施“对等关税”政策后，国内外各大下游包括家电、消费电子、汽车等加急备货。4 月 1 日国巨旗下基美发函，宣布由于需求强劲及成本上升，将对聚合物钽电容产品线部分规格涨价，6 月 1 日生效。此外，根据产业链调研，目前 MLCC、电阻、电感等产品拉货量环比显著提升，厂商稼动率接近满产，部分料号出现涨价，建议关注顺络电子、三环集团、风华高科等。

应材收购 Besi 9%普通股，深度合作混合键合设备方案。近期美国应用材料公司宣布收购荷兰半导体设备公司 Besi 9%普通股。双方自 2020 年起合作，近期延长合作协议，计划联合开发芯片混合键合全集成设备方案。随着传统摩尔定律微缩带来挑战，先进封装技术的重要性凸显，应材与 Besi 曾联合开发了业界首个基于芯片混合键合的全集成设备解决方案，Besi 在高键合精度和速度的芯片贴装、互连和组装解决方案上具备优势。未来双方的合作有望加速混合键合技术在 5G、AI、高性能计算、数据存储和汽车应用领域的应用和普及。建议关注国产半导体设备公司：拓荆科技等。

汽车存储需求加速增长，看好存储在汽车领域的增量空间。伴随车载大模型兴起，参数量的增长带动算力与存力需求提升。根据佐思汽研数据，全球汽车存储芯片市场有望从 23 年 43 亿美元增至 30 年 170 亿美元，存储在汽车半导体中的价值量占比有望由 23 年 8.2%增至 30 年的 17.4%。一方面，随带宽要求提升，DRAM 与先进封装需求增长；另一方面，低延迟、高速传输的需求将推动 UFS 嵌入式存储、PCIe SSD 等产品需求。目前，智驾主要用户群为国产车企，国产存储产品与本地化服务能力持续提升，我们认为高门槛汽车市场有望成为存储国产化的重要增量方向之一，头部公司有望受益；建议关注兆易创新、北京君正、江波龙、佰维存储、德明利及联芸科技等。

英伟达计划在美大规模生产 AI 基础设施，AI 基建仍如火如荼。4 月 14 日据新浪报道，英伟达表示正与合作伙伴合作，在美国设计并建造工厂以完全生产人工智能超级计算机；计划在未来四年内通过与台积电、富士康合作，在美国生产高达 5000 亿美元的人工智能基础设施。报道称 Blackwell 芯片已在台积电位于美国亚利桑那州菲尼克斯的芯片工厂开始生产；德州工厂将在 12-15 个月内大规模增产；与富士康在休斯顿、纬创在达拉斯合作建厂。我们认为，AI 仍是需求确定性高增长的投资主线，建议持续关注产业链相关标的：工业富联、沪电股份、龙芯中科、联想集团、立讯精密、晶晨股份等。

国补及关税影响带动产业链提前备货，1Q25 全球 TV 面板量价齐升。据迪显咨询，1Q25 国补以及头部品牌厂为应对关税变化提前增加备货推动面板价格上涨，拉动整体产业链提前备货需求，1Q25 全球 TV 面板量价齐升。1Q25 全球 LCD TV 面板出货量 6360 万片，同比增长 11%，环比增长 4%，出货面积 4730 万平米，同比增长 15%，环比增长 6%。我们认为，在经历了长时间陆资厂商大规模扩张、全球产业重心的几度变迁之后，LCD 的高世代演进趋势停滞、竞争格局洗牌充分，推荐京东方 A 等。与此同时，LCD 产业的崛起增强了国产电视品牌及 ODM 的出海竞争力，推荐兆驰股份、康冠科技、传音控股等。

重点投资组合

消费电子：蓝思科技、小米集团、立讯精密、鹏鼎控股、福立旺、沪电股份、电连技术、东睦股份、海康威视、传音控股、康冠科技、世华科技、工业富联、视源股份、世运电路、水晶光电、东山精密、京东方 A、景旺电子、闻泰科技、永新光学

半导体：中芯国际、翱捷科技、恒玄科技、德明利、乐鑫科技、长电科技、杰华特、圣邦股份、伟测科技、韦尔股份、澜起科技、通富微电、华虹半导体、新洁能、晶晨股份、龙芯中科、艾为电子、晶丰明源、赛微电子、江波龙、佰维存储、扬杰科技、斯达半导、北京君正、芯朋微、思瑞浦、时代电气、卓胜微、帝奥微、东微半导、士兰微、华润微、天岳先进、纳芯微

设备及材料：北方华创、中微公司、鼎龙股份、芯碁微装、拓荆科技、立昂微、沪硅产业

被动元件：顺络电子、风华高科、三环集团、洁美科技、江海股份

风险提示：下游需求不及预期；产业发展不及预期；行业竞争加剧。

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

联系人： 连欣然

◆ 建筑建材双周报（2025 年第 7 期）：基建开工温和复苏，期待地产增量政策

基建开工温和复苏，期待地产增量政策。根据国家统计局数据，2025 年 1-3 月，全国房地产开发投资 1.99 万亿元，同比-9.9%，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比+5.8%，环比提速 0.2 个百分点，新增专项债规模同比+56.2%。根据 Mysteel 统计，2025 年 1-3 月全国开工项目投资额累计为 18.6 万亿元，同比+25.2%。随着专项债发行提速，基建资金到位情况有所改善，新开工明显回暖，投资持续提速。房地产市场经历“小阳春”阶段性回温后，成交再次小幅回落，价格持续下行，可以期待更大力度的增量政策。

重点板块数据跟踪：

1) 水泥：上周全国水泥价格环比降 0.9%，华东、华南、西南跌 10-30 元/吨，江西、河南涨 10-30 元/吨。中旬需求平稳，企业出货率 48.7%（+0.4pct）。因错峰生产执行不佳及前期涨价抑制需求，价格推涨未果回落，预计短期震荡调整。2) 玻璃：上周浮法玻璃均价 1328.50 元/吨（+0.68%），但成交转弱，华北华中出货放缓。中间商消化库存，工程订单略增。供应端个别产线点火，燃料成本支撑价格，后市谨慎乐观。光伏玻璃库存微增，组件厂采购放缓，新窑达产致供应略增，小厂低价出货。天然气、纯碱降价，利润持平，市场维稳，主流价格暂稳。3) 玻纤：上周无碱粗纱报价稳定，2400tex 直接纱主流 3600-3800 元/吨，均价 3833 元/吨（同比+15.39%）。电子纱 G75 报价 8800-9200 元/吨，7628 电子布 3.8-4.4 元/米，成交按量可谈。市场整体持稳，局部灵活议价。

投资建议：

建材方面，国际贸易冲突加剧背景下，扩内需稳增长政策有望加码，建材整体需求仍以内需为主导，板块基本面进一步恶化空间有限，同时有望受益后续政策倾斜，目前板块估值亦仍处于低位，短期关注一季报表现，逢低择优布局经营韧性更强的消费建材龙头，推荐三棵树、北新建材、兔宝宝、伟星新材、东方雨虹，关注坚朗五金、科顺股份；同时受益复价落地带来盈利中枢上移，业绩同比修复确定性更强的水泥玻纤板块，推荐海螺水泥、华新水泥、中国巨石、中材科技，关注塔牌集团等，以及玻璃龙头底部配置机会旗滨集团。

建筑方面，国家重大战略工程投资规模大，能够有效提振中低收入者信心，创造增量需求，对国家层面的发展与安全具有重大意义，预计将成为未来的重点投资领域。重点推荐资产质量提升、现金流改善、牵头重大工程建设的低估值建筑央企中国铁建、中国交建、中国中铁、中国建筑、中国中冶、中材国际，推荐有望参与核电、水电等重大工程建设的中岩大地，推荐经营稳健、受益于板块估值提升的鸿路钢构、亚翔集成、中国化学、中国海诚、太极实业。

风险提示：政策落地低于预期；成本上涨超预期；供给超预期；财政发力不及预期；重大工程项目审批落地不及预期。

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

◆ 轻工制造行业周报（25 年第 16 周）：卡游招股说明书梳理：爆款 IP 驱动，线下渠道占位，全产业链能力夯实优势

本周研究跟踪与投资思考：4 月 14 日，卡游向港交所二次递交招股书。本周我们对卡游最新的招股说明书进行梳理。

卡游：集换式卡牌龙头，规模快速破百亿，爆款 IP 驱动增长。公司是国内泛娱乐产品行业领先者，拥有奥特曼、小马宝莉、叶罗丽、宝可梦与名侦探柯南等 70 个全球知名 IP，以 71.1% 的市占率在集换式卡牌行业排名第一、以 24.3% 的市占率在泛娱乐文具行业排名第一。2024 年卡游收入同比+277.8% 至 100.6 亿，主要系由小马宝莉、叶罗丽与蛋仔派对等 IP 的集换式卡牌贡献，其他玩具、人偶与文具等品类亦快速成长；2024 年公司经调整净利润 44.7 亿，毛利率同比+1.5pct 至 67.3%。

卡牌行业：以 IP 为核心，社交裂变、快速成长。1) 行业规模：集换式卡牌兼具竞技、收藏与社交属性，国内市场规模从 2019 年的 28 亿元增加至 2024 年的 263 亿元，CAGR 为 56.6%，为增速最快的泛娱乐市场。2) 竞争格局：行业集中度高，2024 年国内集换式卡牌前五大公司占总市场份额的 82.4%，其中卡游以 71.1% 的市场份额位居第一。与海外竞争者相比，卡游对国潮 IP 的理解与本土化运营能力更强；与国内竞争对手相比，公司收入规模大、线下渠道覆盖广且具备研产供销全产业链能力。

竞争优势：IP 矩阵丰富，线下渠道占位，全产业链能力强化优势。卡游是如何取得了集换式卡牌的绝对龙头地位？1) 多元化 IP 矩阵是基础，88% 的收入来自非独家授权 IP，但公司以优秀的 IP 运营能力成功落地 IP 商业化，延长 IP 生命周期并最大化 IP 价值；2) 卡牌的创新玩法设计与 TCG 运营加速社交裂变与巩固圈层粘性；3) 渠道以线下经销为主，数以几十万计的校边店、玩具店快速实现全国范围的线下触达，直营渠道强化互动与 TCG 运营；4) 三大自有生产基地，OEM 供应链稳定，产品开发效率高，公司以行业内少有的全产业链能力实现 20-30 天的产品快速推新周期。

增长展望：爆款 IP 孵化、品类拓展，期待海外市场放量。公司 IP 矩阵持续拓展，以爆款 IP 孵化与运营驱动增长；品类方面，文具与潮玩等品类的拓展支撑长远增长；渠道方面，扩大线上运营、强化线下门店运营，加强多渠道销售网络；市场方面，海外市场拓展已蓄势待发，目前已有 21 个 IP 的授权范围扩展至海外欧洲、美洲、大洋洲及亚洲等市场，有望复刻国内经验。

重点数据跟踪：市场回顾：上周轻工板块+1.35%，周相对收益+0.77%。家居板块：3 月家具类零售额同比+29.5%，2 月建材家居卖场销额同比+15.6%；上周 TDI 国内现货价下跌 1100 元/吨，软泡聚醚市场价下跌 225 元/吨。浆价纸价：上周外盘针、阔叶浆价格持平；内盘针叶浆持平、阔叶浆下跌 50 元/吨；溶解浆持平；废纸现货价上涨 6 元/吨；成品纸方面，上周双胶纸、双铜纸市场价均持平，箱板纸下跌 30 元/吨、瓦楞纸持平，白卡纸下跌 150 元/吨、白板纸下跌 50 元/吨。地产数据：3 月 30 大中城市商品房成交面积同比+2.5%，3 月二手房成交面积同比+33.4%。出口数据：3 月我国家具出口额增速为 8.2%，纸及纸制品出口额增速-5.3%。

投资建议：随着政企双补在重点城市落地，看好家居龙头经营与估值修复，重点关注欧派家居/索菲亚/顾家家居/公牛集团；关注造纸短期供给改善、成本支撑纸价提涨落地，重点推荐太阳纸业，推荐业绩稳健、高分红率的精品纸包装龙头裕同科技；文娱板块推荐传统主业稳健、新业务快速成长的晨光股份；新型烟草重点推荐雾化电子烟业务迎触底反转、HNB 有望伴随大客户市场开拓而快速成长的思摩尔国际。

风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。

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

联系人： 李晶

◆ 商贸零售行业快评：消费增长新范式思考系列之二-本轮崛起的新消费品牌究竟“新”在何处？

2024 年以来虽然消费大盘相对承压，传统消费龙头股价也相对平淡，但以泡泡玛特、老铺黄金、布鲁可、毛戈平等为代表的港股新消费标的，以及 A 股个护板块内的高增长标的，均实现了亮眼的股价表现。引

发了市场对于新消费行情的讨论。

国信零售观点：本轮崛起的新消费品牌有着诸多不同以往的特质：1) 品牌所属行业普遍是有着较为充分消费者认知的传统赛道，且存在个股基本面表现显著独立于行业的弱 beta 强 alpha 特征；2) 这些品牌并非行业新进入的搅局者，往往在一些细分赛道中已经有着深厚的品牌消费心智，并呈现品牌力破圈趋势，这些心智的搭建往往短期较难被复制；3) 相关品牌虽然也是借助了兴趣电商及内容营销等方式实现了销售快速破圈，但盈利能力并未如新一轮新消费品牌那样出现持续亏损，相反稳步上行。

我们认为：区别于此前的新消费品牌更多为新渠道或是新业态消费，本轮新消费应以“新质消费”来理解，这些品牌逆势破局的关键点在于对新的消费需求洞察后，从品质、情绪价值和实用痛点三个维度实现了产品的升级创新，从而带动了品牌溢价的逆势提升。再依托兴趣电商、内容营销等杠杆工具，实现了指数级的爆发。原因在于：一方面，流量红利见顶下，效率较高的渠道杠杆费用率也较高，因此必须具备足够的毛利空间才可能保障最终盈利水平；另一方面，提升品牌力能够形成品牌自有流量，弱化外部平台和市场的波动影响，提升长期持续增长的稳定性。因而这些品牌不仅具备业绩稀缺性也具备长期增长确定性。

整体来看，在当前消费行业仍待拐点的大背景下，上述新消费品牌依托短期较难被复制的底层能力，其业绩稀缺性特征未来一段时间将持续存在，而行业格局演变下的份额替代，也为相关公司远期规模测算提供对标。我们继续推荐：1) 个护赛道：产品创新带动传统品类迭代升级，老牌国货实现二次焕新突破，登康口腔、润本股份、百亚股份、拉芳家化等；2) 美妆赛道：国货替代大趋势下，具备产品差异化竞争力的龙头品牌持续突破，毛戈平、巨子生物、丸美生物、上美股份等；3) IP 潮玩：情绪价值需求持续提升，潮玩龙头依托 IP 矩阵化建设实现快速扩张，泡泡玛特、布鲁可、名创优品等；4) 黄金珠宝：依托古法金等新技术实现黄金产品设计感跃升，吸引新消费人群的快速扩圈，老铺黄金、潮宏基、周大福等。

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

◆ 食品饮料周报 (25 年第 16 周)：需求仍在磨底，酒企聚焦 C 端，关注一季报业绩兑现

本周 (2025 年 4 月 14 日至 2025 年 4 月 18 日) 食品饮料板块上涨 0.25%，跑输上证指数 0.94pct。本周食品饮料板块涨幅前五分别为安记食品 (50.00%)、麦趣尔 (24.09%)、一鸣食品 (15.46%)、桂发祥 (14.58%) 和惠发食品 (11.39%)。

白酒：需求仍在磨底，酒企聚焦 C 端，关注一季报业绩兑现。根据国家统计局，1-3 月规模以上企业累计白酒产量 103.2 万千升，同比-7.3%；1-3 月社会消费品零售总额同比+4.6%。金徽酒发布 2025 年一季报，2025Q1 公司实现营业总收入 11.08 亿元/同比+3.0%，归母净利润 2.34 亿元/同比+5.8%。贵州茅台于 4 月 18 日在 i 茅台 APP 首发 53 度 375ml 茅台 1935，消费者可进入云购专场活动页面参与。本周 (4/14-4/18) 白酒 SW 下跌 0.27%，金徽酒、泸州老窖、五粮液、天佑德酒涨幅领先。情绪面看，外部环境不确定性扰动，淡季白酒消费需求回落，市场对一季报预期谨慎，关注后续提振内需消费政策情况。基本面看，需求仍处于磨底阶段，年内公司仍将以梳理渠道、去库存工作重心；本轮周期需求的下降更多在于人口和产业结构调整，要求酒企拥抱渠道变革和消费者培育，优质公司在品牌、组织、渠道、产品等方面积极优化，强化自身长期发展逻辑。个股推荐方面，把握三条投资主线：1) 抗风险能力经过多轮周期验证的板块龙头贵州茅台、五粮液、山西汾酒；2) 数字化工程逐步显现正反馈、估值超跌修复的泸州老窖；3) 基地市场仍有份额提升逻辑的今世缘、迎驾贡酒、古井贡酒；也建议关注渠道风险加速释放的洋河股份、口子窖、酒鬼酒等。

大众品：关注一季报密集披露，板块需求持续修复。啤酒：2025 年 3 月餐饮需求现回暖迹象，关注啤酒旺季动销提速对于板块的催化。零食：魔芋品类继续受到市场高度关注，零食个股第二季度基数压力显著缓解，继续挖掘成长性突出的 alpha 型个股。调味品：进入年报密集公布期间，关注餐饮预期修复。速冻食品：巴比食品公布 2024 年业绩，提高分红率回馈股东。乳制品：潜在政策催化，需求平稳复苏，供给加速出清，布局 2025 年供需改善带来的向上弹性。饮料：即将迎来旺季检验，龙头目标积极预计景气延续。

投资建议：本周推荐组合为贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、燕京啤酒、卫龙美味、颐海国际

等。

风险提示：需求恢复较弱；原材料价格大幅上涨；市场竞争加剧。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）、杨苑（S0980523090003）、柴苏苏（S0980524080003）

联系人： 张未艾、王新雨

◆ 中际旭创(300308.SZ) 财报点评:2024 年及 2025 年 Q1 高速光模块出货持续增加

中际旭创 2024 年主营收入 238.62 亿元，同比增长 122.64%；实现归母净利润 51.71 亿元，同比增长 137.93%；扣非净利润为 50.68 亿元，同比增长 138.66%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5.00 元(含税)。公司同时发布 2025 年一季报，一季度营业收入 67.42 亿元，同比增长 37.82%；净利润 15.83 亿元，同比增长 56.83%。

高速光模块（400G/800G）出货快速增加。受益于 AI 发展和互联网云厂商持续加大资本开支，公司光通信收发模块产品 2024 年收入达 229 亿元，同比增长 125%，占收比 95.9%（同比提升 0.9pct）。公司高速光模块产品主要销往北美、欧洲等，2024 年境外收入占比达 86.8%。在 Lightcounting 发布的 2022/2023 年度光模块厂商排名中，公司市场份额持续保持全球第一。

产品结构不断优化，毛利率持续提升，费用率管控良好。受益于 800G/400G 等高端产品出货比重的快速增加、产品结构不断优化以及持续的降本增效，公司产品毛利率不断提升，公司 2023 年/2024 年/2025 年 Q1 毛利率分别为 20.6%/22.5%/25.3%。随着英伟达 GB200/GB300 芯片加速交付，公司 1.6T 光模块产品有望在 Q2 逐步放量，后续公司毛利率有望进一步提升。公司经营规模随快速增长，销售/管理/研发费用同比分别增长 60%/57%/68%，但整体费用率管控良好，销售/管理/研发费用率分别为 0.84%/2.85%/5.21%，同比分别减少 0.32pct/1.20pct/1.69pct。

公司重视技术创新，积极布局前沿技术，把握每一轮光通信技术迭代。（1）公司在前沿光通信技术，包括硅光、相干技术、LP0（线性驱动可插拔光模块）、LR0（半重定时线性链接）、CP0（光电共封装技术）等技术均有布局。早在 2024 年 OFC 展会上就展示了 800G/1.6T 硅光模块和 800G 相干模块。（2）公司具备并快速量产和高质交付能力，公司拥有制造管理经验、光通信运营经验皆平均超过 10 年的管理团队，构建了万级洁净室的净化生产环境及自动化生产线，公司 2024 年光模块产能达 2088 万只，相较于 2023 年的 977 万只大幅增长。

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：维持 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 78.7/96.3/100.3 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11/9/9X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 袁文翀（S0980523110003）

◆ 华测检测(300012.SZ) 财报点评:收入实现稳健增长，深耕主业持续精进

2024 年收入同比增长 8.55%，归母净利润同比增长 1.19%。公司 2024 年实现收入 60.84 亿元，同比增长 8.55%，归母净利润 9.21 亿元，同比增长 1.19%，扣非归母净利润 8.60 亿元，同比增长 9.79%，业绩增长主要系公司稳固深化既有业务优势，战略赛道加快发展形成新动能，积极推进战略并购完善国际化布局，同时持续提升运营效率，盈利能力稳步增长。全年毛利率/归母净利率分别约 49.47%/15.33%，同比变动 +1.41/-1.21 个百分点。2025 年一季度实现收入 12.87 亿元，同比增长 7.96%，归母净利润 1.36 亿元，同比增长 2.75%，整体保持向好态势。

深耕主业，持续精进。分业务看，2024 年生命科学/工业测试/消费品测试/贸易保障/医药及医学服务收入分别为 28.41/12.04/9.88/7.64/2.87 亿元，同比变动+13.75%/+10.32%/+0.88%/+9.19%/-14.71%，毛利率分别为 50.42%/45.25%/43.53%/71.21%/20.43%，同比变动+2.52%/+1.69%/-1.24%/+6.63%/-18.59%。生命科学板块受益土壤三普顺利实施及细分产品线优秀表现，环境检测业务实现强劲增长，毛利率持续提升。工业测试板块，建工及工业领域以数字化、智能化、可持续为导向，深化转型升级，营收毛利率齐升。贸易保障板块受益于公司近年来精准锁定绿色环保等新兴领域市场机遇，在电子材料化学及可靠性领域表现较好。

公司积极推进战略并购，在战略赛道加码投资。报告期内公司收购希腊 NAIAS，加码全球航运绿色能源领域，有效扩充集团全球服务网络布局；收购常州麦可罗泰克 51% 股权，进一步增强电子材料及 PCB 领域实力，提高在 PCB 检测认证领域影响力和市场占有率；成功投资常州红海 70% 股权，布局电动自行车检测赛道，完善电子科技产业生态战略布局。

公司积极回购 实施员工持股计划等多元化激励方式，夯实长远发展基础。报告期内公司积极推进人才激励举措，4 月 1 日公告第四期员工持股计划，股份来源为公司回购的普通股股票，覆盖公司董事、高级管理人员 4 人以及中层管理人员核心技术（业务）骨干（不超过 56 人）。报告期内公司回购成交总金额约 2855 万元（不含交易费用），顺利完成 2023 年股份回购方案，用于后续股权激励计划或员工持股计划，同时计划 2024 年利润派发现金红利 1.67 亿元，合计约 1.96 亿元，占归母净利润 21.26%。

投资建议：公司是第三方综合性检测龙头，通过深化精益管理及数字赋能等方式持续提升运营效率，呈现较强经营韧性。考虑经济相对疲软，下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 10.00/11.10/12.27（2025-2026 年前值为 10.54/12.04 亿元），对应 PE 19/17/16 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济下行；公信力受不利事件影响；业务增速不及预期。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、王鼎（S0980520110003）

◆ 三一重工(600031.SH) 财报点评:经营质量持续改善,降本增效成果显著

2024 年收入同比增长 5.9%，归母净利润同比增长 31.98%。公司 2024 年实现营业总收入 783.83 亿元，同比增长 5.9%；归母净利润 59.75 亿元，同比增长 31.98%，业绩增长主要系国际市场保持强劲增长及国内市场企稳回升。2024 年毛利率/净利率为 26.63%/7.83%，毛利率/净利率同比变动-1.28/+1.54 个 pct。2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.97%/3.83%/6.86%/0.26%，同比变动-1.43/+0.24/-1.06/+0.88 个 pct。公司经营性现金流净额 148.14 亿元，同比增长 159.53%。单季度看，2024 年第四季度公司实现营收 200.23 亿元，同比增长 12.12%；归母净利润 11.07 亿元，同比增长 141.15%。

多产品市占率第一，海外业务持续增长。分产品看，公司挖掘机械/混凝土机械/起重机械/桩工机械/路面机械营收分别为 303.74/143.68/131.15/20.76/30.01 亿元，同比变动+9.91%/-6.18%/+0.89%/-0.44%/+20.75%。公司挖掘机械、混凝土机械销量保持全国第一，起重机械市占率大幅上升。国际化方面，2024 年公司实现国际主营业务收入 485.13 亿元，同比增长 12.15%；国际主营业务收入占比 63.98%，同比上升 3.49 个百分点，毛利率 29.72%，上升 0.26 个百分点。分区域看，亚澳/欧洲/美洲/非洲营收增长分别为 15.47%/1.86%/6.64%/44.02%。

工程机械内需筑底企稳，出口有望持续增长。国内方面，挖掘机国内销量自 2020 年 29.29 万台下滑至 2023 年的 9 万台，处于历史销量底部，2024 年国内挖机销量同比增长 11.74%，2025 年 1-3 月工程机械销量持续增长，未来随着挖机更新周期的到来，国内挖机需求有望回升。出口方面，2024 年 8 月以来，已连续 8 个月保持正增长态势，3 月挖机出口同比增长 2.87%。随着我国逐步深化与“一带一路”沿线国家合作，以及我国工程机械产品竞争力不断提升，工程机械出口仍具韧性，有望保持增长。公司作为工程机械龙头，有望充分受益内需企稳以及海外市占率持续提升。

风险提示：国内基建、地产投资不及预期；出口不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：考虑工程机械内需企稳回升，出口持续增长，公司作为行业龙头，有望充分受益，我们上调 2025-2026 年归母净利润并新增 2027 年归母净利润，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 83.70/101.15/126.38 亿元（2025-2026 前值为 77.38/96.18 亿元），对应 PE 20/16/13 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、年亚颂（S0980523100002）

◆ 柏楚电子(688188.SH) 财报点评:2025 年一季度收入同比增长 30%，看好智能焊接业务拓展

2025 年第一季度营业收入同比增长 30.12%，归母净利润同比增长 31.99%。2025 年第一季度公司实现营业收入 4.96 亿元，同比增长 30.12%，归母净利润 2.55 亿元，同比增长 31.99%，扣非归母净利润 2.41 亿元，同比增长 31.41%，主要系公司持续拓展市场，适应市场需求，进步优化产品结构，销售订单持续增长所致。公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.27%/5.96%/12.46%/-1.19%，分别同比变动 -1.00/+0.65/-3.32/+1.27 个百分点，费用率整体有所节省。2025 年第一季度公司经营现金流 1.73 亿元，同比增长 18.72%，保持较好水平。

智能焊接业务积极拓展，布局超高精度加工新业务。公司的智能焊接业务的研发工作进展顺利，2024 年已在多个应用领域有相应的样本落地。下游应用来看，公司目前已经在建筑钢结构行业批量应用，未来希望在船舶、铁塔、油箱、管道、工程机械等方向持续拓展落地。公司于 2024 年拓展超高精度加工业务，涉及 NC 控制技术、驱动技术等多个跨领域高精尖方向，主要应用于新能源、半导体制造等超高精度加工场景，国内尚无成熟完整的解决方案，公司拟通过研发高精度运动控制系统及其他高精度控制技术的应用，实现该领域核心技术的自主可控。

投资建议：公司为国内激光切割设备控制系统龙头，在行业景气承压背景下通过高功率产品及智能切割头放量仍保持了较好增长，后续焊接业务有望打开新的增长空间，同时布局超高精度加工领域，看好公司未来成长。我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 11.03/14.10/17.58 亿元，对应 PE 值 34/27/22x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品进展不及预期；下游需求不及预期；市场竞争加剧。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、杜松阳（S0980524120002）

◆ 华润置地(01109.HK) 海外公司财报点评:开发业务保持行业领先，投资物业经营状况良好

核心净利润同比-8%，经常性业务贡献占比提升。2024 年，公司实现营业收入 2788 亿元，同比+11%，其中经常性业务收入 416 亿元，同比+7%，占比 15%；实现核心净利润 254 亿元，同比-8%，其中经常性业务贡献核心净利润 103 亿元，同比+8%，占比 41%，同比提升 6pct。2024 年，公司核心净利率 9.1%，同比下降 1.9pct，主要因为毛利率 21.6%，同比下降了 3.6pct；其中，开发销售型业务毛利率下降 3.9pct 至 16.8%，而经营性不动产业务的毛利率提升 0.4pct 至 70.0%，助力公司稳健经营。2024 年，公司每股派息 1.32 元，全年派息率连续多年保持在 37%。

开发销售型业务经营稳健。2024 年，公司开发销售型业务收入 2372 亿元，同比+12%；签约销售额 2611 亿元，同比-15%，其中一二线城市销售额占比 90%，权益销售额占比 69%；销售额行业排名第 3，同比提升 1 个名次，市占率 2.7%，保持行业领先地位。公司谨慎投资，2024 年新增土储建面 393 万 m^2 ，同比-70%，其中一二线城市投资占比 94%，权益拿地金额占比 68%，保持合理。2024 年，以新增土储拿地金额/当年签约销售金额计算的投资强度为 30%，虽然同比有所降低，但截至 2024 年末，公司总土储建面为 5194 万 m^2 ，仍然充裕；同时新增土储楼面价提升至 2.0 万元/ m^2 ，以新增土储楼面价/当年签约销售均价计算的房地比为 1.2，期待后续销售均价提升，减轻销售规模受面积减少的冲击。

购物中心规模保持增长且经营状况良好。2024 年，公司经营性不动产业务收入为 233 亿元，同比+5%，其中购物中心业态租金收入为 194 亿元，同比+8%，占比为 83%，同比提升 3pct。截至 2024 年末，公司在营购物中心 92 个，其中 71 个项目在当地零售额排名前三，占比 77%；当年新开业购物中心 16 个，创下历史新高。2024 年，公司在营购物中心整体出租率 97.1%，同比提升 0.6pct；在营购物中心实现零售额 1953 亿元，占社零售总额的比重为 0.4%，同比+19%，其中同店同比+5%；以租金收入/零售额口径计算的租售比 12%，毛利率 76%，同比均基本持平。

公司各项财务指标健康且持续改善。截至 2024 年末，公司总资产为 1.1 万亿元，其中投资物业占比 24%；净资产为 3967 亿元，同比+3%；货币资金为 1313 亿元，同比+17%；净有息负债率 31.9%，同比下降 0.7pct；剔除预收的资产负债率 55.6%，同比下降 1.8pct；加权平均融资成本为 3.11%，同比下降 45 个基点。2024 年，公司经常性业务收入能覆盖 2 倍股息及利息倍数，偿债资金压力较小。

投资建议：考虑到开发销售型业务结算规模和毛利率下行压力，我们略下调公司的盈利预测，预计公司 2025-2026 年收入分别为 2469/2282 亿元（原值为 2511/2419 亿元），2025-2026 年归母净利润分别为

245/241 亿元（原值为 263/267 亿元），对应每股收益分别为 3.43/3.39 元，对应当前股价 PE 分别为 7.3/7.4 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：若房地产行业基本面下行超预期，利好政策推出力度和落地效果不及预期，公司开发销售型物业销售规模和销售价格将受到影响，结算规模和结算毛利率有可能继续下行；若消费景气度受外部环境或宏观经济波动影响，公司经营性和不动产业务租金收入和盈利水平有可能不及预期。

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

◆ 赞宇科技(002637.SZ) 财报点评:表活新产能稳步释放，棕榈油涨价释放业绩弹性

公司是国内表面活性剂、油脂化工领先企业，OEM/ODM 项目稳步推进。目前公司表面活性剂产能达 120 万吨/年（在建产能 22 万吨/年），油脂化学品产能达 108 万吨/年（在建产能 21 万吨/年），洗护用品 OEM/ODM 加工服务能力达到 110 万吨。目前公司在江苏镇江建有年产能 10 万吨液体洗涤剂 OEM/ODM 生产线，河南鹤壁年产能 50 万吨洗护用品 OEM/ODM 项目、四川眉山年产能 50 万吨洗护用品 OEM/ODM 项目已陆续投产。公司依托表活技术优势、规模布局优势、物流包装配套优势，开展 OEM/ODM 加工业务，在生产工艺、技术、设备上能为下游客户提供更有针对性的服务，进一步提升公司表面活性剂的市场份额。

主要原材料价格上涨带动公司利润同比增长。2025 年 4 月 21 日晚，公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。根据公司公告，2024 年度，公司实现营业收入 107.92 亿元，同比增长 12.27%；实现归母净利润 1.35 亿元，同比增长 53.99%。截止至 2024 年底，公司资产总额 79.28 亿元，较年初增长 0.90%；负债总额 41.22 亿元，较年初增长 0.61%；归属于上市公司股东的所有者权益 37.65 亿元，较年初增长 1.77%；资产负债率为 51.99%，较年初降低 0.15pct。2025 年一季度，公司实现收入 34.29 亿元，同比增长 40.50%，实现归母净利润 0.83 亿元，同比增长 61.69%。

公司 OP0 等油脂化学品、OEM/ODM 洗护产能将于 2025 年逐步爬坡、印尼杜库达新增产能有序释放，共同带动公司盈利向上。OP0 结构脂是油酸和棕榈油的重要下游产品，其分子结构与母乳脂肪结构较为相似，能够更好地模拟母乳脂肪在婴儿体内的消化吸收过程。根据测算全球需求量在 10 万吨，对应 50 亿元市场空间，国内以进口为主。公司计划在现有 2 万吨 OP0 产能基础上逐步实现爬坡，预计 2025 年将实现部分收入。当前公司 OEM/ODM 产能合计 110 万吨，其中河南鹤壁、四川眉山合计 100 万吨产能均在 2024 年下半年开始逐步爬坡，预计 2025 年起将为公司带来盈利。

公司回购方案稳步推进，彰显公司长期发展信心。2024 年 12 月 6 日，公司发布《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的回购报告书》公告，公告显示，公司将使用自有资金或银行专项贷款资金以集中竞价交易方式回购部分公司已在境内发行的人民币普通股（A 股）股票，用于后期实施股权激励或员工持股计划。本次回购股份的资金总额在 1 亿至 2 亿人民币之间。截至 2025 年 4 月 8 日，公司累计回购股份数量为 204.95 万股，占公司股份总数的 0.44%，成交总金额为人民币 1858.54 万元（不含交易费用）。公司持续推出回购方案一方面反映了管理层对公司内在价值的肯定和对未来可持续发展的坚定信心，另一方面本次回购股份用于股权激励或员工持股计划，有利于进一步完善公司的长效激励机制，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，促进公司高质量可持续发展。

风险提示：政策风险，棕榈油价格大幅波动风险，汇率大幅波动风险，新产能爬坡低于预期风险等。

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

公司为国内油脂化工、表面活性剂、洗护加工领先企业，油脂化学品产能超过 100 万吨/年、表面活性剂超 120 万吨/年产能、OEM/ODM 达 110 万吨/年。考虑到棕榈油价格中枢同比提升，公司产品价格同步上行，产品盈利能力受益于印尼工厂关税优势而提振，此外叠加公司新增产能将于 2025 年有序投放，我们谨慎上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入 152/173/189 亿元（前值为 141/171 亿元），同比增速 41%/14%/9%，归母净利润为 3.9/5.0/5.9 亿元（前值为 3.8/4.8 亿元），同比增速 187%/29%/18%；摊薄 EPS 为 0.83/1.07/1.26 元，当前股价对应 PE 为 10.9/8.5/7.2x，维持“优于大市”评级。

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

◆ 金发科技(600143.SH) 财报点评:2024 年业绩稳定增长，2025 年一季度业绩延续高增

2024 年公司营收同比增长 26.23%，2024 年公司归母净利润同比增长 182.59%；2025 年 Q1 营收及归母净利润持续高增。金发科技 2024 年度报告显示，2024 年公司实现营业收入 605.14 亿元，同比增长 26.23%，实现归母净利润 8.25 亿元，同比增长 160.36%。2024 年公司毛利率为 11.31%，较上年下降 0.69 个百分点。公司资产负债率为 66.64%，较去年降低 4.27 个百分点，公司经营性现金流 28.45 亿元，同比增长 18.24%。2025 年第一季度公司营收 156.66 亿元，同比增长 49.06%，净利润 2.45 亿元，同比增长 138.20%。2025 年一季度末资产负债率为 67.11%，公司经营持续向好。

2024 年公司改性塑料销量再创新高，绿色石化产能利用率全面提升。2024 年公司抢抓“智能驾驶”“设备更新”“汽车、家电等消费品以旧换新”“回收循环利用”机遇，积极开拓人形机器人、四足机器人和低空经济等新兴领域，车用材料、新能源、消费电子材料等材料销量快速增长。2024 年公司改性塑料销量再创新高，产成品销量 255.15 万吨，同比增长 20.78%；营业收入 320.75 亿元，同比增长 18.95%，改性塑料板块毛利率为 22.07%，较去年减少 1.44 个百分点。公司持续推进绿色石化与改性塑料板块的产业链垂直整合，自主研发了 PP 和 ABS 定制化专用料产品，实现产品的差异化竞争力和盈利能力的提升。宁波金发主要产成品实现营业收入 62.48 亿元，同比增长 57.55%；辽宁金发主要产成品实现营业收入 72.85 亿元，同比增长 15.62%。公司绿色石化板块毛利率为-6.36%，较去年增加 6.08 个百分点

2024 年公司新材料板块市场份额稳步提升，销量快速增加；公司医疗健康板块销售渠道不断拓宽，产品种类不断丰富。公司完全生物降解塑料销售 18.05 万吨，同比增长 25.17%，特种工程塑料主要产品销量 2.39 万吨，同比增长 16.59%。高性能碳纤维及复合材料实现营业收入 4.23 亿元，同比增长 77.73%。公司新材料板块毛利率为 15.83%，较去年减少 1.41 个百分点。2024 年公司着力拓宽海外工业用品销售渠道，丁腈手套销量超 47 亿只，同比增长 205.11%，并且开发了超柔软丁腈手套、超薄丁腈手套、高等级防化手套等创新产品。

2025 年一季度公司主要产品销量同比高增，毛利修复明显。2025 年 Q1 公司改性塑料销量 60.44 万吨，同比增长 25.26%；绿色石化产品销量 44.75 万吨，同比增长 118.51%；新材料产品销量 5.6 万吨，同比增长 26.13%。公司主要产品销量同比高增。2025 年 Q1 公司改性塑料、绿色石化及新材料产品销售价格分别同比上升 4.32%、3.79%及 5.04%，同时原材料采购平均价格同比下降 2.24%、0.22%及 18.42%。公司主要产品毛利修复明显。量利双增背景下，公司一季度业绩表现亮眼。

产业升级为公司改性塑料发展带来动能，石化板块短期仍面临一定压力。我国新材料行业加速向高端化跃迁，智能汽车、新能源、人工智能、人形机器人、低空经济、VR/AR、5G 通信和新基建等战略性新兴产业在我国高速发展，公司围绕以上新质生产力行业不断开拓材料解决方案，逐步打开高毛利产品市场。公司深耕海外市场多年，美国金发、欧洲金发、印度金发、越南金发、马来西亚金发等海外基地协同发力，将有力降低贸易战对公司的不利影响。然而国内部分石化产品产能仍不断投放，造成短期供需失衡，全球供应链重构对公司原料来源造成一定扰动，公司绿色石化板块短期内面临一定的挑战和压力。

风险提示：原材料成本上涨、新产品放量及市场推广的风险、技术被赶超或替代的风险、新项目建设及产业化进度不及预期、汇兑风险等风险。

投资建议：我们认为，公司行业龙头地位稳固，改性塑料及新材料板块稳定增长，新应用、新产品不断出现。绿色石化及医疗健康板块经营有望转好。考虑到贸易战对宏观经济的扰动，我们微调此前 2025 及 2026 年公司归母净利润，并新增 2027 年归母净利润，分别为 12.22/16.27/19.44 亿元，摊薄 EPS 为 0.46/0.62/0.74 元。维持“优于大市”评级。

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

◆ 宝丰能源(600989.SH) 财报点评：一季度归母净利高增，聚烯烃量利齐升

公司一季度归母净利润同环比高增。公司 2025 年一季度营收 107.7 亿元（同比+30.9%，环比+23.7%），归母净利润 24.4 亿元（同比+71.5%，环比+35.3%）；毛利率/净利率为 35.4%/22.6%，同环比双增；期间费用率 6.0%，同环比较稳。一季度公司内蒙古烯烃项目投产，主要产品聚烯烃产销量增加，同时聚烯烃盈利水平提升，毛利率与净利率均有增长。

公司主营产品聚烯烃产销量显著提升。2025 年一季度，公司聚乙烯产销量分别为 52.25/51.46 万吨（同比+82%/+74%，环比+65%/+66%），聚丙烯产销量分别为 50.14/49.15 万吨，（同比+83%/+84%，环比

+47%/+44%)，增量主要来自内蒙古烯烃项目新产能的贡献。一季度国内聚烯烃市场供需偏宽松，叠加政策性利好支撑，价格整体较为稳定，公司聚乙烯/聚丙烯不含税平均售价分别为 7023/6522 元/吨。EVA/LDPE 产销趋稳，2025 年一季度，公司 EVA/LDPE 产量/销量为 5.27/4.71 万吨；平均售价 8997 元/吨（同比-2%，环比+5%）。公司烯烃板块仍有新项目规划中，包括宁东四期烯烃项目或将新增 50 万吨聚烯烃；新疆 400 万吨烯烃项目取得项目环评、安评等支持性文件专家评审意见。

焦炭需求持续承压。2025 年一季度，公司焦炭产量/销量分别为 170.99/169.87 万吨，同环比略下滑；不含税平均售价为 1079 元/吨，同环比下降，主要受地产行业景气度下行以及钢铁需求下降影响。据 Wind 数据，2025 年一季度蒙古焦煤原煤场地为 894 元/吨（同比-37%，环比-18%），焦煤价格下滑，下游钢材市场需求仍偏弱运行。

煤炭价格下跌助力煤制烯烃成本下降。2025 年一季度，公司主要原材料气化原料煤/炼焦精煤/动力煤的平均采购单价分别为 494/838/348 元/吨，同比-18%/-28%/-23%。据 Wind 数据，2025 年一季度内蒙古 5200 大卡原煤坑口价为 516 元/吨（同比-23%，环比-17%），煤价延续下跌趋势。2025 年一季度油制与煤制烯烃成本差距扩大，公司成本相对优势进一步凸显。据卓创资讯，2025 年一季度油制与煤制烯烃成本分别为 8027/6556 元/吨，成本差距由四季度的 719 元/吨扩大至 1471 元/吨。预计 2025 年我国煤炭市场仍将保持供需宽松，海外煤炭价格回落或将进一步提高煤炭进口量，煤价中枢或仍将下移。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司主营产品聚烯烃产能扩张贡献利润增量，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 122.06/124.13/132.67 亿元，对应 EPS 为 1.66/1.69/1.81 元，当前股价对应 PE 为 9.4/9.2/8.6 X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、余双雨（S0980523120001）

◆ 通富微电 (002156.SZ) 财报点评：四季度收入创季度新高，2024 年车载产品增长超 200%

四季度收入创季度新高，2025 年营收目标 265 亿元。公司 2024 年实现收入 238.82 亿元 (YoY +7.24%)，其中约 96%来自集成电路封装测试；实现归母净利润 6.78 亿元 (YoY +300%)，扣非归母净利润 6.21 亿元 (YoY +944%)；毛利率提高 3.2pct 至 14.84%。其中 4Q24 营收 68 亿元 (YoY +6.9%，QoQ +13.3%)，归母净利润 1.25 亿元 (YoY -46%，QoQ -46%)，毛利率 16.14% (YoY +3.5pct，QoQ +1.5pct)。公司 2025 年营收目标为 265 亿元，同比增长 10.96%。

抓住行业复苏机遇，中高端手机 SoC 增长 46%，射频增长 70%。SoC 领域，公司中高端手机 SoC 增长 46%，同时夯实与手机终端 SoC 客户合作基础，份额不断提升，增长 20%；在射频领域，公司与龙头客户全面合作，增长 70%；在手机周边领域，全面提升与国内模拟头部超 5 家客户的合作，增长近 40%。公司准确把握市场趋势，在蓝牙、MiniLED、电视、显示驱动等消费电子热点领域增长 30%以上，展现多元化增长动能。

车载产品同比增长超 200%，Memory 增长超 40%。公司依托工控与车规产品的技术优势，成为车载本土化封测主力，全面拓展车载功率器件、MCU 与智能座舱等产品发挥品牌优势，扩大与海内外头部企业合作，车载产品业绩同比增长超 200%。Memory 业务通过进攻性策略和关键技术攻关，深化与原厂战略协同，营收增速超 40%。公司在 FCBGA 产品方面大力挖掘国内重要客户量产机会，从第二季度起月销售额呈阶梯式增长，实现 FC 全线增长 52%。同时公司立足市场技术前沿，调整产品布局，积极推动 Chiplet 市场化应用。

大客户增长为公司营收提供保障，苏州和槟城工厂净利率提高。2024 年公司大客户 AMD 收入达到创纪录的 258 亿美元，大客户业务强劲增长为公司营收规模提供有力保障。2024 年通富超威苏州和通富超威槟城深度交融、合理升级，通过采购融合、与总部采购互通，实现采购成本大幅下降，净利率相比 2023 年提升明显。另外，公司在通富超威槟城成功布局先进封装业务，建设 Bumping、EFB 等生产线，有效助力公司在先进封装领域进一步提升市场份额。

投资建议：受益于大客户业务增长和半导体国产化，维持“优于大市”评级

基于贸易摩擦对需求带来的不确定性及公司 2025 年营收目标，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润

为 10.21/13.42 亿元(前值为 12.11/15.52 亿元), 预计 2027 年归母净利润为 16.04 亿元, 对应 2025 年 4 月 18 日股价的 PE 为 38/29/24x, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 新产品研发不及预期; 需求不及预期; 大客户集中的风险。

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

◆ 长电科技(600584.SH) 财报点评:2024 年收入同比增长 21%, 四季度创季度新高

4Q24 收入创季度新高, 1Q25 归母净利润同比增长约 50%。公司 2024 年实现收入 359.62 亿元(YoY +21.24%), 归母净利润 16.10 亿元(YoY +9.44%), 扣非归母净利润 15.48 亿元(YoY +17.02%), 毛利率同比下降 0.6pct 至 13.06%, 研发费用同比增长 19.33%至 17.18 亿元, 研发费率同比下降 0.08pct 至 4.78%。其中 4Q24 实现收入 109.84 亿元(YoY +19.0%, QoQ +15.7%), 创季度新高, 归母净利润 5.33 亿元(YoY +7.3%, QoQ +16.7%), 扣非归母净利润 5.27 亿元(YoY -8.6%, QoQ +19.8%), 毛利率为 13.34%(YoY +0.2pct, QoQ +1.1pct)。根据公告, 公司 1Q25 实现归母净利润约 2 亿元左右, 同比增长约 50%。

2024 年运算电子业务收入同比增长 38.1%, 汽车业务收入同比增长 20.5%。从下游看, 2024 年通讯电子占比 44.8%, 消费电子占比 24.1%, 运算电子占比 16.2%, 汽车电子占比 7.9%, 工业及医疗电子占比 7.0%。从同比增速来看, 除工业领域外, 各下游应用市场的收入均实现了同比两位数增长, 其中运算电子业务收入同比增长 38.1%, 汽车业务的增长速度继续高于市场平均水平, 同比增长 20.5%。

布局高增长产品领域, 加大先进封测研发投入。2024 年公司研发投入集中在高性能计算 HPC 先进封装、下一代系统级封装 SiP、高可靠性汽车电子等高增长机会。在汽车电子领域, 公司加入头部企业核心供应链体系, 同时积极推进上海汽车电子封测生产基地建设步伐, 预计 2025 年下半年将正式投产, 并在未来几年内逐步释放产能。晶圆级微系统集成高端制造项目在 2024 年顺利投入生产, 进一步提升在先进封装领域的竞争力。2025 年公司将继续加大投入先进封测研发, 力争在高端 3D 封装、超大尺寸器件、光电合封应用、射频性能提升及小型化、垂直供电、散热技术等领域取得突破。

投资建议: 全球领先的半导体封测厂商, 维持“优于大市”评级。

由于贸易摩擦对下游需求带来不确定性, 我们下调公司 2025-2026 年归母净利润至 22.42/27.37 亿元(前值为 25.96/31.33 亿元), 预计 2027 年归母净利润为 32.41 亿元, 对应 2025 年 4 月 18 日股价的 PE 分别为 26/21/18x, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 下游需求不及预期; 新产品开发不及预期; 国际关系变化等。

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

◆ 百普赛斯(301080.SZ) 财报点评:全年营收同比增长 18.6%, 单四季度营收及净利润同比大幅改善

全年营收同比增长 18.6%, 单四季度营收及净利润同比大幅改善。2024 全年, 公司实现营收 6.45 亿元(+18.6%), 归母净利润 1.24 亿元(-19.4%)。

分季度看, 2024Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 1.46/1.53/1.64/1.82 亿元(分别同比 +6.7%/+16.6%/+13.8%/+38.5%, Q2/Q3/Q4 分别环比 +5.1%/+7.0%/+10.6%)、归母净利润 0.31/0.26/0.27/0.40 亿元(分别同比 -31.9%/-44.1%/-26.6%/+58.6%, Q2/Q3/Q4 分别环比 -15.2%/+3.0%/+50.6%), 预计主要受益于下游生物科技企业去库存周期结束, 单四季度营收及净利润同比大幅改善。

分产品线看, 公司核心重组蛋白品种实现销售收入 5.36 亿元(同比+17.4%), 毛利率 92.7%(同比-2.0pp); 抗体、试剂盒及其他试剂产品实现销售收入 0.80 亿元(同比+31.2%), 毛利率 89.7%(同比-1.6pp)。

分区域看，2024 全年实现国内收入 2.16 亿元（同比+16.8%），海外收入 4.29 亿元（同比+19.6%），其中扣除特定急性呼吸道传染病相关产品后的境外收入同比增长超过 20%，2024 年公司进一步挖掘国际市场，在欧洲和亚太等地新设多家海外子公司，销售网络已经覆盖全球主要国家和地区，未来计划建立海外生产基地，进一步提升全球多国多地的供应能力。

苏州 GMP 级别生产厂房已正式投产。公司基于 GMP 级别质量管理体系平台，并结合细胞治疗药物生产规范，以更加严格的质量管理和药品级放行检测标准，已成功开发近 50 款高质量的 GMP 级别产品；此外，公司还针对细胞治疗应用进行专门的蛋白结构设计，能够提供从临床前研发阶段的 Non-GMP 级别蛋白开发到临床 GMP 级别蛋白生产的一站式开发服务。

投资建议：百普赛斯是全球领先的重组蛋白试剂提供商，深耕工业端客户，产品质量高壁垒；加速全球化布局，海外收入高增长；围绕细胞基因治疗研发生产场景，拓展 GMP 级别产品种类。根据公司年报，我们对盈利预测进行调整，预计 2025-2026 年归母净利润分别为 1.57/2.25 亿元（前值为 2.16/2.97 亿元），新增 2027 年归母净利润为 2.82 亿元，目前股价对应 PE 分别为 33/23/19x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品研发不及预期的风险、市场竞争激烈的风险等。

证券分析师： 马千里（S0980521070001）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

◆ 天目湖(603136.SH) 财报点评:一季度净利润同比转增，2025 年业绩目标积极

2024 年业绩相对承压，分红率延续超 60%。2024 年公司实现营业收入 5.36 亿元，同比下降 14.87%；实现归母净利润 1.05 亿元，同比下降 28.80%；扣非净利润 1.01 亿元，同比下降 27.77%。全年业绩表现承压，主要受外部市场环境变化、极端天气等因素影响。2024Q4 公司收入、归母净利润分别为 1.32、0.19 亿元，同比-15.18%、-28.64%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 2.35 元（含税），分红率 60.65%，延续积极回报股东政策。

外部环境变化致主要业务承压，成本费用相对刚性影响盈利能力。2024 年，受宏观消费环境、极端天气（尤其是 Q3 暑期旺季）及部分出游需求分流等因素影响，公司主要业务板块收入均出现下滑。其中，景区业务收入 2.82 亿元/-13.03%，温泉业务收入 0.42 亿元/-10.40%，酒店业务收入 1.59 亿元/-23.10%，水世界业务收入 0.07 亿元/-41.28%。由于部分经营成本费用相对刚性，收入下滑导致盈利能力承压，其中水世界、酒店业务毛利率分别下滑 50.38/8.49pct。公司全年归母净利率为 19.52%，同比下降 3.82pct。

2025Q1 营收降幅收窄，成本优化助推利润增长良好。2025Q1 公司收入 1.05 亿元，同比下降 1.60%降幅收窄；归母净利润 1384.22 万元，同比增长 26.45%；扣非归母净利润 1256.81 万元，同比增长 34.46%。2025Q1 公司毛利率与净利润同比分别提升 3.28/2.93pct，得益于积极的成本管控与少数股东差异。

2025 年业绩目标积极，动物王国一期管理输出落地，储备项目持续推进。短期虽然消费复苏渐进仍有扰动，但公司一方面开展降本增效，同时依托国企区域资源优势与市场化机制积极谋求发展，2025 年计划收入和利润实现 5.8、1.5 亿元。新项目陆续推进：公司去年 11 月中标溧阳动物王国一期项目运营，合同约定 2025-2027 年 4438 万元前期一揽子服务费与开业后持续运营管理费，有望带来业绩增厚；同时，公司稳步落实南山小寨二期、平桥文旅综合体项目，并推进御水温泉三期等筹划，进一步丰富根据地产品矩阵。

风险提示：恶劣天气扰动，消费力恢复不及预期，新项目不及预期等。

投资建议：考虑动物王国管理输出前期一揽子增量贡献，同时综合整体消费环境渐进复苏与公司效率优化，我们略上修公司 2025-2026 年归母净利润至 1.27/1.50/1.65 亿元（此前为 1.23/1.47 亿元，新增 2027 年），对应 PE28/24/22x。公司深耕一站式度假目的地，国企入主叠加市场化管理机制背景下积极谋发展，新项目助力中线增长，维持“优于大市”评级。

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

◆ 海光信息(688041.SH) 财报点评:25Q1 业绩同比高增，DCU 业务全年有望快速增长

25Q1 收入、利润同比高增，合同负债夯实全年业绩信心。公司发布 25Q1 财报，25Q1 实现营业收入 24.0 亿，同比+50.76%；归母净利润 5.06 亿元，同比+75.33%；扣非归母净利润 4.42 亿元，同比+62.63%，收入、利润同比高增，主要由于：1) 公司保持高强度研发投入，不断实现技术创新、产品性能提升，产品竞争力保持市场领先，市场需求不断增长，拉动公司营收快速增长；2) 成本费用整体增幅小于营收增长，带动归母净利润等快速增长。截至 25Q1 公司合同负债为 32.37 亿元，相较于 24Q4 增长 23.33 亿元，产品需求景气度上行；同时，公司 25Q1 预付款、存货分别为 16.21、57.94 亿元，相较于 24Q4 分别增长 3.81、3.69 亿元，供应侧持续改善，夯实业绩信心。

盈利能力环比改善，费用率环比下降。公司 25Q1 实现毛利率 61.2%，环比+1.4 个 pct，盈利能力环比改善，主要由于：1) 产品持续迭代，新产品毛利率提升；2) 产品销量快速增长，规模效应逐步显现。25Q1 公司期间费用率为 31.9%，环比-5.9 个 pct，其中销售、管理、研发分别为 2.7%、1.4%、29.4%，分别环比+0.9、+0.1、-6.8、+0.0 个 pct，财务费用率为-1.7%，环比基本持平。销售费用增长主要由于互联网大厂客户突破，相关销售渠道建设及销售人员规模增长导致。25Q1 公司实现净利率 29.7%，同比+1.4 个 pct。

DCU 完成头部互联网厂商适配，全年营收有望快速增长。公司 DCU 产品拥有完善的统一底层硬件驱动平台，能够适配不同 API 接口和编译器，支持常见函数库，根据公司年报披露数据，目前已同国内多家互联网厂商完成全面适配。同时，互联网厂商资本开支持续扩张，根据阿里巴巴 FY25Q3 财报数据，单季度资本开支为 317.75 亿元，环比+81.7%，且预计未来三年将投入超过 3800 亿元，公司 DCU 产品为 AI 基建核心产品，有望充分受益。

关税反制背景下，CPU 自主可控有望加速。根据 4 月 11 日财政部关税司发布的《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告》，自 2025 年 4 月 12 日起，对原产于美国的进口商品加征关税税率提升至 125%。根据 IDC 披露数据，24Q3 服务器 CPU 领域，英特尔、AMD 国内市占率分别为 77%，自主可控空间巨大，CPU 自主可控有望加速。

风险提示：DCU 产品迭代低于预期；CPU 产品客户端导入低于预期。

投资建议：基于公司 DCU 产品快速放量，CPU 自主可控有望加速，上调盈利预测，预计 2025-2027 年收入 155/212/256 亿元（前值 25-27 年为 139/195/245 亿元），归母净利润 39/55/64 亿元（前值 25-27 年为 32/49/62 亿元），当前股价对应 PE=90/64/55x，维持“优于大市”评级。

证券分析师：熊莉（S0980519030002）、艾宪（S0980524090001）

◆ 华友钴业(603799.SH) 财报点评：一体化布局优势显现，创造历史上最好年度业绩

公司发布 2024 年年报：全年实现营收 609.46 亿元，同比-8.08%；实现归母净利润 41.55 亿元，同比+23.99%。24Q4 实现营收 154.57 亿元，同比+1.61%；实现归母净利润 11.34 亿元，同比+235.93%。公司在锂电行业的下行周期，创造历史上最好的年度业绩，锂电产业链一体化布局的优势凸显，有效抵御行业下行风险。

公司发布 2025 年一季报：实现营收 178.42 亿元，同比+19.24%，环比+15.43%；实现归母净利润 12.52 亿元，同比+139.68%，环比+10.37%；实现扣非净利润 12.27 亿元，同比+116.05%，环比+62.78%。

核心产品产销方面：2024 年，系统提升运营效能，稳步提升经营质量：①上游资源端，公司钴产品产量约 4.90 万金属吨，同比+20.49%，钴产品销量约 4.68 万金属吨，同比+13.18%；铜产品产量约 8.90 万金属吨，同比-0.48%，铜产品销量约 9.02 万金属吨，同比+2.78%；镍产品产量约 19.26 万金属吨，同比+50.07%，镍产品销量约 18.43 万金属吨，同比 45.78%；锂产品产量约 4.14 万实物吨，同比+260.66%，锂产品销量约 3.92 万实物吨，同比+376.56%。②下游材料端，公司三元前驱体产量约 10.18 万实物吨，同比-17.67%，销量约 10.31 万实物吨，同比-20.17%；正极材料产量约 6.52 万实物吨，同比-27.71%，销量约 6.57 万实物吨，同比-30.60%。公司三元前驱体和正极材料的出货量同比有所下降，主要是因公司主动减少部分低盈利产品出货，优化产品结构。另外在 2024 年，公司纳电前驱体出货量突破 300 吨，成为行业首家吨级出海企业。综上在面对锂电行业的下行周期，公司上游资源端稳步拓展，下游材料端实现结构上优化，为公司业绩增长提供了重要支撑。

分红方面：公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 5 元(含税)，总计约为 8.39 亿元，占公司 2024 年

归母净利润的 20.20%，再加上公司 2024 年以现金为对价，采用集中竞价交易方式已实施股份回购金额约 1.12 亿元，总计约为 9.52 亿元，占公司 2024 年归母净利润的 22.91%。

风险提示：项目建设进度不达预期，核心产品销售价格不达预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营收为 702/758/825 亿元，同比增速 15.1%/8.0%/8.9%；归母净利润为 51.66/60.97/73.82 亿元，同比增速 24.3%/18.0%/21.1%；摊薄 EPS 为 3.04/3.58/4.34 元，当前股价对应 PE 为 11.1/9.4/7.8X。公司是国内新能源锂电材料行业的头部企业，一体化产业链能有效抵御行业下行风险，同时也有望充分享受未来行业景气度回暖带来的业绩弹性，维持“优于大市”评级。

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

◆ 乖宝宠物(301498.SZ) 财报点评:积极拓展自有品牌直销, Q1 归母净利润同比+32%

积极拓展自有品牌直销, Q1 归母净利润同比+32%。公司 2025Q1 实现营业收入 14.80 亿元, 环比-5.97%, 同比+34.82%, 主要得益于境内自有品牌业务扩张以及海外代工业务收入增加; 2025Q1 实现归母净利润 2.04 亿元, 环比+32.31%, 同比+37.37%, 主要得益于自有品牌收入增长和毛利率提升。总体来看, 受自有品牌增长、高端品牌拓展以及直营销售占比提升带动, 公司收入规模及盈利能力延续同步提升趋势。

Q1 毛利率和净利率同比均有提升。公司 2025Q1 销售毛利率 41.56%, 环比-1.38pct, 同比+0.42pct, 主要得益于受自主品牌拓展, 直销渠道占比提升; 2025Q1 销售净利率 13.82%, 环比+3.93pct, 同比+0.26pct, 受毛利率提升、费用率改善等因素影响, 净利率维持同环比增加。

Q1 继续加大自有品牌直销拓展, 维持高强度销售费用投入。公司 2025Q1 销售费用为 2.64 亿元, 同比+38.83%, 对应销售费用率 17.81% (同比+0.51pct), 主要原因系自有品牌和直销渠道收入增长、占比提升, 相应的业务推广费及销售服务费增加; 2025Q1 管理费用 0.75 亿元, 同比+23.92%, 对应管理费用率 5.09% (同比-0.45pct); 2025Q1 研发费用为 0.22 亿元, 同比+27.22%, 对应研发费用率 1.47% (同比-0.09pct)。

“经销转直销”趋势明显, 未来有望不断增厚公司盈利能力。作为国牌宠食龙头, 公司目前正基于前期在品牌侧的扎实积累, 积极推进渠道侧变革, 不断加大自有品牌直销模式拓展。2024 年公司自有品牌直销收入已达 19.69 亿元, 同比+59.33%, 于自有品牌总收入中的占比进一步提升至 55.54%, 首度超过经销收入且毛利率明显更高 (2024 年直销毛利率 53.11%, 同比+2.97pct, 比经销毛利率高 14.55pct)。未来随直销模式占比不断提升, 公司自有品牌业务有望继续保持量利齐增。

风险提示: 汇率大幅波动的风险; 中美贸易冲突的风险; 自主品牌产品推广不及预期的风险。

投资建议: 我们维持公司 2025-2026 年归母净利润预测为 7.4/9.4 亿元, 预测 2027 年归母净利润为 11.9 亿元, 对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.9/2.4/3.0 元。乖宝宠物作为国内自有品牌身位领先的宠食成长标的, 未来随高端产品拓展和直销模式占比提升, 主业有望保持量利高增, 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)

◆ 立华股份(300761.SZ) 财报点评:受益猪鸡养殖成本下降, 公司 Q1 维持较好盈利

受益成本改善, 2025Q1 归母净利润同比+91%。公司 2025 年一季度实现营业收入 40.86 亿元, 同比+11.60%, 环比-18.94%; 公司 2025 年一季度实现归母净利润 2.06 亿元, 同比+157.47%, 环比-42.79%。收入同比增长主要得益于鸡猪出栏增加以及猪价改善, 盈利同比大幅回升主要受益于鸡猪养殖成本下降以及猪价改善。

肉鸡出栏稳增, 成本预计维持改善。参考销售月报, 公司 2025Q1 实现肉鸡出栏 1.23 亿羽, 同比+8.69%, 依靠华南、西南、华中等地发展中子公司产能爬坡, 公司出栏继续维持增长。价格方面, 公司 2025Q1 肉鸡销售均价为 11.00 元/kg, 同比-14.86%。行情虽有回落, 但公司养鸡板块生产成绩始终保持较强竞争力, 核心生产指标达到近五年最好水平, 叠加饲料原料成本下降, 预计 2025Q1 成本进一步下降, 板块仍逆势保持较好盈利。而且考虑到当前行业产能虽有恢复但仍处低位, 后续随五一、端午等重要消费

节点到来，黄羽肉鸡景气有望改善，公司或充分受益。

肉猪产能释放，生产稳定性提高，成本预计维持改善。参考销售月报，公司 2025Q1 实现肉猪出栏 48.37 万头，同比+162.60%，大幅增长主要得益于养殖产能扩张释放以及生产稳定性的提高。依靠自有猪场建设以及外部优质猪场整合，公司截至 2024 年末的生猪养殖产能已达 200 万头，后续生猪出栏有望继续保持较快增长。价格方面，公司 2025Q1 肉猪销售均价为 15.31 元/kg，同比+4.92%，环比有所回落。2024 年以来公司不断强化生物安全软硬件升级和人员结构优化，生产稳定性目前得到显著明显提升，叠加饲料原料成本下降，公司截至 2024 年末的生猪完全成本已降至 14 元/kg 以下，我们预计公司 2025Q1 肉猪单头盈利仍能保持 200-300 元。考虑到当前行业母猪及仔猪补栏谨慎，2025Q1 未能繁母猪存栏再度环比回落，2025-2026 年行业景气有望延续，公司依靠成本改善和产能储备，有望充分受益。

风险提示：养殖过程中发生不可控疫情，粮食价格大幅上涨，食品安全风险。

投资建议：考虑到国内黄羽肉鸡产能恢复导致年内供给增加，我们下调 2025 年归母净利润预测至 10.5 亿元（原为 17.6 亿元），基于中期消费改善和生猪景气维持预期，我们上调 2026 年归母净利润预测至 15.2 亿元（原为 10.8 亿元），同时预测 2027 年归母净利润为 16.2 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.3/1.8/2.0 元。公司作为黄鸡养殖龙头，出栏稳步扩张，成本持续改善，且生猪业务规模保持较快扩张，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）

金融工程

◆ 金融工程定期报告：金融工程季度报告-加仓消费减仓科技，港股配置权重连续五个季度提升——公募基金 2025 年一季报分析

基金仓位监控

普通股票型基金仓位中位数为 90.62%，偏股混合型基金仓位中位数为 89.21%，与上一季度相比基本持平，自 2020 年以来持续围绕在 90% 仓位震荡。普通股票型基金仓位处在历史 72.13% 分位点，偏股混合型基金仓位处在历史 78.69% 分位点。

普通股票型和偏股混合型基金港股仓位均值分别为 12.07% 和 15.3%，均较上一季度明显提升。普通股票型配置港股基金数量为 233 只，偏股混合型配置港股基金数量为 1572 只，普通股票型以及偏股混合型基金中配置港股的基金数量占比为 57.85%。

基金持股集中度监控

基金重仓股占权益配置比重为 53.21%，上一期为 52.61%，有所提升；另一方面，基金持股数量在 2025 年一季度相较于上一季度略有增加，基金经理总体持股数量为 2331 只，这意味着，基金经理持仓的股票差异化有所提升。

板块配置监控

2025 年一季报中披露的主板配置权重为 55.08%、创业板配置权重为 13.52%、科创板配置权重为 12.27%，港股配置权重为 19.12%。

在 2025 年一季度内，科技板块配置减仓较多，减少了 1.73%，而消费和医药板块配置加仓较多，分别增加了 1.11% 和 0.66%，大周期和大金融板块较上季度配置权重变化不大。

行业配置监控

2025 年一季报中披露配置权重最高的三个行业为电子、医药、电力设备及新能源行业，配置的权重分别为 18.93%、10.69% 以及 9.78%。主动加仓最多的三个行业为有色金属、汽车、机械，分别加仓了 0.77%、0.76% 以及 0.7%，与此同时通信、电力设备及新能源、家电行业主动减仓最多，分别减仓了 1.62%、1.37% 以及 0.39%。

个股配置监控

绝对市值配置最高的三只股票为腾讯控股、宁德时代、贵州茅台，其配置绝对市值分别为 682、544 以

及 375 亿元。

绩优基金与百亿基金行业配置监控

绩优基金配置最高的三个行业分别为医药、机械、汽车，配置权重分别为 27.56%、19.67%以及 16.24%。

百亿规模基金配置最高的三个行业为电子、食品饮料以及医药行业，配置权重分别为 22.53%、20.1%以及 15.59%。

风险提示：本报告基于客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、杨昕宇（S0980525040001）

◆ 金融工程专题报告：金融工程专题研究-启发式分域视角下的多策略增强组合

指数增强型基金的机遇与挑战

指数增强型基金的机遇：作为公募量化产品的主战场，指数增强型基金的规模和数量在近年来呈现出稳定的增长趋势。截至 2025 年 3 月 31 日，A 股公募基金中共有 324 只指数增强型基金，合计规模达到 2129 亿元。

指数增强型基金的挑战：基于多因子模型构建指数增强策略，是国内公募指增产品应用最广泛、理论最成熟的框架。然而，近年来多因子模型同质化问题凸显，在公募指增产品实践中面临着 Alpha 衰减和回撤加大的双重考验。

启发式风格划分法

分域增强：传统的多因子模型将全市场所有股票视为一个整体，用同一套打分标准对个股预期收益进行排序。然而，不同股票背后的投资者结构存在区别，其定价逻辑和适用因子也存在明显的差异。能否通过一定的标准对股票池进行划分，并针对不同股票池的特点进行精选，引起了我们的思考。

子策略选择标准：分域增强的本质即为多策略融合，但是选用何种策略、每种策略配置多少权重是我们需要回答的两个关键问题。我们认为子策略的选择需要满足两个条件：（1）长期具备超额；（2）超额收益相关性低。

基于因子打分的风格划分法：传统的风格划分法通常基于因子打分法，这种方法对阈值参数较为敏感，导致边界点风格划分较为模糊；此外，这种方法侧重于公司已实现财务信息，可能无法及时反映市场对其风格的真实判断。

启发式风格划分法：“启发式风格划分法”，通过寻找指数内部具有典型风格代表性的种子群体，以该种子群体为锚点、采用时间序列回归法对个股收益进行聚类，最终将股票风格划分至成长、价值及均衡三个维度上。

风格策略增强组合构建：在将指数成分股划分为不同风格后，我们采用对应的主动量化策略及指数增强策略进行替代。对于成长部分，采用超预期精选组合进行替代；对于价值部分，采用高股息精选组合进行替代；对于均衡部分，采用均衡股票池指数增强组合进行替代。

多策略超额收益相关性：多策略复合组合能否分散风险取决于不同策略超额收益之间的相关关系。以超预期精选组合为代表的成长型风格与以高股息精选为代表的价值型风格超额收益相关系数为 0.15，整体呈现出低相关关系。

多策略指数增强组合绩效表现

多策略中证 A500 指数增强组合自 2013 年以来年化超额收益 18.22%，相对最大回撤 6.90%，信息比 2.67，收益回撤比 2.64。

多策略沪深 300 指数增强组合自 2013 年以来年化超额收益 18.86%，相对最大回撤 7.45%，信息比 2.65，收益回撤比 2.53。

多策略主动股基增强组合自 2013 年以来年化超额收益 17.44%，信息比 2.24，收益回撤比 1.78，每年均能战胜偏股混合型基金指数，分年度收益基本每年都能排名主动股基前 30%分位点内。

风险提示：市场环境变动风险，本报告基于客观数据，不构成投资建议。

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

◆ 金融工程日报：沪指盘中收复 3300 点，零售股活跃、医药板块午后拉升

市场表现：今日（20250422）规模指数中上证 50 指数表现较好，板块指数中上证综指表现较好，风格指数中中证 500 价值指数表现较好。综合金融、商贸零售、综合、建材、医药行业表现较好，传媒、计算机、通信、机械、消费者服务行业表现较差。长三角自贸区、中国国际进口博览会、离境退税、中日韩自贸区、物流骨干网等概念表现较好，吉利集团、IDC（算力租赁）、东数西算、移动转售、AI 算力等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 91 只股票涨停，有 24 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 2.24%，昨日跌停股票今日收盘收益为-4.73%。今日封板率 74%，较前日下降 4%，连板率 25%，较前日下降 4%。

市场资金流向：截至 20250421 两融余额为 18098 亿元，其中融资余额 17984 亿元，融券余额 113 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 9.1%。

折溢价：20250421 当日 ETF 溢价较多的是黄金股 ETF，ETF 折价较多的是中证 500 增强 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 15 亿元，20250421 当日大宗交易成交金额为 11 亿元，近半年以来平均折价率 5.39%，当日折价率为 7.22%。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 0.36%，1.74%，7.36%，10.99%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 4.62%，处于近一年来 28%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 8.63%，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 15.75%，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 19.36%，处于近一年来 13%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九号公司-WD、宁波银行、晶盛机电、同飞股份、中际联合、国瓷材料、润贝航科、乐歌股份等，九号公司-WD 被 248 家机构调研。20250422 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是红宝丽、泰禾股份、中油资本、优博讯、西陇科学、润阳科技等，机构专用席位净流出较多的股票是英维克、四方精创、晓程科技、神农种业、拉卡拉、麦趣尔、润贝航科、中储股份、三态股份、奇德新材、中铝国际、天沃科技、亚太实业等。陆股通净流入较多的股票是拉卡拉、四方精创、连云港、中储股份、东方创业、三态股份等，陆股通净流出较多的股票是英维克、中铝国际、中油资本、国联股份等。

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	818.74	2.48	ICE 布伦特原油	66.26	-2.50
白银	8185.00	-0.09	铜	77130.00	0.63
铝	19835.00	-0.17	铅	16965.00	0.08
豆一	4173.00	1.58	锌	22480.00	0.17
豆粕	2957.00	1.61	镍	125530.00	0.08
玉米	2270.00	0.88	锡	258880.00	-0.17
螺纹钢	3022.00	-0.13	SR505	6159.00	-0.01

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
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
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
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
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
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
301138.SZ	不适用	9000.00	12000.00	100.00	2024-12-16
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16
603216.SH	梦天家居	16600.00	22136.00	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
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
688110.SH	东芯股份	16571.30	44224.97	100.00	2024-12-10
688192.SH	迪哲医药	21784.60	40000.01	100.00	2024-12-10
600886.SH	国投电力	48830.64	745417.97	100.00	2024-12-10
301193.SZ	家联科技	5985.00	12000.00	100.00	2024-12-09
301111.SZ	粤万年青	8986.15	16000.00	100.00	2024-12-09
301179.SZ	泽宇智能	9900.00	13200.00	100.00	2024-12-09
301126.SZ	达嘉维康	8187.02	20650.57	100.00	2024-12-09
301199.SZ	迈赫股份	7650.00	13334.00	100.00	2024-12-09
688151.SH	华强科技	24234.68	34450.00	100.00	2024-12-06

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	39186.98	2.663244	38.42	38.42	38.42	38.42	47.24
德国 DAX 指数	21159.09	-0.220552	66.12	-7.56	-0.44	18.46	56.06
法 CAC40 指数	7326.47	0.557381	-0.12	-8.90	-6.51	-8.87	50.09
恒生指数	21562.32	0.781392	0.44	-8.98	9.01	30.58	76.04
沪深 300 指数	3783.95	-0.024500	0.60	-3.33	-0.34	7.16	69.99
美国 SP500 指数	5287.76	2.511729	-2.01	-6.70	-13.12	5.53	54.35
纳斯达克综合指数	16300.42	2.706337	-3.10	-8.34	-18.53	5.49	61.10
日经 225 指数	34220.60	-0.173046	-0.13	-9.17	-13.68	-8.59	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	300059.SZ	东方财富	20.5500	-0.3878	无数据	300059.SZ	东方财富	20.5500	-0.3878	无数据
2	300760.SZ	迈瑞医疗	219.6000	1.6573	无数据	002050.SZ	三花智控	24.9100	-3.1493	无数据
3	601899.SH	紫金矿业	18.5000	-0.5376	无数据	300760.SZ	迈瑞医疗	219.6000	1.6573	无数据
4	600988.SH	赤峰黄金	31.3000	0.9677	无数据	601899.SH	紫金矿业	18.5000	-0.5376	无数据
5	688256.SH	寒武纪-U	694.9800	-0.0029	无数据	600988.SH	赤峰黄金	31.3000	0.9677	无数据
6	600036.SH	招商银行	42.0100	-0.6386	无数据	688256.SH	寒武纪-U	694.9800	-0.0029	无数据
7	600519.SH	贵州茅台	1548.8000	-0.1418	无数据	600036.SH	招商银行	42.0100	-0.6386	无数据

8	000333.SZ	美的集团	71.7200	0.4622	无数据	600519.SH	贵州茅台	1548.8000	-0.1418	无数据
9	002155.SZ	湖南黄金	25.6400	-2.5466	无数据	000333.SZ	美的集团	71.7200	0.4622	无数据
10	002475.SZ	立讯精密	30.3000	-1.8465	无数据	002155.SZ	湖南黄金	25.6400	-2.5466	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	9992.HK	泡泡玛特	175.9000	0.06930091	66071.09	1810.HK	小米集团-W	44.4000	0.05840286	452075.80
2	1347.HK	华虹半导体	38.0500	0.05255878	75160.72	3690.HK	美团-W	130.2000	-0.04615385	399672.31
3	0981.HK	中芯国际	46.6000	0.01304348	183741.49	9988.HK	阿里巴巴-W	110.0000	0.01195952	255469.36
4	6693.HK	中寿法兴八零三D	32.2500	0.08585859	198828.67	0700.HK	腾讯控股	460.4000	0.00524017	243058.11
5	6693.HK	赤峰黄金	32.2500	0.08585859	198828.67	0981.HK	中芯国际	46.6000	0.01304348	198647.56
6	1810.HK	小米集团-W	44.4000	0.05840286	329640.60	6693.HK	中寿法兴八零三D	32.2500	0.08585859	192003.26
7	0700.HK	腾讯控股	460.4000	0.00524017	368306.39	6693.HK	赤峰黄金	32.2500	0.08585859	192003.26
8	3690.HK	美团-W	130.2000	-0.04615385	396699.60	2899.HK	紫金矿业	18.0200	0.04645761	95606.19
9	9988.HK	阿里巴巴-W	110.0000	0.01195952	451419.78	1347.HK	华虹半导体	38.0500	0.05255878	52336.60
10	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	666386.45	9992.HK	泡泡玛特	175.9000	0.06930091	49491.33
11	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	945978.49	1787.HK	山东黄金	25.7000	0.07306889	47416.79

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