

华源晨会精粹

投资要点：

➤ **医药** **鱼跃医疗(002223.SZ)**点评：收入回归稳健增长轨道，海外高速增长。24 年实现收入 75.7 亿元，同比-5.1%，实现归母净利润 18.1 亿元，同比-24.6%；25Q1 实现收入 24.4 亿元，同比+9.2%，实现归母净利润 6.2 亿元，同比-5.3%。部分业务受到 23 年疫情导致的高基数影响下滑，海外保持高增。产品结构变化导致毛利率有所下滑，销售投入增加。截止 25Q1 末，公司货币资金为 70.8 亿元，无短期及长期贷款，财务状况稳健，资产实力雄厚。公司为国内平台型家用器械龙头，具备较强品牌力，出海布局持续推进，增长潜力大。

风险提示：产品销售不及预期；海外拓展不及预期；竞争格局恶化风险。

➤ **机械/建材建筑** **国泰集团(603977.SH)**点评：民爆业务彰显韧性，扣非归母净利润增长。公司 25Q1 实现收入 4.83 亿元，同比下降 1.26%，归母净利润 4308.39 万元，同比下降 8.23%，扣非后归母净利润 3965.63 万元，同比增长 17.09%，业绩符合预期。一季度民爆业务整体增长，炸药产销增长且盈利能力提升。军工新材料钽铌氧化物营收下滑明显，主要是由于产销下滑明显，产品均价均同比增加。毛利率小幅下滑，期间费用率稳定，专项补助导致净利润波动，扣非后归母净利润保持增长。

风险提示：下游采矿业需求不及预期；大运河项目建设进度低于预期；原料硝酸铵涨价

➤ **交运** **招商公路(001965.SZ)**点评：费用优化及投资收益增加，归母净利润同比改善。25Q1 实现收入约 28.03 亿元，同比-7.24%，归母净利润约 13.29 亿元，同比+2.74%。得益于成本管控及费用节降，公司归母净利润小幅改善。2025 年公司将积极推进改扩建工程；京津塘高速改扩建项目正在稳步开展中，甬台温高速南段改扩建已完成内部立项，桂兴全兴改扩建、招商中铁德商高速改扩建的前期工程在稳步推进中；积极跟进参股企业改扩建投资，完成广靖锡澄改扩建项目增资工作，完成乍嘉苏高速、诸永高速改扩建相关协议签署。公司作为国内公路运营板块龙头，持续强化路产规模，业绩增长稳健。

风险提示：1) 宏观经济波动导致车流量增速不及预期；2) 收费政策调整导致通行费收入不及预期；3) 公司建设投资不及预期。

➤ **公用环保** **深圳燃气(601139.SH)**点评：城燃主业量价齐升，综合能源拖累业绩。公司 24 年实现营收 283.48 亿元，同比下滑 8.34%；实现归母净利润 14.57 亿元，同比增长 1.19%。25Q1 收入 75.13 亿元，同比增长 9.48%；实现归母净利润 2.33 亿元，同比下降 15.47%，主要是由于智慧服务业务及综合能源业务利润减少。城燃主业量价齐升，有望持续贡献利润增量。综合能源业绩承压，智慧服务延续收缩态势。费用端显著改善，减值拖累业绩。多渠道优化资源供给，电厂有望贡献增量。

市场数据

指数名称	收盘价	涨跌幅	年初至今
上证指数	3,286.65	-0.05%	0.74%
创业板指	1,931.94	-0.13%	-6.24%
沪深 300	3,775.08	-0.17%	-1.19%
中证 1000	5,903.38	0.45%	1.83%
科创 50	1,003.87	0.10%	5.08%
北证 50	1,292.80	1.24%	26.76%

资料来源：聚源，华源证券研究所，截至 2025 年 04 月 29 日

风险提示：天然气消费量增长不及预期、天然气价格波动、光伏胶膜价格竞争加剧。

- **医药 新产业(300832.SZ)点评：海外业务持续快速增长，全球装机结构优化：**公司 24 年营收 45.35 亿元（yoy+15.41%），归母净利润 18.28 亿元（yoy+10.57%），25Q1 营收 11.25 亿元（yoy+10.12%），归母净利润 4.38 亿元（yoy+2.65%）。海外业务延续快速增长，国内外中大型仪器占比提升。产品结构调整毛利率小幅调整，持续加大发光产品布局。24 年，更高通量的 X10 发光仪器发布，面向全球销售 10 款化学发光仪器，并有 224 项配套试剂，其中有 12 项小分子夹心法试剂，持续夯实在化学发光行业领先地位。

风险提示：境外地缘政治风险、国内政策风险、竞争加剧风险。

- **新消费 华利集团(300979.SZ)点评：新品牌合作进展顺利，25Q1 营收增长符合预期。**公司 25Q1 营收同比+12%，营收在去年高基数下保持稳健增长。销量方面，公司持续深化与新客户及新兴运动品牌客户的合作，25Q1 销售运动鞋 0.49 亿双，同比+8.24%，整体符合预期，分红意愿较强。公司持续与 Nike、Adidas、Converse、Hoka、On、New Balance 等客户保持紧密合作，在外部宏观环境的不确定性较去年下游补库带来的高基数影响下，销量仍保持稳健增长，其中，25Q1 新客户订单量同比明显增长为主要驱动因素。此外，为匹配下游需求，公司两家成品鞋厂于 25Q1 投产，员工人数亦增至 18.4 万人（至 2025 年 3 月末），同比+17%，伴随新工厂逐步完成产能爬坡及新工人逐步完成培训，公司运营效率及利润率有望获得提升。

风险提示：国际局势变动及国际贸易变动风险；劳动力成本提升风险；客户需求修复不达预期风险。

- **交运 渤海租赁(000415.SZ)首次覆盖：飞机租赁龙头，景气周期下业绩兑现在即。**渤海租赁原为产业系租赁公司，通过牌照布局、资产并购等方式迅速扩张，2014-2017 年期间分别收购 Seaco、Cronos、Avolon、CIT 等优质境外租赁资产，跻身全球租赁龙头。2022 年海航集团破产重整完毕，公司实际控制人由海南省慈航基金会变更为无实际控制人。公司聚焦租赁主业，大力开展经营性租赁，形成以飞机、集装箱业务为主的业务布局。从收入结构看，2024 年公司营业收入中飞机业务占比 83.2%、集装箱业务占比 16.0%。飞机销售增长强劲，租金收益率提升。稳步扩表扩大龙头优势，利差有望走阔。同时，公司继续探索 eVTOL、CTOL、氢能航空等创新领域业务机会，开拓新增长点。

风险提示：地缘政治风险，利率上行，业务变动风险。

- **北交所 威贸电子(833346.BJ)首次覆盖：工业智能连接控制方案集成制造商，积极拓展低空经济等新兴领域。**公司是一家集研发、生产、销售、服务于一体的工业智能连接控制方案集成制造商，产品涵盖汽车（含新能源汽车）、智能家电、工业自动化、高铁、医疗、净水环保等领域。专注电子产品智造，聚焦“小批量、多品种”市场，2024 年归母净利润 yoy+14%。新能源汽车产销量增长带动线束市场需求，预计 2029 年全球车辆线束市场规模或将增长至 7930 亿元。商用咖啡机等多个项目同步推进，投入 IDC 刺破式连接器第二台产线扩大车灯线束产能。小鹏飞行汽车线束项目量产在即，汽车与工业化领域经验助力低空飞行器项目。公司在深耕家电、汽车及工业自动化领域的同时，积极拓展智能家电、新能源汽车技术及工业机器人等

新兴业务，持续强化研发与创新布局，未来有望依赖电子组件集成化策略，持续推出创新产品，带动业绩增长。

风险提示：主要客户相对集中风险、新品拓展不及预期风险、原材料价格波动风险。

报告列表

- 【医药】鱼跃医疗(002223.SZ)点评：收入回归稳健增长轨道，海外高速增长（2025/04/29）
- 【机械/建材建筑】国泰集团(603977.SH)点评：民爆业务彰显韧性，扣非归母净利润增长（2025/04/29）
- 【交运】招商公路(001965.SZ)点评：费用优化及投资收益增加，归母净利润同比改善（2025/04/29）
- 【公用环保】深圳燃气(601139.SH)点评：城燃主业量价齐升 综合能源拖累业绩（2025/04/29）
- 【医药】新产业(300832.SZ)点评：海外业务持续快速增长，全球装机结构优化（2025/04/29）
- 【新消费】华利集团(300979.SZ)点评：新品牌合作进展顺利，25Q1 营收增长符合预期（2025/04/29）
- 【交运】渤海租赁(000415.SZ)首次覆盖：飞机租赁龙头，景气周期下业绩兑现在即（2025/04/29）
- 【北交所】威贸电子(833346.BJ)首次覆盖：工业智能连接控制方案集成制造商，积极拓展低空经济等新兴领域（2025/04/29）

报告摘要

【医药】公司点评报告：鱼跃医疗(002223.SZ)——收入回归稳健增长轨道，海外高速增长（2025/04/29）

刘闯 证书编号：S1350524030002

事件：鱼跃医疗公布 2024 年全年及 2025 年一季度业绩。2024 年全年实现收入 75.7 亿元，同比-5.1%，实现归母净利润 18.1 亿元，同比-24.6%；24Q4 实现收入 15.4 亿元，同比+17.5%，实现归母净利润 2.7 亿元，同比+33.6%；25Q1 实现收入 24.4 亿元，同比+9.2%，实现归母净利润 6.2 亿元，同比-5.3%。

部分业务受到 23 年疫情导致的高基数影响下滑，海外保持高增。2024 年，呼吸治疗收入 26 亿元，同比-22.4%，制氧机、高流量呼吸湿化治疗仪等受到 23 年同期高基数影响有所下滑，家用呼吸机、雾化器同比增长。血糖管理及 POCT 收入 10.3 亿元，同比+40.2%，其中 CGM 实现翻倍以上增长，CT4、CT5 在近期相继推出，产品线持续丰富。家用健康检测收入 15.6 亿元，同比-0.4%，其中电子血压计同比双位数增长，红外测温仪等因 23 年高基数同比下滑。临床器械及康复收入 20.9 亿元，同比+0.2%，针灸针、轮椅、手术器械增长趋势良好，感控因 23 年高基数同比下滑。急救及其他收入 2.4 亿元，同比+34.1%，Y|YA 系列产品获欧盟认证，海外布局持续推进。海外收入 9.5 亿元，同比+30.4%，占比由 9.1%提升至 12.5%。

产品结构变化导致毛利率有所下滑，销售投入增加。2024 年毛利率为 50.1%，同比-1.2pct，主要是由于产品结构变化所致；销售/管理/研发费用率分别为 18%、5.7%、7.2%，同比+4.3、+0.5、+0.9pct。2025Q1 毛利率为 50.3%，同比+0.4pct，销售/管理/研发费用率分别为 14.9%、4.2%、6.4%，同比+2.6、-0.2、+0.8pct。截止 25Q1 末，公司货币资金为 70.8 亿元，无短期及长期贷款，财务状况稳健，资产实力雄厚。

盈利预测与评级：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 20.1/23.1/26.6 亿元，同比增长 11.3%、15.1%、15.0%，对应 PE 分别为 17X、15X、13X。公司为国内平台型家用器械龙头，具备较强品牌力，出海布局持续推进，增长潜力大，维持公司“买入”评级。

风险提示：产品销售不及预期；海外拓展不及预期；竞争格局恶化风险。

【机械/建材建筑】公司点评报告：国泰集团(603977.SH)——民爆业务彰显韧性，扣非归母净利润增长（2025/04/29）

戴铭余 证书编号：S1350524060003 王彬鹏 证书编号：S1350524090001 邴悦轩 证书编号：S1350524080001

事件：公司发布 2025 年一季报，实现收入 4.83 亿元，同比下降 1.26%，归母净利润 4308.39 万元，同比下降 8.23%，扣非后归母净利润 3965.63 万元，同比增长 17.09%，业绩符合预期。

一季度民爆业务整体增长，炸药产销增长且盈利能力提升。1) 炸药营收保持增长，电子雷管营收下降：公司实现民爆业务（民爆产品+爆破工程）营收 3.27 亿元，同比增长 1.40%。实现民爆产品营收 2.13 亿元，同比下降 4.78%，其中包装炸药营收 1.54 亿元，同比增长 5.75%；电子雷管营收 5701 万元，同比下降 23.78%。公司实现爆破工程营收 1.14 亿元，同比增加 15.31%。2) 炸药产销保持增长，电子雷管产销下降：公司实现包装炸药产量 2.64 万吨，同比增长 12.17%，实现销量 2.49 万吨，同比增长 7.06%；实现电子雷管产量

470 万发，同比下降 20.27%，实现销量 437 万发，同比下降 18.7%。公司实现爆破工程 1425 万立方米，同比增加 18.62%。3) 产品价格有所下降：公司包装炸药不含税均价 6172 元/吨，同比下降 1.23%；电子雷管不含税均价 13.06 万元/万发，同比下降 6.75%。4) 炸药原料端降幅明显：硝酸铵不含税均价 1909 元/吨，同比下降 24.13%，正是由于原料端价格降幅大于炸药价格降幅，我们判断一季度公司工业炸药盈利能力提升。

军工新材料钽铌氧化物营收下滑明显。公司自产氧化钽+自产氟钽酸钾营收合计 2087 万元，同比下降 64.03%，营收下滑主要是由于产销下滑明显，产品均价均同比增加。

毛利率小幅下滑，期间费用率稳定，专项补助导致净利润波动，扣非后归母净利润保持增长。公司一季度毛利率 32.72%，同比下降 0.5 个百分点。期间费用率 21.2%，同比基本持平，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.84%、11.77%、4.78%、0.81%，分别同比下降 0.35、增加 0.14、下降 1.02、增加 1.26 个百分点。销售净利率 8.22%，同比下降 2.94 个百分点。公司扣非后归母净利润保持增长，净利润小幅下滑主要是由于上年同期收到省级工业发展专项计划资金 1000 万元所致。

盈利预测与估值。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.18、4.53、5.86 亿元，对应 4 月 28 日 PE24、17、13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游采矿业需求不及预期；大运河项目建设进度低于预期；原料硝酸铵涨价

【交运】公司点评报告：招商公路(001965.SZ)——费用优化及投资收益增加，归母净利润同比改善 (2025/04/29)

孙延 证书编号：S1350524050003 王惠武 证书编号：S1350524060001 曾智星 证书编号：S1350524120008

事件：招商公路发布 2025 年第一季度报告，实现收入约 28.03 亿元，同比-7.24%，归母净利润约 13.29 亿元，同比+2.74%；每股收益为 0.1893 元/股。

得益于成本管控及费用节降，公司归母净利润小幅改善。2025 年一季度公司毛利率为 36.46%，同比+0.80pct，公司持续推进降本增效工作，一季度成本为 17.81 亿元，同比-8.39%，一季度实现投资收益 11.77 亿元，同比+4.57%。费用率方面，公司持续推进费用率节降，一季度期间费用率为 20.34%，同比-1.87pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.1%/5.4%/1.0%/12.8%，同比+0.1pct/+0.4pct/持平/-2.3pct。受益于成本优化与费用节降，叠加投资收益增加，公司一季度实现归母净利润 13.29 亿元，同比+2.74%。

延续外延式扩张策略，积极推进改扩建项目。2025 年公司将积极推进改扩建工程；京津塘高速改扩建项目正在稳步开展中，甬台温高速南段改扩建已完成内部立项，桂兴全兴改扩建、招商中铁德商高速改扩建的前期工程在稳步推进中；积极跟进参股企业改扩建投资，完成广靖锡澄改扩建项目增资工作，完成乍嘉苏高速、诸永高速改扩建相关协议签署。

盈利预测与评级：公司作为国内公路运营板块龙头，持续强化路产规模，业绩增长稳健。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 57.4/61.9/67.0 亿元，对应 PE 分别为 15.5/14.4/13.3x，维持“买入”评级。

风险提示：1) 宏观经济波动导致车流量增速不及预期；2) 收费政策调整导致通行费收入不及预期；3) 公

司建设投资不及预期。

【公用环保】公司点评报告：深圳燃气(601139.SH)——城燃主业量价齐升 综合能源拖累业绩 (2025/04/29)

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

事件：1) 发布 2024 年报，2024 年实现营收 283.48 亿元，同比下滑 8.34%；实现归母净利润 14.57 亿元，同比增长 1.19%。2) 发布 2024 年度利润分配方案，每股拟派发现金红利 0.16 元(含税)，分红比例为 31.59%。3) 发布 2025 年一季报，2025 年一季度实现营业收入 75.13 亿元，同比增长 9.48%；实现归母净利润 2.33 亿元，同比下降 15.47%，主要是由于智慧服务业务及综合能源业务利润减少。

城燃主业量价齐升，有望持续贡献利润增量。2024 年公司管道气销售量 49.75 亿立方米，同比增长 2.78%，其中大湾区城燃销气量同比增长 9.49%，其他地区城燃销气量同比增长 3.08%；电厂销气量同比减少 3.18%，对整体气量有所拖累。2024 年深圳、江西等片区顺价落地，深圳于 2024 年 3 月完成城燃顺价，居民和工商业普涨 0.31 元/立方米，带动 2024 年管道燃气毛利率同比提升 3.89pct 至 14.43%，量价齐升影响下毛利同比增厚 6.28 亿元至 22.70 亿元。2025 年一季度管道气销售量 12.53 亿立方米，同比增长 7.00%，其中大湾区城燃销气量同比增长 10.92%，其他地区城燃销气量同比增长 4.27%，电厂销气量同比增长 7.94%。城燃主业有望持续受益于上游气源价格下行及气量增长。

综合能源业绩承压，智慧服务延续收缩态势。2024 年公司综合能源板块营收 50.26 亿元，同比减少 27.01%，其中斯威克公司营收 37.91 亿元，同比减少 35.03%，主要是受光伏胶膜销售价格下滑影响，导致光伏胶膜毛利同比下降 3.29 亿元至 2.35 亿元。由于深圳“瓶改管”工程收官，燃气设备销售减少，2024 年智慧服务板块营收 18.61 亿元，同比减少 14.48%。

费用端显著改善，减值拖累业绩。2024 年公司销售/管理/研发/财务费用合计同比减少 1.20 亿元，其中财务费用同比减少 0.48 亿元；实现投资收益 1.45 亿元，同比减少 0.68 亿元，主要受对联营企业江西华电九江分布式能源的投资收益同比减少 0.19 亿元影响；资产减值损失 1.73 亿元，同比增加 1.19 亿元，其中在建工程清水河智慧燃气产业基地项目计提减值准备 0.51 亿元；少数股东损益同比下降 60.15%，主要是由于少数股东持股比例较高的斯威克公司本年净利润减少所致。

多渠道优化资源供给，电厂有望贡献增量。公司与中石油签订十年长协，落实天然气合同量 96.9 亿立方米；公司深圳市天然气储备与调峰库二期扩建工程项目于 2022 年开工，拟新建 2 座 16 万立方米 LNG 储罐和 1 座 0.8-21.7 万立方米 LNG 船泊位，投产后天然气接收和储备能力将进一步提升。燃气发电有望贡献增量，深燃热电首台 9F 机组于 2024 年 6 月投运，第二台机组计划 2025 年 7 月投产发电。

盈利预测与评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 15.55/17.34/20.56 亿元，同比增速分别为 6.73%/11.51%/18.55%，当前股价对应的 PE 分别为 12/11/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：天然气消费量增长不及预期、天然气价格波动、光伏胶膜价格竞争加剧。

【医药】公司点评报告：新产业(300832.SZ)——海外业务持续快速增长，全球装机结构优化 (2025/04/29)

刘闯 证书编号：S1350524030002 林海霖 证书编号：S1350524050002

事件：公司发布 2024 年及 25 年 Q1 业绩，2024 年实现营收 45.35 亿元（yoy+15.41%），实现归母净利润 18.28 亿元（yoy+10.57%），实现扣非归母净利润 17.20 亿元（yoy+11.19%）。2025Q1 实现营业收入 11.25 亿元（yoy+10.12%），实现归母净利润 4.38 亿元（yoy+2.65%），实现扣非归母净利润 4.17 亿元（yoy+4.39%）。

海外业务延续快速增长，国内外中大型仪器占比提升。2024 年，公司国内收入 28.43 亿（yoy+9.32%），通过 X8、X6 高速仪器，T8 流水线产品的推广，加速拓展国内大型医疗机构，国内装机 1641 台，大型机占比 74.65%，截至 2024 年底，公司产品服务国内三级医院数量达到 1732 家，三级医院覆盖率 44.93%，并带动国内试剂收入同比增长 9.87%。海外收入 16.84 亿（yoy+27.67%），其中海外试剂业务增长 26.47%，新增仪器销售 4017 台，中大型机型占比 67.16%，公司深耕本地化逐步进入收获阶段，截至 24 年底，公司海外已有 14 个核心国家建立运营体系，其中印度市场 24 年销售收入突破 2 亿。

产品结构调整毛利率小幅调整，持续加大发光产品布局。2024 年公司综合毛利率为 72.26%（yoy-0.86pct），主要因中大型仪器销售占比提升，产品结构变化所致，但仪器类产品毛利率提升至 29.82%。2024 年公司销售费用 7.15 亿（yoy+13.59%）、研发费用 4.54 亿（yoy+23.92%），公司加大对化学发光、体外诊断产品的投入，24 年，更高通量的 X10 发光仪器发布，面向全球销售 10 款化学发光仪器，并有 224 项配套试剂，其中有 12 项小分子夹心法试剂，持续夯实在化学发光行业领先地位。

盈利预测与评级：我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 51.63/59.61/69.28 亿元，同比增速分别为 13.84%/15.45%/16.22%，2025-2027 年归母净利润分别为 20.12/23.43/27.38 亿元，增速分别为 10.06%/16.41%/16.85%。当前股价对应的 PE 分别为 21x、18x、15x。基于公司在化学发光行业布局完善，试剂逐步进入放量阶段，维持“买入”评级。

风险提示。境外地缘政治风险、国内政策风险、竞争加剧风险。

【新消费】公司点评报告：华利集团(300979.SZ)——新品牌合作进展顺利，25Q1 营收增长符合预期（2025/04/29）**丁一 证书编号：S1350524040003**

公司 25Q1 营收同比+12%，增长符合预期。公司发布 2025 年一季报，25Q1 实现营收 53.53 亿元，同比+12.34%，实现归母净利润 7.62 亿元，同比-3.25%，营收在去年高基数下保持稳健增长。销量方面，公司持续深化与新客户及新兴运动品牌客户的合作，25Q1 销售运动鞋 0.49 亿双，同比+8.24%，整体符合预期。分红方面，据公司年报，公司于 2025 年 4 月 9 日通过《关于 2024 年度利润分配的预案》，向全体股东每 10 股派发现金红利 23 元人民币（含税），预计 2024 年年度现金分红占当年净利润比例约 70%，分红意愿较强。

持续深化与新客户及新兴品牌客户合作，产能快速匹配下游需求。据公司公告，公司持续与 Nike、Adidas、Converse、Hoka、On、NewBalance 等客户保持紧密合作，在外部宏观环境的不确定性较去年下游补库带来的高基数影响下，销量仍保持稳健增长，其中，25Q1 新客户订单量同比明显增长为主要驱动因素。此外，为匹配下游需求，公司两家成品鞋厂于 25Q1 投产，员工人数亦增至 18.4 万人（至 2025 年 3 月末），同比+17%，伴随新工厂逐步完成产能爬坡及新工人逐步完成培训，公司运营效率及利润率有望获得提升。

α 与 β 共振推动公司订单增长，客户结构性变化驱动 ASP 上行。从订单量需求端看，公司未来订单增长主

要来自：1) 运动行业发展下的消费需求增长；2) 增长势能较好的品牌订单需求增加；3) 新品牌 (Adidas) 合作加深带来的需求释放。从订单量供给侧看，2024 年公司有 4 家工厂开始投产 (越南 3 家、印尼 1 家)，且未来仍有新厂投产及筹建，产能扩张预期仍在。从 ASP 端看，公司客户结构性调整驱动代工鞋履产品 ASP 增加，有望助推业绩增长。

盈利预测与评级：公司作为我国运动鞋履代工头部企业，凭借短期行业需求修复、中长期扩产以及客户结构变化驱动 ASP 提升带来量价双升预期，估值长期看具备提升空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 43.6/49.6/57.3 亿元，同比分别+13.4%/13.9%/15.6%。考虑到公司规模化及全球化下盈利能力较可比公司更优异、头部客户粘性强且具备中长期量价双升逻辑，维持“买入”评级。

风险提示。国际局势变动及国际贸易变动风险；劳动力成本提升风险；客户需求修复不达预期风险。

【交运】首次覆盖报告：渤海租赁(000415.SZ)——飞机租赁龙头，景气周期下业绩兑现在即 (2025/04/29)

孙延 证书编号：S1350524050003 曾智星 证书编号：S1350524120008 王惠武 证书编号：S1350524060001

渤海租赁原为产业系租赁公司，通过牌照布局、资产并购等方式迅速扩张，2014-2017 年期间分别收购 Seaco、Cronos、Avolon、CIT 等优质境外租赁资产，跻身全球租赁龙头。2022 年海航集团破产重整完毕，公司实际控制人由海南省慈航基金会变更为无实际控制人。公司聚焦租赁主业，大力开展经营性租赁，形成以飞机、集装箱业务为主的业务布局。从收入结构看，2024 年公司营业收入中飞机业务占比 83.2%、集装箱业务占比 16.0%。

飞机销售增长强劲，租金收益率提升。2024 年公司销售飞机 55 架，较 2023 年增加 24 架，受益于飞机市场价格升高，公司飞机销售收入 127 亿，同比+61.08%，公司营收增长主要由飞机销售驱动；销售增多导致公司飞机可供出租资产减少，但租金收入达 193 亿、同比持平，而机队平均租金率同比提升 40bp，除受益于市场租金景气度外，公司通过出售低收益率飞机、实现资产质量提升。集装箱业务表现平稳，收入、毛利率基本持平上年。

稳步扩表扩大龙头优势，利差有望走阔。截至 2024 年末，公司机队规模 1158 架 (含订单飞机)，是全球第二大飞机租赁公司；在租率 100%。公司持有 571 架订单量，并于 2025 年 1 月完成 CAL 资产收购，充分享有飞机供应链困境下的机位优势和龙头规模优势。2024 年公司期间费用率 29.81%，同比下降 2.1pcts，未来预计美债利率下行、利差走阔空间充分。同时，公司继续探索 eVTOL、CTOL、氢能航空等创新领域业务机会，开拓新增长点。

盈利预测与评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 19.13/22.80/25.04 亿元，同比增速分别为 111.58%/19.22%/9.80%。参考中银航空租赁、Aercap 等航空租赁业可比公司估值，鉴于公司作为全球租赁龙头，有望充分受益于飞机供应紧张带动租金上涨的景气周期，并受益于美债降息、利差有望持续走阔，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示。地缘政治风险，利率上行，业务变动风险。

【北交所】首次覆盖报告：威贸电子(833346.BJ)——工业智能连接控制方案集成制造商，积极拓展低空经济等新兴领域（2025/04/29）

赵昊 证书编号：S1350524110004 万泉 证书编号：S1350524100001

专注电子产品智造，聚焦“小批量、多品种”市场，2024年归母净利润yoy+14%。威贸电子是一家集研发、生产、销售、服务于一体的工业智能连接控制方案集成制造商，产品涵盖汽车（含新能源汽车）、智能家电、工业自动化、高铁、医疗、净水环保等领域，覆盖300多个系列、4000多种型号，终端客户覆盖玛莎拉蒂、奔驰、宝马、奥迪、大众、长安、奇瑞、法国赛博集团（Calor、Tefal、Rowenta、WMF、苏泊尔等）、Vorwerk、徐工等海内外世界知名品牌。2024年公司实现营业收入2.60亿元（yoy+13.69%）、归母净利润4,457.91万元（yoy+14.28%）、扣非归母净利润3,952.56万元（yoy+15.30%），基本每股收益0.56元（yoy+14.29%）；2025Q1公司实现营业收入0.73亿元（yoy+19.02%）、归母净利润1101万元（yoy+18.02%）、扣非归母净利润1063万元（yoy+30.58%）。公司以市场需求为导向，坚持研发创新，2024年研发支出为1403万元（yoy+15%）。

新能源汽车产销量增长带动线束市场需求，预计2029年全球车辆线束市场规模或将增长至7930亿元。《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》推动新能源汽车产销量快速增长，直接带动了汽车线束尤其是高压线束、电池管理系统线束等相关产品的市场需求，为产业发展提供了广阔的市场空间。据中国汽车工业协会统计，2024年汽车产销量分别为3,128.2万辆和3,143.6万辆，同比分别增长3.7%和4.5%，其中，新能源汽车产销量为1,288.8万辆和1,286.6万辆，同比分别增长34.4%和35.5%，市场占有率达到40.9%。随着汽车销量的持续上升，汽车线束的需求同步大幅上涨，汽车线束的市场容量同步增大。在传统汽车电子领域中，单车线束产品平均总值约为2,000元，新能源汽车对线束的需求则更高。据贝哲斯咨询测算，2023年全球车辆线束市场规模达5749.44亿元，其中中国市场达1731.16亿元，2029年全球车辆线束市场规模将增长至7929.86亿元，预测2023年-2029年期间CAGR或将达到5.4%。根据中国家用电器协会（CHEAA）及奥维云网（AVC）等机构发布的数据显示，2024年中国家电行业受到国家政策助力和国际市场持续复苏带来的积极影响，内销市场和出口市场都保持了增长，尤其是第四季度以来的消费品“以旧换新”政策，大力拉动了国内家电消费需求。2024年中国家电全品类（不含3C）零售额9,071亿，同比增长6.4%；2024年家电出口额达1,124亿美元，同比增长14.0%，再创历史新高。

商用咖啡机等多个项目同步推进，投入IDC刺破式连接器第二台产线扩大车灯线束产能。公司近年来推行集成化、组件化的策略，能够根据客户的需求进行定制化的产品研发，整合线束、注塑、PCBA等形成一套完整的解决方案，全程参与客户产品开发，及时、高效响应客户需求，实现降本增效。公司业务立足于智能家电、汽车和工业自动化三大领域，并积极利用技术优势拓展低空经济、工业机器人、储能等新兴行业的业务。公司内部产品线重点集中于家电与汽车领域，在公司营收中占有较大比例。汽车领域：多个电子集成组件产品及新能源充电模块项目陆续实现量产，如宝马G48车灯线束及长安、上汽通用等在内的均胜群英一系列充电枪及充电模块新项目；持续布局新能源汽车项目，获得了多款商用物流车电池包线束、吉利银河、领克等品牌充电枪组件，以及尊界、小米汽车泵线束组件等项目定点。家电领域：全新手持吸附式蒸汽电熨斗结构组件获得市场高度青睐，叠加公司前期研发的多个高价值的蒸汽式电熨斗挂烫底板组件持续增量，为公司海外销售增长做出较大贡献；获得了新一代蒸汽式电熨斗挂烫底板组件、双色注塑电熨斗前盖组件、高端家用健身器线束等家电项目的定点。工业领域：公司前期开发的热泵组件项目陆续投产，储能系统项目持续增量，进一步推动了公司销售业绩的增长。新兴市场开拓方面：公司获得国产数据中心

散热系统线束、风机罩壳组件项目定点，成功打入数据中心建设核心供应链，为业务拓展了更多增长潜力。

小鹏飞行汽车线束项目量产在即，汽车与工业化领域经验助力低空飞行器项目。公司积极开拓新市场新领域，进军低空经济领域，公司 2023 年年报披露已获得小鹏汇天飞行汽车控制台线束与充电系统线束组件项目定点，截至 2025 年 2 月技术研发工作接近尾声，正在为量产做准备，后续将根据市场和客户的实际需求推进。低空经济属于新兴领域，低空飞行器技术要求高，小鹏汇天的飞行汽车涉及到陆行体和飞行体两部分，陆行体的线束产品以汽车标准为主，而飞行体的线束要求达到航空级别，产品标准和研发要求更高，公司已为低空飞行器项目专门设置了场地，相关产线将随客户量产计划的推进逐步投入运作，后续也将依据实际需求逐渐提升相关产能。小鹏汇天的飞行汽车日前已经在珠海航展实现首飞，后续将根据市场和客户的节奏配合量产交付。公司将新能源汽车和工业自动化线束领域的经验积累，运用到低空飞行器相关项目的开发之中，为客户提供更可靠和更具适配性的方案，未来将持续拓展低空经济相关市场，覆盖更多应用场景。根据中商产业研究院数据，2023 年中国低空经济市场规模达 5059.5 亿元，增速达 33.8%。中国民航局预测，2025 年我国低空经济的市场规模或将达到 1.5 万亿元，到 2035 年有望达到 3.5 万亿元。

盈利预测与评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 0.51/0.60/0.71 亿元，对应 EPS 分别为 0.63/0.74/0.87 元/股，对应当前股价 PE 分别为 44.7/38.4/32.4 倍。我们选取兴瑞科技、瑞可达、永鼎股份作为可比公司，考虑到公司在深耕家电、汽车及工业自动化领域的同时，积极拓展智能家电、新能源汽车技术及工业机器人等新兴业务，持续强化研发与创新布局，未来有望依赖电子组件集成化策略，持续推出创新产品，带动业绩增长。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：主要客户相对集中风险、新品拓展不及预期风险、原材料价格波动风险。

华东机构销售

姓名	联系方式	邮箱
李瑞雪	18202157216	liruixue@huayuanstock.com
韦灵慧	15900818623	weilinghui@huayuanstock.com
吴卓雅	13130676476	wuzhuoya@huayuanstock.com
白鹭	17717065513	bailu@huayuanstock.com
袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@huayuanstock.com
杨舒怡	18857090315	yangshuyi@huayuanstock.com
朱芷漫	15623249787	zhuzhiman@huayuanstock.com
金璐敏	18701859882	jinklumin@huayuanstock.com
吴琼	13524729225	wuqiong@huayuanstock.com
陈博雅	18868102690	chenboya@huayuanstock.com
田丽媛	13182929179	tianliyuan@huayuanstock.com
侯世杰	19521452277	houshijie@huayuanstock.com
刘静娴	15695213059	liujingxian@huayuanstock.com
李依桐	13502177189	liyitong@huayuanstock.com
陈飞帆	17712236207	chenfeifan@huayuanstock.com
黄梓洋	13564449978	huangziyang@huayuanstock.com

华北机构销售

姓名	联系方式	邮箱
王梓乔	13488656012	wangziquiao@huayuanstock.com
周怡圆	16601164225	zhouyiyuan@huayuanstock.com
王乙乾	13910169346	wangyiqian@jzsec.com
胡佳媛	13263496173	hujiaoyuan@huayuanstock.com
马昊	13581897385	mahao@huayuanstock.com
王慧文	15545222323	wanghuiwen@huayuanstock.com
陈敏	18810312076	chenmin01@huayuanstock.com
汪嘉玮	17710037863	wangjiawei@huayuanstock.com

华南机构销售

姓名	联系方式	邮箱
杨洋	18603006849	yangyang03@huayuanstock.com
彭婧	18507310636	pengjing@huayuanstock.com
胡美娜	19129938895	humeina@huayuanstock.com
韦洪涛	13269328776	weihongtao@huayuanstock.com
蒋书琪	13755026751	jiangshuqi@huayuanstock.com
王安妮	13850778699	wanganni@huayuanstock.com
马思雨	13614697068	masiyu@huayuanstock.com
曹可	13670244320	caoke@huayuanstock.com
夏维	15200869983	xiawei03@huayuanstock.com
祝梦婷	17727576696	zhumengting@huayuanstock.com

证券分析师声明

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

一般声明

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

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

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

信息披露声明

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

投资评级说明

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

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

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

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

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。