

晨会集萃

制作：产品中心

重点推荐

《策略|经济预期差与股市变动关系初探——策略探索系列》

1、经济不仅进行着长周期的波动，也进行着短周期的波动。对应地，监管机构也会使用长周期的财政政策和货币政策熨平经济周期，短期内可能也会采用财政政策和货币政策熨平经济短期的波动。进一步地会影响股票价格。短期内，经济情况时刻发生变动，可能出现经济超预期（过热）或经济低于预期（过冷），这时，监管层为了熨平经济短期的波动，可能会采取相应的短期紧缩或宽松的财政政策和货币政策，从而导致股票市场发生相应的变动。2、经济预期差的度量：采用花旗中国经济意外指数（关键宏观数据实际值与预期值差异），本报告定义单位化的指数高位（>0.8）代表经济超预期，低位（<0.2）代表低于预期。分析显示，指数低位后股市常上涨，高位后常下跌，印证预期差对股市的影响。3、结论：短期经济预期差通过政策调节间接影响股市，基于此构建的择时策略在港股和大盘股中具备应用价值。

风险提示：1）总量指标不能代表微观指标；2）历史复盘仅供参考；3）基于模型的定量分析无法代替上市公司基本面的定性分析。

《策略|行业比较周报——中概股退市风险与影响测算》

1、中概股退市风险的可能性分析：直接干预中概股退市不在总统权力框架内，总统仅可通过法案、行政命令等间接推动 SEC 修改退市规则。行政令通常针对特定公司或行业，不太可能全面影响所有中概股，但可以迅速对特定公司产生直接压力。2、本轮中概股退市的影响测算：据我们筛选，大致符合回流标准中概股接近 30 只，可带来约 1%的日均交易额增长。这个数字并不大，主要系目前符合双重/二次上市标准且具有较好流动性的港股也基本回流。中概股回流可带来的交易额，有望进一步提升港股交易活跃度，但也需注意流动性压力。以过去三年各类股票的日均交易额进行测算，若双重/二次上市中概股在美交易量全部回流，则可为港股市场带来约 396.32 亿港币的日均交易额，约占港股整体日均交易额的 37.2%；若全部美股中概全部回流，则带来的交易额占港股整体日均交易额 56.2%。风险提示：1）过去历史经验仅供参考；2）风格分类仅供参考；3）政策出台和落地具备不确定性。

《电子|周观点：国内外大模型&应用端齐发力，看好 AI Agent 产业趋势》

1、AI：OpenAI 发布最新视觉推理模型和轻量级编程智能体，AI Agent 能力显著提升。1）OpenAI 的 Agent 能力，目前更多的是调用自身的工具。2）o4-mini 表现出色，RL 的 Scaling Law 仍在起作用。3）OpenAI 宣布，接下来将发布一系列产品，颠覆编程。4）国内方面，字节、快手等大模型发布，显著升级推理与视频生成能力，微信将自家的“元宝 AI”集成到了微信中，元宝 AI 是腾讯元宝 APP 入驻微信的 AI 助手，搭载混元和 DeepSeek 双模引擎，无缝衔接微信生态。2、AIDC：H20 及多个算力芯片被限制，看好国产算力投资及自主可控产业趋势。3、面板：1）房市政策有望拉动家电需求。2）供需：宏观环境不确定下，看好整机厂全球产能布局及供应链管理。面板厂或有控产动作。3）价格：电视面板价格维持稳定；显示器面板价格在本月有望继续上涨；笔电价格则持续持平，手机面板价格保持稳定。4）看好彩虹股份玻璃基板国产替代趋势强化。4、机器人：人形机器人应用场景持续拓宽，看好人形机器人持续迭代、通用性持续提升。

风险提示：消费电子需求不及预期风险；新产品创新力度不及预期风险；

天风 4 月金股推荐

简称	调入时间
锦波生物	20240630
百济神州-U	20240731
海光信息	20240930
吉祥航空	20241031
蓝思科技	20250127
工业富联	20250127
拓邦股份	20250228
新易盛	20250228
智微智能	20250228
火炬电子	20250228
益方生物-U	20250228
好未来	20250228
浙江自然	20250228
鸿路钢构	20250228
新华保险	20250331
润泽科技	20250331
亨通光电	20250331
立讯精密	20250331
顶点软件	20250331
内蒙一机	20250331
圣农发展	20250331
泽璟制药-U	20250331
中国东方教育	20250331
申洲国际	20250331
布鲁可	20250331
小商品城	20250331
首旅酒店	20250331
三维化学	20250331
中材科技	20250331
盛航股份	20250331
紫金矿业	20250331
中国海外发展	20250331
贝壳	20250331
纳睿雷达	20250331
阿里巴巴-W	20250331

资料来源：天风证券研究所

最新调整日期 2025.03.31

市场数据

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3291.43	0.45
沪深 300	3784.88	0.33
中证 500	5642.38	1.47
中小盘指	3685.17	1.41
创业板指	1944.32	1.59
国债指数	224.48	0.0

地缘政治冲突风险；消费电子产业链外移影响国内厂商份额风险。

《房地产&建筑建材周观点：一季度地产指标有何启示？》

1、一季度“止跌企稳”见效，审慎看待 Q2 扰动因素。25Q1 商品房销售面积 2.19 亿平，同比-3.0%，销售额 2.07 万亿元，同比-2.1%。前期“止跌回稳”政策效果具备成效，对 Q2 基本面走势或需审慎看待，可能存在因基数变化、城市热度差异、价格下行等因素带来的总量数据指标边际压力、进而扰动市场预期。政策再次发力的必要性较强。2、政策表态“促进房地产行业止跌企稳”，基本面拐点或将近，增量政策预期持续。交易端，市场“底部共识”增强，“短线政策博弈+中长期估值修复”逻辑更加顺畅。配置方向上，我们建议优先考虑①非国企受益于化债、政策纾困、需求改善等多重逻辑下的困境反转；②具备投资及改善产品优势的龙头房企独有的周期韧性；③区域型企业其城市基本面分化及市占率提升逻辑；④二手中介受益于存量交易景气度提升。其中，低估值优质非国企及地方型企业受益于融资、收储等政策的弹性空间或更大。

风险提示：行业信用风险蔓延；行业销售下行超预期；因城施策力度不及预期

晨会焦点

《电子|蓝思科技（300433）：25Q1 收入稳健增长，盈利能力同比改善》

公司发布 2025 年一季报，25Q1 实现营业收入 170.63 亿，yoy+10.10%，公司实现归母净利润为 4.29 亿，yoy+38.71%。1、看好公司全球化的产能布局：全球拥有 9 个研发和生产基地，包括位于越南、泰国、墨西哥的生产基地及多个国际办公驻点，从战略上拓宽全球业务版图，使自身的制造能力与全球市场动态相契合，满足国际客户在全球范围内的供应链需求，可以有效抵御地缘风险；2、组装业务放量，电子系统级厂商能力增强卡位高增长赛道潜力：我们认为伴随着 23 年公司组装业务开始成长放量+24 年合作支付宝拓展新零售业务+25 年开年机器人+AI 眼镜业务捷报频传，公司成长逻辑从结构件厂商向电子系统级厂商升级，未来公司将紧抓智能手机、AIPC、新能源、人形机器人、支付终端、智能家电等新机遇，看好公司成长范式转变打开长期成长空间，增长提速。维持公司 25/26/27 年 55/72/90 亿归母净利润预期，维持“买入”评级。

风险提示：消费电子需求不及预期、消费电子创新不及预期、新能源车价格压力影响供应商盈利能力、下游产品推出节奏不及预期、地缘政治风险 & 客户集中度高风险

《电新|蓝黛科技（002765）公司深度：双主业协同稳健发展，机器人业务开拓新增长局面》

2019 年至 2021 年期间，公司营收整体呈上升趋势，2021 年-2024 年公司营收小幅下降，虽盈利能力有波动，但 2024 年触控显示等业务回暖，实现扭亏为盈。1、双主业并行，业务布局丰富。公司动力传动业务产品多样，不断向新能源领域拓展；触控显示业务产品应用于汽车电子、消费电子等多领域。2、参股泉智博布局机器人领域，机器人业务有望扩张版图。泉智博在机器人关节领域具备技术优势，有望为蓝黛科技提供关键技术支撑。通过本次合作，叠加重庆市“机器人+”政策支持，蓝黛科技未来有望成为人形机器人产业链核心供应商，强化产业卡位优势。我们预计公司 2025-2027 年营收为 43 亿元、52 亿元、62 亿元；归母净利为 2.1 亿元、3.0 亿元、3.8 亿元。整体竞争力和估值水平有望提高。尽管面临宏观经济波动、市场竞争等风险，但公司双主业协同发展和机器人业务的开拓为其提供了多元化的增长动力。基于公司业务的多元化和市场回暖趋势，调整至“增持”评级。

风险提示：面临宏观经济波动、市场竞争、原材料价格波动、汇率及税收

上一交易日行业表现



资料来源：聚源数据；天风证券研究所

海外市场

指数名称	收盘	涨跌%
香港恒生	21395.14	1.61
道琼斯	39142.23	-1.33
纳斯达克	16286.45	-0.13
标普 500	5282.70	0.13
日经 225	34279.92	-1.3
德国 DAX	21205.86	-0.49
法国 CAC	7285.86	-0.6
富时 100	8275.66	0.0
台湾	19106.20	-1.49

申万行业指数预览

类别	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE	市净率 PB
农林牧渔	97149	37960	58	4.1
基础化工	284899	109879	44	2.9
钢铁	59892	18942	134	1.4
有色金属	148793	73425	113	3.3
电子	189993	91062	71	3.9
汽车	194340	68889	24	2.6
家用电器	96846	44260	18	3.2
食品饮料	165837	66516	30	4.5
纺织服饰	69031	28573	34	3.4
轻工制造	84127	38265	55	3.6
医药生物	314266	133399	44	4.7
公用事业	205664	69972	22	2.3
交通运输	161911	54710	22	1.9

政策变动、应收账款回收、项目进度不及预期等

《环保公用|九丰能源(605090): 气价波动背景下业绩韧性强, 积极实施现金分红与股份回购》

公司发布 2024 年年度报告以及 2025 年一季报。公司 2024 年实现营业收入 220.5 亿元, 同比减少 17.01%; 实现归母净利润 16.8 亿元, 同比+28.9%。
 1、天然气业务吨毛利毛差同比提升: 25 年一季度公司长约资源执行情况良好, 受国际天然气价格波动影响, LNG 现货资源采购较上年同期有所下降。在此背景下, 公司积极匹配交通燃料、工业用户、燃气电厂、大客户等下游用户市场需求, 吨毛利同比出现明显提升。
 2、公司于 2024 年 6 月制定《未来三年(2024-2026 年) 现金分红规划》, 明确 2024-2026 年全年固定现金分红金额分别为 7.50 亿元、8.5 亿元、10 亿元, 每年度固定现金分红发放频次为 2 次, 并叠加附条件特别现金分红。2024 年特别现金分红 0.3 亿元, 全年总分红 7.8 亿元。考虑到国际气价波动的影响, 调整盈利预期, 预计 2025-2027 年公司归母净利润 17.5/20.5/22.9 亿元(25/26 年前值 17.8/20.2 亿元), 对应 PE9.4/8/7.2x, 维持“增持”评级。
 风险提示: 国内外天然气价格超预期波动、下游市场需求疲软、下游客户开拓不及预期等风险

评级调整

公司/行业	评级调整	日期	盈利预测与价格区间
隆利科技(300752)	买入(首次)	20250421	25/26EPS 0.92/1.36, TP27.6
海博思创(688411)	买入(首次)	20250417	25/26EPS 4.85/5.98, TP82.53
林洋能源(601222)	持有(首次)	20250416	25/26EPS 0.63/0.75, TP7.26
百龙创园(605016)	买入(首次)	20250415	25/26EPS 1.03/1.35, TP26

房地产	245497	95805	23	2.3
商贸零售	102758	42765	45	2.6
社会服务	37510	12590	55	4.6
银行	558268	146973	7	1
非银金融	324232	142795	14	2
综合	37355	21781	89	4.3
建筑材料	57398	25148	40	2.4
建筑装饰	154468	55693	16	1.9
电力设备	169901	74240	47	3.6
机械设备	227280	97341	65	3.1
国防军工	76728	33026	148	4
计算机	220504	99085	60	5.9
传媒	194561	72896	52	4.8
通信	90698	45155	52	3.9
美容护理	6318	3473	19	3.7

注: PE、PB 的计算采用 23 年报数据; 市值为最近一个交易日的数据

报告列表

隆利科技 (300752): 传统业务修复性增长, OLED 新业务开启第二成长曲线-买入-潘暕/许俊峰
 平安银行 (000001): 信贷存款回暖, 计息成本改善-增持-刘杰
 报喜鸟 (002154): 品牌矩阵丰富, 提供更多可能-增持-孙海洋
 森鹰窗业 (301227): 打造“独特性”、“高性价比”的产品差异化优势-增持-孙海洋
 蓝黛科技 (002765): 双主业协同稳健发展, 机器人业务开拓新增长局面-增持-孙潇雅/吴立/王彬宇
 九丰能源 (605090): 气价波动背景下业绩韧性强, 积极实施现金分红与股份回购-增持-郭丽丽/张樾樾/赵阳
 蓝思科技 (300433): 25Q1 收入稳健增长, 盈利能力同比改善-买入-潘暕/包恒星
 明月镜片 (301101): 期待 AI 眼镜业务落地推进-增持-孙海洋/张彤
 蒙娜丽莎 (002918): 减值敞口逐步出清, 费用控制&现金流表现较好-增持-鲍荣富/王涛/任嘉禹
 乐歌股份 (300729): 扎实推进跨境电商及海外仓业务布局-买入-孙海洋/张彤
 卓越新能 (688196): 25Q1 业绩继续大幅增长, 国内外新需求助力业绩高增长-买入-吴立/唐婕/郭丽丽/戴飞
 东鹏控股 (003012): 盈利能力小幅承压, 渠道结构进一步优化-增持-鲍荣富/孙海洋/王涛/任嘉禹
 亿联网络 (300628): 增量突破+存量优化, 短期国际贸易环境波动影响公司订单节奏-买入-林竑皓/唐海清/王奕红
 基础化工: 3 月份化学原料和化学制品制造业增加值同比增长 8.8%, 三氯乙烯、三氯蔗糖上涨-中性-唐婕/张峰/郭建奇/杨滨钰/邢颜凝
 消费电子: 国内外大模型&应用端齐发力, 看好 AI Agent 产业趋势-强于大市-潘暕/许俊峰/包恒星
 房地产: 一季度地产指标有何启示? -强于大市-王雯/鲍荣富/师亮
 新兴产业: 发改委主持召开推动低空经济发展工作会, 中央地方同发力规范产业发展-强于大市-吴立/周新宇
 经济预期差与股市变动关系初探: 策略探索系列-吴开达/朱俊福
 行业比较周报: 中概股退市风险与影响测算-吴开达/孙希民
 金融工程: 大模型总结和解读行业研报 (2025W16) -吴先兴/王鹏飞
 中观景气度高频跟踪及运用: 中观景气度数据库和定量模型应用-吴开达/孙希民/朱俊福

报告摘要

宏观策略

经济预期差与股市变动关系初探: 策略探索系列

吴开达 wukaida@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110524030001

导读: 本文探讨经济预期差与股票市场价格变动的关联机制及策略应用。数据分析发现, 经济短周期波动 (超预期过热/低于预期过冷) 后的监管层态度为紧缩或宽松的货币/财政政策, 进而影响股市。随着市场有效性提升, 投资者可能提前交易政策预期, 加速股价反应, 从而导致经济短周期波动 (超预期过热/低于预期过冷) 后股票市场价格发生相应变化。

经济预期差的度量: 采用花旗中国经济意外指数 (关键宏观数据实际值与预期值差异), 本报告定义单位化的指数高位 (>0.8) 代表经济超预期, 低位 (<0.2) 代表低于预期。分析显示, 指数低位后股市常上涨, 高位后常下跌, 印证预期差对股市的影响。

货币政策与财政政策在超预期/低于预期的不同状态下有不同监管的态度:

货币政策: 过热期倾向紧缩 (净投放负值), 过冷期宽松 (净投放正值)。

财政政策: 过热期政府债券增速相对紧缩 (15.93%), 过冷期相对宽松 (15.98%)。

股市多空判断模型, 验证经济短周期波动 (超预期过热/低于预期过冷) 后股票市场价格发生相应变化, 具体策略为过热做空/过冷做多, 回测结果如下:

市场差异: 港股优势显著, 恒生指数、恒生科技指数的策略年化收益率远超基准 (17.06%、19.01%vs 基准负/低收益), 且最大回撤低于基准。A 股主板 (上证、深成指) 效果一般。

规模效应: 大盘股占优, 上证 50、沪深 300 策略年化收益率均超 6%, 最大回撤显著低于基准 (上证 50 回撤 21.70%vs 基准 45.41%)。小盘股失效。可能是因为大盘股票为更受到机构的关注, 而机构相对个人, 更关注经济的变动。

风险收益: 空头状态下收益率更高, 多头波动率相对较低。

结论：短期经济预期差通过政策调节间接影响股市，基于此构建的择时策略在港股和大盘股中具备应用价值。

风险提示：1) 总量指标不能代表微观指标；2) 历史复盘仅供参考；3) 基于模型的定量分析无法代替上市公司基本面的定性分析。

行业比较周报：中概股退市风险与影响测算

吴开达 wukaida@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110524030001

核心结论：直接干预中概股退市不在总统权力框架内，总统仅可通过法案、行政命令等间接推动 SEC 修改退市规则。历史上，中概股强制退市有两条路径：1) 通过《外国公司问责法》(HFCAA)。2) 以国家安全审查为由通过行政令。复盘上一轮中概退市风险，时间线上，《外国公司问责法案》从签署生效到实质执行约经历一年；分为港股上市样本和未在港股上市样本来看，港股上市的中概股受到的冲击略小。目前美国全部中概股可以分为三类，分别是在港交所双重上市、在港交所二次上市、未在港交所上市。对于未在港交所上市的中概股，我们判断香港仍将成为回流首要目标。据我们筛选，大致符合回流标准中概股接近 30 只，可带来约 1% 的日均交易额增长。中概股回流可带来的交易额，有望进一步提升港股交易活跃度，但也需注意流动性压力。以过去三年各类股票的日均交易额进行测算，若双重/二次上市中概股在美交易量全部回流，则可为港股市场带来约 396.32 亿港币的日均交易额，约占港股整体日均交易额的 37.2%；若全部美股中概全部回流，则带来的交易额占港股整体日均交易额 56.2%。

事件：美国财长贝森特接受访问时称，不排除要求中概股在美国退市的可能。4 月 13 日，香港特区政府财政司司长陈茂波指出，已指示香港证监会和香港交易所做好准备，若在海外上市的中概股希望回流，必须让香港成为它们首选的上市地。

中概股退市风险的可能性分析：直接干预中概股退市不在总统权力框架内，总统仅可通过法案、行政命令等间接推动 SEC 修改退市规则。历史上，中概股强制退市有两条路径：1) 通过《外国公司问责法》(HFCAA)。若连续三年未通过 PCAOB 审计检查，SEC 可直接启动退市程序。此路径下，企业需在缓冲中期内解决审计底稿争议，否则将面临强制退市。2) 以国家安全审查为由通过行政令。行政令通常针对特定公司或行业，不太可能全面影响所有中概股，但可以迅速对特定公司产生直接压力。

上一轮中概退市的历史复盘：时间线上，《外国公司问责法案》从签署生效到实质执行约经历一年。节奏上，22 年 3 月具体公司被纳入“临时落地清单”后，中概股短期见底反弹。分为港股上市样本和未在港股上市样本来看，港股上市的中概股受到的冲击略小，在港股上市和不在港股上市样本列入清单两年内最大跌幅分别为 -49.55%，-57.02%。22 年 3-4 月列入清单的，大多在 22 年 10 月触底，大约在触底后 8-9 个月恢复，在港股上市修复速度更慢。

本轮中概股退市的影响测算：目前美国全部中概股可以分为三类，分别是在港交所双重上市、在港交所二次上市、未在港交所上市。根据港交所规则，双重上市股票若在美国遭遇退市，其香港市场上市地位不受影响；若二次上市股票在美国遭遇退市，则将被自动视为在香港主要上市。而对于未在港交所上市的中概股，我们判断香港仍将成为回流首要目标。据我们筛选，大致符合回流标准中概股接近 30 只，可带来约 1% 的日均交易额增长。这个数字并不大，主要系目前符合双重/二次上市标准且具有较好流动性的港股也基本回流。

中概股回流可带来的交易额，有望进一步提升港股交易活跃度，但也需注意流动性压力。以过去三年各类股票的日均交易额进行测算，若双重/二次上市中概股在美交易量全部回流，则可为港股市场带来约 396.32 亿港币的日均交易额，约占港股整体日均交易额的 37.2%；若全部美股中概全部回流，则带来的交易额占港股整体日均交易额 56.2%。
风险提示：1) 过去历史经验仅供参考；2) 风格分类仅供参考；3) 政策出台和落地具备不确定性。

中观景气度高频跟踪及运用：中观景气度数据库和定量模型应用

吴开达 wukaida@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110524030001

从整体的行业景气度方面来看，本周煤炭、电子、环保、商贸零售等行业整体呈上行趋势；建筑材料、电力设备、机械设备、食品饮料、医药生物、汽车、银行、房地产、公用事业等行业整体呈下行趋势。

基于我们 2024 年 10 月 15 日外发的《全行业中观景气度数据库应用框架》内的模型及研究框架，本周，我们预测了未来 4 周表现较优的申万二级行业。

重视商用车、通用设备、专用设备、轨交设备 II、航运港口、物流、元件、消费电子、饰品、纺织制造、风电设备、其他电子 II、造纸、光伏设备、电机 II 等申万二级行业。相对于上周，本周主要新增了物流、其他电子 II、光伏设备等。

截至 2025 年 4 月 20 日，重视行业值得关注的景气度数据有：

汽车行业：中国汽车轮胎（全钢胎）的开工率为 65.43%，较上周下降 0.72 个百分点。

机械设备行业：五金工具中的磨具及磨料价格指数为 117.44 点，环比下降 0.99%。

交通运输行业：北京地铁的客运量为 680.94 万人次，环比大幅上升 227.71%。然而，好望角型运费指数（BCI）为 1678.0，环比下降 6.93%。

电子行业：DRAM（DDR34Gb，1600MHz）的现货平均价为 0.87 美元，环比上涨 1.04%。

纺织服饰行业：黄金价格（老凤祥）为 1023.0 元/克，环比上涨 3.33%。柯桥纺织指数中，坯布类价格指数为 107.68，环比下跌 0.72%。

电力设备行业：电线电缆价格指数为 133.06 点，环比上涨 0.56%。单晶 PERC 电池片的现货价为 0.3 元/瓦，环比下降 3.23%。

4 月决断，应对波动率放大，待冲击落地继续攻坚。根据经济复苏与市场流动性，可以把投资主线降维为三个方向：1）Deepseek 突破与开源引领的科技 AI+，2）消费股的估值修复和消费分层逐步复苏，3）低估红利继续崛起。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候，因此低估红利的高度取决于 AI 产业趋势的进展，而 AI 产业趋势的进展又取决于 AI 应用端和消费端的突破。消费板块投资的核心因子是估值，在当前消费板块低估值、利率下行、政策催化下复苏周期抬头（哪怕是很弱的斜率），以宏观叙事而对消费过分悲观反而是一种风险，重视恒生互联网。

风险提示：1）历史复盘仅供参考；2）市场波动性可能影响资产表现；3）基于模型的定量分析无法代替上市公司基本面的定性分析。

金融固收

金融工程：大模型总结和解读行业研报（2025W16）

吴先兴 wuxianxing@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516120001

最新 DeepSeek-V3 大模型总结分析师行业报告

在当前市场中，分析师报告数量众多，以行业报告为例，每周通常有超过 500 篇的报告。而阅读这些报告通常要花费大量的时间和成本。针对这一需求，我们利用升级之后的 DeepSeek-V3-0324 大模型，对分析师行业报告进行智能总结和整合，提炼出核心观点和关键信息，以供投资者参考。

最新行业研报文本景气度

我们对 2025 年 4 月 14 日至 2025 年 4 月 20 日的发布行业研报进行整理，共计得到 732 篇行业报告。我们又进一步删除评级不属于“推荐”、“增持”、“买入”、“超配”、“强于大市”等的报告后，还有 692 篇报告，再删除摘要中含有“港股”的报告，最终使用 650 篇报告作为分析样本。

由于大模型对于较长、客观的文字有着更好的理解能力，因此本部分使用大模型对摘要进行分析。我们使用 DeepSeek-V3-0324 模型，对每一篇报告，我们将图 1 所示的提示词和摘要拼接，作为模型的输入，得到每一篇报告所涉及的一级、二级行业，和对应行业的景气度和超预期程度。我们按照中信二级行业计算的“景气度”、“超预期程度”的均值，并保留行业的报告数目大于 2 的行业。

最新结果显示，本周大模型对通信设备、贵金属行业研报解读得到的行业景气度较高，且边际变化明显提升；石油化工、纺织制造、广告营销行业景气度较低。

风险提示：市场环境变动风险，大模型稳定性风险，大模型偏差与准确性风险。

行业公司

隆利科技（300752）：传统业务修复性增长，OLED 新业务开启第二成长曲线

潘暕 panjian@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517070005

隆利科技成立于 2007 年 8 月 16 日，主要从事 LED 背光显示模组开发、生产和销售。隆利科技盈利能力强劲，2021-2023 年，受行业下行周期影响，公司营收承压，但管理层及时调整发展战略，2023 年公司归母净利润 4567.40 万元，实现了扭亏为盈。2024 年上半年，公司盈利能力进一步提高，归母净利润达到 5008.41 万元。2023 年，公司销售费率/管理费/财务费率分别同比下降 7.78%/50.48%/70.60%，综合毛利率从 6.4%提升至 13.06%，改善显著。公司坚持科技创新，2021-2023 年，研发费用占营收比重分别为 5.29%/6.72%/5.08%。截至 2024 年 6 月 30 日，公司在 Mini-LED 相关领域有效申请专利共计 167 项。

隆利科技专注于 MiniLED 背光模组的设计、封装及生产，是中游环节的重要参与者。MiniLED 背光模组具有高亮度、可实现超大尺寸、成本低等多项优势，已大规模替代 LCD 显示产品。背光显示领域，近年 MiniLED 已被应用于手机，

电脑等消费电子产品，苹果、三星等厂商纷纷推出搭载 MiniLED 技术的产品。笔记本、平板及车载显示都是 MiniLED 背光有望渗透的潜在领域，未来有望迎来高速增长，据亿渡数据预测，2026 年背光模组市场将达到 1250 亿元。隆利科技拥有技术、客户、成本等核心竞争力，在国内 MiniLED 背光模具行业竞争中处于先进阶段。在技术领域，自 2016 年以来，公司已投入大量资金及人力开展 Mini-LED 技术的研发，率先实现了多个应用领域的技术突破，已经成功应用于车载显示、显示器以及 VR 等领域。在客户资源上，公司凭借先进的技术水平，形成了稳定的客户结构群体，吸引了众多高端优质客户。在生产成本方面，公司已经建立了全产业链的智能制造体系，能有效减少部件从外部订购、配送的时间，缩短产品交期。同时，公司还通过优化供应链，降低了 MiniLED 模组的生产成本。

隆利科技在 LIPO 窄边框工艺方面布局较早，拥有先发优势。OLED 是 LCD 之后最具潜力的平板显示技术，在对比度、功耗和轻薄等方面显著优于传统 LCD 面板。在以智能手机为代表的小尺寸面板领域，OLED 已成为主流趋势。2023 年全球 OLED 智能手机渗透率为 51%，出货量为 5.95 亿部；预计 2024 年全球 OLED 智能手机渗透率为 55%，出货量为 6.61 亿部；预计 2028 年全球 OLED 智能手机渗透率有望达到 60%，出货量有望达到 7.5 亿部。在以平板、笔记本为代表的中尺寸面板领域，OLED 同样显现出了替代趋势，TCL 华星、京东方和三星等国内外厂商都在完善自身技术的基础上抢夺中尺寸 IT 面板市场。一直以来，OLED 窄边框技术不断发展，经历了从 COP/COF/COG 技术到 BRS 技术，再到 LIPO 技术的演变过程，使智能手机屏占比不断提高。LIPO 技术（低压注塑工艺）是一种利用较低的压力（0.15-4mpa）将熔融材料注射模具并快速固化的封装技术，通过热熔材料优异的密封性和优异的物理化学性能来实现绝缘、耐热、具有抗冲击、抗振动、防潮、防水、防尘、耐化学腐蚀等作用，对电子元件有良好的保护作用。2023 年发布的 iPhone 15 Pro 就是借助 LIPO 技术实现了当时最窄的 1.55mm 屏幕边框。2024 年，iPhone 16 Pro Max、小米 15 更是实现了 1.15mm/1.38mm 的超窄边框。该技术未来前景广阔，隆利科技较早储备了 LIPO 技术，公司研发的穿戴 insert molding 工艺项目采用(LIPO)工艺技术，在不影响装置整体结构强度下，提升 OLED 屏膜与整机的结构强度及密封性，在现有屏占比的基础上进一步提升，实现一体化，更轻薄化，同时大幅提升产品跌落可靠性。

投资建议：伴随市场需求回暖、AI 赋能以及创新产品发布，消费电子行业延续了复苏态势，我们预计 2024-2026 年公司分别能实现 12.98/17.01/21.21 亿元营收，公司净利润在 24/25/26 年预计能达到 1.03/2.07/3.07 亿元。估值方面，我们选取聚飞光电、兆驰股份、瀚博高新和芯瑞达为可比公司，对应 2025 年平均 PE 倍数为 20 倍，考虑隆利科技目前处于国内背光显示模组行业前列，在 MiniLED 背光模板的设计、封装及生产商有一定先发优势，积极布局窄边框技术。我们给予公司高于 2025 年平均的 30 倍 PE，对应市值 62 亿，目标价 27.6 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险；产品价格水平下降的风险；地缘政治风险；数据测算具有主观性；技术研发及产业化风险；客户集中度较高风险

平安银行 (000001)：信贷存款回暖，计息成本改善

刘杰 liujiea@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110523110002

事件：

平安银行发布 2025 年一季度财报。公司实现营收约 337 亿元，YoY-13.05%；归母净利润 141 亿元，YoY-5.60%；不良率 1.06%，不良贷款拨备率 237%。

点评摘要：

2025 年一季度，平安银行营收约 337 亿元 (YoY-13.05%)，其中净利息收入 228 亿元 (YoY-9.42%)，占营收比重 67.6%；非息净收入 109 亿元，同比减少 19.78%。2025Q1 拨备前利润、归母净利润分别同比-12.92%、-5.60%。其中，公司计提减值准备较 24 年第一季度减少 19.66 亿元，为利润提供支撑。

投资净收益持续拉动公司营收。2025 年一季度投资净收益贡献 68 亿元收入，YoY+43.98%

2025 年一季度，平安银行净息差录得 1.83%，环比收窄 4bp，同比下行 18bp。

资产收益端：在 2024 年 LPR 连续调降背景下，受新年贷款重定价影响，公司 25 年一季度生息资产收益率下滑至 3.62%，较 2024 年末下行 35bp。负债成本端：去年 7 月，存款挂牌利率调降为息差企稳提供有力支撑，2025 年一季度计息负债成本率较 2024 年改善 30bp 至 1.84%。

资产端：2025 年一季度平安银行生息资产总计 5.59 万亿元，同比增长 1.1%。其中，同业资产同比增幅较大 (YoY+30.8%)，信贷投放环比较去年末有所改善，金融投资规模回落。生息资产结构上，贷款、金融投资、同业及拆放、存放央行分别较 2024 年变动+0.80、-1.91、+0.71、+0.40pct。

负债端：2025 年一季度平安银行计息负债余额 5.02 万亿元，同比增长 0.2%。其中，存款同比增长 6.2%，较 2024 年有较大改善。负债结构上，存款、已有债券、同业负债及向央行借款占计息负债比重分别变动+2.72、-3.03、-0.93、+1.24pct。

资产质量：2025 年一季度平安银行不良余额 360 亿元，不良贷款率 1.06%与 2024 年持平。不良+关注率环比下行 15bp 至 2.84%。

盈利预测与估值：

我们预测公司 2025-2027 年归母净利润同比增长为 0.81%、2.92%、3.28%，对应现价 BPS：23.24、24.93、26.65 元。我们使用股息贴现模型测算目标价为 12.75 元，对应 24 年 0.55xPB，现价空间 16%，维持“增持”评级。

风险提示：宏观经济震荡，不良资产大幅暴露，息差压力大

报喜鸟 (002154)：品牌矩阵丰富，提供更多可能

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110518070004

公司发布 2024 年报

24Q4 营收 16 亿，同比+2%，归母净利 0.80 亿，同比-44%，扣非后归母净利 0.77 亿，同比-37%。

2024 年营收 52 亿，同比-2%，归母净利 5 亿，同比-29%，扣非后归母净利 4 亿，同比-28%。

2024 年国内纺服消费零售疲软、行业竞争加剧，公司通过加强精细化管理，严格控制终端折扣、拓展渠道并升级渠道结构等方式积极应对外部环境影响，营业收入仍略有下降，公司加大市场拓展力度、品牌推广投入及人力成本增加导致营销费用增加，财务费用增加、商铺出售亏损及增加品牌商誉减值计提等导致利润下降。

同时，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.5 元（含税），分红率 15%。

品牌矩阵丰满

分渠道，2024 年直营实现营收 20 亿，同比-4%，门店净增 58 家；加盟实现营收 8 亿，同比略有下降，门店净减 4 家；线上实现营收 8 亿，同比+2%；团购实现营收 11 亿，同比-1%。

分品牌，1) 2024 年报喜鸟营收 16 亿，同比-8%，门店净增 4 家，其中直营净增 10 家，加盟净减 6 家。报喜鸟加强原创面料开发，打造更轻薄、更具功能性的运动西服产品，同时实施大店计划，升级终端店铺形象，加大重点城市的战略投入，努力提升整体店铺质量。

2) 哈吉斯营收 18 亿，同比+1%，门店净增 21 家，其中直营净增 17 家，加盟净增 4 家。哈吉斯在弱复苏环境中仍保持经营韧性，持续稳健发展。产品方面，聚焦通勤、休闲、运动三大场景，通过陈都灵、赵又廷、张晚意、谭松韵等明星店长活动打造更加年轻化的视觉传播。

3) 宝鸟营收 10 亿，同比-3%。宝鸟深耕战略核心市场，聚焦区域主流客户，年内成功突破多家大型企业。

4) 乐飞叶营收 3 亿，同比+28%，门店净增 20 家，其中直营净增 16 家，加盟净增 4 家。乐飞叶持续优化和升级核心品类，强化功能性面料合作和运用，增加年轻化时尚化产品开发。

公司坚持多品牌、全渠道发展，坚持成熟品牌（报喜鸟、哈吉斯、宝鸟、所罗）稳健发展、成长品牌（恺米切、乐飞叶）快速发展、培育品牌（亨利格兰、TB、衣丽特）低成本试错、小步快走的品牌策略，持续提升“产品力、渠道力、品牌力、运营力”。

此外，公司成功收购国际户外品牌 Woolrich，进一步完善了公司多品牌矩阵，也为公司国际化发展迈出的重要一步。加大市场投入，销售费用同比增加

2024 年毛利率 65%，同比+0.3pct。线上毛利率 72%，同比+2pct；直营毛利率 78%，同比+0.4pct；加盟毛利率 69%，同比+2pct；团购毛利率 46%，同比-0.2pct。

期间费用合计 26 亿，同比+4%，其中销售费用 21 亿，同比+5%，主要系 24 年公司加大市场拓展力度、品牌推广投入及人力成本增加所致。

存货周转天数 235 天，同比+9 天。

调整盈利预测，维持“增持”评级

基于 2024 年表现，我们调整盈利预测，并增加 2027 年预测，预计 25-27 年归母净利分别为 5.4 亿、6.8 亿、8.1 亿（25-26 年前值为 6.9 亿、8.6 亿）；EPS 分别为 0.4 元、0.5 元以及 0.6 元（25-26 年前值为 0.47 元、0.59 元）。

风险提示：消费疲软，拓店不及预期，品牌整合失败等风险。

森鹰窗业 (301227)：打造“独特性”、“高性价比”的产品差异化优势

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110518070004

公司发布年报

24Q4 营收 1.9 亿同减 28%，归母净利-0.1 亿同减 138%，扣非后归母-0.13 亿同减 170%。

24 年收入 5.7 亿同减 40%，归母净利-0.42 亿同减 129%，扣非后归母净利-0.57 亿同减 144%。

公司业绩变动原因主要是 2024 年度，伴随房地产市场整体深度调整，我国窗产业也在经历“从增量到存量”的市场阵痛期，同时受房地产市场传导及家装预算压缩等影响，中高端门窗零售消费疲弱，竞争愈发激烈。

面对外部环境变化，公司采取了加快推进渠道转型、主动收缩传统大宗业务销售规模、整合优化经销渠道及终端门店、拓展全品类节能窗等措施，但在房地产和消费需求的双重抑制下，公司营收下降幅度较大，产能利用率不足导致单位成本上升，同时因市场竞争激烈单位售价有所调整，毛利率显著减少。基于上述内外部因素综合影响，净利

润较上一年度由盈转亏。

定位“节能·美窗”，稳步提升细分市场品牌知名度及美誉度

2024年公司结合生产基地主要功能和产成品，分别对双城、王岗、南京工厂进行主题式改造，并提升工厂的数据可视化功能，将工厂生产中的各种数据实时采集、分析进行呈现。以线下工业游、线上VR展厅等方式打造森鹰可视化智能工厂形象。

“三窗一门”产品策略，拓宽品类边界，新塑窗锚定存量中端市场

公司制定“三窗一门”中长期产品策略。从聚焦节能铝包木窗，逐步拓展品类边界，将木窗、铝窗、新塑窗和入户门、幕墙及阳光房等产品组成矩阵。针对不同区域气候条件、消费者习惯，采用不同产品设计与销售渠道进行运营，贴近大宗业务和经销业务的不同客户需求，打造“独特性”、“高性价比”的产品差异化竞争优势。

2024年公司推出了具有独特性、性价比的新塑窗产品，挖掘更广阔的下沉市场，增加品牌知名度。未来，公司将重点锚定需求更为广泛的存量中端市场，其中包括大宗业务中的改造和城市更新需求，经销业务中的二次装修和刚需换新市场。

同时，对新塑窗新品进行全面推广，进一步带动全品类产品协同发展。

在产能方面，加快南京生产基地“年产30万平方米定制节能铝合金窗项目”、哈尔滨“年产15万平方米节能UPVC窗项目”募投项目，并积极实施“节能窗配套铝材板框产能提升项目”及“节能窗配套中空玻璃智能制造项目”募投项目，扩大玻璃深加工和铝材深加工配套产能，为未来的产品结构变化夯实供应链基础，结合产品线事业部和激励机制创新，以进一步降低生产成本，提高终端产品的质量及交付效率。

调整盈利预测，维持“增持”评级

基于2024年业绩表现，并考虑当前地产销售环境仍疲软，公司订单复苏存在滞后性，我们调整盈利预测，预计25-27年归母净利润为0.04亿、0.63亿以及0.82亿（25-26年前值为1.1/1.4亿元），EPS分别为0.04元、0.66元以及0.86元（25-26年前值为1.16元/1.49元）。

风险提示：市场竞争加剧；原材料价格波动；房地产销售持续低迷；新产能投入及品类拓展不及预期等。

蓝黛科技（002765）：双主业协同稳健发展，机器人业务开拓新增长局面

孙潇雅 sunxiaoya@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520080009

双主业并行，业务布局丰富。公司深耕汽车零部件行业超二十年，逐步形成动力传动和触屏显示双主营业务并行的格局。公司动力传动业务产品多样，不断向新能源领域拓展；触控显示业务产品应用于汽车电子、消费电子等多领域。财务方面，2019年至2021年期间，公司营收整体呈上升趋势，2021年-2024年公司营收小幅下降，虽盈利能力有波动，但2024年触控显示等业务回暖，实现扭亏为盈。

动力传动稳健增长，新能源业务开拓新增长点。公司顺应新能源车市场增长需求，核心产品群不断向新能源领域拓展。客户结构逐步优化，从传统汽车制造商拓展到国际汽车零部件供应商、新能源汽车制造商，还与低空经济相关产品制造商合作。公司凭借技术积累、优质客户资源、政策扶持等优势，顺应新能源汽车发展趋势，拓展海外市场提升竞争力。

参股泉智博布局机器人领域，机器人业务有望扩张版图。公司通过全资子公司蓝黛自动化以500万元参股泉智博4.3%股权，切入机器人核心部件赛道。泉智博在机器人关节领域具备技术优势，有望为蓝黛科技提供关键技术支撑。通过本次合作，叠加重庆市“机器人+”政策支持，蓝黛科技未来有望成为人形机器人产业链核心供应商，强化产业卡位优势。

消费电子市场回暖，触控显示业务业绩反弹增长态势良好。24年政策驱动消费电子市场回暖，液晶显示面板行业复苏。AI硬件元年到来，AI手机、AIPC市场前景可观，或带来新机遇。同时车载触控需求增长，新能源汽车和智能座舱快速发展，带动车载触控业务需求增长。公司围绕车载触控屏发展，开发双联屏等高附加值产品。

盈利预测&投资建议：

双主业营收稳健，动力传动业务传统与新能源板块共同发力，触控显示业务受益市场利好，双主业营收预计稳健增长。机器人业务开辟新增长点，随着人形机器人市场扩张，有望贡献新利润。我们预计公司2025-2027年营收为43亿元、52亿元、62亿元；归母净利为2.1亿元、3.0亿元、3.8亿元。整体竞争力和估值水平有望提高。尽管面临宏观经济波动、市场竞争等风险，但公司双主业协同发展和机器人业务的开拓为其提供了多元化的增长动力。基于公司业务的多元化和市场回暖趋势，调整至“增持”评级。

风险提示：面临宏观经济波动、市场竞争、原材料价格波动、汇率及税收政策变动、应收账款回收、项目进度不及预期等

九丰能源（605090）：气价波动背景下业绩韧性强，积极实施现金分红与股份回购

郭丽丽 guolili@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520030001

事件

公司发布 2024 年年度报告以及 2025 年一季报。公司 2024 年实现营业收入 220.5 亿元，同比减少 17.01%；实现归母净利润 16.8 亿元，同比+28.9%；实现扣非归母净利润 13.5 亿元，同比+1.1%（非经常性损益主要系船舶优化带来的一次性收益）；2025 年 Q1 公司实现营业收入 548.4 亿元，同比减少 13.4%；实现归母净利润 5.06 亿元，同比+5.4%。持续发力下游交通燃料发电市场，带动利润增长

LNG+PNG 业务：2024 年国际天然气价格呈现年初短暂震荡回落后持续攀升的总体趋势，全年 LNG+LPG 总销量 274 万吨，从终端用户划分来看，交通燃料、工业终端和气电厂销售量分别为 69.01、50.43 和 29.34 万吨，占比为 37%、27%和 16%；LPG 业务：2024 年 LPG 实现销售量 183 万吨，保持基本稳定；单吨毛利同比平稳增长。从下游用户结构看，居民和非居占比为 73%和 27%；特种气体业务：2024 年公司特种气体总销量 9290 万方，其中氦气业务销量约 38 万方。从毛利结构来拆分，清洁能源、能服和特气业务全年分别实现毛利 15/4.87/0.68 亿元，占比为 73%/23.7%/3.3%。

25 年 Q1 表现出较强的韧性，归母净利润同比增长 5%

天然气业务吨毛利毛差同比提升：25 年一季度公司长约资源执行情况良好，受国际天然气价格波动影响，LNG 现货资源采购较上年同期有所下降。在此背景下，公司积极匹配交通燃料、工业用户、燃气电厂、大客户等下游用户市场需求，吨毛利同比出现明显提升；LPG 业务保持稳定：公司民用气与化工原料用气市场并重，同时深耕境外市场，LPG 销量较上年同期有所提升，顺价能力基本稳固。此外，一季度 LPG 船舶运力服务收入及盈利水平同比也实现较大幅度增长。

积极实施现金分红与股份回购，维护股东利益

分红：公司于 2024 年 6 月制定《未来三年（2024-2026 年）现金分红规划》，明确 2024-2026 年全年固定现金分红金额分别为 7.50 亿元、8.5 亿元、10 亿元，每年度固定现金分红发放频次为 2 次，并叠加附条件特别现金分红。2024 年特别现金分红 0.3 亿元，全年总分红 7.8 亿元。2025-2026 年固定现金分红金额对应股息率预计分别为 5.2%/6.1%（对应 2025 年 4 月 18 日收盘价）；股份回购：公司计划以集中竞价的方式回购公司股份，回购金额在 2-3 亿元之间。

盈利预测与估值：考虑到国际气价波动的影响，调整盈利预期，预计 2025-2027 年公司归母净利润 17.5/20.5/22.9 亿元（25/26 年前值 17.8/20.2 亿元），对应 PE9.4/8/7.2x，维持“增持”评级。

风险提示：国内外天然气价格超预期波动、下游市场需求疲软、下游客户开拓不及预期等风险

蓝思科技（300433）：25Q1 收入稳健增长，盈利能力同比改善

潘暕 panjian@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517070005

事件：公司发布 2025 年一季报，25Q1 实现营业收入 170.63 亿，yoy+10.10%，公司实现归母净利润为 4.29 亿，yoy+38.71%。

点评：25Q1 收入稳健增长，盈利能力同比改善。25Q1 实现营业收入 170.63 亿，yoy+10.10%，主要得益于智能手机与电脑类业务的增加。毛利率为 12.8%，yoy+0.28pct。研发费用为 7.91 亿元，yoy+37.73%，反映了公司在新项目、新产品和新领域的研发投入加大。财务费用由正转负，主要由于汇兑收益增加。其他收益减少 42.69%，主要因为政府补助减少。公司实现归母净利润为 4.29 亿，yoy+38.71%。盈利增长的主要原因是收入增加、成本控制得当以及汇兑收益增加。

我们持续看好公司业务在关税冲击下的韧性和成长潜力：

关税由进口方客户承担：大部分出口通过国内保税区完成，天然规避关税波动风险。针对海外组装厂的零部件供应，公司与海外客户交易采用离岸价或向客户收取运费交货到指定目的地，由进口方客户承担关税缴纳；

全球化的产能布局：全球拥有 9 个研发和生产基地，包括位于越南、泰国、墨西哥的生产基地及多个国际办公驻点，从战略上拓宽全球业务版图，使自身的制造能力与全球市场动态相契合，满足国际客户在全球范围内的供应链需求，可以有效抵御地缘风险；

内销收入占比提升，客户结构更加分散均衡：2024 年公司内销收入为 289 亿元，同比增长 64%，内销营收占比已达 42%，整体客户结构更加均衡；

组装业务放量，电子系统级厂商能力增强卡位高速增长赛道潜力：我们认为伴随着 23 年公司组装业务开始成长放量+24 年合作支付宝拓展新零售业务+25 年开年机器人+AI 眼镜业务捷报频传，公司成长逻辑从结构件厂商向电子系统级厂商升级，未来公司将紧抓智能手机、AIPC、新能源、人形机器人、支付终端、智能家电等新机遇，看好公司成长范式转变打开长期成长空间，增长提速。

投资建议：维持公司 25/26/27 年 55/72/90 亿归母净利润预期，维持“买入”评级。

风险提示：消费电子需求不及预期、消费电子创新不及预期、新能源车价格压力影响供应商盈利能力、下游产品推出节奏不及预期、地缘政治风险&客户集中度高风险

明月镜片（301101）：期待 AI 眼镜业务落地推进

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110518070004

公司发布 2024 年报及 2025 年一季报

25Q1 公司收入 1.97 亿元，同比+2.6%，归母净利润 0.47 亿元，同比+11.7%，扣非归母净利润 0.42 亿元，同比+19.5%；24Q4 公司收入 1.87 亿元，同比+0.7%，归母净利润 0.40 亿元，同比+13.3%，扣非归母净利润 0.35 亿元，同比+18.2%；24 年公司收入 7.7 亿元，同比+2.9%，归母净利润 1.77 亿元，同比+12.2%，扣非归母净利润 1.52 亿元，同比+11.7%。

产品聚焦策略显著，明星单品及近视防控产品增长具韧性

分产品，24 年镜片收入 6.3 亿元，同比+6.5%，毛利率 63.4%，同比+1.3pct；原料收入 0.7 亿元，同比-25.2%；成镜收入 0.5 亿元，同比-0.6%；镜架收入 708.8 万元，同比+49.3%。

公司产品聚焦策略效果显著，常规镜片中的明星产品表现突出，大单品持续领涨，尤其是 PMC 超亮系列产品 2024 年/2025Q1 收入同比+45.6%/+44%，三大明星产品收入在常规镜片收入中占比为 54.6%/57%。公司于 2025 年一季度隆重推出了一系列新品与高折射率产品，以满足不同场景下的用户需求，如 PMC 超亮系列新增 1.67 折射率、超韧系列新增 1.67、1.71、1.74 折射率、新一代智能变色系列 2.0 全新推出并新增 1.71、1.74 高折射率。

此外，公司近视防控产品依然保持在快速增长的上升通道中，24Q4/25Q1 “轻松控”全系列产品销售额为 4158/5013 万元，同比增长 23.6%/22.1%；2024 年“轻松控”全系列产品销售额为 1.6 亿元，同比增长 22.7%，2024 年三季度公司推出防控效果更好的轻松控 Pro2.0 系列产品，并主动召回轻松控 Pro 产品，剔除产品升级回收带来的影响后，2024 年“轻松控”系列产品销售额为 1.7 亿元，同比增长 29.5%。

加速市占提升，医疗渠道开拓初见成效

分渠道，24 年直销收入 4.4 亿元，同比-2.3%，毛利率 54.4%，同比+1.8pct；经销收入 2.6 亿元，同比+13.3%，毛利率 64.5%，同比+1.6pct；直营电商收入 0.6 亿元，同比-0.2%；样板体验店收入 622.8 万元，同比+16.9%。

截至 2024 年末，公司直销客户 2707 家、“明月”品牌经销客户 66 家（含医疗渠道），客户结构持续优化；公司目前直接和间接合作的线下终端门店数量达到数万家，一方面公司会快速推动直销客户即眼镜零售店积极销售近视管理镜片，并且提升合作客户头部门店的销售占有率；另一方面通过经销客户实现对中小客户的快速覆盖。此外，医疗渠道作为近视管理产品销售的重要领域，公司对其进行定点定向开发，特别是针对一些大中型、连锁型的医疗机构，目前已初见成效。

AI 眼镜新蓝海，公司有望共享成长

根据 wellsennXR 数据及预测，2025 年开始 AI 智能眼镜将在传统眼镜销量保持稳定增长的大背景下快速向传统眼镜渗透。一方面与人工智能技术的迅猛发展及其所处的行业风口密切相关；另一方面眼镜形态的产品因其独特优势，被广泛视为承载人工智能技术的理想载体之一；此外，国外市场上已出现的爆款单品，也在很大程度上起到了积极的推动作用。镜片技术的创新是 AI 眼镜发展的关键驱动力之一，智能眼镜对配套的镜片品质和功能提出了更高要求，推动镜片产品向高折射率、功能化、智能化方向发展，公司在镜片行业布局领先，我们预计有望享受 AI 眼镜广阔蓝海赛道的快速增长。

调整盈利预测，维持“增持”评级

公司持续迭代新品满足不同用户需求，此外有望享受 AI 眼镜行业发展红利，我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 2.1/2.4/2.8 亿元，对应 PE 分别为 46X/39X/34X。

风险提示：新品研发不及预期风险，市场竞争加剧风险，原材料价格波动风险，经销商管理风险等

蒙娜丽莎 (002918)：减值敞口逐步出清，费用控制&现金流表现较好

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

24 年业绩延续承压，渠道结构持续优化

公司 24 年实现营业收入 46.31 亿元，同比-21.79%，实现归母净利润 1.25 亿元，同比-53.06%，扣非归母净利润 1.03 亿元，同比-57.53%，其中 Q4 单季度实现营收 10.59 亿元，同比-23.05%，实现归母净利润-0.16 亿元，同比亏损收窄，受制于瓷砖需求整体偏弱，以及公司主动放弃了部分账期长、收款风险大、毛利水平低的工程订单，收入和利润有所承压。24 年公司渠道结构仍在持续优化，工程业务规模压降后应收账款减值风险有望进一步收窄，盈利能力及现金流仍有改善空间。

经销占比稳步提升，关注原材料价格边际变化

分业务来看，24 年公司瓷质有釉砖、非瓷质有釉砖、陶瓷板及薄型陶瓷砖收入分别为 36.73、2.50、5.59 亿元，同比分别-18.80%、-54.25%、-18.70%；毛利率分别为 27.18%、21.51%、34.91%，同比分别-3.47、+1.67、+3.96pct；从原材料角度来看，25Q1 我们跟踪的液化天然气、瓦楞纸市场价格同比分别-3.2%、-1.3%，环比分别-3.9%、+2.9%，原材料价格下探有望对 25 年毛利率形成一定支撑，后续仍应关注相关原材料价格变化。分渠道看，24 年公司经销、工程战略渠道收入分别为 35.41、10.90 亿元，同比分别-7.46%、-47.96%，经销渠道收入占比同比提升 11.84pct 至 76.47%，渠道结构逐步优化。截至 24 年末，公司以房抵债款规模为 3.55 亿元，应收票据+应收账款总额为 6.79 亿

元，随着工程渠道收入占比下降，我们判断后续减值敞口有望逐步缩减。

减值损失逐步减少，费用控制&现金流表现优异

24年公司综合毛利率为27.3%，同比-2.19pct，期间费用率为19.78%，同比+0.59pct，其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别-0.01、+1.90、-0.02、-1.28pct，收入下降导致费用未能有效摊薄，财务费用绝对值显著下降87.6%，主要由于可转债回售压缩了贷款规模，使得利息支出减少。24年公司资产及信用减值损失合计1.47亿元，同比少损失0.77亿元，综合影响下净利率为2.81%，同比-2.55pct。现金流方面，24年公司CFO净额为8.07亿元，同比少流入1.27亿元，收现比同比+7.32pct至115.02%，付现比同比-3.96pct至96.07%。

看好中长期成长性，维持“增持”评级

我们判断当前公司减值计提或已较为充分，考虑到24年行业承压背景下公司业绩增长不及我们此前预期，预计公司25-27年归母净利润为1.9、2.4、3.2亿元（25-26年前值为2.4、3.2亿元），从中长期来看，我们认为蒙娜丽莎作为瓷砖头部企业，若后续行业需求回暖，公司市占率仍有较大的提升空间，维持“增持”评级。

风险提示：激烈竞争产品降价幅度超预期，地产下游回款不及预期，原材料上涨超预期，C端扩容不及预期。

乐歌股份（300729）：扎实推进跨境电商及海外仓业务布局

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC执业证书编号：S1110518070004

公司发布2024年度报告

24Q4收入16.95亿，同比+39.4%，归母净利润0.7亿元，同比-39.7%，扣非归母净利润0.61亿元，同比-38.6%；

24年收入56.7亿元，同比+45.3%，归母净利润3.36亿元，同比-47%，扣非归母净利润2亿元，同比-20.5%。

24年公司智能家居业务和海外仓业务双轮驱动、协同发展，收入同比保持高增速；利润同比下降主要系：1）2024年公司小仓换大仓处于收尾阶段，相比2023年出售海外仓的非经常性收益大幅下降；2）2024年公司探索新模式、新业务，新产品研发投入大幅增加，研发、营销、IT人员增加较多；3）2024年海外仓运营面积同比大幅增加，受新会计准则租金前置影响，以及新仓货架安装过程较长，库容需要逐步释放和爬坡；4）2024年海运运费整体处于高位，影响跨境电商业务的利润。

海外仓业务保持高增，自建仓强化竞争优势

24年海外仓业务营收24.23亿元，同比增长154.76%，增速高于2023年；毛利率10.37%，同比-2.32pct。随着美国电商渗透率持续提升、中国跨境电商品牌出海趋势不断加强，大幅提升了海外仓需求。公司在中大件海外仓行业中处于领先地位，口碑较好，且作为FedEx的全球TOP100客户，享有较好的尾程价格优势，累计服务出海企业1175家，2024年发货包裹数量超过1100万件，仓网建设更加完善，新增英国、加拿大、德国三方仓布点，营收规模高速增长，再创新高。

2024年10月公司开始推进自建海外仓建设，通过提高成本相对低的自建海外仓仓库占比，降低整体海外仓物业运营成本，以此提高乐歌海外仓的竞争优势，吸引更多跨境电商卖家入驻。公司首个自建仓Ellabell仓预计2025年底投入使用，预计到2027年，将有3个自建仓合计超过30万平米的海外仓投用，届时将进一步降低运营成本。

跨境电商业务有序推进，新品、新模式放量

24年跨境电商收入20.26亿元，同比+14.28%，公司智能家居、健康办公产品品类不断丰富，在保持升降桌主打产品优势的同时，利用线性驱动核心技术以及品牌、渠道协同优势，实现销售收入稳中有升。此外，新品开拓卓有成效，且性价比不断提升，高中低不同价格带满足更多用户需求，电动沙发、人体工学椅等新品类逐渐起量。同时，公司2B业务稳步增长，宜家等大客户持续放量。

公司依托跨境电商进行自主品牌建设，24年自主品牌产品收入占比（不含海外仓收入）73.84%。其中，公司独立站销售收入8.19亿元，同比增长22.04%，增速高于亚马逊等三方平台，私域会员数量相比2023年有显著增加。独立站能够较好满足消费者的定制化需求，售卖高端产品，且相比第三方平台，人均消费金额相对更高，销售增速更快；此外，独立站也能够自主设置营销策略和开展营销活动，进一步提升销售量和品牌知名度。

短期新开仓及海运运费等影响盈利，费用优化显著

24年公司毛利率29.1%，同比-7.4pct，归母净利率5.9%，同比-10.3pct，盈利能力下滑预计主要系新仓爬坡、海运运费等因素影响；从费用来看，销售/管理/研发/财务费用率分别为15.4%/4.1%/3.4%/1.1%，分别同比-4.7pct/-0.1pct/-0.3pct/+0.2pct，其中销售管理费用优化主要系收入高增规模效应释放，财务费用主要系租赁负债利息费用增加所致。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司具备运营海外仓的丰富经验，可以为海外仓客户提供性价比高、响应及时、配送时效快的方案，拥有良好的履约服务能力；同时快速发展的公共海外仓业务积累的庞大发件量获取更好的尾程快递折扣，有望帮助跨境电商业务

获得更低的跨境物流成本，业务协同效应持续显现；我们预计 25-27 年归母净利润分别为 3.9/4.6/5.3 亿元（25-26 年前值分别为 3.7/4.4 亿元）

风险提示：关税风险，海外仓建设不及预期风险，市场竞争加剧风险等

卓越新能（688196）：25Q1 业绩继续大幅增长，国内外新需求助力业绩高增长

吴立 wuli1@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517010002

事件：1) 公司发布 2024 年年度报告及 2025 年第一季度报告。2024 年，公司实现营收 35.63 亿元，同比增 26.73%，实现归母净利润 1.49 亿元，同比增 89.57%；2025 年 1-3 月，公司实现营收 7.09 亿元，同比降 18.39%，环比增 20.32%，实现归母净利润 0.61 亿元，同比增 111.22%，环比增 8.2%；2) 公司同时发布 2024 年度利润分配预案及 2025 年中期现金分红规划的公告，公司 2024 年度拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5 元（含税），合计 0.6 亿元，占 2024 年归母净利润的 40.26%；另外在符合利润分配的条件下，可以根据实际情况制定并实施中期现金分红方案。中期现金分红金额不超过相应期间归母净利润的 60%。

1、2024 年海外渠道布局成效已现，征收反倾销税以来业绩不改增长趋势

2023-2024 年期间，受到欧盟委员会对中国生物柴油启动反规避、反倾销调查影响，行业经营承压。2025 年 2 月 11 日，欧盟公布对中国生物柴油反倾销调查终裁结果，决定对中国生物柴油产品（不包括 SAF）征收 10.0%~35.6% 不等的反倾销税，其中公司及下属子公司厦门卓越的产品适用的反倾销税率为 23.4%，该措施自 2 月 12 日起生效，实施期限为 5 年。公司为应对外部环境变化，近年来积极布局海外渠道，荷兰卓越和新加坡卓越已成为公司海外供应链的重要直销平台。同时，公司在新加坡启动生物柴油生产基地的建设，并在泰国成立泰国卓越公司开展项目前期工作。未来，公司将持续保障研发投入，完善产业链布局，整合资源和优势，通过国际化运营体系拓宽销售渠道和应用场景。从结果来看，公司业绩自 24Q4 单季度已实现扭亏，25Q1 继续保持高速增长。

2、2025 年紧抓国内外绿色能源与材料需求机遇，新产能有序释放进行时

绿色航运和航空业的需求（如船用生物燃料、SAF）推动了废弃油脂基生物柴油的需求增长。在航运方面，国际海事组织推出的“船舶温室气体(GHG)减排战略”、欧洲“海事倡议”均提出要降低温室气体排放强度并制定了目标，而生物燃料和电气化已被确定为航运业实现减排目标最可行的能源选择，其中生物燃料（特别是酯基生物柴油）在多方面表现尤为出色；在航空方面，生物航煤属于可持续航空燃料之一，是航空业减排二氧化碳的核心减排方式。根据国际航空运输协会的分析，到 2050 年，航空领域 65% 的减排将通过使用生物航煤来实现。欧洲、美国、新加坡和中国都推出了生物航煤目标。公司紧抓国内外废弃油脂资源化利用机遇，在能源方面，公司年产 10 万吨烷基生物柴油项目已进入建筑施工阶段；新加坡年产 10 万吨生物柴油生产线项目已完成物业交割，正在进行施工改造工作；在材料方面，公司年产 5 万吨天然脂肪醇项目已于 2025 年 4 月开始调试生产。

3、盈利预测&投资建议：根据 24 年报&25 年一季报，我们根据公司新产能释放节奏更新 25-27 年盈利预测：

2025-2027 年，公司实现营收 45.82/63.91/78.50 亿元，归母净利润 3/5.33/7.06 亿元（其中 2025-26 年前值为 3.28/6.77 亿元），对应 EPS2.5/4.44/5.88 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：国际贸易风险；主要产品价格变动风险；募投项目进展不及预期。

东鹏控股（003012）：盈利能力小幅承压，渠道结构进一步优化

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

股权激励彰显发展信心，看好公司中长期成长性

公司 24 年实现营业收入 64.69 亿元，同比-16.77%，实现归母净利润 3.28 亿元，同比-54.41%，扣非归母净利润 3.0 亿元，同比-55.88%，其中 Q4 单季度实现营收 17.86 亿元，同比-12.54%，实现归母净利润 0.20 亿元，同比-78.23%，24 年业绩显著承压，我们认为除了 23 年同期基数相对较高以外，地产链景气度仍在底部，导致建筑陶瓷行业需求受限，给公司收入、利润增长带来了较大压力。公司此前发布股权激励方案，在最低行权比例下，25-26 年扣非净利润增长率目标较 2023 年分别不低于 0%、10%、15%，我们持续看好公司中长期成长性和自身 α 的逐步兑现。

毛利率小幅度承压，渠道结构进一步优化

分业务看，24 年公司瓷砖、洁具分别实现收入 53.87、9.16 亿元，同比分别-18.15%、-6.50%，毛利率分别为 30.97%、22.52%，同比分别-2.51、+0.20pct，瓷砖毛利率小幅承压，我们认为或主要受制于行业价格战影响。从原材料角度来看，25Q1 我们跟踪的液化天然气、瓦楞纸市场价格同比分别-3.2%、-1.3%，环比分别-3.9%、+2.9%，原材料价格下探有望对 25 年毛利率形成一定支撑，后续仍应关注相关原材料价格变化。分渠道来看，24 年公司直销、经销收入占比分别为 37.24%、61.44%，占比同比分别-2.01pct、+1.87pct，经销占比持续提升，渠道结构进一步优化。

收入下降导致费用未能有效摊薄，现金流仍有改善空间

24 年公司毛利率为 29.7%，同比-2.32pct，期间费用率为 21.31%，同比+2.41pct，其中销售、管理、研发、财务费用

率同比分别+0.22、+1.10、+0.63、+0.46pct，24年公司持续推进费用管控，销售、管理费用绝对值均有下降，但收入下降导致费用等未能有效摊薄。24年公司合计计提了1.48亿元的资产及信用减值损失，同比少损失0.62亿元，综合影响下净利率为5.04%，同比-4.22pct。现金流方面，24年公司CFO净额为8.59亿元，同比少流入9.07亿元，收现比同比-0.09pct至123.96%，付现比同比+11.58pct至119.15%。

关注中长期市占率提升，维持“增持”评级

考虑到公司24年业绩增长不及我们此前预期，我们预计公司25-27年归母净利润分别为3.8、4.3、5.1亿元（25-26年前值为4.8、5.6亿元），公司拥有覆盖全国的营销网络，渠道布局完善，若后续地产行业景气度回暖，则认为公司业绩具备较好的增长基础，中长期市占率有望逐步提升，维持“增持”评级。

风险提示：行业供给格局优化不及预期；原燃料成本下行不及预期；公司战略实施不及预期；市场竞争风险。

亿联网络（300628）：增量突破+存量优化，短期国际贸易环境波动影响公司订单节奏

林屹皓 lnhonghao@tfzq.com SAC执业证书编号：S1110520040001

事件：

公司发布2024年年报及2025年一季报，2024年，公司实现收入56.21亿元，同比增长29.28%；归母净利润26.48亿元，同比增长31.72%。公司桌面通信终端、会议产品、云办公终端三大业务形成“增量突破+存量优化”的发展格局，公司业务呈现多元化协同发展。

2024年，公司拟向全体股东每10股派发现金股利人民币13.00元（含税），共计派发现金股利人民币16.41亿元，加之24年中期分红所派发的现金股利7.57亿元，全年分红比例近91%。

2025年一季度，公司实现收入12.05亿元，同比增长3.57%；归母净利润5.62亿元，同比下滑1.15%，扣非后，归母净利润同比增长2.17%，国际贸易环境波动短期内对公司订单节奏造成一定影响。值得关注的是，公司2025年一季度期末存货较24年同期同比增长30%，达8.95亿元。

桌面通信终端存量优化，视频会议及云办公增量突破

桌面通信终端：2024年实现营业收入30.82亿元，同比增长21.13%，毛利率较23年略升，达67.55%。2024年，桌面通信终端增长超预期，一方面得益于混合办公常态化，话机市场进入存量优化的稳态阶段，另一方面主要由于经历23年去库存周期后，24年经销商存在一定程度的补库需求。2025年，公司计划推出T7、T8系列话机。

会议产品：2024年实现营业收入19.97亿元，同比增长36.21%，毛利率较23年略降，达65.67%，对营业收入的占比同比提高1.81pct，达35.52%。公司会议平板MeetingBoard持续在市场收获良好反响，公司计划在25年推出具有业内唯一影像级智能四摄、第二代自研聆听音频算法及极致全能AI体验的新一代音视频会议平板系列产品；同时，计划推出AV-ONE融合解决方案，并推出基于AI技术的智能设计工具RoomDesigner及智能空间管理平台SmartSpace。

云办公终端：2024年实现营业收入5.27亿元，同比增长62.98%，对营业收入的占比同比提高1.94pct，达9.37%。2024年，公司持续完善商务耳麦产品系列，同时持续推进商务耳麦市场推广与渠道开拓，蓝牙耳麦的迭代升级及市场推进取得阶段性成效，为后续市场逐渐放量奠定了基础。公司计划2025年推出一系列新品，进而使得公司入门、低端、中端至高端产品系列完整。

2024年，公司销售费用达2.91亿元，同比增长5.66%；管理费用达1.56亿元，同比增长17.57%；研发费用达5.59亿元，同比增长12.08%；财务费用方面受美元汇率变动，达-0.67亿元。

公司通过境外仓部署保障美国市场订单交付能力，同步推进东南亚等海外地区的产能建设以分散区域政策风险，与核心客户建立动态定价机制传导成本压力，并加大非美市场开拓力度，以应对国际贸易政策及关税风险。

投资建议与盈利预测：

公司保持较高的研发投入，以及持续新品推出是保证公司市场竞争力的核心因素。短期来看，国际贸易环境波动影响公司订单节奏，但公司持续强化市场竞争力为中长期发展提供有力支撑。同时，公司维持较高的分红比例。我们预计，公司2025~2027年归母净利润分别为：30.71亿元、35.28亿元、40.51亿元，维持“买入”评级。

风险提示：国际贸易环境恶化、话机行业规模萎缩、视频会议全球行业竞争格局加剧、云办公终端业务发展不及预期、美元汇率波动等

基础化工：3月份化学原料和化学制品制造业增加值同比增长8.8%，三氯乙烯、三氯蔗糖上涨

唐婕 tjie@tfzq.com SAC执业证书编号：S1110519070001

上周指25年4月7-13日（下同），本周指25年4月14-20日（下同）。

本周重点新闻跟踪

国家统计局4月16日发布数据，3月份，规模以上工业增加值同比实际增长7.7%，环比上月增长0.44%。其中，石

油和天然气开采业同比增长 6.8%，化学原料和化学制品制造业同比增长 8.8%，橡胶和塑料制品业同比增长 7.6%。分三大门类看，3 月份，采矿业增加值同比增长 9.3%，制造业增长 7.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 3.5%。本周重点产品价格跟踪点评

本周 WTI 油价上涨 5.2%，为 64.68 美元/桶。

重点关注子行业：本周 TDI/聚合 MDI/有机硅/VA/乙二醇/DMF/尿素/纯 MDI/醋酸/烧碱/乙烯法 PVC/氨纶/橡胶/VE/电石法 PVC/价格分别下跌 6.4%/4.9%/4.3%/4.2%/3.4%/3.3%/2.6%/2.6%/2.3%/1.5%/1.3%/0.7%；重质纯碱/粘胶短纤/液体蛋氨酸/固体蛋氨酸/钛白粉/粘胶长丝/轻质纯碱维持不变。

本周涨幅前五化工产品：二氧化碳（山东）（+12.1%）、三氯乙烯（+11.1%）、LNG（日本）（+10.8%）、敌草快（+5.6%）、硫酸铵（+5.5%）。

三氯乙烯：本周三氯乙烯新单大幅上行，市场新单开始陆续成交。受 R134a 本月市场及开工的带动，叠加近期场内检修情况频繁，三氯乙烯市场供不应求，新一轮成交价格大幅上涨。厂家周内出货顺畅，库存进一步走低，多重利好之下三氯乙烯场内情绪积极，目前仍有少量挺价情绪。

三氯蔗糖：本周三氯蔗糖价格上涨，4 月 16 日厂商报价提至 23 万元/吨，且安徽及山东企业装置开始进入停车状态，时长由原计划的 2 个月延长至 3 个月。供应端利好消息释放，厂商出货尚可，经销商报价也有上行。需求端对市场提振有限，买盘随用随采，尽管饮料等行业开始转暖，但是部分下游高价拿货存有犹豫情绪。

本周化工板块行情表现

基础化工板块较上周下跌 1.08%，沪深 300 指数较上周上涨 0.59%。基础化工板块跑输沪深 300 指数 1.67 个百分点，涨幅居于所有板块第 19 位。据申万分类，基础化工子行业周涨幅较大的有：涂料油墨（+1.77%），胶黏剂及胶带（+1.08%），膜材料（+0.78%），无机盐（+0.54%），钾肥（+0.05%）。

重点关注子行业观点

周期相对底部或已至，寻找供需边际变化行业：

（1）需求稳定寻找供给逻辑主导行业：制冷剂（建议关注：巨化股份、三美股份、东岳集团）、磷矿及磷肥（云天化、川恒股份、芭田股份）、三氯蔗糖（重点推荐：金禾实业）、氨基酸（建议关注：梅花生物）、维生素（建议关注：新和成）、钛矿及钛白粉（建议关注：龙佰集团）、钾肥（建议关注：亚钾国际、东方铁塔）。（2）供给稳定寻找需求逻辑主导行业：MDI（重点推荐：万华化学）、民爆（建议关注：广东宏大、雪峰科技、江南化工）、氨纶（建议关注：华峰化学）、农药（重点推荐：扬农化工、润丰股份；建议关注：先达股份、国光股份）、推荐公司华鲁恒升。（3）供需双重边际改善行业：有机硅（建议关注：合盛硅业、新安股份）

成长内循环重视突破堵点，外循环重视全球化：

（1）重点推荐：莱特光电、瑞联新材、万润股份（OLED 材料）；凯立新材（催化材料，与金属和新材料团队联合覆盖）；华恒生物（合成生物学）（2）建议关注：奥来德（OLED 材料）；中触媒（催化材料）；蓝晓科技（吸附树脂）；华特气体、金宏气体、广钢气体（电子大宗气）；梅花生物、星湖科技、阜丰集团（合成生物学）；赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟（轮胎）。

风险提示：原油等原料价格大幅波动风险；产能大幅扩张风险；安全生产与环保风险；化工品需求不及预期

消费电子：国内外大模型&应用端齐发力，看好 AI Agent 产业趋势

潘暉 panjian@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517070005

AI：OpenAI 发布最新视觉推理模型和轻量级编程智能体，AI Agent 能力显著提升。1）OpenAI 的 Agent 能力，目前更多的是调用自身的工具。o3 模型可以利用内置的视觉推理能力和内置的记忆工具，强调 o3 的 Agent 能力，是第一代能够在思维链中使用图像进行推理的模型，在编程、商业咨询和创意构思的方面能力最为突出。2）o4-mini 表现出色，RL 的 Scaling Law 仍在起作用。o4-mini 表现明显优于 o3-mini，是多模态模型，专为快速、高效的推理任务而设计，可以支持比 o3 更高的使用频率。3）OpenAI 宣布，接下来将发布一系列产品，颠覆编程。首发的是 Codex CLI，一个开源轻量化编程 agent。可直接在用户的终端命令行中运行，充分发挥 o3、o4-mini 等模型的推理能力。4）国内方面，字节、快手等大模型发布，显著升级推理与视频生成能力，微信将自家的“元宝 AI”集成到了微信中，元宝 AI 是腾讯元宝 APP 入驻微信的 AI 助手，搭载混元和 DeepSeek 双模引擎，无缝衔接微信生态。字节跳动旗下 Seed 团队推出的视频生成基础模型 Seaweed。其仅 70 亿参数，却在多项指标上超越 140 亿参数的同类模型。训练成本低，仅需 665000H100GPU 小时，部署要求友好，40GB 显存单 GPU 即可运行，能生成多种规格视频。功能上，不仅涵盖基础的图像、视频生成及调节功能，还在长篇叙事、高分辨率、实时生成等方面实现突破。

AIDC：H20 及多个算力芯片被限制，看好国产算力投资及自主可控产业趋势。4 月 12 日美国政府限制 H20 对华销售，或将倒逼中国企业更多使用国产方案。4 月 10 日，华为公布了 AI 基础设施架构的新进展，推出 CloudMatrix384 超节点，并已在芜湖数据中心规模上线。根据科创板日报，华为云 CloudMatrix384 超节点今年上半年将有数万规模的上线。未来，CloudMatrix 超节点可以构建超过万片的大集群来提供算力。硅基流动已经联合华为云基于

CloudMatrix384 超节点昇腾云服务正式上线 DeepSeek-R1, 在保证单用户 20TPS 水平前提下, 单卡 Decode 吞吐突破 1920Tokens/s, 可比肩 H100 部署性能。国内多个国家算力中心项目有望陆续落地, AIDC 明显部署加速, 阿里等互联网企业加大算力投资。

面板: 1) 房市政策有望拉动家电需求: 中央定调, 2025 年将“持续用力推动房地产市场止跌回稳”。作为国民经济的支柱, 房地产带动设计、建材、施工、家装、家电等整条产业链。2) 供需: 宏观环境不确定下, 看好整机厂全球产能布局及供应链管理。面板厂或有控产动作。进入 4 月, 随着二季度部分需求提前释放, 面板供需进入弱平衡状态, 面板价格将出现拐点。在需求转弱的情况下, 部分面板厂为稳定价格可能会考虑控产。3) 价格: 电视面板价格维持稳定; 显示器面板价格在本月有望继续上涨; 笔电价格则持续持平, 手机面板价格保持稳定。4) 看好彩虹股份玻璃基板国产替代趋势强化: 公司拟转让 G8.6 液晶面板厂彩虹光电 30% 股权, 挂牌底价 48.49 亿元, 我们看好此次转让或将助力基板玻璃业务发展, 符合行业趋势及公司战略布局, 玻璃基板国产替代趋势强化。

机器人: 人形机器人应用场景持续拓宽, 看好人形机器人持续迭代、通用性持续提升。4 月 10 日晚, 宇树科技发布了名为《铁甲拳王: 觉醒!》的机器人拳击视频, 大秀人形机器人 G1 的格斗技能, 体现出来的机器人稳定性、平衡性和协调性优越。人形机器人持续迭代, 应用场景拓宽。宇树科技持续发布新应用场景, 还发布了足球场机器人 G1-Comp。机器人的硬件配置和功能优化。硬件精度高, 算法强大支持不断技术迭代。机器人定价策略颠覆。G1 定价 9.9 万, 四足机器人很可能继续降价, 进入消费级市场, 应用前景广。A 股上市公司与宇树科技合作消息频出。

建议关注: 消费电子零组件&组装: 工业富联、立讯精密、闻泰科技、领益智造、蓝思科技、博硕科技、鹏鼎控股、歌尔股份、长盈精密、国光电器、长信科技、舜宇光学科技(港股)、高伟电子(港股)、东山精密、德赛电池、欣旺达(与电新组联合覆盖)、信维通信、科森科技、环旭电子、兆威机电(机械组覆盖)、比亚迪电子(港股)、智迪科技、雷柏科技;

消费电子材料: 创新新材(与金属材料组联合覆盖)、思泉新材、中石科技、福蓉科技、世华科技;

连接器及线束厂商: 连接器及相关: 立讯精密、华丰科技、中航光电(与军工组联合覆盖)、鼎通科技(通信组覆盖)、博威合金; 线束: 沃尔核材、新亚电子、兆龙互连、金信诺、电连技术;

被动元件: 上游原材料: 洁美科技、国瓷材料; MLCC: 三环集团、风华高科、达利凯普; 电感: 顺络电子、麦捷科技、铂科新材(金属材料组覆盖); 晶振: 泰晶科技、惠伦晶体;

面板: 京东方、TCL 科技、彩虹股份、深天马 A、联得装备(与机械组联合覆盖)、精测电子、奥来德、鼎龙股份(与基础化工组联合覆盖)、莱特光电(化工组覆盖)、清溢光电、菲利华、深科达、硕中科技、汇成股份、新相微、天德钰、韦尔股份、中颖电子、易天股份;

CCL&铜箔&PCB: 建滔积层板、生益科技、金安国纪、南亚新材、华正新材、中英科技、嘉元科技(电新组和金属材料组联合覆盖)、诺德股份、德福科技、方邦股份、鹏鼎控股、东山精密、深南电路、兴森科技、沪电股份(与通信组联合覆盖)、景旺电子、胜宏科技;

消费电子自动化设备: 科瑞技术、智立方、思林杰、大族激光、赛腾股份、杰普特、华兴源创、博杰股份、荣旗科技、天准科技(电新组与机械组联合覆盖)、凌云光、精测电子、博众精工(机械组覆盖);

品牌消费电子: 传音控股、漫步者、安克创新(与家电组联合覆盖)、小米集团(港股);

折叠屏产业链: 东睦股份(金属材料组与机械组联合覆盖)、精研科技、统联精密、科森股份、凯盛科技(与建筑建材组联合覆盖)、长信科技、长阳科技、汇顶科技;

汽车电子: 电连技术、水晶光电、舜宇光学科技、联创电子、裕太微、和而泰、科博达、德赛西威(计算机与汽车联合覆盖)、菱电电控、湘油泵(与汽车组联合覆盖)、华阳集团、东软集团(与计算机组联合覆盖)、保隆科技(汽车组覆盖)、速腾聚创、禾赛科技、图达通、四维图新、百度集团(海外组覆盖)、地平线、黑芝麻智能、经纬恒润、伯特利(汽车组覆盖)、中鼎股份、天润工业、中科创达、诚迈科技、小鹏汽车(汽车组与海外组联合覆盖)、理想汽车(汽车组与海外组联合覆盖)、蔚来、上汽集团、比亚迪(汽车组与电新组联合覆盖);

自动驾驶: 禾赛科技、图达通、四维图新、百度集团(海外组覆盖)、地平线、黑芝麻智能、德赛西威、华阳集团、东软集团(与计算机组联合覆盖)、经纬恒润、保隆科技(汽车组覆盖)、伯特利(汽车组覆盖)、大华股份、海康威视

风险提示: 消费电子需求不及预期风险; 新产品创新力度不及预期风险; 地缘政治冲突风险; 消费电子产业链外移影响国内厂商份额风险。

房地产: 一季度地产指标有何启示?

王雯 wangwena@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110521120005

行业追踪(2025.4.13-2025.4.19)

一季度“止跌企稳”见效，审慎看待 Q2 扰动因素

25Q1 商品房销售面积 2.19 亿平，同比-3.0%，销售额 2.07 万亿元，同比-2.1%。3 月降幅呈收窄趋势与重点城市高频成交数据契合，但与百强销售数据呈现背离，前 3 月百强市占率由前 2 月的 43.4% 下降至 38.9%。前期“止跌回稳”政策效果具备成效，对 Q2 基本面走势或需审慎看待，可能存在因基数变化、城市热度差异、价格下行等因素带来的总量数据指标边际压力、进而扰动市场预期。政策再次发力的必要性较强。

投资未与销售同步修复，施工投资是拖累项

25Q1 地产开发投资 2.0 万亿元，同比-9.9%；房屋新开工面积 1.30 亿平，同比-24.4%；竣工面积 1.31 亿平，同比-14.3%，开发投资未与销售同步修复，影响固投增长。25Q1 土地购置费同比-4.5%，好于去年同期，但建安工程投资完成额仍分别同比-12.5%、-15.7%。一季度 300 城住宅土地出让金同比+26.5%，土地成交面积同比-5%，可见土地供给“提质”平稳了土地投资额，但面积层面的总量收缩仍在影响施工投资额，二手房对政策所释放需求的分流也是影响因素。

信贷修复更积极，或受益于房价趋稳

25Q1 房企到位资金 2.47 万亿元，同比-3.7%。国内贷款同比-2.3%，自筹资金同比-5.8%，定金及预收款同比-1.1%，个人按揭贷款同比-7.0%。3 月国内贷款、个人按揭贷款的累计增速在边际改善，定金及预收款降幅略有扩大，反映信贷端的积极发力，或也与价格趋稳带来的购房者风险偏好修复有关，不排除 Q2 受销售影响面临增速压力，但潜在的降准降息等货币政策有望构成住房信贷积极对冲。

4 月新房、二手房同比增速转弱

新房市场本周成交 204 万平，月度同比-7.46%，相较上月下降 8.01pct；累计库存 11149 万平，二线、三线及以下去化加速，一线去化放缓。二手房市场本周成交 217 万平，月度同比+17.95%，相较上月下降 21.13pct。4 月 7 日-4 月 13 日，土地市场成交建面 1628 万平，滚动 12 周同比-14.93%；成交总额 182 亿元，滚动 12 周同比 7.91%；全国平均溢价率 6.89%，滚动 12 周同比+7.00pct。

本周申万房地产指数+3.40%，较上周提升 4.86pct，涨幅排名 2/31，领先沪深 300 指数 2.81pct。H 股方面，本周 Wind 香港房地产指数+3.14%，较上周提升 7.98pct，涨幅排序 3/11，领先恒生指数 0.85pct；克而瑞内房股领先指数为 1.98%，较上周提升 3.39pct。

投资建议：政策表态“促进房地产行业止跌企稳”，基本面拐点或将近，增量政策预期持续。交易端，市场“底部共识”增强，“短线政策博弈+中长期估值修复”逻辑更加顺畅。配置方向上，我们建议优先考虑①非国央企受益于化债、政策纾困、需求改善等多重逻辑下的困境反转；②具备投资及改善产品优势的龙头房企独有的周期韧性；③区域型企业其城市基本面分化及市占率提升逻辑；④二手中介受益于存量交易景气度提升。其中，低估值优质非国企及地方型企业受益于融资、收储等政策的弹性空间或更大。

标的方面，建议关注 1) 未出险优质非国央企：龙湖集团、金地集团、新城控股、绿城中国、滨江集团等。2) 地方国企：越秀地产、城建发展、建发国际集团等。3) 龙头央企：中国海外发展、招商蛇口、保利发展、华润置地等；4) 优质物管：招商积余、保利物业、中海物业、华润万象生活、万物云；5) 中介企业：贝壳(和海外组联合覆盖)、我爱我家。

风险提示：行业信用风险蔓延；行业销售下行超预期；因城施策力度不及预期

新兴产业：发改委主持召开推动低空经济发展工作会，中央地方同发力规范产业发展

吴立 wuli1@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517010002

国家发改委擘画低空经济“十五五”蓝图，强化全国协同与安全治理

2025 年 4 月 17 日，国家发展改革委主任郑栅洁主持召开推动低空经济发展工作会议，中央和国家机关有关部门、中央军委有关部门负责同志出席。会议明确以“全国一盘棋”为原则，统筹发展与安全、政府与市场、当前与长远的关系，谋划编制好低空经济“十五五”相关规划。会议强调需打破地域和部门壁垒，构建全国统一的体系和管理体制，优化资源配置，避免重复建设。同时，安全被列为会议重点之一，近年来，我国已从国家层面在低空领域发布了多项政策法规，如《无人驾驶航空器飞行管理暂行条例》《关于优化调整无人机出口管制措施的公告》等。同时建设低空基础设施也成为了低空经济发展的重点。两会期间，全国人大代表提议要共享集约建设、快速形成能力，利用好现有通信基站分布广泛、天然成网、5G-A 通感一体等优势科学布局、共建共享，统筹推进无人机巢等物理基础设施建设，融合建设通信、导航、监视、气象、反制等低空信息基础设施，构建低空智能网联体系。我们认为，中央和国家机关、中央军委等多部门参会，凸显国家层面对低空经济系统性布局的高度重视。此次会议标志着低空经济进入规范化发展阶段，未来政策可能重点关注提升技术短板与协调区域发展效能。

地方政策护航万亿市场，因地制宜激发产业活力

会议同时倡导各地因地制宜规划发展路径。至今，全国近 30 省份已将低空经济纳入 2025 年政府工作报告，北京、广东、安徽等省份的政府工作报告中均提及要积极探索发展低空经济。目前低空已经在多地的旅游、应急、农业、监测、物流等行业落地。据中国民航局预测，预计 2025 年，我国低空经济市场规模将达到 1.5 万亿元，2035 年有

望达到 3.5 万亿元。两会期间，全国政协委员建议，加快商业场景协同培育，结合长三角一体化发展需求，在低空物流网络、应急救援、智慧城市管理、城际交通等方面加快商业化试点落地；同时加速产业引导，因地制宜挖掘城市管理、交通运输、三农扶持、文旅观光、森林防火、公安执法等各行各业应用需求，形成低空经济应用场景清单。我们认为，低空经济蓝海已现，差异化发展与技术创新将是未来的发展重点，地方政府需要避免盲目跟风，结合技术与人才寻求最佳发展路径。

重点推荐：

【纳睿雷达】(军工组联合覆盖)-自主研发全极化多功能相控阵雷达技术，空管及机场领域拥有潜力。核心产品包括 C 波段双极化雷达，Ku 波段雷达。公司低空雷达产品具备高时空分辨率及多目标追踪能力，目前已在多个空管局及机场开展试验测试与合作推广。公司紧抓空管设备国产化趋势，收购天津希格玛微电子强化芯片级设计能力，实现供应链自主可控，降低核心部件成本。受益于低空经济政策支持、机场新建/更新需求，中长期增长空间乐观。

风险提示：宏观经济周期波动风险；宏观政策不确定性；原材料价格波动风险；技术研发风险。

近期重点报告

2025 年 04 月 21 日

蓝思科技 (300433): 25Q1 收入稳健增长，盈利能力同比改善-买入-潘暕/包恒星

隆利科技 (300752): 传统业务修复性增长，OLED 新业务开启第二成长曲线-买入-潘暕/许俊峰

九丰能源 (605090): 气价波动背景下业绩韧性强，积极实施现金分红与股份回购-增持-郭丽丽/张樨樨/赵阳

蓝黛科技 (002765): 双主业协同稳健发展，机器人业务开拓新增长局面-增持-孙潇雅/吴立/王彬宇

明月镜片 (301101): 期待 AI 眼镜业务落地推进-增持-孙海洋/张彤

经济预期差与股市变动关系初探：策略探索系列-吴开达/朱俊福

行业比较周报：中概股退市风险与影响测算-吴开达/孙希民

中观景气度高频跟踪及运用：中观景气度数据库和定量模型应用-吴开达/孙希民/朱俊福

2025 年 04 月 20 日

纳睿雷达 (688522): 24 年及 25Q1 业绩高速增长，订单饱满有望全面驶入快车道！-买入-吴立/周新宇/王泽宇

投资策略：国家队增持影响及后续关注的两个窗口期-吴开达/林晨/陈英奇/汪书慧

2025 年 04 月 19 日

高途集团 (GOTU): 乐观预期 25Q1 营业利润表现-买入-孙海洋/何富丽

特步国际 (01368): 库存优化，索康尼继续发力-买入-孙海洋

石油石化：从欧洲石化关停潮，看炼化产业西降东升-强于大市-张樨樨/黄凯

投资策略：周观 REITs-吴开达/肖峰

2025 年 04 月 18 日

九兴控股 (01836): 25Q1 预计量增价减-增持-孙海洋

小鹏汽车-W (09868): 小鹏披露自研世界模型，全新 X9 全球旗舰首发-买入-孔蓉/孙潇雅

裕元集团 (00551): 生产效率及人工成本拖累 25Q1 业绩-买入-孙海洋

紫金矿业 (601899): 业绩创历史新高，金、铜量价齐升-买入-刘奕町/吴亚宁

三维化学 (002469): 在手订单充裕，关注化工实业价格的边际变化-买入-鲍荣富/王涛/任嘉禹

能源开采：煤炭专题：ex-China 平衡表，及对定价边际启示？-强于大市-张樨樨

银行：3 月金融数据点评：信贷读数高增，但持续性偏弱-强于大市-刘杰/曹旭冉

美元信用的裂痕：——“新秩序”研究系列一-吴开达/苏璟宇

2025 年 04 月 17 日

海博思创 (688411): 国内储能系统集成龙头的出海二次腾飞-买入-孙潇雅

小鹏汽车-W (09868): 智驾平权落地，品牌势能向上-买入-孙潇雅/孔蓉/谢坤

中国联通 (600050): 25Q1 营收净利润稳步增长，算力业务规模突破-增持-王奕红/唐海清/陈汇丰/康志毅

申洲国际 (02313): 实控人增持，借助关税变化有望加速市占提升-买入-孙海洋

金融工程：海外文献推荐 第 303 期-吴先兴/何青青

策略专题：特朗普关税战 2.0 的三大交易主线-吴开达/孙希民

2025 年 04 月 16 日

林洋能源 (601222): 智能电表&储能出海开拓，光伏电站稳步前行-持有-孙潇雅

知往鉴今系列：2025Q1 大类资产复盘笔记-吴开达/林晨/汪书慧

智能驾驶：速腾聚创：车载激光雷达龙头，机器人为第二增长曲线-孔蓉

2025年04月15日

国能日新 (301162): 24Q4 业绩亮眼, 把握新能源全面入市的产业化趋势! -买入-郭丽丽/缪欣君/裴振华

苏交科 (300284): 业务结构转型升级, 加速布局低空经济-增持-鲍荣富/王涛/任嘉禹

百龙创园 (605016): 健康添加剂龙头, 产能释放加速成长-买入-张潇倩/吴立/马咏怡

金属与材料: 黄金股与黄金的“剪刀差”收敛时间到了吗? -强于大市-刘奕町/曾先毅

骤雨不终日: 政策与大类资产配置周观察-吴开达/叶慧超

天风证券研究所

策略研究研究团队

吴开达 S1110524030001 wukaida@tfzq.com
林晨 S1110524040002 linchen@tfzq.com
肖峰 S1110524040003 xiaofeng@tfzq.com
孙希民 S1110524110002 sunximin@tfzq.com
叶慧超 S1110525030001 yehuichao@tfzq.com
汪书慧 S1110124040014 wangshuhui@tfzq.com
朱俊福 S1110124070025 zhujunfu@tfzq.com
陈英奇 S1110124090004 chenyinqi@tfzq.com
苏璟宇 S1110124030015 sujingyu@tfzq.com

电力设备新能源研究团队

孙潇雅 S1110520080009 sunxiaoya@tfzq.com
杨志芳 S1110524120004 luoyizhang@tfzq.com
敖颖晨 S1110525010001 aoyingchen@tfzq.com
张童童 S1110524060005 zhangtongtong@tfzq.com
朱光硕 S1110122120018 zhuguangshuo@tfzq.com
王彬宇 S1110523070005 wangbingyu@tfzq.com
高鑫 S1110523080001 gaixin@tfzq.com

电子元件研究团队

潘暕 S1110517070005 panjian@tfzq.com
骆奕扬 S1110521050004 luoyiyang@tfzq.com
许俊峰 S1110520110003 xujunfeng@tfzq.com
程如莹 S1110521110002 chengruying@tfzq.com
包恒星 S1110524100001 baohengxing@tfzq.com
李泓依 S1110524040006 lihongyi@tfzq.com

房地产研究团队

师亮 S1110525020001 shiliang@tfzq.com

纺织和服装研究团队

孙海洋 S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com
张彤 S1110123110018 zhangtong@tfzq.com

非金属材料研究团队

林晓龙 S1110523050002 linxiaolong@tfzq.com

非银行金融研究团队

杜鹏辉 S1110523100001 dupenghui@tfzq.com
陈嘉言 S1110524110001 chenjiayan@tfzq.com
李昕恬 S1110124030003 lixintian@tfzq.com

海外研究研究团队

孔蓉 S1110521020002 kongrong@tfzq.com
王梦恺 S1110521030002 wangmengkai@tfzq.com
杨雨辰 S1110521110001 yuchenyang@tfzq.com
曹睿 S1110523020003 caorui@tfzq.com
樊程安吉 S1110524080001 fanchenganjia@tfzq.com
刘诗雨 S1110524120001 liushiyu@tfzq.com
李泽宇 S1110520110002 lizeyu@tfzq.com

宏观经济研究团队

张伟 S1110522080003 zhangweib@tfzq.com

环保公用研究团队

郭丽丽 S1110520030001 guolili@tfzq.com
杨嘉政 S1110123070010 yangjiazheng@tfzq.com
王钰舒 S1110524070006 wangyushu@tfzq.com
裴振华 S1110524050003 peizhenhua@tfzq.com
胡冰清 S1110524070004 hubishiqing@tfzq.com
赵阳 S1110524070005 zhaoyanga@tfzq.com

基础化工研究团队

唐婕 S1110519070001 tje@tfzq.com
张峰 S1110518080008 zhangfeng@tfzq.com
郭建奇 S1110522110002 guojianqi@tfzq.com
邢颜凝 S1110523070006 xingyanning@tfzq.com
杨滨钰 S1110524070008 yangbinyu@tfzq.com

机械研究团队

朱晔 S1110522080001 zhuye@tfzq.com
赵博源 S1110124040013 zhaoboyuan@tfzq.com

计算机研究团队

缪欣君 S1110517080003 miaoxinjun@tfzq.com
王屿熙 S1110524010001 wangyuxi@tfzq.com
刘鉴 S1110525040001 liujianb@tfzq.com

家电研究团队

孙谦 S1110521050004 sunqiana@tfzq.com
宗艳 S1110522070002 zongyan@tfzq.com
赵嘉宁 S1110524070003 zhaojiaoning@tfzq.com

建筑工程研究团队

鲍荣富 S1110520120003 baorongfu@tfzq.com
王雯 S1110521120005 wangwena@tfzq.com
王悦宜 S1110123070009 wangyueyi@tfzq.com
王涛 S1110521010001 wangtao@tfzq.com
任嘉禹 S1110524070001 renjiayu@tfzq.com
蹇青青 S1110124030018 jianqingqing@tfzq.com

交通运输研究团队

陈金海 S1110521060001 chenjinhai@tfzq.com
李宁 S1110124070010 liningb@tfzq.com

金融工程研究团队

吴先兴 S1110516120001 wuxianxing@tfzq.com
王喆 S1110520060005 wangzhe@tfzq.com
韩乾 S1110522100001 hanqian@tfzq.com
王鹏飞 S1110123050001 wangpengfeib@tfzq.com
邵婷 S1110122080075 shaoting@tfzq.com
何青青 S1110520080008 heqingqing@tfzq.com

金属与金属新材料研究团队

刘奕町 S1110523050001 liuyiting@tfzq.com
胡十尹 S1110525010002 hushiyin@tfzq.com
吴亚宁 S1110124070015 wuyanng@tfzq.com
曾先毅 S1110524060002 zengxianyi@tfzq.com

军工研究团队

王泽宇 S1110523070002 wangzeyu@tfzq.com
赵博轩 S1110525020002 zhaoboxuan@tfzq.com

领导层研究团队

赵晓光 S1110516100006 zhaoxiaoguang@tfzq.com

能源开采研究团队

张樾樾 S1110517120003 zhangxixi@tfzq.com
姜美丹 S1110524090002 jiangmeidan@tfzq.com
厉泽昭 S1110122080076 lizezhao@tfzq.com
黄凯 S1110524090001 huangkai@tfzq.com
朱韬宇 S1110524080002 zhutaoyu@tfzq.com
纪有容 S1110122080057 jiyourong@tfzq.com

农林牧渔研究团队

陈潇 S1110519070002 chenx@tfzq.com
吴立 S1110517010002 wuli1@tfzq.com
黄建霖 S1110524100003 huangjianlin@tfzq.com
陈炼 S1110121030020 chenlian@tfzq.com
林毓鑫 S1110524080004 linyuxin@tfzq.com

汽车研究团队

谢坤 S1110524120002 xiekun@tfzq.com

商贸零售&社会服务业研究团队

耿荣晨 S1110524120006 gengrongchen@tfzq.com
何富丽 S1110521120003 hefuli@tfzq.com
来舒楠 S1110524070009 laishunan@tfzq.com
都春竹 S1110125010007 duchunzhu@tfzq.com

生物医药研究团队

杨松 S1110521020001 yangsong@tfzq.com
刘一伯 S1110123070037 liuyibo@tfzq.com
周海涛 S1110524120003 zhouhaitao@tfzq.com
曹文清 S1110523120003 caowenqing@tfzq.com
李慧瑶 S1110522080004 lihuiyao@tfzq.com
张雪 S1110521020004 zhangxue@tfzq.com
张中华 S1110123040044 zhangzhonghua@tfzq.com
李臻 S1110524120005 lizhenb@tfzq.com

食品饮料研究团队

张潇倩 S1110524060003 zhangxiaoqian@tfzq.com
李本媛 S1110524040004 libenyuan@tfzq.com
何宇航 S1110523090002 heyuhang@tfzq.com
唐家全 S1110523110003 tangjiaquan@tfzq.com
谢文旭 S1110524040001 xiewenxu@tfzq.com
马咏怡 S1110124070008 mayongyi@tfzq.com

数据研究院研究团队

黄海利 S1110522090003 huanghaili@tfzq.com
尧淦 S1110122090001 yaogan@tfzq.com
曹雯瑛 S1110523070001 caowenying@tfzq.com

通信研究团队

王奕红 S1110517090004 wangyihong@tfzq.com
唐海清 S1110517030002 tanghaiqing@tfzq.com
林竑皓 S1110520040001 linhonghao@tfzq.com
张建宇 S1110525040002 zhangjianyu@tfzq.com
余芳沁 S1110521080006 yufangqin@tfzq.com
陈汇丰 S1110522070001 chenhuifeng@tfzq.com

袁昊	S1110524050002	yuanhao@tfzq.com
康志毅	S1110522120002	kangzhiyi@tfzq.com
新材料研究院研究团队		
刘奕町	S1110523050001	liuyiting@tfzq.com
熊可为	S1110523120001	xiongkewei@tfzq.com
银行研究团队		
刘杰	S1110523110002	liujiea@tfzq.com
曹旭冉	S1110125040009	caoxuran@tfzq.com
中小市值研究团队		
卢雨婷	S1110116100075	luyuting@tfzq.com
周新宇	S1110524070007	zhouxinyu@tfzq.com
戴飞	S1110520060004	daifei@tfzq.com
陈思贝	S1110124100009	chensibei@tfzq.com
资产配置研究团队		
惠政宝	S1110521070004	huizhengbao@tfzq.com

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com