

晨会纪要

数据日期: 2025-04-09	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3186.80	9539.89	3686.79	10373.90	2525.59	980.56
涨跌幅度(%)	1.31	1.22	0.98	1.41	2.20	4.30
成交额(亿元)	7554.30	9441.74	4550.31	3286.70	4188.90	1335.63

晨会主题

【常规内容】

行业与公司

医药行业专题:寻找中国保险的 Alpha 系列之一—医保改革下的健康险:模式、空间与格局

美团-W(03690.HK) 海外公司快评:会员体系深化全域协同,业务生态加速破壁融合

呈和科技(688625.SH) 财报点评:成核剂国产替代有望提速,公司拟收购映日科技

均胜电子(600699.SH) 财报点评:定位为“汽车+机器人 Tier1”,在手订单充沛

黑芝麻智能(02533.HK) 海外公司财报点评:2024 年收入同比增长 52%,智能驾驶芯片量产加速

中国铁建(601186.SH) 财报点评:收缩投资压实资产,看好长期经营质效改善

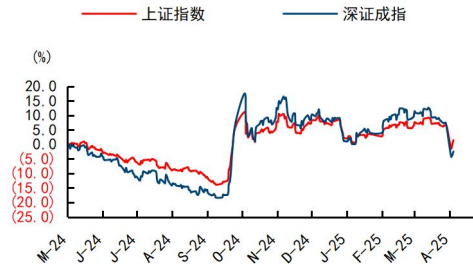
中国中冶(601618.SH) 财报点评:毛利率筑底企稳,充分减值待转机

越秀地产(00123.HK) 海外公司财报点评:业绩承压,销售目标积极

金融工程

金融工程日报:A 股早盘下探后强势反弹,军工股领涨、科技全线回暖

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 04月10日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	20264.49	0.67

基金指数 04月10日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3235.20	-0.06
股票基金指数	9268.17	0.71
混合基金指数	8617.21	1.18

汇率 04月10日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.09	-0.06
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.76	-0.12
美元兑日元	147.74	0.99

非流通股解禁 04月10日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
星华反光	3856.49	100.00	2025-03-31
匠心家居	6000.00	100.00	2025-03-13
长安汽车	2590.64	45.92	2025-03-05
山水比德	2525.00	100.00	2025-02-13
霍普股份	2880.00	100.00	2025-01-28
浙版传媒	180000.02	100.00	2025-01-23
洪兴股份	6497.49	100.00	2025-01-22
云南旅游	6857.37	100.00	2025-01-16

【常规内容】

行业与公司

◆ 医药行业专题:寻找中国保险的 Alpha 系列之一—医保改革下的健康险:模式、空间与格局

老龄化加剧及医保收入增速放缓,提升医保支付改革必要性。根据国家卫健委预测,预计 2035 年左右,我国 60 岁及以上老年人口将突破 4 亿,在总人口中的占比将超过 30%,进入重度老龄化阶段。此外,国内医保基金整体运行良好,但近年支出端较收入端扩张更快,加大医保运作压力。DRG 和 DIP 均通过预先设定支付标准,将患者按一定规则分组,对医疗服务进行打包支付,使医院在固定预算内为整个诊疗过程提供服务,从而激励医院严格按照标准化临床路径实施诊疗,减少不必要的检查和治疗,进而降低医疗成本、提升效率。

医疗费用结构发生显著变化,推动商业健康险的进化。DRG/DIP 改革后,次均住院费用显著下降,导致患者自付费用显著低于普通商业医疗险免赔额,普通百万医疗险难以满足基本医疗保险需求。2023 年居民医保住院次均费用同比下降 5%,而门诊费用同比上升 5.5%,但百万医疗险仍以住院报销为主,门诊保障普遍缺失,进而削弱产品实用性与吸引力。此外,我国医保与商保数据共享机制尚不完善,影响保险公司精准核保、定价及理赔效率,导致商保公司潜在超额赔付风险加剧。

普惠型保险角色加强,中高端医疗险供给放量。当前,我国慢性病及非标体人群规模庞大,在医保支付改革背景下,中长期医疗需求难以得到满足。我们认为,在当前医保支付格局变化的背景下,商业健康险的医疗补充功能进一步强化,商保有望迎来中长期稳健发展机遇。普惠型医疗保险保障补充功能凸显,通过扩展门诊保障、覆盖非标体人群,与基本医保形成错位发展。中高端医疗险凭借场景覆盖广、服务集成度高、客群定位精准的优势,成为承接品质医疗需求的核心载体。

医保改革压缩基本医保的支付弹性,倒逼商业健康险向“服务型产品”转型。展望未来,商业健康险核心机遇在于“产品与服务升级”及“数据与技术赋能”的两端突围。(1)产品与服务:加大非标人群产品研发,提高产品供给;打造服务生态,通过前端干预减低赔付风险。(2)数据互通:商保目录建设通过整合行业健康险资源,推动行业标准化发展,实现从“被动赔付”向“主动健康管理”转型的目标。未来,商保目录需进一步强化动态调整机制,探索与医保目录的联动,深化健康管理服务整合,填补多层次医疗保障缺口,促进“医+药+险”生态融合。

投资建议:2025 年,行业加快推进医保支付下的商业健康险建设,预计相应举措将进一步提升我国商业健康险价值贡献。此外,从公司角度来看,预计未来健康险规模的扩张有利于优化寿险业务负债结构,降低对利差型产品依赖,动态调降利差损风险,稳定保险公司价值水平。在中性假设下,我们预计到 2028 年,我国商业健康险保费收入有望从 9700 亿元提升至 1.4 万亿元。建议关注行业龙头的健康险公司中国财险、中国平安、中国太保。

风险提示:保费增长不及预期;赔付水平波动;数据共享推进不及预期等。

证券分析师: 孔祥(S0980523060004)、彭思宇(S0980521060003)、陈曦炳(S0980521120001)、马千里(S0980521070001)

联系人: 王京灵

◆ 美团-W(03690.HK)海外公司快评:会员体系深化全域协同,业务生态加速破壁融合

1、2025 年 3 月 31 日,美团会员体系全面升级,以“神券”作为核心权益,构建了涵盖吃、住、行、游、娱、购、医等全方位生活场景的会员权益体系。

2、据上证报消息,原大众点评、SaaS 等业务负责人、美团高级副总裁张川转任公司顾问,其中点评事业部并入“核心本地商业”,由美团平台负责人李树斌兼任点评事业部负责人。

国信社服观点

1、美团的新会员体系有何特点？原付费会员模式转变为积分制，新会员体系分为六大等级，分为普通、白银、黄金、铂金、黑金和黑钻六大级别，用户需通过累积成长值（成长值通过消费和做任务获得）提升会员等级。在不做任务情况下，用户年消费 1 万元可成为黑金会员，年消费 3 万元则可成为黑钻会员。新会员实现了不同业务板块的权益打通。据美团 APP 显示，首期上线权益囊括“神券”、酒店权益（免费升房、免费早餐、折扣预订）、出行权益（机场贵宾厅、机票退改礼包、火车抢票卡）、生活权益（免费充电宝、影音 VIP）四大板块，会员等级越高可享受的权益越多，其中黑钻会员可享 19.9 元购买“神券”年卡、无限次酒店免费升房及免费早餐、专属客服等权益。此外，霸王餐、热门餐厅免排队、休闲娱乐、医疗健康等增量权益也在筹备上线中。

2、美团历史上会员策略复盘：从垂直深耕到破壁融合。早期美团的外卖、到店餐饮、酒旅等业务均为独立会员体系，用户虽同在美团平台上消费，但需在不同业务中积累权益，不同板块业务的权益并未打通。2023 年 8 月，美团的会员红包与天天神券合并为“神会员”，意在简化商户的营销流程，也让公司资源投放更加聚焦，起到了在激烈竞争市场下稳固外卖业务基本盘的作用；2024 年 7 月“神会员”升级，场景延伸至到店到家更多品类，在持续挖潜外卖同时，公司希望以高频的外卖带动到店的低频消费，2024 年财报显示到店订单量同增超 65%，协同效果显著。但客观而言，“神会员”主要作用也还是提供适用于多业务板块的优惠券，而非将各业务的会员体系融合打通；2025 年 3 月美团新会员积分体系推出，新会员将可享受包含外卖、酒店、出行、生活在内的打包权益，会员体系首次走向全面协同，实现了真正意义上的业务间破壁融合，且积分会员模式（等级越高、权益越好）预计也将带动消费的金额与频次的提升。

3、投资建议：我们维持公司 2025-2027 年调整后净利润预测 515/653/787 亿元，对应 PE 值 14.8/11.7/9.7x。回顾过往，本地生活赛道始终在竞争合作中向前发展，为应对消费变化趋势和多元化的竞争格局，公司升级会员体系以实现本地生活业务间的进一步协同发展，同时内部积极迭代组织架构适应战略变化。我们分析认为会员体系的推出有望加速公司本地生活消费闭环形成，业务飞轮形成后有望对后续增长持续提供强支撑，维持公司“优于大市”评级，建议关注本轮港股超跌后的反弹机会。

4、风险提示：1）消费力承压可能导致经营不及预期；2）政策风险、监管风险、舆论风险等；3）行业竞争出现新变化；4）技术变革带来的潜在风险等。

证券分析师：曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 呈和科技(688625.SH) 财报点评:成核剂国产替代有望提速，公司拟收购映日科技

2024 年营业收入稳中有升，业绩延续较快增长。呈和科技披露《2024 年度业绩快报公告》，2024 年公司预计实现营业收入 8.82 亿元，同比增长 10.31%；实现归母净利润 2.50 亿元，同比增长 10.64%。2024 年，公司通过各种途径提升市场份额，并推进降本增效策略，实现营收和业绩稳健增长。IPO 募投项目建成投产，公司成核剂产能实现翻倍。公司对募投项目的部分产品产能进行调整优化，将增刚成核剂、β 成核剂和合成水滑石中部分可共用的设备调整至透明成核剂生产线，高附加值的透明成核剂的生产效率将有所提升。14400 吨/年综合产能已通过呈和科技的技改项目于 2024 年 1 月完成环评验收并顺利投产；14500 吨/年综合产能也已于 2024 年 11 月开始进行生产调试，公司成核剂产能实现翻倍。

对美加征关税政策有望推动成核剂国产替代提速。2023 年我国成核剂进口替代率约为 30%，其中呈和科技占据国产成核剂的主要市场份额。公司成核剂的主要竞争对手之一为美国美利肯，而我国将于 2025 年 4 月 10 日对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征 34%关税。我们认为，随着中国对美国加征关税政策的执行，美利肯出口到中国的成核剂产品有望提价，国内塑料生产企业将加速寻求国产供应商，成核剂国产替代率有望加速提高，而公司成核剂产品性能可对标美利肯同代产品，产品售价更低，且公司现有产能充足，有望抓住机遇实现成核剂产品的加速推广。

拟现金收购映日科技，加快业务拓展。公司公告拟以现金方式收购芜湖映日科技股份有限公司不低于 51% 股权，映日科技 100% 股份的整体估值预计为 18 亿元。映日科技所在的显示领域对有机材料有着广泛且重要的需求，呈和科技成核剂产品具有提升显示面板材料性能的作用，能够应用于显示相关材料组件。公司实现对映日科技的控股后，可在客户资源共享、品牌影响力相互促进等方面发挥协同效应，有助于

公司快速切入显示行业，加快业务拓展。

风险提示：市场开拓风险；业务拓展、在建项目进展不及预期的风险等。

投资建议：公司是国内成核剂、合成水滑石的龙头企业，所处行业存在广阔的进口替代空间，随着公司在建产能的逐步释放，我们看好公司稳健成长。我们维持公司盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 2.68/3.26/3.87 亿元，摊薄 EPS 为 1.98/2.41/2.86 元，当前股价对应 PE 为 23.2/19.1/16.1x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林 (S0980520120002)

联系人： 王新航

◆ 均胜电子(600699.SH) 财报点评:定位为“汽车+机器人 Tier1”，在手订单充沛

2024Q4 均胜电子实现营收 147.3 亿元，同比+2%。公司 2024 年实现营收 558.64 亿元，同比+0.24%，归母净利润 9.60 亿元，同比-11.33%。分季度看，公司 2024Q4 实现营收 147.29 亿元，同比+2.15%，环比+4.79%，归母净利润 0.19 亿元，同比-93.77%，环比-93.77%。分业务来看，2024 年，1) 汽车安全系统实现收入 386.17 亿元，同比+0.23%，随着盈利提升各项措施逐步见效，汽车安全业务毛利率提升 2.27pct 至 14.81%，其中欧洲区和美洲区改善显著；2) 汽车电子系统实现收入 165.99 亿元，同比-1.13%，主要受到座舱人机交互产品及新能源管理产品影响，汽车电子系统业务毛利率同比提升 0.63pct 至 19.71%。因重组及人员优化产生一次性重组整合费用，2024Q4 归母净利润有所下滑。

2024Q4 毛利率 18.01%，环比提升 2.3pct。2024 年度，公司毛利率 16.2%，同比+1.1pct，净利率 2.4%，同比+0.1pct。2024Q4 公司毛利率 18.01%，同比-0.4pct，环比+2.3pct，净利率 0.43%，同比-2.1pct，环比-2.6pct。。

公司在手订单充沛，持续优化订单结构。2024 年公司新项目订单金额规模再创新高，新获定点项目的全生命周期金额约 839 亿元。1) 汽车安全业务新获定点项目的全生命周期金额约 574 亿元；2) 汽车电子业务新获定点项目的全生命周期金额约 265 亿元；3) 新能源汽车相关新订单超 460 亿元，占比超 55%；4) 中国市场特别自主品牌/新势力的合作关系不断加强，国内新获订单金额约 350 亿元，占比超 40%，且头部自主及造车新势力订单金额占比持续提升，汽车安全业务已完成对新能源销量榜 TOP10 客户全覆盖。

均胜电子定位为“汽车+机器人 Tier1”，加速拓展至具身智能机器人产业链上下游，打造第二增长曲线。2025 年 2 月，均胜电子为人形机器人研发了嗅觉传感器。2025 年 4 月 7 日，均胜电子与智元机器人签署战略合作协议，双方将围绕包括机器人“大小脑”及关键零部件的核心技术攻关、定制化开发、测试验证平台建设等方面开展深度合作。

风险提示：汽车销量不及预期、原材料价格波动。

投资建议：上调营收预测，维持利润预测，维持优于大市评级。考虑到公司在手订单充沛，我们上调营收预测，预计公司 2025-2027 年营收为 642.43/680.98/718.43 亿元（原 25/26 年预测 605.28/652.12 亿元），归母净利润为 15.82/19.20/21.53 亿元，维持优于大市评级。

证券分析师： 唐旭霞 (S0980519080002)、杨钊 (S0980523110001)

◆ 黑芝麻智能(02533.HK) 海外公司财报点评:2024 年收入同比增长 52%，智能驾驶芯片量产加速

2024 年公司实现营业收入 4.74 亿元，同比增长 52%。2024 年，公司实现总收入 4.7 亿元，同比增长 52%；净利润 3.1 亿元，2023 年为-48.6 亿元，主要系金融工具公允价值变动收益 20.5 亿元影响（2023 年为-31.8 亿元），经调整经营亏损 13 亿（2023 年为-12.5 亿元）。2024 年，自动驾驶产品及解决方案收入为 4.4 亿元，同比增长 58.5%，主要是由于 1) 向国内头部车厂（包括比亚迪、东风、吉利等）及一级供应商销售芯片及解决方案以及量产车型数量稳步增加；2) 产品线的扩大及发展导致商用车市场渗透率提高；3) 车路云一体化等领域的收入随随着相关政府政策的发布而增加；智能影像解决方案收入为 0.36 亿元，同比增长 0.6%。

研发与经营活动降本增效，毛利率同比提升。2024 年，公司毛利率 41.06%，同比+16.4pct，其中公司自动驾驶产品及解决方案的毛利率为 37.4%，同比+16.0pct，智能影像解决方案业务的毛利率为 85.4%，同比+35.3pct。2024 年，公司三费率为 405.85%，同比-165.0pct。

高速 NoA 量产加速，城市 NoA 量产落地。公司 A1000 系列芯片已在吉利（领克、银河系列等）、东风（eπ 系列等）及比亚迪等车企规模化量产交付。公司基于 A1000 系列芯片的高速 NoA 方案，已实现全国高速覆盖，以及多个主要城市快速路的覆盖。2024 年，武当 C1200 系列跨域融合芯片完成了城市无图 NoA 的功能验证，公司与中国一汽、东风、安波福、均胜电子、斑马智行等达成合作。公司 A2000 芯片全面覆盖从城市 NoA 到全无人驾驶 Robotaxi 自动驾驶场景，正在与一级供应商合作开发 A2000 智驾方案，争取实现获得头部大客户对 A2000 芯片的车型定点。

公司积极布局机器人领域，预计芯片产品和方案 2025 年批量出货。A2000 家族芯片结合 C1200 家族芯片，能够为具身智能机器人提供领先的“大脑”和“小脑”平台方案。目前，黑芝麻智能与傅利叶、武汉大学刘胜院士团队等已在灵巧手及人形机器人达成合作。2025 年，公司陆续与多家机器人主体企业合作，预计芯片产品和方案将在今年实现批量出货。

风险提示：原材料价格上涨，汽车价格竞争持续激化。

投资建议：上调盈利预测，维持优于大市评级。受益于下游车厂需求增加，我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收为 8.1/12.7/20.0 亿元（原 25/26 年预计 7.5/11.8 亿元），归母净利润为 -9.8/-6.8/0.7 亿元（原 25/26 年预计 -9.98/-7.2 亿元），维持优于大市评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）

◆ 中国铁建(601186.SH) 财报点评:收缩投资压实资产，看好长期经营质效改善

收入与业绩承压，24Q4 收缩投资效果开始显现。2024 年公司实现营收 10672 亿元，同比-6.2%，实现归母净利润 222.2 亿元，同比-14.9%。其中 2024 年第四季度公司实现营业收入 3090 亿元，同比-6.8%，实现归母净利润 65.2 亿元，同比-2.4%。在行业整体下行的背景下，公司收入和业绩整体承压，Q4 信用减值损失同比增加导致利润承压，但公司主动收缩投资后投资亏损明显下降，净利润中少数股东收益减少，单四季度扣非归母净利润同比+6.6%。

海外新签持续增长，主动优化投资运营类业务。2024 年公司全年新签合同额 30370 亿元，同比-7.8%，其中海外新签合同额 3120 亿元，同比+23.4%。公司坚持由投资拉动施工向回归投资创效本源转变的原则，对投资结构进行优化，2024 年前三季度公司投资运营类业务新签合同额压缩至 729 亿元，同比-65.6%。

毛利率仅小幅下降，费用控制成效显著。2024 年公司整体毛利率为 10.27%，同比下降 0.13pct，其中四季度结算毛利率下滑较多，2024Q4 单季度毛利率为 7.79%，同比下降 5.60pct。2024 年公司期间费用率为 5.89%，同比上升 0.42pct，其中管理研发/销售费用分别同比-4.8%/-3.8%/-7.3%。由于行业竞争加剧，公司毛利率略有承压但总体稳定，公司加强费用控制，各项费用均有明显下降，整体盈利能力维持稳定。

收付款压力增大，投资支出缩减。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额-314.2 亿元，同比由正转负。收现比/付现比分别为 100.5%/103.2%，分别同比-1.0/+2.0pct，2024 年公司积极履行对上游分包分供的支付责任，但下游回款账期持续拉长，导致公司现金流压力增大。公司持续优化资产结构，主动收缩投资规模，资本开支与投资支出规模合计 627.9 亿元，同比-12.8%。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。建筑行业迈入存量发展阶段，基建新开工和投资落地均面临较大压力，地方政府化债工作持续推进，公司工程业务回款短期承压。但从长期看，公司作为建筑央企龙头，品牌影响力和融资成本优势突出，未来随着减值压力逐步释放，资本开支持续缩减，现金流有望持续好转。预测公司未来三年归母净利润为 221/226/226 亿元，每股收益 1.63/1.66/1.67 元，对应当前股价 PE 为 4.97/4.87/4.90X，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济下行风险，国际经营风险，国企改革推进节奏不及预期的风险等。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、朱家琪（S0980524010001）

◆ 中国中冶(601618.SH) 财报点评:毛利率筑底企稳,充分减值待转机

收入与业绩承压,充分计提减值释放潜在风险。2024 年公司实现营收 5520 亿元,同比-12.9%,实现归母净利润 67.5 亿元,同比-22.2%。其中 2024 年第四季度公司实现营业收入 1394 亿元,同比-16.3%,实现归母净利润-0.85 亿元,单季度小幅亏损。在钢铁行业需求持续下降、建筑行业增长乏力等因素的影响下,公司主动进行业务结构调整,充分计提减值释放潜在风险,营业收入和利润均有所下滑。

海外新签合同额显著增长,固本强基优化业务结构。2024 年公司新签合同额 12483 亿元,同比 12.4%,其中新签海外合同额 932 亿元,同比+47.8%。从业务结构来看,冶金建设作为公司“核心”业务板块展现较强的韧性,2024 年公司冶金建设收入 1091 亿元,同比-1.9%,受下游需求减少、业主回款恶化影响,公司房建和市政基础设施工程业务收缩较多,实现收入 3923 亿元,同比-17.3%。

毛利率底部企稳,研发费用支出减少。2024 年公司整体毛利率为 9.69%,同比持平,2024Q4 单季度毛利率为 8.19%,同比下降 2.81pct,受年末工程结算情况不佳影响,Q4 毛利率下滑较多,但下滑幅度略好于同业。2024 年公司期间费用率为 5.87%,同比上升 0.15pct,其中管理研发/销售费用分别同比-4.3%/-16.8%/-3.3%。公司加强费用控制,研发物料支出明显下降,整体盈利能力呈现筑底企稳趋势。

收款略有改善,经营性现金流同比+33%。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额 78.5 亿元,同比+33.2%,收现比/付现比分别为 77.7%/74.7%,分别同比+0.9/-0.5pct。2024 年公司收现比仍然处于较低水平,但较上年略有好转,同时对分包分供的付款账期略有拉长,最终经营性现金流仍有所增长。

投资建议:下调盈利预测,维持“优于大市”评级。受下游行业景气偏弱影响,公司收入和利润短期均存在下滑压力,公司积极优化业务结构,充分计提减值释放潜在风险,强化现金流管理,预计资产质量将得到持续优化。预测公司未来三年归母净利润为 66.9/68.4/69.3 亿元(前值 95.7/101.4/104.8 亿元),每股收益 0.32/0.33/0.33 元(0.43/0.46/0.49 元),对应当前股价 PE 为 8.6/8.5/8.3X,维持“优于大市”评级。

风险提示:宏观经济波动风险;国际经验风险;安全环保风险;海外新增矿产项目开发不及预期的风险;矿产资源价格波动的风险;财务风险等。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、朱家琪（S0980524010001）

◆ 越秀地产(00123.HK) 海外公司财报点评:业绩承压,销售目标积极

归母净利润-67%。2024 年公司实现营业收入 864 亿元,同比增长 8%;归母净利润 10 亿元,同比下降 67%;核心净利润 16 亿元,同比下降 54%。公司增收不增利的是由于结算毛利率约为 10.5%,同比下降 4.8pct,且公司计提存货减值共计 23 亿元。

土储充沛,销售目标积极。2024 年公司实现销售面积 392 万平方米,同比下降 12%;实现销售金额 1154 亿元,同比下降 12%,完成全年销售目标的 78%。分区域看,公司大湾区、华东、中西部、北方地区销售占比分别为 43%、29%、17%、11%。公司 2025 年可售货值 2354 亿元,销售目标 1205 亿元,若完成则全年销售将同比增长 5%。2024 年新增 24 幅土地,总建筑面积约 271 万平方米,其中 71%位于一线城市。截至 2024 年末,公司总土储 1971 万平方米,其中大湾区占比 37%,一二线占比 96%,在建项目占比 69%,土储结构保持优质。

财务稳健,融资渠道畅通。公司财务水平始终保持“绿档”,截至 2024 年末,公司剔除预收账款后的资产负债率为 68.1%,净负债率为 51.7%,现金短债比为 2.1。公司融资渠道畅通,年内发行公开债共 67 亿元。债务结构方面,公司一年内到期债务占比 22%,债务结构合理。

风险提示:市场下行超预期、行业政策不及预期、公司销售及结算进度不及预期、毛利率不及预期。

投资建议:我们根据公司结转规模下降的比例适当下调公司 25、26 年的收入预测至 891/914 亿元(原值 930/983 亿元),并对公司计提减值幅度和毛利率表现进行审慎估计,预计公司 25、26 年归母净利润分别为 10/10 亿元(原值 33/35 亿元),EPS 分别为 0.25/0.24 元,对应当前股价 PE 分别为 15.7/15.9

倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

金融工程

◆ 金融工程日报：A 股早盘下探后强势反弹，军工股领涨、科技全线回暖

市场表现：今日（20250409）市场全线上涨，规模指数中中证 2000 指数表现较好，板块指数中北证 50 指数表现较好，风格指数中中证 500 成长指数表现较好。国防军工、综合金融、消费者服务、商贸零售、房地产行业表现较好，银行、石油石化、煤炭、医药、电新行业表现较差。中船系、军工信息化、商业航天、航空发动机、军民融合等概念表现较好，动物保健精选、丙烯、鸡产业、血液制品、化学制药精选等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 116 只股票涨停，有 14 只股票跌停。昨日涨停股票今日高开高走，收盘收益为 3.76%，昨日跌停股票今日收盘收益为-0.19%。今日封板率 74%，较前日下降 8%，连板率 19%，较前日下降 53%。

市场资金流向：截至 20250408 两融余额为 18159 亿元，其中融资余额 18054 亿元，融券余额 105 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.5%，两融交易占市场成交额比重为 7.1%。

折溢价：20250408 当日 ETF 溢价较多的是医疗器械 ETF，ETF 折价较多的是中国 A50ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 15 亿元，20250408 当日大宗交易成交金额为 6 亿元，近半年以来平均折价率 5.41%，当日折价率为 11.77%，创近半年以来新低。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.00%，1.58%，6.80%，10.93%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 6.60%，处于近一年来 20%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 10.28%，处于近一年来 13%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 34.52%，处于近一年来 1%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 20.52%，处于近一年来 11%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是金盘科技、宏发股份、涛涛车业、京新药业、瑞普生物、兰石重装、恒帅股份、明泰铝业等，金盘科技被 261 家机构调研。20250409 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是紫光国微、阳光乳业、福达股份、新余国科、浙江华业、中国长城、爱仕达、振江股份、敦煌种业、神农种业等，机构专用席位净流出较多的股票是 C 泰鸿、贝因美、中大力德、飞力达、红宝丽、新亚电缆、凌云股份、国科军工、国民技术、瑞茂通等。陆股通净流入较多的股票是紫光国微、中大力德、中国长城、中油资本、国民技术、荣昌生物、国科军工、汇洲智能、新余国科等，陆股通净流出较多的股票是富岭股份、凯美特气、中粮科工、凌云股份、立新能源、台基股份、大名城、恒润股份、连云港等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）

联系人：李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	719.74	0.53	ICE 布伦特原油	62.82	-2.16
白银	7700.00	0.45	铜	72340.00	-1.49
铝	19435.00	-1.71	铅	16495.00	-0.84
豆一	4068.00	-0.14	锌	22225.00	-1.33
豆粕	2957.00	1.19	镍	119070.00	0.04
玉米	2276.00	-0.35	锡	256510.00	-4.44
螺纹钢	3032.00	0.00	SR505	6022.00	-0.80

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	100.7	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16

301177. SZ	不适用	36000. 00	40001. 00	100. 00	2024-12-16
000737. SZ	南风化工	104599. 31	169128. 73	100. 00	2024-12-16
603216. SH	梦天家居	16600. 00	22136. 00	100. 00	2024-12-16
688246. SH	不适用	3663. 35	13787. 75	100. 00	2024-12-16
301138. SZ	不适用	9000. 00	12000. 00	100. 00	2024-12-16
301101. SZ	不适用	8456. 60	13434. 14	100. 00	2024-12-16
603071. SH	不适用	32026. 96	55795. 44	100. 00	2024-12-16
002074. SZ	国轩高科	38416. 33	156267. 38	79. 01	2024-12-16
301168. SZ	通灵股份	7034. 70	12000. 00	100. 00	2024-12-10
300678. SZ	中科信息	381. 96	12858. 48	5. 95	2024-12-10
688192. SH	迪哲医药	21784. 60	40000. 01	100. 00	2024-12-10
600886. SH	国投电力	48830. 64	745417. 97	100. 00	2024-12-10
688110. SH	东芯股份	16571. 30	44224. 97	100. 00	2024-12-10
301126. SZ	达嘉维康	8187. 02	20650. 57	100. 00	2024-12-09
301193. SZ	家联科技	5985. 00	12000. 00	100. 00	2024-12-09
301111. SZ	粤万年青	8986. 15	16000. 00	100. 00	2024-12-09
301199. SZ	迈赫股份	7650. 00	13334. 00	100. 00	2024-12-09
301179. SZ	泽宇智能	9900. 00	13200. 00	100. 00	2024-12-09
688151. SH	华强科技	24234. 68	34450. 00	100. 00	2024-12-06
301213. SZ	观想科技	4804. 56	7999. 99	100. 00	2024-12-06
301167. SZ	建研设计	2400. 00	8000. 00	100. 00	2024-12-06
301108. SZ	洁雅股份	4571. 77	8120. 98	100. 00	2024-12-03
000155. SZ	川能动力	17899. 55	144899. 55	100. 00	2024-12-03

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	40608. 45	7. 870406	43. 44	43. 44	43. 44	43. 44	45. 58
德国 DAX 指数	19684. 55	-2. 937388	54. 54	-14. 44	-3. 11	8. 89	60. 26
法 CAC40 指数	6863. 02	-3. 343464	-12. 67	-15. 48	-8. 37	-14. 73	53. 47
恒生指数	20264. 49	0. 679711	-12. 66	-16. 37	5. 31	20. 42	80. 91
沪深 300 指数	3686. 79	0. 987100	-5. 08	-6. 52	-2. 46	4. 33	71. 83
美国 SP500 指数	5456. 90	9. 515390	-3. 77	-5. 42	-7. 79	4. 74	52. 67
纳斯达克综合指数	17124. 97	12. 163158	-2. 70	-5. 88	-12. 08	5. 01	58. 16
日经 225 指数	31714. 03	-3. 933501	-11. 22	-14. 02	-19. 92	-20. 26	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	601899. SH	紫金矿业	15. 9200	-0. 1881	无数据	601899. SH	紫金矿业	15. 9200	-0. 1881	无数据
2	300059. SZ	东方财富	20. 5000	4. 0609	无数据	300059. SZ	东方财富	20. 5000	4. 0609	无数据
3	603259. SH	药明康德	51. 2500	-0. 6975	无数据	603259. SH	药明康德	51. 2500	-0. 6975	无数据
4	601318. SH	中国平安	48. 9300	-0. 6699	无数据	601318. SH	中国平安	48. 9300	-0. 6699	无数据
5	002371. SZ	北方华创	460. 0000	6. 7261	无数据	002371. SZ	北方华创	460. 0000	6. 7261	无数据
6	002714. SZ	牧原股份	42. 2000	2. 0556	无数据	600276. SH	恒瑞医药	48. 2200	-0. 9856	无数据
7	000333. SZ	美的集团	69. 6700	-0. 7974	无数据	002714. SZ	牧原股份	42. 2000	2. 0556	无数据

8	300476.SZ	胜宏科技	64.2000	4.8677	无数据	000333.SZ	美的集团	69.6700	-0.7974	无数据
9	002475.SZ	立讯精密	28.6800	-1.1034	无数据	300476.SZ	胜宏科技	64.2000	4.8677	无数据
10	002594.SZ	比亚迪	324.6000	-0.8885	无数据	002594.SZ	比亚迪	324.6000	-0.8885	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	118424.01	1810.HK	小米集团-W	41.9000	0.07712082	775783.33
2	1024.HK	快手-W	46.6000	0.01414581	161931.47	0700.HK	腾讯控股	441.2000	0.00181653	686167.10
3	9992.HK	泡泡玛特	137.6000	0.03380917	172758.66	9988.HK	阿里巴巴-W	103.6000	0.01073171	540596.10
4	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	184941.08	0981.HK	中芯国际	43.2500	0.10472542	468435.25
5	0883.HK	中国海洋石油	15.9400	-0.01239157	204377.16	0883.HK	中国海洋石油	15.9400	-0.01239157	135320.73
6	3690.HK	美团-W	146.4000	0.04125178	281306.62	3690.HK	美团-W	146.4000	0.04125178	125431.62
7	0981.HK	中芯国际	43.2500	0.10472542	573413.38	9992.HK	泡泡玛特	137.6000	0.03380917	108205.30
8	1810.HK	小米集团-W	41.9000	0.07712082	864158.28	1024.HK	快手-W	46.6000	0.01414581	108058.07
9	9988.HK	阿里巴巴-W	103.6000	0.01073171	914569.79	9868.HK	小鹏汽车-W	68.2000	0.01262064	59063.62
10	0700.HK	腾讯控股	441.2000	0.00181653	970615.05	0941.HK	中国移动	79.0000	0.00445010	41093.59

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032