

# 晨会集萃

制作：产品中心

## 重点推荐

### 《策略| AI+机器人双轮驱动——主动偏股基金 25Q1 重仓股分析》

公募在 25Q1 沿着 AI 硬科技（电子）和机器人（汽车）两条主线布局。电子和汽车的持仓比例均达到历史最高，分别为 18.74%和 7.82%。从扣减涨跌幅后的主动调仓金额来看，电子、汽车也分列一级行业前 2 名，说明公募基金的主动布局思路也是按照 AI 硬科技+机器人展开。值得注意的是，代表 AI 软应用的传媒方向亦有较多的主动加仓。大类资产比较看，主动偏股基金 25Q1 股票仓位为 84.01%，24Q4 股票仓位为 83.13%。25Q1 主动偏股基金股票资产约为 2.96 万亿，环比变化约为 3.52%，债券和现金资产环比变化分别为约-8.23%和+0.44%。重仓股：在基金重仓前 500 公司中，25Q1 中游制造、下游消费行业公司排名上升率较高。从重仓股前 500 公司来看，电子、医药生物、电力设备公司数量位列前三，这三个行业的重仓股前 500 中的排名上升个股数量占比分别为 65.43%、57.41%、36.96%。风险提示：1）基金季报仅披露前十大重仓股，环对比或有误差；2）主被动调仓测算按照最新一期持仓为基准推算，与上一期或有误差。

### 《家电|周观点：2025Q1 家电行业前瞻与投资策略——25W16 周度研究》

1、白电：政策对线下零售持续拉动，外销延续高景气。结合奥维云网数据，政策带动 24 年 9 月起白电销额增速改善明显，25 年累计数据看对线下渠道拉动更大。出口方面，空调/冰箱/洗衣机出口额分别 138/112/46 亿元，分别同比+20%/+11%/+2%（24Q4 分别+41%/+18%/+10%）。2、黑电：政策带动国内结构改善，龙头占位海外高端渠道助力发展。对美出口关税短期内可通过越南工厂替代出货；中长期看头部品牌产能布局具备先发优势及规模优势，其在全球产能腾挪空间更大。3、厨房大电：以旧换新对厨电刚需品类需求提振效果明显。25 年累计数据看烟机、灶具双线销额延续双位数增长。4、小家电：清洁电器 Q1 内销增速亮眼，外销实现量价齐升。25Q1 扫地机线上销额同比+63%，延续 24Q4 良好表现；25Q1 洗地机线上销额同比+41%，增速亮眼。5、上游零部件：下游政策或继续拉动全年需求，智驾利于推升单车价值量。据中国汽车工业协会，25M1-M2 新能源车产量/销量 YoY 均为+52%延续高增，比亚迪全系下放智驾带动友商跟随，后续智驾芯片、冰箱等配置有望提升热管理价值量。标的推荐：1）大家电：如【美的集团】/【格力电器】/【海尔智家】/【海信家电】；2）小家电：如【科沃斯】/【极米科技】/【小熊电器】；3）厨大电：如【华帝股份】/【老板电器】；4）黑电：如【TCL 电子】；5）其他家电：如【盾安环境】（与机械组联合覆盖）等。

风险提示：房地产市场景气程度回落；汇率波动风险；原材料价格波动风险；新品销售不及预期。

### 《电新|赛力斯（601127）首次覆盖：智驾重塑豪华，助力品牌向上》

赛力斯 2024 年实现营业收入 1451.76 亿元，同比增长 305.04%；归母净利润 59.46 亿元，连续四个季度实现盈利。1、与华为深度合作，强化智能化核心优势。鸿蒙智行实行渠道变革，打造销交付一体用户中心，成立“AITO 问界销服联合工作组”，全面负责营销、销售、交付、服务、渠道等业务的端到端闭环管理。2、边际变化催生机遇，带来增长新动力。2025 年问界 M8 有望上市，布局 35-45 万元价格区间，补齐产品矩阵，加强品牌在中高端市场的覆盖，带动公司销量和单车利润增长。问界 M9 定位于全景智慧旗舰 SUV，凭借其强大的智能化产品实力和精准的市场定位，带动 AITO 品牌向上。预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 109.57、

## 天风 4 月金股推荐

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

资料来源：天风证券研究所

最新调整日期 2025.03.31

## 市场数据

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3297.29	0.03
沪深 300	3784.36	-0.07
中证 500	5605.88	-0.52
中小盘指	3659.91	-0.63
创业板指	1935.86	-0.68
国债指数	224.48	0.0

138.99、168.65 亿元，对应当前股价，PE 分别为 19、15、13 倍。给与赛力斯 2025 年 25XPE，目标市值 2739.22 亿元，空间 29.6%，对应目标价 167.70 人民币。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新能源增速放缓；行业价格战加剧；产品发布节奏不及预期；海外市场增速不及预期；跨市场选取可比标的等。

## 晨会焦点

《通信|光环新网（300383）：一季报受亚马逊资产到期处置影响，核心区域资源优势突出》

公司发布 24 年年报及 25 年一季报，24 年实现营业收入 72.81 亿元，同比减少 7%，归母净利润 3.81 亿元，同比减少 2%。1、亚马逊云服务的特定经营性资产到期处置，亚马逊云服务收益减少 6309 万元，导致一季度云计算收入 12.53 亿元，同比减少 11%。预计 25 年全年亚马逊云科技服务收益将减少 1 亿元。2、2023 年公司以北京亦庄地区的自有数据中心资源，正式向行业客户推出高性能算力业务。2024 年进一步扩展算力业务范围，在天津赞普云计算中心部署了可供客户使用的推理场景算力资源。截至目前，公司算力业务规模已超过 4000P，同时公司将在海南和马来西亚地区进一步拓展智算中心。由于公司云业务受亚马逊资产到期处置影响，下调预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.67 亿元、4.57 亿元、5.51 亿元（原预测 2025-2026 年分别为 6.53 亿元、8.37 亿元）。基于公司 IDC 业务机架逐步达产，上架率有望逐步提高，同时 AI 算力需求正从训练逐步转向推理，公司拥有核心区域资源、未来有望受益，维持“增持”评级。

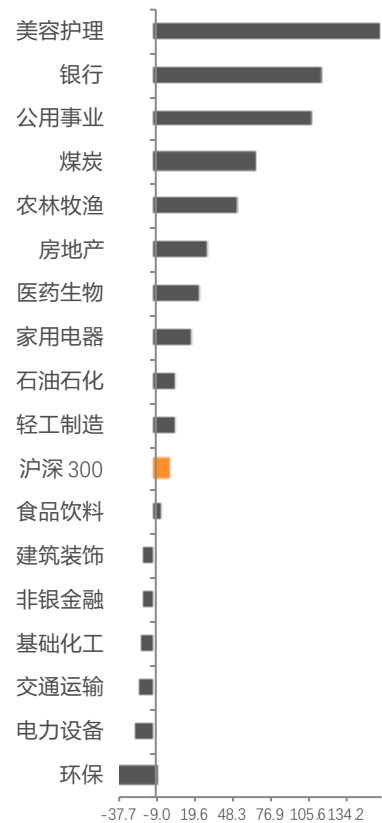
风险提示：产业政策趋严可能带来的运营风险；行业竞争加剧导致的风险；运营成本增加带来的风险；算力租赁可能带来的经营风险。

《电子|电连技术（300679）：短期阵痛不改长期趋势，深度受益智驾下沉》  
电连技术发布 2024 年年报及 2025Q1 季报，实现收入 46.61 亿元和 11.96 亿元，同比增 48.97%和 15.02%，实现归母净利润 6.22 亿元和 1.23 亿元。1、智驾下沉至 10-20 万，渗透率有望快速提升。开年后，比亚迪、奇瑞、吉利等传统主机厂，集体发布其智能驾驶方案，将高速 NOA 和城区 NOA 功能下沉至 10 万元以下车型。因此，公司作为汽车高速连接器国内主要供应商，预计将充分受益智能驾驶的下沉和渗透率提升。2、展望二季度与 2025H2，我们认为现阶段公司固定资产大幅提升，预计短期存在产能利用率不足导致盈利能力有所下滑。国内主机厂年初发布智能驾驶方案，有望于 Q2 及 25H2 逐步推向市场和销售，看好公司后续逐步受益智能驾驶渗透率提升，产能利用率快速提升带来盈利能力回暖。因短期产能大额投入，费用有所增长，调整公司盈利预期；2025-2026 年归母净利润由 8.79 亿/10.83 亿元调整至 8.00/10.20 亿元，2027 年预计实现归母利润 12.40 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：下游手机行业景气度不及预期、自动驾驶进度不及预期、汽车客户放量不及预期

《家电|北鼎股份（300824）：内销受益于以旧换新，降本增效效果显现》  
2025Q1 公司实现营业收入 2.13 亿元，同比+33.41%，归母净利润 0.33 亿元，同比+47.71%。1、内销国补带动的电器销售较强，收入显著增长。25Q1 北鼎自有品牌/ODM 代工收入同比分别为+46.5%/-8.66%；自有品牌中内外销收入同比分别为+51.4%/+0.63%。2、公司推广力度加大，内部降本增效显成效。2025Q1 公司季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 26.02%、6.41%、4.12%、-0.63%，同比+2.43、-3.82、-1.94、+0.36pct。销售费用率同比显著提升，主要由于公司推广力度加大及业务收入结构变动导致。管理费用率同比显著下降，主要由于公司内部降本增效所致。公

## 上一交易日行业表现



资料来源：聚源数据；天风证券研究所

## 海外市场

指数名称	收盘	涨跌%
香港恒生	21909.76	-0.74
道琼斯	39606.57	1.07
纳斯达克	16708.05	2.5
标普 500	5375.86	1.67
日经 225	35039.15	0.49
德国 DAX	21961.97	3.14
法国 CAC	7482.36	2.13
富时 100	8403.18	0.9
台湾	19478.81	-0.82

## 申万行业指数预览

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

司自有品牌内销方面新兴渠道建设有序推进，国补助力内销增长；外销经营模式逐步切换，初见成效。根据公司一季报情况，我们适当上调了内销增速，下调了管理费用率，预计 25-27 年归母净利润分别为 1.12/1.38/1.62 亿元（前值 0.97/1.19/1.38 亿元），对应动态估值分别为 27.5x/22.3x/19x，维持“增持”评级。

风险提示：自有品牌销售不及预期；外销订单不及预期；原材料价格上涨及运费上涨导致利润下滑。

《家电&电子|民爆光电（301362）：公司收入同比呈修复性增长，净利率环比显著改善》

2025Q1 公司实现营业收入 4.03 亿元，同比+15.66%，归母净利润 0.6 亿元，同比+18.45%。1、收入端，我们预计 25Q1 延续了之前增长较好的趋势，24H2 核心品类中工业照明实现快速增长，叠加去年同期收入增速基数较低，整体收入增速表现较好。2、利润端，2025Q1 公司毛利率为 28.63%，同比-2.28pct，环比+1.1pct，环比利润率有所提升；净利率为 14.85%，同比+0.37pct。我们预计可能是由于收入结构的变化带来毛利率同比有所下降。2025Q1 公司季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.86%、3.28%、6.4%、-1.96%，同比-1.62、-0.95、-1.18、+0.16pct。公司销售费用率和研发费用率的大幅下降一方面由于费用同比略有减少，另一方面是由于收入增速增长更多所致。根据公司一季报的情况，我们暂不改预测，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 2.5/2.8/3.0 亿元，对应动态 PE 为 15.9x/14.5x/13.3x，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；市场竞争风险；替代产品风险；汇率风险；新品销售和推出不及预期等。

《能源开采|中海油服（601808）：钻井平台作业天数大幅增长，Q1 业绩超市场预期》

公司 2025Q1 业绩增长大超预期，2025 年 Q1 公司营业收入达 108 亿元，同比+6.4%；归母净利润为 8.87 亿元，同比+39.6%，明显超我们预期。1、钻井平台板块作业量超预期。2025Q1 作业天数为 4889 天，同比+11.4%；其中半潜式钻井平台作业天数同比+9.1%；自升式平台同比+12.1%。2025Q1 自升式、半潜式钻井平台可用天使用率分别 91.9%、90.4%，较同期分别+7.6pct、+4.2pct。主要得益于国内工作量饱满且衔接紧密，以及海外挪威半潜式平台新合同的工作量贡献。2、油田技术服务收入 Q1 保持增长。Q1 公司油田技术服务主要业务线作业量同比保持增长，总体收入规模保持增长趋势。持续推进关键核心技术攻关，推动科研成果体系化应用提速提效，同时做好自主技术产品的智能制造，为板块长期稳定发展蓄势赋能。维持预测 2025-2027 年归母净利润为 40.3/42.4/44.3 亿元，A 股对应 PE16/15/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：中海油 2025 年资本开支不及预期的风险；国际油价大跌影响油公司资本开支意愿的风险；海外订单拓展或作业进展不及预期。

《能源开采|海油发展（600968）：Q1 业绩快速增长，积极培育深海技术装备服务能力》

2025 年一季度公司实现营收 100.74 亿元，同比增长 9.42%；归母净利润 5.94 亿元，同比增长 18.48%。1、中国海油中长期 FOB 资源配套项目一期四号船下水。此次下水的船型具有快速性能优异、综合能耗低、舱型兼容性强、全球通用性高等显著优势。2、公司着力提升深水油气田勘探开发一体化技术装备服务能力。深水油气田开发技术服务方面，包括钻完井与水下生产系统一体化工程方案设计、8 类高端专项设计、技术咨询等；深水专有特色工具服务方面，包括水下控制系统、完修井控制系统、坐落管柱系统等水下特殊装备工具服务等；公司成功研制具有完全自主知识产权浅水水下采油树和深水水下井口。我们维持归母净利润预测为 2025/2026/2027

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

注：PE、PB 的计算采用 23 年报数据；市值为最近一个交易日的市值

年 41.26/46.59/52.32 亿元。对应 EPS 分别 0.41/0.46/0.51 元，PE10.03/8.88/7.91 倍，维持“买入”评级。

风险提示：上游油气价格波动风险；市场竞争加剧风险；油气副产品需求不及预期风险；安全事故及保险不足的风险；国内油气增储上产进度不及预期的风险；极端天气影响公司正常作业的风险。

## 评级调整

公司/行业	评级调整	日期	盈利预测与价格区间
赛力斯(601127)	买入(首次)	20250424	25/26/27EPS 6.71/8.51/10.33,TP167.7
隆利科技(300752)	买入(首次)	20250421	25/26EPS 0.92/1.36,TP27.6



## 报告列表

亿田智能 (300911): 主业承压, 积极布局算力新赛道-增持-孙谦/宗艳/赵嘉宁  
 布鲁可 (00325): 卡游交表催化 IP 潮玩板块, 布鲁可 BFC 体系升级-买入-孙海洋/孔蓉  
 赛特新材 (688398): 短期业绩承压, VIP 新品订单初释放, 看好中长期成长性-买入-鲍荣富/王涛/林晓龙  
 奥飞数据 (300738): 扩张能力突出, IDC 需求旺盛+ 算力业务发展带动高增可期-增持-王奕红/唐海清/缪欣君/袁昊  
 京东集团-SW (09618): 25Q1 业绩前瞻: 国补深化驱动核心品类高增, 新业务投入相对可控-买入-孔蓉/曹睿  
 赛力斯 (601127): 智驾重塑豪华, 助力品牌向上-买入-孙潇雅/谢坤  
 匠心家居 (301061): 盈利亮眼, 全面应对关税变化-买入-孙海洋/张彤  
 梦网科技 (002123): 业绩扭亏为盈毛利率显著改善, 国际业务实现高速增长-增持-王奕红/唐海清/陈汇丰  
 民爆光电 (301362): 公司收入同比呈修复性增长, 净利率同环比显著改善-增持-孙谦/潘暕  
 中海油服 (601808): 钻井平台作业天数大幅增长, Q1 业绩超市场预期-买入-张樨樨/姜美丹  
 中材国际 (600970): 经营基本保持稳健, Q1 海外订单保持较快增长-买入-鲍荣富/王涛/王悦宜  
 光环新网 (300383): 一季报受亚马逊资产到期处置影响, 核心区域资源优势突出-增持-王奕红/唐海清/林竑皓/康志毅  
 海油发展 (600968): Q1 业绩快速增长, 积极培育深海技术装备服务能力-买入-张樨樨/厉泽昭  
 拓邦股份 (002139): 营收净利润持续增长, 智能汽车及机器人业务保持高增速-买入-王奕红/唐海清/潘暕/陈汇丰  
 电连技术 (300679): 短期阵痛不改长期趋势, 深度受益智驾下沉-买入-潘暕/许俊峰  
 北鼎股份 (300824): 内销受益于以旧换新, 降本增效效果显现-增持-孙谦  
 中钢国际 (000928): 25Q1 业绩稳健增长, 毛利率同比改善明显-买入-鲍荣富/王雯/王涛/王悦宜  
 高争民爆 (002827): 一季度利润继续高增, 业绩弹性加速兑现-增持-鲍荣富/王涛/蹇青青  
 锦波生物 (832982): 业绩持续高速增长, 高目标股权激励振奋人心-买入-何富丽/张雪/耿荣晨/都春竹  
 潮玩: 泡泡玛特 25Q1 点评: 一季度营收同比大涨超 165%, 海外营收同增近 5 倍-孔蓉/曹睿

## 报告摘要

### 行业公司

#### 亿田智能 (300911): 主业承压, 积极布局算力新赛道

孙谦      sunqiana@tfzq.com      SAC 执业证书编号: S1110521050004

事件: 公司发布 2024 年年报, 2024 年实现营业收入 7.03 亿元, 同比-42.73%; 归母净利润 2654 万元, 同比-85.17%; 扣非归母净利润 1125 万元, 同比-93.17%。其中, 24Q4 公司实现营业收入 2.54 亿元, 同比-10.40%; 归母净利润 3758 万元, 同比+847.70%; 扣非归母净利润 3196 万元, 同比+205.81%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 10 元 (含税), 合计派发现金股利 1.37 亿元, 叠加 24 年度累计回购公司股份总金额 5000 万元, 合计占全年归母净利润比例约 703%; 同时, 公司拟以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股。

地产走弱拖累行业需求。受地产行业持续低迷、渗透率不足等因素影响, 集成灶市场受到一定冲击, 奥维云网 (AVC) 推总数据显示, 2024 年我国集成灶行业累计零售额 173 亿元, 同比下滑 30.6%。在此背景下公司经营有所承压, 分渠道看, 亿田电商 2024 年收入 3.3 亿元, 同比-52.5%, 据此大致测算亿田线下收入 3.7 亿元, 同比下滑约 30%。作为集成灶品类优势企业, 亿田精细运作各销售渠道, 对内大力推进“上云用数赋智”行动, 在地产下行周期持续夯实自身经营实力。

盈利能力边际好转, Q4 费用优化明显。2024 年公司毛利率同比-9.0pcts 至 39.7%, 费用端, 2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 22.0%/6.9%/6.5%/0.9%, 同比-1.5/+0.7/+1.3/+2.4pcts, 收入下滑导致毛利率承压、整体费率同比提升。最终, 公司 2024 年归母净利率同比-10.8pcts 至 3.8%。值得注意的是, 公司 Q4 明显转换经营思路, 在行业调整期积极控费节流, 24Q4 公司综合费用率 24.4%, 同比大幅减少 19.4pcts, 拉动当季度归母净利率同比提升 13.4pcts 至 14.8%, 我们预计公司主业 2025 年仍延续该基调, 实现稳收入、保业绩。

算力业务从 0 到 1。为顺应数字经济浪潮, 步入数字能源算力融合新赛道, 提供智算一站式服务, 公司先后创立浙江亿算、甘肃亿算等子公司, 建成首个国产万卡推理集群, 目前已签订了无问芯穹等客户。甘肃亿算 2024 年实现营业收入 5.98 万元、净利润-40.3 万元, 浙江亿算实现营业收入 300.81 万元、净利润-17.9 万元, 我们预计 2025 年新业务有望贡献一定利润。

投资建议: 亿田作为集成灶赛道知名公司, 近年来受房地产行业影响收入有所承压, 公司主动控费优化业绩且成效

初显。同时，公司积极响应国家“东数西算”发展战略，已成功卡位燧原 S 级经销商，成功打造算力第二曲线和数智人第三曲线。预计 25-27 年归母净利润 1.6/2.3/3.1 亿元（25/26 年前值 0.3/0.7 亿元，考虑到 24Q4 利润率明显改善，上调 25-27 年利润预期），对应 25-27 年市盈率分别为 35x/24x/18x，维持“增持”评级。

风险提示：集成灶品类需求不及预期；新品需求不及预期；原材料价格上涨的风险；房地产市场波动的风险；市场竞争加剧的风险。

## 布鲁可（00325）：卡游交表催化 IP 潮玩板块，布鲁可 BFC 体系升级

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

卡游交表新消费阵营扩容

卡游上周更新招股书继续推进 IPO，24 年营收超 100 亿，2022-2024 年 CAGR 达 56%；24 年调后利润 45 亿，2022-2024 年 CAGR66%成长惊艳；我们预计系小马宝莉表现靓丽及卡牌以外（占比同比+4.2pct 至 13.4%）收入增长。

卡游现有 70 个 IP 矩阵，包括小马宝莉/奥特曼/叶罗丽等；现有 217 个经销商，覆盖全国；目前拥有 3 个在营生产基地，2 个在建，1 个准备投产。

卡游未来战略聚焦产品（拓展类别及丰富组合）+IP（多元化加强趣味互动）+工艺（提升工艺生产能力）+渠道（加强多渠道网络）+出海（若干受欢迎 IP 授权已扩展至欧美大洋洲及亚洲其他国家）。

我们认为，卡游逻辑张力较强；一方面，通过构建产品稀缺度体系，借助相对标准化、低门槛的流通识别特征，充分调动消费者内生购买及收藏意愿；另一方面，持续强化以游戏对战为纽带的社交属性；IP 会过时，但社交需求不会，通过 IP/产品/渠道等持续构建自身竞争力。

此外，卡游上市将丰富潮玩 IP 新消费标的，加速形成板块效应；同时行业龙头或形成更好带动意义，提振估值及盈利预期。

布鲁可第 3 届 BFC 创作赛第 2 季度「破茧赛季」正式启幕，赛事体系迎来新升级

4 月 1 日，布鲁可第 3 届 BFC 创作赛第 2 季度「破茧赛季」正式启动，赛事延续了“改造区”与“摄影区”双赛道模式，并首次推出「赛季通行证」激励玩法，通过这一玩法，参赛者有机会获得赛季专属限定品，进一步激发了 BFC 创作者的热情。同时，BFC 创作赛在布鲁可集团官网正式上线，为全球玩家提供了更广阔的创作与分享平台。

值得一提的是，自第 3 届 BFC 创作赛第 2 季度「破茧赛季」起，BFC 创作赛将推出「赛季通行证」激励玩法，并设置了「赛季专属徽章」、「赛季专属地台」以及「赛季限定积木人 600 体」3 重赛季专属奖品，激发玩家的创作热情。

布鲁可 BFC 赛事体系完善线上线下覆盖全球玩家，BFC 作为布鲁可品牌合作伙伴生态中重要一环，是布鲁可品牌创新文化重要载体

BFC 赛事不仅是创意的竞技场，更是用户与品牌共创的盛会。在社交平台上，有丰富多样的积木人改造内容和视频，这激发公司思考如何以一种形式来鼓励更多玩家参与创作。

2023 年 8 月首届 BFC 创作赛应运而生。2024 年 3 月，在布鲁可全球合作伙伴大会上，BFC 群体首次被正式介绍，并发布专属 BFC 标识。4 月 BFC 优秀作品展亮相公司展厅，随后在中国玩具展、新加坡动漫展、纽伦堡玩具展、纽约玩具展等国际展会上设立专属展区。

2025 年布鲁可 BFC 赛事体系更加完善，已经形成了线上创作赛、线下速拼赛、全球作品展三大核心板块，为全球玩家提供更完善、更全面的创作和分享平台。

从 300 件到 30000 件布鲁可 BFC 作品量级飞跃，用户共创生态加速发展

布鲁可 BFC 作品数量正在以惊人的速度增长，从第一届 BFC 创作赛的 300 件作品，到第二届 BFC 创作赛的 4000 件作品，在刚刚落幕的第 3 届创作赛「启航赛季」就已经收到了 3 万多件作品，可见，布鲁可 BFC 创作赛已经成为布鲁可 BFC 社区的重要载体，见证全球创作者的创意和热爱。

BFC 之所以成功运行，原因在于积木人产品独特属性，在于其坚持用户驱动的品牌建设理念，为用户构建“情感注入-创意表达-社交分享”沉浸式分享体验。这种独特体验催生玩家与品牌之间深度共创，使 BFC 成为真正意义上的创作者聚集地。

因此，BFC 颠覆传统玩具市场单向传播模式，构建一个以用户为核心的共创生态。随着布鲁可全球化进程的加速，BFC 社区也正在演变为一个国际化的创作平台，让世界各地的玩家都能参与其中，共同书写属于积木人的无限可能。

维持盈利预测，维持“买入”评级

我们预计公司 25-27 年营收分别 38 亿人民币、53 亿人民币、70 亿人民币，25-27 年归母净利 9.6 亿人民币、14.8 亿人民币、20.8 亿人民币；25-27 年 EPS 分别 3.86 元、5.95 元、8.37 元。

风险提示：宏观环境波动；产品销售不及预期；IP 市场热度下降风险；全球化推进不及预期等。

## 赛特新材（688398）：短期业绩承压，VIP 新品订单初释放，看好中长期成长性

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

**投资期影响短期盈利，新项目布局助力长期发展**

公司发布 24 年年报及 25 年一季报，24 年实现收入/归母净利润 9.34/0.77 亿元，同比+11.16%/-27.27%，实现扣非归母净利润 0.71 亿元，同比-33.86%。利润下滑主要系全资子公司维爱吉（真空玻璃项目）和安徽赛特（新生产基地）分别处于投资期和产能爬坡期导致亏损、可转债计提利息以及部分原材料价格上涨等因素综合影响。其中 Q4 单季度实现收入/归母净利润 2.65/0.12 亿元，同比+6.93%/-55.32%，扣非归母净利润 0.11 亿元，同比-58.08%。25Q1 实现收入/归母净利润 2.46/0.1 亿元，同比+10.06%/-65.96%，实现扣非归母净利润 0.09 亿元，同比-68.07%。

**核心产品销量创新高，新应用拓展与内销崛起并进**

24 年公司真空绝热板（VIP）收入同比+11.39%达 9.15 亿元，保温箱收入同比+5.33%达 1007.5 万元，主要受销量提升带动。受益于全球冰箱能效升级、产品结构优化以及国内家电以旧换新政策拉动，公司 VIP 板全年销量同比+13%达 997 万平方米，创历史新高，测算单平售价/成本同比分别-1.5%/+4.4%达 92/65 元，单平毛利同比-13%达 27 元。公司积极拓展真空绝热技术在新领域的应用，24 年 Q4 起获得少量应用于新能源汽车动力电池保温的 VIP 订单，超薄 VIP 产品已成功打入一家全球知名动力电池企业的供应链，金属 VIP 已向日本客户小批量供货用于加热炉。赛特真空产业制造基地（一期）首栋厂房已投产，目前年产能可达 200 万平方米。真空玻璃领域，子公司维爱吉“年产 200 万平方米真空玻璃建设项目”厂房已于 24 年上半年封顶，目前正与国内外头部家电企业开展合作推广和应用测试。分地区看，24 年国内销售表现亮眼，收入同比+40.76%达 5.30 亿元，占比达 57%，首次超过外销，主要受益于国内以旧换新政策刺激及部分跨国客户增加在华基地产能配置。国外销售收入同比-13%达 4.01 亿元，部分受地缘政治因素影响客户生产节奏前移及去年同期基数影响。

**毛利率下滑叠加费用上升，现金流表现稳健**

24 年公司整体毛利率 29.12%，同比-3.92pct，其中，Q4 单季度整体毛利率 23.60%，同比/环比分别-8.06/-3.19pct。24 年期间费用率 18.01%，同比+2.34pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.29/+0.84/+0.21/+1.58pct。最终实现净利率 8.27%，同比-4.37pct。24 年资产负债率 43.06%，同比+4.01pct。24 年经营性现金流净额 0.66 亿元，同比-0.10 亿元，收现比同比+16.46pct 达 95.10%，付现比同比+22.65pct 达 92.72%。

**真空赛道优势突出，维持“买入”评级**

公司在真空绝热板领域龙头先发优势明显，或充分享受 VIP 板渗透率提升背景下的行业成长红利。深耕真空产业，推进真空玻璃产业化，或成为公司成长另一成长引擎。由于公司目前两家全资子公司处于爬坡期，下调公司 25-26 年归母净利润分别为 1.4/1.8 亿元（前值 1.9/2.4 亿元），预计 27 年归母净利润为 2.4 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料成本上涨超预期，客户拓展低于预期，产品研发低于预期，汇率波动风险

**奥飞数据（300738）：扩张能力突出，IDC 需求旺盛+算力业务发展带动高增可期**

王奕红 wangyihong@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517090004

**事件：**

奥飞数据发布 2024 年报及 2025 年一季报。24 年实现营收 21.65 亿元，同比增长 62.18%；实现归母净利润 1.24 亿元，同比下滑 12.20%；25Q1 实现营收 5.36 亿元，同比增长 40.62%，实现归母净利润 0.52 亿元，同比增长 2.47%。

**营收高增长有望延续**

公司营收呈现高速增长态势，24Q4 实现营收 5.84 亿元，同比增长 97.35%。25Q1 实现营收 5.36 亿元，同比增长 40.62%。主要得益于公司 IDC 持续交付同时老机柜不断爬坡上架，以及算力业务的拓展带来增量。

**毛利率回升，交付机柜上架率不断提升**

公司 24Q4 毛利率 28.69%，环比基本持平，同比提升 2.98pct；25Q1 毛利率 31.58%，环比提升 2.89pct，同比提升 0.5pct。得益于已投产机柜客户需求旺盛带动上架率提升，公司毛利率有望迎来持续改善。

**EBITDA 增长动能强**

公司 24 年实现 EBITDA 8.2 亿元，同比增加 34.16%；得益于公司整体交付机柜快速增加以及上架率持续提升，短期由于转固机柜数量增加（25Q1 新增固定资产 12.6 亿元）带来折旧和财务费用压力，但 EBITDA 的快速提升更能反映公司业务拓展的动能。

**Q1 业绩同比基数高且所得税影响**

公司 25Q1 归母净利润同比略增 2.5%，主要去年基数相对较高，同时所得税方面去年为-1238 万元，今年为+1042 万元，对于报表表现利润体现有一定影响，实际业务盈利能力更强。

**扩张能力突出，手握核心机柜资产**

公司扩张能力突出，截止 24 年按标准换算交付 43000 个机柜，且均为核心地段（如环京的廊坊固安、怀来、天津武清；华南的广州南沙等），机柜资产优质。根据工程进度安排和市场排产计划，廊坊固安数据中心预计将于 2025 年内交付 3 栋数据中心，天津武清数据中心二期预计将于 2025 年内交付，河北怀来数据中心的土建环节预计 2025 年中开始分期完工并于 2025 年底或 2026 年初交付首期项目，河北定兴数据中心预计 2025 年上半年交付，扩产能力突出。



### 算力业务有望高速发展

AIDC 需求的高增长，云厂商持续推动 AI 发展，持续致力于迈向 AGI，故云厂商对于算力的需求持续旺盛。公司算力业务有望乘风而起，去年带来了可观的增量，今年有望持续实现业务快速发展，带来营收利润的高增长。

### 盈利预测与投资建议：

考虑到公司 25 年新交付机柜较大，可能带来较高折旧和财务费用，但其投入对于 26 年及 27 年业务开展带来良好支撑，同时算力业务带来新的增量。我们调整 25-26 年归母净利润为 2.0/2.9 亿元（原值为 2.6/3.9 亿元），预计 27 年归母净利润为 4.1 亿元。25-27 年对应当前 PE 估值分别为 104/72/51 倍，维持“增持”评级。

风险提示：人工智能发展不及预期，机柜投产交付进度不及预期，机柜上架爬坡节奏不及预期，行业竞争导致降价的风险

## 京东集团-SW（09618）：25Q1 业绩前瞻：国补深化驱动核心品类高增，新业务投入相对可控

孔蓉 kongrong@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521020002

国补政策显效叠加消费回暖，25Q1 预计收入同比稳健增长

从宏观环境来看，1-3 月份消费品零售呈现稳步恢复态势，为实现全年增长目标奠定良好基础。根据国家统计局数据，2025 年 1—3 月份，社会消费品零售总额 124,671 亿元，同比增长 4.6%，较 24 全年加快 1.1pct；从线上消费来看，全国网上零售额 36,242 亿元，同比增长 7.9%，其中实物商品网上零售额同比增长 5.7%，高于整体社零总额增速，占社会消费品零售总额的比重为 24.0%。分品类来看，家用电器和音像器材类/通讯器材类/日用品类分别累计实现行业零售额 2542/2367/2129 亿元，同比 19.3%/26.9%/6.8%。基本生活类和部分升级类商品销售增势较好，消费品以旧换新政策继续显效。2025 年，“两重”“两新”政策加力扩围，将为全方位扩大内需、支撑经济持续回升向好发挥更大作用。我们预计，京东集团 25Q1 收入同比上升 11.9%至 2910 亿元，收入增长稳健提升，主要系 1）整体来看，政策落地刺激消费情绪，终端消费整体有望企稳回升；2）分品类来看，京东 3C 家电等核心品类受以旧换新国补政策的拉动，日百品类在 3P 生态的繁荣下进入良性增长通道；我们认为，凭借公司较强的供应链能力及内部效率优化，未来随着宏观经济向好，居民消费需求或逐步释放，驱动公司业绩向好。

自营壁垒夯实国补红利，新品营销矩阵驱动 POP 扩容

从公司业务来看，公司自营业务壁垒强化，POP 生态建设稳步扩容。1）自营壁垒深厚，政策红利催化。公司依托供应链优势，配合国家政策升级，消费品国补发放速度领先。消费品以旧换新国家补贴 2025 年加力扩围，京东已率先承接国家补贴发放工作，湖北、江苏、湖南等地“国补”活动已率先上线京东。截至目前，京东的以旧换新服务已覆盖家电、家居、建材、3C 数码、汽车、电动自行车、健康器械、健身器材等 200 个细分品类。2）3P 生态提速。“春晓计划”再次升级，简化入驻流程（0 元开店、流量补贴）吸引中小商家。同时，京东通过新品成长“百千亿”计划，加大资金加码、流量赋能，实现 60000 款新品年销售破百万、6000 款新品年销售破千万、600 款新品年销售破亿。公司整合京东 MALL、PLUS 会员及外部内容平台，推动营销矩阵建设升级。京东利用京东 MALL、JDG 战队、青春采销、PLUS 会员、校园等京东的特色资源联合各事业群的营销 IP；整合站内外内容营销资源，与小红书等内容平台深度合作，4 月底将全新推出“新品频道小红盟计划”，形成站外“种草”、站内新品频道个性化识别用户的高效联动转化。我们认为，国补红利释放具有一定持续性，或驱动公司带电业务持续贡献业绩增量，同时日百受益于国补流量红利有望维持高增。

外卖行业新布局，京东外卖加速建设

京东外卖自 2 月 11 日正式上线，目前已覆盖 126 城并吸引超 30 万品质堂食餐厅入驻，日订单量突破百万。其核心策略聚焦品质化定位与生态协同：1）商家端，以“0 佣金”政策（5 月前入驻全年免佣金）吸引连锁品牌及高分餐厅；2）用户端，依托“百亿补贴”及京东 Plus 会员、学生优惠联动，叠加“超时免单”政策，有望快速抢占价格敏感型用户心智，形成高频消费粘性；3）骑手端，全额承担全职骑手五险一金成本，并承诺配偶优先就业，短期内吸引超万名全职骑手签约，提升配送稳定性与品牌口碑。我们认为，外卖业务开拓进一步丰富用户体验及商家供给，公司随着单量提升或加大投入，但随着京东零售主业利润稳步释放，集团整体利润影响相对可控。

投资建议：我们认为，公司凭借供应链壁垒、国补政策弹性及新业务协同，全品类渗透持续提升。我们预计京东 2025-2027 年收入为 12,510/13,312/14,095 亿元，同比增长 8.0%/6.4%/5.9%；预计 2025-2027 年归属股东净利润（Non-GAAP）分别为 519/574/628 亿元。长期来看，IP 和 3P 全盘统筹与公司推进的价格竞争力策略协同，叠加下沉策略不断推进获客，我们长期持续看好公司供应链和物流核心能力的发展潜力，维持“买入”评级。

风险提示：政策监管风险；电商行业竞争加剧；海外上市监管政策风险；业绩预测或与实际值存在差异，请以公司公告为准。

## 赛力斯（601127）：智驾重塑豪华，助力品牌向上

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

品牌转型升级，全年业绩大幅改善。



赛力斯 2024 年实现营业收入 1451.76 亿元，同比增长 305.04%；归母净利润 59.46 亿元，连续四个季度实现盈利。2024 年赛力斯新能源汽车销量 42.7 万辆，同比+182.8%，其中赛力斯子公司销量 38.9 万辆，同比 265%。

与华为深度合作，强化智能化核心优势

1) 华为赋能产品端：华为 ADS3.0 迭代至 GOD/PDP 端到端架构，通过数据积累、算法优化和算力提升，华为智驾迎来飞轮效应收获期，华为 ADS 率先实现“全国都能开”，“车位到车位”全量推送节奏加快。2) 华为赋能渠道端：鸿蒙智行实行渠道变革，打造销交付一体用户中心，成立“AITO 问界销服联合工作组”，全面负责营销、销售、交付、服务、渠道等业务的端到端闭环管理。

问界定位高端，助力品牌向上

1) 中国乘用车高端市场扩容，新能源渗透率持续提升，在 30 万元以上价位段的增长尤为明显。华为凭借其强大的品牌力和号召力，抓住电动化及智能化转型窗口期，成功切入中高端汽车市场。2) 问界新 M7 搭载 HUAWEI ADS 2.0 高阶智驾系统，配合 4 万多的降价，叠加华为 MATE60 的热销，使得此次改款上市大爆。问界 M9 定位于全景智慧旗舰 SUV，凭借其强大的智能化产品实力和精准的市场定位，带动 AITO 品牌向上。3) 赛力斯产出能力持续进化，收购龙胜新能源，获得超级工厂所有权。魔方平台和超级增程系统，达到业内领先水平。

边际变化催生机遇，带来增长新动力

1) 2025 年问界 M8 有望上市，布局 35-45 万元价格区间，补齐产品矩阵，加强品牌在中高端市场的覆盖，带动公司销量和单车利润增长。2) 赛力斯入股引望，与华为在股权关系上深化合作，从战略合作升级为业务合作加股权投资，为长期稳定合作奠定更坚实基础。3) 成立海外电动车有限公司，加速布局海外市场，积极融入全球化进程，海外销售成为企业重要的盈利增长点与业务拓展方向。4) 中升控股接入问界经销渠道，盘活现有用户资产与传统豪华品牌门店资产，促进中高端客户群体转换。

投资建议：预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 109.57、138.99、168.65 亿元，对应当前股价，PE 分别为 19、15、13 倍。从基本面看，公司依靠华为智能化的赋能、自主制造端能力的快速提升，产品品牌力已经逐步成型，高端化市场空间可期，同时机器人业务的赋能有望提振公司估值，参考可比公司情况，给与赛力斯 2025 年 25XPE，目标市值 2739.22 亿元，空间 29.6%，对应目标价 167.70 人民币。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新能源增速放缓；行业价格战加剧；产品发布节奏不及预期；海外市场增速不及预期；跨市场选取可比标的等。

## 匠心家居 (301061)：盈利亮眼，全面应对关税变化

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

公司发布 2024 年度业绩报告

24Q4 公司实现收入 6.99 亿，同比+50%，归母净利润 2.5 亿，同比+197%，扣非归母净利润 2.23 亿，同比+199%；

24 年公司实现收入 25.5 亿，同比+33%，归母净利润 6.8 亿，同比+68%，扣非归母净利润 6.1 亿，同比+72%；

24 年公司毛利率 39.4%，同比+5.7pct，归母净利率 26.8%，同比+5.6pct。

24 年公司营收与利润超预期主要系：1) 积极推进自主品牌战略，直销零售商客户数量显著增加，“店中店”模式落地顺利，为业绩增长提供稳定的渠道支持；2) 多款新产品在 2024 年成功上市，有效带动销售增长；3) 持续优化生产流程与品控体系，产品稳定性和一致性明显提高，在营收增长的同时有效降低了投诉率、退换货率及售后成本；4) 产品销售主要以美元计价，美元利率与汇率整体保持平稳，对公司汇兑收益形成正向影响。

在密集关税政策后，公司收到客户调整通知，主要包括：

- 1、要求在 4 月 9 日前尽快完成出货与清关，以赶在高税率生效前完成报关流程，规避新增税负；
- 2、自中国时间 4 月 10 日起，部分客户对后续订单提出提前交货或快速交付的安排，意图通过增加在库库存对冲未来供应链波动；
- 3、对现有合作机制进行重新评估，共同协商关税分担机制。

目前公司全面积极应对关税变化：

公司由高层带头，一方面深入生产一线，一方面密切跟踪国际政策走向，保持与客户的即时沟通，根据不同客户类型与订单优先级，灵活调整出货节奏与资源配置。

此外，公司亦快速、积极地就税收分担机制展开客户层面的磋商，以保障业务连续性及与客户关系的稳定。

尽管政策变化带来阶段性不确定性，但这也正是考验公司全球化运营能力与供应链反应速度的关键时刻。公司将继续秉持“以客户为中心”的服务理念，积极应对外部环境挑战，同时探索多元化市场布局与本地化交付能力，以实现可持续、稳健的全球发展战略。

公司将继续深耕品牌终端建设，借助与优质零售客户的深度合作，不断优化店中店的陈列效果、互动体验与品牌内容输出，以期在全球主要市场实现从“渠道参与者”向“品牌拥有者”的转变。

ODM+OBM 齐头并进，成长逻辑延续

24 年公司零售客户加速开拓，共获得 96 位新客户均为零售商，其中 14 位为 TOP100 家具零售商。此外，截至 25Q1

美国店中店数量超过 500 个，覆盖 32 个州，加拿大布局 24 家门店，分布于 3 个省，初步构建起覆盖北美主要市场的广泛零售网络，为公司品牌影响力的持续提升与终端销售的稳定增长提供了有力支撑。

调整盈利预测，维持“买入”评级

我们认为公司全球化产能布局及运营能力或将有效化解关税冲击，alpha 能力持续赋能中期成长；我们调整盈利预测，预计 25-27 年归母 7.7/8.9/10.4 亿元（25-26 前值为 7.2/8.4 亿元），对应 PE 为 15X/13X/11X。

风险提示：关税加征风险，业务拓展不及预期风险，汇率波动风险等

## 梦网科技（002123）：业绩扭亏为盈毛利率显著改善，国际业务实现高速增长

王奕红 wangyihong@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517090004

事件：公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 44.04 亿元，同比下降 15.87%；归母净利润 3817.27 万元，同比扭亏为盈；扣非归母净利润 1706.73 万元，同比扭亏为盈。

我们的点评如下：

国际业务高速增长，毛利率显著改善，各项费用不断优化

2024 年公司在传统云短信业务方面，主动剥离低毛利客户，有效提高了云短信业务的毛利额和毛利率；重点聚焦高毛利 5G 阅信业务，实现营业收入和毛利同比增长明显；同时国际业务增长迅猛，营业收入同比增长 48.74%，占公司总体营业收入比重较同期增长 8.88%，提升至 20.45%，毛利同比增加 83.31%。综上，公司毛利额同比增加 35.51%，综合毛利率同比增长 3.83%，提升至 10.11%。各项费用来看，2024 年公司精简机构，优化冗余人员，提高人力资源效率，加强费用管控，提升费用支出效益，三项费用同比减少 6841.30 万，同比减少 15.47%。

携手碧橙数字共筑 AI 营销新篇章

此前公司公告拟收购碧橙数字，标的公司致力于为全球优质消费品牌提供全链路、全渠道电子商务服务，经过多年的运营经验沉淀、客户资源及口碑积累，标的公司已成为行业内领先的电子商务综合服务商之一，拥有天猫六星经营服务商和抖音钻石品牌服务商认证，同时，标的公司还取得了策略中心服务商和数据银行服务商资质，是行业内为数不多的同时取得上述认证和资质的电子商务综合服务商。2022 和 2023 年度，标的公司实现营业收入为 12.78 亿元和 15.91 亿元，归母净利润为 7954.91 万元和 9889.10 万元（未经审计），盈利能力较强。本次重组完成后，上市公司的整体盈利能力将得到提升。在未来梦网科技与碧橙数字业务协同方面：第一是帮梦网在消费品品牌营销和电商平台推广阅信产品。比如说服消费品牌使用阅信代替传统的短信进行老客维护召回；直播间开播前给老用户发阅信拉回直播间成交形成快速交易提升直播间热度。第二是共同打造投流平台。打造行业模型，让阅信从一个通讯工具变成营销平台。第三是基于阅信打造私域电商。阅信就像一个不需要用户关注的公众号，嵌入成交后台，就有可能成为品牌的一个自营的私域电商阵地。

结合多种大模型能力，AI 助力公司业务智能化升级

梦网科技天慧智汇台 2.0 致力于构建一个全面且专业的 AI 能力架构，该架构通过融合相关技术打造了“1+N+X”大模型产品体系。其中，“1”代表一个智能体交互接口(API&GUI)平台，“N”个专用大模型体现在多源 AI 调度引擎中的通用模型和专业模型，“X”个原生场景则对应于行业客户和集团内部的多个应用场景。在基础能力引擎方面，天慧智汇台 2.0 不仅集成 DeepSeek，还集成了字节火山引擎、月之暗面、智谱清言、快手可灵、讯飞星火、百度文心、阿里通义、腾讯混元等知名大模型，并结合主流开源模型进行了相关自研二开，确保整个体系的稳定运行。

盈利预测与投资建议：

随着 5G 消息的规模化推进，国内信息市场逐步回暖，国际市场机遇不断，梦网依托强大的技术研发能力和服务能力，深化 AI+通信布局，能够快速将客户需求进行转化升级，有助于中长期市场拓展。考虑到公司新业务发展存在不确定性，预计 25-27 年归母净利润为 1.53/2.62/4.22 亿元（25-26 年原值为 2.27/3.52 亿元），维持“增持”评级。

风险提示：5G 消息发展不及预期、海外业务发展不及预期、AI 发展不及预期、收购标的不及预期

## 民爆光电（301362）：公司收入同比呈修复性增长，净利率同环比显著改善

孙谦 sunqiana@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521050004

事件：2025Q1 公司实现营业收入 4.03 亿元，同比+15.66%，归母净利润 0.6 亿元，同比+18.45%。

收入端，我们预计 25Q1 延续了之前增长较好的趋势，24H2 核心品类中工业照明实现快速增长，叠加去年同期收入增速基数较低，整体收入增速表现较好。

利润端，2025Q1 公司毛利率为 28.63%，同比-2.28pct，环比+1.1pct，环比利润率有所提升；净利率为 14.85%，同比+0.37pct。我们预计可能是由于收入结构的变化带来毛利率同比有所下降。2025Q1 公司季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.86%、3.28%、6.4%、-1.96%，同比-1.62、-0.95、-1.18、+0.16pct。公司销售费用率和研发费用率的大幅下降一方面由于费用同比略有减少，另一方面是由于收入增速增长更多所致。

投资建议：公司深耕海外 LED 商业/工业照明领域，盈利能力常年保持领先，后续有望充分受益于海外市场商业&工业场景 LED 渗透率提升，同时叠加自身疫后加速对美国市场开拓进展，根据公司一季报的情况，我们暂不改预测，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 2.5/2.8/3.0 亿元，对应动态 PE 为 15.9x/14.5x/13.3x，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；市场竞争风险；替代产品风险；汇率风险；新品销售和推出不及预期等。

### 中海油服（601808）：钻井平台作业天数大幅增长，Q1 业绩超市场预期

张樨樨      zhangxixi@tfzq.com      SAC 执业证书编号：S1110517120003

公司 2025Q1 业绩增长大超预期

2025 年 Q1 公司营业收入达 108 亿元，同比+6.4%；归母净利润为 8.87 亿元，同比+39.6%，明显超我们预期。我们认为超预期的原因可能是 1）钻井平台作业天数和使用率大幅增长带来的利润弹性，2）债务结构改善带来利息支出减少 7 千万，3）所得税率有一定下滑。

钻井平台板块作业量超预期

2025Q1 作业天数为 4889 天，同比+11.4%；其中半潜式钻井平台作业天数同比+9.1%；自升式平台同比+12.1%。

2025Q1 自升式、半潜式钻井平台可用天使用率分别 91.9%、90.4%，较同期分别+7.6pct、+4.2pct。主要得益于国内工作量饱满且衔接紧密，以及海外挪威半潜式平台新合同的工作量贡献。

油田技术服务收入 Q1 保持增长

Q1 技术服务市场规模保持平稳，持续推进关键核心技术攻关，推动科研成果体系化应用提速提效，同时做好自主技术产品的智能制造，为板块长期稳定发展蓄势赋能。Q1 公司油田技术服务主要业务线作业量同比保持增长，总体收入规模保持增长趋势。

盈利预测与投资评级：维持预测 2025-2027 年归母净利润为 40.3/42.4/44.3 亿元，A 股对应 PE16/15/14 倍，维持“买入”评级。

风险提示：中海油 2025 年资本开支不及预期的风险；国际油价大跌影响油公司资本开支意愿的风险；海外订单拓展或作业进展不及预期。

### 中材国际（600970）：经营基本保持稳健，Q1 海外订单保持较快增长

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

一季报业绩小幅承压，非经常性损益增厚利润

公司发布一季报，25Q1 公司实现收入 101.5 亿，同比-1.37%，归母净利润为 6.63 亿，同比+4.2%，扣非净利润为 6 亿，同比-8.38%，非经常性损益 0.64 亿，同比去年增加 0.81 亿，主要为非流动资产处置收益。

Q1 订单实现较快增长，海外高景气延续

公司 25Q1 新签订单 278.81 亿，同比+31%，工程技术服务、高端装备制造、生产运营服务分别新签订单 208.41、28.85、37.82 亿，同比+43%、+65%、-16%。运维订单拆分看，矿山运维、水泥运维新签 25.8、7 亿，同比-2%、+0.5%。分地区来看，境内订单 70.2 亿元，同比+1%，增长较为平稳，其中工程技术服务类增长 44%。境外订单 208.61 亿，同比增长 46%，占比为 74.82%，海外高景气延续，境外业务中，工程技术服务、高端装备制造、生产运营服务新签订单分别同比+43%、+220%、-6%。

Q1 毛利率有多承压，费用管控能力整体较好

25Q1 综合毛利率为 17%，同比-2.51pct；期间费用率为 8.80%，同比-2.43pct，销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.21%、4.52%、3.55%、-0.48%，同比变动-0.10pct、+0.04pct、+0.42pct、-2.79pct。资产及信用减值损失为 0.55 亿，同比增加 0.54 亿，投资收益同比增加 0.1 亿，公允价值净收益同比增加 0.24 亿，综合影响下净利率同比增加 0.35pct 至 6.99%。25Q1 公司 CFO 净额为-18.73 亿，同比多流出 6.85 亿，收付现比分别为 70.92%、86.12%，同比变动-0.95pct、+1.43pct。

海外深耕&三业并举成长可期，维持“买入”评级

中材国际深耕境外市场二十余年，SINOMA 品牌在国际市场上享有盛誉，技术实力领先。2025 年，公司将持续深化全球市场布局。依托“一带一路”新兴市场城镇化发展及工业化需求，紧抓中东、非洲、东南亚等核心经营区域的新建产线及运维业务，带动高端装备；基于欧洲市场对绿色低碳、数字智能等方面需求，依托高端装备和数字智能双轮驱动，加大成熟市场开拓力度；推动双向循环、立体多元的产业布局，大力拓展国际替代燃料市场，在全球范围内构建优势区域网，打造有口皆碑的绿能工程标杆项目。我们预计公司 25-27 年归母净利润为 31.2、33.2、35.8



亿，对应 PE8、7.5、7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：水泥行业景气下行超预期、海外业务拓展不及预期、运维和装备业务发展不及预期、汇率波动风险。

### 光环新网（300383）：一季报受亚马逊资产到期处置影响，核心区域资源优势突出

王奕红 wangyihong@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517090004

24 年业绩平稳，25 年一季度受亚马逊资产到期处置影响

公司发布 24 年年报及 25 年一季报，24 年实现营业收入 72.81 亿元，同比减少 7%，归母净利润 3.81 亿元，同比减少 2%。

25 年一季报实现营业收入 18.31 亿元，同比减少 7%，归母净利润 6917 万元，同比减少 58%，业绩下滑主要原因是：1）24 年数据中心供给增加，导致 IDC 租赁价格下降，同时部分客户退租影响，1Q25 的 IDC 收入 5.21 亿元，同比减少 4%。2）亚马逊云服务的特定经营性资产到期处置，亚马逊云服务收益减少 6309 万元，导致一季度云计算收入 12.53 亿元，同比减少 11%。预计 25 年全年亚马逊云科技服务收益将减少 1 亿元。

分业务表现稳定

24 年分业务看：1）IDC 及增值服务收入 20.89 亿元，同比减少 6%，毛利率 34.4%，同比下降 1.35pct。2）云计算及相关服务收入 51.02 亿元，同比减少 8%，毛利率 9%，同比提升 1.14pct。

IDC 储备丰富，规划总量为已达产的 3.9 倍

公司在京津冀、长三角及中西部地区开展互联网数据中心业务，并进一步拓展业务半径，在内蒙古地区投资建设和林格尔智算中心项目和呼和浩特算力基地。2025 年 4 月公司进一步释放在天津宝坻地区的资源储备，正式启动天津宝坻三期项目建设工作。按照单机柜 4.4KW 统计，公司在全国范围内规划机柜规模已超过 23 万个，截至目前已投产机柜超过 5.9 万个。

算力租赁规模超 4000P

2023 年公司以北京亦庄地区的自有数据中心资源，正式向行业客户推出高性能算力业务。2024 年进一步扩展算力业务范围，在天津赞普云计算中心部署了可供客户使用的推理场景算力资源。截至目前，公司算力业务规模已超过 4000P，同时公司将在海南和马来西亚地区进一步拓展智算中心。

盈利预测与投资建议

由于公司云业务受亚马逊资产到期处置影响，下调预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.67 亿元、4.57 亿元、5.51 亿元（原预测 2025-2026 年分别为 6.53 亿元、8.37 亿元）。基于公司 IDC 业务机架逐步达产，上架率有望逐步提高，同时 AI 算力需求正从训练逐步转向推理，公司拥有核心区域资源、未来有望受益，维持“增持”评级。风险提示：产业政策趋严可能带来的运营风险；行业竞争加剧导致的风险；运营成本增加带来的风险；算力租赁可能带来的经营风险。

### 海油发展（600968）：Q1 业绩快速增长，积极培育深海技术装备服务能力

张樨樨 zhangxixi@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517120003

公司发布 2025 年一季报

2025 年一季度公司实现营收 100.74 亿元，同比增长 9.42%；归母净利润 5.94 亿元，同比增长 18.48%；扣非净利润 5.51 亿元，同比增长 25.84%。基本每股收益 0.0584 元。一季度毛利率达到 12.9%、净利率 6.14%（24 年同期为 11.88%、5.82%）。经营活动产生的现金流量净额同比+82%，主要系第一季度的款项回收情况比较好，相比 24 年同期有了明显的改善。

一季度多项自主研发产品装备实现应用

2025 年 3 月，海油发展工程技术公司自主研发的首套油田开发解释模型 FiberInsight（光纤洞察）正式启用。该模型利用 AI 算法强大的数据处理能力，结合光纤传感技术的高灵敏度，精准监测海上油田的生产状态。海油发展常州院薄膜型阴极电泳涂料完成 60 吨电泳涂装线项目在江苏省常州市投槽应用，标志着常州院自主研发的“阿沃德”电泳涂料应用于两轮电动车零部件涂料。

中国海油中长期 FOB 资源配套项目一期四号船下水

2025 年 3 月 13 日，中国海油中长期 FOB（船上交货）资源配套 LNG 运输船一期项目四号船在上海长兴岛沪东中华造船厂成功出坞下水。该项目共建造 12 艘 17.4 万方 LNG 运输船，分两期实施，每期各建造 6 艘。此次下水的船型具有快速性能优异、综合能耗低、舱型兼容性强、全球通用性高等显著优势。

公司着力提升深水油气田勘探开发一体化技术装备服务能力

公司目前深水技术装备服务能力主要有四个方向：一是深水油气田开发技术服务，包括钻完井与水下生产系统一体化工程方案设计、8 类高端专项设计、技术咨询等；二是深水专有特色工具服务，包括水下控制系统、完修井控制系统、坐落管柱系统等水下特殊装备工具服务等；三是深水人员服务，包括各类深水工程师（含研发）及顾问（专

业涵盖地质、钻井、测井、测试、完井、水下等）、项目一体化管理人员服务等；四是水下产品类，包括水下采油树、水下井口等产品，公司成功研制具有完全自主知识产权浅水水下采油树和深水水下井口。

#### 盈利预测与估值

我们维持归母净利润预测为 2025/2026/2027 年 41.26/46.59/52.32 亿元。对应 EPS 分别 0.41/0.46/0.51 元，PE10.03/8.88/7.91 倍，维持“买入”评级。

风险提示：上游油气价格波动风险；市场竞争加剧风险；油气副产品需求不及预期风险；安全事故及保险不足的风险；国内油气增储上产进度不及预期的风险；极端天气影响公司正常作业的风险

### 拓邦股份（002139）：营收净利润持续增长，智能汽车及机器人业务保持高增速

王奕红 wangyihong@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517090004

事件：公司发布 2025 年一季报，25Q1 实现收入 26.71 亿元，同比增长 15.24%，归母净利润 1.97 亿元，同比增长 12.10%，扣非归母净利润 1.87 亿元，同比增长 10.37%。

我们的点评如下：

毛利率持续提升，对新领域加大研发投入

公司 25Q1 毛利率 23.79%，同比提升 0.14 个百分点，环比提升 2.85 个百分点。公司 25Q1 三项费用（销售费用、研发费用、管理费用）4.35 亿元，同比增加 8656 万元，上升幅度为 24.83%。主要原因为公司加大对 AI+、数字能源、智能汽车、机器人等新业务领域的研发投入，加速海外市场及供应链能力的构建，股权激励费用同比增加。

各业务来看：

1）工具和家电业务加速增长。公司持续加大与高价值客户的合作，发挥国际化布局与综合技术竞争优势，围绕技术迭代和市场需求变化，针对细分应用场景进行产品创新，扩大市场份额。

2）智能汽车业务及机器人业务保持高增速。其中充电桩产品在海外市场应用加快，国内增加与各城市交投战略合作，提供一体化的智慧充电解决方案，满足区域化充电需求。应用于高阶智驾的激光雷达电机产品，跟随行业的蓬勃发展，横向拓展头部客户，份额稳中有升。机器人应用如割草机器人、扫地机器人、商用机器人、服务机器人等市场实现快速增长，商用炒菜机实现市场突破，人形机器人领域持续拓展客户，空心杯电机产品在灵巧手应用中实现高精度和快速响应，在精细操作场景表现出更强的执行力，突破工业协作、医疗辅助、服务交互等场景的效能边界。

3）数字能源业务，技术升级及产品结构调整，收入同比下降。受行业去库及电芯价格下降影响，公司主动调整战略重心及产品结构，深耕发电侧、用户侧储能应用。25Q1 发挥海外市场平台优势，重点拓展东南亚等海外电网薄弱地区，成功落地多个兆瓦级项目并实现并网，以高性价比解决方案抢占新兴市场；同时积极开拓国内头部储能客户，发挥差异化产品开发及细分领域创新优势，加快发电侧大储应用，在大型储能、工商业储能、户用储能等关键场景进行核心技术突破，家储一体机、工商储液冷等新产品有望构建新的增长点。

三大重点支撑“加速增长”战略方针，未来有望持续受益

2025 年公司有三大战略重点，支撑“加速增长”总体战略方针的实现：1）部件业务扩大份额。智能控制器部件业务一直是拓邦的优势领域，2025 年公司将继续聚焦资源，提升竞争力，进一步扩大在已有领域的市场份额，并积极探索新领域。2）AI 整机业务突破。人工智能（AI）正在快速改变人们的生活和产业模式，拓邦将持续加大对 AI、智能化领域的投入，尤其关注 AI 技术在终端产品中的应用落地。3）加速市场出海。目前公司有半数业务来自海外，已经在海外建立多个运营基地，公司要进一步加快“市场出海”，不仅抓住全球产业链转移的机遇，更积极开发当地市场，打造真正的国际化企业。

盈利预测与投资建议：智能化大趋势下，公司有望长期持续成长，叠加组织优化、降本增效等举措，有望保持收入和利润持续增长。同时随着公司新产品推出、加快海外市场拓展以及高价值量产品占比提升，公司利润增长有望提速。考虑到新业务研发投入及全球经济环境不确定性，预计公司 25-27 年归母净利润为 8.52/10.76/13.41 亿元（原值为 8.83/11.21/13.76 亿元），对应 PE 为 20/16/13X，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，全球经济影响超预期，费用投入超预期等

### 电连技术（300679）：短期阵痛不改长期趋势，深度受益智驾下沉

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

事件：电连技术发布 2024 年年报及 2025Q1 季报，实现收入 46.61 亿元和 11.96 亿元，同比增 48.97%和 15.02%，实现归母净利润 6.22 亿元和 1.23 亿元。

点评：持续看好公司受益自动驾驶渗透率提升，作为智驾零部件公司，公司有望受益智能驾驶下沉至 10 万以下区间，显著打开公司增长空间。

分季度看，2024Q4 和 2025Q1 分别实现 13.28 亿和 11.96 亿元收入，同比增长分别为 43.72%和 15.02%，环比+11.78%和-9.94%，收入端整体维持增长，一季度因淡旺季影响，环比略有下滑。

24Q4 实现归母净利润 1.64 亿元, yoy+50.54%, 25Q1 实现归母利润 1.23 亿元, yoy-23.80%, 主要因公司一季度毛利率有所下滑; 相比 24Q4 和 24Q1 毛利率分别为 33.34%和 35.31%, 25Q1 毛利率为 30.74%, 分别环比下降 2.6pct 和同比下降 4.57pct。毛利率下滑我们认为主要因公司过去 2 年大幅提升资本支出, 固定资产从 23 年末 8.14 亿, 提升至 17.13 亿元 (25Q1), 大额固定资产提升导致公司折旧、人员招工、设备购买等费用将短期影响公司盈利能力。我们认为, 随着国内智能驾驶下沉带来的渗透率快速提升, 公司产能利用率或将快速攀升, 收入利润将有望恢复快速增长。

智驾下沉至 10-20 万, 渗透率有望快速提升。开年后, 比亚迪、奇瑞、吉利等传统主机厂, 集体发布其智能驾驶方案, 将高速 NOA 和城区 NOA 功能下沉至 10 万元以下车型。因此, 公司作为汽车高速连接器国内主要供应商, 预计将充分受益智能驾驶的下沉和渗透率提升。

展望二季度与 2025H2, 我们认为现阶段公司固定资产大幅提升, 预计短期存在产能利用率不足导致盈利能力有所下滑。国内主机厂年初发布智能驾驶方案, 有望于 Q2 及 25H2 逐步推向市场和销售, 看好公司后续逐步受益智能驾驶渗透率提升, 产能利用率快速提升带来盈利能力回暖。

投资建议: 看好公司受益智能驾驶下沉和产能逐步释放。因短期产能大额投入, 费用有所增长, 调整公司盈利预期; 2025-2026 年归母净利润由 8.79 亿/10.83 亿元调整至 8.00/10.20 亿元, 2027 年预计实现归母利润 12.40 亿元, 维持“买入”评级

风险提示: 下游手机行业景气度不及预期、自动驾驶进度不及预期、汽车客户放量不及预期

### 北鼎股份 (300824): 内销受益于以旧换新, 降本增效效果显现

孙谦 sunqiana@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110521050004

事件: 2025Q1 公司实现营业收入 2.13 亿元, 同比+33.41%, 归母净利润 0.33 亿元, 同比+47.71%。

内销国补带动的电器销售较强, 收入显著增长

分业务看, 25Q1 北鼎自有品牌/ODM 代工收入同比分别为+46.5%/-8.66%; 自有品牌中内外销收入同比分别为+51.4%/+0.63%。国内市场方面, 政府通过以旧换新补贴政策在品类、地区、渠道维度的范围拓展与持续深化, 有效激活居民消费意愿, 加速释放需求潜能; 外销方面, 国际贸易格局中关税壁垒与反制措施的动态博弈持续发酵, 全球产业链重构趋势与贸易规则碎片化趋势交织, 企业跨境贸易业务的复杂性与风险敞口显著扩大。

公司推广力度加大, 内部降本增效显成效

2025Q1 公司毛利率为 49.87%, 同比+0.19pct, 净利率为 15.7%, 同比+1.52pct。毛利率同比基本持平, 净利率显著改善。2025Q1 公司季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 26.02%、6.41%、4.12%、-0.63%, 同比+2.43、-3.82、-1.94、+0.36pct。销售费用率同比显著提升, 主要由于公司推广力度加大及业务收入结构变动导致。管理费用率同比显著下降, 主要由于公司内部降本增效所致。

投资建议: 公司自有品牌内销方面新兴渠道建设有序推进, 国补助力内销增长; 外销经营模式逐步切换, 初见成效。根据公司一季报情况, 我们适当上调了内销增速, 下调了管理费用率, 预计 25-27 年归母净利润分别为 1.12/1.38/1.62 亿元 (前值 0.97/1.19/1.38 亿元), 对应动态估值分别为 27.5x/22.3x/19x, 维持“增持”评级。

风险提示: 自有品牌销售不及预期; 外销订单不及预期; 原材料价格上涨及运费上涨导致利润下滑。

### 中钢国际 (000928): 25Q1 业绩稳健增长, 毛利率同比改善明显

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

收入有所承压, 盈利能力同比改善

公司 2024 年实现收入 176.5 亿, 同比-33.1%, 归母、扣非净利润分别为 8.35、7.47 亿, 同比+9.7%、+19%; 25Q1 实现营业收入 35.2 亿, 同比-28.21%, 归母净利润为 2.32 亿, 同比+7.78%, Q1 业绩增长明显快于收入主要系毛利率同比改善明显。2024 年公司拟派发现金分红 4.3 亿, 分红比例 51%, 股息率为 4.72%, 高分红提升投资回报。考虑到国内需求仍承压以及海外局势的不确定性, 我们预计公司 25-27 年归母净利润 9.65、11.2、12.8 亿 (25、26 年前值预测为 10.1、11.5 亿), 对应 PE 为 9.4、8.1、7.1 倍, 维持“买入”评级。

工程总承包业务毛利率同比改善提升公司盈利水平

分行业来看, 工程总承包、商品销售、服务业务分别实现销售收入 164、9、3 亿, 同比-34.4%、-13.25%、+5.85%, 其中工程业务毛利率为 13.61%。同比+6.06pct。分区域看, 国内、海外分别实现收入 92、84 亿, 同比-44.7%、-13.2%, 毛利率分别为 15.3%、13.7%, 同比+5.76pct、+6.09pct。工程业务毛利率改善带动全年毛利率同比提升 5.71pct 至 14.5%,



25Q1 公司毛利率为 13.7%，同比+3.15pct，盈利能力持续提升。

2024 年海外新签订单稳步提升，国际化实力持续提升

2024 年公司新签订单 196.7 亿，同比增长 2.12%，国内、国外分别新签 34、163 亿，同比-61%、+54%，公司海外新签项目稳步增长，在矿山建设、选矿、轧钢等方向取得重大突破，25Q1 公司新签订单 39.79 亿，同比-33.9%，国内、国外分别新签 20.7、19.1 亿，同比+169%、-64%。公司打造多个“一带一路”示范项目，EPC 总承包建设的 Tosyali 四期短流程绿色低碳综合钢厂炼钢连铸项目顺利投产，是阿尔及利亚规模最大的电炉项目以及首条双流板坯连铸生产线；Tosyali250 万吨直接还原铁生产线相继顺利投产，刷新了同类项目的最短建设工期纪录；采用公司自主技术总承包建设的 MMK250 万吨/年焦化项目四座焦炉全部投产，是该国近 40 年来投资最大、规模最大冶金项目。

费用率未能有效摊薄，现金流表现优异

2024 年公司期间费用率为 6.71%，同比+2.7pct，销售、管理、研发、财务费用率分别同比变动+0.13、+1.61、+0.69、+0.27pct，资产及信用减值损失同比减少 0.09 亿，投资净收益同比减少 0.68 亿，综合影响下公司净利率为 4.95%，同比+1.91pct，25Q1 公司净利率为 6.82%，同比+2.25pct。24 年公司 CFO 净额为 15 亿，同比多流入 1.36 亿，收付现比分别为 97.6%、103%，同比+18.55、+25.02pct，25Q1 公司 CFO 净额为-16.35 亿，同比少流出 11.57 亿，整体现金流表现优异。

风险提示：订单落地不及预期；海外政治经济不确定性；项目落地不及预期。

### 高争民爆（002827）：一季度利润继续高增，业绩弹性加速兑现

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

一季度业绩大增，继续维持“增持”评级

公司发布 2025 年一季报，一季度公司实现营收 3.04 亿元，同比+17.31%，归母净利润 0.18 亿元，同比+94.26%，扣非归母净利润 0.14 亿元，同比+190.91%。本期利润增长主要系公司民爆器材销售量较上年同期增幅较大所致。公司作为西藏国资委下属的民用爆破龙头或将充分受益西部地区区域高景气，考虑到一季度是民爆行业的传统生产淡季，我们上调 2025 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 2.7/3.9/5.7 亿元（前值分别为 2.3/3.8/5.7 亿元），维持“增持”评级。

现金流水平大幅改善，盈利能力显著提高

2025 年一季度公司综合毛利率为 23.65%，同比+0.80pct。公司期间费用率为 22.23%，同比-1.60pct，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.03%、14.64%、2.65%、0.91%，同比分别变动+0.51、-1.27、-0.74、-0.1pct，费用率有所降低。综合影响下公司 2025Q1 净利率为 3.48%，同比+2.8pct。CFO 净额为 0.94 亿元，同比大幅增加 1198.65%，主要系销售回款及其他经营回款较上年同期增幅较大所致。收现比/付现比分别为 128.65%/75.85%，同比分别变动+26.78/+1.33pct。

水利、矿采、铁路等重大项目持续推进，公司业绩迎来加速释放期

2025Q1 全国民爆行业总体运行情况稳中向好，工业炸药产量小幅增长，行业生产总值同比-1.1%、工业炸药产量同比+1.5%，其中西藏地区民爆生产总值同比+17.9%、工业炸药产量同比+16.3%，西藏地区民爆高景气度延续，看好西藏民爆行业中长期发展：1）雅鲁藏布江下游水电工程已于去年年底获得核准，今年 3 月，国家发改委《关于 2024 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2025 年国民经济和社会发展计划草案的报告》明确提出推动其开工建设。2）西藏大型矿山开采加速，巨龙铜矿新增二期 20 万吨/日（一期 15 万吨/日）扩建工程加紧建设，力争 2025 年底投产，朱诺铜矿项目建设获核准，争取 2026 年 6 月建成投产。3）2025Q1 全国固投增速 4.2%，其中，西藏地区固投增速达 27.7%，增速领跑全国，川藏铁路等区域基建持续推进。凭借独特的区位优势和产业布局，公司在区域市场占据主导地位，业绩迎来加速释放期，看好公司中长期发展。

风险提示：宏观经济波动；行业竞争加剧；产能瓶颈制约；安全生产风险，测算具有一定主观性；股价存在异常波动风险。

### 锦波生物（832982）：业绩持续高速增长，高目标股权激励振奋人心

何富丽 hefuli@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521120003

锦波生物发布 2024 年年报和 2025 年一季报：

2024 全年营收 14.43 亿元，yoy+84.92%；归母净利 7.32 亿元，yoy+144.27%；扣非归母净利 7.12 亿元，yoy+149.15%。

2025Q1 营收 3.66 亿元，yoy+62.51%，归母净利 1.69 亿元，yoy+66.25%，扣非归母净利 1.67 亿元，yoy+70.92%。

降本增效成果显著，盈利能力稳中有升

2024 全年毛利率 92.02%/同比+1.86pp，归母净利率 50.75%/同比+12.33pp，研发费用率 4.94%/同比-5.95pp；2025Q1 毛利率 90.11%/同比-1.79pp，归母净利率 45.99%/同比+1.04pp，研发费用率 5.19%/同比-0.63pp。

核心板块医疗器械表现亮眼，功能性护肤品提速显著

医疗器械 2024 年收入 12.54 亿元/同比+84.37%，占比 86.89%，毛利率 95.03%/同比+1.85pct，其中单一材料医疗器械收入 11.28 亿元/同比+99.69%。功能性护肤品收入 1.42 亿元/同比+86.83%，占比 9.83%，毛利率 70.41%/同比+2.62pct。原料及其他小计收入 0.46 亿元/同比+89.07%，占比 3.17%。其他业务收入 0.02 亿元/同比+759.65%，占比 0.11%。

产品矩阵持续丰富，国际化稳步推进

微旖美冻干纤维推出更多规格产品，其中 12mgColNet 已经新品首发；新获批凝胶产品有望打开填充市场增量空间；多型别胶原蛋白在研。自主研发结合产学研，形成六大核心技术平台，其中 FAST 数据库可为人源化胶原蛋白的研发提供解决方案，进一步提高核心技术壁垒。国内深化渠道覆盖提升单机构产出，目前已覆盖医疗机构已达 4000 家。国际越南械三获批，新增巴西专利；ProtYouth5 款产品获得美国 FDA 认证，并与欧莱雅开展原料合作。

拟实施股权激励计划，分 2025-2027 年三期考核

公司拟激励 100 万份股权( 占总股本 1.13% )，行权价格 276 元/份，激励对象合计 87 人，约占公司员工总数的 10.57%。考核分为 2025-2027 年三期，分别考核目标为 2025 年净利润不低于 10 亿元、2026 年净利润不低于 14 亿元、2027 年净利润不低于 18 亿元。

投资建议：考虑到公司研发驱动产品矩阵持续完善，国际化进展成效显著，股权激励计划实施等推动公司高速增长，预计公司 2025-2027 年营收为 23.51/31.82/41.40 亿元，归母净利润为 11.51/15.58/19.79 亿元，对应 PE30/22/17x。目标价 494 元，对应 2025 年 38 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，新产品研发、获批及推广不及预期等

## 潮玩：泡泡玛特 25Q1 点评：一季度营收同比大涨超 165%，海外营收同增近 5 倍

孔蓉 kongrong@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521020002

事件：北京时间 2025 年 4 月 22 日，泡泡玛特（9992.HK）发布 2025 年第一季度经营数据报告。公司 2025 年第一季度整体收入较去年同期同比增长 165%-170%；分地区来看，2025 年第一季度公司中国收益同比增长 95%-100%；海外收益同比增长 475%-480%。

中国分渠道来看，线下渠道同比增长 85%-90%，线上渠道同比增长 140%-145%。海外各区收益与 2024 年一季度比较为：亚太地区同比增长 345%-350%，美洲地区同比增长 895%-900%，欧洲地区同比增长 600%-605%。

点评：国内线上线下协同发力，渠道结构持续优化。

2025 年第一季度，中国实现收入同比增长 95%-100%，较 2024 年第一季度（20%-25%）增速显著提升。从产品供给来看，第一季度优质产品持续上新，1-3 月分别发售 10/6/9 款盲盒产品，4/4/3 款 MEGA 珍藏系列。1 月 30 日发售的《哪吒之魔童闹海》天生羁绊系列手办预售期至 6 月，The Monstersx 航海王系列、芭比风尚系列、DimooWorldx 迪斯尼系列搪胶毛绒钥匙圈盲盒等多款热门 IP 产品上新实现迅速售罄。分渠道看，线下渠道同比增长 85%-90%，增速较 2024 年第一季度零售店/机器人商店 20%-25%/15%-20%的同比大幅提升，或受益于门店网络扩张及热门 IP 新品集中上市。线上渠道同比增长 140%-145%，增速较 2024 年第一季度泡泡玛特抽盒机/电商平台及其他线上平台的 0%-5%/20%-25%的同比大幅提升。我们认为，随着第二季度热门 IP 及产品有序上新，进入 618 等大促及活动节点，有望进一步提振中国业务收入。

海外市场高速增长，全球化布局成效凸显。

2025 年第一季度，公司海外收益同比增长 475%-480%，主要系海外需求持续旺盛，叠加开店加速。其中，亚太地区同比增长 345%-350%，东南亚市场持续渗透，根据我们统计（官方社媒帐号，请以公司口径为准），截至 2025 年 3 月底，东南亚零售店新增 5 家（含快闪店）达 36 家（含合营）。美洲/欧洲地区同比分别增长 895%-900%/600%-605%，高速增长反映欧美市场对潮玩需求的快速释放，一季度美国累计新增 6 家（含快闪店）达 26 家零售店（含合营）。我们认为随着欧美核心城市进一步加密零售网络，中国港澳台及海外地区线上渠道通过会员体系、节日活动策划，从粗放式走向精细化运营，有望进一步推动海外业绩增长。

组织架构调整，聚焦区域战略与中台协同，全球化扩张奠定基础。

北京时间 2025 年 4 月 14 日，泡泡玛特宣布启动五年来最大规模组织架构调整，聚焦区域战略与中台协同。公司设立大中华区、美洲区、亚太区、欧洲区四大区域总部，由联席 COO 司德和文德一分别负责大中华区及美洲区、亚太区及欧洲区的运营管理。架构改革释放海外增长动能，在本地化决策提速、中台资源复用效率提升以及人才激励与全球化梯队构建下，有望进一步巩固其海外高增速。长期看，区域化架构为 IP 本土化运营（如艺术家签售会、区域限定款产品）提供组织保障，叠加中台降本增效，全球化利润率提升可期。

投资建议：短期重要节点活动催化叠加新品持续发力，公司国内海外业务高景气度延续，长期来看，IP 变现渠道进一步拓宽有望贡献业绩增量，我们长期看好公司 IP 的运营能力和变现潜力。

风险提示：行业竞争加剧风险；IP 的表现不及预期；新业务表现不及预期；统计误差；该业绩公告数据仅为初步审核，后期存在调整修改可能。

## 近期重点报告

### 2025 年 04 月 24 日

锦波生物（832982）：业绩持续高速增长，高目标股权激励振奋人心-买入-何富丽/张雪/耿荣晨/都春竹  
 京东集团-SW（09618）：25Q1 业绩前瞻：国补深化驱动核心品类高增，新业务投入相对可控-买入-孔蓉/曹睿  
 中材国际（600970）：经营基本保持稳健，Q1 海外订单保持较快增长-买入-鲍荣富/王涛/王悦宜  
 电连技术（300679）：短期阵痛不改长期趋势，深度受益智驾下沉-买入-潘暕/许俊峰  
 拓邦股份（002139）：营收净利润持续增长，智能汽车及机器人业务保持高增速-买入-王奕红/唐海清/潘暕/陈汇丰  
 中海油服（601808）：钻井平台作业天数大幅增长，Q1 业绩超市场预期-买入-张樨樨/姜美丹  
 高争民爆（002827）：一季度利润继续高增，业绩弹性加速兑现-增持-鲍荣富/王涛/蹇青青  
 赛力斯（601127）：智驾重塑豪华，助力品牌向上-买入-孙潇雅/谢坤  
 海油发展（600968）：Q1 业绩快速增长，积极培育深海技术装备服务能力-买入-张樨樨/厉泽昭  
 布鲁可（00325）：卡游交表催化 IP 潮玩板块，布鲁可 BFC 体系升级-买入-孙海洋/孔蓉  
 北鼎股份（300824）：内销受益于以旧换新，降本增效效果显现-增持-孙谦  
 民爆光电（301362）：公司收入同比呈修复性增长，净利率同环比显著改善-增持-孙谦/潘暕

### 2025 年 04 月 23 日

敷尔佳（301371）：营销推广投入加大，25Q1 业绩暂时承压-买入-何富丽/耿荣晨/杨松/都春竹  
 中国移动（600941）：CHBN 共同推进，经营业绩实现稳健增长-买入-王奕红/唐海清/陈汇丰/康志毅  
 甘源食品（002991）：25Q1 业绩承压，静待后续改善-买入-张潇倩/陈潇/何宇航  
 杭萧钢构（600477）：业绩有所承压，积极开拓海外市场优化订单结构-增持-鲍荣富/王涛/王悦宜  
 豪美新材（002988）：营业收入实现较快增长，毛利率承压导致业绩下滑-买入-鲍荣富/王雯/王涛/刘奕町  
 东鹏饮料（605499）：业绩快速增长，新品持续放量增长-买入-张潇倩/何宇航  
 金徽酒（603919）：结构快速升级，利润符合预期-买入-张潇倩/谢文旭  
 杰瑞股份（002353）：一季报业绩优异、现金流显著改善，持续看好公司表现-买入-朱晔  
 盛泰集团（605138）：持续建设内外循环生产基地-增持-孙海洋  
 登康口腔（001328）：电商助力高毛利产品成长-增持-孙海洋  
 国家队顶住抛压：微观流动性跟踪(2025.4.7-2025.4.20)-吴开达/林晨/陈英奇  
 AI+ 机器人双轮驱动：主动偏股基金 25Q1 重仓股分析-吴开达/孙希民/朱俊福

### 2025 年 04 月 22 日

上海艾录（301062）：整体营收再创新高-增持-孙海洋  
 柏诚股份（601133）：收入实现较快增长，在手订单充足下游景气高增-买入-鲍荣富/王雯/王涛/王悦宜  
 德昌股份（605555）：成长动能充足，多品类多客户有序拓展-买入-孙谦/宗艳/赵嘉宁  
 非金属新材料：日本新材料发展复盘，我国新材料标的投资思路-强于大市-鲍荣富/熊可为  
 C-REITs 发行说明书：REITs 研究笔记系列-吴开达/肖峰  
 无信不立，信用信心：政策与大类资产配置周观察-吴开达/叶慧超

### 2025 年 04 月 21 日

蓝思科技（300433）：25Q1 收入稳健增长，盈利能力同比改善-买入-潘暕/包恒星  
 蓝黛科技（002765）：双主业协同稳健发展，机器人业务开拓新增长局面-增持-孙潇雅/吴立/王彬宇  
 隆利科技（300752）：传统业务修复性增长，OLED 新业务开启第二成长曲线-买入-潘暕/许俊峰  
 九丰能源（605090）：气价波动背景下业绩韧性强，积极实施现金分红与股份回购-增持-郭丽丽/张樨樨/赵阳  
 明月镜片（301101）：期待 AI 眼镜业务落地推进-增持-孙海洋/张彤  
 行业比较周报：中概股退市风险与影响测算-吴开达/孙希民  
 中观景气度高频跟踪及运用：中观景气度数据库和定量模型应用-吴开达/孙希民/朱俊福  
 经济预期差与股市变动关系初探：策略探索系列-吴开达/朱俊福

### 2025 年 04 月 20 日



纳睿雷达 (688522): 24 年及 25Q1 业绩高速增长, 订单饱满有望全面驶入快车道! -买入-吴立/周新宇/王泽宇  
投资策略: 国家队增持影响及后续关注的两个窗口期-吴开达/林晨/陈英奇/汪书慧

---

**2025 年 04 月 19 日**

---

特步国际 (01368): 库存优化, 索康尼继续发力-买入-孙海洋  
高途集团 (GOTU): 乐观预期 25Q1 营业利润表现-买入-孙海洋/何富丽  
石油石化: 从欧洲石化关停潮, 看炼化产业西降东升-强于大市-张樨樨/黄凯  
投资策略: 周观 REITs-吴开达/肖峰

---

**2025 年 04 月 18 日**

---

紫金矿业 (601899): 业绩创历史新高, 金、铜量价齐升-买入-刘奕町/吴亚宁  
裕元集团 (00551): 生产效率及人工成本拖累 25Q1 业绩-买入-孙海洋  
三维化学 (002469): 在手订单充裕, 关注化工实业价格的边际变化-买入-鲍荣富/王涛/任嘉禹  
小鹏汽车-W (09868): 小鹏披露自研世界模型, 全新 X9 全球旗舰首发-买入-孔蓉/孙潇雅  
九兴控股 (01836): 25Q1 预计量增价减-增持-孙海洋  
银行: 3 月金融数据点评: 信贷读数高增, 但持续性偏弱-强于大市-刘杰/曹旭冉  
能源开采: 煤炭专题: ex-China 平衡表, 及对定价边际启示? -强于大市-张樨樨  
美元信用的裂痕: ——“新秩序”研究系列一-吴开达/苏璟宇

## 天风证券研究所

### 策略研究研究团队

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

### 电力设备新能源研究团队

孙潇雅 S1110520080009 sunxiaoya@tfzq.com  
杨志芳 S1110524120002 yangzhifang@tfzq.com  
敖颖晨 S1110525010001 aoyingchen@tfzq.com  
张童童 S1110524060005 zhangtongtong@tfzq.com  
朱光硕 S1110122120018 zhuguangshuo@tfzq.com  
王彬宇 S1110523070005 wangbingyu@tfzq.com  
高鑫 S1110523080001 gaixin@tfzq.com

### 电子元器件研究团队

潘暕 S1110517070005 panjian@tfzq.com  
骆奕扬 S1110521050001 luoyiyang@tfzq.com  
许俊峰 S1110520110003 xujunfeng@tfzq.com  
程如莹 S1110521110002 chengruying@tfzq.com  
包恒星 S1110524100001 baohengxing@tfzq.com  
李泓依 S1110524040006 lihongyi@tfzq.com

### 房地产研究团队

师亮 S1110525020001 shiliang@tfzq.com

### 纺织和服装研究团队

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

### 非金属材料研究团队

林晓龙 S1110523050002 linxiaolong@tfzq.com

### 非银行金融研究团队

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

### 海外研究研究团队

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

### 宏观经济研究团队

张伟 S1110522080003 zhangweib@tfzq.com

### 环保公用研究团队

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

### 基础化工研究团队

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

### 机械研究团队

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

### 计算机研究团队

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

### 家电研究团队

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

### 建筑工程研究团队

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

### 交通运输研究团队

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

### 金融工程研究团队

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

### 金属与金属新材料研究团队

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

### 军工研究团队

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

### 领导层研究团队

赵晓光 S1110516100006 zhaoxiaoguang@tfzq.com

### 能源开采研究团队

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

### 农林牧渔研究团队

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

### 汽车研究团队

谢坤 S1110524120002 xiekun@tfzq.com

### 商贸零售&社会服务业研究团队

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

### 生物医药研究团队

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

### 食品饮料研究团队

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

### 数据研究院研究团队

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

### 通信研究团队

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

---

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

---



## 分析师声明

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

## 一般声明

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

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

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

## 天风证券研究

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