

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-21

宏观策略

2025 年 04 月 21 日

宏观点评 20250413：中国科技产业为全球资产注入稳定性

目前来看，春节后由中国科技突破引发的估值重塑，并非单纯的技术事件，而是中国创新体系从“单点突破”向“系统进化”转型的缩影。在外部不确定性加剧的情况下，中国始终秉承“以我为主”的宗旨，通过科技突破和产业链完善，稳扎稳打地实现向创新驱动型经济体的转型。在此过程中，资本市场也将持续为科技产业提供稳定的流动性支持，“科特估”有望为中国经济“新旧动能转换”的重定价进一步注入稳定性。风险提示：海外地缘政治变化影响市场风险偏好，美国对华政策进一步施压影响市场信心，科技创新进展和效率不及预期

海外周报 20250413：美债抛售潮的原因：去美元化、流动性冲击与中期财政扩张

核心观点：对美元资产信任的退潮、对流动性风险的担忧引致美债遭遇抛售潮，10 年美债利率本周飙升 50bps 至 4.5%，美元指数下破 100。本周公布的 3 月美国物价数据全面遇冷、消费者通胀预期则大幅飙升，但市场担忧的重点仍在于关税对通胀前景的高度不确定性。当前的价、量指标显示美元流动性尚未有显著、大幅恶化，但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产在二季度大概率延续震荡。

宏观量化经济指数周报 20250413：货币宽松进入“择机”窗口期

在外部经济环境日趋复杂的情况下，金融市场对降准降息的预期也在升温，货币政策加码宽松所择的“机”也进入观察期。

固收金工

固收深度报告 20250416：债券“科技板”启航：一文读懂科创类债券的前世今生

科创债二级市场投资价值分析：1) 尽管近年来科创债市场交投情绪活跃度明显提升，但市场体量的增速更为显著，故科创债市场仍具备较为充裕的交易空间，债市“科技板”概念或有助于进一步激发市场的流动性。2) 信用利差：科创债信用利差水平总体稍高于同期限、同评级的普通信用债，表明 AAA 高评级科创债信用风险溢价较普通信用债稍高，二者之间尚存约 15-20BP 的品种利差，且 3-5Y 的中长端品种优势更为突出，较近 2 年最低点之间的资本利得收益空间稍大于普通信用债。3) 估值水平：a) 科创债各久期品种的估值收益率均以 2%-2.5% 区间为主，且随着久期的拉长，估值收益率水平抬升态势显著，3Y 及以上科创债的高收益个券比例加大，佐证科创债中长端品种的收益水平具有一定吸引力，加之科创债评级较高，因此不仅可成为追求收益稳健、回撤较小、流动性尚可的交易盘投资者的优选品种，亦适宜负债端稳定、寻求中长端信用债机会的配置盘投资者关注。b) 科创债发行主体之间的估值水平存在一定差异，其中估值水平在 3% 以上的行业仅纺织服装业，其次为估值水平在 2.5%-3.0% 之间的食品饮料、消费零售、电信服务和家电，其余行业估值水平大多处于 2.2% 上下。科创债不同行业之间的估值分布结构反映了市场对不

晨会编辑 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

同行业未来增长潜力和偿债能力的不同预期，伴随我国经济结构的持续优化和多地产业升级的推进，各行业可能会经历市场对其债券定价的重估，高科技行业、大消费行业及新兴服务业等领域主体发行的科创债在收益空间上或仍可观，故建议投资者在择券策略上可从行业角度挖掘科创债收益率曲线上的估值偏离机会，优选存量余额尚可、高票息、估值折价个券。风险提示：数据统计偏差；科创债政策超预期收紧；债市超预期波动。

行业

推荐个股及其他点评

千红制药（002550）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：业绩符合我们预期，主业保持稳健，QHRD107 临床数据优秀

公司主业保持稳健，收购方圆制药获得潜力品种硫酸依替米星，增厚公司主业业绩。创新药管线逐渐进入收获期。考虑到公司收回部分建元信托前期逾期款项以及收购方圆制药对公司业绩的增厚，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润由 4.01/4.45 亿元至 4.43/5.12 亿元，2027 年归母净利润预计为 6.09 亿元；对应当前市值 P/E 估值 17/15/12X，维持“买入”评级。风险提示：原料药下游需求不及预期；产品价格波动风险；新药研发进展不及预期。

贝特瑞（835185）：2024 年年报点评：负极盈利稳健，业绩符合预期

盈利预测与投资评级：考虑原材料涨价压力，下修公司 25-27 年归母净利润 12/15/18 亿元（原 25-26 年预期 16/20 亿元），同比+30%/+25%/+19%，对应 PE 为 19/15/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

新锐股份（688257）：2024 年年报点评：业绩符合预期，硬质合金工具&制品业务稳健增长

盈利预测与投资评级：考虑到公司收入结构有所变化，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 2.25（原值 2.53）/2.75（原值 3.26）亿元，预计 2027 年归母净利润为 3.32 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 16/13/11 倍，考虑到公司产品矩阵不断完善，海外布局顺利，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，原材料价格波动，海外拓展不及预期。

风语筑（603466）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：Q1 表现亮眼，体验经济驱动增长

盈利预测与投资评级：考虑到外部环境影响，以及公司订单交付有所减缓，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年业绩预期，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.30/0.43/0.54 元（2025-2026 年前值为 0.72/0.85 元），对应当前股价 PE 分别为 32/22/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：订单交付进展不及预期风险，市场竞争风险，新技术应用不及预期风险

中微公司（688012）：2024 年年报点评：营收快速增长，平台化布局加速

营收&扣非归母净利润稳健增长：2024 年营收 90.65 亿元，同比+44.7%，其中刻蚀设备收入为 72.77 亿元，占总营收 80.3%，同比+54.7%；MOCVD 收入为 3.79 亿元，占总营收 4.2%，同比-18.0%；LPCVD 设备实现首台销售，营收 1.56 亿元。营收显著增长主要得益于公司高端刻蚀设备付运量显著提升，LPCVD、ALD 等新产品形成重复订单，其中 LPCVD 2024

年累计出货超 150 个反应台。区间归母净利润为 16.16 亿元，同比-9.5%，主要系公司研发投入显著增加，研发支出同比+94.3%，以及 2023 年同期基数较高（公司出售拓荆科技股权收益 4.06 亿元）；扣除非经常性损益后的净利润为 13.88 亿元，同比+16.5%，主要得益于营收增长带来的毛利增加。Q4 单季营收 35.58 亿元，同环比+60.1%/+72.8%；归母净利润为 7.03 亿元，同环比+12.2%/+77.3%，扣非净利润为 5.75 亿元，同环比+25.5%/+74.0%。公司毛利率略降，研发投入大幅提升：2024 年毛利率为 41.06%，同比-4.8pct；销售净利率为 17.81%，同比-10.7pct；扣非净利率为 15.31%，同比-3.7pct。期间费用率为 25.28%，同比+0.3pct，其中销售费用率为 5.28%，同比-2.6pct，管理费用率为 5.31%，同比-0.2pct，研发费用率为 15.64%，同比+2.6pct，财务费用率为-0.96%，同比+0.4pct。目前公司在研项目涵盖六类设备和 20 多个新设备，2024 年研发投入为 24.52 亿元，同比大增 94.3%。Q4 单季毛利率为 39.26%，同环比-6.6pct/-4.5pct，主要系质保费用计入营业成本影响；销售净利率为 19.73%，同环比-8.4pct/+0.5pct；扣非净利率为 16.16%，同环比-4.5pct/+0.1pct。盈利预测与投资评级：我们基本维持 2025-2026 年归母净利润为 24.3/34.0 亿元，预计 2027 年归母净利润为 44.5 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 49/35/27 倍，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂扩产节奏不及预期，新品研发&产业化不及预期等。

科达利 (002850): 2024 年年报点评: 利润再超预期, 盈利水平持续亮眼
【勘误版】

盈利预测与投资评级：考虑公司盈利能力超预期，上修 25-27 年归母净利润 18.8/23.2/27.9 亿元（原预期 25-26 年 17.2/20.7 亿），同比增 28%/24%/20%，对应 PE 为 16x/13x/11x，给与 25 年 25x，对应目标价 172 元，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

亿纬锂能 (300014): 2024 年年报点评: Q4 业绩符合市场预期, 动储延续高景气度

盈利预测与投资评级：考虑到需求不及预期，我们下修 25-26 年归母净利润 53.2/72.6 亿元（此前预测 55.0/75.1 亿元），新增 27 年归母净利润预期 91.9 亿元，25-27 年同增 31%/36%/27%，对应 PE 为 15x/11x/9x，考虑到公司储能高速增长，我们给予 25 年 25 倍 PE，目标价 65 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动超市场预期，电动车销量不及市场预期。

科达利 (002850): 2024 年年报点评: 利润再超预期, 盈利水平持续亮眼
盈利预测与投资评级：考虑公司盈利能力超预期，上修 25-27 年归母净利润 18.8/23.2/27.9 亿元（原预期 25-26 年 17.2/20.7 亿），同比增 28%/24%/20%，对应 PE 为 16x/13x/11x，给与 25 年 25x，对应目标价 172 亿，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

美年健康 (002044): 2024 年年报点评: AI 营收初具规模, 19 家机构参变控增厚业绩

盈利预测与投资评级：考虑到宏观行业环境变化与公司 AI 战略推广，我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 7.03/9.99 亿元调整至 6.29/9.12 亿元，预期 2027 年为 11.25 亿元，对应当前市值的 PE 估值分别为 33/23/18 倍。维持“买入”评级。风险提示：消费降级导致体检客单下降风险；

市场竞争加剧的风险。

伟星新材 (002372): 2024 年报点评: 阶段承压, 稳中有变, 现金奶牛
零售业务稳健、份额继续提升, 海外开拓势头良好。分产品看, 公司 2024 年 PPR 系列产品实现收入 29.4 亿元, 同比-1.72%; PE 系列产品收入 14.2 亿元, 同比-6.9%; PVC 系列产品 8.3 亿元, 同比-8.1%, 其他产品收入 10.3 亿元, 同比+12.9%, 零售为主的 PPR 业务在 24 年下半年有所承压, 但整体表现稳健, 预计市场份额继续稳步提升, 而受市政及建筑工程需求下滑影响, PVC 和 PE 相关产品收入承压较大, 24 年下半年压力有所缓解; 其他产品收入增长主要由于浙江可瑞公司合并报表。公司海外开拓势头保持良好状态, 2024 公司境外收入 3.6 亿元, 同比+26.7%。公司在需求承压、行业竞争加剧环境下, 通过“战略聚焦”和“转型升级”, 实现零售市场份额持续提升的同时, 保持了高质量发展的态势, 同时商业模式升级和海外市场开拓也取得了良好效果。我们调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 10.82/12.25/13.59 亿元 (2025-2026 年前值为 11.07/12.81 亿元), 对应 PE 分别为 18.3X/16.2X/14.6X, 考虑到公司转型升级和经营质量优秀, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济下行的风险; 原材料价格大幅波动的风险; 竞争加剧的风险; 新业务开拓不及预期的风险。

华利集团 (300979): 2024 年报点评: 新增客户 Adidas, 保持积极扩产
盈利预测与投资建议: 考虑当前关税政策存在不确定性, 可能影响部分客户短期订单, 我们将 2025-2026 年归母净利润从 45.2/51.1 亿元调整为 43.6/50.1 亿元, 增加 2027 年预测值 57.6 亿元, 对应 25-27 年 PE 15/13/11 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 关税政策导致需求波动; 新工厂投产进度不及预期; 汇率波动影响业绩。

宏观策略

宏观点评 20250413：中国科技产业为全球资产注入稳定性

观点 在世界多极化愈演愈烈的过程中，全球各国都在动态地调整从地缘到内政到经济的各方面战略布局。年初以来的新进展来看，持续三年的俄乌冲突可能落下帷幕，但美俄单独互动引发乌克兰与欧洲多国不满，乌克兰、欧洲与美国之间的联盟出现明显裂痕，相互博弈进一步激化。尽管海外环境发生剧变，但中国各方面稳定性持续增强，逐渐摆脱海外多极化脱钩的影响。经济层面上，中国已经逐步打下了“以我为主”的基础：一方面，在全球供应链体系中，中国坚持对外开放，持续为世界提供优质的中国制造、稳定的中国供给。作为全球第二大消费市场和第一大货物贸易国，制造业的稳定性和高性价比的供给让中国成为全球供应链的“稳定器”。另一方面，中国抓住了疫情期间海外供应链停摆的机遇，出口端“以价换量”的模式顶住了外需下行的压力，近几年转口贸易、海外建厂等方式逐步分散外需单极依赖，中国供应链的韧性已经在过去几年得到验证，叠加中国持续开拓和培育新贸易市场、加强国内经济大循环，中国应对海外的抗冲击能力显著提升，中国向全球各国传递了明确的“稳定”信号。产业层面上，2025 年伊始，DeepSeek 带来了大模型的效率革命，以极低的成本，实现了与海外顶级人工智能同行相当的竞争性能，降低了全球使用人工智能的门槛，同时获得更高的效率。Deepseek 将技术向全球公司开源，进一步获取更多的数据信息来进行迭代训练，将大幅加速 AI 的训练进程，同时，AI 可以接入更多下游的应用端产品、企业、政府平台等，增加全球对中国 AI 产业链的基础设施配套需求。中国科技稳定向外共享技术、训练模式和输出产品，阿里云、华为、百度等龙头企业的全球化步伐加快，人形机器人大规模铺开使用，智能驾驶搭载价格也进入历史新低。新能源与智能制造突破方面，宁德时代全球市占率继续攀升，比亚迪电动车出口同比翻倍。中国高端科技产业正在重塑全球供应链格局。金融层面上，随着 2021 年海外长钱逐步撤出中国，内资机构重新引领资本市场交易的主导权：2022 年开始，中美之间的资产价格表现已初步“脱钩”，海外市场的波动对 A 股的传导作用也开始逐步下降；2024 年 9 月 24 日以来的中国资产表现更是由国内资金接续推动，“自内而外”地形成了科技板块的“结构牛”。今年以来，A 股资本市场的韧性凸显，1 月中旬开始，港股开始逐渐修复；2 月春节之后，中国内地资产也开始在国际资本市场上迎来快速的回暖，科技股领涨；离岸人民币汇率企稳，陆港通、QFII 和港股的外资交易成交活跃。加征关税的初期，全球市场风险偏好急剧收缩，但 A 股、港股、中概股的下行幅度明显小于其他地区，外盘交易显示 A50 指数期货跌幅也远小于美股主要指数。随着关税政策和反制措施逐步加码，中国资产科技板块也呈现出明显的收益性和稳定性：1 月 2 日至 4 月 2 日关税宣布之前，代表国内“硬科技”板块的科创综指收益居前，而无论是关税宣布后 4 月 3 日的单日跌幅和 4 月 3 日的累计涨跌幅来看，科技板块的收益均明显超过全球其他指数，在全球资产的波动加剧的情况下，中国科技板块的稳定性逐步提升。目前来看，春节后由中国科技突破引发的估值重塑，并非单纯的技术事件，而是中国创新体系从“单点突破”向“系统进化”转型的缩影。在外部不确定性加剧的情况下，中国始终秉承“以我为主”的宗旨，通过科技突破和产业链完善，稳扎稳打地实现向创新驱动型经济体的转型。在此过程中，资本市场也将持续为科技产业提供稳定的流动性支

持，“科特估”有望为中国经济“新旧动能转换”的重定价进一步注入稳定性。风险提示：海外地缘政治变化影响市场风险偏好，美国对华政策进一步施压影响市场信心，科技创新进展和效率不及预期

(证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京)

海外周报 20250413：美债抛售潮的原因：去美元化、流动性冲击与中期财政扩张

核心观点：对美元资产信任的退潮、对流动性风险的担忧引致美债遭遇抛售潮，10 年美债利率本周飙升 50bps 至 4.5%，美元指数下破 100。本周公布的 3 月美国物价数据全面遇冷、消费者通胀预期则大幅飙升，但市场担忧的重点仍在于关税对通胀前景的高度不确定性。当前的价、量指标显示美元流动性尚未有显著、大幅恶化，但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产在二季度大概率延续震荡。 大类资产：流动性冲击与美元资产抛售潮下，美债、美元大跌，黄金价格上破 3200 美元/盎司。本周，关税政策冲击持续发酵，对美元资产的不信任加速了海外投资者对美元资产的抛售，美国遭遇股债汇“三杀”。全周（4 月 7 日至 11 日）来看，10 年美债利率自 3.99% 飙升至 4.49%，全周大涨 50bps，盘中一度突破 4.5%，2 年美债利率升 31bps 至 3.96%；美元指数跌 2.84% 收于 99.78，为 2022 年 4 月以来新低，全球主要货币均兑美元升值；美股在前半周延续下跌，后在特朗普暂缓对等关税 90 天消息后大幅拉升，标普 500、纳斯达克指数全周分别收涨 5.70%、7.29%。从驱动因素看，本周美债利率的罕见飙升来自两则“消息”，即美国可能会对海外投资者持有的美债利息收入征收 30% 利得税，以及日本银行正在抛售美债以止损。此外，有关对冲基金基差交易平仓、2025 年美债大规模到期等，也成为影响市场避险情绪、持续抛售美债的众多因素之一。我们认为，在当前市场避险情绪和流动性环境下，上述美债抛售潮的催化剂背后体现的是对美元资产信任的退潮、以及对流动性风险的担忧。尽管价、量指标显示当前的美元流动性冲击尚未有显著、大幅恶化，但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产震荡的余波在二季度大概率仍将延续。 海外经济：3 月美国通胀数据大幅不及预期，但消费者通胀预期再度飙升，关税仍是主导通胀前景的核心因素。3 月美国 CPI 环比-0.1%，前值+0.2%，同比+2.4%，前值+2.8%，核心环比+0.1%，前值+0.2%，核心同比+2.8%，前值+3.1%，主要分项均大幅不及预期；其中核心商品转跌，核心服务中居住、交运服务均是显著拖累；周五公布的 3 月 PPI 同样大幅不及预期回落。4 月密歇根大学消费者信心指数初值 50.8，预期 53.8，前值 57；1 年期通胀预期初值 6.7%，预期 5.2%，前值 5.0%。三方面因素使得市场对本周全面遇冷的通胀数据反应平淡：①关税对核心商品的推升作用尚未显现，3 月核心商品环比-0.09%（剔除二手车后核心商品环比也仅-0.01%），低于 2 月的 0.22% 和 1 月的 0.28%，尽管对加、墨和中国关税以及钢、铝关税已于 3 月生效，但政策不确定性对居民消费需求下行的冲击暂时超过了关税对核心商品的潜在上行冲击；②超级核心通胀中高波动的酒店、机票、车险环比下跌，但其趋势不一定稳固；近期油价大跌拖累总体 CPI 增速，其下跌的可持续性同样存在不确定性；③4 月密歇根大学消费者通胀预期延续飙升，1 年期通胀预期升至 1981 年以来的新高。关税不确定性对通胀预期的推升仍主导了市场对未来通胀水平的担忧。向前看，在本轮美国居民需求下行、人民币贬值空间有限的情形下，关税对美国通胀的传导料将更难以被美国企业（美国 PPI）、人民币汇率和中国企业部门（中国 PPI）所分担，关税对美国通胀的冲击料将比 2018-19 年更大。本周波士顿联储主席柯林斯表示，预计高

关税将推高通胀至 3%，纽约联储主席威廉姆斯则预计今年通胀将上升至 3.5%-4%。增长方面，截至 4 月 9 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 最新预测值为-2.4%，经黄金进口修正后的增速预测为-0.3%；截至 4 月 11 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q1 美国 GDP 预测值为+2.59%。海外财政与流动性：3 月美国财政赤字意外大幅收窄；美国 2025 财年预算决议落地，财政宽松力度高于市场预期。本周，美国财政部发布了 3 月联邦政府收支数据。收入端，3 月联邦政府收入同比+10.7%，其中关税收入同比+34.7%，年迄今同比+15.6%，2、3 月分别加征的部分地区和商品关税的收入效应开始显现。支出端，3 月联邦财政支出同比-7.1%，其中强制性支出中，3 月医疗保险、收入保障、退伍军人和福利支出项目均同比大幅减少，是 3 月财政赤字收窄的主要因素之一。而与此同时，3 月净利息支出仍同比+17.5%。从收支平衡看，3 月当月赤字录得 1605 亿美元，相较于去年同期的 2363 亿美元有较为显著的收缩。2025 财年迄今联邦财政赤字累计录得 1.31 万亿美元，高于去年同期的 1.06 万亿美元，而其中出利息支出外的赤字累计 0.82 万亿美元，与去年同期的 0.63 万亿美元差距有所收敛。2025 财年全年预算方面，4 月 10 日，众议院通过了由参议院提出的 2025 财年并行预算决议，标志着两院就 2025 财年预算案基本达成一致，这也为后续财政收支相关立法（如推进减税）的“预算协调（reconciliation process）”程序奠定了基础。相较于 2 月参议院、众议院分别提出的预算决议，最终通过的预算案比预期更为宽松：收入端，在延长当前 TCJA 减税法案（减税 3.8 万亿美元）以外，还包括从财务委员会和其他委员会共计借款 2 万亿美元，累计在未来十年增加 5.8 万亿美元额外赤字；支出端，法案提出的未来十年削减支出规模仅 40 亿美元，远低于此前参、众两院的方案。加上 1.1 万亿美元利息支出，则新预算案下累计新增赤字 6.9 万亿美元。综合来看，特朗普加征关税、裁员减支的“紧财政”效果在 3 月财政数据中已有所体现，但中长期美国财政扩张步伐仍在加快，CRFB 测算 2034 年美国净利息支出/GDP 将达到 4.6%，2035 年存在平均利率 R 高于经济增速 G 的可能，即美国债务的可持续性仍面临长期挑战。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 研

究助理：韦祎 研究助理：王茁）

宏观量化经济指数周报 20250413：货币宽松进入“择机”窗口期

观点 一季度融资需求季节性回暖、货币政策宽松进入“择机”窗口期：一季度新增贷款和社融取得“开门红”，量上“同比多增”和价上“同比下降”显示货币政策“适度宽松”正在持续支持实体经济融资回暖。（1）从总量上看，融资需求季节性回暖。3 月金融机构口径贷款新增 3.64 万亿（同比多增 5470 亿元），一季度新增贷款 9.78 万亿（同比多增 3200 亿元）；剔除非银金融贷款的实体经济人民币贷款新增 3.83 万亿（同比多增 5358 亿元），一季度实体经济新增贷款 9.7 万亿元（同比多增 5906 亿元）。3 月份为传统的贷款投放大月，基建和制造业等行业陆续开工复工，以及地方政府“化债”对存量贷款的置换效应边际下降，导致新增贷款向季节性投放规律收敛。从新增社融看，3 月份政府债券融资同比多增 1.02 万亿，与新增贷款共同推动社融增长 5.98 万亿（同比多增 1.05 万亿），一季度社融累计新增 15.18 万亿元（同比多增 2.37 万亿），截至 2025 年 3 月末，贷款和社融存量增速分别回升 0.1 和 0.2 个百分点至 7.40% 和 8.40%。考虑到去年二季度开始调整金融行业增加值核算方法，今年一季度在去年“冲量”的

情况下，新增贷款和新增社融仍然双双同比多增，显示3月份融资需求季节性恢复强度较好，并且从二季度开始，新增贷款或持续“同比多增”。（2）从融资结构上看，二季度则需要关注居民短期贷款的持续性。3月份银行体系“票据贴现冲量”的诉求下降，但是短期贷款仍是推高读数的主要因素。3月份短期贷款和票据融资新增1.73万亿（同比多增5047亿元），几乎占到3月贷款同比增量的全部，其中居民部门新增短期贷款4841亿元（同比少增67亿元）、企业部门新增短期贷款1.44万亿（同比多增4600亿元），但是企业中长期贷款新增1.58万亿（同比少增200亿元），居民中长期贷款新增5047亿元（同比多增531亿元）。3月份融资需求期限偏短，显示一方面银行体系仍有用短期贷款冲量的冲动，企业部门融资需求回暖的可持续性仍有待验证；另一方面3月份消费贷“以价换量”或是推升居民部门短期贷款的主要因素，但是4月份以来消费贷“价格战”降温，居民短期贷款增长的持续性需要观察。因此预期进入二季度，短期贷款或让位于中长期贷款，受政策托底的企业部门中长期贷款或仍然是贷款投放的主力。（3）货币：财政支出回补企业和居民。2025年3月末M2持平于7.0%，修正口径M1同比增速回升至1.60%，两者“剪刀差”大幅收窄至5.40%。从存款端拆分部门来看，3月份非金融企业和居民存款分别增加2.84万亿和3.09万亿，分别同比多增7675亿元和2600亿元，而同时财政存款减少7710亿元（同比多减49亿元），显示3月份财政支出力度加大，存款从财政部门转移至企业和居民部门，财政资金拨付改善企业在手资金情况，M1读数回升显著，边际上也缓解了1-2月份银行体系的“负债慌、资产荒”局面。货币政策宽松进入“择机”窗口期。4月初海外关税政策阴云笼罩，出口增速面临下滑风险，二季度“稳增长”的诉求或相对“防风险”前置，客观上要求经济政策继续加大支持力度，通过提振内需来对冲出口下行压力，货币政策“降准降息”的“机”或正随基本面而打开操作窗口，但是在落地节奏上则取决于经济数据、市场预期和外部冲击的实时研判。周度ECI指数：从周度数据来看，截至2025年4月13日，本周ECI供给指数为50.38%，较上周回升0.04个百分点；ECI需求指数为49.91%，较上周回落0.01个百分点。从分项来看，ECI投资指数为49.94%，较上周环比持平；ECI消费指数为49.70%，较上周回落0.01个百分点；ECI出口指数为50.32%，较上周回升0.01%。月度ECI指数：从4月前两周的高频数据来看，ECI供给指数为50.36%，较3月回落0.02个百分点；ECI需求指数为49.92%，较3月回落0.02个百分点。从分项来看，ECI投资指数为49.94%，较3月回落0.05个百分点；ECI消费指数为49.70%，较3月环比持平；ECI出口指数为50.31%，较3月回落0.01个百分点。从ECI指数来看，4月初供需两端增长动能均较一季度有所减弱，结构上也仍旧延续供给强需求弱的格局，从细项来看地产、消费同比增速有所放缓，而对等关税对出口的影响则尚未显现。地方方面，今年3-4月份地产销售的“小阳春”成色略显不足，4月前12天30大中城市商品房成交面积较去年同期回落15.9%，新房销量增速也转为负增长，地产销售面临一定下行风险；出口方面，美国前期加征20%关税对我国出口的影响尚未显现，自3月初以来我国监测港口累计完成货物吞吐量不断回暖，3月下旬至4月初连续两周突破2.7亿吨，较去年同期增长8.4%，一定程度上反映出对等关税落地前企业“抢出口”明显提速。而随着4月9日以来对等关税政策的落地及加码，出口端可能面临一定下行压力，叠加地产销售存在的下行风险，对于逆周期政策的诉求或有所提升。风险提示：短期出现“抢出口”现象；政策出台力度低于市场预期；房

地产改善的持续性待观察。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李昌萌 证券分析师: 王洋)

固收金工

固收深度报告 20250416: 债券“科技板”启航: 一文读懂科创类债券的前世今生

事件 2025年3月6日, 中国人民银行行长潘功胜在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上表示, 为进一步加大对科技创新的金融支持力度, 人民银行将会同证监会、科技部等部门, 创新推出债券市场的“科技板”, 支持金融机构、科技型企业、私募股权投资机构等三类主体发行科技创新债券, 丰富科技创新债券的产品体系。政策引领下, 债券科技板将成为未来金融支持科技创新的重要平台之一, 科创债市场也将迎来新的发展机遇, 或成为2022年以来“资产荒”持续蔓延背景下的破解之道。

观点 发展历史及政策回顾: 1) 我国科创债主要包括“科创票据”和“科技创新公司债券”两类。前者是指科技创新企业发行或募集资金用于科技创新领域的债务融资工具, 由银行间市场发行; 后者是指由科技创新领域相关企业发行, 或者募集资金主要用于支持科技创新领域发展的公司债券, 由交易所市场发行。2) 科创债发展历程主要基于政策导向, 其演进脉络可大致分为三个阶段: a) 2021年3月-2022年5月(试点启动与初步规范); b) 2022年6月-2023年10月(政策深化与市场拓展); c) 2023年11月至今(持续创新与市场升级)。3) 随着政策层面持续加码, 科创债市场正迎来全面升级, 不仅将更有效地激发市场活力, 促进科技创新与资本市场的深度融合, 还将助力债券市场中信用类债券体量的进一步扩容和债券品种的进一步丰富, 对于供需两端皆大有裨益。

市场现状及结构特征:

1) 存量债券余额及券种结构: a) 科创债存量债券余额 17,170.12 亿元, 其中科创票据 5,985.96 亿元, 占比 34.86%, 科技创新公司债券 11,184.16 亿元, 占比 65.14%。b) 债券种类呈现以公司债为主导、中期票据与短期融资券为补充的格局, 符合该品种的设立意图主要在于补充科技创新类公司的融资渠道, 该类公司在交易所市场相对活跃, 对于交易所市场的发行体系和标准相对熟悉, 因此发行公司债以募集资金的意愿可能较发行中短期票据稍高。预计未来一方面科技创新类公司可继续在交易所市场完成债券募资, 另一方面银行间市场对科技创新类公司的融资支持可能进一步抬升, 融资渠道有望加快畅通, 科创债市场新发债券种类结构或逐步趋于均衡。2) 存量债券剩余期限及票面利率分布: a) 债券剩余期限在 1-3Y 区间的规模较大, 整体以中短期品种为主, 久期总体相对不长, 约为 2.88 年, 一方面提示当前科创债这一品种的存在为快速发展的科技创新型企业提供了灵活的短期融资渠道, 但另一方面也暴露出其对企业的中长期融资支持相对不足, 尤其是银行间市场在为企业匹配中长期资金上仍具备开拓空间。长期来看, 科创债市场的期限结构可能将伴随券种结构的趋于均衡而逐步优化, 未来中长期债券比例有望增加。b) 债券票面利率整体较低, 约 2.77%, 且科创票据和科创公司债的平均成本基本持平, 但前者的票面利率密集分布于 3% 以下区间, 而后者的区间跨度则相对更大, 主要分布在 2%-3.5% 之间, 表明公司在交易所市场和银行间市场发行时的定价存在一定梯度差异, 一方面或与债券发行期限的长短相关, 另一方面或与不同市场的投资者的风险补偿索求相关。c) 债券外部评级以 AAA 评级为主, 少量 AA+ 评级, 无中低评级个券, 整体信用资

质优良，违约风险可控，其中科创公司债的 AAA 级个券占比较科创票据更高，侧面提示交易所市场对于科创债发行主体的偿债能力和现金流状态均较为关注，意在通过筛选优质主体参与债市融资来把控该市场的个券质地，不仅为后续债市“科技板”的持续扩容夯实基础，还能够提升债市“科技板”对二级市场投资者的吸引力。3) 存量债券发行主体结构：a) 发行主体大量集中在东部沿海发达地区，如北京、山东、广东、上海等地，其中科创票据的区域分布相对均衡，以“多点竞争”格局为主，而科技创新公司债券的区域分布则更多向头部集中，以“单极主导”格局为主。二者的地域分布格局差异或源于科创票据的发行与地方高新技术产业发展、产业转型升级需求紧密相关，而当前全国各地均在这一方面有较大需求，而科创公司债的发行与地区经济结构和产业特点紧密相关，例如北京中关村拥有众多科创板上市公司，叠加央企总部集聚，而陕西拥有众多传统能源、重工业国企，同样具有向新能源、高科技领域转型的需求，因此科创公司债的发行或较科创票据更多呈现核心地区聚集效应。b) 从事传统行业的发行主体占比偏高，存续规模位列前五的行业包括建筑装饰、煤炭、公用事业、非银金融、交通运输，而电子、计算机、医药生物等科技行业占比仍明显偏低，表明科创债整体自创立以来更多地服务于传统产业的融资需求，而对高科技产业的直接支持力度尚显不足。c) 发行主体企业性质仍呈现央国企主导格局，民营企业的参与度仍然较低。未来在科创债的政策支持力度进一步加大过程中，民营企业的参与度有望提升，发行人结构短期内或仍将延续现状，但长期来看差距将逐步缩小。

一级市场发行情况：1) 2024 年科创债发行量约 1.2 万亿元，净融资额约 0.8 万亿元，市场在 2021 年设立后经历快速增长，其中 2023、2024 年系该品种的蓬勃发展期，净融资额持续高增并近乎翻倍，新增供给显著。尽管截至 2025 年 3 月中旬，科创债净融资受存续债券开始到期的情况影响而有所回落，但考虑到随着债市“科技板”概念的提出，政策支持叠加市场需求预计将在 2025 年持续增强，因此 2025 年科创债市场的发行规模和净融资有望继续保持增长态势并迎来新的扩容机遇。2) 2024 年全国共有 28 个地区的主体发行科创债，发行时加权平均票面利率为 2.41%，融资成本较往年明显下降，不仅系得益于基准利率正处于下行通道所致，更反映市场对科技创新型企业的支持和认可，也意味着未来科创债将依托资金成本优势成为科技型企业融资的重要渠道之一，科创债一、二级市场活跃度有望进一步提升。3) 发行期限方面，以 5 年期以内中短期债券为主；票面利率方面，以 2%-3% 区间为主；债项评级方面，除未评级以外，AAA 评级债券占比仍显著多于 AA+ 级，且无 AA 及以下评级债券发行；主体行业方面，主要集中在工业、材料、能源行业，其中工业主要以建筑、公用事业、交通运输等领域为主，材料主要以有色金属、化工、钢铁等领域为主，能源主要以煤炭、石油石化为主。

二级市场投资价值分析：1) 尽管近年来科创债市场交投情绪活跃度明显提升，但市场体量的增速更为显著，故科创债市场仍具备较为充裕的交易空间，债市“科技板”概念或有助于进一步激发市场的流动性。2) 信用利差：科创债信用利差水平总体稍高于同期限、同评级的普通信用债，表明 AAA 高评级科创债信用风险溢价较普通信用债稍高，二者之间尚存约 15-20BP 的品种利差，且 3-5Y 的中长端品种优势更为突出，较近 2 年最低点之间的资本利得收益空间稍大于普通信用债。3) 估值水平：a) 科创债各久期品种的估值收益率均以 2%-2.5% 区间为主，且随着久期的拉长，估值收益率水平抬升态势显著，3Y 及以上科创债的高收益个券比例加大，佐证科创债中长端品种的收益水平具有一定吸引力，加之科创

债评级较高，因此不仅可成为追求收益稳健、回撤较小、流动性尚可的交易盘投资者的优选品种，亦适宜负债端稳定、寻求中长端信用债机会的配置盘投资者关注。b) 科创债发行主体之间的估值水平存在一定差异，其中估值水平在 3% 以上的行业仅纺织服装业，其次为估值水平在 2.5%-3.0% 之间的食品饮料、消费零售、电信服务和家电，其余行业估值水平大多处于 2.2% 上下。科创债不同行业之间的估值分布结构反映了市场对不同行业未来增长潜力和偿债能力的不同预期，伴随我国经济结构的持续优化和多地产业升级的推进，各行业可能会经历市场对其债券定价的重估，高科技行业、大消费行业及新兴服务业等领域主体发行的科创债在收益空间上或仍可观，故建议投资者在择券策略上可从行业角度挖掘科创债收益率曲线上的估值偏离机会，优选存量余额尚可、高票息、估值折价个券。4) 科创债收益率及利差走势基本跟随信用债整体走势变化，伴随政策利好不断释放，从供给端的加速扩容逐步传导至需求端的持续增强，科创债品种或在“资产荒”环境中以其兼顾票息收益和流动性的特性成为值得长期关注且提前布局的理想之选。风险提示：数据统计偏差；科创债政策超预期收紧；债市超预期波动。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

推荐个股及其他点评

千红制药 (002550): 2024 年年报及 2025 年一季报点评: 业绩符合我们预期, 主业保持稳健, QHRD107 临床数据优秀

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年报和 2025 年一季报。2024 年全年实现收入 15.26 亿元 (-15.88%, 括号内为同比, 下同), 归母净利润 3.56 亿元 (+95.77%), 扣非归母净利润 2.69 亿元 (+87.48%)。2024 年单 Q4 实现收入 3.19 亿元 (-8.52%), 归母净利润 0.46 亿元 (+390.40%), 扣非归母净利润 0.41 亿元 (+282.69%)。2025 年一季度实现收入 4.51 亿元 (-2.2%), 归母净利润 1.61 亿元 (+54.62%), 扣非归母净利润 1.07 亿元 (+4.84%)。业绩符合我们预期。 肝素 API 需求有所回暖, 公司利润率提升: 自 2023 年肝素开启去库存周期以来, 全球肝素行业市场需求疲软、价格持续下行。但公司积极深耕重点客户和开发新客户, 2024 年实现原料药销售量 18581.71 亿单位 (+9.10%), 收入 4.43 亿元。公司 2024 年销售毛利率 54.85% (+11.59pct), 2025 年一季度毛利率 54.40% (+1.26pct)。与牧原合作的千牧已基本完成建设工程, 预计 2025 年内正式投产, 中期有望带动公司进入原研产业链。 制剂收入占比提升, 看好硫酸依替米星放量: 2024 年公司制剂收入 10.79 亿元, 占公司营收比重由 2023 年的 61.43% 提升至 70.70%, 毛利率同比提升 0.3pct。公司拟 3.9 亿元收购方圆制药, 其主要品种为硫酸依替米星注射液, 该品种竞争格局良好, 国内市场仅方圆制药与无锡济煜山禾药业。据中康开思数据, 2024 年等级医院端整体销售规模 5.97 亿元, 方圆制药市占率 30.8%。公司介入方圆制药重整后重新梳理销售渠道, 有望提升市占率, 成为公司新增长极。 创新药管线稳步推进, 年内催化剂丰富: 公司 QHRD107 (临床 II b 期), II a 期结果已成功发表在 2024 年 ASH, II a 期入组 41 例患者, 80mg 剂量组 ORR77.3%, 整体 ORR62.5%, 有效性数据良好。QHRD106 II 期临床试验已完成所有患者入组, 数据有望在二季度读

出。首个仿制新药 LSA02 已完成临床 BE 研究，正在申报生产批件。
 盈利预测与投资评级：考虑到公司收回部分建元信托前期逾期款项以及收购方圆制药对公司业绩的增厚，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润由 4.01/4.45 亿元至 4.43/5.12 亿元，2027 年归母净利润预计为 6.09 亿元；对应当前市值 P/E 估值 17/15/12X，维持“买入”评级。
 风险提示：原料药下游需求不及预期；产品价格波动风险；新药研发进展不及预期。

（证券分析师：朱国广）

贝特瑞（835185）：2024 年年报点评：负极盈利稳健，业绩符合预期
 投资要点 Q4 业绩符合市场预期。公司 24 年营收 142.4 亿元，同-43.3%，归母净利润 9.3 亿元，同-43.8%，毛利率 23%，同 5.4pct，公司归母净利略超业绩快报，符合市场预期；其中 24Q4 营收 39.7 亿元，同环比-17.5%/22.8%，归母净利润 2.6 亿元，同环比-10.5%/45%，毛利率 24.9%，同环比 2.6/0.3pct。 24Q4 负极单位盈利微增、我们预计 25 年可维持 0.2 万/吨。24 年公司负极收入 107 亿元，出货 43 万吨，对应均价 2.8 万元/吨（含税），下半年均价 2.7 万/吨，环比下滑 5%左右。其中我们预计 24Q4 负极出货 12.5 万吨左右，环增 15%+。截止 24 年年底公司有产能 57.5 万吨，印尼一期 8 万吨产能已投产，另有二期 8 万吨、摩洛哥 6 万吨规划中，未来海外出货占比有望进一步提升，我们预计 25 年出货有望达 50-55 万吨，同比 20%左右增长。盈利方面，我们预计 24Q4 海外出货占比提升至 50%，对应 24Q4 单吨净利预计提升至 0.25 万/吨，25 年原材料涨价对公司影响相对可控，我们预计 25 年负极单吨盈利可维持 0.2 万元左右。 正极受限海外大客户需求、硅基负极等新产品逐步释放。24 年公司正极收入 31 亿元，出货 2 万吨，对应均价 17 万元/吨（含税），其中 24Q4 出货我们预计 0.5 万吨左右，环比持平微增，正极 24 年同比下降 50%主要系配套大客户 SKON 需求较弱。截止 24 年年底公司有 6.3 万吨产能，摩洛哥 5 万吨正极材料项目已开工，待新客户开发后我们预计可恢复出货增长。盈利方面，我们预计 24 全年正极业务盈亏平衡，25 年预计维持。 固态方面，公司率先建立干法与湿法工艺并行的固态电解质产线，年产能突破百吨级，并已实现出货；硅碳方面，公司硅碳负极材料已开发第六代产品，新一代硅基负极产品打入国际头部客户；CVD 硅碳获全球多家主流动力客户认可，公司预计 25 年批量供应。 经营性现金流亮眼、存货小幅增长。公司 24 年期间费用 18.2 亿元，同-9.8%，费用率 12.8%，同 4.8pct，其中 Q4 期间费用 5.5 亿元，同环比-0.3%/9.5%，费用率 14%，同环比 2.4/-1.7pct；24 年经营性净现金流 12.5 亿元，同-76.2%，其中 Q4 经营性现金流 8.5 亿元，环比高增；24 年资本开支 34.4 亿元，同 40.7%，24 年末存货 33.4 亿元，较年初 29.6%。此外公司 Q4 投资收益 1.3 亿，系本期对某联营企业剩余股权按公允价值重新计量产生的利得，并且 Q4 新增公允价值变动损失 1.5 亿。 盈利预测与投资评级：考虑原材料涨价压力，下修公司 25-27 年归母净利润 12/15/18 亿元（原 25-26 年预期 16/20 亿元），同比+30%/+25%/+19%，对应 PE 为 19/15/13 倍，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：朱洁羽

证券分析师：阮巧燕 证券分析师：岳斯瑶）

新锐股份（688257）：2024 年年报点评：业绩符合预期，硬质合金工具&制品业务稳健增长

投资要点 业绩稳步增长，2024 年归母净利润同比+10.89% 2024 年公司实现营收 18.62 亿元，同比+20.17%；实现归母净利润 1.81 亿元，

同比+10.89%；实现扣非归母净利润 1.57 亿元，同比+14.02%。分产品看：凿岩工具及配套服务实现营收 8.47 亿元，同比+8.57%；硬质合金实现营收 5.28 亿元，同比+14.74%；切削工具实现营收 2.45 亿元，同比+138.12%；油服类产品实现营收 1.49 亿元，同比+10.40%。2024 年公司切削工具营收增速较快，主要系并表梯玛；DTH 及顶锤式钻具增长驱动公司凿岩工具营收提升；切削工具合金产品驱动硬质合金收入提升。分海内外看：2024 年国内收入 10.31 亿元，同比+34.56%；海外收入 7.82 亿元，同比+6.02%。2024Q4 单季度实现营收 5.08 亿元，同比+30.03%；归母净利润 0.46 亿元，同比+28.71%；扣非归母净利润 0.44 亿元，同比+49.13%。盈利能力基本保持稳定，研发投入持续增长。2024 年公司毛利率为 31.8%，同比-0.7pct。分业务看，凿岩工具及配套服务/合金制品/切削工具/油服毛利率为 36.91%/19.39%/35.73%/49.86%，同比 -1.60pct/-2.79pct/+4.75pct/+6.45pct。2024 年公司毛利率小幅下降，主要系①高毛利产品收入的小幅下降；②武汉二期建设完毕后精密零件、冲击器及扩孔器整体搬迁；③苏州二期工程竣工转固等带来的固定成本的增长。2024 年公司销售净利率 11.45%，同比-0.63pct，2024Q4 单季度销售净利率为 11.34%，同比+1.75pct。2024 年公司毛利率下降带动净利率小幅下滑。2024 年公司期间费用率为 18.85%，同比+0.14pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 5.46%/8.60%/0.52%/4.26%，同比+0.17pct/+0.01pct/+0.42pct/-0.45pct，其中财务费用率增幅较高。存货同比增加，经营活动现金流情况良好。截至 2024 年末公司存货为 7.35 亿元，同比+13.74%。截至 2024 年末公司存货账面余额有所提升，主要系库存商品增加。2024 年公司经营活动净现金流为 2.02 亿元，同比+346.93%，现金流周转有所改善。加速完善产品矩阵打造增长曲线，海外渠道加速布局。（1）加速完善产品矩阵：①2025 年 2 月公司并表 Drillco，实现拥有牙轮钻头、顶锤式凿岩钎具、潜孔钻具三大主流凿岩工具自有品牌；②2024 年 5 月公司并表梯玛，持续深化切削刀具产品布局。（2）海外渠道加速布局：公司 2024 年全年共参加 13 个国际性展会，增强国际影响力，并在迪拜设立子公司，销售服务网络覆盖中东及非洲，海外品牌知名度与影响力持续增强。盈利预测与投资评级：考虑到公司收入结构有所变化，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 2.25（原值 2.53）/2.75（原值 3.26）亿元，预计 2027 年归母净利润为 3.32 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 16/13/11 倍，考虑到公司产品矩阵不断完善，海外布局顺利，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，原材料价格波动，海外拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

风语筑（603466）：2024 年年报及 2025 年一季报点评：Q1 表现亮眼，体验经济驱动增长

投资要点 事件：2024 年公司实现营收 13.76 亿元，yoy-41.44%，归母净利润-1.35 亿元，yoy-147.97%，扣非归母净利润-1.16 亿元，yoy-154.25%。2025Q1 公司实现营收 3.82 亿元，yoy+29.81%，qoq-8.55%，归母净利润 0.40 亿元，去年同期及 2024Q4 为-0.15、-0.18 亿元，扣非归母净利润 0.40 亿元，去年同期及 2024Q4 为-0.15、-0.15 亿元。此外，公司 2024 年拟以每 10 股派发现金红利 2 元（含税）。2024 年业绩承压，但合同负债增长明显。受外部环境和客户需求变化综合影响，2024 年公司在手订单实施进度减缓，交付周期延长，致营收承压，同时公司积极开拓消费文旅业务，IP 孵化和技术、内容投入有所增加，致 2024 年毛利率同比下降 6.90pct 至 22.98%。同时公司管理费用、研

发费用略为刚性，2024 年销售/管理/研发费用率 6.08%/7.59%/4.67%，yoy+0.73pct/+3.19pct/1.30pct。此外，2024 年公司确认公允价值变动净收益-0.36 亿元，2023 年为 0.60 亿元。多因素致公司 2024 年利润端转亏，归母净利率同比下降 21.85pct 至-9.84%。但截至 2024 年末公司合同负债 8.13 亿元，较 2023 年末增长 3.33 亿元，为后续业绩增长积蓄动力。2025Q1 业绩回暖明显。2025Q1 公司营收同比高增，归母净利润同环比扭亏为盈，归母净利率同环比提升 15.63pct、14.92pct 至 10.53%，我们预计主要系：1）在手订单交付验收，对应收入及毛利率回升，2025Q1 毛利率 31.49%，yoy+7.03pct，qoq+6.08pct；2）费用管控良好，2025Q1 销售/管理/研发费用率 4.06%/6.51%/3.00%，yoy-4.27pct/-2.99pct/-1.55pct，qoq-0.48pct/-0.50pct/-1.24pct。截至 2025Q1，公司合同负债 8.03 亿元，同比增长 2.49 亿元，环比减少 0.10 亿元。布局体验经济，实现业务增量突破。公司发力新文旅消费场景业务，通过体验经济，布局“文化+科技+消费”新三元融合场景，通过空间叙事的创新表达，结合具身智能、AR/VR 技术，将静态文化资源转化为动态消费场景，打造的“合肥城市记忆馆”等项目吸引大量游客体验，构建文化体验经济的新增长极。同时，公司依托 3D 内容生成，空间计算及多模态交互领域的技术优势，为存量空间的数字化 IP 再造提供创新解决方案，打造的多个城市更新项目入选“中国城市更新和既有建筑改造典型案例”，挖掘传统业务的持续增长。盈利预测与投资评级：考虑到外部环境影响，以及公司订单交付有所减缓，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年业绩预期，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.30/0.43/0.54 元（2025-2026 年前值为 0.72/0.85 元），对应当前股价 PE 分别为 32/22/18 倍。我们看好公司作为数字展示头部公司，积极应用具身智能、AI、AR/VR 等新技术，布局体验经济探索新增长极，业绩有望逐步兑现，维持“买入”评级。风险提示：订单交付进展不及预期风险，市场竞争风险，新技术应用不及预期风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：陈欣）

中微公司（688012）：2024 年报点评：营收快速增长，平台化布局加速

投资要点 营收&扣非归母净利润稳健增长：2024 年营收 90.65 亿元，同比+44.7%，其中刻蚀设备收入为 72.77 亿元，占总营收 80.3%，同比+54.7%；MOCVD 收入为 3.79 亿元，占总营收 4.2%，同比-18.0%；LPCVD 设备实现首台销售，营收 1.56 亿元。营收显著增长主要得益于公司高端刻蚀设备付运量显著提升，LPCVD、ALD 等新产品形成重复订单，其中 LPCVD 2024 年累计出货超 150 个反应台。区间归母净利润为 16.16 亿元，同比-9.5%，主要系公司研发投入显著增加，研发支出同比+94.3%，以及 2023 年同期基数较高（公司出售拓荆科技股权收益 4.06 亿元）；扣除非经常性损益后的净利润为 13.88 亿元，同比+16.5%，主要得益于营收增长带来的毛利增加。Q4 单季营收 35.58 亿元，同环比+60.1%/+72.8%；归母净利润为 7.03 亿元，同环比+12.2%/+77.3%，扣非净利润为 5.75 亿元，同环比+25.5%/+74.0%。公司毛利率略降，研发投入大幅提升：2024 年毛利率为 41.06%，同比-4.8pct；销售净利率为 17.81%，同比-10.7pct；扣非净利率为 15.31%，同比-3.7pct。期间费用率为 25.28%，同比+0.3pct，其中销售费用率为 5.28%，同比-2.6pct，管理费用率为 5.31%，同比-0.2pct，研发费用率为 15.64%，同比+2.6pct，财务费用率为-0.96%，同比+0.4pct。目前公司在研项目涵盖六类设备和 20 多个新设备，2024 年研发投入为 24.52 亿元，同比大增 94.3%。Q4 单季毛利率为 39.26%，同环比-6.6pct/-4.5pct，主要系质保费用计入营业成本影响；销售净利率为 19.73%，

同环比-8.4pct/+0.5pct; 扣非净利率为 16.16%, 同环比-4.5pct/+0.1pct。存货&合同负债同比高增, 在手订单充足: 截至 2024Q4 末公司合同负债为 25.86 亿元, 同比+235.2%; 存货为 70.39 亿元, 同比+65.2%, 其中发出商品余额为 34.47 亿元。2024Q4 公司经营性现金流转正至 11.91 亿元。刻蚀产品持续领先, 镀膜产品拓展顺利: (1) CCP 设备: 在逻辑领域已对 28nm 以上的绝大部分 CCP 刻蚀应用和 28nm 及以下的大部分 CCP 刻蚀应用形成较为全面的覆盖, 且已有大量机台进入国际 5nm 及以下逻辑; 截至 2024Q4 已交付 4000 个反应台。在存储领域, 超高深宽比刻蚀机已在客户端验证出 $\geq 60:1$ 深宽比结构的能力, 成功进入 2D&3D 存储芯片产线。同时, 公司积极布局超低温刻蚀技术, 积极储备 $\geq 90:1$ 深宽比刻蚀技术。(2) ICP 设备: 公司 ICP 设备在客户端安装腔体数量近四年 CAGR 超 100%, 截至 2024 年已累计安装超 1025 个反应台, 覆盖超 50 个逻辑、DRAM、3D NAND 等客户; 公司的 TSV 刻蚀设备也已应用于先进封装。此外, 公司正在研发用于 5-3nm 逻辑芯片的 ICP 刻蚀机。(3) MOCVD 设备: 积极布局第三代半导体设备, 现已在 LED 等 GaN 基设备市场占据领先地位, 并在 Micro-LED 领域的 MOCVD 设备开发上取得良好进展。用于 SiC 器件的外延设备已付运样机至国内领先客户开展验证测试。(4) 薄膜沉积设备: 公司首台 CVD 钨设备付运到关键存储客户端验证评估, 已通过客户现场验证, 并获得客户重复量产订单, 公司开发的应用于高端存储和逻辑器件的 ALD 氮化钛、钛铝、氮化钽设备也已完成多个逻辑/存储客户验证; EPI 设备也已完成多家先进逻辑器件与 MTM 器件客户的工艺验证, 并获得了客户的高度认可。(5) 量检测设备: 成立子公司超微公司引入电子束检测设备领军人才, 已规划覆盖多种量检测设备。盈利预测与投资评级: 我们基本维持 2025-2026 年归母净利润为 24.3/34.0 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 44.5 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 49/35/27 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 晶圆厂扩产节奏不及预期, 新品研发&产业化不及预期等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 李文意)

科达利 (002850): 2024 年年报点评: 利润再超预期, 盈利水平持续亮眼【勘误版】

投资要点 Q4 业绩超市场预期。公司 24 年营收 120.3 亿元, 同 14.4%, 归母净利润 14.7 亿元, 同 22.5%, 毛利率 24.4%, 同 0.8pct, 归母净利率 12.2%, 同 0.8pct; 其中 24Q4 营收 34.4 亿元, 同环比 25.3%/9.3%, 归母净利润 4.6 亿元, 同环比 12.2%/23.6%, 毛利率 27.3%, 同环比 3/3.8pct, 归母净利率 13.2%, 同环比 1.6/1.5pct。结构件降本增效盈利超预期, 25 年持续高增可期。24 年公司份额稳定, 前五大客户占比 72%。24 年结构件降价导致公司收入增速低于出货量增速。但公司人工成本和制造成本合计占收入比重为 26%, 同比-2pct, 对冲了原材料涨价影响, 总体毛利率提升 1pct。其次, 24 年公司资本开支放缓, 为 12.4 亿, 同比-48%, Q4 末固定资产环比稳定, 产能利用率增厚盈利。展望 25 年, 我们预计锂电总体需求维持 25-30%, 同时产品价格趋于稳定, 我们预计公司结构件收入有望实现 20-30% 增长, 盈利端仍有提升空间, 一方面规模化效应, 另一方面 24 年坏账及设备减值损失已充分计提。海外方面, 24 年公司海外收入 5.7 亿, 同比增 7%, 我们预计欧洲基地仍小幅亏损, 25-26 年随着欧洲新车型推出, 我们预计增长提速, 实现扭亏。机器人多产品储备, 孵育第二成长曲线。公司与台湾盟立合资成立科盟布局谐波减速器, 我们预计产品已获得数千万元工业领域订单。同时公司创新性推出 Peek 材料谐波减速器, 可减重 70%, 适合用于人形机器人手臂等部位。凭借公司的生产制造

能力、品控管理能力和客户服务能力，我们预计公司产品放量空间大。此外，公司有望拓展人形其他零部件，第二成长曲线可期。减值计提严谨，库存水平低，现金流亮眼。公司 24 年期间费用 11.3 亿元，同 8.3%，费用率 9.4%，同-0.5pct，其中 Q4 期间费用 3.7 亿元，同环比 23.1%/41.2%，费用率 10.9%，同环比-0.2/2.5pct，费用率提升主要由于 24 年全年约 0.6 亿贴现利息自投资收益科目转至财务费用科目，造成 Q4 财务费用率提高 2pct。24 年经营性净现金流 21.5 亿元，同 187.3%，其中 Q4 经营性现金流 3.6 亿元，同环比转正；24 年资本开支 12.4 亿元，同-48.6%，其中 Q4 资本开支 3.9 亿元，同环比-37.2%/85.3%；24Q4 末存货 8.3 亿元，较年初-9.6%。盈利预测与投资评级：考虑公司盈利能力超预期，上修 25-27 年归母净利润 18.8/23.2/27.9 亿元（原预期 25-26 年 17.2/20.7 亿），同比增 28%/24%/20%，对应 PE 为 16x/13x/11x，给与 25 年 25x，对应目标价 172 元，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，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：岳斯瑶）

亿纬锂能（300014）：2024 年年报点评：Q4 业绩符合市场预期，动储延续高景气度

投资要点 Q4 业绩符合市场预期。公司 24 年营收 486 亿元，同降 0.3%，归母净利润 41 亿元，同增 0.6%，毛利率 17.4%，同增 0.4pct，归母净利率 8.4%，同增 0.1pct；其中 24 年 Q4 营收 146 亿元，同环比 +10%/+18%，归母净利润 8.9 亿元，同环比 +42%/-16%，扣非净利润 6.6 亿元，同环比 +10%/-34%，毛利率 17.5%，同环比-0.2/-1.5pct，归母净利率 6.1%，同环比 +1.4/-2.4pct。此外，我们测算 Q4 新股权费用和此前的股权冲回基本抵消，若加回减值 2.75 亿元，奖金 2.5 亿元，扣非净利润 11.9 亿元，环增 18.5%，业绩符合市场预期。储能持续满产满销，动力 Q4 放量明显。24 年公司动储电池出货 80.7GWh，同增 49%，其中储能 50.5GWh，同增 92%，市占率 15%，全球排名第二；动力 30.3GWh，同增 8%，装机 20GWh，同增 24%，市占率 2.3%。其中，我们预计 Q4 出货 24.3GWh，同环比 +34%/+11%，储能 14.7GWh，环比持平，订单饱满，满产满销；动力 9.58GWh，环+34%，小鹏 p7+ 爆款车型拉动，稼动率持续修复。25 年公司储能延续满产满销、动力持续放量，我们预计总体出货可到 115GWh，同增 40%。展望 26 年，公司马来西亚储能产能投产、大铁锂+大圆柱放量，我们预计出货量仍可维持 25-30%增长。H2 动力盈利明显修复，储能盈利稳中有升。24 年动力收入 192 亿，同-20%，均价 0.72 元/wh，同-26%，毛利率 14.2%，微降 0.2pct，其中 H2 毛利率 16.6%，环比大幅提升 5pct，我们预计 Q4 毛利率近 20%，单 wh 利润超 0.01 元/wh。24 年储能收入 190 亿，同+16%，均价 0.43 元/wh，同-39%，毛利率 14.7%，降 2pct，其中 H2 毛利率 15%，环比略增 0.6pct，单 wh 利润维持 0.02 元/wh+。总体看，我们预计 24 年公司动储贡献近 15 亿元利润，单 wh 利润为 0.018 元/wh。展望 25 年，电池价格已企稳，稼动率持续提升，单 wh 利润有望升至 0.025 元/wh+，贡献 25-30 亿利润。消费 Q4 满产满销，毛利率持续提升。24 年消费收入 103 亿，同增 23%，贡献利润 14-15 亿，毛利率 27.6%，同比+4pct，我们预计贡献 13 亿元利润，其中小圆柱 24 年销量超 10 亿颗，同比增 60-70%，贡献主要增量，我们预计 25 年消费业务维持 10-20%增长。思摩尔 24 年贡献 4.4 亿投资收益，同比-15%，预计 25 年保持平稳。资本开支高峰已过，费用率下降空间大。公司 24 年期间费用 52 亿元，同增 1.5%，费用率 10.7%，

同增 0.2pct, 其中 Q4 期间费用 15 亿元, 同环比-23%/+11%, 费用率 10.1%, 同环比-4.3/-0.6pct; 24 年减值损失 3.2 亿元, 其中 Q4 确认 2.75 亿元, 24 年其他收益 14 亿元。24 年经营性净现金流 44 亿元, 同减 49%, 其中 Q4 经营性现金流 23 亿元, 同环比-30%/+28%; 24 年资本开支 55.4 亿元, 同增 11%, 其中 Q4 资本开支 14.6 亿元, 同环比+65%/-24%; 24Q4 末存货 52.5 亿元, 较年初下降 17%。盈利预测与投资评级: 考虑到需求不及预期, 我们下修 25-26 年归母净利润 53.2/72.6 亿元 (此前预测 55.0/75.1 亿元), 新增 27 年归母净利润预期 91.9 亿元, 25-27 年同增 31%/36%/27%, 对应 PE 为 15x/11x/9x, 考虑到公司储能高速增长, 我们给予 25 年 25 倍 PE, 目标价 65 元, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格波动超市场预期, 电动车销量不及市场预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕
证券分析师: 岳斯瑶 证券分析师: 朱家佟)

科达利 (002850): 2024 年年报点评: 利润再超预期, 盈利水平持续亮眼

投资要点 Q4 业绩超市场预期。公司 24 年营收 120.3 亿元, 同 14.4%, 归母净利润 14.7 亿元, 同 22.5%, 毛利率 24.4%, 同 0.8pct, 归母净利率 12.2%, 同 0.8pct; 其中 24Q4 营收 34.4 亿元, 同环比 25.3%/9.3%, 归母净利润 4.6 亿元, 同环比 12.2%/23.6%, 毛利率 27.3%, 同环比 3/3.8pct, 归母净利率 13.2%, 同环比 1.6/1.5pct。结构件降本增效盈利超预期, 25 年持续高增可期。24 年公司份额稳定, 前五大客户占比 72%。24 年结构件降价导致公司收入增速低于出货量增速。但公司人工成本和制造成本合计占收入比重为 26%, 同比-2pct, 对冲了原材料涨价影响, 总体毛利率提升 1pct。其次, 24 年公司资本开支放缓, 为 12.4 亿, 同比-48%, Q4 末固定资产环比稳定, 产能利用率增厚盈利。展望 25 年, 我们预计锂电总体需求维持 25-30%, 同时产品价格趋于稳定, 我们预计公司结构件收入有望实现 20-30% 增长, 盈利端仍有提升空间, 一方面规模化效应, 另一方面 24 年坏账及设备减值损失已充分计提。海外方面, 24 年公司海外收入 5.7 亿, 同比增 7%, 我们预计欧洲基地仍小幅亏损, 25-26 年随着欧洲新车型推出, 我们预计增长提速, 实现扭亏。机器人多产品储备, 孵育第二成长曲线。公司与台湾盟立合资成立科盟布局谐波减速器, 我们预计产品已获得数千万元工业领域订单。同时公司创新性推出 Peek 材料谐波减速器, 可减重 70%, 适合用于人形机器人手臂等部位。凭借公司的生产制造能力、品控管理能力和客户服务能力, 我们预计公司产品放量空间大。此外, 公司有望拓展人形其他零部件, 第二成长曲线可期。减值计提严谨, 库存水平低, 现金流亮眼。公司 24 年期间费用 11.3 亿元, 同 8.3%, 费用率 9.4%, 同-0.5pct, 其中 Q4 期间费用 3.7 亿元, 同环比 23.1%/41.2%, 费用率 10.9%, 同环比-0.2/2.5pct, 费用率提升主要由于 24 年全年约 0.6 亿贴现利息自投资收益科目转至财务费用科目, 造成 Q4 财务费用率提高 2pct。24 年经营性净现金流 21.5 亿元, 同 187.3%, 其中 Q4 经营性现金流 3.6 亿元, 同环比转正; 24 年资本开支 12.4 亿元, 同-48.6%, 其中 Q4 资本开支 3.9 亿元, 同环比-37.2%/85.3%; 24Q4 末存货 8.3 亿元, 较年初-9.6%。盈利预测与投资评级: 考虑公司盈利能力超预期, 上修 25-27 年归母净利润 18.8/23.2/27.9 亿元 (原预期 25-26 年 17.2/20.7 亿), 同比增 28%/24%/20%, 对应 PE 为 16x/13x/11x, 给与 25 年 25x, 对应目标价 172 亿, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期, 原材料价格波动, 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: 岳斯瑶)

美年健康 (002044): 2024 年报点评: AI 营收初具规模, 19 家机构参变控增厚业绩

投资要点 事件: 2024 年, 公司实现营业总收入 107.02 亿元, 同比下降 1.76%; 实现归母净利润 2.82 亿元, 同比下降 44.18%; 实现扣非归母净利润 2.52 亿元, 同比下降 45.52%。2024 年 Q4 季度, 公司实现营业总收入 35.61 亿元, 同比下降 1.34%; 实现归母净利润 2.58 亿元, 同比下降 8.81%; 实现扣非归母净利润 2.44 亿元, 同比增长 3.76%。2024 年公司经营活动现金净流量 16.62 亿元, 同比下降 17.89%。 医疗大数据优势与 AI 产品科技创新力, AI 营收初具规模。2024 年, 公司实现营业收入 107.02 亿元, 其中主营收入中结合 AI 技术手段取得的收入为 21557.63 万元, 主要包括心肺联筛、眼底 AI、脑睿佳等收入。公司通过提供专业健康体检服务, 独具累计过亿人次的影像数据及超 2 亿人次的结构化健康数据, 已形成国内最大规模的个人健康体检数据中心。公司通过健康体检大数据与 AI 技术结合, 目前 AI 技术已经在公司产品中广泛应用, 同步推出 AI 数智健康管理师“健康小美”, 更好地满足个人与家庭的健康管理。AI 智能体的应用有助于降低服务成本, 体检和检后健管极具 AI 商业化落地应用的丰富场景和广阔空间。 客单价稳定提升, 个检占比持续提升。截至 2024 年底, 美年健康旗下分院总数 576 家, 其中控股体检分院 312 家, 参股体检分院 264 家。2024 年度, 公司共计接待 2525 万人次, 其中控股体检分院接待 1538 万人次。团体客户和个人客户占收入比分别为 75.9%和 24.1%, 个检收入占比同比提升 4.1 个百分点。2024 年公司体检客单价 672 元 (2024 年综合客单价 620.8 元), 客单价稳定提升。19 家体检中心参变控, 增厚公司业绩。2025 年 4 月 15 日, 公司公告拟发行股份购买资产, 本次发行价格为 4.74 元/股, 本次交易完成后, 美年健康上市公司将直接及间接持有衡阳美年、宁德美年、烟台美年、烟台美年福田、武汉奥亚、三明美年、肥城美年、南宁美元康、德州美年、连江美年、沂水美年、山东奥亚、厦门银城美年、郑州美健、花都美年、安徽美欣、淄博美年、吉林昌邑美年 100%及安溪美年 90%股权。19 家体检中心在 2024 年的未经审计总收入约 5.05 亿元, 净利润 0.52 亿元, 净利率约 10%。本次交易将增厚上市公司业绩, 将进一步巩固公司市场地位, 推动 AI 战略实施。 盈利预测与投资评级: 考虑到宏观行业环境变化与公司 AI 战略推广, 我们将 2025-2026 年公司归母净利润预期由 7.03/9.99 亿元调整至 6.29/9.12 亿元, 预期 2027 年为 11.25 亿元, 对应当前市值的 PE 估值分别为 33/23/18 倍。维持“买入”评级。 风险提示: 消费降级导致体检客单下降风险; 市场竞争加剧的风险。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 冉胜男)

伟星新材 (002372): 2024 年报点评: 阶段承压, 稳中有变, 现金奶牛

投资要点 事件: 公司发布 2024 年报。2024 年公司实现营收 62.67 亿元, 同比-1.75%; 归母净利 9.53 亿元, 同比-33.49%。其中, Q4 公司实现营收 24.94 亿元, 同比-5.26%; 归母净利 3.29 亿元, 同比-41.09%。零售业务稳健、份额持续提升, 海外开拓势头良好。分产品看, 公司 2024 年 PPR 系列产品实现收入 29.4 亿元, 同比-1.72%; PE 系列产品收入 14.2 亿元, 同比-6.9%; PVC 系列产品 8.3 亿元, 同比-8.1%, 其他产品收入 10.3 亿元, 同比+12.9%, 零售为主的 PPR 业务在 24 年下半年有所承压, 但整体表现稳健, 预计市场份额继续稳步提升, 而受

市政及建筑工程需求下滑影响，PVC 和 PE 相关产品收入承压较大，24 年下半年压力有所缓解；其他产品收入增长主要由于浙江可瑞公司合并报表。公司海外开拓势头保持良好状态，2024 公司境外收入 3.6 亿元，同比+26.7%。毛利率有所下降，销售费用率有所提高。2024Q1-Q4 销售毛利率分别为 41.48%/42.58%/43.11%/40.56%，同比分别变动 +4.3pct/-1.24pct/-4.9pct/-4.32pct，下半年毛利率同比下降较多，预计受到整体行业价格竞争压力的影响，分产品看各产品系列毛利率均有不同程度下降，PPR 产品毛利率下降 1.6pct，PVC 产品毛利率下降幅度较大。期间费用率方面，公司管理费用和研发费用保持平稳，销售费用率较上年提高了 2.1pct，增加主要受到浙江可瑞的并表影响较多。另外，2024 年公司投资收益 0.26 亿元，上年同期为 1.87 亿元；资产减值损失 0.86 亿元，上年同期为 0.11 亿元，主要系商誉减值损失的增加。经营性现金流保持良好，分红率进一步提高。公司 2024 年实现经营活动产生的现金流量净额 11.5 亿元，整体保持良好，Q4 经营性现金流净流入 3.4 亿元，同比有所减少。公司在需求和盈利有所承压下，继续保持了高质量经营状态。公司 24 年累计分红 9.43 亿元，接近 100%股利支付率，公司重视股东回报，多年保持高分红比例。盈利预测与投资评级：公司在需求承压、行业竞争加剧环境下，通过“战略聚焦”和“转型升级”，实现零售市场份额持续提升的同时，保持了高质量发展的态势，同时商业模式升级和海外市场开拓也取得了良好效果。我们调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 10.82/12.25/13.59 亿元（2025-2026 年前值为 11.07/12.81 亿元），对应 PE 分别为 18.3X/16.2X/14.6X，考虑到公司转型升级和经营质量优秀，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行的风险；原材料价格大幅波动的风险；竞争加剧的风险；新业务开拓不及预期的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊）

华利集团（300979）：2024 年报点评：新增客户 Adidas，保持积极扩产

投资要点 公司公布 2024 年报：营收 240.06 亿元/yoy+19.35%，归母净利润 38.40 亿元/yoy+20.00%，业绩符合我们此前预期。单 Q4 营收 64.95 亿元/yoy+11.88%，归母净利润 9.97 亿元/yoy+9.18%，Q4 营收增速较前三季度有所放缓，主因 23Q4 品牌客户去库结束恢复下单形成相对偏高基数；归母净利润增速略低于营收，主因新工厂产能爬坡导致效率短期波动。24 年拟派息 2.3 元/股，派息率 69.89%，分红比例显著提升（2023 年为 44%）。量价齐升，新客户强劲增长。1）分量价看，2024 年运动鞋销量 2.23 亿双（yoy+17.53%），人民币均价 107.7 元/双（yoy+1.7%），量价齐升，订单结构持续优化。其中 Q4 销量 0.6 亿双（yoy+9.9%），均价 108.3 元/双（yoy+1.8%）。2）分客户看，前五大客户收入分别占比 33.2%/21.4%/12.5%/6.3%/5.8%，合计占比 79.1%（yoy-3.2pct），新客户 Adidas、NB、锐步等品牌放量贡献增长，前五大客户集中度有所下降。2024 年 9 月新增客户 Adidas，预计 2025 年进一步放量。3）分产品看，2 运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋 & 拖鞋收入分别同比 +17.9%/-33.7%/+125.8%，收入占比分别为 87%/4%/9%，运动凉鞋 & 拖鞋收入大增主要来自 UGG 拖鞋款型体订单驱动。短期关税政策变化对公司扩产计划影响有限。1）产能：2024 年公司新开越南 3 家、印尼 1 家工厂投产，总产能达 2.29 亿双；2025 年 2 月中国峨眉山工厂、印尼新工厂开始投产，基于新客户订单的积极预期，公司进入新一轮密集资本开支周期；公司作为全球领先的运动鞋制造商，与多数品牌客户建立了良好的战略合作关系，我们预计 25 年 4 月以来美国宣布加征关税事件对公司扩产计划影响有限。2）

产能利用率：2024 年产能利用率 96.7% (yoy+10pct)，Q4 起新工厂投产预计短期产能利用率有所波动，预计 25Q2 起随新工厂产能爬坡有望回升。 净利率稳中有升，账上资金充沛。1) 毛利率：24 年同比+1.2pct 至 26.8%，主因产能利用率提升。2) 费用率：期间费用率同比+1.1pct 至 6.0%，其中管理费用率+1.0pct，主因 24 年业绩表现优异，员工薪酬绩效计提增加。3) 归母净利率：24 年同比+0.09pct 至 16%，稳中有升。4) 现金流：24 年经营性现金流净额 46.17 亿元 (yoy+24.97%)，货币资金 55.9 亿元，账上资金充沛。 盈利预测与投资建议：考虑当前关税政策存在不确定性，可能影响部分客户短期订单，我们将 2025-2026 年归母净利润从 45.2/51.1 亿元调整为 43.6/50.1 亿元，增加 2027 年预测值 57.6 亿元，对应 25-27 年 PE 15/13/11 倍，维持“买入”评级。 风险提示：关税政策导致需求波动；新工厂投产进度不及预期；汇率波动影响业绩。

(证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原)

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>