

晨会集萃

制作：产品中心

重点推荐

《策略|生于忧患——政策与大类资产配置周观察》

1、中共中央政治局 4 月 25 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议认为，今年以来，以习近平同志为核心的党中央加强对经济工作的全面领导，各地区各部门聚力攻坚，各项宏观政策协同发力，经济呈现向好态势，社会信心持续提振，高质量发展扎实推进，社会大局保持稳定。2、中共中央政治局再度就人工智能进行集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调，面对新一代人工智能技术快速演进的新形势，要充分发挥新型举国体制优势，坚持自立自强，突出应用导向，推动我国人工智能朝着有益、安全、公平方向健康有序发展。3、政治局会议定调强化底线思维，充分备足预案，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节，以稳应变，继续攻坚。重视黄金，债券重点挖掘转债。特朗普关税政策内部阻力已初露端倪，我们预计财政进一步扩张和货币适度宽松协同配合，二季度降准降息政策尚有空间以及大力发展服务消费等有望加快落地应对特朗普“对等关税”冲击。

风险提示：特朗普新政不确定性超出市场预期；逆周期政策落地有时滞；地缘政治冲突升级。

《军工|主动基金持仓超配比例修复，军工电子系配置反弹先锋》

1、主动配置总量视角：2025 年一季度主动型基金军工板块持股占比为 2.35%，超配比例为 -0.21%，相较于 24Q4 超配比例提升 0.04%，主动基金持仓超配比率逆转 2024Q4 的下降趋势，有望进入持续增长区间。我们认为，2025 年为“十四五”收官、“十五五”开端之年，军工板块景气度有望持续修复，同时地缘政治复杂程度加深，系统性避险属性不断加强，军工行业有望进入新地缘变化下新估值阶段，主动型基金对军工板块超配比例有望不断修复。2、主动配置板块视角：2025Q1 主动型基金前十大军工股持有流入总市值绝对值的前十中，军工电子板块标的占 80%。我们认为，过去三年军工电子板块较其他军工子板块超跌较多，在长尾效应下周期反弹锐度或将凸显，板块景气度修复时或成为首选，军工电子持仓占比有望持续提升。2025Q1 航空发动机产业相关标的在主动型基金前十大军工股持有流出总市值占公司总市值前十中占比 30%，我们认为，航发产业或受制于 2025 年周期相对底部的影响，伴随国产商发持续加速，新型号装备型号持续成熟，航发子板块有望企稳修复。

风险提示：下游订单不及预期导致板块业绩下滑风险，新型号新装备批产节奏不及预期风险，主观性风险等。

《农业|渠道革命：宠物食品千亿赛道的流量争夺战》

1、犬猫经济扩容提质，代际迁移打开增长空间。单身社会加速演进背景下，宠物作为“情感刚需品”属性强化，00 后宠主占比突破 25.6%，我们认为，年轻宠主的高支付意愿与精细化养宠理念构筑结构性增长极。据《2024 年中国宠物行业白皮书》显示，城镇犬猫消费市场规模同比增长 7.5%至 3,002 亿元。2、线上渠道变革：流量分化与国产品牌崛起。根据《2023 年-2024 中国宠物行业白皮书》，宠主购买主粮对传统线上渠道占比达 80%。抖音电商宠物类目涨势强劲，2024 年抖音电商宠物类目同比增长 65%，在各大促销活动期间表现卓越。3、线下渠道升级：专业化与服务化破局。线下渠道在整体国内宠物消费者付款总额里，占据了 44%的份额，其中非大促期宠物店/医院渠道稳居 TOP3。实体业态呈现两极分化：标准品零售商通过“体验+即时配送”提升坪效，而洗护/培训等服务业态

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	3286.65	-0.05
沪深 300	3775.08	-0.17
中证 500	5604.91	0.12
中小盘指	3651.42	0.08
创业板指	1931.94	-0.13
国债指数	224.61	0.03

依托专业度实现高溢价。我们认为，我国宠物经济蓬勃发展，国产品牌崛起快速，聚焦“国产替代+消费升级”双主线。推荐标的：【乖宝宠物】、【佩蒂股份】、【中宠股份】、【路斯股份】。

风险提示：原材料价格波动风险；市场竞争风险；汇率波动风险；出口贸易摩擦风险。

晨会焦点

《电子&机械|金海通（603061）：25Q1 业绩表现亮眼，三温分选机成为新增长点》

2024 年公司实现营业收入 4.07 亿元，同比+17.12%；实现归母净利润 0.78 亿元，同比-7.44%；2025Q1 公司实现营业收入 1.29 亿元，同比+45.21%；实现归母净利润 0.26 亿元，同比+72.29%。1、25Q1 表现亮眼。公司 2025Q1 营收和归母净利润实现大幅增长主要系半导体封装和测试设备领域需求回暖所致。公司专注全球半导体芯片测试设备领域，以自主研发测试分选机助力行业发展与进口替代。2、研发与客户拓展取显著进展，综合竞争力提升。在研发方面，募投项目“半导体测试设备智能制造及创新研发中心一期项目”按计划推进。在客户拓展上，持续提升海外市场服务能力，“马来西亚生产运营中心”项目于 2025 年 2 月正式启用，助力公司更好贴近市场和客户、响应需求。考虑半导体行业景气度回升，我们上调盈利预测，2025/2026 年归母净利润由 1.83/2.10 亿元上调至 1.91/2.62 亿元，新增 27 年归母净利润预测 4.01 亿元，维持公司“买入”评级。

风险提示：半导体行业波动的风险，国际贸易摩擦加剧的风险，客户集中度相对较高的风险，技术研发风险

《军工|洪都航空（600316）：25Q1 收入同比大增 91%；坚定看好公司未来发展》

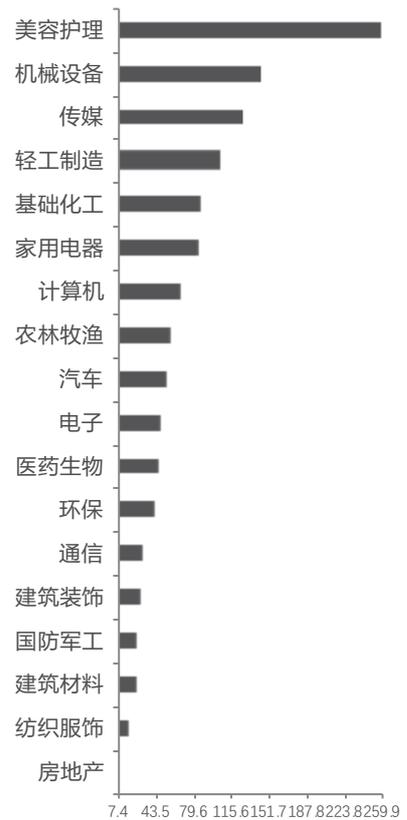
公司 2025 年 4 月 28 日发布了 2025 年一季报，25Q1 实现营收 5.1 亿元，YoY+90.6%；归母净利润-854 万元，24Q1 为-928 万元，亏损收窄。1、Q1 业绩实现开门红，费用管控能力显著提升。公司 2025 年一季度期间费用率同比减少 2.62pct 至 4.7%。经营活动净现金流 0.2 亿元，上年同期-3.6 亿元，同比显著改善，主要是本期购买商品支付的现金减少。2、教练机产品需求呈现加速增长态势、海外需求景气。教练机产品收入 16.5 亿元，同比大增 86.7%，主要是产品交付数量同比增加；毛利率为 3.3%，同比减少 0.45pct。境外收入 13.2 亿元，同比大增 547.8%，外贸市场开拓取得突破性进展并完成首批产品交付；毛利率为 3.7%，同比减少 5.87Pct，境外毛利率下降主要是当年交付的产品结构与上年同期不同。我们预计，公司 2025-2027 年营业收入分别为 75.95/102.39/137.88 亿元，对应 PS 分别为 3.25/2.41/1.79x，维持“买入”评级。

风险提示：国内外需求不及预期；产品交付进度延迟；行业政策变化等。

《家电|新宝股份（002705）：海外需求旺盛带动外销增长，Q1 利润表现亮眼》

公司 2024 年全年实现营业收入 168.21 亿元，同比+14.84%，归母净利润 10.53 亿元，同比+7.75%；公司 2025 年 Q1 全年实现营业收入 38.34 亿元，同比+10.36%，归母净利润 2.47 亿元，同比+43.02%。1、海外需求旺盛带动外销增长，内销增长有所承压。24A 公司内外销收入同比-4.42%/+21.68%，其中 24Q4 内外销同比-11.3%/+14.1%。25Q1 内外销收入同比-4.94%/+15.77%，外销延续较好的增长趋势，内销仍有所承压。2、毛利率有所承压，公允价值+投资损失同比减少贡献净利润。2024 年公司毛利率为 20.91%，同比-1.82pct，净利率为 6.63%，同比-0.51pct。25Q1 利润率同比有所改善，预计是由于规模效应提升所致。外销订单上升带动公司总收入增长，内销虽表现疲软但在低基数下有望逐步修复。根据公司

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	22008.11	0.16
道琼斯	40227.59	0.28
纳斯达克	17366.13	-0.1
标普 500	5528.75	0.06
日经 225	35839.99	0.38
德国 DAX	22271.67	0.13
法国 CAC	7573.76	0.5
富时 100	8417.34	0.02
台湾	20232.63	0.99

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

年报和一季报情况，综合考虑对美贸易的不确定因素，我们适当下调了全年的外销增速和毛利率，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 12.1/13.7/15.1 亿元（前值 25-26 年 12.3/14.1 亿元），对应 PE 分别为 8.7x/7.7x/7x，维持“买入”评级。

风险提示：新品销售不及预期；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。

《商社|爱婴室（603214）：25Q1 稳健增长，期待 25 年开店加速》

一季度净利润 669.35 万元，同比增长 6.13%。25Q1 营收 8.59 亿/yoy+6.56%，归母净利 669 万/yoy+6.13%。1、积极推进母婴店型优化调整，生育政策转变有望释放市场需求。国家统计局发布的数据显示，2024 年我国出生人口达到 954 万人，较上年增加了 52 万人，实现了出生人口“止跌回升”，生育支持政策措施的效果开始逐渐显现。2、高达基地及万代拼装模型店落地苏州，进军 IP 零售把握消费新趋势。2024 年底江苏首家高达基地，成为首发经济新业态先行者。借助此次合作，公司成功进军 IP 零售市场，覆盖更多年轻消费群体，为公司注入新活力与增长点。万代官方拼装模型店于 2025 年 3 月 29 日在苏州开业，品类为通贩品拼装模型，IP 包含高达、宝可梦、假面骑士等。维持盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 38.12/42.56/47.98 亿元，归母净利润分别为 1.34/1.58/1.90 亿元，对应 PE 分别为 22/19/15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不确定性，出生率不及预期，开店进程不及预期。

《能源开采|陕天然气（002267）：24 年业绩同比+33%符合预期，分红稳步提升》

公司 2024 年营收 90.33 亿元，同比+15.62%；归母净利润 7.24 亿元，同比+33.01%。毛利率 15.06%，同比+1.6pct；净利率 8.23%，同比+0.76pct。25Q1 营收 35.51 亿元，同比+4.22%；归母净利润 4.59 亿元，同比-10.73%。1、公司积极回馈股东，24 年分红率达到 69.12%，同比+7.83pct。2、全国长输天然气管道快速发展，公司因地制宜加快省内建设。公司在省内加快建设铜川-白水-潼关-榆林-西安等输气干支线管道，2024 年铜川-白水-潼关累计完成 170 公里线路敷设、榆林至西安输气管道工程（一期）开展前期手续办理，全省天然气基础设施进程加快。因公司城燃板块销气量增长迅速，我们小幅上调公司 2025/2026 年归母净利润预测为 9.08/10.22 亿元（原预测为 8.99/9.76 亿元），并新增 2027 年预测为 11.15 亿元。对应 EPS 分别 0.82/0.92/1.00 元，PE10.32/9.16/8.39 倍，维持“买入”评级。

风险提示：天然气价格大幅波动的风险；依赖主供气源供应商的风险；天然气管输价格调整的风险；市场竞争加剧的风险；经营区域集中风险；公司经营计划不能完全实现风险

《环保公用|宝新能源（000690）：火电机组盈利稳健，25Q1 业绩高增》

公司公布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年实现营业收入 79.04 亿元，同比降低 23.08%，实现归母净利润 7.06 亿元，同比降低 20.60%；2025Q1 实现营业收入 19.80 亿元，同比降低 6.91%，实现归母净利润 2.99 亿元，同比增长 46.40%。1、整体电价有所下滑，煤价下滑带动燃料成本降低。电价方面，平均上网电价（含税）0.50 元/KWh，同比降低 0.07 元/KWh。从成本端来看，截至 4 月 28 日，秦皇岛港 Q5500 煤价为 654 元/吨，同比降低约 171 元/吨（YoY-20.73%），仍处于下行通道，我们预计公司燃料成本有望持续降低，业绩弹性有望进一步释放。2、陆丰甲湖湾二期项目正在建设，截至 2024 年底，公司广东陆丰甲湖湾电厂二期扩建工程（2×100 万千瓦）项目建设有序开展中，其规模达到公司存量装机的 57.64%。考虑广东省电价下滑，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.17、12.77、13.72 亿元（原预测值为 2025-2026 年归母

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

注:PE、PB 的计算采用 23 年报数据；市值为最近一个交易日的数据

净利润 13.54、14.19)，同比增长 29.95%、39.29%、7.40%，对应 PE 分别为 10.13、7.28、6.77 倍，维持“买入”评级。

风险提示：煤炭价格波动风险，电力价格波动风险，新项目建设进度不及预期风险，投资业务盈利不及预期风险等

评级调整

公司/行业	评级调整	日期	盈利预测与价格区间
铂科新材(300811)	买入(调高)	20250429	25/26/27EPS 1.74/2.14/2.68,TP52.2
航发科技(600391)	买入(首次)	20250428	25/26/27EPS 0.34/0.57/0.90,TP33.96
新凤鸣(603225)	买入(调高)	20250425	25/26/27EPS 1.00/1.32/1.70,TP14.27
赛力斯(601127)	买入(首次)	20250424	25/26/27EPS 6.71/8.51/10.33,TP167.7

报告列表

德昌股份 (605555): 营收稳健增长, 盈利能力短期波动-买入-孙谦/宗艳/赵嘉宁
 扬州金泉 (603307): 新客户新项目精准开拓-买入-孙海洋
 爱婴室 (603214): 25Q1 稳健增长, 期待 25 年开店加速-买入-何富丽/来舒楠
 欧普照明 (603515): 营收降幅收窄, 分红比例提升-买入-孙谦/潘暕/宗艳/赵嘉宁
 宝新能源 (000690): 火电机组盈利稳健, 25Q1 业绩高增-买入-郭丽丽/杨嘉政
 北京利尔 (002392): 行业偏弱运行, 公司经营仍显韧性-买入-鲍荣富/林晓龙/蹇青青
 伟星新材 (002372): Q1 业绩承压, 看好零售龙头发展韧性-买入-鲍荣富/王雯/王涛/王悦宜
 莱克电气 (603355): 核心业务平稳增长, 毛利率短期承压-买入-孙谦/潘暕
 中国石化 (600028): 业绩略超预期, 高股息仍具价值-买入-张樾樾/姜美丹
 新宝股份 (002705): 海外需求旺盛带动外销增长, Q1 利润表现亮眼-买入-孙谦
 科达制造 (600499): Q1 收入利润同比高增, 25 年有望迎来业绩向上拐点-买入-鲍荣富/朱晔/王涛/任嘉禹
 铂科新材 (300811): 业绩兑现优秀, 芯片电感持续高增长-买入-刘奕町/吴亚宁
 海信家电 (000921): 外销增速表现亮眼, 利润水平持续提升-买入-孙谦
 陕天然气 (002267): 24 年业绩同比+33%符合预期, 分红稳步提升-买入-张樾樾/郭丽丽/厉泽昭
 喜临门 (603008): 向智慧睡眠进阶-买入-孙海洋/张彤
 中国建筑 (601668): 基建订单同比高增, 境外业务持续扩容-买入-鲍荣富/王涛/任嘉禹
 金海通 (603061): 25Q1 业绩表现亮眼, 三温分选机成为新增长点-买入-潘暕/朱晔/李泓依
 洪都航空 (600316): 25Q1 收入同比大增 91%; 坚定看好公司未来发展-买入-王泽宇/赵博轩
 科锐国际 (300662): 24 年国内灵工增长提速, 25Q1 归母净利同增 42%-买入-何富丽/来舒楠
 柏诚股份 (601133): 收入、利润短暂承压, 看好洁净室赛道景气度高增-买入-鲍荣富/王雯/王涛/王悦宜
 亨通光电 (600487): 业绩持续快速增长, 在手订单充沛有望受益深海科技推动-买入-王奕红/唐海清/袁昊
 中天科技 (600522): 25Q1 扣非净利润同比+20%, 订单充沛产业向上趋势明朗! -买入-王奕红/唐海清/袁昊
 开润股份 (300577): 嘉乐成长可期-买入-孙海洋
 农林牧渔: 渠道革命: 宠物食品千亿赛道的流量争夺战-强于大市-吴立/陈潇
 食品饮料: 食品饮料周报: 政治局会议定调积极, 看好饮料旺季催化-强于大市-张潇倩/谢文旭/何宇航/唐家全/李本媛
 国防军工: 主动基金持仓超配比例修复, 军工电子系配置反弹先锋-强于大市-王泽宇/赵博轩
 生于忧患: 政策与大类资产配置周观察-吴开达/叶慧超
 全球 AI 周报: 谷歌财报维持全年 750 亿资本支出指引, AI 需求维持高位-孔蓉/李泽宇/樊程安吉

报告摘要

宏观策略

生于忧患：政策与大类资产配置周观察

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

海内外政策要闻

中共中央政治局 4 月 25 日召开会议, 分析研究当前经济形势和经济工作。会议认为, 今年以来, 以习近平同志为核心的党中央加强对经济工作的全面领导, 各地区各部门聚力攻坚, 各项宏观政策协同发力, 经济呈现向好态势, 社会信心持续提振, 高质量发展扎实推进, 社会大局保持稳定。

中共中央政治局再度就人工智能进行集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调, 面对新一代人工智能技术快速演进的新形势, 要充分发挥新型举国体制优势, 坚持自立自强, 突出应用导向, 推动我国人工智能朝着有益、安全、公平方向健康有序发展。

IMF 下调全球经济增长预期。4 月 22 日, 国际货币基金组织 (IMF) 发布最新一期《世界经济展望报告》, 将 2025 年全球经济增长预期下调至 2.8%, 较今年 1 月预测值低 0.5 个百分点。

国内外政策导向分析

上周 (4.21-4.25) 海外政策聚焦 2025 年世界银行集团 (WBG) 和国际货币基金组织 (IMF) 春季会议举行, IMF 下调全球经济增长预期, 将 2025 年全球经济增长预期下调至 2.8%; 4 月 26 日上午 10 时, 罗马教皇方济各的葬礼在梵蒂冈圣彼得广场举行, 多个国家和组织的领导人出席。

上周(4.21-4.25)国内政策主要聚焦中共中央政治局召开会议,研究当前经济形势,强调超常规逆周期调节;中共中央政治局就人工智能与监管进行第二十次集体学习;国务院常务会议部署开展美丽河湖保护与建设行动;货币财政方面,央行等多部委出台《上海国际金融中心进一步提升跨境金融服务便利化行动方案》;潘功胜和蓝佛安出席二十国集团财长和央行行长会议;资本市场方面,证监会发布《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定》;沪深北交易所修订《股票上市规则》及配套规则指南;产业方面,发改委联合央行召开社会信用体系建设部际联席会议暨工作部署会;发改委等发布《市场准入负面清单(2025年版)》;地产方面,官方明确“二套转首套”可享受住房贷款利息个税专项扣除;其他金融政策方面,金融监管总局印发《关于加强万能型人身保险监管有关事项的通知》以及《银行业金融机构董事(理事)和高级管理人员任职资格管理办法》。

1、权益:A股方面,受4月以来各路中长期资金入市加速以及关税摩擦出现反复影响,上周各大指数普遍反弹,其中深证综指和创业板分别反弹1.84%和1.74%。万得微盘股指数上周累计反弹2.52%。政策影响:央行行长和财政部长在华盛顿出席国际会议强调推动实现全年预期增长目标。

2、固收:上周资金面整体小幅偏紧,央行当周总共投放资金8640亿元(含国库现金)。DR007四月下旬前涨后跌,4月25日再度回落至1.65%以下。政策影响:央行4月再度超量续作MLF;一季度规模以上工业企业利润由降转增。

3、大宗商品:有色金属持续小幅上涨;原油再度下跌;贵金属高位盘整;黑色金属延续偏弱震荡;猪肉维持区间震荡。政策影响:再生铜阳极板生产企业研讨会在南昌召开;多个OPEC+成员国计划在6月会议上提议加快增产速度;全球最大黄金ETF——SPDR Gold Trust的黄金持仓量小幅回落;住建部召开安全生产暨治本攻坚三年行动视频调度会议;中国农科院发布《中国农业展望报告(2025—2034)》。

4、外汇:此前受市场对特朗普关税政策不确定性担忧增大影响美元有所贬值,上周美元指数小幅反弹,截止4月25日,美元指数收于99.58,周环比微涨0.36%。人民币贬值压力仍在,截至4月25日报7.29,周度升值0.2%。在岸人民币与NDF利差为35bp。政策影响:商务部等优化离境退税政策扩大入境消费;3月银行结售汇逆差大幅降低;俄罗斯准备在不设先决条件下与乌方谈判;美联储发布了一年一度的《金融稳定报告》。

大类资产轮动展望:政治局会议定调强化底线思维,充分备足预案,根据形势变化及时推出增量储备政策,加强超常规逆周期调节,以稳应变,继续攻坚。重视黄金,债券重点挖掘转债。特朗普关税政策内部阻力已初露端倪,我们预计财政进一步扩张和货币适度宽松协同配合,二季度降准降息政策尚有空间以及大力发展服务消费等有望加快落地应对特朗普“对等关税”冲击。

风险提示:特朗普新政不确定性超出市场预期;逆周期政策落地有时滞;地缘政治冲突升级。

金融固收

基金研究:关税博弈背景下,粮食迎来新机遇

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

关税博弈背景下,粮食迎来新机遇

对应中美关税冲击,我国实行关税反制。美东时间4月2日美国政府宣布对所有贸易伙伴实施“对等关税”政策,自4月5日起加征10%基准关税,并对近60个贸易伙伴征收差异化税率的对等关税,中国于4月5日发布《中国政府关于反对美国滥施关税的立场》,并多“箭”齐发进行“连环反制”,4月4日国务院关税税则委员会宣布对原产于美国的商品加征34%关税。

关税反制背景下,粮食安全重要性凸显。我国是世界粮食进口大国,美国则是我国大豆、小麦和玉米等农产品的重要进口来源地。从贸易结构上,据海关总署统计数据显示,2024年我国自美国进口粮食总量为3179万吨,近几年中国从美国进口的粮食量总体呈下降趋势,2024年我国进口粮食总量为15753万吨,我国自美国进口的粮食总量占我国进口粮食总量的20.2%,同比2023年下降1.3个百分点。据中国海关总署数据,美国玉米、大豆、高粱在中国该类别的进口量中占比分别由2021年的69.9%、33.4%、69.5%降至15.2%、21.1%、65.5%。在关税反制背景下,大豆、玉米等农产品的进口成本也会相应抬升,因此预计我国从美国进口的农产品总量将进一步下降。近期在关税政策的影响下,大宗农产品价格出现较大波动,种源自主可控成为保障国家粮食安全重中之重,种业板块或将再受政策强力支持。

政府全力支持,加快建设农业强国。近日,中共中央、国务院印发了《加快建设农业强国规划(2024-2035年)》,并发出通知,要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。规划指出强国必先强农,农强方能国强,农业强国是社会主义现代化强国的根基。面对新形势新要求,必须把加快建设农业强国作为统领“三农”工作的战略总纲,摆上建设社会主义现代化强国的重要位置。

国证粮食产业指数投资价值分析

国证粮食产业指数(简称“国证粮食”)为反映沪深北交易所粮食产业相关上市公司的证券价格变化情况,丰富指数化投资工具。该指数修订后更加聚焦种子、粮食种植领域。行业方面,该指数行业定位准确,围绕粮食产业。估

值方面，截至2025年4月15日，该指数市盈率（24.17倍）和市净率（2.02倍）当前均处于历史偏低位，随着粮食产业机会的渐行渐近，估值中枢或有望抬升。以2009年11月4日至2025年4月15日为样本期，总收益为151.08%，年化收益率为6.33%，波动率为25.00%，夏普比为0.33，业绩表现整体优于沪深300、中证500和中证1000。鹏华国证粮食ETF（场内简称“粮食ETF”，基金代码“159698.SZ”）于2023年8月18日上市，跟踪国证粮食产业指数，是目前市场上跟踪该指数规模最大、流动性最好的ETF产品。粮食ETF有3只联接基金：鹏华国证粮食产业联接A（基金代码“021086.OF”）、鹏华国证粮食产业联接C（基金代码“021087.OF”）和鹏华国证粮食产业联接I（基金代码“022848.OF”）。

风险提示：本报告基于历史数据分析，市场环境、政策变动等因素皆可能使得本报告分析失效。

行业公司

德昌股份（605555）：营收稳健增长，盈利能力短期波动

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

事件：25Q1 公司实现营业收入 10.00 亿元，同比+21.33%；归母净利润 0.81 亿元，同比-4.97%；扣非归母净利润 0.72 亿元，同比-11.62%。

点评：

汽车电机业务增速亮眼。尽管国际贸易形势存在极大不确定性，但 25Q1 公司仍然实现营业收入 10 亿元，同比+21%，考虑到公司在手订单充足，我们预计汽车零部件业务收入延续高增，家电业务表现相对稳健。在主营业务快速发展的同时，2024 年公司积极攫取更多市场需求和机会，洗碗机产品已获 CQC、欧盟 CE 认证，其他品类亦在有序开展项目拓展和沟通工作。

汽零板块盈利优异，有望拉动长期盈利能力改善。25Q1 公司实现毛利率 15.8%，同比-1.6pcts。费用端，25Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.6%/4.7%/3.7%/-1.4%，同比+0.3/+0.1/+0.4/+0.3pct，费用同比增长或主要为越南新基地摊销有所增长等因素影响。最终，公司 25Q1 实现归母净利率 8.1%，同比-2.2pcts。分部来看，24 年公司汽车零部件业务全年新增定点项目 9 项，全生命周期总销售金额超 23 亿人民币，且业务在 24 年毛利率大幅改善、净利润层面实现首年盈利，后续收入占比提升有望为公司盈利改善注入更长期动能。

投资建议：公司中长期成长逻辑明确：汽零业务综合能力得以被客户认可，行业影响力不断提升，2024 年年供应量已超过 200 万台，逐步形成规模效应；拓展多元客户结构、推进海外产能布局，投资新建越南、泰国厂区确保产品供应的稳定性和灵活性；拟在宁波余姚购置土地并建设“年产 120 万台智能厨电产品生产项目”，后续厨电业务有望逐渐贡献收入。公司持续深耕电机技术，践行“以吸尘器为基础业务、以多元小家电为成长性业务、以 EPS 电机为战略性业务”的发展战略，展现出优越的横向拓展能力和充足的成长动能。我们预计公司 25-27 年归母净利润 5.0/6.1/7.2 亿元，当前股价对应市盈率分别 14.1X/11.6X/9.8XPE，维持“买入”评级。

风险提示：客户集中度过高；汽车无刷电机业务目前占比较低；汇率波动、原材料价格波动的风险；核心客户排他性约定风险。

扬州金泉（603307）：新客户新项目精准开拓

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

公司发布 24 年报和 25 年一季报

25Q1：营收 2.4 亿，同比+9%；归母净利润 0.3 亿，同比-27%；扣非归母净利润 0.3 亿，同比-36%；

24Q4：营收 2.0 亿，同比+12%；归母净利润 0.3 亿，同比+28%；扣非归母净利润 0.3 亿，同比+4%；

24A：营收 8 亿，同比-2%；归母净利润 1.4 亿，同比-37%；扣非归母净利润 1.3 亿，同比-41%。

户外市场竞争加剧，公司对传统产品的议价能力降低，使得毛利率有所下滑；同时公司规模扩大，期间费用有所上升，从而进一步降低了公司净利润。

公司拟每 10 股派发现金红利 6.0 元（含税），合计派发现金红利 0.4 亿元，派息率 47%。

新品类和新客户开发卓有成效

分产品，24 年帐篷营收 3.6 亿，同比-22%，毛利率 29%，同比-6pct；其中销量同比-10%，单价同比-13%；

睡袋营收 1.2 亿，同比-2%，毛利率 30%，同比-3pct；其中销量同比-2%，单价同比持平；

服装营收 2.6 亿元，同比+42%，毛利率 22%，同比-4pct；其中销量同比 57%，单价同比-10%；

前五大客户销售额 3 亿元，占比年度销售总额 40%，同比-37%。公司秉持“老客户新项目深度开发、新客户新项目精准开拓”的基本战略，在持续巩固户外装备制造领域优势地位的同时，同步加大新品类研发投入，持续完善覆盖研发、生产、交付的全周期服务体系，成功将原有帐篷客户的合作深度延伸至睡袋、防潮垫等配套产品领域，并且

已完成订单批量生产及交付。

分市场，国外营收 7.4 亿，同比-9%，毛利率 29%，同比-5pct；国内营收 0.9 亿，同比+150%，毛利率 4%，同比-2%。在国际市场拓展方面，公司与澳大利亚、北美洲的新品牌客户达成合作，其中部分产品已通过客户验证并进入量产阶段，标志着公司“新客户新项目精准开拓”战略目标实现首阶段突破。

公司于 2016 年开始布局海外生产基地，目前已在越南广治省、广南省以及缅甸仰光省规划建设了三大生产基地。越南 PEAK 公司已全部启用帐篷智能吊挂系统，作为工厂智能化转型升级的重要抓手，精准破解传统帐篷生产企业痛点：创新推行单件流生产模式，通过优化生产流程，减少物料拖拽环节，实现产品当日上午、当日下午，大幅提升生产效率与质量管控时效。

调整盈利预测，维持“买入”评级

户外市场的竞争加剧，我们看好公司后续积极精准开拓新客户及海外布局，但短期看毛利或有所承压，我们调整 25-26 年盈利预测并新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 1.4、1.8、2.2 亿元（25-26 年前值为 3.1、3.6 亿元）；

EPS 为 2.1、2.6、3.2 元（25-26 年前值为 4.7、5.4 元）；

PE 为 18x、14x 以及 11x。

风险提示：国际贸易政策波动、原材料价格波动、汇率波动等风险。

爱婴室（603214）：25Q1 稳健增长，期待 25 年开店加速

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

一季度净利润 669.35 万元，同比增长 6.13%

25Q1：营收 8.59 亿/yoy+6.56%，归母净利 669 万/yoy+6.13%，扣非归母净利 256 万/yoy+16.4%。基本每股收益 0.0483 元，同比增长 7.57%。毛利率 24%/yoy-1.1pct 主要系结构性影响，归母净利率 0.78%/yoy 持平，销售费用率 19.1%/yoy-1.1pct，管理费用率 3.1%/yoy-0.1pct。

25Q1 拆分：①分渠道看，门店销售营收 6.23 亿/yoy+5.6%，毛利率 23%/yoy+0.13pct；电子商务营收 1.79 亿/yoy+13.5%，毛利率 7.04%/yoy-2.92pct。②分品类看，奶粉/食品/用品/棉纺/玩具及出行营收 5.3 亿/0.82 亿/1.26 亿/0.45 亿/0.20 亿，yoy+11%/+7.6%/-1.6%/-7.7%/+16%；毛利率 13%/30%/28%/47%/35%。

门店：25Q1 新开门店 9 家，关闭门店 12 家，25Q1 末门店 472 家，已签约待开业门店 25 家。

积极推进母婴店型优化调整，生育政策转变有望释放市场需求

爱婴室及贝贝熊线下门店近 500 家，直营门店数居国内母婴连锁前列，在高消费城市占据显著市场份额。国家统计局发布的数据显示，2024 年我国出生人口达到 954 万人，较上年增加了 52 万人，实现了出生人口“止跌回升”，生育支持政策措施的效果开始逐渐显现。人均可支配收入增长推动消费升级，叠加三孩政策提振人口增速，为母婴市场带来新增量。

高达基地及万代拼装模型店落地苏州，进军 IP 零售把握消费新趋势

2024 年底江苏首家高达基地，成为首发经济新业态先行者。借助此次合作，公司成功进军 IP 零售市场，覆盖更多年轻消费群体，为公司注入新活力与增长点。万代官方拼装模型店于 2025 年 3 月 29 日在苏州开业，品类为通贩品拼装模型，IP 包含高达、宝可梦、假面骑士等。

全新形象门店开幕，打造母婴消费新场景

Babemax 爱婴室在上海花木时光里商圈推出全国首家全新形象门店，升级空间设计、商品陈列和购物体验。新店以“亲和、便捷与美学融合”为核心，采用开放式布局、自然采光和柔和灯带，优化商品陈列和区域划分，引入低敏、无添加产品。新店作为标准化模板，计划全国推广。

投资建议：公司在双品牌融合和精细化运营上取得了阶段性成果，万代深度合作打开 IP 零售增量空间。维持盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 38.12/42.56/47.98 亿元，归母净利润分别为 1.34/1.58/1.90 亿元，对应 PE 分别为 22/19/15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不确定性，出生率不及预期，开店进程不及预期。

欧普照明（603515）：营收降幅收窄，分红比例提升

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

事件：2024 年公司实现营业收入 70.96 亿元，同比-8.96%；归母净利润 9.03 亿元，同比-2.28%；扣非归母净利润 7.46 亿元，同比-11.97%。其中，24Q4 公司实现营业收入 20.29 亿元，同比-11.08%；归母净利润 2.82 亿元，同比+6.16%；扣非归母净利润 2.44 亿元，同比-13.80%。25Q1 公司实现营业收入 14.91 亿元，同比-5.83%；归母净利润 1.41 亿元，同比+16.77%；扣非归母净利润 0.88 亿元，同比-14.74%。分红方面，公司拟每股派发现金红利 0.9 元（含税），拟派发现金红利 6.66 亿元（含税），分红比例 73.8%（上一年度 67.7%）。

营收降幅逐季收窄，巩固渠道竞争优势。24 年公司实现营业收入同比下滑 9%，国内、海外收入均同比-9%；25Q1

营收同比下滑约 6%，对比 24Q3/24Q4 (yoy 分别-14%/-11%) 降幅进一步收窄。在营收端趋势企稳的同时，公司积极挖掘各渠道增量、打磨中长期竞争力：针对国内线下渠道升级门店智能体验区助力获客场景的前置化，流通渠道进一步扩大市场覆盖、提升单店产出；电商业务响应以旧换新补贴政策，盈利能力实现稳健表现；商照业务在物流园区、新能源厂房等多个领域持续树立标杆项目；海外业务在中东、东南亚及非洲等多国推广智能照明解决方案及系统，突破办公、商业连锁等项目，并持续扩大智能照明场景覆盖。

Q1 毛利率阶段性承压，政府补贴增厚业绩。公司 2024 年毛利率同比+0.04pct 至 39.3%，25Q1 毛利率同比-1.3pct 至 36.3%，考虑到 24 年公司积极推进数字化战略转型，通过 AI 应用助推内部提效，后续有望带动毛利率维稳并重回提升通道。费用端，公司 24 年销售/管理/研发/财务费用率分别 18.2%/4.7%/4.3%/-0.7%，同比+0.8/+0.6/-1.1/+0.7pct；25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别 18.5%/4.8%/4.7%/-0.8%，同比+0.2/-0.2/-0.6/-0.3pct，费用率实现有效收缩。此外，公司 24 年投资收益+其他收益（主要是政府补助项）同比增加 8514 万元，25Q1 投资收益+其他收益同比增加 2809 万元，对利润有所增厚。最终，公司 24 年/25Q1 归母净利润率分别 12.7%/9.5%，同比+0.9/+1.8pct。

投资建议：欧普作为国内家居照明龙头，长期深耕国内多元化渠道建设，研发夯实产品竞争力，规模持续领先市场。公司抓住行业智能化契机快速切入，升级产品与解决方案，优化门店形象与体验，修炼渠道效率和长期发展实力。同时，公司积极拓宽产品应用领域与销售市场，在商照领域积累丰富的行业照明解决方案及项目服务经验，并聚焦海外重点市场进行渠道布局，有望打造多条增长曲线。预计公司 25-27 年归母净利润 9.6/10.6/11.8 亿元（25-26 年前值 9.4/10.4 亿元），对应 PE12.5x/11.3x/10.1x，维持“买入”评级。

风险提示：平台化带动盈利改善不及预期；原材料价格波动风险；汇率波动风险；技术研发不及预期；行业竞争加剧；房地产行业波动风险。

宝新能源 (000690)：火电机组盈利稳健，25Q1 业绩高增

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

事件

公司公布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年实现营业收入 79.04 亿元，同比降低 23.08%，实现归母净利润 7.06 亿元，同比降低 20.60%；2025Q1 实现营业收入 19.80 亿元，同比降低 6.91%，实现归母净利润 2.99 亿元，同比增长 46.40%。

整体电价有所下滑，煤价下滑带动燃料成本降低

2024 年公司收入端承压，电量方面，火电机组全年利用小时数 5405 小时，同比降低 550 小时，完成发电量 187.56 亿千瓦时，同比降低 9.23%；电价方面，平均上网电价（含税）0.50 元/KWh，同比降低 0.07 元/KWh。但成本端的改善对公司全年业绩形成一定支撑，2024 年火电燃料成本 55.56 亿元，同比降低 24.53%。

25Q1 业绩高增速，燃料成本有望进一步降低

2025 年广东省年度长协交易均价 0.392 元/KWh，同比 2024 年降低约 15.84%，而公司 25Q1 营业收入仅下滑 6.91%，因此我们预计公司一季度电量表现较优。从成本端来看，25Q1 秦皇岛港 Q5500 煤炭均价约 721 元/吨，同比降低约 181 元/吨 (YoY-20.02%)，市场煤价格下滑带动公司燃料成本显著改善，25Q1 营业成本为 15.80 亿元，同比降低 13.94%。截至 4 月 28 日，秦皇岛港 Q5500 煤价为 654 元/吨，同比降低约 171 元/吨 (YoY-20.73%)，仍处于下行通道，我们预计公司燃料成本有望持续降低，业绩弹性有望进一步释放。

陆丰甲湖湾二期项目正在建设，装机增量规模可观

截至 2024 年底，公司广东陆丰甲湖湾电厂二期扩建工程（2×100 万千瓦）项目建设有序开展中，其规模达到公司存量装机的 57.64%，除该项目外，公司加快推进梅县荷树园电厂 7、8 号（2×100 万千瓦）资源综合利用发电机组扩建工程、广东陆丰甲湖湾电厂 5-8 号机组扩建工程（4×100 万千瓦）的立项核准申报工作，未来公司装机规模有望持续提升。

盈利预测与估值

考虑广东省电价下滑，我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.17、12.77、13.72 亿元（原预测值为 2025-2026 年归母净利润 13.54、14.19），同比增长 29.95%、39.29%、7.40%，对应 PE 分别为 10.13、7.28、6.77 倍，维持“买入”评级。

风险提示：煤炭价格波动风险，电力价格波动风险，新项目建设进度不及预期风险，投资业务盈利不及预期风险等

北京利尔 (002392)：行业偏弱运行，公司经营仍显韧性

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

24 年收入增速+11.7%，维持“买入”评级

24 年全年实现营收/归母净利润 63.27/3.19 亿元，同比+11.66%/-18.65%，全年实现扣非归母净利润 2.83 亿元，同比-19.17%。其中 Q4 单季度实现收入 13.38 亿元，同比-13.53%，归母净利润/扣非归母净利润 0.09/-0.06 亿元，同比-90.35%/-107.82%。在 24 年耐火材料行业整体运行偏弱、行业企业盈利普遍下滑的背景下，公司总体运行平稳，展

现出较好的韧性。考虑到下游钢铁行业价格仍处在较为底部区间，下调公司 25-27 年归母净利润分别为 3.3/3.8/4.6 亿（25-26 年前值为 5.9/6.8 亿），维持“买入”评级。

各板块收入持续增加，其中原材料销售增长明显

分行业来看，耐火材料/其他（冶金炉料为主）业务收入分别为 44.7/18.6 亿，同比+1.3%/+48.3%。耐火材料中，整体承包/直销收入分别为 38.6/6.1 亿元，同比-1.2%/+20.4%，耐火材料直销中原料板块业务增长明显，并且在氧化铝、氧化镁等原料价格波动当中，公司最大程度平抑了价格风险，并通过对外销售为公司创造了效益。分地区看，24 年国内/国外收入同比分别+10.7%/+26.2%达 59/4.3 亿元，海外业务收入规模增长趋势良好。

利润率下滑明显，现金流同比大幅改善

24 年公司整体毛利率 14.42%，同比-3.96pct，其中，由于销售价格下降及原材料价格上涨，耐火材料业务毛利率较 23 年下降 3.38 个百分点。24 年期间费用率 8.68%，同比-0.11pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别 +0.19/-0.44/+0.24/-0.1pct，其中财务费用大幅降低主要系本期汇兑收益及利息收入增加所致。综合影响下 24 年公司实现净利率 5.26%，同比-1.77pct。24 年经营性现金流净额 1.59 亿元，同比多流入 3.19 亿元，收现比/付现比分别为 108.2%/108.63%，同比分别+23.14/+18.1pct。

弱势行情下经营仍显韧性，持续看好公司发展前景

公司作为耐材头部企业，在产业链、成本、研发、整体承包服务能力、智能制造及资金实力等方面优势明显，即使在当前偏弱的市场环境中，依然展现出更加突出的韧性，整体竞争力优势持续凸显，市占率继续上升。2030 年，公司要实现三个一百战略目标（营收达 100 亿，耐材制品和原料产销均达到 100 万吨级别），展现出公司对成长前景的坚定信心，继续看好公司中长期发展潜力。

风险提示：钢铁行业景气度低于预期，原材料价格大幅波动，合金业务拓展节奏低于预期等。

伟星新材（002372）：Q1 业绩承压，看好零售龙头发展韧性

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

Q1 收入、利润小幅承压，仍看好公司中长期发展潜力

公司 25 年第一季度实现收入 8.95 亿，同比-10.2%，归母、扣非净利润为 1.14、1.14 亿，分别同比-25.95%、-19.42%，Q1 业绩承压主要系收入下滑、毛利率承压、期间费用率有所提升。

Q1 毛利率同环比均承压，行业竞争激烈

25Q1 综合毛利率为 40.5%，同比-1.03pct，环比-0.11pct。25Q1 全国管材原材料 PVC、HDPE、PPR 均价分别为 5331、8514、8367 元/吨，同比分别-9%、-0.7%、-5.07%；进入二季度以来，PVC、HDPE、PPR 价格同比分别-12.8%、-2.19%、-5.67%，原材料价格仍在下滑，我们判断或将导致行业价格战进一步加剧。

费用率提升拖累利润，现金流表现优异

25Q1 公司期间费用率小幅上行 1.57pct 至 25.5%，销售、管理、研发、财务费用率分别为 14.92%、7.35%、3.46%、-0.28%，分别同比-0.13pct、+0.39pct、+0.02pct、+1.29pct；信用减值损失转回 0.06 亿，投资收益同比减少 0.08 亿，主要系本期东鹏合立持有的金融资产产生的公允价值变动收益减少所致。综合影响下公司 25Q1 归母净利润率为 12.7%，同比-2.7pct。少数股东损益本期数较上年同期数下降 39.87%，主要系本期浙江可瑞楼宇科技有限公司及广州市合信方园工业设备有限公司亏损所致。25Q1 公司经营性现金流净流入 0.85 亿，同比多流入 2.6 亿；收、付现比分别为 133%、122%，分别变动+14.81pct、-20.39pct，现金流仍表现优异。

聚焦零售业务基本盘全面提升市场占有率，维持“买入”评级

2025 年，公司继续以“可持续发展”为核心，坚持“共创共赢”“三高定位”的经营理念，以市场为导向，以客户为中心，聚焦管道主业，加快推进防水、净水等新业务，积极探索舒适家新模式，打造“伟星全屋水生态”；国际化着眼可持续加快布局。公司聚焦零售业务基本盘，全面提升市场占有率，工程业务坚持风险控制，持续强化转型提质。我们预计公司 25-27 年归母净利润为 10.2、11.1、12.2 亿，对应 PE 为 18.2、16.8、15.3 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；地产下行压力较大；回款风险；原材料成本大幅波动。

莱克电气 (603355): 核心业务平稳增长, 毛利率短期承压

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

事件: 2025Q1 公司实现营业收入 23.87 亿元, 同比+3.23%, 归母净利润 2.28 亿元, 同比-16.19%。

核心业务平稳增长。自有品牌中净饮机表现较好。根据奥维数据显示, 25Q1 公司净饮机品类表现较好, 碧云泉线上/线下销额同比+3%/+22%。吸尘器和除螨仪品类表现较弱, 其中吉米除螨仪线上/线下销额同比-24%/-57%。

2025Q1 公司毛利率为 23.41%, 同比-2.52pct, 净利率为 9.57%, 同比-2.21pct。毛利率同比下降, 我们预计是收入结构所致, 毛利率更低的外销增速更快。2025Q1 公司季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 5.06%、3%、5.65%、-1.34%, 同比+0.07、-0.33、+1.29、+1pct。研发费用率同比提升, 我们预计是由于模具费用同比增加所致; 财务费用率波动, 主要由于汇兑收益变化所致。

现金流端, 公司短期有所承压。2025Q1 公司经营活动产生的现金流量净额为 0.17 亿元, 同比-94.79%, 其中购买商品、接受劳务支付的现金 17.38 亿元, 同比+17.91%。25Q1 随着销售增长, 支付供应商货款以及职工薪酬增加, 并且去年同期有取得解除冻结的资金。

投资建议: 汽零+电机业务增势较好成为公司第二成长曲线, 公司加大海外产能布局稳固经营水平, 在国际贸易环境的不确定中努力谋求增长的确定性。根据公司一季报情况, 我们暂不改盈利预测, 预计 25-27 年归母净利润分别为 13.7/15.1/16.6 亿元, 对应 PE 分别为 9.3x/8.4x/7.7x, 维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格上涨的风险; 海外市场扩张不及预期; 宏观经济环境变化导致市场需求不及预期等。

中国石化 (600028): 业绩略超预期, 高股息仍具价值

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

中国石化 2025Q1 业绩略超预期

2025Q1 公司营业收入达 7354 亿元, 同比-6.91%; 归母净利润为 133 亿元, 同比-27.58%, 略超我们预期。

受油气价下降原因, 板块利润明显承压

2025Q1 油气当量产量 1.31 亿桶, 同比+1.7%; 其中原油产量同比-0.8%, 天然气产量同比+5.1%。

原油实现价格同比-5.2%、天然气实现价格同比-3.5%的情况下, 板块收入同比-4.9%, 营业利润同比-7.7%。

成品油需求达峰引发担忧, 炼化板块利润持续承压

2025Q1 炼油加工量 0.62 亿吨, 同比-1.8%, 而成品油总销量达 0.56 亿吨, 同比-7.1%, 其中汽油产量同比-0.2%、柴油产量同比-13.9%、煤油产量同比+5.7%, 主要系对成品油需求达峰的担忧, 成品油需求持续低迷, 持续减油增化以及压降柴汽比。汽油、柴油业务虽分别被新能源及 LNG 替代影响, 但公司积极加快充换电站和加气站网络布局, 充换电量和加气量同比大幅提升, 车用 LNG 零售量达 20.5 亿方, 同比增长 116%, 抵消部分成品油下降的负面影响。炼化利润继续承压, 2025Q1 炼油单位利润 0.6 美金/桶油当量 (同比-1.3 美金/桶油当量), 可能与成品油需求低迷以及油价下行带来的库存损失有关; 化工单位利润-0.4 美金/桶油当量 (亏损小幅收窄), 可能与公司加大新产品、高附加值产品开发力度, 以及副产品比如石油焦、硫磺等涨价有关。

盈利预测与投资评级: 维持 2025-2027 归母净利润为 555/562/617 亿元, PE 分别为 12/12/11 倍, 假设 2025-2027 年派息率为 70%, 2025 年 4 月 28 日 A 股分红收益率预计为 5.6/5.7/6.2%, H 股分红收益率对应为 9.0/9.2/10.0%, 维持“买入”评级。

风险提示: 经济衰退带来原油需求下降, 从而导致油价大幅跌落的风险; 未来新项目投产不及预期的风险。

新宝股份 (002705): 海外需求旺盛带动外销增长, Q1 利润表现亮眼

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

事件: 公司 2024 年全年实现营业收入 168.21 亿元, 同比+14.84%, 归母净利润 10.53 亿元, 同比+7.75%; 其中 2024Q4 实现营业收入 41.31 亿元, 同比+6.15%, 归母净利润 2.68 亿元, 同比+11.07%。公司 2025 年 Q1 全年实现营业收入 38.34 亿元, 同比+10.36%, 归母净利润 2.47 亿元, 同比+43.02%。24 年公司向全体股东每 10 股派发现金红利 4.50 元 (含税), 分红比例 42.02%。

海外需求旺盛带动外销增长, 内销增长有所承压

分地区看, 24A 公司内外销收入同比-4.42%/+21.68%, 其中 24Q4 内外销同比-11.3%/+14.1%。2024 年海外小家电总体需求比较旺盛, 外销增速较好; 内销受国内消费市场景气度低迷等因素影响表现较弱。25Q1 内外销收入同比

-4.94%/+15.77%，外销延续较好的增长趋势，内销仍有所承压。针对美国对华加征关税政策，近年来公司也在印度尼西亚进行了产能布局，设立了两个制造基地，以应对美国客户的需求。公司会积极应对，未来会根据外部环境变化及相关政策的稳定、客户需求及印尼制造基地的运营情况及盈利质量等因素对海外制造基地进行产能扩充。

毛利率有所承压，公允价值+投资损失同比减少贡献净利润

2024 年公司毛利率为 20.91%，同比-1.82pct，净利率为 6.63%，同比-0.51pct；其中 2024Q4 毛利率为 19.38%，同比-4.01pct，净利率为 7.01%，同比+0.03pct。公司 2025 年 Q1 毛利率为 22.42%，同比+0.5pct，净利率为 6.89%，同比+1.35pct。分地区看，24A 内外销毛利率分别同比-1.13/-1.64pct，内外销毛利率有所承压。25Q1 利润率同比有所改善，预计是由于规模效应提升所致。

公司 2024 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.6%、4.94%、3.94%、-0.52%，同比-0.36、-0.94、+0.15、+0.06pct；其中 24Q4 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.2%、4.27%、5.16%、-1.87%，同比-0.66、-2.84、+1.51、-2.46pct。24A 公司期间费用率控制较好。

公司 2025 年 Q1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.9%、5.8%、3.36%、-0.56%，同比-0.07、+0.31、-0.44、+0.38pct。财务费用同比增长较多，主要由于利息收入及汇兑收益减少。公司加强了对金融衍生品投资的管理，受人民币兑美元汇率波动影响，25Q1 衍生品(主要为外汇期权合约)投资损失及公允价值变动损失同比减少约 4,072.86 万元，若还原该影响，归母净利润同比+16%。

投资建议：外销订单上升带动公司总收入增长，内销虽表现疲软但在低基数下有望逐步修复。根据公司年报和一季报情况，综合考虑对美贸易的不确定因素，我们适当下调了全年的外销增速和毛利率，预计公司 25-27 年归母净利润分别为 12.1/13.7/15.1 亿元（前值 25-26 年 12.3/14.1 亿元），对应 PE 分别为 8.7x/7.7x/7x，维持“买入”评级。

风险提示：新品销售不及预期；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。

科达制造 (600499)：Q1 收入利润同比高增，25 年有望迎来业绩向上拐点

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

收入规模持续扩容，关注公司自身主业的价值体现

公司 25Q1 实现营业收入 37.67 亿元，同比+47.05%，实现归母净利润 3.47 亿元，同比+11.38%，扣非归母净利润 3.23 亿元，同比+17.13%，我们认为一季度海外建材业务营收大幅增长，以及配件耗材、通用机械业务的持续拓展，带动公司收入规模持续扩容，但汇兑损失增加导致利润增速不及收入增速，剔除汇兑影响后归母净利润为 4.12 亿元，同比+32.3%。往后来看，公司海外建材产能建设仍在持续推进，有望充分受益于非洲瓷砖需求扩容。结合此前公司发布的员工持股计划来看，公司制定 25-27 年收入及净利润的年化增速目标分别为+20%、+20.8%、+20.7%。在碳酸锂标签有望逐步弱化的背景下，我们判断 25 年或为公司业绩向上拐点，重点关注公司自身主业的经营价值体现，预计公司 25-27 年归母净利润为 12.2、14.7、17.7 亿元，同比分别+21%、+21%、+20%，维持“买入”评级。

海外产能建设持续推进，蓝科锂业利润占比持续下降

分业务看，

- 1) 建材机械业务：受到行业需求周期性放缓及客户投资节奏调整等多重因素影响，该业务整体业绩出现小幅下滑，但公司持续优化海外基地布局，设立巴西子公司并筹划越南子公司，我们判断后续配件耗材业务有望加速拓展；
- 2) 海外建材销售：受益于玻璃业务的拓展及建筑陶瓷产品价格策略的优化，海外建材业务营业收入同比实现大幅增长，毛利率同比亦有较好提升，但汇兑损失影响了净利率，剔除汇兑影响后，该业务净利率有所提升，整体盈利能力增强。新产能方面，公司非洲科特迪瓦陶瓷项目预计于 25 年内投产，南美秘鲁玻璃项目正在稳步推进建设，预计于 2026 年投产，投产后有望进一步支撑收入增长；
- 3) 蓝科锂业：25Q1 蓝科锂业生产碳酸锂 0.85 万吨，销售碳酸锂 0.81 万吨，期末库存 0.15 万吨，实现营业收入 5.28 亿元、净利润 2.07 亿元，给科达贡献投资收益 0.90 亿元，同比-10.4%，占 25Q1 科达制造整体归母净利润的比例较 24Q1 同比下降 6.3pct 至 26.0%（22-24 年利润占比分别为 81.2%、61.8%、23.2%）。

毛利率有所提升，汇兑损失侵蚀了部分利润

25Q1 公司毛利率 29.68%，同比+2.83pct，期间费用率 17.32%，同比+1.42pct，其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别-2.17、-0.86、-1.11、+5.56pct，财务费用绝对值显著提升，我们判断主要由于货币汇率波动导致汇兑损失大幅增加，综合影响下净利率 13.84%，同比-2.08pct。25Q1 公司 CFO 净额为 0.91 亿元，同比少流入 0.13 亿元。

风险提示：汇率大幅波动，海外瓷砖竞争加剧，碳酸锂价格大幅下滑，产能扩张进度不及预期。

铂科新材（300811）：业绩兑现优秀，芯片电感持续高增长

刘奕町 liuyiting@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110523050001

年报&一季报业绩：24 年实现营收 16.63 亿元，yoy+43.5%；归母净利润 3.76 亿元，yoy+46.9%；扣非净利润 3.67 亿元，yoy+53.3%。其中，Q4 实现营收 4.36 亿元，yoy+43.3%，环比+1.3%；归母净利润 0.89 亿元，yoy+33.4%，环比-11.9%。25Q1 实现营收 3.83 亿元，yoy+14.4%，环比-12.1%；归母净利润 0.74 亿元，yoy+3.1%，环比-17.3%。

盈利能力进一步提升，芯片电感持续高增长

营收端：软磁粉芯 24 年实现营收 12.34 亿元，yoy+20.2%，各领域均取得较快增长，结构上光伏占比下降，其他领域占比有所提升；销量 3.93 万吨，yoy+27.9%，产能持续释放；平均销售单价 3.14 万元/吨，yoy-5.9%。芯片电感超高速增长，24 年实现营收 3.86 亿元，yoy+275.8%。软磁粉末也取得高速增长，24 年实现营收 0.40 亿元，yoy+47.3%，年产 6000 吨产能首期 2000 吨已于 24 年建成，余下产能将于 25 年竣工。25Q1 公司营收环比下滑预计主要受春节影响。

利润端：口径上粉芯和电感合并披露，24 年粉芯和电感业务毛利率 40.4%，同比+1.2pct，主要业务盈利能力持续提升，粉末毛利率 51.82%，同比-2pct。费用方面，研发费用 yoy+56.78%，主要系公司加码研发投入和业绩达标研发人员薪酬变动所致。最终录得 24 年公司毛利率/净利率分别为 40.7%/22.5%，同比+1.1pct/+0.4pct。25Q1 毛利率/净利率分别为 37.7%/19.2%，环比-3.2pct/-1.2pct，主要受春节放假带来的稼动率影响，公司表示：预计从 Q2 随生产情况一起恢复。

成长动力充足，持续受益高算力需求

软磁粉芯：AI、新能源等产业的蓬勃发展推动海内外市场需求增长，公司已取得包括比亚迪、格力、华为、MPS 等品牌的高度认可并建立了长期稳定的合作关系，海外于 24 年正式启动泰国基地项目，远期成长动力充足。同时，公司产品线不断丰富，铁硅 5 代磁粉芯研发已经完成。

芯片电感：金属软磁芯片电感小型化+耐大电流核心优势突出，更加符合高算力应用场景。订单方面，公司已取得 MPS、英飞凌等全球知名半导体厂商的高度认可，进入英伟达供应链体系，批量供货 H100；产能方面，公司已顺利实现 1000 万片/月的产能目标，25 年 2 月，公司完成了 24 年度小额快速定增，募资 3 亿元扩充芯片电感产能 20000 万片/年，新产能将 26-28 年分 3 年陆续释放，预计每年新增产能 5000/10000/5000 万片，打破产能瓶颈，为公司业绩贡献核心增量。

投资建议：作为国内合金软磁粉芯龙头，公司站稳 AI、光储新能源高景气赛道，芯片电感打开第二成长极。预计 25-27 年归母净利润分别为 5.0/6.2/7.7 亿元，对应当前股价 PE 分别为 23/19/15x。参考行业平均 PE，给予公司 25 年 PE30x，对应目标股价 52.2 元/股，上调为“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险；需求波动风险；项目建设不及预期风险；核心人员流失和技术失密风险；新业务拓展不及预期风险。

海信家电（000921）：外销增速表现亮眼，利润水平持续提升

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

事件：2025Q1 公司实现营业收入 248.38 亿元，同比+5.76%，归母净利润 11.27 亿元，同比+14.89%。

外销快速增长，内销表现平稳

收入端，内销方面，根据奥维数据显示，25Q1 空调线上/线下销售同比-3%/+20%，冰箱线上/线下销售同比+1%/17%，洗衣机销售规模较小，线上/线下销售同比+64%/+32%，内销呈现平稳增长。外销方面，根据产业在线数据显示，25Q1 海信空调外销量同比+32%，25M1-2 冰箱外销量同比+22%，外销呈现快速增长。

收入结构变化影响毛利率，净利率水平同比提升

2025Q1 公司毛利率为 21.41%，同比-0.22pct，净利率为 6.58%，同比+0.03pct。根据公司 24 年年报显示，内外销毛利率分别为 30.7%/11.4%，公司 25Q1 公司毛利率更低的外销增速较好，我们预计毛利率同比略下滑主要是收入结构变化所致。

2025Q1 公司季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 9.55%、2.39%、3.32%、0.02%，同比-0.45、-0.25、+0.02、+0.33pct。公司费用率基本保持平稳，财务费用率同比提升主要由于汇兑损益波动所致。

公司短期现金流承压

2025Q1 公司经营活动产生的现金流量净额为 0.65 亿元，同比-58.3%，其中购买商品、接受劳务支付的现金 143.44 亿元，同比+14.43%。

投资建议：公司是中央空调领域龙头企业，在经营改善背景下中央空调及白电业务盈利能力持续提升，且后续外销自有品牌

收入占比有望不断提升，贡献营收业绩。根据公司一季报，我们维持原盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 38.5/43.6/48.9 亿，对应 PE 为 9.8x/8.7x/7.7x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济尤其房地产市场波动风险；市场竞争风险；外销进展不及预期；原材料价格大幅波动风险；汇率变动风险；三电整合进度不及预期风险。

陕天然气 (002267)：24 年业绩同比+33%符合预期，分红稳步提升

张樾樾 zhangxixi@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517120003

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报

2024 年营收 90.33 亿元，同比+15.62%；归母净利润 7.24 亿元，同比+33.01%。毛利率 15.06%，同比+1.6pct；净利率 8.23%，同比+0.76pct。25Q1 营收 35.51 亿元，同比+4.22%；归母净利润 4.59 亿元，同比-10.73%。公司积极回馈股东，24 年分红率达到 69.12%，同比+7.83pct。

销气量快速增长，长输管道板块毛利率明显提升

公司天然气输气量 130.17 亿立方米，同比+20.26%；其中长输管道销售 115.44 亿方，同比+18.86%，主要原因系 2024 年 10 月 31 日，公司完成对陕西燃气集团有限公司天然气管输资产及业务的收购，长输管道气量增长显著。城市燃气板块销售 14.7 亿方，同比+32.5%，主要因为公司加大市场开发。长输管道行业毛利率 19.77%，同比+3.63pct，城市燃气行业毛利率 7.3%，同比-1.17pct。

全国长输天然气管道快速发展，公司因地制宜加快省内建设

2024 年，我国能源供应与保障能力也进一步提升，西气东输三线中段（中卫—枣阳）、西气东输四线等重点项目正稳步推进，预计全年建成天然气管道 4000 余公里。陕西省积极响应国家政策，要求各资源企业加大油气勘探开发力度，陕西省天然气产量连年稳居全国第一，全省天然气消费量也在逐年增加，仍需配套长输管道将天然气输送至消费市场，为长输管道建设创造了广阔市场空间。公司在省内加快建设铜川-白水-潼关、榆林-西安等输气主干线管道，2024 年铜川-白水-潼关累计完成 170 公里线路敷设、榆林至西安输气管道工程（一期）开展前期手续办理，全省天然气基础设施进程加快。

盈利预测与估值

因公司城燃板块销气量增长迅速，我们小幅上调公司 2025/2026 年归母净利润预测为 9.08/10.22 亿元（原预测为 8.99/9.76 亿元），并新增 2027 年预测为 11.15 亿元。对应 EPS 分别 0.82/0.92/1.00 元，PE10.32/9.16/8.39 倍，维持“买入”评级。

风险提示：天然气价格大幅波动的风险；依赖主供气源供应商的风险；天然气管输价格调整的风险；市场竞争加剧的风险；经营区域集中风险；公司经营计划不能完全实现风险

喜临门 (603008)：向智慧睡眠进阶

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

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报

25Q1 公司收入 17.30 亿元，同比-1.76%，归母净利润 0.71 亿元，同比-4.02%，扣非归母净利润 0.6 亿元，同比-19.31%；24Q4 公司收入 27.53 亿元，同比+5.51%，归母净利润-0.53 亿元，扣非归母净利润-0.73 亿元；

24 年公司收入 87.29 亿元，同比+0.59%，归母净利润 3.22 亿元，同比-24.84%，扣非归母净利润 2.93 亿元，同比-22.33%。

24 年公司毛利率 33.67%，同减 0.7pct；归母净利率 3.7%，同减 1.2pct。

公司通过战略聚焦与系统性能力建设，在复杂环境中实现稳步发展，24 年收入保持正增；利润或受到品牌推广费用及网销费用增加影响。

床垫稳步成长，向智慧睡眠赛道进阶

分产品，24 年床垫收入 52.7 亿元，同比+5.05%，销量 536.6 万件，同比+6.19%，单价 982.08 元，同比+1.67%，毛利率 38.40%，同比+0.12pct；

软床及配套收入 24.4 亿元，同比-8.39%，销量 110.83 万件，同比+0.78%，单价 2199.87 元，同比-6.24%，毛利率 29.32%，同比-1.13pct；

沙发收入 7.2 亿元，同比-6.55%，销量 22.23 万件，同比+41.04%，单价 3235.65 元，同比-27.04%，毛利率 18.75%，同比-6.82pct；

公司深耕睡眠赛道，持续提升产品竞争力和门店形象，收入稳步提升，实现床垫营收增长；软床及配套产品营收下

降，主要系公司国内代工业务中该类产品减少所致；沙发营收下降主要系 M&D 沙发销量不达预期所致。

24 年 11 月公司高端 AI 睡眠品牌“aise 宝祿”正式开启线上线下同步销售。25 年 3 月，公司与清华大学共建的“智慧睡眠技术联合研究中心”揭牌，将产品体系从“AI 助眠”升级至更具人文关怀的“AI 陪伴”模式，有望推动公司从“产品交付”向“健康睡眠解决方案”进阶。

零售业务变革，大宗及线上增长稳健

分渠道，24 年经销收入 32.1 亿元，毛利率 45.41%，同比+0.29pct，截至 24 年末喜临门专卖店数量 5065 家，较上年末-98 家；M&D 专卖店数量 453 家，较上年末-37 家。

大宗业务收入 3.4 亿元，同比+10.06%，毛利率 15.68%，同比+0.58pct；

线上收入 19.8 亿元，同比+9.88%，毛利率 44.61%，同比+0.26pct

24 年公司零售业务经历考核变革期，渠道运营更加良性，国际业务与酒店类业务呈现较好增长态势。目前公司构建了覆盖线上线下的立体化营销网络，展现出强大的渠道掌控力与品牌渗透力，线下形成高密度终端网络，同时通过精准运营优化门店效能；线上则通过全平台电商覆盖、直播矩阵及社交媒体内容生态，实现流量高效转化；此外发力跨境电商推动自主品牌出海，实现全球化发展。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司床垫业务增长稳健，智能睡眠技术优势巩固高端市场竞争力，根据 25Q1 业绩情况，考虑当前经营环境，我们调整盈利预测，我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 4.2/5.0/5.6 亿元（25-26 年前值分别为 5.7/6.6 亿元），对应 PE 分别为 14X/12X/11X。

风险提示：市场竞争加剧风险，市场需求波动风险，国际贸易摩擦风险，原材料价格波动风险，经营管理风险等

中国建筑（601668）：基建订单同比高增，境外业务持续扩容

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

Q1 收入业绩稳健增长，关注后续订单结转速度

公司 25Q1 实现营业收入 5553.42 亿元，同比+1.1%，实现归母净利润 150.13 亿元，同比+0.6%，扣非归母净利润 148.5 亿元，同比+0.8%，一季度基建及制造业投资持续扩容，给公司收入及订单增长提供了有力支撑。订单层面来看，25Q1 公司建筑业务新签订单 12037 亿元，同比+8.4%，其中工业厂房、能源工程、水利水电等领域的订单延续了 24 年以来的高增长态势，且海外业务收入及订单规模仍在快速放量。

能源、市政、水务水利订单高增，境外及战新产业规模扩容

分业务看，25Q1 房建、基建、勘察设计业务分别实现收入 3649、1283、23 亿元，同比分别-0.2%、+0.5%、-11.3%，新签合同额分别为 7799、4206、33 亿元，同比分别-3.3%、+40.0%、-18.3%，房建业务中，工业厂房、保障性住房新签合同额分别为 2318、427 亿元，同比分别+7.5%、+43.8%。基建业务订单增长势头强劲，其中能源工程、市政工程、水务及环保分别新签 1848、821、479 亿元，同比分别+96.6%、+44.4%、+31.2%。地产开发业务方面，25Q1 实现收入 537 亿元，同比+15.5%，合约销售额 665 亿元，同比-14.5%，销售面积 251 万平方米，同比-4.4%。新增土储 195 万平方米，25Q1 末土储 7625 万平方米。境外业务方面，25Q1 新签合同 674 亿元，同比增长 1.5 倍，实现收入 239 亿元，同比+8.5%。此外，25Q1 公司战略性新兴产业实现营业收入 453 亿元，同比+34.2%，占营业收入比重达 8.2%。

盈利能力小幅下滑，经营性现金流净流出同比收窄

公司 25Q1 毛利率为 7.85%，同比-0.24pct，其中房建、基建、地产开发、勘察设计业务毛利率分别为 6.1%、8.1%、16.9%、8.7%，同比分别-0.1、-0.4、-2.3、-2.1pct。25Q1 期间费用率为 3.65%，同比-0.11pct，其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别+0.06、+0.001、-0.09、-0.07pct。综合影响下 25Q1 净利率为 3.23%，同比-0.02pct。现金流方面，25Q1 公司 CFO 净额为-958.52 亿元，同比少流出 7.43 亿元，收现比同比+0.10pct 至 100.79%，付现比同比-0.59pct 至 118.10%。

看好公司中长期投资价值，维持“买入”评级

从中长期来看，我们认为公司作为建筑领域龙头央企，市占率有望逐步提升，我们维持此前预测，预计 25-27 年归母净利润为 475、487、500 亿元，截至 4 月 28 日收盘对应 24 年股息率为 4.95%，建议关注公司中长期投资价值，维持“买入”评级。

风险提示：地产投资增速不及预期，基建投资增速不及预期，订单收入转化节奏明显放缓，现金回收效果低于预期，应收账款减值风险。

金海通 (603061): 25Q1 业绩表现亮眼, 三温分选机成为新增长点

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

事件: 公司发布 2024 年年度报告和 2025 年一季报。2024 年公司实现营业收入 4.07 亿元, 同比+17.12%; 实现归母净利润 0.78 亿元, 同比-7.44%; 实现扣非归母净利润 0.68 亿元, 同比-2.49%。2025Q1 公司实现营业收入 1.29 亿元, 同比+45.21%; 实现归母净利润 0.26 亿元, 同比+72.29%; 实现扣非归母净利润 0.24 亿元, 同比+84.8%。

点评: 公司 2024 年利润同比承压, 25Q1 表现亮眼。公司 2024 年营业收入同比增加主要系: 部分客户所在细分领域需求增长、部分区域市场和客户取得突破、高配置系列产品占比提升; 归母净利润下降主要系股份支付影响期间费用, 剔除该影响后归母净利润同比+2.85%。公司 2025Q1 营收和归母净利润实现大幅增长主要系半导体封装和测试设备领域需求回暖所致。

公司产品领航半导体测试设备市场, 持续拓展产品线。公司专注全球半导体芯片测试设备领域, 以自主研发测试分选机助力行业发展与进口替代。产品涵盖 EXCEED-6000、EXCEED-8000、EXCEED-9000、SUMMIT、COLLIE 等系列测试分选机。2024 年公司在产品方面持续升级, 测试分选机新增 PD (局部放电) 测试等功能; EXCEED-9800 系列三温测试分选机实现量产, EXCEED-9032 系列大平台分选机持续升级, EXCEED-9000 系列产品 2024 年收入比重提升至 25.80%。适用于 MEMS、碳化硅及 IGBT、先进封装产品的测试分选平台在客户现场进行产品验证, 对于适用于 Memory 的测试分选平台, 公司基于既有技术储备持续关注市场需求变化。

研发与客户拓展取显著进展, 综合竞争力提升。在研发方面, 募投项目“半导体测试设备智能制造及创新研发中心一期项目”按计划推进。在客户拓展上, 持续提升海外市场服务能力, “马来西亚生产运营中心”项目于 2025 年 2 月正式启用, 助力公司更好贴近市场和客户、响应需求。产品遍布中国大陆、中国台湾、东南亚、欧美等全球市场, 客户群体涵盖半导体封装测试企业、测试代工厂、IDM 企业、芯片设计公司等。

产业协同开拓发展新局。公司通过对外投资布局重点技术方向, 截至 2024 年底已参股投资 4 家公司: 华芯智能, 提供晶圆级分选封测和平板级封装贴晶机设备及方案, 主要产品为晶圆级分选机 Wafertotape&reel (晶圆到卷带)、IGBT/KGD (已知良好芯片) 分选机; 猎奇智能, 提供固晶机、耦合设备、测试设备等光通信和半导体设备; 芯诣电子, 提供芯片动态老化测试设备及解决方案, 主要产品为动态逻辑老化测试一体机、PXI 板卡及小型化仪表等动态老化测试设备; 鑫益邦, 从事超薄存储器芯片贴片机及传统封装高速贴片机研发、生产与销售。

公司实施员工持股计划, 凝聚人才激发活力。2024 年 3 月 18 日, 公司召开第一次职工代表大会, 审议通过实施 2024 年员工持股计划并提交董事会及股东大会审议。该持股计划参与人员不超过 109 人, 涵盖董事 (不含独立董事)、监事、高级管理人员及骨干人员。其中, 董事 (不含独立董事)、高级管理人员、监事合计持股 12.73 万股, 占持股计划总份额的 18.47%; 骨干人员合计持股 56.19 万股, 占比 81.53%。受让价格为 36.52 元/股, 存续期 24 个月, 锁定期 12 个月。

投资建议: 考虑半导体行业景气度回升, 我们上调盈利预测, 2025/2026 年归母净利润由 1.83/2.10 亿元上调至 1.91/2.62 亿元, 新增 27 年归母净利润预测 4.01 亿元, 维持公司“买入”评级。

风险提示: 半导体行业波动的风险, 国际贸易摩擦加剧的风险, 客户集中度相对较高的风险, 技术研发风险

洪都航空 (600316): 25Q1 收入同比大增 91%; 坚定看好公司未来发展

王泽宇 wangzeyu@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110523070002

事件: 公司 2025 年 4 月 28 日发布了 2025 年一季报, 25Q1 实现营收 5.1 亿元, YoY+90.6%; 归母净利润-854 万元, 24Q1 为-928 万元, 亏损收窄。公司业绩同比增长较多主要是产品交付数量增加。盈利能力方面, 1Q25 毛利率为 3.8%, 同比增加 0.19pct; 净利率为-1.7%, 相较 1Q24 的-3.5%有较大幅度改善。此外, 公司作为中航工业集团旗下稀缺“厂所合一、机弹一体”主机上市平台, 未来发展空间较大。综合点评如下:

Q1 业绩实现开门红; 费用管控能力显著提升

费用方面, 公司 2025 年一季度期间费用率同比减少 2.62pct 至 4.7%。其中: 1) 销售费用率同比增加 0.04pct 至 0.3%, 主要是本期销售人员增加; 2) 管理费用率同比减少 0.85pct 至 2.7%, 主要是本期职工薪酬增加; 3) 研发费用率同比减少 2.32pct 至 1.8%; 研发费用 0.1 亿元, 同比基本持平; 4) 财务费用率为-0.1%, 上年同期为-0.6%, 主要是本期利息收入减少。此外, 公司 25Q1 应交税费为 0.15 亿元, 较年初减少 73.5%, 主要是公司本期支付了上年应交增值税。截至 1Q25 末, 公司: 1) 应收账款及票据 61.9 亿元, 与年初基本持平; 2) 存货 30.7 亿元, 较年初增长 1.2%; 3) 合同负债 42.3 亿元, 与年初基本持平; 4) 经营活动净现金流 0.2 亿元, 上年同期-3.6 亿元, 同比显著改善, 主要是本期购买商品支付的现金减少。

教练机产品需求呈现加速增长态势、海外需求景气

回顾 2024 年公司收入结构: 1) 教练机产品收入 16.5 亿元, 同比大增 86.7%, 主要是产品交付数量同比增加; 毛利率为 3.3%, 同比减少 0.45pct; 2) 其他航空产品收入 35.8 亿元, 同比增长 27.5%, 毛利率为 3.3%, 同比增加 0.33Pct。2024 年公司外贸市场开拓取得突破性进展并完成首批产品交付。分地区看, 1) 境内收入 39.2 亿元, 同比增长 11.8%; 毛利率为 3.3%, 同比增加 0.46pct; 2) 境外收入 13.2 亿元, 同比大增 547.8%, 外贸市场开拓取得突破性进展并完成

首批产品交付；毛利率为 3.7%，同比减少 5.87Pct，境外毛利率下降主要是当年交付的产品结构与上年同期不同。

上调 25 年关联交易预计额彰显旺盛需求；推动教练机多用途发展

公司提出 2025 年：预计向关联人购买原材料金额为 37.7 亿元，较 24 年预计额 23 亿元增长 64%，上调幅度较大，主机厂的关联采购对全年经营计划有一定的指引性，或说明 2025 年整体需求较好，这一点在 25Q1 中已经得到展现。此外，公司拳头产品 L15 高级教练机实力较强，实现了低成本复现先进战斗机的性能和系统功能，可满足“一机多用”的要求。公司以 L15 高级教练机为核心，将传统意义上的教练机业务内涵进行延伸，不断探索、构建三位一体的训练效能体系，由单一的教练机功能向综合训练系统拓展，并可为客户提供训练、培训、保障为一体的一揽子解决方案。

盈利预测与评级：公司“厂所合一、机弹一体”资产属性稀缺，伴随国内装备需求恢复，以及军贸市场的较大发展空间，以及大飞机产业链的长期需求空间，公司未来几年业绩弹性或较大。我们预计，公司 2025-2027 年营业收入分别为 75.95/102.39/137.88 亿元，对应 PS 分别为 3.25/2.41/1.79x，维持“买入”评级。

风险提示：国内外需求不及预期；产品交付进度延迟；行业政策变化等。

科锐国际 (300662)：24 年国内灵工增长提速，25Q1 归母净利润同增 42%

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

24 年灵活用工同增 22%，25Q1 归母净利润同增 42%

24 全年：营收 118 亿/yoy+21%，归母净利润 2.05 亿/yoy+2.4%，扣非归母净利 1.39 亿/yoy+3.6%。毛利率 6.4%/yoy-1.0pct，主要系灵工毛利率下降、低毛利的灵工占比提升的结构影响，归母净利率 1.7%/yoy-0.3pct。销售/管理/研发费用率 1.4%/2.4%/0.4%，yoy-0.5/-0.3/-0.1pct，费用率有效优化。

24 年业务拆分：①灵活用工营收 111 亿/yoy+22%/占比 94%，毛利率 5.5%/yoy-0.76pct；②猎头营收 3.75 亿/yoy-12%/占比 3.2%，毛利率 26%/yoy-0.58pct；③RPO 营收 5513 万/yoy-18%/占比 0.47%，毛利率 18%/yoy+4.61pct；④技术服务营收 6324 万/yoy+44%/占比 0.54%，毛利率 24%/yoy-5.17pct。

24 年区域拆分：①大陆营收 95 亿/yoy+29%，毛利率 5.73%/yoy-0.69pct。②境外营收 23 亿/yoy-4.4%，毛利率 8.96%/yoy-1.09pct，预计境外盈利有限导致公司整体业绩增速不及国内。

24 年大客户贡献提升：TOP5 客户贡献销售额 63 亿/yoy+46%/占比 53%，其中第一大客户贡献销售额 55 亿/yoy+57%/占比 46%。

股东回报：每 10 股派发 1.6 元（含税），分红率 15.33%。

25Q1：营收 33 亿/yoy+25%，归母净利润 5778 万/yoy+42%，扣非归母净利 4620 万/yoy+103%，利润增长积极。毛利率 5.5%/yoy-0.8pct，归母净利率 1.7%/yoy+0.2pct。销售/管理/研发费用率 1.3%/1.8%/0.6%，yoy-0.2/-0.6/-0.1pct，费用优化带动净利率提升。

灵活用工主导增长

24 年明显改善，25 年期待持续性。灵活用工业务 24 年营收增长 22%对比 23 年显著提速（23 年 yoy+12%），24 全年外包员工人数净增约 1 万人（23 年净增约 2800 人），25Q1 净增约 1900 人，对比 24Q1 净增约 700 人。在 20 个细分行业的技术研发、专业白领和通用岗位发展服务，积极推进大客户和重点长尾客户进展，预计 25 年灵工增速 20%+。

AI 赋能 HR 场景、禾蛙重塑产业生态

24 年技术投入 1.69 亿，持续迭代自研 CREmbedding 模型&MatchSystem 匹配系统，助力顾问更精准寻找候选人。25 年 2 月接入 DeepSeek-R1 大模型，全面提升工作效率。截止 25Q1，禾蛙链接生态合作伙伴 1.6 万家/yoy+22%，累计注册交付顾问 15.6 万人/yoy+31%，累计交付岗位超 1.5 万个/yoy+119%。

投资建议：公司基本面环比改善积极，AI 赋能人力资源实现精准高效匹配。基于 25Q1 利润增长积极，我们上调 25-26 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为 2.85/3.42/4.10 亿元（25-26 年前值为 2.60/3.13 亿元），对应 PE 为 24/20/16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济不及预期，市场竞争加剧，灵活用工人员流失。

柏诚股份 (601133)：收入、利润短暂承压，看好洁净室赛道景气度高增

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

25Q1 收入、利润小幅承压

25Q1 公司实现收入 10.37 亿，同比-9.4%，归母、扣非净利润分别为 0.44、0.42 亿，同比-20.6%、-21.2%，业绩短暂承压，主要系收入下滑、费用率提升。

毛利率小幅下滑，减值损失有所增加

25Q1 公司毛利率同比提升 0.65pct 至 10.3%，一季度期间费用率为 4.52%，同比+1.9pct，其中销售、管理、研发、

财务费用率分别为 0.86%、3.77%、0.18%、-0.29%，同比+0.17pct、+1.44pct、-0.18pct、+0.46pct。资产减值损失 0.15 亿，信用减值损失冲回 0.16 亿，综合影响下公司净利率为 4.26%，同比-0.6pct。25Q1 公司 CFO 净额为-6.78 亿，同比多流出 1.41 亿，收付现比分别为 74%、139%，同比+1.63pct、+19.72pct。截至 25Q1 公司合同资产较年初增加 2.09 亿至 20.4 亿。

新签订单稳步增长，下游景气度延续

2024 年公司新签订单 54.18 亿，同比增长 9.45%，2024 年末在手订单 28.95 亿。新签订单中，半导体及泛半导体新签 34.9 亿，占比达 64.4%，新型显示类新签订单 10.7 亿，占比达 19.8%，生命科学及食品医药大健康占比达 9.23%。分产品维度看，洁净室系统集成及机电工艺系统新签订单为 41.5 亿，占比达 76.6%，二次配新签订单 12.6 亿，占比达 23.2%，新承接海外订单 3.5 亿，占订单总额的 6.5%，总体来看，公司在手订单充足，多产业领域综合布局优势充分彰显，同时国内新型显示面板领域产线建设需求增加，关税影响下半导体领域加速国产替代有望迎来新一轮上行周期，我们看好公司下游领域景气度提升。

看好下游需求扩容，维持“买入”评级

公司作为高科技产业洁净系统集成解决方案高价值服务商，具备实施洁净室系统集成完整的产业链能力，为客户提供包括工业洁净室和生物洁净室的项目咨询、设计、项目管理、项目实施、系统调试及验证、二次配管配线、运行维护等一系列专业化技术服务，深耕洁净室行业 30 年，长期精进积累，已成长为我国洁净室行业头部企业之一。我们看好国内面板 8.6 代线资本开支规划，半导体国产替代进程有望加速，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.54、3、3.46 亿，对应 PE 为 22、19、16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；项目实施&回款不及预期。

亨通光电（600487）：业绩持续快速增长，在手订单充沛有望受益深海科技推动

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

事件：

亨通光电发布 24 年报及 25 年一季报。24 年实现营业收入 600 亿元，同比增长 25.96%；实现归母净利润 27.7 亿元，同比增长 28.57%。25Q1，公司实现营业收入 133 亿元，同比增长 12.58%，实现归母净利润 5.57 亿元，同比增长 8.52%，实现扣非净利润 5.46 亿元，同比增长 32.67%

24 年归母净利润逐季维持 30%左右增速：

公司 24 年 Q1-Q4 每个季度均实现归母净利润接近 30%增长，业绩兑现强。24Q4 来看，公司实现营业收入 175.9 亿元，同比增长 40.45%，实现归母净利润 4.54 亿元，同比增长 29.82%。

分业务来看，光通信业务实现收入 65.6 亿元（YoY-10.95%），智能电网实现 221.8 亿元（YoY+14.68%），海洋能源与通信实现收入 57.4 亿元（YoY+69.6%），工业与新能源智能实现收入 67.7 亿元（YoY+18.11%）。海洋能源与通信业务高速增长，电力与工业新能源智能稳健增长。

25Q1 公司实现营收同比增长 12.58%，扣非净利润实现同比增长 32.67%，公司主营业务盈利水平持续提升。

毛利率主要受光通信板块短期压力

公司 24 年实现毛利率 13.21%，同比下降 2.1pct，主要是受光通信业务毛利率下降（同比减少 3.77pct）拖累。海洋板块业务呈现毛利率提升趋势，实现毛利率 33.53%，同比增加 1.91pct。25Q1 公司实现毛利率 13.62%，季度环比有所改善。

海洋在手订单充沛，受益深海科技有望持续快速增长

截至 2025 年一季报，公司拥有海底电缆、海洋工程及陆缆产品等能源互联领域在手订单金额约 180 亿元。公司在海风板块是国内头部厂商，去年在海南、山东、广东等地斩获订单，同时海外持续成功中标欧洲、东南亚、南亚、东亚、中东、中北美洲等项目。2025 年，受益于海南、江苏等项目有望持续推动，公司海洋业务有望延续高增。同时，海洋通信领域，子公司亨通华海在全球范围内拥有领先地位，是全球前四具备成熟的跨洋洲际海底光缆通信网络综合解决方案能力和万公里级超长距海底光缆系统项目交付经验的唯一中国企业，截至 2025 年一季报，该业务相关在手订单金额约 80 亿元。受益于深海科技推动，以及全球数据互联对于跨洋海光缆需求的带动，有望持续快速增长。

海外非美地区全面布局

海外部分，公司较早布局海外市场，拥有多案例经验，国际知名度不断增强。借“一带一路”东风，业务版图不断扩张，先后并购印尼 PTVoksel、南非 Aberdare、西班牙 Cablescom、葡萄牙 Alcobre 等当地知名企业；已在西班牙、葡萄牙、德国等地设立 12 家海外产业基地，承接了一百多个工程项目；业务覆盖 150 多个国家和地区，包括近乎

东南亚每个国家，在各国拥有成功项目经验，能够提供优质电力传输产品服务、高质量建设及运维一体化解决方案，是出海领域的头部厂商，海外项目持续突破值得期待。

盈利预测与投资评级：

我们预计公司 25-26 年归母净利润为 35/43 亿元，预计公司 27 年归母净利润为 51.5 亿元，对应 25-27 年 PE 估值分别为 11/9/7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧的风险、项目推进节奏不及预期的风险、光通信需求不及预期的风险等

中天科技（600522）：25Q1 扣非净利润同比+20%，订单充沛产业向上趋势明朗！

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

事件：

中天科技发布 24 年报及 25 年一季报。24 年实现营业收入 481 亿元，同比增长 6.63%；实现归母净利润 28.38 亿元，同比下滑 8.94%。25Q1，公司实现营业收入 97.56 亿元，同比增长 18.37%，实现归母净利润 6.28 亿元，同比下滑 1.33%，实现扣非净利润 5.97 亿元，同比增长 20.45%。

24 年光通信及新能源业务营收&毛利率承压致业绩下滑

公司 24 年归母净利润 28.38 亿元（YoY-8.94%），同时毛利率实现 14.39%，同比下降 1.83pct，主要原因为：收入端，光通信及网络业务实现收入 81 亿元，同比下滑 11.19%。海洋系列（YoY-2.59%）和新能源（YoY-2.85%）小幅度下滑；毛利率端，光通信及网络、海洋系列以及新能源分别同比下降 1.98pct/2.20pct/4.03pct。

25Q1 营收&扣非净利润快速增长

25Q1 公司整体营收及扣非利润实现约 20% 增长，由于去年同期有光迅科技投资收益带来的非经影响，而 25 年因公司已处置完光迅股权，未包含该块利润，故归母净利润 25Q1 基本同比持平。

在手订单充沛，增长动能强

截至 2025 年 4 月 23 日，公司能源网络领域在手订单约 312 亿元，其中海洋系列约 134 亿元，电网建设约 140 亿元，新能源约 38 亿元。海上风电方面，公司中标了包括江苏大丰项目、国华如东光氢储一体化项目等，并圆满交付了我国首个电压等级 330kV 海上风电项目以及完成了全球单机容量最大双转子漂浮式海上风电工程，海洋能源竞争力突出；电网方面，受益我国特高压以及电网高质量发展，同时紧抓全球电网建设稳定增长机遇快速拓展，在手订单创新高，电网业务有望持续快速增长。

展望未来，各项业务发展动力强劲，业绩快速增长可期

①海上风电：公司 24 年披露在手订单充足，同时公司在产业布局上形成“设备+施工”两翼齐飞的局面，在区位优势上发展为以江苏为中心辐射黄海与东海，以山东、广东为两翼拓展渤海与南海的良好形势，同时积极拓展海外市场。公司先后承制了我国首个三芯 110kV、220kV、330kV 和单芯 500kV 交联聚乙烯绝缘交流海缆工程，产品能力行业领军。同时近期中标了包括帆石二、三山岛在内的海风项目，在 500kV 高电压等级项目取得了非常有意义的突破。

②电力板块：公司持续受益于国内特高压及电网高质量发展，同时在国际市场持续开拓。公司在电网建设领域不断创新，24 年内公司在电网建设领域共有 6 项新产品、新技术通过中国电力企业联合会评估鉴定，其中 5 项产品达到国际领先水平，1 项产品达到国际先进水平。

③新能源：公司十年深耕，如东项目带来明显光伏业务增量，储能领域在手订单持续增厚，竞争实力突出，有望持续高增长。随着后续硅料、碳酸锂等上游原材料价格的下降，以及双碳战略的持续推进，我们认为公司新能源业务有望迎来高速发展机遇。

④光通信：光通信有望保持平稳，公司竞争力强。公司光纤光缆市场份额领先。光模块领域，公司完成 400QSFP-DD 封装 DR4+ 硅光模块和 400GFR4 光模块研发试产，且已开始逐步向关键客户批量发货，800G 硅光模块研发工作有序推进，同时下一代 NPO、CPO 和液冷光模块等技术领域研发工作也已经开展。

盈利预测与投资建议：考虑到 24 年度利润有所承压及毛利率同比下滑情况，但同时在手订单充沛赋能未来发展，我们调整公司 25-26 年归母净利润为 39/49 亿元（前值为 44/55 亿元），预计 27 年归母净利润为 60 亿元，对应 25-27 年 PE 估值为 12/10/8 倍，维持“买入”评级

风险提示：海风行业开工进展低于预期，光通信行业景气度低于预期，原材料价格波动的风险，行业竞争影响盈利能力等

开润股份（300577）：嘉乐成长可期

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

公司发布年报及一季报

25Q1 公司营收 12 亿，同增 36%。归母净利 0.9 亿，同增 20%；扣非后归母净利 0.8 亿，同增 7%；营收增长系服装

及箱包收入增加，本期财务费用 0.3 亿，24Q1 为 686 万元，系并购企业并表后未实现汇兑损益增加所致。

24 年公司营收 42 亿，同增 37%。归母净利 3.8 亿，同增 229.5%。扣非后归母净利 2.9 亿，同增 109.7%。

目前，开润美国业务主要为箱包及服装代工制造，占公司收入约 15%，由印尼生产并出口。公司与客户主要采用 FOB，该模式下由客户承担货物装运上船后的运费并自行清关支付关税。

包括印尼在内东南亚国家是继中国之后，当下全球纺织制造产品最主要生产和出口国，美国消费市场及美国纺服品牌客户对其产能依赖度很高。东南亚国家因其人口基数和人力成本优势，成为诸如箱包、鞋、服生产等劳动密集型行业的重要产能地，而美国人力成本显著高于东南亚，通过关税政策倒逼纺服制造行业回流至美国本土的可能性较低。

公司通过在中国、印尼、印度等多地建厂布局全球化产能，目前公司海外产能占比已超过 70%，且该布局从客户视角看存在显著的差异化特征。公司将全球化产能与全球终端消费市场科学合理适配，并持续深入开拓全球市场头部优质客户和业务增量，不断有效构建强大的全球供应链组织能力、海外贸易及关税风险抵抗能力。

代工制造：并购显著提升收入增量，实现客户拓展及生产效能改善

24 年营收 35 亿，同增 45%，毛利率 22.55%，同减 1.3pct。其中箱包代工收入 24 亿同增 20.27%；服装代工收入 12 亿同增 146.43%。

公司控股收购嘉乐股份，帮助公司切入优质客户优衣库供应链，在原有客户 Adidas、PUMA、MUJI 等保持高增基础上，带动服装收入大幅增长。

品牌经营：小米箱包持续推出新品，自有品牌积极拓展销售渠道

24 年营收 6.6 亿元，同增 5%，毛利率 25.5%同减 1pct。

一方面，公司在与“小米”品牌合作中，在产品上新、渠道拓展、销售运营及供应链管理方面更多与箱包行业的优质经验深度融合，24 年内推出了米家侧翻盖旅行箱、米家通勤双肩包等十余款小米箱包新品，并开设天猫小米箱包旗舰店，使得小米品牌势能在箱包行业得以较好延伸。

另一方面，“90 分”持续探索国内外新的销售渠道，拓展收入增量。在国内，“90 分”作为首个国货箱包品牌入驻苹果全国 200 多家 APR 授权门店。在海外，“90 分”入驻美国亚马逊等线上平台，在菲律宾与当地分销商合作建立了线下品牌门店，在海外市场销售初具规模。

调整盈利预测，维持“买入”评级

基于公司一季度业绩表现，我们调整盈利预测，预计 25-27 年归母净利分别为 4.7/5.8/7.0 亿元（25-26 年前值为 3.9/4.7 亿元）；

EPS 分别为 1.96/2.41/2.93 元；

PE 分别为 13/11/9x。

风险提示：行业竞争风险加剧；订单不及预期；关键人才流失风险；

农林牧渔：渠道革命：宠物食品千亿赛道的流量争夺战

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

宠物行业规模：犬猫经济扩容提质，代际迁移打开增长空间

1) 年轻代际主导消费升级，宠物经济步入黄金发展期。据《2024 年中国宠物行业白皮书》显示，城镇犬猫消费市场规模同比增长 7.5%至 3,002 亿元，其中，犬消费市场规模达到 1557 亿元，小幅增长 4.6%；猫消费市场规模达到 1445 亿元，增长 10.7%。核心驱动力源自 90 后主力人群（占比 41.2%）与加速渗透的 00 后新生代（占比 25.6%，+15.5pctYoY），宠物陪伴属性上升推动需求刚性化。从消费结构看，主粮市场仍占 52.8%基本盘，而医疗（28.0%）、用品（12.4%）、服务（6.8%）等非粮类目合计占比突破 47%，渗透空间显著。对标美国较为成熟的宠物市场，我国犬猫消费仍处于较低水平，量价双升逻辑明确。

2) 人口结构变迁重塑消费图景，孤独经济催生千亿蓝海。民政部数据显示，2024 年我国结婚登记数降至 610.6 万对（1980 年以来新低），出生率 6.77%较 2016 年大有下降。单身社会加速演进背景下，宠物作为“情感刚需品”属性强化，00 后宠主占比突破 25.6%（2023 年：10.1%），我们认为，年轻宠主的高支付意愿与精细化养宠理念构筑结构性增长极。

线上渠道变革：流量分化与国产品牌崛起

3) 电商多极格局成型，内容场域成增长新引擎。根据《2023 年-2024 中国宠物行业白皮书》，宠主购买主粮对传统线上渠道占比达 80%，排名第二的是宠物医院渠道，占比达 31.8%。根据《2024 年淘宝天猫宠物行业数据白皮书》报告显示，淘天目前为宠物行业第一大电商平台，占主要电商平台超 50%份额，此外，淘系平台养宠人群数量已超 1 亿，同比增长达双位数。抖音电商宠物类目涨势强劲，2024 年抖音电商宠物类目同比增长 65%，在各大促销活动期间表现卓越。

4) 大促节点验证消费韧性, 品类扩张呈现多点突破。2024 年双十一全渠道数据显示: 淘系宠物 GMV/买家数同比 +50%+, 新客贡献率近 50%, 会员运营成效显著 (50 家店铺会员 GMV 超千万); 京东百万级 SKU 同比+37%, 成交翻倍店铺数量同比增长超 56%, 宠物业务成交额同比增长超 2.1 倍; 抖音以 92%增速达成 20.32 亿 GMV, 抖音平台宠物行业具有天然强内容属性, 用户关注度和参与度高, “宠物”全年搜索同比增长 415.59%, 消费人群同比增长 92%, 达人数量同比增长 102%。

线下渠道升级: 专业化与服务化破局

5) 线下渠道商品零售止跌回暖, 实体服务分化发展。线下渠道在整体国内宠物消费者付款总额里, 占据了 44%的份额, 其中非大促期宠物店/医院渠道稳居 TOP3。实体业态呈现两极分化: 标准品零售商通过 “体验+即时配送” 提升坪效, 而洗护/培训等服务业态依托专业度实现高溢价。

6) 医疗市场份额占比近 30%, 宠物医院数量快速攀升。从消费结构看, 医疗市场市场份额为 28.0%。根据宠业家数据, 截止 2024 年 12 月, 宠业家数据库小程序共收录营业中的宠物医院 28975 家。其中包括了商业性动物医院 25425 家、各类具备宠物检疫、疫苗和狂犬控制功能的畜牧兽医站点 3552 家。

投资建议: 我们认为, 我国宠物经济蓬勃发展, 国产品牌崛起快速, 聚焦“国产替代+消费升级”双主线。推荐标的: 【乖宝宠物】、【佩蒂股份】、【中宠股份】、【路斯股份】。

风险提示: 原材料价格波动风险; 市场竞争风险; 汇率波动风险; 出口贸易摩擦风险。

食品饮料: 食品饮料周报: 政治局会议定调积极, 看好饮料旺季催化

张潇倩 zhangxiaoqian@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110524060003

市场表现复盘

本周(4月21日-4月25日)食品饮料板块/沪深300涨跌幅分别-1.36%/+0.38%。具体板块来看, 本周零食(+4.50%)、软饮料(+2.21%)、其他酒类(+0.06%)、调味发酵品(-0.33%)、肉制品(-0.53%)、啤酒(-0.72%)、保健品(-1.28%)、白酒III(-1.75%)。

周观点更新

白酒: 五一临近关注宴席场景拉动, Q1 板块释压预计总体持平微增。本周白酒板块-1.75%, 表现弱于食品饮料整体以及沪深300, 我们认为主要系: ①当前处白酒消费淡季, 需求端总体仍偏弱; ②25Q1 行业主动调整去库存&高基数背景下报表端预计承压。本周舍得酒业、华致酒行发布一季报, 天佑德酒、顺鑫农业、五粮液、老白干酒发布年报&一季报, 总体表现符合预期(五粮液25Q1略超预期), 从目前发布的酒企财报来看预计降速释压仍是酒企24Q4&25Q1主旋律。五一旺季来临各头部品牌纷纷加码婚宴投入力度, 从多地酒店宴席预订量增长情况来看, 五一期间白酒宴席场景预计有增长, 或加速行业库存去化节奏, 助力行业逐步走出调整。4月25日中央政治局会议提到, 要加紧实施更加积极有为的宏观政策, 用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 同时, 还提到将通过创设新工具精准引导资金流向科技创新、扩大消费、稳定外贸等领域。当前(2025-04-26)申万白酒指数 PE-TTM 为 19.44X, 处于近 10 年 11.49%的合理偏低水位, 在中央政治局会议积极定调背景下, 建议关注后续具体刺激政策出台为板块带来的估值修复机会。

啤酒&饮料: 成本红利兑现, 关注季报行情。本周啤酒板块-0.7%、软饮料板块+2.2%, 珠江(+5.7%)涨幅靠前, 珠江 Q1 业绩超预期催化。我们认为, 气温升高、旺季逐步来临, 随着后续促消费政策落地, 25 年餐饮、夜场需求有望好转, 重视板块估值和基本面的修复。

关注零食板块行情, 看好潜在顺周期下三大投资主体机会。本周零食/软饮料板块涨幅居前。本周万辰集团/有友食品有友食品涨跌幅居前预计主要系 25Q1 业绩良好以及受山姆新品影响。零食方面, 我们认为 25Q1 业绩承压已经较为充分反馈, 24Q2 基数相对较低(增速较 24Q1 放缓), 且部分公司仍具备阿尔法行情, 建议持续关注零食板块。软饮料方面, 由于销售旺季即将到来, 新品动销将成为潜在催化点。乳制品方面, 我们认为生育/奶粉补贴等政策的持续推出、上游牛肉价格上行以及潜在上游原奶拐点逻辑或持续刺激乳制品(上游牧场+下游乳企)弹性表现。大众品方面我们继续持续重点推荐乳制品和零食板块, 同时食品方面关注 “餐饮” / “出海” / “原奶拐点” 三大主题投资机会。

板块投资建议

【白酒板块】推荐 α 相对强&享受一定价位 β 红利的白酒龙头酒企: ①强 α 主线: 今世缘/山西汾酒/迎驾贡酒/贵州茅台等; ②顺周期 β 主线: 泸州老窖/酒鬼酒/水井坊/舍得酒业等。

【大众品】大众品方面我们重点推荐零食/乳制品板块, 新增关注软饮料。25 年大众品或将成为具有强弹性赛道, 我们建议关注: ①零食/卤制品行情有望持续(业绩弹性来源于 “Q2 业绩低基数下, 品类红利释放/量贩&会员制商超&海外等渠道拓展贡献增量”), 结合催化空间&估值位置, 继续首推甘源食品, 同时建议关注三只松鼠/有友食品/

盐津铺子&卫龙美味/周黑鸭等，关注相对底部绝味食品；②旺季催化-Q2 啤酒&软饮料迎来旺季，比如：燕京啤酒/承德露露/百润股份/东鹏饮料/李子园等，软饮料旺季新品催化或持续兑现；③“乳制品”条线（潜在上游原奶拐点+需求有望升温）：悠然牧业/蒙牛乳业/伊利股份/新乳业；④“餐供”条线（B 端场景潜在修复弹性大）：安井食品/立高食品/宝立食品/日辰股份/颐海国际/中炬高新等等。

风险提示：供过于求；食品安全风险；需求疲软；市场同质化产品竞争加剧

国防军工：主动基金持仓超配比例修复，军工电子系配置反弹先锋

王泽宇 wangzeyu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110523070002

总体视角：

2025 年一季度主动+被动型基金对军工板块持股占比超配比例逐步修复，超配比例达-0.66%，相较于 24Q4 超配比例提升 0.04%。目前已有连续 7 个季度板块配比处于标配比例之下，我们认为，25 年 Q1 板块配比有所修复或意味着基本面修复逐步出现，配比有望出现渐进式反弹，25 年 Q2 超配比例有望进一步提升，且仍存后续较大增长空间。

主动配置总量视角：
2025 年一季度主动型基金军工板块持股占比为 2.35%，超配比例为-0.21%，相较于 24Q4 超配比例提升 0.04%，主动基金持仓超配比率逆转 2024Q4 的下降趋势，有望进入持续增长区间。我们认为，2025 年为“十四五”收官、“十五五”开端之年，军工板块景气度有望持续修复，同时地缘政治复杂程度加深，系统性避险属性不断加强，军工行业有望进入新地缘变化下新估值阶段，主动型基金对军工板块超配比例有望不断修复。

主动配置板块视角：

1.2025Q1 主动型基金前十大军工股持有流入总市值绝对值的前十中，军工电子板块标的占 80%；在流入总市值占公司总市值比例的前十中，军工电子板块标的占比 80%。我们认为，过去三年军工电子板块较其他军工子板块超跌较多，在长尾效应下周期反弹锐度或将凸显，板块景气度修复时或成为先选，军工电子持仓占比有望持续提升。

2.2025Q1 航空发动机产业相关标的在主动型基金前十大军工股持有流出总市值占公司总市值前十中占比 30%，我们认为，航发产业或受制于 2025 年周期相对底部的影响，伴随国产商发持续加速，新型号装备型号持续成熟，航发子板块有望企稳修复。

建议关注：

- 1.元器件及弹药：火炬电子（电子组联合覆盖）、鸿远电子、振华科技、国泰集团（化工组联合覆盖）、长城军工、盟升电子等；
- 2.十五五新方向：七一二（通信组联合覆盖）、熊猫电子、洪都航空、火炬电子（电子组联合覆盖）、内蒙一机、航发科技、睿创微纳等
- 3.对欧出口敞口：宝钛股份、隆达股份（有色组联合覆盖）、睿创微纳等
- 4.大飞机&商发国产化：润贝航科、航发科技、隆达股份（有色组联合覆盖）、江航装备、航亚科技、图南股份（有色组联合覆盖）等
- 5.军工核心下游资产：航发动力、中航沈飞、中航成飞、中航西飞等

风险提示：下游订单不及预期导致板块业绩下滑风险，新型号新装备批产节奏不及预期风险，主观性风险等。

全球 AI 周报：谷歌财报维持全年 750 亿资本支出指引，AI 需求维持高位

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

全球 AI 产品更新

微软重磅官宣“AI 同事时代”正式开启，Microsoft365Copilot 迎来重大更新，Researcher、Analyst 等智能体登场。目前 Microsoft365Copilot 界面已完全 AI 化，此次更新构建了全新系统，融合网页、工作内容和 Pages。

OpenAI 发布了全新图像模型 GPT-image-1，已经通过 API 向全球开发者开放使用。GPT-image-1 与 ChatGPT 版本有很大不同，可以控制生成图像的敏感度、生成效率、背景、输出格式、渲染质量、压缩质量等，并且支持全网热门的吉卜力模式。

腾讯混元 3D 生成模型发布 2.5 版本。该版本在多个关键领域取得重大突破。建模精细度显著提升，有效几何分辨率达 1024，从标清进阶为高清，模型表面、边缘和细节表现更出色；

字节跳动开源了多模态 AI Agent UI-TARS 的最新 1.5 版本。与上一代相比，1.5 版本在计算机使用、浏览器使用和手机使用等基准测试中均表现出色。

重点公司业绩情况

谷歌：谷歌净利润增长 46%超预期，维持全年 750 亿美元资本支出指引。谷歌 2025 年一季度营收 902 亿美元，超越彭博一致预期（891 亿美元）；净利润 345 亿美元，同比增长 46%，远超彭博一致预期（247 亿美元）。公司维持全年约为 750 亿美元资本支出指引，同时表示预计全年折旧费用的增长率还会进一步提高。

特斯拉：各项业绩不及预期，全年指引或因关税/宏观发生变化。特斯拉一季度营收 193.3 亿美元，同比下降 9%，

不及彭博一致预期 (213.7 亿美元); 毛利率 16.3%, 同比下降 104bp。马斯克强调长期核心战略仍是大规模部署自动驾驶汽车与人形机器人。机器人方面, Tesla Optimus 机器人将在今年下半年实现量产, 年内将在特斯拉工厂内部部署数千台, 有望在 2030 年实现年产 100 万台的产能。

ServiceNow: 一季度业绩超预期, ProPlus 交易快速增长。ServiceNow 2025 年一季度订阅收入达到 30.05 亿美元, 同比增长 20%; 净新增年化合同价值 (ACV) 超过 100 万美元的交易有 72 笔, 多于去年同期的 63 笔; 其中超过 500 万美元的有 9 笔。AI 产品驱动业务增长, ProPlus 交易快速增长, ProPlus 交易数量同比增长超四倍, 其中 39 笔交易涉及三款或更多 Now Assist 产品。

Vertiv: 营收和盈利能力均超出市场预期。2025 年一季度 Vertiv 营业收入 20.36 亿美元, 超越彭博一致预期 (19.4 亿美元) 有机净销售额同比增长 25%。订单及积压方面, Vertiv 继续展现出强劲的市场需求。本季度 Book-to-Bill 比达到 1.4 倍, 积压订单规模增长至 79 亿美元, 同比增长 16 亿美元。公司表示随着 AI 芯片 (如 Blackwell) 出货节奏加快, 液冷等高阶基础设施产品需求亦同步增长。

投资建议:

我们认为当前全球处于宏观变量与人类跨时代科技变革交织影响下的重大时刻, 毋庸置疑 AI 带来的机会正进一步深入与扩散至各行各业, 尽管市场对于 AI 的 ROI 及回报一直有疑虑且担心可能的海外经济衰退风险对 AI 整体产业投入和发展产生影响, 但我们观察本季度财报发现云厂商资本支出依然维持稳定水平, AI 应用仍然在扩散且推理侧 token 消耗上升。近期我们建议关注海内外包括 DeepSeek、阿里巴巴通义千问及 OpenAI 等重大模型迭代, 若相关中国 AI 模型发布超预期或将带来“中国 AI”新一轮行情启动。

建议关注:

中国 AI: 从腾讯宣布元宝接入微信聊天入口到阿里巴巴旗下夸克发布 AI 超级框以及飞猪推出“问一问”AI 功能, 中国互联网大厂不断发布的 AI 应用产品, 我们认为中国互联网大厂 AI 发展趋势正从 chatbot 类应用向 AI Agent 类产品迭代推进。近期我们建议密切关注: 若 DeepSeek 以及阿里巴巴后续重要模型超预期迭代发布或将带来 2025 年“中国 AI”第二波机会。另一方面, 随着港股中概公司财报季临近, 我们认为互联网科技大厂普遍将 AI 定位为核心发展方向, 预计在财报中将持续强调 AI 资本支出及应用进展。建议关注: 【阿里巴巴】【腾讯控股】【小米】【快手】【美团】。

海外 AI: 市场持续担忧可能的美国经济衰退或将影响 AI 产业发展所需的投入, 近期市场普遍下调受宏观影响较大的广告及企业 IT 行业的预期, 但已发布财报的 AI 大厂及应用公司如谷歌及 ServiceNow 财报超预期显示企业 IT 收入有明显回暖现象, 且广告行业未见明显衰退迹象, 我们认为谷歌及 ServiceNow 超预期财报有望平复市场对于 AI 未来前景的焦虑。另一方面, 算力需求层面前期受微软数据中心砍单等消息影响, 市场普遍担心算力需求放缓, 但 Vertiv 上调全年指引侧面印证了算力订单依旧维持较高水平; 同时, 谷歌维持全年 750 亿美元资本支出计划有望为后续云厂商资本支出节奏定调, 关注后续云厂商财报资本支出节奏, 后续科技公司财报有望成为下一阶段 AI 整体叙事催化。重点关注方向: (1) 美国衰退预期当前影响对科技大厂基本面及 AI 投入持续性的判断, 关注后续科技大厂财报 AI ROI 表现, 建议关注: 【谷歌】、【微软】、【亚马逊】、【META】; (2) AI 算力短期普遍超跌, 短期云厂商资本支出节奏未见放缓趋势, 建议关注: 【英伟达】、【VERTIV】; (3) 智能驾驶是当下最快落地 AI 应用场景之一, 关注特斯拉产品周期迭代、FSD 和 Robotaxi 落地情况, 建议关注: 【特斯拉】; (4) 关注后续 GPT-5 迭代, 模型能力提升有望带来 AI 应用落地, 建议关注: 【SNOWFLAKE】、【ROBLOX】、【APPROVIN】、【ELASTIC】。

风险提示: 宏观经济不及预期; 企业盈利不及预期; 通胀上行压力。

近期重点报告

2025 年 04 月 29 日

- 金海通 (603061): 25Q1 业绩表现亮眼, 三温分选机成为新增长点-买入-潘暕/朱晔/李泓依
- 柏诚股份 (601133): 收入、利润短暂承压, 看好洁净室赛道景气度高增-买入-鲍荣富/王雯/王涛/王悦宜
- 海信家电 (000921): 外销增速表现亮眼, 利润水平持续提升-买入-孙谦
- 中国建筑 (601668): 基建订单同比高增, 境外业务持续扩容-买入-鲍荣富/王涛/任嘉禹
- 科达制造 (600499): Q1 收入利润同比高增, 25 年有望迎来业绩向上拐点-买入-鲍荣富/朱晔/王涛/任嘉禹
- 伟星新材 (002372): Q1 业绩承压, 看好零售龙头发展韧性-买入-鲍荣富/王雯/王涛/王悦宜
- 中国石化 (600028): 业绩略超预期, 高股息仍具价值-买入-张樨樨/姜美丹
- 洪都航空 (600316): 25Q1 收入同比大增 91%; 坚定看好公司未来发展-买入-王泽宇/赵博轩
- 扬州金泉 (603307): 新客户新项目精准开拓-买入-孙海洋
- 铂科新材 (300811): 业绩兑现优秀, 芯片电感持续高增长-买入-刘奕町/吴亚宁

爱婴室 (603214): 25Q1 稳健增长, 期待 25 年开店加速-买入-何富丽/来舒楠
国防军工: 主动基金持仓超配比例修复, 军工电子系配置反弹先锋-强于大市-王泽宇/赵博轩
农林牧渔: 渠道革命: 宠物食品千亿赛道的流量争夺战-强于大市-吴立/陈潇
生于忧患: 政策与大类资产配置周观察-吴开达/叶慧超

2025 年 04 月 28 日

珠江啤酒 (002461): 扣非利润高增, 销量&成本改善-买入-张潇倩/李本媛
天目湖 (603136): 25Q1 利润增长 26%, 全年业绩增长展望积极-买入-何富丽
安徽建工 (600502): 一季度收入&订单稳健增长, 关注后续订单结转速度-买入-鲍荣富/王涛/任嘉禹
航发科技 (600391): 航发主机龙头之一, 迎来装备&大飞机发展新机遇-买入-王泽宇/赵博轩
北方国际 (000065): Q1 业绩承压下滑, 继续看好一带一路工程+运营项目发展-买入-鲍荣富/王涛/蹇青青
中国交建 (601800): 公司发布三年现金分红规划, Q1 订单增速印证基建景气向上-买入-鲍荣富/王雯/王涛/王悦宜
浙数文化 (600633): 浙数文化一季报点评: 营收稳健增长, 利润显著增长-买入-孔蓉
迪阿股份 (301177): 业绩暂承压, 24 年超额分红、现金充足保持发展期待-增持-何富丽/孙海洋
宝武镁业 (002182): 镁价拖累公司业绩, 持续向轻量化零部件领域拓展-增持-刘奕町/胡十尹
大元泵业 (603757): 家用板块重回增长, 盈利能力短期承压-买入-孙谦/朱晔/郭丽丽/宗艳/赵嘉宁
大华股份 (002236): AI 模型加快行业拓展应用, 一季度净利润增长显著-买入-潘暕
凯莱英 (002821): 2025Q1 收入和利润率均稳健增长, 新兴业务毛利率上升-增持-杨松/曹文清
柳工 (000528): 一季报业绩表现优异, 集团增持彰显长远发展信心-买入-朱晔
养殖业: 如何看待当前时点压栏、二育行为? -强于大市-吴立/陈潇/陈炼/黄建霖/陈思贝
中观景气度高频跟踪及运用: 中观景气度数据库和定量模型应用-吴开达/孙希民/朱俊福

2025 年 04 月 27 日

内蒙一机 (600967): 25Q1 实现营收业绩双增长, 关联交易额大幅增长或预示高景气度-买入-王泽宇/赵博轩
盾安环境 (002011): 热管理增速亮眼, 盈利能力短期波动-买入-孙谦/朱晔/宗艳/赵嘉宁
海油工程 (600583): 深耕海上油气基建, 利润率水平持续创新高-买入-张樨樨/姜美丹
复宏汉霖 (02696): 再启航, 创新+国际化步入收获期-买入-杨松/刘一伯
交通运输: 交运平台高增长, 进入利润兑现期-强于大市-陈金海/李宁
电力设备: 割草机器人: 园林行业“自动驾驶”, AI 赋能下的新兴赛道-强于大市-孙潇雅
A 股策略周思考: 政治局会议的前瞻指引-吴开达/林晨/陈英奇/汪书慧
南方顺丰物流 REIT 上市: 周观 REITs-吴开达/肖峰

2025 年 04 月 26 日

中国电信 (601728): 持续深入实施云改数转战略, 经营业绩保持稳健-增持-王奕红/唐海清/陈汇丰/康志毅
威胜信息 (688100): 营收净利润实现良好增长, 在手订单充裕未来增长动力强劲-买入-王奕红/唐海清/陈汇丰/朱晔
公用事业: 从产业结构调整看用电量与 GDP 增速差-强于大市-郭丽丽/杨嘉政
行业比较周报: 震荡期后续主线的思考-吴开达/孙希民

2025 年 04 月 25 日

卫星化学 (002648): C3 丁辛醇提供增量, 乙烷裂解利润坚挺-买入-张樨樨/朱韬宇
北新建材 (000786): “两翼”保持较快增长, 工业涂料布局再加速-买入-鲍荣富/王涛/林晓龙
世运电路 (603920): Q1 归母同比增长 65.61%, 汽车电子与新兴业务共驱-买入-潘暕
比依股份 (603215): 公司入局环电新品类, 加快落地海外产能-增持-孙谦
海信视像 (600060): 收入温和增长, 盈利改善兑现-买入-孙谦/宗艳/赵嘉宁
苏泊尔 (002032): 收入端平稳增长, 公司持续提效-买入-孙谦
医药生物: 2025 年 1 季度医药行业基金持仓结构分析-强于大市-杨松/刘一伯
超常规逆周期应对关税冲击: 4 月 25 日政治局会议学习-吴开达/叶慧超

2025 年 04 月 24 日

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
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
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
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
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
赛力斯 (601127): 智驾重塑豪华, 助力品牌向上-买入-孙潇雅/谢坤
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

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
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
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
京东健康 (06618): 打造线上健康消费第一入口, AI 赋能拓展服务边界-买入-杨松/孔蓉/张中华

2025 年 04 月 23 日

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
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
金徽酒 (603919): 结构快速升级, 利润符合预期-买入-张潇倩/谢文旭
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
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
登康口腔 (001328): 电商助力高毛利产品成长-增持-孙海洋
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
盛泰集团 (605138): 持续建设内外循环生产基地-增持-孙海洋
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
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
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
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

天风证券研究所

策略研究研究团队

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

电力设备新能源研究团队

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

电子元件研究团队

潘暕 S1110517070005 panjian@tfzq.com
骆奕扬 S1110521050004 luoyiyang@tfzq.com
许俊峰 S1110520110003 xu junfeng@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 hubishiqing@tfzq.com
赵阳 S1110524070005 zhaoyanga@tfzq.com

基础化工研究团队

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

机械研究团队

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

计算机研究团队

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

家电研究团队

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

建筑工程研究团队

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

交通运输研究团队

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

金融工程研究团队

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

金属与金属新材料研究团队

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

军工研究团队

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

领导层研究团队

赵晓光 S1110516100006 zhaoxiaoguang@tfzq.com

能源开采研究团队

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

农林牧渔研究团队

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

汽车研究团队

谢坤 S1110524120002 xiekun@tfzq.com

商贸零售&社会服务业研究团队

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

生物医药研究团队

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

食品饮料研究团队

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

数据研究院研究团队

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

通信研究团队

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

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

分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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