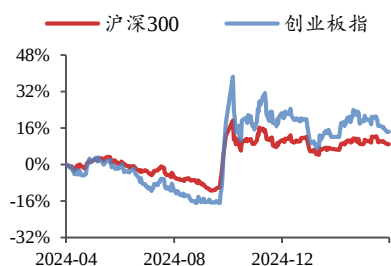


沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
纺织服饰	1.448
美容护理	1.014
通信	0.971
银行	0.897
综合	0.742

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
国防军工	-1.17
有色金属	-0.866
公用事业	-0.801
钢铁	-0.580
医药生物	-0.537

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【金融工程】开源交易行为因子绩效月报（2025 年 3 月）——金融工程定期-20250402

行业公司

【通信】卫星互联网建设逐步落地，重视商业航天产业发展——行业点评报告
-20250402

【煤炭开采：中国巨石(600176.SH)】2024Q4 业绩环比大增，关注玻纤价格反弹和成长性——公司信息更新报告-20250402

【地产建筑：中国海外发展(00688.HK)】权益销售及拿地金额排名首位，商业收入稳健增长——港股公司信息更新报告-20250402

【食品饮料：中国飞鹤(06186.HK)】分红提升股东回报，超高端系列持续带动增长——港股公司信息更新报告-20250402

【轻工：嘉益股份(301004.SZ)】2024 年业绩高增，优质客户绑定护航公司发展——公司信息更新报告-20250402

【化工：圣泉集团(605589.SH)】业绩符合预期，持续扩充高频高速树脂种类及产能——公司信息更新报告-20250402

【化工：华峰化学(002064.SZ)】业绩底部信号明显，静待氨纶、己二酸景气上行
——公司信息更新报告-20250402

【地产建筑：中国能建(601868.SH)】营收利润同比增长，国内海外扩展均衡——
公司信息更新报告-20250402

【地产建筑：城投控股(600649.SH)】收入增长利润承压，现金分红比例提升——
公司信息更新报告-20250402

【地产建筑：中国交建(601800.SH)】营收规模同比增长，境外业务扩张明显——
公司信息更新报告-20250402

【化工：硅宝科技(300019.SZ)】Q4 业绩环比改善，硅碳负极业务实现突破——公司信息更新报告-20250402

【纺织服装：森马服饰(002563.SZ)】2024 年分红比例提升，库存结构改善奠定增长基础——公司信息更新报告-20250402

【家电：长虹美菱(000521.SZ)】多重改革下盈利能力处于上升渠道，老牌国企再出发——公司首次覆盖报告-20250402

【商贸零售：毛戈平(01318.HK)】2024 年收入利润增长超 30%，高端品牌势能持续向上——港股公司信息更新报告-20250401

【地产建筑：绿城中国(03900.HK)】减值影响净利表现，周转提速，坚决布局核心城市——港股公司信息更新报告-20250401

研报摘要

总量研究

【金融工程】开源交易行为因子绩效月报（2025 年 3 月）——金融工程定期-20250402

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002 | 盛少成（分析师）证书编号：S0790523060003

Barra 风格因子表现跟踪

通过对 Barra 风格因子 2025 年 3 月的收益测算可以发现：从大/小盘风格来看，市值因子录得了-0.65%的收益。从价值/成长维度看，账面市值比因子录得了-0.51%的收益，成长因子录得了 0.03%的收益，盈利预期因子录得了 0.94%的收益。

开源交易行为因子概述

稳健的交易行为模式中，蕴藏有稳健的 alpha 源。循着这一研究理念，我们陆续提出了一系列基于交易行为的选股因子，受到量化投资同行的认可。其中：理想反转因子的交易行为逻辑是，A 股反转之力的微观来源是大单成交，通过每日平均单笔成交金额的大小，可以切割出反转属性最强的交易日；聪明钱因子的交易行为逻辑是，从分钟行情数据的价量信息中，可以识别出机构参与交易的多寡，进而构造出跟踪聪明钱的因子；APM 因子的交易行为逻辑是，在日内的不同时段，交易者的行为模式不同，反转强度也相应有所不同；理想振幅因子的交易行为逻辑是，基于股价维度可以对振幅进行切割，不同价态下振幅因子所蕴含的信息存在结构性差异。我们将上述因子汇总在一起，做定期的跟踪，以及实时监控交易行为类因子的动态表现。

开源交易行为四因子的全历史表现

在全历史区间，理想反转、聪明钱、APM、理想振幅因子的 IC 分别为-0.051、-0.038、0.030、-0.054，rankIC 分别为-0.061、-0.062、0.035、-0.073，信息比率分别为 2.55、2.78、2.34、3.02，多空对冲月度胜率分别为 78.3%、82.4%、78.2%、83.8%。

开源交易行为合成因子在全历史区间的 IC 均值为 0.069，rankIC 均值为 0.093，多空对冲信息比率 3.37，多空对冲月度胜率为 82.0%。

3 月份：理想反转、聪明钱、APM、理想振幅皆录得正收益

理想反转因子 3 月份多空对冲收益为 1.85%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 66.7%。聪明钱因子 3 月份多空对冲收益为 4.10%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 100.0%。APM 因子 3 月份多空对冲收益为 1.88%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 83.3%。理想振幅因子 3 月份多空对冲收益为 4.18%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 83.3%。交易行为合成因子 3 月份多空对冲收益为 4.73%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 83.3%。

风险提示：模型测试基于历史数据，在市场波动不确定性下可能存在失效风险。

行业公司

【通信】卫星互联网建设逐步落地，重视商业航天产业发展——行业点评报告-20250402

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006

卫星互联网建设逐步落地，产业发展有望迎来加速成长期

2025 年 4 月 1 日，我国在酒泉卫星发射中心使用长征二号丁运载火箭，成功发射卫星互联网技术试验卫星，主要用于开展手机宽带直连卫星、天地网络融合等技术试验验证。本次任务中卫星研制单位分别为银河航天及长

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

光卫星，银河航天已具备 2000 公斤以下卫星制造能力，可实现年产百颗中型卫星；长光卫星目前已具备年产 200 颗遥感卫星和 200 颗通信卫星的生产能力，已完成 100Gbps 星间、星地超高速激光通信试验，初步建立了空间高速激光数据传输网络试验系统。我们认为国内卫星制造及火箭发射能力正逐步增强，卫星互联网系统正进入加速组网阶段，需重视相关建设落地及技术突破的产业机遇。

我国高度重视卫星互联网建设，多元应用场景市场广阔

从发展趋势上看，我国卫星互联网目前主要由星网计划和千帆星座构成，千帆星座计划计划在 2025 年底部署 648 颗卫星实现区域覆盖，2027 年完成 1296 颗卫星全球组网，2030 年实现 1.5 万颗卫星的部署；同时星网计划也计划于 2025 年启动常态化发射。我们认为随着千帆星座陆续发射，星网项目积极推进；中央和地方积极出台政策支持，远期市场空间广阔；国内火箭发射条件不断成熟，运力瓶颈有望迎来突破；众多消费终端厂商跟进卫星通信，卫星互联网应用探索初见端倪；星链为代表的海外卫星互联网发展迅速，战略紧迫性越发凸显。

国内卫星互联网加速发展，重视产业链各环节投资机会

我国高度重视卫星互联网建设，多因素助力产业发展：1、政策端：2025 年 3 月 5 日，我国 2025 年的《政府工作报告》中，在新质生产力方面提出：推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展；2、技术端：我国技术储备基本完备；3、资本端：民间资本助力卫星互联网发展，市场融资集中卫星制造领域；4、产业链端：我国卫星互联网产业发展已经较为完善。展望产业链各环节，我们认为受益情况各有不同：（1）卫星制造环节：优先受益于卫星发射增量需求，建议关注卫星载荷供应商、卫星平台零部件供应商；（2）卫星发射环节：建议关注发射资源分配、发射节奏及技术发展带来的产业催化；（3）地面设备环节：建议关注高价值量核心网建设各环节，以及终端市场；（4）卫星运营环节：星网、垣信分别牵头星网、G60，双线共进，有望快速构建卫星网络，时空集团成立，重视北斗等卫星应用落地催化。

受益标的：海格通信、铖昌科技、臻镭科技、盛路通信、航天环宇、信科移动-U、创意信息、佳缘科技、天银机电、航天电子、光库科技、西测测试、震有科技、华力创通、盟升电子、上海瀚讯、信维通信、中国卫星等。

风险提示：组网建设进度及投资规模低于预期；卫星频率和轨道资源竞争风险；各环节技术发展及降本不及预期风险；中美贸易摩擦加剧。

【煤炭开采：中国巨石(600176.SH)】2024Q4 业绩环比大增，关注玻纤价格反弹和成长性——公司信息更新报告-20250402

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 刘天文（分析师）证书编号：S0790523110001

2024Q4 业绩环比大增，关注玻纤价格反弹和成长性。维持“买入”评级

公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收 158.6 亿元，同比+6.59%；归母净利润 24.4 亿元，同比-19.7%；扣非归母净利润 17.9 亿元，同比-5.78%。2024Q4 单季度实现营收 42.2 亿元，同比+22.4%，环比+8.49%；归母净利润 9.12 亿元，同比+146%，环比+59.4%；扣非归母净利润 6.32 亿元，同比+131%，环比+19.7%。公司 2024 年收入稳步增长，主要受益于公司玻纤纱销量的增长；净利润有所下滑，主要是产品均价降低所致。考虑到玻纤涨价的预期，我们上调公司 2025、2026 年业绩，新增 2027 年业绩，预计 2025-2027 年归母净利润为 30.4/36.7/45.6 亿元（2025-2026 前值为 28.9/34.0 亿元），当前股价对应 PE 为 16.9/14.0/11.3 倍。我们看好公司玻纤和电子布的放量，维持“买入”评级。

玻纤纱销量创新高，电子布市场份额进一步提升

2024 年，公司玻纤纱销量首次突破 300 万吨，达到 302.50 万吨。这一成绩得益于公司在结构优化、市场开拓和技术创新等方面的持续努力。公司通过优化产品结构，重点发展高端产品，如 TP 热塑短纤、小号数直接纱等，进一步提升了产品的市场竞争力。2024 年，公司电子布销量达到 8.75 亿米，在电子级玻纤市场上的份额进一步提升，特别是在 5G、新能源等新兴应用领域，公司通过技术创新和市场拓展，成功推出了多款高性能电子布产品，

满足了客户的多样化需求。

推进零碳智造项目，持续优化海外布局

公司继续推进淮安零碳智能制造基地的建设，一期工程已全面投产，二期 10 万吨电子级玻璃纤维零碳智能生产线及配套 500MW 风电建设项目也在稳步推进。这些项目不仅将进一步巩固公司在电子级玻纤市场的地位，还将引领行业向绿色可持续发展转型。同时，公司将继续优化全球生产基地的布局，特别是埃及基地的冷修生产线已提前完成并保持满产满销状态。公司还计划在新的海外市场进行投资考察，进一步提升海外运营质量和市场份额。

风险提示：下游需求不及预期；产能释放不及预期；客户导入不及预期。

【地产建筑：中国海外发展(00688.HK)】权益销售及拿地金额排名首位，商业收入稳健增长——港股公司信息更新报告-20250402

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001

龙头标杆房企，权益销售额行业首位，维持“买入”评级

中国海外发展发布 2024 年全年业绩，公司营收利润有所下降，权益销售金额和拿地金额均排名行业第一，商业物业稳健扩张。受结转毛利率下行影响，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 198.8、215.4、224.9 亿元（2025-2026 年原值为 298.5、316.5 亿元），对应 EPS 分别为 1.82、1.97、2.05 元，当前股价对应 PE 为 6.8、6.3、6.0 倍。公司项目聚焦高能级城市核心区域，盈利确定性较强，维持“买入”评级。

营收利润同比下降，在手现金充裕

公司 2024 年实现营收 1851.5 亿元，同比-8.6%；股东应占溢利 156.4 亿元，同比-38.9%；核心股东应占溢利 157.2 亿元。利润下降主要原因：（1）投资物业公允价值变动收益同比下降 91.4%至 4.2 亿元；（2）毛利率 17.7%，同比-2.6pct。截至 2024 年末，公司（不含中海宏洋）已售未结转金额 2182 亿元，同比+17.4%。公司 2024 年经营性净现金流 464.5 亿元，在手现金 1241.7 亿元，在手现金占总资产比例同比+2.3pct 至 13.7%；派息每股 60 港仙，派息比例 38.2%。

权益销售额行业首位，拿地聚焦一线城市

公司 2024 年销售金额 3107 亿元，同比+0.3%，权益销售规模行业第一；销售面积 1149 万方，同比-14%；销售均价 27047 元/平，同比+16.6%，市占率提升至 3.21%。公司（不含中海宏洋）在一线城市销售 1640 亿元，占比 61%，在京沪深等 16 城市占率位居第一。公司 2024 年新增 22 宗土地，购地金额 806 亿元，权益比 86%，拿地规模行业第一，其中一线城市占比 77%。截至 2024 年末，公司（不含中海宏洋）总土储 2877 万方，权益比 88%，一线+强二线城市占比 85%。

商业双核业务稳健增长，负债结构健康

公司 2024 年商业物业收入 71.3 亿元，同比+12.1%，其中写字楼新签面积 91 万方，收入同比+4.2%，经营利润率 59.8%；成熟购物中心出租率达 96.5%，收入同比+34.6%，经营利润率 55.8%。截至 2024 年末，公司总借贷 2415.6 亿元，人民币借贷占比较 2023 年底+12.0pct 至 82.3%；一年内到期占比 11.8%，净借贷比 29.2%；平均融资成本仅 3.1%，处于行业最低区间。

风险提示：销售恢复不及预期、政策调整导致经营风险、项目结转毛利下行。

【食品饮料：中国飞鹤(06186.HK)】分红提升股东回报，超高端系列持续带动增长——港股公司信息更新报告-20250402

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（联系人）证书编号：S0790123070080

2024 年利润略低于预期，持续分红提升股东回报

2024 年公司实现营收 207.49 亿元，同比+6.2%；归母净利润 35.70 亿元，同比+5.3%。2024H2 收入 106.54 亿元，同比+8.7%；归母净利润 16.95 亿元，同比+0.1%。同时，公司年度累计拟派发股息每股 0.3264 港元，分红率约 76%，持续分红提升股东回报。考虑到市场竞争仍较激烈，生育政策发挥效果具有滞后性，我们下调 2025-2026 年归母净利为 38.7、41.4（前值为 41.6、44.7）亿元，并新增 2027 年归母净利为 44.2 亿元，EPS 为 0.43、0.46、0.49 元，当前股价对应 PE 为 12.8、11.9、11.2 倍。中国飞鹤是中国婴幼儿配方奶粉龙头，市场份额持续提升，品牌及渠道优势稳固，维持“增持”评级。

超高端系列带动增长，全龄营养战略稳步实施

产品端来看，2024 年婴配粉/其他乳制品/营养补充品收入分别为 190.62 亿元（同比+6.6%，下同）/15.14 亿元（+6.3%）/1.73 亿元（-25.4%）。婴配粉方面，公司顺应行业趋势，开拓超高端和超高端+产品，重点推广星飞帆卓睿系列，其营收占比不断提升。2024 年我国出生人口 954 万人（同比+5.8%），2025 年婴配粉需求有望改善，2025 年下半年公司计划推出更加高端的新品，有望持续驱动业绩增长、改善毛利率。此外，公司全龄营养战略稳步实施，覆盖从婴儿到老年人的全生命周期，将在儿童、青少年、成人、功能营养等方面整体布局，公司有望实现更加健康和持续的成长。

费率增加及政府补助减少影响利润，未来盈利能力有望提升

2024 年/2024H2 毛利率分别为 66.3%（同比+1.5pct，下同）/64.9%（+0.5pct），毛利率提升主因婴配粉的产品结构优化及原材料成本下降。2024 年/2024H2 销售费用率分别为 34.6%（+0.3pct）/34.2%（+1.1pct），主因宣传和线上平台开支增加。受费用率增加及政府补助减少等因素的影响，2024 年/2024H2 归母净利率分别为 17.2%（-0.1pct）/15.9%（-1.4pct）。展望未来，公司产品结构持续优化，价盘基本保持合理，同时积极优化费用率，盈利能力有望持续提升。

风险提示：宏观经济波动风险、出生率大幅下滑风险、原料价格波动风险等。

【轻工：嘉益股份(301004.SZ)】2024 年业绩高增，优质客户绑定护航公司发展——公司信息更新报告-20250402

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 骆扬（联系人）证书编号：S0790122120029 | 蒋奕峰（联系人）证书编号：S0790124070039

2024 年业绩高增，高基数下保持稳步扩张，维持“买入”评级

公司 2024 年实现营收 28.36 亿元（同比+59.8%，下同），实现归母净利润 7.33 亿元（+55.3%）。单季度看，2024Q4 公司实现营收 8.51 亿元（+55.6%），实现归母净利润 2.02 亿元（+27.6%）。公司凭借大客户绑定及较强的生产制造水平，营收及业绩增速亮眼。考虑到产能扩张下公司资本开支或加大，我们下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 8.64/10.49/12.71 亿元（2025-2026 年归母净利润原值为 8.94/10.50 亿元），对应 EPS 为 8.32/10.10/12.24 元，当前股价对应 PE12.2/10.0/8.3 倍，优质客户绑定，公司成长动力充足，维持“买入”评级。

收入：不锈钢保温器皿为主要收入来源，境外收入增长为主要驱动

公司 2024 年仍以出口不锈钢真空保温器皿为主，分产品看，公司 2024 年不锈钢真空保温杯产品收入 26.82 亿元（+57.64%），收入占比下降 1.27pct 至 94.56%。分地区看，境外市场收入增长为主要增长驱动，境外收入 26.90 亿元（+59.39%），收入占比下降 0.22pct 至 94.85%。产品量价方面，我们以金属制品的销量及收入进行拆分，公司金属制品业产品收入为 27.62 亿元（+60.11%），产品销售量为 6073.0 万只（+59.27%），对应产品单价为 45.5 元

/只 (+0.5%)，公司产品销售量增长明显，价格于较高位水平下保持平稳。

盈利能力：2024Q4 毛、净利率或因新产品开发阶段受损

毛利率端，公司 2024 年毛利率为 37.67% (-3.05pct)，2024Q4 毛利率为 33.3% (-10.5pct)，我们预计主要是公司加大新客户、新产品的成本投放所致。费用率方面，2024 年公司期间费用率 6.6% (-2.4pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.8%/3.7%/3.3%/-1.1%，综合影响下公司净利率同比下降 0.7pct 至 25.8%。单季度看，2024Q4 公司毛利率 33.3% (-10.5pct)；期间费用率为 4.1% (-8.0pct)。综合影响下，公司净利率同比下降 5.2pct 至 23.7%。

公司亮点：越南产能建设完成，大客户合作加深公司有望超额受益

生产端：公司“越南年产 1350 万只不锈钢真空保温杯”项目于 2024 年完工，海外产能扩充有利于增强公司订单承接力，建立低人工及低贸易壁垒的行业竞争优势。客户端：公司深度绑定 PMI 公司，2024 年客户收入为 24.7 亿元 (+63.96%)，收入占比 87.15%(+2.24pct)，收入占比进一步提升。我们预计 PMI 旗下品牌 Stanley 凭借较强的爆款打造能力及较高的市场品牌影响力，2025 年有望继续保持快速发展趋势，叠加嘉益股份在客户供应链份额中稳步提升，公司有望从中超额受益，大客户订单有效托底公司发展。

风险提示：终端需求大幅下滑、行业竞争恶化、产品推广不及预期。

【化工：圣泉集团(605589.SH)】业绩符合预期，持续扩充高频高速树脂种类及产能——公司信息更新报告-20250402

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

2024 年业绩符合预期，高额分红回购回报股东，2025Q1 业绩同比预增

公司发布 2024 年报，实现营收 100.2 亿元，同比+9.87%；归母净利润 8.68 亿元，同比+9.94%。其中 Q4 实现营收 28.68 亿元，同比+18.15%、环比+13.55%；归母净利润 2.87 亿元，同比-6.65%、环比+15.20%，业绩符合预期。公司拟每 10 股派发现金红利 5.50 元（含税），现金分红和回购金额合计 9.24 亿元，同时公告 2025Q1 预计实现归母净利润 2.00-2.15 亿元，同比增长 45.58%-56.49%。考虑公司生物质材料与化工新材料双主业运营稳健，我们维持 2025-2026、新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 11.89、13.86、16.59 亿元，EPS 分别为 1.40、1.64、1.96 元/股，当前股价对应 PE 为 19.9、17.1、14.3 倍。我们看好公司依靠产业链优势协同进行技术研发和市场拓展，逐步成为全球领先的生物质和化学新材料解决方案提供商，维持“买入”评级。

高频高速树脂持续扩充，多孔碳稳步放量，大庆项目实现减亏

(1) 分业务看，2024 年合成树脂、先进电子材料和电池材料、生物质产品销量 69.56（其中酚醛树脂 52.86 万吨、同比+8.35%；铸造用树脂 17.41 万吨，同比+10.36%）、6.90、21.70 万吨，同比分别+8.85%、+1.06%、+23.64%；实现营收 53.42、12.42、9.56 亿元，同比+4.33%、+4.74%、+11.74%；毛利率为 20.66%、27.39%、14.34%，同比+0.01、+1.44、+8.76pcts。(2) 盈利能力方面，2024 年公司销售毛利率、净利率分别为 23.61%、8.89%，同比分别+0.59、+0.09pct。(3) 项目运营方面，大庆项目至 2024 年底实现产销平衡，2025Q1 已实现减亏。1000 吨/年 PPO 树脂、100 吨/年碳氢树脂于 2024 年内建成投产，公司近期计划启动 2000 吨/年 PPO/OPE 树脂、1000 吨/年碳氢树脂、1000 吨/年双马树脂、1000 吨/年 PEI 树脂项目扩产工作。此外，300 吨/年多孔碳于 2024 年内建成投产并实现满产满销，1000 吨/年多孔碳生产线于 2025 年 2 月建成并陆续投产。我们认为，公司双主业运营稳健，项目布局丰富，未来成长动力充足。

风险提示：产品价格波动、产能建设及客户验证不及预期、技术迭代等。

【化工：华峰化学(002064.SZ)】业绩底部信号明显，静待氨纶、己二酸景气上行——公司信息更新报告-20250402

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 宋梓荣（联系人）

证书编号：S0790123070025

业绩底部信号明显，氨纶、己二酸双主业加速见底，维持“买入”评级

2024 年公司实现营收 269.31 亿元，同比+2.41%，实现归母净利润 22.20 亿元，同比-10.43%。对应 Q4 单季度，公司实现营收 65.59 亿元，同比-0.87%；实现归母净利润 2.05 亿元，同比-62.66%，环比-58.64%；实现扣非后归母净利润 1.75 亿元，环比-61.43%。2024 年 Q4，己二酸、氨纶平均价差环比下跌，拖累公司业绩。未来随着己二酸新兴下游尼龙 66 行业产能投产、氨纶行业产能扩张接近尾声，己二酸、氨纶景气有望上行。我们下调公司 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计归母净利润分别为 24.74（-6.56）、31.10（-7.32）、38.22 亿元，EPS 分别为 0.50（-0.13）、0.63（-0.14）、0.77 元，当前股价对应 PE 分别为 15.5、12.3、10.0 倍。公司仍有 15 万吨氨纶产能在建，看好公司成长，维持“买入”评级。

Q4 氨纶价差环比继续下降、己二酸价格下跌，公司业绩环比下滑

据百川盈孚、Wind 等，2024 年 Q4，己二酸的平均价格为 8,247 元/吨，环比-6.49%；纯苯平均价格环比-12.81%；己二酸平均价差扩大至为 2,299 元/吨，环比+15.07%。但原料纯苯、己二酸价格下跌，叠加需求疲软，根据百川盈孚数据，导致 Q4 己二酸行业库存水平较高，景气低迷。Q4 氨纶 40D 平均价格为 24,120 元/吨，环比-5.71%；氨纶价差环比-6.05%。主原料 PTMEG 价格下跌成本支撑减弱、叠加氨纶供过于求，导致 Q4 氨纶价格下跌。截至 2024 年底，公司拥有氨纶产能 32.5 万吨，己二酸产能 135.5 万吨，氨纶、己二酸景气低迷对公司业绩拖累较大。

下游尼龙 66 扩产或将拉动己二酸需求，氨纶行业扩产或接近尾声

当前尼龙 66 卡脖子环节己二腈/己二胺国产化曙光乍现，中国化学、新和成、神马股份等国内龙头公司布局、投产己二腈/己二胺产能，未来尼龙 66 行业或将积极扩产，拉动进而拉动己二酸需求。氨纶方面，2025 年尚有部分新增产能投放，包括公司 10 万吨、宁夏晓星 7 万吨、滨河如意 3 万吨产能，行业扩产接近尾声，静待氨纶需求增长，指引氨纶行业景气上行，公司双主业弹性较大，或充分受益。

风险提示：宏观经济复苏不及预期、原油价格大幅下跌、项目建设不及预期。

【地产建筑：中国能建(601868.SH)】营收利润同比增长，国内海外扩展均衡——公司信息更新报告-20250402齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）
证书编号：S0790124070064

营收利润同比增长，国内海外扩展均衡，维持“买入”评级

中国能建发布 2024 年年度报告，公司 2024 年营业收入同比增长，归母净利润同比增长，新签订单规模同比增长，公司新能源业务持续发展，工业制造订单签约量增长明显，海内海外协同发展，投资运营业务潜力充足。我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 106.0、123.3、128.7 亿元，对应 EPS 为 0.25、0.30、0.31 元，当前股价对应 PE 为 9.0、7.7、7.4 倍，公司整体业务结构平衡，发展势头稳健，不断在新能源、新科技领域开展探索，维持“买入”评级。

营收利润同比增长，债务结构保持稳定

公司 2024 年实现营业收入 4367.13 亿元，同比增长 7.56%；实现归母净利润 83.96 亿元，同比增长 5.13%；实现扣非归母净利润 65.26 亿元，同比下降 8.89%。公司 2024 年毛利率 12.41%，同比-0.23pct，净利率 2.71%，同比-0.06pct。全年经营活动产生现金流净额 110.27 亿元，同比增长 16.25%。截至 2024 年末，公司资产负债率 76.31%，权益乘数 4.22，流动比率 1.02，速动比率 0.85，在手现金 911.62 亿元，同比增长 17.95%，公司在手现金充裕，整体债务结构合理。

新签订单保持增长，国内海外扩展均衡

公司 2024 年完成新签订单额共计 14088.76 亿元，同比增长 9.75%。分订单类别来看，勘测设计及咨询业务金

额 197.2 亿元，同比下降 8.1%，工程建设业务金额 12750.8 亿元，同比增长 6.4%。工程建设业务的增长主要源于传统能源业务，传统能源业务新签合同金额 3129.7 亿元，同比增长 57.6%。公司国际化经营成效突出，2024 年全年境外新签合同同比增长 14.5%，公司在沙特、菲律宾新签合同额均超人民币 200 亿元，澳大利亚、印尼等 10 个国家新签合同额均超人民币 100 亿元，公司海外投资额、投资营收、投资利润同比大幅增长，装机规模突破 3GW，投资建设的巴基斯坦 SK 水电站、乌兹别克斯坦 1GW 光伏等项目顺利投运，在乌兹别克斯坦建立我国首个海外能源规划研究机构。

风险提示：新能源投资增速不及预期、多元化业务运营不及预期、海外业务进展速度不及预期。

【地产建筑：城投控股(600649.SH)】收入增长利润承压，现金分红比例提升——公司信息更新报告-20250402

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）
证书编号：S0790124070064

背靠上海城投，深耕上海，城市更新土储充裕，维持“买入”评级

城投控股发布 2024 年年报，公司结转规模增长，归母净利润承压，分红派息稳健。受结转毛利率下滑影响，我们下调公司 2025-2026 并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 6.1、8.4、9.9 亿元（2025-2026 年原值为 18.4、20.8 亿元），EPS 分别为 0.24、0.33、0.39 元，当前股价对应 PE 为 18.0、13.2、11.1 倍，公司背靠上海城投集团，土储优质，结转资源充足；同时公司投融资管退路径清晰，投资业务有望持续增厚公司利润，维持“买入”评级。

毛利率下滑拖累业绩，现金分红比例提升

公司 2024 年实现营业收入 94.32 亿元，同比+268.6%；归母净利润 2.43 亿元，同比-41.58%；经营性净现金流 26.56 亿元，同比+26.75%。公司收入增加主要由于结转规模同比增加，利润下降主要由于（1）结转毛利率承压，房地产业务毛利率同比-19.7pct 至 14.97%，其中上海区域结转毛利率 13.95%；（2）投资收益同比-2.65 亿元至 2.59 亿元。公司 2024 年每 10 股派发现金股利 0.4 元，分红比例 41.28%，并且承诺 2024-2026 年累计现金分红比例不低于归母净利润 35%。

销售规模大幅增长，新增土储优质

2024 年得益于黄浦区露香园二期项目入市，以及长宁区青溪云邸、杨浦区兴华里等项目热销，公司实现签约销售金额 177.3 亿元，同比+116%，销售面积 11.9 万方，销售均价达 14.9 万元/平。公司 2024 年新增黄浦小东门组团地块和闵行华漕镇项目，拿地总价近百亿，同时拿下闵行区杜行、诸翟两个城中村项目，截至 2024 年末待开发土地建面约 82 万方，其中 90%位于上海。

待结转资源充裕，现金流情况稳健

截至 2024 年末，公司出租总建面 50.9 万方，同比+64.1%；租金收入 3.35 亿元，同比增长 13.7%。公司首批布局的八大租赁社区全部投入运营，2024 年 6 月九星社区开业，年底出租率提升至 95%。公司投资板块平稳运作，截至 2024 年末持有已上市证券市值约 46.74 亿元，年内收到已上市证券分红约 0.56 亿元。截至 2024 年末，公司合同负债+预收账款规模达 116.7 亿元；货币资金达 87.0 亿元，同比+32.7%；有息负债 419.7 亿元，融资成本降至 4.04%，较年初压降 13BPs。

风险提示：上海销售市场下行、公司城市更新拓展不及预期。

【地产建筑：中国交建(601800.SH)】营收规模同比增长，境外业务扩张明显——公司信息更新报告-20250402

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）
证书编号：S0790124070064

营收规模同比增长，境外业务扩张明显，维持“买入”评级

中国交建发布 2024 年年报，公司营业收入同比增长，归母净利润小幅下滑，新签合同额逐年增长，各业务毛利率改善，境外业务收入及新签表现突出。我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 279.4、307.5、367.7 亿元，对应 EPS 为 1.72、1.89、2.26 元，当前股价对应 PE 为 5.4、4.9、4.1 倍，维持“买入”评级。

营收规模同比增长，归母净利润小幅下滑

公司 2024 年实现营收 7719.4 亿元，同比增长 1.7%，其中基建建设、基建设计、疏浚、其他业务增速分别为 +2.3%、-23.3%、+11.1%、+34.7%，境外业务收入增速+16.4%；实现归母净利润 233.8 亿元，同比下降 1.8%；经营性净现金流 125.1 亿元，毛利率同比-0.30pct 至 12.29%，其中基建建设、基建设计、疏浚、其他业务毛利率分别同比-0.48pct、+1.47pct、-0.32pct、+3.97pct；基本每股收益 1.37 元，同比-1.4%；终期派息每 10 股派送约 1.6 元。公司归母净利润下滑主要由于投资净收益的减少，2024 年投资净收益为-15.08 亿元(2023 年投资净收益为-8.95 亿元)，对联营企业和合营企业的投资收益同比减少 13.44 亿元。

新签合同额保持增长，境外业务扩张明显

公司 2024 年新签合同额为 18811.9 亿元，同比+7.3%，完成年度目标的 95%，新签合同额增长主要来自于境外工程、城市建设等建设需求增加，其中基建建设、基建设计、疏浚和其他业务分别同比+9.1%、-5.9%、-2.7%、-39.0%，境外业务新签合同额同比+12.5%，占比约 19%。公司主业基建建设新签订单拆分来看，道桥和铁路建设同比下降超 20%、城建和境外工程同比增速超 15%。

基建投资项目建设放缓，运营业务有所亏损

公司 2024 年新签基建投资项目 1293.8 亿元，同比-38%，投资类基础设施项目建设有所放缓，其中 BOT 类、城市综合开发、政府付费项目分别占比 58%、28%、14%，预计可承接的建安合同额 1100.8 亿元。公司已进入运营期的项目以高速公路为主，2024 年运营收入为 83.29 亿元，净亏损为 23.40 亿元，截至年末尚未完成投资额为 1118.3 亿元。

风险提示：行业恢复不及预期、政策放松不及预期、公司销售恢复不及预期。

【化工：硅宝科技(300019.SZ)】Q4 业绩环比改善，硅碳负极业务实现突破——公司信息更新报告-20250402

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

Q4 业绩环比改善，江苏嘉好超额完成业绩目标，看好公司迈向百亿产值目标

公司发布 2024 年报，实现营收 31.59 亿元，同比+21.24%；归母净利润 2.38 亿元，同比-24.63%。其中 Q4 实现营收 10.26 亿元，同比+48.07%、环比+5.37%；归母净利润 0.79 亿元，同比-13.62%、环比+39.7%，Q4 营收、归母净利润环比增长。考虑主要原材料有机硅 DMC 价格仍处于低位拖累密封胶价格，我们下调 2025-2026 年、新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.43（-0.88）、4.35（-0.68）、5.04 亿元，对应 EPS 为 0.87、1.11、1.28 元/股，当前股价对应 PE 为 20.6、16.3、14.0 倍。我们看好公司稳步推进项目建设和投资并购，力争在创立的第三个十年实现产值百亿目标，维持“买入”评级。

建筑胶、工业胶销量同比增长，硅碳负极持续突破，盈利能力有望修复

(1) 分业务：2024 年，建筑胶、工业胶营收 15.48、8.27 亿元，同比-5.72%、+17.45%；毛利率 21.60%、30.66%，同比-4.77、+3.51pcts；建筑胶销量 15.01 万吨，同比+7.7%；工业胶销量 4.26 万吨，同比+22.7%，其中电子电池胶、汽车胶、光伏胶营收同比分别+37.88%、+30.59%、-9.76%。硅烷偶联剂营收 1.95 亿元，同比-4.68%，主要受产品价格下行影响。江苏嘉好自 2024 年 7 月并表，公司新增 11 万吨热熔胶产能，2024 年江苏嘉好超额完成承诺业绩目标，并表营收 5.70 亿元、归母净利润 1576.15 万元。(2) 盈利能力：2024Q4 公司销售毛利率、净利率分别

为 21.21%、18.48%，环比分别+2.73、+1.71pcts。据 Wind 数据，2025Q1 有机硅 DMC 均价 13,503 元/吨，同比-13.3%、环比+2.7%，主要原材料价格低位和市场竞争加剧拖累密封胶产品售价下降，2025 年以来有机硅价格震荡上行主要是厂家减产提价，有望助力公司盈利能力稳步修复。(3) 投资项目：公司硅碳负极目前 1000 吨/年中试线稳定运行，累计实现百吨级销售，其中新型硅碳产品取得吨级突破。硅宝新能源已经建成 3,000 吨/年锂电池用硅碳负极、1 万吨/年动力电池用有机硅粘合剂、5,000 吨/年聚氨酯密封胶。(4) 展望 2025 年，公司计划努力实现营业收入同比增长 30%的经营目标，成长动力充足。

风险提示：项目进展不及预期、原材料及产品价格波动、政策不及预期等。

【纺织服装：森马服饰(002563.SZ)】2024 年分红比例提升，库存结构改善奠定增长基础——公司信息更新报告-20250402

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 张霜凝（分析师）证书编号：S0790524070006

2024 年分红比例提升，库存结构改善奠定增长基础，维持“买入”评级

2024 年公司实现营收 146.26 亿元（同比+7.06%，下同），归母/扣非归母净利润为 11.37/10.84 亿元，同增 1.42%/6.16%，其中 2024Q4 收入/扣非归母净利润增长 10%/42%，全年现金分红比例 83%，2023 年为 72%。公司 2024 年逆势投流拓店，短期由于线下零售客流持续承压，我们下调公司 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 12.1/13.0/14.1 亿元（此前为 13.9/15.3 亿元），当前股价对应 PE 为 16.2/15.0/13.8 倍，公司童装服饰受生育政策利好，休闲服饰在品牌、渠道及运营全面焕新的带动下终端零售表现稳健，整体库存结构与存货周转持续优化，看好渠道拓展赋予的业绩弹性，维持“买入”评级。

儿童增长快于休闲，净拓店态势延续，高效运营助力线上渠道收入增长

2024 年休闲服饰收入为 41.90 亿元（+0.44%），儿童服饰收入为 102.68 亿元（+9.55%）。分渠道看，线上销售为 66.72 亿元（+7.14%），线下直营/加盟/联营销售为 15.5/60.7/1.6 亿元，同比+12.64%/+5.12%/+0.14%，净拓店的态势延续，截至 2024 年末总店数为 8325 家，较年初净开 388 家，同比增加 5%，其中直营/加盟/联营门店分别较年初+299/+96/-7 家；休闲/儿童分别较年初+108/+280 家，平均面积均有提升，看好公司维持新开店势能，运营提质增效，把握新渠道带来的增长机会。此外，公司海外扩张稳步推进，2024 年森马与巴拉巴拉在新加坡、马来西亚、越南、蒙古、约旦等多国新开 30 多家店，海外总门店数突破 100 家。

2024 年销售费用率提升显著，童装毛利率改善而休闲承压，库存结构改善

盈利能力：2024 年整体毛利率为 43.8%（-0.2pct），毛利率在历史高位小幅波动，其中直营/加盟/线上毛利率分别同比-1.53/-2.99/+2.38pct，线下毛利率承压。分品牌来看，休闲/童装毛利率分别同比-2.54/+0.53pct，休闲下降主要系线下促销力度加大及暖冬影响冬季新品销售。2024 年期间费用率为 30.89%，同比+1.27pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别+1.54/-0.56/+0.04/+0.26pct，销售费用率提升系投流及门店开拓导致，归母净利率为 7.8%（-0.4pct），扣非净利率 7.4%（-0.1pct）。营运能力：截至 2024 年末，公司存货为 34.81 亿元（同比+26.75%），存货周转天数 136 天（同比-19 天），1 年内库龄的新品占比同比大幅提升，2024 年新品占比 79.1%，2023 年为 53.4%，库存结构和存货周转显著改善。2024 年公司经营活动现金流净额为 12.63 亿元（-34.94%）主要系支付货款以及宣传推广费增加。

风险提示：加盟商提货不及预期、门店开拓不及预期、零售回暖不及预期。

【家电：长虹美菱(000521.SZ)】多重改革下盈利能力处于上升渠道，老牌国企再出发——公司首次覆盖报告-20250402

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 陈怡仲（联系人）证书编号：S0790123070024

多重改革下老牌国企盈利能力有望持续提升，首次覆盖，给予“买入”评级

作为少数未完成混改的老牌家电国企，长虹集团近年不断寻求改革突破，而美菱公司积极配合集团整体调改并搭配企业提质增效，收入与盈利能力实现稳步提升。公司外销业务景气度延续，内销在国补刺激下逐渐改善，我们预计 2024-2026 年归母净利润为 7.03/8.07/9.11 亿元，对应 EPS 分别为 0.68/0.78/0.88 元，当前股价对应 PE 为 12.1/10.5/9.3 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

冰洗和家空行业出货稳中有升，近期外销景气度较高，公司产品注重质价比

冰箱：行业整体出货量呈现稳健增长，近年来外销增速持续高于内销，规模也逐渐赶超。从价格看，近年来内销价格有所提升，外销反之。当前冰箱的消费亮点聚焦于健康保鲜以及薄嵌设计，同时大容积与多功能偏好加强，行业加速智能化转型升级。长虹美菱冰箱柜产品主打“薄、窄、嵌”，定价注重质价比，产业内销收入整体平稳、份额有所提升，外销收入实现较快增长。家空：行业整体出货量稳中有升，预计内销以旧换新将持续拉动行业增长。从价格看，2024-2025 年国补有望缓和竞争压力，拉动均价重回增长，当前空调行业中新风、除菌净化等细分市场持续增长，呈现出高质价比和多元化并重的特点。长虹美菱空调产业近年来实现快速增长，并于 2022 年实现扭亏，产品聚焦质价比，用户导向打造“无尘”名片，技术导向坚持品质品控，具有一定细分竞争力，内外销份额稳步提升。

集团整体调改搭配企业提质增效，盈利能力稳中向好，仍有提升空间

公司盈利能力 2021 年迎来转折并实现连续三年提升，2023 年归母净利率达 3.1%。我们认为主系：集团统一调改下，协同公司多种降本增效措施并举，期间费用率不断降低所致。国企在历史上经历过多轮改革，解决了一定效率低下、竞争力不强的问题，是经济发展重要命脉。长虹集团历经保军转民、相关多元化、国际化等多次转型，已发展成为集智慧家居、数字经济、医疗健康、新能源等产业为主的千亿级跨国企业集团，历经多次改革。当前正值新帅上任之际，我们认为作为仍未完成混改的国企之一，长虹有望在新管理层带动下进一步实现深化改革，激发和释放改革活力。从长虹美菱的角度看，公司不仅积极配合集团完成整体调改、充分利用了集团内部资源，也针对自身困境和产业特点，通过质改数转、组织优化和激励相容三大抓手进行了差异化战略布局与实施，盈利能力和各项周转指标稳中向好改善，未来盈利能力仍有提升空间，老牌国企有望焕发荣光。

风险提示：海外需求不及预期、代工客户订单有所波动、改革进展有所放缓。

【商贸零售：毛戈平(01318.HK)】2024 年收入利润增长超 30%，高端品牌势能持续向上——港股公司信息更新报告-20250401

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031

事件：2024 年公司收入利润增长均超 30%，高端品牌势能持续向上

公司发布业绩公告：2024 年的营业收入 38.85 亿元（同比+34.6%，下同）、归母净利润 8.81 亿元（+33.0%），经调整年内利润 9.24 亿元（+39.2%），业绩符合预期，护肤线与彩妆协同发展。考虑品牌势能与粘性持续提升且第二梯队单品表现亮眼，我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 11.79/15.36/19.39 亿元（2025-2026 年原值 11.72/14.67 亿元），对应 EPS 为 2.41/3.13/3.95 元，当前股价对应 PE 为 41.9/32.2/25.5 倍，维持“买入”评级。

加强彩妆品牌心智，线上高速增长，费用率基本保持平稳

分业务看，2024 年彩妆/护肤/化妆艺术培训业务实现营收 23.04/14.29/1.52 亿元，同比分别+42.0%/+23.2%/+45.8%，分别占比 59.3%/36.8%/3.9%。分渠道看，线上/线下渠道实现营收 17.84/19.49 亿元，同比分别+51.2%/+21.6%。盈利能力方面，2024 年公司毛利率 84.4%（-0.4pct），其中彩妆/护肤/化妆艺术培训业务毛利率分别为 83.6%/87.2%/69.0%；销售/管理/研发费用率为 49.0%/6.9%/0.6%，同比分别+0.1pct/+0.2pct/-0.2pct，整体费用率保持平稳。

彩妆护肤协同发展，发力高端渠道利好同店，高端品牌形象持续深化

彩妆端，公司以彩妆为基本盘，均价持续提升（+6.4%），2024 年光感无痕粉膏系列销售超 4 亿元（占彩妆近 20%），鱼子气垫、皮肤衣、空气唇釉仍有较大发展潜力，此外“气蕴东方”香水系列上新，另储备有多款香水待上市。护肤端，鱼子面膜零售额超 8 亿元（占护肤近 60%），鱼子系列其他产品如鱼子安瓶精华、鱼子菁华水亦有放量空间，2025 年初上新身体系列布局新品类。线下端：2024 年自营及经销专柜分别为 378/31 个，线下复购率达 34.9%（+2.1pct），持续开拓武汉 SKP、成都 SKP 等超高端渠道，强化高端国妆定位并助于同店提升。线上端，2025 年 38 大促毛戈平首次进入天猫美妆 TOP20 榜单，并登顶抖音彩妆香水榜单，线上通过加强营销活动持续拓新客，老客线上复购率也持续增加，未来线上有望维持较快增速。

风险提示：行业竞争加剧、渠道拓展不及预期、产品孵化不及预期。

【地产建筑：绿城中国(03900.HK)】减值影响净利表现，周转提速，坚决布局核心城市——港股公司信息更新报告-20250401

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

减值影响净利表现，周转提速，坚决布局核心城市，维持“买入”评级

绿城中国发布 2024 年业绩。公司营收增长毛利率承压，周转效率持续提升，自投代建业务齐头并进，土储充裕结构优质，融资成本不断降低。我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 33.3、45.4、54.3 亿元，对应 EPS 为 1.31、1.79、2.14 元，当前股价对应 PE 为 8.0、5.8、4.9 倍，我们看好公司低毛利项目结转完成后盈利回升，维持“买入”评级。

减值影响归母净利表现，开发业务毛利同比增长

2024 年实现营业收入 1585.46 亿元，同比增长 20.7%；实现归母净利润 15.96 亿元，同比下降 48.8%，主要由于计提减值 49.17 亿元，若剔除减值影响，预计归母净利润增长。公司派息为每股 0.30 元，派息比例提升至 48%。2024 年整体结算毛利率 12.8%，同比下降 0.2pct；其中开发业务 11.7%，同比提升 0.4pct。

销售规模保持韧性，周转速度进一步加快

2024 年 1-12 月，公司累计自投销售面积 591 万平方米，同比下降 13.8%；累计自投销售金额 1718 亿元，同比下降 11.6%；公司权益金额为 1206 亿元，同比下降 5.5%，权益比提升 4.5pct 至 70.2%。高周转方面主要亮点：（1）新项目流速加快，2024 年获取的 42 个新项目已经开盘 27 个。开发周期进一步提速，从拿地至开工、首开及经营现金流回正分别缩短至 1.7、4.7 及 12.3 个月。车宅去化比同比提升 7%至 1.39 倍，26 个项目实现整盘车宅同罄；（2）一二线城市销售额占比达 79%，在北京、上海、杭州、南京等 18 个核心城市销售排名当地前五；（3）销售回款率 104%。2025 年，自投项目可售货值 2002 亿元（不含 2025 年内新增项目），并且聚焦高能级核心城市，一二线城市占比达 83%。

投资布局核心城市，融资成本进一步压降

公司全年新增项目 42 个，总建筑面积约 418 万平方米，权益地价 484 亿元，平均楼面价 14383 元/平米，预计新增货值 1088 亿元，投资强度 63%。一二线城市货值占比达 92%，其中北上杭货值占比达 51%。截至 2024 年末，平均融资成本降至 3.7%，同比下降 40bps；一年内到期债务占比为 23.1%，维持低位。

风险提示：政策支持不及预期、行业销售恢复不及预期、公司融资不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn