

# 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2025-04-22

### 宏观策略

2025 年 04 月 22 日

#### 海外周报 20250420: 特朗普支持率降至二战后最低水平

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

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

“降准”还需要综合观察经济基本面和股市等金融市场状况。

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

政策可从五方面对就业影响进行应对

### 固收金工

#### 固收周报 20250421: 建议关注泛科技双低转债

国内方面数据面总量优于结构, 市场一方面受外围压制, 另一方面期待政策的有效性能体现在数据结构上, 整体横盘震荡, 成交量有所萎缩。转债指数等权跌幅大于加权, 风格上中价优于低价优于高价, 大盘底仓表现受光伏、猪拖累, 银行标的则受益于资金护盘, 形成支撑, 不过我们也看到伴随 ytm 抬升, 光伏标的在下半周出现反弹回升, 独立于正股行情, 表现出光伏转债特有的控回撤能力及一定的稀缺性。观点上一方面我们延续前期大盘权重择机抢筹的思路, 同时建议关注目前估值回落较多的泛科技双低标的

#### 固收周报 20250420: 债市窄幅震荡格局难打破

我们认为债券市场窄幅震荡的格局较难打破。目前的博弈点仍然在降准, 5 月是重要的观察窗口, 但更大级别的债市机会需要等待下半年的降息, 以及观察诸如经济数据和金融数据等复苏的持续性。

#### 固收点评 20250419: 绿色债券周度数据跟踪 (20250414-20250418)

本周 (20250414-20250418) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 14 只, 合计发行规模约 108.70 亿元, 较上周减少 671.05 亿元。绿色债券周成交额合计 562 亿元, 较上周增加 79 亿元。

#### 固收点评 20250419: 二级资本债周度数据跟踪 (20250414-20250418)

本周 (20250414-20250418) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级资本债周成交量合计约 1554 亿元, 较上周减少 1038 亿元。

### 行业

房地产行业跟踪周报: 二手房成交面积持续增长, 国常会提推动房地产

晨会编辑 孟祥文

执业证书: S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

## 市场平稳健康发展

周观点：4月第3周新房成交环比下降、同比下降，二手房成交环比上升、同比上升。4月18日召开国务院常务会议，研究稳就业稳经济推动高质量发展的若干举措。会议指出，要持续稳定股市，持续推动房地产市场平稳健康发展。投资建议：1) 房地产开发：推荐华润置地、保利发展、滨江集团，建议关注绿城中国等；2) 物业管理：推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务；3) 房地产经纪：推荐贝壳，建议关注我爱我家。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期。

## 机械设备行业点评报告：人形机器人首场马拉松收官，各家运动能力表现如何？

投资建议：建议关注天工机器人和松延动力相关产业链：①天工机器人：推荐【优必选】，建议关注【领益智造】【天奇股份】【京城控股】；②松延动力：建议关注【利亚德】【首程控股】等。风险提示：人形机器人量产进度不及预期，人形机器人技术突破不及预期，宏观经济风险。

## 公用事业行业跟踪周报：新一代煤电升级专项行动实施方案印发，3月份全社会用电量同增4.8%

投资建议：国债收益率下降红利配置正当时。1) 水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。2) 火电：优质区域火电电量电价有支撑，业绩稳定性提升红利属性彰显。建议关注【皖能电力】【申能股份】，建议关注【华电国际】【浙能电力】【华能国际】【国电电力】。3) 核电：成长确定、远期盈利&分红提升。22/23年连续两年核准10台，24年再获11台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司ROE看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力H】。4) 绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力H】【中闽能源】【三峡能源】。5) 消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

## 食品饮料行业深度报告：保健品行业：新消费驱动保健品成长

保健食品是一门强品牌、重渠道和高毛利的生意。当下时点，我们认为保健品行业的投资价值值得重新审视，行业成长和商业模式的演进容易被低估。关注板块估值切换的可能。传统大类保健食品奠基，新消费贡献增量，传统的审美体系及估值视角不再适配新周期的研究。重审保健食品行业，建议关注板块估值切换的可能、以及适配渠道转型、迎合新圈层、发力新品类的优质公司，推荐H&H控股、仙乐健康、百合股份。

## 燃气II行业跟踪周报：关税引发经济衰退担忧美国气价大跌，关税暂缓欧洲气价回升，国内气价平稳

投资建议：近期龙头燃气公司相继发布2024年年报，整体来看价差、接驳户数符合预期、气量在暖冬影响下比预期略低，双综业务增速有分化（新奥能源符合预期、华润燃气不及预期）。展望2025年，供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美LNG加征

关税后，新奥股份等具有美国气源的公司是否能够通过转售等方式消除关税影响。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】(25股息率 5.4%) 2024 年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】【昆仑能源】(25 股息率 4.6%) 【中国燃气】(25 股息率 7.3%) 【蓝天燃气】(股息率 ttm8.3%)；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】(25 股息率 4.8%) 【港华智慧能源】。2) 海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：【九丰能源】(25 股息率 5.2%) 【新奥股份】(25 股息率 5.9%)；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】3) 美气进口不确定性提升，能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2025/4/18)

#### 汽车周观点：4 月第 2 周乘用车环比+3.8%，继续看好汽车板块

板块观点重申：继续坚定看好汽车板块！AI 智能化+红利风格并存。近期汽车板块回调原因或是什么？除了大盘本身波动之外，市场对汽车近期担忧主要是三方面：1) 小米事故引发对汽车智能化β的降温；2) 贸易战升级担心汽车尤其零部件出海业务的盈利性；3) 担心头部车企降价引发新一轮国内价格战。不同于市场观点，我们认为：1) 小米事故有助于推动智驾法规完善，尤其是规范 L2 辅助驾驶，防止车企夸大宣传，助于智驾行业健康发展。2) 主流汽车零部件均在墨西哥-东南亚等做了较为充足的海外产能建设布局，关税升级或进一步加速海外建厂的步伐；3) 价格战已经是汽车行业的常态，基于技术创新的“卷”是有意义，且以旧换新政策有望托底汽车内需总盘子稳健增长。当前时点汽车板块如何配置？我们依然坚持看好 2025 年【AI 智能化+红利风格】两条主线并存选股思路。【AI 智能化】是乘用车-零部件大板块核心矛盾，赢得智能化方能坐稳中国市场走向全球化。乘用车板块：港股优选【小鹏/理想/小米】等，A 股优选【赛力斯/上汽/比亚迪】等；零部件板块：智能化增量部件优选【地平线/黑芝麻/德赛/华阳/伯特利】，机器人/电动化部件【拓普/瑞鹄/爱柯迪/博俊(关注)】，三好赛道优质部件【福耀/星宇/新泉/松原】。红利风格优选商用车板块：客车优选【宇通客车】，重卡优选【中国重汽 A-H/潍柴动力】。风险提示：贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期；L3-L4 智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。

#### 医药生物行业跟踪周报：核药创新药全面进入收获期，建议关注东诚药业、远大医药等

本周、年初至今 A 股医药指数涨跌幅分别为-0.4%、-1.5%，相对沪深 300 的超额收益分别为-1.0%、2.7%；本周 A 股化药(+0.5%)、中药(+0.6%)、及医药商业(0.0%)等股价有所上涨，生物制品(-2.2%)、医疗器械(-1.2%)医疗服务(-0.7%)等有所下跌；本周 A 股涨幅居前双成药业(+56%)、立方制药(+47%)、荣丰控股(+32%)，跌幅居前 ST 吉药(-51%)、哈三联(-19%)、长药控股(-19%)。本周板块表现特点：市值医药个股表现更强，创新药、核药表现更强，其中百利天恒、益方生物、新诺威、热景生物等屡创新高。创新药股价屡创新高，其中核药创新药备受关注。核药 RDC 相较于 ADC 具备独特优势：RDC 无需通过细胞内吞或溶酶体降解释放有效载荷，而是利用放射性核素在衰变时产生的射线；RDC 不需要进入肿瘤细胞或断裂连接器，体内稳定性和安全性更好；配体形式多样，包括抗体、多肽、小分子等，减小药物体积从而保障癌细胞



直径范围内的药物高度聚集,同时减少周围正常组织的损害。全球核药龙头诺华 Pluvicto 2022 年 3 月在美国获批用于前列腺癌 mCRPC 的 3L 末线治疗,2025 年 3 月拓展至 2L 治疗通过 FDA 获批。目标将 Pluvicto 从 2L 逐步推进到 1L 治疗。2024 年其销售约 14 亿美金,2025 年及销售峰值分别 30 亿、60 亿美金。东诚药业作为国内核药龙头全面进入收获期,PSMA/FAP 进入关键临床二期、99mTc 替曲膦上市、氟化钠上市、与礼来合作 A $\beta$  上市等。风险提示:药品或耗材降价幅度继续超预期、医保政策进一步严厉、产品销售及研发进度不及预期等。

### 商贸零售行业跟踪周报:3 月社零总额同比+5.9%大超一致预期,可选消费持续发力

投资建议:整体上看,3 月社零数据表明年初以来的可选消费复苏趋势仍在延续,低基数下看好内需消费,尤其是可选消费的持续复苏。关注可选消费赛道投资机会:①美护板块,推荐毛戈平,若羽臣,润本股份,锦波生物等。②宠物食品板块,推荐乖宝宠物。③内需消费板块,推荐名创优品、南极电商、永辉超市等。④餐饮板块,推荐蜜雪集团,建议关注古茗、小菜园等。

### 电力设备行业跟踪周报:欧盟放松电车贸易壁垒,海风出海弹性大

重点推荐标的:宁德时代(动力&储能电池全球龙头、盈利能力和排产均超预期)、三花智控(热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间巨大)、比亚迪(电动车销量持续向好且结构升级、全民智驾超预期)、阳光电源(逆变器全球龙头、海外大储优势显著、估值极低)、汇川技术(通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期)、科达利(结构件全球龙头优势突出稳健增长、大力布局机器人)、亿纬锂能(动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健)、大金重工(海风出口布局厚积薄发、量利双升超预期)、雷赛智能(伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显)、华友钴业(锂电资源材料一体化布局、镍钴盈利能力超预期)、富临精工(高压实铁锂领先、机器人布局深厚)、浙江荣泰(云母龙头增长确定、微型丝杠优势明显)、璞泰来(负极龙头盈利拐点确立、隔膜涂覆持续增长)、东方电缆(海缆壁垒高格局好,海风项目开始启动)、伟创电气(变频伺服持续增长、大力布局人形机器人)、锦浪科技(欧洲去库完成逆变器迎来拐点、新兴市场销售提升提供支撑)、湖南裕能(铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量和价格见底盈利反转)、天奈科技(碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益)、麦格米特(多产品稳健增长、AI 电源未来潜力大)、宏发股份(继电器恢复稳增长、高压直流持续稳增长)、德业股份(新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势)、思源电气(电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期)、禾迈股份(微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入)、固德威(组串逆变器持续增长,储能电池和集成逐步恢复)、鸣志电器(步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大)、尚太科技(负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强)、天赐材料(电解液&六氟龙头、新型锂盐领先)、帝科股份(银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即)、晶澳科技(一体化组件龙头、盈利率先恢复)、上能电气(逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、阿特斯(一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期)、三星医疗(海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健)、日月股份(大铸件紧缺提价可期,盈利弹性大)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、科华数据(全面受益国内 AI 资本开

支新周期、数据和数能双星驱动)、科士达(受益国内 AI 资本开支新周期、UPS 龙头)、盛弘股份(受益海外和国内 AI

### 建筑装饰行业跟踪周报：基建投资改善，继续关注水利、钢结构、国际工程等板块

(1) 一季度经济开门红，基建投资累计同比增速 5.8%，财政发力支持下基建投资延续景气态势，结构上来看水利表现继续亮眼；地产投资端依然有所承压。结合水泥 3 月产量和建筑业 PMI 数据来看，开工景气在持续改善，但新开工项目落地仍然偏慢。增量的财政政策支持 and 融资端的改善对投资端和实物量的效果将逐渐显现。近期关税战和贸易摩擦升级，外部环境不确定性增加的情况下，扩内需预期增强，基建投资和重点区域建设有望政策加码。我们认为宏观政策积极导向延续，随着财政发力、地产“止跌企稳”政策组合拳落地，基建地产链景气有望回升。保险及社保等中长期增量资金入市有望利好低估值、稳定分红的行业龙头、白马以及破净央企估值修复。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。(2) 出海方向：2024 年我国对外承包工程业务完成营业额同比增长 3.1%，新签合同金额同比增长 1.1%，创历史新高，对外投资平稳发展；近期美国加征关税以及贸易摩擦升级，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码，预期未来中欧合作、东盟地区合作有望更加密切。近期习近平主席对越南、马来西亚和柬埔寨三国进行了国事访问，达成了上百项合作成果，基建合作仍是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。(3) 需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：部分专业制造工程细分领域、装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益，建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际等；半导体洁净室景气度有望延续，关注亚翔集成、柏诚股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

### 建筑材料行业跟踪周报：期待 25 年 Q3 家装迎来明显加速

(1) 本周主线依旧是贸易战及其应对政策，地产领涨，地产链跟随表现。3 月份经济金融数据较好，但贸易战可能在二季度造成冲击，使得市场对内需刺激政策有较大的期待，高层也响应了市场的关切。我们认为，贸易战的冲击已是无法避免，因此内需刺激政策也需逐步落地。刺激顺序可能是先消费后投资，地产链行业需求增速有望提前转正。整体而言，地产链的斜率放缓但方向不变。地产链出清已近尾声，供给格局大幅改善，25 年需求平稳且企业增长预期较低，板块具备较高的胜率。以旧换新补贴推动下，24 年 Q4 家电消费加速，到 25 年 3 月家具消费明显加速，我们期待 25 年 Q3 家装也会迎来明显加速。首选低估值的消费龙头和扩张型公司，例如北新建材、三棵树、兔宝宝、奥普科技、欧普照明、伟星新材、欧派家居、箭牌家居等。其次，如果外部需求快速回落，中西部基建很有可能成为救急的方向，关注华新水泥、四川路桥、海螺水泥、中国交建、坚朗五金、东方雨虹等。最后，在 25 年流动性充裕的背景下，科技属性强的公司仍有较高关注度，例如上海港湾、鸿路钢构、萤石网络、公牛集团等。

(2) 中美持续脱钩的长期趋势下，经营美国市场的回报率下降和不确定

性增加，非美国国家可能加强贸易联系，出海企业将转向拓展欧洲、中东、东南亚等其他市场。而且美元降息趋势下，非美国国家经济建设有望进入快车道。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐上海港湾、中材国际、中国交建、米奥会展（与中小盘、社服共同覆盖）。另外，可适当关注美国有产能的公司，例如爱丽家居、中国巨石等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

### 非银金融行业跟踪周报：券商 Q1 业绩值得期待；保险深化代理人体制改革

行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1）保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计持续改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2）证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐新华保险、中国财险、中国人保、中国平安、中信证券、同花顺、九方智投等。风险提示：1）宏观经济不及预期；2）政策趋紧抑制行业创新；3）市场竞争加剧风险。

### 有色金属行业跟踪周报：避险资金进一步从美元资产转向黄金，美元指数持续回落助推黄金再创新高

铜：TC 跌至历史低位叠加海外废铜供给格局紧张，铜价于本周录得反弹。截至 4 月 18 日，伦铜报收 9,189 美元/吨，周环比上涨 2.23%；沪铜报收 76,140 元/吨，周环比上涨 1.21%。供给端，截至 4 月 18 日，本周进口铜矿 TC 下跌至 -31 美元/吨，冶炼厂检修时间提前，预计 4 月国产铜供应量将有所减少；需求方面，随着铜价大幅回落，电网投资项目集采陆续展开，铜线缆订单需求好转。本周市场随着关税的边际影响减弱而风偏有所好转，现货升水叠加库存持续去化，铜价于本周收回部分跌幅；此外美国铜业巨头力拓、铜线制造商南方电缆、贸易商托克集团等主要铜业参与者呼吁政府限制铜矿石和废铜出口来推动本土生产，而非加征进口关税，该政策若落地将严重影响中国废铜进口，预计短期铜价将持续维持宽幅震荡。铝：国内社库去化持续，市场博弈关税落地情景，铝价维持窄幅震荡走势。截至 4 月 18 日，本周 LME 铝报收 2,366 元/吨，较上周下跌 0.19%；沪铝报收 19,695 元/吨，较上周持平。供应端，本周山东地区电解铝企业向云南地区转移产能，贵州地区有新投产产能释放，本周我国电解铝行业理论运行产能 4381.00 万吨，较上周增加 0.5 万吨；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比增长 0.03%，铝棒企业产能利用率环比降低 0.11%，电解铝的理论需求无明显变化。本周社会库存环降 5.43 万吨至 71.43 万吨，去库速率环比有所增长；美国关税政策如何落地仍处于博弈阶段，随着美国暂停对大多数国家的“对等关税”政策落地，我们预计转口贸易尚且通畅的情况下对铝的影响暂且有限，短期预计铝价维持震荡走势。黄金：避险资金进一步从美元资产转向黄金，美元指数持续回落助推黄金再创新高。截至 4 月 18 日，COMEX 黄金收盘价为 3341.30 美元/盎司，周环比上涨 4.61%；SHFE 黄金收盘价为 791.02 元/克，周环比上涨 4.45%。经济层面，欧元区 3 月 CPI 同比增长 2.2%，符合市场预期。欧洲中央银行于本周分别下调三大关键利率 25bp；美国 3 月好于预期的零售数据并未打消市场对于后市经济下行的担忧，为避免受到关税影响从而导致的消费前置或使得本次数据并不具备连贯性，美元指数连续两周收于 100 的整数关口之下。资金流向层面，随着特朗普挑起贸易



战以来，美元资产（美元、美股、美债）均录得了持续且大幅的下跌，资金正从美元资产流向更加具备避险属性的黄金，4月前两周世界

### 机械设备行业跟踪周报：推荐业绩稳健的工程机械和技术进步加速的人形机器人行业

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

### 基础化工周报：聚氨酯价格继续承压

【聚氨酯板块】本周纯MDI/聚合MDI/TDI行业均价为17140/14330/10653元/吨，环比分别-350/-1240/-915元/吨，纯MDI/聚合MDI/TDI行业毛利分别为3688/2066/-910元/吨，环比分别-164/-929/-733元/吨。【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为1234/4521/540/4061元/吨，环比分别-132/+509/+0/+209元/吨。②本周聚乙烯均价为7918元/吨，环比-97元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为1268/1889/182元/吨，环比分别+80/-63/-215元/吨。③本周聚丙烯均价为7200元/吨，环比+0元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-330/1610/96元/吨，环比分别-433/+0/-155元/吨。【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为2642/1866/4545/2625元/吨，环比分别-52/-27/+30/-3元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为673/181/190/67元/吨，环比分别-72/-19/+40/-35元/吨。【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。【风险提示】1）项目实施进度不及预期；2）宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3）地缘风险演化导致原材料价格波动；4）行业产能发生重大变化；5）统计口径及计算误差。

### 大炼化周报：国际油价先涨后跌，长丝市场产销持续低位

【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为2601.59元/吨，环比-120.02元/吨（环比-4.41%）；国外重点大炼化项目本周价差为914.45元/吨，环比-20.92元/吨（环比-2.24%）。【聚酯板块】本周POY/FDY/DTY行业均价分别为6393/6643/7739元/吨，环比分别-250/-271/-207元/吨，POY/FDY/DTY行业周均利润为62/-38/93元/吨，环比分别-111/-125/-82元/吨，POY/FDY/DTY行业库存为29.4/31.9/34.4天，环比分别+2.6/+2.7/+1.5天，长丝开工率为94.92%，环比-0.50pct。下游方面，本周织机开工率为55.94%，环比-2.31pct，织造企业原料库存为10.74天，环比-0.31天，织造企业成品库存为24.18天，环比-0.30天。【炼油板块】国内成品油：本周汽油/柴油/航煤价格下跌。国外成品油：本周美国汽油/柴油/航煤价格上涨。【化工板块】本周PX均价为734.83美元/吨，环比+6.69美元/吨，较原油价差为256.54美元/吨，环比-3.34美元/吨，PX开工率为78.24%，环比-0.46pct。【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝：恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。【风险提示】1）项目实施进度不及预期；2）宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3）地缘风险演化导致原材料价格波动；4）行业产能发生重大变化；5）统计口径及计算误差。

### 原油周报：地缘政治紧张局势加剧，国际油价上涨

【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发展（600968.SH）；建议关注：石化油服/中石化油

服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ)。

【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑, 导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁, 伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

### 煤炭开采行业跟踪周报: 港口库存反弹回升叠加汛期水电补充, 煤价震荡运行

估值与建议: 仍旧关注保险资金增量; 保费收入维持正增长, 且向头部保险集中。固收类资产荒依旧, 叠加红利资产已经高位, 所以关注权益配置变化, 预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的, 且低估值标的: 广汇能源、昊华能源。风险提示: 下游需求不及预期; 保供力度强于预期, 煤价大幅下跌。

### 金融产品跟踪周报: 权益 ETF 系列: 震荡上涨, 大盘风格相对占优

A 股市场行情展望: (2025.4.21-2025.4.25) 观点: 震荡上涨, 大盘风格相对占优。万得全 A 指数日线级别上, 高频宏观模型本周从看涨信号转为负向信号, 代表模型预测后续万得全 A 指数可能会发生一定的震荡。30 分钟级别上, 技术择时模型中万得全 A 指数达到 85, 代表模型预测万得全 A 指数可能接近一个短期的小高点。资金面来看, 近期 ETF 的主要交易方向集中在上证 50 和沪深 300, 所以在 ETF 交易表现恢复到常态之前, 我们认为上证指数会持续震荡上涨, 时间方面震荡上涨的持续时间可能在两到三周, 空间方面越靠近 4 月 3 日的收盘价, 资金面临的压力会越大, 上涨难度也会越大。结构上, 我们推荐红利投资。模型显示金融风格和大盘价值综合评分最高, 小盘成长则相对评分较低。因此后续可能会形成大盘上涨和小盘调整同时存在的情况。而大盘相对于小盘对上证指数影响更大, 所以后续可能会形成上证指数继续上涨, 而万得全 A 指数震荡的情况。港股在筹码结构上相对健康, 筹码峰在相对下方, 因此港股面临的抛压会比 A 股小, 但港股受到外围影响的可能更大。所以我们认为港股会呈现宽幅震荡的走势。基金配置建议: 根据我们上述行情研判, 我们认为后续市场可能会呈现震荡上行的行情, 大盘风格相对占优, 红利方向的表现可能会相对较好。因此从基金配置的角度, 我们建议配置红利 ETF 和主要宽基 ETF。风险提示: 1) 模型基于历史数据测算, 未来存在失效风险; 2) 宏观经济不及预期; 3) 发生重大预期外的宏观事件。

### 重卡行业 3 月跟踪月报: 内销韧性有余, 出口表现亮眼

投资建议: 看好国四政策刺激下全年板块行情。推荐【中国重汽 A/H】+【潍柴动力】, 重视【一汽解放+福田汽车】业绩改善弹性。风险提示: 国内重卡行业复苏不及预期, 天然气价格上涨超出预期。

### 保险 II 行业点评报告: 深化寿险代理人体制改革, 佣金递延与报行合一规范渠道发展

负债端、资产端均有改善机会, 低估值+低持仓, 攻守兼备。1) 我们认为市场储蓄需求依然旺盛, 同时在监管持续引导和险企主动性转型下, 负债成本有望逐步下降, 利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率稳定在 1.65% 左右, 我们预计, 未来伴随国内经济复苏, 长端利率若继续修复上行, 则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍处于低位, 估值对负面因素反应较为充分。2025



年4月18日保险板块估值0.50-0.80倍2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

## 推荐个股及其他点评

### 卫龙美味 (09985.HK): 卫龙美味: 全能选手, 乘风而起【勘误版】

我们预计公司2025-2027年营收分别为78.6/92.8/106.9亿元，归母净利润分别为13.8/18.4/22.0亿元，对应PE为26/20/16X。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 南华期货 (603093): 2025年一季报点评: 净利润同比持平, 赴港上市强化境外业务竞争力

盈利预测与投资评级: 结合公司2025Q1经营情况, 我们维持此前盈利预测, 预计公司2025-2027年归母净利润分别为5.39/5.88/6.66亿元, 对应同比增速分别为17.72%/9.15%/13.16%, 当前市值对应2025-2027年PE分别为14.41/13.20/11.66倍。南华期货境内业务发展稳健, 境外业务优势突出, 尤其在境外清算方面拥有显著优势。公司有望持续兑现发展潜力, 维持“增持”评级。风险提示: 1) 行业监管趋严; 2) 利率大幅波动。

### 城建发展 (600266): 2024年报点评: 多因素致利润承压, 深耕北京聚焦城改

盈利预测: 公司多年深耕北京棚改市场, 近年来房地产市场下行及行业竞争加剧, 我们下调公司2025/2026年的归母净利润预测为2.2/6.7亿元(前值为12.5/13.7亿元), 预计2027年归母净利润为6.0亿元。对应的EPS为0.10/0.32/0.29元, 对应的PE为48.4/15.6/17.4倍, 考虑到公司聚焦核心城市, 深耕城改市场, 行业逐步企稳后有望率先受益, 维持“买入”评级。风险提示: 城中村改造政策落地不及预期; 房地产市场景气度超预期下行; 结算进度不及预期。

### 华东医药 (000963): 2024年报点评: 利润业绩略超预期, 工业板块与工业微生物板块增长亮眼

盈利预测与投资评级: 考虑到产品集采及医美业务受到消费环境影响, 我们将2025-2026年公司归母净利润预期由39.16/45.61亿元, 调整至40.14/45.39亿元, 预期2027年为50.48亿元, 对应当前市值的PE分别为17/15/14倍。维持“买入”评级。风险提示: 新产品研发失败的风险, 新产品市场推广或不及预期的风险, 医药行业政策不确定性风险。

### 莲花控股 (600186): 从调味品到算力, 莲花向“星”别样红

公司为国内领先的包装味精品牌商, 从传统调味品向新型复合调味品拓展。公司前身周口地区味精厂始建于1983年, 1998年在上交所挂牌上市, 素有“味精第一股”之称。主营产品莲花味精曾长期占据国内终端零售市场主导地位, 莲花品牌被国家工商行政管理总局和河南省工商行政管理局认定为“驰名商标”和“河南省著名商标”, 旗下有8款产品荣获iSEE全球美味奖。目前形成以味精、鸡精为主导, 料酒、复合调味品等为辅的产品架构。公司的销售网络遍布全国各地, 在各省市均设有销售分公司, 同时出口至世界70多个国家和地区。2019年推进重组, 大股东变更为芜湖市莲泰投资管理, 通过深化改革、固本创新, 莲花控股经营发展持续向好, 内生动力显著增强, 盈利能力持续提升, 已进入提速度、扩规模、提质量、增效益的新阶段。当前, 公司正全面贯彻落实521品牌复兴战略, 深入推进年轻化、数字化、国际化、智能化和场景化建设, 加快

新产品研发、新渠道建设、新机制实施、新人才引入，并在持续做强主业基础上，开辟第二增长曲线，进军智能算力等科技创新领域。

**银轮股份 (002126): 2024 年年报点评: 2024Q4 经营整体稳健, 全球化发展持续推进**

盈利预测与投资评级: 考虑到公司新项目的量产进度和下游客户销量情况, 我们将公司 2025-2026 年的归母净利润预测调整为 10.70 亿元、13.09 亿元(前值为 11.00 亿元、13.81 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测 15.67 亿元。对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.28 元、1.57 元、1.88 元, 对应 2025-2027 年市盈率分别为 19.47 倍、15.91 倍、13.29 倍。考虑到公司作为热管理系统龙头, 且持续拓展数字与能源热管理业务, 因此维持“买入”评级。风险提示: 新能源乘用车销量不及预期; 新产品拓展不及预期; 原材料价格波动影响盈利。

**横店东磁 (002056): 2025 一季报点评: 25Q1 符合预期, 三大业务稳健增长**

盈利预测与投资评级: 考虑公司业务稳中向好, 我们维持盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 19.1/22.1/25 亿元, 同比 +5%/+16%/+13%, 维持“买入”评级。风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧等。

**中熔电气 (301031): 2024 年年报&2025 年一季报点评: 24 年激励熔断器放量, 25Q1 业绩亮眼**

盈利预测与投资评级: 考虑到下游需求超预期, 我们预计 25-26 年归母净利 3.2/4.5 亿元(原预测 3.0/4.2 亿元), 给予 27 年归母净利润 6.0 亿元预测, 同增 72%/40%/33%, 对应 PE 24/17/13 倍, 考虑到公司电力熔断器龙头地位, 给予 26 年 25 倍 PE, 目标价 171 元, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格波动超市场预期, 电动车销量不及市场预期。

**天目湖 (603136): 2024 年报及 2025 一季报点评: Q1 归母净利同增 26%, 关注新项目进展**

盈利预测与投资评级: 天目湖作为国内一站式旅游模式先行者, 资源禀赋稀缺, 项目开发运营能力优异, 国资入主赋能发展。随着旅游行业全面复苏, 公司盈利能力加速恢复, 未来新项目将陆续投运, 公司成长性可观。调整 2025/2026 及新增 2027 年盈利预测, 2025-2027 年归母净利润分别为 1.5/1.6/1.8 亿元(2025/2026 年前值为 1.5/1.8 亿元), 对应 PE 估值为 23/21/19 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 需求不及预期, 储备项目建设进度不及预期, 自然灾害、极端天气等影响经营的风险。

**卫龙美味 (09985.HK): 卫龙美味: 全能选手, 乘风而起**

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 78.6/92.8/106.9 亿元, 归母净利分别为 13.8/18.4/22.0 亿元, 对应 PE 为 26/20/16X。首次覆盖, 给予“买入”评级。

**万辰集团 (300972): 2024 年报点评: 门店数量高增, 盈利能力提升**

考虑到公司经营情况向好, 盈利能力逐步提升, 我们略上调 2025 年盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 7.0/9.7/12.3 亿元(此前 2025-2026 年分别为 6.6/9.7 亿元), 同比 +139%/+39%/+27%, 对应 PE 为 29/21/16X。维持“买入”评级。

**信德新材 (301349): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 快充催化出货实现高增长, 单吨净利稳步修复**

盈利预测与投资评级: 考虑公司价格承压, 下修 25-26 年归母净利润

0.6/0.9 亿元（原 25-26 年预期 0.7/1.3 亿元），新增 27 年净利预期 1.1 亿元，同比增 273%/56%/24%，对应 PE 为 58x/37x/30x，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

**浙江鼎力（603338）：2024 年报点评：业绩阶段性承压，非美+新品放量可期**

盈利预测与投资评级：考虑到地缘政治冲突、关税等带来的不确定性，出于谨慎性考虑，我们调整 2025-2026 年归母净利润为 21（原值 26）/24（原值 30）亿元，预计 2027 年归母净利润为 28，当前市值对应 PE 分别为 10/9/8。公司研发、管理等核心竞争力可持续，非美+新品市场拓展可期，维持“增持”评级。 风险提示：竞争格局恶化、地缘政治冲突等

**甘源食品（002991）：2024 年报及 2025 年一季报点评：承压阶段已过，海外业务稳步推进**

公司收入端成长性较好，但考虑到成本压力和费用投放可能略有增加，我们略下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.9/5.1/6.4 亿元（此前 2025-2026 年分别为 4.8/5.6 亿元），同比 +5%/+30%/+24%，对应 PE 为 18/14/11X。维持“买入”评级。

**华友钴业（603799）：2024 年报及 2025 一季报点评：Q1 业绩略超预期，镍产品贡献主要利润增量**

盈利预测与投资评级：由于钴价上涨，我们上调 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 55/67/82 亿元（25-26 年原预期 48/52 亿元），同增 33%/21%/22%，对应 PE 为 10x/8x/7x，考虑公司一体化优势显著，给予 25 年 15x PE，目标价 49 元，维持“买入”评级。 风险提示：上游原材料价格大幅波动，电动车销量不及预期。

**同力股份（834599）：2024 年报点评：新能源产品序列持续丰富，全年业绩同比增长 29%**

新能源产品序列持续丰富并积极拓展海外市场，2024 全年业绩同比增长 29%。公司发布 2024 年度报告，实现营业收入 61.45 亿元，同比+4.85%；归母净利润 7.93 亿元，同比+29.03%；扣非归母净利润 7.76 亿元，同比+31.59%。业绩同比上升主要系公司新能源产品序列继续丰富，与多家智驾公司联合研发，在自主研发的线控底盘基础上推出大吨位新能源无人驾驶产品大批量推向矿区。同时，公司积极开拓境外市场，对海外销售在各种资源配置方面予以倾斜，同力重工（新加坡）定位明确，以新加坡为中心，辐射全球海外业务。在优先发展战略方向支撑下，2024 年公司境外市场营收同比+3.03%至 10.11 亿元，毛利率同比+1.04pct 至 34.03%。考虑 2024 年公司业绩复苏进程加速，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润为 9.55/10.98 亿元（前值分别为 7.39/8.33 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 12.27 亿元，对应动态 PE 分别为 10.36/9.01/8.06 倍，考虑公司具有长期成长性，维持“买入”评级。风险提示：1）技术迭代不及预期；2）宏观经济波动；3）市场竞争加剧。

**三七互娱（002555）：2024 年年报点评：新游表现出色，连续季度高分红**

盈利预测与投资评级：考虑到公司新游储备充沛，前期推广或带来费用、收入确认的错配，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 为 1.25/1.28/1.32 元（2025-2026 年前值为 1.38/1.56 元），对应当前股价 PE 分别为 12/12/11 倍。我们看好公司新游表现出色且后续储备充沛，高分红回报股东，维持“买入”评级。 风险提示：新游表现不及预期，买量竞争加剧，行业监管风险



**南网能源 (003035): 大股东增持彰显信心, 继续立足优势打造核心竞争力**

事件: (1) 4月16日, 南方电网控股上市公司举办2024年集体业绩说明会, 会议以“共建新型电力系统生态 共促资本市场稳定发展”为主题, 南方电网公司与控股上市公司南网储能公司、南网能源公司、南网科技公司同台发声, 与投资者面对面沟通交流。(2) 南方电网基于对公司长期投资价值的信心, 拟通过子公司南网资本增持金额不低于1.5亿元不超过3亿元, 占总股本不超过2%, 增持完成将持有公司股本不超过42.39%。南方电网拟增持公司股本不超过2%, 彰显对公司业务的信心。盈利预测与投资评级: 2024年生物质减值落地, 后续减值风险小, 聚焦核心节能业务。我们维持预计2025-2027年归母净利润4.77/5.57/6.75亿元, 对应PE为34/29/24倍, 维持“买入”评级。风险提示: 行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率下降等。

**路德环境 (688156): 2024年报&2025一季报点评: 生物发酵饲料销量稳步增长, 现金流大幅改善**

盈利预测与投资评级: 考虑下游景气度、客户拓展及产能爬坡等因素, 我们将2025-2026年归母净利润从1.37/2.23亿元下调至0.17/0.35亿元, 预计2027年归母净利润为0.74亿元。酒糟饲料可部分替代豆粕、玉米, 对保障粮食安全具有重要战略意义, 公司作为行业龙头, 产能逐步扩大, 提升远期盈利空间, 维持“买入”评级。风险提示: 产品销量不及预期, 原材料价格波动, 项目扩产低于预期。

**大金重工 (002487): 管桩出海厚积薄发, 未来成长性确定**

全球领先海风海工龙头, 海外占比快速提升, 盈利能力上行。公司是海上风电基础结构及塔筒解决方案领域的全球领先企业, 主要生产销售海上风电单桩基础、过渡段、导管架、浮式基础以及塔筒产品。公司成立于2000年, 前身为三维钢构, 后顺利切入风电塔筒行业, 12年山东蓬莱基地投产, 瞄准海外业务, 执行“两海战略”, 22年定增募资31亿元用于海工基地扩产, 23年继续布局唐山、盘锦基地, 23年起海外订单、交付陆续释放兑现。24年公司营业收入37.8亿元, 同比-12.6%; 实现归母净利4.74亿元, 同比+11.5%。拆分来看, 23、24年分别实现海外收入17.2、17.3亿元, 收入占比达到40%、46%, 成为公司主要收入来源之一; 毛利率分别达到27.2%、38.5%, 海外毛利率持续提升。欧洲海风规划持续加码, 装机进入加速期。2022年俄乌战争爆发后, 能源危机背景下, 欧洲各国海风规划持续加码。1) 拍卖: 24年欧洲海风拍卖20GW, 同增46%; 预计25~27年拍卖量分别为34.7、23.2、30.2GW。2) FID: 2023~2024年启动新一轮海风FID, 分别达到356、79亿欧元, 也预示着未来2~3年欧洲海风装机将加速启动。3) 2024年欧洲海风装机2.6GW, 根据Wind Europe预测, 26~28年分别达到8.4/6.5/6.7GW, 29年9.7GW, 30年11.8GW, 25~30年年均复合增速达21%, 欧洲海风进入加速成长期。此外, 日韩海风开发较晚, 但远期规划较大, 过去2~3年海风拍卖量快速提升, 预计可接力欧洲海风装机提供增量。海外塔桩成长空间广阔, 中国企业具备竞争优势。考虑未来深远海之后单桩单位价值量提升, 以及切换至超大型单桩、导管架后单价提升, 我们测算欧洲海风塔桩市场增速将远超行业装机增速。预计24年欧洲海风塔桩市场规模62亿元, 25年提升至139亿元, 2030年提升至734亿元, 2024~2030年CAGR达47%, 远超欧洲海风装机增速, 成长空间广阔。欧洲本土塔桩产能供应受限, 订

单外溢至中国企业，且价格边际上涨。此外，对比国内外产能来看，我国具备原材料及加工费优势，且交付效率远高于海外本土厂商。

**思源电气（002028）：2024 年年报点评：超额完成全年目标，经营 $\alpha$ +行业 $\beta$ 共振助力成长**

#事件：公司 24 年营收 154.6 亿元，同+24.1%，归母净利润 20.5 亿元，同+31.4%，毛利率 31.2%，同+1.7pct，归母净利率 13.3%，同+0.7pct；其中 24Q4 营收 50.5 亿元，同+30.2%，归母净利润 5.6 亿元，同+35.7%，毛利率 30.9%，同+2.7pct，归母净利率 11%，同+0.4pct。收入&利润与预告基本吻合，业绩符合市场预期。24 年营收目标/实际完成分别为 150/154.58 亿元，完成度 1.03，新签合同目标/实际完成分别为 206/214.57 亿元，完成度 1.04，均超额完成任务。24 年新签订单同比+30%，其中我们预计国内/海外分别同比超 10%/80%。公司 23/24 年订单/收入分别为 1.33/1.39，公司持续增长潜力强。25 年计划新签合同/实现营收分别为 268/185 亿元，同比+25%/20%，看好公司继续超额完成全年目标任务。24 年公司输变电设备实现收入 154.58 亿元，同比+24%，毛利率 31.25%，同比+1.75pct。1)公司国内业务收入 123.36 亿元(同+20%)，毛利率 29.78% (同+2.18pct)，收入占比约 80%，基本盘实现了稳健增长，思源高压/如高高压收入同比+21%/18%，净利率同比+2.33/0.77pct，受益于收入结构改善+降本，盈利能力持续提升，公司 750kV 组合电器已实现国网市场的中标，基于超容的 SSC 等构网型产品已挂网运行，新产品放量+网内外份额稳定，国内有望保持 20%以上的稳健增长。2)公司海外业务收入 31.22 亿元 (同+45%)，毛利率 37.06% (同-1.49pct)，收入占比约 20%，24 年海外新签订单加速增长，多款产品在英国、意大利、沙特、科威特等多个国家市场实现了突破，海外电网建设维持高景气，我们预计 25 年海外订单有望实现超 50%的增长。#盈利预测：我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 27.3/35.4/45.6 亿元，同比+33%/30%/29%，对应 PE 分别为 20x/15x/12x，考虑到公司 25-27 年归母净利润有望保持 30%左右增长，给予 25 年 26x PE，对应目标价 91.2 元/股，维持“买入”评级。#风险提示：电网投资不及预期，海外市场拓展不及预期，竞争加剧等。

**伟明环保（603568）：2024 年年报点评：归母净利润同增 32%，设备收入高增&新材料贡献在即**

盈利预测与投资评级：固废运营稳健增长，装备订单高增，新材料将逐步贡献盈利增量。考虑新材料投运和爬坡节奏，我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 36.12/45.14 亿元下调至 30.03/35.74 亿元，预计 2027 年归母净利润为 40.29 亿元，对应 11/9/8 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：项目建设进展不及预期，政策风险，行业竞争加剧。

**杭叉集团（603298）：2024 年年报点评：业绩基本符合预期，毛利率提升明显**

盈利预测与投资评级：考虑到地缘政治冲突加剧带来的不确定性，出于谨慎性考虑，我们调整公司 2025-2026 年盈利预测为 22（原值 23）/24（原值 25）亿元，预计 2027 年归母净利润预测为 27 亿元，当前市值对应 PE 为 11/10/9X。展望未来，随内需修复、新兴市场和智能物流业务拓展，公司业绩有望保持增长，维持“增持”评级。风险提示：原材料价格波动、地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化等

**星辰科技（832885）：2024 年年报点评：航空航天及军工业务复苏，高技术壁垒和强客户粘性拉动业绩增长**

公司发布 2024 年度报告，实现营收 1.47 亿元，同比+8.95%；归母净利润 0.16 亿元，同比+26.24%；扣非归母净利润 0.13 亿元，同比+68.57%。业绩同比增长主要系航空航天及军工业务复苏，公司凭借高技术壁垒和强客户粘性拉动盈利增长，并强化应收账款管理闭环，推动经营量质齐升，信用减值损失较 2023 年减少 42.51%；同时优化全流程成本管控，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.27/-1.55/-0.35/1.20pct，在销售毛利率小幅下滑 1.29pct 至 41.94%的情况下，带动销售净利率同比+1.32pct 至 10.20%。产品横跨军民两用领域，伺服系统技术居国内领先地位，业绩成长可期，维持 2025~2026 年归母净利润分别为 0.22/0.30 亿元，新增 2027 年归母净利润预测为 0.38 亿元，对应最新 PE 为 137.16/99.77/79.20，维持“买入”评级。风险提示：1) 技术迭代不及预期；2) 宏观经济波动；3) 市场竞争加剧。

### 兴蓉环境 (000598): 2024 年报点评: 业绩稳健增长, 水务固废业务保持成长动能

掌握成都优质水务固废资产，产能扩张+污水提价贡献增量，长期现金流增厚及分红提升空间大。1) 盈利：产能：截至 2024 年年底公司运营及在建的供水、污水、中水、垃圾焚烧发电项目规模分别为 430、480、130、1.2 万吨/日，其中自来水在建产能 40 万吨/日（成都七厂三期），污水在建产能约 40 万吨/日（洗瓦堰再生水厂，成都市第五、六、八再生水厂二期等），垃圾发电在建万兴三期项目等，将于 2025-2026 年投入商运贡献增量业绩；提价：成都中心城区第五期（2024-2026）污水处理服务费暂定均价 2.63 元/吨，2024-2026 年预计逐年提升。2) 现金流：待未来 2 年资本开支高峰过后，长期自由现金流增厚空间大。盈利预测与投资评级：考虑项目投运利息费用化、产能爬坡及应收减值影响，我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 22.80/24.89 亿元降至 21.74/23.64 亿元，预计 2027 年归母净利润 25.72 亿元，对应 PE 为 10/9/8 倍，公司立足成都，在建项目保障优质成长，长期自由现金流增厚空间大，维持“买入”评级。风险提示：项目建设进展不及预期，应收账款期延长，资本开支上行等。

### 壹石通 (688733): 2024 年年报点评: 25 年勃姆石盈利有望改善, 新产品稳步推进贡献增量

盈利预测与投资评级：考虑公司价格承压，下调 25-26 年归母净利润至 0.5/1.3 亿元（原预期 25-26 年 1.1/1.8 亿元），新增 27 年盈利预期 1.9 亿元，同比增 335%/140%/52%，对应 PE 为 61x/26x/17x，维持“增持”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

### 明阳科技 (837663): 2024 年报点评: 汽车座椅需求增长叠加费控成效显著, 总成件业务打造第二成长曲线

公司发布 2024 年度报告，实现营业收入 3.04 亿元，同比+18.04%；归母净利润 0.79 亿元，同比+18.93%；扣非归母净利润 0.73 亿元，同比+10.76%。业绩同比增长主要系报告期内客户产品需求增加，公司产销量持续提升所致，其中产品订单以新能源车型为主，约占 90%。尽管客户年降、材料价格波动以及人力成本增加等因素拖累销售毛利率同比降低 3.23pct 至 42.96%，但公司持续推进精细化运营管理，期间费用保持良好管控，销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.70%/7.20%/-0.20%/5.14%，同比-0.04/-0.38/-0.32/-0.00pct，带动销售净利率同比提升 0.19pct 至 26.00%。公司为小而美的座椅核心零部件供应商，产品结构持续优化，业绩增长可期。预计公司 2025~2027 年实现归母净利润分别为 1.01/1.27/1.58 亿元



(2025/2026 前值为 1.07/1.38 亿元), 对应最新 PE 为 26.98/21.31/17.18x, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 技术迭代不及预期; 2) 宏观经济波动; 3) 市场竞争加剧。

### 三一重工 (600031): 2024 年报点评: 业绩超预期, 现金流表现优异

盈利预测与投资评级: 我们基本维持公司 2025-2026 年归母净利润预测值为 84.99/111.43 亿元 (原值为 84.94/113.21 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测值为 127.17 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 19/15/13x, 维持“买入”评级。风险提示: 国内行业需求回暖不及预期, 行业竞争加剧, 出海不及预期

### 春风动力 (603129): 2024 年报&2025 年一季报点评: Q1 业绩超预期, 全球化+高端化持续推进

盈利预测与投资评级: 公司 Q1 业绩超预期, 新品有望持续放量, 我们上调公司 2025/2026 年归母净利润预期至 17.8/21.6 亿元 (原为 16.8/19.5 亿元), 给与公司 2027 年归母净利润预测 26.7 亿元, 2025-2027 年对应 PE 为 13/11/9 倍。鉴于公司摩托车业务依托出色的产品力+品牌力成功把握国内消费升级新趋势, 借全地形车经验及渠道, 出海进展顺利; 研发+产品+渠道三轮驱动全地形车全球市占率稳步攀升。我们仍然维持“买入”评级。风险提示: 全球贸易环境不稳定风险; 新车型上量不及预期风险; 运价/汇率等波动风险等。

### 仙乐健康 (300791): 2024 年报点评: 符合预期, 行稳致远

2024 年/2024Q4 公司实现营收 42.11/11.63 亿元, 同比增加 17.56%/7.74%; 实现归母净利润 3.25/0.85 亿元, 同比 15.66%/-11.09%。另据披露, 近三年内生 (剔除 BF 后) 净利润 CAGR 达 23.64%。

### 祥源文旅 (600576): 2024 年报及 2025Q1 业绩预告点评: Q1 扣非预告中值同增 120%, 内生+外延释放业绩弹性

盈利预测与投资评级: 祥源文旅是中国领先的文旅资产服务商, 布局多个目的地稀缺景区资源, 打造“文化 IP+旅游+科技”新模式, 未来内生增长和外延扩张助力释放业绩弹性。微调 2025、2026 和新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润为 3.9/4.6/5.3 亿元 (2025/2026 年前值为 4.0/4.6 亿元), 对应 PE 为 27/23/20 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 宏观经济波动、资源整合进度不及预期、新项目落地进度不及预期、自然灾害和极端天气影响经营等风险。

### 健民集团 (600976): 立足儿科优势品牌, 营销改革焕新颜

百年品牌沉淀, 龙牡壮骨颗粒领航儿童补钙领域, 短期承压后有望逐步恢复增长态势: 公司秉承叶开泰近 400 年历史的中医药文化, 立足于龙牡壮骨颗粒, 多年蝉联中国城市实体药店终端儿科中成药品牌榜首。根据开思数据库, 龙牡壮骨 2023 年零售端的销售收入达 7.7 亿元, 2019-2023 年 CAGR 为 37.2%; 根据公司年报, 2023 年销量超过 6.2 亿袋, 同比增长 15.2%, 2019-2023 年年均复合增速为 20.4%, 实现量价齐升。2024 年, 公司进行龙牡壮骨的渠道控制、库存管理、以及营销团队改革, 短期内业绩有所承压, 2024 年公司儿科收入 7.75 亿元, 收入下滑 32.25%, 但为中长期良性发展奠定了基础, 2025 年有望业绩回升。盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 5.03/6.05/7.24 亿元, 对应当前市值的 PE 为 14/12/10X。考虑公司主营业务属于细分龙头, 且 2025 年主业绩有望好转, 子公司健民大鹏贡献稳定净利润, 首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 新药研发风险, 产品集中风险, 原辅材

料价格波动风险，医药政策不确定性风险等。

**华测检测 (300012): 2024 年&2025 年一季报点评: 业绩符合预期, 检测龙头穿越周期**

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合预期。考虑到地缘政治冲突加剧带来的宏观经济不确定性, 我们调整 2025-2026 年归母净利润预测为 10.6 (原值 11.0) /11.7 (原值 12.8) 亿元, 预计 2027 年归母净利润 13.1 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 18/17/13X, 维持“增持”评级。风险提示: 宏观经济波动、竞争格局恶化、并购整合不及预期等

**福耀玻璃 (600660): 2025 年一季报点评: 2025Q1 业绩符合预期, 汽玻龙头经营稳健**

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 88.35 亿元、103.88 亿元、121.77 亿元的预测, 对应的 EPS 分别为 3.39 元、3.98 元、4.67 元, 2025-2027 年市盈率分别为 15.98 倍、13.59 倍、11.60 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格、能源价格以及海运费上涨超预期; 汽车行业销量不及预期; 新建产能爬坡不及预期。

**纳睿雷达 (688522): 2024 年报点评: 公司业绩表现出色, 低空带来更大增量**

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合市场预期, 考虑到传统主业与低空经济的订单节奏, 看好公司长期发展机会, 出于稳健考虑, 我们下调先前的预测, 预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 2.12/3.55 亿元, 前值 4.30/5.28 亿元, 新增 2027 年归母净利润 4.81 亿元, 对应 PE 分别为 69/41/30 倍, 考虑到公司即将进入业绩兑现期, 因此维持“增持”评级。风险提示: 1) 核心竞争力风险; 2) 经营风险; 3) 宏观环境风险。

**美登科技 (838227): 2024 年年报点评: 优化业务结构, 深耕电商 SaaS 市场**

盈利预测与投资评级: 公司 2024 年收入基本符合预期, 归母净利润略低于预期。鉴于公司原有业务增速有一定瓶颈, 新并入公司业绩释放尚有不不确定性, 我们向下调整公司 2025-2026 年归母净利润预测至为 0.45/0.48 亿元 (原 0.48/0.51 亿元), 新增 2027 年预测为 0.52 亿元; 对应 PE 分别 55.18/51.19/47.43 倍。考虑到公司在电商 SaaS 赛道发展的确定性、业务拓展能力及研发创新对长期竞争力的提升, 我们依然看好其成长, 维持“买入”评级。

## 宏观策略

### 海外周报 20250420：特朗普支持率降至二战后最低水平

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



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

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 研

究助理：韦祎 研究助理：王茁）

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

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

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

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋）

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

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

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



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

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：占烁）

## 固收金工

### 固收周报 20250421：建议关注泛科技双低转债

上周（0413—0418）美债长短端收益率同时回调下行，幅度上长端回调约 18bp，短端回调约 14bp，边际趋平，2Y/10Y 期限利差边际收窄至约 53bp。新增信息一方面联储担忧转向中期滞胀风险，这意味着短期降息概率边际收敛，支持我们前期判断，另一方面特朗普政府关税政策似乎有所摇摆，不过不透明感边际有增无减，因此整体观点延续前周观点，即美债长端或偏向箱体震荡，同时短端收益率易跌难涨，期限利差将震荡在 30—50bp 范围以内。国内方面数据面总量优于结构，市场一方面受外围压制，另一方面期待政策的有效性能体现在数据结构上，整体横盘震荡，成交量有所萎缩。转债指数等权重跌幅大于加权，风格上中价优于低价优于高价，大盘底仓表现受光伏、猪拖累，银行标的则受益于资金护盘，形成支撑，不过我们也看到伴随 ytm 抬升，光伏标的在下半周出现反弹回升，独立于正股行情，表现出光伏转债特有的控回撤能力及一定的稀缺性。观点上一方面我们延续前期大盘权重择机抢筹的思路，同时建议关注目前估值回落较多的泛科技双低标的。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：伟测转债、安集转债、鼎龙转债、博杰转债、利群转债、希望转债、希望转 2、海亮转债、鹰 19 转债、美锦转债。风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

### 固收周报 20250420：债市窄幅震荡格局难打破

观点 债券市场进入窄幅震荡状态，后续有何交易主线？2025 年 4 月 14 日-4 月 18 日当周，债券收益率进入窄幅震荡状态，10 年期国债活跃券收益率围绕 1.65% 上下波动。一方面，宽松的货币政策环境将延续，低利率环境难以扭转；另一方面，诸如超长期特别国债发行计划的公布对债市造成边际利空。对于超长期特别国债的发行计划，暂时只公布了各期限的只数及发行的时间，并未涉及到各期限的总共及每一期规模。期限方面，仍然保持 20Y、30Y 和 50Y，只数分别为 6 只、12 只和 3 只，2024 年分别为 7 只、12 只和 3 只，大致相同。有所不同的是，超长期特别国债的发行时间较 2024 年提前一个月，由 5-11 月提前至 4-10 月，且最后一个发行月份较 2024 年减少一只 20Y 债券发行，意味着整体发行的节奏将更加前置和集中。我们假定各个期限的超长期特别国债比例与去年相同，则 20Y、30Y 和 50Y 国债的规模分别为 4000 亿元、7000 亿元和 2000 亿元。根据此前发布报告《财政发力先行下的国债供给测算》，结合最新的发行计划，国债供给规模较大的时期为 5-6 月和 8-9 月，但整体来看全年节奏依然较为平滑，无需过度忧虑供给冲击。此外，对于即将公布的 4 月 LPR 报价，产生了下调的预期。LPR 的定价由两部分决定，一是政策利率，二是银行负债成本所决定的加点。而作为银行负债的主要组成部分，

存款利率的下调是降低负债成本的重要方式。2022 年至今，每一次 LPR 的下调时间点附近，都会伴随着大行的存款利率下调。近期并未出现大行下调存款利率的情况，仅有部分不在 LPR 报价行的中小银行进行存款利率的下调，因此 LPR 的下调大概率仍需要等待，一是政策利率的下调，我们预计时间点或在下半年，二是大行先行的存款利率下调。综上所述，我们认为债券市场窄幅震荡的格局较难打破。目前的博弈点仍然在降准，5 月是重要的观察窗口，但更大级别的债市机会需要等待下半年的降息，以及观察诸如经济数据和金融数据等复苏的持续性。

美国 2025 年 3 月产出指数、4 月失业金领取、3 月新屋开工等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？本周（0413-0418）美债长短端收益率同时回调下行，幅度上长端回调约 18bp，短端回调约 14bp，边际趋平，2Y/10Y 期限利差边际收窄至约 53bp。新增信息一方面联储担忧转向中期滞胀风险，这意味着短期降息概率边际收敛，支持我们前期判断，另一方面特朗普政府关税政策似乎有所摇摆，不过不透明感边际有增无减，因此整体观点延续前周观点，即美债长端或偏向箱体震荡，同时短端收益率易跌难涨，期限利差将震荡在 30-50bp 范围以内。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国 3 月制造业产出指数、工业产出指数环比均较前期有所下降。美国 3 月制造业产出环比为 0.3%，高于预期 0.2%，前值为 1%；3 月工业产出环比同样较前值 0.8% 进一步下降，为 0.3%，低于预期 -0.2%。美国 3 月制造业和工业产出增长乏力，环比增速均显著低于市场预期，表明经济活动扩张动能有所减弱。这可能反映出需求放缓或供应链问题仍在制约生产复苏。（2）美国 4 月 12 日当周首次申请失业救济人数有所回落，4 月 5 日当周持续领取失业金人数上升；美国 3 月新屋开工不及预期。从领取失业金数据来看，4 月 12 日当周美国首次申请失业救济人数为 21.5 万人（前值 22.3 万人），低于预测值 22.5 万人，表明美国劳动力市场仍具韧性；4 月 5 日当周持续申请失业救济人数为 188.5 万人（前值 185 万人），高于预测值 187 万人。3 月新屋开工数为 132.4 万户，较前期 150.1 万户下降明显，且不及预期 142 万户。这一定程度上显示高利率环境持续抑制房地产活动，需求端和开发商信心均有所减弱。（3）美联储在 3 月 FOMC 会议上如期维持利率不变，政策路径分歧持续发酵，5 月降息概率较上周有所下降。全年降息预期存显著分歧：交易员维持 2 次基准预测，但高盛等机构因 4 月核心 PCE 通胀连续两月持平 3.1% 且关税冲击扩散至消费端，将预期下调至 1 次，警告“2025 年或仅降息一次”。美联储内部分歧白热化：鸽派援引 3 月失业率意外升至 4.2% 及制造业 PMI 跌破荣枯线的数据，呼吁三季度前启动降息；鹰派则强调企业库存回补与财政赤字扩张可能形成“通胀二次脉冲”，主张将高利率维持至年底。鲍威尔在 4 月 15 日 IMF 论坛表态趋谨慎，称“当前数据不支持立即行动”，并首次警告“地缘政治与贸易壁垒正在重塑通胀中枢”。市场剧烈震荡：纳指周跌 1.2%，但美元指数突破 105 创年内新高，2/10 年期美债收益率曲线倒挂加深至 50bp，反映衰退担忧与政策不确定性共振。未来两周关键变量为 4 月非农时薪增速及 Q1 GDP 初值：若时薪环比低于 0.2% 且 GDP 下修至 1.5% 以下，6 月降息概率或反弹至 50%；反之，若关税效应推动核心 PCE 环比再超 0.4%，首次降息时点恐推迟至 12 月。截至 4 月 18 日，Fedwatch 预期 2025 年 5 月降息 25bp 的概率为 13.2%，上周为 39.8%；6 月份降息的可能性为 7.4%，上周为 19.1%；7 月份在 6 月份降息的基础上再次降息的可能性为 30.4%，上周为 18.6%。风险提示：外部政策冲击风险；国内政策调整风险。

(证券分析师: 李勇 证券分析师: 陈伯铭 证券分析师: 徐沐阳  
 证券分析师: 徐津晶)

#### 固收点评 20250419: 绿色债券周度数据跟踪 (20250414-20250418)

**观点** 一级市场发行情况: 本周(20250414-20250418)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券14只, 合计发行规模约108.70亿元, 较上周减少671.05亿元。发行年限多为3年; 发行人性质为地方国有企业、央企子公司; 主体评级多为AAA、AA+、A-级; 发行人地域为浙江省、河北省、湖南省、吉林省、广东省、北京市、天津市、福建省、山东省、云南省; 发行债券种类为中期票据、企业ABS、商业银行普通债、超短期融资债、私募公司债、一般公司债、中国农业发展银行债、一般企业债。 二级市场成交情况: 本周(20250414-20250418)绿色债券周成交额合计562亿元, 较上周增加79亿元。分债券种类来看, 成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债, 分别为253亿元、241亿元和51亿元; 分发行期限来看, 3Y以下绿色债券成交量最高, 占比约85.57%, 市场热度持续; 分发行主体行业来看, 成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备, 分别为269亿元、102亿元和16亿元; 分发行主体地域来看, 成交量前三为北京市、福建省、广东省, 分别为153亿元、99亿元和47亿元。 估值偏离度前三十位个券情况: 本周(20250414-20250418)绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大, 折价成交幅度大于溢价成交, 折价成交的比例小于溢价成交。 折价个券方面, 折价率前三的个券为22万科GN003(-2.3974%)、22万科GN001(-0.9765%)、G22南控1(-0.7534%), 其余折价率均在-0.70%以内。主体行业以房地产、建筑、公用事业为主, 中债隐含评级以AA+、AA、AA(2)评级为主, 地域分布以广东省、山东省、江苏省、江西省居多。 溢价个券方面, 溢价率前三的个券为19四川75(0.5606%)、GC风电KV(0.4902%)、22广东债10(0.3566%), 其余溢价率均在0.33%以内。主体行业以金融、公用事业为主, 中债隐含评级以AA+、AA、AAA评级为主, 地域分布以广东省、天津市、北京市居多。 风险提示: Choice信息更新延迟; 数据披露不全。

(证券分析师: 李勇 证券分析师: 徐津晶)

#### 固收点评 20250419: 二级资本债周度数据跟踪 (20250414-20250418)

**观点** 一级市场发行与存量情况: 本周(20250414-20250418)银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至2025年4月18日, 二级资本债存量余额达44563.05亿元, 较上周末(20250411)减少28.0亿元。 二级市场成交情况: 本周(20250414-20250418)二级资本债周成交量合计约1554亿元, 较上周减少1038亿元, 成交量前三个券分别为25工行二级资本债01BC(195.89亿元)、25建行二级资本债01BC(105.48亿元)和20建设银行二级(46.80亿元)。 分发行主体地域来看, 成交量前三为北京市、上海市和浙江省, 分别约为1135亿元、167亿元和51亿元。 从到期收益率角度来看, 截至4月18日, 5Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为: 0.00BP、0.01BP、0.02BP; 7Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为: 0.05BP、0.04BP、0.05BP; 10Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为: 0.02BP、0.01BP、0.02BP。 估值偏离%前三十位个券情况: 本周(20250414-20250418)二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大, 折价成交的比例小于溢价成交, 折价成交的幅度小于溢价成交。 折价个券方面, 折价率前三的个券为21九台农商二级(-4.5960%)、21花溪农商二级01(-1.0261%)、20修文农商二级01



(-0.9891 %), 其余折价率均在-0.72%以内。中债隐含评级以 AA-、AA+、AA 评级为主, 地域分布以浙江省、山东省、陕西省居多。溢价个券方面, 溢价率前二的个券为 20 南昌农商二级 01 (5.8553%)、24 四川银行二级资本债 (0.2941%), 其余溢价率均在 0.26%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA、AA-评级为主, 地域分布以北京市、浙江省、四川省居多。风险提示: Choice、Wind 信息更新延迟; 数据披露不全。

(证券分析师: 李勇 证券分析师: 徐津晶)

## 行业

### 房地产行业跟踪周报: 二手房成交面积持续增长, 国常会提推动房地产市场平稳健康发展

投资要点 上周 (2025.4.14-2025.4.18): 上周房地产板块 (中信) 涨跌幅 3.8%, 同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 0.6%、0.4%, 超额收益分别为 3.2%、3.4%。29 个中信行业板块中房地产位列第 2。

(1) 新房市场: 上周 36 城新房成交面积 155.8 万方, 环比-0.5%, 同比-12.6%。2025 年 4 月 1 日至 4 月 18 日累计成交 399.8 万方, 同比-12.5%。今年截至 4 月 18 日累计成交 2931.4 万方, 同比+0.3%。(2) 二手房市场: 上周 15 城二手房成交面积 186 万方, 环比+1.4%, 同比+12.5%。2025 年 4 月 1 日至 4 月 18 日累计成交 469.7 万方, 同比+17.2%。今年截至 4 月 18 日累计成交 2416.7 万方, 同比+27.2%。

(3) 库存及去化: 13 城新房累计库存 7738.2 万方, 环比+0.4%, 同比-12.0%; 13 城新房去化周期为 16.7 个月, 环比变动+0.9 个月, 同比变动-5.5 个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为 11.8 个月、9.4 个月、13.6 个月、47.3 个月, 环比分别变动+0.7 个月、+0.5 个月、+1.2 个月、+0.8 个月。(4) 土地市场: 2025 年 4 月 14 日-2025 年 4 月 21 日百城土地成交建筑面积 751.2 万方, 环比-53.8%, 同比-60.3%; 成交楼面价 890 元/平, 环比-20.3%、同比-67.8%; 土地溢价率 4.9%, 环比-2.0%, 同比 2.2%。截至 4 月 20 日, 2025 年累计成交土地建筑面积为 31115.8 万方, 同比-8.5%。

周观点: 4 月第 3 周新房成交环比下降、同比下降, 二手房成交环比上升、同比上升。4 月 18 日召开国务院常务会议, 研究稳就业稳经济推动高质量发展的若干举措。会议指出, 要持续稳定股市, 持续推动房地产市场平稳健康发展。

投资建议: 1) 房地产开发: 推荐华润置地、保利发展、滨江集团, 建议关注绿城中国等; 2) 物业管理: 推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务; 3) 房地产经纪: 推荐贝壳, 建议关注我爱我家。风险提示: 房地产调控政策放宽不及预期; 行业下行持续, 销售不及预期; 行业信用风险持续蔓延, 流动性恶化超预期。

(证券分析师: 房诚琦)

### 机械设备行业点评报告: 人形机器人首场马拉松收官, 各家运动能力表现如何?

投资要点 事件: 首场人形机器人马拉松比赛 4 月 19 日于北京亦庄举办 2025 年 4 月 19 日, 首场人形机器人马拉松比赛在北京亦庄举办, 全程 21 公里 (半马), 共 21 支机器人战队参赛。首场人形机器人马拉松成功举办, 多支队伍参赛 2025 年 4 月 19 日, 首场人形机器人马拉松比赛在北京亦庄举办, 共 21 支机器人战队参赛。其中包括天工 Ultra (北京人形机器人创新中心+优必选研发)、Kuavo (乐聚机器人)、众擎 PM01 (众擎机器人)、宇树 G1 (宇树科技)、松延动力 N2 (松延动力) 等知名机器人。机器人以遥控形式参赛, 可由工程

师陪同完成比赛 本次半马比赛起点为南海子公园南门，终点为经开区国家信创园，全程 21 公里。参赛机器人依次发枪起跑，每个参赛机器人出发时间间隔 1 分钟，原则上不超过 2 分钟。参赛机器人间距控制在 1 米以上，且不得妨碍其他参赛机器人的正常行进。 本次参赛的机器人主要采用强化学习的技术路线，在比赛过程中多采取遥控操作的形式参加比赛。一台机器人可由三位机器人工程师陪跑。 天工、松延动力率先完赛，运动能力表现突出 ①天工 Ultra 以 2 小时 40 分 42 秒夺冠，得益于其搭载的“慧思开物”具身智能平台以及“基于状态记忆的预测型强化模仿学习”方法，天工 Ultra 平衡能力和拟人步态表现突出。 ②半马比赛二三名由同一款机器人松延动力 N2 包揽，在拥有拟人步态的同时无需有专人陪护防跌倒。松延动力采用深度强化学习+分层模型架构，上层模型基于强化学习生成运动规划，下层模型通过模型预测控制（MPC）调整关节力矩，实时调整机器人步态。强化学习技术路线逐渐明晰，鲁棒性与硬件稳定性仍需提高 本次马拉松比赛中各家机器人的运动表现能力都较为出色，参赛的机器人大多采取了强化学习的技术路线，证实了此路线的可行性。但在比赛中仍出现机器人摔倒、需要依靠降温喷雾维持关节保持正常工作温度的情况，人形机器人面向商业化落地仍需不断提高鲁棒性以及硬件的长时间作业稳定性。 投资建议： 建议关注天工机器人和松延动力相关产业链：①天工机器人：推荐【优必选】，建议关注【领益智造】【天奇股份】【京城控股】；②松延动力：建议关注【利亚德】【首程控股】等。 风险提示：人形机器人量产进度不及预期，人形机器人技术突破不及预期，宏观经济风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

### 公用事业行业跟踪周报：新一代煤电升级专项行动实施方案印发，3 月份全社会用电量同增 4.8%

投资要点 本周核心观点：1）新一代煤电升级专项行动实施方案印发。国家发展改革委国家能源局印发《新一代煤电升级专项行动实施方案（2025—2027 年）》，夯实煤电兜底保障作用，积极推进煤电转型升级。方案要求完善煤电技术指标体系，包括深度调峰技术、负荷变化速率技术、启停调峰技术、宽负荷高效技术、清洁降碳技术、智能运行技术要求等。专项行动要求：到 2027 年，在难以满足电网快速调节需求的地区，改造和新建一批具有快速变负荷能力的煤电机组；在调峰有缺额的地区，改造和新建一批具有深度调峰能力和宽负荷高效调节能力的煤电机组；结合区域特点和资源禀赋，推动开展煤电低碳化改造建设。2）3 月份全社会用电量同增 4.8%。25 年前 3 月份，全社会用电量 2.38 万亿千瓦时（同比+2.5%），其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+8.7%、+1.9%、+5.2%、+1.5%。3 月份，全社会用电量 0.83 亿千瓦时（同比+4.8%），其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+9.9%、+3.8%、+8.4%、+5.0%。3 月份各部门用电增速整体提升。 行业核心数据跟踪：电价：2025 年 4 月电网代购电价同比下降 5%环比-0.5%。煤价：截至 2025/4/18，动力煤秦皇岛 5500 卡平仓价 663 元/吨，周环比下降 0.30%。水情：截至 2025/4/18，三峡水库站水位 157 米，2021、2022、2023、2024 年同期水位分别为 165 米、166 米、157、159 米，蓄水水位正常。三峡水库站入库流量 7300 立方米/秒，同比-23%，出库流量 7700 立方米/秒，同比-31%。用电量：2025M1-3 全社会用电量 2.38 万亿千瓦时（同比+2.5%），其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+8.7%、+1.9%、+5.2%、+1.5%。发电量：2025M1-2 年累计发电量 1.49 万亿千瓦时（同比-1.3%），其中火电、水电、核电、风

电、光伏分别-5.8%、+4.5%、+7.7%、+10.4%、+27.4%。装机容量：2025M1-2 新增装机容量，火电新增 388 万千瓦（同比-23.6%），水电新增 191 万千瓦（同比+85.4%），核电新增 0 万千瓦（同比持平），风电新增 928 万千瓦（同比-6.2%），光伏新增 3947 万千瓦（同比+7.5%）。投资建议：国债收益率下降红利配置正当时。1）水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。2）火电：优质区域火电电量电价有支撑，业绩稳定性提升红利属性彰显。建议关注【皖能电力】【申能股份】，建议关注【华电国际】【浙能电力】【华能国际】【国电电力】。3）核电：成长确定、远期盈利&分红提升。22/23 年连续两年核准 10 台，24 年再获 11 台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。4）绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5）消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

#### 食品饮料行业深度报告：保健品行业：新消费驱动保健品成长

**投资要点** 保健食品是一门强品牌、重渠道和高毛利的生意。保健食品从定义而言，介于食品与药品之间，适用于特定人群食用，能调节人体的机能，但不以治疗疾病为目的。保健食品毛利率较其他细分赛道更高（品牌端毛利率维持在 60%-70%），我们认为归因于其 2C 的强品牌属性，以及相对分散的上下游格局。通过正文的分析，我们认为构建品牌及渠道优势是关键，具备品类优势、品牌价值，把握渠道风向的企业方能源远流长。我国保健食品行业“长坡厚雪”，稳健成长。我国保健食品行业整体持续发展，也呈现了一定的“脉冲式增强”特征，特殊事件如 21 世纪初的非典、2019-2022 年的疫情加速了行业扩容：2010 年-2023 年我国 VDS 市场规模由 701.35 亿元增至 2240.41 亿元，CAGR=9.35%，同期世界平均水平仅为 4.26%。老龄化筑底，新消费驱动，预计未来三年我国营养保健品行业市场规模的增速仍有望维持在 6%以上。2023 年我国营养健康食品人均消费额为 26 美元，仅为美国/澳大利亚/日本的 14%/22%/25%，未来渗透空间充足。头部企业长青，产品矩阵和外延是关键。头部品牌生命周期长，以 2015-2024 年为观测维度，全球市占率排名前二十的保健食品企业中，安利纽崔莱及赫力昂稳居前二，其次是雀巢、汤臣倍健及康宝莱，头部阵营呈现稳定。从集中度角度看，2019-2023 年全球保健食品行业 CR3/CR5 提升 0.90/1.70pct；同期中国提升 0.6/0.3pct。虽受渠道切换的影响、行业竞争略有加剧，但头部企业凭借其较强的产品组合及领先的渠道能力，仍逆势提升份额。短期受需求掣肘，虽增速趋缓，但利润率高且稳定。当下时点，我们认为保健品行业的投资价值值得重新审视，行业成长和商业模式的演进容易被低估，保健品在三个层面同样具备新消费特质。（1）新渠道：我国保健食品销售向线上转型已成大势，2010-2024 年线上电商零售额占比由 3.1%提升至 58%。其中，兴趣电商、跨境电商及私域逐步成为重要的增量渠道：2022/2023/2024 年抖音渠道保健品销售额同比增速分别达



227.47%/87.11%/52.54%；2018-2023 年保健品进口额 CAGR 达 17.49%；以 Lemonbox 为代表的私域业态同样为行业发展注入活力。

（2）新圈层：保健食品不再与“银发经济”强绑定，客群由老年向全年龄段延展、全家庭覆盖：①用户年轻化：2024M1-4 保健食品消费人群中，24-30 年龄段占比同增 48%；②向儿童市场渗透：2018-2023 年我国儿童保健食品市场 CAGR 已达 10.62%；③延展宠物健康方向：我国宠物的健康类消费额由 2018 年的 418 亿元增至 2023 年的 1726 亿元，CAGR 达 33%。（3）新品类：新客群催生功效与剂型创新，其中：①体型管理、个人形象为高成交驱动方向；②职场修复、元气补给具备较高的用户价值；③家庭养护、舒适睡眠等方向则为持续且稳定的需求所在。投资建议：新消费浪潮下，关注板块估值切换的可能。传统大类保健食品奠基，新消费贡献增量，传统的审美体系及估值视角不再适配新周期的研究。重审保健食品行业，建议关注板块估值切换的可能、以及适配渠道转型、迎合新圈层、发力新品类的优质公司，推荐 H&H 国际控股、仙乐健康、百合股份。风险提示：市场竞争，原材料成本上涨，产品销售不达预期的风险。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：邓洁）

### 燃气 II 行业跟踪周报：关税引发经济衰退担忧美国气价大跌，关税暂缓欧洲气价回升，国内气价平稳

投资要点 价格跟踪：关税引发经济衰退担忧美国气价大跌，关税暂缓欧洲气价回升，国内气价平稳。截至 2025/04/17, 美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动-20.6%/+6.8%/-4.1%/-0.5%/+9.7%至 0.8/3/3.1/3.1/3.1 元/方。供需分析：1）关税引发市场对通货膨胀及经济衰退的担忧，美国天然气市场价格周环比-20.6%。截至 2025/04/09, 天然气的平均总供应量周环比+2.1%至 1124 亿立方英尺/日，同比+6.3%；总需求周环比+7%至 1088 亿立方英尺/日，同比+4.5%；气温升高，发电部门消费量周环比-5.4%，住宅和商业部门的消费量-14.1%，工业部门的消费量-1.4%。截至 2025/04/11，储气量周环比+160 至 18460 亿立方英尺，同比-20.9%。2）关税暂缓，欧洲进入储库期，气价周环比+6.8%。2025M1，欧洲天然气消费量为 605 亿方，同比+1.8%，俄乌冲突后欧洲通过寻找替代能源等方式持续削减消费量。2025/4/10~2025/4/16，欧洲天然气供给周环比+1%至 65348GWh；其中，来自库存消耗-12581GWh，周环比+120.7%；来自 LNG 接收站 29805GWh，周环比-1.4%；来自挪威北海管道气 20075GWh，周环比+5.1%。2025/04/12~2025/04/18，欧洲燃气发电出力上升，欧洲日平均燃气发电量周环比+1.3%、同比+19.5%至 763.9 吉瓦时。截至 2025/04/17，欧洲天然气库存 409TWh（395 亿方），同比-293.4TWh；库容率 36.24%，同比-25.8pct。3）需求缓慢修复，国内气价平稳运行周环比-0.5%。2025M1-2，我国天然气表观消费量同比-1.6%至 704 亿方，原因或为 2024 年冬季偏暖。2025M1-2，产量+3.9%至 433 亿方，进口量-8.1%至 284 亿方。2025 年 2 月，国内液态天然气进口均价 3937 元/吨，环比-8.5%，同比-5.6%；国内气态天然气进口均价 2654 元/吨，环比-2.3%，同比-2.2%；天然气整体进口均价 3264 元/吨，环比-9.6%，同比-7.5%。截至 2025/04/18，国内进口接收站库存 311.97 万吨，同比-2.12%，周环比+0.71%；国内 LNG 厂内库存 51.18 万吨，同比+48.65%，周环比+1.59%。顺价进展：2022~2025M3，全国 61%(178 个)地级及以上城市进行了居民顺价，提价幅度 0.20 元/方。2024 年龙头城燃公司价差 0.53~0.54 元/方，配气费合理值在 0.6 元/方以上，价差仍存 10%修复空间，顺价仍将继续落地。重要事件：对美 LNG 关税增加至 140%，供给占比较小影响有限。自 2025/2/10

起，我国对原产于美国的 LNG 加征 15% 关税；自 2025/4/10 12 时 01 分起，在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税；随后宣布增加到 140%。叠加 140% 关税后进口美 LNG 无价格优势。2024 年中国自美国进口 LNG 约 416 万吨，占 LNG 进口总量 5.4%，占全国表观消费量 1.4%；占比较小，影响有限。投资建议：近期龙头燃气公司相继发布 2024 年年报，整体来看价差、接驳户数符合预期、气量在暖冬影响下比预期略低，双综业务增速有分化（新奥能源符合预期、华润燃气不及预期）。展望 2025 年，供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征关税后，新奥股份等具有美国气源的公司是否能够通过转售等方式消除关税影响。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】(25 股息率 5.4%) 2024 年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】【昆仑能源】(25 股息率 4.6%) 【中国燃气】(25 股息率 7.3%) 【蓝天燃气】(股息率 ttm8.3%)；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】(25 股息率 4.8%) 【港华智慧能源】。2) 海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：【九丰能源】(25 股息率 5.2%) 【新奥股份】(25 股息率 5.9%)；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】。3) 美气进口不确定性提升，能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2025/4/18) 风险提示：经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、安全经营风险。

(证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥)

#### 汽车周观点：4 月第 2 周乘用车环比+3.8%，继续看好汽车板块

n 板块观点重申：继续坚定看好汽车板块！AI 智能化+红利风格并存。  
n 近期汽车板块回调原因或是什么？除了大盘本身波动之外，市场对汽车近期担忧主要是三方面：1) 小米事故引发对汽车智能化  $\beta$  的降温；2) 贸易战升级担心汽车尤其零部件出海业务的盈利性；3) 担心头部车企降价引发新一轮国内价格战。不同于市场观点，我们认为：1) 小米事故有助于推动智驾法规完善，尤其是规范 L2 辅助驾驶，防止车企夸大宣传，助于智驾行业健康发展。2) 主流汽车零部件均在墨西哥-东南亚等做了较为充足的海外产能建设布局，关税升级或进一步加速海外建厂的步伐；3) 价格战已经是汽车行业的常态，基于技术创新的“卷”是意义，且以旧换新政策有望托底汽车内需总盘子稳健增长。n 当前时点汽车板块如何配置？我们依然坚持看好 2025 年【AI 智能化+红利风格】两条主线并存选股思路。【AI 智能化】是乘用车-零部件大板块核心矛盾，赢得智能化方能坐稳中国市场走向全球化。乘用车板块：港股优选【小鹏/理想/小米】等，A 股优选【赛力斯/上汽/比亚迪】等；零部件板块：智能化增量部件优选【地平线/黑芝麻/德赛/华阳/伯特利】，机器人/电动化部件【拓普/瑞鹄/爱柯迪/博俊（关注）】，三好赛道优质部件【福耀/星宇/新泉/松原】。红利风格优选商用车板块：客车优选【宇通客车】，重卡优选【中国重汽 A-H/潍柴动力】。  
n 风险提示：贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期；L3-L4 智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇  
证券分析师：孟璐 证券分析师：郭雨蒙)

#### 医药生物行业跟踪周报：核药创新药全面进入收获期，建议关注东诚药业、远大医药等

投资要点 本周、年初至今 A 股医药指数涨跌幅分别为 -0.4%、-1.5%，相对沪深 300 的超额收益分别为 -1.0%、2.7%；本周 A 股化药 (+0.5%)、

中药(+0.6%)、及医药商业(0.0%)等股价有所上涨,生物制品(-2.2%)、医疗器械(-1.2%)医疗服务(-0.7%)等有所下跌;本周A股涨幅居前双成药业(+56%)、立方制药(+47%)、荣丰控股(+32%),跌幅居前ST吉药(-51%)、哈三联(-19%)、长药控股(-19%)。本周板块表现特点:市值医药个股表现更强,创新药、核药表现更强,其中百利天恒、益方生物、新诺威、热景生物等屡创新高。创新药股价屡创新高,其中核药创新药备受关注。核药RDC相较于ADC具备独特优势:RDC无需通过细胞内吞或溶酶体降解释放有效载荷,而是利用放射性核素在衰变时产生的射线;RDC不需要进入肿瘤细胞或断裂连接子,体内稳定性和安全性更好;配体形式多样,包括抗体、多肽、小分子等,减小药物体积从而保障癌细胞直径范围内的药物高度聚集,同时减少周围正常组织的损害。全球核药龙头诺华Pluvicto 2022年3月在美国获批用于前列腺癌mCRPC的3L末线治疗,2025年3月拓展至2L治疗通过FDA获批。目标将Pluvicto从2L逐步推进到1L治疗。2024年其销售约14亿美金,2025年及销售峰值分别30亿、60亿美金。东诚药业作为国内核药龙头全面进入收获期,PSMA/FAP进入关键临床二期、99mTc替曲膦上市、氟化钠上市、与礼来合作Aβ上市等。诺诚健华新一代泛TRK抑制剂申报上市;礼来口服小分子GLP-1R激动剂III期研究成功;4月16日,诺诚健华宣布中国国家药品监督管理局(NMPA)药品审评中心(CDE)已受理新一代泛TRK抑制剂Zurletrectinib(ICP-723)用于治疗携带NTRK融合基因的晚期实体瘤成人和青少年(12周岁≤年龄<18周岁)患者的新药上市申请(NDA)。4月17日,礼来宣布III期ACHIEVE-1研究取得积极结果,该研究评估了orforglipron与安慰剂相比在饮食和运动单独控制不佳的2型糖尿病成人中的安全性和疗效。Orforglipron是首个成功完成III期研究的口服小分子胰高血糖素样肽-1(GLP-1)受体激动剂,服用时无需食物和水限制。礼来表示未来该药如果获批,将对其能够在全中国范围内推出orforglipron且不受供应限制充满信心。具体配置建议:看好的子行业排序分别为:创新药>CXO>中药>医疗器械>药店>医药商业等。具体标的选择思路从成长性角度选股,主要集中在核药、创新药领域,建议关注东诚药业、三生制药、百利天恒、百济神州、恒瑞医药、科伦博泰、迪哲医药、海思科、信达生物、歌礼制药等。从低估值角度选股,主要集中在中药领域,建议推荐佐力药业、东阿阿胶、昆药集团、华润三九、方盛制药等。从高股息角度选股:主要集中在中药领域,建议关注江中药业、羚锐制药、云南白药、济川药业、葵花药业等。从左侧角度选股,主要集中在原料药、部分CXO、医疗器械,建议关注诺泰生物、普洛药业、奥锐特、药明康德、联影医疗等。风险提示:药品或耗材降价幅度继续超预期、医保政策进一步严厉、产品销售及研发进度不及预期等。

(证券分析师:朱国广 研究助理:刘若彤)

### 商贸零售行业跟踪周报:3月社零总额同比+5.9%大超一致预期,可选消费持续发力

**投资要点** 4月16日,国家统计局公布了社零数据。2025年3月,我国社零总额为4.09亿元,同比+5.9%(上月为+4.0%),增速明显加快;wind一致预测为+4.4%,实际高1.5pct。2025年3月是2024年以来社零同比增速超一致预期幅度的最大的单月,可见消费内需正在显著复苏。分渠道看:线上线下渠道均加速。1)线上渠道,2025年3月,网上实物商品零售额为1.13亿元,推算同比+6.9%(上月为+5.0%)。2)线下渠道,推算线下社零为2.96亿元,同比+5.5%(上月为+3.7%)。3)分业态,1—3月,限上便利店、超市、百货店、专业店、品牌专卖



店零售额同比分别增长 9.9%、4.6%、1.2%、6.7%、1.4%。分消费类型：商品销售表现好于餐饮，主要受益于可选品复苏。3 月，商品零售额为 3.76 亿元，同比+5.9%（上月为+3.9%）；餐饮收入为 0.42 亿元，同比+5.6%（上月为+4.3%）。2024 年大多数月份的餐饮收入增速都高于商品零售，但近期在国补和可选品复苏的带动下，商品零售展现出良好的增长势头。分品类：必选消费品增速稳中有升：3 月，限额以上粮油食品同比+13.8%（上月+11.5%），饮料同比+4.4%（上月-2.6%），烟酒类同比+8.5%（上月+5.5%），过往必选品消费一向是比较稳健的，3 月随大盘回暖又有所加速。可选消费品维持复苏节奏：3 月，限额以上化妆品同比+1.1%（上月+4.4%），金银珠宝+10.6%（上月+5.4%），日用品+8.8%（上月+5.7%），体育娱乐用品+26.2%（上月+25.0%），家电音像同比+35.1%（上月+10.9%），通讯器材+28.6%（上月+26.2%）。1-2 月可选消费品已经有显著的复苏，3 月在 1-2 月基础上维持较快增速。国补受益的体育娱乐用品、家电音像、家具、通讯器材均保持双位数增速，其余服装、珠宝、化妆品、日用品等可选消费品类则实现正增长，增速快于 2024 年水平。投资建议：整体上看，3 月社零数据表明年初以来的可选消费复苏趋势仍在延续，低基数下看好内需消费，尤其是可选消费的持续复苏。关注可选消费赛道投资机会：①美护板块，推荐毛戈平，若羽臣，润本股份，锦波生物等。②宠物食品板块，推荐乖宝宠物。③内需消费板块，推荐名创优品、南极电商、永辉超市等。④餐饮板块，推荐蜜雪集团，建议关注古茗、小菜园等。风险提示：国补持续性、地缘贸易风险进一步扩散等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

证券分析师：张家璇 证券分析师：阳靖 证券分析师：郝越 研

究助理：王琳婧）

#### 电力设备行业跟踪周报：欧盟放松电车贸易壁垒，海风出海弹性大

投资要点 电气设备 6364 下跌 0.37%，表现强于大盘。风电涨 2.53%，发电设备涨 1.91%，锂电池涨 1.1%，核电涨 0.69%；光伏跌 1.73%，电气设备跌 0.37%，新能源汽车跌 0.3%。涨幅前五为大金重工、海陆重工、ST 曙光、\*ST 中程、科陆电子；跌幅前五为岱勒新材、ST 聆达、科泰电源、信捷电气、泰豪科技。行业层面：人形机器人：全球首场人形机器人半马，天工机器人夺冠；宇树机器人回应没有参赛马拉松，机器人性能与使用者相关；小米战投领投视觉传感器公司纬钛机器人；包含 100W+ 帧具身实机数据，乐聚发布首个人形科研训练场；全球最大的 AI 开源平台 Hugging Face 收购法国人形机器人公司 Pollen Robotics。储能：4 月 15 日光伏协会近期召开光伏逆变器和储能“内卷式”恶性竞争专题座谈会；山西省能源局：发布《关于山西省 2025 年新型储能项目库拟调整情况的公示》；山东省发改委：在全国范围内率先实施“五段式”分时电价机制。电动车：欧盟与中国达成共识，以电动车 3.5 万欧元最低价替代现行关税；工信部发布《电动汽车用动力电池安全要求》要求不爆炸不起火；宁德时代发布天恒·智储平台，引领储能管理新范式；腾势在意大利米兰举行品牌发布会，正式进入欧洲市场；小鹏 2025 款 X9 正式上市，共分为四个版本；全新问界 M8 发布 24h 大定 3.2 万辆；比亚迪个性化品牌方程豹科技潮品 SUV 钛 3 正式上市，售价 14 万起；市场价格及周环比：钴：SMM 电解钴 23.40 万/吨，2.6%；百川金属钴 23.80 万/吨，2.9%；镍：上海金属网 12.19 万/吨，4.3%；碳酸锂：SMM 工业级 6.97 万/吨，0.0%；SMM 电池级 7.16 万/吨，-0.4%；电解液：SMM 磷酸铁锂 1.88 万/吨，0.0%；SMM 三元动力 2.28 万/吨，0.0%；前驱体：SMM 四氧化

三钴 21.05 万/吨, 0.0%; 三元 523 型 8.00 万/吨, -1.3%; 正极: SMM 磷酸铁锂-动力 3.31 万/吨, -0.1%; 三元 811 型 14.95 万/吨, -1.3%; 三元 622 型 13.30 万/吨, -1.1%; 负极: 百川石油焦 0.29 万/吨, -0.6%; DMC 碳酸二甲酯: 电池级 DMC 0.59 万/吨, 0.0%; EC 碳酸乙烯酯 0.47 万/吨, 0.0%; 六氟磷酸锂: SMM 5.85 万/吨, 0.0%; 百川 5.55 万/吨, -2.7%; 电池: SMM 方形-铁锂 523 0.331 元/wh, -0.3%; 圆柱 18650-2500mAh 4.08 元/支, +0.5%。新能源: 广西能源局: 不同分布式差异化入市, 一般工商业上网比例  $\leq 50\%$ ; 4 月 17 日组件价格下跌至 0.73 元/W, 相较 4 月初高点已回落 6%; 光伏玻璃成交重心下移, 电池片价格连续下跌, 硅片市场信心不足、价格趋弱; 自然资源部发布重磅公告, 经国务院批准, 高纯石英矿正式成为我国第 174 号新矿种; 印度光伏制造商 Waaree Energies 宣布, 计划将公司位于美国德克萨斯州布鲁克郡的光伏组件工厂年产能由 1.6GW 扩大至 3.2GW; 经美国国家可再生能源实验室(NREL)认证, 隆基自主研发的晶硅-钙钛矿两端叠层太阳能电池转换效率达到 34.85%; 本周硅料 40.00 元/kg, 环比持平; N 型 210 硅片 1.55 元/片, 环比持平; N 型 210R 硅片 1.45 元/片, 环比-6.45%; 双面 Topcon182 电池片 0.30 元/W, 环比-3.23%; PERC182/双面 TOPCon182 组件 0.74/0.85 元/W, 环比-1.34%/持平; 玻璃 3.2mm/2.0mm 22.75/14.00 元/平, 环比持平/持平。风电: 本周招标 0.7GW: 陆上 0.7GW/海上暂无; 本周开/中标 0.25GW: 陆上 0.25GW/海上 0.25GW; 本月招标 4.35 GW: 陆上 3.85 GW/海上 0.5GW; 本月开标均价: 陆风 1450.79 元/KW, 陆风(含塔筒) 2093 元/KW。海风(含塔筒) 3145 元/KW。电网: 国网启动特高压第二批设备、前期服务、服务招标; 央视发布国网 Q1 固定资产投资超 900 亿; 2025 年 1-2 月电网累计投资 436 亿元, 同比增长 33.5%。公司层面: 宁德时代: 25Q1 营收 847.05 亿, 同增 6.18%; 归母净利 139.63 亿, 同增 32.85%。亿纬锂能: 24 年营收 486.15 亿, 同减 0.35%; 归母净利 40.76 亿, 同增 0.63%; 其中 Q4 营收 146 亿, 同环比+10%/+18%, 归母净利 8.9 亿, 同环比+42%/-16%。科达利: 24 年营收 120.30 亿, 同增 14.44%; 归母净利 14.72 亿, 同增 22.55%; 其中 Q4 营收 34.4 亿, 同环比+25.3%/+9.3%, 归母净利 4.6 亿, 同环比+12.2%/+23.6%。华友钴业: 24 年营收 609.46 亿, 同减 8.08%; 归母净利 41.55 亿, 同增 23.99%。中信博: 1) 24 年营收 90.26 亿, 同增 41.25%; 归母净利 6.32 亿, 同增 83.03%; 其中 Q4 营收 30.44 亿, 同环比+1.56%/16.81%, 归母净利 2.04 亿, 同环比+8.84%/+4.23%。2) 拟回购部分 A 股股份, 回购资金总额不低于人民币 7000 万元, 不超过人民币 1 亿元, 回购价格不超过 80 元/股。思源电气: 24 年营收 154.58 亿, 同增 24.06%; 归母净利 20.49 亿, 同增 31.42%。震裕科技: 预计 25 年 Q1 净利润较上年同期同比增长 31.54%-42.97%。中国西电: 24 年营收 221.75 亿, 同增 5.59%; 归母净利润 10.54 亿, 同增 17.50%。25H1 营业收入 52.45 亿, 同增 11.27%; 归母净利润 2.95 亿, 同增 42.10%。钧达股份: 25Q1 营收 18.75 亿, 同减 49.52%; 归母净利-1.06 亿, 同减 636.04%。上能电气: 拟回购部分 A 股股份, 用于后期实施股权激励计划。回购价格不超过 36 元/股, 回购资金总额不低于 3600 万元且不超过 7200 万元。国电南瑞: 以集中竞价交易方式回购公司发行的人民币普通股 A 股, 用于员工持股计划或股权激励。回购股份的价格不超过 34.13 元/股, 回购资金总额 5 亿元~10 亿元。德业股份: 1) 24 年营收 112.0 亿, 同比+49.7%; 归母净利 29.5 亿, 同比+64.8%; 其中 Q4 营收 31.8 亿, 同环比+68.8%/-2.7%; 归母净利 7.1 亿, 同环比+64.5%/-29.1%。2) 25Q1 预计归母净利 6.5-7.0 亿, 同比+50.2-61.7%。投资策略: 机器人: 近期板块回调, 但产

业大趋势不变，Tesla 明确 Optimus 今年过万台的产能、英伟达开源人形机器人基础模型，初创公司密集发布产品更新，科技公司全面入局，25 年国内外量产元年共振，调整是布局时机，我们继续全面看好 T 链确定性供应商和壁垒较高的丝杠、减速器、传感器、运控等环节，也全面看好国内人形配套企业。电动车：3 月电动车销 124 万辆，同环比+40%/39%，好于预期，智驾下沉+新车型快速迭代，全年预计 25%-30 增长。欧洲 3 月 9 国合计销量 28.5 万辆，同环比 25%/64%，增速好于预期，德国、英国销量亮眼，且中国车企出口销量恢复；短期看，4 月持平左右，符合预期，关税冲击影响有限，且下周车展，新车型带动订单再向上，Q2 有望恢复至 24Q4 水平。美国加征关税落地，供应链正与美国客户谈判，预计关税将双方共同承担。当前锂电核心标的已跌至 15x 的低估位置，强烈看好，首推宁德、比亚迪、科达利、亿纬、裕能、富临、尚太、天赐、天奈、璞泰来等锂电龙头公司。储能：欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，美国大储项目因关税暂时有观望，国内 6 月后新能源入市后储能有望先抑后扬；欧洲户储去库完成，出货明显恢复，工商储需求也开始起量，亚非拉等新兴市场光储平价需求持续；我们预计全球储能装机 23-25 年的 CAGR 为 40-50%，看好储能逆变器/PCS 龙头、大储集成和储能电池龙头。工控：工控 25 年需求弱复苏，3C 需求向好，新能源影响减少，传统行业需求好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25 年国内海风 10GW+，翻倍增长，Q2 是拐点，欧洲海风进入持续景气周期，继续全面看好海风，陆风 100GW+，同增 25%，铸件等零部件涨价，风机短期承压，推荐海缆、海桩、铸件、叶片和整机龙头等。光伏：行业自律已基本落地，限产有望使得企业走出内卷困境，后续能耗双控等供给侧改革政策可期！需求端，25 年全球装机预计 10-15% 增长，国内 531 抢装尾省供应端价格下行，欧洲分布式需求超预期，新兴市场需求好，看好受益的逆变器环节、然后看可能受益于供给侧改革的硅料、玻璃、电池和组件等。电网：25 年电网投资确定增长，海外 AI 数据中心旺盛需求持续，国内 AI 数据中心新一轮基建开始，继续推荐 AI 电气、特高压、出海、柔直等方向龙头公司。重点推荐标的：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、盈利能力和排产均超预期）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间巨大）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升级、全民智驾超预期）、阳光电源（逆变器全球龙头、海外大储优势显著、估值极低）、汇川技术（通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期）、科达利（结构件全球龙头优势突出稳健增长、大力布局机器人）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健）、大金重工（海风出口布局厚积薄发、量利双升超预期）、雷赛智能（伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显）、华友钴业（锂电资源材料一体化布局、镍钴盈利能力超预期）、富临精工（高压实铁锂领先、机器人布局深厚）、浙江荣泰（云母龙头增长确定、微型丝杠优势明显）、璞泰来（负极龙头盈利拐点确立、隔膜涂覆持续增长）、东方电缆（海缆壁垒高格局好，海风项目开始启动）、伟创电气（变频伺服持续增长、大力布局人形机器人）、锦浪科技（欧洲去库完成逆变器迎来拐点、新兴市场销售提升提供支撑）、湖南裕能（铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量和价格见底盈利反转）、天奈科技（碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益）、麦格米特（多产品稳健增长、AI 电源未来潜力大）、宏发股份（继电器恢复稳增长、高压直流持续稳增长）、德业股份（新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势）、思源电气（电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期）、禾迈股份（微逆去库尾声重回高增长、



储能产品开始导入)、固德威(组串逆变器持续增长,储能电池和集成逐步恢复)、鸣志电器(步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大)、尚太科技(负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强)、天赐材料(电解液&六氟龙头、新型锂盐领先)、帝科股份(银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即)、晶澳科技(一体化组件龙头、盈利率先恢复)、上能电气(逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、阿特斯(一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期)、三星医疗(海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健)、日月股份(大铸件紧缺提价可期,盈利弹性大)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、科华数据(全面受益国内 AI 资本开支新周期、数据和数能双星驱动)、科士达(受益国内 AI 资本开支新周期、UPS 龙头)、盛弘股份(受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展)、金盘科技(干变全球龙头、海外订单超预期)、平高电气(特高压交直流龙头、估值低业绩持续超预期)、许继电气(一二次电力设备龙头、柔直弹性可期)、通威股份(硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹)、禾望电气(大传动优势明显、内部变革激发活力)、欣旺达(消费锂电盈利向好、动储锂电逐步上量)、中伟股份(三元前驱体龙头、镍锂金属布局可观)、华友钴业(镍钴龙头、前驱体龙头)、明阳智能(海上风机龙头、风机毛利率修复弹性大)、中国西电(一次设备综合龙头、受益特高压和管理改善)、晶科能源(一体化组件龙头、Topcon 明显领先)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、BC 技术值得期待)、天合光能(210 一体化组件龙头、户用分布式和渠道占比高)、聚和材料(银浆龙头、铜浆率先布局)、爱旭股份(ABC 电池组件龙头、25 年大幅放量)、三一重能(成本优势明显、双海战略见成效)、福斯特(EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量)、曼恩斯特(磨头龙头持续高增、多品类扩张布局固态)、金风科技(风机毛利率恢复、风电运营稳健)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、艾罗能源(深耕欧洲户储、新兴市场和新产品起量明显)、国电南瑞(二次设备龙头、稳健增长可期)、海兴电力(海外渠道深厚、电表及 AMI 模式高增)、星源材质(干法和湿法隔膜龙头、LG 等海外客户进展顺利)、当升科技(三元正极龙头、布局固态电池技术)、恩捷股份(湿法隔膜龙头)、天顺风能(海工装备开始放量、风电运营稳步释放)、北特科技、祥鑫科技、斯菱股份、德方纳米、昱能科技、永兴材料、中矿资源、赣锋锂业、威迈斯、儒竞科技、派能科技、元力股份、大金重工、科士达、安科瑞、中熔电气、天齐锂业、日月股份、TCL 中环、振华新材、三一重能、弘元绿能、金风科技。建议关注:良信股份、峰岷科技、震裕科技、厦钨新能、英维克、明阳电气、多氟多、天际股份、东方电气、中信博、东威科技、宇邦新材、海力风电、新强联、通灵股份、快可电子、中科电气、美畅股份、铨升科技、信捷电气、大全能源、通合科技、帕瓦股份、金雷股份、禾川科技、嘉元科技、东方日升等。风险提示:投资增速下滑,政策不及市场预期,价格竞争超市场预期

(证券分析师:曾朵红 证券分析师:阮巧燕

研究助理:许钧赫)

**建筑装饰行业跟踪周报: 基建投资改善,继续关注水利、钢结构、国际工程等板块**

**投资要点** 本周(2025.4.14-2025.4.18,下同):本周建筑装饰板块(SW)涨跌幅 1.25%,同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 0.59%、0.39%,超额收益分别为 0.66%、0.86%。行业重要政策、事

件变化、数据跟踪点评：（1）国家统计局发布3月经济数据：一季度经济数据迎来开门红，GDP同比增长5.4%，增速持平去年四季度，内需中的工业、消费、基建投资等以及出口均表现亮眼。1-3月基建投资累计同比增速较前值继续加快0.2pct至5.8%，反映财政发力下基建投资延续加速态势。基建投资结构上水利类投资继续表现亮眼，同比增长36.8%，公共设施管理类回归小幅正增长，交通大类较去年同期有所放缓。1-3月地产投资/销售/新开工/竣工面积累计分别同比-9.9%/-3.0%/-24.4%/-14.3%，其中销售、新开工和竣工较前值有所改善。反映在实物需求上，1-3月水泥产量降幅收窄至-1.4%，其中3月单月同比正增长2.5%，1-3月建筑及装潢材料零售额同比持平，其中3月单月-0.1%，降幅较去年收窄，反映财政持续发力下对基建链条实物需求和家居建材消费需求的拉动。一季度经济数据虽明显超预期，但随着4月美国加码“关税战”，后续宏观政策导向上有望加强稳内需对冲外需下行，基建地产链条实物需求在专项债和超长期特别国债加快发行的支持下有望延续企稳回暖的趋势。（2）国务院常务会议研究稳就业稳经济推动高质量发展的若干举措等：会议指出要加大逆周期调节力度，着力稳就业稳外贸，着力促消费扩内需。要促进养老、生育、文化、旅游等服务消费，扩大有效投资，大力提振民间投资积极性。要持续稳定股市，持续推动房地产市场平稳健康发展。相关举措一旦推出，要直达企业和群众，提高落地效率，确保实施效果。关税等因素带来外需不确定性加剧的背景下，宏观政策有望加快落地、进一步发力，利好基建地产链条景气度回升。（3）国家主席习近平对越南、马来西亚、柬埔寨三国进行国事访问：中越、中马、中柬之间达成上百项合作成果，包括中越铁路合作机制启动，中马共同打造地区新质生产力合作高地，推进好东海岸铁路、“两国双园”等“一带一路”旗舰项目，将马来西亚重要港口打造成“陆海新通道”重要枢纽，共同制定柬铁路网总体规划，确定重点合作项目，加强商用飞机等交通基础设施合作等。基建合作作为中国与东盟国家之间强化合作的重要形式有望持续落地，利好海外工程需求景气度延续。 周观点：（1）一季度经济开门红，基建投资累计同比增速5.8%，财政发力支持下基建投资延续景气态势，结构上来看水利表现继续亮眼；地产投资端依然有所承压。结合水泥3月产量和建筑业PMI数据来看，开工景气在持续改善，但新开工项目落地仍然偏慢。增量的财政政策支持 and 融资端的改善对投资端和实物量的效果将逐渐显现。近期关税战和贸易摩擦升级，外部环境不确定性增加的情况下，扩内需预期增强，基建投资和重点区域建设有望政策加码。我们认为宏观政策积极导向延续，随着财政发力、地产“止跌企稳”政策组合拳落地，基建地产链景气有望回升。保险及社保等中长期增量资金入市有望利好低估值、稳定分红的行业龙头、白马以及破净央企国企估值修复。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。（2）出海方向：2024年我国对外承包工程业务完成营业额同比增长3.1%，新签合同金额同比增长1.1%，创历史新高，对外投资平稳发展；近期美国加征关税以及贸易摩擦升级，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码，预期未来中欧合作、东盟地区合作有望更加密切。近期习近平主席对越南、马来西亚和柬埔寨三国进行了国事访问，达成了上百项合作成果，基建合作仍是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。（3）

需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：部分专业制造工程细分领域、装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益，建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际等；半导体洁净室景气度有望延续，关注亚翔集成、柏诚股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊

证券分析师：石峰源)

### 建筑材料行业跟踪周报：期待 25 年 Q3 家装迎来明显加速

**投资要点** 本周(2025.4.14-2025.4.18, 下同)：本周建筑材料板块(SW)涨跌幅 0.26%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 0.59%、0.39%，超额收益分别为-0.32%、-0.13%。大宗建材基本与高频数据：(1)水泥：本周全国高标水泥市场价格为 392.7 元/吨，较上周-3.7 元/吨，较 2024 年同期+36.8 元/吨。较上周价格持平的地区：华北地区；较上周价格上涨的地区：泛京津冀地区(+5.0 元/吨)；较上周价格下跌的地区：长三角地区(-5.0 元/吨)、长江流域地区(-5.7 元/吨)、两广地区(-5.0 元/吨)、东北地区(-10.0 元/吨)、华东地区(-1.4 元/吨)、中南地区(-3.3 元/吨)、西南地区(-4.0 元/吨)、西北地区(-6.0 元/吨)。本周全国样本企业平均水泥库位为 61.8%，较上周+1.6pct，较 2024 年同期-8.4pct。全国样本企业平均水泥出货率(日发货率/在产产能)为 48.7%，较上周+0.4pct，较 2024 年同期-1.7pct。

(2)玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1328.5 元/吨，较上周+9.0 元/吨，较 2024 年同期-403.1 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 5624 万重箱，较上周+2 万重箱，较 2024 年同期+206 万重箱。(3)玻纤：本周国内无碱粗纱市场报价基本稳定，多数厂报盘暂稳，局部个别厂成交存灵活空间。截至 4 月 17 日，国内 2400tex 无碱缠绕直接纱市场主流成交价格在 3600-3800 元/吨不等，全国企业报价均价 3833.00 元/吨，主流含税送到，较上周均价(3833.00)持平，同比上涨 15.39%，较上周同比涨幅收窄 5.07 个百分点；本周电子纱市场价格基本走稳，多数厂报价暂稳运行，出货区域间存一定差距。周内电子纱 G75 主流报价 8800-9200 元/吨不等，较上一周均价持平；7628 电子布报价亦趋稳，当前报价 3.8-4.4 元/米不等，成交按量可谈。周观点：(1)本周主线依旧是贸易战及其应对政策，地产领涨，地产链跟随表现。3 月份经济金融数据较好，但贸易战可能在二季度造成冲击，使得市场对内需刺激政策有较大的期待，高层也响应了市场的关切。我们认为，贸易战的冲击已是无法避免，因此内需刺激政策也需逐步落地。刺激顺序可能是先消费后投资，地产链行业需求增速有望提前转正。整体而言，地产链的斜率放缓但方向不变。地产链出清已近尾声，供给格局大幅改善，25 年需求平稳且企业增长预期较低，板块具备较高的胜率。以旧换新补贴推动下，24 年 Q4 家电消费加速，到 25 年 3 月家具消费明显加速，我们期待 25 年 Q3 家装也会迎来明显加速。首选低估值的消费龙头和扩张型公司，例如北新建材、三棵树、兔宝宝、奥普科技、欧普照明、伟星新材、欧派家居、箭牌家居等。其次，如果外部需求快速回落，中西部基建很有可能成为救急的方向，关注华新水泥、四川路桥、海螺水泥、中国交建、坚朗五金、东方雨虹等。最后，在 25 年流动性充裕的背景下，科技属性强的公司仍有较高关注度，例如上海港湾、鸿路钢构、萤石网络、公牛集团等。(2)中美持续脱钩的长期趋势下，经营美国市场的回报率下降和不确定性增加，非美国国家可能加强贸易联系，出海企业将转向拓展欧洲、中东、东南亚等其他市场。而且美元降息趋



势下，非美国国家经济建设有望进入快车道。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐上海港湾、中材国际、中国交建、米奥会展（与中小盘、社服共同覆盖）。另外，可适当关注美国有产能的公司，例如爱丽家居、中国巨石等。 大宗建材方面： 1、水泥：

（1）本周全国水泥市场价格环比回落 0.9%。价格下调区域主要集中在华东、华南和西南地区，幅度 10-30 元/吨；价格上涨区域有江西和河南地区，幅度 10-30 元/吨。四月中旬，国内水泥市场需求变化不大，全国重点地区水泥企业出货率为 48.7%，环比小幅提升约 0.4 个百分点。价格方面，由于部分地区 4 月份错峰生产执行情况欠佳，以及前期价格连续上涨，下游拿货积极性降低，导致最后一轮价格推涨出现回落，预计后期价格将维持震荡调整走势。（2）进入 3 月以来，水泥行业价格反弹超预期，Q1 全国均价整体明显高于去年同期，水泥板块一季报有望表现靓丽。尽管部分区域因需求波动或错峰执行问题供需阶段性失衡、价格出现回落，但今年行业在主导企业引领下维护利润的意愿显著增强，达到供需再平衡时间将明显缩短，全年盈利中枢有望高于去年。（3）水泥企业市净率估值处于历史底部。中期宏观政策导向有望更加强化扩内需稳投资，财政政策发力有望支撑实物需求企稳回升，行业景气低位为进一步的整合带来机遇。结合产能产量管控等产业政策的进一步落地、水泥行业纳入全国碳市场，有望加速过剩产能出清和行业整合。（4）龙头企业综合竞争优势凸显，中长期有望受益于行业格局优化，估值有望迎来修复，推荐全国和区域性龙头企业：华新水泥、海螺水泥、上峰水泥、冀东水泥，建议关注天山股份、塔牌集团等。 2、玻纤：（1）中期粗纱盈利底部向上。行业盈利仍处底部区域，二三线企业普遍处于盈亏平衡或亏损状态，行业低盈利将持续制约产能投放节奏，需求侧国内风电、热塑等领域继续增长，行业供需平衡修复有持续性，行业景气有望呈现震荡向上态势。今年以来风电、热塑等中高端产品内需景气度高，行业新增产能得到消化，龙头企业凭借产品结构优势有望获得超额利润。美国“对等关税”落地，部分在美国等海外地区设厂的龙头企业有望享有相对成本优势，虽然短期对全行业出口有一定影响，制约短期行业库存去化和复价节奏，但行业盈利在低位持续时间拉长也有望进一步制约中期的产能投放。（2）细纱电子布成本曲线陡峭，景气底部持续时间长，随着新增供给投放持续受低盈利约束，供需平衡也得到持续修复，近期复价顺利落地后盈利改善明显。（3）中长期落后产能出清、玻纤成本的下降也为新应用的拓展和渗透率的提升提供催化剂，随着风电、新能源车等领域用量持续增长，光伏组件边框等新兴应用领域持续拓展，行业容量有望持续增长，产品结构的调整有利于龙头提升壁垒，盈利稳定性也将增强。AI 等应用带动低介电电子布产品持续放量，国产替代正在加速，利好国内电子布领域龙头：宏和科技、中材科技等。（4）当前龙头估值处于历史低位，供需平衡修复、景气提升有望推动估值修复。推荐中国巨石，建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份、国际复材、宏和科技等。 3、玻璃：节后行业供需呈现弱平衡的状态，行业库存去化较慢，仍处历史同期中高位，价格反弹动力有限。中期来看，随着石油焦价格上升对部分生产线成本的抬升，行业盈利持续处于底部，供给出清有望加快。我们认为应进一步观察产线冷修释放情况，供给收缩幅度决定后续价格反弹持续性和空间。中期供需平衡仍面临需求下行压力，但浮法玻璃龙头享有硅砂等资源等中长期成本优势，享受超额利润，有望受益于行业产能的出清，叠加光伏玻璃等多元业务的成长性，推荐旗滨集团，建议关注南玻 A 等。 装修建材方面：关税和贸易摩擦升级等外部不确定性增加，扩内需预期增强，

此前政府工作报告强化了促内需和消费的政策预期，对地产继续延续“稳楼市”、“止跌回稳”的基调，后续政策有望不断出台和推进。24年两新政策对家居建材消费拉动效果明显，25年以旧换新政策有望进一步扩大加码，家居建材消费需求有望持续释放，1-2月全国规模以上建材家居卖场销售额同比增长8.7%。今年以来多个一线城市二手房成交保持持续增长态势，后续叠加国补持续落地和消费者信心回暖，家居建材需求景气改善预期加强，多数估值处于底部区间的板块龙头公司估值有望修复。当前行业底部修复特征更加明显，多数公司利润目标强化，少数公司选择进攻打法，信心恢复有待政策和阶段经营效果的信号；国补对装修消费有明显拉动的效果，25年各地的政策继续扩大品类范围，龙头企业也有更充分的准备。同时龙头公司积极探索新模式或延伸产业链，包括渠道和品类融合、提升效率，加强定价权等。投资建议：（1）扩张增长意愿强的部分龙头企业，例如北新建材等，建议关注三棵树。（2）受益国补政策、渠道&品类融合优势明显的细分龙头，建议关注欧派家居、箭牌家居、东鹏控股、慕思股份等。（3）竞争格局优、业绩增长稳健、股息率相对较高的细分龙头，例如兔宝宝、奥普科技、伟星新材等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊

证券分析师：石峰源）

### 非银金融行业跟踪周报：券商 Q1 业绩值得期待；保险深化代理人体制改革

**投资要点** 非银行金融子行业近期表现：最近5个交易日（2025年04月14日-2025年04月18日）非银金融板块各子行业中保险、多元金融行业跑赢沪深300指数。保险行业上涨2.38%，多元金融行业上涨0.78%，证券行业上涨0.16%，非银金融整体上涨0.91%，沪深300指数上涨0.59%。 证券：2025年04月至今交易量同比大幅提升；券商做好“五篇大文章”将接受多维度考核。1）4月交易量同比大幅提升。截至4月18日，4月日均股基交易额为15080亿元，较上年4月上涨50%，较上月下降12.6%。截至4月17日，两融余额18103亿元，同比提升18%，较年初下降2.9%。截至4月18日，4月IPO发行5家，募集资金56.73亿元。2）上市券商2025年一季报大面积预增。截至2025年4月18日，共计12家上市券商发布2025Q1业绩预增公告，除中信证券、国泰海通（此处使用扣非口径）、国元证券外，其余券商一季度归母净利润同比增幅均在50%及以上。其中，东吴证券、东北证券增幅超过100%。3）中证协拟对券商做好“五篇大文章”进行专项考核。中证协组织起草了《做好金融“五篇大文章”专项评价办法（试行）（征求意见稿）》，主要思路包括：①稳妥起步，动态优化。②聚焦重点，提高质效。③整合指标，统筹协调。《评价办法》从券商对科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融等重点领域提供金融产品和服务的贡献程度及相关能力设置评价指标体系，形成对券商做好金融“五篇大文章”成效的综合性评价。4）2025年04月18日券商行业（未包含东方财富）2024平均PB估值1.4x，2025E平均PB估值1.2x。推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头，如中信证券、华泰证券、同花顺、东方财富等。 保险：深化寿险代理人体制改革，佣金递延与报行合一规范渠道发展。1）金监总局发布《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》，主要内容包包括三方面：深化改革，完善以长期服务为导向的佣金激励机制；强化监管，要求深化执行“报行合一”；夯实基础，实施分级销售，提升代理人社会保障。我们认为，新规落地持续推动寿险渠道深化转型，

赋能长期业务增长。2) 金监总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》。部分档位比例上限提高 5%: 上季度末综合偿付能力充足率在 150-200% 的保险公司, 权益投资占上季末总资产比例上限由 25% 提升至 30%; 在 250-300% 的, 上限由 35% 提升至 40%; 350% 以上的, 上限由 45% 提升至 50%。其余档位上限不变。我们认为, 提升险资权益投资比例上限, 有助于缓解在低利率环境下的资产荒压力, 预计将为权益市场带来一定增量资金。3) 保险业经营具有显著顺周期特性, 未来随着经济复苏, 负债端和投资端都将显著改善。2025 年 04 月 18 日保险板块估值 0.50-0.80 倍 2025E P/EV, 处于历史低位, 行业维持“增持”评级。多元金融: 1) 信托: 截至 2024 年 2 季度末, 全行业信托资产规模 27 万亿元, 同比增长 24.5%。2024H1 信托行业利润总额为 196 亿元, 同比降幅为 40.6%。2) 期货: 2025 年 3 月全国期货交易市场成交量为 7.34 亿手, 成交额为 61.59 万亿元, 同比分别增长 17.28% 和增长 24%。2025 年 2 月全国期货公司净利润 4.99 亿元, 同比增长 68.01%。行业排序及重点公司推荐: 非银金融目前平均估值仍然较低, 具有安全边际, 攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升, 负债端预计持续改善, 长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好, 券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融, 重点推荐新华保险、中国财险、中国人保、中国平安、中信证券、同花顺、九方智投等。风险提示: 1) 宏观经济不及预期; 2) 政策趋紧抑制行业创新; 3) 市场竞争加剧风险。

(证券分析师: 孙婷 研究助理: 罗宇康)

### 有色金属行业跟踪周报: 避险资金进一步从美元资产转向黄金, 美元指数持续回落助推黄金再创新高

投资要点 回顾本周行情(4月14日-4月18日), 有色板块本周上涨 0.91%, 在全部一级行业中排名靠后。二级行业方面, 周内申万有色金属类二级行业中贵金属板块上涨 4.38%, 小金属板块下跌 2.84%, 金属新材料板块下跌 2.80%, 工业金属板块上涨 1.45%, 能源金属板块上涨 1.37%。工业金属方面, 美国与欧盟及日本的关税谈判均传出向好信号, 关税政策尚未落实但边际放缓; 中国一季度经济数据呈现出超预期的表现, 内需增长稳中有进, 4 月旺季加持下工业金属下游整体开工率持续提升, 工业金属价格于本周录得进一步反弹。贵金属方面, 好于预期的零售数据并未打消市场对于后市经济下行的担忧, 经济衰退的预期使得美元指数连续两周收于 100 的整数关口之下; 资金正持续从美元资产流向更加具备避险属性的黄金, 4 月前两周世界黄金 ETF 录得净流入 75 吨。我们看好当下宏观框架下黄金将中长期走牛。

周观点: 铜: TC 跌至历史低位叠加海外废铜供给格局紧张, 铜价于本周录得反弹。截至 4 月 18 日, 伦铜报收 9,189 美元/吨, 周环比上涨 2.23%; 沪铜报收 76,140 元/吨, 周环比上涨 1.21%。供给端, 截至 4 月 18 日, 本周进口铜矿 TC 下跌至 -31 美元/吨, 冶炼厂检修时间提前, 预计 4 月国产铜供应量将有所减少; 需求方面, 随着铜价大幅回落, 电网投资项目集采陆续展开, 铜线缆订单需求好转。本周市场随着关税的边际影响减弱而风偏有所好转, 现货升水叠加库存持续去化, 铜价于本周收回部分跌幅; 此外美国铜业巨头力拓、铜线制造商南方电缆、贸易商托克集团等主要铜业参与者呼吁政府限制铜矿石和废铜出口来推动本土生产, 而非加征进口关税, 该政策若落地将严重影响中国废铜进口, 预计短期铜价将持续维持宽幅震荡。铝: 国内社库去化持续, 市场博弈关税落地情景, 铝价维持窄幅震荡



走势。截至 4 月 18 日，本周 LME 铝报收 2,366 元/吨，较上周下跌 0.19%；沪铝报收 19,695 元/吨，较上周持平。供应端，本周山东地区电解铝企业向云南地区转移产能，贵州地区有新投产产能释放，本周我国电解铝行业理论运行产能 4381.00 万吨，较上周增加 0.5 万吨；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比增长 0.03%，铝棒企业产能利用率环比降低 0.11%，电解铝的理论需求无明显变化。本周社会库存环降 5.43 万吨至 71.43 万吨，去库速率环比有所增长；美国关税政策如何落地仍处于博弈阶段，随着美国暂停对大多数国家的“对等关税”政策落地，我们预计转口贸易尚且通畅的情况下对铝的影响暂且有限，短期预计铝价维持震荡走势。

黄金：避险资金进一步从美元资产转向黄金，美元指数持续回落助推黄金再创新高。截至 4 月 18 日，COMEX 黄金收盘价为 3341.30 美元/盎司，周环比上涨 4.61%；SHFE 黄金收盘价为 791.02 元/克，周环比上涨 4.45%。经济层面，欧元区 3 月 CPI 同比增长 2.2%，符合市场预期。欧洲中央银行于本周分别下调三大关键利率 25bp；美国 3 月好于预期的零售数据并未打消市场对于后市经济下行的担忧，为避免受到关税影响从而导致的消费前置或使得本次数据并不具备连贯性，美元指数连续两周收于 100 的整数关口之下。资金流向层面，随着特朗普挑起贸易战以来，美元资产（美元、美股、美债）均录得了持续且大幅的下跌，资金正从美元资产流向更加具备避险属性的黄金，4 月前两周世界黄金 ETF 录得净流入 75 吨，为本轮黄金牛市以来的短时间最大净流入额。我们强调本次关税事件显著提升黄金的避险属性，随着市场流动性的好转，以及避险资金从美元资产流出转向黄金，我们看好当下宏观框架下黄金将中长期走牛。风险提示：美元持续走强；下游需求不及预期。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：徐毅达）

### 机械设备行业跟踪周报：推荐业绩稳健的工程机械和技术进步加速的人形机器人行业

1.推荐组合：北方华创、三一重工、中微公司、恒立液压、中集集团、拓荆科技、海天国际、柏楚电子、晶盛机电、杰瑞股份、浙江鼎力、杭叉集团、迈为股份、先导智能、长川科技、华测检测、安徽合力、精测电子、纽威股份、芯源微、绿的谐波、海天精工、杭可科技、伊之密、新莱应材、高测股份、纽威数控、华中数控。

2.投资要点：

【工程机械】3 月国内非挖持续超预期修复，看好工程机械板块业绩弹性 2025 年 3 月国内路机继续超预期修复，其中平地机/压路机/摊铺机销量同比分别+45.3%/+13%/+19.7%，路机下游主要系基建，与中挖恢复增长相互验证。2025 年 3 月起重机降幅继续收窄，其中汽车起重机/履带起重机/随车起重机/塔式起重机销量同比分别-26.4%/+17.9%/-6.43%/-58.8%，非挖板块继续修复。2024 年国内市场挖机销量率先转正，但非挖表现较差对企业业绩形成拖累，我们认为 2025 年非挖有望实现筑底转正，负面影响消退看好工程机械板块业绩弹性。展望后续，我们预计后续可以期待一系列内需提振的政策或者补贴出台，继续刺激内需向上。出口来看，小松更新 3 月全球开工小时数，日本/欧洲/北美/印尼 3 月开工小时数同比分别+1.5%/+9.0%/+8.3%/+0.5%，欧美开工显著修复，印尼继续保持高景气，看好 2025 年出口市场边际回暖。相关个股：三一重工、某全品类龙头、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。

【人形机器人】人形机器人马拉松比赛顺利举办，机器人运动表现出色 2025 年 4 月 19 日，首场人形机器人马拉松比赛在北京亦庄举办，全程 21 公里（半马），共 21 支机器人战队参赛。本次比赛第一名为北京市人形机器人创新中心与优必选联合研发的天工机器人，以 2 小时 40 分 42 秒完

赛，比赛的第二/三名为松延动力 N2。 本次比赛中多家机器人均表现出了较好的运动控制能力：①天工机器人依托北京人形机器人创新中心开发的“慧思开物”具身智能平台以及“基于状态记忆的预测型强化模仿学习”方法实现较好的平衡能力和拟人步态；②松延动力 N2 依托深度强化学习的技术路线和分层模型架构实现拟人步态，并通过自主研发的“动态抗干扰算法”在复杂地形中实时调整步态。 另外本次比赛中也暴露了目前人形机器人硬件端的几个问题：①续航能力不足，除以走路形式完赛的行者机器人外，其余完赛的机器人均在中途更换了电池；②关节散热不足，比赛中机器人仍然需要依靠降温喷雾来提高关节的散热性，确保关节的正常运行。本次比赛由地方政府主办央视全程直播，社会关注度较高，体现了政府对人形机器人产业的高度重视。政府的重视和引导有望助推人形机器人产业加速发展，集中力量突破核心卡点助力机器人早日落地商业化。 建议关注天工机器人和松延动力相关产业链：①天工机器人：推荐【优必选】，建议关注【领益智造】【天奇股份】【京城控股】；②松延动力：建议关注【利亚德】【首程控股】 【海工造船】美国 301 调查结果公布，方案较草案强度有所减弱 4 月 17 日，美国贸易代表办公室（USTR）公布了对中国海事、物流和造船业的 301 调查结果，拟对中资船东和船舶运营商、拥有中国建造船舶的非中资运营商、所有非美建造的汽车运输船和未来 LNG 船的建造来源进行管制。本次方案较草案制裁强度有所减弱，预计 180 天后启动收费，但对中国航运业的打击更精准，主要包括①删除了按照中国建造的船舶占运营商订单或船队的比例，对运营商进行额外收费的条款，仅针对中国建造的船舶进行收费。②修改收费模式，原有方案为对中国建造的船舶每次靠港征收最高 150 万美元固定费用，修改为按净吨或集装箱数量收费，且每艘船每年最多征收 5 次（对于中资运营商来说，此种收费方式实际负担是加重的）。本次方案并未最终落地，下一次公开听证会时间为 2025 年 5 月 19 日。从现实角度看，中国造船业的高效率与产能弹性带来的领导地位短中期难以被动摇，本次方案落地对中国航运业影响或冲击较大，但对造船业影响有待观察。2025 年 Q1 受 301 调查影响，船东观望情绪重，且劝退了投机性订单，在船价高位震荡背景下，新造船订单同比下降约 60%（按 DWT）。当前调查结果初步落地，船东可有针对性地制定应对措施，造船市场情绪面、订单面有望修复。推荐【中国船舶】，建议关注【松发股份】、【中国动力】。 风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意  
证券分析师：韦译捷）

#### 基础化工周报：聚氨酯价格继续承压

n【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为 17140/14330/10653 元/吨，环比分别-350/-1240/-915 元/吨，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 3688/2066/-910 元/吨，环比分别-164/-929/-733 元/吨。 n【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为 1234/4521/540/4061 元/吨，环比分别-132/+509/+0/+209 元/吨。②本周聚乙烯均价为 7918 元/吨，环比-97 元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1268/1889/182 元/吨，环比分别+80/-63/-215 元/吨。③本周聚丙烯均价为 7200 元/吨，环比+0 元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-330/1610/96 元/吨，环比分别-433/+0/-155 元/吨。 n【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2642/1866/4545/2625 元/吨，环比分别-52/-27/+30/-3 元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 673/181/190/67 元/吨，

环比分别-72/-19/+40/-35 元/吨。 n【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。 n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟)

### 大炼化周报：国际油价先涨后跌，长丝市场产销持续低位

n【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2601.59 元/吨，环比-120.02 元/吨（环比-4.41%）；国外重点大炼化项目本周价差为 914.45 元/吨，环比-20.92 元/吨（环比-2.24%）。 n【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 6393/6643/7739 元/吨，环比分别-250/-271/-207 元/吨，POY/FDY/DTY 行业周均利润为 62/-38/93 元/吨，环比分别-111/-125/-82 元/吨，POY/FDY/DTY 行业库存为 29.4/31.9/34.4 天，环比分别+2.6/+2.7/+1.5 天，长丝开工率为 94.92%，环比-0.50pct。下游方面，本周织机开工率为 55.94%，环比-2.31pct，织造企业原料库存为 10.74 天，环比-0.31 天，织造企业成品库存为 24.18 天，环比-0.30 天。 n【炼油板块】国内成品油：本周汽油/柴油/航煤价格下跌。国外成品油：本周美国汽油/柴油/航煤价格上涨。 n【化工板块】本周 PX 均价为 734.83 美元/吨，环比+6.69 美元/吨，较原油价差为 256.54 美元/吨，环比-3.34 美元/吨，PX 开工率为 78.24%，环比-0.46pct。 nn【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝：恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。 n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟)

### 原油周报：地缘政治紧张局势加剧，国际油价上涨

n【美国原油】 n1) 原油价格：本周 Brent/WTI 原油期货周均价分别 65.8/62.5 美元/桶，较上周分别+1.7/+1.7 美元/桶。 n2) 原油库存：美国原油总库存、商业原油库存、战略原油库存、库欣原油库存分别 8.4/4.4/4.0/0.3 亿桶，环比+283/+52/+231/-65 万桶。 n3) 原油产量：美国原油产量为 1346 万桶/天，环比持平。美国活跃原油钻机本周 477 台，环比+1 台。美国活跃压裂车队本周 188 部，环比+5 部。 n4) 原油需求：美国炼厂原油加工量为 1556 万桶/天，环比-6 万桶/天；美国炼厂原油开工率为 86.3%，环比-0.4pct。 n5) 原油进出口量：美国原油进口量、出口量、净进口量为 600/510/90 万桶/天，环比-19/+186/-204 万桶/天。 n【美国成品油】 n1) 成品油价格和价差：美国汽油、柴油、航煤周均价分别 86/89/89 美元/桶，环比+1.7/+1.7/-5.1 美元/桶；与原油价差分别 20/23/23 美元/桶，环比-0.1/0.0/-6.5 美元/桶。 n2) 成品油库存：美国汽油、柴油、航空煤油库存分别 2.3/1.1/0.4 亿桶，环比-196/-185/-111 万桶。 n3) 成品油产量：美国汽油、柴油、航空煤油产量分别 941/469/181 万桶/天，环比+47/+3/+3 万桶/天。 n4) 成品油需求：美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别 846/386/193 万桶/天，环比+4/-15/+7 万桶/天。 n5) 成品油进出口：①美国汽油进口量、出口量、净出口量分别 2/85/84 万桶/天，环比-27/+6/+33 万桶/天。②美国柴油进口量、出口量、净出口量分别 10/120/110 万桶/天，环比+3/-3/-6 万桶/天。③美国航空煤油进口量、出口量、净出口量分别 12/16/4 万桶/天，环比+3/-12/-16 万桶/天。 nn【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/ 0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/



0386.HK)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)、海油发展(600968.SH); 建议关注:石化油服/中石化油服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ)。 nn【风险提示】1)地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2)宏观经济增速严重下滑,导致需求端严重不振。3)新能源加大替代传统石油需求的风险。4)OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5)美国解除对伊朗制裁,伊朗原油快速回归市场的风险。6)美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7)全球2050净零排放政策调整的风险。

(证券分析师:陈淑娴 研究助理:周少玟)

### 煤炭开采行业跟踪周报:港口库存反弹回升叠加汛期水电补充,煤价震荡运行

行业近况 本周(4月14日至4月18日)港口动力煤现货价环比下跌,报收663元/吨。供给端,本周环渤海四港区日均调入量176.11万吨,环比上周减少7.53万吨,降幅4.10%。矿山产地煤矿正常供应,港口供给略有下降。需求端,本周环渤海四港区日均调出量147.99万吨,环比上周减少37.10万吨,降幅20.04%;日均锚地船舶共87艘,环比上周增加18艘,增幅25.46%。库存端,环渤海四港区库存端3194.8万吨,环比上周增加207万吨,增幅6.93%。港口本周日均调出量环比下降,受大秦线检修影响为主。库存端有所回升,同比仍处高位,叠加下游需求淡季影响,煤价震荡运行。我们分析认为:煤炭价格目前主要受需求进入淡季以及汛期水电稳增影响导致上涨动能有限,短期需求角度仍以长协为主、电厂刚需采购支撑,同时天气回暖,非电企业需求较弱,叠加库存较高短期煤价难以明显上行。估值与建议: 仍旧关注保险资金增量;保费收入维持正增长,且向头部保险集中。固收类资产荒依旧,叠加红利资产已经高位,所以关注权益配置变化,预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的,且低估值标的:广汇能源、昊华能源。风险提示:下游需求不及预期;保供力度强于预期,煤价大幅下跌。

(证券分析师:孟祥文 证券分析师:米宇)

### 金融产品跟踪周报:权益ETF系列:震荡上涨,大盘风格相对占优

投资要点 A股市场行情概述:(2025.4.14-2025.4.18) 主要宽基指数涨跌幅:排名前三名的宽基指数分别为:北证50(3.48%),万得微盘股日频等权指数(2.95%),红利指数(1.86%);排名后三名的宽基指数分别为:科创100(-1.35%),创业板指(-0.64%),深证成指(-0.54%)。风格指数涨跌幅:排名前三名的风格指数分别为:金融(风格.中信)(2.76%),大盘价值(2.62%),国证价值(1.92%);排名后三名的风格指数分别为:中盘成长(-1.11%),小盘成长(-0.97%),巨潮小盘(-0.68%)。申万一级行业指数涨跌幅:排名前三名的申万一级行业指数分别为:银行(4.04%),房地产(3.40%),综合(3.01%)。排名后三名的宽基指数分别为:国防军工(-2.55%),农林牧渔(-2.15%),计算机(-0.84%)。 A股市场行情展望:(2025.4.21-2025.4.25) 观点:震荡上涨,大盘风格相对占优。 万得全A指数日线级别上,高频宏观模型本周从看涨信号转为负向信号,代表模型预测后续万得全A指数可能会发生一定的震荡。30分钟级别上,技术择时模型中万得全A指数达到85,代表模型预测万得全A指数可能接近一个短期的小高点。 资金面来看,近期ETF的主要交易方向集中在上证50和沪深300,所以在ETF交易表现恢复到常态之前,我们认为上证指数会持续震荡上涨,时间方面震荡上涨的持续时间可能在两到三周,空间方面越靠近4月3日的收盘价,资金面临的压力会越大,上涨难

度也会越大。结构上，我们推荐红利投资。模型显示金融风格和大盘价值综合评分最高，小盘成长则相对评分较低。因此后续可能会形成大盘上涨和小盘调整同时存在的情况。而大盘相对于小盘对上证指数影响更大，所以后续可能会形成上证指数继续上涨，而万得全A指数震荡的情况。港股在筹码结构上相对健康，筹码峰在相对下方，因此港股面临的抛压会比A股小，但港股受到外围影响的可能更大。所以我们认为港股会呈现宽幅震荡的走势。基金配置建议：根据我们上述行情研判，我们认为后续市场可能会呈现震荡上行的行情，大盘风格相对占优，红利方向的表现可能会相对较好。因此从基金配置的角度，我们建议配置红利ETF和主要宽基ETF。风险提示：1) 模型基于历史数据测算，未来存在失效风险；2) 宏观经济不及预期；3) 发生重大预期外的宏观事件。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：唐遥衍)

### 重卡行业3月跟踪月报：内销韧性有余，出口表现亮眼

n投资建议：看好国四政策刺激下全年板块行情。推荐【中国重汽A/H】+【潍柴动力】，重视【一汽解放+福田汽车】业绩改善弹性。n风险提示：国内重卡行业复苏不及预期，天然气价格上涨超出预期。

(证券分析师：黄细里)

### 保险Ⅱ行业点评报告：深化寿险代理人体制改革，佣金递延与报行合一规范渠道发展

投资要点 【事件】4月18日国家金融监督管理总局发布《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的意见》，主要内容包括三方面：深化改革，完善以长期服务为导向的佣金激励机制。1) 支持保险公司员工依法自愿转换为员工制或代理制保险销售顾问，发掘个人营销渠道新动能。2) 建立以业务品质、服务质量为导向的佣金激励设计和递延发放机制，引导保险销售人员长期留存。对于缴费期5年(含)至10年的保单，佣金发放时间不得少于3年；对于缴费期10年及以上的保单，佣金发放时间不得少于5年。强化监管，要求深化执行“报行合一”。1) 要求深化执行“报行合一”，加强费用预算管控，做到精算假设费用、预算费用和考核费用相统一。2) 建立保险销售人员违法违规导致经济损失的佣金薪酬追索扣回机制，防范销售误导和套利风险。3) 要求保险专业代理机构、保险经纪人等参照执行，确保对各渠道保险销售人员的监管要求一致。夯实基础，实施分级销售，提升代理人社会保障。1) 支持中国保险行业协会建立人身险产品分类和保险销售人员分级标准，实现保险销售人员分级、产品分类、差异授权。2) 由中国保险行业协会建立健全保险销售人员诚信信息管理机制，规范销售人员合理有序流动。3) 推动支持为保险销售人员按照灵活就业人员相关政策参加社会保险、办理居住证等，提升保险销售人员福利保障水平。上市险企代理人数量已经企稳，队伍质态和人均产能持续提升。2024年末，A股五家上市险企代理人规模合计138.5万人，较2024年初下滑2.7%，但较年中提升0.9%，已经基本企稳。各公司代理人渠道人均产能均明显提升，其中中国人寿月人均首年期交保费同比+15%，中国平安可比口径下人均NBV同比+43%，中国太保核心人力月人均首年规模保费同比+18%。我们认为，新规落地持续推动寿险渠道深化转型，赋能长期业务增长。一方面，佣金递延和分级销售等制度的落实，可能会加速部分低产能人力的脱落，但也将引导行业优秀人力留存，加速队伍结构改善。另一方面，“报行合一”将规范渠道费用管理，进一步降低险企经营压力。我们看好更优质的代理人队伍和更有效的渠道管理对行业长期发展的支持。负债端、资产端均有改善机会，低估值+低持仓，攻守兼备。1) 我们认为市场储蓄需

求依然旺盛，同时在监管持续引导和险企主动性转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率稳定在 1.65% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2025 年 4 月 18 日保险板块估值 0.50-0.80 倍 2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟)

## 推荐个股及其他点评

### 卫龙美味 (09985.HK)：卫龙美味：全能选手，乘风而起【勘误版】

**投资要点** 休闲零食全能型选手，品类红利和渠道精耕正在释放成果。1) 公司概况：以辣条零食起家，目前是辣条行业领军品牌（2023 年市占率 28%，第二三名分别是 8%、5%）。公司注重品牌年轻化营销，在消费者中已经树立了“辣条=卫龙”心智。渠道方面完成了从流通渠道向现代渠道的跨越（2015 年），2020 年至今践行渠道下沉、深度分销策略，基本已经理顺渠道策略和组织架构，目前经销商和销售人员都相对稳定，优质经销商绑定程度较高。2) 2024 年复盘：2023-2024 年提价顺利传导，渠道架构进行前期调整后稳定下来，配合魔芋产品的品类趋势，2024 年蔬菜制品（魔芋为主）实现 59% 增长达到 33 亿元，魔芋制品成为第一大品类。公司 2024 年的亮眼成绩可以说是品类红利的释放，但我们认为也得益于渠道的配合（自身渠道精耕和量贩渠道的增量）。中式零食正当时，品类天花板尚早。我们认为中式零食的浪潮正当时，鹌鹑蛋、魔芋的例子都能体现出这个趋势，优质头部企业有能力配合消费趋势从 0 到 1 去打造中式爆款零食。为什么魔芋会成为爆品：首先辣味因为具备成瘾性；其次面制品和魔芋制品都有很好的形态和调味可塑性，利于商家做品类创新；此外还离不开厂家通过品牌宣传、品类创新增强消费者的认知。魔芋的市场空间：魔芋休闲食品本身还处于成长阶段，根据艾媒咨询数据，2024 年魔芋零食市场规模已突破 120 亿元，年增长超 20%。辣条市场终端规模 200 亿元左右，对标辣条我们认为魔芋至少可以达到和辣条相当的体量；因为辣条和休闲魔芋制品同样具备形态和调味可塑性，但从健康角度来看魔芋远远好于辣条。有第三曲线可期（比如海带），公司品牌力、渠道力均具备，也在积极储备新品类。公司的空间和估值定价。辣条：领先优势显著，市占率可逐步提升，具体来看：①公司 2022-2023 年因为提价和渠道调整导致销量受损，中期看若销量修复到 2021 年水平，对应营收为 39 亿元，相比 2024 年有 1.5 倍空间。②公司产品以甜辣口味为主，过去两年错过麻辣口味的机会，已经推出麻辣口味产品完善产品矩阵。魔芋：2022 年根据尼尔森数据，公司魔芋爽的网点覆盖度只有辣条的 59%，静态来看假设未来魔芋爽的网点覆盖率达到和辣条一样，意味着魔芋的销售体量可以达到 50 亿元。定价：公司目前第一品类基本盘稳定，还有稳健增长，第二品类处于快速放量阶段。当前阶段的估值定价我们认为可以参考 2022H2-2023 年劲仔食品的情况，期间劲仔食品 PE 高于申万食品饮料指数，高点的差值达到接近 10 倍。当前申万食品饮料估值水位在 20 倍左右，我们认为公司的估值可上探到 25-30 倍。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 78.6/92.8/106.9 亿元，归母净利分别为 13.8/18.4/22.0 亿元，对应 PE 为 26/20/16X。首次覆盖，给予“买入”



评级。 风险提示：食品安全问题，原材料价格波动，需求恢复不及预期。

(证券分析师：苏铖 证券分析师：李茵琦)

### 南华期货(603093)：2025年一季报点评：净利润同比持平，赴港上市强化境外业务竞争力

**投资要点** 事件：南华期货发布 2025 年一季报，公司 2025Q1 实现营业收入 5.34 亿元，同比-46.2%；归母净利润 0.86 亿元，同比+0.1%；对应 EPS 0.14 元，ROE 2.07%，同比-0.2pct。公司营收降幅较大，主要系公司对若干交易业务采用净额法确认收入，但该项变动对公司净利润不产生影响。 收入：Q1 手续费及利息净收入下滑显著，投资收益同比扭正。1) 手续费净收入：25Q1 公司手续费净收入为 1.07 亿元，同比下降 22.7%。2) 利息净收入：25Q1 公司利息净收入为 1.43 亿元，同比下降 20.5%，预计主要系客户保证金存款规模下降所致(25Q1 公司期货保证金存款 197 亿元，同比下降 37%)。3) 投资收益：25Q1 公司投资净收益(投资收益-对联营合营企业的投资收益+公允价值变动收益)为 0.18 亿元，同比扭正。4) 其他业务收入：以基差贸易货物销售收入为主，25Q1 为 2.71 亿元，同比-61%。 支出：整体随营收规模而下降：1) 业务及管理费：25Q1 公司业务及管理费 1.56 亿元，同比下降 9.3%。2) 资产减值：25Q1 公司信用减值损失 0.07 亿元，同比下降 65%。3) 其他业务成本：以基差贸易货物销售成本为主，25Q1 为 2.66 亿元，同比下降 61.6%，主要是伴随其他业务收入规模下降而减少。 正式递表港交所，有望成为第二家“A+H”股上市期货公司：2025 年 4 月 17 日，南华期货已递表港交所。公司赴港上市，旨在扩展境外业务规模，优化境外业务架构，以及提升公司于全球市场的竞争力及风险应对能力。此次南华期货若成功发行 H 股股票并在香港联交所主板挂牌上市，将成为继弘业期货之后，国内第二家“A+H”上市期货公司。 盈利预测与投资评级：结合公司 2025Q1 经营情况，我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.39/5.88/6.66 亿元，对应同比增速分别为 17.72%/9.15%/13.16%，当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 14.41/13.20/11.66 倍。南华期货境内业务发展稳健，境外业务优势突出，尤其在境外清算方面拥有显著优势。公司有望持续兑现发展潜力，维持“增持”评级。 风险提示：1) 行业监管趋严；2) 利率大幅波动。

(证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康)

### 城建发展(600266)：2024年报点评：多因素致利润承压，深耕北京聚焦城改

**投资要点** 事件：公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 254.4 亿元，同比增长 24.9%，归母净利润亏损 9.5 亿元，同比下降 270.2%。 营收稳步增长，多因素拖累公司业绩表现。2024 年公司主营房地产开发业务结转收入增加，公司营业收入同比增长 24.9%。公司营业收入正增而归母净利润亏损的主要原因为：1) 毛利率下滑，公司房地产开发业务毛利同比下降 4.2pct 至 14.1%，北京区域主营业务毛利率同比下降 5.7pct 至 15.1%；2) 公司投资收益同比下滑 12.1 亿元至-7.2 亿元；3) 受房地产市场下行等综合因素影响，公司计提资产减值损失 27.4 亿元，同比增加 17.8 亿元。 聚焦北京市场，连续 4 年位居北京销售榜单 TOP2。2024 年公司实现销售金额 202.7 亿元，同比下滑 37.8%；销售面积 46.7 万平方米，同比下滑 36.5%。公司聚焦北京市场，连续 4 年位列克而瑞北京区域第 2 名，行业地位稳固。公司坚持快周转，大力去化库存，精准应对脉冲式市场波动。天坛府项目签约金额创北京单盘记录；香山樾位居北京高端住宅销售前列；星

誉 BEIJING 累计签约套数位居普宅榜首。 谨慎投资布局，抢抓棚改、城中村改造窗口期。2024 年公司积极谨慎应对市场变化，深度整合内外部资源，严控投资测算底线。公司以挂牌方式新增 5 宗二级开发土地；获取通州老城平房、丰台火车站站前 2 个城改项目；获取丰台大井城改代建项目。 财务状况稳健，积极分红回馈股东。2024 年公司有息债务为 442.6 亿元，整体平均融资成本压降 41bp 至 3.71%。2024 年公司发行一笔 4 亿元企业债，票面利率仅 2.23%，融资渠道畅通。截至 2024 年底，公司货币资金 98.9 亿元，在手现金充裕。公司积极分红回馈股东，2024 年拟支付股利 1.0 亿元。 盈利预测：公司多年深耕北京棚改市场，近年来房地产市场下行及行业竞争加剧，我们下调公司 2025/2026 年的归母净利润预测为 2.2/6.7 亿元（前值为 12.5/13.7 亿元），预计 2027 年归母净利润为 6.0 亿元。对应的 EPS 为 0.10/0.32/0.29 元，对应的 PE 为 48.4/15.6/17.4 倍，考虑到公司聚焦核心城市，深耕城改市场，行业逐步企稳后有望率先受益，维持“买入”评级。 风险提示：城中村改造政策落地不及预期；房地产市场景气度超预期下行；结算进度不及预期。

（证券分析师：房诚琦）

### 华东医药（000963）：2024 年报点评：利润业绩略超预期，工业板块与工业微生物板块增长亮眼

投资要点 事件：2024 年，公司实现收入 419.06 亿元（+3.16%，表示同比增速，下同），实现归母净利润 35.12 亿元（+23.72%），扣非归母净利润 33.52 亿元（+22.48%）；2024Q4 季度，公司实现收入 104.28 亿元（+1.94%），实现归母净利润 9.50 亿元（+46.16%），实现扣非归母净利润 8.79 亿元（+50.88%）。利润业绩略超预期。 工业板块 24 年实现较快增长，自研+代理开始形成创新品种商业化梯队。核心子公司中美华东 2024 年实现销售收入（含 CSO 业务）138.11 亿元，同比增长 13.05%，实现扣非归母净利润 28.76 亿元，同比增长 29.04%，净资产收益率 25.33%。利拉鲁肽注射液自 2023 年获批以来持续保持较快增长，独家商业化 CAR-T 产品 2024 年 3 月获批以来超额完成全年计划目标，独家商业化乌司奴单抗注射液已在积极挂网入院并实现批量供货，新品种逐渐形成商业化梯队。 工业微生物板块收入快速增长，未来经营趋势稳步向上：工微板块 2024 年合计实现销售收入 7.11 亿元，同比增长 43.12%。其中，特色原料药&中间体板块增长 38%，xRNA 板块增长 20%，大健康&生物材料板块增长 142%，动物保健板块增长 33%。随着国内外大客户拓展取得积极成果，工微板块整体销售趋势持续向好。 医美板块海外收入下滑，国内保持收入增长与盈利提升：2024 年医美板块合计营业收入达到 23.26 亿元（剔除内部抵消因素），同比下降 4.94%，主要受到国内外宏观经济增长放缓、消费需求下降的影响。1）海外医美，2024 年实现营业收入约 9.67 亿元人民币，同比下降 25.81%，实现 EBITDA-1261 万英镑。2）国内医美，2024 年实现营业收入 11.39 亿元，同比增长 8.32%，盈利能力持续提升。医美产品在研管线丰富，未来 MaiLi®Extreme 玻尿酸、Ellans é®伊妍仕新新型号、重组 A 型肉毒素等产品陆续获批上市，将带来医美板块新增量。 在研管线储备丰富，仿创转型稳步推进。公司通过自主研发、外部合作和产品授权引进等方式，聚焦肿瘤、内分泌及自身免疫三大核心治疗领域，均已有全球首创新药上市，并形成了 ADC、GLP-1、外用制剂三大特色产品矩阵。创新药管线目前已经突破 80 项，自研产品开始进入验收期，BD 引进产品开始商业化，稳健经营之上实现仿创转型。 盈利预测与投资评级：考虑到产品集采及医美业务受到消费环境影响，我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由

39.16/45.61 亿元，调整至 40.14/45.39 亿元，预期 2027 年为 50.48 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 17/15/14 倍。维持“买入”评级。风险提示：新产品研发失败的风险，新产品市场推广或不及预期的风险，医药行业政策不确定性风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男)

### 莲花控股 (600186): 从调味品到算力，莲花向“星”别样红

**投资要点** 公司盈利修复超预期，双主业布局亦已成型。1998 年公司登陆上交所，成为国内味精行业“第一股”。而后几经浮沉，至 2019 年进入债务重整，而后迎来营收和利润的强劲修复。公司 2023 年设立莲花紫星公司，进军算力以打造新增长曲线，我们预计 2024 年算力业务营收接近 1 亿元，在手待交付订单丰厚，莲花味精+紫“星”双主业布局已经初步成型。调味品业务拐点已现，势头仍劲。“521”品牌复兴战略以来，公司积极有为：(1) 产品创新，推出高毛利新品如松茸鲜、酱油、蚝油等，其中，莲花松茸鲜于 2024 年预计完成销售额近 5000 万元，势能仍足，我们预计 2025 年销售额有望维持高双位数增速。(2) 设立专门的商超及新零售团队、招募经销商 (2023 年经销商数量同比增加 235 家)，积极与连锁大商超及餐饮企业洽谈进场，2024 年新增商超网点超 2000 家 (现存量约 4000 家左右)，同时积极拓展高校、政府等团餐领域，2024 年前三季度线下渠道营收同比增长 16% 至 18.23 亿元。23Q1-24Q1 公司味精于大卖场、大超市、小超市、便利店渠道的市占率同比分别提升 5.1/5.9/5.6/3.9pct。同时，2024 年开始搭建线上团队 (抖音为主)，截至 2024 年双十一结束，线上渠道营收已超 1 亿元。随着新渠道+空白区域开拓，预计 2025 年调味品业务收入有望维持 20% 左右增速。算力业务在手订单充足，业绩有望迎来指数级增长。我国算力业务蓬勃发展，2019-2023 年行业规模复合增速高达 19%。其中，受下游 AI 应用的拉动，智能算力增速更快，2019-2023 年行业规模复合增速高达 30%，高于行业平均水平。莲花紫星目前已部署 8 个智算中心 (深圳、广州、上海、杭州、宁波、无锡、马鞍山、呼和浩特)，为客户提供算力服务及代运营、模型微调、行业方案、AI 应用等服务。截至 2025 年 3 月，公司算力服务器租赁业务在手订单超 16 亿元。公司自 2023 年底切入算力业务，2024H1 已实现收入 0.22 亿元，考虑到客户订单爬坡周期，预计 2024 全年算力收入近 1 亿元 (据股权激励，公司对莲花紫星 2024-2026 年的考核目标值营业收入分别为 1.2/4.0/6.0 亿元，净利润 0.15/0.8/1.5 亿元)。展望未来，随着大模型应用普及、下游需求高企，公司有望凭借其资金、资源优势获得更多的市场份额。盈利预测与投资评级：老牌味精企业重整换血，管理层积极谋变，运营提升逐步显效，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 2.07/2.69/3.39 亿元，同比增速为 59.12%/30.18%/25.91%，EPS 分别为 0.12/0.15/0.19 元，对应当前 PE 为 55.62x、42.73x、33.94x，鉴于公司有两大业务，调味品业务参考可比公司恒顺醋业、算力业务参考可比公司润建股份、润泽科技，综合对比，考虑到公司两大业务仍处成长期，给予一定的估值溢价，对标当下估值仍有空间，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：食品安全风险、竞争加剧的风险、算力业务不达预期风险。

(证券分析师：苏钺 证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨 证券分析师：邓洁)

### 银轮股份 (002126): 2024 年年报点评: 2024Q4 经营整体稳健，全球化发展持续推进

**投资要点** 事件：公司发布 2024 年年度报告。2024 年公司实现营业收入 127.02 亿元，同比增长 15.28%；实现归母净利润 7.84 亿元，同



比增长 28.00%。其中，2024Q4 单季度公司实现营业收入 34.97 亿元，同比增长 15.57%，环比增长 14.51%；实现归母净利润 1.79 亿元，同比增长 6.40%，环比下降 10.91%。公司 2024Q4 业绩稍微低于我们之前的预期。2024Q4 业绩稍低于预期，减值损失短期产生拖累。收入端，2024Q4 公司实现营业收入 34.97 亿元，同比增长 15.57%，环比增长 14.51%。从主要下游 2024Q4 表现来看：国内重卡行业批发 21.90 万辆，环比增长 22.69%；国内狭义新能源乘用车行业批发 432.20 万辆，环比增长 33.85%。毛利率方面，公司 2024Q4 单季度毛利率为 20.24%，环比提升 2.50 个百分点，主要系 2024Q3 会计准则调整导致低基数。期间费用方面，公司 2024Q4 单季度期间费用率为 11.27%，环比提升 1.68 个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.55%/5.37%/4.00%/0.35%，环比分别+2.74/-0.17/-0.91/+0.02 个百分点（销售费用率环比大幅提升主要系 2024Q3 会计政策调整导致 2024Q3 销售费用率低基数）。减值损失方面，公司 2024Q4 计提减值较多，其中资产减值损失 0.84 亿元，信用减值损失 0.46 亿元，短期拖累利润。净利润方面，公司 2024Q4 实现归母净利润 1.79 亿元，同比增长 6.40%，环比下降 10.91%；对应归母净利率 5.13%，同比下降 0.44 个百分点，环比下降 1.46 个百分点。“技术+产品+布局+客户”四大核心优势，助力公司新能源热管理业务快速发展。研发上，公司不断加大力度，集中优势资源打造全球化的研发体系，聚焦于新能源汽车热管理方向。产品上，公司在新能源热管理领域拥有“1+4+N”的全面产品布局，且持续发力工业及民用市场，实现第三曲线的提前布局。布局上，公司秉承着国际化的发展战略，在海外各市场持续推动生产及技术服务，更好地为全球客户进行属地化的服务。客户上，公司新能源热管理业务覆盖了国际知名电动车企业、CATL、吉利和蔚小理等优质客户，充分享受客户发展红利。盈利预测与投资评级：考虑到公司新项目的量产进度和下游客户销量情况，我们将公司 2025-2026 年的归母净利润预测调整为 10.70 亿元、13.09 亿元（前值为 11.00 亿元、13.81 亿元），新增 2027 年归母净利润预测 15.67 亿元。对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.28 元、1.57 元、1.88 元，对应 2025-2027 年市盈率分别为 19.47 倍、15.91 倍、13.29 倍。考虑到公司作为热管理系统龙头，且持续拓展数字与能源热管理业务，因此维持“买入”评级。风险提示：新能源乘用车销量不及预期；新产品拓展不及预期；原材料价格波动影响盈利。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

#### **横店东磁（002056）：2025 一季报点评：25Q1 符合预期，三大业务稳健增长**

**投资要点** 事件：公司发布 2025 年一季度报，实现营收 52.2 亿元，同环比 23.4%/4.9%，归母净利润 4.6 亿元，同环比 29.7%/-49.1%，毛利率 16.6%，同环比 0.7/-14.4pct，归母净利率 8.8%，同环比 0.4/-9.3pct。业绩符合市场预期。Q1 出货同比高增、印尼持续释放量利：2025 年 Q1 公司光伏出货 5.9GW，同增约 65%，其中印尼电池出货约 900MW，针对美国市场贡献超额盈利，测算毛利超 14%、单瓦盈利约数美分；4 月美国对印尼加征 32%对等关税，后暂缓 90 天当前按 10%税率征收；考虑美国本土电池产能紧缺，关税提升亦有望向下游传导溢价。预计 2025 年公司光伏产品出货 20GW+，其中印尼电池出货有望超 3GW，稳健经营、持续向好。磁材稳中有进、锂电持续成长：2025 年 Q1 公司磁材器件/锂电收入占比分别约 20%/10%，磁材出货约 5.3 万吨，稳中有进、同增约 3%，毛利率稳定保持 26%左右。锂电池 Q1 出货 1.28 亿支，同增约 28.5%；公司具备 7GWh 产能，聚焦小动力市

场、积极拓展电动工具、智能家居及储能，有望持续高增。费用率优化、现金流有所下降：公司 2025 年 Q1 期间费用 2 亿元，同环比-43.8%/-31.5%，费用率 3.9%，同环比-4.6/-2.1pct；主要系财务费用改善明细。经营性现金流 2.6 亿元，同环比-44.5%/-88.5%；主要系购买商品开立的票据到期偿还同比增加所致。2025 年 Q1 末存货 40.2 亿元，较年初环增约 3 亿元。盈利预测与投资评级：考虑公司业务稳中向好，我们维持盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 19.1/22.1/25 亿元，同比+5%/+16%/+13%，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男  
证券分析师：徐毓嵘)

### 中熔电气 (301031): 2024 年年报&2025 年一季报点评: 24 年激励熔断器放量, 25Q1 业绩亮眼

**投资要点** 24 年业绩符合预期, 25Q1 业绩略超预期。公司 24 年营收 14.2 亿元, 同增 34%, 归母净利润 1.9 亿元, 同增 60%, 毛利率 39.7%, 同降 1.1pct; Q4 营收 4.6 亿元, 同环比+51%/+22%, 归母净利润 0.7 亿元, 同环比+112%/+23%, 毛利率 42.1%, 同环比+0.8/+3.0pct。25 年 Q1 营收 3.9 亿元, 同环比+45%/-14%, 归母净利润 0.6 亿元, 同环比+126%/-9%, 毛利率 38.6%, 同环 0.5/-3.5pct。激励熔断器拉动车端收入高增, 毛利率微增。24 年车端收入 9 亿元, 同比增 50%, 其中 Q4 车端收入预计 3 亿元, 环增 20%, 25Q1 预计收入 2.5 亿, 环比-15%; 24 年毛利率 39.8%, 同比+0.5pct。产品结构看, 24 年激励熔断器销量 136 万只, 同比增 201%, 收入 1.4 亿, 同比增 190%, 对应均价 101 元/只, 微降 4%。考虑到高压快充车型渗透率持续提升, 25 年激励熔断器仍有望保持翻番以上增速。同时公司海外熔断器定点 25-26 年开始逐步放量, 并拓展布局继电器和模组, 后续有望迎来突破。因此预计车端 25 年收入仍有望保持 50%增长。新能源端聚焦高盈利产品, 经营稳健。24 年新能源端收入 3.5 亿, 同比增 1%, 其中 Q4 预计收入 1.1 亿, 环比增 20%, 全年毛利率 41%, 同比-4pct, 受到行业竞争加剧影响。25 年国内光储装机基本持平微增, 公司聚焦高盈利产品, 全年营收和毛利率基本稳定, 其中 25Q1 国内光伏储能强装, 需求相对强劲, 预计 Q1 收入环比下降 10%+。此外, 公司与 tesla 持续合作, 25 年我们预计供应上海 megepack 工厂, 储能产品预计保持高速增长。工控电源及其他收入高增, 其他领域稳健。24 年工控电源领域收入 1 亿, 同比增 78%, 占比提升至 7%; 通信领域收入 0.5 亿, 同比增 22%; 轨道交通收入 0.2 亿, 同比增 12%。盈利预测与投资评级: 考虑到下游需求超预期, 我们预计 25-26 年归母净利润 3.2/4.5 亿元 (原预测 3.0/4.2 亿元), 给予 27 年归母净利润 6.0 亿元预测, 同增 72%/40%/33%, 对应 PE 24/17/13 倍, 考虑到公司电力熔断器龙头地位, 给予 26 年 25 倍 PE, 目标价 171 元, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格波动超市场预期, 电动车销量不及市场预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕  
证券分析师：朱家佟)

### 天目湖 (603136): 2024 年报及 2025 一季报点评: Q1 归母净利润同增 26%, 关注新项目进展

**投资要点** 事件: 2025 年 4 月 20 日, 天目湖发布 2024 年报及 2025 一季报, 2024 年全年公司实现营收 5.36 亿元, yoy-15%, 归母净利润 1.05 亿元, yoy-29%, 扣非归母净利润 1.01 亿元, yoy-28%。Q1 归母净利润同增 26%; 2024Q4 公司实现收入 1.32 亿元, yoy-15%; 归母

净利润 0.19 亿元, yoy-29%, 扣非归母净利润 0.18 亿元, yoy-30%。2025Q1 收入为 1.05 亿元, yoy-2%; 归母净利润 0.14 亿元, yoy+26%; 扣非归母 0.13 亿元, yoy+34%。各业务承压: 分化分业务看, 2024 年景区/水世界/温泉/酒店/旅行社业务收入分别为 2.82/0.07/0.42/1.59/0.09 亿元, yoy-13%/-41%/-10%/-23%/-5%, 毛利率分别为 70.4%/-43.4%/47.0%/21.4%/6.6%, yoy-0.8/-50.4/-1.4/-8.5/-0.6pct, 外部环境变化, 客流增长承压, 收入和毛利率下滑。沪苏湖高铁开通, 关注新项目进展: 公司积极推进南山小寨二期和平桥文旅综合体项目落地, 以及老项目御水温泉提档升级, 策划筹备项目御水温泉三期和平桥特色休闲体验旅游区等; 2024 年 11 月, 公司中标动物王国一期(含酒店)项目。沪苏湖高铁开通后, 上海到溧阳高铁交通时间将由 2 小时缩短至 1 小时左右, 我们预计对客流有一定拉动作用。盈利预测与投资评级: 天目湖作为国内一站式旅游模式先行者, 资源禀赋稀缺, 项目开发运营能力优异, 国资入主赋能发展。随着旅游行业全面复苏, 公司盈利能力加速恢复, 未来新项目将陆续投运, 公司成长性可观。调整 2025/2026 及新增 2027 年盈利预测, 2025-2027 年归母净利润分别为 1.5/1.6/1.8 亿元(2025/2026 年前值为 1.5/1.8 亿元), 对应 PE 估值为 23/21/19 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 需求不及预期, 储备项目建设进度不及预期, 自然灾害、极端天气等影响经营的风险。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石旻瑄

研究助理: 王琳婧)

### 卫龙美味(09985.HK): 卫龙美味: 全能选手, 乘风而起

投资要点 休闲零食全能型选手, 品类红利和渠道精耕正在释放成果。1) 公司概况: 以辣条零食起家, 目前是辣条行业领军品牌(2023 年市占率 28%, 第二三名分别是 8%、5%)。公司注重品牌年轻化营销, 在消费者中已经树立了“辣条=卫龙”心智。渠道方面完成了从流通渠道向现代渠道的跨越(2015 年), 2020 年至今践行渠道下沉、深度分销策略, 基本已经理顺渠道策略和组织架构, 目前经销商和销售人员都相对稳定, 优质经销商绑定程度较高。2) 2024 年复盘: 2023-2024 年提价顺利传导, 渠道架构进行前期调整后稳定下来, 配合魔芋产品的品类趋势, 2024 年蔬菜制品(魔芋为主)实现 59%增长达到 33 亿元, 魔芋制品成为第一大品类。公司 2024 年的亮眼成绩可以说是品类红利的释放, 但我们认为也得益于渠道的配合(自身渠道精耕和量贩渠道的增量)。中式零食正当时, 品类天花板尚早。我们认为中式零食的浪潮正当时, 鹌鹑蛋、魔芋的例子都能体现出这个趋势, 优质头部企业有能力配合消费趋势从 0 到 1 去打造中式爆款零食。为什么魔芋会成为爆品: 首先辣味因为具备成瘾性; 其次面制品和魔芋制品都有很好的形态和调味可塑性, 利于商家做品类创新; 此外还离不开厂家通过品牌宣传、品类创新增强消费者的认知。魔芋的市场空间: 魔芋休闲食品本身还处于成长阶段, 根据艾媒咨询数据, 2024 年魔芋零食市场规模已突破 120 亿元, 年增长超 20%。辣条市场终端规模 200 亿元左右, 对标辣条我们认为魔芋至少可以达到和辣条相当的体量; 因为辣条和休闲魔芋制品同样具备形态和调味可塑性, 但从健康角度来看魔芋远远好于辣条。有第三曲线可期(比如海带), 公司品牌力、渠道力均具备, 也在积极储备新品类。公司的空间和估值定价。辣条: 领先优势显著, 市占率可逐步提升, 具体来看: ①公司 2022-2023 年因为提价和渠道调整导致销量受损, 中期看若销量修复到 2021 年水平, 对应营收为 39 亿元, 相比 2024 年有 1.5 倍空间。②公司产品以甜辣口味为主, 过去两年错过麻辣口味的机会, 已经推出麻辣口味



产品完善产品矩阵。魔芋：2022 年根据尼尔森数据，公司魔芋爽的网点覆盖度只有辣条的 59%，静态来看假设未来魔芋爽的网点覆盖率达到和辣条一样，意味着魔芋的销售体量可以达到 50 亿元。定价：公司目前第一品类基本盘稳定，还有稳健增长，第二品类处于快速放量阶段。当前阶段的估值定价我们认为可以参考 2022H2-2023 年劲仔食品的情况，期间劲仔食品 PE 高于申万食品饮料指数，高点的差值达到接近 10 倍。当前申万食品饮料估值水位在 20 倍左右，我们认为公司的估值可上探到 25-30 倍。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 78.6/92.8/106.9 亿元，归母净利分别为 13.8/18.4/22.0 亿元，对应 PE 为 26/20/16X。首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：食品安全问题，原材料价格波动，需求恢复不及预期。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：李茵琦）

**万辰集团（300972）：2024 年报点评：门店数量高增，盈利能力提升**  
 投资要点 事件：2024 年公司实现营收 323.3 亿元，同比+247.9%；实现净利润 6.0 亿元，去年同期亏损 1.5 亿元；实现归母净利 2.9 亿元，去年同期亏损 0.8 亿元。2024Q4 公司实现营收 117.2 亿元，同比+166.7%；实现净利润 2.6 亿元，去年同期亏损 0.8 亿元；实现归母净利 2.1 亿元，去年同期亏损 0.3 亿元。 门店数量快速增长，单店营收在门店加密情况下依旧稳健。2024 零食量贩实现营收 317.9 亿元，2023 年为 87.5 亿元；2024Q4 零食量贩实现营收 115.6 亿元，同比+156.5%；环比+21.0%。2024 年门店数量达到 14196 家，2023 年为 4726 家，我们测算 2024 年单店营收为 336 万元，同比小幅下降，我们预计有门店加密的影响。食用菌业务 2024 年实现营收 5.4 亿元，同比-0.9%。 规模效应充分释放，少数股东权益收回带动归母利润提升。2024 年公司实现毛利率 10.8%，同比+1.5%，其中量贩业务/食用菌毛利率分别为 10.9%/4.8%，同比+1.3/-0.9pct；全年销售/管理费用率同比-0.2/-1.8pct；主要源自零食量贩业务规模效应提升。2024Q4 毛利率同比+1.0pct，销售/管理费用率分别同比+0.4/-1.3pct。销售费用增加主要系营销费用、拓展费用增加，管理费用率下降主要系规模效应。2024/24Q4 实现净利率 1.9%/2.2%，同比+3.4/2.4pct。其中零食量贩业务 2024Q4 还原股权激励的净利率为 2.74%，2024Q1-4 分别为 2.5%/2.7%/2.7%/2.7%。2024 年子公司万兴/万品的净利率分别为 2%/3%。2024/24Q4 实现归母利润 2.9/2.1 亿元，归母净利润占整体净利润分别为 49%/81%，2024Q3 少数股权权益收回部分，带动归母净利占比提升。 净利率有望继续上行，积极尝试新业态。2024 年毛利率、净利率同比均有改善，我们认为公司零食量贩业务的规模效应在逐步释放；2025 年 1 月公司旗下来优品品牌开始尝试“省钱超市”新店型，尝试日化、短保烘焙等品类，有望拓宽门店经营品类。 盈利预测与投资评级：考虑到公司经营情况向好，盈利能力逐步提升，我们略上调 2025 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 7.0/9.7/12.3 亿元（此前 2025-2026 年分别为 6.6/9.7 亿元），同比+139%/+39%/+27%，对应 PE 为 29/21/16X。维持“买入”评级。 风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：李茵琦）

**信德新材（301349）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：快充催化出货实现高增长，单吨净利稳步修复**

投资要点 公司业绩符合预期。公司 24 年营收 8.1 亿元，同比-14.6%，归母净利润-0.3 亿元，同比-180%，毛利率 4.9%，同比-8.8pct，处于此前业绩预告中值，符合市场预期；其中 24Q4 营收 2.4 亿元，同环比-

1.1%/19.6%，归母净利润-0.1 亿元，环比亏损幅度扩大，25Q1 收入 2.43 亿，同环比 81%/-1%，归母净利 0.07 亿元，同环比扭亏；公司 24 年起将停产费由管理费用调至主营业务成本，影响毛利率，且部分政府收益调整至递延收益，倒算后 Q4 毛利率 9%，环比提升 3pct，25Q1 毛利率 11.6%，环比+3pct。24 年出货 6 万吨、25 年出货预计同增 30%+至 8 万吨。公司 24 年包覆材料出货 6 万吨，同增 94%，其中我们预计 24Q4 出货约 1.9 万吨+，环比增近 50%，我们预计 25Q1 公司出货进一步提升至 2 万吨+，环增 5-10%，公司当前满产满销，我们预计 Q2 出货环比微增，全年出货 8 万吨，同增 33%。25Q1 恢复盈利、涨价+产品结构改善带动单吨净利稳步提升。公司 24 年包覆材料收入 3.33 亿，对应单价 0.62 万/吨（含税），较 23 年下滑 50%，主要系行业降价压力较大、中低温产品占比提升及部分高价库存消化，24Q4 单吨净利亏损，25Q1 单吨净利恢复微利。当前看产品价格已见底，Q2 起大部分客户涨价 5-10%落地，且中高端产品占比逐步提升至 30%+，乙烯焦油价格也较高点回落，预计单吨净利逐步恢复至 0.05-0.1 万。此外昱泰 3 万吨产能成本较大连一体化前低 0.2 万元/吨，24 年盈利 0.36 亿，对应单吨净利 1-2k 元左右，25 年预计 3 万吨产能满产满销，单吨净利可维持，贡献主要利润增量。费用控制良好、副产品存货有所增加。公司 24 年期间费用 0.9 亿元，同 0.7%，费用率 10.8%，同比+1.6pct，25Q1 期间费用 0.2 亿元，同比-21.2%，费用率 8.6%，同比-11.1pct；24 年经营性净现金流-0.1 亿元，同比-84.6%，其中 Q4 经营性现金流-1 亿元，同环比-8.8%/-226.4%；24 年资本开支 0.5 亿元，同比-2.3%；24 年末存货 2.1 亿元，25Q1 末存货 2.7 亿元，较年初进一步增长 24.5%，主要系公司副产品库存增加，但包覆材料库存有所下降。盈利预测与投资评级：考虑公司价格承压，下修 25-26 年归母净利润 0.6/0.9 亿元（原 25-26 年预期 0.7/1.3 亿元），新增 27 年净利预期 1.1 亿元，同比增 273%/56%/24%，对应 PE 为 58x/37x/30x，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕  
证券分析师：岳斯瑶）

### 浙江鼎力（603338）：2024 年报点评：业绩阶段性承压，非美+新品放量可期

**投资要点** 归母净利润同比-13%，海外市场引领收入增长 2024 年公司实现营业总收入 78 亿元，同比增长 24%，归母净利润 16.3 亿元，同比下降 13%。单 Q4 实现营业总收入 17 亿元，同比增长 6%，归母净利润 1.7 亿元，同比下降 71%。分区域，公司高机国内实现营收 16 亿元，同比下降 22%，出口实现营收 55 亿元，同比增长 44%。其中，美国子公司 CMEC 全年实现收入约 35 亿人民币，同比增长 25%（2024 年 5 月并表）。分产品，公司剪叉/臂式/桅柱分别实现营收 34/30/8 亿元，同比分别增长 14%/21%/53%，产品均价均有提升。毛利率基本维持稳定，费用计提阶段性增加 2024 年公司主营业务毛利率 33.7%，同比下降 1.1pct，其中国内毛利率 26.4%，同比增加 0.9pct，海外毛利率 35.9%，同比下降 4.0pct，海外毛利率下降系新兴市场拓展影响。2024 年公司销售毛利率 35.0%，同比下降 3.5pct，销售净利率 20.9%，同比下降 8.7pct，期间费用率 8.2%，同比提升 2.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.3%/2.9%/3.3%/-1.2%，同比分别变动-0.4/+0.6/-0.2/+2.7pct。公司利润率下滑，我们判断主要系：①Q4 北美市场渠道拓展、提前清关备货等导致成本费用增加；②CMEC 员工奖金等费用于年终集中计提；③非欧美市场拓展，且结算币种增加，受

汇率影响增强；④汇兑收益同比减少。⑤政府补助、投资收益减少（分别减少约 0.7/1 亿元）。导致利润增速下滑的多为暂时性因素，一次性计提。毛利率基本维持稳定，费用计提阶段性增加 展望 2025 年，公司利润增速有望修复：①美国已有充足备库，提供应对关税窗口期，②欧洲双反关税低+新品推广，③新兴市场、非高机板块业务拓展。④并购 CMEC 及美国备库带来的一次性费用计提影响消除。长期来看，公司于美国市场的拓展有望通过本地建厂等等方式实现，非美市场、船坞除锈机器人等新业务贡献增量，业绩有望稳健增长。 盈利预测与投资评级：考虑到地缘政治冲突、关税等带来的不确定性，出于谨慎性考虑，我们调整 2025-2026 年归母净利润为 21（原值 26）/24（原值 30）亿元，预计 2027 年归母净利润为 28 亿元，当前市值对应 PE 分别为 10/9/8。公司研发、管理等核心竞争力可持续，非美+新品市场拓展可期，维持“增持”评级。 风险提示：竞争格局恶化、地缘政治冲突等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

#### **甘源食品（002991）：2024 年报及 2025 年一季报点评：承压阶段已过，海外业务稳步推进**

**投资要点** 事件：2024 年公司实现营收 22.6 亿元，同比+22.2%，实现归母净利 3.8 亿元，同比+14.3%；实现扣非归母净利 3.4 亿元，同比+16.9%。2024Q4 实现营收 6.5 亿元，同比+22.0%，实现归母净利 1.0 亿元，同比-13.9%；实现扣非归母净利 1.0 亿元，同比-10.4%。2025Q1 实现营收 5.0 亿元，同比-14.0%，实现归母净利 0.5 亿元，同比-42.2%；实现扣非归母净利 0.5 亿元，同比-45.1%。 各品类稳健增长，初探海外市场，表现亮眼。2024 年青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁/其他主营业务分别实现营收 5.2/3.0/2.8/7.0/4.4 亿元，同比+10.5%/12.6%/19.7%/39.8%/21.2%。经销/电商分别实现营收 19.3/2.4 亿元，同比+23%/11%。经销渠道中，预计传统渠道和会员制商超有一定承压，零食量贩保持翻倍增长，海外贡献亿元以上增量。 2024Q4 成本上涨导致毛利率略承压。2025 年实现毛利率 35.5%，同比-0.8pct，青豌豆/瓜子仁/蚕豆/综合果仁/其他主营业务毛利率分别为 45.9%/44.7%/41.0%/27.8%/24.2%，同比-3.1/-0.3/-3.1/+0.3/+4.3pct，青豌豆、蚕豆毛利率下降，主要系原材料有小幅涨价，此外 2024Q4 开始棕榈油成本上涨。2024 年销售/管理费用率分别同比+1.2/-0.0pct。销售费用增加主要系员工薪资和促销推广费用增加。2025Q1 实现毛利率 34.3%，同比-1.1pct，主要系棕榈油成本上涨，销售/管理费用率同比+4.2/+1.4pct，销售费用率提升主要系代言人、海外推广等增加了费用投放，此外 2025Q1 收入的规模效应较弱。2024 年/2025Q1 实现净利率 16.7%/10.5%，同比-1.1/-5.1pct。 海外市场潜力较大，国内市场亦有边际变化。1）海外市场方面，预计在 Q2-Q3 越南市场会再新增品类，印尼等其他国家也在积极导入期；2）会员制商超 2024 年 11 月上新翡翠豆，预计会员制商超 2025 年有一定增量；3）传统渠道、电商渠道都已经在逐步改革，匹配新的组织架构和产品矩阵，有望边际向上。 盈利预测与投资评级：公司收入端成长性较好，但考虑到成本压力和费用投放可能略有增加，我们略下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.9/5.1/6.4 亿元（此前 2025-2026 年分别为 4.8/5.6 亿元），同比+5%/+30%/+24%，对应 PE 为 18/14/11X。维持“买入”评级。 风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

#### **华友钴业（603799）：2024 年报及 2025 一季报点评：Q1 业绩略超预期**



### 期，镍产品贡献主要利润增量

**投资要点** 年报业绩符合预期，Q1 业绩略超预期。公司 24 年营收 609 亿元，同-8%，归母净利润 41.5 亿元，同+24%；其中 24Q4 营收 155 亿元，同环比+1.6%/+0.1%，归母净利润 11.3 亿元，同环比+235.9%/-15.9%，扣非归母净利 7.5 亿元，同环比+106%/-42%，非经常性损益主要为金融资产和负债的公允价值变动。25 年 Q1 营收 178 亿元，同环比+19.2%/+15.4%，归母净利润 12.5 亿元，同环比+139.7%/+10.4%。25Q1 镍产品出货环增 40%+，部分锁价盈利稳定。24 年镍产品出货 18.4 万金吨（含内部自供），同增 46%，镍中间品实现出货近 23 万金吨（权益量 13 万吨），同增近 50%，其中我们预计 Q4 镍产品出货近 5 万吨，环减 15%+，镍中间品出货 6 万吨+，环比基本持平。我们预计 25Q1 镍产品出货 7 万吨，同比翻倍，环增 40%+，25 全年镍产品出货 27-28 万吨。资源端，华飞 12 万吨和华越 6 万吨持续超产，华科 4.5 万吨稳定运营，24 年镍自供比例达到 60-70%，25 年自供比例预计超 70%，权益达到 15 万吨。盈利端，MHP 镍成本 1.2 万美金，按当前 1.6 万美金镍价，预计单吨利润 0.4 万美金，火法基本盈亏平衡，因此我们预计公司 25 年镍利润贡献 30-35 亿。考虑目前镍价触底，未来价格弹性大。钴价上行 Q2 起释放业绩弹性。24 年钴产品销量 4.7 万金吨（含内部自供），同增 13%，预计 25Q1 出货 1 万吨+，环比微降，全年出货量预计稳定。印尼湿法镍冶炼项目有 2 万吨钴副产品，对应钴自有权益 1.2 万吨，钴价从 Q1 底部 16 万元上涨至 25 万元左右震荡，对应业绩弹性 10 亿+，此外，公司外采钴 3 万吨+，钴价上行公司可享受折扣系数优惠。我们预计 Q2-Q3 逐步释放钴业绩弹性，全年可贡献 10-12 亿增量利润。铜贡献稳定利润，锂盈亏平衡。24 年铜产品销量 9 万金吨，同增 2.8%，我们预计 25Q1 出货 1.6 万吨，环减 25%，主要受刚果金缺电影响，自有光储电站已建成，Q2 恢复，全年铜预计贡献 7-8 亿利润。24 年 Arcadia 锂精矿出货约 40 万吨，同增 41%，碳酸锂销量 3.9 万吨（3.4 万吨自有矿+0.5 万吨再生锂），同增 377%，我们预计 25 年自有矿碳酸锂出货近 4 万吨；Q1 碳酸锂全成本 8 万（含税），我们预计公司通过套保可以盈亏平衡，5 万吨硫酸锂项目计划 25Q3 末建成，投产后全成本将降至 6.5 万（含税），26 年锂出货量预期 6 万吨。锂电材料 24 年减少低盈利产品出货，25 年销量有望恢复。24 年三元前驱体出货 10 万吨，同减 20%，我们预计 25Q1 恢复至 2.1 万吨，同增 50%，25 年全年目标销量 13 万吨，同增 30%。24 年三元正极材料销量 6.6 万吨，同减 31%，由于公司部分产品转至参股合资公司乐友生产，24 年已贡献明显投资收益；我们预计 25 年正极销量 8 万吨，同增 30%。盈利预测与投资评级：由于钴价上涨，我们上调 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 55/67/82 亿元（25-26 年原预期 48/52 亿元），同增 33%/21%/22%，对应 PE 为 10x/8x/7x，考虑公司一体化优势显著，给予 25 年 15x PE，目标价 49 元，维持“买入”评级。风险提示：上游原材料价格大幅波动，电动车销量不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸）

### 同力股份（834599）：2024 年报点评：新能源产品序列持续丰富，全年业绩同比增长 29%

**投资要点** 新能源产品序列持续丰富并积极拓展海外市场，2024 全年业绩同比增长 29%。公司发布 2024 年度报告，实现营业收入 61.45 亿元，同比+4.85%；归母净利润 7.93 亿元，同比+29.03%；扣非归母净利润 7.76 亿元，同比+31.59%。业绩同比上升主要系公司新能源产品

序列继续丰富，与多家智驾公司联合研发，在自主研发的线控底盘基础上推出大吨位新能源无人驾驶产品大批量推向矿区。同时，公司积极开拓境外市场，对海外销售在各种资源配置方面予以倾斜，同力重工（新加坡）定位明确，以新加坡为中心，辐射全球海外业务。在优先发展战略方向支撑下，2024 年公司境外市场营收同比+3.03%至 10.11 亿元，毛利率同比+1.04pct 至 34.03%。2024 年，公司整体销售毛利率同比提升 2.37pct 至 21.45%，销售净利率同比提升 2.32pct 至 12.91%，销售/管理/财务/研发费用率为 2.07%/1.46%/0.01%/3.19%，同比-3.65/-0.01/+0.15/+1.42pct。整车与维修服务同比稳健增长，配件销售增速显著。1) 整车-宽体自卸车：主要产品为各类矿山开采及大型工程物料运输所需的非公路宽体自卸车、非公路矿用自卸车以及井巷开采所需的坑道车等，公司积极在新能源车型、无人驾驶车型及海外市场快速布局，稳固市场占有率，该业务营收同比+2.19%至 56.66 亿元，毛利率小幅下滑 1.62pct 至 20.45%。2) 配件：随着整机销售的持续增长，服务商对三包期内和三包期外、客户对三包期外维修和保养配件的需求随之增长，从而使得公司配件销售收入大幅增长，带动该业务营收同比+0.77%至 3.13 亿元，在总营收占比+1.06pct 至 5.09%，毛利率同比+0.95pct 至 36.48%。3) 维修服务：整机销售的持续增长带动该业务营收同比+0.01%至 0.54 亿元，在总营收占比-0.03pct 至 0.87%，毛利率同比+5.06pct 至 79.64%。产业链关键环节自主可控，新能源车型打开长期成长空间。1) 产业链关键环节技术领先：公司历经 20 年发展，在工艺管理、关键零部件制造、整机装配、检测试验四方面都处于国内领先水平，能够满足多品种小批量大批次的柔性生产需求。另外公司研发投入持续增长，通过高研发投入巩固自身护城河，持续领跑自卸车行业。2) 新能源车型销售增速可观：公司是最早研发新能源产品的企业之一，技术的积累、产品品质的提升，促使近年来新能源产品市场销售遥遥领先。公司生产的纯电产品、甲醇增程系列产品、CNG 动力产品、LNG 动力产品等产品在市场受到热捧，有望打开中长期成长空间。盈利预测与投资评级：考虑 2024 年公司业绩复苏进程加速，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润为 9.55/10.98 亿元（前值分别为 7.39/8.33 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 12.27 亿元，对应动态 PE 分别为 10.36/9.01/8.06 倍，考虑公司具有长期成长性，维持“买入”评级。风险提示：1) 技术迭代不及预期；2) 宏观经济波动；3) 市场竞争加剧。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申

证券分析师：余慧勇 研究助理：薛路熹 研究助理：武阿兰）

### 三七互娱（002555）：2024 年年报点评：新游表现出色，连续季度高分红

投资要点 事件：2024 年公司实现营业收入 174.41 亿元，yoy+5.40%，归母净利润 26.73 亿元，yoy+0.54%，扣非归母净利润 25.91 亿元，yoy+3.76%。其中，2024Q4 实现营业收入 41.02 亿元，yoy-8.93%，qoq-0.14%，归母净利润 7.76 亿元，yoy+66.33%，qoq+22.55%，扣非归母净利润 7.14 亿元，yoy+70.30%，qoq+18.60%。此外，公司宣布 2024 年拟向全体股东每 10 股派送现金股利 3.70 元（含税），公司实施连续季度分红，2024Q1-4 合计分红 22.2 亿元，同比增长 22%，占 2024 年归母净利润 82%，同时公司公告将在 2025 年延续季度分红。存量游戏长线运营，稳健释放业绩。2024 年公司营收同比增长 5.40%，其中：1) 境内收入 117.19 亿元，同比增长 9.12%，主要系《寻道大千》《时光杂货店》等游戏贡献增量，同时《斗罗大陆：魂师对决》《凡人修仙传：人界篇》等老游延续长线运营；2) 境外收入 57.22 亿元，同

比下降 1.47%，重点产品《Puzzles & Survival》《Puzzles & Chaos》表现出色。费用端，2024 年公司销售/管理/研发费用率 78.63%/15.33%/14.86%，同比变动+0.75pct/-0.62pct/-0.61pct，费用管控良好。产品储备充沛，新游上线表现亮眼。公司持续贯彻“多元化”战略，储备有超 10 款自研、超 14 款代理游戏，涵盖 MMO、SLG、模拟经营、卡牌等赛道。其中，东方历史题材模拟经营游戏《时光大爆炸》、放置刷宝 ARPG《英雄没有闪》已于 2025 年初先后上线，截至 2025/4/19，《时光大爆炸》跻身微信小游戏畅销榜第 4 名，《英雄没有闪》跻身 iOS 游戏畅销榜第 5 名，并登顶微信小游戏畅销榜，流水表现出色，有望贡献显著业绩增量。我们看好公司存量游戏延续长线运营，多元化新游储备不断兑现，持续增厚业绩。积极拥抱 AI，构建全链路 AI 赋能生态。公司持续升级 AI 能力体系，以自研游戏行业大模型“小七”为 AI 能力底座，将“图灵”“量子”“天机”等数智化产品全面升级为 AI 智能体，精准支持广告计划投放等功能，并在代码生成与文本创作领域表现卓越，全面赋能游戏研发与运营。同时，公司积极探索 AI 在游戏领域的创新应用，聚焦 AI 在提升产品游戏性、增强互动体验的可能性，期待公司推出更加沉浸式、个性化的 AI 游戏体验。盈利预测与投资评级：考虑到公司新游储备充沛，前期推广或带来费用、收入确认的错配，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 为 1.25/1.28/1.32 元（2025-2026 年前值为 1.38/1.56 元），对应当前股价 PE 分别为 12/12/11 倍。我们看好公司新游表现出色且后续储备充沛，高分红回报股东，维持“买入”评级。风险提示：新游表现不及预期，买量竞争加剧，行业监管风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖  
证券分析师：陈欣）

### 南网能源（003035）：大股东增持彰显信心，继续立足优势打造核心竞争力

投资要点 事件：（1）4 月 16 日，南方电网控股上市公司举办 2024 年集体业绩说明会，会议以“共建新型电力系统生态 共促资本市场稳定发展”为主题，南方电网公司与控股上市公司南网储能公司、南网能源公司、南网科技公司同台发声，与投资者面对面沟通交流。

（2）南方电网基于对公司长期投资价值的信心，拟通过子公司南网资本增持金额不低于 1.5 亿元不超过 3 亿元，占总股本不超过 2%，增持完成将持有公司股本不超过 42.39%。南方电网拟增持公司股本不超过 2%，彰显对公司业务的信心。南方电网基于对公司长期投资价值的认可以及公司从综合能源向“综合能源+节能降碳”转型发展的信心，拟通过全资子公司南网资本增持金额不低于 1.5 亿元不超过 3 亿元，占总股本不超过 2%，增持完成将持有公司股本不超过 42.39%。生物质减值落地，重回成长。2024 年公司资产减值与信用减值合计 6.94 亿元（23 年同期 0.94 亿元），其中，对应收可再生资源补贴款计提减值约 2.48 亿元，生物质项目资产计提减值约 3.11 亿元，其他资产计提减值 1.35 亿元。生物质综合利用业务因农林生物质行业普遍面临的燃料紧缺、价格倒挂及项目现金流短缺等问题，项目运营效率低下，影响报表利润，拖累报表质量。2024 年公司坚持战略调整退出生物质综合资源利用业务，发展重心聚焦节能优势主业。公司报表压力释放质量提升，优质节能业务成长性得到体现。装机规模同增 32%，分布式光伏项目储备充足。2024 年公司总装机容量 308.46 万千瓦，同比+31.76%，新投产机组装机容量 40.98 万千瓦，在建项目计划装机容量 85.73 万千瓦，项目储备充足。现金流管理良好，经营活动现



金流同增 39%。2024 年公司经营净现金流 14.28 亿元(同比+38.62%);投资净现金流-24.73 亿元(23 年同期-26.87 亿元)。根据公司公告 2025 年工作计划,预算 2025 年对外投资计划超 30 亿元。盈利预测与投资评级:2024 年生物质减值落地,后续减值风险小,聚焦核心节能业务。我们维持预计 2025-2027 年归母净利润 4.77/5.57/6.75 亿元,对应 PE 为 34/29/24 倍,维持“买入”评级。风险提示:行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率下降等。

(证券分析师:袁理 证券分析师:唐亚辉)

#### 路德环境 (688156): 2024 年报&2025 一季报点评: 生物发酵饲料销量稳步增长, 现金流大幅改善

投资要点 事件: 2024 年公司营收 2.78 亿元(同比-20.92%,下同),归母净利润-0.57 亿元(-309.69%); 2025Q1 公司营收 0.63 亿元(-7.18%),归母净利润 0.01 亿元(-77.89%)。2024 年生物发酵饲料收入占比提至 78%,主动缩减环保工程类业务。2024 年公司销售毛利率 21.93%(-14.32pct),期间费用率 37.52%(+17.87pct),其中销售费用率 7.22%(+4.49pct),主要系公司大力拓展销售渠道,引进营销人才;财务费用率 3.50%(+2.43pct),主要系原料储备增加流动资金借款,以及项目陆续投产贷款利息费用化导致财务费用增长。随着产能爬坡和收入规模提升,预计费用率具备较大下行空间。分业务来看,1)酒糟饲料:营收 2.17 亿元(+10.19%),收入占比 78.11%(+22.06pct),毛利率 22.04%(-7.76pct),主要受国内大宗饲料原料价格持续下跌等因素影响,公司产品价格有所下调,同时 2023 年储备酒糟原料采购单价偏高,产品成本受到上期存量原料的影响,并未随产品销售单价同步下降。2)河湖淤泥:营收 0.10 亿元(-88.41%),毛利率-8.55%(-49.67pct),公司积极清收历史应收账款,主动放弃承接回款预期较长的环保工程类新项目,新增订单量减少。3)工程泥浆:营收 0.31 亿元(-43.66%),毛利率-0.98%(-44.21pct),主要系受建筑工程开工减少影响,公司工程泥浆处理服务业务收纳、处置的泥浆量大幅减少。4)环保技术装备及其他:营收 0.02 亿元,毛利率-15.31%。酒糟饲料销量稳步增长,2025Q1 销售单价环比抬升。在养殖业经营承压、以豆粕为主大宗饲料原料价格下行背景下,公司呈现较强的发展韧性。2024 年公司白酒糟生物发酵饲料产量 11.56 万吨(+14.02%),销量 11.26 万吨(+20.75%),销售均价 1926 元/吨(-8.74%),直销比例 30.33%(+3.06pct)。2024 年底金沙路德产能逐步爬坡,24Q4 遵义路德、亳州路德、永乐路德项目建成投运,截至 2024 年底,公司生物发酵饲料业务已公告规划产能 70 万吨/年(对应白酒糟年处理量达 184 万吨),其中已投运产能 47 万吨/年,在建产能 14 万吨。2025Q1 公司白酒糟生物发酵饲料业务营收 4,661.47 万元(-7.38%),销量 2.75 万吨(+12.16%),单价 1695 元/吨,同比-17.48%,环比+10.69%。2024 年经营性现金流净额大增,加强存款欠款清收。2024 年公司经营性现金流净额 0.53 亿元(+379.41%),主要系酒糟饲料业务收入占比提升,账期相较于无机固废业务大幅缩短。受宏观经济环境影响,无机固废业务付款延迟,2024 年公司计提信用减值损失 0.28 亿元,同增 715 万元,侵蚀利润。公司积极采取措施对历史欠款进行清收,2024 年 2 年以上账龄清欠金额 4953 万元,减少计提信用减值损失 2822 万元。盈利预测与投资评级:考虑下游景气度、客户拓展及产能爬坡等因素,我们将 2025-2026 年归母净利润从 1.37/2.23 亿元下调至 0.17/0.35 亿元,预计 2027 年归母净利润为 0.74 亿元。酒糟饲料可部分替代豆粕、玉米,对保障粮食安全具有重要战略意义,公司作为行业龙头,产能逐步扩大,提升远期盈利空间,维持“买入”评级。风险提示:产

品销量不及预期，原材料价格波动，项目扩产低于预期。

(证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文)

### **大金重工 (002487): 管桩出海厚积薄发，未来成长性确定**

**投资要点** 全球领先海风海工龙头，海外占比快速提升，盈利能力上行。公司是海上风电基础结构及塔筒解决方案领域的全球领先企业，主要生产销售海上风电单桩基础、过渡段、导管架、浮式基础以及塔筒产品。公司成立于2000年，前身为三维钢构，后顺利切入风电塔筒行业，12年山东蓬莱基地投产，瞄准海外业务，执行“两海战略”，22年定增募资31亿元用于海工基地扩产，23年继续布局唐山、盘锦基地，23年起海外订单、交付陆续释放兑现。24年公司营业收入37.8亿元，同比-12.6%；实现归母净利4.74亿元，同比+11.5%。拆分来看，23、24年分别实现海外收入17.2、17.3亿元，收入占比达到40%、46%，成为公司主要收入来源之一；毛利率分别达到27.2%、38.5%，海外毛利率持续提升。欧洲海风规划持续加码，装机进入加速期。2022年俄乌战争爆发后，能源危机背景下，欧洲各国海风规划持续加码。1) 拍卖：24年欧洲海风拍卖20GW，同增46%；预计25~27年拍卖量分别为34.7、23.2、30.2GW。2) FID：2023~2024年启动新一轮海风FID，分别达到356、79亿欧元，也预示着未来2~3年欧洲海风装机将加速启动。3) 2024年欧洲海风装机2.6GW，根据Wind Europe预测，26~28年分别达到8.4/6.5/6.7GW，29年9.7GW，30年11.8GW，25~30年年均复合增速达21%，欧洲海风进入加速成长期。此外，日韩海风开发较晚，但远期规划较大，过去2~3年海风拍卖量快速提升，预计可接力欧洲海风装机提供增量。海外塔桩成长空间广阔，中国企业具备竞争优势。考虑未来深远海之后单桩单位价值量提升，以及切换至超大型单桩、导管架后单价提升，我们测算欧洲海风塔桩市场增速将远超行业装机增速。预计24年欧洲海风塔桩市场规模62亿元，25年提升至139亿元，2030年提升至734亿元，2024~2030年CAGR达47%，远超欧洲海风装机增速，成长空间广阔。欧洲本土塔桩产能供应受限，订单外溢至中国企业，且价格边际上涨。此外，对比国内外产能来看，我国具备原材料及加工费优势，且交付效率远高于海外本土厂商。多年布局海外市场厚积薄发，产能/资质/交付业绩铸造核心竞争力。1) 资金充裕、加速布局产能。公司深度布局出口海工基地，当前山东蓬莱基地已投产达30万吨产能，22年定增募资31亿资金储备充足，新扩唐山出口海工基地50万吨产能及盘锦造船基地，多位一体打造海风基础结构全方位解决方案供应能力。2) 海港码头资源优良，三大基地差异化布局。蓬莱海工基地，支持规模化制造与大规格产品出口；曹妃甸海工基地，专注深远海技术与超大构件生产，最大生产直径可达到16m；盘锦海工基地，聚焦全球化物流体系与运输能力提升。3) 特种船队构建+DAP模式，构建全球化一站式交付体系。公司自建特种运输船队构建全球化物流体系。2025年有望陆续交付2艘海上风电装备特种运输船，将于2026年启用自有船只执行海外航线。首批两艘船舶交付后，公司将陆续启动多艘超大型运输船队建设，将有效提升公司交付能力及降低航运成本。同时，公司交货从FOB（在装运港货物越过船舷完成交货）到DAP（目的地交货）模式，实现了服务升级，有利于重塑产业链价值分配。4) 生产交付极高标准，单位盈利提升。公司承接订单中丹麦Thor、德国Nordseecluster项目所采用的单桩技术均为TP-Less（无过渡段单桩）类型，助力业主简化安装流程及成本，同时单桩单价较高、技术难度大提高公司盈利能力。5) 积极布局第三增长曲线，多方发力浮式业务。目前，全球有近2GW的浮式项目已锁定电力承购协议，预计2025年将启动更多的

浮式风电招标。25 年 4 月公司正式设立全球浮式业务中心，并完成核心团队的招募和任命，深度布局浮式基础产能及潜在订单。6) 国内唯一出海海工企业，海外客户优质，在手订单充足。公司 2018 年开启出海准备工作，目前已经进入 5 大欧洲业主的合格供应商名单，包括 RWE、沃旭、Iberdrola、OceanWinds、SSE。23、24 年公司新增订单分别为 30、5 万吨，24 年受行业开工景气度影响中标不及预期，25 年起已新增 9 万吨订单，后续订单有望密集落地。盈利预测与投资评级：考虑公司出口毛利率超预期，在手订单不断增加贡献 26~27 年交付量，我们上调 25~27 年盈利预测，我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 8.53/12.11/15.43 亿元（原值为 8.51/12.07/15.03 亿元），同比分别+80%/42%/27%，对应 PE 分别为 20/14/11 倍，给予 26 年 20x 估值，目标价 38 元/股，维持“买入”评级。风险提示：风电行业装机不及预期，产能扩张不及预期，竞争格局加剧，欧洲反倾销政策趋严。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男  
证券分析师：胡隽颖）

### 思源电气（002028）：2024 年年报点评：超额完成全年目标，经营 $\alpha$ + 行业 $\beta$ 共振助力成长

投资要点 事件：发布 24 年年报，公司 24 年营收 154.6 亿元，同比+24.1%，归母净利润 20.5 亿元，同比+31.4%，毛利率 31.2%，同比+1.7pct，归母净利率 13.3%，同比+0.7pct；其中 24Q4 营收 50.5 亿元，同比+30.2%，归母净利润 5.6 亿元，同比+35.7%，毛利率 30.9%，同比+2.7pct，归母净利率 11%，同比+0.4pct。收入&利润与预告基本吻合，业绩符合市场预期。超预期完成 24 年经营目标，看好 25 年继续超额完成全年目标。24 年营收目标/实际完成分别为 150/154.58 亿元，完成度 1.03，新签合同目标/实际完成分别为 206/214.57 亿元，完成度 1.04，均超额完成任务。24 年新签订单同比+30%，其中我们预计国内/海外分别同比超 10%/80%。公司 23/24 年订单收入比分别为 1.33/1.39，公司持续增长潜力强。25 年计划新签合同/实现营收分别为 268/185 亿元，同比+25%/20%，看好公司继续超额完成全年目标任务。国内基本盘稳中有进，海外市场迎来成长加速期。24 年公司输变电设备实现收入 154.58 亿元，同比+24%，毛利率 31.25%，同比+1.75pct。1) 公司国内业务收入 123.36 亿元（同比+20%），毛利率 29.78%（同比+2.18pct），收入占比约 80%，基本盘实现了稳健增长，思源高压/如高高压收入同比+21%/18%，净利率同比+2.33/0.77pct，受益于收入结构改善+降本，盈利能力持续提升，公司 750kV 组合电器已实现国网市场的中标，基于超容的 SSC 等构网型产品已挂网运行，新产品放量+网内外份额稳定，国内有望保持 20%以上的稳健增长。2) 公司海外业务收入 31.22 亿元（同比+45%），毛利率 37.06%（同比-1.49pct），收入占比约 20%，24 年海外新签订单加速增长，多款产品在英国、意大利、沙特、科威特等多个国家市场实现了突破，海外电网建设维持高景气，我们预计 25 年海外订单有望实现超 50%的增长。费用管控良好，持续增长潜力强。公司 24 年期间费用 23.2 亿元，同+25.1%，费用率 15%，同+0.1pct，费用率水平整体保持稳定。24 年经营性净现金流 24.6 亿元，同+8.4%，回款管控效果良好；24 年资本开支 9.2 亿元，同+26.3%，主要系在中压&电池等产线的建设投入；24Q4 末存货/合同负债 34.8/23.7 亿元，同比+21.5%/60%，持续增长潜力强；24 年商誉减值 1.07 亿元，主要系烯晶碳能的商誉减值，25 年我们预计商誉有望不再形成拖累。盈利预测与投资评级：考虑到公司海外市场有望持续超预期，国内新产品逐渐兑现业绩，我们上修公司 25-26 年



归母净利润分别为 27.3/35.4 亿元（前值为 27.2/35.3 亿元），预计公司 27 年归母净利润为 45.6 亿元，分别同比+33%/30%/29%，现价对应 PE 分别为 20x/15x/12x，考虑到公司 25-27 年归母净利润有望保持 30%左右增长，给予 25 年 26x PE，对应目标价 91.2 元/股，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，海外市场拓展不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋  
 证券分析师：司鑫尧）

### 伟明环保（603568）：2024 年报点评：归母净利润同增 32%，设备收入高增&新材料贡献在即

**投资要点** 事件：2024 年公司实现营业收入 71.71 亿元，同增 19.03%；归母净利润 27.04 亿元，同增 31.99%，加权平均 ROE 同增 2.20pct 至 22.24%。2024 年固废运营稳健增长，设备收入高增&利润率提升。2024 年公司保持稳健增长态势，销售毛利率 51.76%，同比+4.23pct，期间费用率 8.97%，同比-0.89pct，销售净利率 38.83%，同比+4.20pct。分业务来看，1）项目运营：营收 33.70 亿元，同增 9.57%，毛利率 59.48%，同增 0.14pct，2）设备、EPC 及服务：营收 37.59 亿元，同增 28.88%，毛利率 44.46%，同增 9.74pct。2024Q4 单季度营收 11.25 亿元，同比-19.81%，环比-41.77%，归母净利润 5.93 亿元，同比+24.05%，环比-13.81%。2024 年生活垃圾入库量同增 12%，吨上网同增 2.30%至 288 度/吨。1）垃圾焚烧：截止 2024 年底公司投资控股的垃圾焚烧发电运营项目达到 55 个（含 3 个试运行项目），投运规模约 3.73 万吨/日，同比+9.06%，在建的控股垃圾焚烧项目 2 个，规模约 0.3 万吨/日。2024 年公司生活垃圾入库量 1,254.38 万吨，同比+11.99%，上网电量 36.18 亿度，同比+14.57%，吨上网电量 288 度/吨，同比+2.30%。2024 年对外供蒸汽量 7.08 万吨，同比+29.20%。永丰项目通过积极协商，实现垃圾处理费上调 8.66%。公司 2025 年计划实现垃圾入库量 1,420 万吨（较 2024 年提升 13.20%），完成上网电量 38.8 亿度（较 2024 年提升 7.24%）。2）餐厨：餐厨垃圾处理运营及试运行项目 19 个（其中试运行 2 个），在建餐厨垃圾处理项目 4 个。2024 年餐厨垃圾入库量 49.46 万吨，同比+15.64%，副产品油脂销售 1.59 万吨，同比+10.42%。3）污泥：处理污泥 19.02 万吨，同比+41.10%。4）垃圾清运：完成生活垃圾清运量 125.76 万吨，同比-2.69%，完成餐厨垃圾清运量 31.53 万吨，同比+11.69%。2024 年新增设备订单 31.7 亿元，积极研发新品培育增长点。2024 年度，公司新增主要日常环保和新材料设备订单总额约 31.7 亿元。伟明装备集团积极研发新产品，成功推出反应釜、过滤器、蝶阀、布袋、隔膜袋等系列产品。公司计划通过技术创新和产品研发双轮驱动，扩大设备供应和工程服务市场份额，推进度山制造基地二期项目建设。高冰镍及电解镍投入试生产，2025 年聚焦产能提升&工艺优化。公司下属嘉曼公司年产 4 万金吨高冰镍项目进展顺利，首条年产 1 万金吨富氧侧吹炉生产线投入试生产；伟明盛青一期年产 2.5 万金吨电解镍项目投入试生产。2025 年公司将加快推进印尼嘉曼 4 万金吨高冰镍项目和温州锂电池新材料项目的产能提升，优化生产工艺，尽快实现满产目标。2024 年每股派息同增 92%，分红比例提至 30%。2024 年公司经营性现金流净额 24.30 亿元，同比+4.69%，净现比 0.87，上年同期为 1.11；购建固定、无形、其他长期资产支付现金 30.53 亿元，同比+34.55%。2024 年公司每股派息 0.48 元，同比+92%，现金分红总额 8.13 亿元，分红比例同增 9.40pct 至 30.07%。盈利预测与投资评级：固废运营稳健增长，装备订单高增，新材料将逐步贡献盈利增量。考虑新材料投运和爬坡节奏，我们

将 2025-2026 年归母净利润预测从 36.12/45.14 亿元下调至 30.03/35.74 亿元，预计 2027 年归母净利润为 40.29 亿元，对应 11/9/8 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：项目建设进展不及预期，政策风险，行业竞争加剧。

(证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文)

### 杭叉集团 (603298): 2024 年报点评: 业绩基本符合预期, 毛利率提升明显

**投资要点** 归母净利润同比+18%，基本符合预期 2024 年杭叉集团实现营业总收入 165 亿元，同比增长 1%，归母净利润 20.2 亿元，同比增长 18%，基本符合市场预期。单 Q4 公司实现营业总收入 38 亿元，同比持平，归母净利润 4.5 亿元，同比增长 8%。利润增速强于营收，主要受益于：(1) 钢价、锂电池等原材料价格下降，(2) 高毛利率的海外业务，大吨位叉车、锂电叉车占比的提升，(3) 联营企业贡献投资收益 (约影响 5% 增速)。分区域，公司国内营收 94 亿元，同比下降 1%，海外营收 68 亿元，同比增长 5%，海外营收增速放缓，我们判断系下半年欧、美两大叉车市场需求疲软，地缘政治冲突导致客户观望情绪加剧。毛利率提升明显，费用率受海外市场拓展影响 2024 年公司销售毛利率 23.6%，同比提升 2.8pct，呈现逐季提升趋势，销售净利率 13.1%，同比提升 1.8pct。分区域，2024 年公司国内毛利率 18.7%，同比提升 1.5pct，海外毛利率 30.7%，同比提升 4.8pct。2024 年公司期间费用率 11.3%，同比提升 1.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.4%/2.5%/4.7%/-0.3%，同比分别增长 0.8/0.4/0.2/0.2pct，海外市场渠道拓展，费用率有所增加。对美敞口有限影响可控，后续可关注内需政策+电动化+智能化进展 我们测算公司对美营收敞口个位数，且已有提前备货、海外产能布局等，影响可控。后续可关注 (1) 内需修复：2022-2024 年我国叉车内销以寿命更新、三类车替代手动液压车为主，增量需求有限，电动化进展速度也较慢，到 2024 年电动化率仅 35%。后续若设备更新推进、内需修复，内销有望底部复苏。(2) 非美拓展：2023 年全球叉车市场结构为欧洲 32%、中国 27%、美国 22%、其他 28%，非美空间仍然广阔，且海外平衡重叉车锂电化率仅约 15%，国产品牌优势仍然明显。出海为龙头企业重要战略、中长期趋势不变。泰国等地建厂同样可服务其他地区增强海外市场影响力，助力份额提升，并辅助切入市场规模更大、利润率更高的后市场。(3) 物流智能化：子公司杭叉智能已获 2023 年中国市场无人叉车营收额最高厂商，2024 年获高工移动机器人金球奖。2024 年智能物流板块订单、营收增长均超 60%。智慧物流有望为传统叉车企业打造第二成长曲线。盈利预测与投资评级：考虑到地缘政治冲突加剧带来的不确定性，出于谨慎性考虑，我们调整公司 2025-2026 年盈利预测为 22 (原值 23) /24 (原值 25) 亿元，预计 2027 年归母净利润预测为 27 亿元，当前市值对应 PE 为 11/10/9X。展望未来，随内需修复、新兴市场和智能物流业务拓展，公司业绩有望保持增长，维持“增持”评级。风险提示：原材料价格波动、地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化等

(证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷)

### 星辰科技 (832885): 2024 年报点评: 航空航天及军工业务复苏, 高技术壁垒和强客户粘性拉动业绩增长

**投资要点** 高毛利军品业务复苏与全流程降本增效并举，2024 全年扣非归母净利润同比增长 69%。公司发布 2024 年度报告，实现营收 1.47 亿元，同比+8.95%；归母净利润 0.16 亿元，同比+26.24%；扣非归母净利润 0.13 亿元，同比+68.57%。业绩同比增长主要系航空航天及军

工业业务复苏，公司凭借高技术壁垒和强客户粘性拉动盈利增长，并强化应收账款管理闭环，推动经营量质齐升，信用减值损失较 2023 年减少 42.51%；同时优化全流程成本管控，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.27/-1.55/-0.35/1.20pct，在销售毛利率小幅下滑 1.29pct 至 41.94%的情况下，带动销售净利率同比+1.32pct 至 10.20%。航天军工伺服持续领航营收，新能源业务撬动增量，工业控制业务需求短期疲软。1) 航空航天、军工等专用伺服系统：公司成功获取一批新型号研发订单，聚焦于为装备控制、装备自动化提供更成熟的解决方案，有效提升了在军工领域的竞争力和市场份额。2024 年该业务营收同比+15.44%至 0.66 亿元，占比同比+2.52pct 至 44.76%，毛利率同比-2.50pct 至 67.51%。2) 新能源伺服系统：公司紧跟大容量、长叶片、高塔筒及深远海风电技术发展趋势，在稳固现有市场份额的同时，成功拓展行业头部新客户并启动挂机试验。2024 年该业务营收同比+27.67%至 0.40 亿元，占比同比+4.01pct 至 27.35%，风电行业竞争加剧致产品价格承压，毛利率同比-6.29pct 至 18.37%。3) 工业控制伺服：受全球经济波动和行业需求放缓影响，2024 年该业务营收同比-14.96%至 0.37 亿元，占比同比-7.04pct 至 25.07%，毛利率同比+2.41pct 至 23.26%。伺服市场星辰大海，军民两用增长可期。公司以伺服系统核心技术为根基，深化“军品立本、新能源突破、工业赋能”的战略布局，逐步发展成为涵盖多层次、多产品、多领域的综合解决方案提供商。1) 航空航天及军工：军工行业迎来“十四五收官装备交付+十五五前瞻技术储备”双重机遇，公司重点研发高集成度、高可靠性的军用随动控制总成系统，持续提升在尖端装备中的配套层级，巩固军用自动化领域核心供应商地位。2) 新能源风电：依托风电装机的市场增量，风电行业迈向高质量发展新周期，公司持续深化产品标准化、模块化设计，重点突破风电变桨伺服驱动器大客户市场，积极布局储能、SVG 等电网侧业务。3) 工业控制：工业 4.0 推进带来的设备智能化升级需求明确，伺服系统作为运动控制核心单元，长期需求增长潜力可观。盈利预测与投资评级：产品横跨军民两用领域，伺服系统技术居国内领先地位，业绩成长可期，维持 2025~2026 年归母净利润分别为 0.22/0.30 亿元，新增 2027 年归母净利润预测为 0.38 亿元，对应最新 PE 为 137.16/99.77/79.20，维持“买入”评级。风险提示：1) 技术迭代不及预期；2) 宏观经济波动；3) 市场竞争加剧。

(证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申

证券分析师：余慧勇 研究助理：薛路熹 研究助理：武阿兰)

**兴蓉环境 (000598)：2024 年报点评：业绩稳健增长，水务固废业务保持成长动能**

**投资要点** 事件：2024 年公司实现营业收入 90.49 亿元，同增 11.90%；归母净利润 19.96 亿元，同比增长 8.28%；扣非归母净利润 19.63 亿元，同增 8.82%。2024 年归母净利润同增 8%，毛利率同增 1.10pct 至 41.45%。2024 年，公司销售毛利率 41.45% (同比+1.10pct，下同)，销售净利率 22.71% (同比-0.66pct)，毛利率提升而净利率下滑，主要系费用率提升：2024 年期间费用率 12.75% (+1.04pct)，其中 2024 年财务费用 3.91 亿元 (+43.70%)，财务费用率 4.33% (+0.96pct)，主要系在建项目完工，利息停止资本化转为费用化；2024 年研发费用 0.53 亿元 (+341.20%)，研发费用率 0.59% (+0.44pct)，主要系水务环保业务相关研发项目增加。计提坏账准备增加：2024 年信用减值损失 1.24 亿元 (+34.20%)。供排水及固废业务量持续增长，污水提价带来盈利弹性。分业务来看，1) 自来水：营收 26.20 亿元 (同比+7.26%)，毛利率 45.57% (+1.11pct)，售水量 11.50 亿吨 (+7.62%)，均价 2.28



元/吨 (-0.34%); 2) 污水处理: 营收 36.41 亿元 (+20.42%), 毛利率 41.63% (+1.48pct), 污水处理量 13.84 亿吨 (+9.72%), 处理均价 2.63 元/吨 (+9.75%), 2024 年成都骑龙净水厂项目 (10 万吨/日)、凤凰河二沟项目 (8 万吨/日) 进入商业运行; 3) 供排水管网工程: 营收 9.81 亿元 (+3.02%), 毛利率 21.84% (-0.31pct); 4) 垃圾焚烧: 营收 7.74 亿元 (+10.51%), 毛利率 48.07% (+7.84pct), 焚烧发电量 9.94 亿度 (+2.88%); 5) 渗滤液处理: 营收 3.12 亿元 (-18.99%), 渗滤液处理量 143 万吨 (+0%); 6) 污泥处置: 营收 3.33 亿元 (-1.59%); 7) 中水及其他: 营收 3.87 亿元 (+59.12%)。净现比维持稳定, 每股派息同增 10%。2024 年公司经营性现金流净额 36.81 亿元 (+8.61%), 净现比 1.79, 同比持平, 购建固定无形长期资产支付的现金 45.95 亿元 (+3.35%)。2024 年公司每股派息 0.187 元 (+10.00%), 分红比例 27.96% (+0.43pct), 分红稳步提升。掌握成都优质水务固废资产, 产能扩张+污水提价贡献增量, 长期现金流增厚及分红提升空间大。1) 盈利: 产能: 截至 2024 年年底公司运营及在建的供水、污水、中水、垃圾焚烧发电项目规模分别为 430、480、130、1.2 万吨/日, 其中自来水在建产能 40 万吨/日 (成都七厂三期), 污水在建产能约 40 万吨/日 (洗瓦堰再生水厂, 成都市第五、六、八再生水厂二期等), 垃圾发电在建万兴三期项目等, 将于 2025-2026 年投入商运贡献增量业绩; 提价: 成都中心城区第五期 (2024-2026) 污水处理服务费暂定均价 2.63 元/吨, 2024-2026 年预计逐年提升。2) 现金流: 待未来 2 年资本开支高峰过后, 长期自由现金流增厚空间大。盈利预测与投资评级: 考虑项目投运利息费用化、产能爬坡及应收减值影响, 我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 22.80/24.89 亿元降至 21.74/23.64 亿元, 预计 2027 年归母净利润 25.72 亿元, 对应 PE 为 10/9/8 倍, 公司立足成都, 在建项目保障优质成长, 长期自由现金流增厚空间大, 维持“买入”评级。风险提示: 项目建设进展不及预期, 应收账款期延长, 资本开支上行等。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 陈孜文)

### **壹石通 (688733): 2024 年年报点评: 25 年勃姆石盈利有望改善, 新产品稳步推进贡献增量**

**投资要点** 公司业绩符合预期。公司 24 年营收 5 亿元, 同比+8.6%, 归母净利润 0.1 亿元, 同比-51.1%, 毛利率 22.7%, 同比-3.5pct, 归母净利率 2.4%, 同比-2.9pct; 其中 24Q4 营收 1.3 亿元, 同环比 10.8%/-4.2%, 归母净利润 0 亿元, 同环比-130.3%/-130.9%, 毛利率 17.7%, 同环比-11.3/-8pct, 归母净利率-2.1%, 同环比-9.9/-8.7pct。24 年勃姆石出货 3.1 万吨, 25 年出货预计同增 30%。24 年勃姆石出货量我们预计约 3.1 万吨, 同增 34%, 其中 24Q4 勃姆石出货约 0.82 万吨, 环比持平微降, 公司 2024 年勃姆石全球市场份额提升至 42%, 其中小粒径产品出货量我们预计提升至 2000 吨, 25 年随着公司市占率持续提升及产品结构改善, 我们预计 25 年勃姆石出货有望达 4 万吨+, 同增 30%。盈利端, 公司 24 年勃姆石价格承压, Q4 价格进一步下降 3-5%, 且原材料氧化铝价格上涨, 导致公司单吨盈利承压; 25 年看, 氧化铝价格较高位回调, 且当前价格已基本稳定, 随着公司小粒径产品出货占比提升及产能利用率提升, 公司单位净利有望逐步回升。新产品稳步推进, 产业化进程提速。公司高纯石英砂项目完成相关技术指标检测, 其 2 万吨产能已启动建设, 计划在 2025 年推向单晶厂开展应用端测试, 加快市场导入。公司 Low- $\alpha$  球形氧化铝产品在 2024 年推动了客户端多批次验证, 客户对产品综合性能提出了更高的定制化需求, 25 年公司将加快推进市场导入, 有望实现小批量出货。SOFC 方面, 公司已实现单电池中试线的稳定运行, 单电池生产质量管理体系

系已趋完善，SOC 电堆中试产线预计在 2025 年完成建设，25 年预计推进部分示范性项目落地。24 年费用同比改善，存货较年初增长。公司 24 年期间费用 1.3 亿元，同比-2.1%，费用率 26.6%，同比-2.9pct，其中 Q4 期间费用 0.4 亿元，同环比 19%/3.7%，费用率 29.6%，同环比 2/2.3pct；24 年经营性净现金流-0.7 亿元，同-1284.2%，其中 Q4 经营性现金流 0.3 亿元，同环比 469%/-159.5%；24 年资本开支 2.3 亿元，同比-44.3%，其中 Q4 资本开支 0.9 亿元，同环比-30.8%/113.2%；24 年末存货 1.6 亿元，较年初+29.7%。盈利预测与投资评级：考虑公司价格承压，下调 25-26 年归母净利润至 0.5/1.3 亿元（原预期 25-26 年 1.1/1.8 亿元），新增 27 年盈利预期 1.9 亿元，同比增 335%/140%/52%，对应 PE 为 61x/26x/17x，维持“增持”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶）

### 明阳科技（837663）：2024 年报点评：汽车座椅需求增长叠加费控成效显著，总成件业务打造第二成长曲线

**投资要点** 汽车座椅需求增长叠加费控成效显著，2024 全年业绩同比增长 19%。公司发布 2024 年度报告，实现营业收入 3.04 亿元，同比+18.04%；归母净利润 0.79 亿元，同比+18.93%；扣非归母净利润 0.73 亿元，同比+10.76%。业绩同比增长主要系报告期内客户产品需求增加，公司产销量继续提升所致，其中产品订单以新能源车型为主，约占 90%。尽管客户年降、材料价格波动以及人力成本增加等因素拖累销售毛利率同比降低 3.23pct 至 42.96%，但公司持续推进精细化运营管理，期间费用保持良好管控，销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.70%/7.20%/-0.20%/5.14%，同比-0.04/-0.38/-0.32/-0.00pct，带动销售净利率同比提升 0.19pct 至 26.00%。四大核心零部件产品持续增长，总成件业务打造第二成长曲线。1）汽车座椅调节机构核心零件：公司四大零部件产品中，金属粉末注射成形零件成长(MIM)增速最为亮眼，实现收入 0.34 亿，同比增长达 36.27%，但整体营收占比较小（11.20%）；金属粉末冶金零件(PM)和自润滑轴承(DU)分别实现 22.55%/18.78%的良好增长，营收占比分别为 42.48%/23.88%，为公司业绩增长的核心驱动来源；传力杆(LG)基本与 2023 年持平（同比+0.37%），营收占比 17.74%。受客户年降与成本端影响，PM/DU/LG/MIM 毛利率同比分别-4.00/-4.67/-0.13/-0.71pct 至 39.09%/50.10%/39.30%/44.91%。2）座椅调节机构总成件：实现营收 0.10 亿元（同比+14.88%），毛利率 45.69%（同比-10.69pct），业务规模逐步扩大，有望成为公司今后业绩重要增长点。汽车座椅零部件细分赛道国内领先，客户放量+产能扩展贡献未来增量。1）市占率领先：公司是国内汽车座椅调节系统核心零部件的龙头企业，根据公司招股书披露数据，2021 年公司自润滑轴承、传力杆在全国乘用车座椅调节系统零部件市场份额分别为 29.18%和 27.28%。2）客户优势：公司汽车领域客户以大中型汽车座椅企业为主，包括业内头部的华域汽车、中航精机、申驰实业、佛吉亚、日喀精密、李尔等，有望乘座椅行业空间增长之东风，促进自身业绩成长。3）募投扩产：公司募投年产 2.05 亿件自润滑轴承、0.53 亿件汽车零部件、2.42 亿件金属零部件项目以及新功能座椅及关键部件研发中心，将于 2026 年 5 月建成，达产后新增 5 亿件汽车座椅关键零部件产品的生产能力，以匹配公司不断增长的订单需求，从而提升公司经济效益和业绩增长。盈利预测与投资评级：公司为小而美的座椅核心零部件供应商，产品结构持续优化，业绩增长可期。预计公司 2025~2027 年实现归母净利润分别为 1.01/1.27/1.58 亿元（2025/2026 前值为

1.07/1.38 亿元), 对应最新 PE 为 26.98/21.31/17.18 x, 维持“买入”评级。 风险提示: 1) 技术迭代不及预期;2) 宏观经济波动;3) 市场竞争加剧。

(证券分析师: 朱洁羽 证券分析师: 黄细里  
证券分析师: 易申申 证券分析师: 余慧勇 研究助理: 武阿兰  
研究助理: 薛路熹)

### 三一重工 (600031): 2024 年报点评: 业绩超预期, 现金流表现优异

**投资要点** 事件: 2025 年 4 月 17 日, 公司发布 2024 年年度报告。业绩超预期, 经营性现金流大幅提升 2024 年公司实现营业总收入 783.8 亿元, 同比+5.9%, 归母净利润 59.8 亿元, 同比+32.0%, 经营性现金流量净额 148.1 亿元, 同比+159.5%, 经营质量大幅提升; 单 Q4 实现营业总收入 200.2 亿元, 同比+12.1%, 归母净利润 11.1 亿元, 同比+141.2%, 超市场预期。分产品看, ①挖掘机械: 2024 年实现收入 303.7 亿元, 同比+9.9%, 跑赢行业 7pct; ②混凝土机械: 2024 年实现收入 143.7 亿元, 同比-6.2%。③起重机械: 2024 年实现收入 131.2 亿元, 同比+0.9%。④桩工&路面机械: 2024 年实现收入 50.8 亿元, 同比+11.1%。分区域来看, 2024 年公司国内收入 273.2 亿元, 同比-3.4%, 海外收入 485.1 亿元, 同比+12.2%, 海外收入占比提升至 64.0%, 同比+3.5pct。展望 2025 年, 工程机械行业有望迎来国内外周期共振、需求边际回暖, 公司作为国内&全球工程机械龙头, 收入规模及盈利质量有望在上行周期进一步扩张。 费用管控优异, 海外占比提升带动公司盈利能力、质量不断提升 2024 年公司销售毛利率为 26.4%, 同比-1.3pct, 其中 Q4 公司销售毛利率为 21.1%, 同比-4.2pct, 毛利率下滑主要系会计准则变更影响, 我们预计公司 2024 年同口径销售毛利率同比为小幅增长; 销售净利率为 7.8%, 同比+1.5pct。分国内外来看, 2024 年公司国内毛利率 21.1%, 同比+0.02pct; 海外毛利率 29.7%, 同比+0.3pct, 海外毛利率较国内高 8.6pct, 海外占比提升带动公司盈利能力、盈利质量不断提升。费用端来看, 2024 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.0%/3.8%/0.3%/6.9%, 同比-1.4/+0.2/+0.9/-1.1pct, 费用控制优异。随着上行周期来临, 在规模效应下公司费用率有望进一步下降。 内需景气度维持高位, 全球化+电动化逻辑持续兑现 2025 年 3 月国内挖机销量 19517 台, 同比+29%; 25Q1 挖掘机累计内销达 36562 台, 同比+38%, 在更新替换+机器替人等多重逻辑支撑下, 我们认为国内工程机械新一轮上行周期已开启。公司作为国内挖掘机龙头, 内需复苏带动公司产能利用率提升, 公司盈利弹性有望加速释放。 公司全球化、电动化逻辑持续兑现。全球化: 公司海外产能布局完善, 在印尼、印度、美国均有产能布局且印度二期工厂、南非工厂正在有序建设之中, 本土化优势明显。电动化: 2024 年公司实现新能源产品收入 40.3 亿元, 同比+23%, 电动搅拌车、电动挖掘机、电动起重机、电动泵车市占率均居行业第一。长期来看, 随着全球化&电动化逻辑的持续兑现, 公司产品、渠道、服务竞争力凸显, 逐步迈向全球龙头。 盈利预测与投资评级: 我们基本维持公司 2025-2026 年归母净利润预测值为 84.99/111.43 亿元(原值为 84.94/113.21 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测值为 127.17 亿元, 对应当前市值 PE 分别为 19/15/13x, 维持“买入”评级。 风险提示: 国内行业需求回暖不及预期, 行业竞争加剧, 出海不及预期

(证券分析师: 周尔双)

### 春风动力 (603129): 2024 年报&2025 年一季报点评: Q1 业绩超预期, 全球化+高端化持续推进

**投资要点** 公告要点: 2024Q4 公司营业总收入为 35.88 亿元, 同环比



分别+31.7%/-8.5%；实现归母净利润 3.90 亿元，同环比分别+89.7%/+4.8%；实现扣非归母净利润为 3.92 亿元，同环比分别+93.2%/+8.0%，24Q4 业绩符合预期。2025Q1 公司营业总收入为 42.50 亿元，同环比分别+38.9%/+18.5%；实现归母净利润 4.15 亿元，同环比分别+49.6%/+6.3%；实现扣非归母净利润为 4.11 亿元，同环比分别+50.8%/+4.8%，25Q1 业绩超预期。

营收端：1) 四轮业务：2024H2 公司累计销售全地形车 8.77 万辆，同比+30.5%，环比+7.7%，全地形车单车收入为 4.19 万元，同比-3.4%，环比-3.3%；25Q1 公司四轮车销量 4.4 万台。2) 摩托车业务：2024H2 公司两轮销量为 13.26 万辆，其中外销为 5.75 万辆，同比+22.6%，环比-33.0%，内销为 7.51 万辆，同比+46.1%，环比+10.3%；25Q1 公司两轮车销量 6.2 万台。

毛利率：公司 2024 年毛利率 30.06%，同比-2.7pct，主因 1) 美国收入占比下降，2) 国内两轮车价格战，3) 低毛利的极核业务收入占比提升。公司 25Q1 毛利率 29.73%，同比-1.79pct。

费用端：公司 2024 年销售/管理/研发费用率分别 6.8%/4.7%/6.8%，同比分别-3.5/-0.1/-0.8pct；公司 25Q1 销售/管理/研发费用率分别 5.29%/4.78%/5.83%，同比分别-4.1/-0.5/-0.3pct。

盈利预测与投资评级：公司 Q1 业绩超预期，新品有望持续放量，我们维持公司 2025/2026 年归母净利润预测 16.8/19.5 亿元不变，给予公司 2027 年归母净利润预测 23.95 亿元，2025-2027 年对应 PE 为 13.7/11.8/9.6 倍。鉴于公司摩托车业务依托出色的产品力+品牌力成功把握国内消费升级新趋势，借全地形车经验及渠道，出海进展顺利；研发+产品+渠道三轮驱动全地形车全球市占率稳步攀升。我们仍然维持“买入”评级。

风险提示：全球贸易环境不稳定风险；新车型上量不及预期风险；运价/汇率等波动风险等。

(证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭)

#### 仙乐健康 (300791)：2024 年报点评：符合预期，行稳致远

投资要点 事件：2024 年/2024Q4 公司实现营收 42.11/11.63 亿元，同比增加 17.56%/7.74%；实现归母净利润 3.25/0.85 亿元，同比 15.66%/-11.09%。另据披露，近三年内生(剔除 BF 后)净利润 CAGR 达 23.64%。新零售业务平稳启航，期待增量：2024 年中国/美洲/欧洲/其他营业收入分别 16.61/16.66/6.04 /2.80 亿元，同比 -10.28%/59.56%/14.25%/77.38%，(1) 2024H2 内需承压致保健品、KA 大客户返单放缓、进入去库存状态；叠加新零售客户开拓时滞，2024 年国内市场出现下滑，其中 2024Q4 国内市场预计或呈小两位数下滑。但考虑到 2024H2 新零售客户开拓力度明显增强，且进度可喜，我们预计 2025Q1 国内市场有望恢复正增长；(2) 2024 年海外市场占比同比+12pct 至 61%、合计占比已超越国内。其中欧洲市场维持稳健增长，我们预计 2025Q1 延续 2024Q4 趋势，增速或维持在高单-低双区间；2024 年美洲增势强劲，2025Q1 出口业务预计在高基数扰动下略有承压，BF 收入端增长稳健。

产品结构分化，优势剂型软糖维持高增：2024 年软胶囊/片剂/粉剂/软糖/饮品/硬胶囊/其他剂型其他业务营业收入分别 19.84/3.26/2.32/9.95/2.48 /2.23/1.77 亿元，同比+29.91%/-10.05%/-20.90%/34.54%/-41.22%/46.83%/ 141.32%，胶囊保持健康增长、其他传统剂型如片剂、粉剂有所下滑、或与年轻消费者占比增加有关。

销售及财务费用率略有上行，抵消部分毛利率提升的影响，全年销售净利率基本稳定。2024 年公司毛利率 31.46%，同比+1.19pct，或与：(1) 数字化改造，采购、生产及供应链效率提升，持续推进成本优化；(2) 品类结构优化、高毛利的软糖剂型占比增加(软糖生产需高温、高湿环境、难度较大、故毛利率更高、2024 年软糖剂型毛利率已达 48.88%)；(3) BF 主业产能利用率持续提升有关。2024 年销

售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率同比分别 0.64/0.13/-0.09/+0.43pct，销售费用上行主要系销售团队升级及市场营销推广所致，财务费用受到可转债利息、银行借款利息及汇兑损益的影响。2024 年销售净利率同比-0.01pct 至 6.7%。关于美洲子公司 BF，据披露 2024 年 BF 亏损 1.51 亿元（含摊销），略有增亏，我们预计主要系个护业务拖累明显、相关板块经验不足、经营团队调整所致；软胶囊和片剂预计已接近盈亏平衡、步入正轨。盈利预测与投资评级：2024 年整体表现符合预期，国内新零售业务平稳启航，期待增量。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 3.92/4.97/5.86 亿元，同比增长 20.56%/26.73%/17.90%，对应当前 PE14.88x、11.74x、9.96x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：邓洁）

### 祥源文旅（600576）：2024 年报及 2025Q1 业绩预告点评：Q1 扣非预告中值同增 120%，内生+外延释放业绩弹性

投资要点 事件：2025 年 4 月 17 日，祥源文旅发布 2024 年年报及 2025 一季报预告，2024 年全年公司实现营收 8.64 亿元，yoy+20%，归母净利润 1.47 亿元，yoy-3%，扣非归母净利润 1.44 亿元，yoy+4%。25Q1 扣非归母预告中值同比+120%：2024Q4 营收为 2.41 亿元，yoy+62%，归母净利润 0.36 亿元，yoy+84%，扣非归母净利润 0.36 亿元，yoy+59%。公司预计 2025Q1 归母净利润为 0.30~0.33 亿元，yoy+149%~174%，扣非归母 0.27~0.30 亿元，yoy+109%~132%，业绩符合我们此前预期。24 年旅游景区收入同比+40%：分业务看，24 年旅游景区/旅游服务/动漫及动画影视/茶叶销售/旅游度假业务收入为 5.45/1.07/0.61/0.72/0.57 亿元，yoy+40%/+768%/-62%/-8%/+50%，毛利率为 63%/9%/22%/55%/15%，yoy-1.3/-35.8/-4.1/+1.0/-21.3pct。景区业务增长主要系收购莽山、丹霞山等资产，酒店由于行业承压毛利率下滑。分景区看，百龙天梯/黄龙洞/凤凰祥盛/碧峰峡/莽山收入分别为 2.57/0.46/0.44/1.14/1.16 亿元，yoy+9%/+3%/-4%/-9%/+9%。内生+外延支撑业绩释放：2025 年公司将着重筛选具备长期发展潜力的优质项目；产品迭代创新，推进度假区配套升级，丹霞山/齐云山/碧峰峡分别新增 620/200/800 间房量，在丹霞山和黄龙洞利用光影科技打造文旅融合标杆项目。2025 年清明假期公司接待游客 21.77 万人次，yoy+110%，营收 1340 万元，yoy+96%；预计五一假期出游继续高景气，支撑 Q2 业绩。盈利预测与投资评级：祥源文旅是中国领先的文旅资产服务商，布局多个目的地稀缺景区资源，打造“文化 IP+旅游+科技”新模式，未来内生增长和外延扩张助力释放业绩弹性。微调 2025、2026 和新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 3.9/4.6/5.3 亿元（2025/2026 年前值为 4.0/4.6 亿元），对应 PE 为 27/23/20 倍，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、资源整合进度不及预期、新项目落地进度不及预期、自然灾害和极端天气影响经营等风险。

（证券分析师：吴劲草）

### 健民集团（600976）：立足儿科优势品牌，营销改革焕新颜

投资要点 百年品牌沉淀，龙牡壮骨颗粒领航儿童补钙领域，短期承压后有望逐步恢复增长态势：公司秉承叶开泰近 400 年历史的中医药文化，立足于龙牡壮骨颗粒，多年蝉联中国城市实体药店终端儿科中成药品牌榜首。根据开思数据库，龙牡壮骨 2023 年零售端的销售收入达 7.7 亿元，2019-2023 年 CAGR 为 37.2%；根据公司年报，2023 年销量超过 6.2 亿袋，同比增长 15.2%，2019-2023 年年均复合增速为

20.4%，实现量价齐升。2024 年，公司进行龙牡壮骨的渠道控制、库存管理、以及营销团队改革，短期内业绩有所承压，2024 年公司儿科收入 7.75 亿元，收入下滑 32.25%，但为中长期的良性发展奠定了基础，2025 年有望业绩回升。 OTC 双品牌建设，从院内处方向 OTC 零售转化，产品线管线丰富，院内外全面开花：①公司目标打造多款院内院外双跨产品，重点打造第二款 OTC 黄金大单品通便胶囊，公司加大通便胶囊的推广力度，2023 年销量增速达 45%，营销效果显著，2024 年保持增长态势，在中国非处方药产品中成药综合排名中位居便秘泄泻类第二。②妇科领域重点打造健脾生血颗粒/片，一方面，补血养气市场需求较大；另一方面，健脾生血颗粒院外市场开始放量，片剂在院内稳健增长，院内外发力打开健脾生血产品的空间。③多款中药创新药进入收获期，包括 2021 年获批 1.1 类新药七蕊胃舒胶囊、2023 年获批 1.1 类新药小儿紫贝宣肺糖浆、以及在研品种小儿牛黄退热贴、通降颗粒等，均为较有潜力的创新品种，新品接力上市，带来新的业绩增长点。 健民大鹏为体培牛黄独家生产供应商，壁垒坚实业绩稳定：健民大鹏自主技术体外培育牛黄为国际首创独家技术，拥有坚固的知识产权防火墙，专利壁垒地位稳固。需求端，牛黄作为贵重中药材，临床应用广泛，根据中康开思数据统计，2023 年牛黄中成药市场约 90 亿元且不断增长，5 年复合增速 18%，2024 年牛黄中成药市场基本保持稳定。天然牛黄产量低、资源匮乏，供需矛盾严重，且天然牛黄价格昂贵，相关中成药成本持续上涨。体培牛黄具有较好替代性，随着牛黄用药的需求持续增长，催生牛黄原料市场扩容，因此我们预测体培牛黄将有望保持稳健增长。公司多年来稳定持股健民大鹏比例 33.54%，获得稳定投资收益利润。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 5.03/6.05/7.24 亿元，对应当前市值的 PE 为 14/12/10X。考虑公司主营业务属于细分龙头，且 2025 年主业业绩有望好转，子公司健民大鹏贡献稳定净利润，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：新药研发风险，产品集中风险，原辅材料价格波动风险，医药政策不确定性风险。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：李倩 证券分析师：冉胜男）

#### 华测检测（300012）：2024 年&2025 年一季报点评：业绩符合预期，检测龙头穿越周期

投资要点 营收增速稳健，政府补助等非经影响净利润 公司披露 2024 年报&2025 年一季报：2024 年公司实现营业总收入 61 亿元，同比增长 9%，归母净利润 9.2 亿元，同比增长 1%，扣非归母净利润 8.6 亿元，同比增长 10%，非经常性损益 0.61 亿元，同比减少 0.65 亿元，主要系政府补助减少影响。公司业绩与快报基本一致，符合市场预期。分业务，生命科学、工业测试和贸易保障表现亮眼：2024 年公司（1）生命科学实现营收 28 亿元，同比增长 14%，受益于土壤三普实施与海洋监测、宠物食品等细分新兴业务拓展，（2）工业测试实现营收 12 亿元，同比增长 10%，（3）消费品测试实现营收 10 亿元，同比增长 1%，增速阶段性受德国易马、蔚思博转型影响，（4）贸易保障实现营收 8 亿元，同比增长 9%，（5）医药医实现营收 3 亿元，同比下降 15%。分区域，公司境内实现营收 57 亿元，同比增长 9%，境外实现收入 4 亿元，同比增长 6%，全球化布局推进。2025 年 Q1 公司实现营业收入 13 亿元，同比增长 8%，归母净利润 1.4 亿元，同比增长 3%，扣非归母净利润 1.3 亿元，同比增长 11%，延续稳健增长。 毛利率稳中有升，精益化管理成效显著 2024 年公司销售毛利率 49.5%，同比提升 1.4pct，销售净利率 15.3%，同比下降 1.2pct，扣非后销售净利率



14.1%，同比提升 0.2pct。分业务，各事业部毛利率均稳健，生命科学 / 工业测试 / 消费品 / 贸易保障 / 医药医学毛利率分别为 50.4%/45.3%/43.5%/71.2%/20.4%，同比分别变动+2.5/+1.7/-1.2/+6.6/-18.6pct。2025 年 Q1 公司销售毛利率 46.3%，同比增长 1.0pct。2024 年公司期间费用率 32%，同比提升 0.3pct，其中研发费用率 8.7%，同比增长 0.3pct，费控能力强。前瞻性+多元化布局+国际化战略，看好公司长期增长。2024 年受内需整体偏弱影响，第三方检测服务行业整体承压，华测检测作为龙头，阿尔法属性明显：（1）于生命科学、贸易保障等传统领域保持竞争优势，深挖如宠物食品、新能源等新兴细分市场需求，（2）主动加码半导体等战略赛道，打造第二成长曲线，（3）完善海外布局，提高国际影响力，2024 年收购希腊 NAIAS、常州麦克罗泰克，加码全球航运绿色能源和 PCB 检测。海外市场拓展将为公司中长期增长提供支持。2024 年 9 月末以来，我国宏观调控政策进行重大调整，密集推出了一系列重要举措和增量政策，看好检测服务行业需求回升，2025 年公司业绩有望持续增长。盈利预测与投资评级：公司业绩符合预期。考虑到地缘政治冲突加剧带来的宏观经济不确定性，我们调整 2025-2026 年归母净利润预测为 10.6（原值 11.0）/11.7（原值 12.8）亿元，预计 2027 年归母净利润 13.1 亿元，当前市值对应 PE 分别为 18/16/14X，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、竞争格局恶化、并购整合不及预期等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

#### **福耀玻璃（600660）：2025 年一季报点评：2025Q1 业绩符合预期，汽玻龙头经营稳健**

**投资要点** 事件：公司发布 2025 年一季度报告。2025 年一季度公司实现营业收入 99.10 亿元，同比增长 12.16%，环比下降 9.40%；实现归母净利润 20.30 亿元，同比增长 46.25%，环比增长 0.52%；实现扣非后归母净利润 19.87 亿元，同比增长 30.90%，环比增长 4.83%。公司 2025Q1 业绩整体符合我们的预期。2025Q1 业绩符合预期，营收同比持续增长。营收端，公司 2025Q1 实现营收 99.10 亿元，同比增长 12.16%。与下游汽车行业相比，公司营收同比增速持续跑赢全球汽车行业，体现出公司作为全球汽车玻璃龙头企业的强大竞争优势。毛利率方面，公司 2025Q1 单季度毛利率为 35.40%，同比下降 1.42 个百分点，预计主要系包装费从销售费用调整至营业成本+折旧摊销有所提升所致。费用率方面，公司 2025Q1 期间费用率为 10.64%，同比下降 5.25 个百分点；分项来看，2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.02%/6.89%/4.27%/-3.53%，同比分别-1.37/-1.15/+0.01/-2.75 个百分点；其中，销售费用率同比下降主要系包装费从销售费用调整至营业成本中，财务费用率同比大幅下降主要系 2025Q1 的汇兑收益所致。净利润方面，公司 2025Q1 实现归母净利润 20.30 亿元，同比增长 46.25%，环比增长 0.52%；对应归母净利率 20.48%，同比提升 4.77 个百分点，环比提升 2.02 个百分点。全球汽车玻璃行业龙头，份额提升+单车 ASP 增长推动公司持续发展向上。1) 份额方面，全球汽玻行业格局集中，三家主要竞争对手汽玻业务盈利水平均处在较低水平，资本开支和业务扩张的意愿较低。而福耀汽玻业务盈利能力远超对手，且正处于第三轮资本开支周期，随着后续美国扩产项目、福清出口基地和福耀合肥基地等产能陆续释放，公司全球份额有望实现进一步提升。2) 单车 ASP 方面，随着汽车智能化的持续发展，汽车玻璃的功能也在持续升级，HUD 前挡、全景天幕（集成镀膜、调光等功能）、双层边窗等高附加值产品渗透率的提升持续推动汽玻行业和公司单车配套价值量增长。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027

年归母净利润分别为 88.35 亿元、103.88 亿元、121.77 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 3.39 元、3.98 元、4.67 元，2025-2027 年市盈率分别为 15.98 倍、13.59 倍、11.60 倍，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格、能源价格以及海运费上涨超预期；汽车行业销量不及预期；新建产能爬坡不及预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇)

#### **纳睿雷达 (688522): 2024 年报点评: 公司业绩表现出色, 低空带来更大增量**

事件: 公司发布 2024 年报, 2024 年实现营业收入 3.45 亿元, 同比+62.49%; 归母净利润 7661.29 万元, 同比+21.03%。投资要点 公司业绩表现出色, 水利测雨雷达和气象探测雷达领域产品销售业务均同比大幅增长: 公司 2024 年实现营业收入达 3.45 亿元, 同比增长 62.49%; 归属于上市公司股东的净利润为 0.77 亿元, 同比增长 21.03%; 扣非归母净利润为 0.86 亿元, 同比增长 37.94%。业绩增长的原因主要有: 一是相控阵雷达在多领域需求增加, 公司产品于气象、水利等行业应用拓展顺利; 二是公司不断提高技术水平与产品性能, 满足了客户对高品质雷达系统的需求; 三是受益于国家政策支持, 民用雷达市场加速培育与扩大, 为公司创造了更多市场机会; 四是公司在研发、生产、销售等环节的不断优化, 提升了运营效率, 增强了市场竞争力, 从而推动业绩的快速增长。产品和技术方面成果丰硕, 显著提高市场竞争力: 2024 年, 纳睿雷达在产品积累和技术突破方面取得了显著成果。公司继续深化在 X 波段双极化 (双偏振) 有源相控阵雷达领域的研究, 成功推出了多款新产品, 如全极化数字有源相控阵 C 波段雷达、双极化相控阵水利测雨雷达等, 进一步丰富了公司的产品线。在技术层面, 公司自主研发的雷达信号处理平台和高速数据处理平台在性能上实现了显著提升, 为雷达产品的数据处理和智能化应用提供了强有力的支持。同时, 公司在雷达软件算法方面也取得了重要进展, 提升了雷达产品的数据处理效率和精度。公司将以全极化有源相控阵雷达技术为起点, 持续加大研发投入: 在硬件端, 公司将研发性能更好的雷达新产品; 在软件端, 公司将开发面向更多应用场景、具备更高数据处理能力的软件产品。同时, 公司还将利用现有核心技术, 向毫米波雷达、雷达数据服务、雷达专用芯片设计等关联领域进行研发投入, 进一步扩大在民用航空、海洋监测、低空经济、公共安全等领域的市场份额。盈利预测与投资评级: 公司业绩符合市场预期, 考虑到传统主业与低空经济的订单节奏, 看好公司长期发展机会, 出于稳健考虑, 我们下调先前的预测, 预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 2.12/3.55 亿元, 前值 4.30/5.28 亿元, 新增 2027 年归母净利润 4.81 亿元, 对应 PE 分别为 69/41/30 倍, 考虑到公司即将进入业绩兑现期, 因此维持“增持”评级。风险提示: 1) 核心竞争力风险; 2) 经营风险; 3) 宏观环境风险。

(证券分析师: 苏立赞 证券分析师: 许牧 研究助理: 高正泰)

#### **美登科技 (838227): 2024 年年报点评: 优化业务结构, 深耕电商 SaaS 市场**

事件: 公司发布 2024 年年报, 2024 年营业收入 1.48 亿元, 同比增长 29.23%; 归母净利润 0.42 亿元, 同比下降 1.64%。投资要点 2024 年营收增长势头强劲, 业务结构优化显活力。公司 2024 年营业收入达 1.48 亿元, 同比增长 29.23%。淘宝云币业务受行业环境变化影响, 营收下滑 34.29%, 但电商客服外包业务因收购成都西阿爱木并表, 营收暴增 1193.24%。公司收购的成都西阿爱木的“水手客服”项目, 弥补

了公司在电商客服解决方案层面的不足，为未来发展注入新动能，凸显公司较强的业务整合与拓展能力。 电商 SaaS 行业发展动能强劲，多维度驱动前景广阔。 IDC 发布的数据显示，2022 年中国 EA（企业级应用）SaaS（软件即服务）市场规模 41.6 亿美元，同比增长 26.6%。IDC 预计，到 2027 年，中国 EA SaaS 市场规模将达到 169 亿美元，以 32.4% 的 CAGR 快速增长。兴趣电商“货找人”模式催生多平台管理工具需求及数据驱动的精准推荐需求，倒逼 SaaS 智能化升级；大数据与 AI 融合重构行业生态，生成式 AI 降低内容创作门槛、支持多平台运营，大数据分析优化供应链与物流，技术迭代推动行业向“决策智能化、服务实时化”演进，整体发展前景广阔。 秉持产品技术驱动理念，公司在研发与业务拓展方面协同发力。报告期内，投入研发费用 2825.35 万元，着重对现有产品功能进行深度拓展，并围绕市场需求积极开展新产品研发工作。截至期末，公司累计拥有知识产权 110 项，其中软件著作权 109 项，发明专利 1 项，彰显了公司在技术创新方面的实力。在业务布局上，公司持续深耕营销管理、订单管理产品市场；同时，敏锐洞察行业趋势，大力开发直播管理等新产品，为公司开辟新的营收增长点，不断夯实自身竞争力。 盈利预测与投资评级：公司 2024 年收入基本符合预期，归母净利润略低于预期。鉴于公司原有业务增速有一定瓶颈，新并入公司业绩释放尚有不不确定性，我们向下调整公司 2025-2026 年归母净利润预测至为 0.45/0.48 亿元（原 0.48/0.51 亿元），新增 2027 年预测为 0.52 亿元；对应 PE 分别 55.18/51.19/47.43 倍。考虑到公司在电商 SaaS 赛道发展的确定性、业务拓展能力及研发创新对长期竞争力的提升，我们依然看好其成长，维持“买入”评级。 风险提示：1）新电商平台依赖风险；2）产品结构相对单一的风险；3）研发失败风险；4）商誉和无形资产减值风险；5）税收政策风险。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申  
证券分析师：余慧勇 研究助理：武阿兰 研究助理：薛路熹）



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>