

华源晨会精粹 20260521

投资要点：

➤ **新消费 新消费——社服板块 2025 年度及 2026Q1 总结——茶饮业绩增速表现亮眼；出行链、餐饮链平缓复苏：**餐饮茶饮板块总结：2025 年茶饮板块业绩增速表现亮眼，餐饮公司业绩具备韧性。2025 年餐饮茶饮板块公司合计实现收入同比增长 15%；实现归母净利润同比增长 34%。出行板块总结：25 年景区业绩表现分化，酒店业绩具备韧性；2026Q1 景区业绩表现稳健。出行链整体 2025 年收入端同比增长 2%，归母净利润同比增长 1%；2026Q1 出行链整体收入同比增长 1%，归母净利润同比增长 18%。投资分析意见：餐饮茶饮板块建议关注海底捞、小菜园、古茗、蜜雪集团；出行端，节假日出行人数持续高增长，景区客流表现回暖，持续看好出行端的复苏表现，建议关注免税板块、博彩板块、景区板块等。

风险提示：终端消费需求修复不及预期；经营环境修复不及预期；国际政治变动风险。

➤ **新消费 新消费——零售板块 2025 年度及 2026Q1 总结——黄金珠宝板块表现分化；潮玩行业景气度持续上行：**黄金珠宝板块总结：黄金珠宝板块业绩表现分化。黄金珠宝板块整体 2025 年收入端下滑 2%，归母净利润同比增长 23%，各公司表现相对分化。业绩表现相对较优的为高端古法黄金品牌老铺黄金、年轻化珠宝品牌潮宏基。展望：黄金饰品行业产品力为核心竞争力，持续看好头部品牌产品创新能力。潮玩板块总结：中国潮玩消费市场规模高速增长，其中潮玩公司 2025 年度收入高增。2025 年度泡泡玛特、布鲁可、名创优品收入分别同比增长 185%/30%/26%。板块整体或受益于潮玩行业景气度上行。建议关注：泡泡玛特、名创优品、布鲁可。 投资分析意见：黄金珠宝方面，建议关注有差异化产品力、较高运营能力并能持续赋能品牌的公司如老铺黄金、周大福、潮宏基、曼卡龙；潮玩板块建议关注泡泡玛特、名创优品、布鲁可。

风险提示：终端消费需求修复不及预期；经营环境修复不及预期；国际政治变动风险。

➤ **医药 三诺生物(300298.SZ)——26Q1 业绩环比改善，CGM 海外销售持续突破：**事件：三诺生物发布 2025 年报&2026Q1 季报。公司 2025 年实现营业收入 46.59 亿元，同比增长 4.87%；归母净利润 9,264.89 万元，同比下降 71.61%。净利润大幅下滑，主要是由于 1) CGM 业务在欧洲市场遭遇专利诉讼，影响了阶段性推进节奏；2) 子公司 Trividia 完成与罗氏的专利纠纷和解，同时 PTS 相关业务计提商誉减值所致。2026Q1 实现收入 12.39 亿元，同比增长 18.99%；实现归母净利润 9768.58 万元，同比增长 35.46%，环比明显改善。盈利预测与评级：我们预计 2026–2028 年公司归母净利润分别为 3.7 亿元、4.7 亿元、5.5 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 25X、20X、17X。公司为血糖监测行业龙头，新产品 CGM 收入正在快速增长中，海外持续拓展，天花板有望打开，维持公司“买入”评级。

市场数据

指数名称	收盘价	涨跌幅	年初至今
上证指数	4,077.28	-2.04%	1.34%
创业板指	3,829.78	-2.35%	16.25%
沪深 300	4,783.10	-1.39%	1.39%
中证 1000	8,510.50	-3.39%	9.76%
科创 50	1,764.17	-3.70%	25.71%
北证 50	1,323.84	-1.89%	-9.72%

资料来源：聚源，华源证券研究所，截至 2026 年 05 月 21 日

风险提示：CGM 销售不及预期；在研产品上市进展不及预期；市场竞争加剧风险。

- **公用环保 福能股份(600483.SH)——风资源影响 Q1 业绩 兼具红利与成长的稳健标的：**事件：公司披露 2025 年年报和 2026 年一季度报告，2025 年公司实现归母净利润 29.57 亿元，同比增长 5.9%，2026 年一季度公司实现归母净利润 6.5 亿元，同比下滑 13.6%。2025 年火电利润高增，风电利润受所得税减免政策到期影响有所下滑。盈利预测与评级：我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 25.8、27.5、32.8 亿元，同比增速分别为–12.9%、6.9%、19.2%，当前股价对应的 PE 分别为 12、11、9 倍，按照 40%的分红率计算，公司 2026–2028 年股息率分别为 3.5%、3.7%、4.4%，维持“买入”评级。

风险提示。电量存在不确定性，电价存在不确定性，在建项目投产进度存在不确定性

- **传媒 阿里巴巴-W(09988.HK)——FY26Q4：AI 云业务持续高增长，淘宝闪购 UE 改善：**财务指标概览：公司 FY2026Q4 实现总营收 2434 亿元（同比增长 3%），经调整 EBITA 利润率为 2.1%，经调整 EBITA 同比下降 84%至 51 亿元，利润下降主要原因是科技业务、即时零售以及用户体验的投入。盈利预测与评级：考虑到未来公司在 AI 业务上的长期投入规划以及淘宝闪购业务 UE 持续改善的可能性，预计公司 FY2027–2029 年归母净利润分别为 1104/1540/1945 亿元，同比增速分别为 7%/40%/26%，当前股价对应的 PE 分别为 20/14/11 倍。鉴于阿里巴巴聚焦于电商与云两大业务板块，云业务在 AI 相关业务带动下有望实现营收增长和利润率提升，电商方向上通过千问 APP 打造新 C 端入口，淘宝闪购业务在收亏同时保持到店团购等业态的探索尝试，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动风险，技术投入回报不及预期风险，电商行业竞争加剧风险，关税与地缘政治风险

- **建筑建材/机械/地产 中国巨石(600176.SH)——主业量价齐升，电子布正处大周期上行通道：**事件：公司发布 2025 年年报，全年实现营业收入 188.81 亿元，同比+19.08%，归母净利润 32.85 亿元，同比+34.38%，扣非归母净利润 34.82 亿元，同比+94.70%。其中四季度收入 49.77 亿元，同比+17.83%，环比+3.79%，归母净利润 7.17 亿元，同比–21.32%，环比–18.59%，扣非归母净利润 8.69 亿元，同比+37.56%，环比–4.63%。全年盈利能力趋势回升，四季度管理费用率基数扰动掩盖盈利上行斜率。盈利预测与评级：考虑公司电子布业务正处量价齐升通道，我们上调公司 2026–2027 年归母净利润预测至 66.75 亿元、101.14 亿元（原为 38.84 亿元、42.27 亿元）、新增 2028 年盈利预测为 117.51 亿元，对应 EPS 为 1.67、2.53、2.94 元，目前股价对应 26–28 年 PE 分别为 21、14、12 倍，考虑中国巨石相对于其他电子布企业的估值优势以及潜在业绩弹性，我们上调公司评级，由“增持”上调至“买入”。

风险提示。高端电子布进度低于预期，GDP 增速低于预期，市场竞争格局恶化。

- **电子 精智达(688627.SH)——存储测试设备布局完善，未来成长可期：**专注测试检测设备与系统解决方案，产品矩阵完善。精智达是一家专注于测试检测设备及系统解决方案的创新企业，长期深耕于半导体存储器件和新型显示器件领域。公司聚焦

关键技术突破，以推动核心设备自主可控为目标，致力于构建覆盖全站点的系统化服务能力。主要产品涵盖半导体存储器件测试与新型显示器件检测设备，为产业链客户提供整体解决方案，并持续受益于人工智能等新兴应用的广泛拓展。盈利预测与评级：我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 2.82、4.43、6.83 亿元，同比分别增长 330.86%、57.32%、54.11%，对应 PE 分别为 132、84、55 倍。我们选取长川科技、华峰测控、中科飞测作为可比公司。精智达深耕半导体测试检测设备及系统解决方案，着力构建系统化全站点服务能力，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、技术升级迭代、客户集中度较高

- **公用环保 信德新材(301349.SZ)——负极包覆材料量价齐升，沥青基碳纤维制品放量可期：**事件：信德新材发布 2025 年年报&2026 年一季报，公司 2025 年实现实现营业收入 11.61 亿元，同比+43.28%，实现归母净利润 0.39 亿元，同比扭亏；公司 2026 年 Q1 实现营业收入 3.61 亿元，同比+48.70%，实现归母净利润 0.31 亿元，同比+330.34%，符合市场此前预期。 受益于动力电池+储能超级周期，负极材料满产满销，2025 年量价齐升。盈利预测和与评级：我们预计公司 2026–2028 年的归母净利润分别为 1.21/1.48/1.75 亿元，同比增速分别为 214%/22%/18%，当前股价对应的 PE 分别为 59/48/41 倍。选取璞泰来、尚太科技、中科电气为可比公司，考虑到公司负极包覆材料量价有望维持向好态势，且沥青基碳纤维制品有望放量，看好公司后续业绩弹性。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧，下游电池需求波动，沥青基碳纤维客户开拓不及预期

报告列表

【新消费】新消费——社服板块 2025 年度及 2026Q1 总结——茶饮业绩增速表现亮眼；出行链、餐饮链平缓复苏（2026/05/21）

【新消费】新消费——零售板块 2025 年度及 2026Q1 总结——黄金珠宝板块表现分化；潮玩行业景气度持续上行（2026/05/20）

【医药】三诺生物(300298.SZ)——26Q1 业绩环比改善，CGM 海外销售持续突破（2026/05/21）

【公用环保】福能股份(600483.SH)——风资源影响 Q1 业绩 兼具红利与成长的稳健标的（2026/05/21）

【传媒】阿里巴巴-W(09988.HK)——FY26Q4：AI 云业务持续高增长，淘宝闪购 UE 改善（2026/05/21）

【建筑建材/机械/地产】中国巨石(600176.SH)——主业量价齐升，电子布正处大周期上行通道（2026/05/21）

【电子】精智达(688627.SH)——存储测试设备布局完善，未来成长可期（2026/05/21）

【公用环保】信德新材(301349.SZ)——负极包覆材料量价齐升，沥青基碳纤维制品放量可期（2026/05/21）

报告摘要

【新消费】行业点评报告：新消费——社服板块 2025 年度及 2026Q1 总结——茶饮业绩增速表现亮眼；出行链、餐饮链平缓复苏（2026/05/21）

丁一 证书编号：S1350524040003

餐饮茶饮板块总结：2025 年茶饮板块业绩增速表现亮眼，餐饮公司业绩具备韧性。2025 年餐饮茶饮板块公司合计实现收入同比增长 15%；实现归母净利润同比增长 34%。其中茶饮公司业绩相对亮眼，蜜雪、古茗、沪上阿姨归母净利润均同比高增。餐饮板块业绩具备韧性，海底捞、小菜园 2025 年收入均实现低单位数正增。展望：餐饮业呈现复苏态势，政策鼓励服务消费成为扩大内需抓手。3 月《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》正式发布，为住宿餐饮业指明了高质量发展路径。《纲要》明确提出“促进服务业优质高效发展”及“大力提振消费”，释放出两大关键信号：一是服务消费潜力的释放将成为扩内需的重要抓手；二是行业必须向高品质转型。这不仅要求餐饮业在规模上恢复增长，更在内涵上提出了向数智化、绿色化、体验化升级的要求。随着餐饮行业复苏，头部公司有望持续通过产品创新、IP 营销等方式优化顾客用餐体验，从而持续获客，看好头部公司市场份额获取能力。建议关注：古茗、蜜雪集团、海底捞、小菜园等。

出行板块总结：25 年景区业绩表现分化，酒店业绩具备韧性；2026Q1 景区业绩表现稳健。出行链整体 2025 年收入端同比增长 2%，归母净利润同比增长 1%；2026Q1 出行链整体收入同比增长 1%，归母净利润同比增长 18%。1) 酒店端：26Q1 经营业绩好于 2025 年度。2025 年锦江酒店、首旅酒店分别实现收入增速-2%/-2%；实现归母净利润增速达+2%/+1%；2026Q1 锦江酒店、首旅酒店分别实现收入增速达 6%/1%；实现归母净利润同比增速达 280%/19%。经营端看，26Q1 锦江酒店新开酒店 306 家，净增 104 家，截至 Q1 末累计开业酒店达 14,236 家。Q1 公司境内全服务型酒店 RevPAR 同比增长 3.27%，ADR 同比增长 6.03%；境内有限服务型酒店 RP 同比增长 3.68%，ADR 同比增长 1.40%。首旅酒店 2026 年一季度新开店 218 家，全部为特许加盟，其中标准管理店 142 家、中高端酒店 74 家；截至 Q1 末公司储备店达 1,619 家，其中标准管理酒店结构占比 76.0%，同比增长 17.4pct，为后续规模扩张与结构优化奠定基础。2026Q1 公司不含轻管理酒店的 RevPAR 为 143 元，同比增长 1.7%；出租率为 62.6%，同比增长 0.9pct。2) 旅游景区端：长白山景区客流表现较好。旅游景区板块，长白山、黄山旅游、三峡旅游 2025 年收入实现同比正增，2026Q1 长白山收入及归母净利润均高增，或主要由于景区客流增速亮眼。26 年 1-3 月份，长白山主景区分别接待游客数为 25.05/28.35/4.63 万人次，同比变动-8.0%/+64.2%/+44.2%。2026 年 Q1 长白山主景区共接待游客 58.03 万人次，同比增长 21.6%。3) 免税：海南离岛免税销售额高增。2026Q1 中国中免实现收入 169.06 亿元，同比增长 0.96%；实现归母净利润 23.48 亿元，同比增长 21.18%。公司充分把握海南离岛免税新政实施以及全岛正式封关的机遇，持续深化海南自贸港业务布局。2026Q1 公司海南地区实现营业收入 125.85 亿元，同比增长 28.26%。

投资分析意见：餐饮茶饮板块建议关注海底捞、小菜园、古茗、蜜雪集团；出行端，节假日出行人数持续高增长，景区客流表现回暖，持续看好出行端的复苏表现，建议关注免税板块、博彩板块、景区板块等。

风险提示：终端消费需求修复不及预期；经营环境修复不及预期；国际政治变动风险。

【新消费】行业点评报告：新消费——零售板块 2025 年度及 2026Q1 总结——黄金

珠宝板块表现分化；潮玩行业景气度持续上行（2026/05/20）

丁一 证书编号：S1350524040003

黄金珠宝板块总结：黄金珠宝板块业绩表现分化。黄金珠宝板块整体 2025 年收入端下滑 2%，归母净利润同比增长 23%，各公司表现相对分化。业绩表现相对较优的为高端古法黄金品牌老铺黄金、年轻化珠宝品牌潮宏基。展望：黄金饰品行业产品力为核心竞争力，持续看好头部品牌产品创新能力。黄金饰品的消费属性易受到黄金价格的波动影响，根据头豹研究院，黄金珠宝市场正呈现出明显分化：以投资、保值为核心诉求的产品需求保持韧性，而以设计、品牌与情感表达为导向的消费型产品，则更加依赖年轻客群与场景创新。同时，品牌集中度提升、渠道结构调整以及数字化零售渗透，也正在重塑行业竞争格局。展望未来，拥有优质产品创新能力、能够引领消费者消费新趋势的黄金珠宝品牌有望持续获得市场份额。建议关注：老铺黄金、周大福、潮宏基、曼卡龙。

潮玩板块总结：中国潮玩消费市场规模高速增长，其中潮玩公司 2025 年度收入高增。根据艾瑞咨询数据，2024 年中国 IP 潮玩消费市场规模约达 678 亿元，2020-2024 年潮玩消费市场规模 CAGR 约为 13.8%，预计 2027 年中国 IP 潮玩消费市场规模将突破 1000 亿元，2029 年达到近 1300 亿元，2024-2029 年 CAGR 预计约为 11.3%，中国潮玩消费市场规模高速增长。2025 年度泡泡玛特、布鲁可、名创优品收入分别同比增长 185%/30%/26%。板块整体或受益于潮玩行业景气度上行。建议关注：泡泡玛特、名创优品、布鲁可。

投资分析意见：黄金珠宝方面，建议关注有差异化产品力、较高运营能力并能持续赋能品牌的公司如老铺黄金、周大福、潮宏基、曼卡龙；潮玩板块建议关注泡泡玛特、名创优品、布鲁可。

风险提示：终端消费需求修复不及预期；经营环境修复不及预期；国际政治变动风险。

【医药】公司点评报告：三诺生物(300298.SZ)——26Q1 业绩环比改善，CGM 海外销售持续突破（2026/05/21）

刘闯 证书编号：S1350524030002

事件：三诺生物发布 2025 年报&2026Q1 季报。公司 2025 年实现营业收入 46.59 亿元，同比增长 4.87%；归母净利润 9,264.89 万元，同比下降 71.61%。净利润大幅下滑，主要是由于 1) CGM 业务在欧洲市场遭遇专利诉讼，影响了阶段性推进节奏；2) 子公司 Trividia 完成与罗氏的专利纠纷和解，同时 PTS 相关业务计提商誉减值所致。2026Q1 实现收入 12.39 亿元，同比增长 18.99%；实现归母净利润 9768.58 万元，同比增长 35.46%，环比明显改善。

分业务看，2025 年血糖监测系统实现收入 34.7 亿元，同比+4.49%，其中 BGM 国际新增客户增长曲线明显，CGM 海外销售收入突破 1 亿元并实现盈利；糖尿病营养、护理等辅助产品实现收入 2.97 亿元，同比+13.36%；血脂检测系统实现收入 1.97 亿元，同比-19.1%；iPOCT 监测系统实现收入 1.68 亿元，同比-9.52%；糖化血红蛋白检测系统实现收入 2.11 亿元，同比+16.16%；血压计实现收入 1.68 亿元，同比+36.42%；经营品实现收入 1.04 亿元，同比+16.41%。海外业务快速增长，2025 年实现收入 20.52 亿元，同比增长 10.02%，占比由 2024 年的 41.98%进一步提升至 2025 年的 44.04%。

26Q1 毛利率改善，费用率有所优化。2025 年公司实现毛利率 48.7%，同比下滑 6.1pct。26Q1 毛利率为 52.5%，同比提升 3.8pct，相比 2025 年有所提升。2025 年公司销售、管理、研发及财务费用率分别为 27.0%、9.8%、

5.9%、0.8%，同比+0.2pct、+0.7pct、-2.5pct、+0.3pct。26Q1 公司销售、管理、研发及财务费用率分别为 26.2%、9.3%、4.9%、0.8%，同比-1.5pct、+2.0pct、-2.1pct、+0.3pct。

盈利预测与评级：我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 3.7 亿元、4.7 亿元、5.5 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 25X、20X、17X。公司为血糖监测行业龙头，新产品 CGM 收入正在快速增长中，海外持续拓展，天花板有望打开，维持公司“买入”评级。

风险提示：CGM 销售不及预期；在研产品上市进展不及预期；市场竞争加剧风险。

【公用环保】公司点评报告：福能股份(600483.SH)——风资源影响 Q1 业绩 兼具红利与成长的稳健标的 (2026/05/21)

查浩 证书编号：S1350524060004 刘晓宁 证书编号：S1350523120003 蔡思 证书编号：S1350524070005

事件：公司披露 2025 年年报和 2026 年一季度报告，2025 年公司实现归母净利润 29.57 亿元，同比增长 5.9%，2026 年一季度公司实现归母净利润 6.5 亿元，同比下滑 13.6%。

2025 年火电利润高增，风电利润受所得税减免政策到期影响有所下滑。从主要子公司/参股公司的利润来看，1) 煤电：鸿山热电净利润 8.28 亿元，同比增长 34%，国能石狮净利润 7.18 亿元，同比增长 115%，主因煤炭成本下降；2) 气电：晋江气电净利润 2.45 亿元，同比增长 125%；3) 风电：福能新能源净利润 9.66 亿元，同比下滑 13.2%，海峡发电净利润 13.7 亿元，同比下滑 15.4%，福能海峡净利润 6.2 亿元，同比增长 7.5%，风电利润下滑主因风电电价下降、部分机组所得税减免政策到期。

经营数据来看，2025 年公司火电发电量 174.9 亿千瓦时，同比下滑 3.23%，福建煤电电价 0.4141 元/千瓦时，同比下降约 4 分钱/千瓦时；2025 年公司风电发电量 59.95 亿千瓦时，同比下滑 0.3%，风电电价下降约 2 分钱/千瓦时。

2026Q1 风电发电量下滑影响业绩。2026 年一季度公司风电发电量 16.43 亿千瓦时，同比下滑 14.1%，导致公司风电利润表现不佳，但公司火电发电量同比增长 17.1%，在一定程度上抵消了电价下降带来的影响。

2025 年全年分红率提升至 40%，公司红利属性逐步显现。2025 年公司年末分红 0.353 元/股，加上中期分红 0.073 元/股，合计股利 0.43 元/股，对应分红率 40.1%，相较于 2024 年提升 9 个百分点，充分体现公司提高股东回报的想法。按照当前每股分红 0.43 元，公司股息率 4%（2026 年 5 月 20 日收盘价），红利属性逐步显现。

在手海风项目、热电联产项目即将开工，未来 2-3 年公司成长性较强。公司长乐外海 J 区项目（65.6 万千瓦海上风电）启动招标，泉惠热电联产二期项目即将开工，叠加前期计划开工的泉惠一期项目，公司当前在建拟建总装机达到 328 万千瓦（66 万千瓦海风+262 万千瓦热电联产）。海风项目（长乐外海 J 区）风资源较好，等效利用小时数 4551 小时，热电联产项目配套石化工业园区供热，预计盈利水平较高。除此之外，2024 年泉州公司（福能股份参股 23%）三期 2×660MW 和石狮公司（福能股份参股 49%）三期 1×1000MW 扩建项目获得核准，预计项目有望在 2027-2028 年陆续投产，为公司未来业绩增长奠定基础。

盈利预测与评级：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 25.8、27.5、32.8 亿元，同比增速分别为

-12.9%、6.9%、19.2%，当前股价对应的 PE 分别为 12、11、9 倍，按照 40%的分红率计算，公司 2026-2028 年股息率分别为 3.5%、3.7%、4.4%，维持“买入”评级。

风险提示。电量存在不确定性，电价存在不确定性，在建项目投产进度存在不确定性

【传媒】公司点评报告：阿里巴巴-W(09988.HK)——FY26Q4：AI 云业务持续高增长，淘宝闪购 UE 改善 (2026/05/21)

陈良栋 证书编号：S1350524100003 陈逸凡 证书编号：S1350525040003

财务指标概览：公司 FY2026Q4 实现总营收 2434 亿元（同比增长 3%），经调整 EBITA 利润率为 2.1%，经调整 EBITA 同比下降 84%至 51 亿元，利润下降主要原因是对科技业务、即时零售以及用户体验的投入。分业务看，中国电商集团（含中国电商、即时零售和中国批发业务）营收 1222 亿元，经调整 EBITA 利润率为 20%；阿里国际数字商业集团营收 354 亿元，经调整 EBITA 利润率为-0.4%；云智能集团营收 416 亿元，经调整 EBITA 利润率为 9%。

云智能集团：收入同比增速较上一季提升，AI 相关收入强劲增长。FY26Q4 阿里云实现营收 416 亿元，同比+38%（外部收入同比+40%）；AI 相关产品收入达 89.7 亿元，实现连续第 11 个季度三位数同比增长。此前公司对包含 MaaS 在内的阿里云及 AI 商业化业务设置目标，未来 5 年实现 1000 亿美元营收规模，同时预测长期利润率或达 20%。公司预计 FY27Q1 包含百炼 MaaS 平台在内的 AI 模型与应用服务年化经常性收入（ARR）将突破 100 亿元，年底突破 300 亿元。且该部分收入的高利润率优势明显，我们认为这将成为公司实现经营目标的重要驱动力。市场竞争方面，根据 Omdia 发布的《中国 AI 云市场份额 2025》报告，2025 年中国 AI 云市场总规模达 567 亿元人民币，其中，阿里云在 AI IaaS 和 MaaS-MPS 两大子市场均位列第一，总份额从上半年的 35.8%上涨至 38.1%，显示公司云业务的市场竞争力。此外，公司自研芯片在阿里云中的部署比例仍然较低，随着芯片渗透率的提升，云业务的毛利率或将受益。

中国电商集团：营销策略改变致客户管理收入（CMR）增速较低，即时零售业务单位经济效益（UE）显著改善。中国电商集团 FY26Q4 营收 1222 亿元，其中 CMR 收入 730 亿元，同比+1%。经调整 EBITA 利润率为 20%。FY26Q4 公司更新了针对部分商家的营销发展计划，将平台针对这部分商家的补贴与其在平台上的投入挂钩，冲抵客户管理收入，导致同比增速较低。根据国家统计局数据，2026 年 1-4 月我国网上商品零售额同比增速为 5.7%，较 1-3 月的 7.5%有所放缓，我们认为电商行业的整体需求疲软或影响公司 FY27Q1 的电商业务表现。即时零售业务上，按照淘宝闪购 FY26Q4 的 200 亿元收入规模测算，假设日均单量 6000 万，对应单均收入约 3.7 元，环比我们上季度的测算值显著提升。今年 4 月份以来，淘宝闪购在保持订单规模的同时，继续通过物流效率提升、订单结构优化等措施，推动 UE 显著优化，公司表示有信心在 FY27 结束前实现 UE 转正。

其他业务：1)阿里国际数字商业集团：公司通过物流优化、运营效率提升等策略实现亏损收窄，该板块 FY26Q4 营收同比增长 6%至 354 亿元，经调整 EBITA 利润率为-0.4%，对应经调整 EBITA 亏损 1 亿元；速卖通“Brand+”业务加速品牌接入，季度活跃卖家渗透率超过 30%，未来或成为新营收增长点；2)所有其他业务：该板块 FY26Q4 亏损环比扩大至 212 亿元，我们认为 FY26Q4 公司在千问 APP 上进行了“春节 30 亿大免单”活动，且研发 HappyHorse、HappyOyster 等模型，科技业务投入显著增加，成为亏损主要原因。

盈利预测与评级：考虑到未来公司在 AI 业务上的长期投入规划以及淘宝闪购业务 UE 持续改善的可能性，

预计公司 FY2027-2029 年归母净利润分别为 1104/1540/1945 亿元，同比增速分别为 7%/40%/26%，当前股价对应的 PE 分别为 20/14/11 倍。鉴于阿里巴巴聚焦于电商与云两大业务板块，云业务在 AI 相关业务带动下有望实现营收增长和利润率提升，电商方向上通过千问 APP 打造新 C 端入口，淘宝闪购业务在收亏同时保持到店团购等业态的探索尝试，维持“买入”评级。

风险提示：消费环境波动风险，技术投入回报不及预期风险，电商行业竞争加剧风险，关税与地缘政治风险

【建筑建材/机械/地产】公司点评报告：中国巨石(600176.SH)——主业量价齐升，电子布正处大周期上行通道（2026/05/21）

戴铭余 证书编号：S1350524060003 王彬鹏 证书编号：S1350524090001

事件：公司发布 2025 年年报，全年实现营业收入 188.81 亿元，同比+19.08%，归母净利润 32.85 亿元，同比+34.38%，扣非归母净利润 34.82 亿元，同比+94.70%。其中四季度收入 49.77 亿元，同比+17.83%，环比+3.79%，归母净利润 7.17 亿元，同比-21.32%，环比-18.59%，扣非归母净利润 8.69 亿元，同比+37.56%，环比-4.63%。

全年盈利能力趋势回升，四季度管理费用率基数扰动掩盖盈利上行斜率。2025 年公司收入增长提速，业绩止跌回升，毛利率来看，公司由一季度的 30.53%上行至四季度的 35.06%，盈利能力趋势回升，但从净利率来看，公司四季度逆势下行，同比-7.42pct。主要系：1）管理费用率和财务费用率大幅提升，四季度管理费用率、财务费用率分别为 4.99%、2.33%，同比+8.77pct、+1.79pct，其中管理费用率增长较多主要系上年同期超额利润分享计划不予兑现部分冲回导致上年基数低，财务费用率略有增长主要系汇兑损失增加和利息收入减少所致；2）投资收益亏损扩大，四季度投资收益为-0.71 亿元，占营收比例为-1.42%，2024 年同期投资收益为-0.17 亿元。

量价齐升驱动主业业绩触底回升。2025 年公司主业玻纤及制品实现收入 183.45 亿元，同比+18.51%，毛利率 32.21%，同比+4.65pct。主要系：1）公司粗纱实现销量约 320 万吨，同比+5.87%，电子布实现销量 10.6 亿米，同比+21.33%，二者均创历史新高；2）得益于 2025 年全年粗纱板块采取复价稳价策略，以及普通级电子布价格触底回升。

费用率同比有所上行。2025 年，公司期间费用率为 9.8%，同比+1.68pct，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 1.12%、3.93%、3.08%、1.67%，分别同比-0.13pct、+1.76pct、-0.25pct、+0.3pct。

普通级电子布有望迎“丰收年”，高端电子布成长潜力可期。织布机产能紧缺导致电子布供需缺口辐射至普通级电子布，当前正处涨价通道。2026 年 3 月 18 日，中国巨石淮安公司年产 10 万吨电子级玻纤暨 3.9 亿米电子布生产线成功点火，我们认为公司今年内有望新增产能约 2 亿米，预计实际贡献产量 1 亿米。量价双重作用下，今年有望成为公司普通级电子布业务的“丰收年”。此外，公司于 2025 年中报后正式宣布全面入局高端电子布领域，产品主要涵盖 Low-DK、Low-CTE 和 Q 布。当前，公司低介电系列玻纤及电子布产品研发、认证及送样工作正在有序推进。我们认为，凭借其在玻纤行业的深厚底蕴，公司高端电子布潜在成长空间较大。

盈利预测与评级：考虑公司电子布业务正处量价齐升通道，我们上调公司 2026-2027 年归母净利润预测至

66.75 亿元、101.14 亿元（原为 38.84 亿元、42.27 亿元）、新增 2028 年盈利预测为 117.51 亿元，对应 EPS 为 1.67、2.53、2.94 元，目前股价对应 26-28 年 PE 分别为 21、14、12 倍，考虑中国巨石相对于其他电子布企业的估值优势以及潜在业绩弹性，我们上调公司评级，由“增持”上调至“买入”。

风险提示。高端电子布进度低于预期，GDP 增速低于预期，市场竞争格局恶化。

【电子】首次覆盖报告：精智达(688627.SH)——存储测试设备布局完善，未来成长可期（2026/05/21）

葛星甫 证书编号：S1350524120001

专注测试检测设备及系统解决方案，产品矩阵完善。精智达是一家专注于测试检测设备及系统解决方案的创新企业，长期深耕于半导体存储器件和新型显示器件领域。公司聚焦关键技术突破，以推动核心设备自主可控为目标，致力于构建覆盖全站点的系统化服务能力。主要产品涵盖半导体存储器件测试与新型显示器件检测设备，为产业链客户提供整体解决方案，并持续受益于人工智能等新兴应用的广泛拓展。

AI 算力芯片因复杂度更高，测试机需求增长显著。半导体测试贯穿整个半导体制造过程，前沿技术迭代与终端产品创新形成的新需求，正从多维度推动半导体测试检测设备的技术升级，SEMI 预测，2025 年半导体测试设备销售额将增长 23.2%至 93 亿美元，2026 年将持续增长至 97.7 亿美元。高密度存储、3D 堆叠技术普及，使测试时间与复杂度倍增；同时，AI 训练催生高速 SSD 需求，测试设备需匹配超高吞吐量与信号完整性检测能力。AI 驱动的技术跃迁时代正重塑半导体测试检测设备行业格局，AI 算力或将持续推升测试精度与效率要求。

公司半导体存储器件测试设备布局完善且技术领先。在半导体存储器件检测领域，公司在 ALPG 处理器及编译器、高精度 TG 时序生成器、高速信号互联技术、电测试接口单元及专用集成电路设计技术、DRAM 测试及修复技术、多通道信号自动校准技术、宽温区高均匀度老化炉体控制等方面有丰富的经验积累，形成多项领先技术。基于此，开展针对半导体存储器后道测试工艺的全覆盖产品研发，包括晶圆测试机及探针卡、老化测试设备及老化修复治具板、FT 测试机及治具（DAS）等。其中，老化测试设备、治具板及探针卡等已经成为客户主要供应商，FT 测试机已获客户订单；CP 测试机及高速 FT 测试机的量产样机已进入客户厂内关键验证阶段。

盈利预测与评级：我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.82、4.43、6.83 亿元，同比分别增长 330.86%、57.32%、54.11%，对应 PE 分别为 132、84、55 倍。我们选取长川科技、华峰测控、中科飞测作为可比公司。精智达深耕半导体测试检测设备及系统解决方案，着力构建系统化全站点服务能力，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：行业竞争加剧、技术升级迭代、客户集中度较高

【公用环保】首次覆盖报告：信德新材(301349.SZ)——负极包覆材料量价齐升，沥青基碳纤维制品放量可期（2026/05/21）

查浩 证书编号：S1350524060004 刘晓宁 证书编号：S1350523120003

事件：信德新材发布 2025 年年报&2026 年一季报，公司 2025 年实现总营业收入 11.61 亿元，同比+43.28%，实现归母净利润 0.39 亿元，同比扭亏；公司 2026 年 Q1 实现营业收入 3.61 亿元，同比+48.70%，实现归母净利润 0.31 亿元，同比+330.34%，符合市场此前预期。

受益于动力电池+储能超级周期，负极材料满产满销，2025 年量价齐升。（1）公司 2025 年负极包覆材料实现营业收入 4.80 亿元，同比+44.31%，实现毛利率 10.75%，毛利率同比+6.19pct。公司 2025 年负极包覆材料销售量达到 8.44 万吨，同比+39.62%，公司负极包覆材料收入大幅增长主要受益于新能源车+储能市场的强劲增长，同时，公司持续优化产品矩阵，中高端产品占比有所提升。（2）公司 2025 年负极包覆材料业务实现毛利率 10.75%，同比+6.19pct，2025 年原油价格走低，核心原材料乙烯焦油价格同步走低，同时公司通过深入推进供应链优化，积极拓展采购渠道，实现了原料采购成本与运输费用的有效压降。

2026 年负极材料产能进一步释放，毛利率持续改善。2026Q1 公司实现营业收入 3.61 亿元，同比+48.70%，实现归母净利润 0.31 亿元，同比+330.34%，实现扣非归母净利润 0.22 亿元，同比+1224.25%，公司 26Q1 扣非归母净利润大幅增加主要系负极材料出货大幅增加。公司 26Q1 实现毛利率 16.65%，环比+4.22pct，截至 2026Q1 末，公司已形成东北大连基地负极包覆材料产能 4 万吨/年，西南成都基地负极包覆材料产能 3 万吨/年，华南福建基地负极包覆材料产能 2 万吨/年，三大生产基地拥有负极包覆材料产能合计 9 万吨/年，支撑公司 2026 年出货进一步高增长。

公司沥青基碳纤维制品顺利导入光纤/光伏领域，半导体领域进入验证期。信德拥有沥青基碳纤维制品从预氧化、碳化、石墨化、纯化到制品的一体化生产能力，研发生产的碳毡系列产品经特种技术粘合、固化、定型、碳化、高温处理等工艺形成，可广泛适用于光伏晶硅制造热场、半导体热场、粉末冶金热场、光纤及蓝宝石等多种行业保温场景，在光纤、光伏、热处理领域验证较顺利，目前已经开始小批量供货。在半导体领域因对产品指标要求更高，验证时间较长，目前验证较为顺利。

盈利预测和与评级：我们预计公司 2026-2028 年的归母净利润分别为 1.21/1.48/1.75 亿元，同比增速分别为 214%/22%/18%，当前股价对应的 PE 分别为 59/48/41 倍。选取璞泰来、尚太科技、中科电气为可比公司，考虑到公司负极包覆材料量价有望维持向好态势，且沥青基碳纤维制品有望放量，看好公司后续业绩弹性。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧，下游电池需求波动，沥青基碳纤维客户开拓不及预期

华东机构销售

姓名	联系方式	邮箱
李瑞雪	18202157216	lirui xue@huayuanstock.com
韦灵慧	15900818623	weilinghui@huayuanstock.com
吴卓雅	13130676476	wuzhuoya@huayuanstock.com
白鹭	17717065513	bailu@huayuanstock.com
袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@huayuanstock.com
杨舒怡	18857090315	yangshuyi@huayuanstock.com
朱芷漫	15623249787	zhuzhiman@huayuanstock.com
金璐敏	18701859882	jinklumin@huayuanstock.com
吴琼	13524729225	wuqiong@huayuanstock.com
陈博雅	18868102690	chenboya@huayuanstock.com
万蕾	13564961723	wanlei02@huayuanstock.com
刘怡岑	15000796699	liuyicen@huayuanstock.com
田丽媛	13182929179	tianliyuan@huayuanstock.com
侯世杰	19521452277	houshijie@huayuanstock.com
李依桐	13502177189	liyitong@huayuanstock.com
陈飞帆	17712236207	chenfeifan@huayuanstock.com
黄梓洋	13564449978	huangziyang@huayuanstock.com
柳柏	13045152592	liubai02@huayuanstock.com

华北机构销售

姓名	联系方式	邮箱
王梓乔	13488656012	wangziquiao@huayuanstock.com
胡佳媛	13263496173	hujia yuan@huayuanstock.com
马昊	13581897385	mahao@huayuanstock.com
恩卡尔	15010935260	enkaer@huayuanstock.com
胡青璇	18800123955	huqingxuan@huayuanstock.com
赵帆	18634226618	zhaofan@huayuanstock.com
王慧文	15545222323	wanghuiwen@huayuanstock.com
陈敏	18810312076	chenmin01@huayuanstock.com
汪嘉玮	17710037863	wangjiawei@huayuanstock.com

华南机构销售

姓名	联系方式	邮箱
杨洋	18603006849	yangyang03@huayuanstock.com
彭婧	18507310636	pengjing@huayuanstock.com
胡美娜	19129938895	humeina@huayuanstock.com
韦洪涛	13269328776	weihongtao@huayuanstock.com
蒋书琪	13755026751	jiangshuqi@huayuanstock.com
王安妮	13850778699	wanganni@huayuanstock.com
祝梦婷	17727576696	zhumengting@huayuanstock.com
韩欣言	18898748915	hanxinyan@huayuanstock.com
马思雨	13614697068	masiyu@huayuanstock.com
夏维	15200869983	xiawei03@huayuanstock.com
刘嘉环	18701179327	liujiahuan@huayuanstock.com
李若鸿	18988795187	liruohong@huayuanstock.com

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。