

晨会纪要

数据日期: 2025-04-21	上证综指	深证成指	沪深 300 指数	中小板综指	创业板综指	科创 50
收盘指数 (点)	3291.43	9905.52	3784.88	10940.27	2671.30	1019.41
涨跌幅度 (%)	0.44	1.26	0.32	1.71	2.08	1.07
成交金额 (亿元)	4293.91	6120.12	2080.85	2174.28	2772.61	229.50

晨会主题

【常规内容】

行业与公司

社会服务行业双周报（第 105 期）：茶姬招股说明书梳理：“大单品+强加盟”模式助力，2024 年门店数及单店 GMV 双增长

汽车行业专题：汽车智能化月报系列（二十三）-2025 款小鹏 X9 全系标配图灵 AI 智驾，地平线发布 L2 城区辅助驾驶系统 HSD

汽车行业周报：人形机器人行业周报（第十一期）-北京人形机器人马拉松举行，众擎机器人正式上市

互联网行业周报：人工智能周报（25 年第 15 周）-OpenAI 发布 GPT-4.1，腾讯微信集成元宝 AI 功能

传媒互联网周报：卡游再次递表，持续看好 AI 应用及 IP 潮玩板块机会

公用环保行业周报：公用环保 202504 第 3 期-工信部组织开展 2025 年度工业节能监察工作，3 月全社会用电量同比增长 4.8%

海外市场专题：美元债双周报（25 年第 16 周）-美债抛售压力短期缓解

家电行业周报（25 年第 16 周）：3 月家电社零增长超 35%，出口景气度环比提升

行业专题：中美关税博弈，重视跨境支付投资机会

医药生物行业 2025 年 4 月投资策略：关注出海加速的创新药以及政策支持的服务板块

药明康德 (603259.SH) 财报点评：收入逐季环比提升，新分子业务高速增长

绿竹生物-B (02480.HK) 海外公司财报点评：核心产品重组带状疱疹疫苗 LZ901 上市申请获受理

开立医疗 (300633.SZ) 财报点评：业绩短期承压，高端新品放量可期

广和通 (300638.SZ) 财报点评：2024 年归母净利润同比增长 19%，积极布局端侧 AI

百亚股份 (003006.SZ) 财报点评：舆情影响有望逐步淡化，线下外围市场持续高速增长

百联股份 (600827.SH) 财报点评：资产证券化盘活物业价值，核心业态持续转型升级

国电电力 (600795.SH) 财报点评：煤电盈利大幅增长，电源项目建设持续推进

陕西能源 (001286.SZ) 财报点评：电量、煤炭产量及价格下降影响 25Q1 业绩表现，静待煤电、煤炭项目投产

硅宝科技 (300019.SZ) 财报点评：24 年密封胶产销再创新高，25 年 Q1 业绩保持高增

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 04 月 22 日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	21395.14	1.6

基金指数 04 月 22 日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3238.80	0.00
股票基金指数	9659.87	-0.18
混合基金指数	8979.97	-0.09

汇率 04 月 22 日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.15	1.06
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.75	-0.03
美元兑日元	140.87	-0.92

非流通股解禁 04 月 22 日

名称	解禁数量 (万股)	流通股增加%	解禁日期
中自科技	3197.51	100.00	2025-04-22
鸿富瀚	3833.55	100.00	2025-04-21
丽臣实业	3072.00	100.00	2025-04-14
星华反光	3856.49	100.00	2025-03-31
匠心家居	6000.00	100.00	2025-03-13
长安汽车	2590.64	45.92	2025-03-05
山水比德	2525.00	100.00	2025-02-13
霍普股份	2880.00	100.00	2025-01-28

思源电气(002028.SZ) 财报点评:国内外业务景气共振, 25 年经营目标彰显长期信心

骆驼股份(601311.SH) 财报点评:海外与国内业务推进, 2024 年公司业绩稳定增长

豪恩汽电(301488.SZ) 财报点评:单四季度收入同比增长 26%, 智能驾驶产品量价齐升

帅丰电器(605336.SH) 财报点评:经营较为承压, 期待国补政策下需求回暖

中岩大地(003001.SZ) 财报点评:业绩大幅增长, 战略转型显成效

鹏鼎控股(002938.SZ) 财报点评:布局“云、管、端” AI 全链条, CAPEX 提速彰显明确信心

江海股份(002484.SZ) 财报点评:4Q24 业绩小幅回暖, 超级电容有望在 AI 服务器领域广泛应用

金融工程

金融工程日报:沪指震荡攀升, 黄金股持续走强、科技题材全面回暖

【常规内容】

行业与公司

◆ 社会服务行业双周报（第 105 期）：茶姬招股说明书梳理：“大单品+强加盟”模式助力，2024 年门店数及单店 GMV 双增长

茶姬招股说明书梳理：年轻高端现制茶饮品牌，2024 年门店维持快速扩张，单店 GMV 逆势增长。霸王茶姬是中国高端现制茶饮（杯均价 ≥ 17 元）龙头企业。公司所处的高端现制茶饮行业，据艾瑞咨询 2024-2028 年 CAGR 将达 17.8%，2024 年以门店份额计 CR3 达 40.5%（霸王茶姬 20.3% $>$ 喜茶 14.2% $>$ 奈雪 6.0%）。2024 年公司实现营收 124.1 亿元/YoY+167.4%，归母净利润 25.2 亿元/YoY+173.8%，公司依托“大单品”模式实现高速扩张，核心单品“伯牙绝弦”累计销量超 6 亿杯，前三大核心单品贡献 61%GMV。毛利率 51.5%/+4.6pct 领跑行业，系单品模式下原料采购及仓储运输具备成本优势，库存周转天数仅 5.3 天，经调整归母净利率为 20.3%/+0.5pct。具体看门店经营数据，2024 年全球门店达 6440 家/YoY+83.4%，加盟门店占比 97%，单店月均 GMV 51.2 万元/YoY+6%，逆势下实现单店月均 GMV 的同比增长。会员体系初显成效，公司 2024 年活跃会员总数达 9920 万人/YoY+112.2%，复购会员贡献了总订单量的约 88.8%。

板块复盘：消费者服务板块报告期内下跌 0.24%，跑赢大盘 2.06pct。国信社服板块涨幅居前的股票为金陵饭店（15.67%）、君亭酒店（15.54%）、华天酒店（14.94%）、希教国际控股（10.95%）、中国中免（7.05%）、同程旅行、全聚德、宋城演艺、众信旅游、同庆楼。

行业新闻：4 月 16 日，商务部等 9 部门联合印发《服务消费提质惠民行动 2025 年工作方案》。五一假期是年度首个五天连休假期，居民出行消费有望集中得到释放，截至目前，途牛平台五一假期境内游预订人次较去年同期实现增长超 100%。第 137 届广交会第一期已圆满落幕，展位数共 7.4 万个、规模持平。3 月 31 日，美团会员体系全面升级，以“神券”作为核心权益，原付费会员模式转变为积分制。4 月 15 日，京东黑板报称京东外卖订单量当日订单将超过 500 万单，此外 2024Q2 将再招不少于 5 万名全职外卖员。

风险提示：消费力修复不及预期；行业竞争恶化；门店扩张增速放缓等。

投资建议：维持“优于大市”评级。伴随国家不断出台扩大内需的利好政策，报告期内社服板块估值有望迎来持续修复。目前经济环境和市场风格下建议配置同程旅行、首旅酒店、九华旅游、峨眉山 A、海底捞、携程集团-S、美团-W、百胜中国、学大教育、中国东方教育等。中线优选中国中免、美团-W、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、同程旅行、北京人力、BOSS 直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、海南机场、米奥会展、君亭酒店、峨眉山 A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、东方甄选等。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

联系人： 周瑛皓

◆ 汽车行业专题：汽车智能化月报系列（二十三）-2025 款小鹏 X9 全系标配图灵 AI 智驾，地平线发布 L2 城区辅助驾驶系统 HSD

行业新闻：1) 工信部组织召开智能网联汽车产品准入及软件在线升级管理工作推进会；2) 2025 款小鹏 X9 售价 35.98 万起，全系标配图灵 AI 智驾；3) 地平线发布 L2 城区辅助驾驶系统 HSD，携手奇瑞等车企共赴智能化新征程；4) 小马智行获得卢森堡首批 Robotaxi 测试许可；5) 搭载 6 颗全固态数字化激光雷达，速腾聚创与滴滴自动驾驶达成合作。

高频核心数据更新：1) 800 万像素摄像头占比持续提升。2025 年 2 月，乘用车前视摄像头渗透率为 57%，其中 800 万像素摄像头占比为 23.1%，同比+11.5pct，环比+4.2pct；2) 英伟达驾驶芯片占比持续提升。2025 年 2 月，乘用车驾驶域控制器渗透率 18.4%，其中地平线、英伟达、特斯拉 FSD、华为芯片占比 11.6%、42%、12.2%、11.8%，同比-5.1、+21.4、-13.7、-2.9pct，环比+1.5、+2.1、+1.8、-2.6pct。3) 激光

雷达市占率持续提升。2025 年 2 月，乘用车标配激光雷达渗透率 6.4%，同比+2.8pct，环比+0.2pct。参考盖世汽车，1-2 月激光雷达供应商市占率华为（33%）、禾赛科技（31.3%）、速腾聚创（27.5%）、图达通（8.1%）。

智能驾驶：标配 L2 级以上功能的乘用车渗透率 2 月同比+4.3pct。2025 年 2 月，乘用车行业 L2 级以上渗透率为 15.8%，同比+4.3pct，高速 NOA、城区 NOA 渗透率分别为 15.6%、9.4%，同比分别+6、+2pct，环比分别+1、+1pct。1）传感器：渗透率角度，前视摄像头、前向毫米波雷达、激光雷达 2 月的渗透率分别为 64.2%、52.2%、6.2%，同比分别+3、-2、+3pct，环比分别-7、-6、+0pct。2）域控制器：2025 年 2 月，乘用车自动驾驶域控制器渗透率为 18.4%，同比+6.1pct，环比+0.3pct。

智能座舱：大屏化产品、HUD、座舱域控制器等单品渗透率持续提升，本土企业崛起。从渗透率看，10 寸以上中控屏、10 寸以上液晶仪表、HUD、智能座舱域控制器 2 月渗透率分别为 81.5%、47.4%、14.6%、31.3%、23.6%、44.6%，同比分别+1、-4、+1、+9pct，环比分别-3、-11、-2、-5pct。

智能网联：OTA、T-BOX 2 月渗透率分别 72.5%、71.7%，同比分别+6、-12pct。

投资建议：整车推荐小鹏汽车、赛力斯、零跑汽车。零部件推荐：数据获取，推荐豪恩汽电、速腾聚创、禾赛科技；数据传输，推荐沪光股份；数据处理，推荐地平线机器人-W、黑芝麻智能、科博达、华阳集团、均胜电子；数据应用，推荐星宇股份、华阳集团、保隆科技、伯特利。

风险提示：汽车智能驾驶渗透速度不及预期风险，销量不及预期风险。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）

◆ 汽车行业周报：人形机器人行业周报（第十一期）-北京人形机器人马拉松举行，众擎机器人正式上市

市场表现：本周（4.14-4.18）我们构建的国信人形机器人指数下跌 0.07%，弱于沪深 300 指数 0.65pct，弱于上证综合指数 1.26pct，年初至今上涨 6.5%。拓普集团下跌 5.23%，三花智控下跌 3.87%，中鼎股份下跌 1.04%，银轮股份下跌 4.97%，北特科技上涨 2.82%，双林股份上涨 1.38%，贝斯特上涨 0.5%，浙江荣泰上涨 2.72%，祥鑫科技下跌 4.18%，双环传动下跌 4.25%，斯菱股份下跌 5.13%，豪能股份下跌 0.99%，精锻科技下跌 1.65%，蓝黛科技上涨 2.8%，凌云股份下跌 2.98%，旭升集团下跌 0.17%，肇民科技上涨 4.29%，爱柯迪下跌 2.97%。均胜电子下跌 2.86%。征和工业下跌 5.1%，美力科技下跌 7.69%。

行业动态：1）特斯拉发布新一代人形机器人概念图 Mr. Roboto；2）北京亦庄半程马拉松暨人形机器人半程马拉松举行；3）众擎机器人正式量产上市；4）视触觉传感器厂商戴盟机器人发布产品；5）小鹏宣布其人形机器人将于 2026 年实现量产；6）腾讯增持智元机器人；7）乐聚夸父人形机器人进一汽红旗打工；政府新闻：1）工信部：将全力推进人工智能赋能新型工业化，着重“两手抓”；2）杭州市发布《杭州市建设人工智能产业发展高地实施方案（2025 年版）（征求意见稿）》；3）全国人大常委会副委员长张庆伟调研优必选；4）首个人形机器人数据集地方标准进入征求意见阶段；融资动态：1）动易科技完成天使+轮融资，天使轮累计融资额超亿元；2）纬钛机器人完成近亿元天使轮及天使+轮融资，小米战投领投；3）灵猴机器人完成 A 轮融资，智元为投资方；4）诺仕机器人完成天使+轮融资，上汽创投为投资方；5）影身智能完成数千万元种子+轮融资；6）云鲸智能完成 1 亿美元战略融资；7）Hugging Face 收购法国人形机器人公司 Pollen Robotics；公告方面：1）精锻科技：推进智能关节模组业务的研发和开拓；2）信质集团：人形机器人电机相关产品已进入头部企业小规模交付测试；3）双林股份：公司实现滚柱丝杠产业链上游环节的延伸与资源整合，解决设备端“卡脖子”环节，极大地降低设备的采购成本。

核心观点：特斯拉人形机器人 Optimus 量产节奏逐步清晰，叠加海内外相关巨头的持续布局（Figure、英伟达、华为、宇树、智元等），人形机器人产业有望加速落地，2025 年有望成为行业爆发的起点，看好人形机器人发展带来的产业升级机遇。

投资建议：总成环节：拓普集团、三花智控；减速器环节：双环传动、精锻科技等；其他相关：银轮股份、均胜电子、瑞鹄模具、爱柯迪、美力科技等。

风险提示：机器人量产节奏不及预期，技术发展不及预期的风险。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、孙树林（S0980524070005）

◆ 互联网行业周报：人工智能周报（25 年第 15 周）-OpenAI 发布 GPT-4.1，腾讯微信集成元宝 AI 功能

人工智能动态：1) 公司动态：①OpenAI 发布 GPT-4.1，提升多模态处理能力，支持图像与文本的结合处理。②腾讯微信集成元宝 AI 功能，可解析公众号文章和图文，提升用户体验。③饿了么转向 AI 赛道，推出“全息盾”系统，全面升级商家 AI 助手，实现平台智能化运营。④智谱获北京市人工智能产业投资基金追加投资 2 亿元，支持其开源模型研发与开源社区生态建设，且在 4 月 14 日开源 32B/9B 系列 GLM 模型。

2) 底层技术：①Scale AI 推出自动模型评估工具 Scale Evaluation，支持自动标记模型缺陷、优化训练方向。②阿里巴巴的 Wan 2.1（开源视频生成模型）在物理模拟、多语言特效等技术上保持领先。

3) 行业政策：工信部发布生成式 AI 服务管理办法征求意见稿。国家网信办启动数据跨境流动安全评估试点。

投资建议：随着 Deepseek 加速传统客户的 AI 渗透、拓展应用场景，国内云厂商的商业模式和需求空间将迎来变革。商业模式上，会提升产品的标准化程度，从传统的以本地部署为主转向通售卖大模型的 API token 最终把一系列的软硬件服务打包销售。需求空间上，AI Agent 长期来看能够持续取代人工成本，云计算厂商将成为生产资料的售卖者，其对应的天花板也将远高于传统的云计算业务，AI 时代传统的本地部署只能解决简单需求，云端部署将成为效率的选择，这也将带来更高的需求空间。因此，我们建议增加港股互联网板块的仓位配置，核心推荐云消费趋势变化弹性明显的阿里巴巴，以及具备最佳社交场景和生态有望受益于人工智能产业趋势的腾讯控股。

风险提示：政策风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行风险，游戏公司新产品不能如期上线或表现不及预期风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）、王颖婕（S0980525020001）、张昊晨（S0980525010001）

联系人： 刘子谭

◆ 传媒互联网周报：卡游再次递表，持续看好 AI 应用及 IP 潮玩板块机会

传媒板块本周表现：行业上涨 1.73%，跑赢沪深 300，跑赢创业板指。本周（4.12-4.18）传媒行业上涨 1.73%，跑赢沪深 300（0.59%），跑赢创业板指（-0.64%）。其中涨幅靠前的分别为电声股份、慈文传媒、新华都、风语筑等，跌幅靠前的分别为北京文化、返利科技、大晟文化、果麦文化等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 6 位。

重点关注：卡游再次向港交所递表，AMD 显卡性能飞跃带动 Stable Diffusion 模型性能优化，AI 人宠语言翻译软件“Traini”爆火。1) 卡游再次向港交所递表，2024 年财务表现十分亮眼，收入突破 100 亿元、经调整净利润超过 44 亿元；2) AMD 显卡性能提升 3.8 倍，Stable Diffusion 模型迎来优化大提升；3) 近期，一款 AI 人宠语言翻译软件“Traini”火了，这款软件能将人和宠物的语言实现双向互译，目前准确率已达到 81.5%，展示了 AI 技术在跨物种交流领域的巨大潜力。

本周重要数据跟踪：观影需求持续释放，五一档有 8 部影片定档。1) 本周（4 月 13 日-4 月 20 日）电影票房 1.83 亿元。票房前三名分别为《向阳·花》（0.39 亿元，票房占比 21.5%）、《哪吒之魔童闹海》（0.36 亿元，票房占比 19.5%）、《我的世界大电影》（0.21 亿元，票房占比 11.3%）；2) 综艺节目方面，《无限超越班第三季》、《哈哈哈哈哈第五季》、《乘风 2025》、《种地吧第三季》和《妻子的浪漫旅行 2025》排名居前；3) 游戏方面，2025 年 3 月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、腾讯《PUBG Mobile》和柠檬微趣《Gossip Harbor: Merge & Story》。

投资建议：关注业绩表现，中长期持续看好 AI 应用及 IP 潮玩。1) AMD 显卡性能飞跃 Stable Diffusion 模型迎来优化大提升、AI 人宠语言翻译软件 Traini 爆火，持续看好 AI 应端机会（具体标的见正文投资建议部分）。卡游再次向港交所递表、国漫崛起，IP 谷子产业景气度持续向上，看好 IP、运营、渠道

等环节，核心推荐泡泡玛特，关注产业链其他个股机会（广博股份、姚记科技等）。同时关注 VR/AR、数据要素、文化出海等泛科技主题方向主题；2）年报季报密集发布，关注景气度底部改善的游戏板块，推荐恺英网络、巨人网络、吉比特等标的；关注《哪吒 2》带领之下国内影视板块持续复苏，推荐渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒）；顺周期关注经济底部向上带来的媒体端广告投放增长（分众传媒、芒果超媒等）；同时从高分红、低估值以及 AI 教育角度关注出版板块。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 公用环保行业周报：公用环保 202504 第 3 期-工信部组织开展 2025 年度工业节能监察工作，3 月全社会用电量同比增长 4.8%

市场回顾：本周沪深 300 指数上涨 0.59%，公用事业指数上涨 1.77%，环保指数上涨 0.04%，周相对收益率分别为 1.19%和-0.55%。申万 31 个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第 7 和第 23 名。分板块看，电力板块子板块中，火电上涨 2.99%；水电上涨 1.33%，新能源发电上涨 0.17%；水务板块上涨 2.30%；燃气板块上涨 1.44%；检测服务板块下跌 1.92%。

重要事件：国家能源局：2025 年 3 月份全社会用电量同比增长 4.8%。3 月份，全社会用电量 8282 亿千瓦时，同比增长 4.8%。从分产业用电看，第一产业用电量 106 亿千瓦时，同比增长 9.9%；第二产业用电量 5578 亿千瓦时，同比增长 3.8%；第三产业用电量 1484 亿千瓦时，同比增长 8.4%；城乡居民生活用电量 1114 亿千瓦时，同比增长 5.0%。

专题研究：2020-2024 质谱仪进口数据分析。质谱仪是科学仪器中重要的细分产品，近年来我国从美国直接进口的质谱仪金额、台数呈现下降趋势。进口金额方面，美国进口金额波动较大，2020 年最高（32.84 亿元），2024 年最低（20.46 亿元），整体呈下降趋势。2024 年金额低于新加坡（27.8 亿元）和德国（26.59 亿元），但高于日本（7.59 亿元）。进口台数方面，美国进口数量从 2020 年的 8767 台降至 2024 年的 4178 台，降幅达 52.3%。进口均价方面，美国进口均价从 2020 年的 37.46 万元/台升至 2024 年的 48.96 万元/台，涨幅 30.7%，单台进口设备价值提升。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源，区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源，以及开展新能源与智算中心一体化深化算电协同标的金开新能；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有区位优势，量价张力较强的城市燃气龙头华润燃气，以及具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源；环保：水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境，中山公用；中国科学仪器市场份额超过 90 亿美元，国产替代空间广阔，推荐聚光科技；欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人： 崔佳诚

◆ 海外市场专题：美元债双周报（25 年第 16 周）-美债抛售压力短期缓解

美债抛售潮的三大推手与企稳信号。4 月初美债遭遇历史性抛售，主因多重因素叠加。首先，特朗普政府“对等关税”政策，对多国加征高额关税，引发市场对滞胀和融资成本飙升的恐慌，投资者转向黄金、非美货币等避险资产。其次，高杠杆交易破裂，对冲基金通过高杠杆的“基差交易”押注收益率下降，

但因美债利率快速上升而被迫平仓，引发连锁抛售，甚至导致部分基金破产。此外，特朗普政府的保护主义政策导致美元信用动摇，美国债务规模突破 36 万亿美元，叠加中日等主要债权国持续减持，加剧了市场的抛售压力。

近期企稳迹象显现，政策与市场合力缓和流动性危机。4 月 9 日特朗普宣布暂停对 70 多国加税 90 天，保留 10% 基准税率，缓解贸易紧张。3 月 CPI 超预期下行，叠加美联储释放鸽派信号，将月度缩表上限从 250 亿降至 50 亿美元，市场押注年内或降息 3-4 次以应对衰退风险。同时，美国财长贝森特承诺通过回购工具稳定流动性，10 年期美债收益率从峰值 4.58% 回落至 4.34%，美债波动率 MOVE 指数由峰值 140 回落至 115。

关税恐慌推动消费者购买热潮，美国 3 月零售数据环比大增。美国 3 月零售销售数据表现亮眼，环比增长 1.4%，为 2023 年 1 月以来的最大增幅，超出市场预期。这一增长主要由汽车销售的强劲表现驱动，同时建筑材料、体育用品、电子产品等多个类别也出现增长。尽管销售额同比增长至 4.6%，创下自 2023 年 12 月以来的新高，消费者信心却因关税担忧而下滑。进口商试图通过吸收部分额外成本来帮助消费者应对关税影响，但这将对利润造成压力。此外，低收入群体和受股市波动影响的富裕阶层的消费前景令人担忧，增加了美国经济衰退的风险。

鲍威尔重申美联储先观望再行动。鲍威尔在周三讲话时重申，在面对关税引发的经济不确定性时，美联储将采取观望态度，并未考虑立即调整政策。他警告称，美国可能面临通胀上升与经济增长放缓的双重挑战，强调没有物价稳定就无法实现劳动力市场的长期强劲。鲍威尔否认了所谓的“Fed Put”救市观点，认为市场正在有序运转且预计会持续波动。他还提到，政府贸易政策带来了前所未有的不确定性，使得美联储难以在保持就业和控制通胀之间取得平衡。鲍威尔强调了美联储的独立性及其不受政治影响的决心，并对美国联邦政府债务的不可持续性表示担忧，呼吁尽早解决这一问题。

美债利率先升后降，近两周录得上行，期限利差大幅走阔。1 年/2 年/3 年/5 年/10 年/20 年/30 年期美债近两周分别变动 7/10/14/20/28/31/31bp，10Y 和 2Y 分别录得 4.34% 和 3.81%，10Y-2Y 利差走阔至 53bp。

投资建议：尽管短期风险收敛，但长期滞胀与债务压力仍威胁美元霸权根基，全球金融秩序重构趋势难以逆转，预计美债仍将高波动，建议维持中短期美债优先。重要事件与数据方面，未来两周建议重点关注 3 月 PCE 数据。

风险提示：美国经济和货币、财政、贸易政策的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、徐祯霆（S0980522060001）

◆ 家电行业周报（25 年第 16 周）：3 月家电社零增长超 35%，出口景气度环比提升

本周研究跟踪与投资思考：3 月我国家电社零高增 35%，家电主要品类线上线下零售额实现良好增长，国补持续推动家电零售需求增长。3 月家电出口迎来加速增长，出口额同比增长 14%，空调、冰箱、吸尘器品类增长较快。

3 月家电社零强劲增长，主要品类均有良好表现。据统计局数据，3 月我国社会消费品零售总额同比增长 5.9%，累计同比增长 4.6%；家电和音像器材类限额以上零售额同比增长 35.1%，累计同比增长 19.3%。1-2 月国补政策处于衔接期，叠加家电消费淡季，家电社零增速有所放缓；3 月国补政策在各地推动后，家电社零增速明显提升。分品类看，奥维云网数据显示，Q1 白电增长良好，尤其是在国补受益较大的线下渠道，空调线上线下零售额分别+4.2%/+12.6%；厨电线上线下需求明显回暖，油烟机、燃气灶等线上线下零售额增速均超 10%；厨房小家电线上零售表现有所改善，线下增长平稳；扫地机及洗地机延续较快增长趋势。

3 月家电出口增长 14%，主要品类景气度环比均有回升。据海关总署发布的数据，3 月我国家电出口额（人民币口径，下同）同比增长 14.0%，在春节假期扰动结束后，家电出口景气再度上行。分品类看，空调、冰箱等品类延续较快增长趋势，吸尘器、风扇等小家电增速环比快速提升。3 月空调出口额同比增长 25.5%，冰箱出口额同比增长 14.5%，洗衣机出口额同比下降 0.4%，电视机出口额同比下降 0.5%；吸尘器/风扇/微波炉出口额同比分别增长 24.2%/33.3%/8.3%。我国家电企业不断发力海外市场，在全球领先的产品力及成本竞争力下，成效逐步体现，在全球各区域的市占率稳步提升，带动我国出口保持较快增长。4 月 3 日开始，美国宣布对我国加征较高关税税率，但根据我们此前在《关税对中美两国家电行业

影响全梳理》的测算，美国对我国家电出口影响有限，预计我国家电出口仍能保持较好的增长韧性。

Q1 空调销量增长 12%，出口高景气、内销稳健。奥维云网数据显示，Q1 我国空调生产 5597.2 万台，同比增长 11.6%；销售 5478.4 万台，同比增长 11.9%。其中内销 2438.2 万台，同比增长 2.8%；出口 3040.2 万台，同比增长 20.6%。空调内销在去年同期较高的出货基数下，增长相对平稳，终端零售需求表现预计好于出货端；外销则在新兴市场国家需求的拉动下，延续较快增长趋势。

重点数据跟踪：市场表现：本周家电周相对收益-0.40%。原材料：LME3 个月铜、铝价格分别周度环比-0.3%、-0.9%至 9132/2366 美元/吨；本周冷轧价格周环比-2.3%至 3760 元/吨。集运指数：美西/美东/欧洲线周环比分别+1.93%/-1.01%/-0.62%。海外天然气价格：周环比-14.4%。

核心投资组合建议：白电推荐格力电器、美的集团、海尔智家、TCL 智家、海信家电；厨电推荐老板电器；小家电推荐小熊电器、石头科技、新宝股份。

风险提示：市场竞争加剧；需求不及预期；原材料价格大幅上涨。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人： 李晶

◆ 计算机行业专题：中美关税博弈，重视跨境支付投资机会

中美关税博弈升级，短期内关税幅度从 34%飙升至 125%，导致全球供应链加速重构。中国正通过减少对美出口依赖（占比从 2018 年的 19.2%降至 2024 年的 14.7%），转向“一带一路”沿线及东盟等非美市场，以分散贸易风险并增强韧性。

CIPS 系统已拥有 168 家直接参与者、1461 家间接参与者，通过超 4800 家法人银行机构连接全球 185 个国家和地区，清算网络全球化布局基本完成。全年处理跨境人民币支付业务金额达 175 万亿元，同比增长 43%，累计处理金额突破 600 万亿元，持续保持高景气运行。

证券分析师： 熊莉（S0980519030002）

◆ 医药生物行业 2025 年 4 月投资策略：关注出海加速的创新药以及政策支持的服务板块

创新药对外授权交易加速。从 2025 年初以来，国产创新药企业已经完成了几十笔对外授权的交易，恒瑞医药、联邦制药、和铂医药等均与海外 MNC 达成了重磅交易。国产创新药的研发进度和临床数据越来越在全球范围内占到优势，创新药 BD 出海受关税影响较小，有望继续通过授权出海的形式实现全球的商业化价值。推荐关注具备高质量创新能力的公司：科伦博泰生物、康方生物、三生制药、康诺亚、和黄医药等。

生育支持和健康消费齐发力，关注医疗服务板块。2025 年 4 月 10 日，国家医保局正式宣告中国医疗保险研究会生育保险专业委员会成立。3 月下旬出台的生育政策通过“现金激励+资源倾斜+流程优化”组合拳，形成了多层次生育支持体系，目前 31 个省/直辖市和新疆建设兵团均已将辅助生殖纳入医保，国内有望迎来生育政策红利期。4 月 9 日，商务部、国家卫生健康委等 12 部门联合印发《促进健康消费专项行动方案》。在医疗服务方面，重点提及“增强银发市场服务能力”：支持面向老年人的健康管理、养生保健、健身休闲等业态深度融合，同时要求发挥中医药治未病优势，开展中医养生保健、营养指导、药膳食疗等活动。在中美贸易战背景下，中央强调将以超常规力度提振国内消费，将把扩大内需作为长期战略，努力把消费打造成经济增长的主动力和压舱石，而医疗服务是促消费的重要一环，生育支持和银发经济将共同发力，推荐关注医疗服务板块。

投资策略：关注出海加速的创新药以及政策支持的服务板块。2025 年 4 月投资组合：A 股：迈瑞医疗、药明康德、新产业、开立医疗、美好医疗、澳华内镜、艾德生物、振德医疗、金域医学；H 股：康方生物、科伦博泰生物-B、和黄医药、康诺亚-B、三生制药、爱康医疗。

风险提示：研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、陈益凌（S0980519010002）、马千里（S0980521070001）、张超（S0980522080001）

联系人： 凌琰、贾瑞祥

◆ 药明康德(603259.SH) 财报点评:收入逐季环比提升,新分子业务高速增长

收入、经调整 Non-IFRS 归母净利润逐季度稳步提升。2024 年全年营收 392.41 亿元 (-2.7%)，剔除新冠商业化项目后同比增长 5.2%，归母净利润 94.50 亿元 (-1.6%)，扣非归母净利润 99.89 亿元 (+2.5%)，经调整 Non-IFRS 净利润 105.8 亿元 (-2.5%)。其中，四季度单季度营收 115.39 亿元 (+6.9%)，单季度归母净利润 29.17 亿元 (+90.6%)，单季度扣非归母净利润 33.06 亿元 (+62.2%)，经调整 Non-IFRS 净利润 32.4 亿元 (+20.4%)。2024 年销售毛利率 41.48% (+0.3pp)，销售净利率 24.38% (+0.3pp)。

CRDMO 商业模式驱动业务增长。公司 2024 年化学、测试、生物学业务营收分别为 290.52 亿元 (-0.4%)，剔除新冠商业化项目后同比增长 11.2%)、56.71 亿元 (-13.3%)、25.44 亿元 (-0.3%)。CRDMO 商业模式驱动业务增长。

小分子 CRO/CDMO 业务强劲增长。1) 小分子药物发现业务为下游持续引流，2024 年成功合成并交付超过 46 万个新化合物 (+10%)；2) 小分子 D&M 业务实现收入 178.7 亿元，剔除特定商业化生产项目同比增长 6.4%，累计新增 1187 个分子；3) TIDES 业务保持高速增长，实现收入 58.0 亿元 (+70.1%)，截至 2024 年末，TIDES 在手订单同比增长 103.9%，多肽固相合成反应釜总体积增加至 4.1 万升，预计 2025 年末将进一步提升至超 10.0 万升。

测试和生物学业务稳步增长。1) 测试业务方面，公司 2024 年药物安全性评价业务收入下降 13.0%，仍保持亚太行业领先地位；SMO 业务同比增长 15.4%，保持中国行业领先地位。2) 生物学业务方面，非肿瘤业务 2024 年收入同比增长 29.9%，其中代谢类、神经生物学等领域引领增长。

风险提示：地缘政治风险；景气度下行风险；行业竞争加剧风险。

投资建议：收入逐季环比提升，新分子业务高速增长，维持“优于大市”评级。公司行业地位保持稳固，2024 年全年业绩逐季度稳步提升。考虑到新签订单的高增长，上调 2025/2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 111.62/127.32/145.06 亿元(原 2025/2026 年 107.67/122.83 亿元)，同比增速 18.11%/14.07%/13.93%，当前股价对应 PE=13.7/12.0/10.5x。

证券分析师： 彭思宇 (S0980521060003)、陈曦炳 (S0980521120001)

◆ 绿竹生物-B(02480.HK) 海外公司财报点评:核心产品重组带状疱疹疫苗 LZ901 上市申请获受理

全年亏损收窄，在研管线有序推进。2024 年公司经调整亏损 1.68 亿元，上年同期为亏损 2.49 亿元，全年亏损收窄。2024 年全年研发开支为 1.35 亿元 (同比-21.7%)，主要由于随着 LZ901 国内 Ph3 临床进展，相关折旧摊销减少，同时以股份付款的员工成本减少等原因；行政开支为 0.87 亿元 (同比-25.5%)，主要由于以股份付款的员工成本减少。

LZ901 (重组带状疱疹疫苗)：于 2023 年 9 月在中国启动 LZ901 的多中心、随机、双盲、安慰剂对照 Ph3 临床研究，2024 年 1 月在江苏、山东、湖北及山西四省完成共计 2.6 万名 40 岁及以上健康受试者入组，并于 2024H2 获得了临床试验中期分析结果，目前 LZ901 在中国的上市申请已获得国家药监局受理，预计 2026H1 实现产品商业化。

K3 (阿达木单抗生物类似药)：公司计划根据市场情况及公司可动用资源，进一步评估在中国启动 K3 的 Ph3 临床试验的适当时机，目前预计 Ph3 临床最早将于 2026H1 启动。

K193 (CD19xCD3 双特异性抗体)：于 2019 年 12 月启动国内 Ph1 临床，预计 2025H2 完成 Ph1 临床试验。

其他临床前阶段的在研管线：截至 2024 年 12 月 31 日，公司共有 6 个临床前阶段的在研产品，分别为重组水痘疫苗、重组 RSV 疫苗、重组 HSV-1 疫苗、重组 HSV-2 疫苗、用于治疗髓系白血病的 K333 双特异性抗体和用于治疗淋巴瘤的 K1932 双特异性抗体。

投资建议：公司核心品种重组带状疱疹疫苗 LZ901 采用创新抗原设计，诱导高水平体液及细胞免疫应答的同时，兼具较好的安全性；LZ901 已提交上市申请并获受理，预计将于 2026H1 实现产品商业化，考虑

到国内疫苗新产品一般需要 3~6 个月进行省级招标准入，我们预计 LZ901 将于 2026H2 开始贡献收入增量。国内市场目前仅 2 款带状疱疹疫苗产品上市，竞争格局良好，其中国产上市品种采用上一代减毒活疫苗技术，公司 LZ901 在国产重组带状疱疹管线中进度领先。根据公司年报及在研管线进展更新，我们对公司盈利预测进行调整，预计 2025~2026 年风险调整后营收为 0.22/4.39 亿元（前值为 0.27/2.45 亿元），新增 2027 年风险调整后营收为 9.71 亿元；预计 2025~2026 年归母净利润分别为-1.46/-1.27 亿元（前值为-3.56/-3.41 亿元），新增 2027 年归母净利润为 1.16 亿元。维持“优于大市”评级。

风险提示：在研管线失败、关键技术人才流失、市场竞争加剧等风险。

证券分析师： 马千里（S0980521070001）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

◆ 开立医疗(300633.SZ) 财报点评:业绩短期承压，高端新品放量可期

2024 年收入端略有下滑，利润端受费用投入影响有所承压。2024 年公司实现营收 20.14 亿元（-5.02%），归母净利润 1.42 亿元（-68.67%），扣非归母净利润 1.10 亿元（-75.07%）。24Q4 单季营收 6.16 亿元（-5.63%），归母净利润 0.33 亿元（-75.03%），扣非归母净利润 0.24 亿元（-80.00%）。2024 年公司收入端个位数下滑，利润表现承压，主要系行业整顿影响下，终端医院采购减少，同时公司仍保持较高的费用投入强度所致。

毛利率略有下滑，费用率有所提升。2024 年公司毛利率 63.78%，表现下滑 5.63pp，由于会计准则调整，调整后毛利率下滑 3.93pp，一方面受到毛利率较低的海外业务占比提升的影响，另一方面受到县域医疗设备集采对产品价格的影响。销售费用率 28.45%（+5.42pp），管理费用率 6.81%（+0.76pp），研发费用率 23.48%（+5.36pp），财务费用率-1.86%（+0.25pp），四费率 56.89%（+11.79pp），各项费用率均有所提升，销售、研发费用率提升明显，主要系公司持续保持高强度投入，引进各类研发、销售人才，进一步加强公司市场竞争力建设。

大力引进人才，多领域产品推陈出新。2024 年公司引进各类研发、销售人才，截止至 2024 年末，公司总员工数量为 3122 人，新增员工数量 425 人，同比增长 16%。公司持续大力投入研发，在多个领域推出新品。超声领域，推出高端全身机器 S80 及高端妇产机 P80、高端兽用便携 ProPet X11 及 ProPet E11 系列。软镜领域，25Q1 搭载新一代 iEndo 智慧内镜平台的 HD650 获批，首创“独立 GPU 多核异构智慧影像架构”，AI 运算能力大幅提升，可实现超分辨率成像，助力早癌筛查与复杂病变诊断。

投资建议：公司在行业低谷期加大战略投入，对短期业绩存在影响，预计 2025 年起随着招投标回暖，行业环境有望逐步好转。下调 2025、2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年营收 23.4/26.9/30.9 亿元（原 2025、2026 年为 27.8/33.3 亿元），同比增速 16%/15%/15%，归母净利润 3.1/4.0/4.8 亿元（原 2025、2026 年为 6.2/7.5 亿元），同比增速 120%/27%/22%，当前股价对应 PE=43/34/28x，维持“优于大市”评级。

风险提示：研发失败风险；汇率波动风险；新品放量不及预期风险；竞争加剧风险。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

联系人： 凌琰

◆ 广和通(300638.SZ) 财报点评:2024 年归母净利润同比增长 19%，积极布局端侧 AI

广和通 2024 主营收入 81.89 亿元，同比上升 6.13%；归母净利润 6.68 亿元，同比上升 18.53%；扣非净利润 5.04 亿元，同比下降 5.84%；其中 Q4 单季度营收 19.72 亿元，同比上升 9.45%；归母净利润 0.16 亿元，同比下降 85.21%。

出售锐凌无线影响公司短期业绩，主营无线通信模块仍保持快速增长。根据全球市场环境，结合锐凌无线个别客户需求，公司于 2024 年 7 月底出售美国全资子公司锐凌无线车载业务（该子公司 2023 年收入 22.14 亿元，净利润 2.6 亿元。），2024 年 8 月起不再纳入合并报表范围。若不考虑锐凌无线车载前装业务影响，公司 2024 营收同比增长 23.34%；收入的增长主要来自于国内汽车电子及 5G 固定无线接入（FWA）业务领域。分区域看，公司境外/国内华南/国内华东地区收入占比分别为 60.7%/23.0%/12.5%，同比分别变化+10.9%/+10.3%/-12.9%，华南市场地位稳固，华东市场竞争激烈。

产品结构调整，毛利率小幅下降，成本费用有所缩减。公司 2024 年毛利率 19.33%，同比下降 3.81pct，毛利率波动与产品结构有关；其中 Q4 毛利率为 14.97%，公司部分产品给特定大客户实施了优惠。出售锐凌无线后，公司费用有所缩减，销售/管理/研发费用率分别为 2.35%/2.18%/8.39%，同比分别变化 -0.16/-0.05/-0.87pct。

公司紧抓无线通信融合端侧 AI 应用发展的重大机遇。（1）端侧 AI，公司在 2023 年成立了机器人产品线，于 2024 年 6 月推出全自动割草机器人解决方案，并于 2024 年 12 月向客户交付首批订单。此外，公司在 2024 年 3 月推出了具身智能机器人解决方案并向全球知名机器人企业交付样机。2024 年公司成立了 AI 研究院，全面布局端侧 AI 技术生态。（2）智能模组集计算与通信功能于一体，已成为边缘计算需求新载体。公司早在 2020 年推出多款智能模组应用于车载智能座舱。在 2024 年智能模组已占公司收入比 40%以上。得益于公司在 AI 模组、端侧 AI 及机器人领域布局，2024 公司解决方案及其他业务收入同比增长 36.73%，该业务占收比 3.4%，未来增长空间较大。（3）公司于 2025 年 3 月 21 日公告计划发行 H 股，H 股募集资金主要用于加大通信、端侧智能化和机器人等领域投入，战略性投资和并购等用途。

风险提示：AI 发展不及预期、技术创新发展不及预期、行业竞争加剧。

投资建议：维持 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.7/7.8/9.3 亿元，当前股价对应 PE 分别为 29/25/21X，维持“优于大市”评级。

证券分析师：袁文翀（S0980523110003）

◆ 百亚股份(003006.SZ) 财报点评:舆情影响有望逐步淡化，线下外围市场持续高速增长

品牌势能扩张带动线下渠道快速增长。公司 2025Q1 实现营业收入 9.95 亿/yoy+ 30.10%；归母净利润 1.31 亿/yoy+ 27.27%；扣非归母净利润 1.29 亿/yoy+ 32.40%。尽管受到 12 月底以及 315 的行业舆情事件影响，公司仍通过营销快速反应以及强劲的产品力带动了整体业绩的高速增长。

分产品看，自由点产品实现营业收入 9.52 亿/yoy+ 35.8%，其中中高端大健康系列产品表现更为亮眼，一季度收入占比接近 60%，高端系列产品收入占比持续提升。产品结构的持续优化带动 Q1 客单价同比提升约 7%。分渠道看，线下渠道表现强劲，一季度实现营业收入 6.50 亿 /yoy+49.0%。其中，核心五省同比增长 26.7%，川渝地区因去年同期缺货影响基数较低，实现较快增速。外围拓展成效显著，营业收入同比增长 125.1%，延续高增长态势。电商渠道受 315 舆情事件短期冲击较大，一季度实现营业收入 3.22 亿/yoy+ 8.6%，增速明显放缓。同时 Q1 电商渠道预计由于较高投放仍处于亏损状态，但从目前来看 Q2 有望恢复至此前正常节奏。

盈利能力持续优化。2025Q1 实现毛利率/净利率 53.32%/13.12%，分别同比-1.04/0.29pct，毛利率主要原因由于渠道结构变化（增速更快的外围市场毛利率相对较低）以及会计口径调整（去年年底将部分电商物流包装费用从销售费用调整至营业成本），剔除口径调整影响后毛利率与去年同期基本持平。销售/管理/研发费用率分别下降 0.43/0.27/0.48pct，销售费用率下降主要由于高费率线上渠道收入占比降低，单电商渠道来看销售费用率提升。

营运能力及现金流方面，公司存货及应收账款周转天数变动不大，经营活动产生的现金流量净额同比下降 92.92%，主要由于 38 大促公司动销较好，线下 KA 应收款增加；以及公司为应对舆情影响，适当放长核心经销商账期；同时为应对舆情公司加大线上平台投放，全年来看预计现金流影响不大。

风险提示：宏观环境风险，渠道扩张不及预期，舆情事件影响加剧等。

投资建议：由于 315 行业舆情事件影响，公司一季度线上渠道短期增速有望放缓，但公司快速反应并采取有效公关措施，控制了相关负面影响的扩散，预计对即将到来的 618 大促影响有限。同时随着公司品牌势能不断释放，线下渠道外围市场持续高增长，并有望带动利润率稳步提升。考虑到舆情事件影响减弱，公司品牌势能加速由线上外溢到线下渠道，利润率拐点有望加速到来，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润至 3.68/4.83/6.27（原值为 3.40/4.45/5.72）亿元，对应 PE 为 31/24/18x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、孙乔容若（S0980523090004）、柳旭（S0980522120001）

◆ 百联股份(600827.SH) 财报点评:资产证券化盘活物业价值，核心业态持续转型升级

发行 REIT 归母净利润高速增长。2024 年公司实现营收 276.75 亿/yoy-9.32%，归母净利润 15.67 亿/yoy+292.93%，实现扣非归母净利润 1.11 亿/yoy-42.88%，处于此前业绩预告中值。公司归母净利润大幅增长主要系公司发行华安百联消费 REIT 取得投资收益所致。从公司经营业务角度来看，由联华超市运营的相关超市业务仍产生亏损-3.33 亿，核心业务综合百货仍在不断升级转型中，公司重点发力符合当下消费趋势业态如二次元文化商场和奥特莱斯等，短期业绩有所承压，但长期来看助力公司实现健康稳健发展。

分业态来看：1）综合百货：百货业态 2024 年实现收入 14.83 亿/yoy-31.93%，毛利率同比下降 3.0pct 至 31.42%；购物中心实现收入 22.34 亿/yoy+17.60%，毛利率 45.18%/yoy-8.62pct；奥特莱斯实现收入 15.17 亿/yoy+0.03%，毛利率 78.06%/yoy+0.87pct。百货业态受消费环境影响承压明显，购物中心由于娱乐休闲业态带动收入增长较快同时毛利率有所下降，奥特莱斯业态表现相对稳健。2）超市业态：超市业务受市场竞争及渠道分流影响，整体表现疲软，公司持有 20.03%股权的联华超市全年实现净利润-3.33 亿。具体来看，标准超市实现营收 107.62 亿/yoy-4.72%，毛利率 16.69%/yoy-0.88pct；大卖场实现营收 92.61 亿/yoy-14.99%，毛利率 23.29%/yoy+0.06pct；便利店实现营收 14.76 亿/yoy-10.34%，毛利率 13.64%/yoy-0.73pct。3）专业连锁：全年实现收入 8.04 亿/yoy-10.90%，毛利率 34.25%/yoy-1.91pct。

净利率受 REIT 影响大幅提升。2024 年公司整体毛利率/净利率分别为 25.88%/5.00%，同比变动 -0.66/+5.18pct，净利率大幅提升主要系发行 REITs 带来较多的非流动资产处置损益。费用率方面，2024 年公司销售/管理/财务费用率分别为 16.74%/7.77%/0.03%，同比分别变动 +0.22pct/+0.43pct/+0.09pct。营运能力和现金流保持稳定。

风险提示：线下消费恢复不及预期、行业竞争加剧风险、转型升级不及预期。

投资建议：公司作为华东地区零售龙头，在整体线下消费承压情况下，利用地理位置和自有物业优势，不断通过自身调整转型业务经营，随着相关调改项目逐渐落地以及奥特莱斯不断爬坡，后续有望带动业绩水平提升。同时公司有望持续通过资产证券化运作有效释放自身物业价值，进一步激活公司经营潜力，未来公司不排除将继续通过发行公募 REITs 盘活物业资产。考虑到超市业态仍有较大压力，同时公司正处于购百业态调整转型期短期影响业绩，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润至 5.48/6.20/6.79（原值为 7.51/8.92）亿，对应 PE 为 33/29/26x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、孙乔容若（S0980523090004）、柳旭（S0980522120001）

◆ 国电电力(600795.SH) 财报点评:煤电盈利大幅增长，电源项目建设持续推进

营业收入小幅下降，归母净利润大幅增长。2024 年，公司实现营业收入 1791.82 亿元（-1.00%），归母净利润 98.31 亿元（+75.28%），扣非归母净利润 46.66 亿元（-4.20%）。营业收入同比下降原因：一是电价同比下降，2024 年公司平均上网电价 429.82 元/MWh（-1.8%）；二是公司转让国电建投股权，不再纳入合并范围，煤炭板块收入同比下降。归母净利润同比增长原因：一是公司转让控股子公司国电建投内蒙古能源有限公司投资收益增加；二是联营企业投资收益增加。

火电、水电项目建设推进，推动业绩规模进一步增加。2024 年公司稳步推进常规能源开发，全年火电新增装机 183.50 万千瓦，主要包括新投 385 万千瓦，转让国电建投减少 132 万千瓦，邯郸热电厂退城进郊项目减少 22 万千瓦；截至 2024 年公司在建火电项目 835 万千瓦，2025 年计划火电核准备案 200 万千瓦，开工 147 万千瓦，投产 764 万千瓦；在建水电项目 492.35 万千瓦，2024 年大渡河老鹰岩二级水电站、新疆和静抽水蓄能电站和滚哈布奇勒水电站、察汗乌苏生态电站等一批项目获批开工，大渡河流域水电站 2025、2026 年分别计划投产 136.50、215.50 万千瓦。

新能源稳步发展，装机规模持续增长。2024 年，公司新增新能源装机 428.53 万千瓦，其中其中风电增加 54.65 万千瓦，光伏增加 373.88 万千瓦。2024 年，公司境内获取新能源资源 1678.84 万千瓦，核准

备案 1803.67 万千瓦，为后续项目建设投产提供坚实保障。2025 年，公司计划新能源核准备案 1141.81 万千瓦，开工 519.62 万千瓦，投产 641.59 万千瓦。“136 号文”发布后，推动新能源上网电量全面进入电力市场，有助于新能源发电项目维持合理收益率水平，新能源发电项目盈利有望逐步趋于稳健。

风险提示：用电量下滑；电价下滑；项目投运不及预期；煤价上涨；来水情况较差；行业政策变化。

投资建议：由于电价下降影响，下调盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 74.97/83.22/90.73 亿元（2025-2026 年原预测值为 93.08/99.76 亿元），分别同比增长 -23.7%/11.0%/9.0%；EPS 分别为 0.42/0.47/0.51 元，当前股价对应 PE 为 11.1/10.0/9.1x。维持“优于大市”评级。

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人：崔佳诚

◆ 陕西能源(001286.SZ) 财报点评:电量、煤炭产量及价格下降影响 25Q1 业绩表现，静待煤电、煤炭项目投产

电量及煤炭销量同比增加，营业收入及归母净利润实现较快增长。2024 年，公司实现营收 231.56 亿元（+19.04%），归母净利润 30.09 亿元（+17.73%），扣非归母净利润 29.80 亿元（+17.94%）。公司营业收入和归母净利润增长的原因是：公司清水川能源电厂三期两台机组投入使用使得发电量增长，电力业务收入增加，2024 年公司发电量 530.43 亿千瓦时（+19.74%），上网电量 496.41 亿千瓦时（+19.79%），电力业务收入 176.67 亿元（+19.62%）；同时，公司根据市场情况优化煤炭销售策略，煤炭外销量增加带动煤炭业务收入增长，2024 年公司自产煤外销量 803.88 万吨，煤炭业务收入 48.34 亿元（+18.55%）。

电量、煤炭价格及产量同比下降，归母净利润下降。2025 年第一季度，公司实现营业收入 52.02 亿元（-7.78%），归母净利润 7.03 亿元（-28.78%），扣非归母净利润 6.99 亿元（-29.33%），公司营业收入及归母净利润同比下降的主要原因系发电量同比减少、煤炭价格同比下降及产量同比下降综合影响。2025 年第一季度，公司发电量 121.85 亿千瓦时（-8.19%），上网电量 114.02 亿千瓦时（-8.54%），煤炭产量 485.68 万吨（-10.51%）。

煤炭、煤电项目建设稳步推进，促进未来业绩增长。公司推动赵石畔煤矿按期完成矿建任务，进入联合试运转阶段；信丰能源、商洛发电二期和延安热电二期建设稳步推进；争取赵石畔煤电二期早日开工建设，推进丈八矿井、钱阳山煤矿前期手续办理。目前，公司煤电在建项目 402 万千瓦，核准筹建项目 200 万千瓦，煤炭在建产能 600 万吨/年，2025 年公司计划完成固定资产投资 88.26 亿元，未来煤炭、电力在建项目投产后有望驱动公司业绩规模进一步增长。

风险提示：电量下降；电价下滑；煤价下降；项目投运不及预期。

投资建议：由于电量下降、煤炭价格下降影响，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 29.0/33.3/37.4 亿元（2025-2026 年原预测值为 30.8/34.5 亿元），分别同比增长 -3.6%/14.8%/12.1%；EPS 分别为 0.77/0.89/1.00 元，当前股价对应 PE 为 11.8/10.2/9.1x。给予公司 2025 年 12-13xPE，公司合理市值为 348-377 亿元，对应 9.28-10.06 元/股合理价值，较目前股价有 2%-11%的溢价空间，维持“优于大市”评级。

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人：崔佳诚

◆ 硅宝科技(300019.SZ) 财报点评:24 年密封胶产销再创新高，25 年 Q1 业绩保持高增

2024 年营收同比增长 21.24%，2024 年 Q4 公司营收及归母净利润环比改善明显；2025 年 Q1 营收及归母净利润持续增长。硅宝科技 2024 年度报告显示，2024 年公司实现营业收入 31.59 亿元，同比增长 21.24%，实现归母净利润 2.38 亿元，同比下降 24.63%。其中 24 年第四季度实现营收 10.26 亿元，同比增长 48.07%，环比增长 5.37%，归母净利润为 0.79 亿元，同比下降 13.62%，环比增长 39.7%。2024 年公司毛利率为 20.82%，较上年下降 4.44 个百分点，净利率为 7.62%，较上年下降 4.48 个百分点。主要原因为有机硅中间体价格处于低位，拖累密封胶产品价格。2025 年一季报显示，公司 2025 年一季度实现营收 7.78

亿元，同比增加 64.04%，环比下降 24.16%，实现归母净利润 0.71 亿元，同比增加 76.72%，环比减少 10.43%，公司经营业绩保持增长态势。

2024 年建筑胶产销保持稳步增长，工业胶快速增长，热熔胶并表带来增量。公司作为建筑胶龙头企业，产品销量保持持续增长，2024 年建筑胶销量 15.01 万吨（+7.7%），由于有机硅中间体价格处于低位，产品平均价格下降，2024 年建筑胶收入 15.5 亿元（-5.7%）；工业胶方面得益于汽车、电子等行业需求高增，全年销量 4.26 万吨（+22.66%），收入 8.3 亿元（+17.45%），其中电子电池胶及汽车胶营收同比增长 37.88%及 30.59%，光伏胶由于竞争激烈，营收同比下降 9.76%。公司通过并购江苏嘉好切入热熔胶赛道，全年营收 10.3 亿元，净利润 4933 万元，2024 年 7 月实现并表，贡献营收 5.7 亿元、归母净利润 1576 万元。

2025 年一季度公司经营持续向好，股东增持体现长期信心。公司 2025 年 Q1 营收大幅增长主要得益于并购江苏嘉好，并且建筑胶继续保持市占率稳步提升，稳居行业龙头；工业胶在光伏新能源、电子电器、动力电池、汽车制造等行业均保持快速增长。2025 年 2 月 5 日至 2025 年 4 月 14 日，引领资本以集中竞价交易方式累计增持公司股份 492.62 万股，占公司总股本的 1.25%，合计增持金额为 7745.90 万元，表现了股东对公司发展的信心。

有机硅中间体价格磨底有望结束，公司硅碳负极业务及热熔胶业务打开公司成长空间。2025 年 2 月以来，有机硅中间体厂商通过降低生产负荷减少 DMC 供给，有机硅中间体价格上涨明显。据百川盈孚数据，2025 年 Q1 DMC 均价为 13542 元/吨，环比 2024 年 Q4 均价上涨 3.3%（13108 元/吨）。107 胶 2025 年 Q1 均价为 13854 元/吨，环比 2024 年 Q4 均价上涨 2.0%（13589 元/吨）。在原料价格上涨的背景下，公司发布涨价函，拟自 3 月 1 日起对部分产品提价 3%-10%，预计公司业绩将明显受益。公司硅碳负极业务 2024 年完成从技术研发到规模化销售的关键跨越，并建成 3000 吨/年锂电池用硅碳负极生产线，新型产品不断开发，硅碳负极业务有望在 2025 年贡献营收与利润。公司已经实现对江苏嘉好的完全控股，根据业绩对赌协议，江苏嘉好 2024 年业绩不低于 4200 万元、2025 年业绩不低于 4350 万元、2026 年不低于 4500 万元，三年合计净利润之和不低于 13050 万元，江苏嘉好的并表将有力提升公司经营业绩。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；在建项目进展不及预期等。

投资建议：我们认为，公司作为行业龙头市占率不断提高，且随着我国房地产开发投资完成额逐渐企稳，公司建筑胶销量有望保持中速增长。在电动汽车、锂电池、光伏产品“新三样”的带动下，公司工业胶产销有望持续高速增长。公司持续优化产品结构及类型，逐步向产业链的高端延伸。同时，公司主要原材料有机硅 DMC、107 胶价格有望转暖，带动公司主要产品价格上行，公司营收及归母净利润有望受益。同时江苏嘉好的并表及硅碳负极业务将打开公司成长空间。鉴于有机硅行业仍处于底部，我们下调 2025 年及 2026 年归母净利润，并新增 2027 年归母净利润，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.92/3.66/4.35 亿元（此前预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 4.75/5.61 亿元），EPS 分别为 0.74/0.93/1.11 元（此前预计 2025-2026 年 EPS 为 1.21/1.43 元），对应当前股价 PE 为 23.64/18.81/15.76，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、董丙旭（S0980524090002）

◆ 思源电气(002028.SZ) 财报点评:国内外业务景气共振，25 年经营目标彰显长期信心

全年收入利润双高增，盈利能力稳步提升。2024 年公司实现营收 154.58 亿元，同比+24.06%；归母净利润 20.49 亿元，同比+31.42%；扣非净利润 18.78 亿元，同比+32.19%。2024 年公司销售毛利率为 31.25%，同比+1.75pct.；销售净利率为 13.49%，同比+0.58pct。

四季度业绩同比高增，盈利能力同比提升。四季度公司实现营收 50.51 亿元，同比+30.20%，环比+19.09%；归母净利润 5.58 亿元，同比+35.73%，环比-7.70%；扣非净利润 4.73 亿元，同比+52.48%，环比-16.23%。四季度公司毛利率 30.88%，同比+2.73pct，环比-0.08pct，净利率 11.20%，同比+0.35pct，环比-3.49pct。

超额完成全年收入、订单目标，2025 年新增订单预计增长 25%。2024 年公司实际新增订单 215 亿元（不含税），同比+30%；原目标值为 206 亿元，同比+25%。2025 年公司经营目标为实现新增订单 268 亿元（不含税），同比+25%，实现营业收入 185 亿元，同比+20%。

国内业务量利齐增，海外业务表现亮眼。2024 年公司国内实现收入 123.4 亿元，同比+19.7%，毛利率

29.8%，同比+2.2pct.；海外实现收入 31.2 亿元，同比+44.7%，收入占比超 20%，再创新高，毛利率 37.1pct.，同比-1.5pct.。2024 年公司多款产品在英国、意大利、沙特、科威特等国家实现突破，海外资质认证持续完善。

超级电容应用进步显著，成功获得重大定点。公司超级电容产品在车载电源领域，成功获得车企的重大定点项目，为其车载后备电源系统提供核心元件，在电力系统领域应用亦有重大突破，尤其是在静止型同步调相机（SSC）、配网后备电源等创新应用场景。

风险提示：国内电网投资不及预期；海外电力设备需求不及预期；原材料价格大幅上涨。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司新增订单情况和 25 年经营目标，上调 25-26 年盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 25.98/33.52/39.60 亿元（25-26 年原预测值为 25.79/31.40 亿元），当前股价对应 PE 分别为 21/16/14 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 骆驼股份(601311.SH) 财报点评:海外与国内业务推进, 2024 年公司业绩稳定增长

海外与国内业务持续推进，2024 年公司业绩稳定增长。2024 年公司营收 155.92 亿元，同比+10.75%，归母净利润 6.14 亿元，同比+7.26%，扣非净利润 5.93 亿元，同比+10.85%；24Q4 营收 42.6 亿元，同比+13.1%，环比+11.9%，归母净利润 1.3 亿元，同比-26.3%，环比-27.2%，扣非净利润 1.1 亿元，同比-26.3%，环比-20.5%。整体来看，2024 年公司汽车低压铅酸电池销售 3830 万 KVAH，同比+10.69%，其中铅酸类新能源汽车辅助电池销量同比+约 40%；另外公司持续布局海外产能、加大渠道建设，整体出口业务同样贡献增量。2024 年公司拟每 10 股派发现金红利 2.90 元（含税），分红率 55.4%。

费用管控稳定，锂电业务持续减亏。费用层面，24Q4 骆驼股份销售/管理/研发费用率分别为 5.5%/2.8%/1.9%，同比分别-0.1/0.0/-0.2pct，环比分别+1.2/-0.1/0.0pct；盈利能力层面，24Q4 公司销售毛利率 15.6%，同比-0.7pct，环比+2.2pct，盈利能力依旧稳健扎实；24 年公司低压锂电减亏明显，营收 4.05 亿元，同比+376.0%，毛利率提升至 12.3%，同比+20.2pct，全年累计完成 41 个项目技术对接，共获得 29 个项目定点。

渠道扩张、客户认证、产能布局并进，出口业务提速。1）渠道扩张：截至 24 年底，公司拥有“优能达”服务商 3400 多家，终端商超 12 万家，已实现全国 2742 个区县服务商及终端商的注册；2）出口推进：2024 年公司海外市场销量同比增长约 68.49%，积极开拓海外主机配套业务，2024 年新获 7 个海外配套定点；分区制定海外营销策略与产品清单，开展精准营销；3）产能建设：截至 24 年，公司国内铅酸电池产能约 3500 万 KVAH/年、国外铅酸电池产能约 500 万 KVAH/年，废旧铅酸电池回收处理能力 86 万吨/年，并持续优化产能布局，提升领先优势。

低估值细分赛道龙头，渠道升级、业务开拓打开成长空间。骆驼股份未来的成长空间主要在于：1）渠道升级，铅酸蓄电池的后装市场、海外市场的规模远大于国内前装市场；2）业务开拓，公司积极开拓锂电池业务，储能电池研发持续推进，同时完成动力锂电池回收全流程研发标准化建设工作。

风险提示：原材料价格波动，国际及经济环境变化，汽车行业需求承压。

投资建议：看好公司业务稳定增长，维持“优于大市”评级。看好骆驼股份主业稳定放量，出海+业务开拓+渠道拓展打开成长空间，考虑到公司业务开拓带来的资源投入，维持公司盈利预测，新增 27 年盈利预测，预计公司 25/26/27 年归母净利润 8.6/10.7/12.6 亿元，对应 EPS 为 0.73/0.91/1.07 元，对应 PE 分别为 11/9/7 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、孙树林（S0980524070005）

◆ 豪恩汽电(301488.SZ) 财报点评:单四季度收入同比增长 26%，智能驾驶产品量价齐升

2024Q4 豪恩汽电营收 4.58 亿元，同比增长 26%。公司 2024 年实现营收 14.09 亿元，同比+17.25%，归母净利润 1.01 亿元，同比-11.15%。分业务看，公司 2024 年汽车智能驾驶感知系统收入 14.08 亿元，

同比+17.39%，毛利率 20.90%，同比-1.83pct。分季度看，公司 2024Q4 实现营收 4.58 亿元，同比+25.77%，环比+27.63%，归母净利润 0.31 亿元，同比-30.53%，环比+33.85%。整体来看，公司的主要产品包括集软件、算法、光学设计和硬件于一体的车载摄像系统、车载视频行驶记录系统和超声波雷达系统，受益于下游市场对智能驾驶感知系统的持续需求，公司 2024 年收入同比增长 17%，超越乘用车行业 14.6pct（2024 年国内乘用车产量同比+2.65%）。

2024Q4 毛利率环比提升 0.9pct，净利率环比提升 0.3pct。2024 年，公司毛利率 20.9%，同比-2.0pct，净利率 7.2%，同比-2.3pct。拆分季度看，2024Q4 公司毛利率 21.8%，同比-1.7pct，环比+0.9pct，净利率 6.7%，同比-5.5pct，环比+0.3pct。公司 2024 年毛利率有所下滑，预计主要与客户年降有关，公司已在全力控制成本，在内部做各种降本对策，比如技术降本、采购降本、生产自动化降本、制造费用降本等。

豪恩汽电为智能驾驶解决方案服务商，价升、量增、重研发。1）价升：豪恩汽电的产品从最初的摄像头、超声波雷达、车载行驶记录系统到现在的感知层（毫米波雷达、环视及泊车系统等）与决策层（驾驶域控制器）全覆盖，配套单车价值量从几百元提升至超 5000 元。2）量增：公司智能驾驶业务早期集中于 Nippon、东风日产、上汽大众、吉利、长城汽车等合资和自主品牌燃油车客户，2023 年至今，公司客户呈现新能源化（比亚迪、理想、小鹏、赛力斯、长城等）、全球化（PSA 全球、德国大众、福特全球、雷诺全球等）趋势，新能源客户和全球客户的放量拉动公司智能驾驶业务增长，2024 年新能源业务占比 50%左右。3）重研发：公司研发费用率超 10%，研发人员数量占比超 30%，重视软件和算法研发。投资建议：上调营收预测，下调利润预测，维持优于大市评级。考虑在手订单充沛，我们上调营收预测，预计 2025-2027 年营收为 16.63/19.62/22.91 亿元（原 2025/2026 年预测为 15.8/19.3 亿元），考虑到年降压力，小幅下调利润预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 1.38/1.67/2.07 亿元（原 2025/2026 年预测为 1.39/1.71 亿元），维持优于大市评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）

◆ 帅丰电器(605336.SH) 财报点评:经营较为承压，期待国补政策下需求回暖

经营明显承压，高比例分红。公司 2024 年实现营收 4.3 亿/-48.3%，归母净利润 0.60 亿/-68.2%，扣非归母净利润 0.48 亿/-71.8%。其中 Q4 收入 1.2 亿/-43.9%，归母净利润 0.16 亿/-67.8%，扣非归母净利润 0.14 亿/-68.6%。公司拟每 10 股分红 3.25 元，现金分红率达到 98.9%。

集成灶需求有所萎缩。受到地产及国内消费环境影响，集成灶行业零售额出现较大降幅。奥维云网数据显示，2024 年我国集成灶零售额同比下降 30.6%至 173 亿元，其中 Q4 下降 35.3%，集成灶行业正处于调整期。2025Q1 集成灶线下零售额下降 19.5%，线上零售额下降 26.8%，行业需求仍有待恢复。

橱柜收入规模稳定，集成灶收入量跌价稳。公司 2024 年集成灶收入下降 50.6%至 3.5 亿元，橱柜收入同比微增 0.6%至 0.39 亿元，水槽、洗碗机等其他收入同比下降 53.4%至 0.29 亿元。公司在推动集成灶灶技术和产品不断创新升级的同时，逐步增加烤箱、蒸箱、蒸烤一体、蒸烤独立、消毒柜、净水器、集成烹饪中心等模块与品类，提升套装配套率和客单价，并同步推进整橱、全屋定制产品项目，为消费者提供一站式集成智慧厨房解决方案。

电商收入降幅较大。公司 2024 年经销渠道收入下降 48.4%至 3.8 亿元，电商收入下降 62.3%至 0.26 亿元，线下直销及其他收入下降 7.5%至 0.21 亿元。公司持续优化经销商质量，保持经销商数量在 1000 家。

四季度毛利率企稳回升，规模降低下费率提升明显。公司 2024 年毛利率下降 1.1pct 至 45.7%，其中集成灶毛利率同比+1.4pct 至 50.8%，橱柜毛利率同比-12.8pct 至 17.6%。Q4 公司毛利率同比提升 8.8pct 至 52.9%，在同比下降 4 个季度后，毛利率迎来企稳回升。公司全年销售/管理/研发/财务费用率分别+3.8/+6.3%/+1.0/-3.5pct 至 19.4%/12.4%/5.4%/-7.4%，由于收入规模有所下降，公司期间费用率有所提升；24Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别+4.1/+10.1/+2.1/-0.8pct。2024 年公司净利率同比-8.8pct 至 14.0%，Q4 净利率同比-10.4pct 至 14.0%。

风险提示：原材料价格大幅波动；行业竞争加剧；集成灶需求不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司系集成灶行业领军企业，技术及产品力领先。考虑到地产压力下集成灶行业需求持续下降及规模萎缩下费率有所提升，下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 0.86/1.00/1.09 亿（前值为 2.12/2.24/-1 亿），同比增长 43%/16%/10%，对应 PE=39/34/31x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人： 李晶

◆ 中岩大地(003001.SZ) 财报点评:业绩大幅增长，战略转型显成效

盈利能力修复，业绩大幅增长。2024 年公司实现营收 7.9 亿元，同比-14.0%，实现归母净利润 0.62 亿元，同比+226.3%。2024 年公司累计新签合同额 10.19 亿元，同比+49.3%，年末在手订单 6.28 亿元，同比+1.4%。公司聚焦“以核心技术+核心材料为国家战略服务”的发展方向，成功将业务重心由房建切换至核电、水利水电、港口等国家重大基础设施建设领域，订单结构大幅优化的同时，盈利能力显著回升。毛利率大幅提升，期间费用有较大摊薄空间。2024 年公司整体毛利率为 24.9%，同比大幅提升 7.7pct。2024 年公司期间费用率为 12.69%，同比下降 0.85pct，其中管理/研发/销售费用分别同比-15.6%/-13.9%/-40.0%。公司经历业务结构调整，新领域业务毛利率显著提升，同时员工人数减少导致各项费用支出减少，人效明显提升，未来随着公司重大工程收入占比继续提升，毛利率仍有上升空间，期间费用也有望得到有效摊薄。

经营性现金流转正，收付现比回升。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额 0.44 亿元，连续三年净流出后实现转正。收现比/付现比分别为 97.8%/103.9%，分别同比+4.5/-1.6pct。公司通过业务结构转型，收入现金含量明显提升，经营性现金流成功转正，收付现比由此前的 90%以下逐步回升至 100%左右。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。公司作为岩土工程专业服务商，聚焦“核心技术+核心材料”，服务国家重大战略工程，当前已在核电、水利水电、港口领域取得标杆性项目订单，未来受益于重大项目加快审批落地，收入和业绩有望实现较快增长。维持盈利预测，预测公司 2025-2027 年收入分别为 13.8/25.8/37.8 亿元，归属母公司净利润分别为 1.52/3.59/6.51 亿元，增速分别为 +143%/+137%/+81%，对应每股收益分别为 1.20/2.83/5.13 元，对应当前 PE 为 32.9/13.9/7.7X，维持“优于大市”评级。

风险提示：重大项目推进不及预期的风险、房地产行业持续调整的风险、行业竞争加剧的风险、工程管理与安全生产风险、应收账款及合同资产减值风险、抵债资产减值的风险等。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、朱家琪（S0980524010001）

◆ 鹏鼎控股(002938.SZ) 财报点评:布局“云、管、端”AI 全链条，CAPEX 提速彰显明确信心

大客户份额稳步增长，AI 创新推动消费电子需求回暖。公司发布 2024 年年报，实现营收 351.4 亿（YoY +9.6%），归母净利润 36.2 亿（YoY +10.1%），扣非归母净利润 35.3 亿（YoY +11.4%），毛利率 20.8%（YoY -0.6pct），净利率 10.3%（YoY +0.05pct）。对应单季度 4Q24 收入 116.5 亿（YoY +0.4%，QoQ +12.5%），归母净利 16.5 亿（YoY +14.1%，QoQ +38.3%），扣非归母净利润 16.0 亿（YoY +14.6%，QoQ +36.6%），毛利率 21.4%（YoY -1.8pct，QoQ -2.3pct），净利率 14.1%（YoY +1.7pct，QoQ +2.6pct），公司业绩增长主要受益于下游消费电子行业需求回暖，以及 AI 创新带动的 PCB 需求提升。

手机业务保持稳健，“云、管、端”AI 全链条布局。分产品应用领域来看，通讯用板营收 242.4 亿（YoY +3.1%），毛利率 18.2%（YoY -2.9pct）；消费电子及计算机用板营收 97.5 亿（YoY +22.3%），其中 AI 端侧类产品收入占比已超过 45%，毛利率 27.0%（YoY +4.4pct）；汽车/服务器用板及其他 PCB 产品业务收入 10.3 亿（YoY +90.3%），毛利率 23.2%（YoY +7.2pct），公司积极向 AI 云侧和管侧延伸，紧抓 800G/1.6T 光模块升级窗口，推动 SLP 产品成功切入光模块相关领域，并提前布局 3.2T 产品。智能汽车领域，公司雷达板、域控制板及雷达高频领域产品 24 年均实现量产出货，顺利通过国际多家 Tier 1 客户的认证，逐步完善在自动驾驶领域的各条产品线版图。

iPhone 16e 拉货推动 1Q25 业绩提速，CAPEX 指引乐观彰显公司长期信心。根据公司月度经营快报，公司 1Q25 收入 80.9 亿 (YoY +20.9%)，主要系 16e、iPad、Mac 等新机备货拉动，进入二季度，中美关税政策异动，导致大客户加急备货。下半年，iPhone17 将有明显外观变化，这通常会带来用户较强的换机冲动，叠加公司稳健的份额提升和单机价值量在 AI 加持下增长，公司业绩可期。此外，公司 2025 年资本开支计划大幅提升至 50 亿 (2024 年为 7 亿元)，主要投资项目包括泰国园区、软板扩充、淮安三园区高阶 HDI 及 SLP 项目等，彰显了公司对于 AI 驱动下高端产品需求增长的长期信心。

投资建议：微调盈利预测，维持“优于大市”评级。

我们继续看好公司高端产品竞争力在 AI 云、管、端多环节的强竞争力，我们微调公司 25-27 年盈利预测，预计 2025-27 年实现归母净利润 40/48/57 亿元 (25-26 年前值为 48/54 亿元)，同比增速 11/20/18%，当前股价对应 PE 为 16/13/11x，维持“优于大市”评级。

风险提示：AI 终端发展不及预期；贸易战摩擦加剧风险；汇率风险。

证券分析师： 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、叶子 (S0980522100003)、张大为 (S0980524100002)、詹浏洋 (S0980524060001)、李书颖 (S0980524090005)

联系人： 连欣然

◆ 江海股份(002484.SZ) 财报点评:4Q24 业绩小幅回暖，超级电容有望在 AI 服务器领域广泛应用

激烈竞争下保持稳健经营，4Q24 业绩回暖。2024 年公司实现营业收入 48.08 亿元 (YoY -0.76%)，归母净利润 6.55 亿元 (YoY -7.41%)；对应 4Q24 营收 12.69 亿元 (QoQ +8.01%，YoY +18.99%)，归母净利润 1.60 亿元 (QoQ +9.08%，YoY +0.48%)。公司营收和利润下滑主要受到下游需求疲软，竞争加剧影响。2024 年公司毛利率 24.90% (YoY -1.18pcts)，对应 4Q24 毛利率 24.47% (QoQ -0.80pcts，YoY -1.42pcts)；24 年期间费用率 15.8% (YoY +1.68pcts)，其中销售费用率 1.62% (YoY +0.05pcts)；管理费用率 8.82% (YoY +0.83pcts)；研发费用率 5.61% (YoY +0.82pcts)；财务费用率 -0.24% (YoY -0.02pcts)。公司毛利率下滑主要系：1) 报告期内产品降价较多；2) 毛利率略低的超容、材料、车用薄膜电容等产品营收占比提升等因素所致。

铝电解电容继续巩固优势领域，并发力小型化、固液混合等高端市场。2024 年公司铝电解电容营收 39.42 亿元 (YoY -0.70%)，毛利率 26.38% (YoY -1.27%)。除新能源外，公司在消费电子、电动汽车和充电桩等应用领域实现增长，并且拓展了应用场景和用户。固态叠层高分子电容器在多家战略客户通过认定，固液混合电容器在汽车领域实现突破，实现 50% 以上增长。铝电解电容核心材料腐蚀、化成箔技术取得新突破，进一步夯实高容量、高效率、低成本的优势。进入 2025，“530 新政”推动下游光伏装机加速，下游需求进一步回暖。

超级电容有望在 AI 服务器和调频侧实现规模化应用。2024 超级电容营收 2.31 亿元 (YoY +4.34%)，毛利率 20.57% (YoY -0.02%)。一方面，在传统应用端，公司将采取新的策略及有效的降本措施积极应对；另一方面，新应用领域不断涌现。随着 AI 芯片功耗的增加，训练或推理过程中服务器可能出现较大的功率波动，超容能够在电力负载突然变化时提供瞬时功率补偿，平抑负载浪涌，保障整个系统的正常运行。公司的 EDLC、LIC 已经获得国内外多个头部企业的认证，营业收入有望迎来快速增长。

投资建议：微调盈利预测，维持“优于大市”评级。

微调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 7.57/8.79/10.31 亿元，同比增速 15.6/16.1/17.3%，当前股价对应 PE 20/17/15x。我们预计公司主要产品降价幅度将收窄，高端铝电解电容持续突破，薄膜电容汽车领域份额提升，超级电容在 AI 服务器应用落地，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；市场竞争格局进一步恶化的风险。

证券分析师： 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、叶子 (S0980522100003)、张大为 (S0980524100002)、詹浏洋 (S0980524060001)、李书颖 (S0980524090005)

联系人： 连欣然

金融工程

◆ 金融工程日报:沪指震荡攀升, 黄金股持续走强、科技题材全面回暖

市场表现: 今日(20250421) 大部分指数处于上涨状态, 规模指数中中证 2000 指数表现较好, 板块指数中北证 50 指数表现较好, 风格指数中中证 500 成长指数表现较好。有色金属、综合金融、计算机、传媒、轻工制造行业表现较好, 银行、食品饮料、房地产、煤炭、交通运输行业表现较差。黄金精选、黄金珠宝、液态金属、小程序、纸业精选等概念表现较好, 银行精选、央企银行、北部湾自贸区、港口精选、房地产精选等概念表现较差。

市场情绪: 今日市场情绪较为高涨, 收盘时有 114 只股票涨停, 有 24 只股票跌停。昨日涨停股票今日高开高走, 收盘收益为 2.57%, 昨日跌停股票今日收盘收益为-3.31%。今日封板率 79%, 较前日提升 12%, 连板率 29%, 较前日提升 11%。

市场资金流向: 截至 20250418 两融余额为 18038 亿元, 其中融资余额 17927 亿元, 融券余额 111 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.4%, 两融交易占市场成交额比重为 8.1%。

折溢价: 20250418 当日 ETF 溢价较多的是创新药 ETF 富国, ETF 折价较多的是中证 500 价值 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 15 亿元, 20250418 当日大宗交易成交金额为 6 亿元, 近半年以来平均折价率 5.35%, 当日折价率为 6.78%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.30%, 1.74%, 7.25%, 10.93%, 当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 5.04%, 处于近一年来 26%分位点, 当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 8.53%, 处于近一年来 20%分位点; 当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 15.79%, 处于近一年来 10%分位点; 当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 19.18%, 处于近一年来 14%分位点。

机构关注与龙虎榜: 近一周内调研机构较多的股票是九号公司-WD、宁波银行、虹软科技、翔楼新材、同飞股份、东方钨业、乐歌股份、仙乐健康等, 九号公司-WD 被 248 家机构调研。20250421 披露龙虎榜数据中, 机构专用席位净流入较多的股票是晓程科技、海能达、利欧股份、青岛金王、麦趣尔、科兴制药、恒锋信息、万辰集团、品渥食品、三态股份、迪哲医药-U、湖南黄金、舒泰神、国风新材等, 机构专用席位净流出较多的股票是浙江华业、仕佳光子、新宏泽、红墙股份、浔兴股份、红宝丽等。

风险提示: 市场环境变动风险; 本报告基于历史客观数据统计, 不构成投资建议。

证券分析师: 张欣慰 (S0980520060001)

联系人: 李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	798.86	1.76	ICE 布伦特原油	67.96	3.20
白银	8193.00	0.77	铜	76640.00	0.68
铝	19870.00	0.42	铅	16950.00	0.71
豆一	4108.00	-0.17	锌	22440.00	0.78
豆粕	2910.00	2.06	镍	125420.00	-0.15
玉米	2250.00	0.00	锡	259330.00	1.02
螺纹钢	3026.00	0.36	SR505	6160.00	0.65

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI(%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI(%)	99.4	99.8	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比(%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比(%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比(%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值(%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比(%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
688737.SH	中自科技	3197.51	8603.49	100.00	2025-04-22
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20

301100. SZ	不适用	15000. 00	20000. 00	100. 00	2024-12-17
600859. SH	王府井	4147. 65	113273. 80	99. 75	2024-12-17
301101. SZ	不适用	8456. 60	13434. 14	100. 00	2024-12-16
603071. SH	不适用	32026. 96	55795. 44	100. 00	2024-12-16
603216. SH	梦天家居	16600. 00	22136. 00	100. 00	2024-12-16
002074. SZ	国轩高科	38416. 33	156267. 38	79. 01	2024-12-16
301138. SZ	不适用	9000. 00	12000. 00	100. 00	2024-12-16
688246. SH	不适用	3663. 35	13787. 75	100. 00	2024-12-16
000401. SZ	冀东水泥	106598. 80	247935. 72	99. 97	2024-12-16
000737. SZ	南风化工	104599. 31	169128. 73	100. 00	2024-12-16
301177. SZ	不适用	36000. 00	40001. 00	100. 00	2024-12-16
688110. SH	东芯股份	16571. 30	44224. 97	100. 00	2024-12-10
301168. SZ	通灵股份	7034. 70	12000. 00	100. 00	2024-12-10
300678. SZ	中科信息	381. 96	12858. 48	5. 95	2024-12-10
600886. SH	国投电力	48830. 64	745417. 97	100. 00	2024-12-10
688192. SH	迪哲医药	21784. 60	40000. 01	100. 00	2024-12-10
301193. SZ	家联科技	5985. 00	12000. 00	100. 00	2024-12-09
301126. SZ	达嘉维康	8187. 02	20650. 57	100. 00	2024-12-09
301179. SZ	泽宇智能	9900. 00	13200. 00	100. 00	2024-12-09
301111. SZ	粤万年青	8986. 15	16000. 00	100. 00	2024-12-09
301199. SZ	迈赫股份	7650. 00	13334. 00	100. 00	2024-12-09
688151. SH	华强科技	24234. 68	34450. 00	100. 00	2024-12-06
301167. SZ	建研设计	2400. 00	8000. 00	100. 00	2024-12-06

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	38170. 41	-2. 482796	34. 83	34. 83	34. 83	34. 83	48. 49
德国 DAX 指数	21205. 86	-0. 493454	66. 49	-8. 41	1. 44	19. 33	55. 94
法 CAC40 指数	7285. 86	-0. 601776	2. 24	-9. 76	-5. 49	-8. 71	50. 37
恒生指数	21395. 14	1. 605928	3. 44	-11. 39	9. 24	31. 64	76. 64
沪深 300 指数	3784. 88	0. 327600	0. 68	-3. 31	-1. 24	6. 86	69. 97
美国 SP500 指数	5158. 20	-2. 356749	-4. 58	-8. 98	-14. 72	3. 84	55. 72
纳斯达克综合指数	15870. 90	-2. 551508	-5. 70	-10. 75	-19. 66	3. 85	62. 76
日经 225 指数	34279. 92	-1. 296736	0. 87	-9. 01	-12. 16	-7. 52	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	300760. SZ	迈瑞医疗	221. 6600	3. 9389	无数据	300760. SZ	迈瑞医疗	221. 6600	3. 9389	无数据
2	002371. SZ	北方华创	463. 3300	-0. 9957	无数据	002371. SZ	北方华创	463. 3300	-0. 9957	无数据
3	300750. SZ	宁德时代	226. 0000	0. 4936	无数据	601318. SH	中国平安	50. 1600	0. 5613	无数据
4	601318. SH	中国平安	50. 1600	0. 5613	无数据	600276. SH	恒瑞医药	48. 7800	-0. 2454	无数据
5	600276. SH	恒瑞医药	48. 7800	-0. 2454	无数据	601127. SH	赛力斯	130. 7600	-3. 8529	无数据
6	601127. SH	赛力斯	130. 7600	-3. 8529	无数据	688041. SH	海光信息	154. 0000	-0. 3236	无数据
7	000333. SZ	美的集团	70. 9500	-0. 0704	无数据	000333. SZ	美的集团	70. 9500	-0. 0704	无数据

8	002155.SZ	湖南黄金	24.3300	-4.7004	无数据	002155.SZ	湖南黄金	24.3300	-4.7004	无数据
9	002594.SZ	比亚迪	349.6800	-0.7014	无数据	002594.SZ	比亚迪	349.6800	-0.7014	无数据
10	002648.SZ	卫星化学	15.6000	-2.5000	无数据	002648.SZ	卫星化学	15.6000	-2.5000	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金(HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金(HKD, 万元)
1	0700.HK	腾讯控股	453.40	-4.10	155,698.96	0700.HK	腾讯控股	453.40	-4.10	112,426.88
2	0700.HK	腾讯控股	453.40	-4.10	144,278.52	0700.HK	腾讯控股	453.40	-4.10	96,188.66
3	0189.HK	东岳集团	24.75	4.43	46,562.12	3690.HK	美团-W	234.00	-4.49	60,746.36
4	0388.HK	香港交易所	504.50	0.00	43,037.69	0027.HK	银河娱乐	39.15	-20.02	37,141.13
5	1918.HK	融创中国	15.46	-5.15	21,967.12	1211.HK	比亚迪股份	258.40	-1.75	30,556.14
6	3690.HK	美团-W	234.00	-4.49	20,282.15	2600.HK	中国铝业	6.75	-0.44	25,146.41
7	1918.HK	融创中国	15.46	-5.15	18,806.20	3690.HK	美团-W	234.00	-4.49	23,114.90
8	3690.HK	美团-W	234.00	-4.49	18,289.24	0168.HK	青岛啤酒股份	59.45	-3.33	22,434.73
9	1171.HK	兖州煤业股份	16.32	-0.49	17,666.96	1918.HK	融创中国	15.46	-5.15	18,050.38
10	2269.HK	药明生物	117.40	0.09	14,832.12	1810.HK	小米集团-W	23.20	-0.22	18,033.19

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032