

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2026-04-03

宏观策略

2026年04月03日

金融产品深度报告 20260402: 恒生科技 ETF, 2026 年 3 月复盘及 4 月展望

事件驱动盘点: 宏观层面: 3月外部地缘政治风险主导, 美伊冲突升级加剧避险情绪, 霍尔木兹海峡关闭推动油价飙升。美联储鹰派信号强化“高利率更久”预期, 推升高利率担忧, 共同压制板块估值; 国内 CPI 回暖, 两会政策性利好托底形成弱支撑, 多角博弈下指数震荡加剧、反弹乏力。政策层面: 3月内地与香港政策协同发力, 央行通过定调适度宽松的货币政策、MLF 净投放、上调宏观审慎调节系数等改善流动性。内地香港互联互通深化与离岸人民币市场建设再提速, 虽利好渐进释放, 但外部利率与跨境资金波动仍为关键掣肘。行业层面: 3月“供给端受压、应用端突围”。美国拟将 AI 芯片管制扩展至全球。以 OpenClaw 为代表的全球 AI 应用爆火, 标志着 AI 技术从底层算力驱动转向场景应用落地。英伟达 GTC 大会发布创新成果提振信心。但美股整体偏弱形成负面映射, 利好传导受限, 叠加基本面兑现压力, 板块仍存短期波动。指数后市展望: 关键事件前瞻: 2026 年 4 月, 恒生科技指数的走势可能将由宏观数据与政策定价两条主线共同牵引。其中, 美伊战争仍主导走势, 霍尔木兹海峡通航与否依然难下定数, 但考虑到特朗普和伊朗总统佩泽希齐扬均表态愿意结束战争, 冲突可能降温, 利好风险资产; 海外通胀与就业数据决定美联储利率路径预期; 国内价格与利率信号更多提供“政策空间与修复斜率”的判断依据; 行业基本面部分, 随着 3 月底核心标的业绩披露结束, 市场进入业绩真空期, 可能缺乏新的产业催化。指数走势展望: 预计 2026 年 4 月恒生科技可能延续“持续探底、寻找下一个支撑位”的弱势格局, 趋势性反转缺乏基本面与资金面的强支撑, 且需警惕美国通胀粘性超预期、美伊冲突升级等事件带来的进一步调整压力; 短期虽存在政策利好与行业景气催化下的结构性机会, 但在技术性熊市格局未改、增量资金入场乏力的背景下, 整体仍以谨慎为主, 难以摆脱持续调整的态势, 板块分化与主题轮动特征或进一步凸显。相关 ETF 产品: 华夏恒生科技 ETF(513180)紧密跟踪恒生科技指数, 追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化。截至 2026 年 3 月 31 日, 该基金总市值达 493.75 亿元, 当日成交额 49.45 亿元。风险提示: 1)发生重大预期外的事件; 2)宏观经济不及预期; 3)行业政策或监管环境突变。

金融产品深度报告 20260402: 纳斯达克 100ETF, 3 月复盘与 4 月展望

指数后市展望: 关键事件前瞻: 2026 年 4 月纳斯达克 100 指数面临“滞胀验证期”与“地缘最后期限”交织考验。4 月 3 日非农数据检验就业韧性, 4 月 6 日特朗普伊朗能源设施打击期限与通胀数据共振, 4 月 30 日 FOMC 会议定调利率路径。叠加月末美伊释放停战信号, AI 算力叙事有望重获定价权。指数走势展望: 2026 年 4 月资金面面临滞胀数据验证与地缘最后期限冲击, 30 日 FOMC 会议定调利率预期。技术面风险度降至 1.44 触发局部底部左侧信号。基本面聚焦 AI 技术落地与产能瓶颈检验, 英伟达 NemoClaw 采用率及存储产能扩张为关键。3 月末美伊局势有所缓和, 预计指数在 4 月将迎来探底反弹, 但仍需警惕尾部风险。相关 ETF 产品:

晨会编辑 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 田源

执业证书: S0600125040008

tiany@dwzq.com.cn

广发纳斯达克 100ETF(159941.SZ)紧密跟踪指数，截至 2026 年 3 月 31 日，该基金流通规模达 267.33 亿元，当日成交额 9.46 亿元。 风险提示：1)行业政策或监管环境突变；2)宏观经济不及预期；3)发生重大预期外的事件。

#海外政治：特朗普准备“TACO”，但霍尔木兹海峡依旧“悬而未决”

核心观点：结合特朗普最新演讲内容，我们认为特朗普或通过最后一波对伊朗高烈度的军事打击，以宣布本次“史诗狂怒”行动取得“彻底胜利”，从而正当化其最后撤军的 TACO 行为。同时特朗普也在将霍尔木兹海峡问题的矛盾转移至伊朗与其他国家之间，以掩盖自身挑起冲突的政治责任。但由于“先升级再降级”的路径仍无法解决霍尔木兹海峡的通航问题，因此市场短期内或将延续之前的“紧货币”交易路径。若伊朗方面未来对美伊直接会谈做出积极表态，双方开始就和平协议进行实质性磋商，则市场情绪或因此出现显著改善，令当前“紧货币”交易路径反转。 风险提示：美伊冲突局势发展超预期；特朗普军事行动部署超预期；美伊冲突对美国通胀的影响不及预期。

宏观深度报告 20260402：黄金 ETF，2026 年 3 月复盘与 4 月展望

事件驱动盘点： 资产配置价值： 沪金在 3 月主要受战争所带来的通胀预期，避险需求，流动性冲击与央行购金的多重因素影响，其资产配置价值呈现“单边下跌，小幅企稳”的走势，形成了由战争预期主导，多因素共同影响的复杂定价格局。 货币价值： 在美联储鹰派信号与避险溢价的双轮驱动下，美元指数与美债收益率大幅走高。在此背景下，黄金的货币属性被美元显著压制。 避险价值： 中东美以伊地缘冲突全面升级并向周边地区外溢，风险溢价显著抬升，为金价提供了强劲的底部支撑。 商品价值： 央行购金逻辑出现结构性分化。土耳其央行为保证流动性与本币汇率大幅抛售黄金使其短期承压；其他部分国家央行则持续增持，对黄金中枢形成长期支撑。 指数后市展望： 关键事件前瞻： 展望后市，黄金价格走势仍将围绕中东地缘对峙演化、通胀与就业数据验证、美联储政策路径校准以及美国国内政策博弈等核心因素展开，不同驱动逻辑在月内或将交替影响市场定价，价格运行延续事件驱动 + 预期摇摆的特征，低位震荡与韧性抬升并存。 指数走势展望： 从资金博弈特征看，黄金正面临“央行增持”与“机构配置切换”这两重因素的拉扯。若美以伊冲突进一步升级，黄金可能继续承压。近期美伊双方均释放缓和信号，若冲突持续降温，美元与美债收益率的核心推力将受到压制，叠加美国通胀导致的实际利率降低与石油美元体系的松动，黄金可能在短期实现快速反弹。黄金的中长期上行逻辑仍然稳固，短期波动不改变长期叙事，黄金在宏观逻辑共振下具备重新向上突破的空间。 相关 ETF 产品： 华安黄金 ETF（518880.SH）紧密跟踪国内黄金现货价格收益率，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化，截至 2025 年 3 月 30 日，该基金总市值达 1238.23 亿元，当日成交额 247.42 亿元。 风险提示： 1)行业政策或监管环境突变；2)宏观经济不及预期；3)发生重大预期外的宏观事件。

固收金工

固收深度报告 20260401：债券“科技板”他山之石：海外科技巨头债券融资路径演变案例复盘之通信行业

2026 年，作为“十五五”规划的开局之年，产业正经历从“政策输血”向“自我造血”的关键转折，而通信行业作为新型基础设施产业的核心、

未来产业的重要细分领域，正承载着算力下沉与万物智联的双重使命，其所属企业的融资能力不仅关乎全球 6G 标准的话语权争夺，更直接决定了 AI 时代全球数据流动的速率与边界。然而，通信行业固有的“高研发投入、高技术壁垒、长周期迭代”属性，对企业的融资结构构成挑战。一方面，随着 AI 算力爆发对底层架构的重构，头部企业必须持续加码自研芯片与云网融合技术，以维持技术领先身位；另一方面，全球运营商资本开支步入平稳期，设备商面临从“硬件销售”向“软件订阅与平台服务”转型的阵痛，现金流回笼节奏与高额研发投入之间存在周期性错配。审视国内，尽管科技创新债券与“数字经济”专项金融工具已将通信基建纳入重点支持范畴，但债券市场的服务能力与产业主体的真实需求之间仍存在深层错配：发债主体仍集中于具备信用背书的头部平台，而大量深耕细分赛道、处于技术攻坚期的民营通信技术公司，则受制于其研发周期长、重资产沉淀慢等特点，在利用债券市场优化资本结构方面进展缓慢。本报告将选取全球通信市场的三大标杆企业——网络硬件与安全软件巨头思科（Cisco Systems, Inc.）、移动通信基建领军者爱立信（Telefonaktiebolaget LM Ericsson）与诺基亚（Nokia Corporation）——来作为分析样本，原因在于其同属全球信息通信技术产业的核心层，系 5G/6G 标准、AI 算力调度及云原生网络等细分赛道的重要参与者。通过复盘三家企业的债券融资轨迹，分析其不同发展阶段对债券工具的运用策略，或可为我国处于产业链相似环节的通信公司参与债券一级市场以及机构投资者在二级市场挖掘通信行业发行主体债券价值提供参考方向。风险提示：数据统计与来源偏差；监管政策变动风险；行业竞争与技术迭代风险。

行业

非银行业深度报告：境内境外市场表现活跃，2025 年归母净利润同比+45%——证券行业 2025 年年报总结

投资要点:2025 年日均股基交易额 2.05 万亿元，同比增长 70%。IPO、再融资双双触底回升，集中度进一步提升；债券发行规模稳中有增。权益市场持续上行，债券市场表现较弱。2025 年已披露业绩的上市券商归母净利润同比+45%，第四季度归母净利润同比+8%，环比下滑 30%。目前券商股估值极低，考虑到行业发展政策积极，我们认为大型券商优势仍显著。估值极低，ROE 提升背景下有望迎来价值重估。截止至 2026 年 3 月 31 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.23x PB，处于历史的 6%分位，处于近十年的 13%分位，估值极低。我们认为，在我国资本市场高质量发展的背景以及券商重资产业务能力和效率持续提升的趋势下，未来我国券商 ROE 水平及估值仍存在上升空间。此外，资本市场改革预期持续强化，且政策鼓励优质券商通过并购做优做强，我们认为大型券商优势仍显著，行业集中度有望持续提升，大型券商应享有估值溢价。重点推荐：中信证券、华泰证券、国泰海通、广发证券、兴业证券、财通证券、东方财富、指南针、湘财股份等。风险提示：权益市场大幅波动，宏观经济复苏不及预期，资本市场监管趋严，行业竞争加剧。

推荐个股及其他点评

派能科技 (688063): 2025 年报点评: 户储需求重回高增, 发力轻型动力市场

盈利预测与投资评级: 考虑到原材料涨价影响, 我们预计公司 26-27 年归

母净利润 4.1/5.3 亿元（原预测 5.2/8.4 亿元），新增 28 年归母净利润预测 7.0 亿元，同比+380%/+31%/+30%，对应 PE 为 45x/34x/26x，考虑到 26 年公司海外户储盈利稳定、轻型动力产品有望放量，维持“买入”评级。风险提示：需求不及预期，市场竞争加剧。

华鲁恒升 (600426): 2025 年年报点评: 煤化工景气度底部回升, 看好油价差扩大带来盈利弹性

盈利预测与投资评级: 2026 年起, 地缘冲突引发油煤价差扩大。公司作为国内煤化工龙头, 煤气化平台成熟并持续优化, 成本端优势明显, 有望受益于产品价格中枢抬升。我们调整公司盈利预测, 2026-2027 年归母净利润分别为 49、55 亿元（此前为 47、51 亿元），新增 2028 年归母净利润为 60 亿元。按 2026 年 4 月 2 日收盘价, 对应 PE 分别 15、14、13 倍。看好公司优异的成本管控能力及未来成长性, 维持“买入”评级。风险提示: 项目建设不及预期; 产品需求不及预期; 行业产能大幅扩张; 煤炭价格剧烈波动。

珠海冠宇 (688772): 2025 年年报点评: Q4 业绩符合市场预期, 消费电池份额持续提升

盈利预测与投资评级: 由于原材料价格上涨、稼动率下降叠加行业竞争加剧, 我们调整 26-27 年归母净利润为 8.3/11.4 亿元（原预测 10.2/15.2 亿元），新增 28 年归母净利润预测 14.8 亿元, 同增 76%/36%/30%, 对应 PE 为 21x/16x/12x, 考虑到公司消费份额持续提升、动力客户定点加速放量, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期, 行业竞争加剧, 新产品不及预期。

华润置地 (01109.HK): 2025 年业绩点评: 商业运营量质齐升, 开发投

盈利预测与投资评级: 公司开发业务短期仍受结算节奏扰动, 经常性业务增长稳健, 有望带动盈利能力持续改善。我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 241.04/247.21/270.69 亿元, 对应 PE 分别为 7.3 / 7.1 / 6.5 倍。鉴于公司开发业务稳居行业头部, 商业运营能力护城河深厚, 现金充裕分红积极, 维持“买入”评级。风险提示: 市场修复不及预期; 开发销售不及预期; 行业流动性风险加剧。

鸣鸣很忙 (01768.HK): 2025 年业绩报告点评: 拓店领先同店逐季修复, 多维指标彰显高质量

盈利预测与投资评级: 公司作为国内量贩零食赛道龙头, “双品牌 + 深下沉 + 强供应链” 商业模式壁垒深厚。我们上调公司 2026-2027 年归母净利润预测由 30.2/37.3 亿元至 38.1/51.2 亿元, 新增 2028 年归母净利润预测 65.7 亿元, 规模效应与并表协同后业绩弹性充分释放, 三年归母净利润同比分别实现高速增长, 对应最新收盘价 PE 分别为 18/14/11 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 行业竞争加剧导致价格战、门店拓张不及预期等。

方正证券 (601901): 2025 年年报点评: 归母净利润同比增长 80%, 经纪、自营为主要驱动

盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 年经营情况, 我们上调此前盈利预测, 预计公司 2026-2027 年归母净利润分别为 44.38/47.23 亿元（前值分别为 40.36/42.81 亿元），对应同比增速分别为+11.80%/+6.40%。预计 2028 年公司归母净利润 50.07 亿元, 同比增长 6.03%。2026 年 4 月 2 日公司市值对应 PB 估值分别为 1.26x/1.13x/1.03x。看好公司在市场活跃度提升

的环境中逐步兑现财富管理业务优势，同时在平安集团深度赋能下进一步提升竞争力，维持“买入”评级。 风险提示：1) 市场成交活跃度下降；2) 股市波动冲击自营投资收益。

美丽田园医疗健康 (02373.HK): 2025 年业绩报告点评: 收入盈利双高增, 并购 + 内生驱动长期成长

盈利预测与投资评级: 公司作为国内美与健康服务企业, “双美 + 双保健” 商业模式壁垒深厚, 内生 + 外延双轮驱动下增长确定性强劲。考虑到公司三大品牌升级, 短期费用投放较大, 我们下调公司 2026-2027 年归母净利润预测由 4.1/5.2 亿元至 4.1/5.0 亿元, 新增 2028 年归母净利润预测 5.7 亿元。截至 4 月 1 日, 对应最新收盘价 PE 分别为 11/9/8 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 宏观消费复苏不及预期, 高端美与健康服务需求下滑等。

名创优品 (09896.HK): 2025 年业绩公告点评: Q4 收入同比+33%超指引上限, 利润符合业绩快报

盈利预测与投资评级: 公司是自有品牌+IP 潮流零售龙头, 海外扩张+IP 战略具备广阔发展空间。考虑到东南亚 2026 年处于调整阶段, 我们将公司 2026~2027 年 Non-IFRS 归母净利润从 34.9/ 40.9 亿元, 下调至 32.1/ 34.8 亿元, 预计 2028 年为 36.8 亿元, 2026-28 年同比+11%/+9%/+6%, 对应 4 月 1 日港股收盘价为 11/ 10/ 10 倍 P/E, 考虑公司估值处于较低位, 维持“买入”评级。 风险提示: 消费需求不及预期, 海外经营相关风险等

博泰车联 (02889.HK): 2025 年业绩公告点评: 2025 年业绩符合预期, 软硬芯云一体化领跑高端智能座舱市场

高通华为双生态深度绑定, 软硬芯云一体化战略助力公司领跑高阶 AI 智能座舱市场: 核心业务方面: 公司持续领跑高端 AI 智能座舱市场, 在中国 25 万元以上中高端价位自主品牌乘用车前装标配座舱域控市场份额排名第一, 公司持续强化 AI 座舱、AI 应用、AI 创新产品三大能力, 加速端侧大模型在车端的落地应用。同时, 公司持续夯实自身双平台优势, 不断深化与高通 QAM8295P、QAM8397P, 麒麟 9610A 平台的合作, 定点数量稳步增加。公司深度绑定鸿蒙生态自主研发的擎 OS 与麒麟 9610A 处理器深度协同, 打造“国产芯片+自主系统”的鸿蒙生态, 将深化服务鸿蒙智行旗下车型, 打造自身生态壁垒。网联服务方面: 公司将 AI 技术深度融合智能化升级, 业务订单持续增长, 新增定点交付项目 24 个。全球化业务方面: 公司与欧洲某全球豪华汽车制造商及某国际知名主机厂合作进展顺利, 海外业务开拓顺利。 **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司不断夯实在车端 AI 领域的竞争力, 我们预计公司研发费用将进一步增加, 同时因下游乘用车市场竞争加剧, 我们下调了之前公司毛利率高增速预期, 我们将公司 2026-2027 年归母净利润的预测调整为-1.03 亿元、4.07 亿元(前值为 0.10 亿元、10.02 亿元), 新增 2028 年归母净利润预测 15.50 亿元, 对应 2026-2028 年 EPS 分别为-0.68 元、2.71 元、10.33 元, 2027-2028 年市盈率分别为 41.00 倍、10.76 倍。公司是国内智能座舱域控行业领先者, 看好公司高端域控产品占比稳定上升, 不断筑牢自身核心壁垒, 维持“买入”评级。 风险提示: 短期股价波动较大的风险; 单一客户占比过高的风险; 上游芯片供应商供应不足或价格波动较大的风险; 客户拓展不及预期的风险; 产品与解决方案无法满足不断变化的市场需求的风险。

美图公司 (01357.HK): 2025 年报点评: 影像与设计产品强劲, 经调整净利润同比大增

盈利预测与投资评级: 我们认为, 美图作为全球领先的垂直领域 AI 影像与设计应用公司, 具备清晰的商业化路径和强劲的增长动能。付费订阅用户持续高增长叠加订阅渗透率提升, 驱动影像与设计产品收入快速扩张。AI Agent 技术的深度应用有望持续提升产品竞争力和用户粘性。我们将 2026-2027 年经调整归母净利润从 11.8/15.2 亿元调整至 13.5/16.4 亿元, 并新增 2028 年预测 21.4 亿元, 当前股价对应 2026-2028 年 PE (经调整口径) 分别为 13/11/8 倍; 维持“买入”评级。 风险提示: AI 技术迭代不及预期的风险, 市场竞争加剧的风险。

卫星化学 (002648): 地缘冲突引发国际油价大幅上涨, 气头烯烃龙头优势明显

盈利预测与投资评级: 基于公司聚烯烃产品景气度上行, 以及公司项目建设进度顺利, 我们调整盈利预测, 2026-2027 年公司归母净利润分别为 84、90 亿元 (前值为 70、86 亿元), 新增 2028 年盈利预测, 2028 年公司归母净利润为 97 亿元。按 2026 年 4 月 1 日收盘价, 对应 PE 分别 11、10、9 倍。我们看好公司未来成长性, 维持“买入”评级。 风险提示: 项目建设不及预期, 需求表现疲弱, 原材料价格大幅波动。

希迪智驾 (03881.HK): 2025 年业绩公告点评: 2025 年业绩符合预期, 无人矿卡龙头业务迎来爆发式增长

核心业务无人驾驶矿卡迎来爆发式增长, 公司元矿山布局持续深化: 核心业务方面, 2025 年公司无人驾驶系统交付 630 台/套, 同比增长 317.22%。公司持续深化元矿山业务布局, 研发钻爆挖运全流程全无人化作业方案; 发布 AI 智能体调度系统, 提升矿山整体运营效率; 构建综合能源管理系统, 推动矿山 ESG 转型; 正向研发新一代无舱/有舱无人矿卡, 驱动盈利能力升级。除矿山业务外, 公司全面拓展商业化场景落地。截至 2025 年末, 公司智能感知业务在智慧公交、车载单元 (OBU)、无人驾驶重卡等多个场景实现落地。客户方面, 公司陆续获得重要新客户订单及老客户复购, 获得广纳集团 500 台无人矿卡订单, 完成台泥集团订单第五次交付等; 同时, 公司计划今年大幅增加海外投入, 加速布局澳洲、南美、中东等全球市场相关业务。 盈利预测与投资评级: 考虑到公司股份支付的情况, 我们将公司 2026 年归母净利润的预测调整为-1.60 亿元 (前值为 1.03 亿元), 考虑到公司核心业务增速高于预期, 我们将 2027 年归母净利润预测调整为 6.55 亿元 (前值为 6.27 亿元), 新增 2028 年归母净利润预测 16.32 亿元, 对应 2026-2028 年 EPS 分别为-0.37 元、1.50 元、3.73 元, 2027-2028 年市盈率分别为 14.07 倍、5.64 倍。公司是深耕无人矿卡行业的智能驾驶技术平台型公司, 看好公司无人矿卡加速放量, 维持“买入”评级。 风险提示: 公司产品及解决方案研发不适用行业变化的风险; 客户拓展不及预期的风险; 公司商业化落地不及预期的风险。

众兴菌业 (002772): 业绩拐点现, 发力虫草新征程

目前公司金针菇品类盈利持续修复, 双孢菇产品成长稳健, 新品类冬虫夏草 (生态繁育) 投产顺利。我们预计公司 26-28 年营收分别为 23.1/25.1/26.9 亿元, 同增 9.9%/8.8%/7.4%。26-28 年归母净利分别为 3.8/4.3/4.8 亿元, 同增 13.0%/13.0%/11.8%。对应 PE 分别为 16/14/13X。首次覆盖, 给予“买入”评级。

赤子城科技 (09911.HK): 2025 年报点评: SUGO 及 TopTop 收入大增,

游戏业务进入盈利回收期

盈利预测与投资评级: 我们认为公司“社交+创新”双轮驱动的业务模式日益成熟, 全球化和本地化运营能力是其核心壁垒。SUGO 和 TopTop 作为旗舰产品持续放量, 在中东北非、拉美、日韩等市场的拓展前景广阔。精品游戏和社交电商等创新业务是值得期待的第二增长曲线。考虑到 AI 及短剧仍处于投入期, 我们将 2026-2027 年归母净利润从 12.5/15.3 亿元调整至 11.5/14.3 亿元, 并预计 2028 年为 17.0 亿元, 当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 9/7/6 倍; 维持“买入”评级。 风险提示: 市场竞争加剧的风险, 海外市场扩张的不确定性, 监管风险。

中际旭创 (300308): 2025 年报点评: 业绩符合预期, 高端产能释放

盈利预测与投资评级: 考虑 1.6T 上量和 scale-up 前景明朗, 我们上调公司盈利预测, 预计公司 2026-2027 年归母净利润为 292.8/475.9 亿元 (原值为 210.3/299.0 亿元), 并预计公司 2028 年实现归母净利润 637.9 亿元, 2026 年 4 月 1 日收盘价对应 2026-2028 年 PE 分别为 23/14/10 倍, 看好公司受益产业趋势, 高端产品放量, 维持“买入”评级。 风险提示: 算力需求不及预期; 客户开拓与份额不及预期; 产品研发落地不及预期; 行业竞争加剧; 原材料供应紧缺; 产业技术迭代。

小马智行 (PONY): 2025 年业绩点评: 广深 UE 模型跑通, 国内海外双轮驱动

盈利预测与投资评级: 随技术进步与政策推进, 公司有望受益于自动驾驶行业从“技术验证”走向“规模化”的红利。考虑公司车队扩张节奏, 我们调整公司 2026-2027 年营业收入预期至 1.4/3.5 亿美元 (前值为 1.0/3.4 亿美元), 并预期公司 2028 年实现营业收入 9.8 亿美元; 调整公司 2026-2027 年归母净利润至 -1.94/-2.04 (前值为 -2.06/-0.65 亿美元), 并预期公司 2028 年实现归母净利润 -1.30 亿美元。2026 年 4 月 1 日收盘价对应 2026-2028 PS 分别为 29/11/4 倍, 我们看好公司车队规模放量驱动经营杠杆释放, 单车盈利模型验证下利润拐点渐近, 考虑公司长期成长空间广阔, 维持“买入”评级。 风险提示: 政策监管不确定性风险, 行业竞争加剧的风险。

钧达股份 (002865): 2025 年报点评: 电池海外占比持续提升, 积极布局商业航天

盈利预测: 考虑到行业竞争激烈、电池环节短期盈利承压, 我们下调公司盈利预测, 我们预计公司 26-27 年归母净利润 4.1/8.2 亿 (前值 4.7/10.4 亿元), 新增 2028 年归母净利润预测 11.4 亿, 同比+129%/+99%/+39%, 基于公司电池技术保持领先、海外市场份额持续跃升, 且商业航天有望打开第二成长空间, 维持“买入”评级。 风险提示: 竞争加剧、原材料价格波动等

赣锋锂业 (002460): 2025 年报点评: 锂价上行+权益资源量提升, 打开利润空间

盈利预测与投资评级: 基于年报业绩, 我们预计 2026-2027 年公司归母净利润 93/112 亿元 (原预期 94/109 亿元), 新增 2028 年归母净利润预测 126 亿元, 同比增 479%/20%/13%, 对应 PE 为 18x/15x/13x, 维持“买入”评级。 风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期, 碳酸锂价格波动风险。

智谱 (02513.HK): 2025 年报点评: 云端部署与智能体业务放量, 收入高增验证商业化能力

盈利预测与投资评级:我们预计公司 2026-2028 年收入为 30/78/210 亿元,收入快速增长的拉动力在于: 1) GLM-5 系列模型能力提升带动 API 调用量指数级增长及提价; 2) Claw Plan 等 Agent 产品进入放量期; 3) 海外主权 AI 模式拓展。当前股价对应 26-28 年 PS 分别为 119/46/17 倍。我们认为公司技术壁垒深厚,商业化路径清晰,首次覆盖,给予“买入”评级。风险提示:大模型技术迭代不及预期;行业竞争加剧;商业化进度不及预期;算力供给紧张或成本上升;海外拓展不及预期。

2025 年炼化景气度较弱业绩承压, 2026 年初地缘冲突推高油价, 关注炼化企业盈利变动

盈利预测与投资评级:2026 年地缘冲突大幅推涨油价, 长期来看油价中枢上行, 公司原材料端压力增大, 我们调整盈利预测, 2026-2027 年公司归母净利润分别为 480、498 亿元(前值为 480、534 亿元), 新增 2028 年盈利预测, 2028 年公司归母净利润为 591 亿元。按 2026 年 4 月 1 日收盘价, 对应 A 股 PE 分别 14.85、14.3、12 倍, 对应 H 股 PE 分别 10.2、9.8、8.3 倍。我们看好炼化行业存量竞争形势下, 央企炼化企业的竞争能力, 以及公司长期维持高分红比例, 维持“买入”评级。风险提示:国际原油价格大幅波动风险;国内成品油需求持续走弱、化工行业产能过剩与价格低迷风险。

丸美生物 (603983): 2025 年年报点评: 营收增长, 盈利短期承压, 关注后续修复

盈利预测与投资评级:公司作为国货美妆企业, 依托大单品矩阵支撑营收增长, 后续需关注费用投放效率与渠道库存改善情况。短期盈利受费用率升高影响, 我们下调公司 2026-2027 年归母净利润由 5.5/6.9 亿元至 3.1/3.8 亿元, 新增 2028 年归母净利润预测 4.7 亿元, 同比分别 +23.8%/24.0%/24.0%。截至 3 月 31 日, 分别对应收盘价 PE 约 35/28/23 倍。风险提示:美妆行业竞争加剧, 线上流量成本持续上行。

华润万象生活 (01209.HK): 2025 年业绩点评: 核心利润稳健增长, 高分红价值持续兑现

盈利预测与投资评级:公司商管业务龙头地位稳固, 物管业务增长稳健, 盈利有望持续增长。我们基本维持 2026~2027 年归母净利润预测, 分别为 43.87/48.46 亿元, 新增 2028 年预测值为 54.30 亿元, 对应 PE 为 21.3/19.3/17.2 倍, 维持“买入”评级。风险提示:宏观经济与消费复苏不及预期风险, 项目拓展及运营不及预期风险, 行业竞争加剧风险。

信德新材 (301349): 2025 年报点评: 快充需求旺盛满产满销, 单位盈利修复在即

盈利预测与投资评级:考虑到公司副产品价格回暖传导原材料涨价, 单位盈利预计修复, 我们预计 26-27 年归母净利润 1.2/1.5 亿元(原预测 0.9/1.1 亿元), 新增 28 年归母净利润预测 1.7 亿元, 同比增 214%/24%/13%, 对应 2026 年 3 月 31 日收盘价 PE 为 43x/35x/31x, 维持“买入”评级。风险提示:销量不及预期, 盈利水平不及预期。

中国动力 (600482): 船用发动机龙头, 后市场+AIDC 业务打开成长空间

盈利预测与投资评级:我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 22/31/41 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 33/23/18 倍。公司为全球船用发动机龙头, 受益于造船周期上行, 燃机出海与后市场业务有望贡献显著业绩弹性, 首次覆盖给予“买入”评级。风险提示:国际贸易政策变化风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险

龙湖集团 (00960.HK): 2025 年业绩点评: 开发业务阶段性承压, 商业运营量质齐升

盈利预测与投资评级: 随着低毛利项目逐步出清、核心城市销售结构持续优化, 以及运营及服务业务利润贡献占比提升, 公司盈利能力有望逐步修复。我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 5.69/6.83/9.41 亿元, 对应 PE 分别为 84.7/70.6/51.2 倍。公司投销聚焦核心城市, 商管运营稳步扩张, 维持“买入”评级。风险提示: 市场修复不及预期; 政策效果不及预期; 行业流动性风险加剧。

伯特利 (603596): 2025 年报点评: 新业务快速落地, 业绩符合预期

盈利预测与投资评级: 考虑到下游车企竞争压力加剧, 海外工厂产能爬坡还需时间, 我们维持公司 2026-2027 年营收为 155.0/183.8 亿元, 预计 2028 年营收为 218.3 亿元, 同比分别+29%/+19%/+19%; 下调 2026-2027 年归母净利润为 15.5/18.0 亿元 (原为 17.4/20.8 亿元), 预计 2028 年归母净利润为 20.1 亿元, 同比分别+19%/+16%/+12%, 对应 PE 分别为 17/15/13 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 乘用车需求不及预期, 海外工厂建设不及预期。

宇通客车 (600066): 2025 年报点评: 出口高增推动利润/分红大超预期

盈利预测与投资评级: 考虑到内需仍就有压力, 但是出口势头良好, 我们下调公司 2026~2027 年营业收入预测为 455/495 亿元 (原为 499/567 亿元), 预计 2028 年营业收入为 538 亿元, 同比+10%/+9%/+9%, 上调 2026~2027 年归母净利润为 62.0/70.3 亿元 (原为 59.2/70.3 亿元), 预计 2028 年归母净利润为 81.6 亿元, 同比+12%/+13%/+16%, 对应 PE 为 13/11/10 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 全球经济复苏不及预期, 国内外客车需求低于预期。

中国银河 (601881): 2025 年年报点评: 多点开花支撑业绩增长, 综合实力稳步提升

盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 年经营情况, 我们下调此前盈利预测, 预计公司 2026-2027 年的归母净利润分别为 142/157 亿元 (前值分别为 147/157 亿元), 分别同比+13%/+10%; 预计公司 2028 年归母净利润 169 亿元, 同比+8%。2026 年 4 月 1 日公司市值对应 2026-2028 年 PB 为 0.88/0.84/0.81 倍。资本市场改革持续优化, 宏观经济逐渐复苏, 大型券商控制风险能力更强, 能更大程度的享受政策红利, 维持“买入”评级。风险提示: 交易量持续走低, 权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

阜博集团 (03738.HK): 2025 年报点评: 收入增长提速, AI 资产加速变现

盈利预测与投资评级: 考虑到可换股债券相关利息支出减少, 我们将 2026-2027 年经调整净利润预测从 3.1/3.9 亿港元调整至 3.1/4.2 亿港元, 并新增 2028 年预测为 6.1 亿港元, 当前股价对应 PE (经调整口径) 分别为 26/19/13 倍。维持“买入”评级。风险提示: AI 版权规则落地不及预期; 增值服务增速放缓; 汇率波动风险; PEX 整合不及预期。

中创新航 (03931.HK): 2025 年业绩公告点评: 业绩符合预期, 盈利稳步提升

盈利预测与投资评级: 基于公司 25 年出货量快速增长带动规模效应释放, 毛利率持续改善, 我们上调公司盈利预测, 我们预计公司 26-27 年归母净利润 26.3/34.8 亿元 (原预测 21.3/30.9 亿元), 新增 28 年归母净利润预测 43.8 亿元, 同比+78%/+33%/+26%, 对应 PE 为 19x/15x/12x, 维持

“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧、产能投放不及预期、需求不及预期等。

粤海投资 (00270.HK): 2025 年报点评: 归母净利润同增 48.2%超预期, 置地剥离&降费显著, 分红确定性强

盈利预测与投资评级: 水务板块业绩稳定, 剥离粤海置地后负债端改善分红比例稳定&分红确定性强。考虑公司降费增效成果明显&水务运营良好, 我们上调 2026-2027 年归母净利润从 46.49/47.41 亿港元至 49.03/50.54 亿港元, 预计 2028 年归母净利润 51.96 亿港元, 对应 PE 10.4/10.1/9.8 倍, 维持“买入”评级。(估值日期: 2026/4/1) 风险提示: 供水量不及预期, 水务调价低于预期, 应收账款回款风险。

广发证券 (000776): 2025 年年报点评: 多元业务齐头并进, 财富管理优势突出

盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 年经营情况, 我们下调此前盈利预测, 预计 2026-2027 年归母净利润分别为 157/174 亿元 (前值分别为 172/196 亿元), 对应同比增速分别为 14%/11%。预计 2028 年公司归母净利润 189 亿元, 对应同比增速 8%。2026 年 4 月 1 日公司市值对应 PB 分别为 0.99/0.91/0.83 倍。资本市场改革持续优化, 宏观经济逐渐复苏, 带动市场投资热情回升; 长期来看, 证券行业未来发展的政策环境良好, 公司有望持续发挥在财富管理、资产管理等领域的优势, 维持“买入”评级。风险提示: 监管趋严抑制行业创新, 行业竞争加剧, 经营管理风险。

军信股份 (301109): 2025 年报点评: 仁和环境全年并表驱动业绩大增 34%, 比什凯克一期投运开启海外征程

盈利预测与投资评级: 受益于湖南长沙区位优势 and 优质固废资产, 仁和环境全年并表驱动业绩高增, 经营现金流大幅扩张支撑高分红。考虑比什凯克项目正式投运开启增量空间以及未来海外项目逐步落地, 我们维持 2026-2027 年公司归母净利润 8.26/8.71 亿元, 预计 2028 年 9.20 亿元, 对应 PE 为 16/15/14 倍, 维持“买入”评级。(估值日期: 2026/4/1) 风险提示: 电价补贴政策风险; 特许经营权项目到期风险; 海外项目推进不及预期风险; 应收账款风险。

三峰环境 (601827): 2025 年报点评: 业绩稳健增长, 现金流增厚分红稳步提升

盈利预测与投资评级: 公司固废“运营+设备工程”一体化布局, 国内存量项目运营稳健增长, 期待海外订单加速, 自由现金流持续增厚, 分红提升潜力大。考虑海外增量订单落地进度, 我们将 2026-2027 年归母净利润预测从 13.50/14.23 亿元下调至 13.04/13.73 亿元, 预计 2028 年归母净利润为 14.39 亿元, 对应 10/10/9 倍 PE, 维持“买入”评级。风险提示: 设备订单不及预期, 资本开支上行, 应收账款风险等。

宏盛股份 (603090): 2025 年报点评: 业绩稳步增长, 热管理主业驱动盈利改善

盈利预测与投资评级: 考虑到公司核心业务稳健、新业务拓展顺利及海外布局成效, 我们基本维持公司 2026-2027 年归母净利润为 2.0/3.2 亿元, 预计 2028 年归母净利润为 5.0 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 30/19/12 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 下游装备制造需求不及预期; 原材料价格波动风险; 海外业务拓展存在不确定性。

高测股份 (688556): 2025 年报点评: 公司业绩拐点已现, 海外光伏&机器人业务打开新成长空间

盈利预测与投资评级：考虑到订单收入确认节奏，我们调整公司 2026-2027 年归母净利润预测为 1.5（原值 1.3）/2.1（原值 2.4）亿元，预计 2028 年归母净利润为 2.5 亿元，当前市值对应 PE 分别为 74/51/43 倍，维持“买入”评级。风险提示：光伏行业需求不及预期，新技术研发不及预期，新业务产业化不及预期。

首旅酒店（600258）：2025 年年报点评：标准店 RevPAR 同比转正，开店结构继续优化

盈利预测与投资评级：首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团，背靠首旅集团协同整合资源，26 年公司继续优化开发经营，开店提速叠加结构升级。基于直营店关店和费用率影响，下调公司 2026/2027 和新增 2028 年盈利预期，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 9.3/10.4/11.4 亿元（2026/2027 年前值为 9.8/10.6 亿元），对应 PE 估值为 20/17/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：门店扩张不及预期、市场竞争加剧带来的单房均价下滑等。

华新水泥（600801）：2025 年年报暨一季度预告点评：大力拓展海外版图，期待国内水泥价格表现

海外领先布局、并购持续落地彰显公司领先的国际化布局、经营能力。随着海外并购技改提产持续推进，产能规模持续壮大，国内水泥行业反内卷强化，公司一体化及绿色低碳战略强化竞争力，支撑中长期发展动能。我们略微下调公司 2026-2027 年归母净利润预测并新增 2028 年归母净利润预测为 33.52/39.14/42.56 亿元（2026-2027 年此前预测为 37.0/41.1 亿元），对应市盈率 13/11/10 倍，维持“增持”评级。

宏观策略

金融产品深度报告 20260402: 恒生科技 ETF, 2026 年 3 月复盘及 4 月展望

市场表现回顾: 走势复盘: 自 2026 年 2 月 28 日至 2026 年 3 月 31 日, 恒生科技指数整体呈现出“先抑后扬、冲高回落、尾段震荡下行”的运行格局, 下跌 9.50%, 成交额约 15881 亿港元。上旬从高位快速回落, 借助政策利好短暂温和反弹; 中旬在高位震荡, 成交量收缩, 多空博弈在高位胶着; 中下旬再度放量杀跌触及当月低位; 月末小幅微修但未改变整体弱势格局。 **估值分析:** 截至 2026 年 3 月 31 日, 恒生科技指数的市盈率 (PE-TTM) 为 21.49 倍, 位于指数成立以来 (2020 年 7 月 27 日至 2026 年 3 月 31 日) 的 18.90% 历史分位数, 处于历史估值相对低位。 **技术分析:** 截至 2026 年 3 月 31 日, 恒生科技指数风险度 TR 为 8.25, 仍处于历史低位区间, 显示市场前期调整时间与空间已较为充分, 当前点位的风险收益比具备吸引力。趋势维度上, 济安线系统显示快线在 3 月中旬尝试但未能站上慢线, 随后快速回落并形成明显空头排列, 两者价差持续扩大, 表明空方动能仍在延续, 指数仍处于阶段性调整过程中。指数尚未出现明确的技术性企稳信号, 修复动能有待进一步积累。总体判断, 指数左侧布局的最佳窗口仍需等待筑底确认, 短期将延续弱势筑底的运行方式; 若后续成交量能有效放大并推动快线重新站上慢线, 市场有望逐步脱离筑底区间, 打开阶段性修复空间。 **日历效应:** 从历史月均收益统计看, 历史上恒生科技在 3 月整体“温和偏正”。本月恒生科技指数累计下跌 9.50%, 显著弱于历史 3 月平均收益率。在历史上, 3 月通常处于业绩验证与政策预期的交织期, 并无明确的涨跌倾向, 但在美联储转向的宏观叙事与地缘政治风险导致的全球流动性压力下, 今年 3 月的走势呈现明显的下跌。 **EPFR 资金流分析:** 2026 年 3 月恒生科技指数 EPFR 资金流进入一个高波动期, 海外资金呈现被动资金受宏观环境冲击的影响增强、主动资金持续冷淡的特点。资金多空分歧显著, 板块缺乏持续的增量资金推动, 导致指数当月震荡下行、反弹乏力。 **事件驱动盘点:** **宏观层面:** 3 月外部地缘政治风险主导, 美伊冲突升级加剧避险情绪, 霍尔木兹海峡关闭推动油价飙升。美联储鹰派信号强化“高利率更久”预期, 推升高利率担忧, 共同压制板块估值; 国内 CPI 回暖, 两会政策性利好托底形成弱支撑, 多角博弈下指数震荡加剧、反弹乏力。 **政策层面:** 3 月内地与香港政策协同发力, 央行通过定调适度宽松的货币政策、MLF 净投放、上调宏观审慎调节系数等改善流动性。内地香港互联互通深化与离岸人民币市场建设再提速, 虽利好渐进释放, 但外部利率与跨境资金波动仍为关键掣肘。 **行业层面:** 3 月“供给端受压、应用端突围”。美国拟将 AI 芯片管制扩展至全球。以 OpenClaw 为代表的全球 AI 应用爆火, 标志着 AI 技术从底层算力驱动转向场景应用落地。英伟达 GTC 大会发布创新成果提振信心。但美股整体偏弱形成负面映射, 利好传导受限, 叠加基本面兑现压力, 板块仍存短期波动。 **指数后市展望:** **关键事件前瞻:** 2026 年 4 月, 恒生科技指数的走势可能将由宏观数据与政策定价两条主线共同牵引。其中, 美伊战争仍主导走势, 霍尔木兹海峡通航与否依然难下定数, 但考虑到 4 月 1 日特朗普和伊朗总统佩泽希齐扬均表态愿意结束战争, 冲突可能降温, 利好风险资产; 海外通胀与就业数据决定美联储利率路径预期; 国内价格与利率信号更多提供“政策空间与修复斜率”的判断依据; 行业层面, 随着 3 月底核心标的业绩披

露结束，市场进入业绩真空期，短期内可能缺乏新的产业催化。指数走势展望：预计 2026 年 4 月恒生科技可能延续“弱勢整固、反复筑底”的格局。考虑到当前基本面改善尚不明显、增量资金入场意愿偏弱，指数实现趋势性反转的条件仍不充分，需关注美国通胀粘性超预期、美伊冲突升级等事件带来的进一步调整压力。尽管如此，在政策预期和部分细分领域景气度支撑下，结构性机会仍可能存在。整体仍以谨慎为主，板块分化与主题轮动特征或进一步凸显。相关 ETF 产品：华夏恒生科技 ETF(513180)紧密跟踪恒生科技指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化。截至 2026 年 3 月 31 日，该基金总市值达 493.75 亿元，当日成交额 49.45 亿元。风险提示：1)发生重大预期外的事件；2)宏观经济不及预期；3)行业政策或监管环境突变。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：唐遥衍)

金融产品深度报告 20260402：纳斯达克 100ETF，3 月复盘与 4 月展望

投资要点 市场表现回顾： 走势复盘：2026 年 3 月纳斯达克 100 指数在地缘冲突、滞胀数据与算力叙事博弈中震荡调整，月度回调 4.89%。美伊冲突爆发致油价飙升，叠加非农萎缩与核心 PCE 反弹至 3.1%，滞胀恐慌加剧；美联储 FOMC 会议维持利率不变且提及加息，彻底打压降息预期。英伟达 GTC 大会虽释放技术利好，但“自研大模型”战略转变引发产业链竞合担忧。宏观“滞胀+紧缩”组合压过算力需求叙事，科技股估值中枢系统性承压。 估值分析：截至 2026 年 3 月 31 日，纳斯达克 100 指数的市盈率 PE-TTM 为 31.81 倍，位于 2011 年以来的 70.37%历史分位数，较 2026 年 2 月 27 日的 77.16%有所降低，但仍处于历史估值相对高位，指数对利率环境与业绩兑现的依赖度较高。 技术分析：截至 2026 年 3 月 31 日，纳斯达克 100 指数风险度为 1.44。趋势层面，2026 年 3 月快线 TMP 始终位于慢线 JAX 下方，且慢线 JAX 斜率向下，提示指数有调整风险。临近月末，纳斯达克 100 指数触发我们模型的局部底左侧信号，叠加 3 月 31 日美伊释放的停战信号，指数 4 月或探底反弹，但仍需警惕尾部风险。从日历效应上看，自 2000 年以来，纳斯达克 100 指数在 4 月的平均涨幅为 1.60%。 事件驱动盘点： 宏观层面：2026 年 3 月宏观数据引发“滞胀”担忧：非农就业人数减少 9.2 万且失业率升至 4.4%，核心 PCE 反弹至 3.1%创近两年新高。美伊冲突致霍尔木兹海峡关闭，油价上涨强化输入性通胀，美联储陷入“保就业”与“控通胀”困境，市场降息预期从年初两次降至不足一次，实际利率上行对纳斯达克 100 指数构成系统性估值压缩。2026 年 3 月美伊冲突主导纳指走势。2 月 28 日美以突袭致哈梅内伊身亡，伊朗封锁霍尔木兹海峡（全球 20%石油运输受阻），油价飙升触发滞胀恐慌。特朗普极限拉扯外交令市场反复震荡，冲突通过“油价→通胀→压缩降息空间”链条压制科技股估值。3 月 31 日伊朗总统表态结束战争，纳指反弹 3.43%。 政策层面：2026 年 3 月美联储 FOMC 维持利率不变，点阵图显示 2026-27 年仅各降息一次，鲍威尔提及加息可能，全年降息预期从 50 基点压缩至不足一次。特朗普 15%全球关税生效，AI 芯片出口管制拟扩至全球，24 州起诉挑战合法性。政策在“抗通胀”与“保就业”间权衡艰难，美伊冲突压缩政策空间，高利率预期压制科技股估值。 行业层面：2026 年 3 月算力需求与资本约束博弈加剧。OpenAI 发布 GPT-5.4 但融资压力暴露，与甲骨文破裂放弃数据中心。英伟达 GTC 给出三年收入超万亿美元指引，但 260 亿美元自研开源模型引发竞合担忧。美光 HBM 供不应求验证业绩。市场区分硬件与平台型巨头，但行业叙事受制于美伊冲突。 指数后市展望： 关键事件前瞻：2026 年 4 月纳斯达克

100 指数面临“滞胀验证期”与“地缘最后期限”交织考验。4月3日非农数据检验就业韧性，4月6日特朗普伊朗能源设施打击期限与通胀数据共振，4月30日FOMC会议定调利率路径。叠加月末美伊释放停战信号，AI算力叙事有望重获定价权。指数走势展望：2026年4月资金面面临滞胀数据验证与地缘最后期限冲击，30日FOMC会议定调利率预期。技术面风险度降至1.44触发局部底左侧信号。基本面聚焦AI技术落地与产能瓶颈检验，英伟达NemoClaw采用率及存储产能扩张为关键。3月末美伊局势有所缓和，预计指数在4月将迎来探底反弹，但仍需警惕尾部风险。相关ETF产品：广发纳斯达克100ETF(159941.SZ)紧密跟踪指数，截至2026年3月31日，该基金流通规模达267.33亿元，当日成交额9.46亿元。风险提示：1)行业政策或监管环境突变；2)宏观经济不及预期；3)发生重大预期外的事件。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：唐遥衍)

#海外政治：特朗普准备“TACO”，但霍尔木兹海峡依旧“悬而未决”
 核心观点：结合特朗普最新演讲内容，我们认为特朗普或通过最后一波对伊朗高烈度的军事打击，以宣布本次“史诗狂怒”行动取得“彻底胜利”，从而正当化其最后撤军的TACO行为。同时特朗普也在将霍尔木兹海峡问题的矛盾转移至伊朗与其他国家之间，以掩盖自身挑起冲突的政治责任。但由于“先升级再降级”的路径仍无法解决霍尔木兹海峡的通航问题，因此市场短期内或将延续之前的“紧货币”交易路径。若伊朗方面未来对美伊直接会谈做出积极表态，双方开始就和平协议进行实质性磋商，则市场情绪或因此出现显著改善，令当前“紧货币”交易路径反转。特朗普再度发表全国演讲，表示未来两到三周内对伊进行猛烈打击。北京时间4月2日上午9:00，美国总统特朗普于白宫就对伊朗的军事行动发表全国演说。此次演讲为3月3日以来特朗普第二次就对伊军事行动发表正式演讲。特朗普在演讲中表示对伊朗军事打击的核心目标已经“接近完成(near completion)”，并将在未来两到三周内再度对伊朗进行“严厉打击(hit them extremely hard over the next two to three weeks)”。此外，特朗普还表示美国几乎不从霍尔木兹海峡进口石油，因此其他依赖进口能源的国家应该自己去“夺取并保护(take it and protect it)”霍尔木兹海峡。当冲突结束时，海峡便会“自动开放”(when this conflict is over, the Strait will open up naturally)。由于特朗普表示将再度对伊朗进行军事打击，且并未给出霍尔木兹海峡问题的具体解决方案，演讲结束后原油价格大涨，市场再度交易“紧货币”，带动美债利率上行，黄金价格回落。结合本次演讲和近期特朗普的公开言论，我们认为，特朗普正在为TACO做准备，其或在正式撤军前通过最后一波军事打击以“宣布胜利”，并将霍尔木兹海峡问题的矛盾转移至伊朗与其他国家之间，具体来看：特朗普或派出地面部队攻击伊朗后迅速“撤军”。从本届特朗普政府的外交战略来看，我们不难发现其对伊朗的军事行动实际上是不符合其“美国优先”和“在中东避免陷入无休止战争”的外交战略思想(详见报告《从委内瑞拉事件看特朗普“唐罗主义”下的外交战略重心转变》)。特朗普对伊朗发动袭击，本质上是希望复刻在委内瑞拉的“成功案例”，通过斩首行动促使伊朗在核谈判问题上做出让步，同时地区盟友以色列的“推波助澜”也对其发动军事打击的最终决策起到了作用。但伊朗对美态度在前任最高领袖哈梅内伊身亡后并未转鸽，反而做出强硬反击，将战火波及至海湾国家，并让霍尔木兹海峡陷入“实质性”停运，这极大超出了特朗普当初对伊朗局势变化的预期。同时，对伊朗军事打击带来的油价飙升，令特朗普在国内经济和选民支持上

均面临巨大压力（详见报告《特朗普能够长期维持对伊朗的大规模军事行动吗？》）。因此，特朗普希望能够尽快摆脱美伊冲突的“泥潭”，但直接“撤军”无异于承认自身的战略误判，从而进一步损害其在共和党内部“MAGA派”支持者中的政治威望。所以，特朗普或通过最后一波对伊朗高烈度的军事打击，摧毁其基础设施等剩余具有战略价值的目标，以宣布本次“史诗狂怒”行动取得“彻底胜利”，从而正当化最后撤军的TACO行为。目前，美军已在波斯湾地区部署了福特和林肯号两支航母战斗群，第82空降师及乘坐两栖攻击舰“的黎波里号”的第31海军陆战远征队也于近期抵达中东。从特朗普宣布的“两到三周”的时间来看，其最新调动的布什号航母战斗群和乘坐两栖攻击舰的“拳师”的第11海军陆战队远征队也将于该时间窗口内抵达中东地区。因此，我们认为未来美伊冲突局势可能出现的局面是：美军或在航母战斗群的空中支援下，由海军陆战队和空降部队对伊朗发动一轮地面攻击后迅速撤退，随后特朗普宣布完成对伊朗所有战略目标的打击并获得“史诗狂怒”行动的“彻底胜利”，因此撤出对伊朗的相关军事部署。美国从伊朗撤军并不代表霍尔木兹海峡将“自动开放”。尽管我们预期未来美伊冲突将遵循“先升级再降级”的路径演绎，但降级后特朗普从伊朗撤军并不代表霍尔木兹海峡通航问题将相应解决。事实上，美伊冲突进行约1个月以来，伊朗已将控制霍尔木兹海峡作为对抗美国和以色列的重要战略工具。面对特朗普本周三在社交媒体 Truth Social 上表示“在霍尔木兹海峡开放后才考虑对伊朗停火”[1]，伊朗伊斯兰革命卫队回应霍尔木兹海峡仍处在伊朗控制之下，且“绝不会向伊朗的敌人开放”[2]。若特朗普升级对伊军事攻击后“强行TACO”，伊朗大概率仍将保持对霍尔木兹海峡的控制，仅允许与自身友好国家的船只通过，以谋求获得战争赔偿和保障和平机制等利益。在尚未与伊朗进行直接面对面对话，达成和平协议依旧较为困难的背景下，特朗普近期也在社交媒体 Truth Social 上对美国盟友未协助重新开放霍尔木兹海峡表达了强烈不满。并表示美国不会再为其他国家提供帮助以保障该海峡的畅通，会将霍尔木兹海峡的通行问题留给其他国家自行解决[3]。我们认为，特朗普如此表态的原因有二，一是将控制霍尔木兹海峡排除在对伊军事行动的目标之外，以便其能够宣布“史诗狂怒”行动取得“完全胜利”从而顺利撤军；二是通过塑造“霍尔木兹海峡封锁的罪魁祸首是伊朗而非美国”的叙事，将矛盾转移至伊朗与其他国家之间，以掩盖自身挑起冲突的政治责任。后续展望：关注伊朗方面对美伊冲突局势的最新表态。当前博彩市场对美伊直接停火的预期仍较为悲观，Polymarket 预期4月30日前双方停火的概率为32%，6月30日前停火概率为61%。我们认为，当前美伊冲突对市场的核心影响因素仍是霍尔木兹海峡。而无论特朗普加大对伊军事打击规模的“升级路径”还是选择直接撤军的“TACO路径”，两者均无法直接解决霍尔木兹海峡的通航问题。因此，预期市场短期内仍将延续之前的“紧货币”交易路径，对应风险资产和黄金价格承压。未来需关注伊朗方面对美伊冲突局势的最新表态，若伊朗方面未来对美伊直接会谈做出积极表态，双方开始就和平协议进行实质性磋商，则市场情绪或因此出现显著改善，令当前“紧货币”交易路径反转。风险提示：美伊冲突局势发展超预期；特朗普军事行动部署超预期；美伊冲突对美国通胀的影响不及预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祐
证券分析师：王茁）

宏观深度报告 20260402：黄金ETF，2026年3月复盘与4月展望
投资要点 市场表现回顾： 走势复盘：2026年3月沪金整体呈

现出“单边深度下跌,月末跌势趋缓”的运行特征,月涨跌幅为-14.79%。月初价格小幅回落后企稳,随后月中经历一轮急跌探底,仅在月末最后几个交易日出现小幅企稳迹象,波动率维持高位,整体呈现单边下跌。技术分析:截至2026年3月31日,沪金风险度低至21.57,市场情绪有所回升。趋势维度上,快线上行、慢线下行趋势显著,虽暂未形成新的多头信号,但未来短期动量可能重新转强。沪金目前处于低风险区,短期趋势企稳转强,中期格局保持上升趋势。日历效应分析:3月沪金平均收益率为-0.16%,胜率为52.64%,整体趋势较弱,可能由季节性需求回落导致。4月沪金平均收益率为1.40%,胜率为57.98%,是全年趋势最强的月份之一。展望4月行情,沪金可能在季节性推力下迎来进一步上涨空间。黄金ETF持仓分析:全球黄金ETF持仓量在3月呈现“高位承压、逐级回落、月末探底”的阶段特征,暂时处于下跌态势。

事件驱动盘点: 资产配置价值: 沪金在3月主要受战争所带来的通胀预期,避险需求,流动性冲击与央行购金的多重因素影响,其资产配置价值呈现“单边下跌,小幅企稳”的走势,形成了由战争预期主导,多因素共同影响的复杂定价格局。

货币价值: 在美联储鹰派信号与避险溢价的双轮驱动下,美元指数与美债收益率大幅走高。在此背景下,黄金的货币属性被美元显著压制。

避险价值: 中东美以伊地缘冲突全面升级并向周边地区外溢,风险溢价显著抬升,为金价提供了强劲的底部支撑。

商品价值: 央行购金逻辑出现结构性分化。土耳其央行为保证流动性与本土汇率大幅抛售黄金使其短期承压;其他部分国家央行则持续增持,对黄金中枢形成长期支撑。

指数后市展望: 关键事件前瞻: 展望后市,黄金价格走势仍将围绕中东地缘对峙演化、通胀与就业数据验证、美联储政策路径校准以及美国国内政策博弈等核心因素展开,不同驱动逻辑在月内或将交替影响市场定价,价格运行延续事件驱动+预期摇摆的特征,低位震荡与韧性抬升并存。

指数走势展望: 从资金博弈特征看,黄金正面临“央行增持”与“机构配置切换”这两重因素的拉扯。若美以伊冲突进一步升级,黄金可能继续承压。近期美伊双方均释放缓和信号,若冲突持续降温,美元与美债收益率的核心推力将受到压制,叠加美国通胀导致的实际利率降低与石油美元体系的松动,黄金可能在短期实现快速反弹。黄金的中长期上行逻辑仍然稳固,短期波动不改变长期叙事,黄金在宏观逻辑共振下具备重新向上突破的空间。

相关ETF产品: 华安黄金ETF(518880.SH)紧密跟踪国内黄金现货价格收益率,追求跟踪偏离度和跟踪误差最小化,截至2025年3月31日,该基金总市值达1110.13亿元,当日成交额196.29亿元。

风险提示: 1)行业政策或监管环境突变; 2)宏观经济不及预期; 3)发生重大预期外的宏观事件。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 唐遥衍)

固收金工

固收深度报告 20260401: 债券“科技板”他山之石: 海外科技巨头债券融资路径演变案例复盘之通信行业

观点 美国: 思科(Cisco): 1) 发展路径: 可视为“连接溢价”与“技术整合”下的数字基座演进史, 过程中历经技术研发、并购整合、战略调整、前瞻布局等一系列环节: 初期以多协议路由技术统一物理连接, 中期通过大规模并购构建全栈IT架构, 后期则通过软件订阅化完成商业模式升级, 并在AI浪潮下依托底层数据与网络主权的深度耦合, 开启从“网络硬件巨人”向“全球AI基础设施大脑”的根本性战

略跃迁。2) 结合债券发行: 公司的债券融资策略与其战略转型路径之间呈现出明显的阶段性匹配关系。这一关系的核心在于, 公司根据不同时期的资本开支强度和业务重塑需求, 动态调整债务融资的规模与用途。a) 在架构扩张期的战略避税与资金储备阶段, 由于当时美国税法对海外现金汇回的限制, 思科通过发行低成本债券获取境内运营资金, 在保护海外头寸的同时, 支撑其全球网络基建版图的并购扩张。b) 随着公司步入软件转型期的资本结构优化阶段, 融资重心转向支撑订阅制模式的平稳过渡, 通过债务置换与期限管理, 公司在提升其财务杠杆效率的同时, 助力收入结构从一次性的硬件销售向高粘性的经常性收入转变。c) 在进入 AI 驱动期的跳跃式并购杠杆阶段后, 思科的财务策略表现出较强的爆发力和主动性, 通过大规模定向债务融资实现了跨赛道的技术压制, 从而迅速确立其在 AI 算力调度与全栈安全领域的领导地位。d) 在思科截至当前的发展周期中, 债券融资在关键的赛道跨越阶段提供了决定性的资本支点, 而由软件转型带来的强劲现金流则进一步回馈债务成本优化, 保障资产负债表的长期稳健。未来, 债券融资或将继续助力公司在面对 AI 等高投入领域时, 能够依靠确定性较强的财务缓冲保障研发投入的连续性, 并进一步巩固其在智能数字底座生态中的核心竞争力。 欧洲: 爱立信 (Ericsson): 1) 发展路径: 其发展系基于“通信标准”与“连接价值”的持续演进而推进, 尽管发展过程中存在起伏, 但战略层面的迅速调整助力公司重回行业前列。在成立初期, 公司凭借无线技术的领先优势确立了在全球通信基建的市场地位; 中期虽在多元扩张中面临整合挑战并导致业务失焦, 但也借此构建了全球化服务栈; 此后的关键转折点在于其对核心业务的重新聚焦——通过剥离非核心资产并重塑业务基石, 公司在 5G 时代完成了从“业务广度”向“核心深度”的战略回归。当前, 在 AI 浪潮下, 依托底层连接与全球 API 平台的协同, 爱立信正稳步实现从“基站硬件供应商”向“全球智能化连接平台”的转型跨越。2) 结合债券发行: 与思科相似, 公司的债券融资策略与其战略转型路径之间同样呈现明显的发展阶段匹配关系。这一关系的核心在于, 公司根据电信行业代际更迭的资本强度和业务重塑需求, 动态调整债务融资的频率、规模与久期。a) 在业务扩张期的规模化杠杆阶段, 爱立信利用其在全球 4G 建设高峰期的领先地位, 通过发行长久期债券锁定规模化资金, 从而支撑其全球供应链的产能扩张与海外市场的版图覆盖。b) 随着公司步入基石重塑期的战略缓冲阶段, 面对行业周期性下滑与内部重组压力, 公司利用低利率窗口期储备流动性, 确保其在业绩修复期内研发投入的刚性, 助力其后续在 5G 专利储备与基站能效领域实现对竞争对手的超越。c) 在进入智联中枢期的跨代赎买阶段后, 爱立信的财务策略表现出较强的转型意志, 借助精准的债务融资实现向全球网络平台的跨赛道跃迁, 通过打破传统硬件销售的增长瓶颈来再次确立其在 API 编程网络与 AI 原生基础设施领域的领导地位。d) 在爱立信截至当前的发展过程中, 债券融资在关键的战略低谷与赛道跨越期提供了决定性的资本支点, 帮助公司取得 5G 时代领先地位, 而这一领先地位进一步保障公司在债券市场的融资能力, 使其在面对 6G 预研与 AI 算力集成等高投入领域时, 能够持续依靠自身的财务韧性和偿债能力巩固其在智能化可编程网络生态中的技术竞争力。 欧洲: 诺基亚 (Nokia): 1) 发展路径: 与爱立信相似, 诺基亚同样在其发展历程中经历一波三折, 但凭借其在“技术主权”与“架构演进”两方面的持续深耕, 加之果断及时的战略调整, 完成在通信行业的周期穿越并仍占据龙头地位。在成立初期, 公司通过设立 GSM 标准而确立其在通信终端与基建的核心地位; 中期在通信终端生态剧

变中选择剥离消费侧业务，并通过产业内并购重新构建全栈基建版图；此后公司聚焦底层核心技术研发——通过自研芯片重构产品性能，在 5G 时代完成从“业务转型”向“技术领先”的战略转折；当前，在 AI 算力浪潮下，依托高性能可编程架构与 6G 预研，公司正处于稳步成为“全球分布式算网基础设施中枢”的轨道上，并回归通信行业领先地位。2) 结合债券发行：公司的债券融资策略演变核心在于适配不同时期的资金需求，从而支撑战略的切换和落地。a) 在业务转轨期前期的生存性筹资阶段，面对手机业务萎缩带来的利润和市值大幅下滑，公司随即通过大规模发行长久期债券以募得资金满足生存需求；在后期的战略切换阶段中，公司再度通过发行债券以募得资金满足收购诺西网络及阿尔卡特-朗讯所需支付的对价需求。b) 随着公司步入架构对焦期的技术自研阶段，公司的债券融资重心转向支持技术突破，包括 ReefShark 及 FP 系列自研芯片以及 B2B 基建底层架构的高强度研发投入。c) 与爱立信相似，在诺基亚截至当前的发展过程中，债券融资在公司面临经营挑战和赛道跨越的阶段均发挥重大作用，不仅帮助公司渡过营运危机，更帮助公司通过外向型并购整合和内生型技术创新重新进入新的发展周期，在积累现金流的同时逐步修复资产负债表，助力公司市值重回上升通道、公司地位重回行业前列。风险提示：数据统计与来源偏差；监管政策变动风险；行业竞争与技术迭代风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

非金融行业深度报告：境内境外市场表现活跃，2025 年归母净利润同比+45%——证券行业 2025 年年报总结

投资要点:2025 年日均股基交易额 2.05 万亿元，同比增长 70%。IPO、再融资双双触底回升，集中度进一步提升；债券发行规模稳中有增。权益市场持续上行，债券市场表现较弱。2025 年已披露业绩的上市券商归母净利润同比+45%，第四季度归母净利润同比+8%，环比下滑 30%。目前券商股估值极低，考虑到行业发展政策积极，我们认为大型券商优势仍显著。2025 年权益市场表现亮眼，交投活跃度大幅回升。1) 2025 年市场日均股基交易额 2.05 万亿元，同比增长 70%。2025 年沪市投资者平均每月账户新开户数为 250 万户，较 2024 年的 231 万户增长 8%。2) 截至 2025 年末，融资余额为 2.5 万亿元，较 2024 年末增长 36%。2025 年平均维持担保比为 272%，较 2024 年提升 17pct，保持在较高水平。3) IPO 融资规模回升。2025 年共发行 116 家 IPO，募资规模达 1318 亿元，同比增长 96%。2025 年平均每家募资规模 11.4 亿元，较 2024 年的 6.7 亿元提升 69%。4) 再融资规模连续数年下滑后，25 年迎来拐点。2025 年再融资募集资金 9509 亿元，同比增长 326%，其中增发 8877 亿元，同比增长 413%，改善显著。5) 债券发行规模稳中有增。2025 年，券商参与的债券发行规模为 16.0 万亿元，同比增长 13%。其中企业债发行规模下滑 60%，短融中票规模下滑 9%，公司债、金融债券和 ABS 分别同比增长 13%、24%和 19%。6) 权益市场表现亮眼，债券市场表现较弱。2025 年，沪深 300 指数上涨 17.66%，创业板指上涨 49.57%，上证综指上涨 18.41%，万得全 A 指数上涨 27.65%，中债总全价指数 2025 年下跌 2.32%。7) 权益类公募基金发行回暖。2025 年股票+混合类公募基金发行规模同比+84%至 5905 亿份，以指数型及指数增强型为主；债券型基金发行规模同比-42%至 4829 亿份。公募基金整体发行份额同比-0.1%至 11825

亿份。上市券商 2025 年归母净利润同比+45%，四季度归母净利润同比 8%。27 家上市券商合计实现营业收入 4564 亿元，同比增长 32%，合计实现归母净利润 1856 亿元，同比增长 45%。若剔除 2024 年三季度华泰出售 Assetmark 的投资收益及 2025 年一季度国泰收购海通产生的负商誉这两项非经常性损益，上市券商实现归母净利润 1771 亿元，同比增长 45%。所有券商均同比增长或扭亏为盈。第四季度，27 家上市券商合计实现归母净利润 392 亿元，同比增长 8%，环比下滑 30%。27 家上市券商 2025 年平均 ROE 为 7.47%，同比增加 1.88 个百分点，10 家券商 ROE 超过 9%；平均杠杆率为 3.58 倍，较 2024 年末的 3.57 倍小幅提升。我们认为 ROE 主要靠费类及自营业务驱动。

费类业务几乎全线增长，自营弹性大。1) 经纪佣金大幅增长。2025 年上市券商经纪收入合计 1168 亿元，同比增长 45%，增幅低于市场日均股基交易额增速的 70%，我们认为主要是由于基金费改后分仓佣金大幅下滑。已披露数据的券商全部正增长。2) 2025 年投行收入同比+38%，主要受益于低基数下再融资显著回暖及港股 IPO 大增。2025 年 25 家上市券商合计实现投行收入 324 亿元，同比增长 38%。3) 资管收入小幅增长，资产管理规模企稳。2025 年 25 家上市券商合计实现资管收入 407 亿元，同比增长 8%。18 家披露规模及有可比数据的上市券商 2025 年资管规模合计 6.1 万亿元，同比提升 13%。4) 44 家基金公司 2025 年合计实现净利润 338 亿元，同比增长 11%。在股市活跃的背景下，基金公司经营情况仍分化明显。5) 权益市场大幅向上，债券市场波动加大，券商自营投资净收益同比+32%。2025 年 25 家上市券商合计实现投资净收益（含公允价值）1862 亿元，同比增长 32%。第四季度合计实现投资净收益 332 亿元，同比增长 4%，环比下滑 46%。6) 分红比例持续提升。2025 年上市券商合计现金分红 577 亿元，同比增长 33%，平均分红比例 31%，同比增加 2 个百分点。截至 2026 年 4 月 1 日，A 股上市券商平均股息率 1.90%，H 股上市券商平均股息率 4.0%。

行业活跃度仍处于高位，预计 2026 年行业净利润同比+15%。年初以来市场交投活跃，一季度日均股基交易额接近 3.1 万亿元，较 2025 年的高基数 2.05 万亿元仍有 53% 的增长，3 月末两融余额 2.6 万亿元，较年初+3%。高基数下，我们预计 2026 年行业净利润将同比+15%：预计经纪业务收入同比增长 23%，投行业务同比增长 10%，资本中介业务收入增长 14%，资管业务增长 10%，自营同比持平。

估值极低，ROE 提升背景下有望迎来价值重估。截止至 2026 年 3 月 31 日，中信证券 II 指数静态估值为 1.23x PB，处于历史的 6% 分位，处于近十年的 13% 分位，估值极低。我们认为，在我国资本市场高质量发展的背景以及券商重资产业务能力和效率持续提升的趋势下，未来我国券商 ROE 水平及估值仍存在上升空间。此外，资本市场改革预期持续强化，且政策鼓励优质券商通过并购做优做强，我们认为大型券商优势仍显著，行业集中度有望持续提升，大型券商应享有估值溢价。

重点推荐：中信证券、华泰证券、国泰海通、广发证券、兴业证券、财通证券、东方财富、指南针、湘财股份等。

风险提示：权益市场大幅波动，宏观经济复苏不及预期，资本市场监管趋严，行业竞争加剧。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

推荐个股及其他点评

派能科技（688063）：2025 年报点评：户储需求重回高增，发力轻型动力市场

投资要点 Q4 业绩符合市场预期。公司 25 年营收 31.6 亿元，同增 58%，归母净利润 0.8 亿元，同增 106%，扣非净利润-0.1 亿元，同比缩窄 64.5%，毛利率 17.6%，同比-11.3pct，归母净利率 2.7%，同比+0.6pct；其中 25 年 Q4 营收 11.5 亿元，同环比+94%/+33%，归母净利润 0.4 亿元，同环比+887%/+9%，扣非净利润 0.1 亿元，同环比+145%/-20%，毛利率 14.2%，同环比+1.2/-6.9pct，归母净利率 3.2%，同环比+2.6/-0.7pct。25 年出货超 4GWh、同增 178%、产品多元化发展。公司 25 年出货 4.2GWh，同增 178%，其中 Q4 销量 1.8GWh，同环比+245%/+70%。分产品看，储能出货显著提升，25 年储能出货 3.2GWh，同增 116%，其中户储 1.8GWh。此外，公司在轻型动力业务实现突破，共享换电和启停电源为主的钠电池销量分别达 787MWh 和 164MWh。展望 26 年看，公司产品持续多元化发展，我们预计 26 年出货 10GWh，同增 150%，其中储能 7GWh，同增 130%，轻型动力 3GWh，同增 200%。受原材料涨价影响、Q4 单位盈利略有下降。公司 25 年储能收入 26.6 亿元，同增 36%，毛利率 19.0%，同降 9.9pct，轻型动力收入 4.7 亿元，同增 1610%，毛利率 5.1%，同降 3.1pct。Q4 单 wh 均价 0.71 元（含税），环降 0.02 元，主要系产品结构变化，轻型动力占比提升，Q4 单 wh 盈利 0.02 元，环降 0.02 元，原材料价格快速上涨，下游价格传导略有迟滞，后续随着原材料价格联动，产能利用率的提升，轻型换电产品的放量，公司盈利水平有望逐季提升。Q4 期间费用率下降、经营性现金流亮眼。公司 25 年期间费用 5.5 亿元，同增 11%，费用率 17.2%，同-7.2pct，其中 Q4 期间费用 1.7 亿元，同环比+117%/-0.3%，费用率 14.7%，同环比+1.6/-5.0pct；25 年经营性净现金流 6.8 亿元，同-3.1%，其中 Q4 经营性现金流 3.2 亿元，同环比+949%/+436%；25 年资本开支 5.1 亿元，同增 3.2%，其中 Q4 资本开支 2.6 亿元，同环比+80%/+116%；25 年末存货 15.9 亿元，较年初增长 120%。盈利预测与投资评级：考虑到原材料涨价影响，我们预计公司 26-27 年归母净利润 4.1/5.3 亿元（原预测 5.2/8.4 亿元），新增 28 年归母净利润预测 7.0 亿元，同比+380%/+31%/+30%，对应 PE 为 45x/34x/26x，考虑到 26 年公司海外户储盈利稳定、轻型动力产品有望放量，维持“买入”评级。风险提示：需求不及预期，市场竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：朱家佟）

华鲁恒升（600426）：2025 年年报点评：煤化工景气度底部回升，看好油煤价差扩大带来盈利弹性

投资要点 事件：地缘冲突驱动油价上行，部分煤化工下游产品价格及价差扩大，例如：尿素、醋酸、碳酸二甲酯、己二酸和 DMF 等产品，煤化工产业链景气度上行。主要产品需求偏弱业绩承压，2025Q4 已出现边际改善：公司近期发布 2025 年年报，实现营业收入 309.69 亿元，同比-9.52%；实现归母净利润 33.15 亿元，同比-15.04%。其中 2025Q4 实现营业收入 74.16 亿元，同比-18.01%；实现归母净利润 9.42 亿元，同比+10.29%。公司业绩承压主要受市场需求疲软、主要产品价格同比下滑影响。整体来看，公司业绩符合我们预期。化工新材料增量逐步释放：整体看，公司主要业务仍呈现化肥相对稳健、化工品承压、新材料平台扩张的特征。1) 化肥板块：化学肥料实现营业收入 73.06 亿元，同比+0.12%；毛利率 32.30%，同比提升 2.40pct；产量、销量分别同比增长 22.19%、22.07%，仍是公司盈利最稳健的板块之一。2) 化工及新材料板块：新能源新材料相关产品实现营业收入 155.57 亿元，同比-5.33%；毛利率 10.71%，同比下降 2.36pct，

整体呈现量增价压特征；有机胺、醋酸及衍生品收入分别同比下降 5.98%、16.78%，但有机胺、醋酸及衍生品毛利率分别提升 7.65pct、2.08pct。3) 项目增量：2025 年，酰胺原料优化升级、20 万吨/年二元酸项目相继建成，BDO 和 NMP 一体化项目装置顺利投产。平台升级规划与资本补强：气化平台升级改造项目已于 2025 年内开工建设，截至 2025 年末项目账面余额为 3.05 亿元，工程累计投入占预算比例 10.04%，工程进度为 19.75%。此外，2025 年 12 月 5 日，公司审议通过向荆州恒升增资 20 亿元事项，其中公司增资 14 亿元；增资完成后，荆州恒升注册资本将由 50 亿元增至 70 亿元，为后续新品布局 and 资本结构优化提供支撑。盈利预测与投资评级：2026 年起，地缘冲突引发油价价差扩大。公司作为国内煤化工龙头，煤气化平台成熟并持续优化，成本端优势明显，有望受益于产品价格中枢抬升。我们调整公司盈利预测，2026-2027 年归母净利润分别为 49、55 亿元（此前为 47、51 亿元），新增 2028 年归母净利润为 60 亿元。按 2026 年 4 月 2 日收盘价，对应 PE 分别 15、14、13 倍。看好公司优异的成本管控能力及未来成长性，维持“买入”评级。风险提示：项目建设不及预期；产品需求不及预期；行业产能大幅扩张；煤炭价格剧烈波动。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：周少玟）

珠海冠宇（688772）：2025 年报点评：Q4 业绩符合市场预期，消费电子份额持续提升

投资要点 Q4 业绩符合预期：公司 25 年营收 144.1 亿元，同增 25%，归母净利润 4.7 亿元，同增 10%，扣非净利润 3.1 亿元，同降 11%，毛利率 24.2%，同-1.5pct，归母净利率 3.3%，同-0.5pct；其中 25 年 Q4 营收 41 亿元，同环比+35%/-3%，归母净利润 0.8 亿元，同环比-48%/-69%，扣非净利润 0.4 亿元，同环比-74%/-80%，毛利率 24.6%，同环比-0.7/-0.6pct，归母净利率 2.1%，同环比-3.3/-4.3pct。消费：25 年出货 4.4 亿支，同增 16%，26 年进一步增长。公司 25 年消费收入 116 亿元，同增 13%，其中笔电收入 63 亿元，同增 3%，手机收入 45 亿元，同增 38%，对应电芯出货 4.4 亿支，同增 16%，其中笔电出货增长 2.5%，手机出货增长 42%，随着 A 客户起量和新产品出货，我们预计 26 年消费电芯出货 4.5 亿支，同比进一步增长。盈利方面，25 年消费毛利率 25.8%，同降 2.9pct，主要系钴酸锂涨价以及稼动率下降影响，随着下游价格持续传导、客户结构的优化，公司后续盈利有望恢复。动力：Q4 接近盈亏平衡、26 年进一步减亏。公司 25 年动储收入 21 亿元，同增 134%，毛利率 14%，同增 18pct，权益亏损 1.2 亿元，同比减亏，启停电源出货 169 万套，同比近 90%增长。公司已获捷豹路虎、stellantis、德系车企定点，且为理想主供、小米独供，特斯拉份额提升明显，我们预计 26 年动力收入 30-35 亿元，同增 50%左右，进一步减亏，27 年收入有望突破 40-45 亿元，动力实现盈亏平衡。Q4 费用率有所增加、资本开支持续增长：公司 25 年期间费用 33.4 亿元，同增 23%，费用率 23.2%，同-0.3pct，其中 Q4 期间费用 9.9 亿元，同环比+54%/+14%，费用率 24.2%，同环比+2.9/+3.6pct；25 年经营性净现金流 20.9 亿元，同-14.6%，其中 Q4 经营性现金流 3.5 亿元，同环比-55%/-60%；25 年资本开支 41 亿元，同+37%，其中 Q4 资本开支 12 亿元，同环比+13%/+13%；25 年末存货 27.8 亿元，较年初增长 47%。盈利预测与投资评级：由于原材料价格上涨、稼动率下降叠加行业竞争加剧，我们调整 26-27 年归母净利润为 8.3/11.4 亿元（原预测 10.2/15.2 亿元），新增 28 年归母净利润预测 14.8 亿元，同增 76%/36%/30%，对应 PE 为 21x/16x/12x，考虑

到公司消费份额持续提升、动力客户定点加速放量，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，行业竞争加剧，新产品不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：朱家佟)

华润置地 (01109.HK): 2025 年业绩点评: 商业运营量质齐升, 开发投销聚焦核心

投资要点 事件: 3月30日, 公司发布2025年业绩公告, 2025年公司实现营业收入2814.4亿元, 同比+0.9%; 归母净利润254.2亿元, 同比-0.6%。收入利润保持韧性, 经常性利润贡献过半。2025年公司综合毛利率为21.2%, 同比-0.4pct; 归母净利润254.2亿元, 同比-0.6%; 核心净利润224.8亿元, 同比-11.4%。在行业仍处调整阶段背景下, 公司盈利结构持续优化, 经常性业务(不动产收租与轻资产业务)收入同比+3.7%, 占比提升至15.4%, 核心净利润同比+13.1%, 占比提升至51.8%, 压舱石作用进一步增强。开发: 投销稳居行业头部, 核心城市布局深化。2025年公司开发业务结算收入2381.6亿元, 同比+0.4%, 结算毛利率15.5%, 同比-1.3pct, 主要受土地、建安等成本上升影响。截至2025年末, 公司已售未结销售金额1645.8亿元, 后续结算资源较充裕。投销方面, 公司坚持高能级城市聚焦策略, 2025年公司全口径销售2336亿元, 同比-10.5%, 好于行业平均水平(TOP100房企同比-18.5%), 行业排名维持第三, 销售均价同比+10.0%, 一线城市销售占比达45%; 2025年权益拿地金额673.7亿元, 同比+28.0%, 其中北京、上海等五大核心城市占比约80%。商管: 收入利润稳健增长, 多元业务矩阵持续完善。2025年经营性不动产收租业务实现收入254.4亿元、核心净利润98.7亿元, 同比分别+9.2%/+15.2%, 其中购物中心实现租金收入219.2亿元, 同比+13.3%, 零售额2392亿元, 同比+22.4%, 经营利润率为63.1%, 同比+2.1pct, 商业护城河持续夯实。轻资产业务方面, 万象生活实现收入180.2亿元、核心净利润39.5亿元, 同比分别+5.1%/+13.7%。此外, 文体产业运营、租赁住房、城市建管咨询及资管业务亦稳步拓展, 业务矩阵进一步完善。财务优势持续巩固, 分红回报保持稳健。截至2025年末, 公司资产负债率61.1%, 同比-3.7pct; 现金及银行存款1169.9亿元, 有息负债2814.7亿元, 净有息负债率39.2%, 同比+7.3pct, 整体杠杆稳健可控; 加权平均融资成本为2.72%, 同比下降39bp, 融资端优势进一步巩固。分红方面, 全年每股股息1.166元, 维持核心净利润37%的派息率, 以4月2日收盘价计算, 股息率为4.6%。盈利预测与投资评级: 公司开发业务短期仍受结算节奏扰动, 经常性业务增长稳健, 有望带动盈利能力持续改善。我们预计公司2026/2027/2028年归母净利润分别为241.04/247.21/270.69亿元, 对应PE分别为7.3/7.1/6.5倍。鉴于公司开发业务稳居行业头部, 商业运营能力护城河深厚, 现金充裕分红积极, 维持“买入”评级。风险提示: 市场修复不及预期; 开发销售不及预期; 行业流动性风险加剧。

(证券分析师: 姜好幸 证券分析师: 刘汪)

鸣鸣很忙 (01768.HK): 2025 年业绩报告点评: 拓店领先同店逐季修复, 多维指标彰显高质量

投资要点 2025年业绩高增超预期, 盈利增速大幅领跑营收, 规模效应集中兑现: 2025全年实现营业收入661.70亿元, 同比+68.2%; 归母净利润23.29亿元, 同比+180.9%; 经调整净利润26.92亿元, 同比+194.9%, 规模采购、供应链整合与运营

效率提升共同驱动盈利弹性释放。单季度看，25Q4 营收 198 亿元，同比 +54%；净利润 7.7 亿元，同比 +126%，季度业绩延续高增，增长质量持续优化。盈利能力双线改善，毛利率 & 净利率同步抬升，盈利拐点确立：2025 年综合毛利率 9.8%，同比提升 2.2 个百分点；其中商品销售毛利率由 7.3% 提升至 9.3%，核心得益于产品结构优化及仓配效率提升。归母净利率 3.5%，同比提升 1.4 个百分点；经调整净利率约 4.1%，费用端管控成效显著，规模效应下单位成本持续下行，盈利效率进入上行通道。万店龙头格局稳固，门店高速扩张，网络密度与覆盖深度领跑行业：截至 2025 年末，公司总门店数达 21,948 家，同比 +52.5%，正式迈入“2.2 万店时代”。其中加盟店 21,927 家，自营店仅 21 家，加盟模式高效轻量化扩张。全年新开加盟店 7,813 家，关闭 265 家，净增 7,548 家，门店拓张节奏稳健、关店率维持低位。旗下“零食很忙 + 赵一鸣零食”双品牌深度协同，覆盖全国 30 省、1,401 个县，县域覆盖率约 75%，渠道壁垒持续加固。下沉市场优势突出，GMV 高质量增长，大众消费刚需属性强劲：全年全网络 GMV 达 935.69 亿元，同比 +68.5%，与营收增长高度匹配，交易质量扎实。渠道结构方面，三线及以下城市门店 14,376 家，占比约 65.5%；约 60% 门店位于县城及乡镇市场，深度扎根下沉市场，避开一线红海竞争，依托高性价比、高频复购构建稳定基本盘，抗周期能力突出。盈利预测与投资评级：公司作为国内量贩零食赛道龙头，“双品牌 + 深下沉 + 强供应链”商业模式壁垒深厚。我们上调公司 2026-2027 年归母净利润预测由 30.2/37.3 亿元至 38.1/51.2 亿元，新增 2028 年归母净利润预测 65.7 亿元，规模效应与并表协同后业绩弹性充分释放，三年归母净利润同比分别实现高速增长，对应最新收盘价 PE 分别为 18/14/11 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧导致价格战、门店拓张不及预期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越 证券分析师：苏毓
证券分析师：李茵琦)

方正证券 (601901)：2025 年年报点评：归母净利润同比增长 80%，经纪、自营为主要驱动

投资要点 事件：方正证券发布 2025 年业绩。公司 2025 年实现营业收入 105.0 亿元，同比+36.1%；归母净利润 39.7 亿元，同比+79.9%；对应 EPS 0.48 元，ROE 8.0%，同比+3.3pct。第四季度实现营业收入 14.2 亿元，同比-37.8%，环比-58.4%；归母净利润 1.7 亿元，同比-29.4%，环比-87.9%。经纪业务收入大幅增长，数字化服务能力持续提升：1) 2025 年公司经纪业务收入 55.8 亿元，同比+38.2%，占营业收入比重 53.1%。全市场日均股基交易额 20538 亿元，同比+69.7%。2) 公司两融余额 557 亿元，较年初+34%，市场份额 2.2%，较年初持平，全市场两融余额 25407 亿元，较年初+36.3%。3) 公司打造数智工具矩阵，推动服务生态跃迁，小方 APP 用户活跃度与客户满意度双提升，年日均活跃用户数同比增长 12%，每人日均访问时长同比增长 15%，客户满意度同比增长 6%。投行业务仍待提振：1) 2025 年公司投行业务收入 1.7 亿元，同比-5.1%。2) 股权业务承销规模同比+341.0%至 11.0 亿元，排名第 39；其中 IPO 1 家，募资规模 8 亿元；再融资 1 家，承销规模 3 亿元。截至 2026 年 3 月末公司未有 IPO 项目储备。3) 债券主承销规模同比-0.4%至 184 亿元，排名第 53；其中公司债、ABS、金融债承销规模分别为 168 亿元、10 亿元、5 亿元。资管业务规模提升迅速：2025 年公司资管业务收入 2.1 亿元，同比-11.9%。截至 2025 年末公司资产管理规模 907 亿元，同比+64.3%；方正富邦

基金管理规模 872 亿元，同比增长 7.8%。 全年投资收益高增，Q4 波动较大：2025 年公司投资收益（含公允价值）21.1 亿元，同比 +48.7%；Q4 单季度调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）-4.7 亿元，同比由正转负。 盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年经营情况，我们上调此前盈利预测，预计公司 2026-2027 年归母净利润分别为 44.38/47.23 亿元（前值分别为 40.36/42.81 亿元），对应同比增速分别为 +11.80%/+6.40%。预计 2028 年公司归母净利润 50.07 亿元，同比增长 6.03%。2026 年 4 月 2 日公司市值对应 PB 估值分别为 1.26x/1.13x/1.03x。看好公司在市场活跃度提升的环境中逐步兑现财富管理业务优势，同时在平安集团深度赋能下进一步提升竞争力，维持“买入”评级。 风险提示：1) 市场成交活跃度下降；2) 股市波动冲击自营投资收益。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：罗宇康）

美丽田园医疗健康（02373.HK）：2025 年业绩报告点评：收入盈利双高增，并购 + 内生驱动长期成长

投资要点 2025 年业绩双增超预期，现金流与股东回报双优：2025 全年实现营业收入 30.01 亿元（同比 +16.7%），归母净利润 3.2 亿元（同比 +39%），经调整净利润 3.81 亿元（同比 +41.0%），盈利增速大幅领跑营收，核心系直营门店客流、活跃会员双增长驱动；拟派发末期股息每股 0.72 港元，分红比例达 50%，股息同比 +38.5%，股东回报显著提升。经营现金流净额 10.0 亿元（同比 +25.4%），现金流储备充裕，为后续扩张提供坚实支撑。 盈利能力持续优化，高毛利业务占比提升：2025 年公司综合毛利率 49.1%，同比提升 2.8 个百分点，三大业务板块毛利率全面改善，其中亚健康医疗服务毛利率 64.3%（同比 +6.1pct）、医疗美容服务 55.9%（同比 +3.6pct）、美容和保健服务 41.9%（同比 +1.2pct），高毛利消费医疗业务收入占比提升至 44.8%。费用端管控成效显著，销售费用率 17.2%（同比 -0.8pct），数智化赋能下人均产出持续提升；经调整净利率 12.7%（同比 +2.2pct），盈利效率稳步跃升。 业务结构持续升级，多品牌协同效应凸显：分业务看，2025 年亚健康医疗服务成为核心增长引擎，营收 3.26 亿元（同比 +62.2%）；医疗美容服务稳健增长，全年营收 10.17 亿元（同比 +9.6%），秀可儿品牌升级聚焦高端抗衰老赛道，活跃会员年均消费 2.8 万元，客户价值持续提升；美容和保健服务作为基石业务 2025 全年营收 16.58 亿元（同比 +14.9%），奈瑞儿整合成效显著，单店收入从 2024 年的 575 万元提升至 2025 年的 810 万元。2026 年 1 月思妍丽正式并表，多品牌矩阵协同发力，后续规模与盈利弹性有望持续释放。 高端渠道壁垒深厚，并购 + 内生双轮驱动扩张：2025 年渠道端聚焦高价值市场，直营门店 289 家（同比 +5.1%），一线及新一线城市贡献 93.2% 直营收入，四大超一线城市占比 64.9%，高端市场掌控力稳固；加盟及其他业务营收 1.46 亿元（同比 +5.9%），奈瑞儿加盟体系持续优化。战略端落地“内生增长 + 外延并购”双轮驱动，完成奈瑞儿、思妍丽核心并购，构建“美丽田园 + 奈瑞儿 + 思妍丽”多品牌格局。 盈利预测与投资评级：公司作为国内美与健康服务企业，“双美 + 双保健”商业模式壁垒深厚，内生 + 外延双轮驱动下增长确定性强劲。考虑到公司三大品牌升级，短期费用投放较大，我们调整公司 2026-2027 年归母净利润预测由 4.1/5.2 亿元至 4.1/5.0 亿元，新增 2028 年归母净利润预测 5.7 亿元。截至 4 月 1 日，对应最新收盘价 PE 分别为 11/9/8 倍，维持“买入”评级。 风险提示：宏观消费复苏不及预期，高端美与健康服务需求下滑等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 郝越)

名创优品 (09896.HK): 2025 年业绩公告点评: Q4 收入同比+33%超指引上限, 利润符合业绩快报

投资要点 事件: 2025Q4, 公司实现收入 62.54 亿元, 同比+32.71%; 归母净利润为-1.42 亿元, 同比转负(主要因永辉超市权益法下的应计投资亏损, 以及股权激励费用提升等)。剔除股权支付费用、可转债利息开支、对永辉超市投资亏损(权益法)和相关银行贷款利息等项目后, 经调整净利润为 8.53 亿元, 同比+7.59%。公司宣布每股 0.09 美元的股息, 2025 年现金分红金额占经调整净利润 50% (14.44 亿元)。海外直营增速较高, 销售费用率及毛利率均提升: 2025Q4, 公司毛利率为 46.39%, 同比+0.07pct; 经调整净利润率为 13.63%, 同比-3.44pct。公司销售/管理费用率为 26.46%/6.04%, 同比分别+2.22/+0.21pct, 销售费用率提升仍与美国直营店占比提升相关。国内 MINISO 收入保持较快增长, 开店及同店均表现亮眼: 2025Q4 国内 MINISO 收入为 28.72 亿元, 同比+25.04%。公司维持“开大店、开好店”策略, 2025Q4 国内 MINISO 门店数达 4,568 家, 本季度净增加 161 家(vs. Q3 净增 105 家), 其中合伙人门店 4,522 家、代理门店 28 家; 一线/二线/三线及以下城市门店数分别为 609/1,881/2,078 家, 占比分别为 13.3%/41.2%/45.5%。国内同店销售额取得 10-20%中段同比增长。美国同店亮眼带动海外收入高增: 2025Q4 海外收入为 27.82 亿元, 同比增长 30.53%。2025Q4 海外 MINISO 门店净增 159 家至 3,583 家, 其中直营店 700 家、第三方门店 2,883 家; 海外直营市场/代理市场门店数分别达 700/2,883 家。海外各地区门店方面, 亚洲/北美/拉美/欧洲分别为 1,793/461/722/361 家。2025Q4 美国同店销售额同比实现 20-30%低段增长。TOP TOY 保持高速增长: 2025Q4, TOP TOY 实现营收 5.99 亿元, 同比+111.82%; Q4 净增 27 家门店至 334 家(国内 304 家海外 30 家); toptoy 单店收入(计算值)为 186.91 万元/年, 同比+68.53%。盈利预测与投资评级: 公司是自有品牌+IP 潮流零售龙头, 海外扩张+IP 战略具备广阔发展空间。考虑到东南亚 2026 年处于调整阶段, 我们将公司 2026~2027 年 Non-IFRS 归母净利润从 34.9/ 40.9 亿元, 下调至 32.1/ 34.8 亿元, 预计 2028 年为 36.8 亿元, 2026-28 年同比+11%/+9%/+6%, 对应 4 月 1 日港股收盘价为 11/ 10/ 10 倍 P/E, 考虑公司估值处于较低位, 维持“买入”评级。风险提示: 消费需求不及预期, 海外经营相关风险等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 阳靖)

博泰车联 (02889.HK): 2025 年业绩公告点评: 2025 年业绩符合预期, 软硬芯云一体化领跑高端智能座舱市场

投资要点 事件: 公司发布 2025 年业绩公告。2025 年实现营业收入 35.10 亿元, 同比增长 37.26%, 归母净利润为-10.93 亿元, 全年经调整年内亏损净额为 2.40 亿元, 同比收窄 32%。2025H2 实现营业收入 24.23 亿元, 环比增长 123.09%; 实现归母净利润-8.66 亿元。公司 2025H2 业绩符合我们的预期。2025H2 业绩符合预期, 营业收入环比大幅提升: 营收端, 2025 年 H2 实现 24.23 亿元, 环比大幅增长 123.09%, 主要系核心业务交付量快速增长, 中高端座舱域控制器快速放量。毛利率方面, 公司 2025H2 毛利率为 11.48%, 环比下降 2.89 个百分点。期间费用率方面, 公司 2025H2 期间费用率因 8.18 亿元股份支付导致显著提高, 为 46.26%, 环比提升 12.38 个百分点; 其中, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.79%/28.22%/11.07%/1.18%, 环比分别+0.29/+12.60/+0.84/-1.35 个百分点。净利润端, 2025H2 归母净利润

-8.66 亿元，2025 年全年归母净利润为-10.93 亿元，全年经调整年内亏损净额为 2.40 亿元，同比收窄 32%。高通华为双生态深度绑定，软硬芯云一体化战略助力公司领跑高阶 AI 智能座舱市场：核心业务方面：公司持续领跑高端 AI 智能座舱市场，在中国 25 万元以上中高端价位自主品牌乘用车前装标配座舱域控市场份额排名第一，公司持续强化 AI 座舱、AI 应用、AI 创新产品三大能力，加速端侧大模型在车端的落地应用。同时，公司持续夯实自身双平台优势，不断深化与高通 QAM8295P、QAM8397P，麒麟 9610A 平台的合作，定点数量稳步增加。公司深度绑定鸿蒙生态自主研发的鸿蒙 OS 与麒麟 9610A 处理器深度协同，打造“国产芯片+自主系统”的鸿蒙生态，将深化服务鸿蒙智行旗下车型，打造自身生态壁垒。网联服务方面：公司将 AI 技术深度融合智能化升级，业务订单持续增长，新增定点交付项目 24 个。全球化业务方面：公司与欧洲某全球豪华汽车制造商及某国际知名主机厂合作进展顺利，海外业务开拓顺利。盈利预测与投资评级：考虑到公司不断夯实在车端 AI 领域的竞争力，我们预计公司研发费用将进一步增加，同时因下游乘用车市场竞争加剧，我们下调了之前公司毛利率高增速预期，我们将公司 2026-2027 年归母净利润的预测调整为-1.03 亿元、4.07 亿元（前值为 0.10 亿元、10.02 亿元），新增 2028 年归母净利润预测 15.50 亿元，对应 2026-2028 年 EPS 分别为-0.68 元、2.71 元、10.33 元，2027-2028 年市盈率分别为 41.00 倍、10.76 倍。公司是国内智能座舱域控行业领先者，看好公司高端域控产品占比稳定上升，不断筑牢自身核心壁垒，维持“买入”评级。风险提示：短期股价波动较大的风险；单一客户占比过高的风险；上游芯片供应商供应不足或价格波动较大的风险；客户拓展不及预期的风险；产品与解决方案无法满足不断变化的市场需求的风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：黄细里 证券分析师：孙仁昊）

美图公司 (01357.HK)：2025 年报点评：影像与设计产品强劲，经调整净利润同比大增

投资要点 事件：美图公司发布 2025 年全年业绩公告。2025 年，公司总收入（持续经营业务）同比增长 28.8%至人民币 38.6 亿元，归母净利润同比下降 12.7%至 7.0 亿元。剔除非现金及非运营项目后，25 年经调整归母净利润同比大幅增长 64.7%至 9.7 亿元，反映核心业务的强劲增长动能。影像与设计产品强劲增长，付费用户与订阅渗透率持续提升：1) 2025 年影像与设计产品收入同比增长 41.6%至 29.5 亿元，占总收入比重提升至 76.6%，成为公司核心增长引擎。增长主要由付费订阅用户增加驱动，截至 2025 年底付费订阅用户数同比增长 34.1%至 1691 万人。2) 生产力工具表现尤为亮眼，2025 年付费订阅用户同比增长 67.4%，其中海外市场付费用户年内翻倍增长。美图设计室的 Agent 功能自 2025 年 12 月以来已迅速成为付费金额增长的主要驱动力。3) 2025 年生活场景应用付费订阅用户同比增长 30.3%，美图秀秀凭借 AI 合照、AI 雪景等爆款功能登顶 52 个国家及地区总榜，海外 MAU 突破 1 亿。AI Agent 深度赋能，全球化与阿里战略合作打开新空间：1) 公司将 AI Agent 能力接入大部分产品矩阵，通过行业专属 AI Agent 将模型能力转化为可规模化的生产力工作流。在 a16z 全球 Top 50 GenAI 移动应用榜单中，美图凭借四款入选应用位列影像、视频及设计类别第一。2) 费用端保持纪律性：2025 年销售及营销费用率稳定在约 16%，研发费用同比仅增 3.8%（剔除基础模型训练后增 14.5%），运营杠杆持续释放。毛利率由 2024 年的 76.0%略降至 2025 年的 73.6%，主要因收入结构变化及算力成本增加。

3) 阿里巴巴 2.5 亿美元可转债债券已完成发行，双方就电商、AI 模型、算力与云服务等领域签署业务合作协议，有望为公司生产力工具业务带来增量。盈利预测与投资评级：我们认为，美图作为全球领先的垂直领域 AI 影像与设计应用公司，具备清晰的商业化路径和强劲的增长动能。付费订阅用户持续高增长叠加订阅渗透率提升，驱动影像与设计产品收入快速扩张。AI Agent 技术的深度应用有望持续提升产品竞争力和用户粘性。我们将 2026-2027 年经调整归母净利润从 11.8/15.2 亿元调整至 13.5/16.4 亿元，并新增 2028 年预测 21.4 亿元，当前股价对应 2026-2028 年 PE（经调整口径）分别为 13/11/8 倍；维持“买入”评级。风险提示：AI 技术迭代不及预期的风险，市场竞争加剧的风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 证券分析师：张文雨）

卫星化学（002648）：地缘冲突引发国际油价大幅上涨，气头烯烃龙头优势明显

投资要点 事件：地缘冲突引发国际油价大幅上涨，气头制烯烃路线的安全性与盈利性凸显。高油价和地缘扰动会快速抬升石脑油路线成本，而轻烃路线在乙烯与丙烯收率、流程长度、能耗水平等方面具有更为清晰的比较优势。卫星化学是国内 C2/C3 轻烃一体化龙头，构建起了“难以复制、高度稀缺、极具成本竞争力”的全球轻烃供应链体系。一方面，公司通过与直接生产商美国能源巨头 Energy Transfer 长期合作，锁定了关键出口设施，从源头保障原料稳定供应。另一方面，公司构建专属的 VLEC（超大型乙烷运输船）船队，锁定稀缺的乙烷运力，控制运输成本，抵御市场运费波动。盈利保持韧性，有效抵御外部环境波动：公司近期发布 2025 年年报，全年实现营业收入 460.68 亿元（同比+0.92%）；实现归母净利润 53.11 亿元（同比-12.54%）；实现扣非后归母净利润 62.92 亿元（同比+4.02%）。整体来看，公司经营基本面保持稳健，业绩符合我们预期。项目投产与高附加值产品放量，功能化学品维持较快增长：2025 年，公司功能化学品实现营业收入 258.74 亿元（同比+19.19%），毛利率 24.80%（同比+4.45pct），收入占比提升至 56.16%。平湖基地 8 万吨新戊二醇、嘉兴基地 9 万吨丙烯酸项目顺利投产，带动公司在丙烯酸及酯、EO/EG 等优势产品链上的一体化配套能力持续兑现。部分新材料产品价格回落，高分子新材料阶段性承压：2025 年，公司高分子新材料实现营业收入 87.62 亿元（同比-26.91%），毛利率 28.57%（同比-6.48pct），部分新材料产品仍面临阶段性价格和竞争压力。未来公司仍持续围绕高端聚烯烃、POE、EAA、EO 下游衍生物及 SAP 等方向推进布局，新材料升级主线未变。轻烃一体化配套持续完善，项目有序推进：截至 2025 年末，公司功能化学品、高分子新材料、新能源材料设计产能分别达 662、206、198 万吨，并持续推进高吸水性树脂、精丙烯酸、芳烃联合处理等项目建设。2026 年将有部分 VLEC 船下水，进一步加强专属船队运力，保障大宗原料稳定供应。公司围绕 C2、C3 产业链持续向高附加值方向延伸，轻烃一体化与新材料协同发展的成长逻辑仍具确定性。盈利预测与投资评级：基于公司聚烯烃产品景气度上行，以及公司项目建设进度顺利，我们调整盈利预测，2026-2027 年公司归母净利润分别为 84、90 亿元（前值为 70、86 亿元），新增 2028 年盈利预测，2028 年公司归母净利润为 97 亿元。按 2026 年 4 月 1 日收盘价，对应 PE 分别 11、10、9 倍。我们看好公司未来成长性，维持“买入”评级。风险提示：项目建设不及预期，需求表现疲弱，原材料价格大幅波动。

(证券分析师: 陈淑娴 证券分析师: 周少玟)

希迪智驾 (03881.HK): 2025 年业绩公告点评: 2025 年业绩符合预期, 无人矿卡龙头业务迎来爆发式增长

投资要点 事件: 公司发布 2025 年业绩公告。2025 年公司实现营业收入 8.85 亿元, 同比增长 115.78%; 实现归母净利润-10.20 亿元, 其中股份支付 6.21 亿元。其中, 2025H2 公司实现营业收入 4.77 亿元, 同比增长 213.82%, 环比增长 16.91%; 实现归母净利润-5.65 亿元。公司 2025H2 业绩符合我们的预期。 2025H2 业绩符合预期, 营业收入同比大幅提升: 营收端, 2025H2 公司实现营业收入 4.77 亿元, 同比增长 213.82%, 环比增长 16.91%; 毛利率方面, 公司 2025H2 毛利率为 24.95%, 同比下降 12.55 个百分点, 主要系无人矿卡整车销售比例上升。期间费用率方面, 公司 2025H2 期间费用为 6.70 亿元, 期间费用高于营业收入, 主要系股份支付 6.21 亿元。但期间费用率改善明显, 同比下降 195.72 个百分点; 销售/管理/研发/财务费用率分别为 18.66%/61.01%/46.96%/13.84%, 同比分别-7.66/-100.18/-56.99/-30.90 个百分点。盈利能力方面, 公司 2025H2 实现归母净利润为-5.65 亿元; 全年调整后净亏损为 2.42 亿元, 同比下降 3.5 个百分点。 核心业务无人驾驶矿卡迎来爆发式增长, 公司元矿山布局持续深化: 核心业务方面, 2025 年公司无人驾驶系统交付 630 台/套, 同比增长 317.22%。公司持续深化元矿山业务布局, 研发钻爆挖运全流程全无人化作业方案; 发布 AI 智能体调度系统, 提升矿山整体运营效率; 构建综合能源管理系统, 推动矿山 ESG 转型; 正向研发新一代无舱/有舱无人矿卡, 驱动盈利能力升级。除矿山业务外, 公司全面拓展商业化场景落地。截至 2025 年末, 公司智能感知业务在智慧公交、车载单元 (OBU)、无人驾驶重卡等多个场景实现落地。客户方面, 公司陆续获得重要新客户订单及老客户复购, 获得广纳集团 500 台无人矿卡订单, 完成台泥集团订单第五次交付等; 同时, 公司计划今年大幅增加海外投入, 加速布局澳洲、南美、中东等全球市场相关业务。 盈利预测与投资评级: 考虑到公司股份支付的情况, 我们将公司 2026 年归母净利润的预测调整为-1.60 亿元 (前值为 1.03 亿元), 考虑到公司核心业务增速高于预期, 我们将 2027 年归母净利润预测调整为 6.55 亿元 (前值为 6.27 亿元), 新增 2028 年归母净利润预测 16.32 亿元, 对应 2026-2028 年 EPS 分别为-0.37 元、1.50 元、3.73 元, 2027-2028 年市盈率分别为 14.07 倍、5.64 倍。公司是深耕无人矿卡行业的智能驾驶技术平台型公司, 看好公司无人矿卡加速放量, 维持“买入”评级。 风险提示: 公司产品及解决方案研发不适用行业变化的风险; 客户拓展不及预期的风险; 公司商业化落地不及预期的风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 黄细里 证券分析师: 孙仁昊)

众兴菌业 (002772): 业绩拐点现, 发力虫草新征程

投资要点 国内食用菌工厂化领军企业, 2025 年业绩触底反弹。公司 2005 年成立、2015 年上市, 实控人陶军与田德合计持股 35.93%, 12 大生产基地覆盖全国五大区域, 贴近原料产地与消费市场。营收长期保持稳健, 双孢菇于 2023 年成为第一大产品, 产品结构与区域布局同步优化, 华东、西南为核心增长区域。近几年因金针菇价格低迷导致利润受损, 2025 年业绩显著改善, 核心得益于双孢菇稳定盈利、金针菇价格回暖及费用率持续优化。 食用菌行业格局持续优化, 工厂化率提升、龙头集中度提高, 高附加值品种成为增长新动力。近年来, 国家政策已将食用菌上升至国家食物安全战略高度, 全链条的扶持政策为公司在种业振兴和标准化生产方面提供了有利的外部环

境。2024 年行业产值超 4200 亿元，工厂化产量快速增长。公司在全国工厂化食用菌日产量超百吨的企业中位列第二，核心支柱双孢菇业务日产能达 450-500 吨，占据国内工厂化产量 40%，且毛利率稳定在 34% 以上，具备极强的行业主导权。针对金针菇市场此前的产能过剩，公司作为头部企业主动进行产能收缩与技术改造，通过压缩产能推动了 2025 年下半年起的价格底部回暖。北虫草量产规模快速扩大，人工培育冬虫夏草技术突破、成本下降，成为高毛利新赛道。叠加“大食物观”、产业高质量发展等政策支持，食用菌行业从规模扩张转向品质升级，高附加值品种与工厂化龙头持续受益。凭借全国化布局、多品种战略与技术研发构筑核心竞争壁垒。公司依托全国化布局的规模效应实现降本增效，在成本端，全国基地就近取材、就近销售，叠加规模化生产，有效摊薄原料、物流与固定成本，形成显著成本优势；通过规模化生产，公司整体费用率已从 2018 年的 19.55% 显著降至 2025 年的 13.99%。在技术创新层面，公司 2024 年研发投入位于行业前列，成功培育出“众福 1 号”等自主品种，正逐步摆脱对国外菌种的依赖。具前瞻性的是，公司正全力抢占珍稀食用菌高地，在甘肃和四川重点布局冬虫夏草工厂化仿生培育项目，人工虫草成本远低于野生产品价格，且净利率较高。凭借深厚的技术积淀与高毛利品种的突破，众兴菌业正从传统生产商向具备全产业链溢价能力的现代化生物农业领军者转型。

盈利预测与投资评级：目前公司金针菇品类盈利持续修复，双孢菇产品成长稳健，新品类冬虫夏草（生态繁育）投产顺利。我们预计公司 26-28 年营收分别为 23.1/25.1/26.9 亿元，同增 9.9%/8.8%/7.4%。26-28 年归母净利分别为 3.8/4.3/4.8 亿元，同增 13.0%/13.0%/11.8%。对应 PE 分别为 16/14/13X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：冬虫夏草投产进展不及预期，行业竞争风险，下游需求不及预期。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：李茵琦）

赤子城科技 (09911.HK): 2025 年报点评: SUGO 及 TopTop 收入大增, 游戏业务进入盈利回收期

投资要点 事件: 赤子城科技发布 2025 年全年业绩公告。2025 年, 公司实现总收入同比增长 35.3% 至 68.9 亿元 (人民币, 下同), 归母净利润同比大幅增长 94.6% 至 9.3 亿元, 经调整 EBITDA 同比增长 26.1% 至 12.1 亿元。业绩的强劲增长主要得益于社交业务的持续快速发展和创新业务的加速扩张。

社交业务持续高增, 旗舰产品利润翻倍增长。 1) 社交业务作为公司基本盘, 2025 年全年收入同比增长 32.9% 至 61.4 亿元, 占总收入的 89.2%。公司持续推进产品复制+国家复制策略, 旗下产品矩阵表现出色。其中, 陪伴社交平台 SUGO 25 年全年收入同比增长超 80%、游戏社交平台 TopTop 全年收入同比增长超 70%。SUGO 单月流水继续领跑公司社交产品矩阵, ARPU 值及付费率等多项指标显著提升。2) 全球化布局成效显著: 在中东北非, 公司领先优势进一步扩大, SUGO 位列 Sensor Tower 中东社交网络收入排行榜第六; 在拉美, SUGO 25 年末单月流水较年初增长超 300%; 在东亚, TopTop 成功进入日本 App Store 榜单前列, 被 Sensor Tower 评为最佳社交游戏平台。3) 多元人群社交业务保持稳健, 全球化多元人群社交平台 HeeSay 已覆盖 70 多个国家和地区。

创新业务加速发展, 毛利率显著提升。 1) 创新业务 2025 年收入同比增长 59.3% 至 7.5 亿元, 占总收入的 10.8%, 第二增长曲线日趋清晰。精品游戏业务已进入盈利回收期, 旗舰游戏贡献稳定利润; 社交电商业务 (荷尔健康) 在 HIV 防治及性健康领域的专业壁垒不断加深。2) 2025 年公司整体毛利率同比提升 4.6pct 至 55.8%, 社交业务毛利率提升 4.6pct 至

54.4%，创新业务毛利率提升 3.1pct 至 67.8%。毛利率提升主要得益于 AI 技术深度融入业务场景，有效提升运营效率和商业化水平。3) 25 年销售及市场推广开支同比增加 75.0% 至 22.7 亿元，主要因公司针对 SUGO 和 TopTop 加大推广力度，拓展拉美、日韩等新市场。盈利预测与投资评级：我们认为公司“社交+创新”双轮驱动的业务模式日益成熟，全球化和本地化运营能力是其核心壁垒。SUGO 和 TopTop 作为旗舰产品持续放量，在中东北非、拉美、日韩等市场的拓展前景广阔。精品游戏和社交电商等创新业务是值得期待的第二增长曲线。考虑到 AI 及短剧仍处于投入期，我们将 2026-2027 年归母净利润从 12.5/15.3 亿元调整至 11.5/14.3 亿元，并预计 2028 年为 17.0 亿元，当前股价对应 2026-2028 年 PE 分别为 9/7/6 倍；维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧的风险，海外市场扩张的不确定性，监管风险。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 证券分析师：张文雨)

中际旭创 (300308)：2025 年报点评：业绩符合预期，高端产能释放
投资要点 事件：公司发布 2025 年业绩。2025 年全年公司实现营收 382.4 亿元，同比增长 60%；归母净利润 108.0 亿元，同比增长 109%；扣非净利润 107.1 亿元，同比增长 111%。25Q4 单季实现营收 132.4 亿元，同比增长 102%，环比增长 30%；实现归母净利润 36.7 亿元，同比增长 158%，环比增长 17%。公司业绩符合市场预期。800G、1.6T 需求高景气叠加硅光渗透，利润率中枢持续上移。我们认为在产品价格按惯例年降的背景下，公司仍能保持利润率高增长的势头，主要系 800G 出货规模继续扩大摊薄成本，毛利率更高的 1.6T 硅光模块起量带来的产品结构优化。我们认为后续随着公司出货规模进一步扩大、硅光占比提升、硅光芯片集成度提高、1.6T 上量，公司利润率后续拔升空间值得期待。受益于终端客户对算力基础设施的强劲投入，高速光模块占比持续提高，且随着产品方案不断优化、运营效率持续提升，共同驱动了营收与利润的大幅增长。AI 推理场景对更大规模算力互联的需求，将持续催化公司光互联增量业绩。产品稳步迭代，高端产能释放。公司在 OFC2025 现场展示了 3nm 1.6T OSFP 及 800G LR2 等前沿产品，叠加铜陵三期高端产能释放，2026 年公司在 1.6T 时代的全球市占率有望进一步稳固并提升。公司及新股东（含阿布扎比投资局间接全资平台 Platinum Orchid 及淡马锡间接持股的 Daxue Investments 等）合计出资 5.17 亿美元对控股孙公司 TeraHop Pte. Ltd. 进行增资。本次增资优化了资产负债结构，标志着公司应对全球化竞争、拓展海外业务的战略进入实质性加速期。内部激励助力长期增长。公司落地第四期限制性股票激励计划，以 54.00 元/股的价格向 752 名核心骨干授予 888.0 万股限制性股票，建立利益共享机制，为长期业绩释放提供内部动能。盈利预测与投资评级：考虑 1.6T 上量和 scale-up 前景明朗，我们上调公司盈利预测，预计公司 2026-2027 年归母净利润为 292.8/475.9 亿元（原值为 210.3/299.0 亿元），并预计公司 2028 年实现归母净利润 637.9 亿元，2026 年 4 月 1 日收盘价对应 2026-2028 年 PE 分别为 23/14/10 倍，看好公司受益产业趋势，高端产品放量，维持“买入”评级。风险提示：算力需求不及预期；客户开拓与份额不及预期；产品研发落地不及预期；行业竞争加剧；原材料供应紧缺；产业技术迭代。

(证券分析师：张良卫)

小马智行 (PONY)：2025 年业绩点评：广深 UE 模型跑通，国内海外双轮驱动

投资要点 事件：2025年，公司实现营收90.0百万美元，同比增长20%；GAAP净亏损为76.8百万美元，亏损同比收窄72%；全年Non-GAAP净亏损为174.0百万美元，亏损同比扩大31%。商业化全面提速，UE转正区域由广州成功复制至深圳。2025年自动驾驶出行服务实现营收16.6百万美元，同比增长129%；其中Q4表现呈加速态势，单季营收达6.7百万美元，同比增长160%，Q4单季乘客车费收入同比增幅超500%。运营数据方面，继2025年11月广州实现城市级单车盈利转正后，深圳运营区于2026年2月迅速实现单车盈利转正。截至2026年3月25日，Robotaxi车队规模达1446辆；中国区总用户数突破100万。产能与合作生态绑定方面，第七代铂智4X Robotaxi于2026年2月正式下线，年内已锁定1000辆运力。通过联合部署模式（与Uber、Verne、如祺出行、爱特博等合作），公司正在加速由重资产自营向轻资产“共建车队”模式切换。域控出货高增，降本路径清晰。技术授权与应用业务全年实现营收32.8百万美元，同比增长20%，主要受自动配送、清扫等泛物理AI场景需求拉动，全年域控制器出货量同比增长超500%。自动驾驶卡车服务业务全年实现营收40.6百万美元，同比增长1%，表现平稳。硬件实现大幅降本，公司推出的第四代自动驾驶重卡ADK（自动驾驶套件）BOM成本较前代下降70%，设计寿命达100万公里，全无人驾驶重卡已在江门港部署，为2026年超1000台的量产规模奠定基础。在手现金充裕保障长线发展，确立“国内+海外”双引擎战略。截至2025年底，公司现金及等价物、短期投资及长期债务工具合计达1514.8百万美元（约合105亿元人民币），资金储备充裕。战略层面，公司明确了2026年“超20城、超3000辆”的扩张指引，并确立双引擎发展路线。国内运营版图已从北上广深四大一线城市，横向拓展至杭州、长沙等新一线及省会枢纽。海外市场2026Q1进展密集，克罗地亚（欧洲首个商业化Robotaxi）、卡塔尔多哈（已启动商业化收费）、新加坡（已启动示范应用）、阿联酋迪拜（测试获批）等地落地。随着海内外联合部署网络的铺开，我们预计公司2026年收入体量与资产运营效率有望迎来拐点。

盈利预测与投资评级：随技术进步与政策推进，公司有望受益于自动驾驶行业从“技术验证”走向“规模化”的红利。考虑公司车队扩张节奏，我们调整公司2026-2027年营业收入预期至1.4/3.5亿美元（前值为1.0/3.4亿美元），并预期公司2028年实现营业收入9.8亿美元；调整公司2026-2027年归母净利润至-1.94/-2.04（前值为-2.06/-0.65亿美元），并预期公司2028年实现归母净利润-1.30亿美元。2026年4月1日收盘价对应2026-2028PS分别为29/11/4倍，我们看好公司车队规模放量驱动经营杠杆释放，单车盈利模型验证下利润拐点渐近，考虑公司长期成长空间广阔，维持“买入”评级。

风险提示：政策监管不确定性风险，行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：黄细里 证券分析师：孙仁昊 研究助理：周珂）

钧达股份（002865）：2025年报点评：电池海外占比持续提升，积极布局商业航天

投资要点 事件：公司25年营收76.3亿元，同比-23.4%，归母净利润-14.2亿元，同比-139.5%，扣非净利润-16.4亿元，同比-46.7%，毛利率-1.3%，同比-2.1pct，归母净利率-18.6%，同比-12.6pct；其中25年Q4营收19.5亿元，同环比+11.2%/-3.6%，归母净利润-10亿元，同环比-472.1%/-542.3%，扣非净利润-9.2亿元，同环比-141.5%/-269.6%，毛利率-9.6%，同环比-12.3/-10.2pct，归母净利率-51.2%，同环比-41.3/-43.6pct。 电池短期盈利承压、海外占比不断提升：公

司 25 年电池销量约 29.54GW，较 24 年同降 12.5%；我们测算公司 Q4 电池销售约 7-7.5GW，同增约 1%/环降约 10%；测算单瓦亏损约 3-4 分，计提资产减值影响当期业务。公司海外收入占比由 24 年 23.85% 大幅提升至 50.66%，成为海外电池核心供应商；26Q1 海外占比持续提升，我们预计盈利环比有望改善。公司与土耳其客户共建高效电池项目，产能将于 26Q1 投产出货。技术方面，公司 TBC 效率从约 25% 持续提升至约 26.6%；钙钛矿叠层电池小面积效率达 33.53%，处于行业领先水平，已完成关键技术验证。公司在电池技术领域始终走在前列，为长期发展提供核心支撑。

积极布局商业航天、打造新增长点：1) 参股星翼芯能、合作钙钛矿及 CPI 膜。公司与星翼芯能及相关方签署《增资协议》及《股东协议》，拟现金出资 3 千万元，获目标公司 16.67% 股权。星翼及其下属公司与钧达股份及其下属公司双方成立 CPI 膜、CPI 膜与晶硅电池结合产品的生产制造合资企业。2) 上海复遥星河由钧达股份持股 60%，其全资控股子公司为上海巡天千河，覆盖卫星研制、通信、遥感、数据处理、系统集成等全链条。公司积极布局商业航天，打造新增长点。

费用保持稳定、在手现金充沛：公司 25 年期间费用 7.2 亿元，同比-2.4%，费用率 9.5%，同比+2pct，其中 Q4 期间费用 2 亿元，同环比+10.1%/+11%，费用率 10.4%，同环比-0.1/+1.4pct；25 年经营性净现金流-4.9 亿元，同比-174.2%，其中 Q4 经营性现金流 3.7 亿元，同环比转正；25 年资本开支 2 亿元，同比-54.2%，其中 Q4 资本开支-0.4 亿元，同环比-123.9%/-124.2%；25 年末存货 6.4 亿元，较年初增长 15.6%。公司货币资金（44 亿）+交易性金融资产（6 亿）达 50 亿元，在手现金充沛。

盈利预测：考虑到行业竞争激烈、电池环节短期盈利承压，我们下调公司盈利预测，我们预计公司 26-27 年归母净利润 4.1/8.2 亿（前值 4.7/10.4 亿元），新增 2028 年归母净利润预测 11.4 亿，同比+129%/+99%/+39%，基于公司电池技术保持领先、海外市场份额持续跃升，且商业航天有望打开第二成长空间，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧、原材料价格波动等

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男 证券分析师：徐毓嵘）

赣锋锂业（002460）：2025 年报点评：锂价上行+权益资源量提升，打开利润空间

投资要点 业绩位于预告上限，符合预期：公司 25 年营收 231 亿元，同比 22%，归母净利 16.1 亿元，同比 178%，扣非净利-3.9 亿元，同比 57%，毛利率 15.7%，同比 4.9pct，归母净利率 7%，同比 18pct，业绩位于预告上限，符合预期。其中 Q4 营收 84.6 亿元，同环比 70%/35%，归母净利 15.9 亿元，同环比-211%/185%，扣非净利 5.6 亿元，同环比 205%/2010%，毛利率 19.6%，同环比 7.5/3pct，非经主要系 Q4 处置易储获 13.5 亿元投资收益，扣除该影响，盈利持续。

锂价上行+权益资源量提升、利润弹性大：公司 25 年锂产品收入 129 亿元，同比+7%，毛利率 15.5%，同比+5pct，出货量（LCE）18.5 万吨，同比+42%，其中 Q4 约 6 万吨，环比+20%，对应 25 年含税均价约 7.9 万元/吨，其中 Q4 含税均价对应 9-10 万元/吨。我们预计 26 年公司出货量（LCE）有望达到 21+万吨，同比+15%。资源端，25 年权益资源 9-10 万吨，26 年我们预计可达到 13-15 万吨，其中 Marion 技改完成后产能 7.5 万吨 LCE；Cauchari-Olaroz 盐湖 25 年产量 3.41 万吨、26 年产量指引 3.5-4 万吨，并计划建二期 4.5 万吨；Mariana 我们预计 1.7 万吨产能；一里坪 1.5 万吨产能；Goulamina 25 年生产 33.7 万吨精矿、且建好 50.6 万吨产能，26 年有望满产。26 年按照碳酸锂价格 15 万元

/吨，对应资源端利润贡献 90 亿元左右。 电池业务盈利改善、继续发力储能市场：公司 25 年电池业务收入 82 亿元，同比+40%，毛利率 14.6%，同比+2.9pct。其中消费电池收入 22 亿元，动储收入 60 亿元、产量 27gwh、销量 17.8gwh，对应均价 0.38 元/wh，年末价格有所回升，全年赣锋锂电利润 3.6 亿元，大幅提升。我们预计公司 26 年电池总体产量超 40gwh，单 wh 利润 0.02-0.03 元，有望贡献 10 亿元利润。 Q4 经营性净现金亮眼、减值计提充分：公司 25 年期间费用 39.3 亿元，同比 40%，费用率 17%，同比 2.2pct，其中 Q4 期间费用 11.5 亿元，同环比 75%/18%，费用率 13.6%，同环比 0.4/-2pct；25 年经营性净现金流 29.4 亿元，同比-43%，其中 Q4 经营性现金流 33.7 亿元，同环比 220%/-563%；25 年资本开支 69 亿元，同比-25%，其中 Q4 资本开支 15.4 亿元，同环比-29%/52%。Q4 计提资产减值损失 2.6 亿元。 盈利预测与投资评级：基于年报业绩，我们预计 2026-2027 年公司归母净利润 93/112 亿元（原预期 94/109 亿元），新增 2028 年归母净利润预测 126 亿元，同比增 479%/20%/13%，对应 PE 为 18x/15x/13x，维持“买入”评级。 风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期，碳酸锂价格波动风险。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

智谱（02513.HK）：2025 年报点评：云端部署与智能体业务放量，收入高增验证商业化能力

投资要点 事件：智谱发布 2025 年全年业绩公告。2025 年实现收入 7.24 亿元，同比增长 131.9%，增速亮眼；毛利 2.97 亿元，同比增长 68.7%；经调整净亏损 31.82 亿元，同比扩大 29.1%，主要系研发高投入。 收入结构优化，云端部署与智能体业务放量。按部署方式看，2025 年云端部署收入 1.9 亿元（yoy+292.6%），占比由 2024 年的 15.5% 提升至 2025 年的 26.3%；本地化部署收入 5.3 亿元（yoy+102.3%），占比 73.7%。按产品线看，2025 年开放平台及 API 收入 1.90 亿元（yoy+292.6%）；企业级智能体收入 1.7 亿元（yoy+248.8%）；企业级通用大模型收入 3.7 亿元（yoy+70.5%）。云端与智能体业务的高增速表明，公司正从单一的本地化大模型交付向平台化、SaaS 化方向演进，收入来源趋于多元。 毛利率阶段性下行，但云端毛利率显著改善。整体毛利率由 2024 年的 56% 下降至 2025 年的 41%，主要受云端业务占比提升（低毛利率拉低整体）及本地化部署毛利率从 2024 年的 66% 降至 2025 年的 49% 影响。但值得关注的是，云端部署毛利率由 2024 年的 3% 大幅提升至 2025 年的 19%，验证了推理效率优化和规模效应带来的边际成本改善。随着云端业务规模持续扩张、GLM 系列模型推理成本进一步下降，我们预计云端毛利率有望持续改善。 研发投入大幅增加，驱动模型代际迭代。2025 年研发开支 31.8 亿元（yoy+45%），占收入比达 439%，是亏损的核心来源。研发增加主要用于扩大研发团队、迭代 GLM-4.5 至 GLM-5 基座模型、国产芯片适配（Co-design 阶段）及 Slime 异步强化学习框架等底层技术创新。2025 年销售及营销开支 3.9 亿元（yoy+0.9%），增速远低于收入，体现了较好的费用杠杆效应。2025 年一般及行政开支 5.1 亿元（yoy+278%），主要系股份支付费用增加。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2026-2028 年收入为 30/78/210 亿元，收入快速增长的拉动力在于：1）GLM-5 系列模型能力提升带动 API 调用量指数级增长及提价；2）Claw Plan 等 Agent 产品进入放量期；3）海外主权 AI 模式拓展。当前股价对应 26-28 年 PS 分别为 119/46/17 倍。我们认为公司技术壁垒深厚，商业化路径清晰，首次覆盖，给予“买

入”评级。风险提示：大模型技术迭代不及预期；行业竞争加剧；商业化进度不及预期；算力供给紧张或成本上升；海外拓展不及预期。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 证券分析师：张文雨)

2025 年炼化景气度较弱业绩承压，2026 年初地缘冲突推高油价，关注炼化企业盈利变动

投资要点 事件：1) 2025 年油价下行叠加库存减利，经营业绩承压。近期公司发布 2025 年年报，实现营业总收入 27,835.83 亿元，同比-9.46%；实现归母净利润 318.09 亿元，同比-36.78%；实现经营活动现金流净额 1,624.96 亿元，同比+8.8%。公司业绩低于我们预期，主要系炼化业务需求疲软，以及炼化装置、长期股权投资等减值增加。2) 2026Q1，中东地缘冲突导致油价和石脑油等价格大幅上涨，成本支撑下，成品油及化工品价格也出现不同程度的上涨。中国石化是我国炼油能力最大的炼化企业，在油价高位震荡的情况下，炼油与化工业务盈利呈现阶段性波动特征。 稳油增气成效显著，产量持续突破：2025 年，公司油气产量创历史新高，油气产量 525.28 百万桶油当量，同比+1.9%。其中，原油产量 282.4 百万桶油当量，同比+0.2%；天然气产量 14,566 亿立方英尺，同比+4.0%。 炼化结构持续优化，新材料快速发展：(1) 炼油：2025 全年加工原油 2.50 亿吨，同比+0.8%；生产成品油 1.49 亿吨，同比+3%。公司产品结构持续向高效益品种倾斜，根据市场需求灵活调整产品结构和成品油收率。(2) 化工：全年化工产品销量为 8712 万吨，同比+3.6%，出口量同比+29.8%，进一步扩宽海外市场。 公司注重股东回报：2025 年，公司派息率 81%，现金分红金额 257.6 亿元，按 2026 年 4 月 1 日的收盘价计算，A 股股息率 3.6%，H 股税前股息率 5.3%，按 10%扣税后股息率 4.8%，按 20%扣税后股息率 4.2%。 盈利预测与投资评级：2026 年地缘冲突大幅推涨油价，长期来看油价中枢上行，公司原材料端压力增大，我们调整盈利预测，2026-2027 年公司归母净利润分别为 480、498 亿元（前值为 480、534 亿元），新增 2028 年盈利预测，2028 年公司归母净利润为 591 亿元。按 2026 年 4 月 1 日收盘价，对应 A 股 PE 分别 14.85、14.3、12 倍，对应 H 股 PE 分别 10.2、9.8、8.3 倍。我们看好炼化行业存量竞争形势下，央企炼化企业的竞争能力，以及公司长期维持高分红比例，维持“买入”评级。 风险提示：国际原油价格大幅波动风险；国内成品油需求持续走弱、化工行业产能过剩与价格低迷风险。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：周少玟)

丸美生物（603983）：2025 年年报点评：营收增长，盈利短期承压，关注后续修复

投资要点 2025 年营收稳步增长，盈利端短期承压，Q4 业绩下跌：公司发布 2025 年度报告，全年实现营业收入 34.6 亿元（同比+16%），归母净利润 2.5 亿元（同比-28%），扣非归母净利润 2.3 亿元（同比-29%），利润增速显著低于营收增速；25Q4 单季营收 10.1 亿元（同比-1%），归母净利润 0.34 亿元（同比-97%），单季度盈利下跌，主要因 Q4 加大品牌营销投放、渠道费用集中结算，以及线上流量成本上行，导致短期盈利承压明显。 毛利率小幅改善，费用率大幅上行挤压盈利空间：2025 年公司综合毛利率 74%，同比提升 0.6 个百分点，产品结构优化支撑盈利基础稳固；25Q4 毛利率 73.0%，同比提升 0.8 个百分点。费用端投放力度加大，全年期间费用率大幅上行至 66%（同比+5pct），其中销售费用率 59.0%（同比

+4pct)，研发费用率 2.0%，财务费用率 -0.5%。受费用影响，2025 年归母净利率 7.0%（同比 -4pct），25Q4 净利率仅 0.3%（同比 -10pct），盈利效率短期走低。主品牌稳健增长，第二品牌增长趋缓，大单品支撑基本盘：分品牌看，丸美主品牌全年营收 25 亿元（同比 +24%），核心大单品小红笔眼霜、小金针次抛、多重胜肽精华持续领跑抗衰赛道，线上复购率、用户粘性显著提升，品牌势能持续强化，产品端持续聚焦抗衰、修护、胶原蛋白三大核心赛道，全年推出超 10 款新品，大单品迭代升级顺利，用户复购与口碑表现良好。PL 恋火品牌全年营收 9 亿元，同比基本持平，主要系彩妆行业竞争加剧、流量成本上行，以及公司聚焦护肤高毛利赛道，彩妆投放力度有所收缩。线上渠道主导增长，线下渠道持续优化调整：分渠道看，线上渠道营收 30.6 亿元（同比 +20%），占比 89%，其中抖音、天猫、京东三大平台稳健增长，自播团队、达人分销、私域运营三位一体发力，线上渠道精细化运营能力持续增强，核心渠道地位持续强化；线下渠道营收 3.95 亿元（同比 -7%），占比 11%，公司持续优化线下门店结构，关闭低效、亏损专柜与门店，聚焦优质百货与购物中心，推进单店提质增效，线下渠道处于底部修复阶段。盈利预测与投资评级：公司作为国货美妆企业，依托大单品矩阵支撑营收增长，。短期盈利受费用率升高影响，我们下调公司 2026-2027 年归母净利润由 5.5/6.9 亿元至 3.1/3.8 亿元，新增 2028 年归母净利润预测 4.7 亿元，同比分别 +23.8%/24.0%/23.6%。截至 3 月 31 日，分别对应收盘价 PE 约 35/28/23 倍。我们仍看好公司大单品系列扩容带来品牌声量持续提升，长期成长空间大，维持“买入”评级。风险提示：美妆行业竞争加剧，线上流量成本持续上行。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越）

华润万象生活（01209.HK）：2025 年业绩点评：核心利润稳健增长，高分红价值持续兑现

投资要点 事件：3 月 30 日，公司发布 2025 业绩公告，2025 年公司实现营业收入 180.22 亿元，同比+5.1%（同比基数为公司重述后的 2024 年数据，后续内容均采用重述后口径）；归母净利润 39.69 亿元，同比+10.3%。核心利润稳步增长，经营提效带动毛利率提升：2025 年公司实现营业收入 180.22 亿元，同比+5.1%；毛利率 35.5%，同比提升 2.5pct；归母净利润 39.69 亿元，同比+10.3%，核心净利润 39.50 亿元，同比+13.7%。利润增速高于收入增速，主要受益于商业航道占比提升，前期数字化投入逐步兑现带来的成本优化，以及物业航道提质增效，同时销管费用率同比下降 0.3pct 至 7.5%，盈利质量持续改善。物业航道稳中提质，城市空间延续高质量外拓：2025 年，物业航道收入 108.47 亿元，同比+1.1%，毛利率提升 1.0pct 至 18.0%，其中：1）基础物业服务收入同比+7.5%，毛利率提升 1.5pct 至 15.9%，基本盘保持量质齐升；2）非业主增值服务收入同比-27.7%，主要受房地产开发市场调整、相关服务单价承压影响；3）业主增值服务收入同比-26.3%，毛利率提升 11.0pct 至 36.6%，主要因公司主动剥离部分低效业务，收入结构进一步优化；4）城市空间收入 20.40 亿元，同比+12.0%，毛利率提升 0.5pct 至 13.4%。2025 年新增第三方合约面积 3530 万平方米，其中城市空间占比 78.6%，约 80%位于一二线城市，外拓更重质量与结构。现金流保持稳健，维持核心净利润 100% 分红：截至 2025 年末，公司在手现金 157.97 亿元，较年初下降 6.4%，主要受派息节奏影响；全年有效净现金流对核心净利润覆盖倍数为 112.3%，现金流表现稳健。分红方面，公司拟派末期股息 0.509 元/股及特别股息 0.341 元/股，全年每股股息 1.731 元，同比+12.7%，连续

三年实现核心净利润 100%分派，股东回报维持高位。 盈利预测与投资评级：公司商管业务龙头地位稳固，物管业务增长稳健，盈利有望持续增长。我们基本维持 2026~2027 年归母净利润预测，分别为 43.87/48.46 亿元，新增 2028 年预测值为 54.30 亿元，对应 PE 为 21.3/19.3/17.2 倍，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济与消费复苏不及预期风险，项目拓展及运营不及预期风险，行业竞争加剧风险。

(证券分析师：姜好幸 证券分析师：刘汪)

信德新材 (301349)：2025 年报点评：快充需求旺盛满产满销，单位盈利修复在即

投资要点 扣非业绩略低于市场预期：公司 25 年营收 11.6 亿元，同 43.3%，归母净利 0.4 亿元，同 216.9%，扣非净利 0.1 亿元，同 116.7%，毛利率 11.3%，同 6.4pct；其中 25Q4 营收 3.2 亿元，同环比 30.2%/-4.2%，归母净利 0.1 亿元，同环比-165.7%/-62.2%，扣非净利 0 亿元，同环比-89%/-109.6%，毛利率 12.4%，同环比 3.5/2.1pct。扣非利润低于预告下限，主要系对于诉讼合同计提信用减值损失所致。公司满产满销、26 年预计出货 11 万吨：公司 25 年出货 8.4 万吨，同增 40%，其中 Q4 出货预计 2.4-2.5 万吨，环增 40%，公司当前 7 万吨产能满产满销，叠加收购福建中碳 2 万吨产能，以及后续新增扩产计划，我们预计全年出货 11 万吨，同增 30%+。 副产品价格回暖传导原材料涨价，单吨净利拐点将至：公司 25 年包覆材料收入 4.8 亿，对应单价 0.64 万，同比微增，25 年下半年起公司陆续涨价，毛利率全年 10.8pct，同增 6pct，单吨毛利 0.06 万，较 24 年明显提升；看 26 年，产品价格已开始反弹，且中高端产品占比逐步提升至 30-35%，副产品价格跟随油价上涨，可顺利传导原材料成本上涨，我们预计 26 年公司单位盈利明显修复，单吨净利提升至 0.1 万+。 费用控制良好、经营性现金流承压：公司 25 年期间费用 1 亿元，同 15.4%，费用率 8.7%，同-2.1pct，其中 Q4 期间费用 0.3 亿元，同环比 8.6%/54.7%，费用率 10.3%，同环比-2/3.9pct；25 年经营性净现金流-2.3 亿元，同 2129.8%，其中 Q4 经营性现金流-0.3 亿元，同环比-204.1%/-67.2%；25 年资本开支 0.4 亿元，同-26.9%，其中 Q4 资本开支 0.2 亿元，同环比-5.2%/160.4%；25 年末存货 2.9 亿元，较年初 37.5% 盈利预测与投资评级：考虑到公司副产品价格回暖传导原材料涨价，单位盈利预计修复，我们预计 26-27 年归母净利润 1.2/1.5 亿元（原预测 0.9/1.1 亿元），新增 28 年归母净利润预测 1.7 亿元，同比增 214%/24%/13%，对应 2026 年 3 月 31 日收盘价 PE 为 43x/35x/31x，维持“买入”评级。 风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶)

中国动力 (600482)：船用发动机龙头，后市场+AIDC 业务打开成长空间

投资要点 中国动力：中船旗下核心动力装备上市平台，利润迎向上拐点：中国动力为中船集团旗下核心动力装备上市公司，已形成覆盖柴油动力、化学动力、燃气蒸汽动力等七类动力业务及机电配套业务，产品包括柴油机、蓄电池、燃气轮机、电机、齿轮箱等，下游覆盖国防动力、船舶海工和其他（工业、汽车、风光储等）。公司在国内船舶动力系统研发设计、集成制造、设备配套、保障服务等领域稳居龙头地位。2022 年以来，受益于新造船市场复苏、船用柴油机需求增长，量价利齐升，柴油动力成为公司第一大业务板块，2025 上半年营收占比约 50.5%、毛利占比约 70%，公司盈利同样迎来向上拐点，2025

年前三季度实现归母净利润 12.1 亿元，同比增长 62%。中国动力的柴油机业务主要由控股子公司中船柴油机开展，持股比例约 52%。2025 年 4 月公司发布公告，拟发行可转债收购中船工业持有的中船柴油机 16.5% 股权，进一步加强对柴油机业务的控制力，且若成功收购，归母净利润有望增厚 10 亿元以上。尽管 2025 年 10 月公司公告收购中止，我们判断中国动力已定位为中船集团旗下动力总成平台，资源整合注入为确定趋势，该少数股权收购方案优化、重启可期。

新造船市场景气度延续，发动机量价利齐升：船舶行业供需缺口短中期难以消解，造船行业景气度有望持续，发动机为船舶核心零部件，需求可持续。且受益于航运业绿色转型，产品向双燃料升级，价值量显著提升。中国动力产品覆盖高、中、低速船用柴油机及柴油发电机组：在低速柴油机领域，公司具备 MAN、WinGD 全系列制造调试服务能力，覆盖全部主流船型；双燃料领域，公司具备 LNG/LPG/甲醇/乙烷/氨等双燃料低速机生产能力。展望后续，我们看好中国动力船用柴油机业务成长前景：1) 低速机份额稳固，环保+技术升级下量价利齐升：公司作为中船下柴油动力核心平台，渠道优势、品牌优势和规模效应明显，市场地位稳固。公司船用低速机根据船厂订单排产，当前头部船厂新船交付排至 2030 年，且随环保约束增强、双燃料等技术升级，发动机量价利将齐升。2025 上半年公司新签订单 339 亿元，同比增长 25%，在手订单 628 亿元，创历史新高，同比增长 8%，较年初增长 7%。2) 后市场服务打开成长空间：公司已初步建立低速机全球服务网络，覆盖亚太、欧洲、美洲等主要航运港口，初步满足 WinGD 主机全球服务需求。后市场服务具备周期性弱、盈利水平高的特点，有望成为公司船用柴油机板块的第二成长曲线。

AIDC 缺电带动“船改燃”技术渗透，有望打造新增长曲线 AI 电力需求的非线性增长和电网基建老化之间的矛盾导致北美缺电。综合考虑成本、建设周期、环保等因素，燃气轮机是当前 AIDC 自建电最优解，但当前时点，全球燃机产能明显不足，GEV、西门子、三菱重工等燃机龙头订单交付已经排至 2029 年。在此背景下，“船改燃”——将柴油发动机改造为燃气发电设备成为补充方案。中国动力有望受益 AIDC 缺电下，燃气轮机、燃气内燃机、柴发设备需求增长，打造新增长曲线：①公司具备 3-50MW 小型燃气轮机供应能力，现有应用领域包括天然气长输管线增压、陆上/海上油气平台、工业园区分布式能源等，技术可切换至 AIDC。②公司于中速机与双燃料技术储备深厚，具备船用动力与电站动力双场景适配能力，在船改燃领域具备天然资源与技术优势。③公司的柴油发电机组业务已针对 AIDC 需求研制样机，进入市场拓展阶段，且陕柴在核电站应急柴发机组领域经验成熟，可迁移至数据中心备用电源场景。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 22/31/41 亿元，当前市值对应 PE 分别为 33/23/18 倍。公司为全球船用发动机龙头，受益于造船周期上行，燃机出海与后市场业务有望贡献显著业绩弹性，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：国际贸易政策变化风险、原材料价格波动风险、汇率波动风险

(证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷)

龙湖集团 (00960.HK)：2025 年业绩点评：开发业务阶段性承压，商业运营量质齐升

投资要点 事件：3 月 27 日，公司发布 2025 年业绩公告，2025 年公司实现营业收入 973.1 亿元，同比-23.7%；归母净利润 10.2 亿元，同比-90.2%。公司不派发末期股息，中期派息每股人民币 0.07 元。业绩短期承压，经营业务韧性凸显：2025 年归母净利润大幅下滑，主要原因包括：1) 受开发业务结算规模下行、毛利率承压影响，综合毛

利率为 9.7%，同比-6.3pct；2）存货计提减值 23.57 亿元，同比多计提 13.65 亿元；3）应占联营合营公司收益同比减少 20.83 亿元；4）所得税综合税率同比增加 44.7pct 至 80.0%。剔除投资物业等影响后，公司应占核心净利润为-17.0 亿元，其中开发业务贡献-96.2 亿元，运营及服务业务贡献 79.2 亿元，经营性业务韧性更强。开发业务仍处调整期，持续聚焦高能级城市：受结算节奏影响，2025 年开发业务收入 705.4 亿元，同比-30.0%，毛利率为-6.9%，同比-13.0pct。销售策略以稳去化、重回款为主，2025 年全口径销售金额 631.6 亿元，同比-37.5%，一二线城市占比达 89%，并表回款率超过 100%。公司延续审慎投资策略，聚焦核心城市，2025 年新增土储 37.7 万平方米，截至 2025 年末土储建面为 2235 万平方米，71%的货值位于一二线城市。商业运营稳健增长，服务业务保持韧性：2025 年运营业务实现收入 141.9 亿元，同比+1.6%，毛利率达 75.6%，同比+1.4pct。公司商业投资规模稳健增长，2025 年公司新开业商场 13 座，营业额整体同比+17%（不含车），同店同比+6%（不含车），截至 2025 年末在营商场为 99 座，出租率达 97%。2025 年服务业务实现收入 125.8 亿元，同比-1.3%，毛利率为 28.3%，同比-2.6pct。截至 2025 年末，物业在管面积 3.6 亿平方米，其中外拓占比 55%，外拓能力持续夯实。债务结构持续优化，融资成本进一步降低：截至 2025 年末，公司有息负债 1528.1 亿元，同比下降 235.1 亿元；剔除预收款后资产负债率为 54.7%，净负债率 52.2%，剔除预售监管资金及受限资金后的现金短债比为 1.14 倍，财务指标保持稳健，债务规模持续压降。融资成本延续下行，2025 年末平均融资成本降至 3.51%，同比-0.49pct，平均借贷年期延长至 12.12 年，债务期限结构进一步优化。盈利预测与投资评级：随着低毛利项目逐步出清、核心城市销售结构持续优化，以及运营及服务业务利润贡献占比提升，公司盈利能力有望逐步修复。我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 5.69/6.83/9.41 亿元，对应 PE 分别为 84.7/70.6/51.2 倍。公司投销聚焦核心城市，商管运营稳步扩张，维持“买入”评级。风险提示：市场修复不及预期；政策效果不及预期；行业流动性风险加剧。

（证券分析师：姜好幸 证券分析师：刘汪）

伯特利（603596）：2025 年报点评：新业务快速落地，业绩符合预期
投资要点 公告要点：公司公布 2025 年年报，业绩符合我们预期。2025 全年公司实现营业收入 120.14 亿元，同比+20.91%，归母净利润 13.09 亿元，同比+8.32%，扣非净利润 12.20 亿元，同比+9.63%。其中，2025 年单四季度实现营收 36.57 亿元，同环比+8.9%/+14.5%；实现归母净利润 4.18 亿元，同环比-3.0%/+13.22%；实现扣非归母净利润 3.6 亿元，同环比-10.7%/+2.9%。智能电控量利齐升，机械制动毛利率承压。分业务看，2025 年智能电控产品收入达 58.55 亿元，同比+29.26%，销量 702.8 万套，同比+34.84%，毛利率为 20.40%，同比提升 0.44 个百分点，量利齐升；机械制动产品实现收入 51.70 亿元，同比增长 16.21%，增速稳健但毛利率承压，同比下降 2.7 个百分点至 15.87%，主要为传统制动器产品毛利率下降及轻量化海外业务毛利率承压所致。分子公司看，2025 年，伯特利电子收入同比增速+55%，净利率 13.3%（同比+2.1pct）；威海伯特利收入同比-3%，净利率同比-0.4pct；墨西哥工厂收入 7.0 亿，同比+153%，净利率-7.8%。总体来看，线控制动业务量利齐升，轻量化业务国内产能稳健，海外产能高增但尚在亏损。全年毛利率同比微降，费用率同比微增。2025 年全年毛利率 19.7%，同比-1.5pct，主要受到客户降价压力及墨西哥产能爬坡影响，但高毛利智能电控产品持续放量且毛利率全年同比提升

对冲了部分下行压力。期间费用率，25年为8.1%，同比+0.23pct，主要为财务费用增加所致。归母净利率，2025为10.9%，同比-1.3pct；25Q4为11.4%，同环比-1.4pct/-0.1pct，季度环比基本稳定。业务拓展与产能布局同步推进，夯实线控底盘及新兴业务布局。线控制动业务方面，1.5代降本方案(WCBS 1.5)占比提升，EMB有望在2026年大规模量产；2026年2月公告拟收购国内转向龙头豫北转向50.97%的股份；摩洛哥的生产基地启动筹备，公司预计2027年产能落地；通过与浙江健壮、廊坊金润成立合资公司，锁定丝杠（浙江伯健）和电机（伯特利驱动）两大核心零部件，锚定自研自制+集成机器人关节模组赛道，设立产业基金并投资奇瑞旗下墨甲机器人。盈利预测与投资评级：考虑到下游车企竞争压力加剧，海外工厂产能爬坡还需时间，我们维持公司2026-2027年营收为155.0/183.8亿元，预计2028年营收为218.3亿元，同比分别+29%/+19%/+19%；下调2026-2027年归母净利润为15.5/18.0亿元（原为17.4/20.8亿元），预计2028年归母净利润为20.1亿元，同比分别+19%/+16%/+12%，对应PE分别为17/15/13倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车需求不及预期，海外工厂建设不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孙仁昊）

宇通客车（600066）：2025年报点评：出口高增推动利润/分红大超预期

投资要点 公司公告：公司发布2025年年报。2025年公司实现营业收入414亿元，同比+11%；归母净利润55.5亿元，同比+35%；扣非归母净利润45.8亿元，同比+32%。其中2025Q4营业收入为150.6亿元，同环比分别+14.59%/+47.12%；归母净利润为22.62亿元，同环比分别+34.3%/+66.72%；扣非归母净利润为19.64亿元，同环比分别+40.57%/+84.31%，公司2025年业绩超过我们预期。出口高端化趋势凸显，新能源占比与高ASP共筑增长质量。2025年公司总销量4.9万辆，同比+4.25%，国内销量3.2万辆，同比-1.7%；出口销量1.7万辆，同比+22%；国内销售收入154亿元，同比-12.38%，单车ASP48万元，同比-10.9%；国外销售收入211.08亿元，同比+38.87%，单车ASP123万元，同比+13%。根据中客网数据，宇通客车25年新能源出口占总出口比重为23%（24年为19%），说明公司出口销量的大幅增长，主要来源于电车出口高端化的结构优化趋势。出口驱动盈利改善，减值损失大幅收窄。2025年公司毛利率为24.14%，同比+1.2pct，其中国内毛利率19.1%，同比-0.3pct；出口毛利率29.6%，同比+1.2pct。期间费用率为9.9%，同比-0.3pct，销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比-0.19/-0.02/-0.44/+0.37pct，25年汇兑损益0.54亿，同比-125%，受到了汇率波动的影响；资产价值损失与信用减值损失共计0.8亿元，同比收窄4.4亿元。全年分红超预期，股东回报较高。2025年公司拟向全体股东每1股派发现金股利2元（含税），计算合计拟派发现金红利44.2亿元（含税），2025年度公司现金分红（包括中期已分配的现金红利）总额55.35亿元，分红比例100%。盈利预测与投资评级：考虑到内需仍就有压力，但是出口势头良好，我们下调公司2026~2027年营业收入预测为455/495亿元（原为499/567亿元），预计2028年营业收入为538亿元，同比+10%/+9%/+9%，上调2026~2027年归母净利润为62.0/70.3亿元（原为59.2/70.3亿元），预计2028年归母净利润为81.6亿元，同比+12%/+13%/+16%，对应PE为13/11/10倍，维持“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 孙仁昊)

中国银河 (601881): 2025 年年报点评: 多点开花支撑业绩增长, 综合实力稳步提升

投资要点 事件: 中国银河发布 2025 年业绩。2025 年公司实现营业收入 283.0 亿元, 同比+24.3%; 归母净利润 125.2 亿元, 同比+24.8%; 对应基本每股收益 1.03 元, ROE 9.8%, 同比+1.5pct。第四季度实现营业收入 55.5 亿元, 同比-20.8%, 环比-38.3%; 归母净利润 15.5 亿元, 同比-49.4%, 环比-65.4%。

经纪业务增速显著, 财富管理转型加速: 1) 2025 年公司经纪业务收入 88.5 亿元, 同比+42.9%, 占营业收入比重 31.3%, 其中 Q4 单季度经纪业务收入 25.4 亿元, 同比+1.8%, 占营收比重 46%。2025 年全市场日均股基交易额 20538 亿元, 同比+69.7%。2) 2025 年末公司两融余额 1450 亿元, 较年初+43%, 市场份额 5.7%, 较年初+0.3pct, 全市场两融余额 25407 亿元, 较年初+36.3%。3) 2025 年公司充分依托一线投资顾问近距离陪伴优势, 发力投顾服务矩阵, 2025 年末公司注册投资顾问 4,320 人, 较上年末增加 264 人。

投行业务规模扩容, 股权业务修复显著: 1) 2025 年公司投行业务收入 8.3 亿元, 同比+36.8%。2) 股权业务承销规模同比+2051.2%至 104.3 亿元, 排名第 14; 其中 IPO 1 家, 募资规模 4 亿元; 再融资 8 家, 承销规模 100 亿元。截至 2026 年 3 月末, 公司 IPO 储备项目 7 家, 排名第 17, 其中两市主板 2 家, 北交所 4 家, 科创板 1 家。3) 债券主承销规模同比+37.7%至 6843 亿元, 排名第 6; 其中地方政府债、金融债、公司债承销规模分别为 4333 亿元、1456 亿元、398 亿元。

资管业务规模与收入双升: 2025 年公司资管业务收入 5.2 亿元, 同比+6.7%。截至 2025 年末公司资产管理规模 907 亿元, 同比+6.5%。

自营业务全年收益稳健, Q4 波动较大: 2025 年公司投资收益 (含公允价值) 131.2 亿元, 同比+15.6%; Q4 单季度调整后投资净收益 (含公允价值、汇兑损益、其他综合收益) 13.8 亿元, 同比-71.6%。

盈利预测与投资评级: 结合公司 2025 年经营情况, 我们下调此前盈利预测, 预计公司 2026-2027 年的归母净利润分别为 142/157 亿元 (前值分别为 147/157 亿元), 分别同比+13%/+10%; 预计公司 2028 年归母净利润 169 亿元, 同比+8%。2026 年 4 月 1 日公司市值对应 2026-2028 年 PB 为 0.88/0.84/0.81 倍。资本市场改革持续优化, 宏观经济逐渐复苏, 大型券商控制风险能力更强, 能更大程度的享受政策红利, 维持“买入”评级。风险提示: 交易量持续走低, 权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 罗宇康)

阜博集团 (03738.HK): 2025 年年报点评: 收入增长提速, AI 资产加速变现

投资要点 事件: 阜博集团发布 2025 年全年业绩公告, 收入 28.72 亿港元, 同比+19.6%; 毛利 12.86 亿港元, 同比+22.3%, 毛利率 44.8%, 同比+1.0pct; 经调整净利润 2.32 亿港元, 同比+29%; 经调整 EBITDA 5.42 亿港元, 同比+24%。

增值业务高速增长, AI 相关资产加速变现。2025 年增值服务收入 16.5 亿港元, 同比+27.1%, 占总收入 57.4%; 订阅服务收入 12.2 亿港元, 同比+10.9%, 占比 42.6%。增值业务管理的活跃资产从 2024 年底 370 万个增长至 2025 年底 486 万个, 总资产超过 520 万个, 其中 AI 相关资产占比从年初 3%提升至年底 17%。分地区来看, 北美及其他地区收入 14.51 亿港元, 同比+19.6%, 占总收入 50.5%; 中国内地收入 14.21 亿港元, 同比+19.6%, 占比 49.5%。

订阅业务基本盘稳固, PEX 整合拓展多模态确权能力。截至 2025 年底, 内容客户 260 个、平台客户 142 个, 客户留存率

98.2%，净收入留存率 128%，月经常性收入（MRR）达 1.14 亿港元。完成对 PEX 收购整合后，公司纳入超 1.25 亿条音乐资产指纹及超 230 亿条互联网音频指纹，推出自有 AI 歌曲识别确权模型，兼容 Suno、Udio、ElevenLabs 等主流 AI 音乐创作工具，音频识别能力覆盖变速、变调、翻唱、AI 合成人声等多种场景。盈利能力持续提升，经营杠杆效应显现。2025 年毛利率 44.8%，同比+1.0pct，连续三年提升（2023 年 42.5%→2024 年 43.8%→2025 年 44.8%）。2025 年三项费用率合计 32.9%，其中销售费用率 13.9%、管理费用率 7.9%、研发费用率 11.2%，经营费用率较 2024 年（32.3%）小幅上升，主要系 PEX 整合带来的一次性并购交易成本（478 万港元）。2025 年经调整净利润率 8.1%，同比+0.6pct；经调整 EBITDA 5.42 亿港元，同比+24%，EBITDA 利润率持续提升。盈利预测与投资评级：考虑到可换股债券相关利息支出减少，我们将 2026-2027 年经调整净利润预测从 3.1/3.9 亿港元调整至 3.1/4.2 亿港元，并新增 2028 年预测为 6.1 亿港元，当前股价对应 PE（经调整口径）分别为 26/19/13 倍。维持“买入”评级。风险提示：AI 版权规则落地不及预期；增值服务增速放缓；汇率波动风险；PEX 整合不及预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖 证券分析师：张文雨）

中创新航（03931.HK）：2025 年业绩公告点评：业绩符合预期，盈利稳步提升

投资要点 业绩符合我们预期：2025 年公司营收 444 亿元，同比增长 59.99%；归母净利润 14.76 亿元，同比增长 149.6%；扣非净利润 14.39 亿元，同比增长 127.68%；25 年毛利率为 16.69%，同比增加 0.80pct；销售净利率为 3.32%，同比增加 1.19pct。Q4 单季营收 158.6 亿元，环比+30.9%；Q4 归母净利润 7.91 亿元，环比+261.8%；Q4 毛利率 18.84%，环比+6.10pct。2025 年出货量 116GWh，26 年我们预计 50%+增长；公司 25 年动力和储能出货量 116GWh，同比增 65%左右，其中动力 66GWh，乘用车 50GWh，同比增 16%，商用车 16GWh，同比增 7 倍；储能 25 年出货量 50GWh，同比翻番增长。展望 26 年，储能和商用车需求强劲，乘用车方面 26 年将批量配套小鹏、零跑、华为、小米新平台新车型，因此我们预计公司 26 年电池出货量 180GWh，其中动力 110GWh，商用车接近翻番至 30GWh，乘用车 60%增长至 80GWh，储能 40%增长至 70GWh。为满足需求高增，公司加大产能扩张，目前已有和规划产能超 500GWh。单位盈利稳步提升，我们预计 26 年归母单位利润维持 0.015 元/wh+：25 年公司动力电池收入 303 亿，同比+55%，均价 0.52 元/wh，同比+6%，受益于商用车占比提升，我们预计毛利率 18-19%，单 wh 毛利为 0.09 元/wh；26 年公司储能电池收入 141 亿，同比+72%，均价 0.32 元/wh，同比-14%，单 wh 毛利为 0.03 元/wh。我们测算公司 25 年电池单位利润为 0.018 元/wh，同比增 50%，其中 25H2 我们预计单位利润超 0.02 元/wh，考虑 30%左右少数股东权益，25 年归母单位利润为 0.013 元/wh。2026 年原材料价格上涨，但考虑规模化效应，我们预计总体单位利润可维持 0.015 元/wh。资本开支增加、存货有所提升：公司 25 年期间费用 44.0 亿元，同增 30.2%，费用率 9.92%，同-2.27pct，其中 Q4 期间费用 19.5 亿元，环比+176.0%，Q4 费用率 12.30%，环比+6.47pct；25 年经营性净现金流 20.9 亿元，同-14.6%；25 年资本开支 41 亿元，同+37%；25 年末存货 71.6 亿元，较年初增长 36.1%。盈利预测与投资评级：基于公司 25 年出货量快速增长带动规模效应释放，毛利率持续改善，我们上调公司盈利预测，我们预计公司 26-27 年归母净

利润 26.3/34.8 亿元（原预测 21.3/30.9 亿元），新增 28 年归母净利润预测 43.8 亿元，同比+78%/+33%/+26%，对应 PE 为 19x/15x/12x，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧、产能投放不及预期、需求不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕）

粤海投资(00270.HK): 2025 年报点评: 归母净利润同增 48.2%超预期, 置地剥离&降费显著, 分红确定性强

投资要点 事件: 2025 年公司实现营业收入 188.25 亿港元, 同比增长 1.7%, 归母净利润 46.56 亿港元, 同比增长 48.2%。归母净利润同比大增 48.2%, 置地剥离&降费增效成果显著。2025 年公司收入 188.25 亿港元(同比+1.7%, 下同), 毛利 100.34 亿港元(+2.2%), 归母净利润 46.56 亿港元(+48.2%)。归母净利润大幅增长主要得益于: 1) 终止经营业务亏损大幅收窄至 0.21 亿港元(2024 年亏损 14.93 亿港元), 粤海置地于 2025 年 1 月完成剥离; 2) 管理费用同比下降 10.9%至 22.09 亿港元, 降费增效持续推进; 3) 财务费用同比大幅下降 30.6%至 6.38 亿港元, 受益于债务规模缩减及融资成本优化。持续经营业务税前利润 72.41 亿港元(+11.5%), 盈利质量明显改善。水资源业务稳健, 东深供水项目收入利润双增。水资源板块占公司总收入的 70.5%。①东深供水项目: 2025 年实现收入 64.52 亿港元(+1.4%), 税前利润 41.58 亿港元(+3.4%)。对港供水收入 52.59 亿港元续创新高(+2.4%), 2025 年供水量 20.78 亿吨(-1.8%)。②其他水资源项目: 2025 年实现收入 77.36 亿港元(+7.2%), 税前利润 17.94 亿港元(+3.5%)。截至 2025 年末, 公司供水产能达 1,659.52 万吨/日, 污水处理产能 309.49 万吨/日, 运营项目 61 个, 在建项目 4 个, 新增供水产能 91.5 万吨/日。 物业投资收入利润双增, 百货扭亏为盈。1) 物业投资: 2025 年粤海天河城及粤海投资大厦(香港)分别贡献收入 17.04 亿港元(+5.5%)、0.48 亿港元(+2.7%); 粤海天河城税前利润 9.72 亿港元(+7.3%)。2) 百货运营分部: 25 年五间百货店贡献收入 4.48 亿港元(-48.0%), 税前利润 0.96 亿港元(24 年-0.44 亿)。3) 酒店分部: 25 年贡献收入 7.05 亿港元(+8.7%); 税前利润 0.99 亿港元(-10.8%)。4) 道路及桥梁分部: 25 年粤海高速贡献收入 5.92 亿港元(-4.3%), 税前利润 3.06 亿港元(-2.9%)。5) 能源分部: 25 年粤海能源及粤电靖海项目分别贡献收入 15.41 亿港元(-3.9%)、58.45 亿港元(-17.8%); 粤海能源贡献税前利润 1.52 亿港元(+9.5%), 集团分占粤电靖海项目税前利润 0.28 亿港元(-62.3%)。 分红比例维持 65%, 每股派息 46.29 港仙同增 48.2%。25 年公司经营性现金流净额 88.05 亿港元(-20.58%), 资本开支 54.34 亿港元(+192.62%), 主要系项目收购带来的阶段性资本支出增长, 自由现金流 33.71 亿港元(-63.47%); 剔除粤海置地后经营性现金流净额为 85.37 亿港元(-6.70%), 自由现金流 31.03 亿港元(-57.54%)。25 年每股股息 46.29 港仙(+48.2%), 分红比例维持 65%, 股息率 5.7%(2026/4/1)。 剥离粤海置地后资本负债率降至 19.7%, 财务费用同比减少 2.82 亿港元。公司于 2025 年 1 月 21 日, 向股东分派 12.62 亿股粤海置地股份, 实现粤海置地的剥离。截至 25 年末, 公司持续经营业务资本负债比率为 19.7%, 较 24 年末的 30.9%大幅下降 11.2 个百分点。银行及其他借贷规模从 238.62 亿港元降至 216.12 亿港元(-9.4%), 财务费用同比减少 2.82 亿港元至 6.38 亿港元(-30.6%)。 盈利预测与投资评级: 水务板块业绩稳定, 剥离粤海置地后负债端改善分红比例稳定&分红确定性强。考虑公司降费增效成果明显&水务运营良好, 我们上调 2026-2027 年归母净利润从 46.49/47.41 亿港元至 49.03/50.54 亿港元,

预计 2028 年归母净利润 51.96 亿港元，对应 PE 10.4/10.1/9.8 倍，维持“买入”评级。（估值日期：2026/4/1）风险提示：供水量不及预期，水务调价低于预期，应收账款回款风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈致文 研究助理：田源）

广发证券（000776）：2025 年年报点评：多元业务齐头并进，财富管理优势突出

投资要点 事件：广发证券发布 2025 年年报。公司 2025 年实现营业收入 354.9 亿元，同比+34.3%；归母净利润 137.0 亿元，同比+42.2%；对应基本每股收益 1.68 元，ROE 10.2%，同比+2.7pct。第四季度实现营业收入 93.3 亿元，同比+18.5%，环比-13.4%；归母净利润 27.7 亿元，同比-3.7%，环比-38.0%。 经纪业务收入大幅增长，财富管理转型成效兑现：1）2025 年公司经纪业务收入 96.0 亿元，同比+44.3%，占营业收入比重 27.0%。全市场日均股基交易额 20538 亿元，同比+69.7%。2）公司两融余额 1440 亿元，较年初+32%，市场份额 5.7%，较年初-0.2pct，全市场两融余额 25407 亿元，较年初+36.3%。3）公司从传统通道向“买方投顾+资产配置”的转型迈出坚实步伐，代销金融产品保有规模突破 3700 亿元，同比增长 42.65%；公司投顾人数超 4800 人，排名行业第 3，投顾服务能力持续提升。 投行业务增速稳健，质量持续提升：1）2025 年公司投行业务收入 8.8 亿元，同比+13.6%。2）股权业务承销规模同比+90.6%至 203.3 亿元，排名第 8；其中 IPO 3 家，募资规模 13 亿元；再融资 8 家，承销规模 190 亿元。截至 2026 年 3 月末，公司 IPO 储备项目 19 家，排名第 6，其中两市主板 9 家，北交所 6 家，创业板 2 家，科创板 2 家。3）债券业务承销规模同比+4.3%至 3492 亿元，排名第 13；其中金融债、公司债、ABS 承销规模分别为 1564 亿元、1190 亿元、317 亿元。 资管业务发挥公募基金龙头优势：2025 年公司资管业务收入 77.0 亿元，同比+11.9%。截至 2025 年末资产管理规模 2109 亿元，同比-16.8%。截至 2025 年末，易方达基金资产管理规模 2.57 万亿元，较上年末增长 25.2%，广发基金资产管理规模 1.66 万亿元，较上年末增长 13.4%。 投资收益表现突出：2025 年公司投资收益（含公允价值）123.8 亿元，同比+60.1%；Q4 单季度调整后投资净收益（含公允价值、汇兑损益、其他综合收益）27.9 亿元，同比-11.3%。 盈利预测与投资评级：结合公司 2025 年经营情况，我们下调此前盈利预测，预计 2026-2027 年归母净利润分别为 157/174 亿元（前值分别为 172/196 亿元），对应同比增速分别为 14%/11%。预计 2028 年公司归母净利润 189 亿元，对应同比增速 8%。2026 年 4 月 1 日公司市值对应 PB 分别为 0.99/0.91/0.83 倍。资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，带动市场投资热情回升；长期来看，证券行业未来发展的政策环境良好，公司有望持续发挥在财富管理、资产管理等领域的优势，维持“买入”评级。 风险提示：监管趋严抑制行业创新，行业竞争加剧，经营管理风险。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：罗宇康）

军信股份（301109）：2025 年年报点评：仁和环境全年并表驱动业绩大增 34%，比什凯克一期投运开启海外征程

投资要点 事件：2025 年全年，公司实现营业收入 27.48 亿元，同比增长 13.05%；实现归母净利润 7.17 亿元，同比增长 33.62%。 仁和环境全年并表驱动营收利润双增，贡献归母 31%。2025 年公司营收利润双增，主要系仁和环境自 2024 年 12 月起纳入合并范围，2025 年全年并表。2025 年仁和环境实现收入 10.83 亿元（占比公司收入 39.42%），净利润约 3.57 亿元，按 63%股权计算贡献归母净利润 2.25

亿元（占比公司归母净利润 31.35%）。分业务看：1）垃圾发电项目建设运营业务：收入 13.73 亿元（同比-31.08%，占比 49.97%），毛利率 61.03%（同比+21.63%pct），主要系 2024 年浏阳、平江项目建设阶段存在建设收入，拉低整体毛利率；2）生活垃圾中转处理业务：收入 6.85 亿元（同比约+1,167%），主要系仁和环境全年并表贡献，占比 24.93%，毛利率 54.56%；3）污水、污泥、飞灰、填埋项目建设运营业务：收入约 2.91 亿元，占比 10.60%。毛利率 48.78%，同比降低 16.02 个百分点；4）其他业务（包括配套污水、餐厨垃圾处理、工级混合油等）：收入 4.00 亿元，占比 14.47%。运营数据来看：2025 年公司生活垃圾处理量为 378.28 万吨，同增 14.1%；上网电量 18.39 亿度，同增 24.8%；吨垃圾上网电量 486.26 度，同增 5.7%；餐厨垃圾处理量 41.57 万吨；生活垃圾中转处理量 325.08 万吨；工业级混合油销售量 3.07 万吨。比什凯克一期 1000 吨/日项目投运，海外征程正式开启。当前公司海外投运+在筹建产能合计达 9000 吨/日：1）比什凯克市项目（规划 3000 吨/日）：比什凯克一期已于 2025 年 12 月正式投入运行，设计规模为 1000 吨/日，公司成为吉尔吉斯境内唯一生活垃圾焚烧项目运营商，先发优势显著。2）吉尔吉斯斯坦项目：奥什市（规划 2000 吨/日）已签署投资协议与特许经营协议；伊塞克湖州（规划 2000 吨/日）已签署投资协议。3）哈萨克斯坦：阿拉木图项目已签署投资协议（规划 2000 吨/日）。自由现金流大增 160%，丰厚分红彰显股东回报长期承诺。2025 年全年经营活动现金流净额 16.99 亿元，同比增长 74.98%，主要系仁和环境全年并表显著扩大现金入账规模。购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金约 6.00 亿元，同比下降 34.78%；实现自由现金流约 10.99 亿元，同比提升 159.81%。2025 年度公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 6.53 元（含税），对应现金分红总额约 5.07 亿元（与 24 年持平），分红比例达 70.74%。盈利预测与投资评级：受益于湖南长沙区位优势 and 优质固废资产，仁和环境全年并表驱动业绩高增，经营现金流大幅扩张支撑高分红。考虑比什凯克项目正式投运开启增量空间以及未来海外项目逐步落地，我们维持 2026-2027 年公司归母净利润 8.26/8.71 亿元，预计 2028 年 9.20 亿元，对应 PE 为 16/15/14 倍，维持“买入”评级。（估值日期：2026/4/1）风险提示：电价补贴政策风险；特许经营权项目到期风险；海外项目推进不及预期风险；应收账款风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文 研究助理：田源）

三峰环境（601827）：2025 年报点评：业绩稳健增长，现金流增厚分红稳步提升

投资要点 事件：2025 年公司实现营收 55.59 亿元（同比-7.21%，下同），归母净利润 12.31 亿元（+5.38%），扣非归母净利润 11.97 亿元（-3.61%）。2025 年固废运营稳健增长，工程建造毛利率显著提升。剔除 2025 年三峰城服不再纳入合并范围的影响后，公司营收同口径同比下降 3.30%。2025 年实现毛利 20.71 亿元（+4.20%），毛利率 37.26%（+4.08pct）。分业务看，1）项目运营：营收 40.80 亿元（+0.46%），毛利率 38.24%（-0.15pct）。①全资及控股项目：截至 25 年底已投运规模 4.47 万吨/日（+0.22 万吨/日），25 年垃圾处理量 1588.58 万吨（+5.32%），发电量 62.48 亿度（+4.89%），上网电量 55.19 亿度（+5.33%），销售蒸汽 111.06 万吨（+18.6pct），平均入厂吨垃圾发电量达 425.55 度/吨（不含供热机组、污泥、餐厨及厨余垃圾），平均厂用电率控制在 11.65%（不含供热项目）。②参股项目：截至 25 年底已投运 1.44 万吨/日（-0.27 万吨/日），垃圾处理量 535.79 万吨（-1.52%），上网电量 14.58 亿度（-2.47%），外供蒸汽 93.74 万吨（+8.22%）。截至

25 年底, 尚有 1 个全资、2 个参股项目在建, 合计 1900 吨/日。2) 工程建造: 营收 14.68 亿元 (-23.47%), 毛利 5.01 亿元 (+20.14%), 毛利率 34.16% (+12.40pct), 盈利能力大幅提升, 主要系海外工程项目占比提升。2025 年现金流持续增厚, 分红稳步提升。2025 年公司经营性现金流净额 23.55 亿元 (+14.69%), 主要系国补回收较上年增加所致; 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 4.68 亿元 (-16.94%); 自由现金流 18.88 亿元 (+26.64%)。2025 年公司现金分红 4.45 亿元 (+8.57%), 分红比例 36.13% (+1.06pct)。2025 年公司资产负债率降至 48.92%, 财务费用下降。2025 年末资产负债率 48.92% (-2.56pct)。销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.49% (+0.11pct)、5.65% (+0.42pct)、1.29% (+0.22pct)、4.52% (-0.26pct), 期间费用管控良好, 其中 25 年财务费用 2.51 亿元 (-12.20%)。国内国际“双轮驱动”, 特许经营、设备销售、运营服务等领域全面收获。国内市场聚焦县域焚烧、焚烧供热及存量技改、并购项目。国际市场全面深耕越南、印尼、泰国、马来西亚等东南亚市场, 积极开拓大洋洲、南亚等地新市场。2025 年, 公司成功中标重庆市酉阳县县域小型化特许经营项目, 新增处理能力 230 吨/日; 签署诸暨、淄博、兰州、阳泉等焚烧炉销售及改造合同等; 签署澳门垃圾焚烧运营服务合同 (预计服务期限 10 年, 总收入约 26 亿澳门元)。在主业延伸方面, 公司新签订蒸汽销售合同 6 项, 公司预计新增蒸汽供应量约 22 万吨/年; 辰峰储能新签订储能业务领域 EPC 项目和运维项目各 1 个, 购售电项目 8 个, 合计电量约 2400 万 kWh。同时, 新中标储能电站投资类项目 2 个。盈利预测与投资评级: 公司固废“运营+设备工程”一体化布局, 国内存量项目运营稳健增长, 期待海外订单加速, 自由现金流持续增厚, 分红提升潜力大。考虑海外增量订单落地进度, 我们将 2026-2027 年归母净利润预测从 13.50/14.23 亿元下调至 13.04/13.73 亿元, 预计 2028 年归母净利润为 14.39 亿元, 对应 10/10/9 倍 PE, 维持“买入”评级。风险提示: 设备订单不及预期, 资本开支上行, 应收账款风险等。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 陈孜文)

宏盛股份 (603090): 2025 年报点评: 业绩稳步增长, 热管理主业驱动盈利改善

投资要点 业绩增长强劲, 盈利能力显著提升: 2025 年公司实现营业收入 7.64 亿元, 同比+7.13%; 归母净利润 8239 万元, 同比+66.91%; 扣非归母净利润 8252 万元, 同比+67.55%。分业务看, 2025 年换热器实现收入 6.98 亿元, 同比+9.85%; 锂电池实现收入 0.33 亿元, 同比-3.12%; 热能管理相关产品实现收入 0.09 亿元, 同比+19.62%; 深冷设备实现收入 0.01 亿元, 同比-90.56%。公司 2025 年业绩预告归母净利润中值为 8000 万元, 实际 8239 万元略高于业绩预告中值, 公司收入增长主要受益于换热器主业需求扩展及产品结构优化, 新兴领域带动热管理产品增长; 同时, 规模效应叠加投资收益增加及减值损失减少使得利润提升。2025 年公司实现投资收益 642 万元, 同比 2024 年大幅提升, 我们判断主要系合资公司和宏智贡献 (和宏智 25 年营收 7986 万元, 净利润 1768 万元, 贡献投资收益 866 万元)。盈利能力整体改善, 费用率保持稳定: 2025 年公司毛利率为 25.68%, 同比-0.36pct; 销售净利率为 10.7%, 同比+3.75pct, 销售净利率提升而销售毛利率下降主要系期间费用率下降及投资收益提升; 期间费用率为 13.9%, 同比-0.1pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.2%/6.7%/4.4%/-0.4%, 同比+0.25/-0.0/-0.2/-0.1pct。热管理技术积累深厚, 全球化布局持续推进: 1) 公司深耕铝制板翅式换热

器及热管理系统，在工程机械、风电、数据中心等领域持续拓展，2025年新能源相关出货量增长较快。随着行业由传统配套向核心部件转变，公司在高效热管理领域的技术积累有望持续受益于新能源及算力基础设施需求增长。

2) 公司北美工厂已投运，欧洲产能建设接近完成，全球化产能布局逐步成型，有助于提升海外客户响应能力。

3) 合资公司盈利好增速快初具规模，看好未来液冷布局：子公司和宏智聚焦数据中心液冷 CDU 产品的核心零部件板翅式换热器，我们判断随 AI 算力需求驱动液冷产业链发展，该技术路线会大规模应用，公司业绩有望开启加速上行空间。

盈利预测与投资评级：考虑到公司核心业务稳健、新业务拓展顺利及海外布局成效，我们基本维持公司 2026-2027 年归母净利润为 2.0/3.2 亿元，预计 2028 年归母净利润为 5.0 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 30/19/12 倍，维持“增持”评级。

风险提示：下游装备制造需求不及预期；原材料价格波动风险；海外业务拓展存在不确定性。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天 研究助理：陶泽)

高测股份(688556)：2025 年报点评：公司业绩拐点已现，海外光伏&机器人业务打开新成长空间

投资要点 2025 年业绩受行业影响承压，Q4 业绩拐点已现：2025 年公司实现营收 36.50 亿元，同比-18.43%，主要系受光伏行业产业链整体下行影响，其中光伏切割设备收入 2.42 亿元，同比-88.04%，占比 6.63%；切片代工收入 18.62 亿元，同比+43.85%，占比 51.02%；金刚线收入 7.98 亿元，同比+15.12%，占比 21.86%；创新与其他业务收入 2.90 亿元，同比+18.22%，占比 7.94%；2025 年公司归母净利润为-0.41 亿元，同比亏损幅度减小。2025Q4 单季营收 12.19 亿元，同比+16.92%，环比+11.63%；归母净利润为 0.41 亿元，同比扭亏为盈，环比+493.46%。

全年盈利整体承压，Q4 拐点已现：2025 毛利率为 14.35%，同比-4.63pct，销售净利率为-1.11%，同比-0.12pct；期间费用率为 16.59%，同比-1.30pct，其中销售费用率为 2.02%，同比-0.14pct，管理费用率为 7.53%，同比-1.75pct，研发费用率为 5.17%，同比-0.38pct，财务费用率为 1.87%，同比+0.97pct。2025Q4 单季毛利率为 18.27%，同比+12.32%，环比+4.54pct，销售净利率为 3.37%，同比+27.3%，环比+2.66pct。

合同负债/存货反向变动，现金流出同比增加：截至 2025 末公司合同负债为 1.13 亿元，同比-50.98%，存货为 10.31 亿元，同比+56.61%。2025 经营活动净现金流为-3.28 亿元，同比-73.99%，主要系光伏行业产业链影响，公司采购付款减少。

光伏反内卷初见成效，海外需求恢复增长曲线：(1) 国内：光伏制造端“反内卷”趋势确立，随着政策端强化对无序竞争的治理，光伏硅片价格已开启回升通道。公司切片代工业务成为营收支柱，受益于行业复苏。随着硅片环节进入买方市场，公司有望凭借在单一环节的深度研发与规模效应建立低成本壁垒，在行业出清中受益。(2) 海外：特斯拉地面和 Space 太空三年内分别建设 100GW 光伏产能，公司作为切片设备龙头有望充分受益。

切入机器人蓝海，核心技术打开新空间：公司依托在磨削设备及钨丝材料领域的核心技术积累，积极布局人形机器人蓝海市场，已实现订单突破和产品落地。

(1) 从磨削技术到丝杠磨床：行星滚柱丝杠是人形机器人线性执行器的核心部件，而磨床是其生产制造的关键设备。随着 2025 年特斯拉 Optimus 进入小批量量产，上游设备需求有望先行释放。公司依托深厚的磨削技术基础，快速完成外/内螺纹磨床样机研发，有望在产业链爆发初期抢占先机。(2) 从金刚线钨丝到灵巧手腕绳：腱绳驱动是实现机器人灵巧手精细操作的主流技术方案之一。钨丝灵巧手腕绳相比传统聚乙烯

材料，具有更强的承载力和抗蠕变性能，能赋予灵巧手更稳定的操作能力。目前，公司已完成产品研发并进入头部客户试用，实现小批量订单突破。盈利预测与投资评级：考虑到订单收入确认节奏，我们调整公司 2026-2027 年归母净利润预测为 1.5（原值 1.3）/2.1（原值 2.4）亿元，预计 2028 年归母净利润为 2.5 亿元，当前市值对应 PE 分别为 74/51/43 倍，维持“买入”评级。风险提示：光伏行业需求不及预期，新技术研发不及预期，新业务产业化不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

首旅酒店（600258）：2025 年年报点评：标准店 RevPAR 同比转正，开店结构继续优化

投资要点 事件：2025 年首旅酒店实现营收 76.07 亿元，yoy-1.9%；归母净利润 8.11 亿元，yoy+0.6%；扣非归母净利润 7.41 亿元，yoy+1.1%。

Q4 业绩略低于我们此前预期：Q4 实现营收 18.25 亿元，yoy-2%；归母净利润 0.56 亿元，yoy-32%；扣非归母净利润 0.66 亿元，yoy-9%；Q4 业绩低于预期，主要系销售费用率提升和联营企业计提一次性投资收益亏损。25 年酒店运营/酒店管理/景区业务收入分别为 46.85/24.09/5.13 亿元，yoy-7.5%/+11.1%/-0.7%。

开店结构优化，标准店占比提升：截至 2025 年末公司门店总计 7,802 家，yoy+11%；房量达 55.49 万间，yoy+7%。全年新开 1,510 家（完成开店 1500 家目标），净增 800 家，新开店中标准店（经济型+中高端）占比 55.1%，较 24 年底的 52% 继续提升，结构持续优化。2025 年底储备店 1,584 家，标准店占比 74.6%。2026 年公司计划新开 1,600-1,700 家，开店继续提速。

Q4 标准店 RevPAR 同比转正：2025 年 Q4 全部酒店 RevPAR 为 134 元，同比持平；入住率 60.8%，同比-0.3pct；ADR 220 元，同比上升 0.5%。不含轻管理酒店的 RevPAR 为 154 元，同比上升 0.3%。成熟店 RevPAR 为 135 元，同比下降 4.0%，降幅环比收窄。

盈利预测与投资评级：首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团，背靠首旅集团协同整合资源，26 年公司继续优化开发经营，开店提速叠加结构升级。基于直营店关店和费用率影响，下调公司 2026/2027 和新增 2028 年盈利预期，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 9.3/10.4/11.4 亿元（2026/2027 年前值为 9.8/10.6 亿元），对应 PE 估值为 20/17/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：门店扩张不及预期、市场竞争加剧带来的单房均价下滑等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：王琳婧）

华新水泥（600801）：2025 年年报暨一季度预告点评：大力拓展海外版图，期待国内水泥价格表现

投资要点 公司披露 2025 年年报及 2026 年一季度预告，2025 年收入 353.48 亿元，同比+3.3%，归母净利润 28.53 亿元，同比+18.1%，扣非后归母净利润 26.94 亿元，同比+51.0%。公司拟每股派发现金红利 0.55 元（含税）。公司预计 2026 年一季度归母净利润为 5.2~7.2 亿元，同比+126%~213%，扣非归母净利润为 5.2~7.2 亿元，同比+117%~200%。

海外业务表现亮眼，并购交割驱动利润增厚，一体化发展继续贡献增量。（1）2025 年水泥及熟料实现销量 6196 万吨，同比+2.8%，其中国内外水泥及熟料销量分别同比-5.5%/+25.3%至 4166 万吨/2030 万吨。（2）2025 年水泥及熟料实现营业收入 212.85 亿元，同比+13.3%，其中国内、国外收入分别为 100.81/112.04 亿元。我们测算 2025 年水泥及熟料单吨综合均价/毛利分别为 343.5 元/112 元，同比+31.7 元/+39 元，我们预计主要得益于国内水泥价格回升以及海外收入占比进一步提升。混凝土、骨料业务方面，2025 年分别实现骨料/混凝土销量 16069 万吨/2832 万方，同比增长 12.2%/-11.0%，分别

对应单位毛利 14.7 元/吨、39 元/方，同比分别-4.2 元/+7 元。(3) 海外并购兑现利润增量。2025 年公司完成尼日利亚拉法基非洲公司并购及巴西 EMBU 880 万吨/年骨料项目并购，其中尼日利亚公司并表实现营业收入 18.05 亿元、净利润 4.30 亿元。(4) Q4 毛利率继续改善，扣非盈利保持增长。2025Q4 公司实现营业总收入 103.15 亿元，同比+8.6%，销售毛利率 31.97%，同比提升 5.56pct、环比提升 1.44pct，2025Q4 扣非后归母净利润为 7.59 亿元，同比+5.2%。

经营现金流改善，投资与负债扩张。(1) 公司 2025 年经营活动产生的现金流量净额为 66.94 亿元，同比+12.0%，主要受盈利改善带动。(2) 公司 2025 年投资活动产生的现金流量净额为-87.51 亿元，主要因并购款增加；筹资活动产生的现金流量净额为 27.56 亿元，主要因并购贷款增加。

(3) 公司 2025 年末资产负债率为 53.87%，同比提升约 4.1pct。海外业务版图持续扩大，有望持续贡献增量。公司在海外的水泥运营及在建产能突破 4,000 万吨，成为海外产能最大的水泥企业，其中南非及赞比亚工厂升级改造项目完成、马拉维巴拉卡熟料生产线投产，尼日利亚拉法基非洲公司并购完成。此外 2025 年公司完成对巴西骨料项目的并购，坦桑尼亚、赞比亚、津巴布韦、莫桑比克等砂浆工厂的陆续投产，公司海外多元化发展取得突破性进展。

盈利预测与投资评级：海外并购持续落地彰显公司领先的国际化布局、经营能力。随着海外产能规模持续壮大，国内水泥行业反内卷强化，公司一体化及绿色低碳战略强化竞争力，支撑中长期发展动能。我们略微上调公司 2026-2027 年归母净利润预测并新增 2028 年归母净利润预测为 37.47/42.03/45.49 亿元（2026-2027 年此前预测为 37.0/41.1 亿元），对应市盈率 13/11/10 倍，维持“增持”评级。

风险提示：国内水泥需求超预期下行；非水泥+海外业务扩张不及预期；市场竞争加剧的风险。

（证券分析师：黄诗涛）

免责声明

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

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

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

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

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>