

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-23

宏观策略

2025 年 04 月 23 日

海外周报 20250420: 特朗普支持率降至二战后最低水平

核心观点: 本周美债抛售潮有所缓和, 10 年美债利率回落至 4.33%, 但美元指数再度走弱, 美股下跌, 避险情绪推升黄金价格上破 3300 再创新高。本周公布美国经济数据再度指向滞胀, 但 Powell 更强调通胀风险, 并否认将降息救市。在关税政策不确定性加剧的背景下, 特朗普就任后第一季度的民调支持率已降至二战后历任民选总统最低水平。向前看, 出于未来中期选举的政治压力, 特朗普或逐步调整当前关税政策, 以争取选民支持。风险提示: 特朗普政策超预期; 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机。

宏观量化经济指数周报 20250420: 出口货物量下行明显, 但基建投资有望提速

“降准”还需要综合观察经济基本面和股市等金融市场状况。

宏观深度报告 20250419: 贸易摩擦如何影响我国就业? 政策如何应对?

政策可从五方面对就业影响进行应对

宏观点评 20250413: 中国科技产业为全球资产注入稳定性

目前来看, 春节后由中国科技突破引发的估值重塑, 并非单纯的技术事件, 而是中国创新体系从“单点突破”向“系统进化”转型的缩影。在外部不确定性加剧的情况下, 中国始终秉承“以我为主”的宗旨, 通过科技突破和产业链完善, 稳扎稳打地实现向创新驱动型经济体的转型。在此过程中, 资本市场也将持续为科技产业提供稳定的流动性支持, “科特估”有望为中国经济“新旧动能转换”的重定价进一步注入稳定性。风险提示: 海外地缘政治变化影响市场风险偏好, 美国对华政策进一步施压影响市场信心, 科技创新进展和效率不及预期

海外周报 20250413: 美债抛售潮的原因: 去美元化、流动性冲击与中期财政扩张

核心观点: 对美元资产信任的退潮、对流动性风险的担忧引致美债遭遇抛售潮, 10 年美债利率本周飙升 50bps 至 4.5%, 美元指数下破 100。本周公布的 3 月美国物价数据全面遇冷、消费者通胀预期则大幅飙升, 但市场担忧的重点仍在于关税对通胀前景的高度不确定性。当前的价、量指标显示美元流动性尚未有显著、大幅恶化, 但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产在二季度大概率延续震荡。

宏观量化经济指数周报 20250413: 货币宽松进入“择机”窗口期

在外部经济环境日趋复杂的情况下, 金融市场对降准降息的预期也在升温, 货币政策加码宽松所择的“机”也进入观察期。

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

晨会编辑 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

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

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

环保行业跟踪周报：政策明确碳市场扩容节奏，持续关注稳健运营&自主可控&再生资源主线

政策跟踪：2025 年 4 月 11 日生态环境部发布《关于做好 2025 年全国碳排放权交易市场有关工作的通知》，明确全国碳市场建设关键节点与重点任务。《通知》要求，全国碳排放权交易市场重点排放单位名录按年度分行业制定。对发电、钢铁、水泥、铝冶炼行业年度直接排放量达到 2.6 万吨二氧化碳当量的单位，应当列入重点排放单位名录。省级生态环境主管部门要制定本行政区域 2024-2026 年度重点排放单位名录，确定纳入全国碳排放权交易市场管理对象。重点排放单位纳入全国碳排放权交易市场管理后，不再参与地方碳排放权交易市场相同行业和相同种类温室气体管理，避免重复管控。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

推荐个股及其他点评

天润乳业（600419）：2024 年报点评：业绩符合预期，25 年业绩弹性可期

2024 年公司业绩符合预期，我们略调整 25-26 年收入预期为 29.7/31.6 亿元（此前 25-26 年预期 29.4/31.2 亿元），新增 27 年预期为 33.7 亿元，同比+6%/+6%/+7%；考虑到 24Q4 公司净利率已有所修复，上调 25-26 年归母净利润预期至 1.3/2.1 亿元（此前 25-26 年预期为 1.0/1.7 亿元），并新增 27 年预期为 2.4 亿元，同比+203%/+57%/+17%，对应 PE 分别为 26/17/14x，维持“增持”评级。

奥特维（688516）：2024&2025 年一季报点评：业绩短期承压，看好海外市场拓展&平台化布局

成长为横跨光伏&锂电&半导体的自动化平台公司：（1）光伏：a.硅片：2024 年公司获合计 13 亿元单晶炉海外订单；b.电池片：子公司旭睿科技

负责丝印整线设备，收购普乐新能源负责 LPCVD 镀膜设备，推出激光 LEM 设备并完成 BC 电池印胶设备研发；c.组件：主业串焊机龙头销售额市占率 60%，有望受益于 0BB 迭代。（2）半导体：铝线键合机、装片机、AOI 检测设备及单晶炉获得行业龙头批量订单，划片机、装片机在客户端验证，CMP 设备内部验证中。（3）锂电：目前主要产品为储能的模组 pack 线，叠片机研发中。盈利预测与投资评级：考虑到公司订单交付节奏，我们下调 2025-2026 年归母净利润至 9.3/8.0（原值 12.3/15.7）亿元，预计 2027 年归母净利润为 10.2 亿元，对应当前股价 PE 约 12/14/11 倍，考虑到公司平台化及全球布局有序推进，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

三全食品（002216）：2024 年报及 2025 年一季报点评：2024 年面米制品有一定承压，25Q1 边际好转

考虑到行业竞争和需求端相对疲软，我们下调此前 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.0/6.8/7.4 亿元（此前 2025-2026 年分别为 7.2/8.1 亿元），同比+10%/14%/8%，对应 PE 为 18/15/14X。维持“增持”评级。

彩讯股份（300634）：2025 年一季报点评：业绩符合市场预期，聚焦彩讯“AI 2.0”战略

考虑需求端影响，我们将公司 2024-2025 年 EPS 预测由 0.84/1.05 元下调至 0.72/0.89 元，预测 2027 年 EPS 为 1.01 元。预计信创和 AI 应用放量，公司有望率先受益，维持“买入”评级。

科大讯飞（002230）：2024 年年报和 2025 年一季报点评：一季报略超市场预期，核心业务保持较快增长

我们预计随着 AI 的持续落地，公司在应用、平台、消费者等核心业务增长有望超预期，我们将公司 2024-2025 年 EPS 预测由 0.52/0.66 元上调至 0.71/0.86 元，预测 2027 年 EPS 为 1.08 元。维持“买入”评级。

燕京啤酒（000729）：2024 年报点评：大单品及高端逻辑强化，改革成效持续兑现

燕京啤酒发布 2024 年报，2024 年公司营收/归母净利润为 146.67/10.56 亿元，同比+3.20%/63.74%；2024Q4 营收/归母净利润为 18.21/-2.32 亿元，同比+1.32%/减亏 0.79 亿元。

厦门象屿（600057）：2024 年年报业绩点评：Q4 归母净利润+35%或现经营拐点，定增+股权激励开启后续成长

盈利预测与投资评级：厦门象屿投资逻辑：①国内大宗供应链行业集中度提升，②2 月定增落地、4 月发布股权激励计划草案，有望开启新一轮增长周期。③公司具备低估值+高分红属性。基于公司 2024Q4 业绩大幅好转，我们将 2025-26 年归母净利润预期从 15.0/16.5 亿元上调至 17.7/21.2 亿元，预计 2027 年归母净利润为 24.6 亿元，2025-27 年同比+25%/20%/16%，对应 4 月 21 日收盘价为 10/8/7 倍 P/E，维持“买入”评级。

万通液压（830839）：2025 年一季报点评：油气弹簧受益新能源车型增量市场，拓展机器人/风电/深海新应用

公司发布 2025 年一季度报告，实现营业收入 1.67 亿元，同比+17.57%，环比-10.14%；归母净利润 0.34 亿元，同比+60.72%，环比+1.97%；扣非归母净利润 0.33 亿元，同比+70.18%，环比+1.65%。公司业绩同比增长主要系销售订单稳步增加，高毛利产品收入占比增加叠加原材料价格下降以及成本的有效管控，带动产品毛利率同比增加 6.14 个百分点。工程

机械复苏驱动油缸业务回暖，油气弹簧受益新能源车型增量市场，多个JP研发项目基本实现研发目标顺利结项，并积极储备铆接机器人用丝杠技术，拓展布局风电与深海领域。公司油气弹簧增速亮眼，新业务布局成长可期，维持公司2025~2027年归母净利润预测分别为1.37/1.70/1.93亿元，对应最新PE为30.94/25.06/22.03，维持“买入”评级。风险提示：

1) 技术迭代不及预期;2) 宏观经济波动;3) 市场竞争加剧。

欣旺达(300207): 2024年年报点评: Q4业绩符合市场预期，电芯自供率持续提升

盈利预测与投资评级: 考虑到公司销量节奏变化，我们调整25-26年归母净利润预测至20.5/25.1亿元(此前预期21/27亿元)，新增27年归母净利润预测30.2亿元，25-27年同增+40%/+22%/+21%，对应PE为17x/14x/12x，考虑到公司消费龙头地位，给予25年25xPE，对应目标价27.8元，维持“买入”评级。 风险提示: 电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

妙可蓝多(600882): 2025年一季报点评: 协同效应释放，净利率提升超预期

公司2025Q1收入略低于预期，我们下调2025-2027年营收预期为53/61/70亿元(此前预期54.3/62.8/71.7亿元)，分别同比+10%/+15%/+15%; 25Q1净利率超预期，我们上调2025-2027年归母净利润预期为2.6/4.0/5.6亿元(此前预期2.4/3.8/4.9亿元)，同比+127%/+57%/+38%，对应PE分别为54/35/25倍，维持“买入”评级。

蔚蓝锂芯(002245): 2025年一季报点评: Q1业绩略超预期，马来工厂H2投运在即

盈利预测与投资评级: 我们维持25-27年归母净利预期6.5/8.2/10.5亿元，同比+34%/+26%/+28%，对应PE为23x/18x/14x，维持“买入”评级。 风险提示: 下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

乖宝宠物(301498): 2024年报及2025Q1业绩点评: 自有品牌快速成长，龙头引领国货崛起

盈利预测与投资评级: 公司是国内宠物食品领军企业，在宠物食品赛道国产品牌崛起背景下，公司品牌力、产品力、研发力、渠道力α优势显著，自主品牌高端化升级+新兴电商加速拓展。考虑到公司国内品牌增长势头强劲，我们上调2025-2026年归母净利润预测7.6/9.6亿元至8.2/10.2亿元，新增2027年归母净利润预测12.4亿元，对应PE分别为49/40/33X，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。

恒进感应(838670): 2024年报点评: 两新政策驱动中高端淬火机床放量，单价与成本因素致利润承压下滑

两新政策驱动中高端淬火机放量，全年营收同比+21%，24Q4扣非归母净利润环比+489%。公司发布2024年度报告，实现营收0.89亿元，同比+21.13%; 归母净利润0.21亿元，同比-22.37%; 扣非归母净利润0.16亿元，同比+2.54%。24Q4经营显著改善，营收环比+199%，归母净利润环比+235%。全年营收同比增长主要系“两新政策”拉动汽车行业规模增长，中高端数控感应淬火机营收大幅增加。归母净利润同比下滑主要系行业竞争激烈以及汽车领域单台体积较小导致价格较低，致使成本增幅超过收入增幅，拖累销售毛利率同比-8.09pct至42.63%，销售净利率同比-13.47pct至24.05%。2024年销售/管理/研发/财务费用率分别为

4.73%/12.80%/9.49%/-0.65%，同比-2.15/+0.45/-6.24/+2.26pct。考虑公司24Q4业绩环比显著好转，调整2025~2026年归母净利润分别为0.24/0.26亿元（前值为0.20/0.23亿元），新增2027年归母净利润预测为0.30亿元，对应最新PE为103.09/92.52/79.98x，考虑公司主营业务稳中向好，具有长期成长性，维持“增持”评级。风险提示：1）技术迭代不及预期；2）宏观经济波动；3）市场竞争加剧。

重庆百货（600729）：2024年年报业绩点评：扣非净利润+8.8%略超业绩快报，推进场店调改优化经营

盈利预测与投资评级：考虑公司百货、超市门店调改，电器受益于国补，汽贸结构调整、触底复苏，我们将公司2025-26年归母净利润预期从13.9/14.6亿元上调至14.1/15.0亿元，预计2027年为15.8亿元，2025-27年同比+7.2%/6.6%/5.3%，对应4月21日P/E为10/10/9倍，维持“买入”评级。

大金重工（002487）：2025年一季报点评：业绩超预期，出海单吨净利维持高位

公司发布2025年一季报，25Q1营收11.4亿元，同环比+146.4%/-22.6%，归母净利润2.3亿元，同环比+335.9%/+20.4%，扣非后归母净利润2.5亿元，同环比+448.5%/+40.0%；毛利率31.0%，同环比-0.6/-3pct，归母净利率20.2%，同环比+8.8/+7.2pct。欧元升值带来汇兑收益：25Q1欧元升值带来出口欧洲型企业实现汇兑收益，其中财务费用-7851万元主要是汇兑收益贡献，欧元升值带来收益约5000万元。此外，公司计提1208万元资产减值（主要是合同资产质保金减值）、184万元信用减值。剔除汇兑及减值影响后，公司经营业绩仍可达1.9亿元。合同负债环比继续提升：公司25Q1期间费用0.4亿元，同环比-58.1%/-84%，费用率3.1%，同环比-15/-11.7pct，主要是财务费用率大幅下降；25Q1经营性现金流-2.8亿元，同比-1.8亿元；25Q1资本开支4.1亿元，同比+640%，预计是唐山基地、光伏项目资本开支投入；25Q1末存货18.6亿元，较年初-10.9%；25Q1末合同负债14.9亿元，较去年末+7.2%。公司启动浮式基础布局，打造第二增长曲线：目前，全球有近2GW的浮式项目已锁定电力承购协议，预计2025年英国、法国、韩国、意大利、挪威、葡萄牙和西班牙将启动更多的浮式风电招标，该行业正处于一个转折点。25年4月公司正式设立全球浮式业务中心，并完成核心团队的招募和任命，深度布局浮式基础产能及潜在订单，浮式基础的技术难度、重量及盈利都将远高于单桩，打造远期第二增长曲线。

东华测试（300354）：2024年报&2025年一季报点评：业绩高增，发展多元业务潜力可期

盈利预测与投资评级：考虑到特种装备行业需求不及预期，我们下调公司2025-2026年归母净利润预测为1.71（原值2.58）/2.30（原值3.28）亿元，预计2027年归母净利润为3.10亿元。当前市值对应PE分别为31/23/17倍，考虑公司各项业务拓展稳步推进，维持公司“买入”评级。风险提示：原材料价格波动，制造业复苏不及预期，行业竞争加剧。

晶盛机电（300316）：2024年报点评：减值影响短期业绩，看好公司半导体设备&材料布局

信用减值&存货跌价准备拖累业绩表现：2024年公司实现营收175.8亿元，同比-2%，其中设备及服务营收133.6亿元，同比+4%，占比76%；材料业务营收33.5亿元，同比-20%，占比19%；其他业务营收8.7亿元，

同比-14%，占比 5%。归母净利润为 25.1 亿元，同比-45%；扣非归母净利润为 24.6 亿元，同比-44%。2024Q4 单季营收 31.0 亿元，同比-31%，环比-28%；归母净利润为-4.5 亿元，扣非归母净利润为-4.6 亿元，同环比由盈转亏，主要系公司就个别客户的应收账款单项计提坏账准备 2.5 亿元、个别客户发出商品计提存货跌价准备 3.41 亿元及石英坩埚原材料等计提存货跌价准备 3.49 亿元。盈利能力承压主要受坩埚业务及计提较多资产减值影响：2024 年毛利率为 33.4%，同比-8pct；销售净利率为 15.2%，同比-14pct；期间费用率为 9.9%，同比+0.8pct，其中销售费用率为 0.5%，同比持平；管理费用率为 3.0%，同比+0.7pct；研发费用率为 6.4%，同比持平；财务费用率为 0.1%，同比+0.1pct。2024Q4 单季毛利率为 23.0%，同比-18pct，环比-9pct，销售净利率为-18.6%，同环比转负。存货&合同负债同比下滑，订单短期承压：截至 2024Q4 末公司合同负债为 56.2 亿元，同比-48%，存货为 108.8 亿元，同比-30%；公司未完成半导体及化合物半导体装备合同超 33 亿元。2024Q4 经营活动净现金流为 8.95 亿元，较 2024 前三季度公司回款改善。盈利预测与投资评级：考虑到下游行业景气度，我们下调公司 25-26 年归母净利润至 22（原值 39）/24（原值 45）亿元，并预计 27 年归母净利润为 26 亿元，对应股价 PE 为 17/16/14 倍。风险提示：技术研发不及预期，新品拓展不及预期。

菲利华（300395）：2024 年报点评：半导体市场复苏呈现结构性分化，下游市场周期性波动

盈利预测与投资评级：公司业绩相对承压，我们相对下调先前对公司的盈利预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 5.10/6.83 亿元，前值 6.71/8.30 亿元，新增 2027 年预期 7.87 亿元，对应 PE 分别为 50/37/32 倍，同时考虑到公司是国内领先的石英玻璃材料和制品企业，是全球少数几家具有石英纤维批量生产能力的制造商，竞争格局良好，因此维持“买入”评级。风险提示：1）宏观经济波动导致市场需求下降、营业收入波动的风险；2）主要产品价格波动和毛利率下滑的风险；3）涉及国家机密影响投资者投资的风险。

宏观策略

海外周报 20250420：特朗普支持率降至二战后最低水平

核心观点：本周美债抛售潮有所缓和，10 年美债利率回落至 4.33%，但美元指数再度走弱，美股下跌，避险情绪推升黄金价格上破 3300 再创新高。本周公布美国经济数据再度指向滞胀，但 Powell 更强调通胀风险，并否认将降息救市。在关税政策不确定性加剧的背景下，特朗普就任后第一季度的民调支持率已降至二战后历任民选总统最低水平。向前看，出于未来中期选举的政治压力，特朗普或逐步调整当前关税政策，以争取选民支持。 大类资产：美债抛售潮有所缓和，但美股下跌，黄金价格上破 3300 美元/盎司再创新高。本周（4 月 14 日至 18 日）10 年美债利率自 4.49% 回落至 4.33%，2 年美债利率降 16.17bps 至 3.79%；美元指数跌 0.87% 收于 99.23，连续三周下跌；美股本周整体下跌，能源板块和小盘股领涨，科技板块领跌，标普 500、纳斯达克指数全周分别收跌-1.5%、-2.62%。整体来看，近期美债的抛售潮有所缓和，或表明市场对于流动性危机的担忧或告一段落。但特朗普关税政策反复的威胁依旧存在，对等关税对进入财报季的美股企业业绩指引也将产生负面影响，美股指数依旧面临较大的下行压力。在避险情绪的推动下，本周黄金价格一度上行至 3342 美元/盎司，再创历史新高，年初至今涨幅已达 26.91%。 海外经济：关税冲突持续影响经济数据，但 Powell 更强调通胀风险，欧央行则再度降息。通胀预期方面，3 月纽约联储未来 1 年通胀预期录得 3.58%，为 2023 年 10 月以来最高水平，预期 3.26%，前值 3.13%；但未来 3 年通胀预期保持 3% 不变，未来 5 年通胀预期下降至 2.9%，且通胀预期均小于上周密歇根大学消费者调查数据。消费方面，美国 3 月零售销售环比+1.4%，持平预期，高于前值的+0.2%；除去汽车和汽油外环比+0.8%，预期+0.6%，前值从+0.5%上修至+0.8%，关税担忧或推动消费者提前抢购相关商品。工业生产方面，美国 3 月工业产值环比-0.3%，不及预期-0.2%，前值由+0.7%上修至+0.8%。地产方面，美国 3 月份新屋开工数录得 132.4 万套，预期 142 万套，前值由 150.1 万套下修至 149.4 万套，新屋开工数创下疫情以来最大降幅。货币政策方面，本周三 Powell 发表讲话重申当前通胀风险，称关税对物价的影响可能更加持久，并否认将降息救市；而本周四欧央行再度降息 25bps，将存款利率从 2.5% 下调至 2.25%，欧央行行长拉加德在发布会上表示地缘政治风险和贸易冲突加剧当前市场不确定性，但相较于鲍威尔，拉加德更加关注经济增长，称当前衰退风险进一步增加。增长方面，截至 4 月 17 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 最新预测值为-2.2%，经黄金进口修正后的增速预测为-0.1%；截至 4 月 18 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q1 美国 GDP 预测值为+2.58%。 海外政治：关税政策不确定性加剧下，特朗普支持率跌至二战后历任总统最低。自 4 月 2 日特朗普宣布超预期的对等关税以来，美股、美债等美元资产经历了一轮恐慌的“抛售潮”。当前美国贸易政策的不确定性指数由特朗普上台前夕（2024 年 10 月）的 194 飙升至 2 月的 2481，已经远高出其首任任期内贸易战达到的 1974（详见报告《一天一变的美国总统，如何衡量特朗普政策的不确定性？》）。关税政策带来的不确定性不仅令资产价格出现了大幅下跌，也开始逐渐对特朗普的总统支持率产生负面影响。据著名民调公司 Gallup 的数据，特朗普在就任后第一个季度内的平均工作支持率仅有 45%，虽高于其首次总统任期内第一季度的 41%，但仍为二战后历任民选美国总统的最低水平，同时远低于 59%

的平均支持率。而根据 RCP 的综合民调统计数据，特朗普的支持率已由上任之初的 50.5% 下降至 46.5%。向前看，若未来特朗普支持率持续快速走低，则特朗普或将当前“全方位”打击的贸易政策逐步调整为针对特定国家和特定进口产品的关税政策，从而减少市场波动和对经济数据的影响，为中期选举争取选民支持。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 研

究助理：韦祎 研究助理：王茁）

宏观量化经济指数周报 20250420: 出口货物量下行明显，但基建投资有望提速

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看，截至 2025 年 4 月 20 日，本周 ECI 供给指数为 50.34%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.91%，较上周持平。从分项来看，ECI 投资指数为 49.93%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.72%，较上周回升 0.02 个百分点；ECI 出口指数为 50.27%，较上周回落 0.05 个百分点。月度 ECI 指数: 从 4 月前两周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.36%，较 3 月回落 0.02 个百分点；ECI 需求指数为 49.91%，较 3 月回落 0.03 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.93%，较 3 月回落 0.06 个百分点；ECI 消费指数为 49.71%，较 3 月回升 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.29%，较 3 月回落 0.03 个百分点。从 ECI 指数来看，4 月上半月高频数据反映出的经济表现并不弱，但环比动能较一季度有所放缓，主要体现在地产销售和工业生产景气度有所下行，而本周监测港口累计完成货物吞吐量环比下行较为明显，或指向对等关税正式落地后的影响已初步显现。消费方面，4 月上旬乘用车零售景气度有所下行，同比增速较 3 月份有所收窄，而部分家电产品零售增速也有所放缓，反映出商品“以旧换新”政策的拉动效果有所减弱，消费刺激政策或应逐步转向服务消费。此外，航班执飞率、地铁客运量等居民出行指标的回暖则指向服务消费景气度有所提升；基建方面，据百年建筑网的相关数据，截至 4 月 15 日样本建筑工地资金到位率和非房建项目资金到位率分别录得 58.28% 和 59.85%，较 3 月延续改善。此外，4 月以来表征基建实物工作量的石油沥青装置开工率、水泥发运率和水泥出货量也持续改善，预计随着下周特别国债的开始发行，基建投资有望进一步提速。ELI 指数: 截至 2025 年 4 月 20 日，本周 ELI 指数为 0.10%，较上周回升 1.04 个百分点。特别国债开启发行，货币政策工具或增量投放流动性。本周财政部宣布将于 4 月 24 日开启今年度特别国债发行，根据发行计划合计有 2860 亿元特别国债在下周发行，其中包括 1650 亿元 5 年期注资特别国债、500 亿元 20 年期超长期特别国债和 710 亿元 30 年期超长期特别国债。今年超长期特别国债发行安排在 4 月至 10 月，相比 2024 年前置 1 个月，但根据不同期限发行计划，预计今年特别国债或仍以 30 年期为主。4 月份增量财政政策开启落地，货币政策或调配政策工具适时呵护流动性，支持财政政策扩张发力。货币政策有多种工具可增加流动性投放，对冲政府债发行影响: (1) MLF 或继续超额投放，本月份仅有 1000 亿元 MLF 到期，在 3 月份 MLF 招投标方式变革且恢复净投放之后，4 月份 MLF 操作仍有较大概率保持净投放，在税期已至且财政融资需要平稳流动性之时，MLF 净投放一定程度可对冲债券发行对资金面的扰动; (2) 买断式逆回购或适度加量，本月份约有 1.7 万亿元买断式逆回购到期，而今年前 3 个月，买断式逆回购操作量和净投放量均处于逐月收缩状态，3 月份操作量和净投放量则分别是 8000 亿元和 1000 亿元，在下

周超长期特别国债开启发行之后，买断式逆回购或可加量投放，中长期流动性或得到更大力度支持。在4月下旬本轮特别国债开启发行，预计5月份或迎来政府债发行高峰，货币政策工具或将继续择机扩张流动性投放，“降准”还需要综合观察经济基本面和股市等金融市场状况。风险提示：短期出现“抢出口”现象；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋)

宏观深度报告 20250419：贸易摩擦如何影响我国就业？政策如何应对？

贸易摩擦或对我国就业市场造成扰动 其一，从直接影响来看，出口企业受到对等关税的冲击会产生订单减少、业务收缩的问题，加大企业的经营压力，对制造业企业用工造成直接影响；其二，从间接影响来看，一方面，面对高额的关税压力，部分企业或工厂可能将生产线迁移至关税成本较低的东南亚和拉美地区，造成就业岗位的减少及劳动力的外流。另一方面，制造业企业出口订单的减少会对其上下游产业链造成连带影响，如上游原材料相关行业及下游出口相关的航运、物流和仓储等行业就业均会受到一定波及。 从对就业影响的行业结构来看：从对美出口结构来看，在2024年，玩具(32.7%)、纺织服装(24.9%)、家具(25.1%)等劳动密集型行业对美出口占比较高，这些行业更容易受到美国对等关税的冲击；从上市公司境外业务收入占比来看，截至2023年年报，电子、家电、交运和纺织服装等行业境外业务收入占比超过20%，受对等关税的影响可能更为明显。 从对就业影响的省份结构来看：从对美出口占GDP的比重来看，截至2024年底，浙江、广东、上海、江苏和福建五个省份对美出口占GDP的比重高于4%，而其他省份均低于3%；从对美出口占总出口的比重来看，山西和河南对美出口占比超过20%，而四川、福建、西藏、浙江、江苏、广东和上海对美出口比重也超过15%，以上省份对美贸易的风险敞口相对较大，其就业情况更易受到对等关税政策的波及。 出口就业人数的两种定量测算 其一是通过投入产出表测算出口对就业的拉动。我们以每百万美元出口拉动的就业人数与我国全员劳动生产率同比增速的历史数据进行拟合，对每百万美元出口拉动的就业人数进行线性外推，估算出2024年每百万美元出口拉动的就业人数约为29.1人次，对应2024年出口拉动的就业人数约为1.04亿人次。 其二是通过工业企业中出口交货值占比估算出口对就业的拉动。截至2024年底，出口交货值占工业增加值比重约为38.1%，我们以此衡量工业企业中出口相关就业的占比情况，而2024年工业企业用工人数约为7401.9万人，对应工业企业中出口相关就业人数约为2818万人。而根据第五次经济普查中的数据，工业就业人数与服务业就业人数之比约为1:3.1，则对应出口相关的服务业就业人数约为8735万人，即合计出口相关的就业人数约为1.16亿人次，与方法一中测算的结果较为接近。 对等关税对就业影响的估算 假定在当下全部商品加征145%、部分商品最高加征到245%的税率，且年内维持此税率的极端情况下，则预计对等关税对我国出口增速的影响可能会达到6.6%，对应出口下滑对就业的影响可能约为686万人； 而如果后续贸易摩擦有所缓和，美方在上半年取消或者大幅调低对等关税的乐观情形下，则预计对等关税对我国出口增速的影响可能仅为1.5%，对应出口下滑对就业的影响可能约为153万人； 而在中性情形下，美方在三季度适度调低对等关税，则预计对等关税对我国出口增速的影响可能约为3.4%，对应出口对我国就业的影响约为357万人。 如何对冲极端情形下出口带来的

就业压力？只要 5 个就业弹性最大的行业名义经济增速从 Q1 的 4.5% 提高到 5.6%-7.0%，就能额外吸纳 686 万就业，基本能消化掉极端情形下关税冲击带来的就业压力。我们利用 2020 年投入产出表数据，测算了各个行业每百万元增加值吸纳的就业人数。关税冲击主要是制造业出口，制造业有更多的资本和技术投入作为劳动要素的代替，因此每百万元增加值吸纳的就业只有 4.7 人。相比之下，建筑业和部分服务业吸纳就业的能力更强。每百万元增加值吸纳的就业人数较多的行业依次是：住宿餐饮（22.1 人）、居民服务（14.6 人）、水利环境和公共设施（11.4 人）、建筑业（10.3 人）、批发零售业（9.7 人）。如果将拉动就业效果最好的这 5 个行业跟制造业相比，其就业吸纳能力是出口行业的 2-5 倍。如果通过就业弹性最大的行业，来对冲出口的就业拖累，这 5 个行业需要额外提高 1.1-2.5 个点的经济增速。这 5 个行业每百万元增加值吸纳就业 9.7-22.1 人，如果按 686 万人的就业冲击计算，需要这 5 个行业额外增长 3118 亿-7072 亿元。2024 年，这 5 个行业的增加值大约是 28.1 万亿，那么需要额外提高 1.1-2.5 个点的名义增速。今年 Q1，这 5 个行业名义增速为 4.5% 左右，出口带来的就业冲击发生后，需要提高到 5.6%-7%。基于上述分析，以下政策可能对“稳就业”作用更大：一是尽快落地服务消费补贴，服务消费补贴比耐用品消费补贴能拉动更多就业。目前我们的消费补贴局限于以旧换新，但以旧换新带动的更多是家电、汽车等工业的增长，而这些行业的就业吸纳能力偏低。制造业里，交通运输设备、电气机械、通信电子设备这 3 个行业平均每百万元增加值吸纳的就业为 5.4 人。而服务消费补贴可以补的行业，如批发零售、住宿餐饮、居民服务、文体娱乐等 4 个行业，平均每百万元增加值吸纳的就业为 13.1 人。二是推出更大力度政策，稳住房地产，特别是房地产投资。根据 2023 年五经普数据，建筑业从业人员从 2018 年的 6759 万减少到 2023 年的 6079 万，减少了 680 万，主要来自于房地产投资的下降，因此稳住房地产投资对于缓解就业压力具有重要意义。可以看到政策对这方面的重视正在提高。4 月 15 日，李强总理在北京调研时指出“要落实好各项相关政策，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权，并及时研究推出新的支持措施。要深入推进城市更新，加力实施城中村和危旧房改造，通过多种方式盘活存量、优化增量”，我们认为后续地产政策会着力于这两个方面，如创新和优化收购存量商品房用作保障性住房的微观运作机制，并扩大棚改货币化安置的规模。三是基建仍然重要，尤其要发挥以工代赈对促就业的重要作用。尽管近几年我国基建投资逐步饱和，但考虑到基建对就业的巨大拉动能力，在出口下行期，仍有必要保持较高的基建投资增速，特别是传统的“铁公基”和水利工程。此外，应进一步落实好地方以工代赈基建项目的开展推进，发挥其在促进就业、改善民生方面的重要作用。四是加大纾困力度，稳定出口链企业，加强失业保险的补助，减轻出口风险对内需的传导冲击。通过加大出口退税、促进出口转内销等措施，为出口企业纾困；同时加大财政补助失业保险的力度，让参保的失业人员都能顺利领取失业金，减轻出口链失业带来的消费冲击。五是要出台去产能政策，需要搭配更强的扩内需政策，以减小就业冲击。两会期间，国家发改委主任郑栅洁指出“将分行业出台化解重点产业结构矛盾的具体方案”，引发市场对新一轮去产能政策的期待。但去产能政策会加大就业压力，如 2017 年，在化解过剩产能过程中，仅煤炭和钢铁行业就需分流安置职工 100 多万人。因此，如需化解产能矛盾，作为配合，要在需求端加大经济刺激的力度，以减少去产能政策带来的就业冲击。风险提示：（1）部分数据基于历史数据进行测算，

且数据维度较长，可能存在测算误差；（2）年内美国关税政策的不确定性仍较高，需警惕后续进一步加大对华关税措施的可能性；（3）关税政策对我国经济增长的影响主要在于出口端，国内需求的回升可能会对关税政策对 GDP 增速的部分拖累。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：占烁）

宏观点评 20250413：中国科技产业为全球资产注入稳定性

观点 在世界多极化愈演愈烈的过程中，全球各国都在动态地调整从地缘到内政到经济的各方面战略布局。年初以来的新进展来看，持续三年的俄乌冲突可能落下帷幕，但美俄单独互动引发乌克兰与欧洲多国不满，乌克兰、欧洲与美国之间的联盟出现明显裂痕，相互博弈进一步激化。尽管海外环境发生剧变，但中国各方面稳定性持续增强，逐渐摆脱海外多极化脱钩的影响。经济层面上，中国已经逐步打下了“以我为主”的基础：一方面，在全球供应链体系中，中国坚持对外开放，持续为世界提供优质的中国制造、稳定的中国供给。作为全球第二大消费市场和第一大货物贸易国，制造业的稳定性和高性价比的供给让中国成为全球供应链的“稳定器”。另一方面，中国抓住了疫情期间海外供应链停摆的机遇，出口端“以价换量”的模式顶住了外需下行的压力，近几年转口贸易、海外建厂等方式逐步分散外需单极依赖，中国供应链的韧性已经在过去几年得到验证，叠加中国持续开拓和培育新贸易市场、加强国内经济大循环，中国应对海外的抗冲击能力显著提升，中国向全球各国传递了明确的“稳定”信号。产业层面上，2025 年伊始，DeepSeek 带来了大模型的效率革命，以极低的成本，实现了与海外顶级人工智能同行相当的竞争性能，降低了全球使用人工智能的门槛，同时获得更高的效率。Deepseek 将技术向全球公司开源，进一步获取更多的数据信息来进行迭代训练，将大幅加速 AI 的训练进程，同时，AI 可以接入更多下游的应用端产品、企业、政府平台等，增加全球对中国 AI 产业链的基础设施配套需求。中国科技稳定向外共享技术、训练模式和输出产品，阿里云、华为、百度等龙头企业的全球化步伐加快，人形机器人大规模铺开使用，智能驾驶搭载价格也进入历史新低。新能源与智能制造突破方面，宁德时代全球市占率继续攀升，比亚迪电动车出口同比翻倍。中国高端科技产业正在重塑全球供应链格局。金融层面上，随着 2021 年海外长钱逐步撤出中国，内资机构重新引领资本市场交易的主导权：2022 年开始，中美之间的资产价格表现已初步“脱钩”，海外市场的波动对 A 股的传导作用也开始逐步下降；2024 年 9 月 24 日以来的中国资产表现更是由国内资金接续推动，“自内而外”地形成了科技板块的“结构牛”。今年以来，A 股资本市场的韧性凸显，1 月中旬开始，港股开始逐渐修复；2 月春节之后，中国内地资产也开始在国际资本市场上迎来快速的回暖，科技股领涨；离岸人民币汇率企稳，陆港通、QFII 和港股的外资交易成交活跃。加征关税的初期，全球市场风险偏好急剧收缩，但 A 股、港股、中概股的下行幅度明显小于其他地区，外盘交易显示 A50 指数期货跌幅也远小于美股主要指数。随着关税政策和反制措施逐步加码，中国资产科技板块也呈现出明显的收益性和稳定性：1 月 2 日至 4 月 2 日关税宣布之前，代表国内“硬科技”板块的科创综指收益居前，而无论是关税宣布后 4 月 3 日的单日跌幅和 4 月 3 日的累计涨跌幅来看，科技板块的收益均明显超过全球其他指数，在全球资产的波动加剧的情况下，中国科技板块的稳定性逐步提升。目前来看，春节后由中国科技突破引发的估值重塑，并非单纯的技术事件，而是中国创新体系从“单点突破”向“系统进化”转型的缩影。在外

部不确定性加剧的情况下，中国始终秉承“以我为主”的宗旨，通过科技突破和产业链完善，稳扎稳打地实现向创新驱动型经济体的转型。在此过程中，资本市场也将持续为科技产业提供稳定的流动性支持，“科特估”有望为中国经济“新旧动能转换”的重定价进一步注入稳定性。风险提示：海外地缘政治变化影响市场风险偏好，美国对华政策进一步施压影响市场信心，科技创新进展和效率不及预期

(证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京)

海外周报 20250413：美债抛售潮的原因：去美元化、流动性冲击与中期财政扩张

核心观点：对美元资产信任的退潮、对流动性风险的担忧引致美债遭遇抛售潮，10 年美债利率本周飙升 50bps 至 4.5%，美元指数下破 100。本周公布的 3 月美国物价数据全面遇冷、消费者通胀预期则大幅飙升，但市场担忧的重点仍在于关税对通胀前景的高度不确定性。当前的价、量指标显示美元流动性尚未有显著、大幅恶化，但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产在二季度大概率延续震荡。 大类资产：流动性冲击与美元资产抛售潮下，美债、美元大跌，黄金价格上破 3200 美元/盎司。本周，关税政策冲击持续发酵，对美元资产的不信任加速了海外投资者对美元资产的抛售，美国遭遇股债汇“三杀”。全周（4 月 7 日至 11 日）来看，10 年美债利率自 3.99% 飙升至 4.49%，全周大涨 50bps，盘中一度突破 4.5%，2 年美债利率升 31bps 至 3.96%；美元指数跌 2.84% 收于 99.78，为 2022 年 4 月以来新低，全球主要货币均兑美元升值；美股在前半周延续下跌，后在特朗普暂缓对等关税 90 天消息后大幅拉升，标普 500、纳斯达克指数全周分别收涨 5.70%、7.29%。从驱动因素看，本周美债利率的罕见飙升来自两则“消息”，即美国可能会对海外投资者持有的美债利息收入征收 30% 利得税，以及日本银行正在抛售美债以止损。此外，有关对冲基金基差交易平仓、2025 年美债大规模到期等，也成为影响市场避险情绪、持续抛售美债的众多因素之一。我们认为，在当前市场避险情绪和流动性环境下，上述美债抛售潮的催化剂背后体现的是对美元资产信任的退潮、以及对流动性风险的担忧。尽管价、量指标显示当前的美元流动性冲击尚未有显著、大幅恶化，但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产震荡的余波在二季度大概率仍将延续。 海外经济：3 月美国通胀数据大幅不及预期，但消费者通胀预期再度飙升，关税仍是主导通胀前景的核心因素。3 月美国 CPI 环比-0.1%，前值+0.2%，同比+2.4%，前值+2.8%，核心环比+0.1%，前值+0.2%，核心同比+2.8%，前值+3.1%，主要分项均大幅不及预期；其中核心商品转跌，核心服务中居住、交运服务均是显著拖累；周五公布的 3 月 PPI 同样大幅不及预期回落。4 月密歇根大学消费者信心指数初值 50.8，预期 53.8，前值 57；1 年期通胀预期初值 6.7%，预期 5.2%，前值 5.0%。三方面因素使得市场对本周全面遇冷的通胀数据反应平淡：①关税对核心商品的推升作用尚未显现，3 月核心商品环比-0.09%（剔除二手车后核心商品环比也仅-0.01%），低于 2 月的 0.22% 和 1 月的 0.28%，尽管对加、墨和中国关税以及钢、铝关税已于 3 月生效，但政策不确定性对居民消费需求下行的冲击暂时超过了关税对核心商品的潜在上行冲击；②超级核心通胀中高波动的酒店、机票、车险环比下跌，但其趋势不一定稳固；近期油价大跌拖累总体 CPI 增速，其下跌的可持续性同样存在不确定性；③4 月密歇根大学消费者通胀预期延续飙升，1 年期通胀预期升至 1981 年以来的新高。关税不确定性对通胀预期的推升仍主导了市场对未来通胀水平的担忧。向前看，在本轮美国居民需求下行、人民币贬值空间有限的情

形下，关税对美国通胀的传导料将更难以被美国企业（美国 PPI）、人民币汇率和中国企业部门（中国 PPI）所分担，关税对美国通胀的冲击料将比 2018-19 年更大。本周波士顿联储主席柯林斯表示，预计高关税将推高通胀至 3%，纽约联储主席威廉姆斯则预计今年通胀将上升至 3.5%-4%。增长方面，截至 4 月 9 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 最新预测值为-2.4%，经黄金进口修正后的增速预测为-0.3%；截至 4 月 11 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q1 美国 GDP 预测值为+2.59%。

海外财政与流动性：3 月美国财政赤字意外大幅收窄；美国 2025 财年预算决议落地，财政宽松力度高于市场预期。本周，美国财政部发布了 3 月联邦政府收支数据。收入端，3 月联邦政府收入同比+10.7%，其中关税收入同比+34.7%，年迄今同比+15.6%，2、3 月分别加征的部分地区和商品关税的收入效应开始显现。支出端，3 月联邦财政支出同比-7.1%，其中强制性支出中，3 月医疗保险、收入保障、退伍军人和福利支出项目均同比大幅减少，是 3 月财政赤字收窄的主要因素之一。而与此同时，3 月净利息支出仍同比+17.5%。从收支平衡看，3 月当月赤字录得 1605 亿美元，相较去年同期的 2363 亿美元有较为显著的收缩。2025 财年迄今联邦财政赤字累计录得 1.31 万亿美元，高于去年同期的 1.06 万亿美元，而其中出利息支出外的赤字累计 0.82 万亿美元，与去年同期的 0.63 万亿美元差距有所收敛。2025 财年全年预算方面，4 月 10 日，众议院通过了由参议院提出的 2025 财年并行预算决议，标志着两院就 2025 财年预算案基本达成一致，这也为后续财政收支相关立法（如推进减税）的“预算协调（reconciliation process）”程序奠定了基础。相较于 2 月参议院、众议院分别提出的预算决议，最终通过的预算案比预期更为宽松：收入端，在延长当前 TCJA 减税法案（减税 3.8 万亿美元）以外，还包括从财务委员会和其他委员会共计借款 2 万亿美元，累计在未来十年增加 5.8 万亿美元额外赤字；支出端，法案提出的未来十年削减支出规模仅 40 亿美元，远低于此前参、众两院的方案。加上 1.1 万亿美元利息支出，则新预算案下累计新增赤字 6.9 万亿美元。综合来看，特朗普加征关税、裁员减支的“紧财政”效果在 3 月财政数据中已有所体现，但中长期美国财政扩张步伐仍在加快，CRFB 测算 2034 年美国净利息支出/GDP 将达到 4.6%，2035 年存在平均利率 R 高于经济增速 G 的可能，即美国债务的可持续性仍面临长期挑战。

风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 研究助理：韦祎 研究助理：王茁）

宏观量化经济指数周报 20250413：货币宽松进入“择机”窗口期

观点 一季度融资需求季节性回暖、货币政策宽松进入“择机”窗口期：一季度新增贷款和社融取得“开门红”，量上“同比多增”和价上“同比下降”显示货币政策“适度宽松”正在持续支持实体经济融资回暖。（1）从总量上看，融资需求季节性回暖。3 月金融机构口径贷款新增 3.64 万亿（同比多增 5470 亿元），一季度新增贷款 9.78 万亿（同比多增 3200 亿元）；剔除非银金融贷款的实体经济人民币贷款新增 3.83 万亿（同比多增 5358 亿元），一季度实体经济新增贷款 9.7 万亿元（同比多增 5906 亿元）。3 月份为传统的贷款投放大月，基建和制造业等行业陆续开工复工，以及地方政府“化债”对存量贷款的置换效应边际下降，导致新增贷款向季节性投放规律收敛。从新增社融看，3 月份政府债券融资同比多增 1.02 万亿，与新增贷款共同推动社融增长 5.98 万亿（同比多增 1.05 万亿），一季度社融累计新增 15.18

万亿元（同比多增 2.37 万亿），截至 2025 年 3 月末，贷款和社融存量增速分别回升 0.1 和 0.2 个百分点至 7.40% 和 8.40%。考虑到去年二季度开始调整金融行业增加值核算方法，今年一季度在去年“冲量”的情况下，新增贷款和新增社融仍然双双同比多增，显示 3 月份融资需求季节性恢复强度较好，并且从二季度开始，新增贷款或持续“同比多增”。（2）从融资结构上看，二季度则需要关注居民短期贷款的持续性。3 月份银行体系“票据贴现冲量”的诉求下降，但是短期贷款仍是推高读数的主要因素。3 月份短期贷款和票据融资新增 1.73 万亿（同比多增 5047 亿元），几乎占到 3 月贷款同比增量的全部，其中居民部门新增短期贷款 4841 亿元（同比少增 67 亿元）、企业部门新增短期贷款 1.44 万亿（同比多增 4600 亿元），但是企业中长期贷款新增 1.58 万亿（同比少增 200 亿元），居民中长期贷款新增 5047 亿元（同比多增 531 亿元）。3 月份融资需求期限偏短，显示一方面银行体系仍有用短期贷款冲量的冲动，企业部门融资需求回暖的可持续性仍有待验证；另一方面 3 月份消费贷“以价换量”或是推升居民部门短期贷款的主要因素，但是 4 月份以来消费贷“价格战”降温，居民短期贷款增长的持续性需要观察。因此预期进入二季度，短期贷款或让位于中长期贷款，受政策托底的企业部门中长期贷款或仍然是贷款投放的主力。（3）货币：财政支出回补企业和居民。2025 年 3 月末 M2 持平于 7.0%，修正口径 M1 同比增速回升至 1.60%，两者“剪刀差”大幅收窄至 5.40%。从存款端拆分部门来看，3 月份非金融企业和居民存款分别增加 2.84 万亿和 3.09 万亿，分别同比多增 7675 亿元和 2600 亿元，而同时财政存款减少 7710 亿元（同比多减 49 亿元），显示 3 月份财政支出力度加大，存款从财政部门转移至企业和居民部门，财政资金拨付改善企业资金情况，M1 读数回升显著，边际上也缓解了 1-2 月份银行体系的“负债慌、资产荒”局面。货币政策宽松进入“择机”窗口期。4 月初海外关税政策阴云笼罩，出口增速面临下滑风险，二季度“稳增长”的诉求或相对“防风险”前置，客观上要求经济政策继续加大支持力度，通过提振内需来对冲出口下行压力，货币政策“降准降息”的“机”或正随基本面而打开操作窗口，但是在落地节奏上则取决于经济数据、市场预期和外部冲击的实时研判。周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 4 月 13 日，本周 ECI 供给指数为 50.38%，较上周回升 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.91%，较上周回落 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.94%，较上周环比持平；ECI 消费指数为 49.70%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.32%，较上周回升 0.01%。月度 ECI 指数：从 4 月前两周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.36%，较 3 月回落 0.02 个百分点；ECI 需求指数为 49.92%，较 3 月回落 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.94%，较 3 月回落 0.05 个百分点；ECI 消费指数为 49.70%，较 3 月环比持平；ECI 出口指数为 50.31%，较 3 月回落 0.01 个百分点。从 ECI 指数来看，4 月初供需两端增长动能均较一季度有所减弱，结构上也仍旧延续供给强需求弱的格局，从细项来看地产、消费同比增速有所放缓，而对等关税对出口的影响则尚未显现。地方方面，今年 3-4 月份地产销售的“小阳春”成色略显不足，4 月前 12 天 30 大中城市商品房成交面积较去年同期回落 15.9%，新房销量增速也转为负增长，地产销售面临一定下行风险；出口方面，美国前期加征 20% 关税对我国出口的影响尚未显现，自 3 月初以来我国监测港口累计完成货物吞吐量不断回暖，3 月下旬至 4 月初连续两周突破 2.7 亿吨，较去年同期增长 8.4%，一定程度上反映出对等关税落地前企业“抢出口”明显提速。而随着 4 月 9 日以

来对等关税政策的落地及加码，出口端可能面临一定下行压力，叠加地产销售存在的下行风险，对于逆周期政策的诉求或有所提升。风险提示：短期出现“抢出口”现象；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋)

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

环保行业跟踪周报：政策明确碳市场扩容节奏，持续关注稳健运营&自主可控&再生资源主线

投资要点 重点推荐：瀚蓝环境，绿色动力，永兴股份，光大环境，美埃科技，宇通重工，景津装备，新奥能源，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，中国水务，伟明环保，九丰能源，龙净环保，高能环境，金宏气体，蓝天燃气，新奥股份，赛恩斯，金科环境，英科再生，路德环境，盛剑科技，华特气体，仕净科技。 建议关注：军信股份，旺能环境，绿色动力环保，粤海投资，北控水务集团，武汉控股，碧水源，海螺创业，重庆水务，凯美特气，三联虹普。 政策跟踪：2025 年 4 月 11 日生态环境部发布《关于做好 2025 年全国碳排放权交易市场有关工作的通知》，明确全国碳市场建设关键节点与重点任务。《通知》要求，全国碳排放权交易市场重点排放单位名录按年度分行业制定。对发电、钢铁、水泥、铝冶炼行业年度直接排放量达到 2.6 万吨二氧化碳当量的单位，应当列入重点排放单位名录。省级生态环境主管部门要制定本行政区域 2024-2026 年度重点排放单位名录，确定纳入全国碳排放权交易市场管理对象。重点排放单位纳入全国碳排放权交易市场管理后，不再参与地方碳排放权交易市场相同行业和相同种类温室气体管理，避免重复管控。 公司跟踪：1) 洪城环境：扣非归母同增 13%，稳健增长&高分红标杆。2024 年营收 82.27 亿元，同增 2.22%，归母净利润 11.90 亿元，同增 9.89%，扣非归母净利润 11.58 亿元，同增 12.72%。2024 年经营活动现金流净额 19.74 亿元，同增 14.19%，净现比 1.48 (上年同期为 1.39)；自由现金流为 0.85 亿元 (上年同期为-1.43 亿元)。2024 年公司每股派息 0.464 元，分红比例 50.07%。2) 兴蓉环境：业绩稳健增长，水务及固废增长动能充足。2024 年营收 190.49 亿元，同增 11.90%；归母净利润 19.96 亿元，同增 8.28%；扣非归母净利润 19.63 亿元，同增 8.82%。2024 年公司经营性现金流净额 36.81 亿元 (+8.61%)。2024 年公司每股派息 0.187 元，分红比例 27.96%，稳步提升。3) 伟明环保：归母净利润同增 32%，设备收入高增&新材料贡献在即。2024 年公司实现营业收入 71.71 亿元，同增 19.03%；归母净利润 27.04 亿元，同增 31.99%，加权平均 ROE 同增 2.20pct 至 22.24%。其中项目运营营收 33.70 亿元，同增 9.57%，毛利率 59.48%，同增 0.14pct，设备、EPC 及服务营收 37.59 亿元，同增 28.88%，毛利率 44.46%，同增 9.74pct。高冰镍及电解镍投入试生产。 深度研究：【粤海投资】拨云见日聚主业，对港供水露峥嵘。1) 2025 年剥离粤海置地&聚焦主业。23/24 年归母持续经营业务净利润 42.21/41.03 亿港元，归母已终止经营业务净利润-10.99/-9.61 亿港元。25 年 1 月剥离粤海置地，盈利稳健性提升。2)

资本开支下降&自由现金流大增&维持 65%高分红。24 年剔除粤海置地后经营性现金流净额为 91.50 亿港元(+29%)，资本支出为 18.57 亿港元(-76%)，自由现金流大幅转正至 73 亿港元。现金分红总额 20.42 亿港元，分红比例 65%。3) 水资源业务占据主要收入来源&对港供水为核心增长来源。东深供水：定价保障持续增长：24-26 年每年供水量上限/下限分别 8.2/6.15 亿立方米，每年基本水价 51.36/52.59/53.85 亿港元。东深项目经营稳健：15-24 年收入复增 1.6%，税前利润复增 2.8%。其中，24 年东深对港供水收入 51.36 亿港元(+2.4%)，15-24 年复增 2.2%。其他水资源：以供水为主，建造高峰已过，期待水价改革推进。截至 24 年底，供水在建/已建为 13%，污水在建/已建为 2%。4) 盈利预测：预计 25-27 年归母 42.74/43.57/44.53 亿港元(+36.0%/2.0%/2.2%)，对应 25 年 PE 9 倍。若 25 年维持 65%分红，对应股息率将达 7.1%。对港供水可市场化提价，且无现金流风险，对标市场化美国水业 PE(TTM) 27，PB 2.4，估值存翻倍以上提升空间。(估值日期：2025/4/22) 行业跟踪：1) 环卫装备：2025M1-3 新能源渗透率同增 5.64pct 至 14.36%。25M1-3 环卫车销量 17306 辆(同比+2%)，其中新能源 2486 辆(同比+68%)，盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 37%/13%/8%。2) 生物柴油：地沟油价格环比下降，关税政策影响市场观望情绪浓厚。2025/4/11-2025/4/17 生柴均价 8200 元/吨(周环比持平)，地沟油均价 6042 元/吨(周环比-1.1%)，考虑一个月库存周期测算单吨盈利 240 元/吨(周环比持平)。3) 锂电回收：金属价格涨跌互现&折扣系数持平，盈利略微下滑。截至 2025/4/18，三元黑粉折扣系数周环比持平，锂/钴/镍系数分别为 76.5%/76.5%/76.5%。截至 2025/4/18，碳酸锂 7.14 万(周环比-0.2%)，金属钴 24.20 万(周环比+5.2%)，金属镍 12.72 万(周环比+4.4%)。根据模型测算单吨废料毛利-0.65 万(周环比-0.078 万)。4) 电子特气：价格整体持稳，市场平稳运行。2025/3/30-4/3 氙气周均价 2.80 万元/m³(周环比持平)，氦气周均价 300 元/m³(周环比持平)，氟气周均价 125 元/m³(周环比持平)，氯气周均价 657 元/瓶(周环比持平)。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文)

推荐个股及其他点评

天润乳业(600419)：2024 年报点评：业绩符合预期，25 年业绩弹性可期

投资要点 公司发布 2024 年报：2024 年公司营收 28.04 亿元，同比+3.3%；归母净利润 0.44 亿元，同比-69%；扣非归母净利润 0.76 亿元，同比-46%。2024Q4 实现营收 6.49 亿元，同比+2.8%；归母净利润 0.21 亿元，去年同期-47 万元；扣非归母净利 0.02 亿元，去年同期为-401 万元。业绩符合此前预告。疆外稳健扩张，疆内 24Q4 边际改善。2024 年公司疆内/疆外收入分别同比-6.3%/+9.3%；2024Q4 疆内/疆外收入分别同比-3.4%/+4.6%。疆内收入下滑预计主因需求疲软、竞争加剧；疆外增长稳健预计主因公司加速推进疆外销售网络建设。24Q4 公司疆内经销商环比 24Q3+4 个，疆外环比 24Q3+7 个，疆外销售网络持续扩张。常温业务承压，低温业务稳健增长。2024 年常温/低温/畜牧业/其他收入分别同比-2%/+3.5%/+14%/+64%；2024Q4 收入分别同比-3%/+2%/+51%/+144%。公司常温业务疲软预计主因行业原奶供大于求导致常温奶竞争加剧，低温业务增长稳健主因新品拉动需

求。2024 年公司乳制品销量 29.4 万吨，同比+3.4%，对应吨价同比-3.1%，吨价下行预计主因行业竞争激烈致减促增加。吨价下行致毛利率承压，24Q4 减值及营业外支出改善提振盈利。24 年/24Q4 毛利率同比-2.4/-5.4pct，毛利率下行预计主因竞争激烈下吨价下行。24 年/24Q4 公司销售费用率同比+0.13/-1.6pct，24Q4 公司积极控费。24 年公司资产减值损失同比+60%，营业外支出占收入比重同比+1.48pct，我们预计减值损失和营业外支出增加主因行业供大于求下公司大包粉减值增加的同时加大了淘牛力度。24Q4 公司资产减值损失同比下降 65%，营业外支出占收入比重同比-5.1/-1.6pct，行业供需缓和下公司减值和营业外支出边际改善。综合来看 24 年/24Q4 公司归母净利率同比-3.7/+3.4pct，24Q4 公司盈利能力边际改善。盈利预测与投资评级：2024 年公司业绩符合预期，我们略调整 25-26 年收入预期为 29.7/31.6 亿元（此前 25-26 年预期 29.4/31.2 亿元），新增 27 年预期为 33.7 亿元，同比+6%/+6%/+7%；考虑到 24Q4 公司净利率已有所修复，上调 25-26 年归母净利润预期至 1.3/2.1 亿元（此前 25-26 年预期为 1.0/1.7 亿元），并新增 27 年预期为 2.4 亿元，同比+203%/+57%/+17%，对应 PE 分别为 26/17/14x，维持“增持”评级。风险提示：渠道建设不及预期，原材料价格大幅波动，行业竞争加剧，牧业业务持续承压，并购整合不及预期

（证券分析师：苏铖 证券分析师：周韵）

奥特维 (688516)：2024&2025 年一季报点评：业绩短期承压，看好海外市场拓展&平台化布局

投资要点 受下游景气度影响，25Q1 业绩有所下滑：2024 年公司实现营收 92.0 亿元，同比+45.9%，其中光伏设备营收 77.7 亿元，同比+44.9%，占比 84.5%；锂电设备营收 4.6 亿元，同比+32.5%，占比 5.0%；半导体设备营收 0.5 亿元，同比+120.6%，占比 0.5%；改造及其他营收 9.1 亿元，同比+60%，占比 9.9%；归母净利润为 12.7 亿元，同比+1.4%；扣非净利润为 12.4 亿元，同比+6.1%。2025Q1 单季营收为 15.3 亿元，同比-21.9%；归母净利润为 1.4 亿元，同比-57.6%；扣非净利润为 1.2 亿元，同比-63.4%。受产品结构&减值损失影响，盈利能力有所下降：公司 2024 年毛利率为 32.9%，同比-3.6pct，其中光伏设备毛利率为 32.2%，同比-4.3pct；锂电设备为 29.7%，同比-3.0pct；半导体设备为 27.8%，同比-5.7pct；改造及其他为 39.8%，同比+0.5pct。毛利率下降主要系低毛利的单晶炉等产品占比提升。期间销售净利率为 14.5%，同比-5.5pct，主要系 24Q4 计提 2.4 亿资产减值损失及 0.8 亿元信用减值损失；期间费用率为 10.2%，同比-2.9pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.6%/3.6%/4.7%/0.3%，同比-1.6/-0.5/-0.3/-0.5pct。2025Q1 单季毛利率为 27.0%，同比-7.6pct；销售净利率为 9.0%，同比-9.3pct。2024 年新签订单海外占比超 30%，半导体设备订单突破 1 亿元：截至 2025Q1 末公司合同负债为 25.8 亿元，同比-27.6%，存货为 51.0 亿元，同比-35.7%。2024 年公司新签订单 101.5 亿元（含税），同比-2.5%，新签订单同比下降主要受光伏行业下行影响，储能/锂电及半导体设备订单持续保持增长，其中半导体设备订单突破 1 亿元；新签订单中 30%为海外订单。截至 2025Q1 末，公司在手订单 112.7 亿元，同比-21.5%。公司出海步伐加速，马来西亚工厂预计 2025 年投产：2024 年公司海外营收达 15.3 亿元，同比增长 53.4%，占总营收比重为 16.6%。海外设备市场为高毛利优质市场，公司 2024 年出海光伏设备产品毛利率较国内平均高出 10pct。随着公司马来西亚工厂顺利落成并投产，高质量海外收入有望加速放量，为公司长期增长提供有力支撑。成长为横跨光伏&锂电&半导体的自动化平台

公司：(1) 光伏：a. 硅片：2024 年公司获合计 13 亿元单晶炉海外订单；b. 电池片：子公司旭睿科技负责丝印整线设备，收购普乐新能源负责 LPCVD 镀膜设备，推出激光 LEM 设备并完成 BC 电池印胶设备研发；c. 组件：主业串焊机龙头销售额市占率 60%，有望受益于 0BB 迭代。(2) 半导体：铝线键合机、装片机、AOI 检测设备及单晶炉获得行业龙头批量订单，划片机、装片机在客户端验证，CMP 设备内部验证中。(3) 锂电：目前主要产品为储能的模组 pack 线，叠片机研发中。盈利预测与投资评级：考虑到公司订单交付节奏，我们下调 2025-2026 年归母净利润至 9.3/8.0（原值 12.3/15.7）亿元，预计 2027 年归母净利润为 10.2 亿元，对应当前股价 PE 约 12/14/11 倍，考虑到公司平台化及全球布局有序推进，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

三全食品（002216）：2024 年报及 2025 年一季报点评：2024 年米面制品有一定承压，25Q1 边际好转

投资要点 事件：2024 年公司实现营业总收入 66.32 亿元，同比-6.00%；实现归母净利润 5.42 亿元，同比-27.64%。2024Q4 实现营业总收入 15.07 亿元，同比-8.14%；实现归母净利润 1.48 亿元，同比-24.91%。2025Q1 实现营业总收入 22.18 亿元，同比-1.58%；实现归母净利润 2.09 亿元，同比-9.22%。2024 年传统米面制品有一定承压，大 B 端增速领先。2024 年零售及创新市场/餐饮市场分别实现营收 51.9/14.5 亿元，同比-7.8%/+1.1%。C 端下滑与传统 KA 人流下滑和行业竞争加剧有关，小 B 端预计个位数下降、大 B 端有 40% 增长。分产品看，2024 年速冻米面制品实现营收 56 亿元，同比-4.0%，其中水饺、汤圆、粽子下滑 5.8%，创新面点类下滑 0.7%。速冻调制食品实现营收 8.7 亿元，同比-18.8%，行业竞争、电商推广费用影响盈利水平，2025Q1 扣非净利率环比改善。2024 年公司实现毛利率 24.2%，同比-1.6pct，2024 年销售费用/管理费用率同比+1.4/+0.6pct，毛利率下降主要是行业竞争加剧所致，销售费用率提升与电商推广费用增加有关。2025Q1 毛利率同比-1.3pct，销售费用/管理费用率同比-0.3/+0.4pct。2024/2025Q1 分别实现净利率 8.2%/9.4%，同比-2.4/-0.8pct。2024/2025Q1 分别实现扣非归母净利率 6.3%/7.4%，同比-2.9/-1.4pct。2025Q1 扣非归母净利率环比提升。2025Q1 传统米面边际好转，全年营收增速有望转正。2025Q1 传统米面制品降幅开始收窄，电商渠道明显亏损收窄，有向好的趋势。公司 2025 年会继续推进品类创新、拥抱新零售渠道，我们认为收入端有望转正实现小幅增长。盈利预测与投资评级：考虑到行业竞争和需求端相对疲软，我们下调此前 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 6.0/6.8/7.4 亿元（此前 2025-2026 年分别为 7.2/8.1 亿元），同比+10%/14%/8%，对应 PE 为 18/15/14X。维持“增持”评级。风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

彩讯股份（300634）：2025 年一季报点评：业绩符合市场预期，聚焦彩讯“AI 2.0”战略

事件：公司发布 2025 年一季报，Q1 实现营收 4.88 亿元，同比+15.08%，归母净利润 0.73 亿元，-12.25%，扣非净利润 0.71 亿元，同比+1.36%。业绩符合市场预期。投资要点 发布 Rich AIBox 2.0 新版本：2025 年 4 月 10-11 日，由中国移动通信集团主办的 2025 中国移动云智算大会在苏州金鸡湖国际会议中心举办，公司于大会期间隆重发布了一站式 AI 应用开发平台 Rich AIBox 的 2.0 全新版本。公司在会场全面展

示了其 Rich AI 超级工厂、AI 原生云计算解决方案 Rich AIcloud、一站式 AI 应用开发平台 Rich AIBox 等全栈 AI 服务体系，更在大会发布区带来了旗下自研产品 Rich AIBox2.0 新版本。推出 Rich AIcloud 与一体机全栈智算解决方案：公司推出了 AI 原生（AI-Native）云计算解决方案，该方案是集合了下一代 AI 原生云计算网络架构、超大规模算力集群管理平台、高性能大模型训推平台的 AI 算力构建及大模型运营一体化解决方案，旨在帮助企业快速构建大规模算力集群、部署运营专属大模型，赋能智能化转型。同时，公司发布了 AI 原生云计算解决方案 Rich AIcloud 与彩讯 DeepSeek 一体机。公司的 DeepSeek 一体机预置满血版 DeepSeek 大模型，为企业提供软硬一体、开箱即用的 AI 解决方案，支持从 7B 到 671B 全参数模型的灵活加载，覆盖轻量级推理到千亿级复杂任务，采用消费级 GPU 与国产昇腾芯片混合架构，提供多档配置选择，零门槛部署，助力企业 7 天落地 AI 应用。聚焦“AI 2.0”战略：2025 年，彩讯股份已启动“AI 2.0”战略，计划在 2026 年前推出可自主学习、适应复杂环境的下一代数字员工。在商业化路径上，公司提出“双 ROI 驱动”模式：一方面通过细分场景的精准赋能提升企业短期投资回报率；另一方面，以 AI 重构业务流程，帮助企业实现长期综合价值增长。盈利预测与投资评级：考虑需求端影响，我们将公司 2024-2025 年 EPS 预测由 0.84/1.05 元下调至 0.72/0.89 元，预测 2027 年 EPS 为 1.01 元。预计信创和 AI 应用放量，公司有望率先受益，维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期；AI 邮箱推进不及预期；运营商信息化投入不及预期；市场竞争加剧风险。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

科大讯飞（002230）：2024 年年报和 2025 年一季报点评：一季报略超市场预期，核心业务保持较快增长

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营收 233.43 亿元，同比增长 18.79%；归母净利润 5.60 亿元，同比减少 14.78%，扣非净利润 1.88 亿元，同比增长 59.36%；符合市场预期。2025 年 Q1 实现营收 46.58 亿元，同比增长 27.74%，归母净利润-1.93 亿元，亏损同比缩窄 35.68%，略超市场预期。投资要点 多因素影响公司短期利润：公司 2024Q4 营收 84.94 亿元，同比增长 20.71%，归母净利润 9.04 亿元，同比增长 62.00%。2024 年归母净利润减少原因主要系：1、2024 年 AI 新增研发投入 7.4 亿元（研发费用较上期增加 4.1 亿元）；2、2024 年计提坏账减值损失 10.14 亿元，计提坏账准备较 2023 年同期增加 2.77 亿元；3、公司持股的三人行、寒武纪等金融资产 2024 年投资收益较上年减少 1.12 亿元；同时，公允价值变动损益较上年减少 1.02 亿元；此外，其他收益较上年同期减少 0.54 亿元；以上合计影响 2.68 亿元。上述因素对当期损益影响达 16.92 亿元。核心业务保持较快增长：分业务看，公司核心赛道业务保持快速增长，开放平台、智慧教育、智慧汽车、智慧医疗、企业 AI 解决方案等业务营业收入分别同比增长 31.33%、29.94%、42.16%、28.18%和 122.56%，收入结构持续优化。公司 2024 年毛利率 42.63%，同比基本持平。费用率方面，销售费用率 17.49%（同比-0.75pct），管理费用率 6.23%（同比-0.74pct），研发费用率 16.67%（同比-0.55pct），整体有所下降。2024 年，公司经营活动产生的现金流量净额 24.95 亿元，创历史新高。斩获多个头部企业，订单金额位居行业榜首：公司已成为国家能源集团、中国石油、中国移动、中国人保、太平洋保险、交通银行、奇瑞汽车、中国一汽、大众汽车、海尔集团、美的集团等多个重点行业头部企业的大模型合作伙伴。根据年报显示，2024 年大模型解决方案中标项目数 91

个、中标金额 8.48 亿元，中标项目数及中标金额均列所有厂商榜首。发布星火 X1，性能比肩 Deepseek：4 月 20 日，公司深度推理大模型——讯飞星火 X1 迎来全新升级。升级后的星火 X1 在数学、代码、逻辑推理、文本生成、语言理解、知识问答等通用任务上效果显著提升，在模型参数比业界同类模型小一个数量级的情况下，整体效果对标 OpenAI o1 和 DeepSeek R1。盈利预测与投资评级：我们预计随着 AI 的持续落地，公司在应用、平台、消费者等核心业务增长有望超预期，我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 0.52/0.66 元上调至 0.71/0.86 元，预测 2027 年 EPS 为 1.08 元。维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期；技术推进不及预期；竞争加剧影响。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

燕京啤酒（000729）：2024 年报点评：大单品及高端逻辑强化，改革成效持续兑现

投资要点 事件：燕京啤酒发布 2024 年报，2024 年公司营收/归母净利润为 146.67/10.56 亿元，同比+3.20%/63.74%；2024Q4 营收/归母净利润为 18.21/-2.32 亿元，同比+1.32%/减亏 0.79 亿元。24Q4 销售提速，全年 U8 延续高增：公司的市场精耕细作与战略性扩张并行推进，同步完成销售渠道结构升级，拆分量价来看，2024 年/24Q4 公司啤酒总销量约 400.44/55.71 万千升，同比分别+1.57%/8.91%，其中燕京 U8 销量 69.60 万千升，同比增长 31.40%，实现全国化布局与销量双突破，势能依旧。2025 年公司继续聚焦 U8 大单品及高端化战略，预计 U8 销量有望维持高双位数增长。2024 年/24Q4 公司千升酒收入同比+1.60%/-6.97%至 3663/3269 元，我们认为 2024Q4 千升营收或受非啤酒业务与货折扰动。2024 年公司在行业整体承压的背景下，实现了业绩的强势突破。产品结构持续升级，中高档产品占比提升：分品牌来看，2024 年中高档产品实现营收 88.65 亿元，同比增长 2.15%；普通产品实现营收 43.65 亿元，同比-1.24%。分地区，2024 年华北/华南/华东/华中/西北地区分别实现营收 78.30/38.48/13.38/10.88/5.62 亿元，分别同比+5.39%/+0.28%/+9.82%/+0.32%/-12.52%，2024 年国内区域净增加经销商 98 家。分渠道来看，2024 年传统/KA/电商渠道分别实现营收 139.25/4.86/2.55 亿元，分别同比+3.40%/-1.66%/+1.79%。改革逻辑进一步兑现，盈利水平稳步提升：得益于（1）U8 带动产品结构升级、中高档产品占比提升；（2）成本红利释放；（3）深化内部改革：运营效率提高、资源配置优化、运营成本降低驱动费率优化、盈利提升，2024 年公司毛利率同比增长 3.09pct 至 40.72%，销售/管理费用率同比分别-0.26/-0.70pct 至 10.82%/10.70%；销售净利率为 9.03%，同比增长 3.02pct。盈利预测与投资评级：考虑到现饮场景修复待观测，以及 U8 大单品增势依旧，改革逻辑持续兑现，综合考虑下我们调整 2025-2027 年公司归母净利润为 14.79/18.42/22.26 亿元（2025-2026 年前值 14.70/17.06 亿元，新增 2027 年预测值），同比增长 40.06%/24.59%/20.83%，对应当前 PE24.13x、19.37x、16.03x，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：苏钺 证券分析师：邓洁）

厦门象屿（600057）：2024 年年报业绩点评：Q4 归母净利润+35%或现经营拐点，定增+股权激励开启后续成长

投资要点 事件：2024 年，公司实现收入 3667 亿元，同比-20%，归母净利润 14.2 亿元，同比-10%。公司拟分红 0.25 元/股，分红率 49%，对应 4 月 21 日收盘价股息率 4.0%。2024Q4 利润高增或现经营拐点 2024Q4 公司实现收入 690 亿元，同比-24%；归母净利润 5.3 亿元，同

比+35%。我们认为公司 Q4 业绩超预期主要原因是：①前期亏损基本处理完毕，如农产公司 2023 年亏损 9.8 亿元，2024 年减亏至 2.9 亿元。②大宗品经营的利润率回暖。分板块看：大宗品经营业务：主动收缩亏损业务，利润率回暖。2024 年大宗品经营货量同比-0.3%，但毛利率同比+0.29pct 至为 1.69%，反映公司收缩业务、保证毛利的经营思路。其中：①农产品经营货量同比-32%，加强流量经营和滚仓操作，提升服务型业务规模，较去年同期减亏，象屿农产亏损额从 2023 年的 9.8 亿元缩窄至 2024 年的 2.4 亿元。②新能源供应链经营货量同比+47%，毛利率同比+3.6pct，上游夯实国内外关键锂资源获取，中游串联头部锂盐加工厂，下游新增国内外终端客户，业务量和盈利水平同比大幅增长。③金属矿产经营货量同比+6.5%、毛利率同比+0.2pct，但收入同比-21%，毛利率提升受益于铝供应链期现毛利率同比大幅增长，收入和毛利额下降主要受黑色金属、不锈钢产业链需求偏弱、价格震荡下行的影响。④能源化工经营货量-4.05%，毛利率同比-0.16pct，主要受动力煤和油品产业链需求偏弱、价格中枢下行等因素影响。造船业务：2024 年实现收入 59 亿元，同比+24.8%；毛利率 18.1%；同比-4.4pct，毛利率下降主要受汇兑影响，但公司对冲实现套保毛利率同比提升。期末在手订单合计达 89 艘，排产至 2029 年；推动精益生产和技改，产能整体提升超 25%。2024 年 8 月，公司通过司法拍卖竞得江苏宏强核心资产，预计 2025 年中投产，提升造船板块整体产能 40-50%。大宗商品物流：2024 年实现收入 94.2 亿元，同比+33%；毛利率 8.9%，同比-1.04pct。其中，①综合物流增长受益于国内南北物流通道和东南亚、非洲国际通道业务量大幅增长。②铁路物流增长受益于疆煤外运业务量大幅增长。③农产品物流下滑因国储业务量下降，叠加玉米价格下行毛利率下降；④铝产业物流，公司于 2023 年 9 月成立铝联物流专业子公司，正在快速发展阶段。盈利预测与投资评级：厦门象屿投资逻辑：①国内大宗供应链行业集中度提升，②2 月定增落地、4 月发布股权激励计划草案，有望开启新一轮增长周期。③公司具备低估值+高分红属性。基于公司 2024Q4 业绩大幅好转，我们将 2025-26 年归母净利润预期从 15.0/ 16.5 亿元上调至 17.7/ 21.2 亿元，预计 2027 年归母净利润为 24.6 亿元，2025-27 年同比+25%/ 20%/ 16%，对应 4 月 21 日收盘价为 10/ 8/ 7 倍 P/E，维持“买入”评级。风险提示：大宗品价格波动，下游需求不佳，激励落地时间、地缘风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

万通液压（830839）：2025 年一季报点评：油气弹簧受益新能源车增量市场，拓展机器人/风电/深海新应用

投资要点 高毛利产品结构与成本端持续优化，25Q1 扣非归母净利润同比增长 70%。公司发布 2025 年一季度报告，实现营业收入 1.67 亿元，同比+17.57%，环比-10.14%；归母净利润 0.34 亿元，同比+60.72%，环比+1.97%；扣非归母净利润 0.33 亿元，同比+70.18%，环比+1.65%。公司业绩同比增长主要系销售订单稳步增加，高毛利产品收入占比增加叠加原材料价格下降以及成本的有效管控，带动产品毛利率同比增加 6.14 个百分点，25Q1 销售毛利率同比提升 5.93pct 至 30.62%，销售净利率同比提升 5.45pct 至 20.31%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.11%/2.57%/-0.13%/3.63%，同比-0.01/-0.59/-0.06/-0.41pct。工程机械复苏驱动油缸业务回暖，油气弹簧受益新能源车增量市场。1) 液压油缸：2025 年以来挖掘机销量呈迅速回升态势。中国工程机械工业协会统计，25Q1 挖掘机销量 6.14 万台，同比增长 22.8%。工程机械行业的健康发展及庞大的市场基数将为液压油缸提

供稳定的市场需求。2) 油气弹簧: 公司已成功研发包括重型矿用车、宽体自卸车、多桥运输车、特殊运输设备等油气悬挂系统产品, 并积极研制主动式智能油气悬架系统等新品。2022-2024 年油气弹簧复合增长率达 116%, 存量客户销量稳步提升, 增量客户开发效果显著, 新能源车型渗透率提升将推动油气弹簧在高端产品上的应用, 有望保持强劲增长势头。3) JG 业务: 公司多个 JP 研发项目基本实现研发目标顺利结项, 将不断向电动化、系统化、伺服控制领域发展, 有望打破公司在液压元件领域的单一布局, 实现由液压元件到液压系统、伺服电动、机电液一体化的全面布局。积极储备铆接机器人用丝杠技术, 拓展布局风电与深海领域。1) 行星滚柱丝杠: 2024 年, 公司针对铆接机器人用行星滚柱丝杠展开研发, 未来将积极跟踪电动缸(丝杠)的新技术研发及应用, 逐步探索进入人形机器人、工业自动化及航空航天等新领域。2) 风电液压系统: 公司与盘古智能(国内知名集中润滑系统和液压系统制造企业, 在风电领域集中润滑系统的国内市占率已超 50%)的可转债战略合作项目已获受理, 双方在液压产品、下游市场及技术工艺等方面具备良好协同性, 公司产品可用作风电液压变桨系统和液压偏航系统的执行元件, 价值占比较高。3) 深海领域: 公司针对高端海洋装备绿色直驱液压技术及产业化、海洋工程装备液压系统制造、海上钻井平台专用液压油缸、舰船转叶舵机用复式液压摆动缸关键技术及产业化、3000 米深海平台专用液压缸研发及产业化等项目展开研发, 具有相关技术储备, 可迅速相应市场需求。盈利预测与投资评级: 油气弹簧增速亮眼, 新业务布局成长可期, 维持公司 2025~2027 年归母净利润预测分别为 1.37/1.70/1.93 亿元, 对应最新 PE 为 30.94/25.06/22.03, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 技术迭代不及预期; 2) 宏观经济波动; 3) 市场竞争加剧。

(证券分析师: 朱洁羽 证券分析师: 易申申)

证券分析师: 余慧勇 研究助理: 薛路熹 研究助理: 武阿兰)

欣旺达(300207): 2024 年年报点评: Q4 业绩符合市场预期, 电芯自供率持续提升

投资要点 Q4 业绩符合预期。公司 24 年营收 560 亿元, 同增 17%, 归母净利润 14.7 亿元, 同增 36%, 毛利率 15.2%, 同增 0.6pct, 归母净利率 2.6%, 同增 0.4pct; 其中 24Q4 营收 177 亿元, 同环比+31%/+24%, 归母净利润 2.6 亿元, 同环比-6%/-34%, 毛利率 13.4%, 同环比-1.7/-1.7pct, 归母净利率 1.4%, 同环比-0.6/-1.3pct。Q4 包含资产处置损益-1.4 亿元, 公允价值损益-2.2 亿, 减值损失 0.8 亿元, 此外其他收益 2.0 亿, 投资净收益 1.0 亿, 构成 Q4 业绩波动影响。消费锂电持续亮眼, 电芯自供率升至 40%。消费 24 年营收 304 亿, 同增 7%, 毛利率 17.7%, 同增 2.7pct, 贡献利润 22 亿; 其中 H2 收入 172 亿, 环增 30%, 毛利率 17.3%, 环降 0.7pct, 贡献利润 9.5 亿, 环降 18%。锂威 24 年收入 61 亿, 同增 20%, H2 收入 31 亿, 环比持平, 产能 100 万支/天, 电芯自供率升至 40%, 25 年收入目标 70-80 亿, 产能增至 120 万支/天, 自供率提升至 50%+。关税、出口退税对公司盈利影响较小, 随着 AI 带来电池新需求, 电芯+Pack 一体化趋势明确, 公司凭借 Pack 端优势, 后续有望充分收益, 我们预计消费 25 年贡献利润 25 亿+, 同增 10-20%。动储客户持续拓展, H2 单位亏损实现缩窄。①动储电池 24 年收入 151 亿元, 同增 40%, 出货 25GWh, 同增 117%, 毛利率 8.8%, 同降 2.4pct, 其中储能电池毛利率-15%, 权益亏损 6.4 亿, 对应单 wh 亏损 0.06 元; H2 收入 89 亿元, 环增 40%, 出货 16.8GWh, 环比接近翻倍, 毛利率 6.8%, 环降 5pct, 系质保金计入成本, 年底储能电池毛利率已转正, 动储权益亏损 3.9 亿, 对应单 wh 亏

损 0.057 元，环比缩窄 0.015 元。②储能系统 24 年收入 19 亿，同增 70%，毛利率 20.4%，同增 1.4pct，装机 8.9GWh，同增 107%。H2 收入 13 亿，环增 1%，毛利率 16.8%，环降 11pct，系储能电芯自供率提升，盈利水平较差。25 年看，预计动储电池出货 35-40GWh，其中储能电池约 10GWh，随着储能盈利修复+动力海外客户放量产品结构改善，权益亏损预计 4 亿，同比缩窄 35%+。费用率有所下降，资本开支企稳提升。公司 24 年期间费用 73 亿元，同增 15%，费用率 13.0%，同-0.2pct，其中 Q4 期间费用 21 亿元，同环比+9%/+2%，费用率 11.6%，同环比-2.3/-2.5pct；24 年经营性净现金流 33 亿元，同降 9%，其中 Q4 经营性现金流 7 亿元，同环比-48%/-25%；24 年资本开支 63 亿元，同增 7%，其中 Q4 资本开支 16 亿元，同环比-5.1%/+17%；24Q4 末存货 75 亿元，较年初+6%。盈利预测与投资评级：考虑到公司销量节奏变化，我们调整 25-26 年归母净利润预测至 20.5/25.1 亿元（此前预期 21/27 亿元），新增 27 年归母净利润预测 30.2 亿元，25-27 年同增 +40%/+22%/+21%，对应 PE 为 17x/14x/12x，考虑到公司消费龙头地位，给予 25 年 25xPE，对应目标价 27.8 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶 证券分析师：朱家佟）

妙可蓝多（600882）：2025 年一季报点评：协同效应释放，净利率提升超预期

投资要点 公司发布 2025 年一季报：以调整后口径计算（下同），2025Q1 公司实现营业收入 12.3 亿元，同比+6.3%；实现归母净利润 0.8 亿元，同比+114.9%；实现扣非归母净利润 0.6 亿元，同比+110.2%。2025Q1 公司收入略低于预期，净利率提升超预期。BC 端双轮驱动，奶酪业务增长亮眼。以调整后口径计算（下同），我们预计公司 2025Q1 奶酪业务收入同比增长 15+%，液奶、贸易等其他业务萎缩拖累整体收入。奶酪业务内部来看，我们预计 25Q1 公司即食营养业务收入同比增长中个位数，家庭餐桌业务收入同比增长 30+%，C 端业务企稳预计主因公司和蒙牛奶酪双品牌协同下沉红利逐步释放，叠加妙可蓝多品牌的奶酪零食产品在零食量贩渠道放量；B 端方面，我们预计 25Q1 公司餐饮工业收入同比增长 30+%，B 端收入高增预计主因 24 年 7 月公司合并蒙牛奶酪后，形成了爱氏晨曦+妙可蓝多的双品牌多产品矩阵，协同效应释放下公司加速百胜等大客户开发。产品结构优化+强化费控，净利率显著提升。以调整后口径计算（下同），2025Q1 公司毛利率同比+2.8pct 至 31.5%，毛利率提升预计主因高毛利的奶酪棒企稳止跌+高毛利的国产原制奶酪占比提升，此外低毛利的贸易液奶业务下滑带动整体业务结构改善同样提振毛利率。2025Q1 公司销售费用率同比-2.7pct，预计主因公司发力低费率的零食量贩渠道+广宣费用等收缩。综合来看公司归母净利率同比+3.4pct，净利率显著提升。盈利预测与投资评级：公司 2025Q1 收入略低于预期，我们下调 2025-2027 年营收预期为 53/61/70 亿元（此前预期 54.3/62.8/71.7 亿元），分别同比+10%/+15%/+15%；25Q1 净利率超预期，我们上调 2025-2027 年归母净利润预期为 2.6/4.0/5.6 亿元（此前预期 2.4/3.8/4.9 亿元），同比+127%/+57%/+38%，对应 PE 分别为 54/35/25 倍，维持“买入”评级。风险提示：并购整合不及预期；竞争再度加剧风险；食品安全问题；原材料价格波动风险

（证券分析师：苏钺 证券分析师：周韵）

蔚蓝锂芯（002245）：2025 年一季报点评：Q1 业绩略超预期，马来工厂 H2 投运在即

投资要点 Q1 业绩略超市场预期。公司 25 年 Q1 营收 17.3 亿元，同环比+21%/-10%，归母净利润 1.4 亿元，同环比+101%/-31%，毛利率 20.4%，同环比+6.1/-0.2pct，归母净利率 8.2%，同环比+3.3/-2.5pct。Q1 出货 1.3 亿颗，淡季环降 12%。根据我们测算，锂电池 出货方面，25 年 Q1 出货超 1.3 亿颗，同环比+72%/-12%，我们预计 Q2 出货 1.7 亿颗，环增 30%，全年出货 7 亿颗，同增 60%。盈利方面，锂电 25Q1 贡献利润 5k 万，若加回马来工厂费用 1k 万，单颗盈利 0.45 元+，基本符合市场预期，后续看，马来工厂 Q3 产能开始释放，盈利能力预计开始恢复，25 年单颗盈利有望达 0.5 元+。展望 26-27 年，随着 BBU、机器人、Evtol 领域的放量，盈利能力大幅优于传统主业，公司锂电板块有望迎来第二增长曲线。LED 业务盈利亮眼，金属物流保持稳健。根据我们测算，LED 25Q1 贡献利润 4.4k 万，环增 31%，盈利表现亮眼，随着下游需求持续回暖，高端产品占比提升，我们预计全年贡献利润 1.5-2.0 亿，同增 35%+，此外公司已推出 CSP 芯片级封装产品，26-27 年有望贡献增长点；#金属物流 25Q1 贡献利润 0.42 亿元，环降 7%，我们预计 25 年有望贡献利润 1.7 亿+，持续贡献稳定现金流。马来工厂静待投运，期间费用率有所提升。公司 25 年 Q1 期间费用 1.7 亿元，同环比+27%/+21%，费用率 9.9%，同环比+0.5/+2.6pct；经营性现金流 3.3 亿元，同环比-26%/-47%；25 年 Q1 资本开支 2.5 亿元，同环比-2%/+25%；25 年 Q1 末存货 15.8 亿元，较年初+2%。盈利预测与投资评级：我们维持 25-27 年归母净利润预期 6.5/8.2/10.5 亿元，同比+34%/+26%/+28%，对应 PE 为 23x/18x/14x，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：朱家佟)

乖宝宠物 (301498)：2024 年报及 2025Q1 业绩点评：自有品牌快速成长，龙头引领国货崛起

投资要点 公司披露 2024 年年报及 2025Q1 业绩：2024 全年营收 52.5 亿元(+21.2%，代表同比增速，下同)，归母净利润 6.25 亿元(+45.7%)，扣非归母净利 6 亿(+42.1%)。2024Q4 营收 15.7 亿元(+29.6%)，归母净利润 1.5 亿元(+38.8%)。2025Q1 营收 14.8 亿元(+34.8%)，归母净利润 2.0 亿元(+37.7%)，扣非归母净利润 2.0 亿元(+44.2%)。自有品牌快速放量，渠道和产品结构持续优化。分业务看，24 年自有品牌/代工营收分别为 35 亿/17 亿元，同比分别为+29%/+19%，占比分别为 68%/32%，自有品牌持续快速增长引领公司整体增长。分产品看，24 年主粮/零食营收分别为 27/25 亿，同比分别为+29%/+15%，占比 51%/48%，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 36/17 亿，同比分别为+24%/+16%，占比 68%/32%。自有品牌&直销占比提升，盈利能力快速提升。①毛利率：2024 年达 42.3%，同比+5.4pct，Q4 单季毛利率 42.9%创历史新高，主要系高毛利主粮占比提升以及主粮毛利率提升+9pct，零食毛利率+2pct 主因原材料成本和汇率贡献。2025Q1 毛利率 41.6%，同比+0.4pct；②期间费用率：2024 年销售费用率 20.1%，同比+3.5pct，主要系品牌建设投入加大；2025Q1 销售费用率 17.8%，同比+0.5pct；③归母净利率：结合毛利率及费用率，2024 年归母净利率为 11.9%，同比+2pct。2025Q1 归母净利率同比+0.3pct 至 13.8%。推陈出新能力强，新品持续创新性高端化升级，多品牌战略成效显著。公司旗下主力品牌麦富迪持续领跑行业，蝉联 5 年天猫综合排名第一，主推“BARF 生骨肉天然粮”快速崛起，2024 年双 11 期间全网销售额同比增长 150%；弗列加特

完成品牌 2.0 升级，创新推出新品 0 压乳鲜系列。同时公司推出的高端犬粮品牌汪臻醇，有望成为高端狗主粮业绩新增长点。 盈利预测与投资评级：公司是国内宠物食品领军企业，在宠物食品赛道国产品牌崛起背景下，公司品牌力、产品力、研发力、渠道力 α 优势显著，自主品牌高端化升级+新兴电商加速拓展。考虑到公司国内品牌增长势头强劲，我们上调 2025-2026 年归母净利润预测 7.6/9.6 亿元至 8.2/10.2 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 12.4 亿元，对应 PE 分别为 49/40/33X，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：苏钺 证券分析师：张家璇 证券分析师：郝越 证券分析师：李茵琦）

恒进感应（838670）：2024 年报点评：两新政策驱动中高端淬火机床放量，单价与成本因素致利润承压下滑

投资要点 两新政策驱动中高端淬火机床放量，全年营收同比+21%，24Q4 扣非归母净利润环比+489%。公司发布 2024 年度报告，实现营收 0.89 亿元，同比+21.13%；归母净利润 0.21 亿元，同比-22.37%；扣非归母净利润 0.16 亿元，同比+2.54%。24Q4 经营显著改善，营收环比+199%，归母净利润环比+235%。全年营收同比增长主要系“两新政策”拉动汽车行业规模增长，中高端数控感应淬火机床营收大幅增加。归母净利润同比下滑主要系行业竞争激烈以及汽车领域单台体积较小导致价格较低，致使成本增幅超过收入增幅，拖累销售毛利率同比-8.09pct 至 42.63%，销售净利率同比-13.47pct 至 24.05%。2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.73%/12.80%/9.49%/-0.65%，同比-2.15/+0.45/-6.24/+2.26pct。 以中高档数控感应淬火机床作为核心产品，营收同比+24%。公司主要从事中高档数控感应热处理成套设备及关键功能部位的研发、生产、销售和技术服务，核心产品为中高档数控感应淬火机床，在风电装备、工程机械、汽车制造等领域具有明显市场竞争优势。1) 机床设备受汽车行业“两新”政策拉动，2024 年该产品业务营收同比+24.26%至 0.82 亿元，在总营收占比同比+2.31pct 至 91.81%，毛利率同比-8.67pct 至 40.32%。2) 其他销售和其他业务收入占比较小，其中，其他销售实现营收 666 万元（同比-6.89%），主要系 2023 年公司销售成套淬火感应电源，而 2024 年没有该类电源收入。其他业务收入实现营收 66 万元，同比增长 11.04%，主要系材料销售增加所致。 本土中高档数控感应热处理领军企业，持续受益三大产业增量红利。1) 风电装备：公司是国内风电装备领域高端热处理设备主要供应商，技术水平国内领先，已占据大部分高端风电轴承热处理设备市场，下游客户涵盖罗特艾德、洛轴集团、新强联、瓦轴集团、大连冶轴、天马集团等大型轴承龙头生产企业。海上风电新增装机规模持续扩展，叠加广东、福建等沿海基地项目集中投产，风电产业链需求激增，公司有望显著受益。2) 汽车制造：汽车市场正处于新能源变革热潮中，政策补贴+以旧换新策略刺激消费者换购需求增长，新能源汽车出海战略深化国产汽车国际化布局。行业繁荣和政策利好双重刺激下，公司进一步推动产品高端化、智能化、绿色化转型升级，汽车领域销量有望持续提升。3) 工程机械：紧抓更新换代和出口两大发展主题，依托工程存量设备替换风口和国产设备高性价比优势，有望进一步扩大市场地位和营业收入。 盈利预测与投资评级：考虑 24Q4 业绩环比显著好转，调整 2025~2026 年归母净利润分别为 0.24/0.26 亿元（前值为 0.20/0.23 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 0.30 亿元，对应最新 PE 为 103.09/92.52/79.98x，考虑公司主营业务稳中向好，具有长期成长性，维持“增持”评级。 风险提示：1)

技术迭代不及预期;2)宏观经济波动;3)市场竞争加剧。

(证券分析师: 朱洁羽 证券分析师: 易申申)

证券分析师: 余慧勇 研究助理: 薛路熹 研究助理: 武阿兰)

重庆百货 (600729): 2024 年年报业绩点评: 扣非净利润+8.8%略超业绩快报, 推进场店调改优化经营

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年度报告。2024 年, 公司实现收入 171.4 亿元, 同比-9.75%; 归母净利润 13.1 亿元, 同比+0.46%; 扣非净利润 12.3 亿元, 同比+8.76%。公司收入、归母净利润符合业绩快报, 扣非净利润略高于业绩快报给出的 12.2 亿元/+8.2%。公司拟每股分红 13.6216 元, 分红率 45.6%。 对应 2024Q4: 公司实现收入 41.35 亿元, 同比-1.87%; 归母净利润 3.92 亿元, 同比+136%; 扣非净利润 3.26 亿元, 同比+200%。 分业务板块看: 重庆百货的利润主要由零售主业和公司旗下马上消费金融贡献的投资收益构成。①扣非扣投资收益后, 公司零售主业利润约为 5.2 亿元, 同比+1.15%。②对联营企业投资收益 (主要来自马消) 为 7.08 亿元, 同比+15.1%。 低毛利的汽贸业务收缩, 公司整体利润率有所提升; 未来调改&供应链优化有望进一步提升利润率: 2024 年公司毛利率/销售净利率为 26.5%/7.8%, 同比+0.85pct/+0.75pct; 销售/管理/财务费用率为 14.74%/4.46%/0.32%, 同比+0.99/-0.59/-0.33pct。公司利润率提升的主要原因在于毛利率较低的汽贸业务 (毛利率仅 6.9%) 收入同比-29.5%, 带来的结构性变化。 分业务看: 百货业务: 2024 年营收 17.7 亿元, 同比-12.2%; 毛利率为 63.9%, 同比-2.1pct。百货受行业竞争加剧, 同质化严重, 收入下降。年内通过空间重构、品牌换新、体验升级、增加非购等举措, 推动南充商都、永川商都等调改, 业态柜位调改率 26.4%, 新增非购面积 3.37 万平方米。 超市业务: 2024 年营收 61.6 亿元, 同比-0.31%; 毛利率为 16.5%, 同比-0.8pct。超市进行模式变革, 加快门店调整改造, 探索生鲜+折扣、精致生活馆、品质超市三种模式, 年内调改焕新 10 家门店, 调改后多项经营指标双位数增长。2025 年计划调改 36 家门店。 电器业务: 2024 年实现收入 33 亿元, 同比+12.85%; 毛利率为 18.9%, 同比-0.89pct。电器受国补政策拉动, 收入同比实现较好增长。 汽贸行业: 2024 年, 实现收入 42.9 亿元, 同比-29.51%, 毛利率为 6.9%, 同比+0.62pct。汽贸传统燃油车价格战持续, 采取“有利润的营收”策略主动收缩。汽贸通过关停并转加快调整经营结构, 全年调改网点 11 家。 盈利预测与投资评级: 考虑公司百货、超市门店调改, 电器受益于国补, 汽贸结构调整、触底复苏, 我们将公司 2025-26 年归母净利润预期从 13.9/ 14.6 亿元上调至 14.1/ 15.0 亿元, 预计 2027 年为 15.8 亿元, 2025-27 年同比+7.2%/6.6%/5.3%, 对应 4 月 21 日 P/E 为 10/10/9 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 国补持续性, 消费需求波动, 竞争加剧, 调改不确定性等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 阳靖)

大金重工 (002487): 2025 年一季报点评: 业绩超预期, 出海单吨净利维持高位

投资要点 事件: 公司发布 2025 年一季报, 25Q1 营收 11.4 亿元, 同环比+146.4%/-22.6%, 归母净利润 2.3 亿元, 同环比+335.9%/+20.4%, 扣非后归母净利润 2.5 亿元, 同环比+448.5%/+40.0%; 毛利率 31.0%, 同环比-0.6/-3pct, 归母净利率 20.2%, 同环比+8.8/+7.2pct。 欧元升值带来汇兑收益: 25Q1 欧元升值带来出口欧洲型企业实现汇兑收益, 其中财务费用-7851 万元主要是汇兑收益贡献, 欧元升值带来收益约 5000 万元。此外, 公司计提 1208 万元资产减值 (主要是合同资产质保金减值)、184 万元信用减值。剔除汇兑及减值影响后, 公司经营业

绩仍可达 1.9 亿元。 合同负债环比继续提升：公司 25Q1 期间费用 0.4 亿元，同环比-58.1%/-84%，费用率 3.1%，同环比-15/-11.7pct，主要是财务费用率大幅下降；25Q1 经营性现金流-2.8 亿元，同比-1.8 亿元；25Q1 资本开支 4.1 亿元，同比+640%，预计是唐山基地、光伏项目资本开支投入；25Q1 末存货 18.6 亿元，较年初-10.9%；25Q1 末合同负债 14.9 亿元，较去年末+7.2%。 公司启动浮式基础布局，打造第二增长曲线：目前，全球有近 2GW 的浮式项目已锁定电力承购协议，预计 2025 年英国、法国、韩国、意大利、挪威、葡萄牙和西班牙将启动更多的浮式风电招标，该行业正处于一个转折点。25 年 4 月公司正式设立全球浮式业务中心，并完成核心团队的招募和任命，深度布局浮式基础产能及潜在订单，浮式基础的技术难度、重量及盈利都将远高于单桩，打造远期第二增长曲线。 盈利预测与投资评级：考虑公司 25 年欧元升值贡献汇兑收益，在手订单不断增加贡献 26~27 年交付量，我们上调 25~27 年盈利预测，预计归母净利润为 9.3/12.6/16.4 亿元（原预期为 8.5/12.1/15.4 亿元），同增 96%/35%/30%，给予 26 年 20x 估值，对应目标价 39.5 元/股，维持“买入”评级。 风险提示：竞争加剧，政策不及预期，出口订单落地不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：胡隽颖）

东华测试（300354）：2024 年报&2025 年一季报点评：业绩高增，发展多元业务潜力可期

投资要点 2024 年公司业绩增速可观，业务布局多点开花 2024 年公司实现营收 5.02 亿元，同比+32.79%；实现归母净利润 1.22 亿元，同比+38.90%；实现扣非归母净利润 1.20 亿元，同比+41.05%。其中 Q4 单季度实现营收 1.48 亿元，同比+104.03%。公司 2024 年营收与归母净利润均实现 30%以上增长，主要系结构力学性能测试分析系统销量和产量均有所提升，以及电化学工作站下游客户需求向好。 分产品看：2024 年结构力学性能测试分析系统实现营收 3.01 亿元，同比+35.79%；结构安全在线监测及防务装备 PHM 系统实现营收 0.72 亿元，同比+5.12%；基于人工智能的设备智能维保管理平台实现营收 0.27 亿元，同比+13.47%；电化学工作站实现营收 0.88 亿元，同比+52.26%；开发服务及其他实现营收 0.14 亿元，同比+123.46%。2025Q1 公司实现营收 1.09 亿元，同比+4.25%；归母净利润 0.29 亿元，同比+5.64%；扣非归母净利润 0.28 亿元，同比+4.05%。 2024 年毛利率维持高位，研发投入持续加码 2024 年公司毛利率为 66.37%，同比+0.90pct，2025Q1 公司毛利率为 68.66%，同比+1.39pct。毛利率维持高位且稳中有进，主要系公司各细分业务毛利率均有所提升。分产品看，2024 年结构力学性能测试分析系统/结构安全在线监测及防务装备 PHM 系统/电化学工作站毛利率分别为 66.50%/64.10%/67.89%，同比+0.59pct/+0.14pct/+0.07pct。 2024 年公司销售净利率 24.10%，同比+0.90pct，2024Q4 净利率为 15.20%，同比+7.73pct，2025Q1 净利率为 26.27%，同比+0.08pct。2024 年净利率增幅低于毛利率降幅，主要系研发费用率提升。 2024 年公司期间费用率为 37.03%，同比-0.28pct，销售/管理/财务/研发费用率为 14.72%/10.03%/0.05%/12.22%，同比 +0.11pct/-1.87pct/+0.12pct/+1.36pct。2025 年 Q1 公司期间费用率为 42.06%，同比+3.90pct，其中销售/管理/财务/研发费用率为 19.32%/12.51%/-0.02%/10.25%，同比+6.91pct/-1.24pct/+0.04pct/-1.81pct。公司持续增加研发投入，有望长期提升产品竞争力。 存货有所提升，经营活动现金流明显改善 截至 2024 年末公司存货为 1.83 亿元，同比+7.77%，

主要系在产品与库存商品同比提升，表明公司订单情况良好。2024 年公司经营活动净现金流为 0.38 亿元，同比+831.88%，经营活动现金流明显改善。各细分业务齐头并进，积极布局人形机器人六维力传感器。公司持续加大研发投入，测试仪器部分：自定义测控系统已经形成完整产品线，并已推广市场应用；传感器部分：公司开发出高温耐辐照、水下高冲击等传感器打破国外垄断；软件部分：公司升级 DHDAS 平台优化用户体验。公司积极布局机器人领域，目前正在积极研发基于应变电测原理的六维力传感器，应用在机器人手腕脚踝处，未来有望伴随人形机器人量产进程受益。盈利预测与投资评级：考虑到特种装备行业需求不及预期，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 1.71（原值 2.58）/2.30（原值 3.28）亿元，预计 2027 年归母净利润为 3.10 亿元。当前市值对应 PE 分别为 31/23/17 倍，考虑公司各项业务拓展稳步推进，维持公司“买入”评级。风险提示：原材料价格波动，制造业复苏不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

晶盛机电（300316）：2024 年报点评：减值影响短期业绩，看好公司半导体设备&材料布局

投资要点 信用减值&存货跌价准备拖累业绩表现：2024 年公司实现营收 175.8 亿元，同比-2%，其中设备及服务营收 133.6 亿元，同比+4%，占比 76%；材料业务营收 33.5 亿元，同比-20%，占比 19%；其他业务营收 8.7 亿元，同比-14%，占比 5%。归母净利润为 25.1 亿元，同比-45%；扣非归母净利润为 24.6 亿元，同比-44%。2024Q4 单季营收 31.0 亿元，同比-31%，环比-28%；归母净利润为-4.5 亿元，扣非归母净利润为-4.6 亿元，同环比由盈转亏，主要系公司就个别客户的应收账款单项计提坏账准备 2.5 亿元、个别客户发出商品计提存货跌价准备 3.41 亿元及石英坩埚原材料等计提存货跌价准备 3.49 亿元。盈利能力承压主要受坩埚业务及计提较多资产减值影响：2024 年毛利率为 33.4%，同比-8pct；销售净利率为 15.2%，同比-14pct；期间费用率为 9.9%，同比+0.8pct，其中销售费用率为 0.5%，同比持平；管理费用率为 3.0%，同比+0.7pct；研发费用率为 6.4%，同比持平；财务费用率为 0.1%，同比+0.1pct。2024Q4 单季毛利率为 23.0%，同比-18pct，环比-9pct，销售净利率为-18.6%，同环比转负。存货&合同负债同比下滑，订单短期承压：截至 2024Q4 末公司合同负债为 56.2 亿元，同比-48%，存货为 108.8 亿元，同比-30%；公司未完成半导体及化合物半导体装备合同超 33 亿元。2024Q4 经营活动净现金流为 8.95 亿元，较 2024 前三季度公司回款改善。晶盛半导体设备定位大硅片、先进封装、先进制程、碳化硅：（1）大硅片设备：晶盛机电为国产长晶设备龙头，能够提供长晶、切片、研磨、抛光整体解决方案；（2）先进封装：已布局晶圆减薄机，并突破 12 英寸 30 μ m 超薄晶圆的高效稳定减薄技术，现已进入客户验证阶段；（3）先进制程：开发了 8-12 英寸减压硅外延设备、LPCVD 以及 ALD 等设备，其中外延设备已实现销售出货；（4）碳化硅外延设备：开发了 6-8 英寸碳化硅长晶设备、切片设备、减薄设备、抛光设备及外延设备，8-12 英寸常压硅外延设备等，推出双片式碳化硅外延设备；（5）碳化硅离子注入设备：处于样机调试阶段，可实现晶格损伤实时修复与掺杂剂高效激活；（6）碳化硅氧化炉/激活炉、光学量检测设备：已实现批量出货。材料：布局碳化硅衬底&石英坩埚&金刚线：（1）碳化硅衬底：8 英寸导电型碳化硅衬底片已实现批量销售；牵手浙大系四小龙合作开发 AR 眼镜，已掌握 8 寸光学级碳化硅晶体稳定工艺并推进 12 寸晶体产线研发；（2）石英坩埚：加速推进坩埚的产能提升，持续研发高品质超级坩埚；

(3) 半导体精密零部件: 构建覆盖高端半导体设备核心部件的全产品体系, 并批量出货国内头部半导体设备客户; (4) 金刚线: 一期量产项目投产并实现批量销售, 二期扩产项目有望快速提升钨丝金刚线产能; (5) 蓝宝石: 已实现 1000kg 晶锭及 4-6 英寸衬底的规模销售, 并研发出 8-12 英寸蓝宝石衬底。光伏设备: 实现硅片、电池、组件设备全覆盖: (1) 第五代低氧单晶炉: 助力电池片效率提升低氧超导磁场单晶炉是确定性趋势; (2) 电池片设备: 兼容 BC 和 TOPCon 工艺的管式 PECVD、LPCVD、扩散、退火、单腔室多舟 ALD、EPD 和舟干清洗等设备已陆续导入客户量产线; (3) 组件设备: 强化叠瓦组件的整线设备供应能力, 推出降银增效叠栅新技术。盈利预测与投资评级: 考虑到下游行业景气度, 我们下调公司 25-26 年归母净利润至 22 (原值 39) / 24 (原值 45) 亿元, 并预计 27 年归母净利润为 26 亿元, 对应股价 PE 为 17/16/14 倍。风险提示: 技术研发不及预期, 新品拓展不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 李文意)

菲利华 (300395): 2024 年报点评: 半导体市场复苏呈现结构性分化, 下游市场周期性波动

事件: 公司发布 2024 年报。公司 2024 年实现营业收入 17.42 亿元, 同比-16.68%; 归母净利润 3.14 亿元, 同比-41.56%。投资要点 下游市场需求下降, 半导体市场复苏的结构性分化是业绩承压的主要原因: 菲利华 2024 年实现营业收入 17.42 亿元, 较 2023 年的 20.91 亿元同比下降 16.68%; 归属于上市公司股东的净利润为 3.14 亿元, 较 2023 年的 5.38 亿元同比下降 41.56%。业绩下滑的主要原因是 2024 年全球宏观经济形势复杂多变, 下游市场呈现周期性波动。半导体市场复苏呈现结构性分化, 国际产业政策变化及分工调整影响了全球半导体供应链的稳定性, 尽管公司半导体板块营收同比增长 11%, 但航空航天领域需求回落, 导致该板块营收下降。在产品研发和技术突破方面取得了显著成果, 持续加大研发投入: 2024 年, 公司投入金额达 2.50 亿元, 同比增长 11.98%。在石英玻璃材料和制品板块, 高纯合成石英砂项目顺利转入中试阶段, 黑白石英、高均匀性合成石英产品初步形成稳定量产能力, 大规模低羟基合成石英材料达到研发指标, 低膨胀合成石英产品质量稳步提升, 居国内领先水平, 并牵头制订了相关国家标准。在石英玻璃纤维和复合材料板块, 公司完成了电子电路用石英纱、石英布的研制定型, QDR 型石英纤维及织物、彩色石英纤维及织物的研制, 并实现新型蜂窝结构织物的自动化生产, 18 个高性能复合材料结构件产品项目研发成功并通过用户认可。实施股权激励计划, 增强了核心团队的凝聚力: 2024 年, 公司于 2 月 5 日披露了实际控制人、董事、高级管理人员的增持股份计划, 计划在 6 个月内合计增持不低于 3000 万元公司股份, 该计划已于 8 月 6 日完成, 体现了管理层对公司未来发展的信心。此外, 公司在产业布局方面也取得了重要进展, 合成石英玻璃材料扩产项目开工建设, 预计新增年产能 160 吨; 合肥光微光掩膜基板精密加工项目具备批量供货能力, 济南光微高端电子专用材料精密加工项目厂房顺利封顶, 中益新材电子布项目稳步扩产并进入批量制备和供货阶段。盈利预测与投资评级: 公司业绩相对承压, 我们相对下调先前对公司的盈利预测, 预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 5.10/6.83 亿元, 前值 6.71/8.30 亿元, 新增 2027 年预期 7.87 亿元, 对应 PE 分别为 50/37/32 倍, 同时考虑到公司是国内领先的石英玻璃材料和制品企业, 是全球少数几家具有石英纤维批量生产能力的制造商, 竞争格局良好, 因此维持“买入”评级。风险提示: 1) 宏观经济波动导致市场需求下降、营业收

入波动的风险；2）主要产品价格波动和毛利率下滑的风险；3）涉及国家机密影响投资者投资的风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研究助理：高正泰）

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。

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>