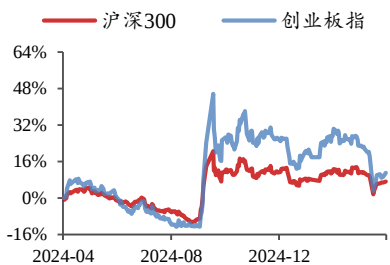


2025 年 04 月 22 日

开源晨会 0422

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	3.786
计算机	2.720
美容护理	2.114
机械设备	2.029
传媒	2.027

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-1.234
食品饮料	-0.595
房地产	-0.460
煤炭	-0.323
交通运输	-0.162

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【金融工程】4 月转债配置：看好平衡低估风格转债——转债配置月报-20250421

行业公司

【电力设备与新能源】宁德时代科技日发布“纳新”电池领跑行业，钠离子电池有望迎量产元年——行业点评报告-20250421

【汽车】上海车展前瞻：智能化深入演绎，自主品牌实力具显——行业点评报告-20250421

【传媒】MCP 及政策助力 AI 发展，继续关注高景气 IP 赛道——行业点评报告-20250421

【机械】人形机器人“跑”进现实，我们看到了未来——行业点评报告-20250421

【社服】五一假期旅游供需两旺，国货美妆加码掘金高端线——行业周报-20250420

【农林牧渔：佩蒂股份(300673.SZ)】2024 年出口业务亮眼，新品放量带动毛利率上行——公司信息更新报告-20250421

【家电：盾安环境(002011.SZ)】2024Q4 减值冲回致盈利高增，汽车热管理维持高增——公司信息更新报告-20250421

【化工：瑞联新材(688550.SH)】业绩符合预期，OLED 材料成为第一大业务板块——公司信息更新报告-20250421

【化工：利民股份(002734.SZ)】归母净利逐季环比大增，看好公司 AI+生物合成布局——公司信息更新报告-20250421

【公用事业：华明装备(002270.SZ)】业绩持续稳健增长，行业竞争优势稳固——公司信息更新报告-20250421

【电力设备与新能源：大金重工(002487.SZ)】全球海工装备一流供应商，两海战略进入全面提质期——公司深度报告-20250421

【化工：恒力石化(600346.SH)】公司具备盈利韧性，未来关注业绩弹性和高分红——公司信息更新报告-20250421

【地产建筑：大悦城(000031.SZ)】营收规模有所收缩，持有型物业表现强劲——公司信息更新报告-20250421

【通信：中际旭创(300308.SZ)】业绩符合预期，充分受益于 AI 算力基础设施建设——公司信息更新报告-20250421

【通信：天孚通信(300394.SZ)】业绩符合预期，积极布局前沿技术领域——公司信息更新报告-20250421

【通信：广和通(300638.SZ)】业绩稳健增长，端侧 AI 开启新曲线——公司信息更新报告-20250421

【中小盘：奥来德(688378.SH)】8.6 代设备迎突破，材料业务稳健增长——中小盘信息更新-20250421

研报摘要

总量研究

【金融工程】4月转债配置：看好平衡低估风格转债——转债配置月报-20250421

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001 | 陈威（联系人）证书编号：S0790123070027

截至2025年4月18日，近1月可转债等权指数（889033.WI）下跌5.83%，可转债高价指数（889041.WI）下跌9.01%，中价指数（889042.WI）下跌3.53%，低价指数（889043.WI）下跌3.26%，可转债正股等权指数（889035.WI）下跌11.24%。

转债和正股估值比较：转债估值适中

针对可转债与正股的估值比较，我们构建出时序上可比的估值指标“百元转股溢价率”，并计算滚动历史分位数衡量转债和正股当前的相对配置价值。

截至2025年4月18日，“百元转股溢价率”滚动三年分位数处于29.20%，滚动五年分位数处于40%。

偏债转债和信用债估值比较：偏债转债配置性价比高于信用债

针对偏债型转债和信用债的估值比较，我们重点考量转股条款对转债YTM产生的影响进行剥离，取“修正YTM-信用债YTM”中位数衡量偏债型转债和信用债之间的相对配置价值。

截至2025年4月18日，当前“修正YTM-信用债YTM”中位数为0.38%，偏债型转债的整体配置性价比高于信用债。

近1月估值因子在偏股、平衡、偏债转债中超额为0.9%、1.2%、-0.3%

从长期来看，高估值的转债会系统性的带来负收益。我们构建出转股溢价率偏离度因子和理论价值偏离度因子（蒙特卡洛模型），并将两个因子融合构建出转债综合估值因子。我们选择转债综合估值因子排名前1/3的转债构建平衡转债低估指数、偏债转债低估指数；选择理论价值偏离度（蒙特卡洛模型）因子排名前1/3的转债构建偏股转债低估指数。

截至2025年4月18日，近4周低估因子在偏股、平衡、偏债三类转债中增强超额分别为0.9%、1.2%、-0.3%。

转债风格轮动：看好平衡低估风格

我们选择转债20日动量+转债波动率偏离度作为市场情绪捕捉指标构建转债风格轮动组合，双周频调仓。

根据2025年4月18日的最新信号，未来两周风格轮动将全仓配置平衡转债低估指数。截至2025年4月18日，近4周转债风格轮动收益为-5.78%；2025年以来转债风格轮动收益为14.47%。

偏股转债低估指数成分债：飞凯转债、英博转债、强联转债等；

平衡转债低估指数成分债：希望转2、中环转2、利群转债等；

偏债转债低估指数成分债：晶能转债、东南转债、顺博转债等。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。

行业公司

【电力设备与新能源】宁德时代科技日发布“纳新”电池领跑行业，钠离子电池有望迎量产元年——行业点评报告-20250421

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

宁德时代科技日发布钠离子电池，钠电有望进入量产元年

2025年4月21日，宁德TechDay发布纳新全新钠电池品牌，包括24V重卡启驻一体蓄电池、高压动力电池两款产品，预计2025年6/12月上市。虽然钠电当前成本仍较高，但低温性能、安全性等相对锂电具有优势，有望在北方寒冷使用场景下率先落地，从远期来看，钠电降本潜力广阔，且钠资源地壳含量为2.74%，约为锂的421倍，具备自主可控性。我们认为宁德钠电池量产构建钠电从原材料、制造体系到应用端闭环，2025年有望成为钠电池量产元年，供应链有望受益，推荐宁德时代、普利特，受益标的：（1）正极：振华新材、容百科技、万润新能、同兴科技；（2）负极：贝特瑞、中科电气、璞泰来；（3）电解液：天赐材料、多氟多；（4）隔膜：恩捷股份、星源材质；（5）电池：传艺科技、维科技术。

发布多项先进技术，性能颠覆式提升领跑行业，打破钠电从概念到应用壁垒

钠电池能量密度提升难、成本高等问题曾限制其从技术到应用落地，宁德通过先进技术提升电池性能：（1）能量密度：首发自生成负极技术，能量密度提升约50%；（2）膨胀控制：开创无膨胀负极技术，充放电接近0应变；（3）循环寿命：高能SEI构建技术与低酸电解液技术，实现高库伦效率；（4）安全性：重构电解液体系，结合表面电场调控技术及隔膜断层设计，实现高安全性能；（5）环保：钠电池生产碳排放比锂电池最高降低60%。目前，宁德钠电池已具备应用基础：（1）宽温域：低温方面，宁德在正极采用多元快离子脱嵌技术，并使用独家复合抗冻电解液，使得钠离子电池在-40℃环境下保持90%以上的放电效率；高温方面，70℃下仍能应用。（2）能量密度：钠离子电池能量密度提升至175Wh/kg，为行业量产最高水平。（3）安全性：电池在满电状态测试中，受多面挤压、针刺贯穿、电钻穿透下无烟、无感，锯断情况下不起火、不爆炸。

产品端，宁德发布纳新品牌，钠电蓄电池/动力电池预计2025年6/12月量产

发布会上，公司发布“纳新”钠离子电池品牌，当前包括两款钠电产品：（1）24V重卡启驻一体蓄电池：在重卡、房车、露营车等多场景应用具备优势，在-40℃环境下仍可一键启动，使用寿命突破8年，总成本相较铅酸电池降低61%，预计2025年6月量产，于一汽解放车型首发。（2）高压动力电池：续航能力达标，PHEV、纯电车型续航里程分别突破200km、500km，拥有峰值5C快充，在-40℃环境下可用电量达90%以上、30-80%SOC补能仅10分钟、亏电状态下动力基本不衰减，并且使用寿命大于10000次循环，预计2025年12月量产，首发落地巧克力换电车型。此外，公司还发布了“骁遥”双核电池，能够根据车辆行驶状态和用户驾驶习惯搭配不同电化学体系电芯，其中，钠-铁架构充分利用“纳新”电池低温性能，以典型A级车为例，带电量可突破75度，总续航达700km以上。

风险提示：钠电池量产进度不及预期；钠电池在C端接受度不及预期。

【汽车】上海车展前瞻：智能化深入演绎，自主品牌实力具显——行业点评报告-20250421

赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 王镇涛（联系人）证书编号：S0790124070021

上海车展即将举办，汽车产业超千家企业参展

第21届上海国际汽车工业展览会将于2025年4月23日至5月2日在国家会展中心（上海）举行，主题为“拥抱创新，共赢未来”。本届车展展出面积超过36万平方米，共邀请到了26个国家和地区近1000家知名企业参展，其中头部自主企业方面，比亚迪、长安、长城、吉利等正快速推进智能化战略，吉利极氪9X首发L3智驾解决方案，比亚迪将展出搭载DM5.0插混动力系统的海狮07DM，此外还有近期上市的汉L和唐L。新势力车企方面，鸿蒙智行将首次亮相尊界S800内饰造型，小鹏带来改款X9、理想将亮相更换驾驶辅助芯片（ADMax切换为ThorU方案）的焕新版车型，小米展出SU7和SU7Ultra。合资车方面，BBA将推出多款纯电高端车型，丰田推出混动

过渡车型、奥迪 Q5Le-tron 和奔驰 MMA 通过智驾和智舱升级提升智能化能力。国产汽车品牌智能化能力较为领先，产业趋势加速，而合资车企也持续加码电动智能化。

近百款新车集中发布，智能化、电动化、自主化深入演绎

智能化、电动化、自主化趋势深入演绎。本次上海车展参展的新车高达 97 款，其中全新新车型有 41 款，数量接近一半。新车中传统燃油车型 30 款，新能源车型 67 款，总体上新能源参展新车的占比持续提升，从 2020 年北京车展的 38.4% 提升至 2025 年上海车展的 69.1%，贴合国内新能源持续渗透的浪潮。新车中自主品牌车型数量为 45 台，数量占比在 50% 以上，自主车企面对国内车市的激烈竞争正加速迭代进化。

SUV 市场新车型数量较多，下半年细分市场竞争激烈。此次车展 B-SUV、C-SUV、D-SUV 新车型数量较多，分别为 16、15、13 款，A-SUV 有 6 款，SUV 细分市场、特别是中型及以上 SUV 竞争将白热化。激烈竞争促使车企不断创新，从外观设计到智能互联，从动力性能到安全配置，全方位升级产品。

在车展中，可以看到在电动化上，车型呈现出对标跟进，在智能化上，高级辅助驾驶功能正成为差异化的重要方面，车展潜在爆款车型值得期待。

投资建议

我们认为，此次上海车展车型集中亮相，符合打造爆款车逻辑的整车标的具有领先优势，推荐小鹏汽车-W、上汽集团、比亚迪、长安汽车、长城汽车、零跑汽车，受益标的：赛力斯、江淮汽车、广汽集团、北汽蓝谷、理想汽车-W、吉利汽车。此外，零部件赛道优选智能化、特斯拉和华为汽车产业链相关标的，智能化方面推荐华阳集团、德赛西威、均胜电子、经纬恒润、美格智能、华测导航，受益标的：伯特利、保隆科技、科博达、地平线机器人-W、黑芝麻智能、中科创达。传统零部件推荐沪光股份、瑞鹄模具、拓普集团、新泉股份、继峰股份，受益标的：博俊科技、上海沿浦、爱柯迪、星宇股份。

风险提示：乘用车行业需求不及预期；汽车行业竞争加剧；电动智能化转型不及预期；政策支持力度不及预期；原材料价格大幅波动风险。

【传媒】MCP 及政策助力 AI 发展，继续关注高景气 IP 赛道——行业点评报告-20250421

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001 | 肖江洁（联系人）证书编号：S0790124070035

MCP 协议及《网络出版科技创新引领计划》助力行业发展，继续布局 AI

MCP 协议（模型上下文协议）为 Anthropic 于 2024 年 11 月发布的开源协议标准，旨在标准化大模型与外部数据源、工具之间的交互方式，通过类似“USB-C”的统一接口实现模型与多样化服务无缝集成。随着 Agent 的不断推出，传统管理模式效率不足，近期 MCP 协议引发更加广泛的共识，并不断被大模型厂商运用，4 月 15 日，支付宝联合魔搭社区率先在国内推出“支付 MCP Server”服务，AI 开发者可以使用自然语言接入支付宝支付服务，快速实现 AI 智能体内的支付。MCP 或为 AI 时代的“HTTP 协议”，有望大幅提效 AI 应用开发、加速生态扩展，推动大模型从人机交互到 Agent 应用全面落地。另外，4 月 15 日，快手发布可灵 2.0 视频生成模型，再度推高 AI 视频生成能力的天花板，腾讯 AI 智能体“元宝”于 4 月 16 日开启微信内灰度测试。4 月 18 日，国家新闻出版署印发《网络出版科技创新引领计划》，包含“支持网络出版企业围绕人工智能、大数据、云计算、区块链等网络出版相关技术建立企业实验室、企业技术中心等研发机构；支持网络游戏与图形处理器等基础产品的联合研发适配；着力打造支撑人工智能大模型等应用的高质量、多领域中文语料库”以及“完善财政引导支持机制；落实税费支持政策；强化科技创新融资支持”等具体内容。我们认为，该文件或进一步引导网络游戏、数字阅读、互联网影音内容企业加强 AI 模型研发及泛文娱 AI 应用开发，共建语料库，并有望获得更多财政、税收、人才等方面支持，而国产模型多模态、推理能力的持续突破，加之头部模型开源及 MCP 协议的广泛运用，或加速 Agent 在垂直领域应用落地，拉动推理算力需求，建议继续布局 AI。1、大模型/Agent：重点推荐腾讯控股、快手-W，受益标的包括阿里巴巴-W、昆仑万维、商汤-W；2、AI 游戏：重点推荐心动公司、恺英网络、网易-S、吉比特、完美世界，

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

受益标的包括巨人网络；3、AI 虚拟陪伴：重点推荐盛天网络、奥飞娱乐、网易云音乐，受益标的包括汤姆猫、实丰文化；4、AI 教育/校对：受益标的包括果麦文化、世纪天鸿、荣信文化、盛通股份、南方传媒；5、AI 动漫/影视：重点推荐上海电影、芒果超媒，受益标的包括中文在线、光线传媒、华策影视；6、AI 电商/广告：重点推荐值得买、引力传媒，受益标的包括蓝色光标；7、算力+云：重点推荐顺网科技，受益标的包括浙文互联、浙数文化。

集换式卡牌行业及龙头卡游延续高增长，继续关注集换卡等 IP 衍生品

根据卡游招股书，中国集换式卡牌市场规模由 2019 年的 28 亿元增长至 2024 年的 263 亿元（CAGR56.6%）；行业龙头卡游 2021-2024 年实现营业收入 23.0/41.3/26.6/100.6 亿元及经调整归母净利润 8.0/16.2/9.3/44.7 亿元。情绪消费刚需叠加国漫 IP、国产游戏加速崛起带来的供给释放驱动下，集换式卡牌等 IP 衍生品行业有望延续高增长，建议继续布局，重点推荐上海电影、姚记科技、布鲁可、奥飞娱乐，受益标的包括华立科技、泡泡玛特等。

风险提示：AI 应用收入、新游戏流水、IP 衍生品销量、演艺票房低于预期等。

【机械】人形机器人“跑”进现实，我们看到了未来——行业点评报告-20250421

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 罗悦（分析师）证书编号：S0790524090001

人形机器人“跑”进现实，我们看到了未来

4 月 19 日全球首场人形机器人半程马拉松在北京亦庄举办，赛事由北京市政府主导，包括天工 Ultra、松延动力 N2 等 21 款人形机器人参赛，CCTV5 通过“超大屏+电视端+移动端”全程直播，凭借科技感与创新性引发全民关注。最终，北京人形机器人创新中心研制的天工 Ultra 以 2 小时 40 分 42 秒成绩夺冠，其股东优必选、小米集团、京城机电分别持股 28.57%。松延动力获得第二名，创始人姜哲源曾是星动纪元的联合创始人。

本次马拉松全程 21.0975km，赛道涵盖了裂缝路、陡坡、石子路等多种复杂路况，全面考验了机器人的关节模组协调性、控制算法稳定性、能源管理、结构设计、信号抗干扰等能力，可以说是一场超高难度的“综合大考”。作为全球首个“人机共跑”赛事，本次马拉松的意义不在于跑得快，而是作为综合检验平台，在非理想环境、长距离运动压力测试下进行极限演练，推动产业链联动，形成标准化与规模化落地的合力。中国凭借强大的产业链协同与场景验证能力，率先实现人形机器人高强度运动场景的规模化实践，其他国家尚未具备同类验证条件。相较 2024 年 7 月世界人工智能大会（部分机器人仍需吊装辅助），本次赛事直接让机器人跑完全程，展现了关键技术的飞跃。同时，赛事通过高曝光直播、“人气奖”互动等机制，提升公众对人形机器人的认知与接受度，为未来人机融合的社会化应用铺路。作为人形机器人国家战略的具象化展示，“一赛一会”产业生态战略，也为即将在 8 月举行的世界人形机器人运动会预热。

短板清晰，小脑运控、电机、高效执行器等，为产业发展指明方向

通过本次比赛，机器人产业发展需要重点解决的技术短板更加清晰明确。例如出现关节过热导致性能衰减或摔倒、动平衡能力不足、需多次换电等问题，为后续产业发展指明方向：（1）电机：最主要的动力来源和热源，直接影响续航时长与热负荷，需要兼顾高功率密度及散热，对结构设计、磁铁排列及线圈绕线提出高要求；（2）传动机构（丝杠、减速器）：直接影响运动效率、能耗控制和响应速度，对精度、刚性、摩擦损耗及电机匹配控制提出了更高要求。（3）“小脑”：动平衡的核心，包括驱控、编码器、控制器等，挑战在于如何减少指令延迟、提升各硬件的兼容性，并通过持续训练提升决策能力；（4）轻量化材料：自重是续航与热管理的关键，轻量化是提升能效比和延长续航的直接手段。

AI 和软件决定硬件，特斯拉领先优势明显；国产聚焦共性关键技术和供应链

AI 和软件决定硬件。特斯拉构建了从模型、数据、算力到芯片的完整 AI 体系，并且建立了高度配套的供应链体系支持，2025 年预计机器人产量 5000 台，未来两年分别以 10 倍速度增长，产业化进展领先，投资角度重点关注特斯拉链。国产机器人如华为、宇树加速追赶补齐短板，带动国内供应链的机会。国产链聚焦共性关键技术，

包括执行器、丝杠、电机、减速器、传感器等关键部件。

投资建议及受益标的

(1) 特斯拉链：推荐标的：震裕科技、丰立智能、五洲新春；受益标的：拓普集团、三花智控、鸣志电器；
(2) 共性关键技术：①电机：推荐标的：雷赛智能；受益标的：步科股份、汇川技术；②丝杠受益标的：赛摩智能、雷迪克；③减速器推荐标的：中大力德；④小脑推荐标的：雷赛智能；受益标的：固高科技；⑤其他受益标的：领益智造、浙江荣泰。

风险提示：宏观经济波动风险；机器人量产不及预期；供应链发展不及预期。

【社服】五一假期旅游供需两旺，国货美妆加码掘金高端线——行业周报-20250420

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（联系人）证书编号：S0790123070033

旅游/潮玩：五一假期异地市场旅游供需两旺，3月潮玩线下店效高速增长

五一假期：假期旅游消费呈现“长线快增、跨境双向升温、县域逆袭”三大特征，下沉市场旅游消费贡献结构性增量，旅游市场β延续。同程：公告以24.9亿元收购轻资产公司万达酒管，此次收购将补齐酒管业务高端酒店短板，同时可接入万达高净值会员生态，促进品牌内部协同效应。潮玩：根据久谦，截至2025年3月，国内线下潮玩类目门店数量达到3645家/同比增长39%，环比净增28家，恢复正向增长；3月国内潮玩门店线下店效整体同比增长17%，2025Q1平均店效同比增长8.5%。分品牌看，3月泡泡玛特、三月兽、TOPTOY、乐高、X11、卡游平均店效同比分别+37%/-52%/+57%/+10%/-20%/-19%，品牌店效表现分化较为明显，独立潮玩品牌店效高增，部分谷子集合店效有所下滑。

餐饮/服务智能：遇见小面中式面馆引领者，酒店、餐饮等场景智能体需求大

遇见小面：根据招股说明书，2024年中国中式面馆市场规模为2866亿元，同比增长14.3%，遇见小面市场份额为0.5%，位列第四。2024年公司实现收入11.54亿元，同比增长44.2%，实现经调整净利润6389万元，同比增长36%。服务智能化：

根据弗若斯特沙利文，预计中国机器人服务智能体市场规模由2023年的30亿元增至2028年的97亿元，复合增长率为26.5%。2023年中国服务智能体的目标市场规模为9803亿元，其中酒店为4500亿元，餐厅、医疗机构、社区等场景需求较大。

美丽：成分升级，技术迭代，抗衰风起，国货美妆高端线产品布局渐入佳境

巨子生物：4月17日可复美品牌上新核心大单品胶原棒2.0，4月8日可丽金品牌将胶原大膜王升级为3.0，多维度进行升级，强化抗衰心智。丸美生物：围绕眼部护理专家+抗衰老大师品牌心智2024年9月公司将小红笔眼霜升级为3.0，销售额持续高增。上美股份：2024年8月韩束推出全新X肽系列新品X肽超频霜，定位“涂抹美容仪”，灵魂成分+卖点清晰+功效可考，具备成为大单品的潜质。贝泰妮：4月7日推出银核霜，主打抗敏、抗衰，成分为专研“超塑肽”，截至2025年4月20日下午，天猫平台旗舰店银核霜已售5000+件。AI+美丽：2025年3月美图斩获中国非游戏厂商出海第4名（按收入计）。聚焦电商场景，2025年3月美图旗下Whee在大陆市场AIAPP苹果端下载排名第9，月下载量环比+132%。

本周A股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（4.14-4.18）社会服务指数+0.14%，跑输沪深300指数0.45pct，在31个一级行业中排名第21，酒店、会展领涨；本周（4.14-4.18）港股消费者服务指数-4.09%，跑输恒生指数6.39pct，在30个一级行业中排名第29，旅游、教育类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）

美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：(1) 旅游：西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S；(2) 教育：凯文教育、有道；(3) 美护：若羽臣、巨子生物、爱美客、青木科技、毛戈平、上美股份；(4) 运动：力盛体育；(5) IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；(6) 新兴消费：赤子城科技；(7) 即时零售：美团-W、顺丰同城；(8) 眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；(9) 餐饮：百胜中国、蜜雪集团。

风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【农林牧渔：佩蒂股份(300673.SZ)】2024 年出口业务亮眼，新品放量带动毛利率上行——公司信息更新报告-20250421

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

2024 年出口业务增长亮眼，盈利水平大幅提升，维持“买入”评级

公司发布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年公司营收 16.59 亿元，同比+17.56%，归母净利润 1.82 亿元，同比扭亏为盈。2025Q1 公司营收 3.29 亿元，同比-14.40%，归母净利润 0.22 亿元，同比-46.71%。考虑海外业务受对等关税影响及国内自主品牌销售费用投放增加，我们小幅下调 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 2.10/2.43/2.84 亿元（2025-2026 年原值 2.29/2.73 亿元），EPS 分别为 0.84/0.98/1.14 元，当前股价对应 PE 分别为 17.8/15.3/13.2 倍，维持“买入”评级。

2024 年订单增长带动产能利用率提升，公司盈利水平再上台阶

2024 年公司销售毛利率/销售净利率 29.42%/11.20%，同比+10.09pct/12.34pct，期间费用率降至 15.45%，主要系管理费用率同比-0.83pct 至 7.02%，汇兑收益驱动财务费用率同比-0.73pct 至-0.44%。2025Q1 销售毛利率/销售净利率下降至 28.62%/7.07%，同比+4.26pct/-3.82pct，主要系国内自主品牌销售费用增加。

新产品放量带动毛利率提升，主粮产能释放有望支撑营收规模扩大

2024 年公司主粮和湿粮营收 1.18 亿元，同比-43.64%，毛利率 24.81%，同比+4.76pct。2024 年 3 月公司新西兰 4 万吨高品质主粮产线具备大生产条件，国内新型主粮产线建设进展顺利。随自建主粮产线陆续投产，主粮产品有望逐步成为营收支撑。2024 年畜皮咬胶/植物咬胶/营养肉质零食营收 5.05/6.08/4.03 亿元，同比+19.14%/+43.68%/+26.61%，毛利率 25.28%/31.86%/33.20%，同比+10.24pct/+7.44pct/+14.51pct，毛利率提升主要系新产品放量。

国外订单增长带动业务提升，国内战略调整导致业务进入阵痛期

(1) 国外：2024 年营收 13.71 亿元，同比+29.12%，占比 82.63%，毛利率 28.94%，同比+11.04pct。出口订单增长带动越南和柬埔寨工厂的产能利用率提升，驱动毛利率水平快速增长。(2) 国内：2024 年营收 2.88 亿元，同比-17.56%，占比 17.37%，毛利率 31.72%，同比+8.04pct。2024 年自主品牌收入规模增长 33%，其中爵宴品牌增长 52%。由于公司市场战略和业务模式调整，OBM 事业部只专注于国内自主品牌销售，导致国内市场收入同比下滑。

风险提示：原材料（鸡胸肉）价格波动，产能扩张不及预期等。

【家电：盾安环境(002011.SZ)】2024Q4 减值冲回致盈利高增，汽车热管理维持高增——公司信息更新报告-20250421

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 林文隆（分析师）证书编号：S0790524070004

2024Q4 减值冲回致盈利高增，汽车热管理维持高增，维持“买入”评级

2024 年公司实现营收 126.78 亿元（同比+11.39%，下同），归母净利润 10.45 亿元（+41.58%），扣非归母净利润 9.29 亿元（+13.16%）。单季度上看，2024Q4 营收 33.43 亿元（+13.81%），归母净利润 3.96 亿元（+100.2%），扣非归母净利润 3.0 亿元（+52.18%）。考虑到减值损失冲回以及并购大创等，我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025~2027 年归母净利润为 11.21/12.97/14.73 亿元（2025-2026 年原值为 10.86/12.58 亿元），对应 EPS 为 1.05/1.22/1.38 元，当前股价对应 PE 为 11.1/9.6/8.4 倍。制冷主业在结构优化以及降本增效下盈利或稳步提升，汽车热管理有望持续增长，维持“买入”评级。

2024Q4 汽车热管理维持高增，制冷配件业务或受益国补以及海外市场拓展

分业务，2024 年制冷设备/制冷配件/汽车热管理/其他业务营收分别为 14.96/96.12/8.12/7.59 亿元，同比分别 -9.16%/+13.67%/+71.66%/-5.97%；内销/外销营收分别为 103.97/22.81 亿元，同比分别+10.21%/+17.06%。制冷配件方面，换热器业务以及第二大客户销售收入持续增长，2024 年主营换热器的子公司盾安热工营收 11.69 亿元（+9%）、第二大客户营收 16.17 亿元（2023 年第二大客户营收 10.6 亿元）。汽车热管理收入增长或主要系并购大创以及大客户持续放量所致，2024 年并购大创增厚营收 0.51 亿元。展望 2025 年，汽车热管理在手订单有望持续放量，制冷配件业务关注海外以及商用市场拓展贡献增量。

2024Q4 毛利率降幅有所收窄，费用投放效率控制良好

2024 年公司毛利率 18.22%（-0.83%），其中内销/外销毛利率同比分别-0.43/-3.28pct。同口径下 2024Q4 毛利率 18.82%（-0.17pct），毛利率同比下滑或系原材料成本上涨等综合影响，但单季度降幅有所收窄。费用端，2024 年公司期间费用率 9.6%（-0.46pct），其中同口径下销售/管理/研发/财务费用率分别为同比分别 -0.35/+0.07/+0.15/-0.33pct，管理费用率同比提升主要系激励费用增加所致（剔除激励费用后同比-0.15pct）。同口径下 2024Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.96%/3.43%/4.49%/-0.35%，同比分别-0.22/+0.66/+0.17/-0.54pct。综合影响下 2024 年公司扣非净利率 7.3%（+0.11pct），2024Q4 扣非净利率 8.98%（+2.27pct），单季度净利率显著提升或主要系信用减值损失冲回所致。

风险提示：汽零业务拓展不及预期；行业竞争加剧；原材料价格持续上涨等。

【化工：瑞联新材(688550.SH)】业绩符合预期，OLED 材料成为第一大业务板块——公司信息更新报告-20250421

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

2024Q4 及 2025Q1 业绩符合预期，高额分红回报股东

公司发布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年实现营收 14.59 亿元，同比+20.74%；归母净利润 2.52 亿元，同比+87.6%；扣非净利润 2.37 亿元，同比+103.43%。2024Q4 实现营收 3.65 亿元，同比+32.25%、环比-8.68%；归母净利润 0.66 亿元，同比+83.86%、环比-26.18%；扣非净利润 0.63 亿元，同比+113.2%、环比-26.63%。2025Q1 实现营收 3.44 亿元，同比+4.83%、环比-5.83%；归母净利润 0.46 亿元，同比+32.9%、环比-31.3%；扣非净利润 0.42 亿元，同比+32.48%、环比-33.82%，公司 2024 年报及 2025 年一季报业绩符合预期，拟每 10 股派发现金红利 5.90 元（含税）。考虑主营业务景气，我们维持 2025-2026、新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 3.16、4.03、4.60 亿元，对应 EPS 为 1.84、2.34、2.67 元/股，当前股价对应 PE 为 20.4、16.0、14.1 倍。我们看好公司从 OLED 升华前材料向下游终端材料领域延伸，有序推进医药中间体、电子化学品产能扩建和客户扩展，成长动力充足，维持“买入”评级。

产品结构优化+成本管控助力盈利修复，OLED 材料成为第一大业务板块

（1）分业务看，2024 年公司显示材料、医药中间体、电子材料实现营收 12.76、1.54、0.29 亿元，同比+23.69%、+13.59%、-19.90%；毛利率为 43.14%、57.78%、18.15%，同比+9.91、+1.94、+2.42pcts。2024 年 OLED 业务成为公司第一大业务板块，液晶单体盈利能力保持稳定；医药 CDMO 主力产品继续稳定供应，新客户新产品开拓初见成效；电子材料销售数量同比增加 72%，产品结构进一步优化，但部分显示用电子材料产品客户采购节奏放缓，

半导体材料领域竞争加剧。(2) 盈利能力, 2024 年公司销售毛利率、净利率为 44.2%、17.26%, 同比+9.01pcts、+6.15pcts; 2025Q1 销售毛利率、净利率为 42.48%、13.27%, 相较 2024 年报-1.71pcts、-3.99pcts。2024 年毛利率上升主要是: ①公司显示材料毛利较高产品的销售占比有所提升, 同时高附加值产品销量增加, 规模效应凸显, ②自 2023 年下半年以来公司全面构建战略性成本管控体系, 公司整体效益不断提升。

风险提示: 投资进展不及预期、控制权变更、显示技术迭代等。

【化工: 利民股份(002734.SZ)】归母净利逐季环比大增, 看好公司 AI+生物合成布局——公司信息更新报告-20250421

金益腾(分析师) 证书编号: S0790520020002 | 张晓锋(分析师) 证书编号: S0790522080003 | 宋梓荣(联系人) 证书编号: S0790123070025

Q1 业绩同、环比大增, 看好公司 AI+生物合成布局, 维持“买入”评级

2024 年公司实现营收 42.37 亿元, 同比+0.32%, 实现归母净利 8,135.76 万元, 同比+31.11%; Q4 单季度公司实现归母净利 3,015.81 万元, 环比+54.95%。2025 年 Q1, 公司实现归母净利 1.08 亿元, 环比+258.51%。2024 年 Q3 以来公司主要产品价格上涨和销量增加, 实现公司业绩的环比增长。考虑到阿维菌素价格仍在上涨, 我们上调公司 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测, 预计公司归母净利分别为 4.54 (+0.45)、5.62 (+0.56)、6.52 亿元, EPS 分别为 1.12 (+0.01)、1.39 (+0.01)、1.61 元, 当前股价对应 PE 分别为 10.6、8.6、7.4 倍, 维持公司“买入”评级。

2024 年 Q4 以来阿维菌素、百菌清等价格环比上涨, 公司业绩逐季环比大增

根据百川盈孚数据, 2024 年 Q4, 阿维菌素平均价格为 44.77 万元/吨, 同比+19.20%, 环比+7.31%; 甲维盐平均价格为 62.66 万元/吨, 同比+18.37%, 环比+8.00%。2025 年 Q1, 阿维菌素平均价格为 47.84 万元/吨, 同比+33.09%, 环比+6.86%; 甲维盐平均价格为 66.17 万元/吨, 同比+30.67%, 环比+5.60%。公司拥有阿维菌素 500 吨, 甲维盐 800 吨, 一体化优势明显, 公司 2024 年 Q4 以来归母净利逐季环比增长, 充分受益于阿维菌素、甲维盐价格的同、环比上涨。百菌清方面, 2024 年 Q4, 百菌清平均价格为 25,293 元/吨, 环比+26.40%; 2025 年 Q1, 百菌清平均价格为 27,500 元/吨, 环比+8.72%, 公司持有新河化工 34%股权, 即拥有百菌清权益产能 1.02 万吨, 其业绩亦充分受益于百菌清价格的同比上涨。

百菌清、阿维菌素等产品价格有望继续上涨, 看好公司 AI+生物合成产业布局

阿维菌素和甲维盐方面, 根据公司微信公众号, 2024 年以来, 甲维盐和阿维菌素的全球库存消化情况表现良好。随着用药季节的到来, 国际订单数量和出口量呈现稳中有升的态势。公司预计未来 2-3 年, 两者市场需求有望保持 8%-10%增长, 价格预计仍将持续稳中走高。随着百菌清、阿维菌素等价格上涨, 公司业绩或继续增长。同时 2025 年 3 月, 公司子公司德彦智创与巴斯夫达成战略意向, 携手推进新农药在中国的开发、登记及商业化进程, 或助力公司未来成长。

风险提示: 粮食价格下跌、宏观需求不及预期、行业产能扩张等。

【公用事业: 华明装备(002270.SZ)】业绩持续稳健增长, 行业竞争优势稳固——公司信息更新报告-20250421

周磊(分析师) 证书编号: S0790524090002

公司发布 2024 年报&2025 一季报, 业绩持续稳健增长, 兼具成长与红利属性

2024 年公司实现营业收入 23.22 亿元, yoy+18.4%; 归母净利润 6.14 亿元, yoy+13.25%; 销售毛利率/净利率分别为 48.8%/26.7%, 同比分别下降 3.4pct/1.4pct, 主要系低毛利业务占比提高。2025Q1 公司实现营业收入 5.10 亿元, yoy+12.9%; 归母净利润 1.71 亿元, yoy+35.0%。2024 年公司累计现金分红总额 4.89 亿元, 股利支付率 79.7%, 每股股利 0.55 元。由于海外市场不确定性, 我们下调公司 2025-2026 年的盈利预测, 并新增 2027 年盈利预测, 预

计公司 2025-2027 年归母净利润为 7.29（原值 7.46）/8.61（原值 8.95）/9.93 亿元，EPS 为 0.81/0.96/1.11 元，对应当前股价 PE 为 17.0/14.4/12.5 倍，维持“买入”评级。

国内电源、电网投资景气度延续，海外市场收入持续高增

2024 年，全国电网工程建设完成投资 6083 亿元，yoy+15.3%。截至 2024 年底，全国全口径发电装机容量达 33.5 亿千瓦，yoy+14.6%；2024 年全年新增风电、光伏装机分别为 80GW、278GW。2024 年公司电力设备业务实现营业收入 18.11 亿元，yoy+11.47%；国际化布局持续延伸，直接、间接出口实现营业收入 4.85 亿元，yoy+41%；售后服务市场实现营业收入 1.32 亿元，yoy+24%。

国内高端市场有望持续实现突破，海外市场有望延续稳定增长

公司在国内高端市场及海外市场持续实现突破。2024 年公司生产的特高压有载分接开关通过换流变出厂实验，将应用于±800kV 陇东-山东直流工程，高技术壁垒为持续开拓国内外高端电力装备市场提供核心支撑。公司持续深化东南亚、欧美及中东等市场的本土化战略，随着土耳其工厂、印尼工厂、新加坡团队等海外布局的稳步落地，公司海外业务有望延续稳定增长。

风险提示：电网投资不及预期、电源投资不及预期、宏观及政策风险、海外市场开拓不及预期、海外投资环境变化风险、财务及汇率风险。

【电力设备与新能源：大金重工(002487.SZ)】全球海工装备一流供应商，两海战略进入全面提质期——公司深度报告-20250421

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 陈诺（联系人）证书编号：S0790123070031

在手海外订单全球排名领先，海外海工布局进入收获期

大金重工目标成为全球海风装备一流供应商，作为最早为海外提供海风装备的企业，已实现多个从 0 到 1 的技术工艺攻关，形成了欧洲海工项目的批量化交付体系，目前是亚太区唯一实现海工产品交付欧洲的供应商。受益于出口海工产品高附加值带来的高盈利，2024 年公司实现毛利率 29.8%，同比提升 6.6pct，其中 Q4 毛利率为 34.0%，主要系 DAP 交付模式下的首批出口海工产品交付完毕，公司已升级为“建造-海运-交付”一体化服务供应商。考虑到欧洲海风项目正在逐步推进，公司在手订单充足，我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 61.31/75.41/88.41 亿元，归母净利润为 8.81/11.95/15.35 亿元，对应当前股价 PE 为 19.5、14.4、11.2 倍，维持“买入”评级。

风电是欧洲战略产业，当前阻碍欧洲风电发展的滞缓因素正在逐步消除

2024 年欧洲海风新增装机 2.6GW，受高融资利率、审批较慢等影响风电项目建设节奏不及预期。风电不仅是欧洲清洁能源的重要来源，也是拉动经济的重要产业，欧盟预计 2030 年风力发电量在欧洲电力消耗的占比将从 2024 年的 19%提升至 35%。为完成能源转型目标，欧洲风能协会预计 2025-2030 年欧洲海风累计新增装机 47GW。2025 年 4 月，欧洲央行宣布降息，融资利率下调将提升开发业主的收益率，加速欧洲海风项目建设。

欧洲海工工艺标准要求较高，海风建设加速或造成产能缺口

欧洲海工项目的交付标准较高，全球符合欧洲海洋工程标准的海风桩基供应商不到 10 家，但海外供应商产能爬坡较慢。以全球海工基础龙头 Sif 为例，2024 年 Sif 在手订单为 51 万吨，产量为 16 万吨，随着欧洲海风建设加速，Sif 预计 2028 年起全球海工基础将出现产能短缺，公司唐山海工基地将于 2026 年启动项目交付，新产能落地有望持续提升公司在海外市场的份额，迎来量利齐升。

风险提示：海外政策变动、海上风电项目建设不及预期、原材料价格波动、行业竞争加剧风险、公司产能释放不及预期。

【化工：恒力石化(600346.SH)】公司具备盈利韧性，未来关注业绩弹性和高分红——公司信息更新报告

-20250421

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001 | 蒋跨跃（分析师）证书编号：S0790523120001

2024 年归母净利润同比增长 2.01%，维持“买入”评级

4 月 16 日，公司发布 2024 年年报，实现营收 2362.73 亿元，同比+0.63%，实现归母净利润 70.44 亿元，同比+2.01%。2024Q4 公司实现归母净利润 19.39 亿元，同比+61.0%，环比+78.4%。结合当前炼化景气度，我们下调公司 2025-2026 年、新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 91.42 (-21.48)、113.95 (-21.61)、123.24 亿元，EPS 分别为 1.30 (-0.30)、1.62 (-0.31)、1.75 元，当前股价对应 PE 分别为 11.7、9.4、8.7 倍。我们长期看好公司成本端和需求端的盈利弹性，维持“买入”评级。

受高成本和需求景气度影响，2024 年扣非归母净利润同比下滑 13.14%

2024 年受成本端高油价和下游需求景气度影响，公司实现扣非归母净利润 52.09 亿元，同比下降 13.14%，其中大部分非经常性损益为政府补助。销量方面，2024 年炼化产品、PTA 及新材料产品销量分别为 1,996.97、1,367.47、564.17 万吨，同比-7.7%、-3.8%、+37.9%，其中新材料产品销量大幅增长，主要得益于 160 万吨高性能树脂项目、40 万吨特种工业丝、12 条薄膜产线等全面建成投产。盈利方面，2024 年炼化产品、PTA 及新材料板块营收分别为 1,081.39、681.22、417.64 亿元，毛利率分别为 13.13%、3.39%、14.11%，较 2023 年-5.4pcts、由负转正、+3.71pcts。原料端，2024 年公司主要原材料煤炭、丁二醇、原油及 PX 平均进价分别为 692.98、8,058.55、4,208.28、6,981.94 元/吨，较 2023 年分别-14.69%、-15.49%、+0.16%、-6.04%，主要原料原油价格依旧在高位。我们认为，公司在行业底部展现出较强的盈利韧性和优秀的成本控制能力，未来公司具备较强的业绩弹性。

未来关注公司分红潜力，以及燃料油关税政策下炼油边际产能或将逐步退出

目前公司已经结束本轮资本开支高峰期，后续经营重心将更加突出精细成本管控、降低负债和强化分红，2024 年，公司现金分红金额（含税）达到 31.68 亿元，分红比例为 44.97%。同时，进入 2025 年，燃料油进口关税上调，这使得部分山东地炼套利空间压缩，开工率走低，我们认为这将使得较为落后的边际产能逐步退出，长期利好炼油行业高质量发展，公司的优质资产价值将逐步显现。

风险提示：下游需求不及预期、油价大幅波动。

【地产建筑：大悦城(000031.SZ)】营收规模有所收缩，持有型物业表现强劲——公司信息更新报告-20250421

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

营收规模有所收缩，持有型物业表现强劲，维持“买入”评级

大悦城发布 2024 年年度报告，公司营业收入规模同比收缩，归母净利润同比下滑，公司整体物业开发及物业投资经营情况稳健，我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为-8.3、8.7、15.2 亿元，EPS 分别为-0.19、0.20、0.36 元，当前股价对应 2026-2027 年 PE 估值分别为 13.5、7.7 倍，伴随公司地产业务逐渐企稳，业绩有望持续释放，维持“买入”评级。

营收规模有所收缩，归母净利润承压下行

2024 年公司实现总营业收入 357.9 亿元，同比下降 2.70%；实现归母净利润-29.8 亿元（2023 年为-14.7 亿元）；实现扣非归母净利润-40.5 亿元（2023 年为-37.58 亿元）；实现毛利率、净利率分别为 21.76%、-7.15%，同比分别-4.71pct、-7.48pct；实现经营性净现金流净额 66.17 亿元，同比下降 37.82%。截至 2024 年末，公司资产负债率 76.73%，权益乘数 4.30，流动比率 1.54，速动比率 0.59。公司归母净利润亏损主要系：（1）营业收入同比收缩且结转毛利率同比下行；（2）处置项目投资净收益同比减少（2024 年投资净收益为 0.46 亿元，2023 年为 45.87 亿元）；（3）

资产减值及信用减值损失规模较大（资产减值损失 18.99 亿元，信用减值损失 3.82 亿元）。

二次元业态助力持有型物业，品牌影响力持续提升

2024 年，公司购物中心销售额 401.3 亿元，同比增长 16%；客流量 3.66 亿人次，同比增长 22%；平均出租率 95.1%。公司商业项目全国布局 44 个（重资产 30 个+轻资产 14 个），截至 2024 年末，公司在营项目 36 个，总商业面积 375 万平方米，在建、筹备的项目 8 个，总商业面积约 83 万平方米。2024 年公司二次元业态总销售额突破 11.1 亿元，截至 2024 年底，公司全国二次元门店总数已达 311 个，共创造销售成绩超 8.64 亿元；全年大悦城引进的 IP 快闪超 244 场，共产生销售额超 2.5 亿元。2024 年 9 月 20 日，公司华夏大悦城购物中心封闭式基础设施证券投资基金（180603.SZ）在深圳证券交易所上市，成为西南地区首单消费 REIT，轻资产战略持续推进，品牌影响力持续提升。

风险提示：第三方项目拓展放缓、关联公司经营不及预期、房地产销售下行。

【通信：中际旭创(300308.SZ)】业绩符合预期，充分受益于 AI 算力基础设施建设——公司信息更新报告-20250421

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003

业绩符合预期，受益于高端光模块销售增加，维持“买入”评级

2025 年 4 月 20 日公司发布 2024 年年报及 2025 年一季度财报，2024 年公司实现营收 238.62 亿元，同比增加 122.64%，实现归母净利润 51.71 亿元，同比增长 137.93%，2025Q1 公司实现营收 66.74 亿元，同比增长 37.82%，环比增长 1.90%，实现归母净利润 15.83 亿元，同比增长 56.83%，环比增长 11.56%。2025 年 Q1，公司销售毛利率达 36.70%，同比提升 3.94pct，销售净利率为 25.33%，同比减少 4.11pct。从费用率上来看，2025 年 Q1 公司销售费用率为 0.75%，同比降低 0.18pct，管理费用率为 6.57%，同比降低 1.41pct。整体来看，受益于算力基础设施建设和相关资本开支的增长带来 800G 和 400G 等高端光模块销售的增加，公司业绩持续拓展，因此我们上调原 2025 年、2026 年盈利预测 82.19、90.26 亿元，并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 87.83、123.13、162.06 亿元，当前股价对应 PE 为 10.0/7.1/5.4 倍，维持“买入”评级。

公司持续拓展海外市场，2023 年全球排名第一

公司产品主要面向北美、欧洲等国家或地区，2024 年，公司海外收入达 207.16 亿元，同比增长 128.32%。公司凭借行业领先的技术研发能力、低成本产品制造能力和全面交付能力等优势，赢得了海内外客户的广泛认可，在 Lightcounting 发布的 2023 年度光模块厂商排名中，中际旭创排名全球第一，目前公司与主要客户和供应商均建立了良好的长期合作关系，并通过外汇套期保值以及加快海外布局等方式应对相应风险。

公司高度重视研发投入，综合能力领先

2025 年 Q1 公司研发费用为 2.90 亿元，同比提升 12.80%，研发费用率达 4.35%。2024 年，公司在 OFC2024 现场展示了 800G/1.6T 硅光模块和 800G 相干模块，公司拥有的专利数量为 371 件，其中发明专利 195 件；2024 年度新增授权专利 58 件，其中发明专利 23 件。我们认为随着全球 AI 算力进一步发展，算力基础设施需求有望进一步得到释放，公司高度重视研发创新，深度布局前沿技术，有望继续保持行业先发优势，对全球海外风险有一定抵挡能力，建议持续关注板块回暖机遇。

风险提示：光模块业务发展不及预期的风险、技术升级的风险、供应链稳定性的风险、存在贸易壁垒的风险

【通信：天孚通信(300394.SZ)】业绩符合预期，积极布局前沿技术领域——公司信息更新报告-20250421

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003

业绩符合预期，受益于 AI 发展需求，维持“买入”评级

2025年4月20日公司发布2024年年报，2024年公司实现营收32.52亿元，同比增加67.74%，实现归母净利润13.44亿元，同比增长84.07%，2024Q4公司实现营收8.57亿元，同比增长17.00%，环比增长2.18%，实现归母净利润3.67亿元，同比增长26.23%，环比增长13.91%。2024年，公司销售毛利率达57.22%，同比提升2.91pct，销售净利率为41.30%，同比提升3.65pct。从费用率上来看，2024年公司销售费用率为0.71%，同比降低0.23pct，管理费用率为4.06%，同比降低0.43pct。整体来看，人工智能行业加速发展，全球数据中心建设带动了高速光器件产品需求的持续稳定增长，进而带动公司有源和无源产品线营收增长；同时受利息收入、汇兑收益影响，公司财务费用同比下降，给净利润带来了正向影响，因此我们上调原2025年、2026年盈利预测21.78、27.24亿元，并新增2027年盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润分别为24.65、33.55、43.12亿元，当前股价对应PE为14.9/11.0/8.5倍，维持“买入”评级。

公司重视研发投入，多领域积极布局

2024年，公司研发费用为2.32亿元，同比增长62.11%，研发费用率达7.14%，公司始终聚焦高速率、高集成度、高精度、高可靠性等关键方向，通过持续加大研发投入，推动光器件解决方案的创新升级，积极布局硅光、CPO等前沿领域核心技术，开发全球优质客户，以应对未来超大规模数据中心和AI算力网络的需求。

国内国外双线增长，持续保持行业领先地位

2024年，公司国内营收7.78亿元，同比增长124.79%，海外营收24.73亿元，同比增长55.33%，公司目前已形成积极推进国际化战略，形成双总部、双生产基地、多地研发中心的产业布局：在苏州和新加坡分别设立国内外总部；在日本、深圳、苏州设立研发中心；在江西和泰国建立量产基地，我们认为随着全球AI算力进一步发展，算力基础设施需求有望得到进一步释放，公司在光器件领域综合竞争优势凸出，积极布局前沿领域，我们看好公司在高速光通信时代成长机遇。

风险提示：国际贸易争端风险、市场竞争激烈导致毛利率下降的风险、新领域产品拓展不达预期的风险

【通信：广和通(300638.SZ)】业绩稳健增长，端侧AI开启新曲线——公司信息更新报告-20250421

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002

全年业绩稳健增长，持续投入AI算力、机器人板块，维持“买入”评级

2025年4月18日，公司发布2024年年报，2024年实现营收81.89亿元，同比增长6.13%，主要是国内汽车电子及智慧家庭领域中5G固定无线接入(FWA)业务增长所致。实现归母净利润6.68亿元，同比增长18.53%，实现扣非归母净利润5.04亿元。2024Q4公司实现营收19.72亿元，同比增长9.45%，实现归母净利润0.16亿元，实现扣非归母净利润0.54亿元。伴随全球5G模组渗透率持续提升，带动传统通信模组业务营收增长，叠加AI浪潮下智能算力模组需求或将快速增长，公司有望持续受益。我们下调2025年盈利预测，上调2026年盈利预测，新增2027年盈利预测，预计2025-2027年归母净利润为5.45/7.78/8.62亿元（原6.32/7.22亿元），当前股价对应PE为35.6/24.9/22.5倍，维持“买入”评级。

重视研发投入，模组持续升级迭代，不断丰富解决方案

2024年公司研发投入达7.19亿元，占总营收8.78%，公司高度重视研发，产品不断推成出新，公司发布RedCap模组FG332系列及其Wi-Fi6/7CPE解决方案，发布基于SC126、SC138、SC171L等多款智能模组的系列Linux边缘AI解决方案，发布覆盖MiFi、CPE、Dongle等全系列商用5GRedCapFWA解决方案，推出5G融合Wi-Fi7智能解决方案，推出基于FG370和Wi-Fi7芯片组的5GCPE解决方案，发布基于高通高算力芯片的具身智能机器人开发平台Fibot。

积极拓展端侧AI、车联网、机器人等领域，有望勾勒成长新曲线

公司持续布局端侧AI，于2019年成立智能模组产线，推出端侧智能算力模组，2024年成立AI研究院，全面布局端侧AI技术生态，发布自研FibocomAIStack技术平台。公司于2023年成立智能计算产线，以智能割草机器人

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

人为突破，于 2024 年 6 月推出全自动割草机器人解决方案，并于 12 月向客户交付首批订单。此外，公司积极探索具身智能机器人领域，于 2024 年 3 月推出具身智能机器人解决方案并于当年向全球知名的具身智能机器人企业交付样机。

风险提示：市场竞争加剧风险、外协代工风险、中美贸易摩擦加剧等

【中小盘：奥来德(688378.SH)】8.6 代设备迎突破，材料业务稳健增长——中小盘信息更新-20250421

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 赵晨旭（联系人）证书编号：S0790124120019

设备业务阶段性承压，OLED 材料业务显著放量

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，2024 年实现营业收入 5.3 亿元，同比+3%，归母净利润 0.9 亿元，同比-26.0%；2025Q1 营收 1.5 亿元，同比-40.7%，归母净利润 0.25 亿元，同比-73.23%。业绩下滑主要因为国内“6 代线向 8.6 代线升级”造成的设备业务阶段性调整，但材料业务凭借大客户导入和技术创新实现逆势增长，2024 年材料业务营收同比+14.31%，2025Q1 材料业务创一季度材料收入历史新高。考虑到部分新材料放量和设备订单收入确认有一定延后，我们下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.91（-0.9）/2.74（-1.02）/3.53 亿元，对应 EPS 分别为 0.92（-0.97）/1.32（-1.21）/1.69 元，当前股价对应 2025-2027 年的 PE 分别为 19.9/13.9/10.8 倍，看好公司持续受益于 8.6 代线设备中标和材料业务国产替代，维持“买入”评级。

材料业务：稳健增长，新品导入与国产替代持续推进

有机发光材料方面，RGBPrime 材料已全面覆盖行业内主流面板厂商，RD、RH 的产线应用加速推进；新材料方面，公司自主研发的封装材料、PSPI 材料已成功实现量产并导入主流面板厂商，钙钛矿载流子传输材料研发及市场推广正稳步推进。预计 2025 年新产品将逐步实现市场放量；新技术方面，在研项目已逐步接近尾声。OLED 蓝光磷光材料完成结构开发并申请专利，预计 2025 年量产，有望重塑高端显示市场格局。随着国产面板厂商加速扩产及中尺寸 OLED 渗透率提升，新技术、新产品导入市场，未来有望受益于大客户导入带来显著增量。

设备业务：6 代承压，8.6 代迎重大突破？

受国内 6 代 OLED 产线建设速度放缓影响，公司设备业务收入下滑，但战略性突破已显现。公司中标京东方 8.6 代 AMOLED 生产线 6.6 亿元的蒸发源项目，为 8.6 代蒸发源设备市场的持续拓展奠定坚实基础。钙钛矿蒸镀机、MicroOLED 蒸镀机的市场推广也在稳步推进。随着国内 8.6 代线建设高峰来临，公司有望凭借国内蒸发源设备领域的龙头地位，持续斩获设备订单，打开新一轮成长空间。

风险提示：新产品开发或导入情况不及预期、OLED 面板出货量波动。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn