

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-03

宏观策略

2025 年 04 月 03 日

宏观点评 20250331: 经济修复的三个特点——3 月 PMI 数据点评

3 月 PMI 来看, 经济有 3 个特点, 一是春节带来开工前置, 3 月 PMI 环比并不强; 二是制造业需求修复情况好于供给; 三是居民生活服务消费仍然较弱。

首先, 由于开工节奏随着春节前置到 2 月, 3 月 PMI 环比略低于历史同期。3 月制造业 PMI 环比增速+0.3%略低于 2013-2025 历史同期平均+0.6%, 这是因为经济修复节奏随着春节前置。从历史数据来看, 春节的阳历日期越早, 3 月制造业 PMI 环比越低。今年春节是 1 月 29 日, 2 月上旬就启动开工, 处于历史偏早时期, 3 月进一步扩大开工的动能相对有限。

其次, 3 月制造业需求修复情况好于供给。3 月制造业新订单指数环比提高 0.7 个点至 51.8%, 而生产指数环比回升 0.1 个点至 52.6%, 需求的环比增速高于供给。一方面, 这是因为春节较早、制造业生产复工前置到 2 月, 2 月生产指数环比+2.7%, 3 月生产修复就没有那么强。另一方面, 出口、商品消费、设备更新等需求仍然强劲。

最后, 居民生活服务消费仍然较弱。尽管服务业 PMI 环比回升 0.3 个点至 50.3%, 但是景气度较高的主要是生产型服务业, 生活型服务业仍然偏弱。国家统计局指出“随着春节效应逐步消退, 与居民消费相关的餐饮、生态保护及公共设施管理、文化体育娱乐等行业商务活动指数有所回落”。

往后看, 一季度开门红之后, 二季度出口、房地产等经济压力可能加大, 年中可能需要宏观政策进一步加码。过去几年, 制造业 PMI 衡量的经济景气度都是在 Q1 达到顶点, Q2 开始回落。如 2023 年 2 月和 2024 年 3 月制造业 PMI 分别达到 52.6%和 50.8%的高点, 随后分别在 6 月和 8 月回落至 49%和 49.1%的低点。今年可能面临同样的压力, 一方面, 关税加码带来的出口回落尚未兑现, 二季度出口压力可能会加大; 另一方面, 房地产市场在去年 Q4 达到高点后, 目前仍处在环比回落的趋势中。而 3 月两会到 4 月政治局会议期间, 处于宏观政策落地窗口期, 增量政策需要等待两个条件, 一是经济基本面的变化, 二是 4 月和 7 月两次政治局会议。3 月 23 日, 国务院总理李强在中国发展高层论坛也指出“必要时推出新的增量政策, 为经济持续向好、平稳运行提供有力支撑”。

风险提示: 房地产市场走弱; 出口下行; 以旧换新政策后续不及预期的风险。

宏观深度报告 20250331: 如何推动居民收入上涨——海外经验与我国应对

我国居民增收的四个方向: (1) 推进城乡融合发展, 缩小城乡居民收入差距; (2) 助力中小企业发展, 整治内卷式竞争; (3) 完善收入分配制度, 更好发挥国企在收入分配中的作用; (4) 推动养老保险改革, 完善社会保障体系。

宏观量化经济指数周报 20250330: MLF 招标方式转变或缓解银行净息差压力

总量操作还将是“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况, 择机降准降息”

海外周报 20250330: 海外分析师大幅下调美国经济增长预期

核心观点: 本周公布的美国经济数据延续偏弱, 再度逊于预期的 2 月居

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

民消费数据令市场对美国经济增长的担忧升温，引致美债利率、美股和美元大跌。最新公布的彭博海外分析师调查大幅下修今年各季度美国增长预期，小幅上调通胀预期，并维持年内首次降息在 25Q3 不变。向前看，我们认为在关税不确定性冲击和紧财政预期影响下，二季度美国经济面临的下行风险较大，但在幅度上仍是“退而不衰”；下半年以减税为代表的财政宽松预期料再度支撑增长预期回升。下周关注 3 月美国非农就业以及 4 月 1 日、4 月 2 日美国优先贸易政策阶段性报告和“对等关税”实施细则，密集的经济数据和关税政策料加剧短期市场波动。

固收金工

固收深度报告 20250402：稳健的固收名将——华商基金张永志先生产品投资价值分析

基金秉承稳健均衡的投资策略，注重大类资产的动态配置，通过深入分析股票、债券及可转换债券等不同资产的风险收益特征，灵活调整组合权重，在三大类资产间构建科学均衡的配置结构，力求在控制波动的基础上获取长期可持续的绝对收益。

行业

推荐个股及其他点评

越疆（02432.HK）：协作机器人龙头企业，切入具身智能赛道焕新机

盈利预测与投资评级：公司协作机器人领域龙头地位稳固，前瞻布局人形机器人打造第二增长曲线。我们预测公司 2025-2027 年营业收入为 4.96/6.73/8.97 亿元，当前股价对应 PS 分别为 46/34/25 倍，首次覆盖给予“增持”评级。风险提示：协作机器人需求不及预期，人形机器人技术进展不及预期，宏观经济风险。

盈康生命（300143）：2024 年报点评：医院板块平稳增长，器械板块国际化实现突破

盈利预测与投资评级：考虑到当前行业环境仍然较为严峻，公司旗下医院正在消化政策影响、及收并购项目的摊销费用等，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预期从 1.92/2.32 亿元下调至 1.16/1.74 亿元，预计 2027 年为 2.15 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 67/45/36 倍。维持“买入”评级。风险提示：行业政策不确定性风险，医院盈利爬坡不及预期的风险。

方正证券（601901）：2024 年年报点评：财富管理业务表现亮眼，投资收益同比下滑

盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年经营情况，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 23.80/25.22/26.63 亿元，对应同比增速分别为 7.83%/5.97%/5.56%，对应 EPS 分别为 0.09/0.09/0.10 元/股，当前市值对应 PB 估值分别为 1.21x/1.14x/1.07x。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，首次覆盖给予“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。

黑芝麻智能（02533.HK）：2024 年业绩点评：智驾进展顺利，期待新客户、新应用场景突破

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩。2024 年公司实现收入 4.7 亿元，同比+52%；毛利率同比+16pct 至 41%；经调整净利润-13.0 亿元，较

去年亏损金额同比+4%。公司业绩符合我们预期。自动驾驶业务高增，多款芯片均有进展。2024 年公司自动驾驶业务收入同比+52%至 4.7 亿元，毛利率同比+16pct 至 37%，主要为定制化自动驾驶算法比例增加。芯片交付层面，A1000 芯片在吉利、东风、比亚迪等车企量产交付；C1200（跨域融合芯片）单片覆盖座舱、智驾、泊车、车身控制等功能，获得 2 家自主 OEM 定点。公司已发布 A2000 高算力芯片，支持 VLM/VLA 端到端大模型，覆盖城市 NOA 到全无人驾驶的多层级场景。目前公司正与 Tier1 合作开发方案，预计今年完成实车功能部署。深化头部车企合作，加速全球化布局。客户方面，公司主攻新能源头部车企并延伸至燃油车头部车企。公司与吉利旗下亿咖通合作，为吉利千里浩瀚平台提供解决方案，相关技术将应用于银河系列等多款车型；搭载 A1000 的领克 08EM-P、领克 07EM-P 等车型已实现量产交付；获一汽新平台定点，预计今年量产；C1200 合作东风，实现高速 NOA 的舱驾一体量产；与比亚迪保持 A1000 合作，有望拓展更多车型、下一代芯片量产。应用场景持续丰富，机器人相关产品有望 25 年出货。产品拓展非乘用车场景，公司 Patronus 2.0 系统落地环卫车、重卡，AEB、盲区检测功能规模化。车路云一体化于成都、天津等试点项目交付，支持 L4 无人驾驶与智能网联。具身应用突破，公司计划与头部企业合作开发基于 A2000 的具身智能软硬件解决方案，支持自然语言对话和任务代码生成；C1200 芯片可用于运动控制，目前公司已与傅里叶达成合作，为其灵巧手提供算力支持。盈利预测与投资评级：我们认为公司继续深化与头部车企合作，推动新品 C1200、A2000 芯片在机器人、工业领域规模化落地，以核心 IP 构建技术护城河，出货量有望持续提升。考虑到新定点车型需要爬坡至稳态销售，我们将公司 2025/2026 年预期收入从 12.1/19.2 亿元调整至 8.8/14.3 亿元，并预测公司 2027 年收入为 19.2 亿元，2025 年 4 月 1 日收盘对应 PS 分别为 14.9/9.21/6.87，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，研发投入与回报的不确定性，供应链风险。

好孩子国际（01086.HK）：2024 年业绩点评：高端品牌 Cybex 加速发展，重启分红

事件：3 月 26 日，好孩子国际发布 2024 年度业绩，2023 年公司实现营业总收入 87.66 亿港元，同比+10.6%；实现归母净利润 3.56 亿港元，同比+74.9%，落在预告区间中值。高端品牌 Cybex 出海加速，利润高增 71%：2024 全年营收达 87.7 亿元港币，yoy+10.6%；其中 2024H2 营收 42.9 亿元，yoy+13.4%，较 H1 的 7.7%有明显提速。主要驱动为高端品牌 Cybex 的加速发展（H1 同增 18.9%，H2 同增 22.1%，全年占营收比重 51%）。2024 全年归母利润为 3.6 亿元，落在预告区间中值。归母净利率为 4.1%，同比提升 1.5pct。毛利率改善带动净利率提升：2024 全年毛利率 51.4%，同比改善 1.3pct；销售费用率 28.0%，同比改善 0.6pct；管理费用 12.8%，同比增加 0.8pct；研发费用率 4.9%，同比增加 0.1%。毛利率和销售费用率改善是净利率提升的主要贡献项。时隔六年重启分红，分红率 33%，股息率 4.5%：自 2018 年起至 2023 年公司停止分红，此次年报宣布派息每股 0.07HKD，对应 3 月 26 日收盘价股息率 4.5%。随后续 Cybex 品牌继续全球拓展，gb 品牌转型内地业务止血，财务费用继续优化，公司业绩有望进一步增长。盈利预测与投资评级：好孩子国际作为儿童耐用品行业龙头，多元品牌覆盖全球家庭婴童用品需求。随高端品牌 Cybex 的全球发展，公司盈利能力有望进一步爬升。新增 2027

年盈利预期，2025-2027 年好孩子国际归母净利润分别为 4.5/5.3/5.9 亿港元（2024/2025 年前值为 2.7/3.1 亿港元），对应 PE 估值为 5/4/4 倍，上调至“买入”评级。

普源精电 (688337): 2024 年报点评: 业绩基本符合预期, Q3 起营收拐点明显

盈利预测与投资评级: 我们基本维持公司 2025-2026 年归母净利润预测 1.3/1.8 亿元, 新增 2027 年归母净利润预测 2.4 亿元, 当前市值对应 PE 49/36/27X, 维持“增持”评级。 风险提示: 宏观经济波动、地缘政治冲突、新品推出不及预期等

欧普康视 (300595): 2024 年年报点评: 业绩短期承压, 期待巩膜镜贡献增量

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年报, 2024FY 实现营收 18.14 亿元 (+4.40%, 括号内为同比增速, 下同), 归母净利润 5.72 亿元 (-14.16%)。2024Q4 单季度实现营收 3.83 亿元 (-8.38%), 归母净利润 0.50 亿元 (-61.38%), 受宏观经济影响, 业绩略低于我们预期。 受宏观经济影响, 公司主业短期承压: 1) 硬性接触镜类产品的销售主要来自主营产品角膜塑形镜, 2024 年总销售收入下降 6.73%。公司在 2024 年内延续了 2023 年的应对策略, 采取了增加各区域销售和技术支持人员、出台促销政策、推出特色产品和套餐优惠等多种方式, 对稳定硬镜的销售收入起了有效的作用。2) 护理产品: 公司在 2024 年内同样延续了 2023 年的策略, 大力推广促销自产护理品, 虽然购镜片送护理品和自产护理品促销等活动导致护理品总销售收入小幅下降 2.18%, 但自产护理品的占比持续提升, 毛利率也继续提高, 盈利性增强。3) 框架镜等其他视光产品及技术服务收入 2024 年继续较快增长, 同比增长 32.65%, 主要是功能性框架镜等非硬镜产品收入以及非医疗机构技术服务收入增长。4) 非视光类产品收入同比下降 15.69%, 主要是并表子公司的医疗器械和耗材的经销收入的下降所致。5) 医疗服务 2024 年同比增长 20.26%, 主要来自于控股医院医疗收入的增长。 巩膜镜有望贡献增量, 加强公司竞争力: 2024 年, 公司硬性接触镜类产品中另一个重要品种硬性巩膜镜逐步进入市场, 硬性巩膜镜是发达国家中应用较为广泛的一款视光产品。 盈利预测与投资评级: 考虑行业整体增速情况, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润从 8.11/9.43 亿元下调至 6.46/6.94 亿元, 并预测 2027 年归母净利润为 7.88 亿元; 2025-2027 年对应当前股价 PE 分别为 22/21/18x。我们长期看好公司主业稳健增长, 维持“增持”评级。 风险提示: 宏观经济恢复不及预期, 市场竞争加剧等风险。

绿城管理控股 (09979.HK): 2024 年业绩公告点评: 行业竞争致利润下降, 龙头地位进一步稳固

盈利预测与投资评级: 公司进一步夯实代建龙头领先地位, 但受到行业周期波动及自身业务结构调整影响, 业绩短期承压。我们下调公司 2025/2026 年归母净利润为 8.2/8.7 亿元 (原值为 15.4/18.9 亿元), 预测 2027 年归母净利润为 9.3 亿元, 对应的 EPS 为 0.41 元/0.44 元/0.46 元, 对应的 PE 分别为 6.7X/6.3X/5.9X, 公司作为国内代建头部企业, 具备综合竞争优势, 有望率先受益于房地产市场筑底企稳, 且具备派息优势, 维持“买入”评级。 风险提示: 代建行业竞争加剧, 房地产市场下行影响项目开工及交付, 委托方及供应商风险。

华阳集团 (002906): 2024 年业绩点评: 客户放量驱动量利齐增, 业绩稳

健兑现

盈利预测与投资评级：由于公司订单释放节奏超预期，我们上调公司 2025-2026 年营收预测为 127.0/155.6 元（原为 121.7/143.9 亿元），预计 2027 年营业收入为 187.1 亿元，同比分别+25%/+23%/+20%；基本维持 2025-2026 年归母净利润预测为 9.0/11.3 亿元，预计 2027 年归母净利润为 14.0 亿元，同比分别+38%/+26%/+24%，对应 PE 分别为 21/16/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：汽车下游需求不达预期，市场竞争加剧风险。

宇通客车（600066）：2024 年报点评：出口加速，业绩高增

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025~2026 年营业收入预测为 429/499 亿元，预计 2027 年营业收入为 567 亿元，同比+15%/+16%/+14%，维持 2025~2026 年归母净利润预测为 46.3/55.5 亿元，预计 2027 年归母净利润为 67.5 亿元，同比+12%/+20%/+22%，对应 PE 为 13/10/9 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。

道通科技（688208）：2024 年报点评：业绩同比高增，AI 全面赋能业务

投资要点 段落提要：公司发布 2024 年业绩，2024 年公司实现收入 39.3 亿元，同比+20.9%；归母净利润 6.4 亿元，同比+257.6%；扣非归母净利润 5.4 亿元，同比+47.4%。2024Q4 公司实现营业收入 11.3 亿元，同比+6.3%，环比+17.2%；归母净利润 1.0 亿元，同比扭亏，环比-35.6%；扣非归母净利润 1.0 亿元，同比-1.9%，环比-37.1%。AI 机器人积极推进能源、交通等领域应用落地 公司道通 AI 智算中心、道通具身智能实验室落地，基础设施建设筑底，持续推进并不断优化团队实力、解决方案、客户拓展、生态建设等方面的布局和能力，同时积极推进以巡检垂域大模型为核心的空地一体解决方案在能源、交通等领域的应用落地，为公司的未来发展蓄势聚力，有望导入中石油区域油田、河北高速、南网科技、国网智能等潜在客户，积极推进能源、交通等领域应用落地。数智维修压舱石稳固，AI 赋能提升市占率 2024 年数智维修收入同比+13.9%至 30.2 亿元，毛利率同比+0.94pct 至 60.6%。其中，汽车综合诊断/TPMS/ADAS 智能检测标定/软件升级服务分别同比-1.5%/+32.6%/+27.0%/+24.2%至 12.7/7.1/3.9/4.5 亿元。TPMS 产品受益于各国强制安装法规要求带来的替换需求；ADAS 产品受益于汽车智能化程度提升。公司长期深耕北美、欧洲为主的海外汽车后市场，持续巩固技术实力、产品竞争力、市场占有率等方面优势，行业地位稳固。24 年公司全面推进数智维修业务 AI Agents 化，自主开发汽车诊断行业大模型，实现 AI 语音助手、AI 车辆外观损伤识别等功能，AI 赋能逐步提高市场占有率，目前公司以 32.7%的全球市占率超越博世、实耐宝等传统巨头。数智能源海外多点突破，打造一站式解决方案 2024 年数智能源收入同比+53.0%至 8.7 亿元，毛利率同比+3.62pct 至 37.27%。24 年公司于北美市场签约多家全球头部客户；欧洲市场覆盖荷兰、英、法、德、北欧等成熟市场，加速拓展南欧、东欧，成功签约多家全球及区域级大客户，与多家国际知名能源公司建立战略合作伙伴关系；亚太地区在澳洲、日本、新加坡等成熟市场取得进展，加速拓展泰国、马来西亚、越南等新兴市场，与顶级车企及东南亚公共事业单位等战略客户的合作项目陆续落地。公司自主研发数智能源行业大模型，打造

赛力斯（601127）：2024 年报点评：品牌持续向上，M8 上市在即

盈利预测与投资评级: 由于公司减值事项超我们预期, 谨慎原则下我们下调公司 2025/2026 年归母净利润预期至 96/142 亿元(原为 110/159 亿元), 我们预测 2027 年公司归母净利润为 185 亿元, 对应 PE 为 21/14/11x。问界品牌锚定高端, 品牌势能继续向上。维持公司“买入”评级。 风险提示: 新平台车型推进不及预期等。

四方股份 (601126): 2024 年年报点评: 发展兼顾成长与回报, 业绩符合市场预期

事件: 公司 24 年营收 69.5 亿元, 同比+21%, 归母净利润 7.2 亿元, 同比+14%, 毛利率 32.3%, 同比-2.1pct, 归母净利率 10.3%, 同比-0.6pct; 其中 24Q4 营收 18.6 亿元, 同比+22.7%, 归母净利润 1.1 亿元, 同比+0.6%, 毛利率 28.6%, 同比-0.7pct, 归母净利率 5.7%, 同比-1.3pct。24 年拟分红 6 亿元, 业绩符合市场预期。 公司电网自动化板块实现营收 33.09 亿元, 同比+13%, 毛利率 41.54%, 同比-0.35pct。1) 主网侧, 公司市场地位保持稳固, 24 年国网保护/监控招标量同比+15%/16%, 公司中标份额为 14%, 排名名列前茅。我们认为随着国网启动大规模老旧设备更新, 新建+更新需求驱动二次设备招标量稳增, 智能运检等新产品贡献新增量, 公司主网二次有望维持 10-15%稳定增长。2) 配电侧, 我们预计 25 年配电投资加速, 一二次融合开关等关键设备区域化集采为公司提高国网市场份额带来机遇, 随着湖州配电产能建成投产, 我们认为公司配电业务有望进入加速发展阶段。 公司电厂及工业自动化板块实现营收 31.22 亿元, 同比+25%, 毛利率 25.48%, 同比-2.06pct。1) 发电侧, 公司一二次集成能力+电力电子储备深厚, 新能源侧聚集海上风电+风光大基地, 确保电源侧业务有望维持 20%以上增长, SVG 实现印度、菲律宾、印尼等海外市场突破, 储能收入同比超 50%增长。2) 用电侧, 公司积极拓展数据中心市场, 深度参与甘肃“东数西算”大数据产业园项目、世纪互联太仓大数据产业园等项目, 积累客户及行业需求, 我们认为公司凭借在电力电子领域的技术与产品积累, 未来有望参与数据中心 HVDC/SST 甚至全系统供电解决方案等产品或服务需求, 成为公司重要的发展增量。 公司 24 年期间费用 14.3 亿元, 同比+14.9%, 费用率 20.5%, 同比-1.1pct, 其中研发费用率为 9.4%, 同比持平, 研发端维持高强度投入。24 年经营性净现金流 12.5 亿元, 同比+1.7%, 24 年末合同负债 16.83 亿元, 同比+21%, 在手订单充沛。24 年资产+信用减值 0.86 亿元, 有望在 25 年冲回对利润形成补充。 盈利预测与投资评级: 我们上修公司 25-26 年盈利预测分别为 8.85/10.55 亿元, 预计 27 年归母净利润为 12.38 亿元, 维持“买入”评级。 风险提示: 电网投资不及预期, 网外业务拓展不及预期

三峰环境 (601827): 2024 年报点评: 经营性业绩稳健增长, 海外设备订单持续突破

盈利预测与投资评级: 公司固废运营提效&设备出海加速, 现金流价值被低估, 分红提升潜力大。由于 EPC 建造下滑及减值计提增加, 我们将 2025-2026 年归母净利润从 13.59/14.98 亿元下调至 12.64/13.50 亿元, 新增 2027 年归母净利润预测为 14.23 亿元, 同比+8%/7%/5%, 对应 PE 为 11/11/10 倍, 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。

伟星股份 (002003): 2024 年报点评: 24 年业绩如期亮丽, 看好长期可持续增长

盈利预测与投资评级: 2024 年 3 月越南工厂建成投产, 尚处验厂和打样

阶段，公司预计 2025 年起越南工厂有望贡献业绩。考虑到 2025 年国内市场服装品牌预期审慎，海外市场方面存在中美关税政策的不确定性，公司将 2025 年收入目标制定为 50 亿元，净利润目标制定为 7.5 亿元。我们将 25-26 年归母净利润预测值从 8.03/9.19 亿元下调至 7.54/8.41 亿元，增加 27 年预测值 9.35 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 19/17/15X。长期看，公司的国际化+智能制造战略有望引领公司持续健康增长，维持“买入”评级。风险提示：下游需求低迷，关税政策变动。

中航西飞（000768）：2024 年报点评：紧抓国内民机产业发展机遇，公司业绩显著提升

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到公司业务处于波动期，我们下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 11.39/13.39 亿元，前值 14.46/17.57 亿元，新增 2027 年预期 16.04 亿元，对应 PE 分别为 59/50/42 倍，但考虑到公司在大飞机行业的领先地位，因此维持“买入”评级。风险提示：1）宏观经济发展的风险；2）生产运营风险；3）军品业务波动风险；4）新型号装备研制不达预期风险。

宏观策略

宏观点评 20250331：经济修复的三个特点——3月PMI数据点评

数据：3月制造业PMI为50.5%，比上月上升0.3个百分点；服务业PMI为50.3%，比上月回升0.3个百分点；建筑业PMI为53.4%，比上月上升0.7个百分点。三大行业都处于扩张区间，并且环比景气均在改善，整体景气水平较好，再次确认一季度经济开门红。核心观点：从3月PMI来看，经济有3个特点，一是春节带来开工前置，3月PMI环比并不强；二是制造业需求修复情况好于供给；三是居民生活服务消费仍然较弱。首先，由于开工节奏随着春节前置到2月，3月PMI环比略低于历史同期。3月制造业PMI环比增速+0.3%略低于2013-2025历史同期平均+0.6%，这是因为经济修复节奏随着春节前置。从历史数据来看，春节的阳历日期越早，3月制造业PMI环比越低。今年春节是1月29日，2月上旬就启动开工，处于历史偏早时期，3月进一步扩大开工的动能相对有限。其次，3月制造业需求修复情况好于供给。3月制造业新订单指数环比提高0.7个百分点至51.8%，而生产指数环比回升0.1个百分点至52.6%，需求的环比增速高于供给。一方面，这是因为春节较早、制造业生产复工前置到2月，2月生产指数环比+2.7%，3月生产修复就没有那么强。另一方面，出口、商品消费、设备更新等需求仍然强劲。最后，居民生活服务消费仍然较弱。尽管服务业PMI环比回升0.3个百分点至50.3%，但是景气度较高的主要是生产型服务业，生活型服务业仍然偏弱。国家统计局指出“随着春节效应逐步消退，与居民消费相关的餐饮、生态保护及公共设施管理、文化体育娱乐等行业商务活动指数有所回落”。往后看，一季度开门红之后，二季度出口、房地产等经济压力可能加大，年中可能需要宏观政策进一步加码。过去几年，制造业PMI衡量的经济景气度都是在Q1达到顶点，Q2开始回落。如2023年2月和2024年3月制造业PMI分别达到52.6%和50.8%的高点，随后分别在6月和8月回落至49%和49.1%的低点。今年可能面临同样的压力，一方面，关税加码带来的出口回落尚未兑现，二季度出口压力可能会加大；另一方面，房地产市场在去年Q4达到高点后，目前仍处在环比回落的趋势中。而3月两会到4月政治局会议期间，处于宏观政策落地窗口期，增量政策需要等待两个条件，一是经济基本面的变化，二是4月和7月两次政治局会议。3月23日，国务院总理李强在中国发展高层论坛也指出“必要时推出新的增量政策，为经济持续向好、平稳运行提供有力支撑”。3月PMI反映出的其他经济信号如下：出口订单环比改善。3月制造业出口订单指数环比回升0.4个百分点至49%，关税加码带来的出口压力尚未明显显现。从高频数据来看，截至3月23日，周均港口集装箱吞吐量为598万箱，比去年3月同期增长11%。小型企业景气度大幅回升。3月大型企业PMI为51.2%，比上月下降1.3个百分点，仍高于临界点。中、小型企业PMI分别为49.9%和49.6%，比上月上升0.7和3.3个百分点。分行业来看，装备制造业是主要驱动，反映出设备更新的影响，消费品制造业小幅改善。3月装备制造业、高技术制造业和消费品行业PMI分别为52.0%、52.3%和50.0%，比上月上升1.2、1.4和0.1个百分点，景气水平连续两个月回升；高耗能行业PMI为49.3%，比上月下降0.5个百分点。物价压力仍然较大。3月制造业PMI主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为49.8%和47.9%，比上月下降1.0和0.6个百分点，意味着3月PPI环比可能仍为负，物价压力仍然较大。根据国家统计局解

读, 3月工业价格主要体现在石油、煤炭、钢铁等行业。建筑业 PMI 季节性回升。受气候转暖, 各地建设项目加快推进等因素影响, 建筑业商务活动指数继续回升, 为 53.4%, 比上月上升 0.7 个百分点。但也要注意, 受到房地产建筑施工的影响, 建筑业 PMI 中枢水平下降的趋势仍未改变, 今年 3 月 53.4% 的水平是有数据以来的历史同期最低值。风险提示: 房地产市场走弱; 出口下行; 以旧换新政策后续不及预期的风险。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 占烁)

宏观深度报告 20250331: 如何推动居民收入上涨——海外经验与我国应对

收入增长较慢是我国消费增长长期动能减弱的重要原因。我国居民消费率相较于发达国家仍偏低, 缺口主要体现在服务消费。截至 2023 年, 我国居民消费率录得 39.6%, 与美国和日本等以消费需求拉动经济增长的经济体有较大差距。从结构来看, 我国消费率的缺口主要体现在服务消费, 以美国为例, 2023 年美国居民商品消费占 GDP 比重约为 23.1%, 高于我国 1.4 个百分点, 而美国居民服务消费 GDP 比重约为 45.8%, 高于我国 27.9 个百分点。而消费率偏低的原因可解释为居民边际消费倾向较低以及国民收入分配中居民收入占 GDP 比重较低; 城乡收入差距过大也是制约消费动能回升的重要原因之一。截至 2024 年, 我国城乡收入比约为 2.39, 尽管自 2007 年以来持续回落, 但仍显著高于发达国家同期水平。且从贫富差距来看, 农村居民前 20% 高收入户与后 20% 低收入户的收入比要显著高于城镇居民, 指向农村居民收入更不均衡。海外经验: 日本国民收入倍增计划。出台背景是经济高速增长下出现了经济结构方面以及社会发展方面的问题: 其一, 日本经济总量的增长并没有带动工资水平的提升。1956-1960 年, 日本人均 GDP 年均复合增速录得 12.8%, 而人均劳动报酬年均复合增速仅为 7.1%, 截至 1960 年日本制造业工资水平不及美国的九分之一; 其二, 受工资增长缓慢、收入分配不均衡等因素影响, 日本消费增长动能较弱, 经济增长过于依赖投资。1956 年-1960 年间, 日本私人部门消费支出年均复合增速录得 8.5%, 远低于私人设备投资年均复合增速的 44.4%, 经济增长动能主要由私人设备投资贡献; 其三, 受投资过热以及期间 1957 年-1958 年世界经济危机的影响, 日本国内出现了产能过剩, 失业率有所提升, 物价水平也受到了一定压制。1957 年 12 月日本完全失业者为 49 万人, 到 1958 年 3 月增加到 92 万人, 累计增加了 87.8%, 失业率也从 1957 年的低点 1.9% 提升到了 1959 年的 2.2%。而投资过热下的产能过剩以及消费需求的不足使得期间日本物价水平也受到了一定压制。国民收入倍增计划对于提升居民收入的关键举措在于两个方面: 一是通过改革收入分配体系举措缩小贫富差距; 二是通过构建全面的社会福利保障体系有效提升了低收入群体的收入水平。我国居民增收的四个方向: 推进城乡融合发展, 缩小城乡居民收入差距: 一方面, 应继续推动城乡二元结构向一体化推进。使农村户籍人口在教育、住房、就业等方面享受与城镇户口相同的待遇, 进而提升农村居民的收入水平, 同时也有助于促进劳动力的自由流动, 优化资源配置, 提升生产效率; 另一方面, 补贴政策由价格端逐步向收入端引导。可借鉴日本提升农产品收购价格以及对农村人口进行多维度补贴的相关举措, 在完善农产品最低收购价格政策的同时, 对从事农产品种植的农村家庭进行收入补贴, 将政策由价格端逐步向收入端引导。助力中小企业发展, 整治内卷式竞争。其一, 切实解决针对中小企业的拖欠款问题。完善关于中小企业拖欠款相关立法的同时, 成立专门相关监管机构, 协同国家发改委、市场监管总

局等部门进行联合治理，同时监管部门应在事前引导大企业与中小企业间开展规范的委托交易，切实保障中小企业的收入得到合理兑现；其二，缓解初创企业融资渠道单一、融资难的问题。应加大对科创型初创企业的支持力度，适当扩大对符合未来科技发展方向、顺应新质生产力发展要求的初创企业的补贴范围，同时引导包含社保基金在内的中长期耐心资本以股权投资等多种形式助力初创企业发展，缓解初创企业融资渠道单一，融资难的问题；其三，整治内卷式竞争，改善企业收入和盈利。一方面，过往对于行业的补贴往往集中于生产端，使得行业产能过度扩张，后续针对行业补贴政策可考虑转向消费端，既有利于扩大市场需求，又有助于限制产能无序扩张，实现企业增收；另一方面，可进一步出台支持政策引导企业出海，将产业链布局于“一带一路”等合作区域，推进我国高水平对外开放的同时带来企业海外收入的提升。完善收入分配制度，更好发挥国企在收入分配中的作用。一方面，要更好地发挥国有企业在收入分配中的作用。首先，可阶段性提高国企利润上缴比重，将超额上缴利润用于稳就业、保民生等公共服务领域。其次，可适当提高央企国企员工持股计划的覆盖比例，让更多基层劳动者可以获得长期激励。最后，可进一步提升央企国企分红力度，进而增加居民财产性收入；另一方面，要持续深化税制改革，发挥税收对收入再分配的作用。首先，可扩大对个体工商户、小微企业等税收优惠的减免范围。其次，可适当提高个税起征点，考虑将夫妻双方以家庭为单位进行合并计税，减轻低收入者和家庭单位的税收压力。最后，可加快制定遗产税、赠与税、房产税等税种的征收范围等细则，对高收入群体进行收入调节。推动养老保险改革，完善社会保障体系 其一，在养老保险改革方面：首先，应加快推动灵活就业以及新业态用工等群体的入保工作，提高养老保险的覆盖率。其次，应通过专项补贴等支持方式提高城乡基本养老保险的缴纳标准，缩小其与城镇职工养老保险的差距。最后，应加快推动第三支柱养老保险发展，通过丰富个人养老金投资范围等提升其收益率，吸纳更多居民进行缴存；其二，在失业保险改革方面：一方面，应适当降低领取失业保险金的门槛，同时扩大失业保险金的覆盖和领取范围，确保让更多失业人口可以领取到失业保险金。另一方面，应适度提升包括大龄失业者等在内的重点失业群体的失业保险支持力度，探索适合大龄失业者的灵活就业模式；其三，在重点群体生活保障方面：一方面，应建立健全生育补贴制度，扩大生育补贴适用范围，将生育补贴政策由鼓励二孩三孩扩大到初婚初育，同时适度放宽补贴申请条件，将非户籍地的常住人口纳入补贴范围；另一方面，应进一步完善城市居民最低生活保障制度，适度提高低保救助标准和补助水平，同时确保所有符合条件的弱势群体能够被纳入保障范围。风险提示：（1）日本国民收入倍增计划出台时间较早，且出台背景与我国当下经济环境有较大差异；（2）服务消费相关统计制度尚不完善，现有分析可能低估我国服务消费水平，且社零对服务消费的体现并不显著；（3）居民增收需要多方面政策协同推进，且对消费动能的提升作用体现在中长期，短期政策不确定性较高，可能会对社零走势造成扰动。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌）

宏观量化经济指数周报 20250330: MLF 招标方式转变或缓解银行净息差压力

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 3 月 30 日，本周 ECI 供给指数为 50.38%，较上周回升 0.03 个百分点；ECI 需求指数为 49.92%，较上周回落 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数

为 49.96%，较上周回落 0.01 个百分点；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%，较上周持平。月度 ECI 指数：从 3 月整月的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.38%，较 2 月回升 0.10 个百分点；ECI 需求指数为 49.94%，较 2 月回升 0.05 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.99%，较 2 月回升 0.05 个百分点；ECI 消费指数为 49.70%，较 2 月回升 0.09 百分点；ECI 出口指数为 50.32%，较 2 月回升 0.04 个百分点。从 ECI 指数来看，3 月份供需两端高频数据较去年同期均有一定回暖，结合 1-2 月的经济数据来看，一季度经济有望录得开门红，而在结构上则仍呈现供给端优于需求端的格局，后续经济的延续企稳需要消费和地产的持续发力，同时也要警惕二季度出口端可能对经济增长带来的拖累。地产方面，3 月末“小阳春”成色略显不足，截至 3 月份前 29 天，30 大中城市商品房成交面积录得 786.7 万平方米，较去年同期回落 2.1%，而近一周成交面积同比降幅则扩大到了 17.1%，结构上二手房销售仍优于新房；出口方面，上周监测港口累计完成货物吞吐量 26540.4 万吨，录得去年 12 月以来新高，而上海集装箱出口运价指数也年内首次环比回暖，一方面是由于近期全球需求的回暖，另一方面则指向下周美国加征对等关税前“抢出口”需求的提升，预计 3 月份出口增速将出现明显反弹，二季度出口则面临一定下行压力。ELI 指数：截至 2025 年 3 月 30 日，本周 ELI 指数为 -0.98%，较上周回落 0.75 个百分点。MLF 招投标改革不是“降息”。2024 年 6 月份以来，货币政策渐进优化调整流动性调节方式，首先搭建起“公开市场操作调节短期、买断式逆回购调节中短期、MLF 等结构工具调节中期、降准调节长期、国债买卖作为有效补充”的流动性调节框架，覆盖不同期限、不同层次的流动性供需；其次针对不同工具的特点进行优化调整，本周人民银行对 MLF 和逆回购操作分别做出了操作细节的改革。（1）MLF 等结构性工具淡化政策利率色彩、凸显流动性调控的功能，3 月起 MLF 采用固定数量、利率招标、多重价位中标的方式操作，自此 MLF 招投标和买断式逆回购相同，MLF 招标方式转变意味着 MLF 资金将按照中标利率的高低排序进行投放，能够满足不同银行的差异化资金需求，并且相比固定利率，多重中标利率更贴近银行市场化融资利率，假设当前 MLF 的 4 万亿余额均在年内等量续作，且 MLF 中标利率采用同业存单利率均值 1.90% 计价，那么 10bps 左右的利率将为银行节省利息支出大约 40 亿元，有利于降低银行负债成本、缓解净息差压力，但是优化 MLF 投放方式并不是“降息”，而是淡化政策利率色彩，充分发掘流动性需求的变革；（2）公开市场操作方面，本周开始逆回购操作在披露中标量的同时也新增披露投标量，如果投标量显示“市场需求”，中标量显示“供需均衡”，那么当公开市场操作出现“投标量 > 中标量”或“投标量 < 中标量”时，公开市场操作信息将更直观体现流动性调节“紧”或“松”的政策意图，增加公开市场信息披露强化货币政策操作与市场的沟通。流动性投放工具的优化调整与货币政策总量宽松并行不悖，总量操作还将是“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息”。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）

海外周报 20250330：海外分析师大幅下调美国经济增长预期

核心观点：本周公布的美国经济数据延续偏弱，再度逊于预期的 2 月居民消费数据令市场对美国经济增长的担忧升温，引致美债利率、美股和美元大跌。最新公布的彭博海外分析师调查大幅下修今年各季度

美国增长预期，小幅上调通胀预期，并维持年内首次降息在 25Q3 不变。向前看，我们认为在关税不确定性冲击和紧财政预期影响下，二季度美国经济面临的下行风险较大，但在幅度上仍是“退而不衰”；下半年以减税为代表的财政宽松预期料再度支撑增长预期回升。下周关注 3 月美国非农就业以及 4 月 1 日、4 月 2 日美国优先贸易政策阶段性报告和“对等关税”实施细则，密集的经济数据和关税政策料加剧短期市场波动。

大类资产：弱于预期的消费数据叠加关税冲击下，美股难止跌，金价续创新高。前半周，美股迎来暂时性反弹，但周五在不及预期的 2 月 PCE 数据和密歇根大学消费者信心指数终值公布后，美国经济走弱预期再度升温，引致美股、美债利率和美元指数同步大跌，降息预期升温。全周（3 月 24 日至 28 日）来看，10 年美债利率微升 0.3bps 至 4.249%，2 年美债利率降 3.6bps 至 3.912%，美元指数微跌 0.04%；标普 500、纳斯达克指数分别跌 1.53%、2.59%；现货黄金延续上行，全周收涨 2.08%，最新录得 3086 美元/盎司。

海外经济：2 月美国消费数据延续偏弱，分析师和美联储模型大幅下调 25Q1 美国 GDP 增长预期。本周公布的美国企业端数据好于预期，居民消费则延续偏弱：2 月耐用品订单环比+0.9%，预期-1%，前值+3.3%；2 月新屋销售环比+1.8%，预期+3.5%，前值由-10.5%上修至-6.9%；周五公布的 2 月 PCE 居民个人收入环比+0.8%，好于预期的+0.4%；支出环比+0.4%，预期+0.5%，前值由-0.2%下修至-0.3%；实际个人支出环比+0.1%，预期+0.3%，前值由-0.5%下修至-0.6%。再度不及预期的居民消费令市场对美国经济走弱的预期再度升温。增长方面，分析师大幅下修今年美国增长预期。①模型：主要受下修的地产销售和不及预期的 2 月 PCE 消费数据影响，本周亚特兰大 GDPNow 模型将 25Q1 美国 GDP 预测值大幅下修至-2.8%，其中经黄金进口修正过的预期值为-0.5%；而主要受耐用品订单和居民收入数据提振，本周纽约联储 Nowcast 模型将 25Q1 美国 GDP 预测上调至+2.86%。②分析师：根据彭博在 3 月 21-26 日对 85 名分析师的调查问卷，当前分析师一致预期 25Q1-25Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 1.2→1.5→1.7→1.8%，均较上月预测值大幅下修，其中 25Q1 预测值下修 1%；预期未来 1 年美国经济陷入衰退概率 25%，持平前值。通胀方面，分析师小幅上修未来几个季度通胀预期。①分析师：最新分析师一致预期 25Q1-25Q4 美国 CPI 同比增速分别为 2.8→2.8→3.1→3.0%，PCE 同比增速分别为 2.4→2.5→2.7→2.7%，其中，对 2025Q2-2025Q4 的 CPI 和 PCE 预测值上修 0.1%-0.2%不等。②交易员：最新通胀掉期显示，交易员预期 3-4 月 CPI 同比分别为+2.46%、+2.49%，即预期 3-4 月美国通胀有望显著降温。我们预计 3-4 月美国通胀仍能在近期需求降温、油价下行、居住通胀的趋势下行和基数效应下走低，但 5 月以后特朗普减税、关税的通胀效应逐步显现，通胀黏性料再度重现。货币政策方面，分析师维持首次降息在 2025Q3 的预测。①模型：参考分析师对失业率与通胀率的最新预测，我们的泰勒规则指引 25Q2-25Q4 美联储政策利率上限分别为 3.98→4.06→4.18%。②分析师：最新分析师一致预期 25Q2-25Q4 美联储政策利率上限分别为 4.50→4.25→4.00%，即预期下一次降息在 25Q3。从分布来看，预测 25Q2 降息 0 次、1 次的分数分别为 40、28 人。③交易员：最新联邦基金期货模型显示，交易员预期 2025 年 6 月降息概率为 86%，到 12 月累计降息 2.93 次/73bps，相较分析师对年内降息节奏和幅度更为乐观。向前看，4 月初的就业数据和关税料加剧市场波动；中期看，特朗普紧财政预期料贯穿 25Q2，抑制需求预期、冲击美股风险偏好，叠加移民和政府裁员对非农就业的阶段性冲击与通胀的趋势下行，二季度经济走弱预期下，我们预计降息仍

有望前置至 25Q2，全年降息 1-2 次。海外政治：下周关注美国优先贸易政策阶段性报告、对等关税方案落地。下周特朗普 2.0 时代的美国贸易政策实践将陆续浮出水面。根据 1 月 20 日白宫发布的《美国优先贸易政策》备忘录，4 月 1 日，美国贸易代表、商务部和财政部将提交相关贸易领域的审查报告，包括调查美国商品贸易逆差持续巨大的原因及其对国家安全的影响、审查其他国家的不公平贸易行为与补救措施、审查美国贸易协定以“保持互惠互利让步的一般水平”、审查对美国公司的歧视性税收制度和外汇政策等。此外，将提交的报告还包括对有关改变中国永久正常贸易关系地位的立法提案的评估。4 月 2 日，特朗普提出的“对等关税”方案即将落地。根据 2 月 13 日白宫发布的《互惠贸易和关税》备忘录，“对等关税”实施细则关注 4 个领域的“不平等”贸易关系：与美国的关税差异、增值税、非关税贸易壁垒，以及不利于美国的汇率政策。近日，美国财政部长贝森特针对“对等关税”透露了更多细节，包括重点关注对美国贸易逆差贡献最大的 15%，即“dirty 15”，但并未透露具体是哪些国家。而与美国贸易关联度较大的一些国家已经开始向关税“服软”：印度表示若能豁免对等关税，愿意降低对美农产品进口关税；英国财政大臣周四表示，英国正与特朗普团队进行紧急谈判，以避免额外关税的打击；彭博报道欧盟着手制定让步“条款清单”以换取美国取消部分关税。综合来看，由于缺少更多细节，市场对于加征“对等关税”的形式和力度仍存在较大分歧。我们倾向于认为，4 月 2 日“对等关税”的落地是特朗普 2.0 关税政策新阶段的开启而非阶段性的落幕，关税的落地更多是“雷声大、雨点小”；特朗普大概率推出一个具有威慑力的“对等关税”方案，并以此为基础推进与贸易对手方的谈判。今年年内最终实际落地的关税力度料不会太大。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）

固收金工

固收深度报告 20250402：稳健的固收名将——华商基金张永志先生产品投资价值分析

基金经理基本信息 张永志先生，金融学硕士，19 年证券从业经历，其中 3 年证券交易经历，2 年证券研究经历，14 年证券投资经历。2007 年 5 月加入华商基金，是华商基金自主培养的基金经理之一。截至 2024 年末，在管产品数量 8 只，合计管理规模 68.8 亿元。 **投资理念** 基金秉承稳健均衡的投资策略，注重大类资产的动态配置，通过深入分析股票、债券及可转换债券等不同资产的风险收益特征，灵活调整组合权重，在三大类资产间构建科学均衡的配置结构，力求在控制波动的基础上获取长期可持续的绝对收益。 **产品表现**：历史业绩出色，收益稳健 华商稳健双利 A 债券基金历史收益穿越牛熊，不同的市场环境下，超额收益相对二级债基指数均表现优异。回撤修复能力强，净值屡创新高。连续 5 年跑赢指数，牛市稳健，在 2019 年、2020 年、2021 年分别收获 15.37%、10.35%、8.39%；熊市抗跌，2022 年、2023 年相对同类产品超额收益高达 4.82%、3.51%，2024 年收益率保持稳健。华商瑞鑫基金 2019-2021 年表现良好，在 2019 年、2020 年、2021 年较二级债基指数分别收获 12.51%、8.52%、12.08%的超额收益率，2022-2024 年表现稳健，2025 年开年收获 3.64%的超额收益。 资产

配置：宏观审慎预判，积极管理久期与杠杆 华商稳健双利 A 债券基金在资产配置层面采取"主次结合、动态调节"的运作策略；华商瑞鑫定期开放基金现阶段以利率债为盾、择机增强收益的策略清晰。 债券配置：采取积极的久期管理策略，杠杆率水平灵活 华商稳健双利 A 债券基金以配置信用债和利率债为主。信用债投资以债项评级 AAA 为主信用债为重头；利率债中主要持有国债和政策性金融债。华商瑞鑫定期开放基金配置以可转债为主。 权益配置：关注行业灵活调整，盈利能力向好 华商稳健双利 A 债券基金长期偏好材料、日常消费、工业等板块，且近年来逐步加大对金融、能源、公用事业等周期性行业的布局，反映出对经济复苏及通胀预期的策略性调整；华商瑞鑫基金长期偏好材料、日常消费等防御性板块，但近年来逐步向金融、能源等顺周期行业倾斜，体现对经济复苏预期的策略性调整。 风险提示 本报告所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化。本报告中持仓分析采用基金季报披露持仓，实际持仓可能发生变化。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

行业

推荐个股及其他点评

越疆 (02432.HK): 协作机器人龙头企业，切入具身智能赛道焕新机
 投资要点 深耕协作机器人十载，近年来营收稳健增长 越疆科技成立于 2015 年，深耕协作机器人赛道，逐步成长为行业龙头企业。公司聚焦六轴协作机器人、四轴协作机器人、复合机器人、具身智能机器人四大业务板块，产品深入多行业，成长性较强，营业收入持续增长。2021-2024 年公司营业收入由 1.74 亿元提升至 3.74 亿元，CAGR 达 29.1%，保持稳定增长；2024 年公司归母净利润为-0.95 亿元，亏幅有所收窄，主要系公司六轴与四轴协作机器人产品出货量快速提升，固定成本摊薄带来更高的毛利率水平。2021-2024 年，公司毛利率（考虑存货减值）分别为 50.5%/40.8%/43.5%/46.6%，维持在较高水平。2021-2024 年，公司海外收入稳步提升，从 2021 年的 0.84 亿元增长至 2024 年的 2.01 亿元，CAGR=34%，增速高于营收整体增速。伴随公司海外渠道的不断建设，公司海外收入有望持续提升，带动综合毛利率同步提升。 协作机器人市场成长性可观，凭借五大核心技术高筑护城河 机器人可分为四类：协作机器人、传统工业机器人、服务机器人和其他专业机器人。从全球机器人市场整体格局看，工业机器人和服务机器人市场空间较大，已相对成熟，增速逐渐趋缓；协作机器人虽然现阶段市场规模相对较小，但 2023-2028E 复合年增长率预计高达 36.6%，彰显出强劲的增长潜力。协作机器人在各下游行业发展态势各异，工业场景一直是最大的需求来源，未来商用场景需求增速可观。全球协作机器人行业竞争格局呈现出头部企业引领的态势，越疆龙二地位稳固。2023 年越疆机器人出货量为 1.4 万台，市场份额达 13.0%，远超行业第三名（第三名 2023 年出货量 0.8 万台，市场份额 7.4%）。越疆机器人产品覆盖中国以及 80 多个海外国家及地区，在地域覆盖上更具优势。公司凭借关键部件设计与开发、通用控制平台、安全技术、机器人技术、AI 技术五大显著技术优势，构筑起强大技术壁垒。 发布人形机器人 Dobot Atom，切入具身智能赛道 2025 年 3 月 18 日，越疆机器人正式预售全球首款“灵巧操作+直膝行走”具身智能人形机

机器人 Dobot Atom，售价 19.9 万元起。Dobot Atom 定义为工业级操作类人形机器人，搭载具身智能操作模型和 1500 TOPS 超大 AI 端侧算力，具备精细化的上肢作业能力和高可靠性的下肢适应能力，能够自主完成做早餐、客户接待、取快递等任务，有力推进人形机器人行业商业化加速。盈利预测与投资评级：公司协作机器人领域龙头地位稳固，前瞻布局人形机器人打造第二增长曲线。我们预测公司 2025-2027 年营业收入为 4.96/6.73/8.97 亿元，当前股价对应 PS 分别为 46/34/25 倍，首次覆盖给予“增持”评级。风险提示：协作机器人需求不及预期，人形机器人技术进展不及预期，宏观经济风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：张良卫
证券分析师：钱尧天)

盈康生命 (300143)：2024 年报点评：医院板块平稳增长，器械板块国际化实现突破

投资要点 事件：2024 年，公司实现收入 15.59 亿元（同比+6.01%），实现归母净利润 1.15 亿元（+14.92%），扣非归母净利润 0.83 亿元（-19.46%）；2024Q4 季度，公司实现收入 3.32 亿元（-9.76%），实现归母净利润 0.33 亿元（+415.24 %），实现扣非归母净利润 0.07 亿元（-41.23%）。医疗服务：肿瘤特色持续深化，AI 创新应用赋能升级。2024 年公司医疗服务实现收入 11.9 亿元，同比增长 3.76%；门诊达 49.7 万人次，同比增长 4%，入院达 4.9 万人次，同比增长 6%。截至 2024 年末，公司经营及管理 10 家医院及养老机构，其中 3 家医院为上市公司体内运营，其余 7 家为托管医院。2024 年肿瘤收入 3.8 亿元，占医疗服务收入比重达 31.9%。四川友谊医院实现收入 5.8 亿元，其中肿瘤收入占比 25.6%；苏州广慈医院实现收入 5.3 亿元，其中肿瘤收入占比 37%。公司肿瘤专科不断增强，AI+医疗升级打造医疗新生态。医疗器械：推动高端产品国产化，海外突破多个空白市场。2024 年公司医疗器械业务实现收入 3.7 亿元，同比提升 14.05%。得益于医疗器械海外渠道拓展，外销收入同比增长 22.22%，在欧洲、东南亚、南美等多个市场空白国家实现突破；同时医疗器械收入场景化发展，经销收入同比增长 26.32%。收购长沙珂信肿瘤医院 51% 股权，医院业务版图稳定扩张。2025 年 3 月 31 日，公司公告以现金支付方式收购长沙珂信肿瘤医院 51% 股权，本次交易总金额为 3.57 亿元。长沙珂信肿瘤医院于 2015 年 9 月正式开业，是一家三级肿瘤专科医院，一期编制床位 420 张，开设 30 余个临床医技科室。2023 年/2024 年前三季度长沙珂信肿瘤医院营业收入分别为 2.6/2.7 亿元，净利润为 3293/3343 万元，保持良好增长趋势。公司医院板块综合实力再提升。盈利预测与投资评级：考虑到当前行业环境仍然较为严峻，公司旗下医院正在消化政策影响、及收并购项目的摊销费用等，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预期从 1.92/2.32 亿元下调至 1.16/1.74 亿元，预计 2027 年为 2.15 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 67/45/36 倍。维持“买入”评级。风险提示：行业政策不确定性风险，医院盈利爬坡不及预期的风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男)

方正证券 (601901)：2024 年年报点评：财富管理业务表现亮眼，投资收益同比下滑

投资要点 事件：方正证券发布 2024 年业绩。2024 年公司实现营业收入 77.2 亿元，同比+8.4%；归母净利润 22.1 亿元，同比+2.6%；对应 EPS 0.27 元，ROE 4.7%，同比-0.2pct。第四季度实现营业收入 22.9 亿元，同比+57.6%，环比+33.6%；归母净利润 2.42 亿元，同比+11.9%，环比-60.6%。市场活跃度回升背景下，经纪业务收入提振显著：2024

年公司经纪业务收入 40.4 亿元, 同比+23.3%, 占营业收入比重 52.5%。其中代理买卖证券业务净收入 31.02 亿元, 同比增长 42.70%, 代理买卖证券业务净收入市场份额 3.09%。全市场日均股基交易额 11853 亿元, 同比+23.1%。公司 2024 年末两融余额 416 亿元, 较年初+28%, 市场份额 2.2%, 较年初+0.3pct, 全市场两融余额 18646 亿元, 较年初+12.9%。投行业务收入同比下滑, 债承规模有所提升: 2024 年公司投行业务收入 1.8 亿元, 同比-16.7%。2024 年公司发挥资本市场融资中介功能, 优化内部管理, 债券业务得到提升, 债券主承销规模 184 亿元, 同比+8.0%, 排名第 54; 其中公司债、ABS、企业债承销规模分别为 133 亿元、46 亿元、5 亿元。资管业务收入高增, 基金管理规模稳定增长: 2024 年公司资管业务收入 2.4 亿元, 同比+31.9%。资产管理规模 604 亿元, 同比-21.4%。截至 2024 年末, 方正富邦基金管理公募基金资产规模 808.61 亿元, 同比增加 196.94 亿元, 增幅 32.20%。自营业务收入下行, 预计主要系投资性房地产公允价值变动: 2024 年公司投资收益(含公允价值) 14.2 亿元, 同比-16.6%; 第四季度投资收益(含公允价值) -2.0 亿元, 同比由正转负。公司投资收益下滑, 预计主要影响因素为一级市场股权投资项目估值下滑以及郑州裕达国贸大楼公允价值变动损失。盈利预测与投资评级: 结合公司 2024 年经营情况, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 23.80/25.22/26.63 亿元, 对应同比增速分别为 7.83%/5.97%/5.56%, 对应 EPS 分别为 0.29/0.31/0.32 元/股, 当前市值对应 PB 估值分别为 1.21x/1.14x/1.07x。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, 首次覆盖给予“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 研究助理: 罗宇康)

黑芝麻智能 (02533.HK): 2024 年业绩点评: 智驾进展顺利, 期待新客户、新应用场景突破

投资要点 事件: 公司发布 2024 年业绩。2024 年公司实现收入 4.7 亿元, 同比+52%; 毛利率同比+16pct 至 41%; 经调整净利润-13.0 亿元, 较去年亏损金额同比+4%。公司业绩符合我们预期。自动驾驶业务高增, 多款芯片均有进展。2024 年公司自动驾驶业务收入同比+52%至 4.7 亿元, 毛利率同比+16pct 至 37%, 主要为定制化自动驾驶算法比例增加。芯片交付层面, A1000 芯片在吉利、东风、比亚迪等车企量产交付; C1200 (跨域融合芯片) 单片覆盖座舱、智驾、泊车、车身控制等功能, 获得 2 家自主 OEM 定点。公司已发布 A2000 高算力芯片, 支持 VLM/VLA 端到端大模型, 覆盖城市 NOA 到全无人驾驶的多层级场景。目前公司正与 Tier1 合作开发方案, 预计今年完成实车功能部署, 争取获得大客户定点。核心 IP 实现突破, 九韶 NPU 算力效率提升 50%, 自研 ISP 图像处理功耗降低 30%, 持续深耕技术护城河。深化头部车企合作, 加速全球化布局。客户方面, 公司主攻新能源头部车企并延伸至燃油车头部车企。公司与吉利旗下亿咖通合作, 为吉利千里浩瀚平台提供解决方案, 相关技术将应用于银河系列等多款车型; 搭载 A1000 的领克 08EM-P、领克 07EM-P 等车型已实现规模化量产交付; 获一汽新平台定点, 预计今年量产; C1200 合作东风, 实现高速 NOA 的舱驾一体量产; 与比亚迪保持 A1000 合作, 有望拓展更多车型、拓展下一代芯片方案量产。公司坚持全球化战略, 与欧美海外车企及 Tier1 建立合作, 探索海外市场。应用场景持续丰富, 机器人相关产品有望 25 年出货。产品拓展非乘用车场景, 公司 Patronus 2.0 系统落地环卫车、重卡, AEB、盲区检测功能规模化。车

路云一体化于成都、天津等试点项目交付，支持 L4 无人驾驶与智能网联。具身应用突破，公司计划与头部企业合作开发基于 A2000 的具身智能算法和硬件解决方案，支持多模态大模型、自然语言对话和任务代码生成；C1200 芯片可用于运动控制，目前公司已与傅里叶达成合作，为其灵巧手提供算力支持。盈利预测与投资评级：我们认为公司继续深化与头部车企合作，推动新品 C1200、A2000 芯片在机器人、工业领域规模化落地，以核心 IP 构建技术护城河，出货量有望持续提升。考虑到新定点车型需要爬坡至稳态销售，我们将公司 2025/2026 年预期收入从 12.1/19.2 亿元调整至 8.8/14.3 亿元，并预测公司 2027 年收入为 19.2 亿元，2025 年 4 月 1 日收盘对应 PS 分别为 14.9/9.21/6.87，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，研发投入与回报的不确定性，供应链风险。

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

好孩子国际 (01086.HK): 2024 年业绩点评: 高端品牌 Cybex 加速发展, 重启分红

投资要点 事件: 3 月 26 日, 好孩子国际发布 2024 年度业绩, 2024 年公司实现营业总收入 87.66 亿港元, 同比+10.3%; 实现归母净利润 3.56 亿港元, 同比+74.9%, 落在预告区间中值。高端品牌 Cybex 出海加速, 利润高增 71%; 2024 全年营收达 87.7 亿元港币, yoy+10.3%; 其中 2024H2 营收 42.9 亿元, yoy+13.4%, 较 H1 的 7.7% 有明显提速。主要驱动为高端品牌 Cybex 的加速发展 (H1 同增 18.9%, H2 同增 22.1%, 全年占营收比重 51%)。2024 全年归母利润为 3.6 亿元, 落在预告区间中值。归母净利率为 4.1%, 同比提升 1.5pct。毛利率改善带动净利率提升: 2024 全年毛利率 51.4%, 同比改善 1.3pct; 销售费用率 28.0%, 同比改善 0.6pct; 管理费用 12.8%, 同比增加 0.8pct; 研发费用率 4.9%, 同比增加 0.1%。毛利率和销售费用率改善是净利率提升的主要贡献项。时隔六年重启分红, 分红率 33%, 股息率 4.5%: 自 2018 年起至 2023 年公司停止分红, 此次年报宣布派息每股 0.07HKD, 对应 3 月 26 日收盘价股息率 4.5%。随后续 Cybex 品牌继续全球拓展, gb 品牌转型内地业务止血, 财务费用继续优化, 公司业绩有望进一步增长。盈利预测与投资评级: 好孩子国际作为儿童耐用消费品行业龙头, 多元品牌覆盖全球家庭婴童用品需求。随高端品牌 Cybex 的全球发展, 公司盈利能力有望进一步爬升。新增 2027 年盈利预期, 2025-2027 年好孩子国际归母净利润分别为 4.5/5.3/5.9 亿港元 (2025/2026 年前值为 2.7/3.1 亿港元), 对应 PE 估值为 5/4/4 倍, 上调至“买入”评级。风险提示: 品牌规模扩张不及预期、美国增加关税影响终端销售需求等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄
研究助理：王琳婧）

普源精电 (688337): 2024 年报点评: 业绩基本符合预期, Q3 起营收拐点明显

投资要点 利润略高于快报值, 基本符合预期 公司披露 2024 年报, 业绩略高于快报值, 基本符合预期: 2024 年公司实现营业收入 7.8 亿元, 同比增长 16%, 归母净利润 0.92 亿元, 同比下降 15%, 扣非归母净利润 0.58 亿元, 同比下降 3%; 单 Q4 公司实现营业收入 2.4 亿元, 同比增长 22%, 归母净利润 0.32 亿元, 同比下降 19%, 扣非归母净利润 0.36 亿元, 同比增长 22%, Q4 营收增速环比继续向上。公司营收增长, 主要受益于 (1) 高端产品、新品放量: 2024 年公司高端数字示波器 (带宽 ≥ 2GHz) 销售收入同比提升 15%, 占示波器板块收入比

重达 33% (同比+2.6pct), 其中 DS80000 (6GHz~13GHz) 累计销售 63 台。(2) 并购耐数电子, 解决方案拉动作用明显: 2024 年公司解决方案销售收入约 1.3 亿元, 同比提升 126%。展望 2025 年, 电子测量仪器行业有望受益于设备更新和国产替代, 公司(1)2024 年发布的 MHO 系列高分辨率示波器、DG5000Pro 系列波形发生器、SUA 系列多通道收发仪等新品待兑现, 且 2025 年仍有新品待发布;(2)DS80000 系列高端产品继续放量,(3)海外品牌认可度持续提升, 马来西亚产能释放, 业绩增长可持续。毛利率提升明显, 净利率阶段性受研发、渠道拓展影响 2024 年公司主营业务毛利率 59.77%, 同比提升 3.5pct, 其中解决方案毛利率 75.0%, 同比提升 8.9pct, 结构优化带动毛利率持续增长。2024 年公司销售净利率 11.9%, 同比下降 4.2pct, 阶段性受研发、管理费用增长等影响:(1)2024 年公司期间费用率 54.8%, 同比增长 8.5pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.2%/13.2%/26.6%/1.7%, 同比分别变动-2.5/+3.7/+5.3/+2.0pct, 西安、上海研发中心和马来西亚生产基地投入增加, 管理、研发费用增长。(2)Q4 北京普源转出进项税金、补缴税费及滞纳金, 影响 2024 年归母净利润约 0.14 亿元。未来随高毛利率的解决方案、高端产品占收入比重提升, 规模效应摊薄费用, 公司净利率修复空间大。股权激励绑定核心员工, 彰显长期成长信心 2024 年上半年公司发布限制性股票激励计划, 拟授予 76 名核心骨干员工等共计 180 万股, 占股本总额 0.97%。激励计划分第一类与第二类, 第一类限制性股票数量 70.4 万股第二类限制性股票数量 109.2 万股, 股票均来源于定增或回购。激励计划分年度对公司业绩指标进行考核, 考核期间为 2024/2025 年, 触发值均为营收同比增长 15%, 或净利润同比增长 10%; 目标值均为营收同比增长 30%, 或净利润同比增长 20%。股权激励计划绑定公司核心骨干员工, 彰显成长信心。盈利预测与投资评级: 我们基本维持公司 2025-2026 年归母净利润预测 1.3/1.8 亿元, 新增 2027 年归母净利润预测 2.4 亿元, 当前市值对应 PE 49/36/27X, 维持“增持”评级。风险提示: 宏观经济波动、地缘政治冲突、新品推出不及预期等

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 韦译捷)

欧普康视 (300595): 2024 年年报点评: 业绩短期承压, 期待巩膜镜贡献增量

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年报, 2024FY 实现营收 18.14 亿元 (+4.40%, 括号内为同比增速, 下同), 归母净利润 5.72 亿元 (-14.16%)。2024Q4 单季度实现营收 3.83 亿元 (-8.38%), 归母净利润 0.50 亿元 (-61.38%), 受宏观经济影响, 业绩略低于我们预期。受宏观经济影响, 公司主业短期承压: 1) 硬性接触镜类产品的销售主要来自主营产品角膜塑形镜, 2024 年总销售收入下降 6.73%。公司在 2024 年内延续了 2023 年的应对策略, 采取了增加各区域销售和技术支持人员、出台促销政策、推出特色产品和套餐优惠等多种方式, 对稳定硬镜的销售收入起了有效的作用。2) 护理产品: 公司在 2024 年内同样延续了 2023 年的策略, 大力推广促销自产护理品, 虽然购镜片送护理品和自产护理品促销等活动导致护理品总销售收入小幅下降 2.18%, 但自产护理品的占比继续提升, 毛利率也继续提高, 盈利性增强。3) 框架镜等其他视光产品及技术服务收入 2024 年继续较快增长, 同比增长 32.65%, 主要是功能性框架镜等非硬镜产品收入以及非医疗机构技术服务收入增长。4) 非视光类产品收入同比下降 15.69%, 主要是并表子公司的医疗器械和耗材的经销收入的下降所致。5) 医疗服务 2024 年同比增长 20.26%, 主要来自于控股医院医疗收入的增长。

巩膜镜有望贡献增量，加强公司竞争力：2024 年，公司硬性接触镜类产品中另一个重要品种硬性巩膜镜逐步进入市场，硬性巩膜镜是发达国家中应用较为广泛的一款视光产品，具有矫正视力效果好（尤其是不规则角膜）、配戴舒适、眼表保持水润等突出优点，是疑难角膜/屈光状态患者的刚性需求，也是高端隐形眼镜用户的升级选择，有望成为角膜塑形镜之后的又一款具备一定市场潜力的硬性接触镜类产品。公司研发生产的硬性巩膜镜除了巩膜镜的通用优点外，还拥有透氧系数（DK 为 185）明显高于现在市场上竞品的额外优势以及材料自产的成本优势，将在 2025 年上市销售，我们预计有望为公司带来新增量。此外，公司新一代角膜塑形镜（DK 值 185）的注册申请也已获国家药品监督管理局受理，预计在 2025 年上半年将获批。盈利预测与投资评级：考虑行业整体增速情况，我们将公司 2025-2026 年归母净利润从 8.11/9.43 亿元下调至 6.46/6.94 亿元，并预测 2027 年归母净利润为 7.88 亿元；2025-2027 年对应当前股价 PE 分别为 22/21/18×。我们长期看好公司主业稳健增长，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济恢复不及预期，市场竞争加剧等风险。

（证券分析师：朱国广）

绿城管理控股（09979.HK）：2024 年业绩公告点评：行业竞争致利润下降，龙头地位进一步稳固

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩公告，全年实现营收 34.4 亿元，同比增长 4.2%；归母净利润 8.0 亿元，同比下降 17.7%。营收逆市保持增长，减值及利润率下降致业绩同比下滑。2024 全年公司营收同比增长 4.2%。分业务板块看：商业代建收入 27.5 亿元，同比增长 17.3%，其中自营项目同比增长 51.4%，合营项目同比下降 36.2%；政府代建收入 6.3 亿元，同比下降 20.6%。商业代建进行了结构调整，主动压降合营项目的占比，自营项目则维持较高增速。利润方面：2024 全年毛利率 49.6%，同比下降 2.6pct；其中商业代建由于市场竞争加剧及主动压降高毛利率联营项目占比，毛利率同比下降 1.1pct 至 51.2%；政府代建受政府代建需求结构性问题影响，毛利率同比下降 5.1pct 至 40.1%。2024 年销管费率为 16.6%，同比降低 2.1pct。受减值及利润率下降影响，归母净利润为 8.0 亿元，同比下降 17.7%。市占率连续 9 年超 20%，领先身位不断扩大。公司 2024 全年新拓代建项目建面达 3649 万方，同比增长 3.4%；单位面积代建费 255 元/平，较 2023 年略有下降。根据中指研究院数据，公司 2024 年新签市占率 22.1%，较 2023 年继续上升 0.7pct，连续 9 年保持 20%以上，领先身位不断扩大。截至 2024 年底，公司合约项目总建筑面积达 1.3 亿方，同比增长 5.0%，在手订单中一二线项目面积占比由 40%提升至 44%。顺应市场积极调整项目结构，民企及一二线项目面积占比提升。公司顺应行业形势变化，2024 年政府项目开工意愿下降，公司及时调整，新拓项目中开工意愿增强的民企项目面积占比提升至 33%。2024 年公司新拓项目建面口径，政府、国有企业、私营企业和金融机构的占比分别为 31.4%（2023 年末为 31.2%，下同）、25.1%（33.3%）、33.2%（25.3%）、10.3%（10.2%）。城市能级方面亦顺应行业大势及时调整，新拓项目中一二线项目面积占比由 52%提升至 58%。应收款压力有所提升，分红率调整至 60%。受到行业大势影响，委托方支付意愿整体有所下降，导致公司应收款余额升至 4.4 亿元，较 2023 年增长 121%，由此产生 0.5 亿元减值拨备，同样较 2023 年有所上升。公司 2024 年分红为 0.24 元/股，分红率调整至 60%，虽较 2023 年的 100%有所下降，但考虑公司现金流的变化情况，仍是一个不错的分红比例。盈利预测与投资评级：公司进一步夯实代建龙头领先地位，但受到行业

周期波动及自身业务结构调整影响，业绩短期承压。我们下调公司 2025/2026 年归母净利润为 8.2/8.7 亿元（原值为 15.4/18.9 亿元），预测 2027 年归母净利润为 9.3 亿元，对应的 EPS 为 0.41 元/0.44 元/0.46 元，对应的 PE 分别为 6.7X/6.3X/5.9X，公司作为国内代建头部企业，具备综合竞争优势，有望率先受益于房地产市场筑底企稳，且具备派息优势，维持“买入”评级。风险提示：代建行业竞争加剧，房地产市场下行影响项目开工及交付，委托方及供应商风险。

（证券分析师：房诚琦）

华阳集团（002906）：2024 年业绩点评：客户放量驱动量利齐增，业绩稳健兑现

投资要点 公告要点：公司发布 2024 年年报，业绩符合我们预期。2024 年公司实现营业收入 101.58 亿元，同比+42.33%，归母净利润 6.51 亿元，同比+40.13%，扣非归母净利润 6.32 亿元，同比+43.47%。营业收入大幅增长，客户群扩大订单拓展成果显著。分业务来看，汽车电子业务实现营业收入 76.03 亿元，同比+57.55%；精密压铸业务营收 20.65 亿元，同比+24.39%。分区域来看，国内市场收入 86.60 亿元，占总营收的 85.26%，同比+57.32%；海外市场收入 14.97 亿元，占总营收的 14.74%，同比-8.25%。汽车电子业务获得新势力车企及合资、国际车企客户的重要突破，包括大众汽车集团、上汽奥迪、小鹏、理想、蔚来、现代-起亚等多家知名企业，多个产品订单大幅增加；精密压铸业务也获得了包括采埃孚、博世、比亚迪等重要客户的新项目，铝合金业务新突破法雷奥、尼得科客户，新能源三电系统、智能驾驶系统、光通讯模块等项目订单大幅增加。规模效应显现，加速国内外布局。公司 2024 年整体毛利率 20.69%，同比-1.67pct，主要系会计准则变更，将质保金从销售费用计入营业成本所致。汽车电子业务毛利率 19.20%，同比-1.75pct；精密压铸业务毛利率 25.67%，同比-0.44pct。费用方面，2024 年期间费用率为 12.44%，同比-2.23pct，其中销售/管理/研发/财务费用率为 2.57/2.05/7.52/0.29%，同比-1.24/-0.34/-0.97/+0.31pct。为满足业务快速发展，公司不断扩充产能并布局海外，推进定增募投项目，惠州新建厂房已投产，浙江长兴新建精密压铸基地实现当年投产，华阳通用和华阳多媒体分别在多地成立子公司，泰国和墨西哥子公司也已设立。盈利预测与投资评级：由于公司订单释放节奏超预期，我们上调公司 2025-2026 年营收预测为 127.0/155.6 元（原为 121.7/143.9 亿元），预计 2027 年营业收入为 187.1 亿元，同比分别+25%/+23%/+20%；基本维持 2025-2026 年归母净利润预测为 9.0/11.3 亿元，预计 2027 年归母净利润为 14.0 亿元，同比分别+38%/+26%/+24%，对应 PE 分别为 21/16/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：汽车下游需求不达预期，市场竞争加剧风险。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

宇通客车（600066）：2024 年报点评：出口加速，业绩高增

投资要点 公司公告：公司发布 2024 年年报，业绩/分红符合我们预期。2024 年公司实现营业收入 372.18 亿元，同比+37.63%；归母净利润 41.16 亿元，同比+126.53%；扣非归母净利润 34.69 亿元，同比+145.21%。其中 2024Q4 营业收入为 131.43 亿元，同环比分别+62%/+70%；归母净利润为 16.8 亿元，同环比分别+120%/+122%；扣非归母净利润为 14.0 亿元，同环比分别+122%/+119%。2024 年公司拟向全体股东每 1 股派发现金股利 1 元（含税），计算合计拟派发现金红利 22.1 亿元（含税），2024 年度公司现金分红（包括中期已分配的现金红利）总额 33.2 亿元。内外需共振，全年出口销量超预期兑现。2024 年公司总销量 4.7 万辆，同比+28%，国内销量 3.3 万辆，同

比+26%，出口销量 1.4 万辆，同比+38%，欧洲新能源客车贡献较多增量；国内销售收入 176 亿元，同比+28%，国外销售收入 152 亿元，同比+46%。随着旅游市场复苏和“以旧换新”等政策落地实施，公交客运需求快速恢复，公司国内销量实现增长；随着中国客车产品竞争力不断凸显，客车行业出口销量持续攀升，公司出口销量实现大幅增长。规模效应提升，减值损失显著收窄助力利润增长。追溯会计准则调整影响（2024 年公司将质保金费用从销售费用调整到营业成本），2024 年公司毛利率为 22.9%，同比-0.02pct，其中国内毛利率同比-2.7pct，出口毛利率同比+2.5pct。期间费用率为 10.2%，同比-2.5pct（排除会计政策调整影响），其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比-3.6/-0.6/-1.0/+0.1pct，销售/管理/研发费率显著下降主要系规模效应提升所致。资产价值损失与信用减值损失共计 5.2 亿元，同比收窄 3.7 亿元；其他收益 5.1 亿元，同比增加 1.7 亿元，主要增加了 2 亿元税金减免；公允价值变动收益 3.3 亿元，同比增加 3.3 亿元。现金流表现良好，大额分红回馈股东。2024 年公司拟向全体股东每 1 股派发现金股利 1 元（含税），计算合计拟派发现金红利 22.1 亿元（含税），2024 年度公司现金分红（包括中期已分配的现金红利）总额 33.2 亿元，高额分红的底气来自于公司显著提升的现金流能力，2024 年公司经营性现金流净额为 72 亿元，同比+53%，公司造血能力显著提升。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025~2026 年营业收入预测为 429/499 亿元，预计 2027 年营业收入为 567 亿元，同比+15%/+16%/+14%，维持 2025~2026 年归母净利润预测为 46.3/55.5 亿元，预计 2027 年归母净利润为 67.5 亿元，同比+12%/+20%/+22%，对应 PE 为 13/10/9 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 研究助理：孙仁昊）

道通科技（688208）：2024 年报点评：业绩同比高增，AI 全面赋能业务

投资要点 段落提要：公司发布 2024 年业绩，2024 年公司实现收入 39.3 亿元，同比+20.9%；归母净利润 6.4 亿元，同比+257.6%；扣非归母净利润 5.4 亿元，同比+47.4%。2024Q4 公司实现营业收入 11.3 亿元，同比+6.3%，环比+17.2%；归母净利润 1.0 亿元，同比扭亏，环比-35.6%；扣非归母净利润 1.0 亿元，同比-1.9%，环比-37.1%。AI 机器人积极推进能源、交通等领域应用落地 公司道通 AI 智算中心、道通具身智能实验室落地，基础设施建设筑底，持续推进并不断优化团队实力、解决方案、客户拓展、生态建设等方面的布局和能力，同时积极推进以巡检垂域大模型为核心的空地一体解决方案在能源、交通等领域的应用落地，为公司的未来发展蓄势聚力，有望导入中石油区域油田、河北高速、南网科技、国网智能等潜在客户，积极推进能源、交通等领域应用落地。数智维修压舱石稳固，AI 赋能提升市占率 2024 年数智维修收入同比+13.9%至 30.2 亿元，毛利率同比+0.94pct 至 60.6%。其中，汽车综合诊断/TPMS/ADAS 智能检测标定/软件升级服务分别同比 -1.5%/+32.6%/+27.0%/+24.2% 至 12.7/7.1/3.9/4.5 亿元。TPMS 产品受益于各国强制安装法规要求带来的替换需求；ADAS 产品受益于汽车智能化程度提升。公司长期深耕北美、欧洲为主的海外汽车后市场，持续巩固技术实力、产品竞争力、市场占有率等方面优势，行业地位稳固。24 年公司全面推进数智维修业务 AI Agents 化，自主开发汽车诊断行业大模型，实现 AI 语音助手、AI 车辆外观损伤识别等功能，AI 赋能逐步提高市场占有率，目前公司以 32.7%的全球市占率超越博世、实耐宝等传统巨头。数智

能源海外多点突破, 打造一站式解决方案 2024 年数智能源收入同比+53.0%至 8.7 亿元, 毛利率同比+3.62pct 至 37.27%。24 年公司于北美市场签约多家全球头部客户; 欧洲市场覆盖荷兰、英、法、德、北欧等成熟市场, 加速拓展南欧、东欧, 成功签约多家全球及区域级大客户, 与多家国际知名能源公司建立战略合作伙伴关系; 亚太地区在澳洲、日本、新加坡等成熟市场取得进展, 加速拓展泰国、马来西亚、越南等新兴市场, 与顶级车企及东南亚公共事业单位等战略客户的合作项目陆续落地。公司自主研发数智能源行业大模型, 打造“光、储、充、边、云”一站式充电能源管理解决方案、“场站 Agents”及“光储充 Agents”, 将进一步打造“能源交易 Agents”, 深度挖掘数字化增值服务。 盈利预测与投资评级: 公司三项业务全面铺开, AI 有望对新、老业务全面赋能, 我们将公司 2025/2026 年预期归母净利润由 7.9/9.5 亿元调整为 7.9/9.6 亿元, 并预测 2027 年归母净利润为 11.4 亿元, 2025 年 3 月 31 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 24.8/20.4/17.3 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游需求不及预期; 竞争加剧; 公司产品扩张不及预期。

(证券分析师: 张良卫 研究助理: 李博韦)

赛力斯 (601127): 2024 年报点评: 品牌持续向上, M8 上市在即

投资要点 公司公告: 公司 2024 全年实现营收 1451.76 亿元, 同比+305.04%; 实现归母净利润 59.46 亿元, 实现扭亏为盈; 实现扣非后归母净利润 55.73 亿元, 为业绩预告值上限水平。2024Q4 单季度实现营收为 385.49 亿元, 同环比分别+101.2%/-7.3%; 实现归母净利润 19.08 亿元, 同比扭亏为盈, 环比-20.9%; 实现扣非后归母净利润 18.1 亿元, 同比扭亏为盈, 环比-22.1%。 2024Q4 业绩接近预告值上限。1) 营收层面: Q4 交付同比大幅增长, 单季度问界品牌共交付 9.66 万辆, 同环比分别+46.1%/-12.5%, 其中 M9 交付 4.8 万台, 环比-2.7%, M7 交付 4.2 万台, 同环比分别-24%/-6.5%。由于 M9 销量占比环比+5pct, Q4 单季度 ASP 提升至 39.91 万元 (分母为 AITO 销量), 环比+5.9%。问界凭借产品力与高端化战略, 位居中国高端汽车市场第一梯队。2) 毛利率: Q4 毛利率 28.70%, 表现超预期, 同环比分别+15.16/+3.17pct, M9 销量占比提升情况下公司毛利率环比实现大幅改善。3) 费用率: 公司 Q4 销管研费用率分别为 13.5%/3.5%/3.2%, 同比分别-1.1/+0.3/0.0pct, 环比分别+2.4/+1.0/-0.5pct, 销售费用率环比提升主因为销售人员扩张带来的职工薪酬支付增加。研发方面公司研发投入资本化率进一步下降, 2024 全年为 20.8%, 2024H1 为 26.7%。公司在智能增程电动、智能辅助驾驶、智能绿色制造方面持续投入。4) 资产减值损失: 公司 Q4 确认资产减值损失 13.8 亿元, 同环比均大幅增长。2024 年计提资产减值损失 17.1 亿元, 其中无形资产减值损失 16.3 亿元。5) 净利润: 合并报表口径单车盈利 1.5 万元, 环比-17.2%。净利率为 5.0%, 同环比分别+5.8/-0.9pct。6) 分红: 2024 年度公司现金分红总额 20.8 亿元, 占本年度归属于上市公司股东净利润的比例 35.05%。 筹划发行 H 股股票并上市。公司拟发行境外上市外资股股票并在联交所主板挂牌上市, 融资规模/上市时间点未确定, 我们预计 9-12 个月完成。H 股上市可深入推进全球化战略布局, 打造国际化资本运作平台, 提高综合竞争力。引望 10%股权完成过户。赛力斯汽车已向交易对方支付完毕第一期股权转让款 23 亿元、第二期股权转让款 57.50 亿元, 标的公司 10.00%股权已登记至赛力斯汽车名下。根据华为年报, 华为智能汽车解决方案业务 2024 年营收为 263.53 亿元。预计在 25Q2 起为公司贡献投资收益。 盈利预测与投资评级: 由于公司减值事项超我们预期, 谨慎原则下我们下调公司 2025/2026 年归

归母净利润预期至 96/142 亿元（原为 110/159 亿元），我们预测 2027 年公司归母净利润为 185 亿元，对应 PE 为 21/14/11x。问界品牌锚定高端，品牌势能继续向上。维持公司“买入”评级。风险提示：新平台车型推进不及预期等。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

四方股份（601126）：2024 年年报点评：发展兼顾成长与回报，业绩符合市场预期

投资要点 事件：公司 24 年营收 69.5 亿元，同比+21%，归母净利润 7.2 亿元，同比+14%，毛利率 32.3%，同比-2.1pct，归母净利率 10.3%，同比-0.6pct；其中 24Q4 营收 18.6 亿元，同比+22.7%，归母净利润 1.1 亿元，同比+0.6%，毛利率 28.6%，同比-0.7pct，归母净利率 5.7%，同比-1.3pct。24 年拟分红 6 亿元，公司发展兼具成长与股东回报，业绩符合市场预期。主网保持稳健增长，配电网投产在即。公司电网自动化板块实现营收 33.09 亿元，同比+13%，毛利率 41.54%，同比-0.35pct。1）主网侧，公司市场地位保持稳固，24 年国网保护/监控招标量同比+15%/16%，公司中标份额为 14%，排名名列前茅。我们认为随着国网启动大规模老旧设备更新，新建+更新需求驱动二次设备招标量稳增，智能运检等新产品贡献新增量，公司主网二次有望维持 10-15%稳定增长。2）配电侧，我们预计 25 年配电投资加速，一二次融合开关等关键设备区域化集采为公司提高国网市场份额带来机遇，随着湖州配电产能建成投产，我们认为公司配电业务有望进入加速发展阶段。聚焦海风保成长，拓展用电新领域。公司电厂及工业自动化板块实现营收 31.22 亿元，同比+25%，毛利率 25.48%，同比-2.06pct。1）发电侧，公司一二次集成能力+电力电子储备深厚，新能源侧聚集海上风电+风光大基地，确保电源侧业务有望维持 20%以上增长，SVG 实现印度、菲律宾、印尼等海外市场突破，储能收入同比超 50%增长。2）用电侧，公司积极拓展数据中心市场，深度参与甘肃“东数西算”大数据产业园项目、世纪互联太仓大数据产业园等项目，积累客户及行业需求，我们认为公司凭借在电力电子领域的技术与产品积累，未来有望参与数据中心 HVDC/SST 甚至全系统供电解决方案等产品或服务需求，成为公司重要的发展增量。保持高强度研发投入，在手订单+带冲回减值奠定业绩基础。公司 24 年期间费用 14.3 亿元，同比+14.9%，费用率 20.5%，同比-1.1pct，其中研发费用率为 9.4%，同比持平，研发端维持高强度投入。24 年经营性净现金流 12.5 亿元，同比+1.7%，24 年末合同负债 16.83 亿元，同比+21%，在手订单充沛。24 年资产+信用减值 0.86 亿元，有望在 25 年冲回对利润形成补充。盈利预测与投资评级：考虑到电网投资持续高景气，配网+网外业务加速拓展，AIDC 下游客户有望实现新的突破，我们上修公司 25-26 年盈利预测分别为 8.85/10.55 亿元（前值为 8.85/10.28 亿元），预计 27 年归母净利润为 12.38 亿元，分别同比+24%/19%/17%，现价对应 PE 分别为 16x、13x、11x，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，网外业务拓展不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
证券分析师：司鑫尧）

三峰环境（601827）：2024 年年报点评：经营性业绩稳健增长，海外设备订单持续突破

投资要点 事件：2024 年公司实现营收 59.91 亿元（同比-0.59%，下同），归母净利润 11.68 亿元（同比+0.20%），扣非归母净利润 11.55 亿元（+1.54%）。24 年剔除一次性影响后归母净利润同增 7%，信用减值增加影响业绩。公司经营性业绩保持增长，剔除 2023 年、2024 年

一次性影响因素后，2024 年营收同口径增长 0.30%，归母净利润同口径增长 7.08%。2024 年公司销售毛利率 33.18% (+1.42pct)，销售净利率 20.42% (+0.24pct)，期间费用率 11.45% (-0.75pct)，其中研发费用率同比-0.57pct 至 1.07%，主要系部分研发项目成功结题，财务费用率同比-0.28pct 至 4.78%，主要系贷款置换及提前还款。2024 年公司计提信用减值损失 0.94 亿元（同增 0.54 亿元），主要系应收积累及部分账期延长。固废运营稳健增长，经营效率保持领先。2024 年公司固废运营收入 38.40 亿元 (+5.29%)，毛利率 39.29% (+0.14pct)。1) 全资及控股：截至 2024 年末，投运规模 42500 吨/日，在建及筹建规模 1900 吨/日。2024 年公司全资及控股项目垃圾处理量 1508 万吨 (+7.42%)，发电量 59.57 亿度 (+8.4%)，上网电量 52.4 亿度 (+8.53%)，平均入厂吨发 428.8 度/吨（不含供热机组、污泥、餐厨及厨余垃圾），平均厂用电率 11.99%（不含供热项目）。2024 年公司销售蒸汽 93.64 万吨 (+18.46%)，供热项目平均吨垃圾产汽量 1.96 吨，2024 年公司新签订蒸汽销售合同 10 项，预计新增蒸汽供应量约 63 万吨/年。2) 参股项目：截至 2024 年末，投运规模 17050 吨/日，2024 年参股项目垃圾处理量 544 万吨 (+2.06%)，上网电量 14.95 亿度，销售蒸汽 86.62 万吨 (+15.90%)。3) 协同业务：2024 年处理餐厨（厨余）垃圾 22.62 万吨 (+88.33%)，处理污泥 13.21 万吨 (+13.09%)，合规处理医废 2.95 万吨，一般工业固废 10.76 万吨。建造收入下滑，核心设备销售海外新签单超 8 亿元。2024 年公司工程建造收入 19.18 亿元 (-13.93%)，毛利率 21.76% (+1.44pct)，2024 年公司共签署焚烧炉及成套设备供货合同 9 项，设计处理能力合计约 6,370 吨/日，其中，海外合同总额超 8 亿元。新签污水处理及直饮水设备供货（含工程建造）等合同 35 个（其中国际项目 5 个），处理规模 6.19 万吨/天，合同金额 2.39 亿元。自由现金流大增，分红比例稳步提升。2024 年，公司经营性现金流净额 20.54 亿元 (-13.42%)，主要系国补回款同比下降以及工程建造业务下降收到现金减少所致；购建固定无形其他长期资产支付现金 5.63 亿元 (-68.72%)；测算自由现金流 14.91 亿元 (+160.65%)，2024 年分红比例 35.07% (+1.28pct)。盈利预测与投资评级：公司固废运营提效&设备出海加速，现金流价值被低估，分红提升潜力大。由于 EPC 建造下滑及减值计提增加，我们将 2025-2026 年归母净利润从 13.59/14.98 亿元下调至 12.64/13.50 亿元，新增 2027 年归母净利润预测为 14.23 亿元，同比+8%/7%/5%，对应 PE 为 11/11/10 倍，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）

伟星股份（002003）：2024 年报点评：24 年业绩如期亮丽，看好长期可持续增长

投资要点 公司公布 2024 年年报：2024 年营收 46.74 亿元/yoy+19.66%，归母净利润 7.0 亿元/yoy+25.48%。单 Q4 营收 10.9 亿元/yoy+9.2%，归母净利润 7671 万元/yoy+197%，Q4 营收同比增幅环比放缓，主因 2023 年基数前低后高，归母净利润同比大增主因薪酬计提方式调整（由集中 Q4 计提调整为分季度计提）。年末分红 0.3 元/股，全年分红比例 83.46%。纽扣增长快于拉链，海外市场增长快于国内，产品单价显著提升。1) 分产品看，2024 年拉链/纽扣收入分别同比+15.9%/+22.2%，收入占比分别为 53%/42%，纽扣增长略快于拉链，主因纽扣主要应用于服装产品，而拉链应用除服装外还有箱包和床上用品等，因此在 2024 年服装行业补库的背景下纽扣需求恢复略好于拉链。2) 分市场看，2024 年国内/海外收入分别同比

+14.7%/+30.6%，收入分别占比 66%/34%，海外市场增长持续快于国内，主要得益于公司国际化战略的持续推进。3) 拆分量价看，2024 年拉链销量 5.3 亿米/yoy+5.9%，单价 4.68 元/米/yoy+9.5%；钮扣销量 97.4 亿粒/yoy+9.3%，单价 0.2 元/粒/yoy+11.8%。拉链和钮扣单价均有显著提升，主因产品结构变动。毛利率进一步提升，期间费用率有所优化，归母净利率提升。1) 毛利率：2024 年同比+0.81pct 至 41.73%，其中拉链/钮扣毛利率分别同比+1.11/+0.75pct 至 42.12%/42.96%，钮扣毛利率改善我们判断主要来自产能利用率提升贡献，拉链毛利率改善主因订单快速恢复&结构优化，2024 年钮扣产能利用率 82%/同比提升 6pct，拉链产能利用率 58.6%/同比持平。2) 费用率：24 年销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -0.21/+0.54/-0.18/-0.39pct 至 8.87%/10.96%/3.86%/0.03%，销售费用率小幅降低，管理费用率小幅提升，主因年内根据股权激励受益对象确认股份支付成本费用对上年同期数进行调整（调减管理费用，调增销售费用）。3) 归母净利率：2024 年同比+0.7pct 至 14.98%。盈利预测与投资评级：2024 年 3 月越南工厂建成投产，尚处验厂和打样阶段，公司预计 2025 年起越南工厂有望贡献业绩。考虑到 2025 年国内市场服装品牌预期审慎，海外市场方面存在中美关税政策的不确定性，公司将 2025 年收入目标制定为 50 亿元，净利润目标制定为 7.5 亿元。我们将 25-26 年归母净利润预测值从 8.03/9.19 亿元下调至 7.54/8.41 亿元，增加 27 年预测值 9.35 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 19/17/15X。长期看，公司的国际化+智能制造战略有望引领公司持续健康增长，维持“买入”评级。风险提示：下游需求低迷，关税政策变动。

（证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原）

中航西飞（000768）：2024 年报点评：紧抓国内民机产业发展机遇，公司业绩显著提升

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营业收入 432.16 亿元，同比+7.23%；归母净利润 10.23 亿元，同比+18.87%。投资要点 紧抓国内民机产业高速发展机遇，积极参与空客大西洋等新工作包竞标：2024 年，中航西飞实现营业收入约 432.16 亿元，同比增长 7.23%；归属于上市公司股东的净利润约为 10.23 亿元，同比增长 18.87%。公司业绩增长主要得益于军用航空装备需求的持续增加以及民用航空市场的逐步复苏。在军品业务方面，公司作为国内军用大中型飞机整机核心供应商，受益于国防现代化建设加速，运输机、轰炸机等型号交付量稳步提升。民品业务中，国产大飞机项目进入批产阶段，公司承担的关键部件研制任务推动了航空零部件业务收入增长。此外，公司通过优化成本结构、提升生产效率，进一步释放了盈利能力。值得注意的是，经营活动产生的现金流量净额同比改善 98.95%，表明公司资金回笼能力显著增强，为后续发展提供了坚实保障。数智航空能力体系建设深入推进，在无人机智能化、低成本等关键技术领域取得突破：2024 年，公司持续巩固军用整机优势，大中型运输机、特种飞机等型号实现批量化交付，技术成熟度进一步提升。在民用航空领域，公司深度参与 C909、C919、AG600 等国产大飞机项目，完成机身、机翼等关键部件的研制任务，技术能力达到国际先进水平。同时，公司突破了复杂结构件精密制造、数字化装配等关键技术，为国产大飞机批产提供了技术支撑。国际合作方面，公司承担空客 A320 系列机翼、波音 737 垂尾等转包生产任务，通过与国际航空巨头合作，进一步提升了制造工艺水平和质量管控能力。公司实施了两项重要股权无偿划转：2024 年 11 月 26 日，公司第九届董事会审议通过将持有的陕西陕飞锐方航空装饰有限公司 100%股权无偿划转至全资子公司陕

西飞机工业有限责任公司，完成内部资源整合。同月，公司还将参股公司中航西飞汉中航空零部件制造有限公司 35%股权划转至中航工业陕飞。两次股权调整均于 12 月完成工商变更，通过优化股权结构，公司提升了管理效能，强化了对子公司的管控能力。 盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到公司业务处于波动期，我们下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 11.39/13.39 亿元，前值 14.46/17.57 亿元，新增 2027 年预期 16.04 亿元，对应 PE 分别为 59/50/42 倍，但考虑到公司在大飞机行业的领先地位，因此维持“买入”评级。 风险提示：1) 宏观经济发展的风险；2) 生产运营风险；3) 军品业务波动风险；4) 新型号装备研制不达预期风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研究助理：高正泰)

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>